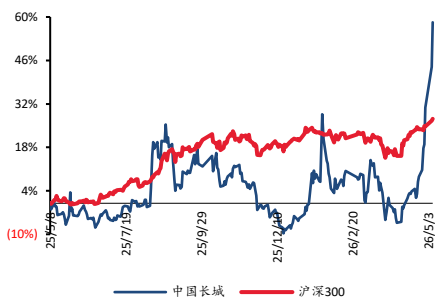


业绩大幅改善，围绕飞腾 CPU 布局 AI 算力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	32.26/32.26
总市值/流通(亿元)	773.55/773.49
12个月内最高/最低价(元)	23.98/13.53

相关研究报告

<<利润暂时承压，推出 AI 训推一体机>>--2025-04-30

<<业绩恢复增长，静待行业信创市场成长>>--2024-05-09

<<研发投入持续提升，飞腾加速产品迭代>>--2023-11-07

证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520080001

事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营业收入 158.09 亿元，同比增长 11.31%；归母净利润-0.56 亿元，上年同期为-14.79 亿元；扣非归母净利润-6.50 亿元，上年同期为-14.80 亿元。2026 年一季度实现营业收入 32.20 亿元，同比增长 12.67%；实现归母净利润-0.84 亿元，扣非归母净利润-0.97 亿元，均同比大幅减亏。

全面布局 AI 算力，参股飞腾 CPU。1) CPU：公司参股国产 ARM CPU 领先企业飞腾信息，是其第一大股东。飞腾芯片产品具有谱系全、自主性强、性能优、安全性高等特点，产品性能达到国内领先、国际一流水平，能够为从端到云的各型设备提供核心算力支撑。2) AI 服务器整机：基于腾云 S5000C-E (80 核) 研制新一代服务器，性能实测比肩业内高端产品；实现 DeepSeek 大模型与国产算力深度耦合，成功交付多款 AI 训推一体机。3) AI 服务器电源：公司是全球领先的服务器制造商，服务器电源市占率国内第一、国际前三。公司面向 AI 服务器市场推出了输出功率为 33kW 及 60kW 的 Shelf 电源产品，并已量产 GB200、GB300 等电源柜产品。

AI Agent 驱动 CPU 需求大幅增长。据 IT 之家报道，英特尔首席执行官陈立武指出，AI 工作负载从训练转向推理，CPU 的重要性显著提升，CPU 与 GPU 的配比已从过去的 1:8 收紧至约 1:4，未来有望趋向 1:1 的平衡，甚至可能进一步向 CPU 倾斜。根据 AMD 董事长兼 CEO 苏姿丰，AI 代理任务除依赖 GPU 和加速器外，还需要大量 CPU 用于任务编排、数据移动和并行执行。预计服务器 CPU 的总潜在市场 (TAM) 将以每年超过 35% 的速度增长，到 2030 年将超过 1200 亿美元。

信创市场保持优势地位。公司专注服务党政及关键行业核心客户，深化信息化基础设施与信息安全领域布局，发展台式机、笔记本、服务器等自主核心产品，提供从专项到整体的解决方案及服务。历经多年创新实践，实现完全自主设计、自主制造，形成国内谱系最全、实力最强的自主安全产品线。2025 年，公司入选“中国最佳信创厂商 TOP50”，并成功入选中央企业品牌引领行动优秀成果。公司在国税等重大项目上取得市场领先，巩固了党政信创市场优势地位，在金融等关键行业市场取得多个重大项目突破。

投资建议：预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 180.12/202.35/222.77 亿元，归母净利润分别为 1.74/3.67/5.55 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：信创推进不及预期，市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,809	18,012	20,235	22,277
营业收入增长率(%)	11.31%	13.94%	12.34%	10.09%
归母净利润（百万元）	-56	174	367	555
净利润增长率(%)	96.23%	411.98%	111.09%	51.34%
摊薄每股收益（元）	-0.02	0.05	0.11	0.17
市盈率（PE）	—	444.95	210.78	139.28

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,836	3,457	3,741	4,973	6,230
应收和预付款项	6,925	8,353	8,750	9,628	10,417
存货	6,015	5,396	5,408	5,424	5,368
其他流动资产	2,604	2,024	2,131	2,171	2,197
流动资产合计	19,379	19,230	20,029	22,196	24,212
长期股权投资	1,268	1,020	1,020	1,020	1,020
投资性房地产	5,002	5,034	5,034	5,034	5,034
固定资产	4,234	4,024	3,790	3,719	3,432
在建工程	144	153	123	98	79
无形资产开发支出	945	972	890	785	680
长期待摊费用	202	203	203	203	203
其他非流动资产	20,824	20,585	21,392	23,559	25,575
资产总计	32,620	31,991	32,451	34,417	36,022
短期借款	1,242	1,802	2,602	3,102	3,102
应付和预收款项	5,501	5,646	6,241	6,993	7,682
长期借款	6,515	3,901	4,401	4,401	4,401
其他负债	6,917	8,442	6,823	7,129	7,391
负债合计	20,175	19,791	20,066	21,625	22,576
股本	3,226	3,226	3,226	3,226	3,226
资本公积	4,588	4,579	4,579	4,579	4,579
留存收益	2,852	2,796	2,970	3,337	3,892
归母公司股东权益	11,236	11,027	11,192	11,559	12,114
少数股东权益	1,209	1,173	1,193	1,233	1,331
股东权益合计	12,445	12,200	12,385	12,792	13,446
负债和股东权益	32,620	31,991	32,451	34,417	36,022

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	182	-326	962	943	1,304
投资性现金流	287	608	176	29	200
融资性现金流	-1,037	-721	-853	260	-247
现金增加额	-558	-447	284	1,232	1,257

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,203	15,809	18,012	20,235	22,277
营业成本	12,022	13,191	14,952	16,720	18,305
营业税金及附加	116	131	153	169	187
销售费用	540	509	540	567	557
管理费用	1,055	900	937	1,012	1,114
财务费用	140	211	177	202	197
资产减值损失	-694	-433	-407	-439	-397
投资收益	76	540	344	364	334
公允价值变动	-90	-23	0	0	0
营业利润	-1,410	135	292	580	906
其他非经营损益	-52	-31	-35	-36	-35
利润总额	-1,462	104	258	544	871
所得税	-35	118	64	136	218
净利润	-1,427	-14	193	408	653
少数股东损益	51	42	19	41	98
归母股东净利润	-1,479	-56	174	367	555

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	15.35%	16.56%	16.99%	17.37%	17.83%
销售净利率	-10.41%	-0.35%	0.97%	1.81%	2.49%
销售收入增长率	5.83%	11.31%	13.94%	12.34%	10.09%
EBIT 增长率	-82.51%	88.73%	411.24%	71.73%	43.26%
净利润增长率	-51.29%	96.23%	411.98%	111.09%	51.34%
ROE	-13.16%	-0.51%	1.55%	3.17%	4.58%
ROA	-4.28%	-0.04%	0.60%	1.22%	1.86%
ROIC	-5.33%	0.08%	1.50%	2.47%	3.44%
EPS (X)	-0.46	-0.02	0.05	0.11	0.17
PE (X)	—	—	444.95	210.78	139.28
PB (X)	6.88	7.02	6.91	6.69	6.39
PS (X)	5.45	4.89	4.29	3.82	3.47
EV/EBITDA (X)	-95.24	91.90	91.80	65.99	51.24

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。