

紫光股份（000938.SZ）

营收加速增长，多元化算力供给，深耕政企市场

2025 年 04 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蒋颖（分析师）

雷星宇（联系人）

jiangying@kysec.cn

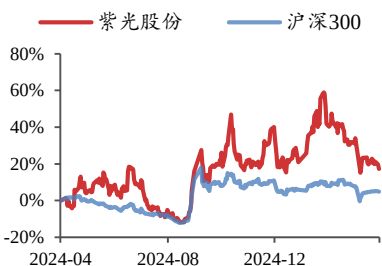
leixingyu@kysec.cn

证书编号：S0790523120003

证书编号：S0790124040002

日期	2025/4/30
当前股价(元)	25.14
一年最高最低(元)	34.35/18.00
总市值(亿元)	719.02
流通市值(亿元)	719.02
总股本(亿股)	28.60
流通股本(亿股)	28.60
近 3 个月换手率(%)	196.58

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《持续受益于智算需求释放，加速海外市场拓展——公司信息更新报告》
-2024.11.1

● 发力国内政企及海外市场，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报，2024 年实现营收 790.24 亿元，同比+2.22%，实现归母净利润 15.72 亿元，实现扣非归母净利润 14.56 亿元。2025Q1 公司实现营收 207.90 亿元，同比+22.25%，实现归母净利润 3.49 亿元，实现扣非归母净利润 4.09 亿元，同比增长 19.30%。2024 年子公司新华三实现营收 550.74 亿元，同比+6.04%，其中，国内政企业务和运营商业务分别实现营收 442.39 亿元和 79.19 亿元；国际业务实现营收 29.16 亿元，同比+32.44%。随着 AI 持续发展，AI 服务器和高速交换机需求有望加速释放，公司 ICT 业务有望持续受益，考虑到国际供应链摩擦加剧，我们下调 2025 年和 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 25.67/29.58/35.80 亿元（原 30.89/36.80 亿元），当前股价对应 PE 为 28.0/24.3/20.1 倍，维持“买入”评级。

● 推进多元算力供给，持续受益智算需求释放

2024 年，面向国内政企市场，公司参与山东、安徽、青海等省份的智算中心建设，联合国产 CPU、GPU 等生态合作伙伴，把握国产化机遇，成功落地多个国产万卡智算集群；面向互联网市场，已与多家互联网客户形成战略合作，广泛部署网络产品和服务器产品。发布 51.2T S9827 系列智算产品，支持高密 400G/800G 端口，最大可支撑数十万卡集群智算网络方案。2024 年公司国内 X86 服务器市场份额为 12.6%，位列第三，国内以太网交换机市场份额为 31.1%，排名第二。

● 持续完善海外市场布局，自有品牌出海加速

公司持续加快海外市场布局，2024 年国际业务中 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务收入达到 9.59 亿元，同比+ 69.35%。2024 年，公司完成韩国、智利、波兰、德国等 5 家子公司注册，并在沙特阿拉伯设立区域总部，已在欧洲、非洲、拉丁美洲等地设立 22 个海外分支机构，全年面向海外市场发布 147 款新品，在东南亚多个国家完成总代签约活动落地，有望加速自有品牌出海，打开新成长空间。

● **风险提示：**云计算需求不及预期、技术和产品研发风险、AI 发展不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	89,817	100,087	110,948
YOY(%)	4.4	2.2	13.7	11.4	10.9
归母净利润(百万元)	2,103	1,572	2,567	2,958	3,580
YOY(%)	-2.5	-25.2	63.3	15.2	21.0
毛利率(%)	19.6	17.4	18.6	19.1	19.5
净利率(%)	2.7	2.0	2.9	3.0	3.2
ROE(%)	9.2	12.3	16.7	16.2	16.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.55	0.90	1.03	1.25
P/E(倍)	34.2	45.7	28.0	24.3	20.1
P/B(倍)	2.1	5.4	4.5	3.8	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	63645	65130	69107	78771	84974
现金	14711	7534	7185	8007	8876
应收票据及应收账款	14356	14251	19015	18754	23919
其他应收款	729	659	838	763	1086
预付账款	1669	1683	1910	2093	2344
存货	27935	36847	35698	44612	44007
其他流动资产	4247	4157	4460	4541	4742
非流动资产	23619	23684	24006	24452	24855
长期投资	109	177	247	316	386
固定资产	1055	1086	995	861	689
无形资产	4119	4022	4424	4783	5153
其他非流动资产	18337	18398	18340	18491	18627
资产总计	87264	88814	93113	103222	109830
流动负债	39331	59015	55163	59690	61030
短期借款	6283	5064	13702	11535	13661
应付票据及应付账款	14358	19664	17826	23152	21500
其他流动负债	18690	34286	23635	25003	25869
非流动负债	7891	13684	18599	20453	21307
长期借款	5086	11009	15841	17672	18504
其他非流动负债	2805	2676	2758	2780	2802
负债合计	47222	72699	73762	80143	82337
少数股东权益	6096	2782	3451	4222	5155
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	17835	16	16	16	16
留存收益	13251	10457	13431	16907	21038
归属母公司股东权益	33946	13332	15899	18857	22337
负债和股东权益	87264	88814	93113	103222	109830

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1857	2441	-1186	2525	-469
净利润	3685	1982	3236	3729	4513
折旧摊销	663	549	619	660	764
财务费用	771	954	1095	1347	1439
投资损失	-139	-35	-52	-52	-52
营运资金变动	-7444	-1852	-6340	-3335	-7332
其他经营现金流	606	842	256	176	199
投资活动现金流	655	-358	-1170	-1043	-1104
资本支出	941	534	932	1015	1076
长期投资	1427	75	-70	-70	-70
其他投资现金流	168	100	-168	41	42
筹资活动现金流	5345	-9286	-9695	4507	-510
短期借款	2107	-1218	8637	-2167	2127
长期借款	4886	5923	4832	1832	832
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-17819	0	0	0
其他筹资现金流	-1649	3828	-23164	4842	-3469
现金净增加额	4137	-7203	-12051	5989	-2083

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77308	79024	89817	100087	110948
营业成本	62158	65282	73106	80931	89305
营业税金及附加	283	270	332	369	401
营业费用	4287	4144	4670	5405	5936
管理费用	1392	1027	1168	1301	1442
研发费用	5643	5102	5748	6305	6879
财务费用	771	954	1095	1347	1439
资产减值损失	-595	-866	-985	-1097	-1216
其他收益	1570	809	900	900	800
公允价值变动收益	-75	101	50	10	10
投资净收益	139	35	52	52	52
资产处置收益	2	3	1	1	2
营业利润	3678	2169	3552	4107	4984
营业外收入	89	86	84	82	85
营业外支出	7	28	12	14	15
利润总额	3760	2227	3624	4176	5054
所得税	76	245	388	447	541
净利润	3685	1982	3236	3729	4513
少数股东损益	1582	410	669	771	933
归属母公司净利润	2103	1572	2567	2958	3580
EBITDA	4637	3222	4737	5473	6469
EPS(元)	0.74	0.55	0.90	1.03	1.25

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.4	2.2	13.7	11.4	10.9
营业利润(%)	-11.6	-41.0	63.8	15.6	21.3
归属于母公司净利润(%)	-2.5	-25.2	63.3	15.2	21.0
获利能力					
毛利率(%)	19.6	17.4	18.6	19.1	19.5
净利率(%)	2.7	2.0	2.9	3.0	3.2
ROE(%)	9.2	12.3	16.7	16.2	16.4
ROIC(%)	8.3	5.5	7.5	8.2	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	81.9	79.2	77.6	75.0
净负债比率(%)	-4.5	140.5	134.4	112.0	105.3
流动比率	1.6	1.1	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.7	5.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.6	4.6	9.1	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.55	0.90	1.03	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	0.85	-0.41	0.88	-0.16
每股净资产(最新摊薄)	11.87	4.66	5.56	6.59	7.81
估值比率					
P/E	34.2	45.7	28.0	24.3	20.1
P/B	2.1	5.4	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	16.4	30.1	21.3	18.6	16.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn