

Q1 新华三收入提速，盈利能力短期承压

2025 年 05 月 01 日

► **事件：**2025 年 04 月 28 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 790.24 亿元，同比增长 2.22%；归母净利润 15.72 亿元，同比下降 25.23%；扣非归母净利润 14.56 亿元，同比下降 13.06%；25Q1 营收 207.90 亿元，同比增长 22.25%；归母净利润 3.49 亿元，同比下降 15.75%；扣非归母净利润为 4.09 亿元，同比增长 19.30%；经营活动产生现金流量净额-8.41 亿元，较去年同期有大幅改善。

► **Q1 收入实现较快增长，新华三国内政企业务实现高增。**2024 年新华三营收 550.74 亿元，同比增长 6.04%，分业务看：**1) 国内政企业务**收入 442.39 亿元，同比增长 10.96%；**2) 国内运营商业**务收入 79.19 亿元；**3) 国际业务**收入 29.16 亿元，同比增长 32.44%。公司加快海外市场布局，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，同比增长 69.35%。公司 25Q1 收入实现较快增长，新华三实现收入 152.95 亿元，同比增长 26.07%，其中，1) 国内政企业务收入 122.55 亿元，同比增长 37.49%；2) 国际业务收入 10.51 亿元，同比增长 71.83%。

► **存货、合同负债持续增长，短期业绩支撑性强。**公司 25Q1 合同负债 187 亿元，相比年初增长 28.7%，延续 24Q2 以来逐季增长态势（24Q2-Q4 分别为 96、108、145 亿元）；存货 437 亿元，相比年初增长 68.5 亿元，（24 年全年存货增长 86.2 亿元）相比 24 年季度间存货增长幅度增大。我们判断合同负债实现大幅增长，主因公司下游客户算力需求充足，且芯片封锁压力下客户加强货物储备，公司 AI 服务器订单充足；存货增加，我们判断为抵御芯片供应链不确定性且对需求预期乐观，公司积极备货。预计公司短期业绩支撑性较强。

► **净利润承压，主因财务费用等因素。**公司 24 年毛利率 2.23%，同比下降 2.21pct；25Q1 毛利率 15.7%，同比下滑 4.3pct。我们判断主因客户结构变化，如互联网需求和收入增加对毛利率有一定影响。25Q1 销售/管理/研发费用率为 4.47%/1.22%/5.58%，同比下降 1.73pct/下降 0.2pct/下降 1.73pct，公司加强费用管控；财务费用较上年同期增长 410.87%达到 3.86 亿元，主因公司利息费用及汇兑损失增加叠加利息收入减少。新华三剩余 19%股权的期权远期安排作为金融负债，损益影响金额为-8209 万元。

► **推进 H 股上市加强融资。**为深化公司全球化战略布局，加快海外业务发展，进一步提高公司资本实力，公司董事会通过了 H 股上市相关议案。

► **投资建议：**公司作为 ICT 龙头有望受益于 AI 带来的算力需求，同时有望加速海外扩张。因此我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 21、27 和 32 亿元，对应 25-27 年 PE 倍数分别为 33、26 和 22 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**服务器需求不及预期，海外政策不及预期、H 股上市进度不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

25.14 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

1.紫光股份 (000938.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 业绩稳健增长，“算力×联接”深化智算创新-2024/11/01

2.紫光股份 (000938.SZ) 2024 年半年报点评：H1 业绩稳健增长，AI 时代深耕全栈智算-2024/08/27

3.紫光股份 (000938.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健，运营商和国际业务势头强劲-2024/05/02

4.紫光股份 (000938.SZ) 2023 年三季报点评：短期业绩承压，持续布局 AI 算力领域-2023/10/31

5.紫光股份 (000938.SZ) 2023 年半年报点评：业绩稳定增长，新华三运营商和国际业务快速增长-2023/08/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	79,024	90,665	99,787	109,384
增长率 (%)	2.2	14.7	10.1	9.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,572	2,103	2,718	3,166
增长率 (%)	-25.2	33.7	29.3	16.5
每股收益 (元)	0.55	0.74	0.95	1.11
PE	44	33	26	22
PB	5.2	4.6	4.0	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 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	79,024	90,665	99,787	109,384
营业成本	65,282	75,684	83,056	91,117
营业税金及附加	270	308	339	372
销售费用	4,144	4,715	5,189	5,688
管理费用	1,027	1,061	1,197	1,313
研发费用	5,102	5,259	5,688	6,125
EBIT	3,037	4,288	5,071	5,598
财务费用	954	1,135	1,086	1,011
资产减值损失	-866	-469	-496	-514
投资收益	35	18	20	22
营业利润	2,169	2,706	3,514	4,100
营业外收支	58	64	67	70
利润总额	2,227	2,770	3,581	4,171
所得税	245	175	226	263
净利润	1,982	2,596	3,356	3,908
归属于母公司净利润	1,572	2,103	2,718	3,166
EBITDA	3,951	5,273	6,176	6,839

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,534	9,248	11,892	14,954
应收账款及票据	14,251	16,725	18,145	19,587
预付款项	1,683	1,816	1,744	1,549
存货	36,847	31,517	32,791	34,002
其他流动资产	4,816	5,133	4,933	4,964
流动资产合计	65,130	64,439	69,505	75,056
长期股权投资	177	195	215	237
固定资产	1,086	1,285	1,326	1,378
无形资产	4,022	4,024	4,024	4,024
非流动资产合计	23,684	23,747	23,652	23,550
资产合计	88,814	88,186	93,157	98,606
短期借款	5,064	5,064	5,064	5,064
应付账款及票据	19,664	16,588	17,749	18,972
其他流动负债	34,286	34,432	35,368	36,301
流动负债合计	59,015	56,085	58,181	60,338
长期借款	11,009	11,044	11,044	11,044
其他长期负债	2,676	2,644	2,563	2,463
非流动负债合计	13,684	13,688	13,606	13,507
负债合计	72,699	69,773	71,787	73,845
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	2,782	3,276	3,913	4,656
股东权益合计	16,115	18,414	21,370	24,762
负债和股东权益合计	88,814	88,186	93,157	98,606

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	2.22	14.73	10.06	9.62
EBIT 增长率	-30.80	41.18	18.26	10.38
净利润增长率	-25.23	33.72	29.27	16.46
盈利能力 (%)				
毛利率	17.39	16.52	16.77	16.70
净利率	1.99	2.32	2.72	2.89
总资产收益率 ROA	1.77	2.38	2.92	3.21
净资产收益率 ROE	11.79	13.89	15.57	15.74
偿债能力				
流动比率	1.10	1.15	1.19	1.24
速动比率	0.40	0.49	0.54	0.60
现金比率	0.13	0.16	0.20	0.25
资产负债率 (%)	81.86	79.12	77.06	74.89
经营效率				
应收账款周转天数	63.89	67.00	66.00	65.00
存货周转天数	206.01	154.00	146.00	138.00
总资产周转率	0.90	1.02	1.10	1.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.74	0.95	1.11
每股净资产	4.66	5.29	6.10	7.03
每股经营现金流	0.85	1.32	1.66	1.94
每股股利	0.08	0.14	0.18	0.21
估值分析				
PE	44	33	26	22
PB	5.2	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	23.74	17.79	15.19	13.72
股息收益率 (%)	0.31	0.57	0.74	0.86

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,982	2,596	3,356	3,908
折旧和摊销	913	984	1,104	1,241
营运资金变动	-859	-1,107	-1,021	-936
经营活动现金流	2,441	3,762	4,753	5,548
资本开支	-533	-647	-527	-571
投资	75	0	0	0
投资活动现金流	-358	-601	-408	-571
股权募资	8	0	0	0
债务募资	10,245	51	0	0
筹资活动现金流	-9,286	-1,448	-1,701	-1,914
现金净流量	-7,203	1,714	2,643	3,063

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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

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