

公司研究 | 点评报告 | 紫光股份 (000938.SZ)

AI 驱动增长提速，海外业务拓展发力

报告要点

25H1 公司核心子公司新华三高速增长，政企与海外业务齐驱动，ICT 基础设施收入占比提升，服务器增长强劲；毛利率受收入结构调整影响有所下降，同时收购带来阶段性财务费用压力，对净利润造成一定拖累。公司坚定推进“算力×联接”战略，持续引领技术创新；积极推进 H 股上市，有望优化资本结构，为长期发展提供有力支持。

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)

2025-09-05

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

AI 驱动增长提速，海外业务拓展发力

事件描述

近日，公司发布 2025 年半年度报告，25H1 实现营业收入 474.2 亿元，同比+25.0%；归母净利润 10.4 亿元，同比+4.1%；扣非后归母净利润 11.2 亿元，同比+25.1%。单 25Q2 实现营业收入 266.4 亿元，同比+27.2%，环比+28.1%；归母净利润 6.9 亿元，同比+18.0%，环比+98.6%。

事件评论

- **核心子公司新华三高速增长，国内政企与海外业务齐驱动：**公司控股子公司新华三集团 25H1 实现营业收入 364.0 亿元，同比+37.7%，环比+27.1%；净利润 18.5 亿元，同比+1.7%。其中，国内政企业务受益于互联网行业客户对 AI 算力需求的持续增长，实现收入 310.4 亿元，同比大幅增长 53.5%；国际业务收入 19.2 亿元，同比+60.2%，环比+11.7%。公司整体来看，ICT 基础设施及服务业务收入达到 360.4 亿元，同比+37.8%，环比+27.3%，占营业收入比重提升至 76.0%，环比+7.1pct，其中服务器业务增长较为强劲。
- **海外业务加速拓展，成为第二增长曲线：**25H1 公司境外收入达 19.8 亿元，同比+53.0%；核心子公司新华三国际业务收入 19.2 亿元，同比+60.2%，增长势头强劲。公司海外重点布局东南亚、中亚、中东和欧洲，已设立 22 个海外子公司，认证海外合作伙伴数量超过 3,300 家；其中，东南亚与中亚起步较早、收入占比高；中东和欧洲已在沙特、阿联酋、德国、波兰等地设立子公司，并以沙特为区域总部，近两年落地多项标杆项目。此外，公司还推出子品牌 Aolynk，以满足国际中小企业及行业细分客户需求。
- **毛利率受结构性调整，收购新华三带来阶段性财务费用压力：**25H1 公司整体毛利率 15.2%，同比下降 3.8pct；其中 ICT 基础设施及服务业务毛利率为 18.1%，同比下降 6.3pct，或系毛利率相对较低的服务器产品收入占比提升所致。费用端，25H1 销售/管理/研发费用率 4.0%/1.1%/5.2%，同比均有所下降；财务费用 7.10 亿元，同比增长 218.1%，主要系收购新华三 30% 股权产生的并购贷款利息所致，对业绩影响较大。同时，受新华三剩余 19% 股权期权公允价值变动影响，25H1 公司归母净利率 2.2%，同比-0.4pct。
- **深化“算力 x 联接”战略，启动 H 股上市进程：**公司坚定推进“算力 x 联接”战略，推出多款创新产品，包括 DeepSeek 大模型一体机“灵犀 Cube”、全新 H3C UniPoD 系列超节点产品、基于国产关键芯片的 800G 国芯智算交换机等。同时，公司已启动 H 股发行并上市的相关工作，有望进一步增强资本实力，支持全球化战略发展。
- **盈利预测及投资建议：**25H1 公司核心子公司新华三高速增长，政企与海外业务齐驱动，ICT 基础设施收入占比提升，服务器增长强劲；毛利率受收入结构调整影响有所下降，同时收购带来阶段性财务费用压力，对净利润造成一定拖累。公司坚定推进“算力 x 联接”战略，持续引领技术创新；积极推进 H 股上市，有望优化资本结构，为长期发展提供有力支持。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 19.42 亿元、23.18 亿元、28.26 亿元，对应同比增速 24%、19%、22%，对应 PE 40 倍、34 倍、28 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济环境变化风险；
- 2、技术和产品研发风险。

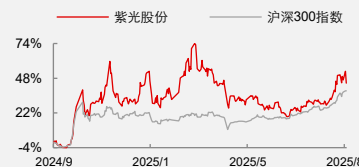
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	27.41
总股本(万股)	286,008
流通A股/B股(万股)	286,008/0
每股净资产(元)	4.93
近12月最高/最低价(元)	34.35/18.00

注：股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《聚焦 AI+国际业务，财务费用增加拖累业绩》
2025-05-08
- 《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



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、**宏观经济环境变化风险**：公司所处行业受全球及国内宏观经济环境影响较大。若全球经济增长持续放缓，或我国宏观经济出现短期波动、数字化建设投资放缓，可能对公司业务拓展、收入增长和盈利能力产生不利影响。

2、**技术和产品研发风险**：新一代信息技术领域技术更新迭代快，产品换代周期短。若公司未能准确把握技术、产品和市场发展趋势，或未能持续进行有效的技术创新和产品升级，可能导致公司竞争力下降，影响未来发展速度。

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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。