

AI 算力“国家队”持续发力，核心业务竞争力持续增强

2025 年 08 月 31 日

➤ **事件概述：**2025 年 8 月 28 日公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 63.66 亿元，同比增长 4.78%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比扭亏为盈；扣非后归母净利润-4.27 亿元，去年同期为-4.24 亿元。

➤ **计算产业稳健增长，系统装备业务订单回暖。**1) 计算产业为增长主引擎：上半年计算产业实现收入 51.48 亿元，同比增长 9.62%，占总收入比重提升至 80.86%。其中，计算终端业务受益于党政及关键行业市场需求恢复，实现重大项目突破；整机部件业务受益于 AI 服务器市场需求持续增长，业务规模和盈利水平再创新高。2) 系统装备业务承压但现复苏迹象：系统装备业务实现收入 8.61 亿元，同比下降 12.62%。但公司积极加大市场拓展力度，通信、特种计算等传统业务订单实现同比增长，为后续业绩恢复奠定基础。

➤ **资产优化驱动业绩扭亏，加强内部管理等举措应对挑战。**公司上半年实现归母净利润 1.38 亿元，主要得益于公司聚焦核心主业，优化资产结构，并完成所持有长城银河 40%股权的转让，对归母净利润产生一定影响。分业务看，受部分电子器件原材料价格上涨、市场竞争加剧等因素影响，计算产业和系统装备业务毛利率分别同比下降 1.91%和 8.03%。公司正通过加强精益管理、优化生产工艺、整合供应链等措施降本控费，以应对外部挑战。

➤ **AI 服务器及电源业务成亮点，核心产品竞争力持续增强。**公司持续打造硬核产品，产品核心竞争力快速增强。1) AI 服务器产品布局深入：公司已推出 8U OAM AI 训练服务器等产品，实现 AI 大模型训练性能全面提升。2) 服务器电源龙头地位稳固：公司是国内规模最大、技术最强的服务器电源研制厂商之一，充分受益于 AI 服务器需求的增长。3) “芯-端”一体化优势显著：公司已推出搭载飞腾新一代腾锐 D3000M 处理器的全新笔记本，产品性能、安全、续航全面提升，展现了公司在自主计算产品链的协同优势。

➤ **投资建议：**公司是中国电子旗下计算产业主力军，以服务国家战略需求为导向，聚焦自主智算产业高质量发展，在核心关键技术国产化替代的大背景下有望开启新一轮成长，AI 也有望成为公司成长的全新动力。公司目前正处于向 AI 等新方向转型的阶段，研发等投入较大，因此我们考察公司的 PS 水平，预计 2025-2027 年营收分别为 163.72/180.46/198.73 亿元，对应 PS 分别为 4X、3X、3X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧的风险；信创及 AI 服务器等下游行业需求释放不及预期；资产减值风险。

推荐

维持评级

当前价格：

17.89 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lwwei_yj@glms.com.cn

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

邮箱：guoxinyu@glms.com.cn

相关研究

- 1.中国长城 (000066.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：产品、生态持续完善，AI 算力“国家队”潜力可期-2025/04/30
- 2.中国长城 (000066.SZ) 公司事件点评：DeepSeek 一体机的“国家队”-2025/03/02
- 3.中国长城 (000066.SZ) 2024 年半年报点评：二季度业绩持续改善，国产算力龙头业务加速回暖-2024/09/03
- 4.中国长城 (000066.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：核心业务稳步推进，国产化“长城”未来成长可期-2024/05/01
- 5.中国长城 (000066.SZ) 2023 年三季报点评：立足生态紧抓核心资产，构筑国产化坚固“长城”-2023/10/29

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,203	16,372	18,046	19,873
增长率 (%)	5.8	15.3	10.2	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-1,479	35	166	336
增长率 (%)	-51.3	102.4	370.0	102.4
每股收益 (元)	-0.46	0.01	0.05	0.10
PE	/	1632	347	172
PS	4	4	3	3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,203	16,372	18,046	19,873
营业成本	12,022	13,506	14,885	16,387
营业税金及附加	116	74	81	90
销售费用	540	573	587	656
管理费用	1,055	1,146	1,263	1,391
研发费用	1,130	1,064	1,128	1,093
EBIT	-1,238	276	401	588
财务费用	140	200	182	184
资产减值损失	-694	-134	-147	-162
投资收益	76	82	90	99
营业利润	-1,410	24	162	341
营业外收支	-52	13	13	13
利润总额	-1,462	37	175	354
所得税	-35	1	3	7
净利润	-1,427	36	171	347
归属于母公司净利润	-1,479	35	166	336
EBITDA	-560	990	1,212	1,440

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,836	5,006	4,874	4,883
应收账款及票据	6,437	7,339	7,762	8,204
预付款项	488	548	604	665
存货	6,015	6,527	7,193	7,920
其他流动资产	2,604	1,962	2,007	2,056
流动资产合计	19,379	21,382	22,440	23,728
长期股权投资	1,268	1,350	1,440	1,540
固定资产	4,234	4,239	4,221	4,200
无形资产	755	746	735	723
非流动资产合计	13,241	13,303	13,296	13,354
资产合计	32,620	34,685	35,736	37,082
短期借款	1,242	1,242	1,242	1,242
应付账款及票据	5,385	6,050	6,667	7,341
其他流动负债	5,526	7,191	7,478	7,789
流动负债合计	12,153	14,483	15,387	16,371
长期借款	6,515	6,515	6,515	6,515
其他长期负债	1,506	1,360	1,345	1,396
非流动负债合计	8,022	7,876	7,860	7,911
负债合计	20,175	22,358	23,247	24,282
股本	3,226	3,226	3,226	3,226
少数股东权益	1,209	1,210	1,215	1,226
股东权益合计	12,445	12,327	12,490	12,800
负债和股东权益合计	32,620	34,685	35,736	37,082

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.83	15.27	10.23	10.12
EBIT 增长率	-82.51	122.29	45.27	46.55
净利润增长率	-51.29	102.39	369.95	102.35
盈利能力 (%)				
毛利率	15.35	17.50	17.52	17.54
净利率	-10.41	0.22	0.92	1.69
总资产收益率 ROA	-4.53	0.10	0.47	0.91
净资产收益率 ROE	-13.16	0.32	1.47	2.91
偿债能力				
流动比率	1.59	1.48	1.46	1.45
速动比率	1.00	0.94	0.91	0.88
现金比率	0.32	0.35	0.32	0.30
资产负债率 (%)	61.85	64.46	65.05	65.48
经营效率				
应收账款周转天数	134.47	134.00	127.30	120.94
存货周转天数	182.61	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.43	0.49	0.51	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	-0.46	0.01	0.05	0.10
每股净资产	3.48	3.45	3.50	3.59
每股经营现金流	0.06	0.11	0.26	0.33
每股股利	0.00	0.00	0.01	0.02
估值分析				
PE	/	1632	347	172
PB	5.1	5.2	5.1	5.0
EV/EBITDA	/	64.84	52.93	44.56
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.06	0.13

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,427	36	171	347
折旧和摊销	678	714	811	853
营运资金变动	-66	-731	-496	-522
经营活动现金流	182	363	851	1,050
资本开支	-261	-584	-625	-707
投资	515	700	0	0
投资活动现金流	287	108	-625	-707
股权募资	9	-155	0	0
债务募资	-553	1,330	0	0
筹资活动现金流	-1,037	699	-358	-334
现金净流量	-558	1,170	-131	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048