

信义山证汇通天下

证券研究报告

通用计算机设备

紫光股份（000938.SZ）

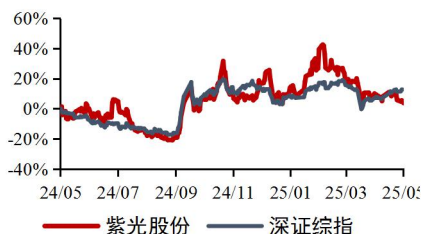
买入-B(维持)

并购费用影响短期利润，2025 AI 动能持续保持强劲

2025 年 5 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 22 日

收盘价（元）：	24.11
总股本（亿股）：	28.60
流通股本（亿股）：	28.60
流通市值（亿元）：	689.57

基础数据：2025 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	5.77
每股资本公积（元）：	0.01
每股未分配利润（元）：	3.77

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

事件描述：

公司发布 2024 年报及 25Q1 季报。2024 年公司实现营收 790.24 亿元，同比+2.22%；归母净利润 15.72 亿元，同比-25.23%；扣非后归母净利润 14.56 亿元，同比-13.06%。其中，24Q4 单季度公司实现营收 201.85 亿元，同比-8.64%，环比-3.37%；归母净利润-0.09 亿元，扣非后归母净利润 0.68 亿元。25Q1 公司实现营收 207.90 亿元，同比+22.25%，环比+3.00%；归母净利润 3.49 亿元，同比-15.75%；扣非后归母净利润 4.09 亿元，同比+19.30%。

事件点评：

➤ **新华三少数股权收购财务费用和服务器业务占比提升导致 2024Q4 及 2025Q1 净利润同比下降：**1) **财务费用大幅增加：**2024 年 9 月公司完成新华三 30%少数股权购买，由于部分资金来自银行贷款（2025Q1 公司资产负债率达到 82.8%，同比提升 31pct）以及公司将剩余 19%股权的有限收购权作为远期期权从而导致财务费用大幅增加；2) **公司营收结构有所变化：**2024 年公司毛利率 17.39%，主要由于 AI 服务器收入占比继续增加、互联网客户收入占比结构性增加以及海外业务毛利率下降等因素。公司正在推动 H 股双地上市，目前已通过董事会决议，有望优化资本结构，降低债务负担。此外，公司继续优化组织结构、加强费用管理，2024 年销售/管理/研发费用率分别为 5.24%/1.30%/6.46%，同比分别-0.31/-0.50/-0.84 pct；25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 4.47%/1.22%/5.58%，同比分别-1.73/-0.20/-1.73 pct。

➤ **新华三业务规模持续扩大，海外业务增速亮眼。**2024 年新华三实现营收 550.74 亿元，同比+6.04%，其中国内政企业务营收 442.39 亿元，同比+10.96%，主要受惠于互联网厂商交换机、服务器采购增大；国内运营商业务营收 79.19 亿元；国际业务收入 29.16 亿元，同比+32.44%，主要来自 H3C 自有品牌及服务拓展加速。2025 年一季度，新华三实现营收 152.95 亿元，同比+26.07%，其中国内政企业务收入 122.55 亿元，同比+37.49%，国内互联网客户和政企客户对服务器采购需求大幅增加；国际业务收入为 10.51 亿元，同比+71.83%，新华三海外品牌影响力进一步增强。截至目前，新华三已在全球服务覆盖 181 个国家和地区，认证海外合作伙伴数量超过 2,900 家。

➤ **从存货和合同负债来看，2025 服务器收入增长动能或保持强劲，公司针对国产化也有充分布局。**2025 年一季度，公司存货账面价值达到 437 亿元，同比+54.82%；合同负债达到 187 亿元，同比+66.51%。面对海外 AI 芯片出口政策的不确定性，公司及下游客户积极进行芯片备货以及订单预付款，分别进行储备动作和订单预付款。我们对国内 AI 服务器增长和政企客户投资依

请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



然保持乐观，一方面英伟达正在适配最新合规需求尽快推出新版芯片，或主要定位推理性价比，另一方面随着昇腾 910C 等国产芯片量产，国产算力生态加速成熟，未来替代空间巨大。2024 年公司联合国产 CPU、GPU 合作伙伴，全面抢抓国产化建设局机遇，成功落地多个国产万卡智算集群。在一体机方面，由于公司具有“百业灵犀私域大模型”和“傲飞算力平台 AI Infra”等软硬件全栈打包能力，市场开拓具有得天独厚的竞争优势。2025 春节后公司曾推出 LinSeer Cube 一体机（DeepSeek 版）等新产品，覆盖全参数版本模型，目前已在政府、教育、医疗、金融、企业多行业私有化部署落地。

盈利预测、估值分析和投资建议：我们认为公司经营稳健，充分受益于国内算力投资，短期下并购债务负担可能影响利润释放，建议关注 H 股上市进展。预计公司 2025-27 年净利润 18.12/24.50/31.64 亿元，同比增长 15.3%/35.2%/29.2%，维持“买入-B”评级。

风险提示：运营商资本开支短期继续下行风险；智算服务器市场竞争格局恶化风险；高性能 GPU 芯片进口管制导致服务器收入下滑；非运营业务占比提升导致毛利率下行；汇率波动、购买期权延期或新增借款导致财务费用继续增加。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	89,081	96,015	102,516
YoY(%)	4.4	2.2	12.7	7.8	6.8
净利润(百万元)	2,103	1,572	1,812	2,450	3,164
YoY(%)	-2.5	-25.2	15.3	35.2	29.2
毛利率(%)	19.6	17.4	17.0	18.0	19.0
EPS(摊薄/元)	0.74	0.55	0.63	0.86	1.11
ROE(%)	9.2	12.3	12.4	14.4	15.7
P/E(倍)	32.8	43.9	38.0	28.1	21.8
P/B(倍)	2.0	5.2	4.6	3.9	3.3
净利率(%)	2.7	2.0	2.0	2.6	3.1

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	63645	65130	67275	72842	76794
现金	14711	7534	7126	7681	7176
应收票据及应收账款	14356	14251	16467	16642	20637
预付账款	1669	1683	2095	1977	2371
存货	27935	36847	36523	41605	41433
其他流动资产	4976	4816	5063	4938	5177
非流动资产	23619	23684	23725	23471	23056
长期投资	109	177	233	201	168
固定资产	1055	1086	1028	894	699
无形资产	4119	4022	3815	3608	3400
其他非流动资产	18337	18398	18648	18768	18788
资产总计	87264	88814	91000	96313	99850
流动负债	39331	59015	61114	65537	67286
短期借款	6283	5064	18374	20073	20511
应付票据及应付账款	14358	19664	18869	20498	21021
其他流动负债	18690	34286	23871	24967	25754
非流动负债	7891	13684	11487	9288	7088
长期借款	5086	11009	8811	6612	4413
其他非流动负债	2805	2676	2676	2676	2676
负债合计	47222	72699	72600	74825	74375
少数股东权益	6096	2782	3255	3893	4718
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	17835	16	16	16	16
留存收益	13251	10457	12742	15830	19818
归属母公司股东权益	33946	13332	15145	17594	20758
负债和股东权益	87264	88814	91000	96313	99850

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1857	2441	1193	2569	2619
净利润	3685	1982	2285	3088	3988
折旧摊销	663	549	479	560	641
财务费用	771	954	951	1293	1291
投资损失	-139	-35	-69	20	-50
营运资金变动	-7444	-1852	-2348	-2288	-3147
其他经营现金流	606	842	-104	-104	-104
投资活动现金流	655	-358	-347	-222	-72
筹资活动现金流	5345	-9286	-19129	-3491	-3490
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.55	0.63	0.86	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	0.85	0.42	0.90	0.92
每股净资产(最新摊薄)	11.87	4.66	5.30	6.15	7.26

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77308	79024	89081	96015	102516
营业成本	62158	65282	73937	78732	83038
营业税金及附加	283	270	285	307	359
营业费用	4287	4144	4009	4033	4613
管理费用	1392	1027	1158	1152	1230
研发费用	5643	5102	5612	6241	6766
财务费用	771	954	951	1293	1291
资产减值损失	-731	-1025	-1155	-1248	-1333
公允价值变动收益	-75	101	101	101	101
投资净收益	139	35	69	-20	50
营业利润	3678	2169	2347	3193	4140
营业外收入	89	86	86	86	86
营业外支出	7	28	28	28	28
利润总额	3760	2227	2405	3251	4198
所得税	76	245	120	163	210
税后利润	3685	1982	2285	3088	3988
少数股东损益	1582	410	472	638	825
归属母公司净利润	2103	1572	1812	2450	3164
EBITDA	4698	3584	3701	5008	6028

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.4	2.2	12.7	7.8	6.8
营业利润(%)	-11.6	-41.0	8.2	36.0	29.7
归属于母公司净利润(%)	-2.5	-25.2	15.3	35.2	29.2
获利能力					
毛利率(%)	19.6	17.4	17.0	18.0	19.0
净利率(%)	2.7	2.0	2.0	2.6	3.1
ROE(%)	9.2	12.3	12.4	14.4	15.7
ROIC(%)	8.3	6.1	6.7	8.8	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	81.9	79.8	77.7	74.5
流动比率	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.6	5.5	5.8	5.8	5.5
应付账款周转率	4.5	3.8	3.8	4.0	4.0
估值比率					
P/E	32.8	43.9	38.0	28.1	21.8
P/B	2.0	5.2	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	15.8	26.6	25.9	19.0	15.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

