

## 公司研究 | 点评报告 | 紫光股份 (000938.SZ)

# 聚焦 AI+国际业务，财务费用增加拖累业绩

### 报告要点

24 年及 25Q1 公司营收保持增长，存货增长或反映客户压货，毛利率受产品结构影响，财务费用增加拖累业绩，公司深化 AI 产品矩阵，加大海外布局。

### 分析师及联系人



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



黄天佑

SAC: S0490522050005

紫光股份 (000938.SZ)

2025-05-08

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 聚焦 AI+国际业务，财务费用增加拖累业绩

### 事件描述

近日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 790 亿元，同比增长 2%，实现归母净利润 15.72 亿元，同比下滑 25%，实现扣非净利润 14.56 亿元，同比下滑 13%；2025 年一季度，实现营收 208 亿元，同比增长 22%，环比增长 3%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比下滑 16%，实现扣非净利润 4.09 亿元，同比增长 19%。

### 事件评论

- 公司营收保持增长，存货增长或反映客户压货：**核心子公司新华三 2024 年营收达到 550.74 亿元，同比增长 6.04%，其中，实现国内政企业务收入 442.39 亿元，同比增长 10.96%；国内运营商业务收入 79.19 亿元；国际业务收入 29.16 亿元，同比增长 32.44%。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%。24 年新华三归母净利润为 28.1 亿元，同比下滑 18%。另外，紫光数码 2024 年实现营收 232.9 亿元，同比增长 2%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 15%。25Q1 公司存货环比增长 19%，达到 437 亿元，为公司 25Q1 营收的 2.1 倍，或由于最近几个季度国内互联网大厂加大 GPU 采购，公司作为 AI 服务器核心供应商，有一定物料和产成品积压。
- 毛利率受产品结构影响，财务费用增加拖累业绩：**24 年 ICT 基础设施与服务毛利率 22.2%，同比-3.4pct，毛利率波动或主要由于产品结构向白牌交换机及服务器等产品倾斜，以及国内 IT 产品竞争加剧所致；IT 产品分销与供应链服务毛利率 5.3%，同比-1.1pct。费用端，财务费用对业绩拖累较大，24Q4/25Q1 财务费用率为 3.3%/1.9%，同比+2.5pct/1.4pct。24Q1/25Q1 净利率为-0.2%/1.9%，同比-4.6pct/-2.2pct。
- 全面深化“AI in ALL”，持续加大海外布局，打造第二增长曲线：**公司推出业界首个“智算-算法-治理”深度耦合的 DeepSeek 大模型一体机--LinSeer Cube，全面搭载 DeepSeekV3、R1 模型，适配国内外不同 GPU 品牌。2024 年，公司进一步深化全球布局，截至目前，已在亚洲、欧洲、非洲、拉丁美洲等地区设立 22 个海外分支机构，认证海外合作伙伴数量超过 2,900 家，全球服务覆盖 181 个国家和地区。
- 公司的产品竞争力依旧位于行业领先地位：**基于 IDC 机构数据，2024 年，公司多项产品市场占有率持续领先。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%，连续十六年保持市场份额第一；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。
- 盈利预测及投资建议：**24 年及 25Q1 公司营收保持增长，存货增长或反映客户压货，毛利率受产品结构影响，财务费用增加拖累业绩，公司深化 AI 产品矩阵，加大海外布局。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 19.19 亿元、22.79 亿元、27.62 亿元，对应同比增速 22%、19%、21%，对应 PE 38 倍、32 倍、27 倍，维持“买入”评级，重点推荐。

### 风险提示

- 行业数字化转型推进不及预期；
- 行业竞争不及预期。

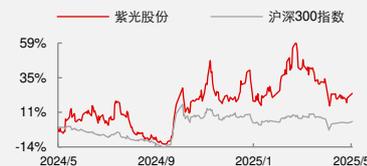
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	25.76
总股本(万股)	286,008
流通A股/B股(万股)	286,008/0
每股净资产(元)	4.78
近12月最高/最低价(元)	34.35/18.00

注：股价为 2025 年 5 月 6 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《海外市场增长强劲，“算力 x 联接”继续深化》  
2024-11-16
- 《业绩维持稳健增长，积极推进全栈智算》2024-09-10
- 《运营商业务稳健增长，AI 智算中心正式启用》  
2024-05-15


 更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、**行业数字化转型推进不及预期**：受下游运营商、政企客户等战略调整影响，可能存在数字化转型进度不及预期。
- 2、**行业竞争不及预期**：由于互联网公司对交换机需求调整，公司积极投入白盒交换机市场，若行业竞争加剧，将会对公司营收与盈利能力产生影响。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>79024</b>	<b>82880</b>	<b>90300</b>	<b>98945</b>	货币资金	7534	14834	15624	16119
营业成本	65282	67609	73872	81430	交易性金融资产	201	201	201	201
<b>毛利</b>	<b>13742</b>	<b>15270</b>	<b>16428</b>	<b>17516</b>	应收账款	13832	12542	13737	15018
%营业收入	17%	18%	18%	18%	存货	36847	17673	13167	13401
营业税金及附加	270	290	316	346	预付账款	1683	1048	1145	1262
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	5034	3122	3959	4601
销售费用	4144	4144	4425	4749	<b>流动资产合计</b>	<b>65130</b>	<b>49420</b>	<b>47833</b>	<b>50602</b>
%营业收入	5%	5%	5%	5%	长期股权投资	177	177	177	177
管理费用	1027	1119	1174	1237	投资性房地产	217	217	217	217
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	1086	1267	1629	2172
研发费用	5102	5387	5779	5937	无形资产	4022	3965	3907	3849
%营业收入	6%	7%	6%	6%	商誉	13992	13992	13992	13992
财务费用	954	1407	1116	852	递延所得税资产	1933	1933	1933	1933
%营业收入	1%	2%	1%	1%	其他非流动资产	2257	2277	2287	2297
加：资产减值损失	-866	-850	-1000	-1100	<b>资产总计</b>	<b>88814</b>	<b>73247</b>	<b>71974</b>	<b>75239</b>
信用减值损失	-158	-140	-160	-180	短期贷款	5064	2000	2000	2000
公允价值变动收益	101	0	0	0	应付款项	16121	11114	8096	9170
投资收益	35	83	90	99	预收账款	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2169</b>	<b>2680</b>	<b>3182</b>	<b>3858</b>	应付职工薪酬	1761	2774	3018	3331
%营业收入	3%	3%	4%	4%	应交税费	670	789	834	923
营业外收支	58	0	0	0	其他流动负债	35398	26044	26753	27610
<b>利润总额</b>	<b>2227</b>	<b>2680</b>	<b>3182</b>	<b>3858</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>59015</b>	<b>42721</b>	<b>40700</b>	<b>43034</b>
%营业收入	3%	3%	4%	4%	长期借款	11009	11009	11009	11009
所得税费用	245	281	334	405	应付债券	0	0	0	0
净利润	1982	2398	2848	3453	递延所得税负债	858	858	858	858
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1572</b>	<b>1919</b>	<b>2279</b>	<b>2762</b>	其他非流动负债	1817	1817	1817	1817
少数股东损益	410	480	570	691	<b>负债合计</b>	<b>72699</b>	<b>56406</b>	<b>54385</b>	<b>56719</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.55</b>	<b>0.67</b>	<b>0.80</b>	<b>0.97</b>	归属于母公司所有者权益	13332	13579	13757	13998
					少数股东权益	2782	3262	3832	4522
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>16115</b>	<b>16841</b>	<b>17589</b>	<b>18520</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>88814</b>	<b>73247</b>	<b>71974</b>	<b>75239</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2441</b>	<b>13335</b>	<b>4250</b>	<b>4567</b>					
取得投资收益收回现金	129	83	90	99	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-68	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-533	-199	-399	-599	每股收益	0.55	0.67	0.80	0.97
其他	112	-20	-10	-10	每股经营现金流	0.85	4.66	1.49	1.60
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-358</b>	<b>-136</b>	<b>-319</b>	<b>-510</b>	市盈率	50.62	38.40	32.33	26.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.97	5.43	5.36	5.26
股权融资	8	0	0	0	EV/EBITDA	26.01	23.47	22.41	20.61
银行贷款增加(减少)	4704	-3064	0	0	总资产收益率	1.8%	2.6%	3.2%	3.7%
筹资成本	-1251	-2835	-3141	-3562	净资产收益率	11.8%	14.1%	16.6%	19.7%
其他	-12748	0	0	0	净利率	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-9286</b>	<b>-5900</b>	<b>-3141</b>	<b>-3562</b>	资产负债率	81.9%	77.0%	75.6%	75.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-7204</b>	<b>7299</b>	<b>790</b>	<b>495</b>	总资产周转率	0.89	1.13	1.25	1.32

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。