



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

布局“连接+算力”，科技新质领头羊

——中兴通讯深度报告

买入（首次）

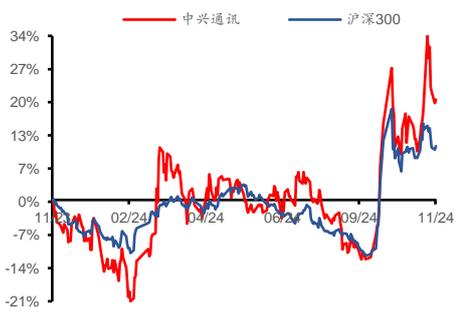
行业： 通信
日期： 2024年11月21日

分析师： 刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号: S0870523040005

基本数据

最新收盘价（元） 32.50
12mth A 股价格区间（元） 21.70-36.06
总股本（百万股） 4,783.52
无限售 A 股/总股本 84.19%
流通市值（亿元） 1,554.43

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《重视长期宏观因素，聚焦两大子领域投资》

——2024 年 11 月 13 日

《科技巨头资本开支具有持续性，重视自主可控方向》

——2024 年 11 月 05 日

《英伟达股价创新高，把握牛市进攻品种》

——2024 年 10 月 24 日

■ 投资摘要

连接基本盘稳固，加快算力业务拓展。公司拥有 ICT 行业完整的、端到端解决方案，产品覆盖“高速网络、算力基础设施、数字能源、终端”等领域。目前通信网络设备商行业已形成寡头格局，整体竞争趋于稳定，截至 2023 年，中兴通讯全球市占率达到 13.9%，位列世界第四，中国第二。近几年，公司确立第二曲线发展策略，积极拓展服务器、数据中心、交换机、5G 行业应用等第二曲线产品，24H1 政企业务、消费者业务营收分别同比增长 56.09%、14.28%，主要系服务器、存储、家庭终端和手机产品营业收入增长，两大板块发力明显。

5G-A 设备更替带来增量空间，高速光网采招节奏有望提速。公司传统网络领先地位稳固，根植国内运营商市场多年，有望把握连接业务结构性机会。1) 5G-A 标准版本冻结，商业化元年已至。5G-A 推广将带来高性能设备更替空间，例如：5G-A 通感一体天线相比传统 5G 天线增加了一倍的天线单元；BBU 等网络设备需增加相应的处理能力和射频接口，目前支持通感一体的基站的单价是普通 5G 基站的三倍。2) 为满足 DC 互联大带宽需求，400G OTN 全光网络势在必行。运营商将分阶段部署，逐步从骨干网向区域网延伸，中国移动计划 2024 年全面实现八大“东数西算”国家枢纽集群的 400G 高速互联，2025 年所有算力枢纽节点全面部署，参考移动 100G OPN 采招节奏，我们认为采招量将呈现逐步上升态势。

算力高需求延续，把握产业机遇。1) 国内智算中心加速落地，运营商资本开支向算力倾斜，行业保持高景气度。中兴提供全系列服务器产品，在 X86 服务器市场份额靠前，电信市场份额领先，同时产品广泛应用于金融行业、规模应用于国内主流互联网企业。2) 子公司中兴微产品覆盖 ICT 产业“云、管道、终端”全领域，为集团业务提供支撑。2020 年中兴通讯就表示其 7 纳米芯片实现规模量产，5 纳米芯片正在技术导入；中兴珠峰算力芯片顺利进入中国移动 2024 年 PC 服务器产品集采项目（标包 22），第 22 标包共 6173 台服务器，金额 3.81 亿。我们认为公司具有稳定的客户资源，深耕芯片行业多年，有望把握算力产业机遇，实现新一轮增长。

■ 投资建议

中兴通讯是全球领先的综合通信信息解决方案提供商，立足连接业务，拓展算力产品市场，业绩有望稳步增长。预计公司 2024-2026 年收入为 1269.53/1335.70/1429.18 亿元，归母净利润为 96.32/100.03/105.02 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

国际局势动荡；行业竞争加剧，毛利率超预期降低；市场份额降低。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	124251	126953	133570	142918
年增长率	1.1%	2.2%	5.2%	7.0%
归母净利润	9326	9632	10003	10502

年增长率	15.4%	3.3%	3.9%	5.0%
每股收益 (元)	1.95	2.01	2.09	2.20
市盈率 (X)	16.67	16.14	15.54	14.80
市净率 (X)	2.29	2.74	2.44	2.19

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 11 月 19 日收盘价)

目录

1 全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商	5
2 5G-A 设备更替带来增量空间，高速光网采招节奏有望提速	6
2.1 传统网络领先地位稳固，积极把握业务新增量	6
2.2 5G-A 适度超前部署，高性能设备更替带来增量空间	7
2.3 400G OTN 商业化开启，采招节奏有望提速	9
3 算力高需求延续，紧抓产业机遇	11
3.1 提供全系列服务器产品，受益于运营商算力开支提升	11
3.2 深耕芯片行业多年，自研构筑壁垒	14
4 财务分析	16
5 盈利预测	18
6 风险提示:	20

图

图 1: 中兴通讯产品	5
图 2: 23 年全球通信网络设备商竞争格局	5
图 3: 公司分业务营收 (单位: 亿元)	6
图 4: 5G-A 改造路径	7
图 5: 5G-A 关键技术一览	7
图 6: 5G-A 十大应用场景	8
图 7: 中国八大算力枢纽主要城市算力布局	9
图 8: 中国移动、电信 400G OTN 集采结果	10
图 9: 中兴通讯骨干 OTN 产品	11
图 10: 三大运营商资本开支 (单位: 亿元)	12
图 11: 中国移动资本开支明细 (单位: 亿元)	12
图 12: 中国电信资本开支明细 (单位: 亿元)	12
图 13: 中国联通资本开支明细 (单位: 亿元)	12
图 14: 中国移动、中国电信服务器招标一览	13
图 15: 2023 年中国 X86 服务器市场份额	13
图 16: 电信市场服务器供应商市场份额	13
图 17: 全系列服务器产品	14
图 18: 中兴微电子发展历史	15
图 19: 中兴微部分产品	15
图 20: 中兴微电子研发能力	16
图 21: 中国大陆前 25 名半导体厂商排名	16
图 22: 公司营业收入	17
图 23: 公司归母净利润	17
图 24: 公司费用率	17
图 25: 公司毛利率、净利率	17
图 26: 公司经营活动现金流 (单位: 亿元)	18
图 27: 公司研发人员	18
图 28: 公司应收账款周转天数	18
图 29: 公司应付账款周转天数	18

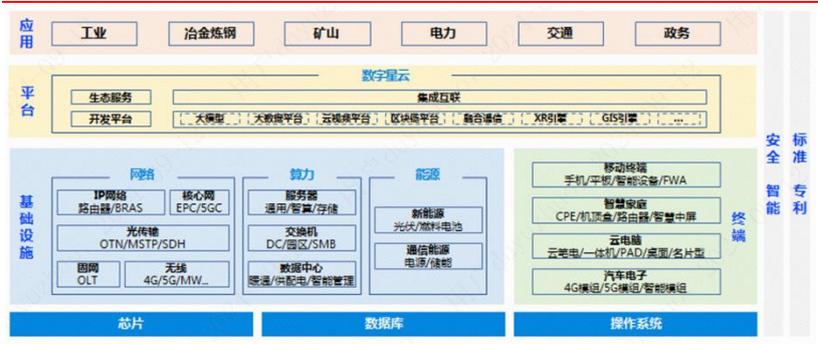
表

表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	19
表 2：公司费用率预测.....	19
表 3：可比公司估值表.....	20

1 全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商

中兴通讯拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案。公司是全球领先的综合通信与信息技术解决方案提供商，业务遍及 160 多个国家和地区，产品覆盖“高速网络、算力基础设施、数字能源、终端”等，持续发力“连接+算力+能力+智力”能力，聚焦于运营商网络、政企业务和消费者业务，赋能水利、城轨、铁路、制造、电力等 15 个产业转型，打造了一系列数字化标杆项目。

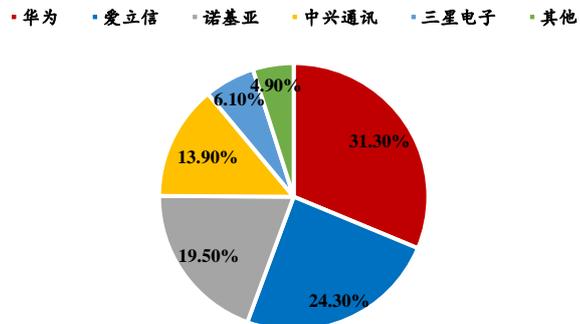
图 1：中兴通讯产品



资料来源：中兴通讯年报，上海证券研究所

通信设备商市场客户粘性高，竞争格局已趋于稳定。我们认为出于保证原有采购项目一致性或者服务配套的要求等方面考虑，运营商经常采用单一来源方式进行采购，供应商整体粘性较高，市场逐步形成寡头格局。经过多年行业竞争，2023 年全球通信网络设备商 CR4 已提升至 89%，其中中兴通讯全球市占率 13.9%，位列世界第四，中国第二。

图 2：23 年全球通信网络设备商竞争格局



资料来源：国际金融报，Omdia，上海证券研究所

打造第二增长曲线，加速转向“连接+算力”。公司根植国内运营商市场多年，对网络建设规模高峰期后，进入平稳收缩有充分预期。近几年，公司积极拓展服务器、数据中心、交换机、5G 行业应用等第二曲线产品，发力政企业务、消费者业务，两大业务营收占比分别从 2020 年的 15.93%、11.11%提升至 2024H1 的 25.64%、14.68%。目前公司业绩结构更加均衡，应对变化的能力大大加强。

图 3：公司分业务营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 5G-A 设备更替带来增量空间，高速光网采招节奏有望提速

2.1 传统网络领先地位稳固，积极把握业务新增量

运营商整体资本开支减少，公司相关业务承压。据 24 年半年报披露，中国联通 capex 为 239 亿元，同比-13.4%；中国移动 capex 为 640 亿元，同比-21%；三大运营商资本开支总额较 2023 年同期下降 10.3%，下降趋势比较明显。不仅如此，三大运营商还在半年报中重申，坚持全年资本开支占收比降至 20% 以下。2024H1 中兴通讯运营商业务实现营收 372.96 亿元，同比减少 8.61%，业务暂明显。

中兴传统网络领先地位稳固，23 年业务持续突破。无线产品，公司国内市场份额整体稳定，中标中国移动低轨试验星再生星项目；国际市场，实现大 T 在喀麦隆、科特迪瓦等国家分支首都区域的空白突破。核心网产品，国内保持双寡头格局；国际在泰国实现关键突破，并在大 T 非洲多国分支实现份额提升。有线产品，固网产品，在意大利、印尼、巴西等国家持续突破。光传

输产品，国内市场完成全球首个 400G 全光省际骨干网规模商用，国际市场规模突破土耳其、尼日利亚等国家的主流运营商。核心路由器连续 9 年以第二名中标中国电信集采项目，2024 年上半年中标中国移动核心路由器集采项目。

布局重要方向，把握连接业务新增量。近日，国家网信办公在《国家信息化发展报告（2023 年）》中解析 2024 年信息化发展任务时指出，优化升级新一代信息基础设施，适度超前推进 5G-A、高速光网等规模部署。我们认为中兴作为全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商，根植国内运营商市场多年，有望把握连接业务新增量。

2.2 5G-A 适度超前部署，高性能设备更替带来增量空间

5G-A 标准版本冻结，商用元年已至。2024 年 6 月，在上海举行的 3GPP RAN 第 104 次会议上，R18 标准正式冻结，R18 不仅是 5G 标准的第四版，更是面向 5G-Advanced（5G-A）的第一个版本，预示着 5G 技术将进入一个全新的发展阶段。华为常务董事汪涛指出：“5G-A 是一个确定性的产业路径，不仅可以保护已有投资，还可以带来新的商业机会，拓宽商业边界”。截止 24 年 6 月，已有 60 多家运营商和合作伙伴宣布 5G-A 的商用元年已经到来。

5G-A 需要高性能设备更替，带来行业增量空间。业界普遍认识到，5G-A 技术的推广和应用离不开大规模、高性能的基站网络作为支撑。这不仅涉及到基站设备的升级和改造，更与基站选址、布局、能耗等一系列问题紧密相连，硬件改造带来 5G-A 成本增加。新型的 5G-A 通感一体天线，为了实现更精准的波束赋形，相比传统 5G 天线增加了一倍的天线单元；三载波聚合和通感一体这些新技术需要 BBU 等网络设备增加相应的处理能力和射频接口，以支持额外的载波，中国移动董事长杨杰表示移动 2024 年会在 300 个以上城市部署 5G-A，预计投资 15 亿元。

图 4：5G-A 改造路径



资料来源：通信产业网，上海证券研究所

图 5：5G-A 关键技术一览



资料来源：通信产业网，上海证券研究所

携手运营商加速技术和产业成熟。在万兆网络方面，在上海打造全球首个 5G 车地通讯系统，以超万兆回传保障地铁内乘客体验超 2Gbps。在通感一体方面，在广东完成业界首个“通感一体”多站组网部署和低空无人机安防等场景验证；在珠海完成业界首个 5G 通感算一体车联网架构技术验证；在苏州以超稳态网络提供 20ms@99.99% 低时延和高可靠的车路协同，保障 60km/h 的自动驾驶。在空天地一体方面，完成业界首个 5G IoT NTN 商用手机及物联终端直连卫星外场验证，及 NR-NTN 低轨卫星宽带业务实验室验证。

图 6: 5G-A 十大应用场景



资料来源：中兴通讯公众号，上海证券研究所

运营商加快 5G-A 部署，多城市实现范围覆盖。2024H1 三大运营商披露了 5G-A 最新进展，其中，中国电信和中国联通完成超百城规模部署；中国移动在超 280 个城市部署商用 5G-A，年内将扩展至超 300 个城市，争取到 2026 年底实现 5G-A 的全量商用。北京市通信管理局发布的《北京市推进 5G-A 技术演进及应用创新行动计划(2024—2026 年)》中提到，北京全市已建成开通 5G-A 基站超 1 万个，实现六环内普遍覆盖，在首都机场、北京站、长安街、工体、大学城、地铁等区域打造了精品网络样板点，并且搭建了亦庄 5G-A 车联专网。上海、深圳也在热门商圈、核心场馆、快速及主干道路建设 5G-A 网络，打造 5G-A 精品示范线路。

公司在 5G-A 的投入“适度超前”。在技术方面，公司坚持在芯片、算法、架构等核心技术进行创新和突破，新一代产品为 5G-A 能力增强、场景拓展构建坚实的基础。在标准方面，公司是全球 5G 技术研究、标准制定主要贡献者和参与者，深度参与了 5G-A 标准制定工作。在 5G 能力增强方面，面向“无缝万兆”的超宽带场景，公司业界首家实现中频从 64TR 向 128TR 演进，实现容量翻倍；面向“千亿物联”的海量连接场景，引入 RedCap 技术；面向

“确定能力”的高可靠场景，提供 4 毫秒低时延、5 个 9 高可靠、微秒级低抖动的能力。

2.3 400G OTN 商业化开启，采招节奏有望提速

400G OTN 全光网络势在必行。我国在全国范围内设置了 8 大枢纽共 10 个国家级数据中心集群，推动东部温/冷数据率先西迁，或向周边区域转移。根据移动发布的《下一代全光骨干传送网》测算，参考 2022 年东数西算八大枢纽申报的未来几年机架规模，八大枢纽总共上报规划了 400 万+机架(2.5KW 等效机架)。按每机架出 DC 平均带宽 1Gbps,东部 DC 流量出省比例为~35%，西部 DC 流量出省比例~85%。预计到 2027 年，骨干传送网累积新增流量将达到 1900Tbps。因此，超大带宽是下一代全光骨干传送网核心能力之一。

图 7：中国八大算力枢纽主要城市算力布局

八大枢纽	区域	算力规模	数据集群
京津冀枢纽	北京	目前已建成智能算力超20EFLOPS	张家口集群
	天津	目前已建成算力5.3EFLOPS，2026年智能算力超10EFLOPS	
	河北	目前已建成算力超21.5EFLOPS，2025年算力35EFLOPS以上	
长三角枢纽	上海	目前在用和在建算力超14EFLOPS，2025年智能算力30EFLOPS	长三角生态绿色一体化发展示范区集群
	安徽	目前已建成算力8EFLOPS，2026年智能算力15EFLOPS	
	江苏	目前已建成算力18EFLOPS，2025年算力超24EFLOPS	
	浙江	目前已建成算力25.67EFLOPS	
粤港澳大湾区枢纽	广东	目前已有算力28EFLOPS，2025年算力达38EFLOPS	韶关集群
	香港	2026年算力超3EFLOPS	
	澳门	目前已建成智能算力0.116EFLOPS	
成渝枢纽	四川	目前已建成算力约10EFLOPS，2026年超20EFLOPS	天府集群
	重庆	目前已建成算力超10EFLOPS，其中智算算力2.5EFLOPS	
内蒙古枢纽	内蒙古	目前已建成算力48EFLOPS，2024年底建成算力56EFLOPS	和林格尔集群
贵州枢纽	贵州	目前已建成算力31.76EFLOPS，其中智算28.83EFLOPS	贵安集群
甘肃枢纽	甘肃	目前已建成算力超12EFLOPS，2026年，算力规模超30EFLOPS	庆阳集群
宁夏枢纽	宁夏	目前已建成智能算力13EFLOPS	中卫集群

资料来源：亿欧网，上海证券研究所

中国移动打造全球首条 400G 骨干网链路，400G 商用元年正式开启。中国移动于 2023 年 11 月率先完成全球首次 400G 设备规模集采、12 月启动工程实施，在 2024 年 2 月 27 日贯通全球首条 400G “东数西算”链路（北京—内蒙古，711km，8 个 OA 站）。此外，中国移动计划在 2024 年中全面实现京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等八大“东数西算”国家枢纽集群的 400G 高速互联，实现超 135 个城市覆盖；中国电信发布《中国电信骨干 400G ROADM 设备（2024 年）集中采购项目集中资格预审公告》，本次集采主要为骨干网络采购，包含了华南、华北、西南区域，总规模 1694 个 400G 线路侧端口及相应的客户侧端口和公共单元。

图 8：中国移动、电信 400G OTN 集采结果

公司	标包	型号	中标人	投标报价(亿元, 含税)	OTN端口(个)	OTN设备(台)
中国移动	标包一	400G OTN试验网一平面	华为	19.5	6126	1910
	标包二	400G OTN试验网二平面东部	中兴通讯	10.7	3408	
	标包三	400G OTN试验网二平面西部	烽火通信	4.9	1656	
中国电信		骨干网络 400GROADM设备				1694

资料来源：C114 通信网，光纤在线，上海证券研究所

三大运营商 400G 全光网部署规划披露：

1) 中国移动 2024 年-2025 年，将推动所有算力枢纽节点全面部署 400G OTN。

2) 中国联通 2024 年正式进入 400G 干线网商用部署阶段，开始构建“东数西算”8 大枢纽及 31 个省级节点间超大容量品质联接，覆盖 20000+全光算力锚点，同时进行 800G 测试和试验。

3) 中国电信目前已建设了全球最大规模的基于 ROADMs 的全光交换网络，将从 100G 向 400G 升级过渡。从目前 400G 的产业发展来看，24 年 WSSC+L 一体化将成熟；2025 年-2026 年，光模块 C+L 一体化，OTUC+L 全波可调，400GOTU 单端口造价进入合理区间，下降 30%；2027 年，全部组件实现 C+L 一体化，电信的 400G 网络建设将匹配产业发展节奏。

长期市场空间大，采招节奏有望逐步提速。量的角度，中国电信全光骨干网 2.0 分为五大区域，系统总长达 22 万公里，包括 470 个 ROADMs 节点、2357 个 OA 节点，网络总容量达 590T，我们认为 400G OTN 光网更替带来增量空间。

中兴 400G QPSK 实现现网试点。公司联合运营商完成多个 400G QPSK 现网试点，基于 130GBd 高性能光器件，采用 400G QPSK 技术，使骨干网从 200G 迈向 400G 保持最优传输性能，实现提速不减距离；400G 超长距传输系统荣获 2023 年 Light wave 光通信年度创新大奖；OTN 旗舰系列产品 ZXONE9700 蝉联 Global Data Leader 最高评级。根据 Omdia 2023Q3 报告，集团 OTN 200G 端口发货量全球第二，OTN 400G 端口发货量同比增速全球第一。

图 9：中兴通讯骨干 OTN 产品



资料来源：中兴通讯官网，上海证券研究所

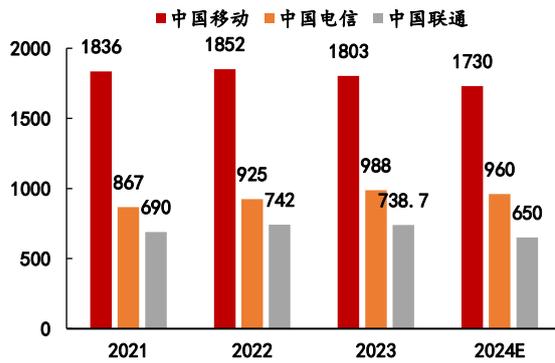
3 算力高需求延续，紧抓产业机遇

3.1 提供全系列服务器产品，受益于运营商算力开支提升

国内智算中心建设加速落地。2024 年智算中心建设热潮达到了新的高度，据赛迪顾问分析师表示，截至 2024 年上半年，国内已经建设和正在建设的智算中心超过 250 个，算力需求呈现出爆发式增长态势。据“哈尔滨发布”的消息显示，AI 芯片国产化率超 85% 的中国移动智算中心（哈尔滨）节点的超大规模智算集群已于 8 月 30 日正式投入使用，部署约 2 万张 AI 加速卡。

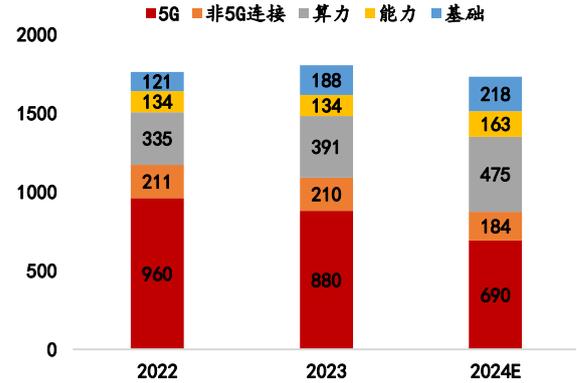
运营商调整资本开支结构，加大算力投资。2024 年，中国电信云/算力投资计划 180 亿元，智算算力累计超过 21EFLOPS；中国移动算力开支计划为 475 亿元，较 2023 年上涨 21.5%，计划通用算力累计达到 9EFLOPS，智算算力累计超过 17EFLOPS；中国联通在算网数智投资方面将坚持适度超前、加快布局。

图 10: 三大运营商资本开支 (单位: 亿元)



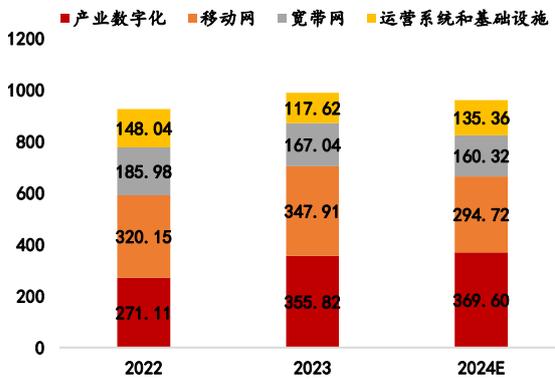
资料来源: 德电咨询, 上海证券研究所

图 11: 中国移动资本开支明细 (单位: 亿元)



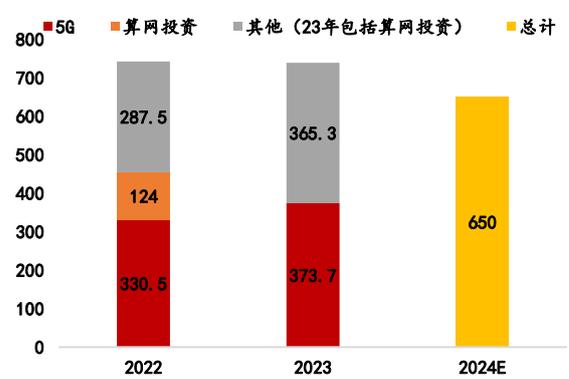
资料来源: 公司财报, 《财经十一人》, 上海证券研究所

图 12: 中国电信资本开支明细 (单位: 亿元)



资料来源: 中国电信业绩推介材料, 上海证券研究所

图 13: 中国联通资本开支明细 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, C114 通信网, 证券日报之声, 上海证券研究所

运营商密集发布服务器招标。24 年以来, 运营商开展了几次重要的算力服务器集采, 包括中国移动 2024 年 PC 服务器产品集采项目、中国电信服务器 (2024-2025 年) 集中采购项目、中国联通 2024 年人工智能服务器集采项目等。集采招标中, 运营商不仅注重服务器性能、功耗、扩展性、稳定性、运维效率等方面的要求, 还要考虑是否能够满足大数据和人工智能业务的算力需求。

图 14：中国移动、中国电信服务器招标一览

中国移动		中国电信		
产品名称	需求数量	产品名称	服务器类别	需求数量
ARM	76,648台	A系列	通用型服务器	47,000台
X86	44,811台		GPU服务器	
公有云服务器	30,115台	B系列	通用型服务器	3700台
均衡型服务器	24,677台	G系列	ARM服务器	105,300台
存储型服务器	20,568台		C86服务器、混合型服务器	
计算型服务器	12,368台		GPU服务器、均衡型服务器	

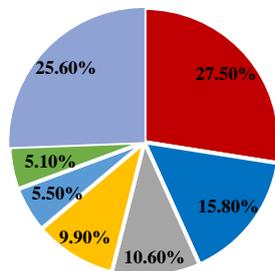
资料来源：通信产业网，上海证券研究所

注：包括中国移动 2024 年 PC 服务器产品集采；包括中国电信服务器 (2024-2025 年)集采项目

中兴 X86 服务器份额靠前，电信市场份额领先。2023 年，中兴通讯 X86 服务器实现收入 101.61 亿元，市场份额为 5.5%，仅次于浪潮信息 27.5%、新华三 15.8%、超聚变 10.6%、宁畅 9.9%。分行业看，电信行业公司服务器占比达 23.03%，相较于第二名浪潮信息（13.83% 市场份额）优势明显。同时中兴服务在金融行业广泛应用于国有大行、股份制银行、城商行、农信社、证券及保险等金融机构；在互联网行业快速突破，服务器及存储产品规模应用于国内主流互联网企业。

图 15：2023 年中国 X86 服务器市场份额

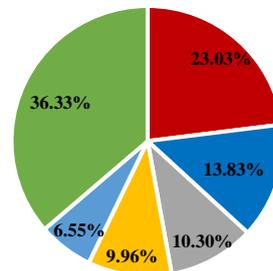
浪潮信息 新华三 超聚变 宁畅 中兴 联想 其他



资料来源：信创焦点，上海证券研究所

图 16：电信市场服务器供应商市场份额

中兴通讯 浪潮信息 超聚变 新华三 紫光华山 其他



资料来源：通信产业网，上海证券研究所

注：根据近三年三大运营商公开招标信息整理，未公布份额的不在统计之内。（截至 2024 年 5 月 15 日）

中兴通讯提供算/存/网/IDC 完整的全套解决方案，实现全栈软硬件一体化部署。在硬件层面，提供全系列、全场景智算产

品，适配国内外主流 GPU，提供多样化选择。在软件与工程能力方面，提供高效易用的 AI 平台，解决训练过程的工程挑战，大幅提升 GPU 算力利用率和大模型训练效率。除此之外，中兴通讯还致力于打造开放的生态，积极推进软硬解耦、模型解耦和训推解耦，与全产业链积极合作。

公司打造全系列服务器产品。2023 年初中兴发布 5 款 G5 系列服务器新品包括 R5200G5 高密度服务器、R5300G5 全场景通用服务器、R5500G5 海量存储服务器、R6500G5 异构算力服务器和 R8500G5 高性能服务器，具备高密度算力、灵活扩展、异构算力、海量存储、稳定可靠等特性，双路最大支持 120 核，AI 性能提升 10 倍，提供强大算力支持。**同时中兴持续部署 AI 服务器。**

1) 24 年 7 月，R6930G3 大模型训练服务器上线，实现软硬件全栈自主可控，支持多个主流国产 OAM/SXM 形态 GPU 加速卡，卡间带宽达 400+GB/s，节点间互联带宽达 5600Gbps，大带宽高速互联，满足 AI 大模型训练超高并行计算需求；2) 推出 AiCube 训推一体机，实现一站式部署和开箱即用，满足边缘节点本地化部署需求。

图 17：全系列服务器产品



资料来源：中兴通讯服务器存储，上海证券研究所

3.2 深耕芯片行业多年，自研构筑壁垒

1996 年中兴成立了 IC 设计部，2003 年在此基础上成立全资子公司中兴微电子。2005 年中兴微电子研制量产的首款 WCDMA 基带处理套片，打破国外芯片的技术垄断；2013 年公司推出中国第一款基于 28nm 工艺制程的 4G 基带处理芯片。经过近 30 年的发展，中兴微电子已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，连续多年被评为“中国十大集成电路设计企业”。

图 18：中兴微电子发展历史



资料来源：威尔克通信实验室，上海证券研究所

中兴微在无线通信、宽带接入、光传送、路由交换等领域拥有核心芯片及解决方案。从工艺制程上来看，2018年中兴28nm及以下先进工艺芯片出货量占比达到84%，20年6月17日，中兴通讯在互动平台表示，公司具备芯片设计和开发能力，7纳米芯片规模量产，已在全球5G规模部署中实现商用，5纳米芯片正在技术导入。

图 19：中兴微部分产品

芯片类型	型号	技术规格
手机modem芯片	ZX297520V3	ZX7520V3 LTE基带芯片，TDD-LTE/FDD LTE /WCDMA/TD-SCDMA/GSM全模，28nm工艺，内置256Mb/512Mb/1Gb LPDDR2，支持Linux OS，支持全球LTE频段，峰值下行/上行速率达150Mbps/50Mbps
固网终端芯片	ZX279125	ZX279125芯片支持GPON/EPON/P2P三模；遵从G.984的GPON标准，以及802.3-2005、CTG的EPON设备技术要求，具备优秀的xPON互通兼容性。内嵌1路GE PHY的Ethernet接口；支持L2/L3组播转发
	ZX279127S	ZX279127S芯片支持GPON/EPON/P2P三模；遵从G.984的GPON标准，以及802.3-2005、CTG的EPON设备技术要求，具备优秀的xPON互通兼容性。可处理复杂的协议报文；支持1路PCIe接口，满足单频WiFi场景
	ZX279128S	ZX279128S芯片支持GPON/EPON/P2P三模；遵从G.984的GPON标准，以及802.3-2005、CTG的EPON设备技术要求，具备优秀的xPON互通兼容性。可处理复杂的协议报文；支持2路PCIe接口，满足双频WiFi场景
以太网互联芯片	ZX5201	中兴微电子ZX5201是一款单口以太网10BASE-T/100BASE-TX/1000BASE-T收发器，支持RGMII接口实现延时可调节。芯片内部集成LDO和BUCK电源，支持AB/CD线对的交换，最大程度简化单板设计，降低BOM成本
无线通信芯片		
算力芯片	珠峰芯 8167	

资料来源：中兴微电子官网，上海证券研究所

研发实力强，珠峰芯片进入移动集采项目。据中兴微电子官网显示，公司具有8个研发基地、4800+专利申请、芯片年发货量2亿颗，目前已具备复杂SoC芯片前后端全流程设计能力。同时中兴珠峰顺利进入中国移动2024年PC服务器产品集采项目（标包22），第22标包共6173台服务器，金额3.81亿。

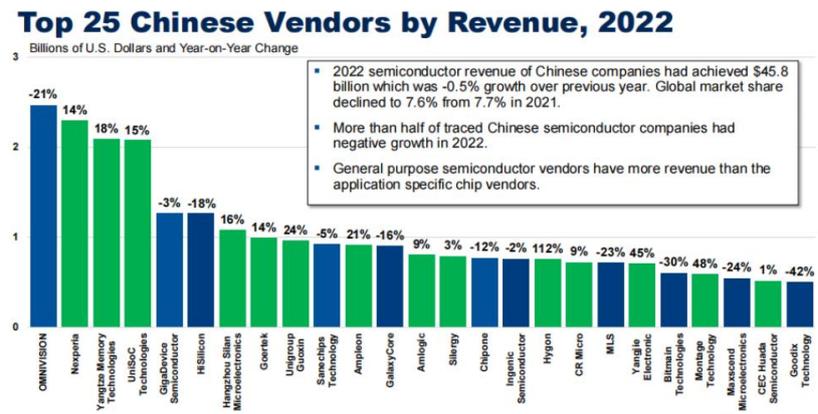
图 20: 中兴微电子研发能力



资料来源: 中兴微电子官网, 上海证券研究所

根据中兴通讯 2021 年财报披露, 中兴微电子全年实现营收 97.31 亿元, 净利润 8.46 亿元, 同比增长超 30%。根据 Gartner 统计, 2022 年公司在国内半导体企业营收排名中位列第十名。

图 21: 中国大陆前 25 名半导体厂商排名

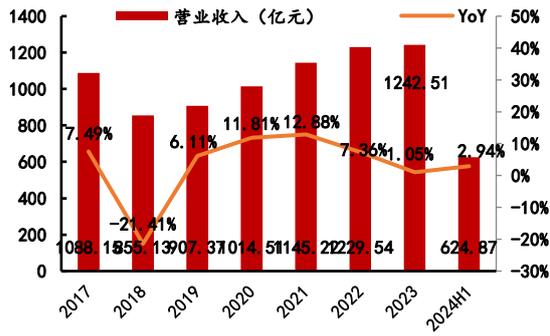


资料来源: Gartner, 上海证券研究所

4 财务分析

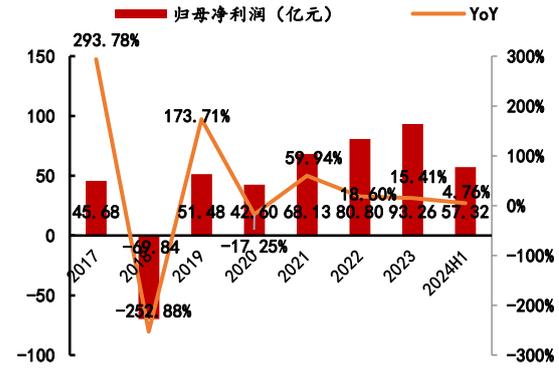
营收、利润相对稳健, 24H1 小幅承压。2019-2023 年公司营业收入、归母净利润年复合增长率分别为 8.18%、16.01%, 保持稳健增长态势。24H1 公司营业收入同比小幅增长 2.94%, 运营商业务营收同比减少 8.61%, 主要系受国内整体投资环境影响。政企业务、消费者业务营收分别同比增长 56.09%、14.28%, 主要系服务器、存储、家庭终端和手机产品营业收入增长。

图 22: 公司营业收入



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

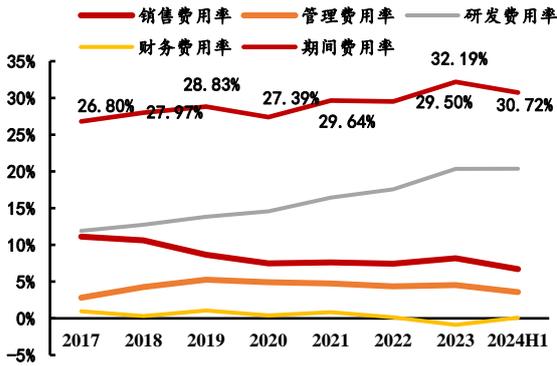
图 23: 公司归母净利润



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

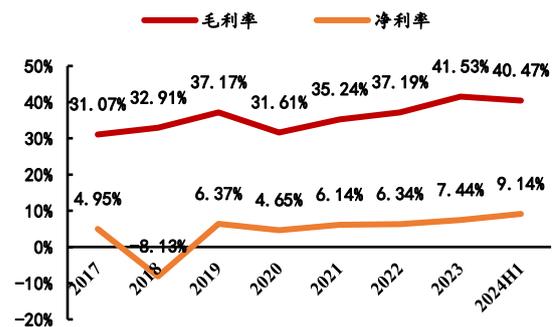
费用率有望改善, 利润率显著提升。24H1 公司期间费用率为 30.72%, 低于 23 年 32.19%, 其中研发、销售、管理费用率分别下降 0.70、0.90、0.56 个百分点。2020 以来公司毛利率、净利率均保持稳步抬升趋势, 24H1 净利率达到近五年最高值 9.14%。

图 24: 公司费用率



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

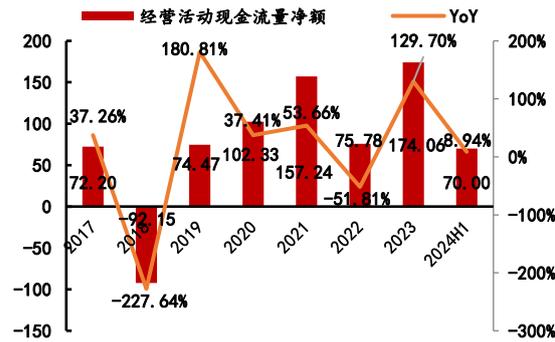
图 25: 公司毛利率、净利率



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

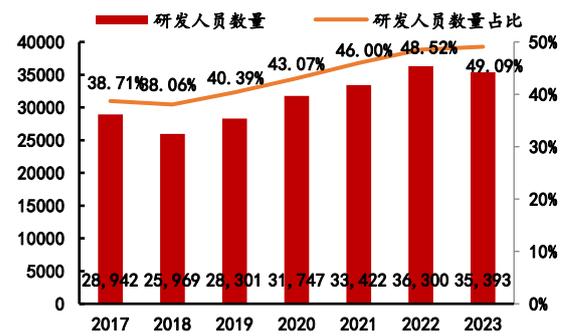
经营活动现金流稳定, 研发人员占比逐步提升。公司注重现金流量管理, 经营活动现金流量净值自 19 年起均为正值, 23 年达到 174.06 亿元, 同比提升 129.70%。研发人员数量占比自 2018 年期逐年提升, 截至 23 年已提升超 10 个百分点。

图 26: 公司经营活动现金流 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

图 27: 公司研发人员



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

公司运营管理能力强, 应收账款周转天数下降明显。公司应收周转天数呈现下降趋势, 2018 年为 96.70 天, 23 年下降至 55.88 天, 表现出公司在供应链中的地位稳定提升。同时, 应付账款周转天数保持稳定, 近 5 年均处于 91-96 天区间内浮动。

图 28: 公司应收账款周转天数



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

图 29: 公司应付账款周转天数



资料来源: iFinD, 上海证券研究所

5 盈利预测

本文按照公司业务进行相关盈利预测。

运营商网络: 在运营商传统网络, 公司保持无线、有线核心产品的领先地位; 在算力网络中, 公司已推出覆盖算力、网络、能力、大模型和应用的全栈全域智算解决方案。尽管受国内整体投资环境影响, 我们认为公司仍具有一定结构性增长机会。假设 2024-2026 年板块收入分别变动-10.00%/-5.00%/0.00%。

政企业务: 在政企市场, 公司整合资源, 强化一线市场拓展能力; 推出新一代智算服务器、高端存储、数据中心交换机等产品, 提升产品竞争力。我们认为公司有望把握算力和信创带来的

新增市场机会，推动收入重回快速增长轨道。假设 2024-2026 年板块收入分别同增 50.00%/35.00%/25.00%。

消费者业务：家庭终端方面，公司 FTTR 新增市场份额领先，把握 Wi-Fi 7 路由器产品升级和网络演进机会。手机产品方面，公司积极布局全系 AI 终端，涵盖手机、平板、笔记本及移动互联设备；同时针对行业用户，推出 AI 赋能双卫星双系统 5G 安全旗舰手机。我们认为公司消费者业务相对稳定，假设 2024-2026 年板块收入分别同增 15.00%/10.00%/7.00%。

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
运营商网络					
收入	80040.60	82758.90	74483.01	70758.86	70758.86
收入占比	65.10%	66.61%	58.67%	52.98%	49.51%
YOY	5.72%	3.40%	-10.00%	-5.00%	0.00%
政企业务					
收入	14627.70	13583.50	20375.25	27506.59	34383.23
收入占比	11.90%	10.93%	16.05%	20.59%	24.06%
YOY	11.84%	-7.14%	50.00%	35.00%	25.00%
消费者业务					
收入	28286.10	27908.50	32094.78	35304.25	37775.55
收入占比	23.01%	22.46%	25.28%	26.43%	26.43%
YOY	9.93%	-1.33%	15.00%	10.00%	7.00%
营业收入合计	122954.40	124250.90	126953.04	133569.70	142917.64
YOY	7.36%	1.05%	2.17%	5.21%	7.00%
毛利率	37.19%	41.53%	40.00%	38.10%	36.82%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

24年上半年公司市场推广投入减少，管理效率提升，研发投入减少，销售、管理、研发费用率分别下降0.9、0.56、0.70个百分点，我们认为公司有望维持减税降费趋势，继续加强费用管控力度，因此假设2024-2026年销售费用率分别为7.60%/7.20%/7.00%；管理费用率为4.20%/4.00%/3.80%；研发费用率为20.00%/19.00%/18.50%。

表 2：公司费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.46%	8.19%	7.60%	7.20%	7.00%
管理费用率	4.34%	4.53%	4.20%	4.00%	3.80%
研发费用率	17.57%	20.35%	20.00%	19.00%	18.50%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

选取三家通信产品公司作为可比公司代表，选用相对估值法下的市盈率PE对公司进行估值，可比公司2024-2026年平均PE为39.84X/30.39X/24.71X，公司为16.14X/15.54X/14.80X，估值具

备向上的空间。中兴通讯作为全球领先的综合通信信息解决方案提供商，立足连接业务，拓展算力产品市场，业绩有望稳步增长。预计公司2024-2026年收入为1269.53/1335.70/1429.18亿元，归母净利润为96.32/100.03/105.02亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	市值(亿元)	2023 A	EPS (元)			PE (倍)			
					2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000938.SZ	紫光股份	26.06	745.34	0.74	0.82	1.04	1.23	35.44	31.61	25.08	21.13
600498.SH	烽火通信	18.51	219.24	0.43	0.58	0.80	1.00	43.42	32.01	23.12	18.45
301165.SZ	锐捷网络	51.50	292.61	0.71	0.92	1.20	1.49	72.94	55.91	42.98	34.55
均值								50.60	39.84	30.39	24.71
000063.SZ	中兴通讯	32.50	1,446.34	1.95	2.01	2.09	2.20	16.67	16.14	15.54	14.80

资料来源：iFinD，上海证券研究所

注：收盘价日期为2024年11月19日

6 风险提示：

国际局势动荡：其他国家或地区的市场环境、行业和对外贸易政策等发生重大不利变化，可能会对公司的经营业绩和财务状况产生一定的影响。

行业竞争加剧，毛利率超预期降低：市场参与者不断增加而导致竞争加剧，可能存在公司市场占有率下降、毛利率和净利润下滑等风险。

市场份额降低：运营商资本开支向算力转向，若公司服务器产品进展不及预期，可能导致公司市场份额降低。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	78543	98079	113436	128990
应收票据及应收账款	20822	19433	20322	22133
存货	41131	17852	19549	21269
其他流动资产	18009	19970	19982	20966
流动资产合计	158505	155334	173289	193358
长期股权投资	2158	2158	2158	2158
投资性房地产	1474	1474	1474	1474
固定资产	13372	13751	14165	14624
在建工程	988	788	738	718
无形资产	7697	7597	7458	7528
其他非流动资产	16765	16520	16619	16780
非流动资产合计	42454	42288	42611	43282
资产总计	200958	197622	215900	236640
短期借款	7560	8460	9060	9360
应付票据及应付账款	28374	31074	32608	35905
合同负债	14890	17113	17746	18460
其他流动负债	32206	28725	31222	34097
流动负债合计	83030	85371	90637	97822
长期借款	42576	47576	53465	59578
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7020	7601	7771	7912
非流动负债合计	49596	55177	61236	67490
负债合计	132627	140549	151873	165312
股本	4783	4783	4783	4783
资本公积	27603	27467	27467	27467
留存收益	37768	26888	33890	41242
归属母公司股东权益	68008	56797	63798	71150
少数股东权益	323	277	228	178
股东权益合计	68331	57073	64027	71327
负债和股东权益合计	200958	197622	215900	236640

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	17406	38988	16903	17971
净利润	9241	9585	9954	10451
折旧摊销	4926	3821	4017	4191
营运资金变动	-986	23613	748	1138
其他	4225	1969	2184	2191
投资活动现金流量	-20901	-2549	-3449	-3911
资本支出	-3900	-3723	-4394	-4901
投资变动	-18327	120	10	-10
其他	1326	1055	935	1000
筹资活动现金流量	7372	719	1902	1495
债权融资	11164	5062	6671	6564
股权融资	1676	-137	0	0
其他	-5469	-4206	-4769	-5069
现金净流量	3941	37066	15356	15555

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	124251	126953	133570	142918
营业成本	72650	76168	82680	90296
营业税金及附加	1336	1073	1069	1000
销售费用	10172	9648	9617	10004
管理费用	5632	5332	5343	5431
研发费用	25289	25391	25378	26440
财务费用	-1101	91	101	103
资产减值损失	-858	-1190	-1079	-1043
投资收益	-205	882	935	1000
公允价值变动损益	-702	0	0	0
营业利润	10258	10629	11030	11584
营业外收支净额	-55	-92	-63	-70
利润总额	10203	10537	10967	11514
所得税	962	951	1012	1063
净利润	9241	9585	9954	10451
少数股东损益	-85	-46	-48	-51
归属母公司股东净利润	9326	9632	10003	10502

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	41.5%	40.0%	38.1%	36.8%
净利率	7.5%	7.6%	7.5%	7.3%
净资产收益率	13.7%	17.0%	15.7%	14.8%
资产回报率	4.6%	4.9%	4.6%	4.4%
投资回报率	7.5%	8.3%	7.7%	7.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.1%	2.2%	5.2%	7.0%
EBIT 增长率	7.4%	5.2%	4.1%	5.0%
归母净利润增长率	15.4%	3.3%	3.9%	5.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.95	2.01	2.09	2.20
每股净资产	14.22	11.87	13.34	14.87
每股经营现金流	3.64	8.15	3.53	3.76
每股股利	0.68	0.60	0.63	0.66
营运能力指标				
总资产周转率	0.65	0.64	0.65	0.63
应收账款周转率	6.44	6.31	6.72	6.73
存货周转率	1.68	2.58	4.42	4.42
偿债能力指标				
资产负债率	66.0%	71.1%	70.3%	69.9%
流动比率	1.91	1.82	1.91	1.98
速动比率	1.26	1.44	1.54	1.61
估值指标				
P/E	16.67	16.14	15.54	14.80
P/B	2.29	2.74	2.44	2.19
EV/EBITDA	6.80	8.07	7.16	6.26

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。