

紫光股份(000938.SZ)

AI全栈布局加速，持续开拓国际市场

推荐（维持）

股价:25.14元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.thunis.com
大股东/持股	西藏紫光通信科技有限公司/28.00%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,860
流通A股(百万股)	2,860
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	719
流通A股市值(亿元)	719
每股净资产(元)	4.78
资产负债率(%)	82.8

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
YANLEI511@pingan.com.cn

黄韦涵 投资咨询资格编号
S1060523070003
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

研究助理

王佳一 一般证券从业资格编号
S1060123070023
WANGJIAYI446@pingan.com.cn



事项:

公司公告2024年年报和2025年一季报。2024年，公司实现营业收入790.24亿元，同比增长2.22%；实现归母净利润15.72亿元，同比下降25.23%。2025年一季度，公司实现营业收入207.90亿元，同比增长22.25%；实现归母净利润3.49亿元，同比下降15.75%。公司发布利润分配预案：以公司总股本2,860,079,874股为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.75元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。

平安观点:

- 公司收入实现平稳增长，多项产品市占率持续领先。2024年，公司实现营业收入790.24亿元，同比增长2.22%，其中ICT基础设施与服务业务实现收入544.59亿元，同比增长5.73%，占营业收入比重达到68.91%，占比持续提升；公司实现归母净利润15.72亿元，同比下降25.23%。2025年一季度，公司实现营业收入207.90亿元，同比增长22.25%；实现归母净利润3.49亿元，同比下降15.75%。2024年，公司多项产品市场占有率持续领先。根据IDC数据，2024年，公司在中国企业网园区交换机市场份额38.2%，排名第一；在中国以太网交换机市场份额31.1%，排名第二；中国企业网路由器市场份额30.5%，持续位列第二；中国企业级WLAN市场份额28.5%，蝉联市场第一；中国X86服务器市场份额12.6%，位列第三；中国刀片服务器市场份额54.4%，蝉联市场第一；中国UTM防火墙市场份额21.0%，位列第三；中国超融合市场份额17.1%，排名第二。
- 新华三营收增速呈现加速趋势，持续开拓国际市场。根据公司公告，公司控股子公司新华三2025年第一季度实现营业收入152.95亿元，同比增长26.07%（vs 6.04%，2024年），其中，国内政企业务收入122.55亿元，同比增长37.49%（vs 10.96%，2024年），国际业务收入10.51亿元，同比增长71.83%（vs 32.44%，2024年），新华三2025年一季度营收增速相比2024年有所提速。2024年，新华三坚持“客户优先”和“渠

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	87,372	97,956	112,151
YOY(%)	4.4	2.2	10.6	12.1	14.5
净利润(百万元)	2,103	1,572	2,032	2,470	3,081
YOY(%)	-2.5	-25.2	29.2	21.6	24.7
毛利率(%)	19.6	17.4	18.5	19.7	21.0
净利率(%)	2.7	2.0	2.3	2.5	2.7
ROE(%)	6.2	11.8	13.2	13.8	14.7
EPS(摊薄/元)	0.74	0.55	0.71	0.86	1.08
P/E(倍)	34.2	45.7	35.4	29.1	23.3
P/B(倍)	2.1	5.4	4.7	4.0	3.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

道优先”策略，携手全球领先ICT企业深化合作，在东南亚多个国家完成总代签约和市场活动落地；在中亚、东南亚等战略布局区域，持续推动教育、政府、运营商领域的重大项目突破，品牌影响力大幅提升；新华三路由器海外拓展效果良好，品牌影响力持续提升，在吉尔吉斯斯坦、摩尔多瓦、塞尔维亚、老挝、波兰、墨西哥等国家落地应用，打开国际市场新格局。

- **公司打造一体化AI赋能平台，加速算力到应用全方位布局。**2024年，公司一方面深化“AlinALL”，激发“算力x联接”的倍增效应；一方面加速“AI for ALL”，以AI技术、产品和解决方案，赋能百行百业的智能化变革。在AIGC应用方面，公司发布百业灵犀私域大模型系列产品，结合百业灵犀大模型，实现全栈软硬件产品、解决方案内嵌AI，实现产品智能化，已在中国信息通信研究院组织的“大规模预训练模型标准符合性验证”中成为业界首批在模型可信领域获得卓越级（5级）评分的大模型产品，充分满足行业私域部署的安全性和合规性要求。在高效多元算力供给方面，公司发布全栈智算中心一体化解决方案，缩短业务部署时间、提高AI训练和推理效率。公司发布傲飞算力平台3.0，全面拥抱“算力即服务”，支持万卡集群和多元CPU及GPU的异构算力统一调度，助力行业客户充分释放算力潜能；发布H3CUniServerG7系列全新算力平台，依托面向AI的可进化架构、内生AI的操作系统和管理中枢以及多元算力体系，提供高效强劲的算力供给；自主研发新一代模块化边缘服务器H3CUniServerE3300G6，满足5G、边缘云、边缘AI等不同边缘场景的需求，已在边缘云、新能源发电、工业互联网等场景应用部署。
- **盈利预测与投资建议：**根据公司的2025年年报及2025年一季报，我们调整业绩预测，预计公司2025-2027年的归母净利润分别为20.32亿元（原值为32.31亿元）、24.70亿元（原值为39.13亿元）、30.81亿元（新增），对应EPS分别为0.71元、0.86元和1.08元，对应4月30日收盘价的PE分别约为35.4、29.1、23.3倍。公司是国内ICT基础设施行业领先企业，当前，公司已完成控股子公司新华三30%少数股权的收购，公司的核心竞争力进一步增强。公司打造一体化AI赋能平台，加速算力到应用全方位布局，未来将深度受益大模型产业发展机遇。另外，公司国际业务发展势头良好，未来将成为公司发展的重要推动力。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**1）**ICT基础设施及服务业务发展不达预期。**公司是国内领先的ICT基础设施及服务提供商，多项产品在国内的市场份额持续领先。但如果公司不能保持产品的持续更新与迭代，则公司的ICT基础设施及服务业务将存在发展不达预期的风险。2）**公司国际业务发展不达预期。**当前，公司国际业务发展势头良好。但如果公司自有品牌产品与服务在新市场的客户接受度低于预期，则公司国际业务将存在发展不达预期的风险。3）**公司AIGC业务的发展不达预期。**当前，公司在AIGC应用及算力等方面积极布局。如果公司私域大模型等产品的市场推广进度低于预期，则公司AIGC业务将存在发展不达预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	65130	59428	66067	74954
现金	7534	4369	4898	5608
应收票据及应收账款	16493	18262	20474	23441
其他应收款	659	677	759	869
预付账款	1683	1631	1829	2094
存货	36847	32236	35614	40127
其他流动资产	1914	2254	2494	2816
非流动资产	23684	22556	21397	20305
长期投资	177	166	154	143
固定资产	2340	2007	1668	1322
无形资产	4022	3352	2682	2012
其他非流动资产	17145	17032	16893	16828
资产总计	88814	81984	87464	95259
流动负债	59015	52341	57360	63843
短期借款	5064	8403	8490	8365
应付票据及应付账款	19664	17972	19856	22372
其他流动负债	34286	25965	29015	33106
非流动负债	13684	10968	8313	5739
长期借款	12017	9300	6645	4072
其他非流动负债	1668	1668	1668	1668
负债合计	72699	63308	65673	69582
少数股东权益	2782	3312	3956	4759
股本	2860	2860	2860	2860
资本公积	16	16	17	19
留存收益	10456	12488	14958	18039
归属母公司股东权益	13332	15364	17835	20918
负债和股东权益	88814	81984	87464	95259

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2441	-2949	3886	4068
净利润	1982	2561	3114	3884
折旧摊销	549	1144	1151	1086
财务费用	954	789	738	608
投资损失	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	-1852	-7477	-1177	-1570
其他经营现金流	842	69	96	95
投资活动现金流	-358	-50	-51	-52
资本支出	602	0	3	6
长期投资	75	0	0	0
其他投资现金流	-1035	-50	-54	-58
筹资活动现金流	-9286	-167	-3306	-3306
短期借款	-1218	3338	87	-125
长期借款	5862	-2717	-2655	-2573
其他筹资现金流	-13930	-789	-738	-608
现金净增加额	-7203	-3166	529	710

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	79024	87372	97956	112151
营业成本	65282	71171	78628	88593
税金及附加	270	298	334	383
营业费用	4144	4582	5137	5882
管理费用	1027	1135	1273	1457
研发费用	5102	6291	7983	10318
财务费用	954	789	738	608
资产减值损失	-866	-958	-1074	-1230
信用减值损失	-158	-175	-196	-225
其他收益	809	809	809	809
公允价值变动收益	101	0	1	2
投资净收益	35	35	35	35
资产处置收益	3	3	3	3
营业利润	2169	2819	3440	4306
营业外收入	86	86	86	86
营业外支出	28	28	28	28
利润总额	2227	2878	3498	4364
所得税	245	316	384	479
净利润	1982	2561	3114	3884
少数股东损益	410	530	644	803
归属母公司净利润	1572	2032	2470	3081
EBITDA	3731	4811	5387	6058
EPS（元）	0.55	0.71	0.86	1.08

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	2.2	10.6	12.1	14.5
营业利润(%)	-41.0	30.0	22.0	25.2
归属于母公司净利润(%)	-25.2	29.2	21.6	24.7
获利能力				
毛利率(%)	17.4	18.5	19.7	21.0
净利率(%)	2.0	2.3	2.5	2.7
ROE(%)	11.8	13.2	13.8	14.7
ROIC(%)	6.5	11.0	10.4	12.0
偿债能力				
资产负债率(%)	81.9	77.2	75.1	73.0
净负债比率(%)	59.2	71.4	47.0	26.6
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	4.05	4.89	4.89	4.89
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.71	0.86	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	-1.03	1.36	1.42
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.37	6.24	7.31
估值比率				
P/E	45.7	35.4	29.1	23.3
P/B	5.4	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	-	19	17	15

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层