

中兴通讯（000063）

证券研究报告

2025 年 09 月 17 日

AI 驱动营收增长，深化“连接+算力”取得成效，持续看好算力布局赋能增长

事件：

中兴通讯发布 2025 年半年报，25H1 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，同比下滑 11.77%；实现扣非归母净利润 41.0 亿元。

营收增长提速，政企增长动能强：

单 Q2 公司实现营业收入 385.9 亿元，同比增长 20.92%，营收提速明显；实现归母净利润 26.04 亿元，同比下滑 12.94%。分业务来看，运营商网络、政企、消费者业务分别实现营收 350.6 亿元(YOY+5.99%)、192.5 亿元(YOY+109.93%)、172.3 亿元(YOY+7.59%)，政企业务营收增长动能凸显。

服务器领域持续拓展，连接+算力战略升级持续兑现！

25H1，公司以算力、终端产品为代表的第二曲线营收同比增长近 100%，占比超 35%。其中，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%。公司积极拓展斩获订单，近期又新增中标中国移动 AI 通用计算设备（推理型）的集采，总份额第一。

具备核心交换芯片能力

公司具备交换芯片自研能力，已具备 12.8T 关键芯片转发能力，技术持续迭代演进当中，中兴通讯将持续推动关键芯片的转发能力从 12.8T 向 51.2T 能力升格。

全面融入 AI 深化“连接+算力”，算力+终端领域不断拓展

AI 技术演进以及 AI 应用深入，或将促进智算中心建设以及消费端业务量增长，同时带动网络建设的增长，有望成为驱动未来 3-5 年 ICT 行业投资增长的主要引擎。云厂商也不断投入算力布局，公司智算+终端布局值得期待，赋能未来增长。

① 算力领域，公司通过自研芯片、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，提供端到端、全栈全场景智算解决方案。推出智算超节点系统，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。

② 终端方面，公司积极推动 AI 端侧应用，强化在个人消费者、家庭场景落地 AI 实践。终端领域，公司在业界率先提出“AI Together”理念，让优秀的大模型在充分协作的基础上各显其能。推出个性旗舰努比亚 Z70S Ultra 摄影师版、国民小折叠努比亚 Flip 2 等新品；同时全球首发多形态 AI 创新终端，二合一云 PAD 取得良好销售表现，公司积极提升面向个人和家庭的产品市场竞争力。

盈利预测与投资建议：受 25H1 运营商业承压，该业务毛利率相对较高，业务结构变化导致毛利率有所下行，同时公司深化“连接+算力”经营策略影响，有望带来第二成长曲线未来的持续突破。我们调整公司 25-27 年归母净利润预测为 85/93/102 亿元（前值为 92/105/118 亿元），对应 25-27 年 PE 估值为 25/23/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：运营商业持续承压、AI 产品推进进展不及预期、竞争加剧影响盈利能力、政治风险等

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,028.03
流通 A 股股本(百万股)	4,027.36
A 股总市值(百万元)	177,757.07
流通 A 股市值(百万元)	177,727.40
每股净资产(元)	15.64
资产负债率(%)	65.28
一年内最高/最低(元)	48.88/23.35

作者

王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
袁昊	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524050002	yuanhao@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中兴通讯-年报点评报告:运营商业承压，拥抱 AI 深化“连接+算力”，智算+端侧拓展布局值得期待》 2025-03-03
- 2 《中兴通讯-季报点评:国内运营商业承压，费用管控见成效，深化“连接+算力”助力 AI 向实》 2024-10-25
- 3 《中兴通讯-半年报点评:持续稳健增长，继续深化“连接+算力”行业机遇》 2024-08-19

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	124,250.88	121,298.75	142,218.32	155,841.33	171,480.50
增长率(%)	1.05	(2.38)	17.25	9.58	10.04
EBITDA(百万元)	38,981.37	36,392.55	14,777.77	15,734.20	16,314.82
归属母公司净利润(百万元)	9,325.75	8,424.79	8,460.15	9,289.41	10,158.92
增长率(%)	15.41	(9.66)	0.42	9.80	9.36
EPS(元/股)	1.95	1.76	1.77	1.94	2.12
市盈率(P/E)	22.72	25.15	25.05	22.81	20.86
市净率(P/B)	3.12	2.91	2.69	2.49	2.29
市销率(P/S)	1.71	1.75	1.49	1.36	1.24
EV/EBITDA	2.17	4.23	11.25	9.80	9.10

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	78,543.22	43,885.35	44,961.79	54,769.96	59,261.56
应收票据及应收账款	20,821.53	21,288.39	25,327.61	23,156.36	27,335.12
预付账款	242.44	692.10	312.36	266.64	321.92
存货	41,131.26	41,257.66	52,448.96	43,085.84	55,224.20
其他	12,921.14	29,691.78	35,735.46	36,547.47	37,930.42
流动资产合计	153,659.58	136,815.27	158,786.18	157,826.27	180,073.23
长期股权投资	2,157.55	2,333.84	2,333.84	2,333.84	2,333.84
固定资产	13,372.36	14,178.42	14,907.28	15,292.36	15,248.63
在建工程	987.80	685.38	706.84	708.15	709.34
无形资产	8,998.99	8,753.76	7,003.01	5,252.26	3,501.51
其他	16,937.06	39,584.49	40,113.47	42,113.47	43,113.47
非流动资产合计	42,453.77	65,535.88	65,064.44	65,700.08	64,906.78
资产总计	200,958.32	207,323.23	223,850.62	223,526.35	244,980.01
短期借款	7,560.36	7,027.07	7,000.00	7,000.00	7,000.00
应付票据及应付账款	28,374.16	33,331.13	42,154.76	37,168.07	46,912.88
其他	32,206.23	29,417.86	47,507.22	45,401.37	49,827.14
流动负债合计	68,140.76	69,776.06	96,661.98	89,569.44	103,740.03
长期借款	42,576.06	44,058.92	40,000.00	40,000.00	40,000.00
应付债券	0.00	1,004.88	1,004.88	1,004.88	1,004.88
其他	7,020.40	6,513.68	7,200.00	7,400.00	7,500.00
非流动负债合计	49,596.46	51,577.48	48,204.88	48,404.88	48,504.88
负债合计	132,626.87	134,212.95	144,866.86	137,974.32	152,244.91
少数股东权益	323.14	301.80	253.17	318.85	390.68
股本	4,783.25	4,783.54	4,783.53	4,783.53	4,783.53
资本公积	27,603.29	27,476.10	27,476.10	27,476.10	27,476.10
留存收益	37,768.34	42,926.17	48,848.27	55,350.86	62,462.10
其他	(2,146.57)	(2,377.32)	(2,377.32)	(2,377.32)	(2,377.32)
股东权益合计	68,331.45	73,110.28	78,983.76	85,552.03	92,735.10
负债和股东权益总计	200,958.32	207,323.23	223,850.62	223,526.35	244,980.01

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	9,240.85	8,355.61	8,460.15	9,289.41	10,158.92
折旧摊销	4,569.02	4,537.91	4,100.42	4,244.36	4,373.30
财务费用	2,404.10	983.97	(8.28)	(289.27)	(804.06)
投资损失	205.03	(554.93)	(200.00)	(200.00)	(180.00)
营运资金变动	2,851.52	(28,479.77)	(987.51)	2,175.54	(4,184.77)
其它	(1,864.82)	26,637.04	661.75	593.83	602.62
经营活动现金流	17,405.70	11,479.84	12,026.53	15,813.87	9,966.00
资本支出	5,368.41	5,493.74	2,413.68	2,680.00	2,480.00
长期投资	403.52	176.29	0.00	0.00	0.00
其他	(26,673.28)	(34,342.45)	(6,776.12)	(6,360.00)	(5,880.00)
投资活动现金流	(20,901.35)	(28,672.42)	(4,362.44)	(3,680.00)	(3,400.00)
债权融资	13,502.05	(202.73)	(4,070.44)	489.27	1,004.06
股权融资	(1,329.74)	(3,309.10)	(2,517.20)	(2,814.97)	(3,078.46)
其他	(4,800.71)	(2,306.55)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	7,371.59	(5,818.38)	(6,587.65)	(2,325.70)	(2,074.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,875.94	(23,010.95)	1,076.44	9,808.17	4,491.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	124,250.88	121,298.75	142,218.32	155,841.33	171,480.50
营业成本	72,650.28	75,311.07	93,706.61	104,219.77	116,419.79
营业税金及附加	1,335.66	1,175.97	1,066.64	1,168.81	1,286.10
销售费用	10,171.87	8,900.50	9,101.97	9,350.48	9,945.87
管理费用	5,631.78	4,477.02	4,408.77	4,519.40	4,629.97
研发费用	25,289.21	24,031.50	24,888.21	26,493.03	28,637.24
财务费用	(1,101.19)	(264.57)	(8.28)	(289.27)	(804.06)
资产/信用减值损失	(934.16)	(840.73)	(610.00)	(596.50)	(580.98)
公允价值变动收益	(702.28)	(625.13)	731.22	500.00	500.00
投资净收益	(205.03)	112.39	200.00	200.00	180.00
其他	1,856.37	(321.45)	0.00	0.00	0.00
营业利润	10,258.38	9,342.18	9,375.63	10,482.61	11,464.61
营业外收入	173.06	76.28	83.91	92.30	101.53
营业外支出	228.30	188.86	198.30	218.13	239.94
利润总额	10,203.14	9,229.61	9,261.24	10,356.78	11,326.20
所得税	962.29	873.99	870.56	973.54	1,064.66
净利润	9,240.85	8,355.61	8,390.68	9,383.24	10,261.54
少数股东损益	(84.90)	(69.18)	(69.47)	93.83	102.62
归属于母公司净利润	9,325.75	8,424.79	8,460.15	9,289.41	10,158.92
每股收益（元）	1.95	1.76	1.77	1.94	2.12

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.05%	-2.38%	17.25%	9.58%	10.04%
营业利润	16.64%	-8.93%	0.36%	11.81%	9.37%
归属于母公司净利润	15.41%	-9.66%	0.42%	9.80%	9.36%
获利能力					
毛利率	41.53%	37.91%	34.11%	33.12%	32.11%
净利率	7.51%	6.95%	5.95%	5.96%	5.92%
ROE	13.71%	11.57%	10.75%	10.90%	11.00%
ROIC	26.83%	26.64%	25.28%	27.96%	35.14%
偿债能力					
资产负债率	66.00%	64.74%	64.72%	61.73%	62.15%
净负债率	-29.84%	18.87%	10.94%	-1.13%	-5.67%
流动比率	1.91	1.72	1.64	1.76	1.74
速动比率	1.41	1.22	1.10	1.28	1.20
营运能力					
应收账款周转率	6.44	5.76	6.10	6.43	6.79
存货周转率	2.88	2.94	3.04	3.26	3.49
总资产周转率	0.65	0.59	0.66	0.70	0.73
每股指标（元）					
每股收益	1.95	1.76	1.77	1.94	2.12
每股经营现金流	3.64	2.40	2.51	3.31	2.08
每股净资产	14.22	15.22	16.46	17.82	19.30
估值比率					
市盈率	22.72	25.15	25.05	22.81	20.86
市净率	3.12	2.91	2.69	2.49	2.29
EV/EBITDA	2.17	4.23	11.25	9.80	9.10
EV/EBIT	2.46	4.83	15.57	13.42	12.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com