

紫光股份 (000938.SZ)

25H1 营收高增，全面布局智算基础设施

事件：2025 年 8 月 29 日下午，公司发布《2025 年半年度报告》，25H1 公司实现营收 474.25 亿元 (yoy+24.96%)、归母净利润 10.41 亿元 (yoy+4.05%)、扣非归母净利润 11.18 亿元 (yoy+25.10%)、EPS 0.36 元 (yoy+4.03%)。

□ 25H1 营收高增，财务费用影响短期净利。25H1 公司实现营收 474.25 亿元 (yoy+24.96%)、归母净利润 10.41 亿元 (yoy+4.05%)、扣非归母净利润 11.18 亿元 (yoy+25.10%)，公司营收与扣非归母净利润均实现 20% 以上的显著增长，财务费用影响归母净利润约 4.5 亿元。

单季度来看，25Q2 公司实现营收 266.35 亿元 (yoy+27.17%，qoq+28.12%)、归母净利润 6.92 亿元 (yoy+18.01%，qoq+98.28%)，25Q2 公司业绩增长势头强劲，主要系公司积极扩产以及服务器、交换机销量持续提升。

□ 核心子公司新华三营收同比高增，紫光数码稳健扩张。

新华三：25H1 实现营收 364.04 亿元 (yoy+37.75%)、净利润 18.51 亿元 (yoy+1.70%)。其中 1) 国内政企业务侧，25H1 实现收入 310.35 亿元 (yoy+53.55%)，增长源于互联网客户对服务器、交换机需求的持续提升；2) 国际业务收入侧，25H1 实现收入 19.19 亿元 (yoy+60.25%)，海内外均实现高速扩张。

紫光数码：25H1 实现营收 122.02 亿元 (yoy+15.77%)、净利润 1.12 亿元 (yoy-9.68%)，业绩实现稳健增长，净利润有所承压。

□ 服务器与交换机产品线引领增长，ICT 基础设施服务占比扩大。1) ICT 基础设施及服务：25H1 实现营收 360.42 亿元 (yoy+37.80%)，占收比达 76.00% (yoy+7.08pct)，实现高速增长；2) IT 产品分销与供应链服务：25H1 实现营收 140.15 亿元 (yoy+2.93%)，占收比达 29.55% (yoy-6.33pct)，公司服务器、交换机产品线持续高景气，ICT 基础设施及服务业务占比不断扩大，有效推动了公司整体业绩提升。

□ 国内业务稳健增长，国际业务高速扩张。1) 境内侧：25H1 实现营收 454.46 亿元 (yoy+23.97%)，占收比为 95.83% (yoy-0.76pct)，公司持续受益于国内 AI 基础设施建设加速，在运营商市场中标多个集采项目，同时深度参与多行业智算中心与数字化项目，持续巩固国内市场优势；2) 境外侧：25H1 实现营收 19.79 亿元 (yoy+52.98%)，占收比为 4.17% (yoy+0.76pct)，公司积极拓展海外市场，销售网络持续扩大，已在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地设立 22 个海外子公司，同时公司推出专为全球中小企业设计的 Aolynk 子品牌，迅速打开海外 SMB 市场，助力国际业务快速发展。

□ 盈利短期承压，费用及负债影响有望缓解。

毛利率、净利率侧：25H1 公司实现毛利率 15.24% (yoy-3.80pct)、净利率 2.71% (yoy-1.84pct)。公司毛利率下滑主要因业务规模扩大、销售收入增长，相应结转成本增加所致；净利率承压则主要受财务费用上升影响。

分业务毛利率侧：1) ICT 基础设施及服务侧，25H1 毛利率为 18.06% (yoy-6.32pct)；2) IT 产品分销与供应链服务，25H1 毛利率为 4.57% (yoy-1.24pct)，随着高毛利的 ICT 基础设施及服务业务收入占比持续提升，公司整体毛利率水平有望逐步改善。

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/通信

目标估值：NA

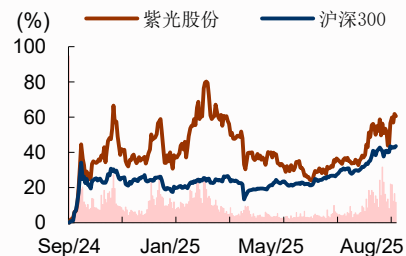
当前股价：29.41 元

基础数据

总股本 (百万股)	2860
已上市流通股 (百万股)	2860
总市值 (十亿元)	84.1
流通市值 (十亿元)	84.1
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	11.4
资产负债率	82.4%
主要股东	西藏紫光通信科技有限公司
主要股东持股比例	28.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	4	60
相对表现	10	-9	17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫光股份 (000938) —Q3 业绩增速企稳回升，深化算力与联接拓展》2024-11-05
- 2、《紫光股份 (000938) —H3C 30% 股权完成交割，ICT 龙头整装待发》2024-09-05
- 3、《紫光股份 (000938) —AI 配套组网高增，H3C 收购进展顺利》2024-08-27

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉擎 S1090523040001

sunjiaqing@cmschina.com.cn

财务费用侧：25H1 公司财务费用为 7.10 亿元（yoy+218.08%），对净利润产生 4.5 亿元拖累，其中约 3 亿元来自收购新华三 30% 股权的相关借款利息，另有约 1.5 亿元来自其所持新华三 19% 股权对应金融负债产生的费用。公司 19% 股权金融负债的影响将于年末消除，同时公司正在推进高利率境外贷款的置换工作，财务负担有望缓解。

□ **公司在手订单充沛，25H2 增长有望提速。**

在手订单侧：1) 存货方面，25H1 公司存货为 438.42 亿元（yoy+43.87%），其中库存商品及发出商品达到 244.89 亿元（yoy+72.19%）；2) 合同负债方面，25H1 公司合同负债为 159.12 亿元（yoy+65.57%），公司在手订单充沛。**25H2 预期：**展望下半年，随着海光的供应逐步恢复，公司国产服务器订单有望实现高速增长；同时，博通 TH6 新品的发布将推动 800G 交换机需求快速提升，预计两大业务板块将为业绩带来积极贡献。

□ **公司坚定实施“AI in ALL”战略，全面布局智算基础设施。**

Scale-out 领域：1) 公司全新定义 DDC 架构，推出新一代无损网络解决方案及算力集群交换机 H3C S12500AI；2) 推出 H3C UniPoD S80000 超节点产品，基于以太互联实现单机柜 64 卡 GPU 高速互联，目前已成功交付客户。

Scale-up 领域：1) 推出 H3C UniPoD F80000 依托全国产算力平台，采用 PCIe 光互联技术突破走线限制，实现 64 张 AI 加速卡互联带宽 576GB/s；2) 同时公司积极与国内 GPU 厂商合作，储备博通、NVLink、以太网及 PCIe 等多种协议互联方案。

液冷领域：公司推出高密液冷整机柜方案，单柜支持 64 张高性能 AI 加速卡或千核级 CPU 部署需求，大幅提升算力部署密度，满足高密算力集群的严苛降耗需求。

□ **投资建议：国内 ICT 领域龙头，“云-网-安-算-存-端”全栈布局，政企+运营商+海外市场同步发力，后续成长空间广阔。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.65 亿元、23.97 亿元、28.31 亿元，对应 PE 分别为 43 倍、35 倍 28 倍，维持“强烈推荐”评级。**

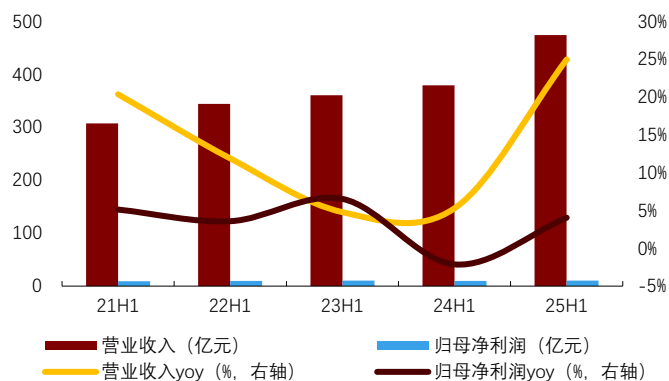
□ **风险提示：行业数字化转型不及预期、云计算发展不及预期、运营商投资不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	77308	79024	88788	96704	105196
同比增长	4%	2%	12%	9%	9%
营业利润(百万元)	3678	2169	2726	3339	3955
同比增长	-12%	-41%	26%	22%	18%
归母净利润(百万元)	2103	1572	1965	2397	2831
同比增长	-3%	-25%	25%	22%	18%
每股收益(元)	0.74	0.55	0.69	0.84	0.99
PE	40.0	53.5	42.8	35.1	29.7
PB	2.5	6.3	6.2	5.5	4.8

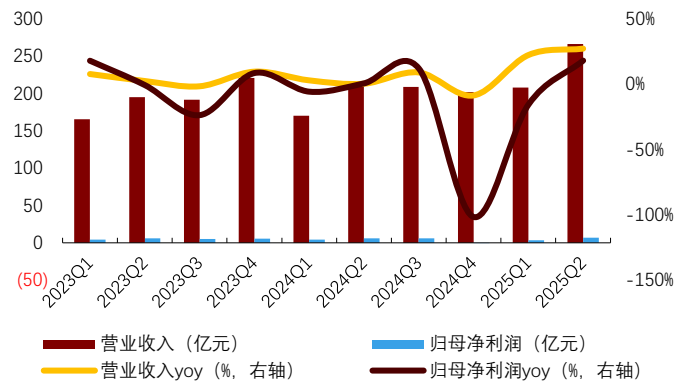
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 21H1-25H1 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



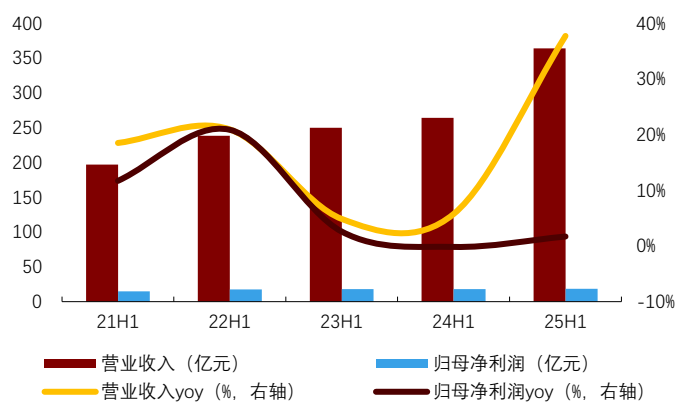
资料来源: iFinD、招商证券

图 2: 23Q1-25Q2 公司单季度营收、净利润情况 (亿元, %)



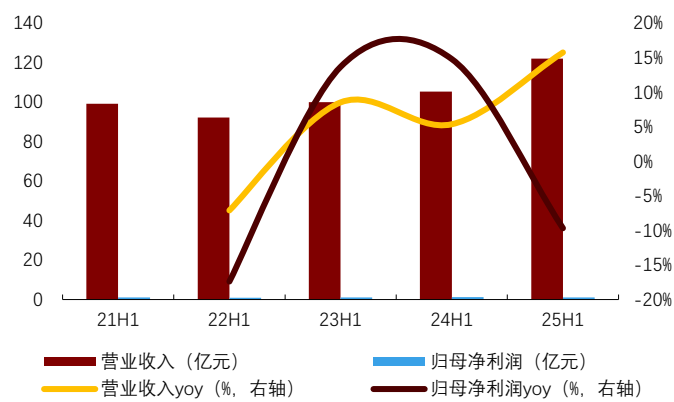
资料来源: iFinD、招商证券

图 3: 21H1-25H1 新华三营收、净利润情况 (亿元, %)



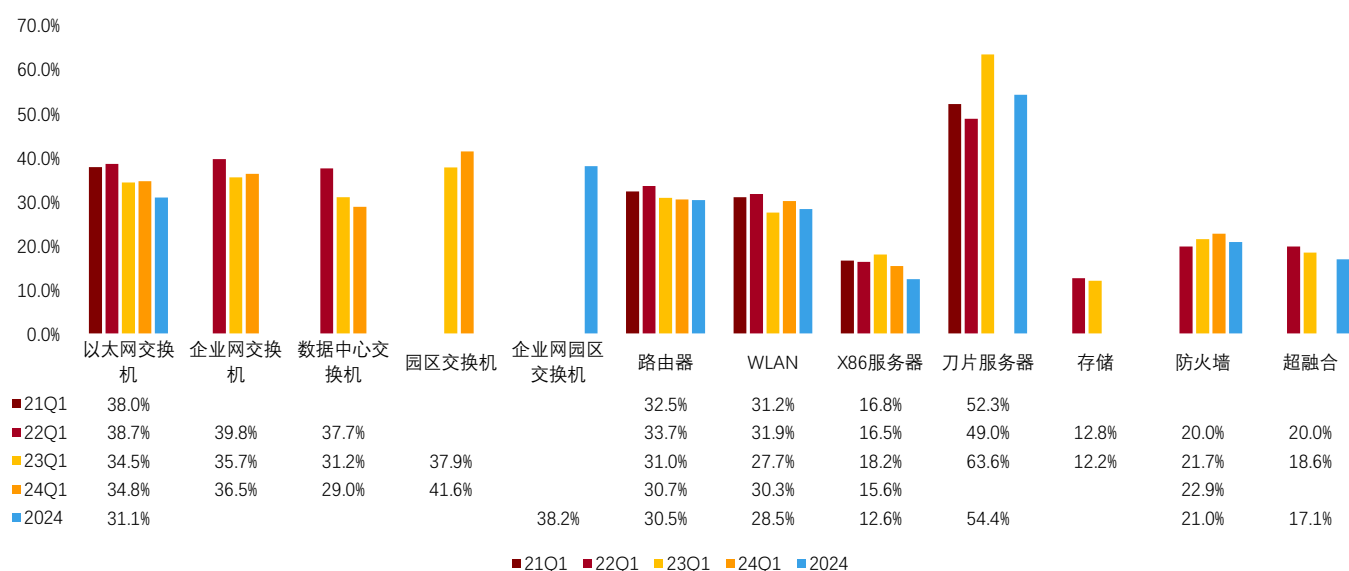
资料来源: iFinD、招商证券

图 4: 21H1-25H1 紫光数码营收、净利润情况 (亿元, %)



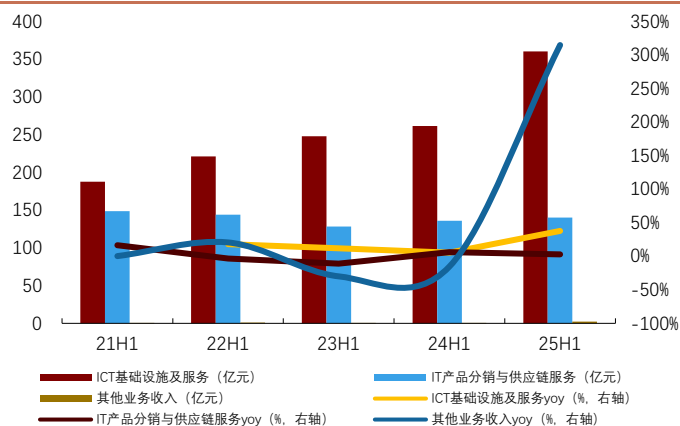
资料来源: iFinD、招商证券

图 5: 21Q1-2024 年公司 ICT 产品市占率情况 (%)



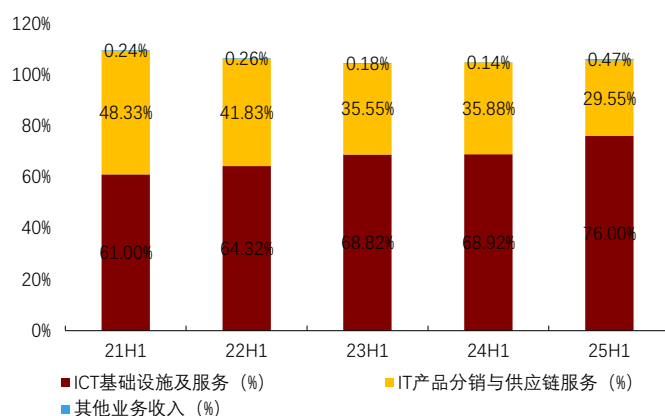
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 21H1-25H1 公司分产品营收情况 (亿元, %)



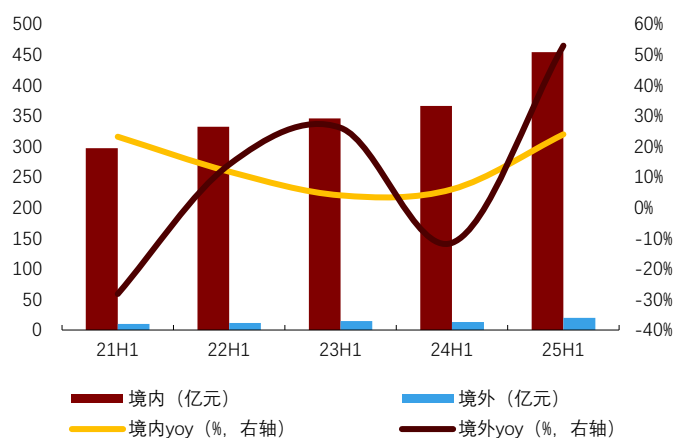
资料来源：iFinD、招商证券

图 7: 21H1-25H1 公司分产品营收占比 (%)



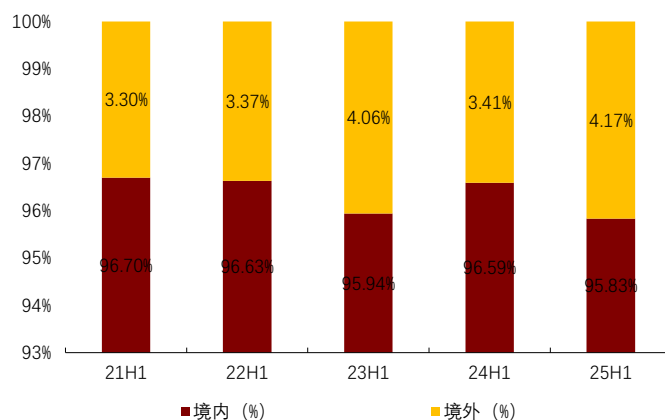
资料来源：iFinD、招商证券

图 8: 21H1-25H1 公司分地区营收情况 (亿元, %)



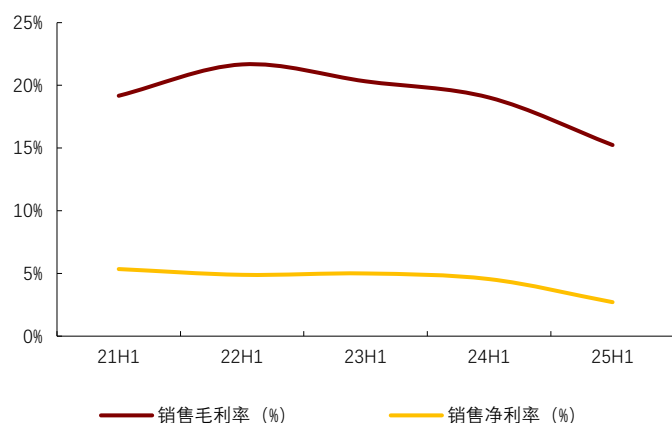
资料来源：iFinD、招商证券

图 9: 21H1-25H1 公司分地区营收占比 (%)



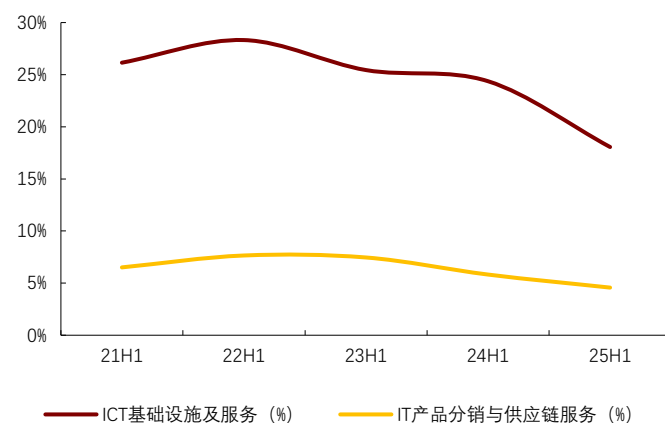
资料来源：iFinD、招商证券

图 10: 21H1-25H1 公司毛利率、净利率情况 (%)



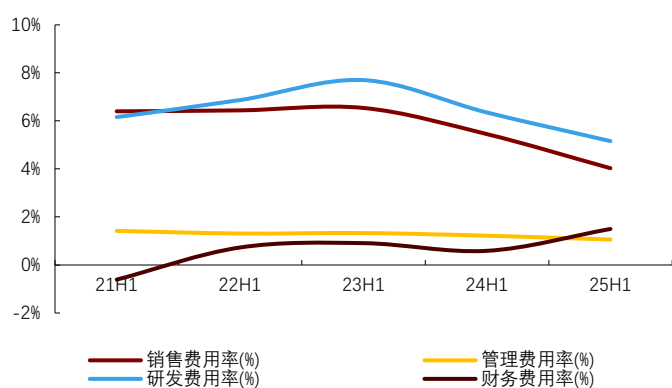
资料来源：iFinD、招商证券

图 11: 21H1-25H1 公司分业务毛利率情况 (%)



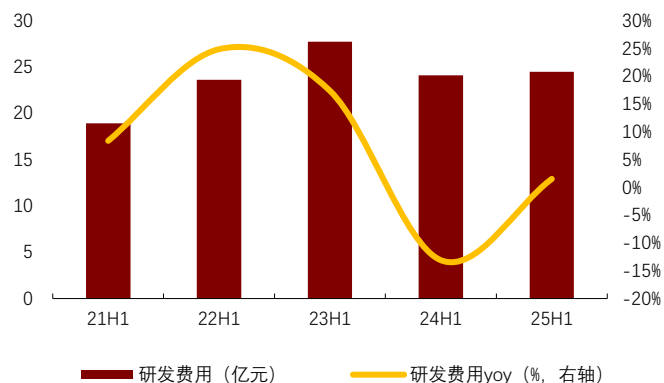
资料来源：iFinD、招商证券

图 12: 21H1-25H1 公司费用率情况 (%)



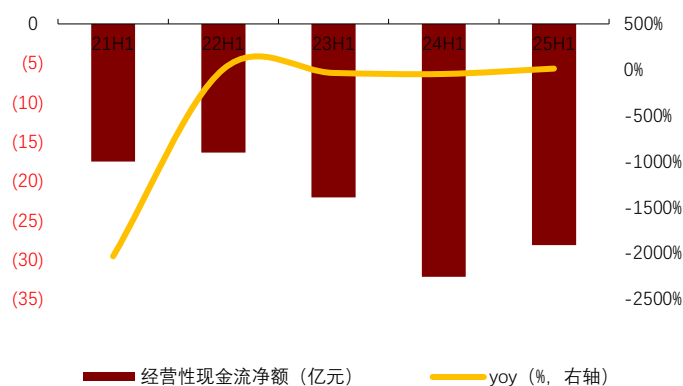
资料来源: iFinD、招商证券

图 13: 21H1-25H1 公司研发费用情况 (亿元, %)



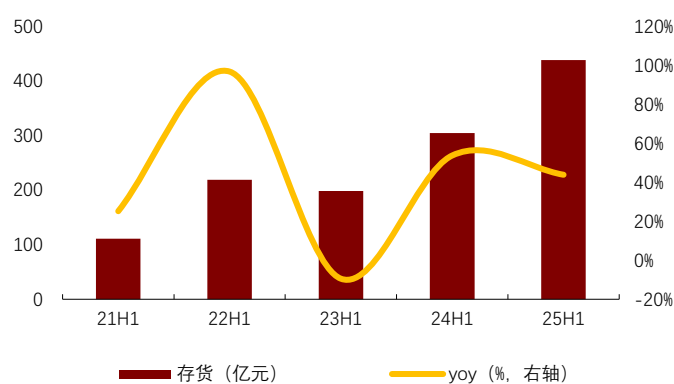
资料来源: iFinD、招商证券

图 14: 21H1-25H1 公司经营性现金流情况 (亿元, %)



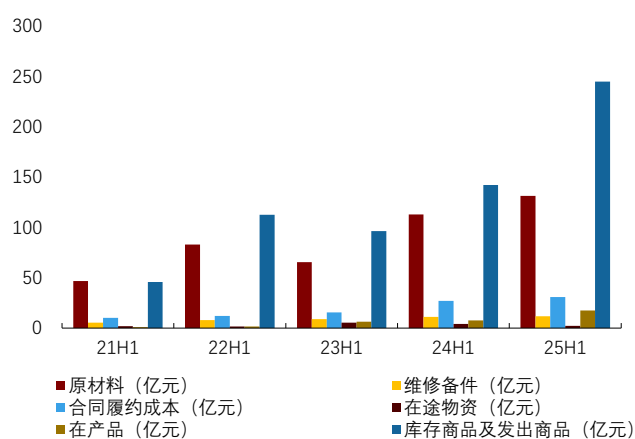
资料来源: iFinD、招商证券

图 15: 21H1-25H1 公司存货情况 (亿元, %)



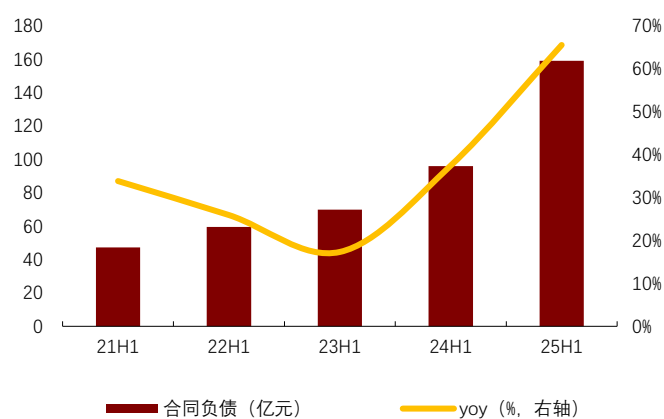
资料来源: iFinD、招商证券

图 16: 21H1-25H1 公司存货各项目账面价值情况 (亿元)



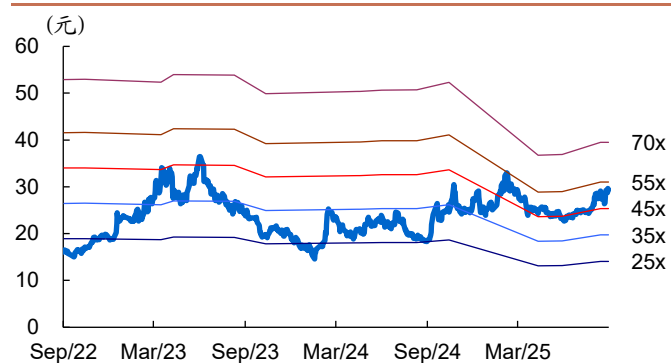
资料来源: iFinD、招商证券

图 17: 21H1-25H1 公司合同负债情况 (亿元, %)



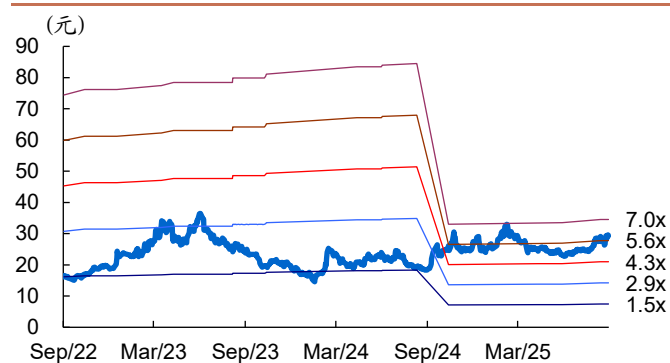
资料来源: iFinD、招商证券

图 18: 紫光股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 19: 紫光股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	63645	65130	73938	79605	87413
现金	14711	7534	8701	8511	10213
交易性投资	314	272	272	272	272
应收票据	264	419	470	512	557
应收款项	14092	13832	15541	16927	18413
其它应收款	724	650	731	796	866
存货	27935	36847	41933	45734	49642
其他	5606	5576	6290	6853	7450
非流动资产	23619	23684	21873	20240	18770
长期股权投资	109	177	177	177	177
固定资产	1055	1086	1105	1117	1124
无形资产商誉	18110	18014	16213	14592	13132
其他	4345	4407	4378	4355	4336
资产总计	87264	88814	95811	99845	106184
流动负债	39331	59015	65271	66873	70361
短期借款	6283	5064	19865	17677	17267
应付账款	14358	19664	22379	24407	26493
预收账款	12043	14503	16505	18001	19540
其他	6647	19783	6521	6788	7062
长期负债	7891	13684	13684	13684	13684
长期借款	5086	11009	11009	11009	11009
其他	2805	2676	2676	2676	2676
负债合计	47222	72699	78955	80558	84046
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积金	17835	16	16	16	16
留存收益	13252	10456	10685	12493	14605
少数股东权益	6096	2782	3295	3919	4657
归属于母公司所有者权益	33946	13332	13561	15368	17481
负债及权益合计	87264	88814	95811	99845	106184

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1857)	2441	2608	3327	3571
净利润	3685	1982	2477	3022	3569
折旧摊销	663	549	2244	2065	1903
财务费用	268	700	1400	1200	1200
投资收益	(139)	(69)	(945)	(894)	(894)
营运资金变动	(6153)	(599)	(2568)	(2066)	(2208)
其它	(181)	(123)	0	0	0
投资活动现金流	655	(358)	512	461	461
资本支出	(941)	(534)	(433)	(433)	(433)
其他投资	1595	175	945	894	894
筹资活动现金流	5345	(9286)	(1954)	(3978)	(2329)
借款变动	27540	36799	1182	(2188)	(410)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(17819)	0	0	0
股利分配	(21508)	(27114)	(1737)	(590)	(719)
其他	(687)	(1153)	(1400)	(1200)	(1200)
现金净增加额	4142	(7204)	1166	(190)	1702

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	77308	79024	88788	96704	105196
营业成本	62158	65282	74294	81028	87952
营业税金及附加	283	270	303	330	359
营业费用	4287	4144	4439	4835	5155
管理费用	1392	1027	977	1064	1052
研发费用	5643	5102	5594	5802	6417
财务费用	771	954	1400	1200	1200
资产减值损失	(729)	(1022)	0	0	0
公允价值变动收益	(75)	101	101	50	50
其他收益	1570	809	809	809	809
投资收益	139	35	35	35	35
营业利润	3678	2169	2726	3339	3955
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	2784	3397	4013
所得税	76	245	307	375	444
少数股东损益	1582	410	512	625	738
归属于母公司净利润	2103	1572	1965	2397	2831

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	4%	2%	12%	9%	9%
营业利润	-12%	-41%	26%	22%	18%
归母净利润	-3%	-25%	25%	22%	18%
获利能力					
毛利率	19.6%	17.4%	16.3%	16.2%	16.4%
净利率	2.7%	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%
ROE	6.4%	6.7%	14.6%	16.6%	17.2%
ROIC	9.2%	5.7%	7.8%	8.4%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	81.9%	82.4%	80.7%	79.2%
净负债比率	14.0%	33.4%	32.2%	28.7%	26.6%
流动比率	1.6	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	2.6	2.0	1.9	1.8	1.8
应收账款周转率	5.6	5.5	5.9	5.8	5.8
应付账款周转率	4.5	3.8	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.74	0.55	0.69	0.84	0.99
每股经营净现金	-0.65	0.85	0.91	1.16	1.25
每股净资产	11.87	4.66	4.74	5.37	6.11
每股股利	6.28	7.60	0.21	0.25	0.30
估值比率					
PE	40.0	53.5	42.8	35.1	29.7
PB	2.5	6.3	6.2	5.5	4.8
EV/EBITDA	32.2	44.7	24.8	23.9	22.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。