

**2025年9月1日**

 何利超  
 H70529@capital.com.tw  
 目标价(元)

60

**公司基本资讯**

产业别	通信
A 股价(2025/8/29)	45.44
深证成指(2025/8/29)	12696.15
股价 12 个月高/低	47.9/22.85
总发行股数(百万)	4783.53
A 股数(百万)	4027.36
A 市值(亿元)	1830.03
主要股东	中兴新通讯有限公司(20.09%)
每股净值(元)	15.64
股价/账面净值	2.90
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	32.5 41.9 93.9

**近期评等**

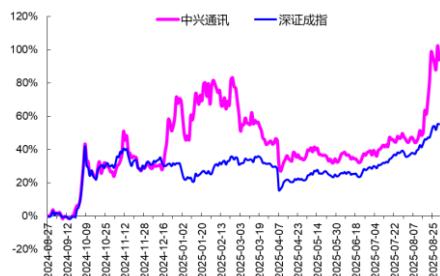
2024.05.30	买进	26.31
2024.03.30	买进	27.99
2023.04.24	买进	37.63

**产品组合**

运营商网络	49.00%
政企业务	26.91%
消费者业务	24.09%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	7.5%
一般法人	34.6%

**股价相对大盘走势**

**中兴通讯 (000063.SZ/00763.HK)**
**Buy 买进**
**运营商业务承压，AI 服务器相关业务快速增长**
**结论与建议：**

公司公布2025年中报，2025年上半年实现营收715.5亿元，同比增长14.5%；实现归母净利润50.6亿元，同比-11.8%；扣非后净利润41.0亿元，同比-17.3%。Q2单季度实现营收385.8亿元，同比+20.9%；实现归母净利润26.0亿元，同比-12.9%。业绩下滑主要是运营商资本开支持续下降，符合市场预期，维持“买进”评级。

- **运营商业务承压，AI 服务器相关业务带动政企业务快速增长：**公司营收增长主要来自于算力需求下的服务器市场快速增长，上半年政企业务收入达到了192.5亿元，同比增长110%，其中公司服务器及存储营收同比增长超200%，AI服务器占比达55%；运营业务收入350.6亿元，同比减少6%，主要由于运营商资本开支持续下降，影响了公司相关业务开展；消费者业务营收172.3亿元，同比增长7.6%，主要由于手机产品、云电脑收入增长。
- **营收结构变动影响公司盈利表现，降本增效持续推进：**盈利能力方面，由于服务器及存储业务的毛利率低于传统运营业务，营收结构变动影响了公司盈利表现。上半年公司毛利率32.45%，同比下滑了8.02pct。不过得益于公司严格的费用管控，销售/管理/研发费用率分别为6.13%/2.98%/17.70%，同比-0.57/-0.60/-2.37pct，降本增效带动公司净利率维持在7.07%，同比下降2.07pct。
- **公司具备完整的 AI 生态产品，未来 AI 领域有望持续成为公司业绩增长的新引擎：**子公司中兴微电子自研芯片围绕“计算、数据、交换”，可提供算力、网络交换、无线通信、宽带接入、等领域核心芯片及解决方案，因此公司具备从芯片到交换机、服务器、数据中心、训推平台全栈。此外，在2025年8月公司首次展示了在机内高速互联芯片(Scale Up Switch)的布局，目前该领域主要由海外的Marvell、博通垄断，未来行业快速发展叠加国产化浪潮下市场前景广阔。我们认为公司具备良好的技术能力和产品定位，具备AI赛道的完整生态产品，后续有望成为公司高速增长的新引擎。
- **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年分别实现净利润87.8/92.6/99.4亿元，YoY+4.2%/+5.5%/+7.3%，折合EPS为1.84/1.94/2.08元，目前A股股价对应的PE为25/23/22倍，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、运营商开支不及预期；2、中美冲突重新加剧；3、第二曲线算力相关业务开展不及预期。

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9326	8425	8780	9263	9935
同比增减	%	15.41%	-9.66%	4.22%	5.50%	7.25%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.95	1.76	1.84	1.94	2.08
同比增减	%	14.26%	-9.73%	4.29%	5.50%	7.25%
A 股市盈率(P/E)	X	23.1	25.6	24.5	23.2	21.7
H 股市盈率(P/E)	X	16.3	18.1	17.4	16.4	15.3
股利 (DPS)	RMB 元	0.68	0.80	0.90	1.00	1.10
股息率 (Yield)	%	2.29%	1.78%	2.00%	2.22%	2.44%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	124251	121299	141209	166694	193663
经营成本	72650	75311	96152	115863	137047
营业税金及附加	1336	1176	932	1100	1278
销售费用	10172	8901	9461	10668	11813
管理费用	5632	4477	4377	4667	4842
研发费用	25289	24032	24712	28338	31954
财务费用	(1101)	(265)	0	0	0
资产减值损失	(858)	(933)	(500)	(500)	(500)
投资收益	(205)	112	500	500	500
营业利润	10258	9342	8875	9358	10029
营业外收入	173	76	200	200	200
营业外支出	228	189	300	300	300
利润总额	10203	9230	8775	9258	9929
所得税	962	874	70	74	79
少数股东权益	(85)	(69)	(87)	(92)	(98)
归属于母公司所有者的净利润	9326	8425	8780	9263	9935

**附二：合并资产负债表**

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	78543	43885	44300	47136	52534
应收帐款	20822	21288	25418	30005	34859
存货	41131	41258	42363	50008	58099
流动资产合计	158505	141787	148269	175029	203347
长期股权投资	2158	2334	2500	2500	2500
固定资产合计	13372	14178	14121	16669	19366
在建工程	988	685	700	700	700
非流动资产合计	42454	65536	72000	74000	76000
资产总计	200958	207323	220269	249029	279347
流动负债合计	83030	82635	84725	100016	116198
非流动负债合计	49596	51577	53740	58037	62337
负债合计	132627	134213	138466	158054	178535
少数股东权益	323	302	215	123	24
股东权益合计	68331	73110	81803	90975	100812
负债及股东权益合计	200958	207323	220269	249029	279347

**附三：合并现金流量表**

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	17406	11480	13415	15836	18398
投资活动产生的现金流量净额	(20901)	(28672)	(20000)	(20000)	(20000)
筹资活动产生的现金流量净额	7372	(5818)	7000	7000	7000
现金及现金等价物净增加额	3941	(22987)	415	2836	5398

2

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或

---

印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实时。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。