



紫光股份 (000938.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新华三增收增利，积极备货支撑全年

交付

业绩简评

2025年4月28日，公司发布一季度报告，实现营业收入279.85亿元，同比增长34.6%，环比增长44.1%；归母净利润7.88亿元，同比增长126.1%；扣非归母净利润6.20亿元，同比增长51.6%。

经营分析

核心资产新华三持续贡献核心增量，国内政企与国际业务双增：新华三1Q26实现营收221.89亿元，同比增长45.1%；实现净利润9.49亿元，同比增长28.2%；占公司整体营收比重约79%，是业绩增长的核心增量。其中，国内政企业务收入190.71亿元，同比增长55.6%，在政务云、央国企数字化转型、金融信创等多领域持续中标标杆项目；国际业务收入16.46亿元，同比增长56.6%。国内政企与国际业务增速均超50%，收入结构更趋均衡。

费用端改善，利息支出压降释放利润弹性。1Q公司销售/管理/财务/研发费用率分别3.5%/0.9%/-0.2%/4.3%，同比分别下降0.9pct/0.3pct/2.1pct/1.3pct，四项费用率合计压降4.6个百分点，费用管控效果显著。其中财务费用率降幅最大，主因收购惠普股权对应的期权负债已于前期到期，本季不再产生相关利息支出；经营层面公司更多采用低息票据及信用证进行结算，叠加整体利率环境下行，利息支出同比大幅减少。

预付款项大幅增加，主动备货支撑全年交付：1Q末公司预付款项达49.51亿元，环比增加25.33亿元，同比增加38.93亿元。在上游GPU、CPU、内存、交换机芯片等多品类零部件普遍短缺涨价的背景下，公司加大与核心供应商合作力度，以预付款锁定关键物料，为二、三季度及全年交付建立战略储备。我们认为后续随交付推进，预付款项有望逐步转化为收入确认，为全年业绩达成提供确定性支撑。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2026-2028年营收分别为1145/1325/1523亿元，同比增长18%/16%/15%；预计净利润分别为25.0/31.2/40.1亿元，PE分别为31.5/25.2/19.6倍，维持“买入”评级。

风险提示

存货减值风险、芯片供应短缺风险、市场竞争加剧、Scale-up域研发进展不及预期。

通信组

分析师：张真桢 (执业S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.99元

相关报告：

- 1.《紫光股份公司点评：交换机份额稳固，“AI for All”全...》，2026.4.17
- 2.《紫光股份公司点评：政企、国际业务驱动营收增长，有望在scal...》，2025.10.31
- 3.《紫光股份公司点评：AI服务器与高速交换机齐放量，驱动公司营收...》，2025.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	79,024	96,748	114,474	132,524	152,263
营业收入增长率	2.22%	22.43%	18.32%	15.77%	14.90%
归母净利润(百万元)	1,572	1,686	2,495	3,122	4,012
归母净利润增长率	-25.23%	7.19%	48.05%	25.09%	28.54%
摊薄每股收益(元)	0.550	0.589	0.872	1.091	1.403
每股经营性现金流净额	0.85	1.22	-2.87	2.74	0.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.79%	11.43%	14.67%	15.73%	17.02%
P/E	50.62	41.74	31.50	25.18	19.59
P/B	5.97	4.77	4.62	3.96	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	77,308	79,024	96,748	114,474	132,524	152,263
增长率		2.2%	22.4%	18.3%	15.8%	14.9%
主营业务成本	-62,158	-65,282	-82,632	-97,128	-110,403	-126,449
%销售收入	80.4%	82.6%	85.4%	84.8%	83.3%	83.0%
毛利	15,150	13,742	14,116	17,346	22,121	25,815
%销售收入	19.6%	17.4%	14.6%	15.2%	16.7%	17.0%
营业税金及附加	-283	-270	-301	-366	-411	-472
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4,287	-4,144	-4,052	-4,808	-6,626	-7,613
%销售收入	5.5%	5.2%	4.2%	4.2%	5.0%	5.0%
管理费用	-1,392	-1,027	-1,166	-1,374	-1,590	-1,751
%销售收入	1.8%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-5,643	-5,102	-4,953	-5,724	-8,216	-9,516
%销售收入	7.3%	6.5%	5.1%	5.0%	6.2%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	3,544	3,200	3,645	5,074	5,277	6,462
%销售收入	4.6%	4.0%	3.8%	4.4%	4.0%	4.2%
财务费用	-771	-954	-1,053	-1,717	-1,325	-1,218
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-731	-1,025	-875	-932	-680	-814
公允价值变动收益	-75	101	-159	0	0	0
投资收益	135	31	-25	47	18	13
%税前利润	3.6%	1.4%	n.a	1.5%	0.4%	0.3%
营业利润	3,678	2,169	2,302	3,170	3,987	5,141
营业利润率	4.8%	2.7%	2.4%	2.8%	3.0%	3.4%
营业外收支	83	58	72	71	67	70
税前利润	3,760	2,227	2,375	3,241	4,054	5,211
利润率	4.9%	2.8%	2.5%	2.8%	3.1%	3.4%
所得税	-76	-245	-203	-227	-284	-365
所得税率	2.0%	11.0%	8.6%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	3,685	1,982	2,171	3,014	3,770	4,846
少数股东损益	1,582	410	486	519	649	834
归属于母公司的净利润	2,103	1,572	1,686	2,495	3,122	4,012
净利率	2.7%	2.0%	1.7%	2.2%	2.4%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,685	1,982	2,171	3,014	3,770	4,846
少数股东损益	1,582	410	486	519	649	834
非现金支出	1,775	1,938	1,778	1,529	1,287	1,394
非经营收益	22	404	1,004	310	432	270
营运资金变动	-7,338	-1,883	-1,467	-13,054	2,345	-6,481
经营活动现金净流	-1,857	2,441	3,487	-8,202	7,834	29
资本开支	-939	-533	-511	-853	-407	-366
投资	1,433	75	-61	202	-1	-2
其他	160	99	43	47	18	13
投资活动现金净流	655	-358	-530	-603	-391	-354
股权募资	1	8	5	0	0	0
债权募资	6,434	10,245	-1,295	11,397	-4,649	2,972
其他	-1,090	-19,539	-359	-428	-862	-677
筹资活动现金净流	5,345	-9,286	-1,649	10,970	-5,510	2,295
现金净流量	4,137	-7,203	1,258	2,164	1,933	1,971

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	14,711	7,534	8,945	10,911	12,700	14,565
应收款项	16,264	15,870	14,381	21,058	24,028	26,831
存货	27,935	36,847	43,568	49,801	53,193	60,488
其他流动资产	4,736	4,879	5,305	5,287	6,198	6,681
流动资产	63,645	65,130	72,199	87,058	96,118	108,565
%总资产	72.9%	73.3%	75.0%	78.2%	79.9%	81.9%
长期投资	571	638	674	675	676	677
固定资产	1,165	1,325	1,555	1,637	1,628	1,560
%总资产	1.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%
无形资产	18,190	18,158	18,096	18,173	18,206	18,222
非流动资产	23,619	23,684	24,124	24,217	24,167	24,048
%总资产	27.1%	26.7%	25.0%	21.8%	20.1%	18.1%
资产总计	87,264	88,814	96,323	111,274	120,286	132,614
短期借款	7,151	18,683	20,621	32,083	27,433	30,385
应付款项	15,187	20,815	23,568	25,242	29,612	33,604
其他流动负债	16,993	19,518	21,999	21,200	27,066	27,929
流动负债	39,331	59,015	66,187	78,525	84,111	91,917
长期贷款	5,086	11,009	10,218	10,218	10,218	10,218
其他长期负债	2,805	2,676	2,435	2,260	2,202	2,164
负债	47,222	72,699	78,840	91,004	96,531	104,299
普通股股东权益	33,946	13,332	14,747	17,015	19,851	23,576
其中：股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
未分配利润	12,988	10,431	11,851	14,118	16,954	20,680
少数股东权益	6,096	2,782	2,737	3,255	3,904	4,738
负债股东权益合计	87,264	88,814	96,323	111,274	120,286	132,614
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.735	0.550	0.589	0.872	1.091	1.403
每股净资产	11.869	4.661	5.156	5.949	6.941	8.243
每股经营现金净流	-0.649	0.853	1.219	-2.868	2.739	0.010
每股股利	0.140	0.075	0.000	0.080	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.20%	11.79%	11.43%	14.67%	15.73%	17.02%
总资产收益率	2.41%	1.77%	1.75%	2.24%	2.60%	3.03%
投入资本收益率	6.54%	6.10%	6.78%	7.44%	7.89%	8.62%
增长率						
主营业务收入增长率	4.39%	2.22%	22.43%	18.32%	15.77%	14.90%
EBIT 增长率	-20.83%	-9.73%	13.93%	39.20%	3.99%	22.46%
净利润增长率	-2.54%	-25.23%	7.19%	48.05%	25.09%	28.54%
总资产增长率	17.82%	1.78%	8.46%	15.52%	8.10%	10.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.0	64.5	50.0	60.0	59.0	58.0
存货周转天数	141.5	181.1	177.6	190.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	65.1	78.8	71.9	71.9	74.2	72.6
固定资产周转天数	5.0	5.0	3.7	3.0	2.4	1.8
偿债能力						
权益乘数	-6.96%	135.81%	124.44%	154.18%	104.46%	91.48%
EBIT 利息保障倍数	4.6	3.4	3.5	3.0	4.0	5.3
资产负债率	54.11%	81.86%	81.85%	81.78%	80.25%	78.65%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	10	12	14	34
增持	1	6	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.38	1.33	1.30	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究