

## 中兴通讯 (000063.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 全面拥抱 AI 机遇，服务器营收增至去年同期三倍

**事件:** 公司 8 月 28 日晚发布《2025 年半年度报告》，公司实现营业收入 715.53 亿元，同比增长 14.51%；归母净利润 50.58 亿元，同比减少 11.77%；扣非归母净利润 41.04 亿元，同比减少 17.32%。

□ **第二曲线营收同比增长近翻倍，占比超 35%。** 2025 年上半年，①**运营商网络** 收入 350.64 亿元，同比减少 5.99%，主要由于无线接入产品收入下降、服务器及存储收入增长综合影响；毛利率 52.94%，同比下降 1.38 个百分点，主要由于数字能源产品毛利率下降；②**政企业务** 收入 192.54 亿元，同比增长 109.93%，主要由于服务器及存储收入增长；毛利率为 8.27%，同比下降 13.50 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；③**消费者业务** 收入 172.35 亿元，同比增长 7.59%，主要由于手机产品、云电脑收入增长；毛利率为 17.78%，同比下降 1.03 个百分点，主要由于家庭终端毛利率下降。

□ **服务器及存储营收同比增长超 200%，AI 服务器营收占比 55%。** 在算力基础设施领域，面向 AI 大模型带来的新机遇，中兴通讯强化智算产品研发及产业生态合作，通过自研芯片、智算服务器、超大规模集群、智算一体机等全栈国产化智算产品，及资源管理平台、训推平台、星云大模型、智能体工厂等软件方案，软硬件协同打造开放普惠的智算基座，提供端到端、全栈全场景智算解决方案，满足多样化 AI 场景需求。公司秉承开放心态，实现资源共享和优势互补，与合作伙伴共同打造整个生态链的竞争力；凭借多年算子算法优化经验，联合多家主流国产 GPU 厂商，显著提升国产硬件算力效率，加速国产智算自主可控进程。公司抓住智算投资增长机会，智算服务器收入大幅增长，成为公司整体营收增长的核心引擎。

□ **自研 AI 芯片矩阵逐步成型。** 中兴微作为公司芯片核心平台，在算力领域围绕“计算、数据、交换”，打造全域算力产品体系。中兴微已积累超过十年的多核处理器研发经验，从通信领域的定制处理器逐步发展到计算通用化+加速器领域定制的算力芯片——①**DPU 芯片**：“定海” DPU 支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡多种形态，为用户提供高性能、多样化的算力内核和加速硬件；②**CPU 芯片**：“珠峰” CPU 是基于 ARM v9.0 架构的领域定制异构处理器，具有业内领先的计算性能，具备核数多、高主频、高带宽、高算力、IO 丰富等特点；③**交换芯片**：“凌云” AI 大容量交换芯片可助力搭建面向 AI 加速器的高速互联开放架构，实现国产化 GPU 卡大规模高速互联。

□ **投资建议:** 中兴通讯致力于成为“网络连接和智能算力的领导者”，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。作为全球稀缺的能够提供从微电子、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，中兴通讯估值仍然有较大提升空间。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 80.82/86.37/94.79 亿元，对应 PE 分别为 28.1/26.3/23.9X，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 下游投资波动风险、宏观经济周期风险、国际环境变化风险。

TMT 及中小盘/通信

目标估值: NA

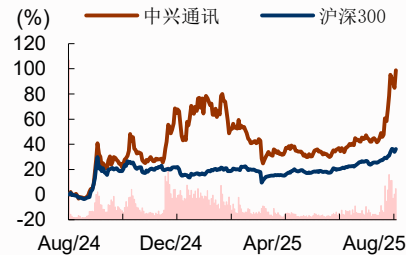
当前股价: 47.42 元

## 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)	226.8
流通市值 (十亿元)	191.0
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	27	6	84
相对表现	21	-4	51



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《中兴通讯 (000063) — AI 驱动第二曲线快速增长，智算服务器订贷占比超 60%》2025-04-23
- 《中兴通讯 (000063) — 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) — 大模型赋能智能手机业务，“连接+算力”能力稀缺》2024-12-19

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

lizhehan@cmschina.com.cn

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	140506	158710	176223
同比增长	1%	-2%	16%	13%	11%
营业利润(百万元)	10258	9342	8883	9482	10411
同比增长	17%	-9%	-5%	7%	10%
归母净利润(百万元)	9326	8425	8082	8637	9479
同比增长	15%	-10%	-4%	7%	10%
每股收益(元)	1.95	1.76	1.69	1.81	1.98
PE	24.3	26.9	28.1	26.3	23.9
PB	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5

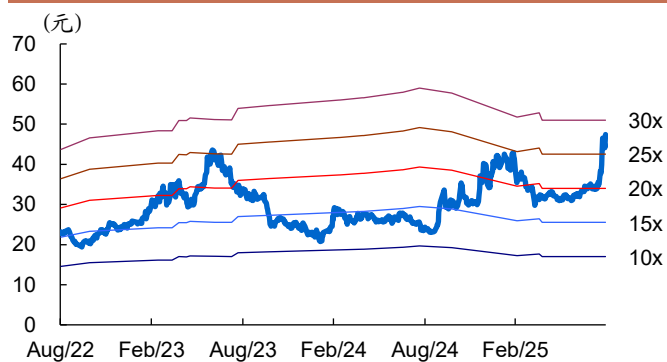
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：中兴通讯全栈开放智算平台



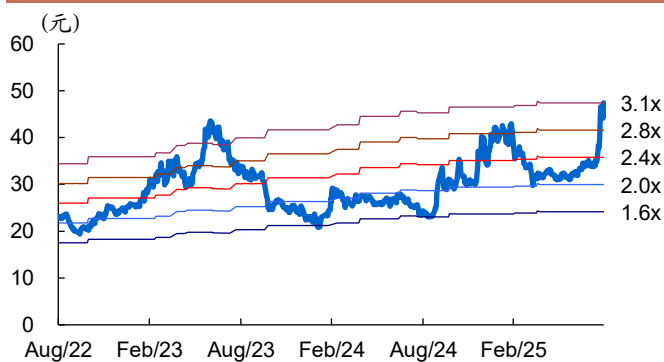
资料来源：公司数据、招商证券

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
<b>流动资产</b>	158505	141787	154710	171138	190221
现金	78543	43885	39626	41858	48305
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	24659	27854	30928
其它应收款	1146	2598	3009	3399	3774
存货	41131	41258	51607	59358	65810
其他	16624	18816	21867	24726	27462
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>200958</b>	<b>207323</b>	<b>220865</b>	<b>237803</b>	<b>257306</b>
<b>流动负债</b>	83030	82635	95988	111104	127497
短期借款	7560	7027	7027	12351	20138
应付账款	28374	33331	42507	49844	56335
预收账款	14890	12859	16216	18805	21022
其他	32206	29418	30237	30104	30002
<b>长期负债</b>	49596	51577	46903	42988	39724
长期借款	42576	44059	39384	35470	32206
其他	7020	7519	7519	7519	7519
<b>负债合计</b>	<b>132627</b>	<b>134213</b>	<b>142891</b>	<b>154093</b>	<b>167221</b>
股本	4783	4784	4784	4784	4784
资本公积金	27603	27476	27476	27476	27476
留存收益	35622	40549	45680	51485	57939
少数股东权益	323	302	35	(35)	(113)
归属于母公司所有者权益	68008	72808	77939	83745	90198
<b>负债及权益合计</b>	<b>200958</b>	<b>207323</b>	<b>220865</b>	<b>237803</b>	<b>257306</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	17406	11480	5432	6880	8234
净利润	9241	8356	8016	8566	9401
折旧摊销	4569	4538	4178	4287	4377
财务费用	2404	984	(199)	139	68
投资收益	205	(555)	(2538)	(2325)	(2096)
营运资金变动	(61446)	61186	(6388)	(5763)	(5287)
其它	62432	(63029)	2364	1975	1771
<b>投资活动现金流</b>	(20901)	(28672)	(2460)	(2473)	(2702)
资本支出	(4005)	(4015)	(4798)	(4798)	(4798)
其他投资	(16897)	(24658)	2338	2325	2096
<b>筹资活动现金流</b>	7372	(5818)	(7232)	(2175)	915
借款变动	7238	(3174)	(4480)	795	4009
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)	(2831)	(3026)
其他	270	750	199	(139)	(68)
<b>现金净增加额</b>	<b>3876</b>	<b>(23011)</b>	<b>(4260)</b>	<b>2232</b>	<b>6447</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	124251	121299	140506	158710	176223
营业成本	72650	75311	94971	110133	123114
营业税金及附加	1336	1176	1362	1539	1708
营业费用	10172	8901	8905	9265	9759
管理费用	5632	4477	4202	4271	4566
研发费用	25289	24031	24324	25730	28217
财务费用	(1101)	(265)	(199)	139	68
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	135	162	194
<b>营业利润</b>	10258	9342	8883	9482	10411
营业外收入	173	76	120	96	86
营业外支出	228	189	151	121	120
<b>利润总额</b>	10203	9230	8852	9457	10377
所得税	962	874	836	891	976
少数股东损益	(85)	(69)	(66)	(71)	(78)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9326</b>	<b>8425</b>	<b>8082</b>	<b>8637</b>	<b>9479</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	1%	-2%	16%	13%	11%
营业利润	17%	-9%	-5%	7%	10%
归母净利润	15%	-10%	-4%	7%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.5%	37.9%	32.4%	30.6%	30.1%
净利率	7.5%	6.9%	5.8%	5.4%	5.4%
ROE	14.7%	12.0%	10.7%	10.7%	10.9%
ROIC	7.3%	6.5%	6.0%	6.5%	6.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.0%	64.7%	64.7%	64.8%	65.0%
净负债比率	26.4%	27.3%	23.6%	22.3%	22.2%
流动比率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	6.4	5.8	6.1	6.0	6.0
应付账款周转率	2.5	2.4	2.5	2.4	2.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.95	1.76	1.69	1.81	1.98
每股经营净现金	3.64	2.40	1.14	1.44	1.72
每股净资产	14.22	15.22	16.29	17.51	18.86
每股股利	0.68	0.62	0.59	0.63	0.69
<b>估值比率</b>					
PE	24.3	26.9	28.1	26.3	23.9
PB	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	18.6	18.7	19.8	18.3	17.2

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。