

稀缺全栈算力布局,自研芯片即将展翼

华泰研究

更新报告

2025 年 10 月 17 日 | 中国内地/中国香港

通信设备制造

公司是国内老牌通信设备龙头企业,目前正积极从“连接”转向“连接+算力”。我们看好公司两大逻辑:1)基本盘稳固,虽然近年来国内运营商传统网络资本开支下行,但公司仍保持集采高份额以及高水平盈利能力,且海外运营商业积极拓展,有效缓解国内需求下行;2)算力前瞻布局或将迎来收获期,公司目前已全面布局 AI 算力领域计算、存储、网络产品,并具备从芯片到整机的全栈自研能力,横向对比国产算力链可见其稀缺性,未来随着自研芯片批量导入 ICT 设备,公司政企业务盈利能力有望显著改善。AH 股均维持“买入”评级。

中兴通讯:巩固“连接”主业,全面拥抱“AI 算力”第二曲线

公司主业涵盖运营商、政企和消费者三大客群,1H25 占比分别为 49%/27%/24%,其中运营商业收入虽下滑但已逐渐企稳,而政企、消费者业务已重回快速增长轨道。公司自 2022 年开始将“算力”作为第二成长曲线重点打造,目前公司已形成芯片、服务器、存储、交换机、数据中心(含电源、液冷)级软件平台的全栈算力布局,是国内唯二实现算力全产业链布局的公司。公司服务器业务成长迅速,1H25 服务器及存储收入同比增长超 200%,8 月以第一份额中标中国移动 25-26 年 AI 推理服务器集采。我们认为,2H25 开始海外 GPU 供应仍存在不确定性,而国产算力各个环节正渐次突破,公司作为全栈算力服务商有望显著受益。

中兴微:算力相关芯片全面突破,关注产品导入进程

中兴微是国内领先的 IC 设计公司,目前已研发并商用 150 余种产品,2021 年营收近百亿元。中兴微已完成多款算力相关芯片布局,未来或将为母公司 ICT 设备提供有力支撑:1)交换芯片:分为 Scale out(应用于数据中心交换机)和 Scale up(应用于卡间互联),目前公司 Scale out/up 交换芯片最高容量分别达到 12.8T/51.2T,我们测算到 26 年国内国产 Scale out 交换芯片市场空间有望达到 54 亿元,23-26E CAGR 为 39%,而 Scale up 芯片面向国内超节点建设,我们认为国产 GPU 或依靠更多更好的互联网络配置补齐单卡算力短板;2)DPU:算力优化芯片,帮助 GPU/CPU 等进行计算卸载从而优化其自身任务表现,未来有望搭配国产 GPU 使用。

盈利预测与估值

我们看好长期维度下公司在算力领域的全栈布局逐步迎来收获,随着未来自研算力相关芯片完成产品及客户导入,公司盈利能力有望显著改善。我们基本维持预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润为 84.89/94.20/104.18 亿元,可比公司 26 年一致预期 PE 均值为 36x(前值:29x),给予 A 股 26 年 PE 36x(前值:32x),目标价 70.90 元(前值:62.76 元);参考 25 年 7 月至今公司 H/A 股 PE 比率均值 70%,汇率 0.92,对应 H 股 26 年 PE 25.25x(前值:22.04x)及目标价 54.34 港元(前值:47.24 港元),均维持“买入”评级。

风险提示:新业务拓展不及预期,政企投资不及预期,自研芯片导入进度不及预期,行业竞争加剧。

	000063 CH	763 HK
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	人民币: 70.90	港币: 54.34

王兴 研究员
SAC No. S0570523070003 wangxing@htsc.com
SFC No. BUC499 +(86) 21 3847 6737

高名彦 研究员
SAC No. S0570523080006 gaomingyao@htsc.com
SFC No. BUP971 +(86) 21 2897 2228

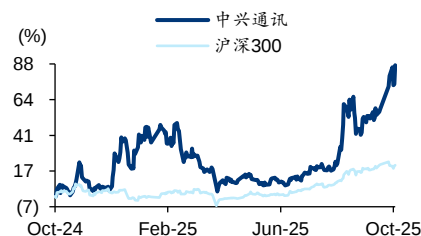
王珂 研究员
SAC No. S0570524080005 wangke020520@htsc.com
SFC No. BWA966 +(86) 755 8249 2388

唐攀尧* 联系人
SAC No. S0570124040002 tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

(人民币/港币)	000063 CH	763 HK
收盘价(截至 10 月 16 日)	54.03	43.02
市值(百万)	258,454	205,788
6 个月平均日成交额(百万)	5,293	805.56
52 周价格范围	29.45-54.03	18.22-46.46

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	121,299	139,492	162,417	187,361
+/-%	(2.38)	15.00	16.44	15.36
归属母公司净利润(百万)	8,425	8,489	9,420	10,418
+/-%	(9.66)	0.76	10.97	10.59
EPS(最新摊薄)	1.76	1.77	1.97	2.18
ROE(%)	11.43	10.87	11.14	11.36
PE(倍)	30.68	30.45	27.44	24.81
PB(倍)	3.55	3.30	3.05	2.81
EV/EBITDA(倍)	19.11	16.66	14.87	12.84
股息率(%)	1.14	1.15	1.28	1.41

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

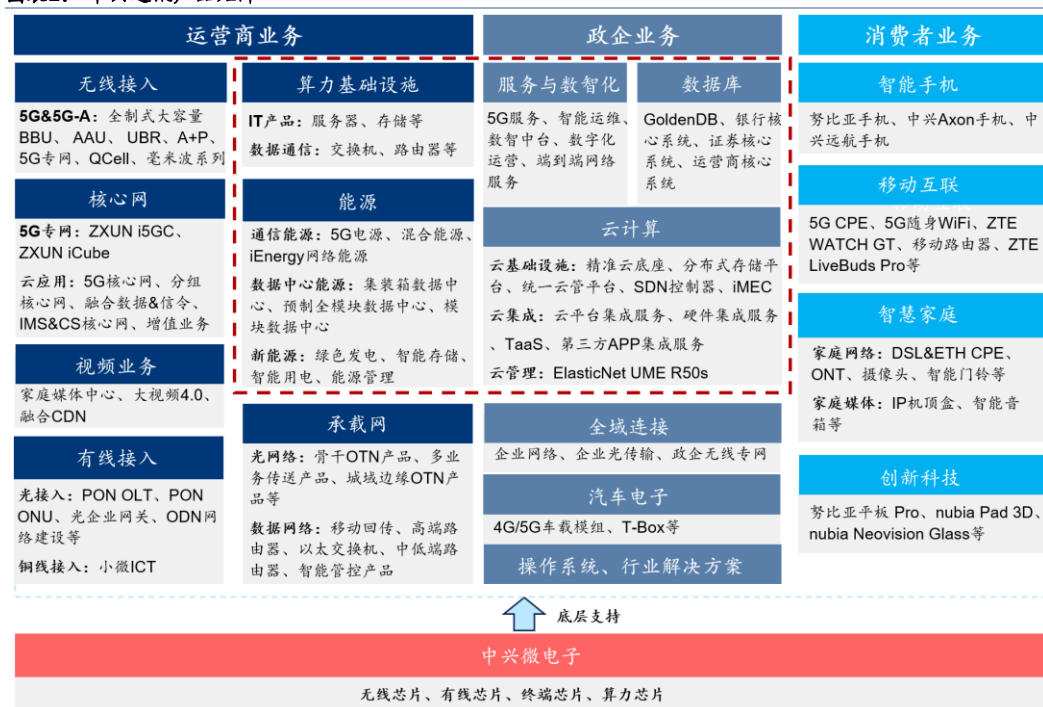
中兴通讯：老牌通信设备龙头企业，全力切入算力赛道	3
业务概览：三大业务结构向优突破，运营商网络筑底转型	3
业务拆解：运营商业务呈现“连接”转“算力”，政企、消费者业务重回增长	3
关键转变：20 年代开始公司自“连接”转向“连接+算力”	5
“连接”：中兴立身之本，全球领先地位，或面临 5G 建设饱和后的阶段性“阵痛”	5
“算力”：中兴第二曲线，产品不断扩圈，政企端服务器高速增长	7
中兴通讯：AI 算力集群全栈能力构建者，国产算力 Beta 下或显著受益	12
管理层情况：方榕女士 25 年开始掌舵，加速算力业务拓展	13
研发投入：公司始终重视研发投入，24 年研发投入位列通信板块第二	14
中兴微：自研芯片展翼，重视算力相关芯片导入大厂进度	16
再认识中兴微：国内头部芯片设计企业，算力相关芯片全面突破	16
交换芯片：Scale Out 逐步导入互联网体系，Scale Up 配合国产超节点	17
DPU：公司自研定海芯片有望助力国产 GPU 性能优化	20
估值分析	23
风险提示	23

中兴通讯：老牌通信设备龙头企业，全力切入算力赛道

业务概览：三大业务结构向优突破，运营商网络筑底转型

中兴通讯是全球领先的通信信息解决方案提供商，为全球运营商、政企和消费者提供全系列无线、有线、云计算、终端和数智化等服务。中兴通讯的业务按客户维度可以划分为运营商网络业务、政企业务和消费者业务三大板块：1) 运营商网络：聚焦运营商网络演进需求，提供无线接入、有线接入、承载网、核心网、电信软件系统与服务等创新技术和产品解决方案；2) 政企业务：聚焦政企客户需求，基于“计算、通讯网络、物联网、大数据”等产品，为政府以及企业客户提供各类数字化和智能化解决方案；3) 消费者业务：聚焦消费者的智能体验，并兼顾行业需求，开发、生产和销售智能手机、移动互联终端、家庭信息终端、融合创新终端等产品，并配套相关软件应用与增值服务。由于公司按照客户群体划分业务结构，而运营商和政企客户对于 ICT 技术设施、云计算等产品需求趋同，因此公司运营商业务和政企业务有一部分重合，包括 ICT 基础设施（服务器、存储、交换机、路由器等）、能源、云计算、数据库以及数智化服务等。

图表1：中兴通讯产品矩阵



注：红框内为运营商和政企两大客群业务重合部分

资料来源：公司官网，华泰研究

业务拆解：运营商业务呈现“连接”转“算力”，政企、消费者业务重回增长

运营商网络业务收入增速阶段性承压，1H25 同比降幅边际收窄，加速向算力转型。受国内运营商传统网络资本开支削减影响，公司近年来运营商网络业务收入呈下滑趋势。2024 年公司运营商业务实现收入 703.27 亿元，同比下降 15%；1H25 实现收入 350.64 亿元，占公司总收入 49.00%，同比下降 5.99%，降幅较上年同期有所收窄，主要系海外运营商业务开拓进展顺利，回补了部分国内需求下行。收入结构层面，收入最主要的下降来自于传统无线接入部分，而服务器及存储等算力产品则保持快速增长。根据公司 1H25 财报，公司通用服务器在国内运营商市场份额领先，智算服务器已成功中标国产智算资源池项目，数据中心交换机在中国移动集中采购中综合排名第一。此外，传统无线部分，公司与运营商合作探索“空天地一体化”5G-A 全域立体网等新兴方向，助力低空产业落地，寻求新的增长。

2024 年政企、消费者业务已重回增长轨道，政企业务成公司收入核心增长引擎。1) 政企业务：2024 年政企业务摆脱此前年份的收入波动，实现快速增长：2024 年收入 185.66 亿元，同比提升 37%；1H25 其收入进一步增至 192.54 亿元，同比增长 110%，其中服务器成为公司政企收入关键增长极。从公司整体来看，1H25 服务器及存储收入（包括出货给政企和运营商两大客群）同比增长超 200%，主要系受益于头部互联网厂商及行业客户加大智算投资。针对政企业务，公司或将继续强化自研产品和解决方案，深化与政企客户在服务器、数据中心交换机、数据中心、分布式数据库等产品及解决方案的合作；2) 消费者业务：保持稳健增长韧性，2024 年实现收入 324.06 亿元，同比提升 16%，1H25 收入 172.35 亿元，同比提升 8%。家庭终端方面，公司推动 FTTR（全屋光线组网）的加速部署，助力全屋智能等高阶应用的规模化落地，同时在手机产品方面坚持成本领先、差异创新等战略，实现手机产品逆势增长。

图表2：中兴通讯运营商网络、政企、消费者三大业务占比及其增速

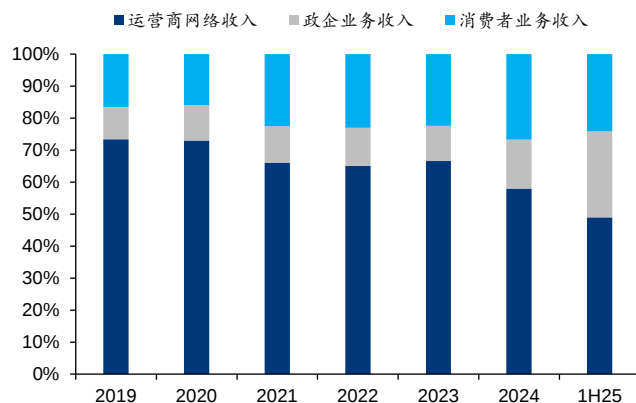


资料来源：Wind，华泰研究

营收结构：运营商网络业务占比下降，政企、消费者业务持续增长。根据公司财报，1H25 公司运营商网络/政企业务/消费者业务占收入比重分别为 49.00%/26.91%/24.09%，同比分别-10.69pct/+12.23pct/-1.54pct。2019-1H25 年，运营商业务营收占比呈现逐步下降趋势，但仍然为公司业绩支柱；政企业务占比上扬趋势明显，主要系服务器及存储产品拉动，业务拓展成效持续兑现；消费者业务占比维持稳态。未来随着公司持续开拓政企、消费者等业务，营收占比有望进一步提升。

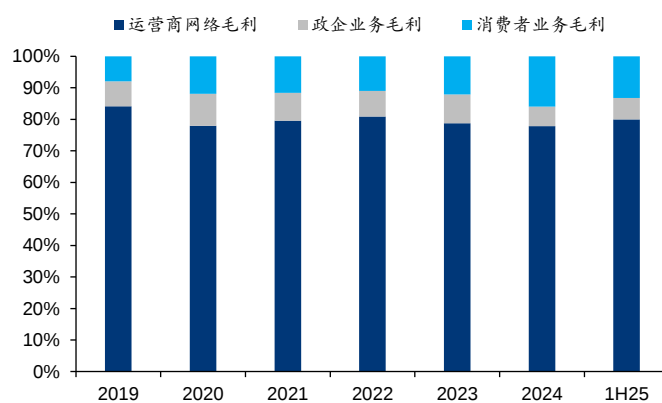
盈利能力：运营商网络业务盈利稳定高水平，政企业务毛利率受产品结构变化有所承压。根据公司财报，1H25 公司运营商网络/政企业务/消费者业务毛利率分别为 52.94%/8.27%/17.78%，同比分别-1.38pct/-13.50pct/-1.03pct。其中，运营商网络业务作为公司盈利的压舱石，毛利率仍稳固保持在 50%以上高位，依托 5G-A 技术布局、400GOTN 设备规模化应用及 IP 骨干网升级带来的产品需求支撑，持续贡献高盈利，夯实公司“第一曲线”业务根基。政企业务毛利率近年来降幅较大，主要系产品结构调整，1H25 政企业务收入增长主要依赖服务器及存储，该类型产品具有规模导向、低毛利的特点。我们认为，公司政企业务短期毛利率承压是公司基于长期战略的主动选择，通过加大智算服务器供应深度维系头部客户合作，抢占算力基础设施市场份额，或为后续自研芯片导入奠定基础。

图表3：中兴通讯主营业务收入结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：中兴通讯主营业务毛利结构



资料来源：Wind，华泰研究

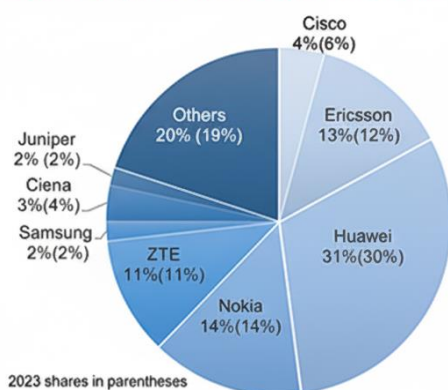
关键转变：20 年代开始公司自“连接”转向“连接+算力”

“连接”：中兴立身之本，全球领先地位，或面临 5G 建设饱和后的阶段性“阵痛”

中兴以“连接”为基本盘，主要提供无线、有线等核心设备，长期稳居全球通信设备市场头部地位。公司是全球领先无线/有线通信设备提供商，曾以“连接”业务作为立身之本。公司“连接”业务围绕 2G、3G、4G、5G 等关键移动通信网络设备展开，为全球运营商提供基站、核心网、承载网等核心基础设施。国内市场方面，公司基站发货量已连续五年保持全球第二，仅次于华为，在国内运营商核心主设备集采中，公司与华为常居前二席位。全球市场方面，根据 Dell'Oro Group 数据，公司 2024 年全球电信设备市场份额约为 11%，其中 5G 基站与 5G 核心网累计发货量、固网产品整体市场份额均保持全球第二，RAN 产品及 5G 核心网产品连续多年获行业领导者评级。公司海外市场拓展策略成效显著，亚太、中东和非洲等新兴市场表现尤为突出。

图表5：2024 年中兴通讯在全球电信设备市场份额约 11%

Telecom Equipment Revenue Share Worldwide (2024)

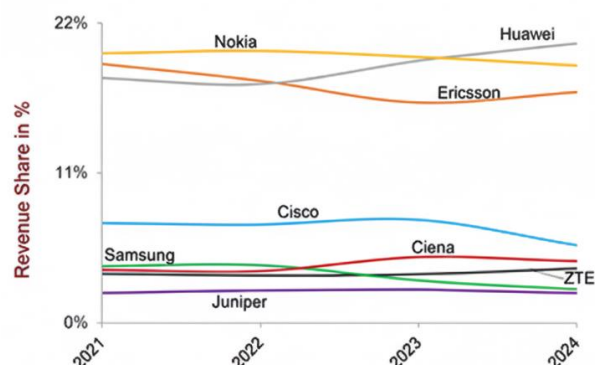


注：包括宽带接入、微波和光传输、移动核心网络（MCN）、无线接入网络（RAN）以及 SP 路由器和交换机

资料来源：Dell'Oro Group，华泰研究

图表6：全球（除中国外）通信设备市场格局：中兴仍处前列

Telecom Equipment Revenue Share Excluding China*



注：包括宽带接入、微波和光传输、移动核心网络（MCN）、无线接入网络（RAN）以及 SP 路由器和交换机

资料来源：Dell'Oro Group，华泰研究

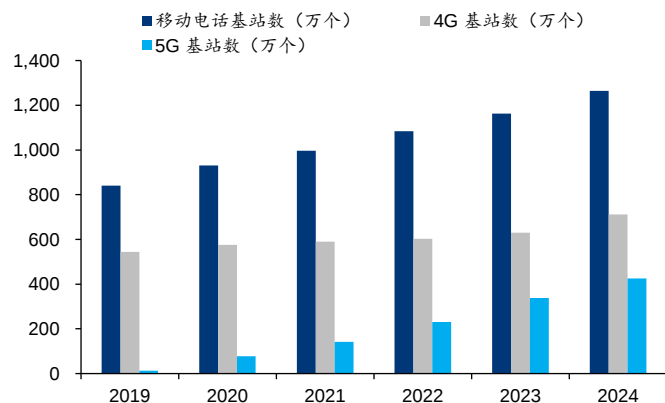
图表7：中国移动 2023-2024 年 5G 主设备集采：华为、中兴份额居前二

中国移动2023-2024年 5G无线主设备（2.6GHz/4.9GHz）集采结果					中国移动2023-2024年 5G 700M无线网主设备集采结果				
包段	采购规模	中标候选人	投标报价 (不含税)	份额	包段	采购规模	中标候选人	投标报价 (不含税)	份额
标包1	39099站	华为	37.62亿元	50.04%	标包1	9147站	华为	6.86亿元	58.24%
		中兴通讯	37.60亿元	23.35%			中兴通讯	6.86亿元	32.54%
		爱立信	36.78亿元	16.33%			诺基亚贝尔	6.60亿元	9.22%
		诺基亚贝尔	33.73亿元	10.28%	标包2	9069站	华为	6.80亿元	60.93%
		爱立信	33.73亿元	10.28%			中兴通讯	6.80亿元	30.83%
标包2	24740站	华为	23.81亿元	50.03%			大唐移动	6.76亿元	8.24%
		中兴通讯	23.80亿元	26.22%	标包3	4925站	华为	3.70亿元	53.43%
		大唐移动	20.70亿元	23.75%			中兴通讯	3.69亿元	37.33%
		爱立信					爱立信	3.60亿元	9.24%

资料来源：C114 通信网，中国移动集采招标网，华泰研究

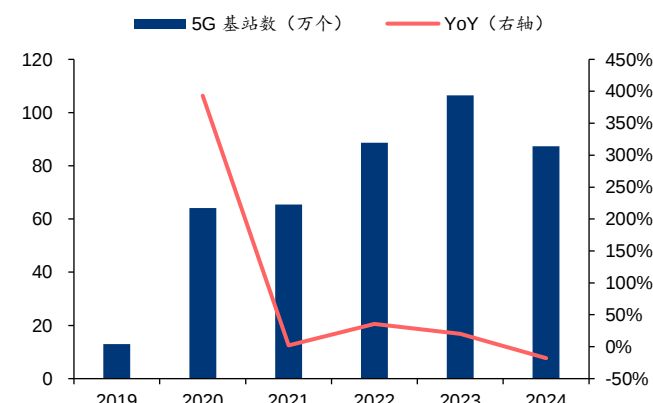
近年来国内 5G 建设趋于饱和，行业瓶颈显现，未来 5G-A、6G 技术更迭或引领新一轮投资。随着 5G 网络在国内快速部署，市场逐渐从大规模建设阶段转向精细化运营。根据工信部数据，我国 5G 基站的建设数量在过去几年中呈现先高后低的趋势，同比增速逐年回落，反映出 5G 网络覆盖已基本达到饱和状态。截至 2024 年底，全国移动电话基站总数达 1265 万个，其中 5G 基站为 425.1 万个，较上年末净增 87.4 万个，占移动电话基站总数份额的 33.6%，同比提升 4.5pct。5G 移动电话用户规模达 10.14 亿户。从建设节奏上看，2020-2024 年，我国 5G 基站整体部署节奏逐渐平缓，同比分别变动+393%/+2%/+36%/+20%/-18%。根据爱立信全球移动报告（2024 年），2024 年我国所处的东北亚地区 5G 订阅用户占比达 51%，全球范围内仅次于发达的北美地区（71%）。

图表8：2019-2024 年我国累计建设 5G 基站规模



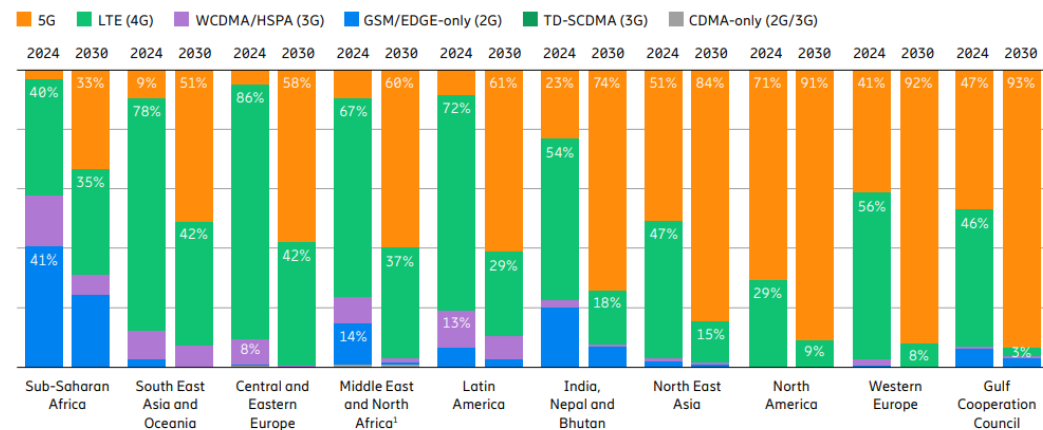
资料来源：工信部，华泰研究

图表9：2019-2024 年我国历年新开通 5G 基站规模及增速



资料来源：工信部，华泰研究

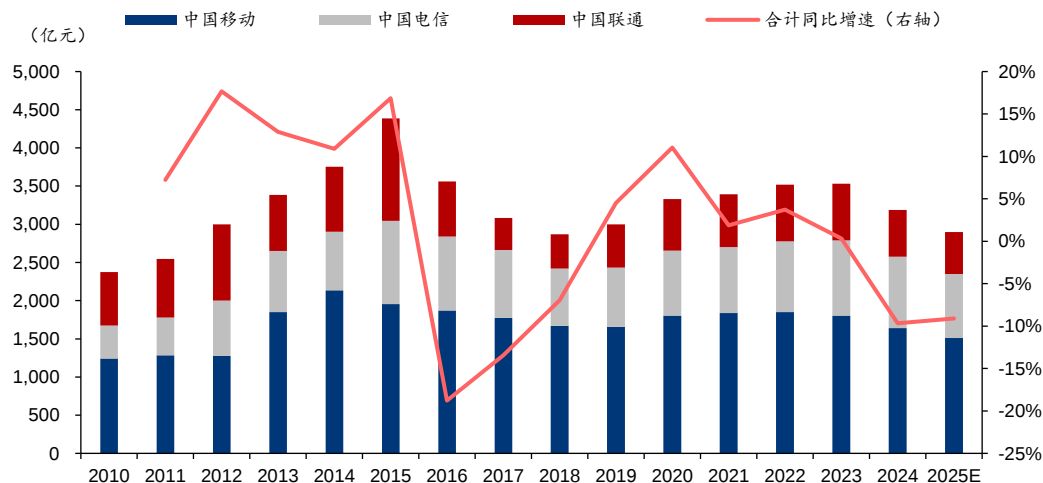
图表10：2024 年全球各地区 5G 订阅用户情况



资料来源：爱立信 2024 年全球移动报告，华泰研究

三大运营商预计 2025 年资本开支有所下降，其中传统 5G 连接部分下降较多：根据运营商半年报数据，1) **中国移动**：1H25 完成资本开支 584 亿元，同比下降 8.75%，其中 5G 网络投资 258 亿元，同比下降 17.83%，重点倾向算力领域，公司计划加大移动云投入，加速“由云向智”升级，增强大算力供给；2) **中国电信**：1H25 累计完成资本开支 342 亿元，其中 121 亿元用于 5G 网络建设与优化，全年资本开支主要投向 GPU 和服务器采购，DC 和 AIDC 按需投资，推动公司从“云改数转”向“云改数转智惠”转型；3) **中国联通**：1H25 完成资本开支 202 亿元，将加大 AIDC 等相关领域的投资，持续跟进智算、6G 技术趋势。全年来看，中国移动/中国电信/中国联通 2025 年资本开支指引分别为 1512 亿元/836 亿元/550 亿元，同比下降 7.80%/10.60%/10.38%，其中指引算力投入分别同比增长 0.5%/22%/28%，中国移动/中国电信指引 5G 资本开支分别为 582 亿元/242 亿元，同比下降 15.7%/19%。

图表11：三大运营商指引 2025 年 CAPEX 下滑

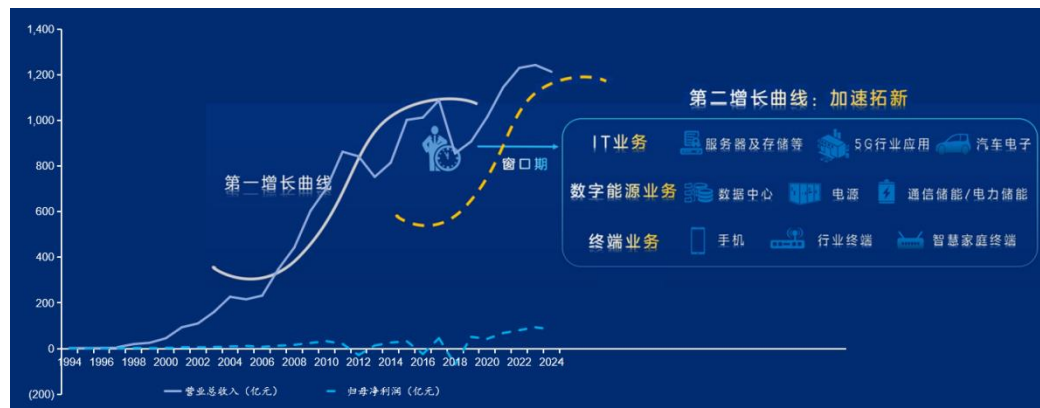


资料来源：运营商公告，华泰研究

“算力”：中兴第二曲线，产品不断扩圈，政企端服务器高速增长

2020 年后，公司战略转向“连接+算力”。进入 20 年代，公司开始寻求新的增长点，2022 年定义了第二成长曲线，包括服务器和存储、终端、5G 行业应用、汽车电子、数字能源等；2023 年，公司定下“连接+算力”的发展方向，将持续在技术上进行高强度研发投入，不断拓宽“连接”主航道，加快向“算力”拓展步伐。公司加大智算产品研发和市场投入的成效显著，以算力、终端产品为代表的第二曲线抓住智算投资增长机会，1H25 第二曲线收入同比增长近 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%。

图表12：中兴通讯第二增长曲线实现跨越式增长



资料来源：中兴通讯微信公众号，华泰研究

公司算力产品版图不断扩张。公司在算力领域提供多类型产品，包括芯片（中兴微部分将详细叙述）、服务器（包括一体机形式、超节点形式）、存储、交换机、数据中心及其配套（电源、液冷）、训推软件平台等。

图表13：中兴通讯算力已有布局全景



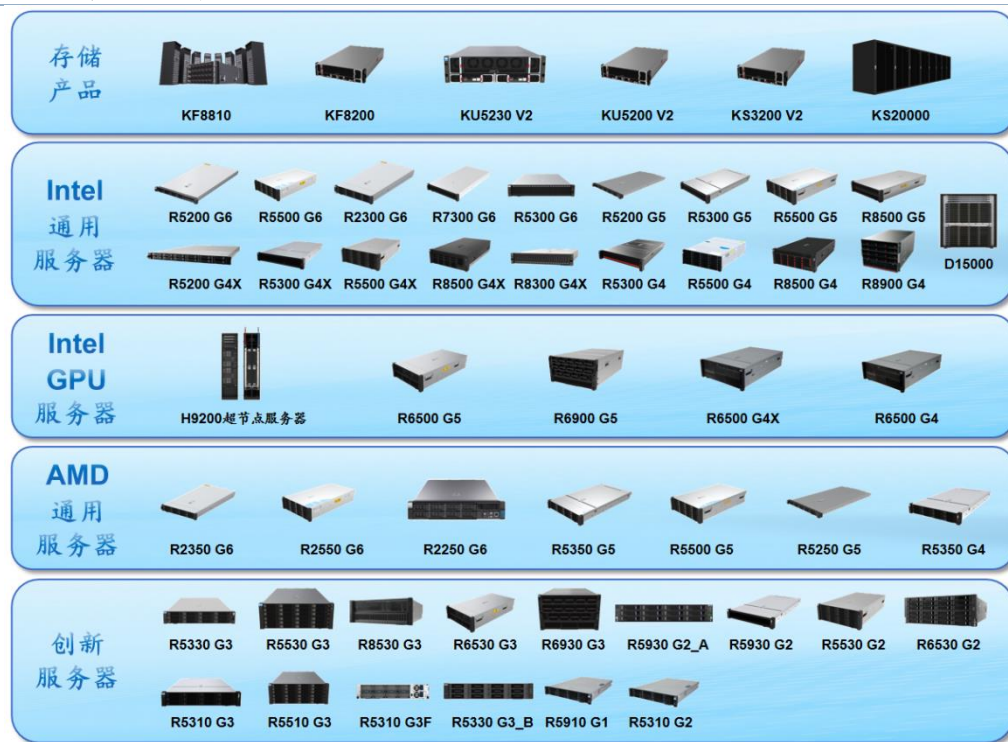
资料来源：中兴通讯官网，中兴通讯财报，华泰研究

1) 服务器及存储方面，公司拥有全场景智算系列产品，品类完善：

I.在服务器端，公司提供高性能训练服务器、高性价比推理服务器、开箱即用的智算一体机（如训推一体机、推理一体机、应用一体机）、全系列通用计算服务器以及高性能文件存储。2024 年公司发布 G6 系列服务器，能够覆盖从中心到边缘的多元化智算建设需求，已突破互联网、电信、能源、交通等行业头部企业并落地应用。2025 年 8 月，中国移动公布 2025-2026 年人工智能服务器（推理型）集采项目中标结果，本次集采规模超过 50 亿元，共有 6 个标包，标包 1-4 为类 CUDA 生态（主用芯片为昆仑芯），标包 5-6 为 CANN 生态（主用芯片为华为昇腾），中兴在昆仑芯服务器中以 17% 的最大份额中标，合计金额 8.85 亿元，同期新华三（5.49 亿）、浪潮（2.97 亿）、昇腾系超聚变（8.38 亿）。

II.在存储端，公司推出了全系列的分布式存储、高端多控磁阵和高端全闪阵列产品，包括高端多控磁阵 KF8810、高端全闪磁阵 KF8200、中高端磁阵 KU5230 V2、中高端混闪磁阵 KU5200 V2、中端混闪磁阵 KS3200 V2 以及分布式存储 KS20000 等产品，既兼顾大容量与高性能需求，又支持文件、对象、块等多元存储形态，能够灵活应对不同业务场景，全面提升了数据管理效率。技术创新层面，公司自研定海芯片可支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种硬件形态，为算力提供高性能加速支持。

图表14：中兴通讯服务器及存储产品矩阵



资料来源：公司官网，华泰研究

图表15：中国移动 25-26 年 AI 推理服务器集采标包 1-4 中标公示

中国移动2025年至2026年人工智能通用计算设备（推理型）集中采购项目_中标候选人公示

中国移动2025年至2026年人工智能通用计算设备（推理型）集中采购项目于2025-06-03 10:00开标，并按照国家招标投标有关法律法规及招标文件载明的评标方法完成评标工作，现将中标候选人公示如下：

一、中标候选人的投标报价及中标情况：

本次仅公示标包1、标包2、标包3和标包4，标包5和标包6已公示。

公示如下：

标包1（类CUDA生态PCI卡）

第1中标候选人：新华三信息技术有限公司，投标报价：47,563,793.00元（不含税），53,747,086.09元（含税），中标份额：70.00%；

第2中标候选人：中兴通讯股份有限公司，投标报价：50,361,700.00元（不含税），56,908,721.00元（含税），中标份额：30.00%。

标包2（类CUDA生态普通性能扣卡）

第1中标候选人：新华三信息技术有限公司，投标报价：213,435,000.00元（不含税），241,181,550.00元（含税），中标份额：70.00%；

第2中标候选人：中兴通讯股份有限公司，投标报价：215,806,500.00元（不含税），243,861,345.00元（含税），中标份额：30.00%。

标包3（类CUDA生态高性能扣卡）

第1中标候选人：中兴通讯股份有限公司，投标报价：1,004,700,000.00元（不含税），1,135,311,000.00元（含税），中标份额：70.00%；

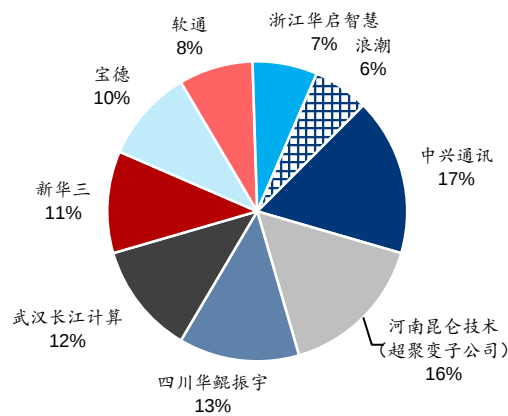
第2中标候选人：新华三信息技术有限公司，投标报价：1,007,760,000.00元（不含税），1,138,768,800.00元（含税），中标份额：30.00%。

标包4（类CUDA生态高显存扣卡）

第1中标候选人：浪潮计算机科技有限公司，投标报价：262,831,932.00元（不含税），297,000,083.16元（含税），中标份额：100%。

资料来源：中国移动采购与招标网，华泰研究

图表16：中兴通讯中标移动本次集采最大份额（昆仑芯服务器）



资料来源：中国移动采购与招标网，华泰研究

除传统服务器外，为满足企业个性化智算需求，公司推出一体机方案。AiCube DeepSeek 智算一体机作为公司核心产品，内嵌国产 GPU，融合 DeepSeek 大模型训推所必须的智算服务器、存储及交换设备，并加载自研全栈软件平台，实现开箱即用，特别适用于需要私域部署的企业。AiCube 通过提供一站式模型迁移工具，可支持 DeepSeek 等大模型在不同计算架构 GPU 间的无缝迁移。借助模型分析、算子开发及性能优化，AiCube 在数小时内即可完成 DeepSeek V3 & R1 全系列蒸馏模型的适配。此外，AiCube 还可根据客户业务场景提供灵活的定制方案，契合企业不同业务场景。

图表17: AiCube DeepSeek 智算一体机



资料来源: 中兴通讯微信公众号, 华泰研究

图表18: AiCube 采用"可组装式"设计适配不同模型



资料来源: 中兴通讯微信公众号, 华泰研究

公司携手产业伙伴推进 GPU 高速互联开放标准, 打造新互联超节点智算服务器。在 2025 年 8 月山西大同中国算力大会中, 中兴以自研 AI 大容量交换芯片“凌云”为基石, 提出面向 AI 加速器的高速互联开放架构, 实现国产化 GPU 卡大规模高速互联, 构建 Nebula 星云智算超节点, 打造软硬协同、以网强算、开放解耦、高效高稳的万卡、十万卡超大规模智算集群, 有效支持了万亿参数以上主权大模型的训练, 显著提升了 AI 计算的性能和效率。同时, Nebula 也凭借高性价比的推理能力, 推动了 AI 技术的普惠化发展, 更多企业和开发者能够利用 AI 技术提升业务能力和创新能力。

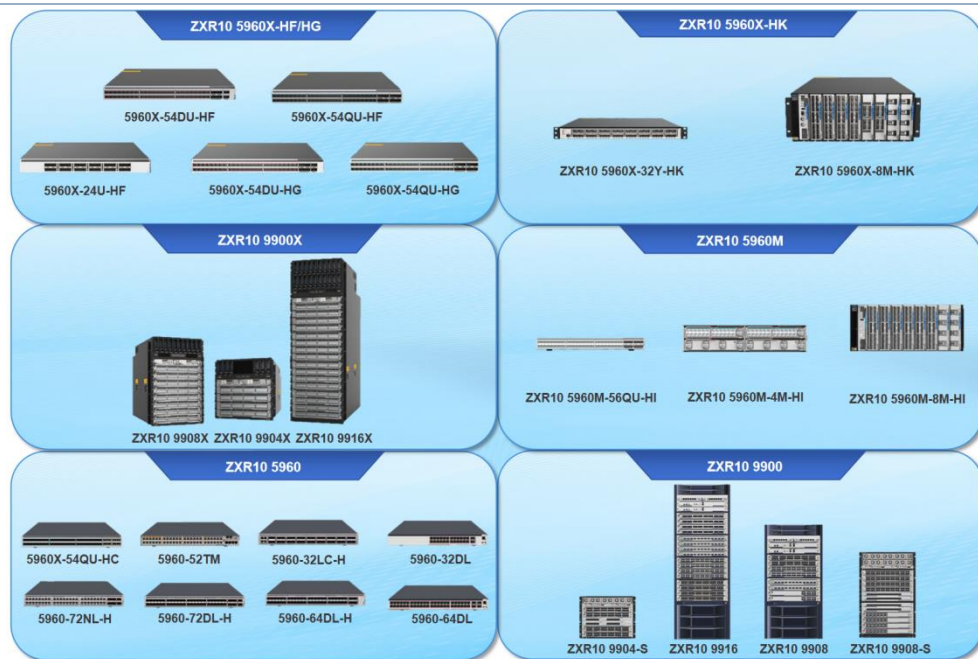
图表19：中兴通讯 Nebula 星云智算超节点



资料来源：公司官网，华泰研究

2) 交换机方面，公司提供园区交换机和数据中心交换机，全面布局 100G/400G/800G 等速率。公司星云智算网络方案持续进阶，推出了业界最高密度的 576 口 800G 框式以及最紧凑的 32 口 400G 盒式交换机，旨在打造国产领先的端到端解耦 400G/800G RoCE 无损智算网络。该方案通过三重创新流控技术，实现数据无损传输，确保高达 98% 的网络吞吐效率和 5us 级的快速流量拥塞调优，助力集群算效大幅提升。公司国产超高密度 230.4T 框式交换机和全系列 12.8T/51.2T 盒式交换机性能业界领先，已在运营商、互联网、金融等市场的百、千、万卡智算集群中实现规模商用。根据 GlobalData 最新报告，公司数据中心交换机系列产品保持国内同类产品的最高评级“Very Strong”。

图表20：中兴通讯交换机产品矩阵



资料来源：公司官网，华泰研究

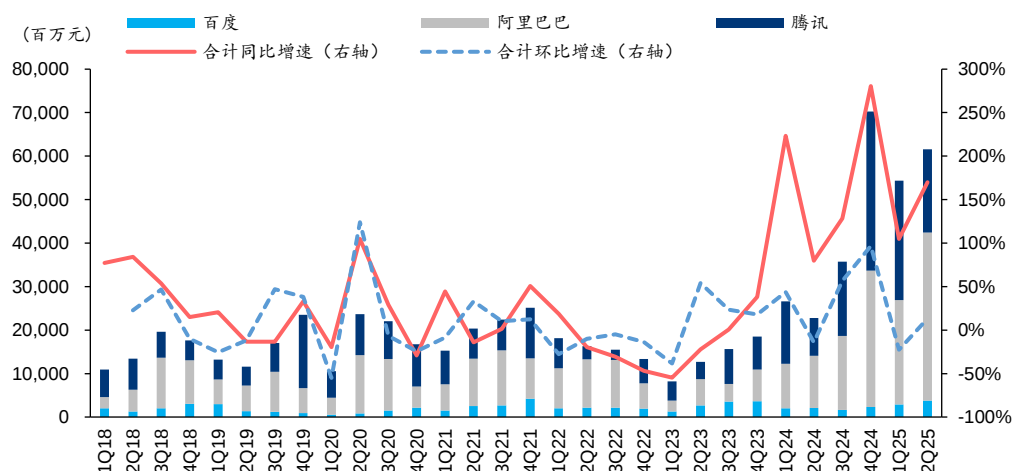
3) 数据中心及其配套方面, 公司建设高可用数据中心, 提供全系列预制模块化方案, 并提供液冷等解决方案。公司提供集装箱数据中心解决方案、仓储式全模块数据中心解决方案、微模块 MDC 解决方案、MiniDC 解决方案等, 满足从超大规模到微小规模、新建到改造的全场景需求。公司构建自研产品核心竞争力, 打造在智算场景下的数据中心全栈解决方案和端到端交付能力; 推出第三代模块化间接蒸发冷却空调、全系列液冷、交直流一体化电力模块、全场景 AI 能效调优、装配式数据中心等创新产品和方案。

4) 软件平台方面, 公司 AI Booster 智算训推软件平台为客户提供一站式 AI 解决方案。AI Booster 除可商用、可持续运维支持的智算训练以及推理服务, 还通过将工程经验工具化, 有效简化 AI 创新并降低大模型迁移成本。AI Booster 由 TECS 资源管理平台和 AIS 训推平台构成, 提供资源管理、AI 工具集、应用开发等核心能力。

中兴通讯: AI 算力集群全栈能力构建者, 国产算力 Beta 下或显著受益

近年来国内互联网资本开支维持高增, 算力投入表现亮眼。2Q25BAT (百度、阿里、腾讯) 合计资本开支同比提升 170.1%至 615.36 亿元, 环比较 1Q25 的 543.69 亿元增长 13.2%。此前 1Q25 受 H20 禁售影响, BAT 部分资本开支计划未能完全实现, 导致 1Q25 BAT 资本开支曾环比下降 22.6%, 2Q25 来看 BAT 资本开支增速已重回环比增长轨道。其中, 百度/阿里巴巴/腾讯 2Q25 资本开支分别为 38.00/386.29/191.07 亿元, 同比增速分别为 +79.4%/+223.6%/+118.9%, 环比分别为+31.0%/+61.0%/-30.5%。阿里在 2Q25 业绩会中表示仍将坚持未来三年在云与 AI 基础设施方面投入超过 3800 亿元的计划, 但每个季度可能会因供应链情况不同出现波动。

图表21: 2Q25 百度、阿里、腾讯合计资本开支同比增长 170.1%



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究

进入 2H25 后, 我们观察到国产算力景气度全面提升, 中兴通讯作为 AI 算力集群全栈能力构建者脱颖而出。2025 年 8 月 6 日, 特朗普宣布对进口半导体加征约 100%关税, 15 日特朗普威胁两周内宣布新的半导体关税, 税率或达 300%; 8 月 15 日, 寒武纪 39.85 亿定增方案获上交所审核通过; 8 月 21 日, DeepSeek 正式发布 V3.1, 并在官微置顶留言“UE8M0 FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计”; 8 月 22 日, 英伟达要求暂停生产 H20 芯片, 或转向下一代 B30A。我们认为, 总结来看: 1) 海外 GPU 供华仍存在不确定性; 2) 国产 GPU 性能、量产能力等方面正在实现突破, 有望在 2H25-2026 年逐步放量。因此我们建议关注国产算力链, 其中包括 AIDC、服务器、交换机、光模块、铜连接、液冷等诸多细分链, 而国产算力链内中兴通讯拥有 AI 集群从计算到网络的全栈布局, 因而有望显著受益于国产算力需求放量。

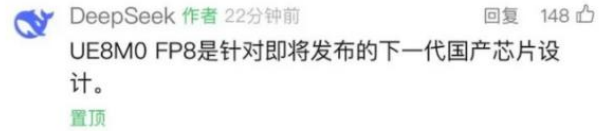
图表22: 寒武纪 39.85 亿元定增方案获上交所审核通过

(五) 本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 398,532.73 万元(含本数), 扣除发行费用后的净额拟投资于以下项目:

单位: 万元			
序号	项目名称	拟投资总额	拟用募集资金投资金额
1	面向大模型的芯片平台项目	290,000.00	205,427.94
2	面向大模型的平台项目	160,000.00	145,207.77
3	补充流动资金	48,000.00	47,897.02
合计		498,000.00	398,532.73

资料来源: 寒武纪公司公告, 华泰研究

图表23: DeepSeek 发布 V3.1: UE8M0 FP8 为下一代国产芯片设计



资料来源: DeepSeek 微信公众号, 华泰研究

管理层情况: 方榕女士 25 年开始掌舵, 加速算力业务拓展

方榕女士于 25 年接任中兴通讯董事长, 继续推动公司从连接向“连接+算力”转型。2025 年 3 月, 中兴通讯宣布管理层调整, 方榕接任董事长, 在“连接+算力”核心战略基础上, 将加速拓展以 AI、算力为代表的第二曲线业务, 突破公司增长瓶颈。回溯公司领袖沿革历程, 2018 年中兴通讯遭美国制裁, 李自学先生临危受命出任董事长, 通过重建合规体系、收缩非核心业务、聚焦核心战略等关键举措, 推动公司在 2019 年后快速恢复运营。2019-2022 年, 受益于国内 5G 建设规模化推进, 中兴通讯业绩保持稳健增长, 2020-2022 年公司营业收入年复合增速达 10.7%, 归母净利润年复合增长率达 16.2%。2025 年, 方榕接手中兴, 她强调“公司从全连接向‘连接+算力’拓展转型愈发迫切”, 将继续加速数智基础设施的部署与升级, 推动数智技术融入千行百业。

图表24: 中兴通讯历年董事长介绍

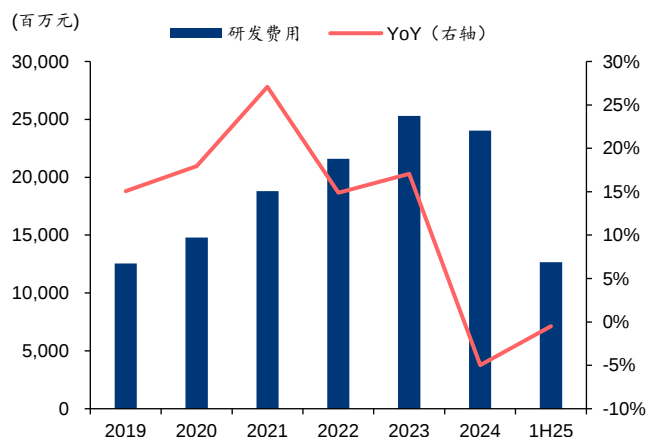
姓名	任期	背景	主要经营举措	业务发展
张太峰	1997-2004 年	曾任航天 691 厂首席工程师兼厂长、西安微电子研究所所长	奠定了公司治理的基础, 并聘任侯为贵为总经理, 确立了“技术立企”的发展路线	业务从程控交换机扩展至 GSM、CDMA 等无线通信领域, 海外市场开始初步布局, 为后续的国际化发展打下基础
侯为贵	2004-2016 年	曾任职于航天 691 厂车间主任、技术科长, 技术出身, 被誉为“中国通信行业教父”	重点推进公司在 3G、4G 时代的全面发展, 并在海外市场取得重大突破。推动中兴通讯 A+H 股上市, 成为国际化大公司	业务线进一步丰富, 包括无线、光通信、数据通信、终端设备等全系列通信产品。海外市场不断扩张, 产品进入全球 160 多个国家和地区, 成为全球通信设备市场的重要玩家
赵先明	2016-2017 年	1998 年加入中兴通讯, 历任研发组长、项目经理、产品总经理等职务	提出“M-ICT 2.0”战略, 强调聚焦运营商、政企、消费市场, 并积极探索物联网、云计算等新业务, 致力于公司转型和业务创新	继续巩固运营商网络业务, 同时尝试拓展物联网、智慧城市等创新业务
殷一民	2017-2018 年	1991 年起担任深圳市中兴半导体有限公司研发部主任, 1993 年至 1997 年担任深圳市中兴新通讯设备有限公司副总经理	注重技术研发和产品创新, 推动公司在 5G 技术和终端产品方面的发展	任期内应对美国制裁, 公司业务持续发展
李自学	2018-2025 年	微电子技术专家, 2015-2018 年任西安微电子技术研究所党委书记兼副所长	上任后迅速组建内部高管团队, 确立“恢复、发展、超越”三阶段战略, 推动合规体系重建, 聚焦 5G 建设和数智化转型, 明确“连接+算力”战略方向	稳固了 5G 主设备市场的领先地位, 国内市场份额稳步提升。消费者业务和政企业务得到恢复和发展, 公司整体业务结构更加健康
方榕	2025 年-至今	1995 年到 1997 年任职于中兴通讯控股股东中兴新, 1997 年进入中兴通讯, 1998 年至 2009 年担任中兴通讯高级副总裁; 2009 年至今任中兴发展有限公司董事长; 2021 年至今任霞智科技有限公司董事长; 2018 年 6 月至今任中兴通讯非执行董事, 2025 年 3 月担任中兴通讯董事长。在其职业生涯中, 方榕带领团队实现光通信、视讯和电源等通信产品的研发突破及规模商用, 也曾成功引领团队在印度等新兴市场 and 欧洲等高端市场取得重大突破	延续“连接+算力”战略, 强调加速 AI 基础设施部署, 推动数智技术融入千行百业	在传统“连接”业务继续夯实地位的基础上, 未来预计在服务器、数据中心交换机等算力相关业务上实现更快的增长和突破

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

研发投入：公司始终重视研发投入，24 年研发投入位列通信板块第二

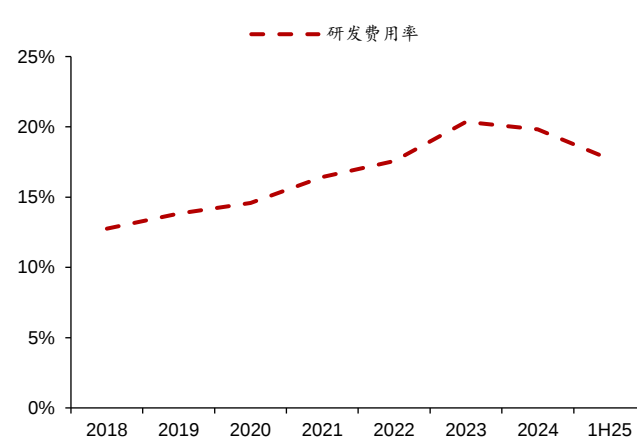
公司重视技术创新和研发投入，2021-1H25 公司研发费用率始终维持在 15%-20% 区间。公司持续深耕第一曲线的有线、无线通信业务的技术，携手运营商加速超双万兆网络、通感一体、空天地一体等一系列 5G-A 创新技术应用落地及产业成熟，并积极投入第二曲线的终端业务、服务器业务、存储业务、数字化转型应用等新兴业务的技术，强化服务器、存储、交换机等智算相关产品的研发。公司 1H25 研发费用 126.65 亿元，同比基本持平。公司的研发费用率从 2018 年的 12.75% 稳步提升至 1H25 的 17.70%，并自 2021 年以来一直维持在 15% 至 20% 的区间。

图表25：中兴通讯 2019-1H25 研发费用绝对额变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

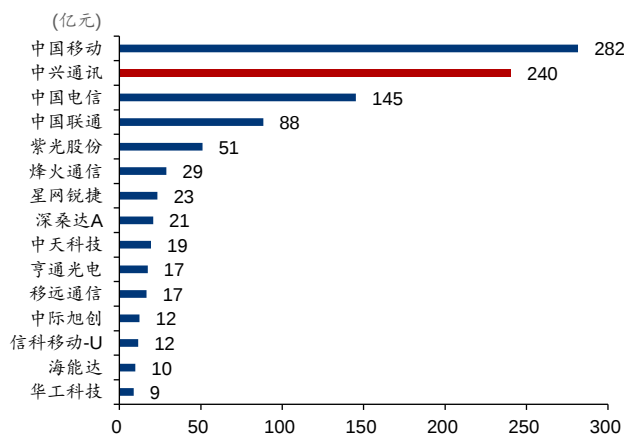
图表26：中兴通讯 2019-1H25 研发费用率变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

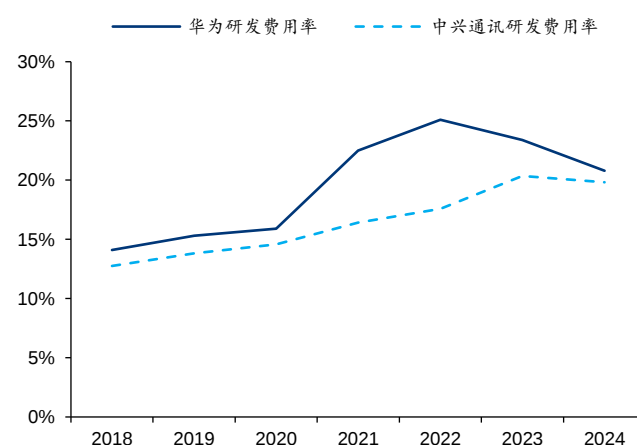
公司研发投入领先行业，铸就核心技术高壁垒。对比上市公司通信板块，公司研发费用明显领先于同行，2024 年国内通讯上市公司研发费用前五的排名中，公司以 240 亿投入位列第二，仅次于通信板块龙头中国移动。与同样以高水平研发投入著称的华为对比，2018-2024 年公司与华为保持相近研发费用率。

图表27：2024 年通信板块研发费用前五公司对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表28：华为与中兴通讯研发费用率对比



资料来源：Wind，华泰研究

公司形成高速互联、在网计算、算力原生、无感迁移、数据处理和算法优化等多项关键专利技术积累，持续强化 DICT 端到端全系列产品及数智化解决方案的竞争力。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有约 9.4 万件全球专利申请，累计超 5 万件全球授权专利。其中在 AI 领域，拥有近 5500 件专利申请，近一半已获授权；芯片领域拥有约 5700 件专利申请，累计超 3700 件授权专利。从产品研发来看，在连接领域，公司通过 5G-A 开启低空经济、万兆体验与确定性服务等新业态，积极布局 6G 技术演进，通过全光网络提供超大带宽、低时延与高可靠特性等网络关键能力；在算力基础设施领域，公司全力推进智算产品的研发，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，以及资源管理平台、训推平台、星云大模型、智能体工厂等软件方案，打造开放普惠的智算基座。

中兴微：自研芯片展翼，重视算力相关芯片导入大厂进度
再认识中兴微：国内头部芯片设计企业，算力相关芯片全面突破

中兴微：深耕芯片自研三十载，IC 解决方案全面领先。中兴微电子于 2003 年注册成立，是中兴通讯的控股子公司，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，中兴微电子已成为国内领先的 IC 设计公司，自主研发并成功商用的芯片达到 150 多种，产品覆盖 ICT 产业“算力、网络、终端”全领域。中兴微电子已具备从成熟工艺到先进工艺的复杂 SoC 芯片前后端全流程设计能力，服务全球 160 多个国家和地区，连续多年被评为“中国十大集成电路设计企业”，在 2024 年中国半导体企业综合竞争力百强名单中，公司位列第 18 名，展现出强大的研发能力与广泛的市场影响力。

公司芯片产品年发货量超过 2 亿颗，现已形成“连接+算力+应用”的技术生态。1) 无线芯片是中兴微的传统优势领域，无线产品（使用中兴自研芯片）中过去的 4G 基站产品全球份额超过 25%，根据中兴通讯副总裁李晖在 2020 年 10 月第三届数字中国峰会上的讲话，在 5G 无线基站等设备的主控芯片上，中兴自研的 7nm 芯片已实现市场商用，5nm 芯片尚在实验中；2) 有线芯片中，除固网芯片外，公司提供 Scale Out 和 Scale Up 两类型交换芯片，其中 Scale Out 交换芯片对标博通、盛科、华为等企业，已实现 12.8T 容量级别量产，Scale Up 交换芯片展示于 25 年 8 月的中国算力大会（山西大同），产品名为“凌云”，该芯片助力国产化 GPU 卡大规模高速互联，从而构建 Nebula 星云智算超节点；3) 算力芯片方面，公司代表产品包括性能领先的领域定制 ARM CPU 珠峰 1.0，以及可卸载并加速网络、管理、释放 CPU 资源的自研 DPU 定海芯片；4) 端侧芯片方面，公司推出具有里程碑意义的 ZX7520V3 系列 LTE 多模芯片，在全球 70 多个国家的手机市场商用，如今瞄准车载无线通信的业务场景，推出撼域 M1、车规级 5G+V2X 芯片 S1V，已累计中标广汽、比亚迪、奇瑞、上汽等多家车企量产项目。我们将交换芯片、珠峰算力芯片、DPU 等芯片定义为“算力相关芯片”。

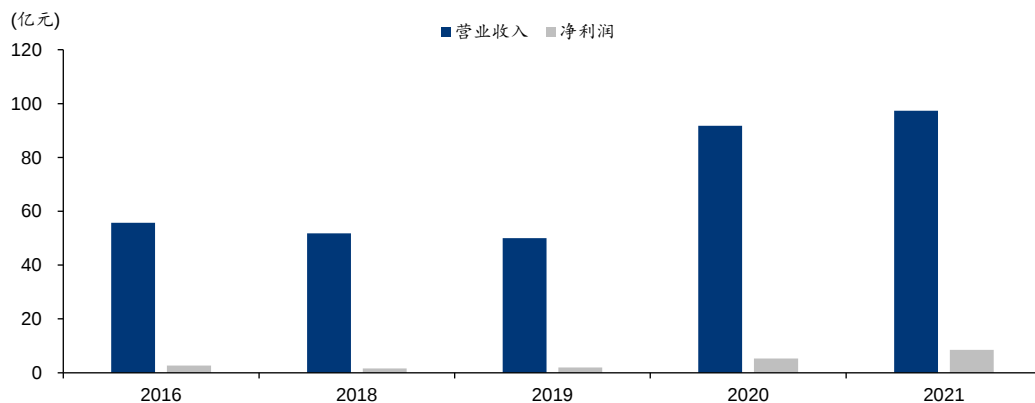
图表29：中兴微电子主要芯片产品一览

芯片应用	芯片类型/型号	芯片最新情况
无线芯片	通信系统芯片	5G 多模软基带芯片 MSC3.0，是基站 BBU 产品的核心芯片，采用台积电 7nm 制程。该芯片是中兴首款支持 5G 的基带芯片，集成了多种 5G 算法硬件加速 IP，完备地支持 5G 现有协议标准，并具备后续协议演进的能力。
	中频芯片	5G 多模数字中频芯片是一款高集成度、可重构的移动基站射频前端和数字中频处理芯片，支持 2G/3G/4G/5G 多模多制式，基于先进的算法、高速接口和封装技术，可实现性能、灵活性、功耗和成本的最佳平衡。
有线芯片	固网终端芯片	ONU 系列芯片，全场景覆盖单口 G/EPON、1G 多口单频 WiFi、双频 WiFi、XGPON 产品，广泛应用于移动、电信、联通、广电、海外市场的家庭网关、政企网关、融合网关形态。
	Scale out 互联芯片 (以太网)	2018 年第四代自研交换芯片的单芯片交换容量就已达到 8.96Tbps，支持最大 2000T 的设备集群交换。2025 年 SEMIE 期间，公司展出以太网交换芯片天屹 S501/S301 等型号，最大交换容量达到 12.8Tbps。
	Scale up 互联芯片 (私有协议)	最新自研 AI 交换芯片“凌云”（交换容量达到 51.2Tbps）可助力实现国产 GPU 的大规模高速互联，通过构建 Nebula 星云超节点，支撑万卡乃至十万卡级智算集群，满足万亿参数 AI 大模型训练需求。
端侧芯片	物联网芯片	中兴微与中芯国际合作开发的 NB-IoT 系统级芯片 Rose Finch7100 专为低功耗广域物联网而设计，睡眠功耗 2uA，在每日收发一次的条件下降功耗占比为 16%；此外 Rose Finch7100 为单芯片设计，外围电路极简设计，支持 R14 全频段，拥有云芯一体全局安全性能，以及开放的应用架构。
	手机 Modem 芯片	ZX7520V3 系列 LTE 多模基带芯片，28nm 工艺，支持丰富接口，具有高性能、低功耗、低成本、高可靠的优点，可以广泛应用于全球移动通信市场，已在全球 70 多个国家的运营商商用发货。
	车规级中央计算平台芯片 撼域 M1	撼域 M1 芯片是撼域系列第一颗面向新一代 E/E 架构的车规级高性能中央计算平台 SoC 芯片，具备大算力、高带宽、大存储、高安全的多域融合高速连接能力，可从容应对未来域集中架构的各种应用场景。
	车规级 5G+V2X 芯片 S1V	S1V 是满足 3GPP R16 标准的车规级 5G+V2X 芯片，具备高安全可靠、大带宽、低时延和大算力的通信应用处理能力，可从容应对未来车载无线通信的各种业务场景。
算力芯片	珠峰算力芯片	珠峰 1.0 是基于 ARMv9.0 架构的领域定制异构处理器，搭载 128 个物理核，基准频率 3.1GHz，具有业内领先的计算性能，核数多，高主频，高带宽，高算力，IO 丰富等特点，为企业级应用及数据中心提供出色的基础设施支撑，可针对云计算、大数据处理、大规模计算、视频编解码、云游戏等应用场景提供更低的总体拥有成本。
	DPU 定海芯片	支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种形态，主要功能是网口报文收发、网络报文处理，同时提供一些算法加速器，如安全加解密算法、压缩解压缩等。

资料来源：中兴通讯官网，中兴微电子官网，中兴微电子公众号，趋境科技公众号，互动易，深圳国际半导体展（2025 年 9 月），华泰研究

中兴微电子于 2021 年营收已近百亿，国内市场排名领先。中兴微电子 2015-2017 年业绩在国内芯片设计企业中排名第三，由于 2018 年美国商务部对中兴通讯实施出口限制，中兴微电子 2018-2019 年业绩出现小幅下滑，但也刺激了公司自研芯片的发展，2020 年，公司自研 7nm 芯片规模量产并商用，营收实现大幅跃升，逐步走出断供的“阵痛”中，2021 年营收已接近百亿，达到 97.31 亿元。

图表30：2016-2021 年中兴微电子营收及净利润

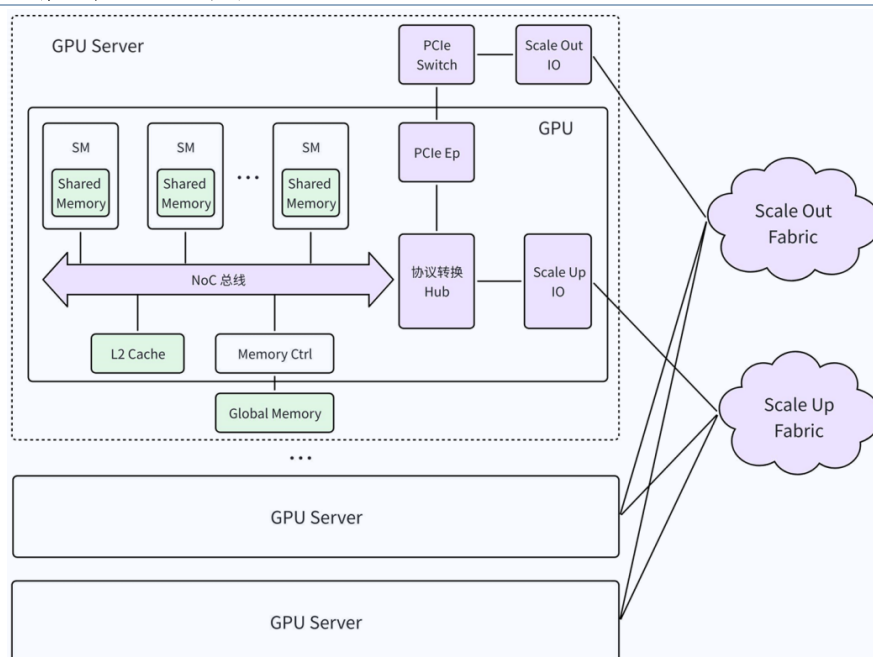


资料来源：中兴通讯财报，华泰研究

交换芯片：Scale Out 逐步导入互联网体系，Scale Up 配合国产超节点

Scale out 实现大规模 GPU 集群间的高速互联，**Scale up** 支持高带宽域内部跨 GPU 的高性能通信。随着 AI 大模型日趋复杂，其训练和推理任务对算力的需求快速上升，因此构建大规模 AI 算力集群，通过多 GPU 协同工作成为必然趋势，而计算引擎需要处理的数据可能位于多个 GPU 的 Global Memory 中，需要通过 Scale up 网络和 Scale Out 网络来完成 GPU 之间的数据传输。Scale up 主要关注单个计算节点内部的 GPU 之间互联，以期实现计算密度的增长，特点是带宽高、时延小，典型协议包括 PCIe、NVLink、UALINK 等；Scale Out 主要关注大规模计算节点之间的网络互联，借助高性能、高密度的交换机组网实现，典型协议包括以太网（RoCEv2、UEC）、InfiniBand 等。

图表31：服务器内 GPU 互联架构



资料来源：《字节跳动 GPU Scale-up 互联技术白皮书》，华泰研究

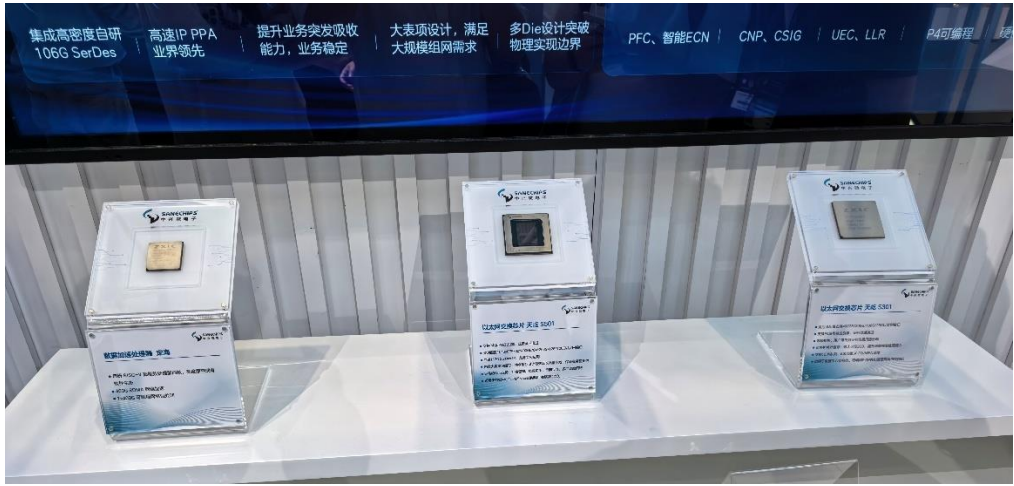
Scale out 方面：1) 母公司层次，中兴通讯目前已推出国产超高密度 230.4T 框式交换机，以及全系列 51.2T/12.8T 盒式交换机，性能业界领先，在运营商、互联网、金融等市场的百/千/万卡智算集群规模商用。以 ZXR10 5960X-HK 系列交换机为例，其交换容量为 25.6Tbps，支持 PFC/ECN/Fast ECN 等 RoCEv2 无损以太网特性，用以完成数据中心内部的 Scale out 互联；**2) 中兴微层次**，2018 年中兴微推出交换容量 8.96Tbps 的第四代自研交换网芯片，达到业界一流水平，在 2025 年深圳 SEMIE（国际半导体展）中，中兴微展台展示其天屹系列以太网交换芯片，最大交换容量达到 12.8Tbps。

图表32：国内外交换芯片厂商高端芯片性能参数对比

公司	最高端产品	最高交换容量 (Tbps)	支持最大端口速率 (G)
海外			
博通	Tomahawk 6	102.4	1600
	Tomahawk 5	51.2	800
	Tomahawk 4	25.6	800
美满	Teralynx 10	51.2	800
	Teralynx 8	25.6	800
思科	G100	25.6	1638
英伟达	Spectrum 4	51.2	800
国内			
华为	UB-switch	19.2	800
中兴微	天屹	12.8	800
盛科通信	Arctic	25.6	800
楠菲微 (未上市)	ES8000-80	8	400

注：数据截至 2025 年 10 月 12 日，图中信息系根据各公司披露的公开资料整理
资料来源：各公司官网，2025 深圳国际半导体展-中兴微，华泰研究

图表33：中兴微展示以太网交换芯片产品



资料来源：2025 深圳国际半导体展-中兴微，华泰研究

Scale out 空间几何？——AI 数据中心需求增长叠加国产化要求提升，我国以太网交换芯片（Scale out）市场空间有望持续扩容，我们预计 2026 年国内国产交换芯片市场规模有望达 54 亿元。参考灼识咨询 2020 年数据，2020 年全球以太网交换机市场规模/以太网交换芯片市场规模分别为 1807 亿元/368 亿元，因此交换芯片市场规模大致为交换机市场规模的 20%（亦可通过交换机厂商毛利率和交换芯片占 BOM 成本比例简单推导而出）。根据 IDC 数据，2024 年我国以太网交换机市场规模为 60.03 亿美元，其中增量主要来自于数据中心市场，因此我们主要关注数据中心交换机市场的增量，2024 年我国数据中心交换机市场规模为 33.37 亿美元，我们假设 2025/2026 年国内数据中心交换机市场增速分别为 35%/30%，则 2026 年国内数据中心交换机市场规模预计为 58.57 亿美元。假设美元兑人民币汇率为 7.1，则 2026 年国内数据中心交换芯片（Scale out）市场规模为 83 亿元，由于海外芯片供应存在不确定性，未来交换芯片等关键芯片的国产化要求或提升，我们预计数据中心交换芯片国产化率由 2022 年的 35% 提升至 2026 年的 65%，即对应 2026 年国内国产数据中心交换芯片市场规模 54.06 亿元，2023-2026E CAGR 为 38.9%。

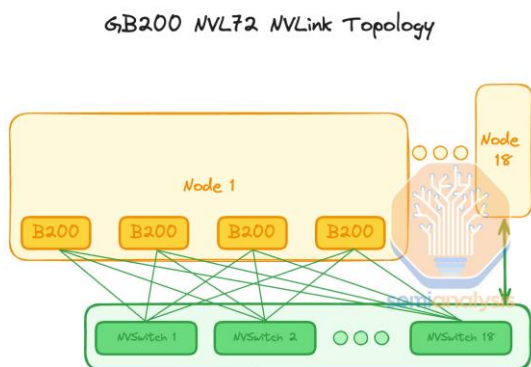
图表34：国内国产数据中心交换芯片市场规模测算

	实际			华泰预计		CAGR
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2023-2026E
国内数据中心交换机市场规模（亿美元）	29.19	28.11	33.37	45.06	58.57	19.0%
YoY（%）		-4%	19%	35%	30%	
假设：美元兑人民币汇率			7.1			
假设：交换芯片市场规模占交换机市场比重（%）			20%			
国内数据中心交换芯片（Scale out）市场规模（亿元）	41.44	39.91	47.39	63.98	83.17	19.0%
交换芯片国产化率（%）	35%	38%	40%	50%	65%	
对应国内国产数据中心交换芯片市场规模（亿元）	14.50	15.17	18.96	31.99	54.06	38.9%

资料来源：IDC（2022-2024 数据），华泰研究预测（2025-2026 数据）

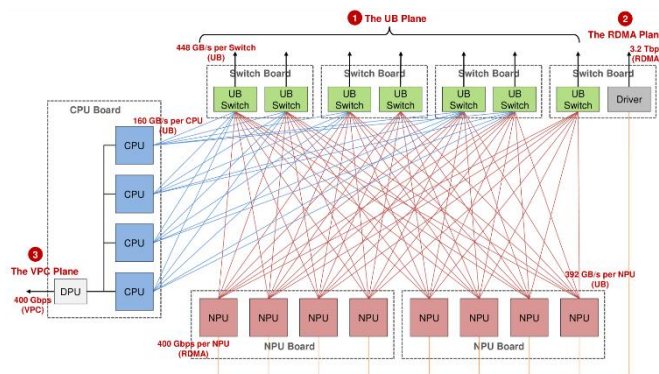
Scale up 方面：我们重申 Scale up 网络的重要性，我们观察到，国内外厂商正在积极研发超节点架构，而单卡算力差距或可部分由“运力”（网络）进行弥补。海外方面，英伟达推出的 GB200 NVL72 内使用 18 颗 NVSwitch5 ASIC 将 72 颗 B200 GPU 进行 Scale up 互联，即交换芯片：GPU=18:72=1:4。国内方面，华为 CM384 的单节点中 8 颗 NPU 通过 7 颗 UB Switch 实现卡间互联，因此交换芯片：NPU=7:8。从二者算力比较来看，尽管昇腾 910C 的单芯片算力仅为 GB200 的 1/3，但 CM384、GB200 NVL72 的 BF16 稠密算力分别为 300、180PFLOPS，前者几乎是后者的两倍，可见单卡算力的差距可以通过 Scale up+Scale out 进行弥补，随着机柜式服务器成为未来发展趋势，机柜内部的 Scale up 交换网络格外重要。

图表35：英伟达 GB200 内部用 18 颗 NVSwitch 连接 72 个 B200



资料来源：SemiAnalysis，华泰研究

图表36：华为 CM384 单节点内部 8 个 NPU 用 7 个 UB Switch 互联



资料来源：《Serving Large Language Models on Huawei CloudMatrix384》（华为），华泰研究

中兴微目前已具备大容量交换芯片“凌云”及 GPU 卡间互联方案，未来有望受益于超节点架构的渗透。根据 IDC 在 2025 年 8 月发布的《中国大模型推理算力市场分析报告, 2025》，中兴通讯全栈开放智算平台取得亮眼成绩，在算力架构、网络和存储增强、安全与合规等关键指标上斩获满分。中兴通讯依托长期技术积淀，深度布局智算软硬件研发与集成，覆盖从底层硬件到上层用全流程，尤其是目前已有“机内高速互联芯片”（Scale up）与机间互联交换芯片（Scale out）。从实际应用成果来看，中兴通讯以自研 AI 大容量交换芯片“凌云”为基石，提出面向 AI 加速器的高速互联开放架构，实现国产化 GPU 卡大规模高速互联，构建 Nebula 星云智算超节点，打造软硬协同、以网强算、开放解耦、高效高稳的万卡、十万卡超大规模智算集群，有效支持了万亿参数以上主权大模型的训练，显著提升了 AI 计算的性能和效率。我们认为，国产 GPU 未来占比有望增加，相关厂商可能受限于集群网络建设能力，难以完全发挥计算芯片的性能，而公司现已具备出色的网络互联实力，未来有望帮助相关厂商进行性能调优。

图表37：中兴通讯目前在 AI 算力领域布局完善

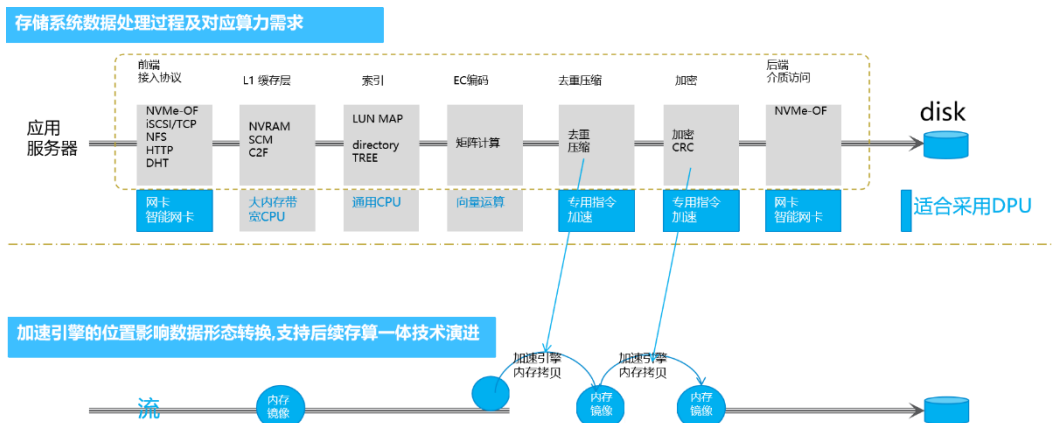


资料来源：中兴通讯公众号，华泰研究

DPU：公司自研定海芯片有望助力国产 GPU 性能优化

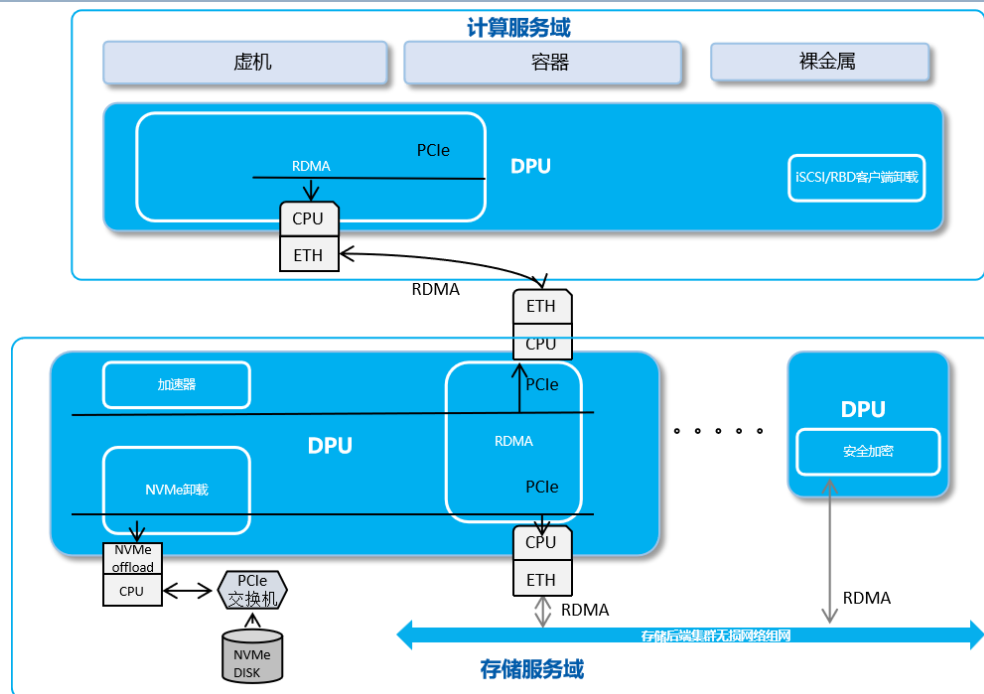
DPU 可从 CPU 卸载部分繁重任务至自身处理，助力释放 CPU 资源提升效率，随着人工智能、大数据等产业的快速发展，数据中心面临严峻的 I/O 性能瓶颈和低延迟挑战。传统架构下，处理海量数据和高性能网络协议（如 RDMA、NVMe）会大量占用 CPU 资源，导致存储应用可用算力捉襟见肘。DPU 作为一种新型可编程处理器，其核心价值在于卸载和加速，它能够存储协议封装、数据压缩/去重、加密等繁重任务从主机 CPU 上转移至自身处理。这一能力显著释放了 CPU 算力，使其能更专注于核心计算业务，从而大幅提升系统整体效率。通过实现“算存分离”，DPU 让计算节点能以简单、高效的方式透明访问远端存储资源。它不仅简化了主机端的存储协议栈，降低了资源消耗，还在保障数据中心高性能、高稳定性和高安全性的同时，为存储系统的持续演进提供了坚实支撑。

图表38：分布式存储关键路径算力需求及 DPU 可能的应用场景



资料来源：中兴通讯官网，华泰研究

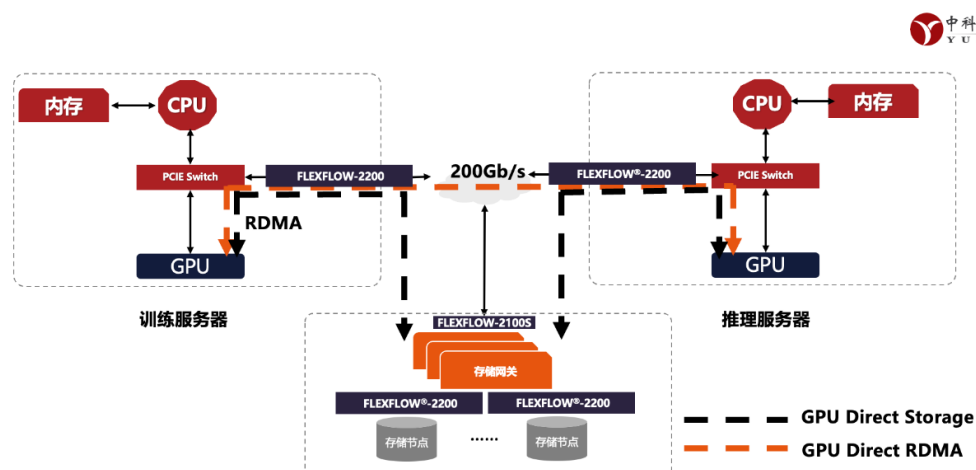
图表39：DPU 可实现硬件加速功能



资料来源：中兴通讯官网，华泰研究

AI 背景下，DPU 的“帮助”对象由 CPU 逐步转向 GPU：在大模型训练和推理场景下，DPU 通过卸载 GPU 非核心任务、加强 GPU 间通信并优化数据预处理来提升整体算力效能。大模型训练和推理中，GPU 计算能力受到数据管理、通信和存储等任务的限制，DPU 可从三方面对其进行优化：1) 使 GPU 专注于计算任务：DPU 可以接管数据加载、预处理、通信等占用 GPU 资源的任务，通过高速 I/O 接口直接从存储设备读取数据，减少 CPU 的介入，进而提升 GPU 的利用率和计算效率；2) 加强 GPU 之间的通信：分布式训练中，GPU 之间的通信（如梯度同步）会消耗大量时间。DPU 支持高效的 All-Reduce 操作，减少通信延迟，同时，DPU 内置专用的通信引擎，可实现 GPU Direct RDMA，从而实现超高带宽、低延迟的 GPU 间通信；3) 优化数据预处理与检索：通过 DPU 进行远端存储访问协议的卸载，可以提高数据读写的效率，提供比 CPU 更高的吞吐量和更低的延迟，从而减少 GPU 的闲置时间。

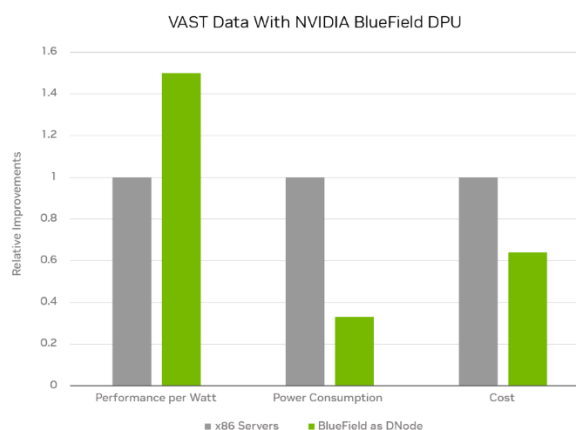
图表40： 中科驭数 DPU 产品可实现 GPU Direct RDMA



资料来源：中科驭数微信公众号，华泰研究

DPU 有望成为 AI 服务器标配，中兴微电子已推出自研 DPU 定海芯片具备先发优势。从海外来看，CoreWeave 与 VAST Data 合作，将 BlueField DPU 作为控制数据节点 (DNode)，通过 NVIDIA DOCA API 将数据服务直接卸载到 BlueField DPU，从而消除了对传统 x86 CPU 的需求。从实际效果来看，与基于 x86 架构的 DNode 相比，基于 BlueField 的 DNode 在连续吞吐量方面提高了 60%，从 40GB/s 增加至 64GB/s，同时功耗降低了 58%，从 1200 W 下降至 500W，相当于每瓦性能提高了 3.84 倍，可见 DPU 的合理利用可以带来效率、可扩展性和性能的提升。同时，CoreWeave 率先部署的 GB300 NVL72 服务器内部包含 72 颗 Blackwell Ultra GPU 和 18 颗 NVIDIA BlueField-3 DPU，即 GPU: DPU=4:1，我们推测后续其他厂商生产的服务器中比例与此相近。中兴微电子目前已有自研 DPU 定海芯片，支持 RDMA 标卡、智能网卡、DPU 卡等多种形态，主要功能是网口报文收发、网络报文处理，同时提供一些算法加速器，如安全加解密算法、压缩解压缩等，在国内具备先发优势。

图表41： x86 CPU 与 BlueField DPU 的对比



资料来源：英伟达官网，华泰研究

估值分析

我们看好长期维度下公司在算力领域的全栈布局逐步迎来收获，随着未来自研算力相关芯片完成产品及客户导入，公司盈利能力有望显著改善。我们基本维持预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1394.92/1624.17/1873.61 亿元，同比分别 +15.0%/+16.4%/15.4%，其中政企业务 2025-2027 年收入预计分别为 338.49/482.75/601.50 亿元，同比分别 +82%/+43%/+25%，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 84.89/94.20/104.18 亿元，可比公司 26 年一致预期 PE 均值为 36x（前值：29x），给予 A 股 26 年 PE 36x（前值：32x），目标价 70.90 元（前值：62.76 元）；参考 25 年 7 月至今公司 H/A 股 PE 比率均值 70%，汇率 0.92，对应 H 股 26 年 PE 25.25x（前值：22.04x）及目标价 54.34 港元（前值：47.24 港元），均维持“买入”评级。

图表42：可比公司估值表（截至 2025 年 10 月 16 日）

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	总市值 (百万元)	归母净利润（百万元）			PE (倍)		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000977 CH	浪潮信息	67.41	99,237	2,292	2,854	3,710	43.30	34.78	26.75
600498 CH	烽火通信	26.62	34,319	703	976	1,172	48.84	35.15	29.27
000938 CH	紫光股份	28.24	80,769	1,572	2,097	2,585	51.37	38.51	31.25
平均值							47.83	36.14	29.09

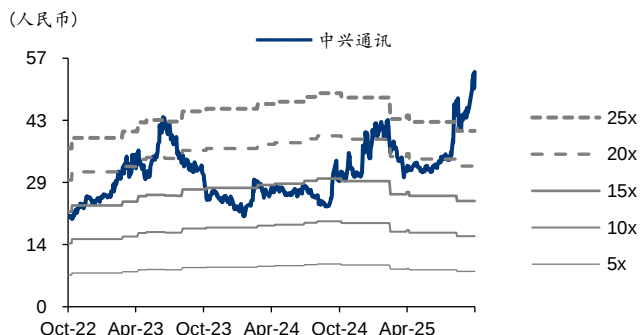
注：可比公司预测来自 Wind 一致预测

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

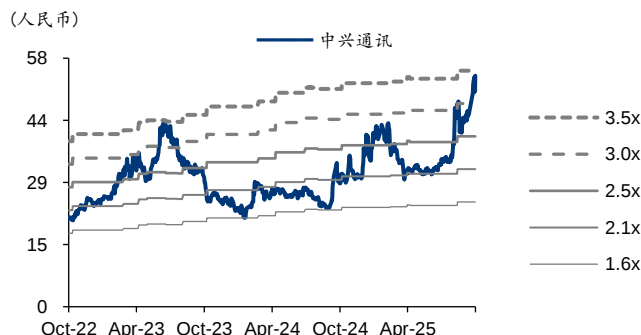
- 1) 新业务拓展不及预期：**公司海外运营商业务、国内互联网服务器业务等与板块收入增速密切挂钩，若此类新业务拓展不及预期，则将减损当期收益；
- 2) 政企投资不及预期：**公司 1H25 政企业务增速较高，主要系互联网厂商资本开支保持同比高增，若后续以互联网客户为代表的政企客户投资减少，则将减损公司当期收入及利润；
- 3) 自研芯片导入进度不及预期：**由于目前公司服务器产品主要采用第三方 GPU 及 CPU，毛利率较低，后续公司自研算力芯片导入后或显著改善毛利率，若该导入进度不及预期，则将影响公司当期盈利水平；
- 4) 行业竞争加剧：**部分下游投资压力或向上游进行传导，若行业竞争加剧，公司毛利率可能受到影响。

图表43：中兴通讯 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表44：中兴通讯 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	158,505	141,787	154,586	159,864	171,264
现金	78,543	43,885	48,087	41,986	42,948
应收账款	20,822	21,288	26,812	28,244	34,209
其他应收账款	1,146	2,598	677.94	3,226	1,595
预付账款	242.44	692.10	213.16	822.03	323.15
存货	41,131	41,258	45,384	51,664	56,758
其他流动资产	16,620	32,066	33,412	33,922	35,430
非流动资产	42,454	65,536	67,207	68,956	70,318
长期投资	2,158	2,334	2,434	2,554	2,684
固定投资	13,372	14,178	15,761	17,920	20,102
无形资产	7,697	7,159	4,813	2,690	589.56
其他非流动资产	19,226	41,864	44,199	45,792	46,942
资产总计	200,958	207,323	221,792	228,820	241,581
流动负债	83,030	82,635	98,954	107,394	121,361
短期借款	7,560	7,027	7,294	7,160	7,227
应付账款	18,931	22,372	25,392	31,841	33,212
其他流动负债	56,539	53,237	66,269	68,392	80,922
非流动负债	49,596	51,577	44,122	36,185	27,774
长期借款	42,576	44,059	36,604	28,706	20,252
其他非流动负债	7,020	7,519	7,518	7,479	7,522
负债合计	132,627	134,213	143,076	143,579	149,135
少数股东权益	323.14	301.80	370.26	446.23	530.24
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
留存公积	37,768	42,926	48,488	54,661	61,487
归属母公司股东权益	68,008	72,808	78,346	84,795	91,916
负债和股东权益	200,958	207,323	221,792	228,820	241,581

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	17,406	11,480	17,432	12,085	20,216
净利润	9,241	8,356	8,557	9,496	10,502
折旧摊销	4,926	4,969	4,430	5,138	5,802
财务费用	(1,101)	(264.57)	1,202	1,434	1,480
投资损失	205.03	(112.39)	(130.00)	(150.00)	(160.00)
营运资金变动	872.77	(2,505)	3,828	(3,201)	3,116
其他经营现金	3,262	1,038	(455.17)	(631.33)	(525.05)
投资活动现金	(20,901)	(28,672)	(5,446)	(6,025)	(6,386)
资本支出	(4,005)	(4,015)	(5,331)	(6,152)	(6,504)
长期投资	(18,327)	(27,286)	(100.00)	(120.00)	(130.00)
其他投资现金	1,430	2,628	(14.70)	247.17	248.49
筹资活动现金	7,372	(5,818)	(7,784)	(12,162)	(12,868)
短期借款	(2,402)	(533.29)	266.64	(133.32)	66.66
长期借款	7,450	1,483	(7,455)	(7,898)	(8,454)
普通股增加	47.14	0.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,710	(127.19)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	565.88	(6,641)	(595.51)	(4,131)	(4,481)
现金净增加额	3,941	(22,987)	4,202	(6,101)	961.57

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	124,251	121,299	139,492	162,417	187,361
营业成本	72,650	75,311	93,139	111,604	130,106
营业税金及附加	1,336	1,176	1,222	1,500	1,801
营业费用	10,172	8,901	8,370	8,446	8,993
管理费用	5,632	4,477	4,324	4,385	4,684
财务费用	(1,101)	(264.57)	1,202	1,434	1,480
资产减值损失	(858.37)	(933.18)	(418.48)	(812.09)	(936.81)
公允价值变动收益	(702.28)	(625.13)	600.00	600.00	600.00
投资净收益	(205.03)	112.39	130.00	150.00	160.00
营业利润	10,258	9,342	9,647	10,683	12,061
营业外收入	173.06	76.28	80.00	80.00	80.00
营业外支出	228.30	188.86	218.71	211.96	206.51
利润总额	10,203	9,230	9,508	10,551	11,934
所得税	962.29	873.99	950.79	1,055	1,432
净利润	9,241	8,356	8,557	9,496	10,502
少数股东损益	(84.90)	(69.18)	68.46	75.97	84.02
归属母公司净利润	9,326	8,425	8,489	9,420	10,418
EBITDA	14,186	13,247	14,721	16,392	18,280
EPS (人民币, 基本)	1.96	1.76	1.77	1.97	2.18

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.05	(2.38)	15.00	16.44	15.36
营业利润	16.64	(8.93)	3.26	10.75	12.89
归属母公司净利润	15.41	(9.66)	0.76	10.97	10.59
获利能力 (%)					
毛利率	41.53	37.91	33.23	31.29	30.56
净利率	7.44	6.89	6.13	5.85	5.61
ROE	13.52	11.43	10.87	11.14	11.36
ROIC	22.92	11.13	14.32	14.61	16.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.00	64.74	64.51	62.75	61.73
净负债比率 (%)	(28.42)	26.33	14.50	11.45	0.76
流动比率	1.91	1.72	1.56	1.49	1.41
速动比率	1.32	1.10	1.01	0.92	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.59	0.65	0.72	0.80
应收账款周转率	6.44	5.76	5.80	5.90	6.00
应付账款周转率	3.82	3.65	3.90	3.90	4.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.95	1.76	1.77	1.97	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	3.64	2.40	3.64	2.53	4.23
每股净资产(最新摊薄)	14.22	15.22	16.38	17.73	19.22
估值比率					
PE (倍)	27.71	30.68	30.45	27.44	24.81
PB (倍)	3.80	3.55	3.30	3.05	2.81
EV EBITDA (倍)	16.08	19.11	16.66	14.87	12.84

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、高名焱、王珂, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中兴通讯（000063 CH）、中兴通讯（763 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 中兴通讯（763 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王兴、高名垚、王珂本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中兴通讯（000063 CH）、中兴通讯（763 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中兴通讯（763 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司