

中兴通讯 (000063.SZ)

强烈推荐 (维持)

AI 驱动第二曲线快速增长, 智算服务器订货占比超 60%

事件: 公司 4 月 22 日晚发布《2025 年第一季度报告》, 公司实现营业收入 329.68 亿元, 同比增长 7.82%; 归属上市公司普通股股东的净利润 24.53 亿元, 同比减少 10.5%; 归属上市公司普通股股东的扣除非经常性损益的净利润 19.57 亿元, 同比减少 26.14%。

□ **AI 创新驱动营收快速增长, 第二曲线占比超 35%。** 公司积极把握 AI 技术带来的结构性机遇, 在巩固网络业务基本盘的同时, 大力拓展智算、AI 终端等第二曲线业务。2025Q1, 公司营收重回增长轨道。其中, 公司第二曲线业务营收占比超 35%, 成为拉动业绩增长的核心引擎; 公司政企业务营收同比倍增, 占比超 20% (注: 2024 年占比为 15%), 各业务板块收入更趋平衡。公司近年持续推进从全连接向“连接+算力”的战略升级, 目前该战略已初见成效, 技术整合能力与行业场景落地效率正形成协同增效的发展新动能。

□ **算力领域持续突破, 智算服务器订货占比超 60%。** 公司充分把握国内头部互联网公司、运营商、行业公司等加码算力投资的市场趋势, 深化市场拓展, 扩大合作规模。2025Q1, 公司服务器及存储营收快速增长, 其中智算服务器紧抓 DeepSeek 引发的智算需求爆发窗口, 通过与头部厂商深度合作, 智算服务器订货占比超 60%。公司智算一体机产品已全面支持 DeepSeek 等多种基础大模型配置, 帮助企业安全快速实现本地化部署, 目前已在 8 个行业、20 多个应用场景中实践, 为 AI 技术的规模化应用与深度赋能提供坚实支撑。

□ **业务结构调整致毛利率承压, 目标实现稳健经营。** 算力服务器等产品市场竞争比较充分, 其毛利率低于通信网络产品毛利率, 公司将发挥微电子设计能力、硬件设计能力、整机设计能力、系统软件平台能力、应用能力、服务能力、端到端能力, 通过快速提升服务器收入规模、提升自研比例、销售解决方案提升后续毛利率。此外, 公司将通过精准投放资源控制三项费用努力实现稳健经营。

□ **投资建议:** 中兴通讯坚守“数字经济筑路者”的生态定位, 不断夯实以传统无线、有线产品为代表的第一曲线业务, 并快速拉升以服务器及存储、终端、数字能源、汽车电子等为代表的第二曲线业务。中兴通讯是全球稀缺的能提供从微电子、数据库、操作系统等底层技术到电信、数通、算力、存储、模组、终端等设备产品的端到端全系列解决方案的 ICT 科技巨头。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 80.26/81.03/88.96 亿元, 对应 PE 分别为 18.9X/18.7X/17.1X, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 下游资本开支波动风险、宏观经济周期风险、国际环境变化风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 124251 | 121299 | 128321 | 142462 | 161452 |
| 同比增长 | 1% | -2% | 6% | 11% | 13% |
| 营业利润(百万元) | 10258 | 9342 | 8824 | 8904 | 9782 |
| 同比增长 | 17% | -9% | -6% | 1% | 10% |
| 归母净利润(百万元) | 9326 | 8425 | 8026 | 8103 | 8896 |
| 同比增长 | 15% | -10% | -5% | 1% | 10% |
| 每股收益(元) | 1.95 | 1.76 | 1.68 | 1.69 | 1.86 |
| PE | 16.3 | 18.0 | 18.9 | 18.7 | 17.1 |
| PB | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |

资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/通信

目标估值: NA

当前股价: 31.74 元

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(百万股) | 4784 |
| 已上市流通股(百万股) | 4027 |
| 总市值(十亿元) | 151.8 |
| 流通市值(十亿元) | 127.8 |
| 每股净资产(MRQ) | 15.1 |
| ROE(TTM) | 11.3 |
| 资产负债率 | 66.7% |
| 主要股东 | 中兴新通讯有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 20.09% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -9 | 7 | 18 |
| 相对表现 | -6 | 10 | 11 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中兴通讯 (000063) 一加速拓展算力、手机等第二曲线业务, 对冲运营商网络压力》2025-03-02
- 《中兴通讯 (000063) 一大模型赋能智能手机业务, “连接+算力”能力稀缺》2024-12-19
- 《中兴通讯 (000063) 一经营持续稳健, “连接+算力”助力 AI 向实》2024-10-22

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

lizhehan@cmschina.com.cn

图 1：中兴通讯加速拓展“算力”市场



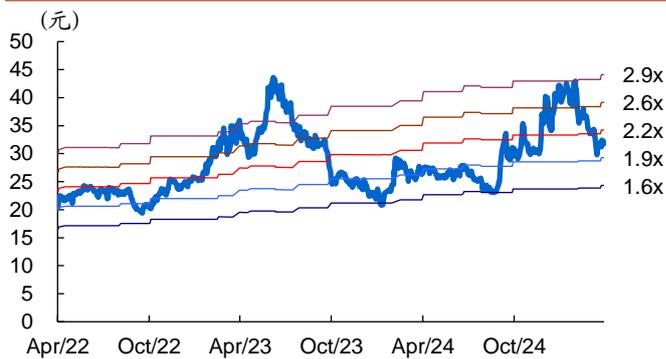
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：中兴通讯历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 3：中兴通讯历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 158505 | 141787 | 148069 | 156270 | 173512 |
| 现金 | 78543 | 43885 | 42716 | 39935 | 43582 |
| 交易性投资 | 239 | 13942 | 13942 | 13942 | 13942 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 20822 | 21288 | 22521 | 25003 | 28335 |
| 其它应收款 | 1146 | 2598 | 2748 | 3051 | 3457 |
| 存货 | 41131 | 41258 | 46187 | 52164 | 59056 |
| 其他 | 16624 | 18816 | 19954 | 22176 | 25139 |
| 非流动资产 | 42454 | 65536 | 66155 | 66665 | 67086 |
| 长期股权投资 | 2158 | 2334 | 2334 | 2334 | 2334 |
| 固定资产 | 13372 | 14178 | 14607 | 14970 | 15276 |
| 无形资产商誉 | 8999 | 8768 | 8959 | 9106 | 9220 |
| 其他 | 17925 | 40255 | 40255 | 40255 | 40255 |
| 资产总计 | 200958 | 207323 | 214224 | 222935 | 240598 |
| 流动负债 | 83030 | 82635 | 89503 | 97023 | 112055 |
| 短期借款 | 7560 | 7027 | 7027 | 7027 | 13065 |
| 应付账款 | 28374 | 33331 | 38043 | 43803 | 50553 |
| 预收账款 | 14890 | 12859 | 14513 | 16526 | 18865 |
| 其他 | 32206 | 29418 | 29920 | 29667 | 29572 |
| 长期负债 | 49596 | 51577 | 46802 | 42769 | 39415 |
| 长期借款 | 42576 | 44059 | 39283 | 35251 | 31897 |
| 其他 | 7020 | 7519 | 7519 | 7519 | 7519 |
| 负债合计 | 132627 | 134213 | 136305 | 139792 | 151470 |
| 股本 | 4783 | 4784 | 4784 | 4784 | 4784 |
| 资本公积金 | 27603 | 27476 | 27476 | 27476 | 27476 |
| 留存收益 | 35622 | 40549 | 45623 | 50914 | 56971 |
| 少数股东权益 | 323 | 302 | 36 | (31) | (104) |
| 归属于母公司所有者权益 | 68008 | 72808 | 77883 | 83174 | 89231 |
| 负债及权益合计 | 200958 | 207323 | 214224 | 222935 | 240598 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|----------------|---------------|---------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 17406 | 11480 | 8553 | 7165 | 7042 |
| 净利润 | 9241 | 8356 | 7960 | 8036 | 8823 |
| 折旧摊销 | 4569 | 4538 | 4178 | 4287 | 4377 |
| 财务费用 | 2404 | 984 | (304) | (70) | (95) |
| 投资收益 | 205 | (555) | (2504) | (2254) | (1993) |
| 营运资金变动 | (61446) | 61186 | (1789) | (4364) | (5977) |
| 其它 | 62432 | (63029) | 1012 | 1529 | 1907 |
| 投资活动现金流 | (20901) | (28672) | (2493) | (2544) | (2805) |
| 资本支出 | (4005) | (4015) | (4798) | (4798) | (4798) |
| 其他投资 | (16897) | (24658) | 2304 | 2254 | 1993 |
| 筹资活动现金流 | 7372 | (5818) | (7229) | (7401) | (590) |
| 借款变动 | 7238 | (3174) | (4581) | (4660) | 2154 |
| 普通股增加 | 47 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1710 | (127) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (1894) | (3267) | (2951) | (2812) | (2839) |
| 其他 | 270 | 750 | 304 | 70 | 95 |
| 现金净增加额 | 3876 | (23011) | (1169) | (2780) | 3647 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 124251 | 121299 | 128321 | 142462 | 161452 |
| 营业成本 | 72650 | 75311 | 84997 | 96784 | 110480 |
| 营业税金及附加 | 1336 | 1176 | 1244 | 1381 | 1565 |
| 营业费用 | 10172 | 8901 | 8389 | 8601 | 9264 |
| 管理费用 | 5632 | 4477 | 4095 | 4546 | 4990 |
| 研发费用 | 25289 | 24031 | 22985 | 24093 | 26982 |
| 财务费用 | (1101) | (265) | (304) | (70) | (95) |
| 资产减值损失 | (914) | (745) | (596) | (477) | (477) |
| 公允价值变动收益 | (702) | (625) | (500) | (450) | (450) |
| 其他收益 | 1806 | 2933 | 2903 | 2613 | 2352 |
| 投资收益 | (205) | 112 | 101 | 91 | 91 |
| 营业利润 | 10258 | 9342 | 8824 | 8904 | 9782 |
| 营业外收入 | 173 | 76 | 120 | 96 | 86 |
| 营业外支出 | 228 | 189 | 151 | 121 | 120 |
| 利润总额 | 10203 | 9230 | 8793 | 8879 | 9748 |
| 所得税 | 962 | 874 | 833 | 842 | 926 |
| 少数股东损益 | (85) | (69) | (66) | (67) | (73) |
| 归属于母公司净利润 | 9326 | 8425 | 8026 | 8103 | 8896 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 1% | -2% | 6% | 11% | 13% |
| 营业利润 | 17% | -9% | -6% | 1% | 10% |
| 归母净利润 | 15% | -10% | -5% | 1% | 10% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 41.5% | 37.9% | 33.8% | 32.1% | 31.6% |
| 净利率 | 7.5% | 6.9% | 6.3% | 5.7% | 5.5% |
| ROE | 14.7% | 12.0% | 10.7% | 10.1% | 10.3% |
| ROIC | 7.3% | 6.5% | 5.9% | 6.1% | 6.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 66.0% | 64.7% | 63.6% | 62.7% | 63.0% |
| 净负债比率 | 26.4% | 27.3% | 24.3% | 21.3% | 20.6% |
| 流动比率 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 存货周转率 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| 应收账款周转率 | 6.4 | 5.8 | 5.9 | 6.0 | 6.1 |
| 应付账款周转率 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.95 | 1.76 | 1.68 | 1.69 | 1.86 |
| 每股经营净现金 | 3.64 | 2.40 | 1.79 | 1.50 | 1.47 |
| 每股净资产 | 14.22 | 15.22 | 16.28 | 17.39 | 18.65 |
| 每股股利 | 0.68 | 0.62 | 0.59 | 0.59 | 0.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 16.3 | 18.0 | 18.9 | 18.7 | 17.1 |
| PB | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 15.8 | 15.9 | 17.0 | 16.5 | 15.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。