

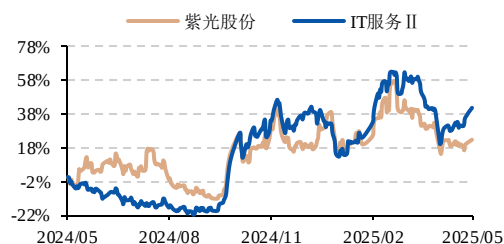
公司点评
紫光股份(000938.SZ)
计算机 | IT服务II
国际业务延续高增，存货及合同负债指标向好
2024 年报及 2025 一季报点评

2025 年 05 月 06 日

评级 **买入**
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	25.76
52 周价格区间(元)	18.38-33.12
总市值(百万)	73675.66
流通市值(百万)	73675.66
总股本(万股)	286007.99
流通股(万股)	286007.99

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
紫光股份	-5.26	-1.64	23.79
IT 服务 II	1.63	6.86	41.71

黄奕景
分析师

执业证书编号:S0530525040001
huangyijing@hncatching.com

相关报告

- 1 紫光股份(000938.SZ) 2024 年三季报点评: Q3 业绩有所提速, 深耕算力 X 联接 2024-11-04
- 2 紫光股份(000938.SZ) 深度报告: “云-网-安-算-存-端”全产业链布局, 充分受益 AIGC2024-09-25
- 3 紫光股份(000938.SZ) 2024 年中报点评: 上半年收入与扣非利润稳定增长, 股权收购有序推进 2024-08-27

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	773.08	790.24	884.83	979.74	1,071.66
归母净利润(亿元)	21.03	15.72	20.84	25.24	29.88
每股收益(元)	0.74	0.55	0.73	0.88	1.04
每股净资产(元)	11.87	4.66	5.35	6.23	7.29
P/E	35.03	46.85	35.36	29.19	24.66
P/B	2.17	5.53	4.81	4.14	3.53

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 2024 全年公司实现营业收入 790.24 亿元 (yoy+2.22%), 实现归母净利润 15.72 亿元 (yoy-25.23%), 实现扣非归母净利润 14.56 亿元 (yoy-13.06%)。2025Q1 单季度公司实现营业收入 207.90 亿元 (yoy+22.25%, qoq+3.00%), 实现归母净利润 3.49 亿元 (yoy-15.75%, qoq+3894.36%), 实现扣非归母净利润 4.09 亿元 (yoy+19.30%, qoq+504.39%)。
- **新华三国内政企业务收入稳健增长, 国际业务收入延续高增, 2025Q1 有所提速。**2024 全年, 新华三营业收入达到 550.74 亿元, 净利润为 28.06 亿元。其中, 实现国内政企业务收入 442.39 亿元, 同比增长 10.96%, 主要受益互联网客户 AI 需求增长; 实现国内运营商业收入 79.19 亿元; 国际业务收入 29.16 亿元, 同比增长 32.44%, 其中 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%。2025Q1 单季度, 新华三实现营业收入 152.95 亿元, 同比增长 26.07%, 其中, 国内政企业务收入 122.55 亿元, 同比增长 37.49%; 国际业务收入 10.51 亿元, 同比增长 71.83%。
- **毛利率有所承压。**2024 全年公司毛利率为 17.39% (yoy-2.21pct), 2025Q1 单季度公司毛利率为 15.67% (yoy-4.30pct), 主要原因或为互联网大客户收入占比提升以及国内 ICT 产业竞争加剧。
- **财务费用大幅增长主要源于银行利息和远期股权所带来的金融负债。**2024 全年财务费用为 9.54 亿元 (yoy+23.71%), 2025Q1 单季度财务费用为 3.86 亿元 (yoy+410.87%), 财务费用的大幅增长主要源于 1) 2024 年收购子公司新华三 30% 股权时的部分资金来自于银行贷款; 2) 剩余的新华三 19% 股权作为期权远期安排形成金融负债产生了一定利息, 对 2024 全年和 2025Q1 单季度损益的影响约为 -2.19 亿元和 -0.82 亿元。
- **除利息支出外, 费用控制趋势明显。**2024 全年销售、管理、财务、研发费用率分别同比变化 -0.30、-0.50、0.21、-0.84pct, 2025Q1 单季度销

售、管理、财务、研发费用率分别同比变化-1.73、-0.20、1.41、-1.73pct。

- **存货及合同负债高企为后续业绩提供支撑。**报告期内公司战略性储备交换机和服务器芯片、零部件等经营备货，以应对旺盛 AI 算力需求和潜在的供应链断供风险，截至 2025Q1 季度末，公司存货达到 436.99 亿元，2024 年底为 368.47 亿元，2023 年底为 279.35 亿元。此外，合同负债增加反映下游客户需求旺盛，向公司支付预付款锁定货源，截至 2025Q1 季度末，公司合同负债达到 186.69 亿元，2024 年底为 145.02 亿元，2023 年底为 120.39 亿元。
- **筹划 H 股上市，加速新兴技术研发，打造国际化品牌。**2025 年 4 月 29 日，公司发布《关于筹划发行 H 股股票并上市相关事项的提示性公告》。公司期望以 H 股发行并上市为契机，进一步加大在 AI 等新兴技术方面的研发投入，增强公司技术实力和综合竞争优势；通过 H 股上市提升公司国际化品牌形象，加快海外业务发展，构建多元化融资渠道，进一步提高公司资本实力，保持健康可持续发展。
- **盈利预测和估值：**公司作为深耕“云-网-安-算-存-端”的 ICT 大厂，有望充分受益 AI+信创产业浪潮，同时考虑到收购新华三所带来的利润增厚，以及银行借款和金融负债所产生的利息费用影响，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 884.83/979.74/1071.66 亿元，同比增长 11.97%/10.73%/9.38%，实现归母净利润 20.84/25.24/29.88 亿元，同比增长 32.51%/21.13%/18.40%，对应 EPS 为 0.73/0.88/1.04 元，对应当前价格的 PE 为 35/29/25 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；中美科技摩擦下的供应链风险；下游客户 IT 需求不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；新华三剩余 19%股权收购不确定风险。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	773.08	790.24	884.83	979.74	1,071.66	营业收入	773.08	790.24	884.83	979.74	1,071.66
减: 营业成本	621.58	652.82	735.29	816.61	895.91	增长率(%)	4.39	2.22	11.97	10.73	9.38
营业税金及附加	2.83	2.70	3.02	3.34	3.66	归属母公司股东净利润	21.03	15.72	20.84	25.24	29.88
营业费用	42.87	41.44	43.93	46.56	49.36	增长率(%)	-2.54	-25.23	32.51	21.13	18.40
管理费用	13.92	10.27	10.78	11.32	11.88	每股收益(EPS)	0.74	0.55	0.73	0.88	1.04
研发费用	56.43	51.02	54.59	58.41	62.50	每股股利(DPS)	0.14	0.00	0.04	0.04	0.05
财务费用	7.71	9.54	10.47	10.51	9.03	每股经营现金流	-0.78	0.73	-1.00	1.50	1.67
减值损失	-7.31	-10.25	-9.98	-11.05	-12.09	销售毛利率	0.20	0.17	0.17	0.17	0.16
加: 投资收益	1.39	0.35	0.65	0.65	0.65	销售净利率	0.05	0.03	0.03	0.03	0.04
公允价值变动损益	-0.75	1.01	0.00	1.00	2.00	净资产收益率(ROE)	0.06	0.12	0.14	0.14	0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.12	0.06	0.11	0.10	0.10
营业利润	36.78	21.69	29.08	35.23	41.54	市盈率(P/E)	35.03	46.85	35.36	29.19	24.66
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	2.17	5.53	4.81	4.14	3.53
利润总额	37.60	22.27	29.75	35.90	42.21	股息率(分红/股价)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	0.76	2.45	2.41	2.91	3.42	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	36.85	19.82	27.33	32.99	38.79	收益率					
减: 少数股东损益	15.82	4.10	6.50	7.75	8.91	毛利率	19.60%	17.39%	16.90%	16.65%	16.40%
归属母公司股东净利润	21.03	15.72	20.84	25.24	29.88	三费/销售收入	8.34%	7.75%	7.37%	6.98%	6.56%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	5.86%	4.03%	4.54%	4.74%	4.78%
货币资金	147.11	75.34	88.48	97.97	107.17	EBITDA/销售收入	6.72%	4.72%	5.83%	6.01%	6.04%
交易性金融资产	3.14	2.72	2.72	2.72	2.72	销售净利率	4.77%	2.51%	3.09%	3.37%	3.62%
应收和预付款项	183.39	181.76	201.46	223.07	244.00	资产获利率					
其他应收款(合计)	7.29	6.59	6.86	7.59	8.30	ROE	6.20%	11.79%	13.61%	14.17%	14.33%
存货	279.35	368.47	333.04	369.87	405.79	ROA	2.41%	1.77%	2.36%	2.67%	2.96%
其他流动资产	16.18	16.42	20.07	22.22	24.31	ROIC	11.59%	5.98%	11.11%	10.03%	10.49%
长期股权投资	1.09	1.77	1.72	1.68	1.63	资本结构					
金融资产投资	2.36	2.34	2.34	2.34	2.34	资产负债率	54.11%	81.86%	78.73%	76.72%	74.31%
投资性房地产	2.01	2.17	1.89	1.89	2.27	投资资本/总资产	51.53%	36.81%	46.50%	44.98%	43.78%
固定资产和在建工程	25.34	25.79	25.14	24.65	24.14	带息债务/总负债	26.34%	23.50%	32.78%	28.98%	25.01%
无形资产和开发支出	181.10	180.14	173.44	167.68	162.78	流动比率	1.62	1.10	1.12	1.13	1.15
其他非流动资产	24.28	24.61	24.17	23.95	24.45	速动比率	0.82	0.42	0.49	0.49	0.50
资产总计	872.64	888.14	881.33	945.63	1,009.91	股利支付率	19.04%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
短期借款	62.83	50.64	133.59	141.78	143.82	收益留存率	80.96%	100.00%	95.00%	95.00%	95.00%
交易性金融负债	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	179.22	232.47	231.22	256.80	281.73	总资产周转率	0.89	0.89	1.00	1.04	1.06
长期借款	61.55	120.17	93.86	68.47	43.87	固定资产周转率	31.91	33.78	37.58	42.27	48.04
其他负债	168.40	323.72	235.21	258.42	281.02	应收账款周转率	4.71	4.92	4.86	4.86	4.86
负债合计	472.22	726.99	693.89	725.47	750.46	存货周转率	2.23	1.77	2.21	2.21	2.21
股本	28.60	28.60	28.60	28.60	28.60	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	178.35	0.16	0.16	1.16	3.16	EBIT	45.32	31.81	40.21	46.41	51.24
留存收益	132.52	104.56	124.36	148.33	176.72	EBITDA	51.95	37.31	51.58	58.89	64.76
归属母公司股东权益	339.46	133.32	153.12	178.09	208.48	NOPLAT	44.32	26.87	36.33	41.11	44.62
少数股东权益	60.96	27.82	34.32	42.07	50.98	归母净利润	21.03	15.72	20.84	25.24	29.88
股东权益合计	400.43	161.15	187.44	220.16	259.46	EPS	0.74	0.55	0.73	0.88	1.04
负债和股东权益合计	872.64	888.14	881.33	945.63	1,009.91	BPS	11.87	4.66	5.35	6.23	7.29
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	35.03	46.85	35.36	29.19	24.66
经营性现金净流量	-22.38	20.77	-28.66	42.90	47.78	PEG	-13.77	-1.86	1.09	1.38	1.34
投资性现金净流量	6.55	-3.58	-3.35	-4.43	-5.51	PB	2.17	5.53	4.81	4.14	3.53
筹资性现金净流量	53.45	-92.86	45.14	-28.98	-33.08	PS	0.95	0.93	0.83	0.75	0.69
现金流量净额	37.56	-75.67	13.14	9.49	9.19	PCF	-32.92	35.47	-25.71	17.17	15.42

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438