

紫光股份闯关港股 高负债率何解?

中经记者 顾梦轩 李正豪
广州 北京报道

在11月29日港股申请文件失效后,紫光股份(000938.SZ)近日再次向港交所递交

申请文件,寻求“A+H”上市。在采访过程中,《中国经营报》记者了解到,紫光股份对新华三集团有限公司(以下简称“新华三”)的多次收购也导致紫光股份负债高企,资产

负债率已经超过80%。

紫光股份有关人士在接受《中国经营报》记者采访时表示,公司此次计划H股发行并上市主要基于公司战略考虑,希望深化公司全球化战略布

局,加快海外业务发展,进一步提高公司资本实力,提升公司国际化品牌形象。

“募投会围绕着加强研发投入和海外销售网络建设。”紫光股份方面表示,近年来,

AI等新兴技术加速发展和演进,公司积极布局和加大投入,持续保持技术的领先性和前瞻性以及在行业应用上的引领。同时,公司根植于中国本土,积极发展海外市场,需

要市场资源投入,进一步加大海外业务销售网络的建设。另外,赴港上市有利于加速中国数字基建产品与解决方案输出,为全球数字经济发展提供中国动能。

全球化战略布局

按收入计,2024年,紫光股份在中国数字化解决方案市场排名前十。

对于紫光股份港交所递表失效原因,中国企业资本联盟副理事长柏文喜向记者指出,招股书失效属于港交所“6个月规则”下的正常程序性到期。根据公开记录,失效的直接原因是公司未能在6个月内完成聆讯,而聆讯拖延又受到三方面因素拖累:第一是监管问询,今年8月证监会国际部要求补充说明控股股东100%股权质押、业务合规性及股权结构复杂等问题,答复耗时;第二是财务数据过期,审计报告满6个月需更新;第三是市场窗口,管理层认为短期港股波动较大,主动放缓节奏等待更好定价环境。

根据弗若斯特沙利文的资料,按收入计,2024年,紫光股份为中国数字基础设施市场的第三大供货商,市场份额为8.6%。中国数字基础设施市场是中国数字化解决方案市场的一个细分市场。按收入计,2024年,紫光股份在中国数字化解决方案市场排名前十。

扣非净利润上升

紫光股份归母净利润下滑,主因并非经营失速,而是一次性的“金融负债公允价值变动损失”。

记者注意到,近年来,紫光股份净利润持续下滑,2023年,公司净利润同比下滑1.53%;2024年,公司净利润同比下滑46.2%。2025年前三季度,紫光股份营业收入为773.2亿元,同比增长31.41%,净利润为17.2亿元,同比下降14.86%。

对此,紫光股份方面表示,全球AI转型是大势所趋,以互联网为代表的行业客户持续保持较高的资本支出,推动公司整体收入和毛利额不断增长。公司整体收入中,计算产品销售贡献持续增加,而该产品的毛利率与存储、联接及安全产品相比相对较低。此外,由于去年完成新华三30%股权收购新增了约90亿元境外并购贷款,相应增加财



紫光股份近日再次向港交所递交上市申请文件。

视觉中国/图

苏商银行特约研究员张思远向记者指出,紫光股份推进港股上市,核心在于深化全球化战略布局与拓宽融资渠道。从战略层面看,公司超过90%的收入来自国内市场,海外业务占比不足10%,港股上市有助于紫光股份依托国际资本市场提升品牌影响力,加速海外

市场渗透——目前其已在全球100多个国家及地区建立服务网络,2025年前三季度国际业务收入同比增长83.99%,港股平台可进一步支撑这一扩张。

从融资需求看,张思远表示,公司近年来因收购新华三股权导致负债规模激增,2024年年末资产负债

率升至81.86%,港股IPO募资将重点投向高性能计算、AI数字化解决方案研发及海外业务扩张,缓解债务压力的同时,为“算力×联接”战略提供资金支持。此外,构建“A+H”双资本平台有助于优化资本结构,增强境外融资能力,为后续潜在并购储备资金。

务费用;同时根据会计准则要求,公司对剩余新华三19%股权存在未来潜在的收购义务,公司将该收购潜在义务作为期权负债入账,19%股权涉及的期权负债计提了相应利息。

不过,其扣非归母净利润却处于上升状态。Wind数据显示,今年前三季度,紫光股份的扣非归母净利润为14.6亿元,同比上升5.15%。

对于此现象,南开大学金融发展研究院院长田利辉向记者表示,在评价公司业绩时,必须将“经营性常态”与“金融性扰动”严格区分。

紫光股份归母净利润下滑,主因并非经营失速,而是一次性的“金

融负债公允价值变动损失”。这笔近18亿元的账面损失,源于对子公司新华三剩余股权的一项特殊期权安排。根据会计准则,其市值波动需即时计入损益。这本质是一个金融工具计量问题,与公司当期真实经营活动无关,不产生现金流影响,属于典型的非经常性扰动。

“而扣非净利润的上升,则剔除了上述‘噪音’,真实反映了公司核心主业的情况。”田利辉表示,驱动力量完全来自子公司新华三的实质性增长,这验证了公司在算力基础设施市场的领先地位与强大竞争力,是内生动能的直接体现。

“因此,这‘一降一升’并非矛盾。短期账面利润会被金融规则扭

曲,而扣非净利润揭示的才是企业创造持续价值的核心引擎的运转情况。投资者应穿透报表数字,更聚焦于主营业务的市场地位与增长质量。”田利辉说。

记者注意到,紫光股份控股子公司新华三,是紫光股份的业绩增长主力。根据紫光股份2025年三季报,新华三今年前三季度实现营业收入596.23亿元,同比增长48.07%,其中,国内政企业务收入515.02亿元、国际业务收入34.78亿元,分别同比增长62.55%、83.99%。新华三前三季度实现净利润25.29亿元,同比增长14.75%。记者测算,今年前三季度,新华三营业收入占紫光股份的比例高达77.1%。

收购导致负债高企

在2022年年底、2023年年底、2024年年底,紫光股份的资产负债率分别为48.92%、54.11%和81.86%。

原因:一方面2024年9月公司使用自有资金及并购贷款完成新华三30%股权收购,公司整体负债有所增加,并相应产生利息费用。另一方面,由于是收购少数股东的股权,因此所支付的并购对价在抵减相应的少数股东权益后,冲减资本公积,从而使得公司所有者权益大幅减少。公司将采取多种措施,进一步提高公司资本实力,优化资本结构,尽量降低资金成本。

对于紫光股份的高额负债,投资者需要注意哪些问题?规避哪些风险?

对此,田利辉向记者指出,目前,紫光股份债务风险可控,但需动态监测。投资者应聚焦三方面:一是现金短债比,紧盯H股募资进展;二是毛利率企稳信号,观察AI服务器市占率能否对冲价格战;三是技术转化效率,评估专利商业化进度。同时,警惕2026年紫光股份信托产品到期减持窗口,避免流动性冲击。

张思远向记者指出,投资者需重点规避以下风险:一是债务违约风险,关注短期借款与货币资金的匹配度;二是毛利率下滑风险,互联网定制化服务器占比上升可能使毛利率进一步承压;三是行业竞争加剧,服务器、交换机市场同质化严重,华为、浪潮等对手可能通过价格战挤压利润;

虽然新华三对紫光股份业绩的贡献不容忽视,但紫光股份多年来收购以及多次增持新华三股份,导致公司负债不断增加。

Wind数据显示,在2022年年底、2023年年底、2024年年底,紫光股份的资产负债率分别为48.92%、54.11%和81.86%,今年三季度末,紫光股份资产负债率为81.61%。

此外,财报数据显示,紫光股份的短期借款已从2024年年末的50.64亿元上升到今年三季度末的92.94亿元,涨幅83.52%。

对于紫光股份负债较高的情况,紫光股份方面表示,公司2024年资产负债率升高的主要

佳华科技收购数盾信息 “蛇吞象”或面临多重风险

布局数据安全领域

公开资料显示,佳华科技聚焦于物联网大数据技术的研发与应用,向政企客户提供基于物联网大数据的软硬件产品、一体化解决方案和数据运营服务。数盾信息则专注于国产密码技术研究、密码信息安全产品研发和信息安全整体解决方案服务,是国内以密码技术为核心的网络和数据安全整体解决方案提供商。

对于此次收购的协同作用,济安研究院研究员万力向《中国经营报》记者指出,佳华科技此次收购数盾信息,核心在于完善其在数据安全与网络安全领域的产业布局。

数盾信息是国内少数专注于密码技术体系、自主安全产品和整体解决方案的公司之一,具备商用密码资质和在关键领域落地的项

目经验。

万力向记者指出,佳华科技此前主营智慧环保、城市运行管理等领域。随着数据合规、安全监管标准持续提升,公司亟须补齐安全技术能力与行业资质。此次收购,佳华科技意在将“国产密码技术”能力嵌入到其现有智慧城市、工业互联网等场景中,提升产品安全等级和市场准入能力,形成“平台技术+安全能力”的复合型竞争优势。

记者注意到,佳华科技近年来经营业绩堪忧,至今已连续亏损多年。

万力向记者指出,佳华科技持续亏损,主要原因可归结为三方面:一是公司处于产品结构升级和业务转型阶段,新业务尚未完全形成稳定盈利贡献;二是高研发投入与项目交付成本上升导致费用端

承压,短期内尚未体现规模效应;三是部分智慧城市与环保类项目具有较长的回款周期和复杂的交付流程,使得盈利兑现存在时滞。此外,行业竞争加剧与订单延后也对盈利能力构成一定压力。

上海市海华永泰律师事务所高级合伙人孙宇昊律师向记者表示:“更深层次的问题可能在于其业务模式,公司收入高度依赖智慧城市和智慧城市板块,且客户集中度较高,抗风险能力不足,当主要领域投资放缓时,业绩便受到显著冲击。”

此外,佳华科技的财报数据显示,2020—2023年,其经营活动产生的现金流量净额一直为负。2024年,该指标由负转正为148.91万元,但2025年以来,该指标又成负值,



数盾信息在营收体量、盈利能力以及资产规模等方面均优于佳华科技,本次交易形成“蛇吞象”式并购。

2025年前三季度为-4098.21万元。

万力分析,佳华科技的该项指标长期为负,反映出公司在高投入阶段的现金流动性压力。一方面,公司业务重度依赖大型项目制交付,项目启动初期往往需要较多垫资与预付款项,造成阶段性现金流出;另一方面,公司在研发、市场拓

防范商誉风险

记者注意到,数盾信息在营收体量、盈利能力以及资产规模等方面均优于上市公司,本次交易构成“蛇吞象”式并购。

重组预案显示,2023年、2024年及2025年上半年,数盾信息的营收分别为3.41亿元、3.84亿元和1.77亿元,同期净利润分别为6716.99万元、8526.14万元和4630.73万元。佳华科技同期的营收则分别为3.22亿元、3亿元、1.09

亿元,同期净利润分别为-2.14亿元、-1.06亿元、-0.43亿元。

佳华科技在重组预案中表示,本次交易完成后,上市公司的总资产、净资产、营业收入、净利润等将进一步增长,持续经营能力将进一步增强。

万力认为,收购数盾信息是否能有效改善佳华科技经营状况,取决于协同整合的实际成效。从能力互补角度看,数盾信息的密码算

法、安全产品与平台能力,能为佳华科技的智慧城市、工业数据、城市管理等场景提供关键安全支撑,增强其在招投标中的技术壁垒与市场竞争力。同时,数盾信息若有稳定的政府及大客户订单,也有助于提升整体盈利水平与现金流表现。

“但需注意,安全技术的业务整合、团队融合与项目转化往往需要时间,若短期内难以实现协同收益

释放,反而可能增加管理与整合成本。”万力提醒,因此,此次并购是否能够改善佳华科技的经营面貌,仍需观察未来四到六个季度的实际协同推进与盈利兑现情况。

孙宇昊也表示,收购的实际效果取决于后续整合,并面临多重风险。他同时提醒,本次交易预计将形成较大商誉,根据《企业会计准则》,若未来数盾信息业绩不达预期,将面临商誉减值风险,反而会侵

蚀公司利润。此外,交易完成后双方在业务、技术、管理等方面协同整合效果尚待观察,且募集配套资金能否成功实施也存在不确定性。因此,收购能否成为公司根本性的转折点,仍需时间验证。

“收购需支付现金对价,佳华科技当前货币资金仅5344万元,可能通过募集配套资金或借貸解决,短期内或增加负债压力。”苏商银行特约研究员张思远说。