



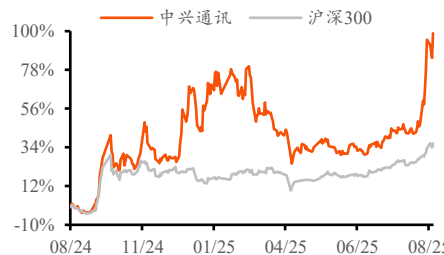
买入(维持)

行业： 通信
日期： 2025年09月01日
分析师： 应豪
E-mail： yinghao@yongxingsec.com
SAC编号： S1760524050002

基本数据

08月28日收盘价(元) 47.42
12mthA股价格区间(元) 23.30-47.90
总股本(百万股) 4,783.53
无限售A股/总股本 84.19%
流通市值(亿元) 1,909.77

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《营收重回增长轨道，战略升级初见成效》

——2025年04月25日

《拓宽“连接”主航道，聚焦“算力”新机遇》

——2025年03月17日

营收加速增长，技术引领网络连接与智能算力

——中兴通讯（000063）2025年二季度业绩点评

■ 事件描述

8月28日，公司发布2025年第二季度报告。

■ 核心观点

营收加速增长：2025Q2公司实现收入385.85亿元，同比增长20.92%；归母净利润26.04亿元，同比下滑12.94%；扣非后归母净利润21.47亿元，同比下滑7.22%。

运营商业务承压，核心产品市场份额稳中有升：2025年上半年，公司运营商网络营业收入350.64亿元，同比下滑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。公司无线、有线核心产品市场份额保持稳中有升态势。无线产品方面，国内市场，公司积极应对运营商5G投资下降挑战，优化格局，同时提前布局5G-A重点技术方向；国际市场，公司在喀麦隆、坦桑尼亚等多国提升份额。公司在核心网产品保持国内双寡头格局，国际市场多地取得新突破。有线产品方面，公司固网产品稳居全球领先地位。

政企业务增长显著，产品结构变化导致毛利率下滑：2025年上半年，公司政企业务营业收入192.54亿元，同比增长109.93%，主要受服务器及存储收入增长带动；毛利率同比下降13.5pct，主要由于服务器及存储毛利率下降及收入结构变动。公司加大智算产品研发和市场投入的成效显著，政企业务成为公司整体收入增长的核心引擎与驱动力。公司的全系列智算服务器满足国内头部互联网公司智算需求，取得突破性进展，实现规模销售。

核心技术持续创新，芯片等领域坚持长期投入：公司立足“网络连接和智能算力的领导者”，持续发力“连接+算力+能力+智力”，不断提升核心竞争力。公司自1996年开始芯片研发并持续强化投入，已具备业界领先的芯片全流程设计能力。此外，公司在数据库、操作系统等领域均坚持长期投入，持续发展。

■ 投资建议

我们持续看好公司在AI算力业务等方面的持续研发增长潜力。预计公司2025-2027年归母净利润分别为84.49/89.13/102.36亿元，对应8月28日PE估值为26.85/25.45/22.16倍。维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

国别风险；知识产权风险；技术发展不及预期的风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	121,299	136,332	158,562	182,571
年增长率(%)	-2.4%	12.4%	16.3%	15.1%
归属于母公司的净利润	8,425	8,449	8,913	10,236
年增长率(%)	-9.7%	0.3%	5.5%	14.8%
每股收益(元)	1.76	1.77	1.86	2.14
市盈率(X)	22.95	26.85	25.45	22.16
净资产收益率(%)	11.6%	10.8%	10.5%	11.2%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年08月28日收盘价）

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	158,505	141,787	155,556	171,253	187,311	
货币资金	78,543	43,885	47,378	47,360	47,105	
应收及预付	21,064	21,980	23,167	26,955	31,043	
存货	41,131	41,258	49,785	59,353	69,260	
其他流动资产	17,766	34,664	35,226	37,585	39,903	
非流动资产	42,454	65,536	74,296	83,358	93,949	
长期股权投资	2,158	2,334	2,364	2,404	2,454	
固定资产	13,372	14,178	14,472	14,921	15,450	
在建工程	988	685	527	451	493	
无形资产	7,697	7,159	5,952	4,656	4,695	
其他长期资产	18,239	41,179	50,981	60,927	70,858	
资产总计	200,958	207,323	229,852	254,612	281,260	
流动负债	83,030	82,635	97,023	113,919	132,153	
短期借款	7,560	7,027	6,527	6,027	5,527	
应付及预收	28,374	33,331	34,260	40,374	47,916	
其他流动负债	47,096	42,277	56,235	67,518	78,711	
非流动负债	49,596	51,577	54,138	56,038	57,638	
长期借款	42,576	44,059	46,059	47,859	49,359	
应付债券	0	1,005	1,005	1,005	1,005	
其他非流动负债	7,020	6,514	7,075	7,175	7,275	
负债合计	132,627	134,213	151,161	169,957	189,792	
股本	4,783	4,784	4,784	4,784	4,784	
资本公积	27,603	27,476	27,476	27,476	27,476	
留存收益	37,768	42,926	48,651	54,676	61,561	
归属母公司股东权益	68,008	72,808	78,457	84,482	91,367	
少数股东权益	323	302	235	173	102	
负债和股东权益	200,958	207,323	229,852	254,612	281,260	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	124,251	121,299	136,332	158,562	182,571	
营业成本	72,703	75,311	90,027	107,663	125,910	
营业税金及附加	1,336	1,176	1,091	1,110	1,461	
销售费用	10,120	8,901	8,862	10,307	11,319	
管理费用	5,632	4,477	4,540	5,280	5,776	
研发费用	25,289	24,031	24,849	27,456	30,665	
财务费用	-1,101	-265	209	175	198	
资产减值损失	-858	-933	-760	-765	-770	
公允价值变动收益	-702	-625	-100	-100	-100	
投资净收益	-205	112	682	951	1,278	
营业利润	10,258	9,342	9,296	9,823	11,287	
营业外收支	-55	-113	-45	-65	-80	
利润总额	10,203	9,230	9,251	9,758	11,207	
所得税	962	874	870	908	1,042	
净利润	9,241	8,356	8,382	8,851	10,165	
少数股东损益	-85	-69	-67	-62	-71	
归属母公司净利润	9,326	8,425	8,449	8,913	10,236	
EBITDA	15,025	14,803	15,392	16,281	16,784	
EPS (元)	1.96	1.76	1.77	1.86	2.14	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	17,406	11,480	16,657	16,927	17,776	
净利润	9,241	8,356	8,382	8,851	10,165	
折旧摊销	4,926	4,969	5,931	6,348	5,379	
营运资金变动	-977	-3,656	1,258	740	1,518	
其它	4,216	1,812	1,086	988	714	
投资活动现金流	-20,901	-28,672	-13,750	-14,369	-14,637	
资本支出	-3,900	-3,479	-4,438	-5,100	-5,680	
投资变动	-18,327	-27,286	-10,200	-10,220	-10,235	
其他	1,326	2,093	888	951	1,278	
筹资活动现金流	7,372	-5,818	585	-2,577	-3,393	
银行借款	5,048	950	1,500	1,300	1,000	
股权融资	1,676	374	0	0	0	
其他	647	-7,142	-915	-3,877	-4,393	
现金净增加额	3,941	-22,987	3,493	-19	-254	
期初现金余额	47,072	51,013	28,026	31,519	31,501	
期末现金余额	51,013	28,026	31,519	31,501	31,246	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	1.1%	-2.4%	12.4%	16.3%	15.1%
营业利润增长	16.6%	-8.9%	-0.5%	5.7%	14.9%
归母净利润增长	15.4%	-9.7%	0.3%	5.5%	14.8%
获利能力					
毛利率	41.5%	37.9%	34.0%	32.1%	31.0%
净利率	7.4%	6.9%	6.1%	5.6%	5.6%
ROE	13.7%	11.6%	10.8%	10.5%	11.2%
ROIC	7.5%	6.8%	6.1%	6.1%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	64.7%	65.8%	66.8%	67.5%
净负债比率	-35.8%	20.2%	19.4%	19.7%	19.7%
流动比率	1.91	1.72	1.60	1.50	1.42
速动比率	1.26	1.04	0.93	0.83	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.59	0.62	0.65	0.68
应收账款周转率	6.44	5.76	6.20	6.45	6.43
存货周转率	1.68	1.83	1.98	1.97	1.96
每股指标 (元)					
每股收益	1.96	1.76	1.77	1.86	2.14
每股经营现金流	3.64	2.40	3.48	3.54	3.72
每股净资产	14.22	15.22	16.40	17.66	19.10
估值比率					
P/E	13.51	22.95	26.85	25.45	22.16
P/B	1.86	2.65	2.89	2.69	2.48
EV/EBITDA	6.80	14.05	15.73	14.96	14.59

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。