



# 紫光股份 (000938.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## AI 服务器与高速交换机齐放量，驱动

### 公司营收高增

#### 业绩简评

2025年8月29日公司发布2025年半年度报告，公司1H25营收474.25亿元，同比增长24.96%；归母净利润10.41亿元，同比增长2.19%。对应2Q25营收266.35亿元，同比增长27.17%；归母净利润6.92亿元，同比增长18.01%。

#### 经营分析

**政企、国际业务放量，带动子公司新华三营收高增。**根据公司披露财报，2Q25新华三政企营收约187.8亿元，同比+66%/环比+53%，国际业务营收8.7亿元，同比+48%，环比-17%。我们认为其中政企业务收入的核心增量来自下游互联网客户对AI服务器的采购、以及400G/800G高速交换机收入占比的提升。公司2Q25毛利率环比-0.77pct，我们认为主要系低毛利的AI服务器收入占比提升所致。单季度销售费率、管理费率环比均下滑，控费能力不断提升。

**AI芯片国产替代加速，公司AI服务器业务有望充分受益。**伴随英伟达H系列芯片禁售、国产AI芯片性能提升，国产AI芯片有望加速渗透。公司客户结构以政企为主，因此AI服务器中采用国产芯片的比例相对较高，同时公司也与头部国产芯片厂商保持紧密合作，有望充分受益于国产替代进程。从资产负债表看，2Q25公司合同负债同比增长66%，为后续业绩高增奠定基础。

**高速交换机需求旺盛，公司有望在Scale-up域取得突破。**2024年公司在以太网交换机整体市场份额31.1%，位列第二。为满足AI算力集群对超低时延、超高吞吐的极致需求，公司前瞻性布局，重点推出基于国产关键芯片（国产化率超95%）的800G数据中心智算交换机H3C S9825-8C-G，并迭代新一代无损网络解决方案。中长期看，Scale-up域以太网交换机将加速渗透，柜内互联驱动增长。我们看好公司率先取得突破，巩固行业领先地位。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2025-2027年营收分别为908.4/1035.9/1147.5亿元，同比增长15%/14%/11%；预计EPS分别为0.74/0.88/1.03元，PE分别为38/32/27倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

债务成本高、赴港上市进度不及预期、存货减值风险、芯片供应短缺风险、市场竞争加剧、Scale-up域研发进展不及预期。

通信组

分析师：张真贞（执业S1130524060002）

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：27.90元

相关报告：

1.《紫光股份公司深度研究：ICT领军，AI服务器与交换机齐放量》，2025.6.12



#### 公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	90,844	103,595	114,746
营业收入增长率	4.39%	2.22%	14.96%	14.04%	10.76%
归母净利润(百万元)	2,103	1,572	2,111	2,515	2,935
归母净利润增长率	-2.54%	-25.23%	34.27%	19.14%	16.69%
摊薄每股收益(元)	0.735	0.550	0.738	0.879	1.026
每股经营性现金流净额	-0.65	0.85	0.43	0.83	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.20%	11.79%	13.88%	14.42%	14.61%
P/E	26.32	50.62	37.80	31.72	27.19
P/B	1.63	5.97	5.24	4.57	3.97

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>74,058</b>	<b>77,308</b>	<b>79,024</b>	<b>90,844</b>	<b>103,595</b>	<b>114,746</b>
增长率		4.4%	2.2%	15.0%	14.0%	10.8%
主营业务成本	-58,772	-62,158	-65,282	-75,517	-86,467	-95,773
%销售收入	79.4%	80.4%	82.6%	83.1%	83.5%	83.5%
毛利	15,286	15,150	13,742	15,327	17,128	18,973
%销售收入	20.6%	19.6%	17.4%	16.9%	16.5%	16.5%
营业税金及附加	-294	-283	-270	-291	-321	-356
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4,251	-4,287	-4,144	-4,633	-5,180	-5,737
%销售收入	5.7%	5.5%	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%
管理费用	-964	-1,392	-1,027	-1,136	-1,264	-1,320
%销售收入	1.3%	1.8%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
研发费用	-5,299	-5,643	-5,102	-5,814	-6,578	-7,172
%销售收入	7.2%	7.3%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	4,477	3,544	3,200	3,453	3,785	4,389
%销售收入	6.0%	4.6%	4.0%	3.8%	3.7%	3.8%
财务费用	-634	-771	-954	-908	-932	-918
%销售收入	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-846	-731	-1,025	-738	-539	-588
公允价值变动收益	27	-75	101	0	0	0
投资收益	13	135	31	60	75	55
%税前利润	0.3%	3.6%	1.4%	2.2%	2.3%	1.4%
营业利润	4,160	3,678	2,169	2,675	3,197	3,747
营业利润率	5.6%	4.8%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%
营业外收支	60	83	58	67	69	65
税前利润	4,220	3,760	2,227	2,742	3,267	3,812
利润率	5.7%	4.9%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%
所得税	-478	-76	-245	-192	-229	-267
所得税率	11.3%	2.0%	11.0%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	3,742	3,685	1,982	2,550	3,038	3,545
少数股东损益	1,584	1,582	410	439	523	610
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,158</b>	<b>2,103</b>	<b>1,572</b>	<b>2,111</b>	<b>2,515</b>	<b>2,935</b>
净利率	2.9%	2.7%	2.0%	2.3%	2.4%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,742	3,685	1,982	2,550	3,038	3,545
少数股东损益	1,584	1,582	410	439	523	610
非现金支出	1,907	1,775	1,938	1,314	1,122	1,146
非经营收益	-33	22	404	142	174	205
营运资金变动	-1,598	-7,338	-1,883	-2,777	-1,968	-2,428
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,019</b>	<b>-1,857</b>	<b>2,441</b>	<b>1,230</b>	<b>2,366</b>	<b>2,468</b>
资本开支	-482	-939	-533	-974	-341	-375
投资	438	1,433	75	200	-1	-1
其他	83	160	99	60	75	55
<b>投资活动现金净流</b>	<b>38</b>	<b>655</b>	<b>-358</b>	<b>-713</b>	<b>-266</b>	<b>-322</b>
股权募资	65	1	8	0	0	0
债权募资	-1,075	6,434	10,245	1,287	3	-318
其他	-1,099	-1,090	-19,539	-355	-658	-622
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,109</b>	<b>5,345</b>	<b>-9,286</b>	<b>931</b>	<b>-655</b>	<b>-940</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,993</b>	<b>4,137</b>	<b>-7,203</b>	<b>1,448</b>	<b>1,445</b>	<b>1,206</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,669	14,711	7,534	8,707	9,951	11,012
应收款项	14,234	16,264	15,870	16,625	18,827	20,458
存货	20,275	27,935	36,847	38,721	41,660	45,814
其他流动资产	5,535	4,736	4,879	4,893	5,367	5,777
流动资产	50,712	63,645	65,130	68,945	75,806	83,060
%总资产	68.5%	72.9%	73.3%	74.3%	76.1%	77.8%
长期投资	711	571	638	639	640	641
固定资产	1,192	1,165	1,325	1,422	1,428	1,372
%总资产	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
无形资产	17,810	18,190	18,158	18,228	18,259	18,272
非流动资产	23,351	23,619	23,684	23,822	23,783	23,685
%总资产	31.5%	27.1%	26.7%	25.7%	23.9%	22.2%
<b>资产总计</b>	<b>74,063</b>	<b>87,264</b>	<b>88,814</b>	<b>92,767</b>	<b>99,588</b>	<b>106,745</b>
短期借款	4,856	7,151	18,683	19,956	19,966	19,650
应付款项	13,831	15,187	20,815	20,703	22,564	25,880
其他流动负债	14,635	16,993	19,518	20,244	22,574	23,596
流动负债	33,322	39,331	59,015	60,903	65,105	69,126
长期贷款	200	5,086	11,009	11,009	11,009	11,009
其他长期负债	2,713	2,805	2,676	2,420	2,287	2,164
负债	36,235	47,222	72,699	74,331	78,400	82,298
<b>普通股股东权益</b>	<b>31,841</b>	<b>33,946</b>	<b>13,332</b>	<b>15,215</b>	<b>17,445</b>	<b>20,093</b>
其中：股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
未分配利润	10,901	12,988	10,431	12,314	14,543	17,192
少数股东权益	5,987	6,096	2,782	3,221	3,744	4,354
<b>负债股东权益合计</b>	<b>74,063</b>	<b>87,264</b>	<b>88,814</b>	<b>92,767</b>	<b>99,588</b>	<b>106,745</b>

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.754	0.735	0.550	0.738	0.879	1.026
每股净资产	11.133	11.869	4.661	5.320	6.099	7.025
每股经营现金净流	1.405	-0.649	0.853	0.430	0.827	0.863
每股股利	0.000	0.140	0.075	0.080	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.78%	6.20%	11.79%	13.88%	14.42%	14.61%
总资产收益率	2.91%	2.41%	1.77%	2.28%	2.53%	2.75%
投入资本收益率	9.09%	6.54%	6.10%	6.40%	6.64%	7.30%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.49%	4.39%	2.22%	14.96%	14.04%	10.76%
EBIT增长率	25.28%	-20.83%	-9.73%	7.93%	9.60%	15.96%
净利润增长率	0.48%	-2.54%	-25.23%	34.27%	19.14%	16.69%
总资产增长率	11.49%	17.82%	1.78%	4.45%	7.35%	7.19%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	59.4	64.0	64.5	60.0	59.0	58.0
存货周转天数	120.2	141.5	181.1	190.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	61.4	65.1	78.8	78.8	74.2	77.3
固定资产周转天数	5.1	5.0	5.0	4.2	3.5	2.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-18.62%	-6.96%	135.81%	119.25%	97.94%	79.25%
EBIT利息保障倍数	7.1	4.6	3.4	3.8	4.1	4.8
资产负债率	48.92%	54.11%	81.86%	80.13%	78.72%	77.10%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	7	11	41
增持	0	0	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.30</b>	<b>1.31</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资建议或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**