

2025 年 09 月 26 日

投资评级：买入（首次）

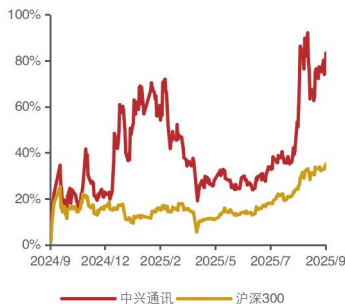
## 证券分析师

葛星甫  
SAC: S1350524120001  
gexingfu@huayuanstock.com

## 联系人

熊宇翔  
xiongyuxiang@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 09 月 25 日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 45.80       |
| 一年内最高/最低（元） | 48.88/25.36 |
| 总市值（百万元）    | 219,085.90  |
| 流通市值（百万元）   | 219,055.11  |
| 总股本（百万股）    | 4,783.53    |
| 资产负债率（%）    | 65.28       |
| 每股净资产（元/股）  | 15.64       |

资料来源：聚源数据

## 中兴通讯 (000063.SZ)

——乘 AI 之风，算力、终端业务有望开启新一轮增长

## 投资要点：

- **全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商。**公司深耕 ICT 行业 40 年，拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案，集设计、开发、生产、销售、服务于一体，聚焦运营商网络、政企业务、消费者三大业务。根据 Dell'Oro Group 数据，2023 年，公司在全球电信设备市场市占率为 11%，位列全球第四、国内第二，市场地位较稳固。随着 5G 网络建设逐步进入平台期，公司加速向“连接+算力”转型，25H1，公司实现营收 715.53 亿元，同比+14.51%，其中，以服务器和存储产品为代表的政企业务营收翻倍，公司业绩有望重回增长轨道。
- **夯实连接业务基本盘，打造“算力+终端”第二增长曲线。**连接业务：公司运营商网络业务基本盘稳固，25H1 毛利率达 52.94%，具备较好的盈利水平，成为公司重要的现金流来源。此外，公司前瞻布局 5G-A 技术，并积极推动 400G 光网向省干下沉，在存量中找增量。算力业务：AI 大模型的出现催生了大量的算力需求，公司紧抓这一机遇，大力布局算力基础设施相关业务，主要提供服务器及存储、交换机和数据中心配套等产品。25H1，国内外政企客户加大对算力基础设施的投资，公司顺势拓展政企业务，实现该板块营收翻倍，政企业务跃升为公司核心增长极。终端业务：公司贯彻“AI for All”理念，不断拓展 AI 技术在终端设备的应用，尤其在手机领域，公司 25H1 发布全球首款全尺寸款内嵌 DeepSeek-R1 的 AI 手机努比亚 Z70 Ultra。更高效、智能的用户体验有望推动公司 AI 终端产品出货量提高。
- **坚持底层核心技术自主研发，自研芯片筑深护城河。**公司扎根底层技术，坚持芯片、数据库、操作系统的自主研发。在芯片领域，公司自 1996 年开始芯片研发，在先进工艺设计、先进架构和封装设计、核心知识产权、数字化高效开发平台等方面持续强化投入，子公司中兴微电子已具备复杂 SoC 芯片前后端全流程设计能力，自主研发并成功商用的芯片超过 130 种。目前，公司已推出“珠峰”系列 CPU 和“定海”DPU 芯片，前者于 2024 年中标中国移动 PC 服务器集采项目；后者卡位继 CPU 和 GPU 之后的第三大核心基础性算力芯片。公司在芯片领域的研发布局和技术纵深，或有助于其在 AI 浪潮中筑造核心竞争力。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 83.80/89.37/103.79 亿元，同比增速分别为-0.54%/6.65%/16.14%，当前股价对应的 PE 分别为 26.14/24.52/21.11 倍。我们选取紫光股份、浪潮信息、烽火通信、中科曙光为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 39.58 倍。鉴于公司为全球第四大通信设备供应商，运营商网络业务基本盘稳固，算力、终端业务构成的第二增长曲线成效凸显，同时自研储备底层核心技术，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：地缘政治风险；AI 技术风险；汇率风险等。**

## 盈利预测与估值（人民币）

|            | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 124,251 | 121,299 | 138,475 | 156,636 | 174,408 |
| 同比增长率（%）   | 1.05%   | -2.38%  | 14.16%  | 13.11%  | 11.35%  |
| 归母净利润（百万元） | 9,326   | 8,425   | 8,380   | 8,937   | 10,379  |
| 同比增长率（%）   | 15.41%  | -9.66%  | -0.54%  | 6.65%   | 16.14%  |
| 每股收益（元/股）  | 1.95    | 1.76    | 1.75    | 1.87    | 2.17    |
| ROE（%）     | 13.71%  | 11.57%  | 10.32%  | 9.92%   | 10.33%  |
| 市盈率（P/E）   | 23.49   | 26.00   | 26.14   | 24.52   | 21.11   |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 83.80/89.37/103.79 亿元，同比增速分别为–0.54%/6.65%/16.14%，当前股价对应的 PE 分别为 26.14/24.52/21.11 倍。我们选取紫光股份、浪潮信息、烽火通信、中科曙光为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 39.58 倍。鉴于公司为全球第四大通信设备供应商，运营商网络业务基本盘稳固，算力、终端业务构成的第二增长曲线成效凸显，同时自研储备底层核心技术，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

公司深耕通讯设备行业 40 年，拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案，集设计、开发、生产、销售、服务于一体，聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务。展望未来，公司在保持以无线、有线产品为主的第一曲线业务市场份额稳中有进的同时，将加速拓展以算力、终端为代表的第二曲线业务。

**运营商网络业务：**公司积极应对国内 5G 投资下降挑战，持续深耕基本盘，核心产品市场份额保持稳中有升，同时拓展智算项目，深入布局 5G-A、万兆接入等未来技术方向。我们预计运营商网络业务 2025–2027 年收入同比增长 1.00%/2.00%/2.00%。

**政企业务：**公司抓住智算投资增长机会，一方面充分把握国内头部互联网、行业公司等加大智算投资的机遇，扩大合作规模；另一方面紧跟海外大国加快数据中心、服务器等算力基础设施建设新机会，深化中资企业出海及海外本地客户合作。我们预计政企业务 2025–2027 年收入同比增长 80.00%/45.00%/30.00%。

**消费者业务：**公司以“AI for All”为核心战略，通过全品类 AI 终端的前瞻布局，加速构建全景智慧生态，家庭终端、智能手机、云电脑及移动互联产品协同发力。我们预计显示消费者业务 2025–2027 年收入同比增长 5.00%/5.00%/5.00%。

### 投资逻辑要点

公司为全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商，在全球电信设备市场占有率位列全球第四、国内第二，市场地位较为稳固。

公司持续夯实连接业务基本盘，同时紧抓 AI 大模型机遇，打造“算力+终端”第二增长曲线。

公司坚持底层核心技术自主研发，自研“珠峰”系列 CPU 和“定海”DPU 芯片，进一步筑深技术护城河，构建 AI 时代核心竞争力。

### 核心风险提示

地缘政治风险；AI 技术风险；汇率风险等。

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 中兴通讯：全球领先的通信设备供应商.....            | 5  |
| 1.1. 坚守 ICT 行业 40 年，算力业务开启发展新阶段..... | 5  |
| 1.2. 运营商网络业务稳固，算力、终端打造第二增长曲线.....    | 6  |
| 2. 紧抓 AI 机遇，加快“连接+算力”转型.....         | 7  |
| 2.1. 运营商业务：第一曲线筑基，迎 5G-A 升级趋势.....   | 7  |
| 2.2. 政企业务：算力需求驱动业务规模快速扩张.....        | 8  |
| 2.3. 消费者业务：拓展 AI 终端应用场景.....         | 10 |
| 3. 扎根底层技术，自研芯片筑造壁垒.....              | 11 |
| 4. 盈利预测与评级.....                      | 12 |
| 5. 风险提示.....                         | 13 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司发展历程 .....                           | 5  |
| 图表 2: 公司产品矩阵 .....                           | 5  |
| 图表 3: 公司营收及增速 .....                          | 6  |
| 图表 4: 公司归母净利润及增速 .....                       | 6  |
| 图表 5: 公司分业务营收占比 (单位: %) .....                | 6  |
| 图表 6: 公司毛利率情况 (单位: %) .....                  | 7  |
| 图表 7: 公司期间费用率情况 (单位: %) .....                | 7  |
| 图表 8: 公司运营商网络业务营收及增速 .....                   | 8  |
| 图表 9: 2023 年全球电信设备行业市占率 .....                | 8  |
| 图表 10: 公司 5G-A 解决方案 .....                    | 8  |
| 图表 11: 公司政企业务营收及增速 .....                     | 9  |
| 图表 12: 全球人工智能服务器市场规模预测 .....                 | 9  |
| 图表 13: 中兴智算服务器支持 2 种 GPU 形态和多元算力平台 .....     | 10 |
| 图表 14: 中兴 AiCube DeepSeek 一体机 .....          | 10 |
| 图表 15: 公司消费者业务营收及增速 .....                    | 10 |
| 图表 16: 公司消费者业务产品矩阵 .....                     | 10 |
| 图表 17: 公司推出全球首款全尺寸内嵌 DeepSeek-R1 的智能手机 ..... | 11 |
| 图表 18: 中兴微电子研发设计能力 .....                     | 11 |
| 图表 19: DPU 在分布式存储的算力需求路径上的应用 .....           | 12 |
| 图表 20: 盈利预测拆分表 (单位: 亿元, %) .....             | 12 |
| 图表 21: 可比公司估值表 .....                         | 13 |

## 1. 中兴通讯：全球领先的通信设备供应商

### 1.1. 坚守 ICT 行业 40 年，算力业务开启发展新阶段

中兴通讯股份有限公司（以下简称“中兴通讯”或“公司”）所属通信设备类制造行业，拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案，集设计、开发、生产、销售、服务于一体，聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务。公司前身深圳市中兴半导体有限公司成立于 1985 年，1997 年更名为中兴通讯股份有限公司并于深交所主板上市，2004 年又于香港联交所主板上市。公司历经 40 年的发展，把握住了 3G 移动宽带、4G 移动互联、5G 万物智联的机会，实现了从“1G 空白、2G 跟随、3G 突破”到“4G 同步，5G 引领”的跨越式发展。目前，公司已成为全球领先的综合信息与通信技术解决方案提供商，业务覆盖 160 多个国家和地区，服务全球 1/4 以上人口。面对当下全新智能技术引发的科技浪潮，公司持续强化核心技术创新，正加速向“连接+算力”业务方向转型。

图表 1：公司发展历程



资料来源：中兴通讯官网，公司公告，华源证券研究所

公司业务覆盖运营商网络、政企业务、消费者业务三大板块。（1）运营商网络业务：传统网络领域，公司无线、有线核心产品的市场份额稳中有升；新兴算力网络领域，公司依托在智算领域大规模复杂软硬件研发设计和集成交付的能力，为运营商提供数字化转型与智能化升级的解决方案。（2）政企业务：公司主要为头部互联网企业、大型金融机构等政企行业客户提供服务器及存储、交换机、数据中心配套等产品。（3）消费者业务：产品包括家庭终端、手机及移动互联产品、云电脑等，在细分领域均有优势品类。

图表 2：公司产品矩阵



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 1.2. 运营商网络业务稳固，算力、终端打造第二增长曲线

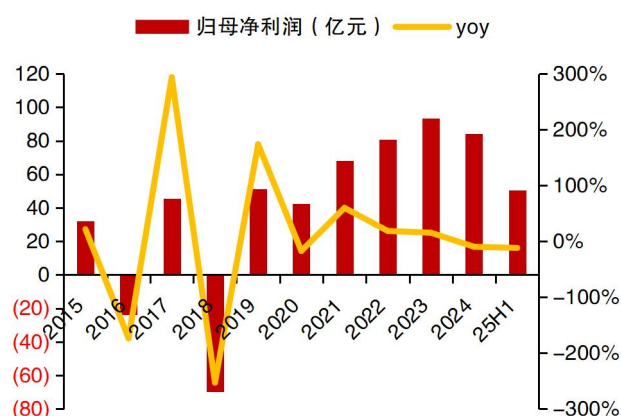
公司保持稳健经营，政企业务或开启公司新增长阶段。2015 年以来，公司利润端仅 2016 年和 2018 年出现亏损，主要系分别受到美国 8.9 亿美元和 10 亿美元的处罚；2019 年之后，全球进入 5G 网络建设期，电信行业迎来新的繁荣阶段，公司抓住技术变革的机遇，实现了业绩的稳健增长；2024 年，随着 5G 网络建设进入成熟期，运营商投资整体下降、结构变化，公司进入业务调整期，从全连接转向“连接+算力”。2025 年上半年，公司秉持“All in AI, AI for All”的战略主张，加速 AI 与 ICT 融合创新，在巩固国内运营商基本盘、提升海外运营商市占率的同时，深化算力需求的拓展，加快 AI 端侧产品升级，有效推动公司营收增长提速，实现营收 715.53 亿元，同比+14.51%，其中，政企业务跨越式增长，营收同比+109.9%，成为公司整体营收增长的核心引擎。

图表 3：公司营收及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

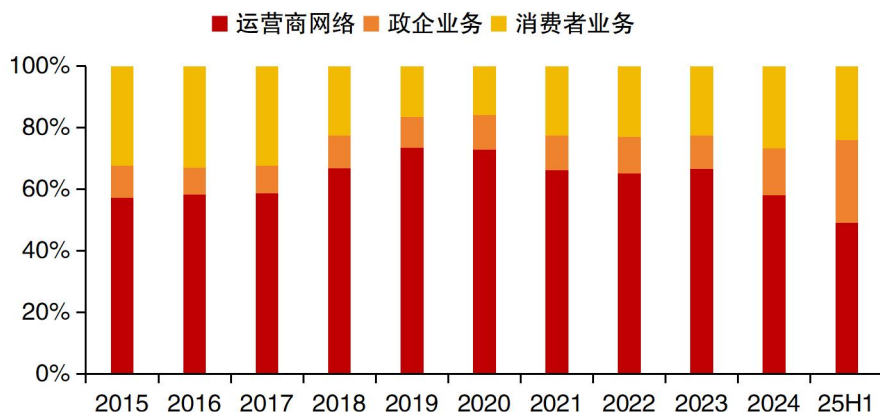
图表 4：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

业务布局持续优化，政企、消费者业务营收占比快速提升。2025 年上半年，在 AI 基础设施建设加速落地的背景下，公司全面拥抱 AI 浪潮带来的市场机遇，推动算力业务规模上量，以算力、终端产品为代表的第二曲线营收同比增长近 100%，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%。目前，公司收入结构已发生较大变化，政企和消费者业务营收 25H1 合计占比超 50%，公司“连接+算力”战略升级持续见效。

图表 5：公司分业务营收占比（单位：%）

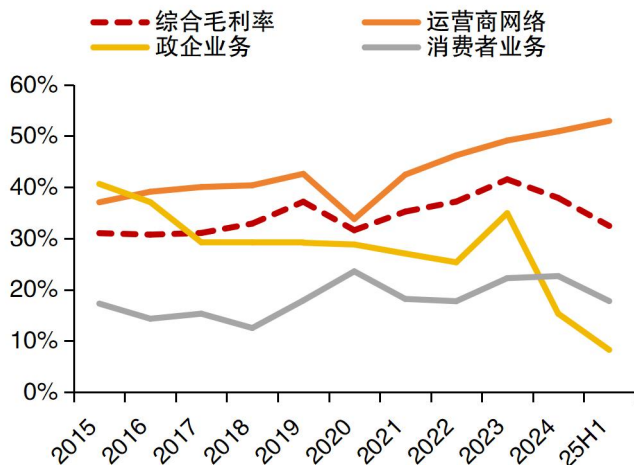


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**运营商网络业务为利润贡献主力，第二曲线业务尚在开拓期。**运营商网络作为公司基本盘业务，近年来盈利能力持续向好，25H1 实现毛利率 52.94%，成为公司重要的利润来源。政企/消费者业务 25H1 分别实现毛利率 8.27%/17.78%，同比-13.50pct/-1.03pct，主要系算力、终端业务市场竞争较为充分，拓展期的毛利率略承压。

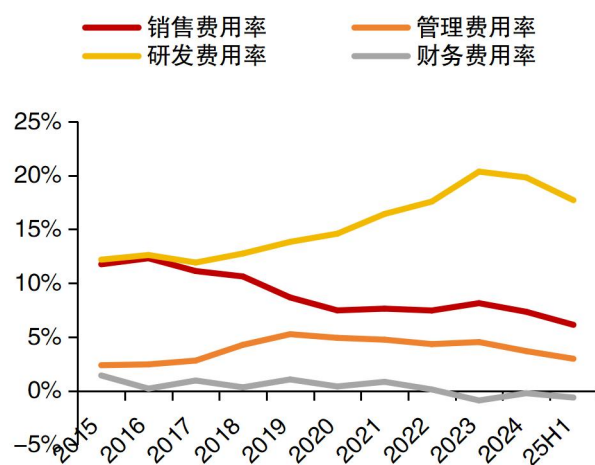
**费用端，公司重视研发的同时有效管控费用。**一方面，公司坚持技术领先，保持一定的研发投入强度，2019-2024 年累计研发费用达 1170.7 亿元，研发投入服务器、交换机、终端、芯片等领域。另一方面，公司持续注重资源的精准投放，有效管控期间费用，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.13%/2.98%/17.70%/-0.62%，均实现同比下降。

图表 6：公司毛利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司期间费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

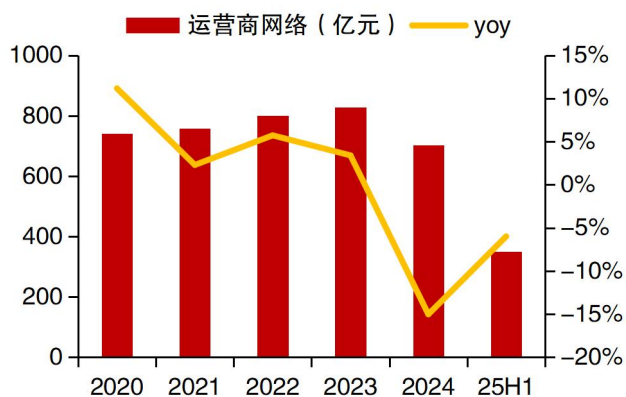
## 2. 紧抓 AI 机遇，加快“连接+算力”转型

### 2.1. 运营商业务：第一曲线筑基，迎 5G-A 升级趋势

**通讯设备行业市场集中度高，公司基本盘稳固。**根据 Dell'Oro Group 数据，2023 年全球电信设备行业 CR4 约 69%，市场集中度较高且格局稳定，公司排名全球第四、国内第二，市场地位较为稳固。2025 年上半年，公司运营商网络业务实现营收 350.64 亿元，同比-5.99%，

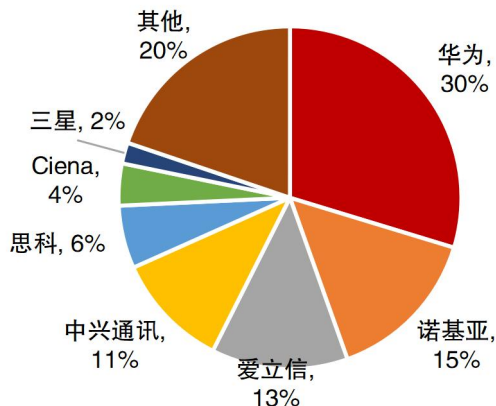
对比 2024 年营收降幅明显收窄,同时保持 52.94%的较高毛利率水平,已成为公司重要的“现金奶牛”。

图表 8: 公司运营商网络业务营收及增速



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 9: 2023 年全球电信设备行业市占率



资料来源: C114 通信网公众号, Dell'Oro Group, 华源证券研究所

**基础通信行业进入“存量稳固”与“增量优化”并行阶段。**目前,网络建设的战略重心正从“广覆盖”转向“深度优化”,面向未来的网络演进加速,400G 光网向省干下沉,运营商正积极部署以通感一体为代表的 5G-A 技术,并依托逐步成熟的 50G PON 技术,前瞻性地探索万兆商业场景。基于此背景,公司对 5G-A 的技术演进做了整体布局 and 开发应用,将以“无缝万兆、泛在智能、确定能力、空天地一体、千亿物联、全域通感”六大场景和技术能力,持续推进 5G-A 创新技术在 To C、To B 和 To X 三大领域的应用落地和产业成熟。在国内市场,公司预计将继续深耕基本盘业务,同时推动 5G-A、50G PON 接入升级,以及 400G OTN 建设下沉至省干网、智算规模应用带动 IP 骨干网及城域网升级;在国际市场,公司将坚持大国大 T 战略,把握无线现代化改造、光纤建设机会,寻求新的增长空间。

图表 10: 公司 5G-A 解决方案

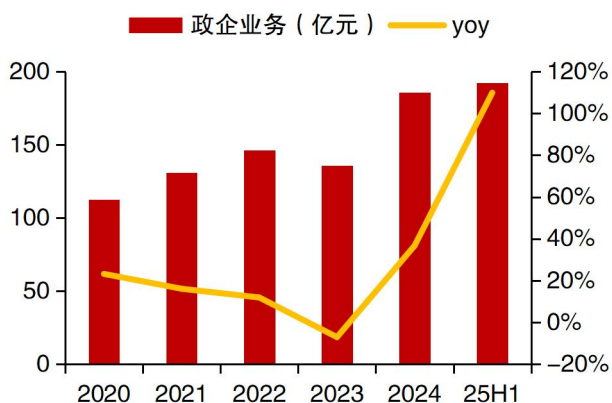


资料来源: 中兴通讯官网, 华源证券研究所

## 2.2. 政企业务: 算力需求驱动业务规模快速扩张

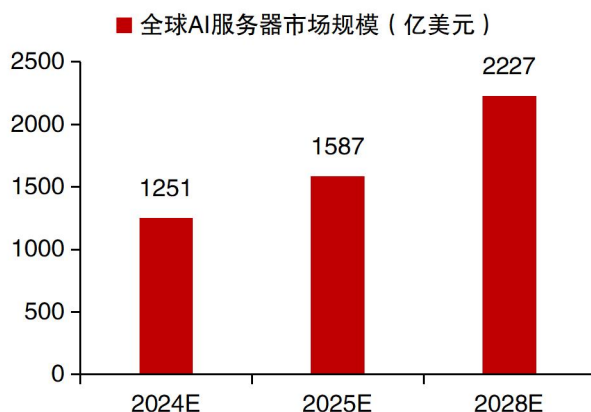
**算力需求增长带动公司政企业务快速增长。**自 2022 年 OpenAI 发布 ChatGPT 以来，AI 大模型迅速发展，催生了大量 AI 服务器等算力基础设施的需求。根据 IDC 和浪潮信息编写的《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》，2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1251 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元。面对 AI 大模型带来的新机遇，公司强化智算相关产品的研发，通过自研芯片、AI 服务器等硬件与 AI 工具链、软硬协同优化等软件能力，结合智能体工厂，提供端到端、全栈全场景智算解决方案，满足多样化 AI 场景需求。2025 年上半年，国内外政企客户加大对算力基础设施的投资，公司顺势拓展政企业务，实现营收 192.54 亿元，同比+109.93%，成为驱动公司业绩增长的新引擎。

图表 11：公司政企业务营收及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：全球人工智能服务器市场规模预测



资料来源：《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》IDC&浪潮信息，华源证券研究所

**具体来看，公司政企业务以三大产品为主：**  
**（1）服务器及存储：**公司提供满足全场景需求的系列服务器产品（高性能训练服务器、高性价比推理服务器、开箱即用智算一体机等），适配业界主流 CPU 和 GPU。同时，公司自研定海芯片，支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种形态，提供高性能、多样化的算力加速硬件。  
**（2）交换机：**公司在互联网行业白盒交换机持续规模商用，金融行业以第一名中标国有大行项目，电力行业突破智算训练集群项目。  
**（3）数据中心：**公司在国内市场聚焦高价值头部客户，为互联网公司提供定制化服务，自研产品入围国有大行短名单；国际市场夯实菲律宾、印尼等存量市场的同时，积极拓展拉美、北非、中亚等新增市场。

图表 13：中兴智算服务器支持 2 种 GPU 形态和多元算力平台



资料来源：中兴通讯服务器存储公众号，华源证券研究所

图表 14：中兴 AiCube DeepSeek 一体机



资料来源：中兴通讯服务器存储公众号，华源证券研究所

## 2.3. 消费者业务：拓展 AI 终端应用场景

公司业务布局延伸至 C 端，覆盖家庭终端、移动终端、云电脑等产品。公司致力于将“AI for All”理念付诸实践，不断拓展 AI 技术应用于手机、PC、平板、移动互联产品及智能穿戴设备等终端生态体系的广度与深度。2025 年上半年，公司消费者业务实现营收 172.35 亿元，同比+7.59%，并在多个品类取得新进展：（1）家庭终端：国内市场 FTTR 保持领先优势；Wi-Fi 7 路由器在国内外均有应用；（2）手机：已发布首款全尺寸内嵌 DeepSeek 的小折叠手机 Flip 2、努比亚 Z70S Ultra 摄影师版及努比亚平板 Pro 等 AI 新品；（3）移动互联产品：根据公司 2025 年半年报，其 5G FWA & MBB 市场份额连续四年全球第一。（4）云电脑：拥有驭风、扶摇、玲珑、逍遥等全系列云电脑产品，并已全新发布 AI 创新终端中兴自由屏。

图表 15：公司消费者业务营收及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：公司消费者业务产品矩阵



资料来源：中兴通讯官网，公司公告，华源证券研究所

AI 大模型深度嵌入手机终端的先行者。2025 年 2 月 13 日，公司推出全球首款全尺寸内嵌 DeepSeek-R1 的智能手机努比亚 Z70 Ultra。一方面，该机搭载了完整的 6710 亿参数 DeepSeek-R1 模型，保证 AI 性能的“满血释放”，并提供更强大的深度推理能力，覆盖更复杂的场景需求，在流畅度和稳定性方面优化了用户体验。另一方面，努比亚 Z70 Ultra 实现了系统级交互整合，与星云 AI 多模态能力结合，带来一体化、跨终端 AI 体验，例如，用户在星云智能中调用 DeepSeek-R1 时，可配合星云图像理解，拍照后让 DeepSeek 进行解答，

包括解数学、物理题、脑筋急转弯等。公司持续推动 AI 技术与智能终端设备的创新结合，更高效、智能的用户体验有望推动其 AI 终端产品出货量提高。

图表 17：公司推出全球首款全尺寸内嵌 DeepSeek-R1 的智能手机



资料来源：中兴通讯官网，华源证券研究所

### 3. 扎根底层技术，自研芯片筑造壁垒

**坚持底层核心技术自主研发。**公司自研产品主要包括三大类：（1）**芯片**：公司自 1996 年开始芯片研发，在先进工艺设计、先进架构和封装设计、核心知识产权、数字化高效开发平台等方面持续强化投入，已具备业界领先的芯片全流程设计能力；（2）**数据库**：根据中国信息通信研究院发布的《中国数据库产业图谱（2025）》，公司自研的金篆数据库 GoldenDB 在事务型数据库领域位列金融、运营商行业第一；（3）**操作系统**：公司自 2001 年自研操作系统，已在内核、基础库、虚拟化、智能化、工具链等核心方向取得成果，实时性、可靠性、安全性处于业界领先水平，产品广泛应用于通信、汽车、电力、轨道交通、民用航空等行业。

**公司自研芯片主要依托子公司深圳市中兴微电子技术有限公司（以下简称“中兴微电子”）。**中兴微电子于 2003 年注册成立，其前身为创立于 1996 年的中兴通讯 IC 设计部，经过近 30 年的发展，中兴微电子已具备复杂 SoC 芯片前后端全流程设计能力，自主研发并成功商用的芯片超过 130 种，产品包括手机 modem 芯片、固网终端芯片、以太网互联芯片、无线产品、算力产品等，可提供无线通信，宽带接入，光传送，路由交换等领域核心芯片及解决方案，为客户提供从设计到量产的一站式设计服务。2024 年，公司基于 ARM 架构自研的“珠峰”系列 CPU 中标中国移动 PC 服务器集采项目，中标金额约 3.81 亿元，共 6173 台，体现了市场对公司产品和技术实力的认可。

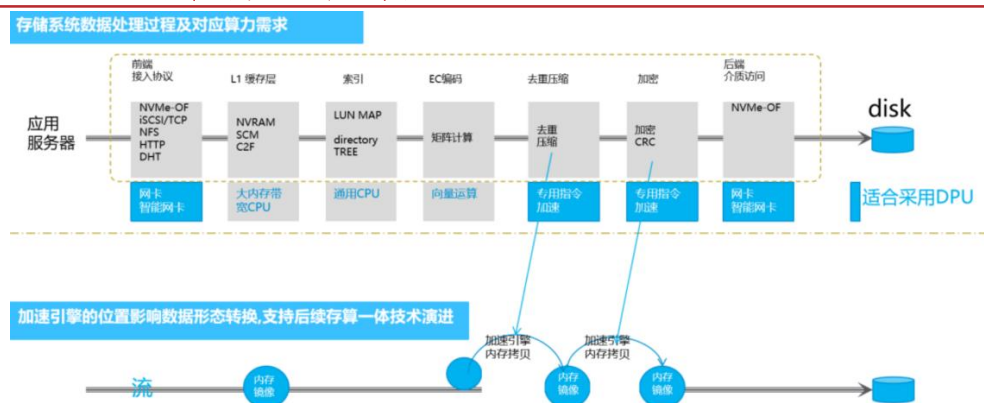
图表 18：中兴微电子研发设计能力

| 技术能力     | 说明                                                                                |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| IP 设计    | 自研核心通讯 IP，可以实现技术共享和产品快速迭代；同时也具备多种处理器、接口、多媒体及数模混合等各类 IP 的集成、开发和应用能力，建立起先进适用 IP 平台。 |
| SOC 架构设计 | SOC 快速设计平台：芯片架构实现、设计自动化、接口标准化，设计周期达到业界先进水平；在低功耗技术、先进工艺和封装测试技术上具有平台优势。             |
| 低功耗设计    | 具备运用各种低功耗设计技术（Clock Gating/Power Gating/DVFS/AVS 等）的能力，降低功耗。                      |
| 封装设计及测试  | 覆盖业界主流先进封装设计，可实现封装方案仿真、高速测试、复杂场景的可靠性设计、标准测试和失效分析。                                 |

资料来源：中兴微电子官网，华源证券研究所

**自研 DPU 芯片夯实算力创新底座，筑深技术护城河。**DPU 被认为是继 CPU 和 GPU 之后的第三大核心基础性算力芯片，具备算力卸载、加速数据协议处理速度、网络侧无损网络传输、数据加密等能力，如应用在分布式存储领域，DPU 可以释放 CPU 资源、提高系统效率、助力“算存分离”。为应对网络与算力深度融合的需求，中兴微电子推出了“定海”DPU 芯片及“天屹”系列以太网交换芯片，其中，“定海”DPU 芯片基于自研 RISC-V 内核，具备算法硬加速和多类协议卸载能力，可显著提升计算效率。公司有望凭借自研芯片进一步提高在 AI 算力领域的技术竞争力，并丰富算力国产化方案。

图表 19：DPU 在分布式存储的算力需求路径上的应用



资料来源：中兴通讯服务器存储公众号，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

公司深耕通讯设备行业 40 年，拥有 ICT 行业完整的、端到端的产品和解决方案，集设计、开发、生产、销售、服务于一体，聚焦运营商网络、政企业务、消费者业务。展望未来，公司在保持以无线、有线产品为主的第一曲线业务市场份额稳中有进的同时，将加速拓展以算力、终端为代表的第二曲线业务。

**运营商网络业务：**公司积极应对国内 5G 投资下降挑战，持续深耕基本盘，核心产品市场份额保持稳中有升，同时拓展智算项目，深入布局 5G-A、万兆接入等未来技术方向。我们预计运营商网络业务 2025-2027 年收入同比增长 1.00%/2.00%/2.00%。

**政企业务：**公司抓住智算投资增长机会，一方面充分把握国内头部互联网、行业公司等加大智算投资的机遇，扩大合作规模；另一方面紧跟海外大国加快数据中心、服务器等算力基础设施建设新机会，深化中资企业出海及海外本地客户合作。我们预计政企业务 2025-2027 年收入同比增长 80.00%/45.00%/30.00%。

**消费者业务：**公司以“AI for All”为核心战略，通过全品类 AI 终端的前瞻布局，加速构建全景智慧生态，家庭终端、智能手机、云电脑及移动互联产品协同发力。我们预计显示消费者业务 2025-2027 年收入同比增长 5.00%/5.00%/5.00%。

图表 20：盈利预测拆分表（单位：亿元，%）

| 项目                | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>1. 运营商网络业务</b> |        |        |        |        |
| 营业收入（亿元）          | 703.27 | 710.30 | 724.51 | 739.00 |

|                |         |        |        |        |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利率 (%)        | 50.90%  | 52.50% | 53.00% | 53.50% |
| yoy            | -15.02% | 1.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| <b>2.政企业务</b>  |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)      | 185.66  | 334.19 | 484.57 | 629.94 |
| 毛利率 (%)        | 15.33%  | 12.00% | 15.00% | 18.00% |
| yoy            | 36.68%  | 80.00% | 45.00% | 30.00% |
| <b>3.消费者业务</b> |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)      | 324.06  | 340.26 | 357.28 | 375.14 |
| 毛利率 (%)        | 22.66%  | 22.00% | 22.50% | 23.00% |
| yoy            | 16.12%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| <b>公司合计</b>    |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)      | 1213    | 1385   | 1566   | 1744   |
| 毛利率 (%)        | 37.91%  | 35.23% | 34.29% | 34.12% |
| yoy            | -2.38%  | 14.16% | 13.11% | 11.35% |

资料来源: wind, 华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 83.80/89.37/103.79 亿元, 同比增速分别为-0.54%/6.65%/16.14%, 当前股价对应的 PE 分别为 26.14/24.52/21.11 倍。我们选取紫光股份、浪潮信息、烽火通信、中科曙光为可比公司, 测得 2025 年 PE 均值为 39.58 倍。鉴于公司为全球第四大通信设备供应商, 运营商网络业务基本盘稳固, 算力、终端业务构成的第二增长曲线成效凸显, 同时自研储备底层核心技术, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 21: 可比公司估值表

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价        | EPS  |      |      | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|           |      | 2025-09-25 | 25E  | 26E  | 27E  | 25E   | 26E   | 27E   |
| 000938.SZ | 紫光股份 | 31.51      | 0.75 | 0.92 | 1.08 | 42.15 | 34.42 | 29.11 |
| 000977.SZ | 浪潮信息 | 76.05      | 2.05 | 2.56 | 3.14 | 37.01 | 29.70 | 24.20 |
| 600498.SH | 烽火通信 | 29.14      | 0.76 | 0.93 | 1.09 | 38.22 | 31.33 | 26.73 |
| 603019.SH | 中科曙光 | 125.50     | 1.73 | 2.15 | 2.61 | 72.54 | 58.48 | 48.07 |
|           | 算术平均 |            |      |      |      | 39.58 | 32.06 | 26.66 |
| 000063.SZ | 中兴通讯 | 45.80      | 1.75 | 1.87 | 2.17 | 26.14 | 24.52 | 21.11 |

资料来源: ifind, 华源证券研究所。注: 收盘价为元, EPS 单位为元/股, 紫光股份、浪潮信息、烽火通信、中科曙光盈利预测来自 ifind 一致预期, 中兴通讯盈利预测来自华源证券研究所。

## 5. 风险提示

**地缘政治风险:** 公司业务及分支机构运营覆盖多个国家和地区, 业务开展所在国的宏观经济、政策法规、政治社会环境等各不相同, 包括法律法规、税务、汇率、政局 (如战争、内乱等) 等各方面的风险都将继续存在, 可能对公司的经营产生影响。

**AI 技术风险:** 全球 AI 技术突破加速行业竞争变革背景下, 公司在拥抱机遇的同时, 也可能面临 AI 技术风险: 一是 AI 模型效果与预期可能有偏差, AI 技术的应用实效存在不确定性; 二是 AI 生成内容的真实性、安全性问题凸显, 全球相关监管要求持续趋严。

**汇率风险:** 公司合并报表的列报货币是人民币, 以非人民币结算的销售、采购以及融资产生的外币敞口及其汇率波动, 可能对公司经营产生的影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

| 会计年度             | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金             | 43,885         | 58,924         | 73,793         | 91,536         |
| 应收票据及账款          | 30,504         | 32,535         | 36,802         | 40,977         |
| 预付账款             | 692            | 458            | 518            | 577            |
| 其他应收款            | 2,598          | 1,920          | 2,172          | 2,418          |
| 存货               | 41,258         | 44,230         | 47,940         | 50,369         |
| 其他流动资产           | 22,851         | 24,113         | 25,447         | 26,752         |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>141,787</b> | <b>162,180</b> | <b>186,670</b> | <b>212,630</b> |
| 长期股权投资           | 2,334          | 2,507          | 2,680          | 2,853          |
| 固定资产             | 15,730         | 14,207         | 13,289         | 12,185         |
| 在建工程             | 685            | 943            | 750            | 900            |
| 无形资产             | 7,159          | 7,078          | 7,975          | 7,632          |
| 长期待摊费用           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 其他非流动资产          | 39,627         | 40,330         | 39,283         | 39,283         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>65,536</b>  | <b>65,066</b>  | <b>63,977</b>  | <b>62,853</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>207,323</b> | <b>227,246</b> | <b>250,647</b> | <b>275,483</b> |
| 短期借款             | 7,027          | 7,527          | 8,027          | 9,027          |
| 应付票据及账款          | 33,331         | 37,107         | 42,585         | 47,540         |
| 其他流动负债           | 42,277         | 47,718         | 54,389         | 60,606         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>82,635</b>  | <b>92,352</b>  | <b>105,001</b> | <b>117,173</b> |
| 长期借款             | 46,037         | 48,037         | 50,037         | 52,537         |
| 其他非流动负债          | 5,541          | 5,541          | 5,541          | 5,541          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>51,577</b>  | <b>53,577</b>  | <b>55,577</b>  | <b>58,077</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>134,213</b> | <b>145,929</b> | <b>160,579</b> | <b>175,250</b> |
| 股本               | 4,784          | 4,784          | 4,784          | 4,784          |
| 资本公积             | 27,476         | 27,476         | 27,476         | 27,476         |
| 留存收益             | 40,549         | 48,905         | 57,816         | 68,165         |
| 归属母公司权益          | 72,808         | 81,164         | 90,076         | 100,425        |
| 少数股东权益           | 302            | 152            | -7             | -193           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>73,110</b>  | <b>81,317</b>  | <b>90,068</b>  | <b>100,232</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>207,323</b> | <b>227,246</b> | <b>250,647</b> | <b>275,483</b> |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度            | 2024           | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 税后经营利润          | 8,356          | 5,966         | 6,513         | 7,930         |
| 折旧与摊销           | 4,969          | 4,843         | 5,262         | 5,597         |
| 财务费用            | -265           | 506           | 31            | -487          |
| 投资损失            | -112           | -332          | -332          | -332          |
| 营运资金变动          | -2,505         | 3,863         | 2,527         | 2,956         |
| 其他经营现金流         | 1,038          | 2,472         | 2,472         | 2,472         |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>11,480</b>  | <b>17,319</b> | <b>16,474</b> | <b>18,136</b> |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-28,672</b> | <b>-4,249</b> | <b>-4,049</b> | <b>-4,349</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-5,818</b>  | <b>1,970</b>  | <b>2,444</b>  | <b>3,957</b>  |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-22,987</b> | <b>15,039</b> | <b>14,868</b> | <b>17,744</b> |

**利润表（百万元）**

| 会计年度              | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>121,299</b> | <b>138,475</b> | <b>156,636</b> | <b>174,408</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>75,311</b>  | <b>89,688</b>  | <b>102,929</b> | <b>114,905</b> |
| 税金及附加             | 1,176          | 1,301          | 1,471          | 1,638          |
| 销售费用              | 8,901          | 9,555          | 10,495         | 11,337         |
| 管理费用              | 4,477          | 4,570          | 5,012          | 5,407          |
| 研发费用              | 24,031         | 25,064         | 28,194         | 31,393         |
| 财务费用              | -265           | 506            | 31             | -487           |
| 资产减值损失            | -933           | -1,121         | -1,268         | -1,412         |
| 信用减值损失            | 92             | -45            | -1             | 3              |
| 其他经营损益            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 投资收益              | 112            | 332            | 332            | 332            |
| 公允价值变动损益          | -625           | 0              | 0              | 0              |
| 资产处置收益            | 96             | 42             | 42             | 42             |
| 其他收益              | 2,933          | 2,211          | 2,211          | 2,211          |
| <b>营业利润</b>       | <b>9,342</b>   | <b>9,211</b>   | <b>9,818</b>   | <b>11,391</b>  |
| 营业外收入             | 76             | 148            | 148            | 148            |
| 营业外支出             | 189            | 219            | 219            | 219            |
| 其他非经营损益           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>利润总额</b>       | <b>9,230</b>   | <b>9,140</b>   | <b>9,748</b>   | <b>11,321</b>  |
| 所得税               | 874            | 910            | 971            | 1,127          |
| <b>净利润</b>        | <b>8,356</b>   | <b>8,230</b>   | <b>8,777</b>   | <b>10,194</b>  |
| 少数股东损益            | -69            | -150           | -160           | -185           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>8,425</b>   | <b>8,380</b>   | <b>8,937</b>   | <b>10,379</b>  |
| EPS(元)            | 1.76           | 1.75           | 1.87           | 2.17           |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |        |        |        |
| 营收增长率       | -2.38%  | 14.16% | 13.11% | 11.35% |
| 营业利润增长率     | -8.93%  | -1.41% | 6.60%  | 16.02% |
| 归母净利润增长率    | -9.66%  | -0.54% | 6.65%  | 16.14% |
| 经营现金流增长率    | -34.05% | 50.86% | -4.88% | 10.09% |
| <b>盈利能力</b> |         |        |        |        |
| 毛利率         | 37.91%  | 35.23% | 34.29% | 34.12% |
| 净利率         | 6.89%   | 5.94%  | 5.60%  | 5.84%  |
| ROE         | 11.57%  | 10.32% | 9.92%  | 10.33% |
| ROA         | 4.06%   | 3.69%  | 3.57%  | 3.77%  |
| <b>估值倍数</b> |         |        |        |        |
| P/E         | 26.00   | 26.14  | 24.52  | 21.11  |
| P/S         | 1.81    | 1.58   | 1.40   | 1.26   |
| P/B         | 3.01    | 2.70   | 2.43   | 2.18   |
| 股息率         | 0.03%   | 0.01%  | 0.01%  | 0.01%  |
| EV/EBITDA   | 13      | 14     | 13     | 11     |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。