

盈利能力因收入结构变化承压，第二曲线加速成长

2025 年 04 月 24 日

► **事件：**2025 年 4 月 22 日，中兴通讯发布 2025 年一季报，公司实现营业收入 329.68 亿元，同比增长 7.8%；归母净利润 24.53 亿元，同比下降 10.5%；扣非归母净利润 19.57 亿元，同比下降 26.1%。

► **营收稳健增长，第二曲线业务加速成长。**

公司 25Q1 收入增长 7.8%，第二曲线业务占比超 35%，包括智算服务器、AI 终端等新兴板块，成为收入增长核心引擎。公司近年持续推进的从全连接向连接+算力的战略升级，初见成效。1) 政企业务：营收同比翻倍，占比超 20%，相比 2024 年全年占比 15%提升 5pct 以上，服务器及存储营收快速增长。其中在智算服务器方面与头部厂商合作，智算服务器订单占比超 60%，覆盖互联网、运营商及行业客户。2) 消费者业务：公司手机产品营收保持增长态势，云电脑产品销售加速。3) 运营商网络业务：考虑三大运营商 25 年资本开支指引下降且传统网络占比下降，我们判断公司 25Q1 运营商网络业务收入承压。公司通过持续技术创新保持无线、有线主要产品市场地位领先，巩固国内运营商基本盘同时，持续提升海外运营商市场占有率。

► **业务结构变化致盈利能力承压，费用管控成效凸显。**

公司销售毛利率 34.3%，同比下降 7.8pct，主因收入结构变化，毛利率较低的政企业务增速较快拉公司整体毛利率；净利率 7.5%，同比下降 1.6pct，销售/管理/研发/财务费用率同比提升 0.3pct/下降 0.9pct/下降 2.8pct/下降 0.8pct，费用管控成效凸显，一定程度上对冲毛利率的下降，净利率下降幅度有限。

► **大力拓展智算、AI 终端等业务，AI 融合引领创新。**

公司充分把握国内头部互联网公司、运营商、行业公司等加大算力投资的机遇，深化市场拓展，扩大合作规模。智算一体机方面全面支持 DeepSeek 系列模型，在电信、电力、政务等多个行业落地。在终端领域，公司积极推动 AI 端侧应用，强化 AI 手机和 AI 家庭布局。面向个人、公司发布努比亚 Flip 2，全尺寸内嵌 DeepSeek 大模型，面向海外推出 nubia Neo 3 系列游戏手机；面向家庭，提供 AI 家庭网络、AI 家庭算力、AI 家庭智能屏以及 AI 家庭机器人“四大件”，推动家庭智能化升级。

► **投资建议：**考虑公司业务结构变化导致毛利率承压，我们预计公司 25-27 年归母净利润 86/88/90 亿元，对应 PE 为 18/17/17 倍。展望未来，公司传统通信网络领域保持领先竞争力；服务器需求增长背景下，公司凭借技术（具备自研 CPU 能力等）和市场优势有望获取更高份额，且公司手机保持增长态势，看好第二曲线发力。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新产品拓展不及预期、行业竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	121,299	130,093	142,268	157,226
增长率 (%)	-2.4	7.3	9.4	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,425	8,574	8,800	9,031
增长率 (%)	-9.7	1.8	2.6	2.6
每股收益 (元)	1.76	1.79	1.84	1.89
PE	18	18	17	17
PB	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

32.08 元



分析师 马天谔

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

- 1.中兴通讯 (000063.SZ) 2024 年年报点评：运营商网络业务承压，算力+终端第二曲线发力-2025/03/02
- 2.中兴通讯 (000063.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 业绩承压，深化布局“连接+算力”助力 AI 向实-2024/10/22
- 3.中兴通讯 (000063.SZ) 2024 年半年报点评：Q2 业绩稳健，政企业务实现快速增长-2024/08/19
- 4.中兴通讯 (000063.SZ) 2024 年一季报点评：Q1 业绩稳健增长，加速向“连接+算力”拓展-2024/04/28
- 5.中兴通讯 (000063.SZ) 2023 年年报点评：业绩稳健增长，算力全栈部署激发未来潜力-2024/03/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	121,299	130,093	142,268	157,226
营业成本	75,311	82,394	92,187	103,607
营业税金及附加	1,176	1,431	1,565	1,729
销售费用	8,901	9,107	9,532	10,377
管理费用	4,477	4,553	4,837	5,188
研发费用	24,031	25,238	27,031	29,244
EBIT	9,834	10,551	10,593	10,922
财务费用	-265	338	98	204
资产减值损失	-933	-948	-1,000	-993
投资收益	112	130	142	157
营业利润	9,342	9,525	9,779	10,039
营业外收支	-113	-118	-124	-130
利润总额	9,230	9,407	9,655	9,909
所得税	874	884	908	931
净利润	8,356	8,523	8,748	8,977
归属于母公司净利润	8,425	8,574	8,800	9,031
EBITDA	14,803	15,568	16,045	16,829

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	43,885	48,699	46,131	58,010
应收账款及票据	21,288	19,662	21,111	22,899
预付款项	692	659	691	725
存货	41,258	46,457	49,008	48,681
其他流动资产	34,664	37,483	38,228	39,239
流动资产合计	141,787	152,959	155,170	169,554
长期股权投资	2,334	2,334	2,334	2,334
固定资产	14,178	14,354	14,379	14,403
无形资产	7,159	7,411	7,449	7,469
非流动资产合计	65,536	66,672	66,237	65,782
资产合计	207,323	219,631	221,407	235,336
短期借款	7,027	7,027	7,027	7,027
应付账款及票据	33,331	36,005	39,906	44,707
其他流动负债	42,277	47,836	40,010	43,286
流动负债合计	82,635	90,869	86,942	95,020
长期借款	44,059	42,344	42,344	42,344
其他长期负债	7,519	7,768	7,726	7,682
非流动负债合计	51,577	50,111	50,069	50,026
负债合计	134,213	140,980	137,012	145,046
股本	4,784	4,784	4,784	4,784
少数股东权益	302	251	198	144
股东权益合计	73,110	78,651	84,395	90,289
负债和股东权益合计	207,323	219,631	221,407	235,336

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.38	7.25	9.36	10.51
EBIT 增长率	-2.63	7.29	0.40	3.10
净利润增长率	-9.66	1.77	2.64	2.62
盈利能力 (%)				
毛利率	37.91	36.67	35.20	34.10
净利率	6.95	6.59	6.19	5.74
总资产收益率 ROA	4.06	3.90	3.97	3.84
净资产收益率 ROE	11.57	10.94	10.45	10.02
偿债能力				
流动比率	1.72	1.68	1.78	1.78
速动比率	1.04	0.97	1.01	1.07
现金比率	0.53	0.54	0.53	0.61
资产负债率 (%)	64.74	64.19	61.88	61.63
经营效率				
应收账款周转天数	64.06	55.00	54.00	53.00
存货周转天数	199.96	210.00	198.00	175.00
总资产周转率	0.59	0.61	0.65	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	1.76	1.79	1.84	1.89
每股净资产	15.22	16.39	17.60	18.84
每股经营现金流	2.40	2.45	3.96	4.69
每股股利	0.62	0.63	0.64	0.66
估值分析				
PE	18	18	17	17
PB	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.83	11.25	10.91	10.40
股息收益率 (%)	1.92	1.96	2.01	2.06

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,356	8,523	8,748	8,977
折旧和摊销	4,969	5,017	5,452	5,907
营运资金变动	-3,656	-4,891	1,825	4,648
经营活动现金流	11,480	11,713	18,944	22,414
资本开支	-3,479	-4,567	-4,589	-4,973
投资	-27,286	-1,396	0	0
投资活动现金流	-28,672	-5,719	-4,444	-4,816
股权募资	374	-3	0	0
债务募资	-253	4,160	-11,469	0
筹资活动现金流	-5,818	-1,181	-17,068	-5,719
现金净流量	-22,987	4,813	-2,567	11,879

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048