

公司研究 | 点评报告 | 紫光股份 (000938.SZ)

新华三强劲增长，全球布局持续深化

报告要点

25Q3 公司延续良好增长态势，核心子公司新华三营收高速增长，利润具备韧性；国内政企业务稳健扩张，国际业务快速增长，全球布局持续深化。Q3 毛利率因定制化服务器阶段性交付有结构性调整，但费用管控良好、现金流显著改善。公司坚定推进 AI 战略，深化“算力×联接”协同，加速超节点、高速交换机及 CPO/NPO 等技术及产品落地，打造一体化 AI 云平台。

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)

2025-11-04

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

新华三强劲增长，全球布局持续深化

事件描述

公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 773.2 亿元，同比 31.4%；归母净利润 14.0 亿元，同比-11.2%；扣非净利润 14.6 亿元，同比+5.2%。单 Q3 实现营业收入 299.0 亿元，同比+43.1%，环比+12.2%；归母净利润 3.6 亿元，同比-37.6%，环比-47.6%；扣非净利润 3.4 亿元，同比-30.9%，环比-51.7%。

事件评论

- **核心子公司新华三表现强劲，国际业务高速增长：**25Q3 公司延续良好增长态势，收入同比+43.1%，季度增速持续上升。公司核心子公司新华三表现强劲，2025Q1-3 实现营收 596.2 亿元，同比+48.1%，并且在行业整体利润空间受到挤压的背景下，利润呈现韧性，25Q1-3 实现净利润 25.3 亿元，同比+14.8%。从新华三收入构成来看，25Q1-3 国内政企业务收入 515.0 亿元，同比+62.6%，基本盘稳固；国际业务高速增长，实现营收 34.8 亿元，同比+84.0%。公司在国际市场突飞猛进，目前已布局 22 个海外分支机构，拥有近 3,600 家合作伙伴，服务网络覆盖 181 个国家和地区。
- **毛利率结构性调整，经营性现金流环比显著改善：**25Q3 公司毛利率 11.3%，同比-3.7pct，环比-3.6pct，主要受收入结构变化影响。具体看，受互联网定制化服务器集中交付带动，相关收入在三季度大幅确认，但由于该类产品毛利率较低，整体毛利率水平因此受到一定影响。费用端，25Q3 销售/管理/研发/财务费用率 3.4%/0.9%/4.3%/0.7%，同比-0.9pct/-0.3pct/-2.3pct/+0.4pct，环比均有所下降。25Q3 公司经营性现金流净额为 30.9 亿元，环比显著改善，主要系上半年互联网行业需求快速增长、出货量处于年内高位，相关回款因账期延后至第三季度集中确认所致。
- **深化“算力×联接”协同优势，智算全栈布局加速落地：**公司坚定“AI in ALL”及“AI for ALL”战略，充分发挥“算力×联接”协同优势，技术与产品加速迭代。算力侧，UniPoD S80000 超节点已在多地大型项目集群化部署，并加快相变冷板等新型液冷技术产品化落地。联接侧，DDC 无损网络方案在小红书完成规模化验证，推出搭载 102.4T 芯片的 128 端口 800G AI 智算交换机，硅光 CPO/NPO 产品实现规模化商用。软件侧，构建通算智算一体化 AI 云平台，具备大模型全流程一站式服务能力。
- **盈利预测及投资建议：**25Q3 公司延续良好增长态势，核心子公司新华三营收高速增长，利润具备韧性；国内政企业务稳健扩张，国际业务快速增长，全球布局持续深化。Q3 毛利率因定制化服务器阶段性交付有结构性调整，但费用管控良好、现金流显著改善。公司坚定推进 AI 战略，深化“算力×联接”协同，加速超节点、高速交换机及 CPO/NPO 等技术与产品落地，打造一体化 AI 云平台。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。

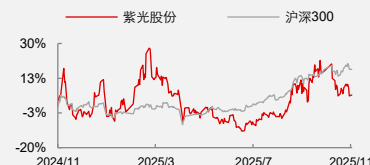
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	27.21
总股本(万股)	286,008
流通A股/B股(万股)	286,008/0
每股净资产(元)	5.06
近12月最高/最低价(元)	34.35/22.35

注：股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《AI 驱动增长提速，海外业务拓展发力》2025-09-05
- 《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



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。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	79024	82880	90300	98945	货币资金	7534	14863	15703	16277
营业成本	65282	67609	73872	81430	交易性金融资产	201	201	201	201
毛利	13742	15270	16428	17516	应收账款	13832	12542	13737	15018
%营业收入	17%	18%	18%	18%	存货	36847	17673	13167	13401
营业税金及附加	270	290	316	346	预付账款	1683	1048	1145	1262
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	5034	3122	3959	4601
销售费用	4144	4111	4425	4749	流动资产合计	65130	49449	47911	50761
%营业收入	5%	5%	5%	5%	长期股权投资	177	177	177	177
管理费用	1027	1119	1174	1197	投资性房地产	217	217	217	217
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	1086	1267	1629	2172
研发费用	5102	5387	5779	5937	无形资产	4022	3965	3907	3849
%营业收入	6%	7%	6%	6%	商誉	13992	13992	13992	13992
财务费用	954	1407	1115	851	递延所得税资产	1933	1933	1933	1933
%营业收入	1%	2%	1%	1%	其他非流动资产	2257	2277	2287	2297
加: 资产减值损失	-866	-850	-1000	-1100	资产总计	88814	73276	72052	75397
信用减值损失	-158	-140	-160	-180	短期贷款	5064	2000	2000	2000
公允价值变动收益	101	0	0	0	应付款项	16121	11114	8096	9170
投资收益	35	83	90	99	预收账款	1	0	0	0
营业利润	2169	2713	3237	3947	应付职工薪酬	1761	2774	3018	3331
%营业收入	3%	3%	4%	4%	应交税费	670	789	834	923
营业外收支	58	0	0	0	其他流动负债	35398	26044	26753	27610
利润总额	2227	2713	3237	3947	流动负债合计	59015	42721	40700	43034
%营业收入	3%	3%	4%	4%	长期借款	11009	11009	11009	11009
所得税费用	245	285	340	414	应付债券	0	0	0	0
净利润	1982	2428	2897	3533	递延所得税负债	858	858	858	858
归属于母公司所有者的净利润	1572	1942	2318	2826	其他非流动负债	1817	1817	1817	1817
少数股东损益	410	486	579	707	负债合计	72699	56406	54385	56719
EPS (元)	0.55	0.68	0.81	0.99	归属于母公司所有者权益	13332	13603	13820	14125
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	2782	3268	3847	4554
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	16115	16871	17667	18679
经营活动现金流净额	2441	13365	4299	4647	负债及股东权益	88814	73276	72052	75397
取得投资收益收回现金	129	83	90	99	基本指标				
长期股权投资	-68	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-533	-199	-399	-599	每股收益	0.55	0.68	0.81	0.99
其他	112	-20	-10	-10	每股经营现金流	0.85	4.67	1.50	1.62
投资活动现金流净额	-358	-136	-319	-510	市盈率	50.62	40.06	33.58	27.53
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.97	5.72	5.63	5.51
股权融资	8	0	0	0	EV/EBITDA	26.01	24.41	23.20	21.20
银行贷款增加 (减少)	4704	-3064	0	0	总资产收益率	1.8%	2.7%	3.2%	3.7%
筹资成本	-1251	-2835	-3141	-3562	净资产收益率	11.8%	14.3%	16.8%	20.0%
其他	-12748	0	0	0	净利率	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%
筹资活动现金流净额	-9286	-5900	-3141	-3562	资产负债率	81.9%	77.0%	75.5%	75.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-7204	7329	839	575	总资产周转率	0.89	1.13	1.25	1.31

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

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/或其附属机构（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。