

分析师：李璐毅
登记编码：S0730524120001
lily2@ccnew.com 021-50586278

运营商网络收入承压，加速向“连接+算力”拓展转型

——中兴通讯(000063)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

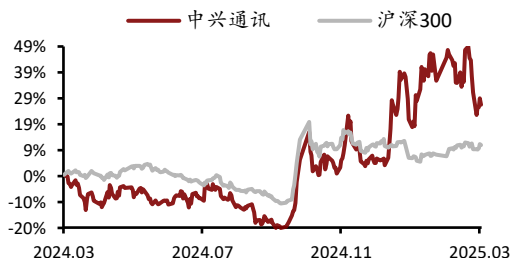
市场数据(2025-03-07)

收盘价(元)	37.29
一年内最高/最低(元)	43.80/23.53
沪深 300 指数	3,944.01
市净率(倍)	2.45
流通市值(亿元)	1,783.53

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	15.22
每股经营现金流(元)	2.40
毛利率(%)	37.91
净资产收益率_摊薄(%)	11.57
资产负债率(%)	64.74
总股本/流通股(万股)	478,353.49/478,287.6
	2
B 股/H 股(万股)	0.00/75,550.25

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《中兴通讯(000063)季报点评:数字经济筑路者,从全连接转向“连接+算力”》 2024-12-31

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 03 月 10 日

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 1212.99 亿元，同比下降 2.38%，归母净利润为 84.25 亿元，同比下降 9.66%。2024Q4 公司实现营收 312.54 亿元，同比下降 10.34%，归母净利润为 5.18 亿元，同比下降 65.08%。

点评：

- **业务结构逐步向政企和消费者市场倾斜，市场份额稳步提升。**公司聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务，面向电信运营商及政企客户提供 ICT 创新技术与产品解决方案，面向个人消费者提供终端产品。2024 年运营商网络、政企业务、消费者业务收入比例分别为 58.0%、15.3%、26.7%，同比-8.6pct、+4.4pct、+4.2pct，公司业务结构逐步向政企和消费者市场倾斜。在人工智能领域，公司提供从基础设施到应用的全栈全场景智算解决方案，并已形成高速互联、在网计算、算力原生、无感迁移、数据处理和算法优化等多项关键技术积累，市场份额稳步提升。
- **运营商投资整体下降及结构变化导致公司收入承压，公司加速向“连接+算力”转型。**2024 年公司国内市场营销为 820.06 亿元，同比下降 5.18%，占营收比为 67.61%，同比下降 2.0pct，毛利率为 43.18%，同比基本持平；国际市场营销达到 392.93 亿元，同比增长 4.04%，占营收比为 32.39%，同比提高 2.0pct，毛利率为 26.91%，同比下降 10.63pct。随着 5G 网络建设进入成熟期，运营商投资整体下降、结构变化，公司收入承压。公司毛利率的波动主要是收入结构变动、运营商网络和消费者业务毛利率提升以及政企业务毛利率下降的综合影响所致。公司巩固无线、有线产品市场地位，完善智算整体方案，加速从全连接转向“连接+算力”，拓展市场空间。
- **运营商传统网络领域，无线、有线核心产品市场份额稳中有升；运营商算力网络领域，重点建设智算。**2024 年国内电信业务收入累计完成 1.74 万亿元，同比增长 3.2%，电信业务收入增速有所放缓，其中，固定宽带业务及数据中心、云计算等新兴业务收入保持增长，移动数据业务收入小幅下滑。2024 年公司运营商网络营收 703.27 亿元，同比下降 15.02%，主要受国内整体投资环境影响；毛利率为 50.90%，同比上升 1.79pct，主要由于无线产品毛利率提升。1) 运营商传统网络：公司无线、有线核心产品市场份额稳中有升。**无线产品**，公司布局 5G-A 场景，参与国内运营商万兆网络、通感一体、空地一体等商业试点，中标中国移动低轨试验星再生星频网产品，国内保持双寡头格局，国际上在泰国和孟加拉分支以及非洲多国分支实现市场份额提升。**有线产品**，公司固网产品稳居全球领先地位，推动 50G PON 试点；

光传输产品中标中国电信 400G OTN 骨干网新建集采项目；核心路由器中标中国移动集采项目，新一代产品成功通过中国电信的集采测试。

2) 运营商算力网络：公司提供覆盖“算力、网络、能力、智力和应用、终端”等全栈全场景的智算解决方案。**服务器及存储**，加大智算服务器研发投入，存储产品获得中国移动分布式存储集采新建项目最大份额。**数据中心交换机**，框式交换机凭借自研核心器件保持行业领先地位；盒式交换机分别以第一名和第二名中标中国联通和中国电信集采项目。**数据中心配套**，推出浸没式液冷、冷板式液冷、一体化电力模块等自研产品，并在粤港澳大湾区、宁夏中卫、甘肃庆阳、河北怀来等东数西算核心枢纽节点取得项目突破。

- **政企市场领域，服务器及存储、数据中心交换机、数据中心配套产品竞争力增强推动收入规模增长。**地方政府、国内运营商、互联网公司加大投入算力底座，建设智算中心，已形成京津冀、长三角和大湾区等算力产业发展集群。AI 应用与互联网、电信、服务、金融以及政务等行业深度融合，5G 已融入 80 个国民经济大类，应用案例数累计超 10 万个，在工业生产、港口、电力、医疗等行业实现规模化应用，并拓展至农业、建筑、纺织等行业。2024 年，公司政企业务营收 185.66 亿元，同比增长 36.68%，主要由于服务器及存储营业收入增长；政企业务毛利率为 15.33%，同比下降 19.58pct，主要由于服务器及存储毛利率下降及收入结构变动。**服务器及存储**，在国内互联网行业投资恢复性增长以及金融行业自主创新和数字化转型的背景下，公司实现通算、智算、信创服务器在互联网头部客户、大型银行和保险公司的规模经营，收入翻番。**数据中心交换机**，互联网和金融行业收入占比提升，电力和交通行业市场份额得到进一步优化。**数据中心配套**，国际市场取得突破，巩固菲律宾、印尼等存量市场，并拓展泰国、中亚等新增市场。算力和信创带来的市场增量机会有望推动公司政企业务收入快速增长。

- **消费者业务领域，以多终端智能互联和生态扩展为核心，努比亚借助 AI 升级品牌。**光网终端方面，FTTR 的高速发展推动高清视频、智能家居等智慧家庭应用落地；智能手机方面，受消费者对 AI 助手和端侧处理等增强功能需求的推动，Canalys 预计 2023-2028 年 AI 手机市场的 CAGR 为 63%。2024 年，公司消费者业务营收为 324.06 亿元，同比增长 16.12%，主要由于家庭终端、手机及移动互联产品、云电脑营业收入均实现增长；消费者业务毛利率为 22.66%，同比提高 0.57pct，主要由于家庭终端毛利率提升。**家庭终端**，国内市场 FTTR 产品实现规模出货，以第一名和第二名中标中国电信两次 FTTR 产品集采，2024 年公司家庭终端年发货量超 1 亿台。**手机及移动互联产品**，公司布局“AI for All”全场景智慧生态 3.0；加快努比亚的国际市场拓展，已在超过 30 个国家和地区推出音乐、游戏、影像、折叠等特色机型；红魔旗舰手机销量居全球电竞手机市场首位；移动互联产品 5G FWA&MBB 市场份额保持全球第一。**云电脑**，发布 PAD 型 5G 云电脑“逍遥”系列，推动公司云终端实现国内运营商市场份额第一。公司围绕差异创新、成本领先战略，涵盖手机、平板、笔记本及移动互联设备，推出更多的业界首创产品以满足个人用户或行业专业需求。

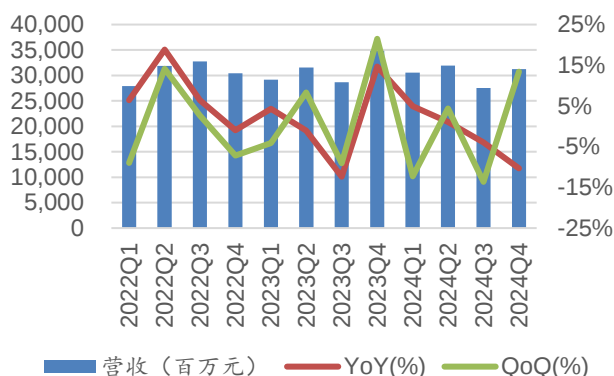
投资建议：公司是全球领先的通信设备厂商，以无线、有线产品为主的第一曲线业务核心竞争力持续提升，同时加速拓展以算力、手机为代表的第二曲线业务。国产算力的持续建设将为公司服务器、交换机等业务带来新的增量。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 88.48 亿元、93.37 亿元、99.02 亿元，对应 PE 为 20.16X、19.10X、18.01X，维持“买入”评级。

风险提示：国际环境变化；AI 发展不及预期；电信运营商资本开支不及预期；知识产权风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	124,251	121,299	127,982	135,956	146,071
增长比率（%）	1.05	-2.38	5.51	6.23	7.44
净利润（百万元）	9,326	8,425	8,848	9,337	9,902
增长比率（%）	15.41	-9.66	5.02	5.53	6.05
每股收益(元)	1.95	1.76	1.85	1.95	2.07
市盈率(倍)	19.13	21.17	20.16	19.10	18.01

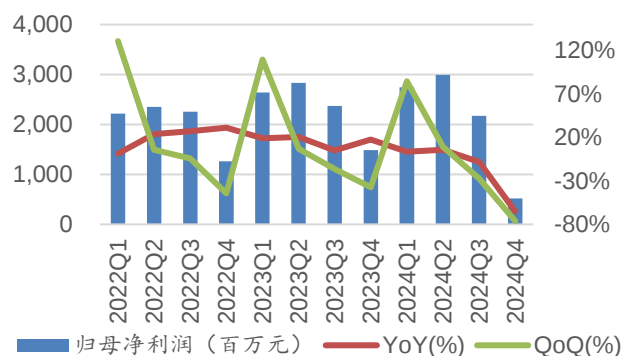
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：中兴通讯单季度营收情况



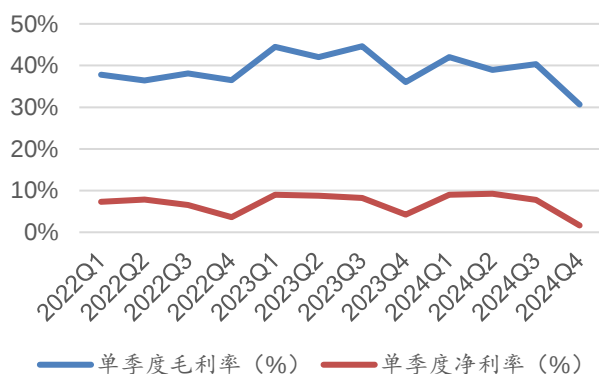
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：中兴通讯单季度归母净利润情况



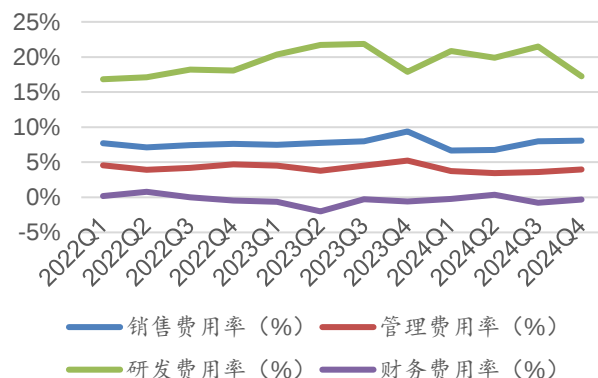
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：中兴通讯单季度毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：中兴通讯单季度四项费用率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	158,505	141,787	151,451	161,746	171,480
现金	78,543	43,885	50,809	57,035	62,194
应收票据及应收账款	20,822	21,288	22,687	24,423	26,600
其他应收款	1,146	2,598	2,773	2,946	3,165
预付账款	242	692	715	724	730
存货	41,131	41,258	41,378	42,398	43,263
其他流动资产	16,620	32,066	33,088	34,222	35,529
非流动资产	42,454	65,536	65,505	65,839	66,800
长期投资	2,158	2,334	2,484	2,604	2,704
固定资产	13,372	14,178	14,220	14,435	15,163
无形资产	7,697	7,159	6,956	6,887	6,871
其他非流动资产	19,226	41,864	41,846	41,914	42,063
资产总计	200,958	207,323	216,956	227,585	238,280
流动负债	83,030	82,635	85,151	88,574	91,899
短期借款	7,560	7,027	6,827	6,677	6,577
应付票据及应付账款	28,374	33,331	35,200	37,724	40,460
其他流动负债	47,096	42,277	43,124	44,173	44,862
非流动负债	49,596	51,577	52,992	54,207	55,222
长期借款	42,576	44,059	45,459	46,659	47,659
其他非流动负债	7,020	7,519	7,534	7,549	7,564
负债合计	132,627	134,213	138,143	142,781	147,122
少数股东权益	323	302	232	157	79
股本	4,783	4,784	4,784	4,784	4,784
资本公积	27,603	27,476	27,476	27,476	27,476
留存收益	37,768	42,926	48,698	54,764	61,197
归属母公司股东权益	68,008	72,808	78,581	84,647	91,080
负债和股东权益	200,958	207,323	216,956	227,585	238,280

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17,406	11,480	15,747	16,217	16,265
净利润	9,241	8,356	8,777	9,263	9,823
折旧摊销	4,926	4,969	5,575	5,971	6,056
财务费用	2,404	984	1,193	1,220	1,244
投资损失	205	-555	-128	-136	-146
营运资金变动	-977	-3,656	-594	-987	-1,560
其他经营现金流	1,607	1,383	924	886	847
投资活动现金流	-20,901	-28,672	-5,785	-6,575	-7,313
资本支出	-3,900	-3,479	-5,443	-6,141	-6,783
长期投资	-18,327	-27,286	-470	-570	-676
其他投资现金流	1,326	2,093	128	136	146
筹资活动现金流	7,372	-5,818	-3,063	-3,416	-3,792
短期借款	-2,402	-533	-200	-150	-100
长期借款	7,450	1,483	1,400	1,200	1,000
普通股增加	47	0	0	0	0
资本公积增加	1,710	-127	0	0	0
其他筹资现金流	566	-6,641	-4,263	-4,466	-4,692
现金净增加额	3,941	-22,987	6,923	6,226	5,159

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	124,251	121,299	127,982	135,956	146,071
营业成本	72,703	75,311	79,498	85,118	91,207
营业税金及附加	1,336	1,176	1,152	1,360	1,461
营业费用	10,120	8,901	9,215	9,603	10,331
管理费用	5,632	4,477	4,479	4,826	5,259
研发费用	25,289	24,031	25,213	26,375	28,630
财务费用	-1,101	-265	491	407	331
资产减值损失	-858	-933	-851	-830	-809
其他收益	1,806	2,933	2,560	2,719	2,702
公允价值变动收益	-702	-625	0	0	0
投资净收益	-205	112	128	136	146
资产处置收益	21	96	102	109	117
营业利润	10,258	9,342	9,809	10,340	10,954
营业外收入	173	76	70	65	60
营业外支出	228	189	180	170	160
利润总额	10,203	9,230	9,699	10,235	10,854
所得税	962	874	921	972	1,031
净利润	9,241	8,356	8,777	9,263	9,823
少数股东损益	-85	-69	-70	-74	-79
归属母公司净利润	9,326	8,425	8,848	9,337	9,902
EBITDA	15,025	14,803	15,764	16,613	17,242
EPS (元)	1.95	1.76	1.85	1.95	2.07

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	1.05	-2.38	5.51	6.23	7.44
营业利润 (%)	16.64	-8.93	5.00	5.41	5.94
归属母公司净利润 (%)	15.41	-9.66	5.02	5.53	6.05
获利能力					
毛利率 (%)	41.49	37.91	37.88	37.39	37.56
净利率 (%)	7.51	6.95	6.91	6.87	6.78
ROE (%)	13.71	11.57	11.26	11.03	10.87
ROIC (%)	7.47	6.76	6.65	6.61	6.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.00	64.74	63.67	62.74	61.74
净负债比率 (%)	194.09	183.58	175.28	168.37	161.39
流动比率	1.91	1.72	1.78	1.83	1.87
速动比率	1.26	1.04	1.12	1.18	1.23
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.59	0.60	0.61	0.63
应收账款周转率	6.44	5.76	5.82	5.77	5.73
应付账款周转率	3.83	3.65	3.46	3.48	3.48
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.95	1.76	1.85	1.95	2.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.64	2.40	3.29	3.39	3.40
每股净资产 (最新摊薄)	14.22	15.22	16.43	17.70	19.04
估值比率					
P/E	19.13	21.17	20.16	19.10	18.01
P/B	2.62	2.45	2.27	2.11	1.96
EV/EBITDA	6.80	14.05	11.89	10.97	10.33

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。