

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

系统设备

中兴通讯 (000063.SZ)

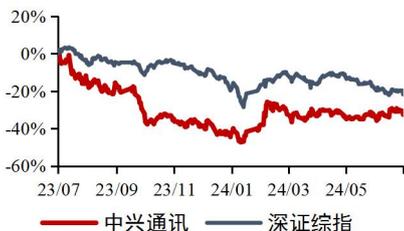
增持-A(首次)

乘 AI 东风加强算力业务布局，第二增长曲线打开新空间

2024 年 7 月 24 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 7 月 23 日

收盘价(元)：	27.10
总股本(亿股)：	47.83
流通股本(亿股)：	40.27
流通市值(亿元)：	1,091.32

基础数据：2024 年 3 月 31 日

每股净资产(元)：	14.90
每股资本公积(元)：	5.80
每股未分配利润(元)：	7.83

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

投资要点：

➤ 通信设备商龙头，盈利能力持续提升。中兴通讯作为全球四大通信设备供应商之一，目前主要发展路线为在保持以传统第一曲线业务核心竞争力的同时，加速拓展服务器及存储等以算力为代表的第二曲线业务。公司业务按板块分为运营商、政企客户和消费者三大板块，运营商仍为主要基本盘，且公司盈利能力明显提升；另一方面，公司加大研发投入力度，在算力进行多方面布局，随相关产品市占率提升，公司有望迎来新一轮增长。

➤ 公司在 5G-A 方面布局较早。5G-A 业务已形成“无缝万兆、泛在智能、确定能力、空天地一体、千亿物联、全域通感”六大场景和相应技术能力，面向 toC、toB 和 toX 三大领域，随运营商云计算资本开支提高，5G-A 有望再赋能公司运营商业务。

➤ 公司第二增长曲线以算力为核心，布局全栈智算网络：公司推出星云智算解决方案，面向训练和推理两类场景，打造智能硬件基础设施、AI 平台、大模型及应用三个层次的开放生态全栈智算解决方案。其中服务器与存储引领增长，公司在移动、电信的多个招标项目中多次中标第一候选人，AI 服务器可满足训练推理等高性能需求，分布式存储+DPU 有望在后摩尔时代成为存储卡点的主要解决方案，公司服务器与存储板块将继续受益于 AI 建设带来的算力需求。此外，公司在交换机、数据库、大模型等方面有序展开，可服务于互联网、金融、电力、交通等多产业政企客户不同算力建设规划；子公司中兴微电子已实现交换芯片、NP 芯片等无线、有线、手机多芯片自主研发，位居国内半导体企业前列，以雄厚的研发实力为公司提供增长动能。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2024-26 年归母公司净利润 105.06/129.14/142.81 亿元，同比增长 12.7%/22.9%/10.6%，对应 EPS 为 2.20/2.70/2.99 元，PE 为 12.3/10.0/9.0 倍，作为国内通信设备商龙头，公司无线及有线基本盘稳固，第二增长曲线增长潜力较大，具有较大超预期空间，综合考虑公司的成长性与可比公司估值，首次覆盖给予公司“增持-A”评级。

**风险提示：**国别风险；汇率风险；利率风险；客户信用风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,954	124,251	133,777	149,862	166,497
YoY(%)	7.4	1.1	7.7	12.0	11.1
净利润(百万元)	8,080	9,326	10,506	12,914	14,281

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



	YoY(%)	18.6	15.4	12.7	22.9	10.6
毛利率(%)		37.2	41.5	39.0	38.9	38.6
EPS(摊薄/元)		1.69	1.95	2.20	2.70	2.99
ROE(%)		13.1	13.5	13.2	14.0	13.4
P/E(倍)		16.0	13.8	12.3	10.0	9.0
P/B(倍)		2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
净利率(%)		6.6	7.5	7.9	8.6	8.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 中兴通讯：国内 ICT 龙头，紧抓数智转型机遇.....	6
1.1 全球主要通信设备供应商，积极拓展第二增长曲线.....	6
1.2 盈利能力提升，运营商仍为营收主要来源.....	7
1.3 股权结构稳定，新领导团队技术背景深厚.....	10
2. 运营商板块：5G-A 技术领先，多种方案及产品赋能产业.....	12
3. 第二增长曲线：乘 AI 东风布局完善算力产品布局.....	13
3.1 构建全栈智算设施，从全连接向连接+算力深化拓展.....	13
3.2 运营商市场服务器存储取得领先地位.....	14
3.3 政企市场 ROCE 网络数据库大模型进展有序.....	18
3.4 中兴微电子：自研芯片构筑核心壁垒.....	21
4. 盈利预测及投资建议.....	23
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：中兴通讯业务及应用布局.....	7
图 2：公司营收及同比.....	7
图 3：公司归母净利润及同比.....	7
图 4：2023H1 全球电信市场设备市场份额.....	8
图 5：2023 年全球电信市场设备市场份额.....	8
图 6：公司分业务营收占比.....	9
图 7：公司分业务毛利率.....	9
图 8：公司毛利率净利率.....	9

图 9: 公司期间费用率.....	9
图 10: 公司研发费用及同比.....	10
图 11: 主要通信设备商研发费用率 (%) .....	10
图 12: 全球专利排名靠前.....	10
图 13: 全球 5G 专利持有者排名.....	10
图 14: 公司股权结构.....	11
图 15: 中兴通讯 5G-A 布局.....	12
图 16: 中兴通讯 MWC24 展示的 5G-A 系列新品家族.....	13
图 17: 中兴通讯星云智算解决方案.....	14
图 18: 全球服务器整机出货量 (2024 年预测值) .....	14
图 19: 全球 AI 服务器出货量预测 (2023 年预测) .....	14
图 20: 公司服务器与存储业务发展历程.....	15
图 21: 2023 年电信市场服务器供应商份额.....	16
图 22: 2022 年电信市场服务器供应商份额.....	16
图 23: 中兴通讯服务器示例图.....	16
图 24: 中兴通讯训推一体机示例图.....	16
图 25: 中兴通讯布局 AI 智算平台关键技术.....	17
图 26: 中兴通讯分布式存储+DPU 硬件加速方案.....	18
图 27: 2023 年国内网络市场规模.....	19
图 28: 中兴通讯 ZXR10 9900X 交换机.....	19
图 29: GoldenDB 逻辑架构图.....	20
图 30: GoldenDB 发展历程.....	20
图 31: 数字星云 3.0.....	20



图 32: 中兴微电子发展历程.....	21
图 33: 中兴主要芯片进展历程.....	22
图 34: 中兴微电子研发实力.....	23
图 35: 2022 年中国半导体厂商营收排名.....	23
表 1: 中兴通讯发展历史.....	6
表 2: 公司管理层简介.....	11
表 3: 主要交换机性能.....	19
表 4: 中兴通讯业务营收拆分（单位：亿元）.....	23
表 5: 经营估值及预测表.....	24
表 6: 可比公司估值对比.....	24

## 1. 中兴通讯：国内 ICT 龙头，紧抓数智转型机遇

### 1.1 全球主要通信设备供应商，积极拓展第二增长曲线

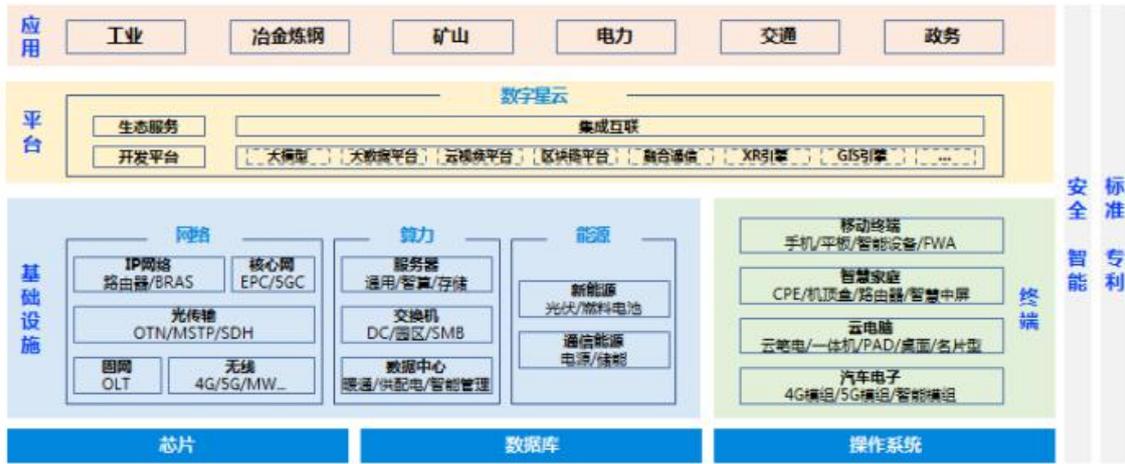
中兴通讯是全球四大主流通信设备供应商之一，也是中国最大的上市通信设备商。公司成立于 1985 年，历经近四十年浮沉，见证通信行业由 1G/2G 时代到如今 5.5G 时代，定位及发展路线由最初产品型企业到如今综合通信与信息技术解决方案提供商。目前，公司服务于全球电信运营商、政企客户和消费者，业务涵盖无线、有线、算力能源、终端等 ICT 行业完整的端到端产品及综合解决方案，在保持以无线、有线产品为主的第一曲线业务核心竞争力的同时，围绕“连接+算力+能力+智力”发力，加速拓展服务器及存储、交换机、大模型及自研芯片等以算力为代表的第二曲线业务。

表 1：中兴通讯发展历史

阶段	路线	时间	事件
1G/2G 时代	产品型企业：数字交换机	1986	研发出了第一款产品：ZX-60 小容量模拟空分用户交换机。
		1998	在美国设立研究机构（新泽西、圣地亚哥、硅谷共 3 家）。获巴基斯坦交换总承包项目，金额为 9700 万美元，是当时中国通信制造企业在海外获得的最大通信工程项目。
		1999	与联通签订了第一个 GSM 实验局，由此开始从有线进入无线领域。
3G/4G 时代：CDMA 与小灵通	产品结构从单一的交换机设备向多元化产品转变； 目标市场从农话市场向本地网、市话网扩展； 由国内市场向国际市场拓展	2000	ZTE189 手机成为首家拥有自主知识产权的国产全中文双频手机。
		2001	CDMA 移动通信系统进入大规模商用阶段；GSM 设备覆盖全国二十几个省，远销国外近十个国家。
		2005	大力开拓国外运营商市场，与和黄英国公司签署 30 万部 WCDMA 终端合同，3G 终端首次大规模进入欧洲市场；
		2008	成为全球第六大手机厂商。
		2009	全球首家实现了 CDMA/LTE 双模系统。发布全球首个 10G EPON 试商用，拉开 10G EPON 时代的序幕。
		2011	完成业界首次 TDD LTE 与 2G/3G 网络互操作。推出全球首个 LTE 商用一体化小型微站。
		2014	宣布 4G 基带芯片已在 4G 终端中实现商用，这是中国首款 28nm 4G 基带处理芯片。
5G 时代	转型新增长：形成运营商网络、消费者业务和政企业务三大业务板块	2015	发布 Pre-5G 预商用基站。
		2017	发布 5G 全系列预商用基站，引领 5G 商用进程。品牌标识语确定为“5G 先锋”。中国十大 IC 设计企业名单出炉，中兴微电子蝉联前三。
		2021	5G 基站全球发货量排名第二。
		2022	中兴通讯战略超越期的开局之年。中兴通讯在稳步固本作为第一曲线的 CT 业务的同时，正不断加大在 IT、数字能源和终端等领域的拓展力度，打造公司第二增长曲线。

资料来源：中兴通讯官网，鲜枣课堂，山西证券研究所

图 1：中兴通讯业务及应用布局

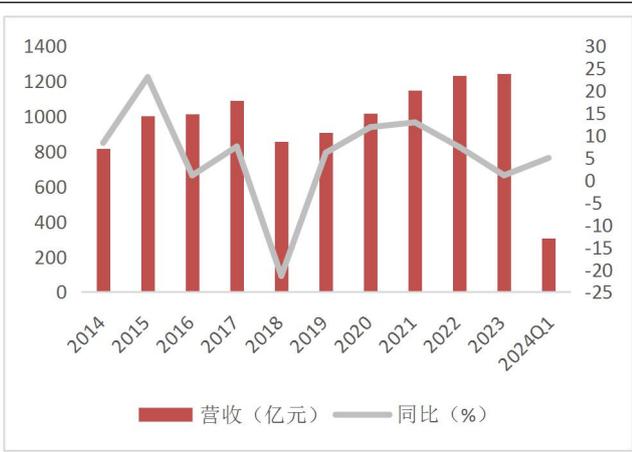


资料来源：公司 2023 年年报，山西证券研究所

## 1.2 盈利能力提升，运营商仍为营收主要来源

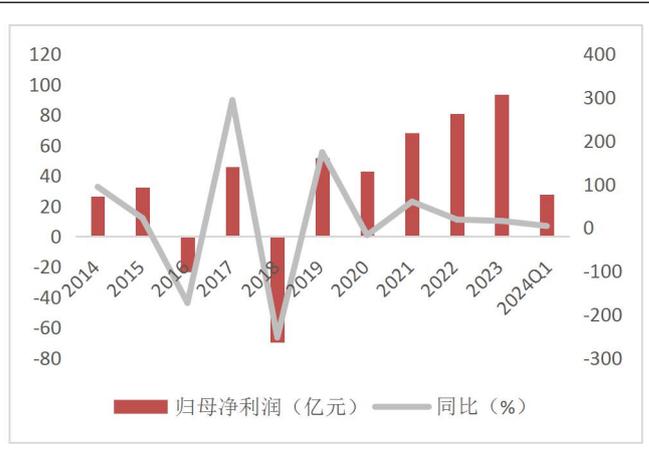
业绩端，2018 年公司因受美国制裁营收及利润均受损严重，此后公司逐步恢复，近年来保持稳步增长。2021-2024Q1 年公司营收分别 1,145.22/1,229.54/1,242.51/305.78 亿元，同比分别 12.88%/7.36%/1.05%/4.93%；归母净利润分别 68.13/80.80/93.26/27.41 亿元，同比分别 59.94%/18.60%/15.41%/3.74%。

图 2：公司营收及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：公司归母净利润及同比



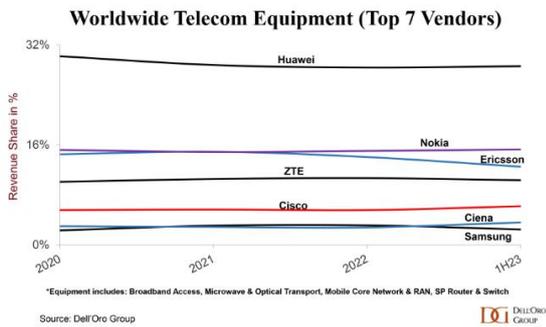
资料来源：wind，山西证券研究所

分业务来看，运营商仍为公司基本盘，营收占比接近 70%，公司是全球主要通信设备供应商之一。目

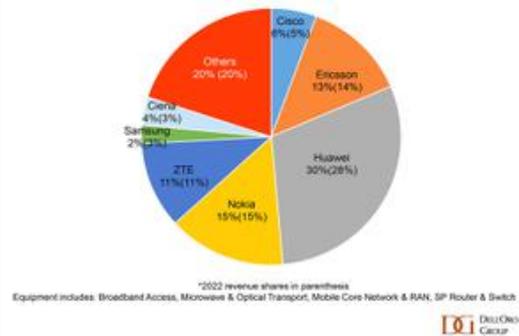
前全球通信设备格局相对稳定，根据 Dell'Oro Group，2023 年华为、诺基亚、爱立信、中兴、思科、三星和 Ciena 共占据市场约 80% 的份额，其中华为、诺基亚、爱立信分别占 30%，15% 和 13%，中兴通讯在 2023H1/2023 电信市场份额均位列第四，其中 2023 年市场份额为 11%，保持与 2022 年相同份额。

图 4：2023H1 全球电信市场设备市场份额

图 5：2023 年全球电信市场设备市场份额



Worldwide Telecom Equipment in 2023\*



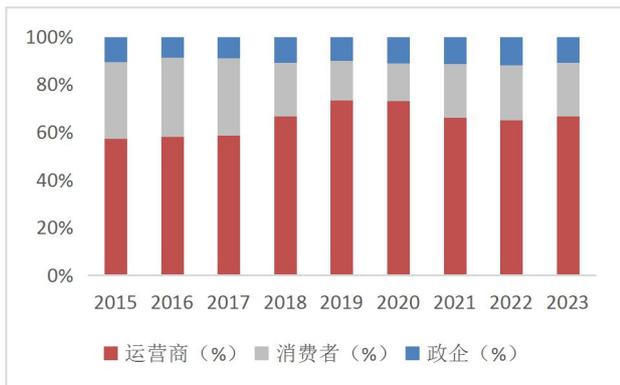
资料来源：Dell'Oro Group，山西证券研究所

资料来源：Tvtech 援引 Dell'Oro Group，山西证券研究所

从后续发展来看，运营商业务方面，中兴通讯一方面加强 5G、全光网络等技术创新，联合运营商推进 5G-A 技术，同时与运营商开展算力网络、云网融合创新，产品在国内保持领先地位，国际市场在欧洲、非洲等多地实现空白突破。具体来看，运营商传统网络方面，2023 年，公司无线网络突破大 T 在科特迪瓦、哈萨克斯坦、拉美三国等国家分支的首都区域，核心网产品以大份额中标马来西亚、泰国等国家主流运营商集采项目，固网产品中标中国移动 400G OTN 骨干网集采项目并突破大 T 在西班牙、阿根廷、阿尔及利亚等国家分支，核心路由器连续 9 年中标中国电信集采项目，在国内运营商实现全场景规模商用；运营商机算力网络方面，公司把握算力爆发机遇，在服务器、数据中心交换机、数据中心和云电脑方面均保持领先或获得中标份额提升。政企业务与消费者方面，公司总体把握第二增长曲线，通过服务器、交换机、自研芯片等算力产品提升在国内的市场份额。

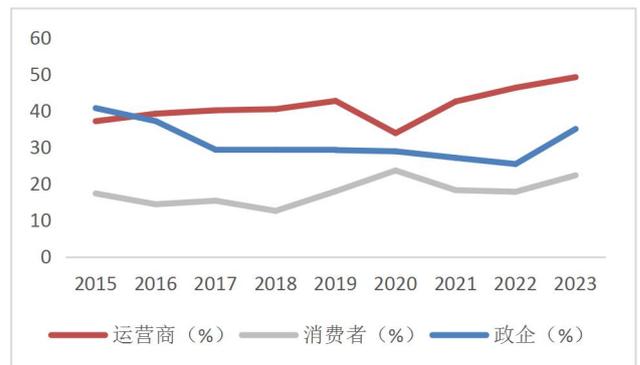
毛利率方面，2020 年后运营商毛利率呈现明显提升趋势，2021-2023 运营商毛利率分别 42.45%/46.22%/49.11%，主要系受益于收入结构变动及成本优化；2023 年政企及消费者业务毛利率也均有提升，国际家庭信息终端、手机产品毛利率提升是消费者业务毛利率提升的主要原因。

图 6：公司分业务营收占比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司分业务毛利率



资料来源：wind，山西证券研究所

2020年后公司盈利能力稳步提升。公司2021-2024Q1毛利率分别35.24%/37.19%/41.53%/42.02%，净利率分别6.14%/6.34%/7.44%/9.03%。期间费用率方面，公司销售与管理费用率相对稳定，2021-2023公司销售费用率分别7.63%/7.46%/8.19%/6.67%，管理费用率分别4.75%/4.34%/4.53%/3.72%；公司注重研发投入，研发费用率提高较为迅速，2021-2023年公司研发费用率分别16.42%/17.57%/20.35%/20.85%。

图 8：公司毛利率净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：公司期间费用率



资料来源：wind，山西证券研究所

研发具体来看，2018年后公司研发费用保持快速增长，2021-2023研发费用分别188.04/216.02/252.89亿元，同比分别27.1%/14.9%/17.1%。选取烽火通信、大唐电信、华为三家主要通信设备商与公司进行比较，2022年公司研发费用率反超大唐电信，且继续呈现出更加陡峭的态势。专利方面，根据美国商业专利数据库(IFI Claims)发布全球250强专利领导者的数据，截至2024年1月2日，中兴位居专利持有数第56位；根据LexisNexis IPlytics，2023年全球5G专利族总数排名中中兴位居第7位，前6位分别为华为、高通、

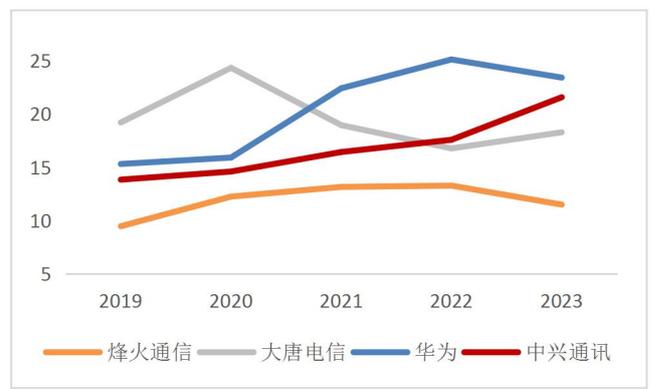
三星、爱立信、诺基亚和 LG 电子。

图 10：公司研发费用及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：主要通信设备商研发费用率 (%)



资料来源：wind，华为官网，山西证券研究所

图 12：全球专利排名靠前

RANK	NAME	ACTIVE FAMILIES (JAN 1, 2024)	ACTIVE FAMILIES (JAN 1, 2023)	Δ	% CHANGE
51	Apple Inc	21,407	21,402	+5	+0.02%
52	Lenovo Group Ltd	21,215	21,215	+0	+0
53	Nokia Oyj	21,213	21,212	+1	+0
54	Sumitomo Electric Industries Ltd	20,754	20,763	+1	+0
55	Brother Industries Ltd	20,686	20,681	+5	+0.02%
56	ZTE Corp	19,990	19,989	+1	+0.01%
57	Ford Motor Co	19,471	19,474	-3	-0.02%
58	Koninklijke Philips NV	18,837	18,833	+4	+0.02%
59	Nissan Motor Co Ltd	18,355	17,573	+382	+2.13%
60	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co TSMC Ltd	17,890	17,888	+2	+0.01%

资料来源：ificlaims，山西证券研究所

图 13：全球 5G 专利持有者排名

Ranking of the Top 10 5G patent owners

Rank	Company	HQ	Rank 5G families*	Rank Patent Asset Index 5G families*	Rank 5G relevant 3GPP contributions
1	Huawei	CN	1	3	1
2	Qualcomm	US	2	1	4
3	Samsung	KR	3	2	5
4	Ericsson	SE	6	6	2
5	Nokia	FI	5	7	3
6	LG Electronics	KR	4	4	8
7	ZTE	CN	7	8	6
8	Oppo	CN	7	12	12
9	NTT	JP	10	13	9
10	InterDigital	US	14	5	15

\*Active and granted at the EPO or USPTO  
Source: LexisNexis®

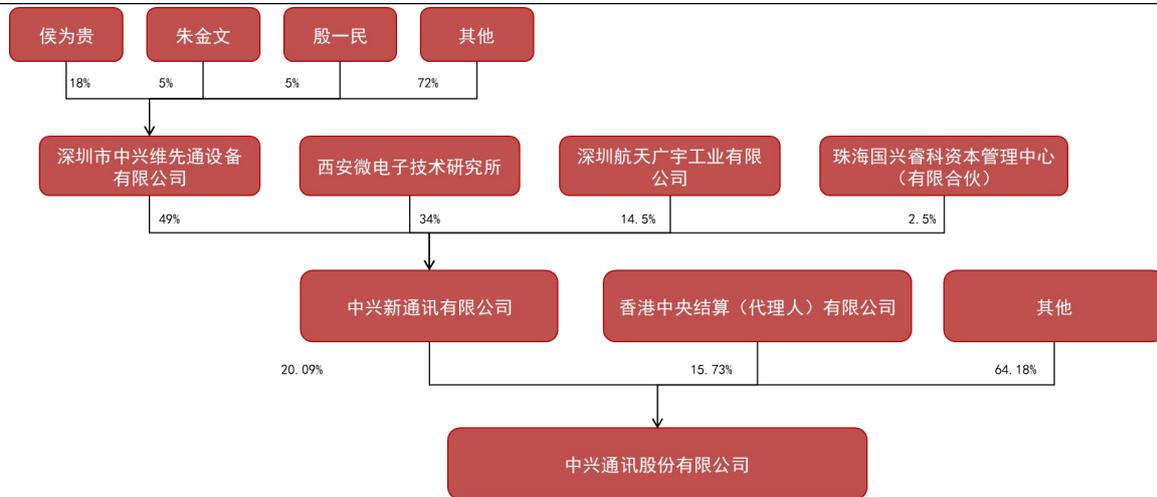
CN China, US United States, KR Korea, SE Sweden, FI Finland, JP Japan

资料来源：LexisNexis，山西证券研究所

### 1.3 股权结构稳定，新领导团队技术背景深厚

公司国资背景优势显著，股权结构稳定，无实际控制人。中兴新通讯有限公司是中兴通讯第一大股东，持股比例 20.09%，为公司的控股股东。中兴新由中兴维先通、西安微电子、航天广宇、国兴睿科四方股东合资持股，持股比例分别 49%、34%、14.5%和 2.5%。其中，中兴维先通由中兴通讯创始人侯为贵等创始人完全持股；西安微电子技术研究所以隶属于中国航天科技集团第九研究院。

图 14：公司股权结构



资料来源：wind，山西证券研究所

公司新一代主要管理人员均为专业背景出身，技术储备及经验丰富。2018年，公司管理层与董事会改组，原中兴通讯电信云与核心网络产品线总裁徐子阳出任中兴通讯新首席执行官，原中兴通讯无线研究院院长、中兴通讯副CTO王喜瑜出任新CTO，原中兴通讯副总裁李莹担任新CFO。李自学毕业于西安交通大学，曾在西安微电子技术研究所担任高级管理人员；总裁徐子阳毕业于电子科技大学电子技术专业，产品开发管理经验丰富；执行副总裁王喜瑜、顾军营等均有深厚技术背景，多年产业从业经验，为公司发展奠定坚实基础。

表 2：公司管理层简介

管理层人员	职位	简介
李自学	董事长、执行董事	李自学先生毕业于西安交通大学，于2018年6月至今任中兴通讯董事长、执行董事。在加入中兴通讯之前，历任西安微电子技术研究所副所长、党委副书记、纪委书记、监事长，西安微电子技术研究所党委书记兼副所长等职务。李自学先生曾在科研一线工作多年，长期从事微电子行业研发及管理工作，具有丰富的电子行业从业及管理经验，是一位专家型管理者。
徐子阳	执行董事、总裁	徐子阳先生，1972年出生，电子科技大学物理电子技术专业，本科。1998年加入中兴通讯，工作岗位包括开发部长，核心网产品总经理，区域MKT总经理，子公司总经理，总裁助理。2018年至今任中兴通讯总裁、执行董事。
王喜瑜	执行副总裁、首席技术官、首席信息官	王喜瑜先生于1998年加入中兴通讯，历任中兴通讯CDMA事业部副总经理、无线研究院院长、技术规划部部长，中兴通讯副CTO兼总裁助理等职务，2018年7月至今担任中兴通讯执行副总裁，首席技术官和首席信息官。
顾军营	执行董事、执行副总裁	顾军营先生毕业于北京理工大学，获工程硕士学位，2018年6月至今任中兴通讯公司执行董事，2018年7月至今任中兴通讯执行副总裁。在加入中兴通讯之前，历任首都航天机械公司副总

		理、中国航天时代电子公司人力资源部部长/党委工作部部长、经理部部长、总经理助理，中国航天电子技术研究院院长助理，兼任中国时代远望科技有限公司董事总经理，兼任北京华峰测控技术有限公司董事长，航天时代电子技术股份有限公司副总裁等职务。顾军营先生拥有多年丰富的管理及运营经验。
李莹	执行副总裁、财务总监	李莹女士毕业于西安交通大学，获管理学硕士学位，于 2002 年加入中兴通讯，历任中兴通讯成本战略办公室负责人、物流财经部部长、产研财经部部长、财经管理部副部长兼产研财经部部长、财经管理部副主任、主任等职务，2018 年就任中兴通讯执行副总裁兼财务总监。
谢峻石	执行副总裁、首席运营官	谢峻石先生毕业于清华大学，获工学硕士学位，2001 年加入中兴通讯，2001 年至 2018 年一直致力于国际市场开拓，历任欧洲南亚区域商务技术部经理、欧洲区域副总经理、欧美 MKT 及方案部总经理等职务。2018 年 7 月至 2019 年 9 月任中兴通讯高级副总裁、首席运营官，2019 年 9 月至今任中兴通讯执行副总裁、首席运营官。

资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

## 2. 运营商板块：5G-A 技术领先，多种方案及产品赋能产业

中兴通讯 5G-A 以“无缝万兆、泛在智能、确定能力、空天地一体、千亿物联、全域通感”六大场景和技术能力，面向 toC、toB 和 toX 三大领域。在 toC 领域，以无缝万兆和泛在智能等为技术支撑底座，通过网络增强，全面提升大众数智生活，例如通过可穿戴设备提供身临其境的沉浸式体验；在 toB 领域，着重增强从管理域向生产域的网络能力，深入赋能数智行业，支撑的能力底座包括千亿物联、确定能力等；在 toX 新经济领域，通过拓展全域通感算控、空天地一体等能力底座支撑星网、低空、车联等业务，助力数智社会和新经济赛道的储备。

图 15：中兴通讯 5G-A 布局



资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

具体来看，六大应用场景可在提升容量、实现不同行业互联融合、提供工业现场网的云网业智融合的一站式综合解决方案、网络智算、车联网、卫星通信等多角度实现跨越。在 2024 年“5G-Advanced 联合创新及新品发布会”上，公司发布面向 5G-A 时代的十大创新产品，涵盖了业界首创的恒定功放效率 UBR 产品、可提供超万兆体验的系列 AAU 产品、拓展 5G 低空和星连的新品，以及通信与算力融合的系列产品，为 5G-A 全景筑基。

图 16：中兴通讯 MWC24 展示的 5G-A 系列新品家族



资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

## 3. 第二增长曲线：乘 AI 东风布局完善算力产品布局

### 3.1 构建全栈智算设施，从全连接向连接+算力深化拓展

公司推出星云智算解决方案，面向训练和推理两类场景，打造**智能基础设施、AI 平台、大模型及应用**三个层次的开放生态全栈智算解决方案。其中 1) **智算基础设施层**包括 IDC、AI 计算、融合存储、无损网络和资源管理平台，从大模型训练智算中心到训推混合智算中心再到边缘训推一体机，不同层次智算基础设施满足不同场景需求。智算服务器兼容国内外主流 CPU/GPU；提供全国产化 100G 和 200G 网卡，并将在今年推出支持 100G 无损网络的全国产化 DPU 卡；已发布千卡级 GPU / 单 POD 资源池业务规模的全盒式 400G Fabric 网络解决方案，并即将发布新一代 400G Fabric 产品，同时提前布局下一代 800G Fabric；全系列智算中心解决方案，风液混合调节，PUE 低至 1.13；以上产品系列可满足万卡级 GPU 超大规模组网和模型训练需求、多样化算力推理，全力构建开放解耦生态。2) **AI 平台层**以开放、解耦为核心，拥有完备 AI 平台产品，公

司提供面向大模型的组件化 AI 平台（AIS, AI Studio），AI 平台向上提供统一的编程环境及工具链，最大化降低模型开发及迁移成本，助力生态建设。3）在大模型领域，公司采用“1+N+X”策略，其中，星云大模型采用自研与生态合作并举，并在此基础上通过领域知识增量预训练“N”个领域大模型，包括研发代码大模型、通信大模型、政务大模型、园区大模型等，进而衍生出“X”种应用。其中代码大模型已经在公司研发发挥重要作用，编码效率提升 30%；通信大模型结合数字孪生和大小模型协同，在网络保障、跨域问题闭环、问题感知处理、加密短视频感知评估、智能反诈等领域已经落地实践。

图 17：中兴通讯星云智算解决方案



资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

### 3.2 运营商市场服务器存储取得领先地位

行业层面来看，根据 Trendforce，受经济持续疲软及高通胀等宏观因素影响，2023 年全球服务器出货量同比下滑 6.0%，2024 年有望小幅回暖。另一方面，市场仍聚焦部署 AI 服务器，受益于北美云端数据中心业者订单带动，大多数 ODM 厂商预期 AI 服务器出货增长率及占比均有望达双位数；Trendforce 预计 2024 年 AI 服务器出货占比约 12.1%，约为 165 万台，高于 2023 年预计的 150 万台。

图 18：全球服务器整机出货量（2024 年预测值）

图 19：全球 AI 服务器出货量预测（2023 年预测）

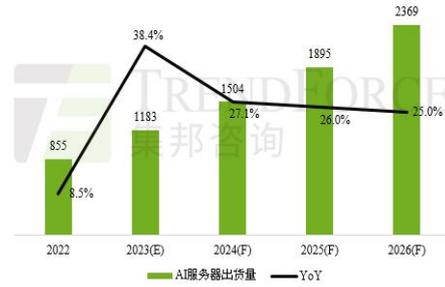
Global Server Shipments YoY, 2020-2024



Source: TrendForce, Feb., 2024

资料来源：Trendforce，山西证券研究所

图· 2022-2026年全球AI服务器出货量预估（单位：千台）



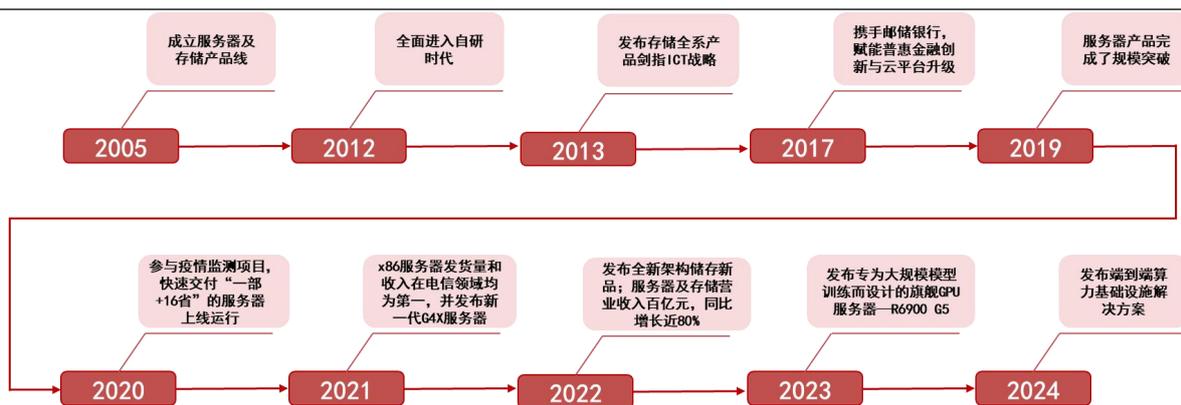
注：估算基础包含搭载AI训练、推理用的GPU、FPGA、ASIC等加速芯片。  
Source: TrendForce, May, 2023

资料来源：TrendForce 集邦咨询，山西证券研究所

国内来看，根据 IDC，2023 年中国加速服务器市场规模达到 94 亿美元，同比 2022 年增长 104%，其中 GPU 服务器占 92%，达到 87 亿美元。**格局来看**，从厂商销售额角度，浪潮、新华三、宁畅位居前三，占据了近 70% 的市场份额；从服务器出货台数角度，浪潮、坤前、新华三位居前三名，占有超过 50% 以上的市场份额。

中兴通讯自 2005 年成立服务器及存储产品线，目前是公司第二增长曲线重点布局业务。公司目前拥有全系列的服务器及存储产品，包括通算服务器、智算服务器、高性能存储以及训推一体机等的系列产品与方案，可保证公司向运营商及政企等客户提供 AI 训练推理、通用场景等多种服务。具体来看，公司全系列服务器支持液冷和异构加速，推出高密度全液冷整机柜解决方案，存储产品提供分布式磁阵和全闪磁阵组合，AiCube 训推一体机集成了计算、存储、网络设备和 AI 平台软件，满足边缘节点本地化部署需求。

图 20：公司服务器与存储业务发展历程

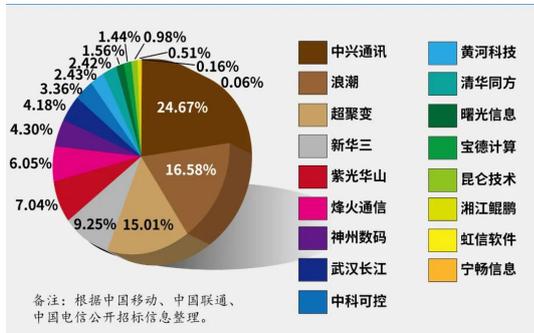


资料来源：中兴通讯官网，中兴 Openlab 实验室，山西证券研究所

在电信市场，中兴通讯已处于三大运营商服务器供应商龙头。根据通信产业网，2022/2023 年，中兴通讯在电信市场服务器供应均位列第一，供应份额约为 25%。在中国移动 2023-2024 PC 服务器集采项目中，

公司继续拿下二个标包头名，展现在通用服务器行业显著优势。

图 21：2023 年电信市场服务器供应商份额



资料来源：通信产业网，通信产业报，山西证券研究所

图 22：2022 年电信市场服务器供应商份额



资料来源：通信产业网，通信产业报，山西证券研究所

高性能服务器方面，中兴通讯把握 AI 算力布局机会。推理服务器 R6500 服务器最高可支持 20 块异构计算智能加速引擎，满足 AI、高性能计算等多样性算力场景需求；训练方面，公司推出专为 AI 大模型训练设计的服务器 R6900 G5，该款服务器基于 H800 NVLINK GPU 和 Intel 至强 CPU，支持节点间 IB/RoCE 组网，无阻塞带宽高达 4.8Tbps，同时 R6900 G5 采用 GPU+CPU 双液冷技术，使整机功耗下降幅度超过 1000W。2024 年在 MWC24 巴塞罗那上，中兴通讯推出了 AiCube 训推一体机，为运营商和行业用户提供 Ai-In-One 一站式智算解决方案，用户可以根据需求进行训推资源的灵活分配，实现最佳的性能和成本平衡；AiCube 还提供端到端的工具链，大幅降低了模型训练的门槛，并内置了多种模型和应用，支持私域数据的本地精细调整，确保数据的安全性。

图 23：中兴通讯服务器示例图



资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

图 24：中兴通讯训推一体机示例图

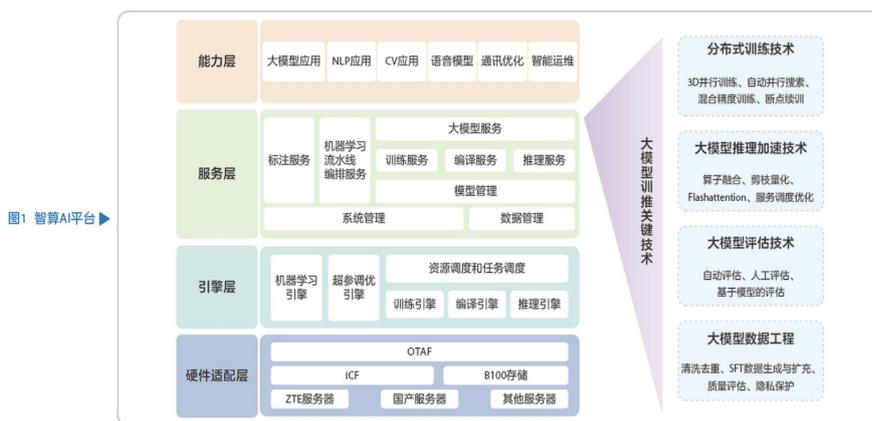


资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

中兴通讯智算 AI 平台，助力大模型训推工程化。中兴通讯开发了异构算力管理与 AI 模型训练推理平

台——智算 AI 平台。平台由硬件适配层、引擎层、服务层和能力层组成，从基础算力和调度技术、深度学习框架及引擎，到 NLP、视觉、语音、大模型等感知、认知能力，AI 平台作为推动企业智能化转型的关键基础设施，不仅整合了计算硬、软件工具，还提供了 AI 算法的研发接口。通过这种全面的整合，AI 平台大大提高了资源的利用效率，加速了 AI 的落地应用。中兴 AI Booster 智算平台，由 AI 资源管理平台和 AI 训推平台有机构成。AI 资源管理平台，支持异构算力统一管理、编排和调度，支持资源池化、虚拟化，最大化资源利用率。AI 训推平台，通过工具链，实现大模型训推过程全流程贯通，向导式引导，过程可视化。用户无需感知智算资源情况，工具链触发模型最优自动并行训练、评估/优化、一键部署，降低大模型训练和推理的技术难度和工程化难度，可快速训练精调出不同行业的专属大模型，例如运维大模型、政务大模型、园区大模型等。

图 25：中兴通讯布局 AI 智算平台关键技术



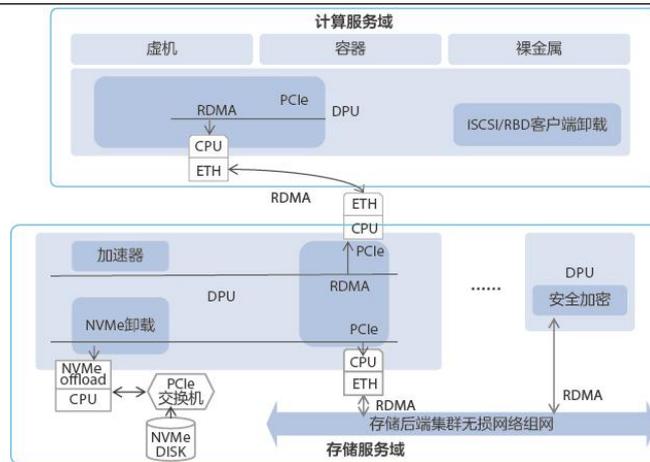
资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

**分布式存储+DPU 加速数据中心转型。**数据中心 I/O 带宽增长对存储性能提出越来越严苛的要求，存储网络延时从毫秒级下降到如今的微秒级，未来甚至逼近纳秒级，对 CPU 处理存储网络数据的时效性提出更高要求。为解决后摩尔时代 I/O 性能瓶颈，保证存储协议处理高效，使用 DPU（data processing unit，**数据处理器**）来释放 CPU 资源的存储硬件加速卸载方案应运而生。DPU 是一种新型可编程处理器，集算力卸载能力、数据加速能力、无损网络传输等多重优势于一体；DPU 上存储加速主要应用包含几个方面：1) DPU 加速带来性能提升：DPU 具有 NVMe-oF (NVME over fabric) 能力，在分散的计算架构中，连接不同资源池的方式将从原来的系统总线承载，转变成总线-网络-总线的方式；2) DPU 助力“算存分离”：计算侧运行的业务应用和操作系统内核，可以用简单的本地存储访问 API，就能实现对远端存储系统的高效透明访问。所有的安全加密、数据去重压缩、负载均衡等复杂又必须的功能则可完全由 DPU 透明地加速、卸载；3) DPU

**释放 CPU 的资源，加速提升效率：**随着集群规模的增大，服务器上存储 IO 负载持续消耗、占用主机 CPU 资源，通过 DPU 加速的存储技术，可以使服务器上的 CPU 满负荷投入到容器、虚拟机中运行的计算业务中。

公司致力于分布式存储产品的自主研发，协同自研 DPU 软硬一体产品，通过关键技术优化，构建以 DPU 为中心的分布式存储硬件加速方案。通过 DPU 硬件加速技术，可满足客户对于边缘计算场景、AI 训练高性能存储读写场景、零信任安全等场景多样化、高性能的存储要求。

图 26：中兴通讯分布式存储+DPU 硬件加速方案



▲ 图1 分布式存储硬件加速方案

资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

**客户合作方面**，中兴中标中国电信 AI 算力服务器（2023-2024 年）集采项目；且已连续 3 年中标百度服务器年度框架招标项目，2023 年 3 月，中兴与百度宣布，公司服务器将支持百度“文心一言”，在运营商与政企客户均深化 AI 算力支撑。根据公司在投资者问答平台上披露，公司 AI 服务器在运营商和互联网公司已有发货，同步拓展千卡/万卡集群相关的智算项目，随国内算力建设推进，中兴 AI 服务器有望凭借与运营商及互联网企业的良好合作基础提升市场份额。

### 3.3 政企市场 ROCE 网络数据库大模型进展有序

除服务器与存储业务外，公司在交换机、数据库、大模型等进展有序。

**交换机方面**，公司交换机主要围绕以太网交换机。根据 IDC，2023 年中国交换机市场同比增长 0.7%，其中数据中心交换机同比增长 2.2%；从细分场景来看，企业网数据中心交换机主要由于互联网行业近两年持续的颓势影响投资，运营商数据中心交换机自 2022 年以来保持建设高涨，集采、网络云、IT 云建设持续

进行；预计 2024 年开始，受 AI 大规模建设推进，400Gbps 端口出货量将继续增长。

图 27：2023 年国内网络市场规模



资料来源：IDC 咨询，山西证券研究所

图 28：中兴通讯 ZXR10 9900X 交换机



资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

中兴通讯数据中心交换机已布局 800G、400G、100G 等多种产品，ZXR109900X 系列核心器件已实现全自研，采用创新单层多轨方案，112GSerDes,总线架构，支持通算、存储、智算综合承载，可提供万卡规模的智算中心组网。根据 IDC，2023 年前三季度，公司数据中心交换机国内市场份额同比增速第一，随运营商及政企客户在云计算及 AI 加快建设；根据公司在投资者问答平台上披露，目前公司 100G/400G 数据中心交换机已批量销售，800G 数据中心交换机已开始向市场推广。

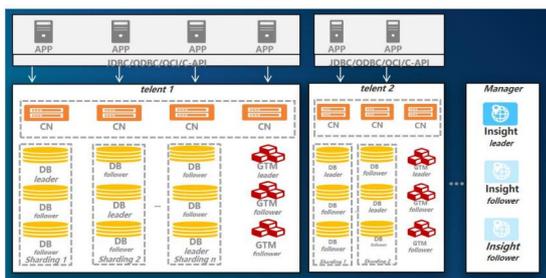
表 3：主要交换机性能

	ZXR10 9900X	ZXR10 9900	ZXR10 8900E
<b>规格类型</b>		参数	
	ZXR10 9904X : 468*445*875	ZXR10 9904 : 619.5 *445*819	ZXR10 8902E:175*442*420
	ZXR10 9908X : 735*445*875	ZXR10 9908 : 930.6 *445*819	ZXR10 8905E:442*442*446
<b>外观尺寸 (高*宽*深) mm</b>	ZXR10 9916X : 1410.7*445*1025	ZXR10 9916 : 1419.6*445*819	ZXR10 8908E:575*442*446
		ZXR10 9904-S : 352.8*445*681	ZXR10 8912E:753*442*446
		ZXR10 9908-S : 708.4*445*681	ZXR10 8908E-H:753*442*446
			ZXR10 8912E-H:889*442*446
<b>接口类型</b>	10GE、40GE、100GE	10GE、40GE、100GE	GE、10GE、40GE、100GE
<b>供电方式</b>	DC : -38~-60V, 额定电压-48V AC : 90V~290V, 50Hz~60Hz, 额定电压 110V/220V HVDC : 192V~400V, 额定电压 240V/336V	ZXR10 9904、ZXR10 9908、ZXR10 9916 : DC : -48V ; AC : 100~240V ; HVDC : 192V~400V ZXR10 9904-S、ZXR10 9908-S : DC : -48V/-60V ; AC : 100~240V ; HVDC : 192V~400V	DC : -48V AC : 100V~240V AC,50Hz~60Hz HVDC : 240V/336V
<b>工作温度</b>		-5°C~+45°C	-5~45°C
<b>工作湿度</b>	长期 : 5%~85% (无凝结) 短期 : 5%~95% (无凝结)	5%~95% (无凝结)	5%~90%

资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

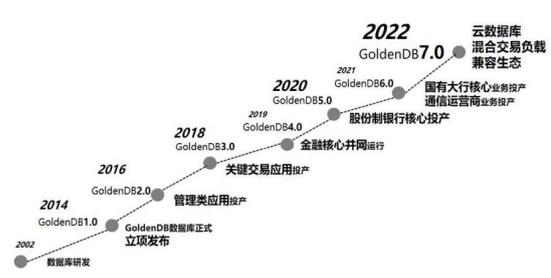
公司自研 GoldenDB 分布式数据库。GoldenDB 历经 20+年技术积累，引领国产数据库自主创新，专利超过 200 项，实现内核 100%自主掌控，应用于国内金融、运营商市场并持续拓展海关、交通、能源、港口等多个行业市场。具体来看，在金融市场，GoldenDB 实现国有大行、股份制银行等头部客户持续突破并打造多个典型案例；新突破浦发银行、浙商银行、宁波银行、中国进出口行、中信建投证券、广发证券等金融行业头部客户；顺利实现在建设银行、工商银行、光大银行、广发银行、恒丰银行、山东城商银行联盟等客户完成核心业务投产。根据 Frost &Sullivan 报告，GoldenDB 实现 2022 年银行业金融级分布式数据库市场份额第一，并在 2023 年银行核心、次核心、非银核心系统三项投产数量排名第一；在运营商市场，GoldenDB 保持中国移动、中国联通份额第一；打造山东移动 CRM & BOSS、浙江移动账务核心、河北移动账务核心、中国移动 CMIOT 核心支撑系统等标杆项目，并在中国移动集团和十多个省份完成投产。

图 29：GoldenDB 逻辑架构图



资料来源：《GoldenDB 分布式事务型数据库金融应用指南》，山西证券研究所

图 30：GoldenDB 发展历程



资料来源：《GoldenDB 分布式事务型数据库金融应用指南》，山西证券研究所

公司发布“星云研发大模型”，已为研发、通信、政务、水利、园区等多行业提升效率。“星云研发大模型”旨在辅助开发人员进行需求分析、产品设计、编程、测试、版本部署等，具有“三全两一”的特性，“三全”即中兴通讯全自研编码模型；全流程助力研发提效；支持与合作伙伴的全方位合作；“两一”即“星云研发大模型”位于编码类模型第一梯队；助力整体研发提效 10%。2024 年 4 月，数字星云 3.0 版本发布，数字星云 3.0 一方面可助力 AI，解决 AI 在产业应用落地过程中数据处理、训练推理、应用开发、灵活部署和安全保障的五大挑战；另一方面可借力 AI，使用 AI 技术全面升级数字星云的原有架构和功能，帮助公司客户和合作伙伴应用 AI 技术。

图 31：数字星云 3.0

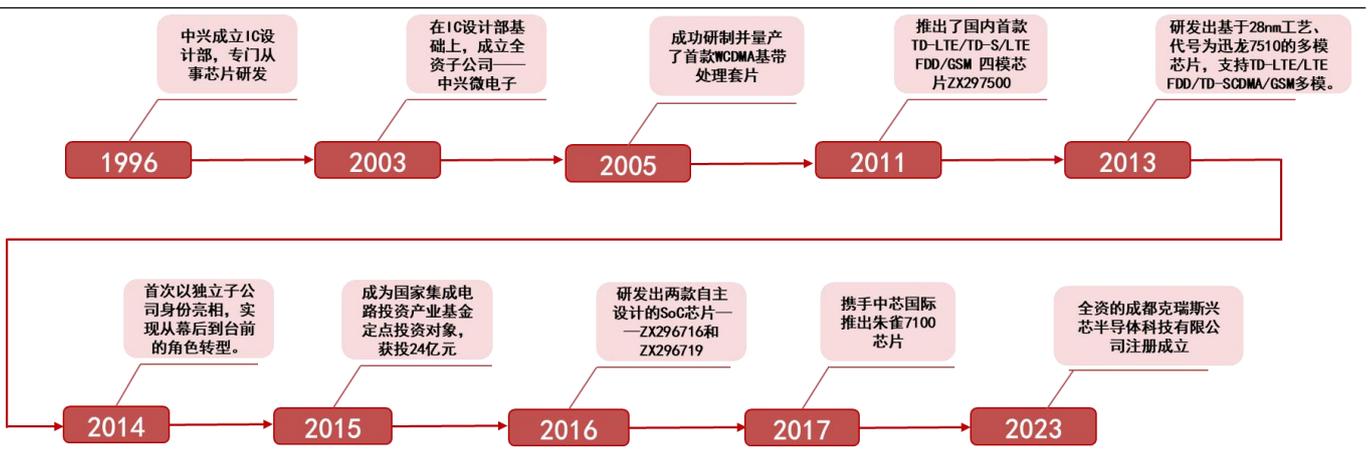


资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

### 3.4 中兴微电子：自研芯片构筑核心壁垒

中兴微电子成立于1996年，前身是中兴通讯IC设计部，专门从事芯片研发，成立之初主要研发包括SDH/MSTP传输、交叉芯片在内的承载网设备芯片；2003年11月，中兴在IC设计部的基础上，成立了全资子公司中兴微电子，主要任务负责WCDMA为代表的3G核心芯片等。2005年，中兴微电子成立手机芯片研发团队；2008年后，中兴通讯启动数据通信领域芯片的自主研发，并于2010年成功推出第一代自研交换芯片；2013年，中兴推出ZX297510芯片，这是中国第一款基于28nm工艺制程的4G基带处理芯片。目前，中兴微电子自主研发并成功商用的芯片达到120多种，产品覆盖ICT产业“云、管道、终端”全领域，服务全球160多个国家和地区。

图 32：中兴微电子发展历程



资料来源：中兴官网，中兴微电子官网，阿尔法工场，C114通信网，电子产品世界，芯智讯，36氪，通信世界周刊、EEFOCUS，山西证券研究所

目前公司在数据通信领域芯片研发已持续10年，具备交换网芯片、查找芯片和NP芯片等数据通信设

备需要的全系列芯片的研发能力。交换机芯片方面，随第一代交换芯片研发成功并迅速在路由器、PTN、OTN 等产品上成功应用，随后中兴以 3 年一代的速度进行交换网芯片迭代，2013 年 1.8T、2015 年 3.6T，2018 年中兴通讯推出交换容量 8.8Tbps 的第四代自研交换网芯片，达到业界一流水平。2020 年启动第五代自研交换网芯片的研发；此外，为实现数通产品能力的全面提升，公司攻克有数通设备发动机之称的 NP（网络处理器）芯片。NP 芯片的技术复杂度极高，全球具备 NP 芯片开发能力的 IC 公司屈指可数，公司经 3 年研发，在 2015 年推出首款自研 NP 芯片——SSP-1，SSP-1 采用 RTC（Run To Completion）架构，以全自主知识产权可编程的微处理器内核，加上超高速 crossbar 内核互联技术，同时具有高性能和灵活可编程的特性，并设计超大指令空间，所有的转发流程均为可编程，通过微码+动态表项的组合，满足复杂场景下业务处理的要求，在不需要更换硬件的情况下，通过升级微码就可以平滑支持新业务；2019 年初，公司又推出业界首款集成 FlexE 和 TSN 功能的 NP 芯片；2017 年和 2020 年，公司相继启动第三代和第四代自研 NP 的研发，第 4 代 NP 的规划已在接口容量上对齐业内一流水平，采用最先进的 5nm 工艺和 112Gbps Serdes 技术，芯片集成度将得到进一步提升。

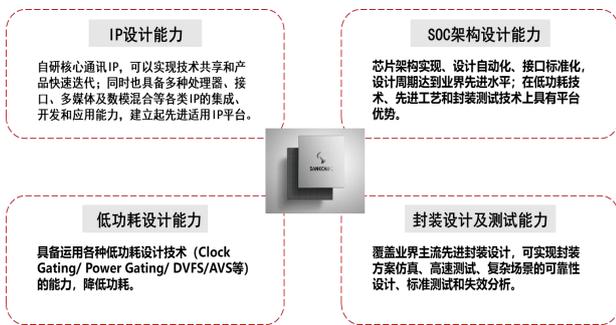
图 33：中兴主要芯片进展历程



资料来源：中兴通讯官网，山西证券研究所

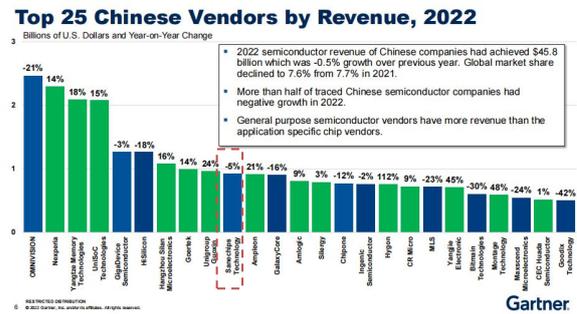
中兴微电子作为中兴通讯自研芯片核心竞争力来源，其主要研发实力包括 IP 设计能力、SOC 架构设计能力、低功耗设计能力及封装设计及测试能力等，目前中兴微电子可提供无线通信，宽带接入，光传送，路由交换等领域核心芯片及解决方案。根据 Gartner，2022 年，中兴微电子在国内半导体企业营收排名中分别位列第十名，未来将有望继续保持自身规模及影响力扩大。

图 34：中兴微电子研发实力



资料来源：中兴微电子官网，山西证券研究所

图 35：2022 年中国半导体厂商营收排名



资料来源：eewuseurope 援引 Gartner，山西证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

公司业务主要分为运营商业务、政企业务和消费者业务三大板块。

**运营商业务：**可主要分为无线业务、有线业务和电信业务，分别进行测算后预计运营商业务 2024-26 年营收分别为 860.98/944.85/1017.60 亿元，同比分别 4.01%/9.74%/7.70%，毛利率分别 48.00%/48.00%/48.00%。

**政企业务：**包括服务器、交换机、路由器等，分别进行测算后预计 2024-26 年营收分别为 169.80/212.25/265.31 亿元，同比分别 25.00%/25.00%/25.00%，毛利率分别 27.80%/28.0%/28.00%。

**消费者业务：**可主要分为手机终端、家庭终端和移动互联业务，分别进行测算后预计消费者业务 2024-26 年营收分别为 306.98/341.52/382.06 亿元，同比分别 10.00%/11.25%/11.87%，毛利率分别 20.00%/20.50%/21.00%。

表 4：中兴通讯业务营收拆分（单位：亿元）

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
运营商业务	营业收入	800.41	827.59	860.98	944.85	1017.60
	增长率(%)	5.72	3.41	4.01	9.74	7.70
	毛利率(%)	46.22	49.11	48.00	48.00	48.00
政企业务	营业收入	146.28	135.84	169.80	212.25	265.31
	增长率(%)	14.45	-7.14	25.00	25.00	25.00
	毛利率(%)	25.35	34.94	27.80	28.00	28.00
消费者业务	营业收入	282.86	279.08	306.98	341.52	382.06

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
增长率(%)	10.52	-1.34	10.00	11.25	11.87
毛利率(%)	17.76	22.26	20.00	20.50	21.00
营业收入	1230	1242.69	1337.77	1498.62	1664.97
合计					
增长率(%)	7.36	1.07	7.65	12.02	11.10
毛利率(%)	37.19	41.53	39.01	38.90	38.62

资料来源：wind，山西证券研究所

综合以上分析，我们预计公司 2024-26 年营收分别 1337.77/1498.62/1664.97 亿元，同比分别增长 7.7%/12.0%/11.1%，2024-26 年归母公司净利润 105.06/129.14/142.81 亿元，同比增长 12.7%/22.9%/10.6%，对应 EPS 为 2.20/2.70/2.99 元，PE 为 12.3/10.0/9.0 倍。

表 5：经营估值及预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	122,954	124,251	133,777	149,862	166,497
YoY(%)	7.4	1.1	7.7	12.0	11.1
归母净利润(百万元)	8,080	9,326	10,506	12,914	14,281
YoY(%)	18.6	15.4	12.7	22.9	10.6
毛利率(%)	37.2	41.5	39.0	38.9	38.6
EPS(摊薄/元)	1.69	1.95	2.20	2.70	2.99
ROE(%)	13.1	13.5	13.2	14.0	13.4
P/E(倍)	16.0	13.8	12.3	10.0	9.0
P/B(倍)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
净利率(%)	6.6	7.5	7.9	8.6	8.6

资料来源：wind，山西证券研究所

估值方面，选取烽火通信、紫光股份和中科曙光作为可比公司，得到可比公司 2024E/2025E/2026E 年平均 PE 分别为 25.67/20.69/17.29，公司 2024E/2025E/2026E 年 PE 分别为 12.3/10.0/9.0；作为国内通信设备商龙头，公司无线及有线基本盘稳固，第二增长曲线增长潜力较大，具有较大超预期空间，综合考虑公司的成长性与可比公司估值，首次覆盖给予公司“增持-A”评级。

表 6：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600498.SH	烽火通信	15.42	0.43	0.60	0.77	0.96	39.03	25.89	20	15.99
000938.SZ	紫光股份	21.99	0.74	0.88	1.07	1.24	26.32	24.87	20.53	17.7
603019.SH	中科曙光	40.28	1.25	1.53	1.87	2.21	31.48	26.26	21.55	18.19

可比公司平均值			0.81	1.00	1.24	1.47	32.28	25.67	20.69	17.29
000063.SZ	中兴通讯	27.78	1.95	2.20	2.70	2.99	13.8	12.3	10.0	9.0

资料来源：wind（数据截止 2024.07.15 收盘），山西证券研究所

## 5. 风险提示

**国别风险：**集团业务及分支机构运营覆盖 100 多个国家和地区，业务开展所在国的宏观经济、政策法规、政治社会环境等各不相同，包括法律法规、税务、汇率、政局（如战争、内乱等）等各方面的风险都将继续存在，可能对集团的经营产生影响。

**汇率风险：**汇率风险主要来自以非人民币结算之销售、采购以及融资产生的外币敞口及其汇率波动，可能对集团经营产生的影响。

**利率风险：**本外币的利率波动将使集团所承担的利息支出总额发生变动，进而影响集团的盈利能力。

**客户信用风险：**由于集团业务开展迅速，客户群体庞大，各类客户的资信存在一定差异，不同的资信状况对集团的业务发展带来一定的影响。

## 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	137874	158505	181953	184616	205214
现金	56346	78543	86907	87412	91956
应收票据及应收账款	17751	20822	20709	25815	25873
预付账款	279	242	319	310	388
存货	45235	41131	55862	52990	68505
其他流动资产	18262	17766	18158	18089	18492
<b>非流动资产</b>	43080	42454	41520	41397	42484
长期投资	1754	2158	2826	3495	4164
固定资产	12913	13372	13082	13386	13498
无形资产	9926	8999	6812	5200	5315
其他非流动资产	18486	17925	18799	19316	19508
<b>资产总计</b>	180954	200958	223473	226014	247698
<b>流动负债</b>	78424	83030	103650	101909	117899
短期借款	9962	7560	7560	7560	7560
应付票据及应付账款	29705	28374	36851	36349	45353
其他流动负债	38757	47096	59239	58000	64985
<b>非流动负债</b>	42987	49596	41081	32566	24051
长期借款	35126	42576	34061	25546	17030
其他非流动负债	7861	7020	7020	7020	7020
<b>负债合计</b>	121410	132627	144731	134475	141950
少数股东权益	902	323	227	110	39
股本	4736	4783	4783	4783	4783
资本公积	25893	27603	27603	27603	27603
留存收益	30338	37768	48179	60975	75185
归属母公司股东权益	58641	68008	78514	91429	105710
<b>负债和股东权益</b>	180954	200958	223473	226014	247698

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	7578	17406	12859	11318	17512
净利润	7792	9241	10410	12797	14210
折旧摊销	4058	4569	4468	5133	6707
财务费用	163	-1101	-2926	-3601	-4227
投资损失	-1087	205	205	205	205
营运资金变动	-8471	-324	20	-3898	-64
其他经营现金流	5123	4816	682	682	682
<b>投资活动现金流</b>	-1291	-20901	-4421	-5898	-8681
<b>筹资活动现金流</b>	1455	7372	-75	-4914	-4288
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.95	2.20	2.70	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	3.64	2.69	2.37	3.66
每股净资产(最新摊薄)	12.26	14.22	16.41	19.11	22.10

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	122954	124251	133777	149862	166497
营业成本	77228	72650	81589	91565	102201
营业税金及附加	951	1336	1338	1499	1332
营业费用	9173	10172	10702	11240	12487
管理费用	5333	5632	6020	6294	6993
研发费用	21602	25289	25418	28474	31635
财务费用	163	-1101	-2926	-3601	-4227
资产减值损失	-1559	-934	-1006	-1127	-1252
公允价值变动收益	-1142	-702	-702	-702	-702
投资净收益	1087	-205	-205	-205	-205
<b>营业利润</b>	8795	10258	11550	14184	15745
营业外收入	196	173	173	173	173
营业外支出	239	228	228	228	228
<b>利润总额</b>	8752	10203	11495	14129	15690
所得税	960	962	1084	1333	1480
<b>税后利润</b>	7792	9241	10410	12797	14210
少数股东损益	-289	-85	-96	-118	-71
<b>归属母公司净利润</b>	8080	9326	10506	12914	14281
EBITDA	14042	15684	15204	18090	20867

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.4	1.1	7.7	12.0	11.1
营业利润(%)	1.4	16.6	12.6	22.8	11.0
归属于母公司净利润(%)	18.6	15.4	12.7	22.9	10.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.2	41.5	39.0	38.9	38.6
净利率(%)	6.6	7.5	7.9	8.6	8.6
ROE(%)	13.1	13.5	13.2	14.0	13.4
ROIC(%)	7.9	7.9	7.2	8.4	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	67.1	66.0	64.8	59.5	57.3
流动比率	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7
速动比率	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7.0	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>估值比率</b>					
P/E	16.0	13.8	12.3	10.0	9.0
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.0	7.1	6.5	5.0	3.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

