

紫光股份(000938.SZ)

三季度营收加速增长，“算力×联接”协同优势把握发展机遇

推荐（维持）

股价:26.29元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.thunis.com
大股东/持股	西藏紫光通信科技有限公司/28.00%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,860
流通A股(百万股)	2,860
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	752
流通A股市值(亿元)	752
每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	81.6

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
YANLEI511@pingan.com.cn

黄韦涵 投资咨询资格编号
S1060523070003
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn



事项:

公司公告2025年三季报。2025年前三季度，公司实现营业收入773.22亿元，同比增长31.41%，实现归母净利润14.04亿元，同比下降11.24%，实现扣非归母净利润14.60亿元，同比增长5.15%。

平安观点:

- 公司第三季度营收加速增长。**2025年前三季度，公司实现营业收入773.22亿元，同比增长31.41%。分季度看，公司一、二、三季度分别实现营收207.90亿元、266.35亿元、298.97亿元，分别同比增长22.25%、27.17%、43.12%，公司三季度营收加速增长，前三季度营收增长势头良好。我们判断，主要是因为，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，并以“AI+场景化解决方案”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。在利润端，2025年前三季度，公司实现归母净利润14.04亿元，同比下降11.24%，实现扣非归母净利润14.60亿元，同比增长5.15%。公司在利润端的表现低于营收端，我们判断，主要是因为毛利同比下降。公司前三季度毛利率为13.72%，同比下降3.87个百分点。
- 公司控股子公司新华三第三季度业绩表现亮眼。**2025年前三季度，公司控股子公司新华三实现营业收入596.23亿元，同比增长48.07%。分季度看，新华三第三季度实现营业收入232.19亿元，上年同期实现营业收入138.38亿元，同比增长67.79%。在利润端，新华三前三季度实现净利润25.29亿元，同比增长14.75%，以此推算，去年前三季度实现净利润22.04亿元。分季度看，新华三第三季度实现净利润6.78亿元，上年同期实现净利润3.84亿元，同比增长约77%。新华三第三季度营收和净利润均实现高速增长。
- 公司拥有“算力×联接”的协同优势，将强力支撑公司把握国内AI算力产业**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	96,630	116,390	135,688
YOY(%)	4.4	2.2	22.3	20.4	16.6
净利润(百万元)	2,103	1,572	1,954	2,460	3,046
YOY(%)	-2.5	-25.2	24.3	25.9	23.8
毛利率(%)	19.6	17.4	16.4	16.2	16.2
净利率(%)	2.7	2.0	2.0	2.1	2.2
ROE(%)	6.2	11.8	13.0	14.3	15.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.55	0.68	0.86	1.07
P/E(倍)	35.8	47.8	38.5	30.6	24.7
P/B(倍)	2.2	5.6	5.0	4.4	3.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

发展机遇。在算力层面，继 UniPoD S80000 超节点产品完成在多个大型项目的集群化部署的同时，公司全面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。超节点是典型的ICT 融合架构，也正是公司最擅长的领域。公司将和国内厂商深度合作，打造对标海外厂商的超节点智算产品。公司加速推进在相变冷板等新兴液冷技术的开发验证与产品化落地，全面满足高密算力集群和高功耗芯片带来的数据中心降耗需求。公司正在积极筹建液冷整机柜生产线，构建液冷整机柜从设计到制造全流程、大规模交付的完整能力。在联接层面，公司推出新一代无损网络解决方案及算力集群交换机，有效带宽提升了 107%，基于信元交换技术实现GPU和网卡解耦，多元异构算力接入免调优；发布了全新一代800G AI 智算交换机，搭载业界领先的 102.4T 超高性能交换芯片，提供多达 128 个 800G 全速端口，实现了性能、时延、能效与运维等大幅提升。公司在光互联领域持续深耕，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。根据阿里巴巴和腾讯的公告数据，2025Q2,阿里巴巴和腾讯资本支出合计577.8亿元，同比增长177.5%，将推动国内AI算力市场持续高速增长。我们认为，“算力×联接”的协同优势，将强力支撑公司把握国内AI算力市场的发展机遇。

- **盈利预测与投资建议：**根据公司的2025年三季报，我们调整业绩预测，预计公司2025-2027年的归母净利润分别为19.54亿元（原值为20.32亿元）、24.60亿元（原值为24.70元）、30.46亿元（原值为30.81元），对应EPS分别为0.68元、0.86元和1.07元，对应11月7日收盘价的PE分别约为38.5、30.6、24.7倍。公司是国内ICT基础设施行业领先企业，当前，公司已完成控股子公司新华三30%少数股权的收购，公司的核心竞争力进一步增强。公司打造一体化AI赋能平台，加速算力到应用全方位布局，凭借“算力×联接”的协同优势，未来将深度受益AI产业发展机遇。另外，公司国际业务发展势头良好，未来将成为公司发展的重要推动力。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**1) ICT基础设施及服务业务发展不达预期。公司是国内领先的ICT基础设施及服务提供商，多项产品在國內的市场份额持续领先。但如果公司不能保持产品的持续更新与迭代，则公司的ICT基础设施及服务业务将存在发展不达预期的风险。2) 公司国际业务发展不达预期。当前，公司国际业务发展势头良好。但如果公司自有品牌产品与服务在新市场的客户接受度低于预期，则公司国际业务将存在发展不达预期的风险。3) 公司AIGC业务的发展不达预期。当前，公司在AIGC应用及算力等方面积极布局。如果公司私域大模型等产品的市场推广进度低于预期，则公司AIGC业务将存在发展不达预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	65130	65301	78074	90240
现金	7534	4831	5820	6784
应收票据及应收账款	16493	18867	22087	25005
其他应收款	659	749	902	1051
预付账款	1683	1804	2173	2533
存货	36847	36587	44181	51516
其他流动资产	1914	2464	2912	3350
非流动资产	23684	22556	21397	20305
长期投资	177	166	154	143
固定资产	2340	2007	1668	1322
无形资产	4022	3352	2682	2012
其他非流动资产	17145	17032	16893	16828
资产总计	88814	87857	99471	110545
流动负债	59015	58578	70080	80301
短期借款	5064	3651	5537	7037
应付票据及应付账款	19664	20398	24632	28722
其他流动负债	34286	34529	39911	44542
非流动负债	13684	10968	8313	5739
长期借款	12017	9300	6645	4072
其他非流动负债	1668	1668	1668	1668
负债合计	72699	69546	78393	86040
少数股东权益	2782	3292	3933	4727
股本	2860	2860	2860	2860
资本公积	16	16	17	19
留存收益	10456	12144	14269	16899
归属母公司股东权益	13332	15020	17145	19778
负债和股东权益	88814	87857	99471	110545

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2441	2358	2650	2945
净利润	1982	2464	3101	3840
折旧摊销	549	1144	1151	1086
财务费用	954	614	507	439
投资损失	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	-1852	-1897	-2169	-2480
其他经营现金流	842	69	96	95
投资活动现金流	-358	-50	-51	-52
资本支出	602	0	3	6
长期投资	75	0	0	0
其他投资现金流	-1035	-50	-54	-58
筹资活动现金流	-9286	-5011	-1611	-1928
短期借款	-1218	-1414	1886	1500
长期借款	5862	-2717	-2655	-2573
其他筹资现金流	-13930	-880	-842	-854
现金净增加额	-7203	-2703	988	965

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	79024	96630	116390	135688
营业成本	65282	80778	97545	113739
税金及附加	270	330	397	463
营业费用	4144	4831	5703	6581
管理费用	1027	1160	1280	1425
研发费用	5102	5991	7100	8141
财务费用	954	614	507	439
资产减值损失	-866	-870	-1048	-1221
信用减值损失	-158	-194	-233	-272
其他收益	809	809	809	809
公允价值变动收益	101	0	1	2
投资净收益	35	35	35	35
资产处置收益	3	3	3	3
营业利润	2169	2710	3426	4256
营业外收入	86	86	86	86
营业外支出	28	28	28	28
利润总额	2227	2768	3484	4314
所得税	245	304	383	474
净利润	1982	2464	3101	3840
少数股东损益	410	509	641	794
归属母公司净利润	1572	1954	2460	3046
EBITDA	3731	4526	5141	5840
EPS（元）	0.55	0.68	0.86	1.07

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	2.2	22.3	20.4	16.6
营业利润(%)	-41.0	24.9	26.4	24.2
归属于母公司净利润(%)	-25.2	24.3	25.9	23.8
获利能力				
毛利率(%)	17.4	16.4	16.2	16.2
净利率(%)	2.0	2.0	2.1	2.2
ROE(%)	11.8	13.0	14.3	15.4
ROIC(%)	6.5	10.2	11.4	12.7
偿债能力				
资产负债率(%)	81.9	79.2	78.8	77.8
净负债比率(%)	59.2	44.3	30.2	17.6
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	4.9	5.2	5.4	5.5
应付账款周转率	4.05	4.89	4.89	4.89
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.68	0.86	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.82	0.93	1.03
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.25	5.99	6.92
估值比率				
P/E	47.8	38.5	30.6	24.7
P/B	5.6	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	26	20	18	16

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层