

## 系统设备

## 中兴通讯 (000063.SZ)

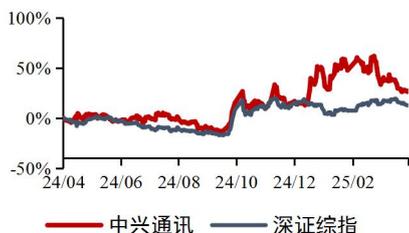
## 增持-A(维持)

### 运营商业务受外环境因素承压，算力+端侧业务开辟新增长

2025年4月2日

公司研究/公司快报

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2025年4月1日

收盘价(元):	34.44
总股本(亿股):	47.84
流通股本(亿股):	40.27
流通市值(亿元):	1,387.03

#### 基础数据：2024年12月31日

每股净资产(元):	15.28
每股资本公积(元):	5.74
每股未分配利润(元):	8.34

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

#### 研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

#### 投资要点：

公司发布 2024 年报。2024 年公司实现营收 1212.99 亿元，同比-2.38%；归母净利润 84.25 亿元，同比-9.66%；扣非后归母净利润 61.79 亿元，同比-16.49%；毛利率 37.91%，同比-3.62pct。其中，24Q4 单季度公司实现营收 312.54 亿元，同比-10.34%，环比+13.41%；归母净利润 5.18 亿元，同比-65.08%，环比-76.15%；扣非后归母净利润-7.19 亿元，同比-341.13%，环比-137.18%；毛利率 30.65%，环比-9.7pct，同比-5.39 pct。

#### 事件点评：

运营商业务受国内投资环境影响业务承压，政企及消费者业务保持增长。分业务来看：1) 运营商业务：24 年营收 703.27 亿元，同比-15.02%，毛利率 50.90%，同比+1.79 pct。2024 年国内运营商客户随 5G 网络建设进入成熟期，运营商投资整体下降，投资结构发生变化，给公司运营商业务带来一定影响；公司在无线产品端积极布局 5G-A 场景，参与国内运营商万兆网络、通感一体、空地一体等商业试点，带动运营商业务毛利率上行，核心网产品在大 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；有线产品固网产品稳居全球领先地位，其中光传输产品国内中标中国电信 400G OTN 骨干网新建集采项目，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。2) 政企业务：24 年营收 185.66 亿元，同比+36.68%，毛利率 15.33%，同比-19.58 pct。政企业务营收增长主要系 2024 年公司加大研发投入，服务器及存储实现通算、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，收入实现翻倍；此外数据中心交换机在互联网和金融行业收入占比提升，数据中心配套产品国际市场取得突破；毛利率下降主要系服务器及存储毛利率下降及收入结构变动所致。3) 消费者业务：24 年营收 324.06 亿元，同比+16.12%，毛利率 22.66%，同比+0.57 pct。公司家庭终端、手机及移动互联产品、云电脑营业收入均实现增长，家庭终端 FTTR 产品在国内市场实现规模出货，并带动消费者业务毛利率提升，手机及移动互联产品布局“AI for All”，海外市场进一步打开，手机产品收入快速增长，努比亚已在超过 30 个国家和地区推出特色机型，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。

公司算力第二增长曲线不断深化，以手机为代表的端侧业务加速拓展。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



算力领域，公司在服务器及存储、交换机、数据中心及训推平台等均实现突破。公司服务器及存储支持训练、推理、一体机等全系列全场景，自研定海芯片，支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种形态，并携手产业伙伴推进 GPU 高速互联开放标准，打造新互联超节点智算服务器；数据中心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，推出沉浸式液冷、冷板式液冷、一体化电力模块等自研产品，冷板式液冷方案 PUE 低至 1.1；AI Booster 训推软件平台的 AI 工具集可显著降低开发门槛，提供模型迁移工具，实现大模型在不同厂家 GPU 上平滑迁移。端侧领域，公司在国际市场推进中兴和努比亚双品牌策略，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，加大公开市场渠道拓展，把握 AI 浪潮和新兴市场需求复苏机会。

➤ **公司费用管控严格，资产负债结构进一步优化。**2024 年公司销售/管理/研发费用率分别 7.34%/3.69%/19.81%，同比分别-0.85/-0.84/-0.54 pct；2024 年资产负债率 64.7%，连续六年保持下降。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**我们认为公司经营稳健，市场风偏改善下估值体系有望重塑，建议关注 5G-A、Ai 手机、自研芯片等事件催化以及自研芯片对公司智算业务价值的重估。预计公司 2025-27 年净利润 92.55/98.78/106.79 亿元，同比增长 9.9%/6.7%/8.1%，对应 EPS 为 1.93/2.07/2.23 元，PE 为 17.7/16.6/15.3 倍，维持给予“增持-A”评级。

**风险提示：**运营商资本开支短期继续下行风险；智算服务器市场竞争格局恶化风险；高性能 GPU 芯片进口管制风险；非运营商业占比提升导致毛利率下行风险。

**财务数据与估值：**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	124,251	121,299	135,523	147,630	159,885
YoY(%)	1.1	-2.4	11.7	8.9	8.3
净利润(百万元)	9,326	8,425	9,255	9,878	10,679
YoY(%)	15.4	-9.7	9.9	6.7	8.1
毛利率(%)	41.5	37.9	38.4	38.2	37.8
EPS(摊薄/元)	1.95	1.76	1.93	2.07	2.23
ROE(%)	13.5	11.4	11.2	10.6	10.3
P/E(倍)	17.6	19.4	17.7	16.6	15.3
P/B(倍)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
净利率(%)	7.5	6.9	6.8	6.7	6.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	158505	141787	163996	159974	173452
现金	78543	43885	56998	45922	51804
应收票据及应收账款	20822	21288	25760	25491	30014
预付账款	242	692	44	897	41
存货	41131	41258	47543	52626	57562
其他流动资产	17766	34664	33652	35038	34030
<b>非流动资产</b>	42454	65536	55135	61570	58386
长期投资	2158	2334	2683	3059	3413
固定资产	13372	14178	14386	14258	13994
无形资产	8999	8754	7932	7467	7288
其他非流动资产	17925	40270	30135	36786	33690
<b>资产总计</b>	200958	207323	219132	221545	231837
<b>流动负债</b>	83030	82635	94254	95948	104675
短期借款	7560	7027	7027	7027	7027
应付票据及应付账款	28374	33331	35101	39655	41763
其他流动负债	47096	42277	52126	49266	55885
<b>非流动负债</b>	49596	51577	42565	33552	24539
长期借款	42576	45064	36051	27038	18026
其他非流动负债	7020	6514	6514	6514	6514
<b>负债合计</b>	132627	134213	136819	129500	129215
少数股东权益	323	302	249	103	2
股本	4783	4784	4784	4784	4784
资本公积	27603	27476	27476	27476	27476
留存收益	37768	42926	52129	61860	72439
归属母公司股东权益	68008	72808	82063	91942	102621
<b>负债和股东权益</b>	200958	207323	219132	221545	231837

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	17406	11480	9834	5432	12778
净利润	9241	8356	9202	9732	10578
折旧摊销	4569	4538	3100	3469	3909
财务费用	-1101	-265	-1748	-2553	-3008
投资损失	205	-112	-423	-450	-428
营运资金变动	-324	-2505	-898	-5359	1132
其他经营现金流	4816	1469	601	592	595
<b>投资活动现金流</b>	-20901	-28672	7123	-10047	-891
<b>筹资活动现金流</b>	7372	-5818	-3845	-6460	-6005
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.95	1.76	1.93	2.07	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	3.64	2.40	2.06	1.14	2.67
每股净资产(最新摊薄)	14.22	15.22	17.16	19.22	21.45

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	124251	121299	135523	147630	159885
营业成本	72703	75311	83522	91240	99370
营业税金及附加	1336	1176	1287	1474	1555
营业费用	10120	8901	10164	11309	11991
管理费用	5632	4477	6099	6261	6626
研发费用	25289	24031	27782	29853	32261
财务费用	-1101	-265	-1748	-2553	-3008
资产减值损失	-934	-841	-949	-1056	-1124
公允价值变动收益	-702	-625	-651	-642	-645
投资净收益	-205	112	423	450	428
<b>营业利润</b>	10258	9342	10290	10847	11800
营业外收入	173	76	148	133	119
营业外支出	228	189	219	212	207
<b>利润总额</b>	10203	9230	10220	10768	11712
所得税	962	874	1018	1036	1134
<b>税后利润</b>	9241	8356	9202	9732	10578
少数股东损益	-85	-69	-53	-147	-101
<b>归属母公司净利润</b>	9326	8425	9255	9878	10679
EBITDA	15684	15851	13571	14160	15324

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.1	-2.4	11.7	8.9	8.3
营业利润(%)	16.6	-8.9	10.1	5.4	8.8
归属于母公司净利润(%)	15.4	-9.7	9.9	6.7	8.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.5	37.9	38.4	38.2	37.8
净利率(%)	7.5	6.9	6.8	6.7	6.7
ROE(%)	13.5	11.4	11.2	10.6	10.3
ROIC(%)	7.9	7.5	6.7	6.8	7.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.0	64.7	62.4	58.5	55.7
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	6.4	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>估值比率</b>					
P/E	17.6	19.4	17.7	16.6	15.3
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.3	10.8	11.2	10.8	9.0

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，本报告的任一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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

