

第二增长曲线发力，盈利能力承压

中兴通讯(000063)

评级:	增持	股票代码:	000063
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	44.66/23.3
目标价格:		总市值(亿)	1,512.55
最新收盘价:	31.62	自由流通市值(亿)	1,512.55
		自由流通股数(百万)	4,783.53

事件

2025Q1 公司实现总营业收入 329.68 亿元，同比增长 7.82%；利润总额达到 29.28 亿元，同比减少 8.68%；实现归母净利润 24.53 亿元，同比减少 10.5%。

► 连接+算力战略升级初见成效

报告期内，整体营收实现季度同环比分别提升 7.8%/5.5%。其中公司智算、AI 终端等第二增长曲线营收占比超过 35%，政企业务营收同比倍增，占比超 20%。

根据公司官方公众号：

- (1) 连接领域持续在无线和有线市场关键产品保持领先，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。
- (2) 算力领域确定智算为长期战略主航道。报告期内服务器及存储营收快速增长，受益于 DeepSeek 带来的智算需求，智算服务器订货占比超 60%。智算一体机产品已全面支持 DeepSeek 系列模型，在电信、教育、医疗、电力、政务等多个行业及场景应用实践。
- (3) 终端领域强化 AI 手机和 AI 家庭布局。面向个人发布新一代小折叠努比亚 Flip2，同时面向海外推出了 nubia Neo 3 系列游戏手机及多款新品；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”。一季度公司手机产品营收保持增长态势，云电脑产品销售加速。

► 营收结构，构建全面高校数字底座

2025Q1 毛利率 34.3%，同比减少 7.8pct，我们预计主要系收入结构变化所致。2025Q1 净利率 7.5%，同比下降 1.5pct。整体期间费用率 26.9%，同比减少 4.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.0%/2.9%/1.0%/18.0%，同比分别变化+0.3%/-0.9%/-0.8%/-2.8pct，整体费用率缩减。

► 5G-A 升级向通感一体、空天地一体演进，完成多项新技术应用落地

根据公司 2024 年报，5G 网络向 5G-A 演进，公司持续在双万兆网络、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。

通感一体方面，业界首发大张角 128TR AAU 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。

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。

投资建议

伴随 5G 网络建设进入平稳阶段，我们预计相关收入增速放缓，第二曲线业务维持高速增长态势，相关毛利率承压。下调盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别由 1394.8/1494.6/N/A 亿元调整为 1270.3/1392.0/1526.3 亿元，对应 EPS 分别由 2.32/2.57/N/A 元调整为 1.77/1.86/1.96 元，对应 2025 年 4 月 25 日 31.62 元/股收盘价 PE 分别为 17.9/17.0/16.1 倍。维持“增持”评级。

风险提示

5G 需求不及预期，运营商持续投入意愿降低；创新业务发展不及预期；全球地缘政治不确定性因素影响业务发展；新业务发展不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	124,251	121,299	127,032	139,203	152,628
YoY (%)	1.1%	-2.4%	4.7%	9.6%	9.6%
归母净利润(百万元)	9,326	8,425	8,455	8,888	9,374
YoY (%)	15.4%	-9.7%	0.4%	5.1%	5.5%
毛利率 (%)	41.5%	37.9%	36.1%	35.7%	35.7%
每股收益 (元)	1.96	1.76	1.77	1.86	1.96
ROE	13.7%	11.6%	10.4%	9.9%	9.4%
市盈率	16.13	17.97	17.89	17.02	16.14

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 马军

邮箱: majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话:

分析师: 柳珏廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	121,299	127,032	139,203	152,628	净利润	8,356	8,344	8,792	9,269
YoY (%)	-2.4%	4.7%	9.6%	9.6%	折旧和摊销	4,969	4,800	4,970	5,077
营业成本	75,311	81,190	89,504	98,117	营运资金变动	-3,656	667	-378	-804
营业税金及附加	1,176	1,235	1,376	1,495	经营活动现金流	11,480	16,115	15,723	15,813
销售费用	8,901	9,235	10,162	11,136	资本开支	-3,479	-4,258	-4,205	-4,129
管理费用	4,477	4,573	5,011	5,662	投资	-27,286	633	738	780
财务费用	-265	-344	-746	-505	投资活动现金流	-28,672	-3,449	-3,366	-3,200
研发费用	24,031	24,517	27,075	29,762	股权募资	374	0	0	0
资产减值损失	-933	-105	-75	-79	债务募资	-253	431	-244	-359
投资收益	112	176	101	150	筹资活动现金流	-5,818	-1,884	-2,563	-2,664
营业利润	9,342	9,361	9,843	10,373	现金净流量	-22,987	10,783	9,794	9,949
营业外收支	-113	-120	-120	-120					
利润总额	9,230	9,241	9,723	10,253	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	874	897	932	985	成长能力				
净利润	8,356	8,344	8,792	9,269	营业收入增长率	-2.4%	4.7%	9.6%	9.6%
归属于母公司净利润	8,425	8,455	8,888	9,374	净利润增长率	-9.7%	0.4%	5.1%	5.5%
YoY (%)	-9.7%	0.4%	5.1%	5.5%	盈利能力				
每股收益	1.76	1.77	1.86	1.96	毛利率	37.9%	36.1%	35.7%	35.7%
					净利率	6.9%	6.6%	6.3%	6.1%
					总资产收益率 ROA	4.1%	3.8%	3.8%	3.7%
					净资产收益率 ROE	11.6%	10.4%	9.9%	9.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	43,885	54,668	64,462	74,412	流动比率	1.72	1.79	1.84	1.89
预付款项	692	512	606	689	速动比率	1.15	1.20	1.24	1.28
存货	41,258	45,476	49,850	54,601	现金比率	0.53	0.63	0.68	0.73
其他流动资产	55,952	55,473	59,155	62,760	资产负债率	64.7%	63.0%	61.9%	60.7%
流动资产合计	141,787	156,129	174,074	192,462	经营效率				
长期股权投资	2,334	2,568	2,811	3,040	总资产周转率	0.59	0.58	0.59	0.60
固定资产	14,178	14,725	15,171	15,543	每股指标 (元)				
无形资产	7,159	6,883	6,625	6,314	每股收益	1.76	1.77	1.86	1.96
非流动资产合计	65,536	64,195	62,570	60,726	每股净资产	15.22	16.99	18.85	20.81
资产合计	207,323	220,324	236,643	253,188	每股经营现金流	2.40	3.37	3.29	3.31
短期借款	7,027	7,458	7,214	6,855	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	33,331	33,733	37,620	41,446	估值分析				
其他流动负债	42,277	46,101	49,986	53,795	PE	17.97	17.89	17.02	16.14
流动负债合计	82,635	87,293	94,820	102,097	PB	2.65	1.86	1.68	1.52
长期借款	44,059	44,059	44,059	44,059					
其他长期负债	7,519	7,519	7,519	7,519					
非流动负债合计	51,577	51,577	51,577	51,577					
负债合计	134,213	138,870	146,398	153,674					
股本	4,784	4,784	4,784	4,784					
少数股东权益	302	190	94	-11					
股东权益合计	73,110	81,454	90,245	99,514					
负债和股东权益合计	207,323	220,324	236,643	253,188					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。