

## 拓宽“连接”主航道，聚焦“算力”新机遇 ——中兴通讯（000063）深度报告



### 买入(首次)

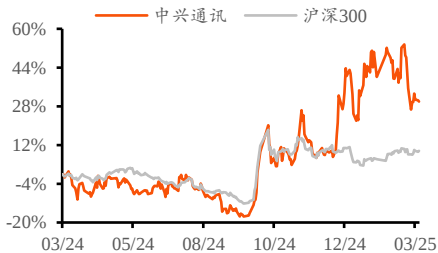
行业：通信  
日期：2025年03月15日

分析师：应豪  
E-mail: yinghao@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760524050002  
分析师：黄伯乐  
E-mail: huangbole@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760520110001

#### 基本数据

03月11日收盘价(元) 37.06  
12mthA股价格区间(元) 23.30-44.66  
总股本(百万股) 4,783.53  
无限售A股/总股本 84.19%  
流通市值(亿元) 1,492.54

#### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

#### 相关报告：

### 核心观点

全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商。公司是全球领先的综合通信与信息技术解决方案提供商，拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案，集设计、开发、生产、销售、服务于一体，聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务。

公司业绩保持稳健。2024 年，公司营收 1212.99 亿元，同比下降 2.38%；归母净利润 84.25 亿元，同比下降 9.66%；整体毛利率为 37.91%。

连接业务核心竞争力持续提升，市场格局不断优化。根据公司 2024 年年报，国内运营商积极推进万兆网络、通感一体、空天地一体等 5G-A 创新技术应用落地以及产业成熟。5G-A 方面，公司精细化深耕 5G 场景，协同运营商持续拓展 5G-A 创新、应用及实践。2024 年 3 月 8 日，中国移动宣布自主研发的首条 400G 全光省际骨干网正式商用。光传输网方面，公司联合运营商实现全球首个 400G 全光省际骨干网规模商用，全面贯通 8 个东数西算国家算力枢纽。

加速向算力拓展，打造第二曲线业务。中国服务器市场规模持续增长。据赛迪数据，预计中国服务器市场销售额将以 7.9% 的复合增长率继续增长，到 2026 年市场规模将达到 2219.8 亿元。算力需求增长推动交换机市场扩大，中商产业研究院分析师预测，2024 年中国交换机市场规模将增至 749 亿元。公司强化智算相关基础产品研发，推出全栈全场景智算解决方案，赋能千行百业的数智化转型需求；并持续推进软硬解耦、训推解耦和模型解耦，致力于打造全面开放解耦的智算生态。

### 盈利预测与投资建议

首次覆盖，给与“买入”评级。公司积极把握 5G 及未来演进、新基建、数智化转型、东数西算、双碳经济等重大机遇，持续发力“连接+算力+能力+智力”，助力客户及合作伙伴构筑极致绿色的数智底座和契合场景需求的数智综合解决方案，未来有望保持稳健增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 87.77 亿元、94.91 亿元、103.94 亿元，同比增速分别为 4.2%、8.1%和 9.5%，EPS 分别为 1.83 元/股、1.98 元/股和 2.17 元/股，对应 3 月 11 号收盘价 37.06 元，PE 分别为 20.20 倍、18.68 倍和 17.06 倍。首次覆盖，我们给与“买入”评级。

### 风险提示

国别风险；知识产权风险；技术发展不及预期的风险。

### 盈利预测与估值

| 单位：百万元     | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 121,299 | 127,574 | 137,796 | 152,215 |
| 年增长率 (%)   | -2.4%   | 5.2%    | 8.0%    | 10.5%   |
| 归属于母公司的净利润 | 8,425   | 8,777   | 9,491   | 10,394  |
| 年增长率 (%)   | -9.7%   | 4.2%    | 8.1%    | 9.5%    |
| 每股收益 (元)   | 1.76    | 1.83    | 1.98    | 2.17    |
| 市盈率 (X)    | 22.95   | 20.20   | 18.68   | 17.06   |
| 净资产收益率 (%) | 11.6%   | 11.1%   | 11.1%   | 11.3%   |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 03 月 11 日收盘价）

## 正文目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1. 全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商 .....          | 4  |
| 1.1. 数字经济筑路者 .....                      | 4  |
| 1.2. 公司业务划分为三大板块 .....                  | 4  |
| 1.2.1 运营商网络业务 .....                     | 4  |
| 1.2.2 政企业务 .....                        | 5  |
| 1.2.3 消费者业务 .....                       | 5  |
| 1.3. 公司业绩保持稳健 .....                     | 5  |
| 2. 连接侧：接入网和传输网迎来新升级周期 .....             | 12 |
| 2.1. 接入网：50G PON 和 5G-A 带来新增量 .....     | 12 |
| 2.2. 传输网：运营商骨干网向 400G 迈进 .....          | 14 |
| 3. 算力侧：AI 拉动算力基础设施建设 .....              | 16 |
| 3.1. 云厂商资本开支提升，算力基础设施支出增长 .....         | 16 |
| 3.2. 数据中心市场规模持续高速增长 .....               | 17 |
| 3.3. 服务器成为运营商单一集采的最大品类 .....            | 17 |
| 3.4. 算力需求增长推动交换机市场扩大 .....              | 18 |
| 4. 公司看点-加快从连接向算力拓展，拥抱 AI 时代 .....       | 20 |
| 4.1. 连接业务核心竞争力持续提升，市场格局不断优化 .....       | 20 |
| 4.1.1. 高速网络 .....                       | 20 |
| 4.1.2. 核心网 .....                        | 21 |
| 4.1.3. 有线 .....                         | 22 |
| 4.2. 加速向算力拓展，打造第二曲线业务 .....             | 23 |
| 4.2.1 服务器及存储 .....                      | 23 |
| 4.2.2 交换机 .....                         | 23 |
| 4.2.3 数据中心 .....                        | 24 |
| 4.3. 多终端智能互联+生态扩展，打造 AI 驱动全场景智慧生态 ..... | 24 |
| 4.3.1 移动终端 .....                        | 24 |
| 4.3.2 智慧家庭 .....                        | 25 |
| 4.3.3 云电脑 .....                         | 25 |
| 4.3.4 汽车电子 .....                        | 26 |
| 4.4. 中兴微电子产品覆盖 ICT 全领域 .....            | 26 |
| 5. 盈利预测及投资建议 .....                      | 27 |
| 6. 风险提示 .....                           | 30 |

## 图目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 2014-2024 年公司营业收入 .....      | 6  |
| 图 2: 2014-2024 年公司归母净利润 .....     | 6  |
| 图 3: 2021-2024 年公司营收业务构成 .....    | 7  |
| 图 4: 2021-2024 年运营商业务收入 .....     | 7  |
| 图 5: 2021-2024 年消费者业务收入 .....     | 8  |
| 图 6: 2021-2024 年政企业务收入 .....      | 8  |
| 图 7: 2021-2024 年公司营收地区构成 .....    | 9  |
| 图 8: 2021-2024 年国内外市场营收及增速 .....  | 10 |
| 图 9: 2021-2024 年公司毛利率（分业务） .....  | 10 |
| 图 10: 2021-2024 年公司毛利率（分地区） ..... | 10 |
| 图 11: 公司费用率情况 .....               | 11 |
| 图 12: 公司实际控制人持股情况 .....           | 11 |
| 图 13: PON 网络架构 .....              | 12 |
| 图 14: PON 标准演进路线图 .....           | 13 |
| 图 15: 无线接入网结构图 .....              | 14 |
| 图 16: 4G 和 5G 基站对比 .....          | 14 |

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 17: 城域网连接接入网与骨干网.....                      | 15 |
| 图 18: 中国移动 400G 骨干网技术布局.....                 | 15 |
| 图 19: 北美四大云厂商分季度资本开支 (亿美元) .....             | 16 |
| 图 20: 全球企业 AI 基础设施支出及预测 .....                | 16 |
| 图 21: 2019-2024 年中国数据中心市场规模趋势预测图.....        | 17 |
| 图 22: 2022-2025 年中国服务器市场规模.....              | 18 |
| 图 23: 2019-2024 年中国交换机市场规模.....              | 19 |
| 图 24: 公司无线接入相关产品.....                        | 20 |
| 图 25: 公司 5G-A 解决方案 .....                     | 21 |
| 图 26: 公司核心网解决方案.....                         | 22 |
| 图 27: 公司发布国内首款面向智算中心算间互联场景的 1.6T OTN 样机..... | 22 |
| 图 28: 公司数据中心核心交换机与接入交换机产品系列.....             | 24 |
| 图 29: 中兴云电脑逍遥系列.....                         | 26 |

### 表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 表 1: 接入网分类.....                          | 12 |
| 表 2: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位: 百万元) ..... | 28 |

## 1. 全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商

### 1.1. 数字经济筑路者

据公司 2024 年年报，公司是全球领先的综合通信与信息技术解决方案提供商，拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案，集设计、开发、生产、销售、服务于一体，聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务。

公司秉承“让沟通与信任无处不在”的愿景，以“网络联接世界，创新引领未来”为使命，用创新的技术与产品解决方案，服务于全球电信运营商、政企客户和消费者。公司业务覆盖 160 多个国家和地区，服务全球 1/4 以上人口，致力于实现“让沟通与信任无处不在”的美好未来。

### 1.2. 公司业务划分为三大板块

#### 1.2.1 运营商网络业务

根据公司 2024 年年报，公司运营商网络业务主要分为**传统网络**和**算力网络**两大部分。

在运营商传统网络，公司无线、有线核心产品市场份额稳中有升。无线产品，国内市场，深耕 5G 场景、不断拓展市场格局的同时，继续在室内分布、高铁场景实现空白突破，积极布局 5G-A 场景，参与国内运营商万兆网络、通感一体、空天地一体等商业试点，中标中国移动低轨试验星再生星项目；国际市场，实现大 T 在喀麦隆分支首都区域以及智利和厄瓜多尔分支全国区域的空白突破。核心网产品，国内保持双寡头格局；国际在大 T 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，已在全球超 100 个国家的 300 多家运营商网络广泛部署积极推动 50G PON 试点光传输产品，国内中标中国电信 400G OTN 骨干网新建集采项目，把握产品换代机会，提升市场份额，国际规模突破哥伦比亚、智利、土耳其、尼日利亚等国家的主流运营商；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，开辟大容量核心路由器新赛道，业务路由器实现印尼主流运营商的空白突破。

在运营商算力网络，公司把智算定位为长期战略主航道，凭借领先的软硬件数智基座能力，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，公司加大智算服务器研发投入，市场项目机会逐步落地，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。

### 1.2.2 政企业务

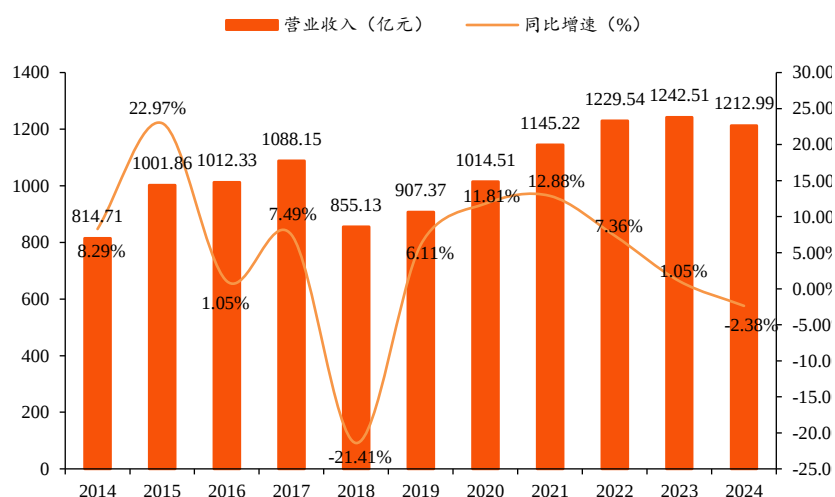
在政企市场,公司加大研发投入,提升服务器及存储、数据中心交换机、数据中心配套产品竞争力,整合资源强化政企业务能力,实行“大企业-小团队”敏捷组织运作模式,把握数字化、智能化、低碳化及信创机遇,推动收入规模增长。服务器及存储,紧抓国内互联网行业投资恢复性增长以及金融行业自主创新和数字化转型机会,实现通算、智算、信创服务器在互联网头部客户、大型银行和保险公司的规模经营,收入翻番,有力支撑公司国内政企业务收入规模增长;国际市场,跟随国内互联网等中资企业出海,布局亚洲和拉美多个关键市场。数据中心交换机,互联网和金融行业收入占比提升,电力和交通行业市场份额得到进一步优化。数据中心配套,国际市场取得突破,不仅夯实菲律宾、印尼等存量市场,还成功拓展泰国、中亚等新增市场。

### 1.2.3 消费者业务

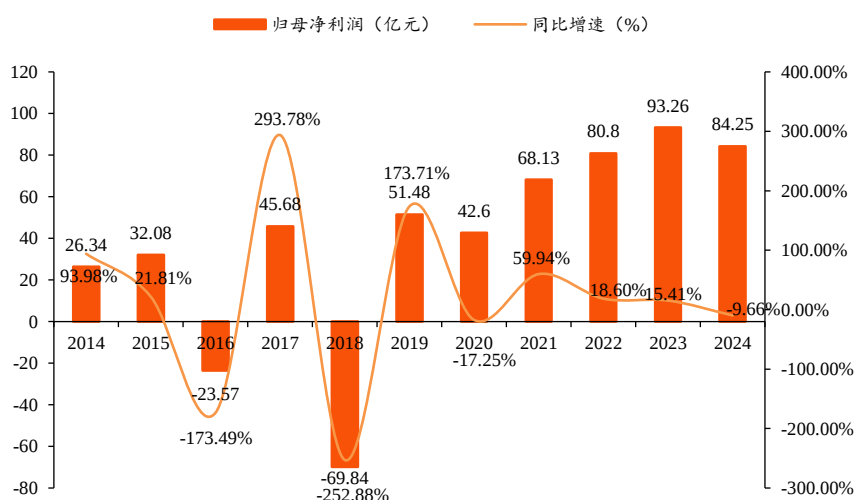
消费者业务主要包括家庭终端、手机及移动互联产品、云电脑。家庭终端国内市场 FTTR 产品实现规模出货,以第一名和第二名中标中国电信两次 FTTR 产品集采,国际市场 Wi-Fi 7 路由器中标欧洲和亚洲高端市场运营商集采项目,2024 年公司家庭终端年发货量超 1 亿台。手机及移动互联产品,公司坚持差异创新、成本领先战略,布局“AI for All”全场景智慧生态 3.0;基于屏下摄像和裸眼 3D 技术,发布 nubia Z70 Ultra、红魔 10 Pro 系列,以及裸眼 3D 平板 nubia Pad 3D II 等创新终端;加快努比亚的国际市场拓展,已在超过 30 个国家和地区推出音乐、游戏、影像、折叠等特色机型;红魔手机在游戏爱好者中享有较高的知名度和口碑,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 Android 平板与 Windows 电脑二合一的 PAD 型 5G 云电脑“逍遥”系列,成为爆款产品,推动公司云终端实现国内运营商市场份额第一。

## 1.3. 公司业绩保持稳健

公司营收从 2014 年的 814.71 亿元,增长到 2024 年的 1212.99 亿元,10 年复合增速约为 4.06%。归母净利润由 2014 年的 26.34 亿元增长到 2024 年的 84.25 亿元,10 年复合增速达到了 12.33%。2018 年,公司业绩亏损,主要受 10 亿美元民事罚款影响。

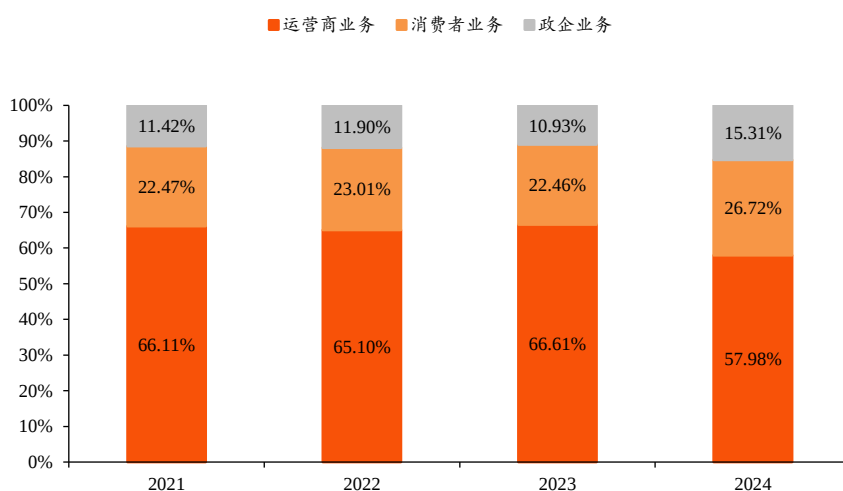
**图1:2014-2024 年公司营业收入**


资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

**图2:2014-2024 年公司归母净利润**


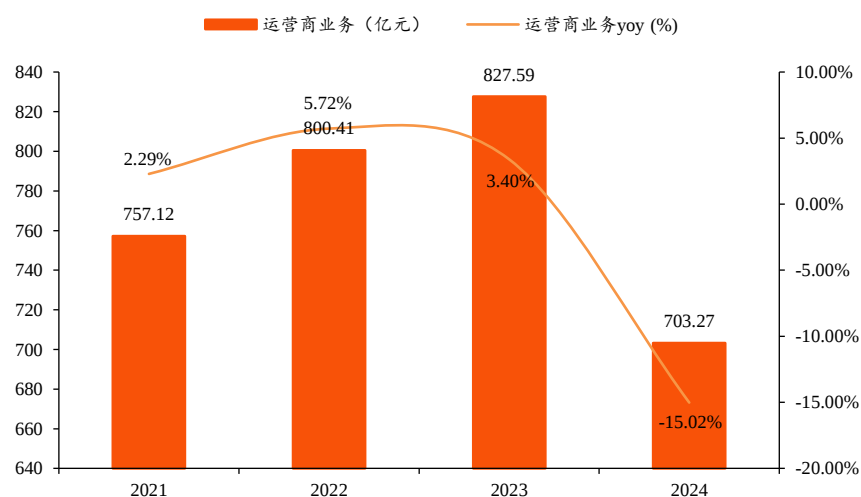
资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

从营收业务构成上来看，运营商业务是公司营收主要构成，2024 年年报运营商业务占比 57.98%。政企业务营收占比由 2021 年的 11.42%提升到 2024 年的 15.31%，消费者营收占比由 2021 年的 22.47%提升到 2024 年的 26.72%。

**图3:2021-2024 年公司营收业务构成**


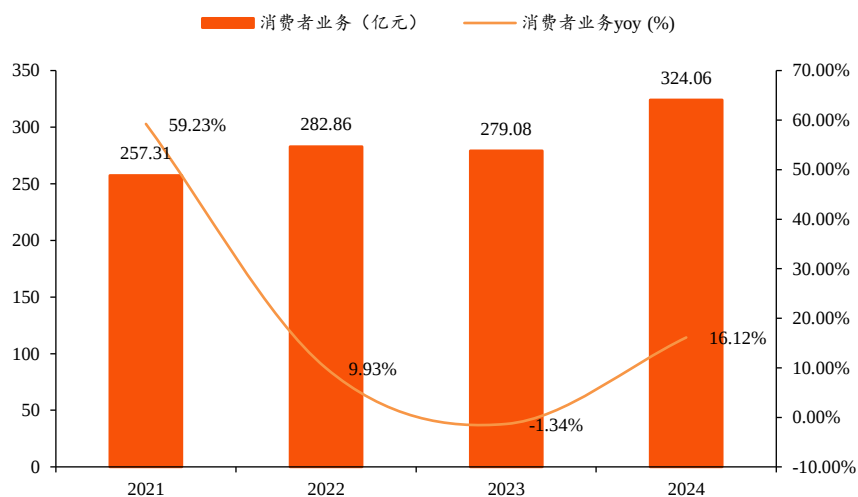
资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

分业务营收看，2024 年，公司运营商网络营业收入 703.27 亿元，同比减少 15.02%，主要受国内整体投资环境影响；消费者业务营业收入 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；政企业务营业收入 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。

**图4:2021-2024 年运营商业务收入**


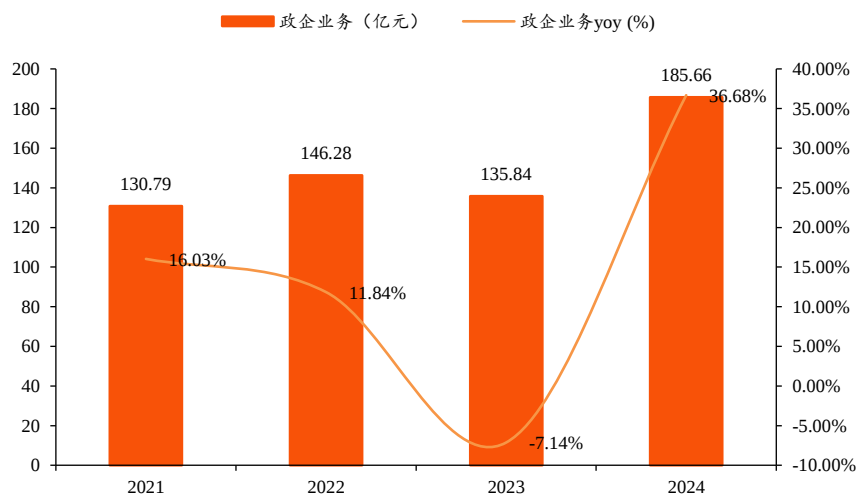
资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

图5:2021-2024 年消费者业务收入



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

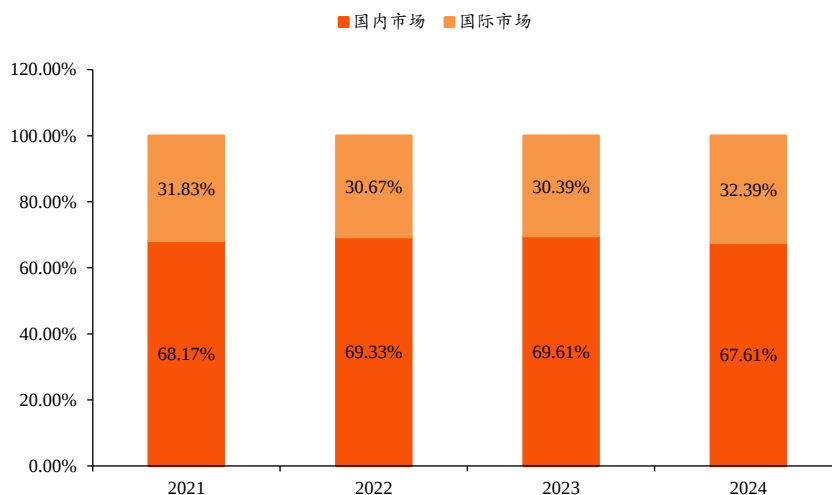
图6:2021-2024 年政企业务收入



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

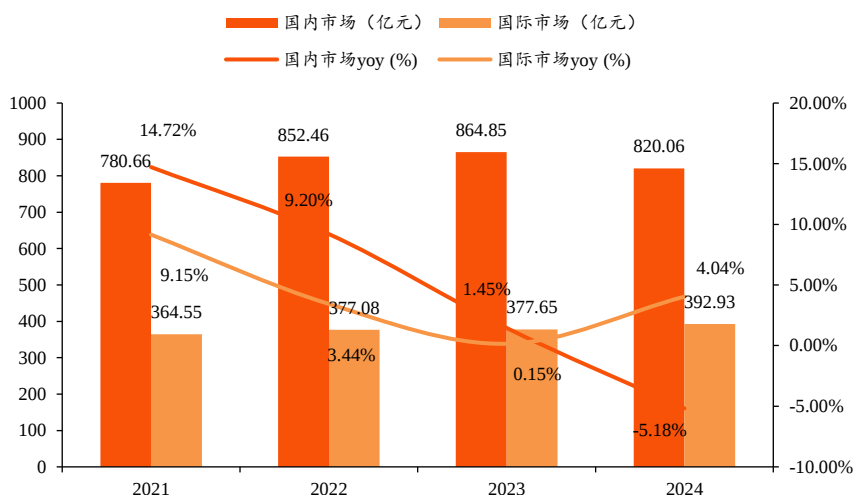
从营收地区来源构成上来看，国内市场是公司营收主要构成，根据 2024 年年报，国内市场营收占比 67.61%，国际市场营收占比 32.39%。

**图7:2021-2024 年公司营收地区构成**



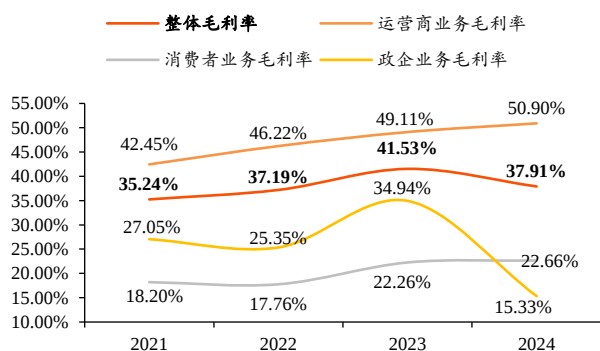
资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

**国内市场，2024 年营业收入 820.06 亿元，同比减少 5.18%。**面向运营商客户，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；公司一方面深化协同和精细化耕耘，不断巩固无线、有线产品市场地位，另一方面，完善智算整体方案，加速从全连接转向“连接+算力”，努力拓展市场空间。面向政企客户，公司持续强化产品和解决方案能力，进一步实现互联网、金融、电力、交通行业规模销售，推动服务器及存储收入大幅增长。面向消费者，FTTR 把握千兆用户规模发展机会，PAD 型 5G 云电脑抢占市场先机，推动消费者业务收入较快增长。**国际市场，2024 年营业收入 392.93 亿元，同比增长 4.04%。**面向运营商客户，公司持续践行大国大 T（大 T 指主流电信运营商）战略，传统业务聚焦固网光纤化、4G 现代化改造和 5G 新建市场机会，稳步提升大 T 价值区域市场份额，新业务专注数据中心和绿色低碳，服务器及存储、数据中心配套取得规模化布局和突破性进展，助力国际运营商网络收入的稳健增长。面向政企客户，深耕存量业务，拓展数据中心建设项目。面向消费者，把握 AI 浪潮和新兴市场需求复苏机会，推进中兴和努比亚双品牌策略，加大公开市场渠道拓展，实现手机产品收入的快速增长。

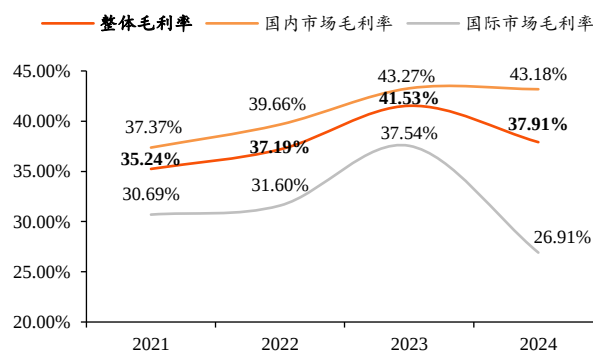
**图8:2021-2024 年国内外市场营收及增速**


资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

**公司整体毛利率同比下降。**2024 年公司整体毛利率为 37.91%，同比下降 3.57 个百分点。从业务构成来看，运营商网络毛利率为 50.90%，同比上升 1.79 个百分点，主要由于无线产品毛利率提升；政企业务毛利率为 15.33%，同比下降 19.58 个百分点，主要由于服务器及存储毛利率下降及收入结构变动；消费者业务毛利率为 22.66%，同比上升 0.57 个百分点，主要由于家庭终端毛利率提升。分市场来看，国内市场毛利率为 43.18%，同比基本持平；国际市场毛利率为 26.91%，同比下降 10.56 个百分点。

**图9:2021-2024 年公司毛利率（分业务）**


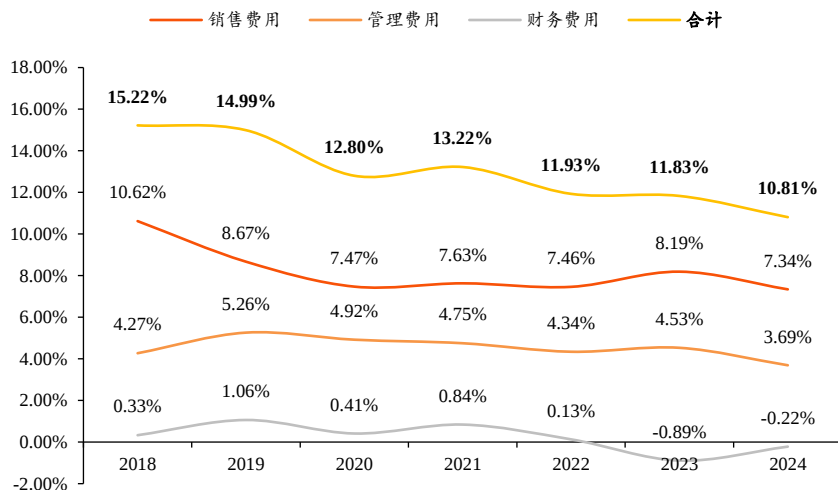
资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

**图10:2021-2024 年公司毛利率（分地区）**


资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

公司整体费用率控制效果明显。整体费用率由 2018 年的 15.22% 下降到 2024 年的 10.81%。销售费用率由 2018 年的 10.62% 下降到 2024 年的 7.34%，管理费用率和财务费用率保持低位。公司研发费用持续保持高位，2018 年以来，公司研发费用率稳定保持在 12% 以上，2024 年公司研发费用率高达 19.81%。

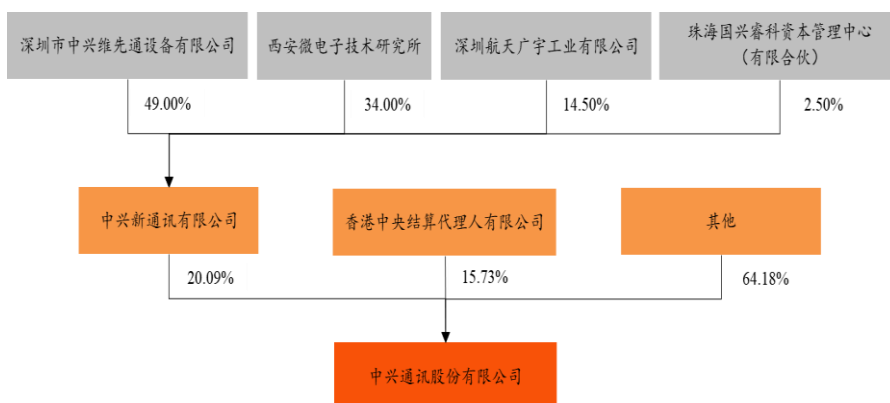
图11:公司费用率情况



资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

**公司股权结构稳定，无实际控制人。**根据公司 2024 年年报，中兴新通讯有限公司持有公司 20.09%股份，为公司控股股东。深圳市中兴维先通设备有限公司持有中兴新通讯有限公司 49.00%股份，西安微电子技术研究所持有中兴新通讯有限公司 34%股份，深圳航天广宇工业有限公司持有中兴新通讯有限公司 14.50%的股份。公司无实际控制人。

图12:公司实际控人持股情况



资料来源：同花顺，2024 年年报，甬兴证券研究所

## 2. 连接侧：接入网和传输网迎来新升级周期

### 2.1. 接入网：50G PON 和 5G-A 带来新增量

接入网是连接用户终端到运营商城域网之间的所有通信设备组成的网络。根据中兴通讯官网介绍，按照接入方式，接入网划分为有线接入网和无线接入网：有线接入网根据线缆的不同主要分为铜缆接入、光纤同轴混合接入、光纤接入；无线接入网根据接入终端的移动性分为固定无线接入和移动无线接入。

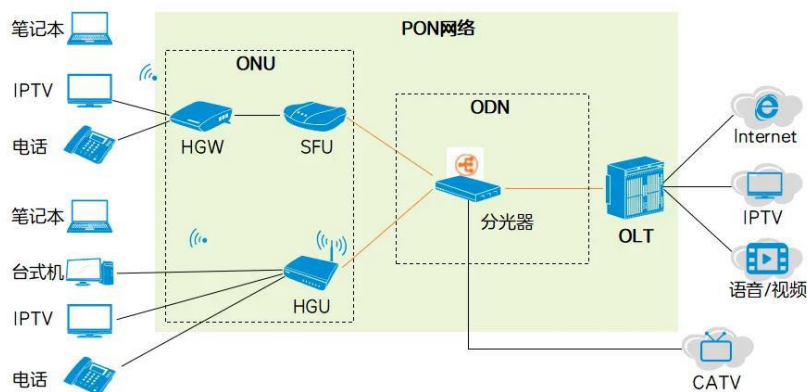
表1:接入网分类

|       | 具体分类     | 应用案例                     |
|-------|----------|--------------------------|
| 有线接入网 | 铜缆接入     | xDSL 技术 (HDSL/ADSL/VDSL) |
|       | 光纤同轴混合接入 | 有线电视                     |
|       | 光纤接入     | PON 网络技术 (FTTH/FTTB)     |
| 无线接入网 | 固定无线接入   | 蓝牙、WIFI、WiMAX            |
|       | 移动无线接入   | 2G、3G、4G、5G              |

资料来源：中兴文档公众号，甬兴证券研究所

在有线网络领域，全球固网“光进铜退”深化发展。根据电子技术应用网消息，FTTx 是指把光纤用于接入层网络，使光纤靠近用户的接入组网方式。光纤接入网采用光纤作为传输媒质，具有传输容量大、传输质量高、高可靠性、传输距离长、抗电磁干扰等优点，是未来固定宽带接入的发展方向。在所有已知的 FTTx 实现技术中，无源光网络（Passive Optical Network, PON）技术以光纤为传输媒质，具备高接入带宽、全程无源分光传输的特点，在管理运维、带宽性能、综合业务提供、带宽分配策略、组网灵活性等方面，相比其他光接入技术具有明显的优势。

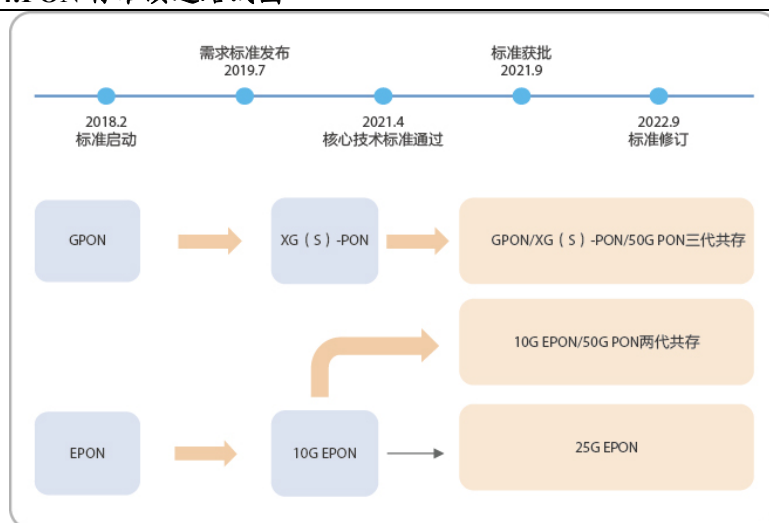
图13:PON 网络架构



资料来源：中兴文档公众号，甬兴证券研究所

**万兆光网试点工作开启，10G PON 向 50G PON 转型。**根据工业和信息化部办公厅消息，万兆光网是下一代光网络的升级演进方向，是新型信息基础设施的重要组成部分。万兆光网能向用户提供万兆接入能力，主要包括 50G-PON（无源光网络）超宽光接入、FTTH（光纤到户）/FTTR（光纤到房间）与第 7 代无线局域网协同、高速大容量光传输、光网络与人工智能融合等关键技术。推进万兆光网发展，对于拉动有效投资、提升用户体验、促进新型信息消费、推进新型工业化、助力经济社会数字化转型等方面均具有重要支撑作用。2021 年以来，按照党中央、国务院决策部署，工业和信息化部组织实施“双千兆”网络协同发展行动，扎实推动千兆光网建设发展，取得积极成效，建成全球规模最大、技术领先的光网络基础设施，实现“县县通千兆、村村通宽带”，10G-PON 端口数达 2792 万个，千兆光网用户达 2.09 亿，典型应用案例超过 2 万个。根据 C114 通信网报道，中国移动研究院基础网络技术研究所副所长张德朝表示，中国移动已经在多市启动万兆光网建设，推动万兆联家、联企、联算，铺就数字化转型与新业务发展的“快车道”。中国移动一直积极推进 50G PON 技术产业，2021 年完成首个非对称 50G PON 原型系统现网试点；2023 年完成首个对称 50G PON 系统现网试点；2024 年完成首个三代全速率 50G PON 系统技术验证。

图14: PON 标准演进路线图

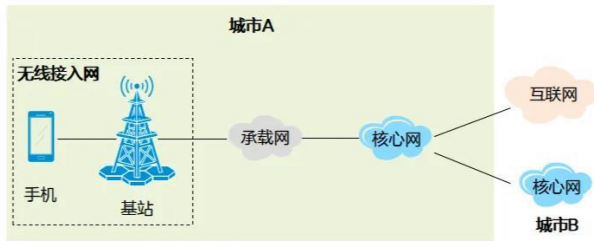


▲图1 PON标准演进路线图标准

资料来源：中兴通讯，甬兴证券研究所

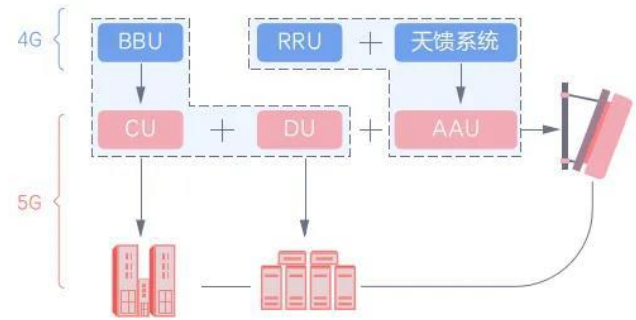
**无线接入网连接用户和业务核心网，基站是无线接入网的核心。**根据中兴通讯官网介绍，基站是无线接入网的核心，传统的基站是由 BBU（Base Band Unit，基带单元，主要负责基带信号调制）、RRU（Remote Radio Unit，远端射频模块，主要负责射频处理）和天线（负责发射或者接收电磁波）共同组成的。5G 时代，基带单元重构为 CU（Centralized Unit）和 DU（Distributed Unit），RRU 和天线的功能合并为 AAU（Active Antenna Unit）中。

图15:无线接入网结构图



资料来源：中兴文档公众号，甬兴证券研究所

图16:4G 和 5G 基站对比



资料来源：中兴文档公众号，甬兴证券研究所

**5G-A 有望成为无线接入新增长机遇。**根据光迅科技 2023 年年报，相关统计数据显示，截至 2023 年底，全球 101 个国家的 261 家运营商已经推出了商用 5G 移动服务，已有超过 16 亿 5G 用户。5G 无线设备在全部无线设备市场的收入占比已经从 2019 年的 19% 增长到了 2023 年的 72%。根据 Dell'Oro 的数据，2023 年全球 5G 无线设备市场收入规模为 274 亿美元，和 2022 的 273 亿美元基本持平，而 2022 年的同比增长率是 13%。无线接入的下一个机会点可能是 5G-A。3GPP Release 18 标准规范的即将完成，根据咨询机构统计，超过一半的运营商预计将在标准发布后的一年内部署 5G-A，并在 2024 年启动新一轮投资。

**5G-A 通感一体赋能低空经济。**根据中兴通讯官网消息，得益于政策的积极扶持、应用场景的不断拓宽以及技术的日新月异，低空经济正显示出其作为国民经济增长新引擎的巨大潜力。5G-A 阶段通感一体技术的引入，为通信基站赋予了前所未有的“视觉”能力，即类似雷达般的物体探测与感知功能。通感一体基站的核心在于其“通”与“感”的双重能力，这两种能力均利用同一频段的电磁波实现。具体而言，通信功能通过对电磁波进行调制，以承载并传递语音、数据等信息；而感知功能则侧重于分析电磁波的回波信号，从而精准地定位、测距及测速目标物体。

**低频通感一体的车联网业务端到端验证部署完成。**根据中兴通讯官网，2024 年 3 月，中国移动研究院、中国移动北京公司联合中兴通讯，基于 5G-A 新技术二期试验，在北京中国移动国际信息港，部署完成了业界首个基于低频通感一体的车联网业务端到端验证。本次验证采用 4.9GHz 频段的 5G-A 通感一体技术，以单 128TRAAU 自发自收基站架构，实现对道路车辆和行人的实时感知，并通过全 Uu 口实现对“鬼探头”业务的实时预警，推动了通感一体化技术的演进，支撑了新型基础设施助力智慧交通的发展。

## 2.2. 传输网：运营商骨干网向 400G 迈进

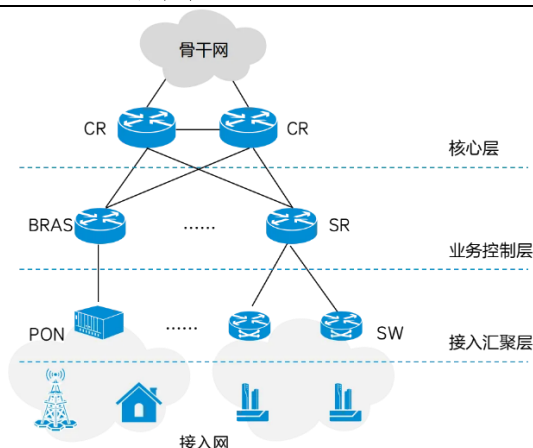
**承载网是负责承载数据、汇聚数据的网络，主要是传输数据。**

➢根据中兴通讯官网介绍，城域网向下将接入网接入的所有用户数据进行汇聚，向上将汇聚来的数据传送到骨干网进行处理，起到承上启下的作

用。城域网的架构分为三个层次，从上到下依次为核心层、业务控制层和接入汇聚层。

➤骨干网一方面用于将全国多个城市之间的城域网络连接在一起实现彼此间的信息通信；另一方面通过骨干网，一个运营商网络可以与其他运营商网络或者互联网（国内/国际）进行连接，实现网络间的互联互通。

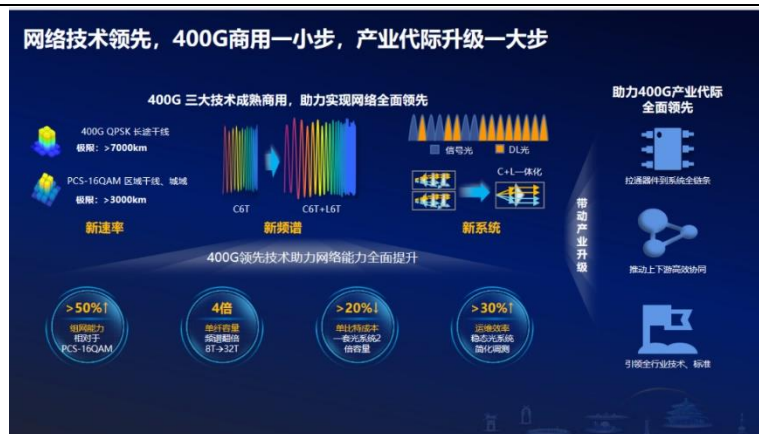
图17:城域网连接接入网与骨干网



资料来源：中兴文档公众号，甬兴证券研究所

**骨干网向 400G 升级是大势所趋。**根据中国移动《下一代群光骨干传送网白皮书》，随着东部数据持续西迁，跨区域海量数据流动将逐步成为常态。这必将使得骨干传送网的承载压力逐年增大。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。据新华网消息，2024 年 3 月 8 日，中国移动宣布自主研发的首条 400G 全光省际骨干网正式商用。

图18:中国移动 400G 骨干网技术布局



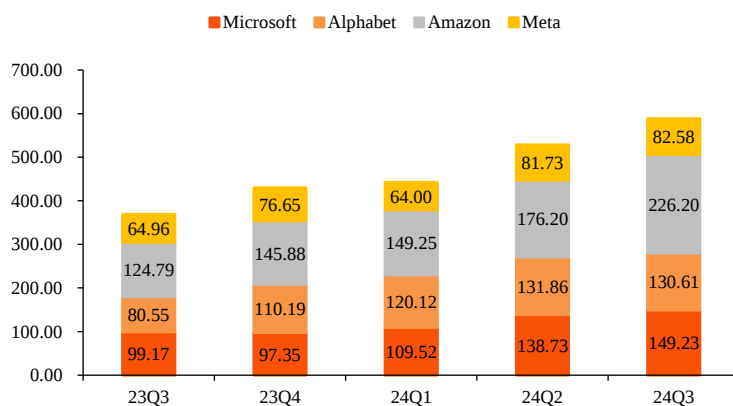
资料来源：中国移动，C114 通信网，甬兴证券研究所

### 3. 算力侧：AI 拉动算力基础设施建设

#### 3.1. 云厂商资本开支提升，算力基础设施支出增长

资本开支持续增长，算力延续高景气。根据中国财富网消息，亚马逊 Q3 资本支出同比增长 81%，预计 2024 年全年资本支出约 750 亿美元，主要用于生成式 AI 驱动的基础设施建设；微软 Q3 资本支出同比增长 50.48%；谷歌资本性支出同比增长 62.15%，预计 2025 年将继续增加；Meta 资本性支出同比增长了 27.12%，为了支持 AI 计划，Meta 预计 2024 年资本支出将在 380 亿美元到 400 亿美元之间。

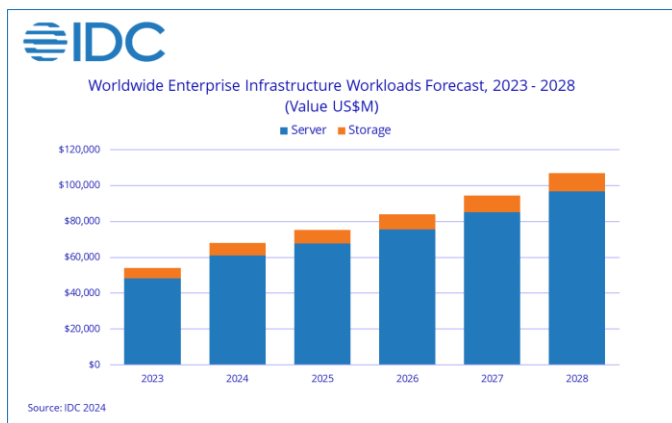
图19:北美四大云厂商分季度资本开支（亿美元）



资料来源：Yahoo Finance，甬兴证券研究所

全球人工智能基础设施市场持续增长。根据 IDC 的调查结果，预计 2028 年，其支出将超过 1000 亿美元。2024 年上半年，企业用于人工智能部署的计算和存储硬件基础设施上的支出同比增长 37%，达到 318 亿美元。主要因为人工智能部署的服务器投资的推动，人工智能基础设施市场连续 9 个半月保持两位数增长。2024 年，服务器占总支出的 89%，与 2023 年同期相比增长了 37%。

图20:全球企业 AI 基础设施支出及预测

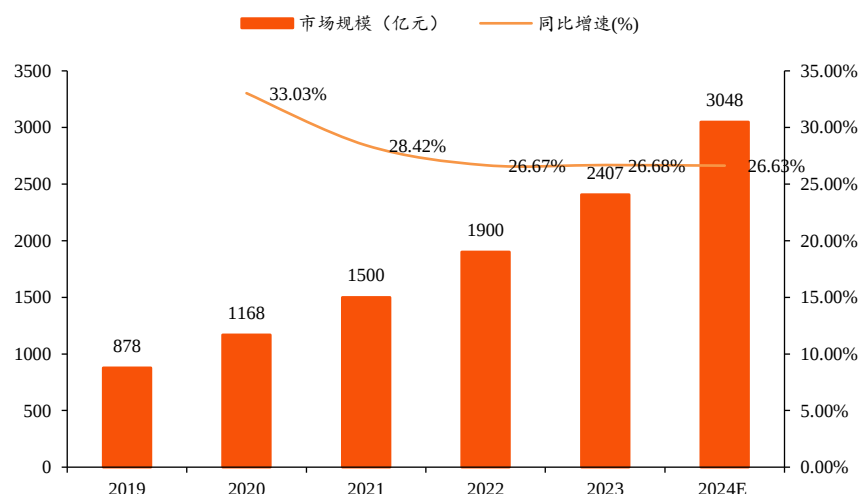


资料来源：IDC，甬兴证券研究所

### 3.2. 数据中心市场规模持续高速增长

受新基建、数字化转型及数字中国愿景目标等国家政策促进，我国数据中心市场规模持续高速增长。中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国数据中心建设市场需求预测及发展趋势前瞻报告》显示，2023 年中国数据中心市场规模约为 2407 亿元，同比增长 26.68%。中商产业研究院分析师预测，2024 年中国数据中心市场规模将达 3048 亿元。

**图21:2019-2024 年中国数据中心市场规模趋势预测图**



资料来源：中商产业研究院，甬兴证券研究所整理

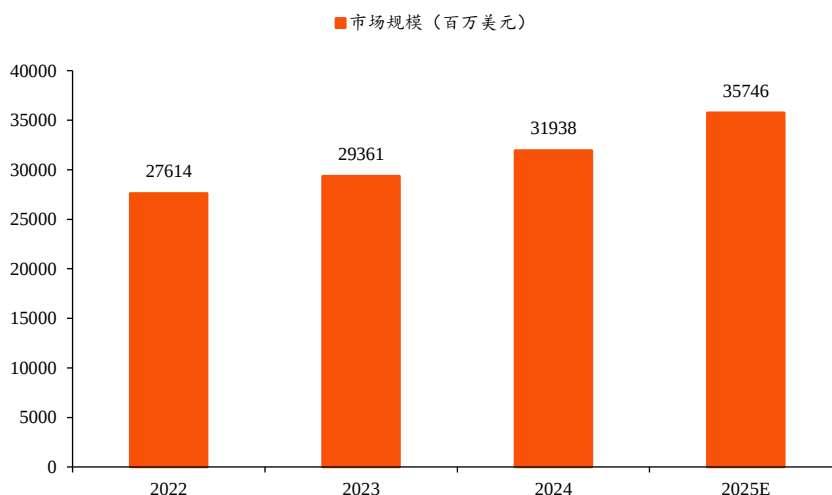
### 3.3. 服务器成为运营商单一集采的最大品类

**中国服务器市场规模持续增长。**根据通信产业网消息，服务器是提供数据存储、运算等服务的高性能计算机，包含处理器、内存、硬盘和其他功能及基础硬件。随着中国大模型行业形成“百模大战”的竞争格局，大模型训练和推理过程消耗海量算力，智能算力需求增长，带动着服务器等算力供给设备的持续发展。据赛迪数据，预计中国服务器市场销售额将以 7.9% 的复合增长率继续增长，到 2026 年市场规模将达到 2219.8 亿元。

**服务器成为运营商单一集采的最大品类。**根据通信产业网报道，随着最近一次中国移动 2024 年至 2025 年集中网路云资源池六期工程计算型服务器采购项目中标结果公布，2024 年以来，运营商开展了大规模的智算中心建设，并开展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 年—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。据《通信产业报》研究组不完全统计，2024 年运营商集采超 50 万台。财报显示，2024 年，中国移动算力开支 475 亿元，较 2023 年上涨 21.5%；中国电信云/算力投资 180 亿元，智算算力累计超过 21EFLOPS；中国联通在算网数智投资方面将坚持适度超前、加快布局。从三大运营商工作会可以看出，2025 年，中国电信要坚持“智算驱动”，加快拓展智算、AIDC、天翼云业务规模；中国联通要全面加强新

型基础设施建设，加强联网通信、算网数智、全球基础设施建设，提升基础设施运行效能；中国移动要锻造基础设施底座，持续构建数智转型新格局。三大运营商智算规模增长迅速，预计 2025 年仍将是运营商采购大年。

**图22:2022-2025 年中国服务器市场规模**



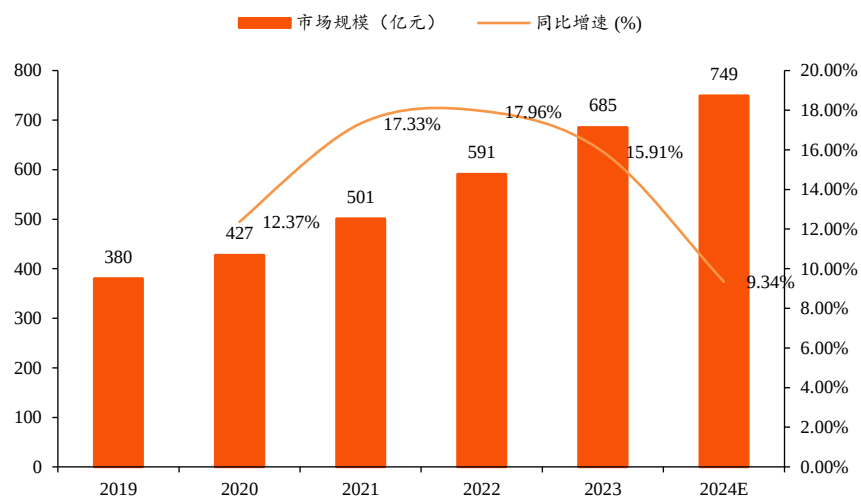
资料来源：《通信产业报》研究组，IDC，甬兴证券研究所

### 3.4. 算力需求增长推动交换机市场扩大

根据中商情报网介绍，交换是按照通信两端传输信息的需要，用人工或设备自动完成的方法，把要传输的信息送到符合要求的相应路由上的技术的统称。交换机根据工作位置的不同，可以分为广域网交换机和局域网交换机。交换机作为新一代基础设施重要网络设备，在网络中负责数据汇聚与转发。近年来，随着我国人工智能及云计算技术的普及和发展，我国交换机产业的智能化和云端化不断提升。

根据中商产业研究院报告，全球 AI 与数字经济正在快速发展，算力规模不断扩大，算力需求持续攀升。交换机的高速数据转发能力是实现高性能计算的基石，在大规模的计算集群中，交换机通过快速转发数据包，将计算节点连接在一起，形成一个具有高度并行处理能力的网络。算力需求的快速增长带动交换机市场不断扩大。中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国交换机行业市场前景调查及投融资战略研究报告》显示，交换机在中国网络设备市场占据了绝大部分市场份额，2022 年市场规模达到约为 591 亿元，同比增长 17.96%，2023 年约为 685 亿元。在云计算、大数据、物联网等新兴技术的推动下，对高效、可靠的网络连接需求不断增加，交换机市场规模也将保持增长。中商产业研究院分析师预测，2024 年中国交换机市场规模将增至 749 亿元。

图23:2019-2024 年中国交换机市场规模



资料来源：中商产业研究院，甬兴证券研究所整理

## 4. 公司看点-加快从连接向算力拓展，拥抱 AI 时代

### 4.1. 连接业务核心竞争力持续提升，市场格局不断优化

#### 4.1.1. 高速网络

根据公司 2024 年年报，公司依托以芯片、算法、架构为核心的强大底层能力，面向运营商客户和行业客户打造高效、智简、绿色的移动通信网络。精细化深耕 5G 场景，为高铁、室内热点、景区等场景，打造特色产品方案，以多频、多模和高集成度、高能效的特性，构建卓越网络，协同运营商持续拓展 5G-A 创新、应用及实践。

**无线接入：**面向站点极简改造，采用 Super-N 2.0 功放技术，使能 12 通道超宽带 RRU、五频合一 RRU 等多款超高集成度的射频模块，大幅节省站点天面，节约能耗超 面向网络极速演进，拥有吞吐量达 20Gbp 的 2.6GHz+4.9GHz 双频 64TR AAU、吞吐量达 25Gbps+的 1.6GHz 带宽毫米波 AAU、中频池化 MiCell 毫米波分布式小站等多个业界首款产品；面向网络极优部署，1.8GHz、2.6GHz 双频 RRU，以突破性功率随行方案实现 RRU 信号与列车位置精准匹配，实现高铁场景 4/5G 覆盖一步到位，无需现网天线升级改造；面向 5G 精细化场景运营，以四频 QCell 满足室内高热场景需求；推出灵犀单元 qNCR 创新方案，有效提升电梯、地下停车场等弱覆盖封闭场景的网络信号。

图24:公司无线接入相关产品



资料来源：中兴通讯，甬兴证券研究所

**绿色节能：**HI-RAN (Hybrid Intelligent-RAN) 智能节能方案，实现一站一节能策略；依托超 95% 的预测准确度，在现网载波关断、深度休眠的基础上可获得额外 15% 的节能收益。AAU、RRU 均率先支持自动启停功能，无业务时刻的设备待机能耗分别低至 5W、3W，实现网元极低能耗。

**5G-A 演进：**携手运营商加速超双万兆网络、通感一体、空天地一体等一系列 5G-A 创新技术应用落地及产业成熟。在万兆网络方面，拓展文娱、

制播、地铁和游船等多样化新业态。基于超大容量 5G-A 分布式微站和基站级算力的专网方案，服务 2024 央视总台龙年春晚，实现无线超高清视频拍摄，机位布设简单并可灵活穿插；支持超 50 路用户超密集并发场景，助力全球首个 5G-A VR 大空间沉浸剧场商用。在通感一体方面，业界首发大张角 128TRAAU 产品，实现 0-600 米低空一体通信和感知能力，在物流配送、低空安防、低空智慧园区、水域安防检测等众多领域与运营商及行业合作伙伴展开合作，试点覆盖 25 个省市自治区、超过 100 个项目；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 自动驾驶。在空天地一体方面，完成国内首次运营商 NR-NTN 低轨卫星实验室模拟验证及综合业务承载验证测试；完成业界首个 NR-NTN+VoWiFi 融合组网验证；在终端直连低轨卫星在轨技术试验取得新突破，中标中国移动低轨试验星再生星项目；助力中国电信发布国内首个 IoT NTN 运营级商用网络。

**图25:公司 5G-A 解决方案**


资料来源：中兴通讯官网，甬兴证券研究所

#### 4.1.2. 核心网

根据公司 2024 年中报，伴随 5G-A 智能化演进，公司发布 AI Core，从网络层、业务层、运维层全面融入 AI 能力，通过 AI 赋能，助力运营商提升网络效率，促进网络变现。在网络智能方面，基于 NWDAF（网络数据分析功能）和 AI Engine，通过优化网络资源、可靠性提升用户体验。在业务智能方面，引入多模态大模型能力，助力运营商快速拓展新业务。在运维智能方面，基于多模态大模型、小模型以及数字孪生体等技术，推动网络运维从 L3 向 L4+ 高阶自治迈进。2024 年，5G Common Core 产品荣获 Gartner、GlobalData、Omdia 等主流咨询公司的 Leader 最高评级。

图26:公司核心网解决方案



资料来源：中兴通讯官网，甬兴证券研究所

### 4.1.3. 有线

**固网接入：**发布业界首个全速率融合 50G PON 可兼容不同代际 PON 技术，核心芯片自主研发，支持现网平滑升级演进；已在全球 50 多家运营商测试试点，加速成熟商用。Tbit 全光平台连续 4 年保持 GlobalData Leader 最高评级。

**光传输网络：**联合运营商完成全球首个 C+L 一体化光模块验证测试；基于 S+C+L 多波段完成最大单波速率 1.2Tb/s 传输实验，创下单纤单向容量超 120Tb/s 实时传输世界纪录；打造全球首个单波 1.2Tb/s、单向超 100Tb/s 空芯光缆传输系统现网示范工程；国内首发 1.6T OTN 样机；率先实现 800G 可插拔端口 OTN 规模商用发货。公司助力中国移动完成全球首个 400G 全光省际骨干网规模商用，全面贯通 8 个东数西算国家算力枢纽；以前二份额中标中国电信 400G OTN 骨干网新建项目；OTN 旗舰系列产品 ZXONE 9700 连续 8 年保持 GlobalData Leader 最高评级。

图27:公司发布国内首款面向智算中心算间互联场景的 1.6T OTN 样机



资料来源：C114 通信网，甬兴证券研究所

**IP 网络：**根据公司 2024 年年报，面向骨干核心，公司高性能、超大容量高端路由器，支持高密度 400GE/800GE 业界唯一内置芯片增强确定性网络 EDN；联合紫金山实验室和未来网络集团完成全球首个现网 400GE 跨 2000km 广域确定性验证；与中国移动联合发布全球首台算力路由器，可实现高并发业务平均端到端时延降低 15%，算网系统容量提升有效支撑时延和计算敏感型业务需求；在江苏三个地市完成 CDN 业务算力路由现网试点。面向行业专网，5G 承载小颗粒在轨道交通、矿山、电力、港口等行业商用部署，提供一网多用的综合业务承载网；小型化 SPN 承载电力配网业务的创新实践荣获 ICT 中国（2024）卓越案例一等奖。面向 AI 应用创新，首家实现 SPN AI 节能技术商用，已在中国移动 29 省成功部署，商用规模和节能效果领先；发布业界首款内置 AI 推理的 SPN 算力专线 CPE 产品，满足边缘推理快速部署需求。

## 4.2. 加速向算力拓展，打造第二曲线业务

根据公司 2024 年年报，在算力基础设施领域，面向 AI 大模型带来的新机遇，公司强化智算相关基础产品研发，推出全栈全场景智算解决方案，赋能千行百业的数智化转型需求；并持续推进软硬解耦、训推解耦和模型解耦、以网强算、训推并举，提升智算产品竞争力，打造开放的智算生态。

### 4.2.1 服务器及存储

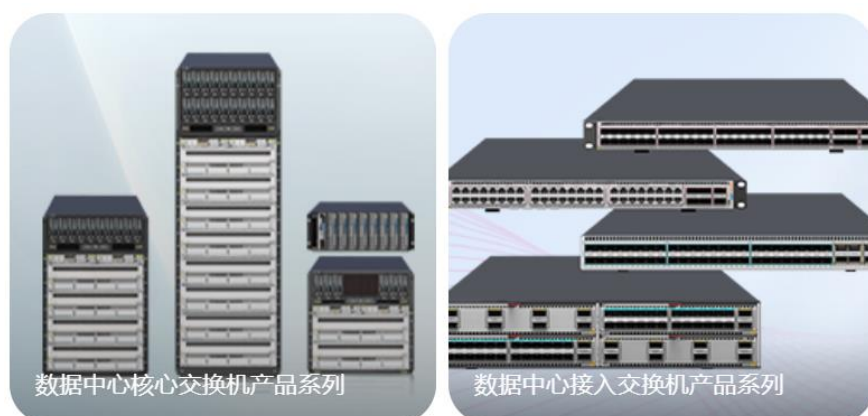
根据公司 2024 年年报，公司提供满足全场景需求的系列智算产品，适配业界主流 GPU 为用户提供多样化选择；并通过算、存、网全域协同，提升智算资源的性能、稳定性。

**全系列全场景：**提供高性能训练服务器、高性价比推理服务器、开箱即用的训推一体机、全系列通算服务器、高性能文件存储，满足从中心到边缘的多样化智算建设需求，已在电信、互联网等行业应用。

**自主创新：**自研定海芯片，支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种形态，提供高性能、多样化的算力加速硬件；携手产业伙伴推进 GPU 高速互联开放标准，打造新互联超节点智算服务器。

### 4.2.2 交换机

根据公司 2024 年年报，公司推出开放解耦的星云智算网络方案，满足百卡到百万卡任意规模的智算集群建设；通过创新算法实现数据无损传输，在智算中心内实现高达 98% 的网络吞吐效率和 5us 级快速流量拥塞调优，在智算中心间实现 300km 的多中心拉远训练，算效可达同机房集群 95% 以上。国产超高密度 400GE/800GE 框式交换机 基于自研 7.2T 分布式转发芯片和 112Gb/s 高速总线技术，性能业界领先，整机支持 576 个 400GE 或 288 个 800GE 接口；51.2T 盒式交换机，支持 128 个 400GE 接口，达到业界一流水平，已在互联网企业规模商用。数据中心交换机系列产品保持 GlobalData 国内同产品最高评级 Very Strong。

**图28:公司数据中心核心交换机与接入交换机产品系列**


资料来源：中兴通讯官网，甬兴证券研究所

### 4.2.3 数据中心

根据公司 2024 年年报，作为绿色智慧数据中心的引领者，公司从绿色节能、快速易构、智慧管理、安全可靠四个方面建设高可用数据中心。推出全系列预制模块化解决方案，满足从超大规模到微小规模、从新建到改造的全场景解决方案。打造在智算场景下的数据中心全栈解决方案和端到端交付能力，推出浸没式液冷、冷板式液冷、EDU、盲插机柜等全链条的液冷自研产品、模块化 AHU、一体化电力模块等创新产品。公司打造的滨江液冷智算中心样板点采用冷板式液冷方案，PUE 低至 1.1。在海外，夯实菲律宾、印尼等粮仓市场，并成功拓展泰国、中亚等新兴市场，2024 年海外市场数据中心订货同比增长超 100%。

### 4.3. 多终端智能互联+生态扩展，打造 AI 驱动全场景智慧生态

根据公司 2024 年年报，在消费者业务领域，公司积极拥抱 AI，构建以多终端智能互联和生态扩展为核心的全新体验。家庭终端方面，继续发挥自研芯片及全形态方案的优势，抓住国内千兆宽带全面升级和 FTTR 深入推广及国际 Wi-Fi 7 路由器更新换代的窗口期，保持健康经营。手机和移动互联产品方面，公司坚持差异创新、成本领先战略，保持增长态势；在产品上依托多年研发积累的技术和能力创新突破；在品牌上，努比亚借助 AI 升级品牌，红魔从手游向端游拓展；在渠道上，国内电商规模上量，强化直播渠道合作，国际深耕大国渠道。云电脑方面，通过面向全业务场景的多样化云终端引领创新，深化运营商市场的经营，强化金融、大企业市场拓展，把握云电脑市场发展窗口期，加快规模化突破。

#### 4.3.1 移动终端

**手机和创新终端：**根据公司 2024 年年报，公司在屏下摄像、裸眼 3D 等技术领域持续创新，发布最新旗舰 nubia Z70 Ultra、红魔 10 Pro 系列，以

及裸眼 3D 平板 nubia Pad 3D II 等创新终端；nubia Z60 Ultra 领先版，凭借其美学与功能的和谐统一，获得 2024 年 G-Mark 设计大奖；与中国移动联合推出支持九天大模型的手机中兴畅行 60 Plus，推动 AI 技术应用普及。在海外市场，努比亚加速拓展，已登陆超 30 个国家和地区，推出音乐、游戏、影像、折叠系列特色手机及潮流的生态产品，打造个性化科技生活体验。

**移动互联产品：**根据公司 2024 年年报，公司推出业界首创 AIFWA 全栈解决方案，发布全球首款 5G+AIFWA 产品 G5 Ultra 和室外 FWA 产品 G5 Max Pro 等 AI 赋能的移动互联新品，及全球首款智能大屏反向充电 5G 随身 Wi-Fi 产品 ZTE U60 Pro、全球首款 5G 随车 Wi-Fi 产品 ZTE V50 等，打造人、车、家移动连接全场景生态。根据 TSR 最新报告，2024 年公司 5G FWA & MBB 市场份额保持全球第一。

### 4.3.2 智慧家庭

**FTTR：**根据公司 2024 年年报，公司发布 RoomPON 6.0 系列产品，包括 业界首款家庭全光智慧屏 FTTR，实现智家控制、全屋安防、可视网管等，构建智慧家庭一体化解决方案；发布家庭全光智慧云 FTTR，通过算力叠加家庭存储，实现便捷存储、智能分类发布端到端万兆 FTTR 主从网关，搭载 XGS-PON 接口、标配 10GE 网口、Wi-Fi 7，布局未来家庭万兆业务，发布全球首个一体化管理平台 SCP2.0，支持 ONT/Mesh/FTTR/IPC/STB 等多种设备管理。

**智慧中屏：**根据公司 2024 年年报，公司联合中国移动打造智慧中屏家庭生态入口，率先拓展智慧家庭健康养老内容、全屋智能、家庭安防三大入口 目前已在福建、云南、广东打造示范点；与运营商合作首推观海系列智慧中屏产品，成为国内运营商市场自研带屏智能音箱第一品牌。

**Wi-Fi 路由器：**根据公司 2024 年年报，公司面向运营商市场，全球首推全系列全制式灵妙 Wi-Fi 7 产品，测速达全球最快的 14Gbps+；国内首发 Wi-Fi 7 路由器，采用独家五天线技术，比传统四天线接收性能提升 25%。面向消费者市场，公司 Wi-Fi 路由器成为品类 TOP 品牌，销售收入保持快速增长，国内电商市场 Wi-Fi 7 路由器销售额排名第二。

### 4.3.3 云电脑

根据公司 2024 年年报，2024 年，公司云终端发货量超 150 万台。在运营商市场，与国内运营商合作开创云电脑个人和家庭赛道，2024 年国内运营商市场云终端份额第一；在政企市场，公司助力建设银行、中信银行、太平洋保险、奇瑞汽车、东风汽车、特变电工等金融和大企业客户实现高效智能的安全办公。

**图29:中兴云电脑逍遥系列**


资料来源：公司2024年中报，甬兴证券研究所

#### 4.3.4 汽车电子

根据公司2024年年报，公司以车用芯片为战略核心，与车用操作系统形成软硬协同，携手产业伙伴共建开放解耦的智能生态底座。在芯片方面，公司与中国一汽签署战略合作协议，联合发布国内第一颗车规级五域融合高性能舱驾 SoC 芯片，将智驾、座舱、智控、安全、网联五大领域功能完美融合；联合车企发布面向新一代汽车电子电气架构的车规级高性能中央计算平台 SoC 芯片“撼域”M1，打造国产首颗同时具备大算力、高带宽、大存储、高安全的多域融合高速连接芯片。在软件方面，公司车用操作系统与多个车企达成深度合作，实现“芯片+操作系统”垂直整合新范式；凭借“基于微内核和 Safety Linux 双内核智能驾驶操作系统”，荣获“2024 年中国汽车工程学会科技进步奖”及“2024 年中汽协中国汽车供应链创新成果奖”。在终端方面，公司全栈自研的 4G 车规级模组已在上汽集团、东风日产、一汽红旗、长安凯程等品牌定点及量产搭载车规级 5G R16 模组获得比亚迪、上汽、奇瑞项目定点，并即将在广汽埃安车型实现量产装车。

#### 4.4. 中兴微电子产品覆盖 ICT 全领域

根据中兴微电子官网介绍，公司全资子公司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，能为客户提供从设计到量产的一站式设计服务。根据公司投资者互动平台消息，中兴微电子专注于芯片的研发、设计环节，不涉及芯片的生产制造领域。中兴微电子凭借多年的芯片研发积累，产品覆盖 ICT 产业“算力、网络、终端”全领域，主要为 SoC 芯片。

## 5. 盈利预测及投资建议

### 核心假设与盈利预测：

#### 1、核心假设：

公司坚持“精准务实、稳健增长”的经营策略。在复杂多变的环境中，牢牢把握数字化、智能化、低碳化等战略性机遇，稳中求进，积极提升存量格局、拓展增量市场、挖掘变量机会。在保持以无线、有线产品为主的第一曲线业务核心竞争力持续提升的同时，加速拓展以算力、手机为代表的第二曲线业务，实现长远发展目标。总体来说，未来公司的营收有望保持稳定增长，毛利率稳中有升。

#### 2、运营商网络

在运营商网络领域，国内市场 5G 规模建设步入平稳期，5G-A 逐步商用，400G 光传输网络深入建设，算力中心快速部署。公司坚持创新驱动和应用牵引，正加速从全连接转向“连接+算力”，充分拓展市场空间。一是加强 5G-A、通感一体、全光网络等技术创新，扩大技术领先优势，提升市场格局；二是联合运营商开展算力网络、云网融合创新，推进服务器及存储、数据中心交换机、数据中心配套、全栈全域智算解决方案等新业务的快速发展。国际市场，公司加强无线、有线等关键产品的布局与拓展，围绕大国大 T 健康经营，同时积极推进新业务，保持增长态势。根据前瞻产业研究院报告，预计未来全球 5G 基站市场规模年复合增速约为 5%。2024 年，公司运营商网络业务增速约为-15.02%。根据通信产业报，2025 年运营商资本开支下降约 4.2%。我们预计 2025-2027 年运营商网络业务增速分别为-5.00%、2.00%和 5.00%。

#### 3、政企业务

在政企业务领域，公司坚定拓展国内政企市场，抓住算力、信创、数实融合等数字建设机遇，通过有竞争力的产品，深化在互联网和金融行业的头部客户合作，力争快速提升业务规模；加速拓展电力、交通、大企业、商业和政务等行业。同时，聚焦城市生命线、应急、车路云一体化等新机会，把握低空经济新热点，实现政企业务新突破。根据 Global Market Insight 报告，数据中心基础设施估计在 2024 年至 2032 年之间 CAGR 超过 12.5%。考虑 2024 年，公司政企业务收入增速约为 36.68%，据 IDC 和浪潮信息发布的《2025 年中国人工智能计算能力发展评估报告》，2025 年-2027 年中国人工智能服务器市场规模增速分别为 36.2%、30.2%和 28.8%。考虑到 2024 公司此业务增速为 36.68%，综合行业增速，我们预计政企业务 2025-2027 年收入增速分别为 20.00%、15.00%和 12.00%。

#### 4、消费者业务

在消费者业务领域，公司构建以多终端智能互联和生态扩展为核心的全新体验，打造 AI 驱动的全场景智慧生态 3.0。家庭终端方面，继续强化自研芯片及全形态方案优势，把握国内 FTTR 快速建设、国际 Wi-Fi 7 路由

器产品升级的市场机会，持续提升市场份额，保持较快增长。手机和移动互联产品方面，紧跟全球消费电子市场的复苏趋势，围绕差异创新、成本领先战略，推出更多的业界首创产品，用更好的设计、更好的体验、更好的质量，为全球消费者提供更优的产品和服务的同时，实现规模增长。根据 Fortune Business Insights 洞察，2025-2032 年全球消费电子市场规模复合年增长率预计为 7.85%。参考公司此业务 2024 年增速约为 16.12%，IDC 预计 2025 年中国新一代 AI 手机市场出货量预计达 1.18 亿部，同比增长 59.8%。参考公司此业务 2024 增速约为 16.12%，预计 2025-2027 年公司消费者业务增速分别为 17.00%、19.00% 和 21.00%。

## 5、毛利率假设

2021-2024 年，公司综合毛利率分别为 35.24%、37.19%、41.53% 和 37.91%。2024 年，公司运营商网络、政企业务、消费者业务的毛利率分别为 50.90%、15.33%、22.66%。我们认为主要业务毛利率基本保持稳定，预计 2025-2027 年运营商网络毛利率分别为 50.50%、50.70%、51.00%。预计 2025-2027 年政企业务毛利率分别为 16.00%、17.00%、18.00%。消费者业务毛利率分别为 22.70%、23.00%、24.00%。预计 2025-2027 年，公司综合毛利率为 38.98%、38.30%、38.11%。

**表2:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元）**

| 分业务收入测算 | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 运营商网络   | 70326.70  | 78620.96  | 80193.37  | 84203.04  |
| 政企业务    | 18566.00  | 16300.20  | 18745.23  | 20994.66  |
| 消费者业务   | 32406.10  | 32652.95  | 38857.00  | 47016.98  |
| 合计      | 121298.80 | 127574.10 | 137795.61 | 152214.68 |
| 分业务成本测算 | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 运营商网络   | 34527.80  | 38917.37  | 39535.33  | 41259.49  |
| 政企业务    | 15720.00  | 13692.17  | 15558.54  | 17215.62  |
| 消费者业务   | 25063.30  | 25240.73  | 29919.89  | 35732.90  |
| 合计      | 75311.10  | 77850.27  | 85013.77  | 94208.01  |
| 分业务增速   | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 运营商网络   | -15.02%   | -5.00%    | 2.00%     | 5.00%     |
| 政企业务    | 36.68%    | 20.00%    | 15.00%    | 12.00%    |
| 消费者业务   | 16.12%    | 17.00%    | 19.00%    | 21.00%    |
| 合计      | -2.38%    | 2.67%     | 8.01%     | 10.46%    |
| 分业务毛利率  | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 运营商网络   | 50.90%    | 50.50%    | 50.70%    | 51.00%    |
| 政企业务    | 15.33%    | 16.00%    | 17.00%    | 18.00%    |
| 消费者业务   | 22.66%    | 22.70%    | 23.00%    | 24.00%    |
| 合计      | 37.91%    | 38.98%    | 38.30%    | 38.11%    |

资料来源：同花顺，甬兴证券研究所

## 投资建议：

**首次覆盖，给与“买入”评级。**公司积极把握 5G 及未来演进、新基建、数智化转型、东数西算、双碳经济等重大机遇，持续发力“连接+算力+能力+智力”，助力客户及合作伙伴构筑极效绿色的数智底座和契合场景需求的数智综合解决方案，加速全社会数智化转型升级。我们预计公司 2025-

2027 年归母净利润分别为 87.77 亿元、94.91 亿元、103.94 亿元，同比增速分别为 4.2%、8.1%和 9.5%，EPS 分别为 1.83 元/股、1.98 元/股和 2.17 元/股，对应 3 月 11 号收盘价 37.06 元，PE 分别为 20.20 倍、18.68 倍和 17.06 倍。首次覆盖，我们给与“买入”评级。

## 6. 风险提示

### 1、国别风险

国际政治风险复杂，公司业务及分支机构运营覆盖多个国家和地区，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，可能对公司的经营产生影响。

### 2、知识产权风险

公司着力于产品技术的研发和知识产权的保护与管理。即使公司已采取并实行了十分严格的知识产权保护措施，仍不能完全避免与其他电信设备厂商、专利许可公司以及与公司存在合作关系运营商之间产生知识产权纠纷，公司将继续秉承开放、合作、共赢的方式推进相关问题的解决。

### 3、技术发展不及预期的风险

5G-A 研发难度高，存在研发进度延迟，部分产品研发失败的风险性。

**资产负债表** 单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>158,505</b> | <b>141,787</b> | <b>147,685</b> | <b>160,988</b> | <b>176,094</b> |
| 货币资金           | 78,543         | 43,885         | 43,927         | 47,931         | 52,453         |
| 应收及预付          | 21,064         | 21,980         | 21,647         | 23,381         | 25,825         |
| 存货             | 41,131         | 41,258         | 43,040         | 46,800         | 51,678         |
| 其他流动资产         | 17,766         | 34,664         | 39,072         | 42,877         | 46,139         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>42,454</b>  | <b>65,536</b>  | <b>65,615</b>  | <b>64,932</b>  | <b>65,678</b>  |
| 长期股权投资         | 2,158          | 2,334          | 2,364          | 2,404          | 2,454          |
| 固定资产           | 13,372         | 14,178         | 14,472         | 14,921         | 15,450         |
| 在建工程           | 988            | 685            | 527            | 451            | 493            |
| 无形资产           | 7,697          | 7,159          | 5,907          | 4,566          | 4,560          |
| 其他长期资产         | 18,239         | 41,179         | 42,345         | 42,591         | 42,722         |
| <b>资产总计</b>    | <b>200,958</b> | <b>207,323</b> | <b>213,300</b> | <b>225,921</b> | <b>241,772</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>83,030</b>  | <b>82,635</b>  | <b>80,610</b>  | <b>84,966</b>  | <b>92,252</b>  |
| 短期借款           | 7,560          | 7,027          | 5,027          | 3,527          | 2,527          |
| 应付及预收          | 28,374         | 33,331         | 29,626         | 31,880         | 35,851         |
| 其他流动负债         | 47,096         | 42,277         | 45,957         | 49,559         | 53,873         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>49,596</b>  | <b>51,577</b>  | <b>53,677</b>  | <b>55,577</b>  | <b>57,177</b>  |
| 长期借款           | 42,576         | 44,059         | 46,059         | 47,859         | 49,359         |
| 应付债券           | 0              | 1,005          | 1,005          | 1,005          | 1,005          |
| 其他非流动负债        | 7,020          | 6,514          | 6,614          | 6,714          | 6,814          |
| <b>负债合计</b>    | <b>132,627</b> | <b>134,213</b> | <b>134,288</b> | <b>140,543</b> | <b>149,429</b> |
| 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         | 48,898         | 55,329         | 62,367         |
| 归属母公司股东权益      | 68,008         | 72,808         | 78,780         | 85,211         | 92,249         |
| 少数股东权益         | 323            | 302            | 232            | 166            | 94             |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>200,958</b> | <b>207,323</b> | <b>213,300</b> | <b>225,921</b> | <b>241,772</b> |

**利润表** 单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>124,251</b> | <b>121,299</b> | <b>127,574</b> | <b>137,796</b> | <b>152,215</b> |
| 营业成本            | 72,703         | 75,311         | 77,850         | 85,014         | 94,208         |
| 营业税金及附加         | 1,336          | 1,176          | 1,021          | 965            | 1,218          |
| 销售费用            | 10,120         | 8,901          | 9,568          | 9,921          | 10,959         |
| 管理费用            | 5,632          | 4,477          | 4,975          | 5,374          | 6,089          |
| 研发费用            | 25,289         | 24,031         | 24,622         | 26,595         | 29,986         |
| 财务费用            | -1,101         | -265           | 194            | 196            | 133            |
| 资产减值损失          | -858           | -933           | -795           | -850           | -895           |
| 公允价值变动收益        | -702           | -625           | -800           | -900           | -600           |
| 投资净收益           | -205           | 112            | 638            | 827            | 1,066          |
| <b>营业利润</b>     | <b>10,258</b>  | <b>9,342</b>   | <b>9,656</b>   | <b>10,457</b>  | <b>11,460</b>  |
| 营业外收支           | -55            | -113           | -45            | -65            | -80            |
| <b>利润总额</b>     | <b>10,203</b>  | <b>9,230</b>   | <b>9,611</b>   | <b>10,392</b>  | <b>11,380</b>  |
| 所得税             | 962            | 874            | 903            | 966            | 1,058          |
| <b>净利润</b>      | <b>9,241</b>   | <b>8,356</b>   | <b>8,708</b>   | <b>9,425</b>   | <b>10,322</b>  |
| 少数股东损益          | -85            | -69            | -70            | -66            | -72            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>9,326</b>   | <b>8,425</b>   | <b>8,777</b>   | <b>9,491</b>   | <b>10,394</b>  |
| EBITDA          | 15,025         | 14,803         | 15,736         | 16,935         | 16,892         |
| EPS (元)         | 1.96           | 1.76           | 1.83           | 1.98           | 2.17           |

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

**现金流量表** 单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E         | 2027E         |
|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>17,406</b>  | <b>11,480</b>  | <b>14,368</b>  | <b>15,837</b> | <b>15,765</b> |
| 净利润            | 9,241          | 8,356          | 8,708          | 9,425         | 10,322        |
| 折旧摊销           | 4,926          | 4,969          | 5,931          | 6,348         | 5,379         |
| 营运资金变动         | -977           | -3,656         | -2,242         | -1,894        | -1,433        |
| 其它             | 4,216          | 1,812          | 1,971          | 1,958         | 1,497         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-20,901</b> | <b>-28,672</b> | <b>-10,593</b> | <b>-8,093</b> | <b>-7,349</b> |
| 资本支出           | -3,900         | -3,479         | -4,531         | -5,100        | -5,680        |
| 投资变动           | -18,327        | -27,286        | -6,700         | -3,820        | -2,735        |
| 其他             | 1,326          | 2,093          | 638            | 827           | 1,066         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>7,372</b>   | <b>-5,818</b>  | <b>-3,757</b>  | <b>-3,740</b> | <b>-3,893</b> |
| 银行借款           | 5,048          | 950            | 0              | 300           | 500           |
| 股权融资           | 1,676          | 374            | 0              | 0             | 0             |
| 其他             | 647            | -7,142         | -3,757         | -4,040        | -4,393        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>3,941</b>   | <b>-22,987</b> | <b>41</b>      | <b>4,004</b>  | <b>4,522</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>47,072</b>  | <b>51,013</b>  | <b>28,026</b>  | <b>28,068</b> | <b>32,072</b> |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>51,013</b>  | <b>28,026</b>  | <b>28,068</b>  | <b>32,072</b> | <b>36,594</b> |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入增长          | 1.1%   | -2.4% | 5.2%  | 8.0%  | 10.5% |
| 营业利润增长          | 16.6%  | -8.9% | 3.4%  | 8.3%  | 9.6%  |
| 归母净利润增长         | 15.4%  | -9.7% | 4.2%  | 8.1%  | 9.5%  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率             | 41.5%  | 37.9% | 39.0% | 38.3% | 38.1% |
| 净利率             | 7.4%   | 6.9%  | 6.8%  | 6.8%  | 6.8%  |
| ROE             | 13.7%  | 11.6% | 11.1% | 11.1% | 11.3% |
| ROIC            | 7.5%   | 6.8%  | 6.4%  | 6.6%  | 6.9%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 66.0%  | 64.7% | 63.0% | 62.2% | 61.8% |
| 净负债比率           | -35.8% | 20.2% | 18.8% | 13.1% | 7.9%  |
| 流动比率            | 1.91   | 1.72  | 1.83  | 1.89  | 1.91  |
| 速动比率            | 1.26   | 1.04  | 1.11  | 1.15  | 1.16  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.65   | 0.59  | 0.61  | 0.63  | 0.65  |
| 应收账款周转率         | 6.44   | 5.76  | 6.00  | 6.23  | 6.30  |
| 存货周转率           | 1.68   | 1.83  | 1.85  | 1.89  | 1.91  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.96   | 1.76  | 1.83  | 1.98  | 2.17  |
| 每股经营现金流         | 3.64   | 2.40  | 3.00  | 3.31  | 3.30  |
| 每股净资产           | 14.22  | 15.22 | 16.47 | 17.81 | 19.28 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | 13.51  | 22.95 | 20.20 | 18.68 | 17.06 |
| P/B             | 1.86   | 2.65  | 2.25  | 2.08  | 1.92  |
| EV/EBITDA       | 6.80   | 14.05 | 12.21 | 11.13 | 10.93 |

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会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

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|                                                                                          |                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| <b>股票投资评级：</b>                                                                           | 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                                                              |
| <b>行业投资评级：</b>                                                                           | 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。 |                                                                               |

### 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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“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投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。