

2025 年 11 月 01 日

AI 拉动营收增长，毛利率影响盈利空间承压

紫光股份(000938)

评级:	买入	股票代码:	000938
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	34.35/22.35
目标价格:		总市值(亿)	774.51
最新收盘价:	27.08	自由流通市值(亿)	0.00
		自由流通股数(百万)	0.00

1、事件

2025 年前三季度，公司实现营业收入 773.22 亿元，同比增长 31.41%，归母净利润为 14.04 亿元，同比下降 11.24%，扣非归母净利润达 14.60 亿元，同比增长 5.15%；

2025 年第三季度，公司实现营业收入 298.97 亿元，同比增加 43.12%；实现归母净利润 3.63 亿元，同比减少 37.56%；扣非后归属母公司股东的净利润为 3.42 亿元，同比减少 30.88%。

2、新华三提供主要增长动能，净利润同比增长近 15%

报告期内，营收同比加速增长，主要由于新华三业务规模扩大，新华三前三季度实现营收 596.23 亿元，同比增长 48.07%。其中，国内政企业务收入 515.02 亿元，同比增长 62.55%；国际业务收入 34.78 亿元，同比增长 83.99%；实现净利润 25.29 亿元，同比增长 14.75%。

3、产品结构变化持续拉低毛利空间，盈利空间压缩

2025 前三季度毛利率 13.72%，同比下降 3.87pct，单三季度毛利率 11.32%，环比持续下降，我们预计毛利率下降主要系产品结构改变，互联网定制化服务器发货量大幅增加，且于 Q3 集中确认，推动公司整体收入增长。

2025 前三季度期间费用率 10.79%，同比下降 2.38pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.05%/1.41%/6.43%/-0.47%，同比分别变化-0.15/+0.18/-0.29/-1.52pct。

毛利率下降影响整体利润空间，前三季度净利率 2.23%，同比下降 1.21pct。

4、聚焦“AI for ALL”，加快大模型垂类场景应用一站式交付

报告期内，公司深化“AI for ALL”战略，聚焦“算力 X 联接”。公司持续推出新一代智算产品与解决方案，满足行业客户在大模型训推效率提升、大规模算力集群部署、智能运维及绿色节能等方面的核心需求，助力政府、互联网、运营商、金融、医疗等众多行业客户加快“人工智能+”行动落地。

算力层面，UniPoD S80000 超节点产品在多个大型项目集群化部署，同时推进下一代千卡及以上更大规模超节点产品的研发和落地。

联接层面，推出新一代无损网络解决方案及算力集群交换机，有效带宽提升 107%，发布全新一代 800G AI 智算交换机，搭载 102.4T 超高性能交换芯片，光互联领域重点布局基于硅光的 CPO 和 NPO 技术，以及 OCS 光交换技术等方向，为大模型训推效率提升提供坚实底层支撑。

软件层面，打造 AI 云平台，从统一架构的云底座，到全场景覆盖的行业云方案，满足不同行业、不同场景下的部署需求。

5、新华三股权拉动扣非归母净利润增长

报告期内，新华三剩余 19% 期权远期安排金融负债，对当期损益影响约为-1.81 亿元。此外由于本期购买股权，银行长期借款增加导致利息支出增加。

未来公司深化全球化战略布局，加快海外业务发展，新华三有望在产品技术、行业应用和国际合作等领域集聚增长动能，整体利润有望增厚。

6、投资建议：

公司聚焦“算力+联接”业务，持续推动 AI 场景落地，助力 AI 无损网络建设，有望受益于国内算力 Capex 投资，考虑公司业务结构及毛利率承压，营收预测保持不变，预计 2025-2027 营收分别为 948.6/1087.3/1247.4

亿元，调整利润预测，预计每股收益分别由 0.76/0.86/0.98 元调整为 0.63/0.80/1.04 元，对应 2025 年 10 月 31 日 27.08 元/股收盘价 PE 分别为 42.7/33.7/25.9 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示：

数字化转型不及预期；运营商云计算投入不及预期；AI 智算推广不及预期；上游芯片等原材料成本波动风险；新华三剩余 19% 股权不确定性；港交所上市不确定性；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	94,862	108,727	124,740
YoY (%)	4.4%	2.2%	20.0%	14.6%	14.7%
归母净利润(百万元)	2,103	1,572	1,815	2,298	2,988
YoY (%)	-2.5%	-25.2%	15.4%	26.6%	30.0%
毛利率 (%)	19.6%	17.4%	15.5%	15.8%	16.0%
每股收益 (元)	0.74	0.55	0.63	0.80	1.04
ROE	6.2%	11.8%	12.0%	13.2%	14.6%
市盈率	36.83	49.25	42.67	33.70	25.92

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	79,024	94,862	108,727	124,740	净利润	1,982	2,288	2,897	3,767
YoY (%)	2.2%	20.0%	14.6%	14.7%	折旧和摊销	913	874	881	936
营业成本	65,282	80,158	91,548	104,782	营运资金变动	-859	206	-7,925	432
营业税金及附加	270	340	385	441	经营活动现金流	2,441	4,588	-2,815	6,281
销售费用	4,144	4,743	5,447	6,237	资本开支	-533	-862	-781	-774
管理费用	1,027	1,392	1,595	1,795	投资	75	-142	-153	-157
财务费用	954	777	569	511	投资活动现金流	-358	-921	-838	-831
研发费用	5,102	5,976	6,980	7,921	股权募资	8	0	0	0
资产减值损失	-866	-340	-571	-624	债务募资	10,245	5,300	-10,000	-736
投资收益	35	82	96	100	筹资活动现金流	-9,286	4,433	-10,757	-1,262
营业利润	2,169	2,439	3,100	4,068	现金净流量	-7,203	8,100	-14,410	4,188
营业外收支	58	50	50	50	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	2,227	2,489	3,150	4,118	成长能力				
所得税	245	200	253	351	营业收入增长率	2.2%	20.0%	14.6%	14.7%
净利润	1,982	2,288	2,897	3,767	净利润增长率	-25.2%	15.4%	26.6%	30.0%
归属于母公司净利润	1,572	1,815	2,298	2,988	盈利能力				
YoY (%)	-25.2%	15.4%	26.6%	30.0%	毛利率	17.4%	15.5%	15.8%	16.0%
每股收益	0.55	0.63	0.80	1.04	净利率	2.0%	1.9%	2.1%	2.4%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	1.8%	1.9%	2.3%	2.8%
货币资金	7,534	15,634	1,224	5,411	净资产收益率 ROE	11.8%	12.0%	13.2%	14.6%
预付款项	1,683	1,971	2,322	2,638	偿债能力				
存货	36,847	32,145	48,689	44,429	流动比率	1.10	1.13	1.09	1.14
其他流动资产	19,067	24,518	25,323	31,328	速动比率	0.40	0.56	0.33	0.45
流动资产合计	65,130	74,269	77,558	83,806	现金比率	0.13	0.24	0.02	0.07
长期股权投资	177	206	243	282	资产负债率	81.9%	81.2%	79.0%	76.7%
固定资产	1,086	1,008	901	757	经营效率				
无形资产	4,022	4,084	4,154	4,193	总资产周转率	0.90	1.02	1.09	1.19
非流动资产合计	23,684	23,825	23,911	23,936	每股指标（元）				
资产合计	88,814	98,094	101,469	107,742	每股收益	0.55	0.63	0.80	1.04
短期借款	5,064	10,064	5,064	4,028	每股净资产	4.66	5.30	6.10	7.14
应付账款及票据	19,664	18,786	25,850	25,549	每股经营现金流	0.85	1.60	-0.98	2.20
其他流动负债	34,286	36,856	40,270	43,813	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	59,015	65,707	71,185	73,391	估值分析				
长期借款	11,009	11,309	6,309	6,609	PE	49.25	42.67	33.70	25.92
其他长期负债	2,676	2,676	2,676	2,676	PB	5.97	5.11	4.44	3.79
非流动负债合计	13,684	13,984	8,984	9,284					
负债合计	72,699	79,691	80,169	82,675					
股本	2,860	2,860	2,860	2,860					
少数股东权益	2,782	3,255	3,854	4,633					
股东权益合计	16,115	18,403	21,300	25,066					
负债和股东权益合计	88,814	98,094	101,469	107,742					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。