

第二曲线发力，AI 服务器和自研芯片引领成长

2025 年 09 月 02 日

► **事件：**2025 年 8 月 28 日，中兴通讯发布 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，同比下降 11.77%；扣非归母净利润 41.04 亿元，同比下降 17.32%。

► **营收稳健增长，第二曲线业务翻倍增长。**

公司 25H1 收入增长 14.51%，以服务器及存储为代表的第二曲线业务成为增长核心引擎。政企和消费者业务营收合计占比超 50%。公司从“连接”向“连接+算力”的战略升级成效显著。1) 政企业务：营收同比增长 109.93%至 192.54 亿元，占总营收比重提升至 26.91%。公司服务器及存储营收同比增长超 200%，AI 服务器营收占比 55%。2) 消费者业务：营收同比增长 7.59%至 172.35 亿元，主要由手机和云电脑产品拉动。3) 运营商网络业务：受国内运营商 5G 投资进入成熟期影响，该业务收入同比下降 5.99%至 350.64 亿元。但公司无线、有线核心产品市场份额保持稳中有升，并积极布局 5G-A、400G OTN 等技术，巩固基本盘。

► **业务结构变化致盈利能力承压，费用管控成效凸显。**

公司销售毛利率为 32.45%，同比下降 7.99 个百分点。主要因收入结构变化，毛利率较低的政企业务（毛利率 8.27%）收入占比大幅提升所致。公司净利率为 7.07%，同比下降 2.1 个百分点。销售/管理/研发费用率分别为 6.13%/2.98%/17.70%，同比分别下降 0.57/0.60/2.67 个百分点，费用管控成效显著。此外，财务费用因净利息收入增加及汇兑收益，由去年同期的 0.46 亿元费用转为本期的 4.45 亿元收益，有效对冲了毛利率下滑带来的部分影响。

► **构建超节点解决方案，拓展全栈国产化智算产品。**

公司智算超节点系统，以自研 AI 大容量交换芯片为基石，与业界深度联动，打造超大规模智算集群，有效支持万亿参数以上大模型训练及高并发推理，初步建成国产化智算产业开放生态系统。公司强化智算产品的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。

► **投资建议：**我们预计公司 25-27 年归母净利润 86/94/115 亿元，对应 PE 为 25/23/19 倍。展望未来，公司传统通信网络领域保持领先竞争力；公司自研芯片/国产化解决方案/智算超节点系统有望助力公司服务器、交换机等产品获取更高份额，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。

推荐

维持评级

当前价格：

44.83 元

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@glms.com.cn

相关研究

1.中兴通讯 (000063.SZ) 2025 年一季报点评：盈利能力因收入结构变化承压，第二曲线加速成长-2025/04/24

2.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

3.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

4.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

5.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

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	140,680	167,134	199,587
增长率 (%)	-2.4	16.0	18.8	19.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,425	8,559	9,412	11,480
增长率 (%)	-9.7	1.6	10.0	22.0
每股收益 (元)	1.76	1.79	1.97	2.40
PE	25	25	23	19
PB	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价）

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	140,680	167,134	199,587
营业成本	75,311	90,380	110,366	133,932
营业税金及附加	1,176	1,547	1,838	2,195
销售费用	8,901	9,848	11,031	12,774
管理费用	4,477	4,783	5,348	5,988
研发费用	24,031	26,729	30,920	35,926
EBIT	9,834	10,833	11,716	13,649
财务费用	-265	424	235	-162
资产减值损失	-933	-1,040	-1,197	-1,284
投资收益	112	141	167	200
营业利润	9,342	9,509	10,450	12,726
营业外收支	-113	-118	-124	-130
利润总额	9,230	9,391	10,326	12,596
所得税	874	883	971	1,184
净利润	8,356	8,508	9,355	11,412
归属于母公司净利润	8,425	8,559	9,412	11,480
EBITDA	14,803	15,849	17,167	19,556

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	43,885	49,547	58,959	74,182
应收账款及票据	21,288	21,262	24,801	29,068
预付款项	692	723	828	938
存货	41,258	50,960	58,672	62,930
其他流动资产	34,664	38,238	40,159	42,571
流动资产合计	141,787	160,730	183,419	209,689
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	70,338	69,903	69,447
资产合计	207,323	231,067	253,321	279,136
短期借款	7,027	7,027	7,027	7,027
应付账款及票据	33,331	39,495	47,775	57,793
其他流动负债	42,277	47,095	54,755	62,480
流动负债合计	82,635	93,617	109,557	127,300
长期借款	44,059	46,359	46,359	46,359
其他长期负债	7,519	12,501	12,459	12,416
非流动负债合计	51,577	58,859	58,817	58,774
负债合计	134,213	152,477	168,374	186,074
股本	4,784	4,784	4,784	4,784
少数股东权益	302	251	195	126
股东权益合计	73,110	78,591	84,948	93,062
负债和股东权益合计	207,323	231,067	253,321	279,136

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	15.98	18.80	19.42
EBIT 增长率	-2.63	10.15	8.15	16.50
净利润增长率	-9.66	1.60	9.96	21.98
盈利能力 (%)				
毛利率	37.91	35.75	33.97	32.90
净利润率	6.95	6.08	5.63	5.75
总资产收益率 ROA	4.06	3.70	3.72	4.11
净资产收益率 ROE	11.57	10.93	11.10	12.35
偿债能力				
流动比率	1.72	1.72	1.67	1.65
速动比率	1.04	0.97	0.96	0.99
现金比率	0.53	0.53	0.54	0.58
资产负债率 (%)	64.74	65.99	66.47	66.66
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	0.64	0.69	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	1.76	1.79	1.97	2.40
每股净资产	15.22	16.38	17.72	19.43
每股经营现金流	2.40	2.29	4.13	5.49
每股股利	0.62	0.63	0.69	0.84
估值分析				
PE	25	25	23	19
PB	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	16.43	15.34	14.17	12.44
股息收益率 (%)	1.38	1.40	1.54	1.88

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,356	8,508	9,355	11,412
折旧和摊销	4,969	5,017	5,452	5,907
营运资金变动	-3,656	-5,648	1,536	5,499
经营活动现金流	11,480	10,977	19,740	26,260
资本开支	-3,479	-4,697	-4,731	-5,130
投资	-27,286	-4,894	0	0
投资活动现金流	-28,672	-9,229	-4,561	-4,931
股权募资	374	0	0	0
债务募资	-253	9,169	0	0
筹资活动现金流	-5,818	3,914	-5,766	-6,106
现金净流量	-22,987	5,662	9,413	15,223

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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