

紫光股份（000938.SZ）

优于大市

2025 年 Q1 营收同比增长 22%，继续深耕“算力与联接”

核心观点

紫光股份 2024 年总营业收入 790.24 亿元，同比上升 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%；公司 2025 年一季度单季营收 207.9 亿元，同比上升 22.25%；归母净利润 3.49 亿元，同比下降 15.75%；扣非净利润 4.09 亿元，同比增长 19.30%。

公司主营 ICT 业务稳健发展，国内国际市场齐头并进，产品市占率持续领先。

（1）2024 年公司 ICT 基础设施与服务业务收入 544.59 亿元，同比增长 5.73%，占收比达 68.91%，占比持续提升。ICT 业务主要经营主体新华三（紫光股份控股子公司）2024 年营收 550.74 亿元，同比增长 6.04%，净利润 28.06 亿元；2025 年一季度营收 152.95 亿元，同比增长 26.07%。（2）新华三国内政企业务收入 442.39 亿元，同比增长 10.96%，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%。（3）2024 年，公司多项产品市占率持续领先（IDC 数据）。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 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。

产品结构变化，毛利率小幅下降；公司开始降本增效。公司与云厂商合作的类白牌产品占比提升，致 2024 年公司综合毛利率同比下降 3.3pct。同时公司不断优化组织架构、加强费用管理、提升运营效率，2024 年公司销售/管理/研发费用同比分别下降 3.3%/26.3%/9.6%。

公司以“算力 x 联接”为技术战略指引，布局“AI in ALL”产品解决方案。

（1）在 AIGC 应用方面，公司积极推进大模型与各行业场景结合，形成“AI+数字政府”、“AI+数字医疗”、“AI+数字企业”等多场景应用，在政府、企业、医疗、传媒等细分场景实现示范落地。（2）在算力方面，已成功商用 800G CPO 交换机 S9827 系列、推出基于 DDC 架构（分布式解耦机框）的算力集群核心交换机 H3C S12500、发布全新 G7 系列多元异构并支持万亿级参数的算力服务器。公司“AI in ALL”方案助公司持续受益 AI 行业发展。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：公司 2024 年收购新华三 30% 股权（目前持股 81%），银行贷款及相关金融负债产生财务费用，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.1/24.7/29.8 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润为 27/30 亿元），当前股价对应 PE 分别为 35/28/24X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	86,536	95,698	107,079
(+/-%)	4.4%	2.2%	9.5%	10.6%	11.9%
净利润(百万元)	2103	1572	2007	2474	2979
(+/-%)	-2.5%	-25.2%	27.6%	23.3%	20.4%
每股收益(元)	0.74	0.55	0.70	0.86	1.04
EBIT Margin	4.6%	4.0%	3.8%	4.1%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	11.8%	14.5%	17.1%	19.6%
市盈率 (PE)	33.2	44.4	34.8	28.2	23.5
EV/EBITDA	28.4	38.4	32.3	27.6	23.1
市净率 (PB)	2.06	5.24	5.05	4.83	4.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：袁文翀

021-60375411

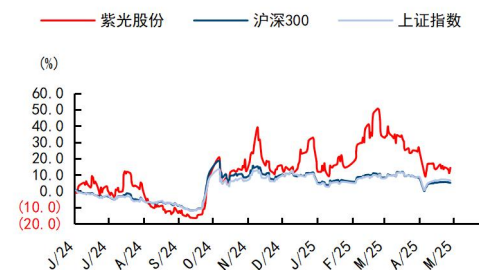
yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.14 元
总市值/流通市值	71902/71902 百万元
52 周最高价/最低价	34.35/18.00 元
近 3 个月日均成交额	2713.50 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《紫光股份（000938.SZ）-收购新华三部分股权事项终落地，聚焦 AI 发展》——2024-05-27

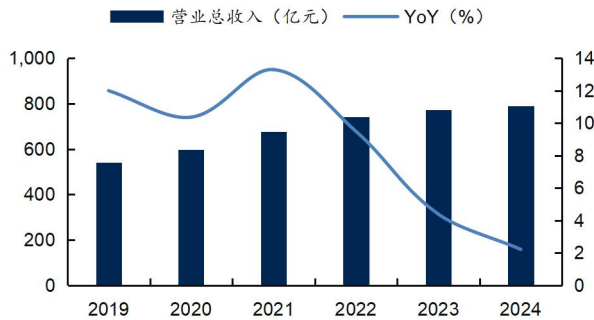
《紫光股份（000938.SZ）-加大海外业务拓展，部署 AI 行业赋能战略》——2024-05-06

《紫光股份（000938.SZ）-2023 年上半年归母净利润同比增长 7%，持续受益 AI 发展》——2023-08-28

《紫光股份（000938.SZ）-收购新华三 49% 股份事项顺利推进，进入加速成长期》——2023-05-31

紫光股份 2024 年总营业收入 790.24 亿元, 同比上升 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%; 公司 2025 年一季度单季营收 207.9 亿元, 同比上升 22.25%; 归母净利润 3.49 亿元, 同比下降 15.75%。

图1: 紫光股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



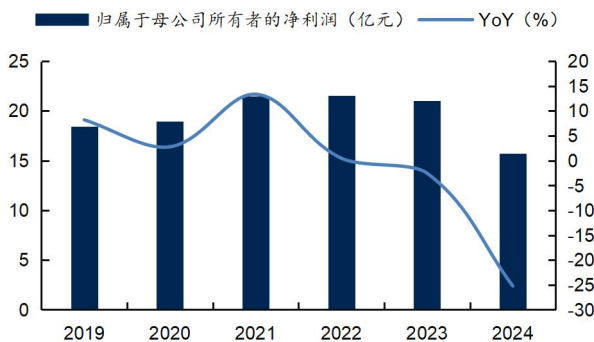
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 紫光股份单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



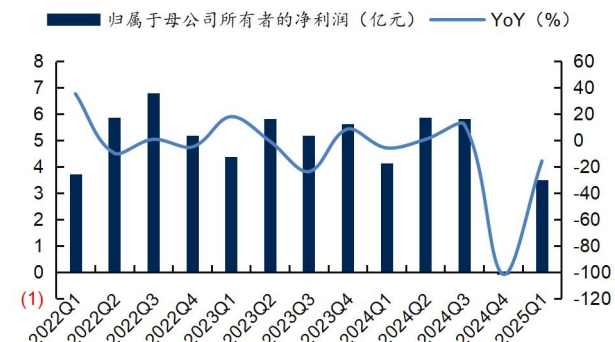
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 紫光股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 紫光股份单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

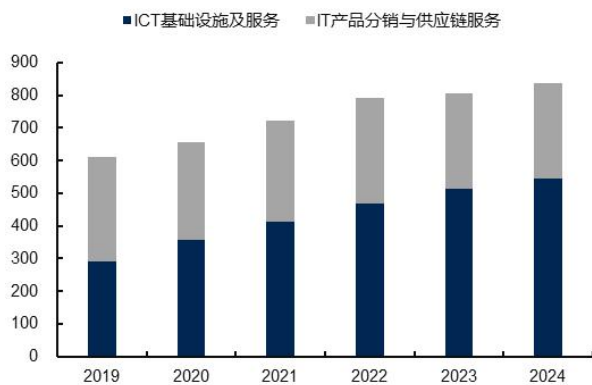


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

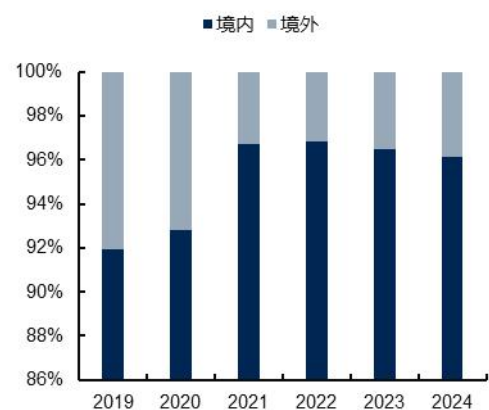
公司主营 ICT 业务保持双位数增长, 国内国际业务齐头并进, 市场地位持续领先。
(1) 2024 年公司 ICT 基础设施与服务业务收入 544.59 亿元, 同比增长 5.73%, 占收比达 68.91%, 占比持续提升。ICT 业务主要经营主体新华三 (紫光股份控股子公司) 贡献了主要力量, 新华三 2024 年营收 550.74 亿元, 同比增长 6.04%, 净利润 28.06 亿元; 2025 年一季度营收 152.95 亿元, 同比增长 26.07%。
(2) 新华三国内政企业务收入 442.39 亿元, 同比增长 10.96%, 国际业务收入 29.16 亿元, 同比增长 32.44%。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%。
(3) 2024 年, 公司多项产品市占率持续领先 (IDC 数据)。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 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。

图5: 公司主营业务收入结构 (单位: 亿元)

图6: 公司国内和海外业务占收比 (单位: %)



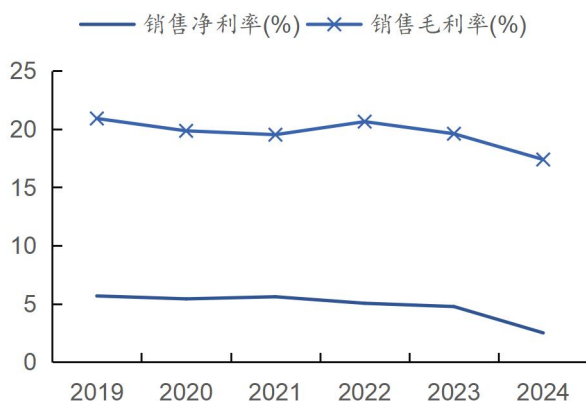
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

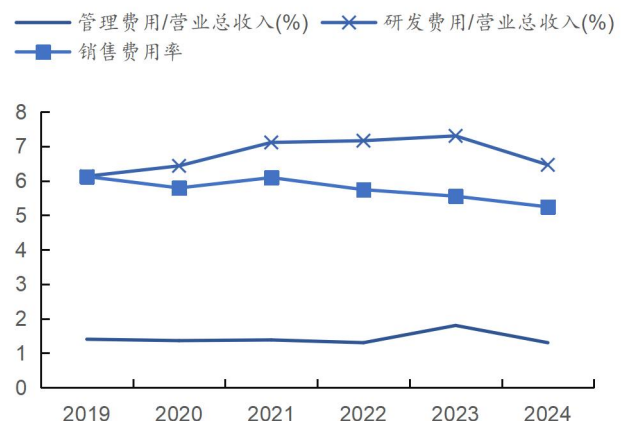
产品结构变化，毛利率小幅下降；公司开始降本增效。与云厂商合作的类白牌产品占比提升，致综合毛利率同比下降 3.3pct。同时公司不断优化组织架构、加强费用管理、提升运营效率，销售/管理/研发费用同比分别下降 3.3%/26.3%/9.6%，三项期间费用总体同比下降 7.2%。

图7: 紫光股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

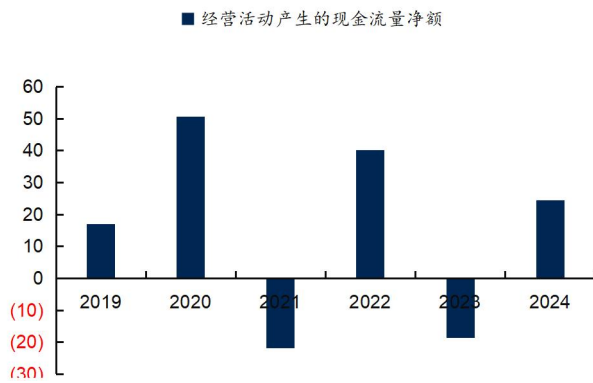
图8: 紫光股份三项费用率变化情况



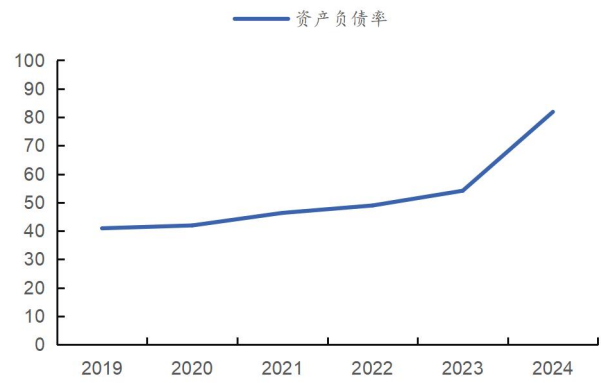
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 紫光股份经营性现金流情况

图10: 紫光股份资产负债情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2025-2027 年营业收入预测如下：

表1：紫光股份营收预测拆分（单位：百万元、%）

收入分类预测(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数字化基础设施及服务					
收入	51,494	54,317	60,346	68,794	79,329
增长率	10.1%	5.5%	11.1%	14.0%	15.3%
毛利率	25.7%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
IT 产品分销及供应链服务					
收入	29,132	29,289	29,874	30,771	31,694
增长率	-9.8%	0.5%	2.0%	3.0%	3.0%
毛利率	6.5%	5.3%	5.5%	5.2%	5.1%
其他业务收入					
收入	123	159	160	162	163
增长率	-23.6%	28.9%	1.0%	1.0%	1.0%
收入合计	77,308	79,024	86,536	95,698	107,079
增长率	4.4%	2.2%	9.5%	10.6%	11.9%
毛利率	19.6%	17.4%	17.4%	17.7%	18.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：紫光股份控股子公司新华三盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新华三收入	51494.2	55074.0	60346.0	68793.7	79329.2
新华三净利率	6.60%	5.10%	5.00%	5.05%	5.10%
新华三净利润	3431.62	2806.22	3042.30	3499.33	4071.29

资料来源：Wind、紫光股份财报、国信证券经济研究所整理；备注：2024 年紫光股份收购新华三 30%股权，2024 年持股新华三 81%股权。

投资建议：公司 2024 年下半年收购新华三 30%股权，银行贷款及相关金融负债形成较高财务费用，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.1/24.7/29.8 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 27/30 亿元），当前股价对应 PE 分别为 35/28/24X，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2025 年 4 月 30 日)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润			PE			PEG
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
000938.SZ	紫光股份	优于大市	25.1	719.0	15.7	20.1	24.7	45.7	34.8	28.2	0.7
000063.SZ	中兴通讯	优于大市	31.9	1527.9	84.2	90.6	97.8	18.1	16.9	15.6	2.2
301165.SZ	锐捷网络	优于大市	73.8	419.4	5.7	7.6	9.2	73.1	55.4	45.6	2.1
600498.SH	烽火通信	无评级	21.4	253.0	7.0	9.7	12.0	36.0	26.1	21.1	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 中兴通讯、锐捷网络、烽火通信估值取自 Wind 一致预期

风险提示: AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

财务预测与估值

尾页报表输出

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	14711	7534	18783	17756	16374	营业收入	77308	79024	86536	95698	107079
应收款项	15080	14901	2202	2435	2725	营业成本	62158	65282	71469	78788	87793
存货净额	27935	36847	17086	18829	20977	营业税金及附加	283	270	346	383	428
其他流动资产	5425	5528	513	567	634	销售费用	4287	4144	4586	5024	5568
流动资产合计	63645	65130	38904	39908	41031	管理费用	1392	1027	1198	1317	1487
固定资产	1165	1325	2293	3168	3956	研发费用	5643	5102	5625	6268	7067
无形资产及其他	4119	4022	3962	3901	3840	财务费用	771	954	1089	944	940
投资性房地产	18226	18159	18159	18159	18159	投资收益	139	35	50	50	50
长期股权投资	109	177	171	166	160	资产减值及公允价值变动	520	968	500	450	400
资产总计	87264	88814	63488	65301	67146	其他收入	(5397)	(6181)	(5625)	(6268)	(7067)
短期借款及交易性金融负债	7151	18683	18683	18183	17183	营业利润	3678	2169	2773	3473	4245
应付款项	14358	19664	5288	5828	6492	营业外净收支	83	58	30	31	35
其他流动负债	17821	20668	9290	10236	11405	利润总额	3760	2227	2803	3504	4280
流动负债合计	39331	59015	33261	34246	35080	所得税费用	76	245	280	385	514
长期借款及应付债券	5086	11009	10779	10779	10779	少数股东损益	1582	410	516	645	788
其他长期负债	2805	2676	2625	2574	2523	归属于母公司净利润	2103	1572	2007	2474	2979
长期负债合计	7891	13684	13404	13353	13302	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	47222	72699	46664	47599	48382	净利润	2103	1572	2007	2474	2979
少数股东权益	6096	2782	2987	3244	3557	资产减值准备	(846)	0	0	0	0
股东权益	33946	13332	13836	14458	15207	折旧摊销	572	513	294	335	373
						公允价值变动损失	(520)	(968)	(500)	(450)	(400)
						财务费用	771	954	1089	944	940
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(7205)	(746)	11670	(596)	(722)
每股收益	0.74	0.55	0.70	0.86	1.04	其它	1189	84	205	257	313
每股红利	0.58	0.44	0.53	0.65	0.78	经营活动现金流	(4707)	455	13675	2019	2543
每股净资产	11.87	4.66	4.84	5.06	5.32	资本开支	0	(1530)	(700)	(700)	(700)
ROIC	20%	15%	21%	28%	31%	其它投资现金流	1397	176	0	0	0
ROE	6%	12%	15%	17%	20%	投资活动现金流	1399	(1422)	(694)	(694)	(694)
毛利率	20%	17%	17%	18%	18%	权益性融资	(5)	8	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	4886	5923	(230)	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	4%	4%	5%	支付股利、利息	(1647)	(1251)	(1502)	(1852)	(2230)
收入增长	4%	2%	10%	11%	12%	其它融资现金流	876	(15562)	0	(500)	(1000)
净利润增长率	-3%	-25%	28%	23%	20%	融资活动现金流	7349	(6210)	(1732)	(2352)	(3230)
资产负债率	61%	85%	78%	78%	77%	现金净变动	4042	(7176)	11249	(1027)	(1382)
息率	2.4%	1.8%	2.2%	2.7%	3.2%	货币资金的期初余额	10669	14711	7534	18783	17756
P/E	33.2	44.4	34.8	28.2	23.5	货币资金的期末余额	14711	7534	18783	17756	16374
P/B	2.1	5.2	5.0	4.8	4.6	企业自由现金流	0	1085	14244	2525	3118

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032