

公司深度

紫光股份(000938.SZ)

计算机 | IT 服务 II

“云-网-安-算-存-端”全产业链布局,充分受益 AIGC

紫光股份(000938.SZ) 深度报告

2024 年 09 月 24 日

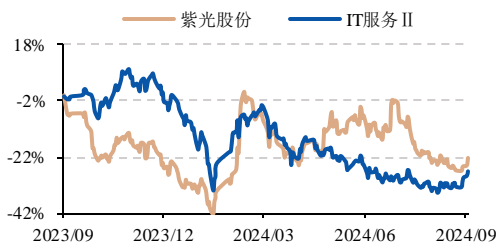
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	19.52
52 周价格区间(元)	14.71-25.50
总市值(百万)	55828.76
流通市值(百万)	55828.76
总股本(万股)	286008.00
流通股(万股)	286008.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
紫光股份	1.40	-16.08	-22.11
IT 服务 II	8.75	-3.09	-26.66

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001
hechen@hncasing.com

黄奕景

研究助理

huangyjing@hncasing.com

相关报告

- 紫光股份(000938.SZ) 2024 年中报点评: 上半年收入与扣非利润稳定增长, 股权收购有序推进 2024-08-27
- 紫光股份(000938.SZ) 2023 年三季报点评: Q3 业绩短期扰动, AI 计算产品有望实现放量 2023-10-31

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	740.58	773.08	824.17	918.01	1,018.94
归母净利润(亿元)	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68
每股收益(元)	0.75	0.74	0.82	1.00	1.25
每股净资产(元)	11.13	11.87	12.60	13.49	14.61
P/E	25.87	26.55	23.86	19.46	15.65
P/B	1.75	1.64	1.55	1.45	1.34

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- “云-网-安-算-存-端”全产业链布局: 公司业务全面布局云计算、网络设备、安全产品、算力设备、存储设备、智能终端等 ICT 软硬件全产业链及相关服务。
- 2016 年收购新华三以来, 收入利润稳健增长。公司自 2016 年收购新华三 51% 股权以来, 2016-2023 年, 收入从 277.10 亿元增长至 773.08 亿元, CAGR 达到 15.79%; 归母净利润从 8.15 亿元增长至 21.03 亿元, CAGR 达到 14.51%。2024H1 公司实现收入 379.51 亿元, 同比增长 5.29%, 实现归母净利润 10.00 亿元, 同比下滑 2.13%。盈利能力方面, 2024H1 毛利率和净利率略有下滑, 毛利率为 19.03%, 同比下滑 1.29pct, 主要系较低毛利的服务器产品收入占比提升所致; 净利率为 4.55%, 同比下滑 0.46pct。展望后市, 公司有望受益于 AI 算力建设机遇, 充分落实降本增效手段, 毛利率和净利率有望回升。
- 新华三 30% 股权收购落地, 公司竞争力及利润有望增厚。公司旗下主要有四大子公司: 新华三(81% 股权)、紫光数码(100% 股权)、紫光软件(100% 股权)和紫光云(46.67% 股权), 其中新华三为核心子公司, 2024H1 收入占比达到 70%, 净利润贡献达到 90% 以上。公司通过银团贷款+自有资金的方式收购新华三 30% 股权, 已于 2024 年 9 月完成交割, 公司持股比例由 51% 提升至 81%, 剩下 19% 仍由 HPE(惠与)公司持有。本次股权收购完成后, 上市公司利润将显著增厚, 核心竞争力和业务协同能力将得到进一步增强。
- AIGC 浪潮抬升“网络+算力”景气度, AI 数据中心建设需求旺盛, 公司有望充分受益。24Q2 北美云厂商 Capex 增速达到新高, 且从各云大厂的口径及现金流情况来看, AI 算力的高增长投入仍至少有 1-2 年的保障。AI 服务器和高速交换机占据 AI 数据中心 IT 设备成本的绝大部

分，公司深度布局网络+算力设备，底蕴深厚，有望充分受益 AIGC 浪潮。根据公司财报引用 IDC 数据：2021 年-2023 年，公司旗下新华三在中国以太网交换机市场份额分别为 35.2%、33.6%、32.9%，持续保持市场份额第二；中国 x86 服务器市场份额分别为 17.4%、18.0%、15.8%，保持市场份额第二。2023 年，新华三在中国 GPU 服务器市场份额为 19.7%，位列市场第二。

- **盈利预测和估值：**由于公司暂未发布新华三 30% 股权并表后的财报，在此暂不考虑 2024Q4 并表后的影响。预计公司 2024-2026 年实现营业收入 824.17/918.01/1018.94 亿元，同比增长 6.61%/11.39%/10.99%，毛利率分别为 20.18%/20.40%/21.34%；实现归母净利润 23.39/28.69/35.68 亿元，同比增长 11.24%/22.63%/24.38%，对应 EPS 为 0.82/1.00/1.25 元。通过 SOTP 分部估值方法分析，不考虑公司本次股份收购的影响，给予公司 2024 年合理市值 698 亿元（暂不考虑 Q4 并表），对应目标价 24.40 元。当前股权收购已经落地，公司价值有望进一步提升。考虑到并表影响带来的业绩增厚会在未来几个季度逐步体现，且 150 亿左右的现金支出所带来对应的财务费用会跟并表业绩增厚产生一定的对冲，我们待未来业绩增厚程度得到确认后再按照并表后的实际财务情况调整盈利预测和估值。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**中美科技摩擦下的供应链风险；下游客户 IT 需求不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险。

内容目录

1 公司概况	5
1.1 紫光股份：ICT 软硬件及服务领军者.....	5
1.2 公司主要业务板块：新华三、紫光数码、紫光软件和紫光云.....	6
1.3 财务分析：整体业绩稳步增长，新华三贡献多数利润.....	9
2 新华三：深度布局“云-网-安-算-存-端”全产业链	11
2.1 网络设备：交换机、路由器和 WLAN.....	12
2.2 计算存储：服务器和存储.....	17
3 未来看点	19
3.1 网络设备：AIGC 拉动高性能数据中心网络需求，以太网渗透率有望上行.....	19
3.2 计算存储：AIGC 引领 AI 算力景气度上行.....	23
3.3 海外业务：打造第二增长曲线.....	26
4 盈利预测和估值	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 估值分析.....	29

图表目录

图 1：紫光股份主营业务及产品布局.....	5
图 2：紫光股份股权结构（截至 24H1）.....	6
图 3：新华三贡献收入比例.....	7
图 4：新华三贡献利润比例（51% 股权测算）.....	7
图 5：新华三股权架构.....	8
图 6：紫光数码经营情况.....	8
图 7：2016-2024H1 公司营业收入.....	9
图 8：2016-2024H1 公司归母净利润.....	9
图 9：2016-2024H1 公司毛利率.....	9
图 10：2016-2024H1 公司净利率.....	9
图 11：2016-2024H1 公司期间费用率.....	10
图 12：主要子公司收入情况（亿元）.....	10
图 13：主要子公司归母净利润情况（亿元）.....	10
图 14：新华三收入拆分（产品条线）.....	11
图 15：新华三收入拆分（产品类型）.....	11
图 16：新华三毛利拆分.....	11
图 17：新华三毛利率拆分.....	11
图 18：新华三在多个 ICT 细分赛道保持份额领先（截至 2023 年底数据）.....	12
图 19：2019-2023 中国网络市场规模.....	13
图 20：新华三以太网交换机份额变化.....	14
图 21：新华三路由器份额变化.....	16
图 22：新华三无线产品份额变化.....	17
图 23：新华三服务器产品矩阵.....	17
图 24：HPE 服务器产品矩阵.....	17
图 25：2022-2017 年全球服务器市场规模（百万美元）.....	18
图 26：新华三服务器份额变化.....	18

图 27: 新华三存储产品矩阵	19
图 28: HPE 存储产品矩阵	19
图 29: 大模型训练对网络的要求	20
图 30: RDMA 对比 TCP/IP	20
图 31: 以太网 (RoCE) 组网成本比 IB 组网成本低 50% 左右	22
图 32: NVIDIA Spectrum-X 网络平台	22
图 33: 新华三 800G CPO 硅光交换机	23
图 34: 单 POD 400G 组网最大规模为 2K 左右	23
图 35: 单 POD 800G 组网最大规模达到 8K 左右	23
图 36: 21Q1-24Q2 北美四大云厂商资本开支 (亿美元) 与合计资本开支同比增速 (%)	24
图 37: 21Q1-24Q2 北美四大云厂商资本开支同比增速 (%)	24
图 38: 2022-2024 年 AI 服务器出货量变化及预测	25
图 39: 新华三计算存储业务 2023 年进展汇总	26
图 40: 2021-2023 年新华三国际业务收入及增速	27
表 1: 新华三交换机产品布局	13
表 2: 新华三路由器产品布局	15
表 3: 新华三无线产品布局	16
表 4: 三种 RDMA 网络对比	21
表 5: 2020-2026E 北美四大云厂商经营性现金流、回购股份、股息支付和资本支出 (分年度, 单位: 亿元)	24
表 6: 公司业务拆分	28
表 7: 公司分部估值情况	30
表 8: 可比公司估值情况 (截至 9 月 23 日)	30

1 公司概况

1.1 紫光股份：ICT 软硬件及服务领军者

公司业务全面覆盖 ICT 产业重要领域。硬件方面提供智能网络设备、存储系统、全系列服务器等为主的面向未来计算架构的先进装备；软件方面提供从桌面端到移动端的各重点行业的应用软件解决方案；技术服务方面涵盖技术咨询、基础设施解决方案和支持服务。公司拥有领先的软硬件产品和服务整合能力，能够为下游客户的信息化需求提供完整、领先的 IT 解决方案。

图 1：紫光股份主营业务及产品布局

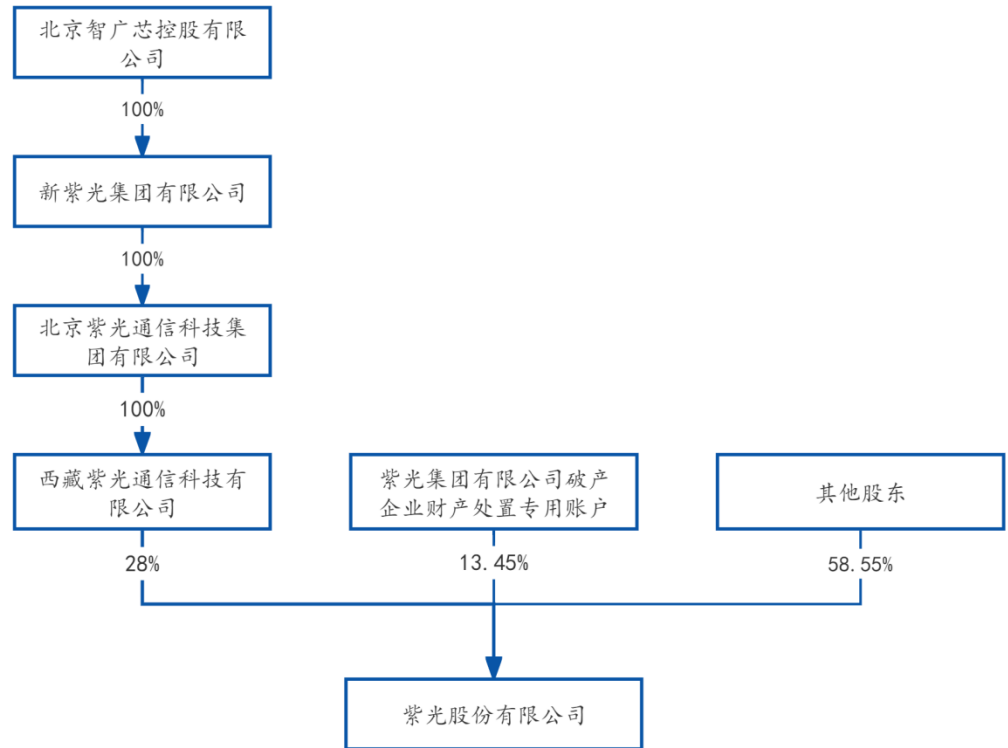


资料来源：公司财报，财信证券

公司于 1999 年由紫光集团设立，紫光集团破产重整后无实控人，北京智广芯间接控股 28%。2022 年 7 月，根据重整计划安排，紫光集团完成工商变更登记手续，原股东清华控股与健坤投资全部退出，战略投资人“智路建广联合体”设立的控股平台北京智广芯控股有限公司承接紫光集团 100% 股权，自此北京智广芯变更成为公司的间接控股股东，由此导致公司实际控制人由清华控股变为无实际控制人。

紫光集团更名新紫光集团，迈向新征程。2024 年 7 月 11 日，紫光集团宣布更名为“新紫光集团”，同时发布了新的品牌形象，并成立紫光智行、紫光智算、紫光闪芯、新紫光半导体等新公司，分别面向汽车电子、人工智能、存储、先进工艺等领域。根据新紫光集团董事长李滨的介绍，新紫光集团的“新”在于新架构、新模式及新技术，未来的新紫光集团将在技术上专注材料创新和架构创新，并组合商业创新、产品创新、跟随创新、模式创新、模仿创新、集成创新等创新模式，立足深厚的行业积累，结合时代变化，实现具有新紫光特色的加速发展。

图 2：紫光股份股权结构（截至 24H1）



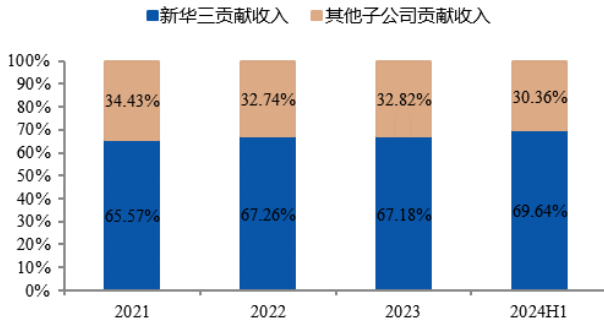
资料来源：公司公告，财信证券

1.2 公司主要业务板块：新华三、紫光数码、紫光软件和紫光云

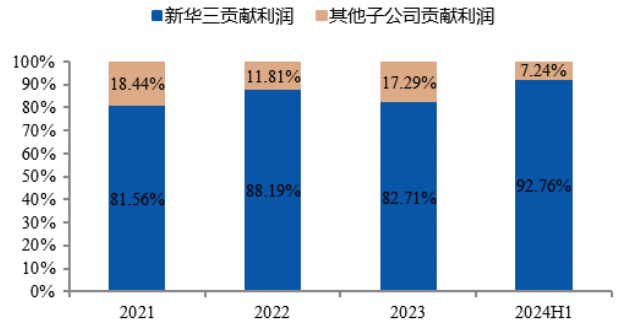
公司旗下主要有四大子公司：新华三（81% 股权）、紫光数码（100% 股权）、紫光软件（100% 股权）和紫光云（46.67% 股权）。

新华三：核心子公司，2024H1 净利润贡献达到 90% 以上。新华三是覆盖计算、存储、网络、5G、安全、终端等全产业链的 ICT 厂商，提供包括云计算、大数据、人工智能、工业互联网、等在内的一站式数字化解决方案以及技术服务。同时，新华三也是 HPE 服务器、存储和技术服务的中国独家提供商。2024 年 9 月公司完成新华三 30% 股权收购之后，持股比例由 51% 提升至 81%，剩下 19% 仍由 HPE（惠与）公司持有。

2024H1 新华三实现营收 264.28 亿元，占公司整体收入的 70%；实现净利润 18.20 亿元，以 51% 股权测算其占上市公司当期归母净利润比例达到 90% 以上。

图 3：新华三贡献收入比例


资料来源：公司财报，财信证券

图 4：新华三贡献利润比例（51%股权测算）


资料来源：公司财报，财信证券

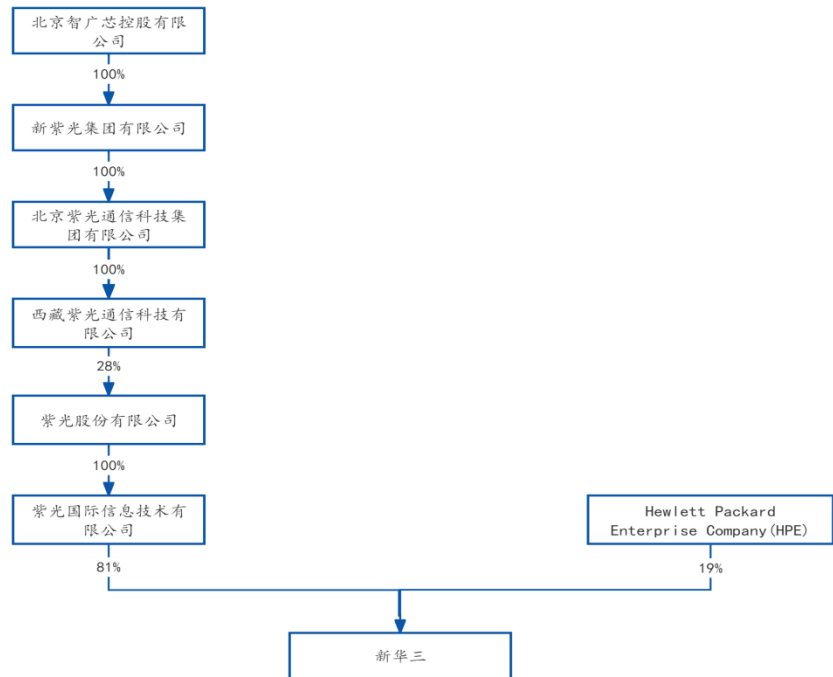
公司通过银团贷款+自有资金的方式收购新华三 30% 股权，2024 年 9 月已完成交割。

公司于 2024 年 9 月 5 日公告，公司通过全资子公司紫光国际，以不超过 95 亿元人民币本金的银团贷款+公司自有资金的形式，以支付现金的方式向 HPE 开曼和 Izar Holding Co 购买其所持有的新华三共计 30% 股权，总价为 21.43 亿美元。截至 9 月 5 日，公司已向交易对方支付本次交易对价，本次交易已完成交割，公司间接持有新华三股权比例提升至 81%。

公司仍拥有新华三剩余 19% 股权的购买期权。对于剩余的 19% 新华三股权，公司放弃优先购买权，HPE 开曼有权将所持全部新华三 19% 股权一次性出售给满足特定条件的第三方。但 HPE 开曼授予紫光国际就剩余新华三 19% 股权的一项购买期权，紫光国际可在新华三 30% 股权交易交割完成后第 16 个月首日起、但不得晚于交割完成后的第 36 个月截止时的期间内选择行使该购买期权；同时，紫光国际授予 HPE 开曼就剩余新华三 19% 股权的一项出售期权，HPE 开曼可在新华三 30% 股权交易交割完成后的第 16 个月首日起、但不得晚于交割完成后的第 36 个月截止时的期间内选择行使该出售期权，要求紫光国际购买剩余新华三 19% 股权。该期权对应股权交易价格为 13.57 亿美元，且紫光国际行使购买期权时，可以指定第三方购买 19% 股权，但 HPE 开曼有权在合理情况下自行决定是否批准第三方受让方人选。

上市公司利润将显著增厚，核心竞争力进一步增强。本次收购交易已顺利落地，上市公司对新华三的持股比例由 51% 增加至 81%，上市公司利润将显著增厚，核心竞争力和业务协同能力将得到进一步增强。

图 5：新华三股权架构

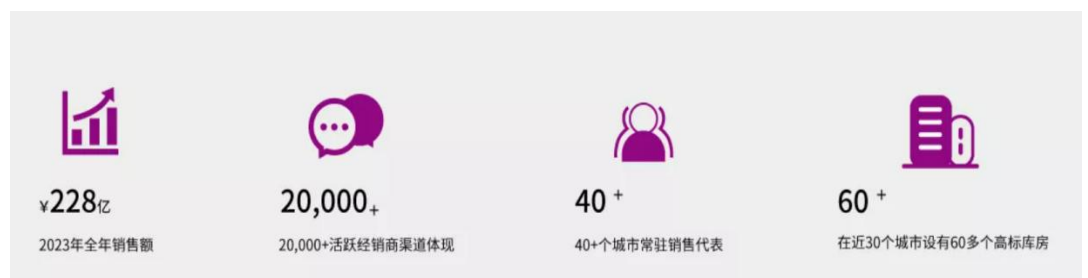


资料来源：公司公告，财信证券

紫光数码：紫光数码（苏州）集团有限公司（简称“紫光数码”）主营业务以 ICT 分销为主，以智慧物流、供应链金融为辅，布局“一主两翼”发展战略，为供应链上下游企业、渠道和行业客户提供一站式、全方位立体化解决方案。根据紫光数码官网，公司被评为中国百大、百强分销商评比第四名，中国云生态 500 强，中国 IT 分销商评比第四名，年度中国 IT 成功分销商和中国 IT 金榜十大卓越分销商。

2024H1 紫光数码实现收入 105.40 亿元，实现净利润 1.24 亿元。

图 6：紫光数码经营情况



资料来源：紫光数码官网，财信证券

紫光软件：紫光软件系统有限公司（简称“紫光软件”）主营业务涵盖软件与技术开发、数字化战略咨询与顶层设计、数字化平台集成与运营，致力于为行业数字化转型提供可持续发展动力。紫光软件形成了具有完整自主知识产权的整体解决方案，基于数字档案、智慧党政、能源大数据等几十项自有软件产品和技术。作为最早一批进入数字档案业务的厂商之一，紫光软件档案产品一直保持行业领先地位。

2024H1 紫光软件实现收入 13.16 亿元，实现净利润-0.01 亿元。

紫光云：紫光云技术有限公司（简称“紫光云”）主营业务是为政企客户提供全栈、全域、全场景的云计算解决方案。紫光云核心产品紫鸾平台以及基于紫鸾平台提供了 IaaS、PaaS、大数据、AI、aPaaS、行业 SaaS 等多类服务，可提供 44 小类、173 种、557 个规格的云服务产品。根据 IDC 报告显示，紫光云在政务数据治理市场排名行业前二，政务云基础设施市场排名行业前三。

2024H1 紫光云实现收入 5.73 亿元，实现净利润-1.32 亿元。

1.3 财务分析：整体业绩稳步增长，新华三贡献多数利润

2016 年收购新华三以来，收入利润稳健增长。公司自 2016 年收购新华三 51% 股权以来，2016-2023 年，收入从 277.10 亿元增长至 773.08 亿元，CAGR 达到 15.79%；归母净利润从 8.15 亿元增长至 21.03 亿元，CAGR 达到 14.51%。2024H1 公司实现收入 379.51 亿元，同比增长 5.29%，实现归母净利润 10.00 亿元，同比下滑 2.13%。

图 7：2016-2024H1 公司营业收入

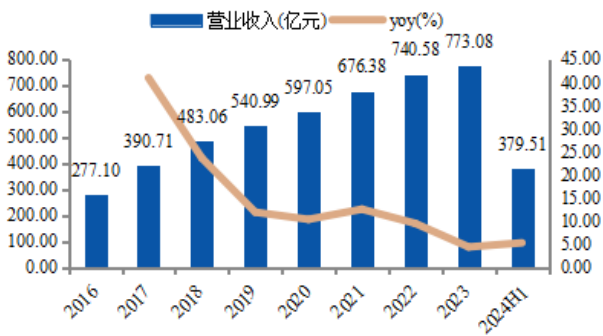
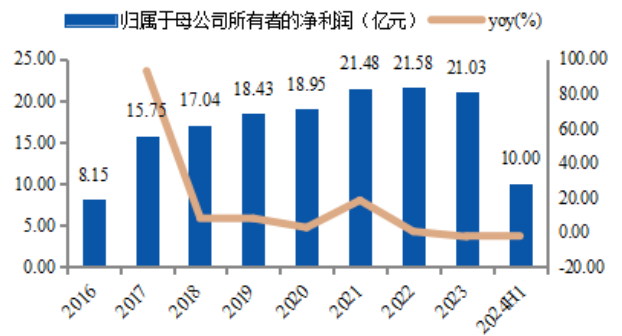


图 8：2016-2024H1 公司归母净利润

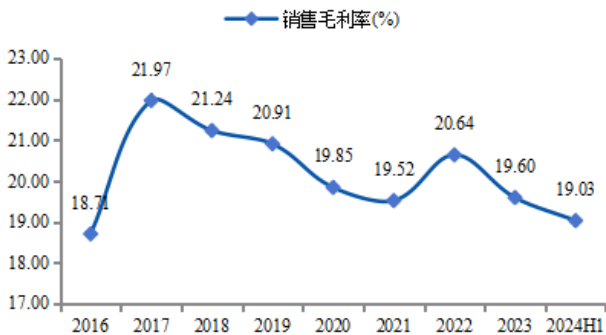


资料来源：公司财报，财信证券

资料来源：公司财报，财信证券

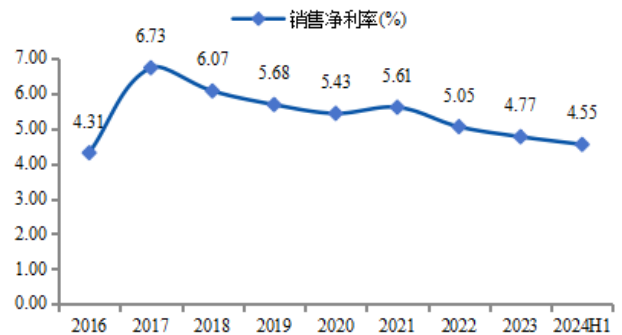
24H1 毛利率、净利率小幅下滑，受益 AIGC 有望回暖。2024H1 公司毛利率为 19.03%，同比下滑 1.29pct，主要系较低毛利的服务器产品收入占比提升所致；净利率为 4.55%，同比下滑 0.46pct。展望后市，公司有望受益于 AI 算力建设机遇，充分落实降本增效手段，毛利率和净利率有望回升。

图 9：2016-2024H1 公司毛利率



资料来源：公司财报，财信证券

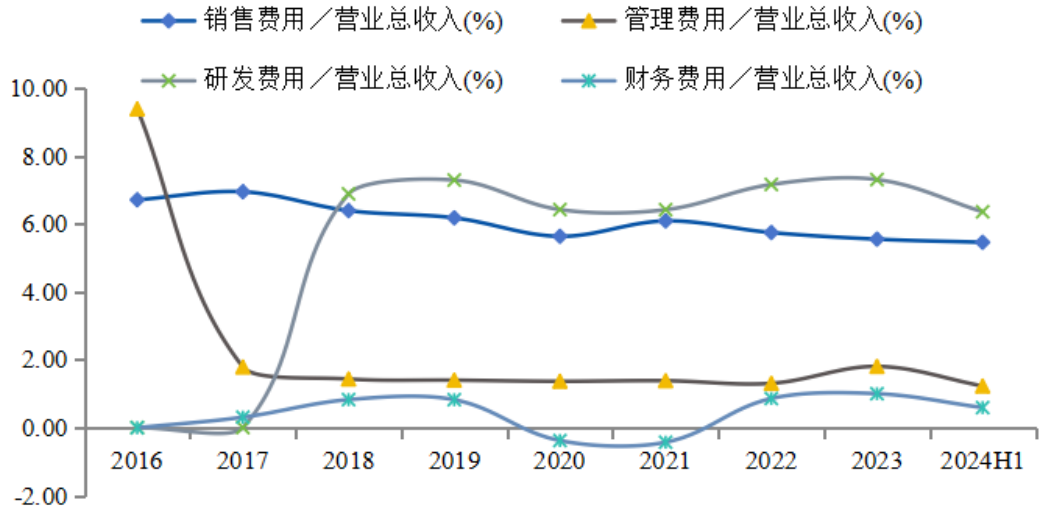
图 10：2016-2024H1 公司净利率



资料来源：公司财报，财信证券

持续落实降本增效手段，期间费用率有所下降。除了公司在 2016 年收购新华三 51% 股权时出现了一定整合费用以外，公司整体费用管控稳定。2024H1 公司销售、管理、财务、研发费用率分别同比下降 1.09、0.11、0.32、1.34pct，降本增效效果明显。

图 11：2016-2024H1 公司期间费用率



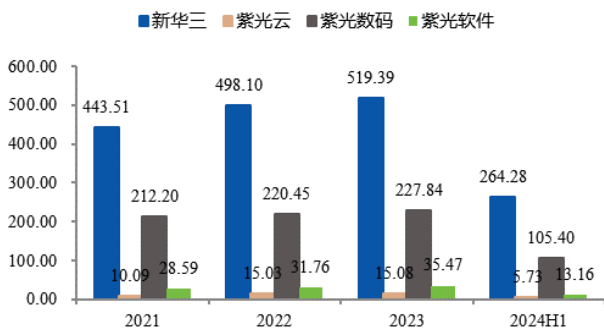
资料来源：公司财报，财信证券

新华三为核心子公司，2024H1 利润贡献达到 90% 以上。公司共有新华三、紫光云、紫光数码、紫光软件等 4 个主要子公司，其中新华三为核心子公司，2024H1 新华三贡献的利润占比达到 90% 以上。

2024H1 新华三实现营业收入 264.28 亿元，同比增长 5.75%；实现净利润 18.20 亿元，与上年同期基本持平，以 51% 股权测算其占上市公司当期归母净利润比例达到 90% 以上。

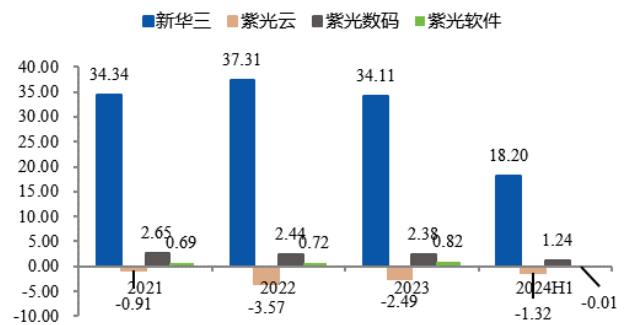
2024H1 紫光数码实现营业收入 105.40 亿元，同比增长 5.38%；实现净利润 1.24 亿元，同比增长 14.95%。2024H1 紫光软件实现营业收入 13.16 亿元，同比减少 16.79%；实现净利润-0.01 亿元，略有下滑。2024H1 紫光云实现营业收入 5.73 亿元，同比减少 4.84%；实现净利润-1.32 亿元，亏损同比收窄 23.75%。

图 12：主要子公司收入情况 (亿元)



资料来源：公司财报，财信证券

图 13：主要子公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源：公司财报，财信证券

新华三收入来源主要为计算存储和交换机产品。分具体产品条线来看，2023 年新华三 83% 的收入来自计算存储和交换机产品。分产品类型来看，2023 年新华三 91% 收入源于 ICT 基础设施及服务。

图 14：新华三收入拆分（产品条线）

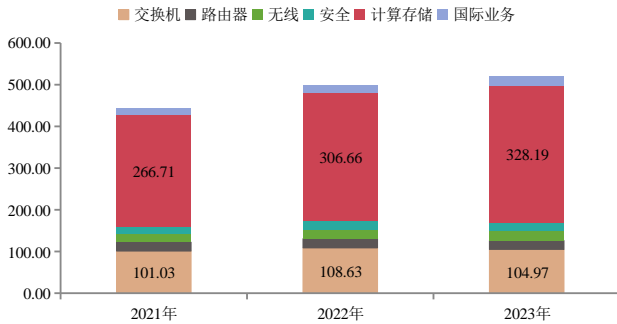
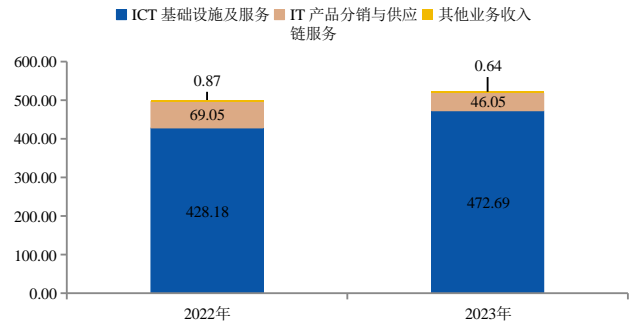


图 15：新华三收入拆分（产品类型）



资料来源：公司重大资产购买报告书，财信证券

资料来源：公司重大资产购买报告书，财信证券

交换机贡献 39% 毛利，计算存储贡献 33% 毛利。毛利拆分来看，2023 年新华三的交换机产品实现了毛利 48.77 亿元，占比 39%；计算存储产品实现毛利 45.54 亿元，占比 33%。

新华三整体毛利率有所下滑，交换机产品毛利率较高。2023 年新华三整体毛利率下滑至 26.3%，主要是由于 2023 年 ICT 基础设施及服务中毛利率较低的计算存储设备收入占比上升所致。分产品来看，交换机产品毛利率较高，达到 50.35%，计算存储产品毛利率为 13.88%。

图 16：新华三毛利拆分

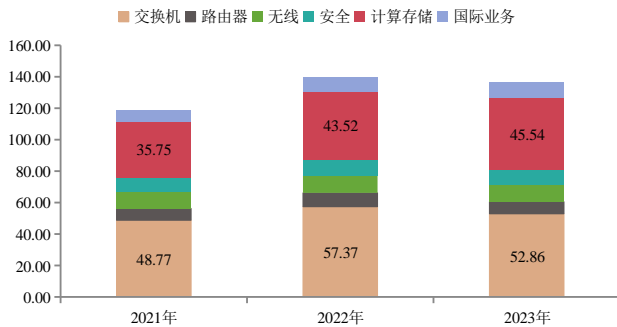
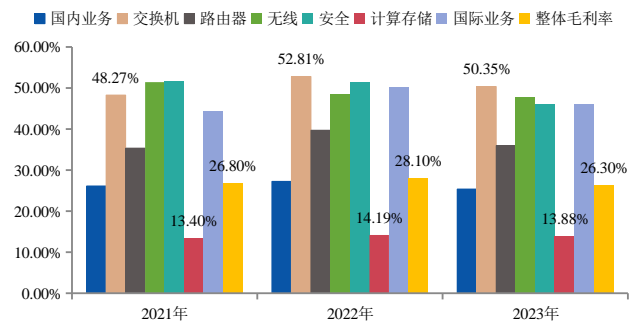


图 17：新华三毛利率拆分



资料来源：公司重大资产购买报告书，财信证券

资料来源：公司重大资产购买报告书，财信证券

2 新华三：深度布局“云-网-安-算-存-端”全产业链

上市公司的收入与利润多数由新华三贡献，在此我们重点探讨新华三的未来发展。新华三深度布局“云-网-安-算-存-端”全产业链，覆盖网络、计算、存储、安全、云计算等 ICT 全产业链，提供云计算、大数据、人工智能、工业互联网、信息安全、智能联接、边缘计算等在内的一站式数字化解决方案。从收入与毛利结构上来看，网络设备与计算存储设备为其核心产品。

图 18：新华三在多个 ICT 细分赛道保持份额领先（截至 2023 年底数据）

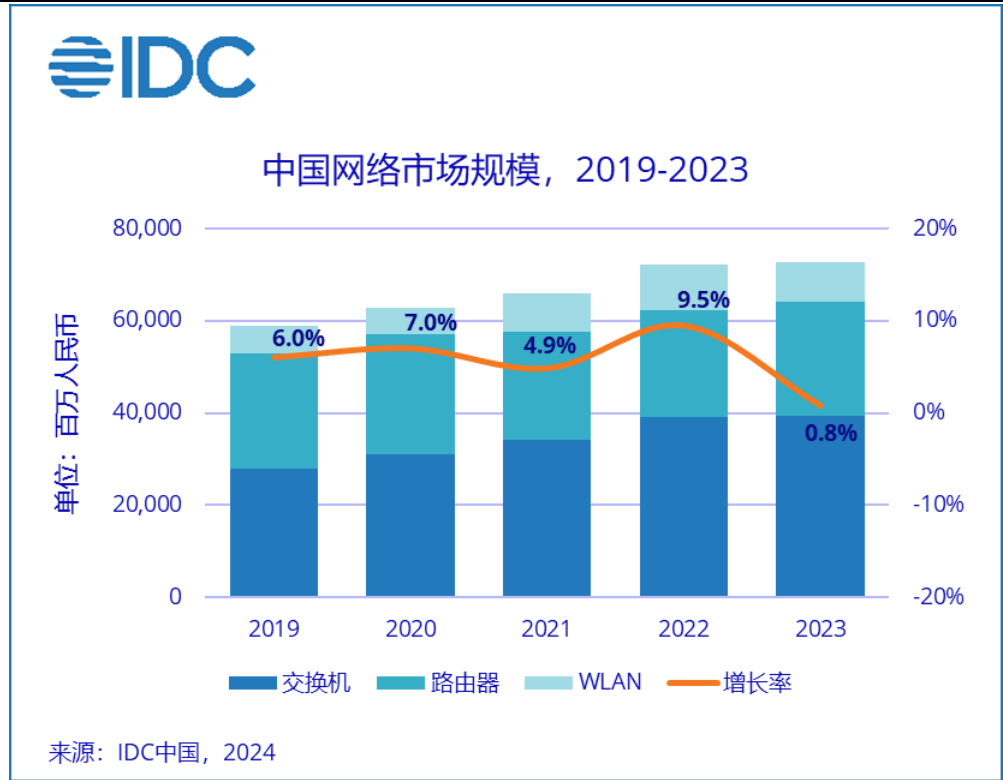


资料来源：紫光股份公众号，IDC 中国，财信证券

2.1 网络设备：交换机、路由器和 WLAN

2023 年中国网络设备市场规模超过 700 亿元。根据 IDC《2023 年网络市场跟踪报告》显示，2023 年全球网络市场规模为 714.2 亿美元，同比增长 12.8%，其中交换机、路由器和 WLAN 市场增速分别为 20.1%、-0.4%和 7.6%。中国网络市场规模为 728.4 亿人民币，同比增长 0.8%，其中交换机、路由器和 WLAN 市场分别增长 0.7%、7.2%和-13.7%。

图 19：2019-2023 中国网络市场规模



资料来源：IDC 中国，财信证券

新华三业务范围内的网络设备主要有交换机、路由器和无线三类产品，主要应用场景覆盖企业园区和数据中心。

交换机：

交换机 (Switch) 是一种在通信系统中完成数据传输功能的设备，主要功能是为接入交换机的任意两个网络节点提供独享的数据通路，它能够根据 MAC 地址将数据包从源地地址传输到目的地。网络交换机可以连接众多类型的数据终端，包括 AI 服务器、通用服务器、无线接入点、办公电脑，以及其他网络设备等，使得这些互联设备可以共享信息、彼此通信，交换机是各行业数字化转型过程中不可缺少的基础设施。

表 1：新华三交换机产品布局

类别	介绍
数据中心交换机	面向 AI 智算场景，提供业界性能领先的 400G/800G 高速交换机产品，并具备 CPO/LPO 等先进技术布局，满足大规模智算场景需求；面向云数据中心场景，基于丰富的产品系列和运维经验，帮助客户打造具备精细可视化、智能运维能力的高性能数据中心
园区网交换机	拥有丰富的核心、汇聚、接入产品系列，可以提供全行业/全场景的覆盖能力，同时充分发挥集团内产品布局优势，在交换机产品上融合安全、SDN、无线、PON 等多业务能力，实现简便运维、多网融合的独特优势
全光网络	拥有多项全光技术专利，并基于此打造出独特的全光汇聚层产品和场景化设计的入室交换机产品，可以实现即插即用、统一运维、光健康检测、全静音等方案优势，在技术和设计理念上领先业界
工业和安防交换机	H3C 工业交换机用全工业级元器件，同时具备防震、抗电磁干扰、抗雷击等特性，在产品形态上拥有标准导轨、机架式产品，以及用于 5G+TSN 场景、

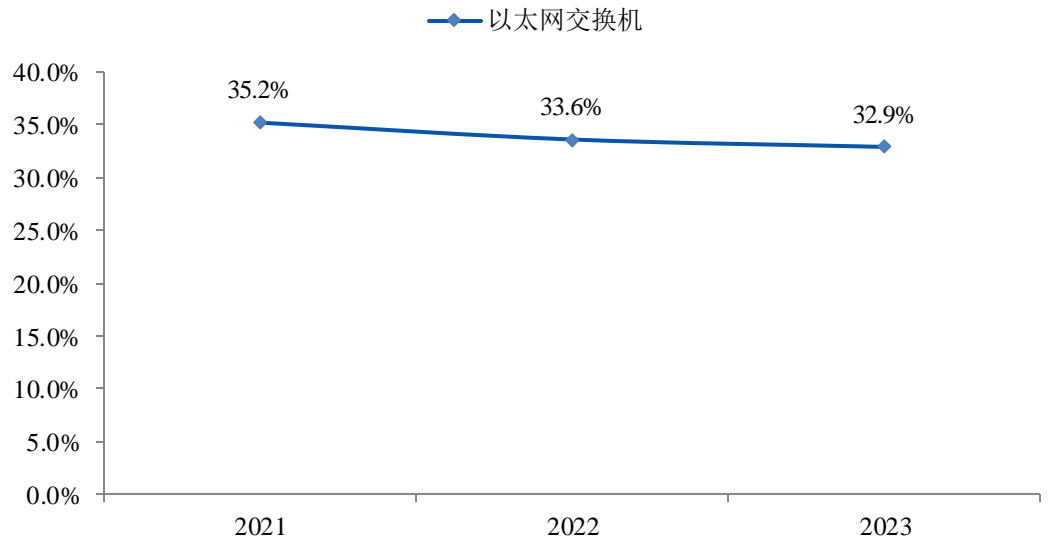
轨道交通、井下、配电等多种场景的专用产品，并创新实现了以太网功能与传统工业网络协议的融合互通，便于客户对传统工业网络进行数字化改造

资料来源：公司财报，财信证券

2023 年中国交换机市场基本持平，展望未来，400G 交换机将拉动数据中心交换机需求增长，园区交换机部署节奏也有望回暖。根据 IDC《2023 年网络市场跟踪报告》统计数据，2023 年中国交换机市场规模同比增长 0.7%，细分领域内 1) 数据中心交换机同比增长 2.2%：AIGC 催生数据中心超大规模组网需求，网络需求由云计算下 CPU 的 10G-100G 上升到 GPU 训练的 100G-400G，此外还使用了 RDMA 协议来减少传输时延，提升网络吞吐。预计 2024 年开始，400G 端口出货量将继续增长，51.2Tbps 芯片的成熟商用也将助推 400G 的采用。2) 园区交换机同比下滑 0.5%：2023 年园区交换机市场受到宏观经济波动影响更为明显，企业考虑到自身效益和生存压力，项目部署多有延迟。预计 2024 年随着宏观经济好转，园区交换机部署节奏有望转向正轨，并且随着 Wi-Fi 6 AP 的日益普及，也将刺激园区交换机需求增长。

竞争格局较好，华为、新华三双雄争霸。根据公司财报引用 IDC 数据，2021 年-2023 年，新华三在中国以太网交换机市场份额分别为 35.2%、33.6%、32.9%，持续保持市场份额第二。

图 20：新华三以太网交换机份额变化



资料来源：公司财报，财信证券

路由器：

路由器（Router）的主要功能是：1) 连接多个交换机的网络，将多台交换机及其各自的网络连接起来，从而建立一个更大的网络；2) 作为调度器，引导流量并为网络中的数据包根据 IP 地址选择最佳路由。根据性能用途可以分为核心路由器（远距离高速路由器）、边缘路由器（给定区域内管理网络传输）和接入路由器（将本地传输接入互联网）。

表 2：新华三路由器产品布局

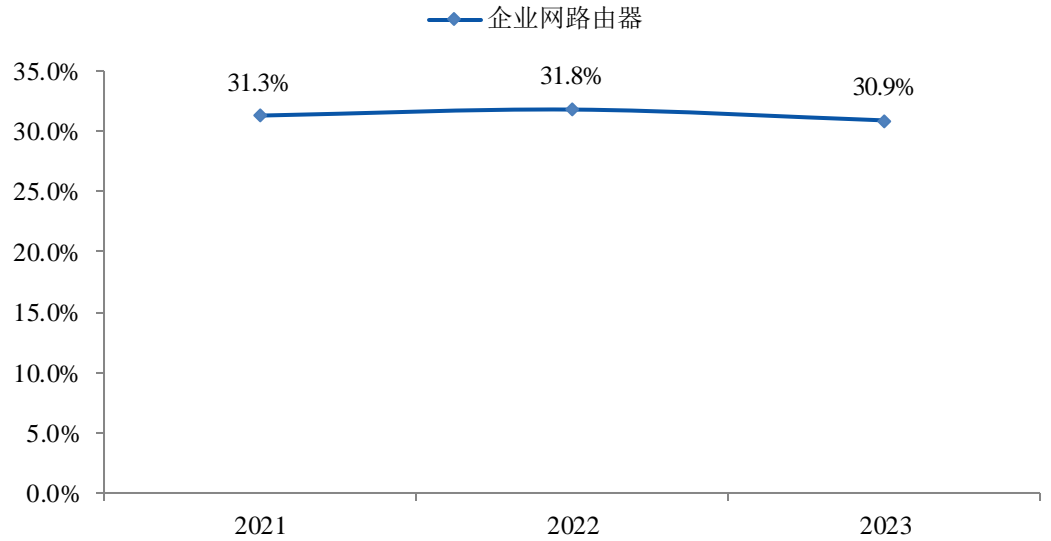
类别	介绍
广域网络路由器	以 IPv6+ 为技术基石，业务智享为主题的广域网，为广域承载网提供高可靠、可视化、自动化的智能保障，其中为业界首家获得 IPv6+ Ready2.0 认证的厂商
边缘计算—ICT 融合网关	面向广域边缘计算场景或者工业场景，本地具备计算资源、开放平台承载生态应用，在降低客户部署难度的同时，降低业务时延、减少带宽占用，提升用户体验
企业级网关	面向企业级网关场景，近二十年企业级应用高品质。配合云简方案实现公有云智能运维，智能远程运维方案专家
NFV 路由器	硬件标准化，网络功能不再依赖于专用硬件设备；软件虚拟化，运行在标准虚拟化环境中，提升网络/业务管理、维护、部署效率以及未来开放、创新能力，助力运营商在固移融合、智能化 BRAS 等方向的发展演进

资料来源：公司财报，财信证券

2023 年中国路由器市场同比小幅增长，预计未来运营商市场仍将稳定增长，企业网市场有望转暖。根据 IDC《2023 年网络市场跟踪报告》统计数据，2023 年中国路由器整体市场规模同比增长 7.2%，细分领域内 1) 运营商路由器市场同比增长 10.0%：三大运营商紧跟国内复苏脚步，以 5G 和千兆宽带为代表的基石业务保持稳健增长。在 5G 和 AI 方面，三大运营商抓紧发展机遇，推进 5G 深度覆盖，优化算力网络资源，布局人工智能大模型，加速新兴业务生产力形成，带动运营商城域路由器投资。在传输网层面，移动 400G 全光省际骨干网正式商用，年中计划全面实现“东数西算”8 大枢纽间高速互联，将带动数通路由器 400G 配套部署。2) 企业网路由器市场同比下滑 2.4%：类似于园区交换机受到的影响，面对市场疲软和投资低估周期，低端档和商业 SOHO 路由器在中小微企业场景部署不畅。不过预计 2024 年随着经济形势好转和企业投资信心恢复，SMB 分支场景和 SD-WAN 方案有望迎来建设高峰，金融、政府和电力等行业的自主可控需求日益凸显，核心场景中高端档路由器有加速部署趋势。

公司企业网路由器市占率位列前二。根据公司财报引用 IDC 数据，2021 年-2023 年，新华三在中国企业网路由器市场份额分别为 31.3%、31.8%、30.9%，持续保持市场份额第二。

图 21：新华三路由器份额变化



资料来源：公司财报，财信证券

无线：

无线是利用无线电波作为信息传输的媒介构成的无线网络，无线网络根据不同的传输标准、协议和频段，有多种不同的分类，常见的、应用最广泛的有无线局域网(WLAN)、物联网(IoT)和移动通信(4G、5G等)。随着数字化转型的深入，无线网络已经成为现代生产生活中不可或缺的一部分，它使得人们可以在任何时间、任何地点接入互联网，享受各种网络服务。

表 3：新华三无线产品布局

类别	介绍
无线局域网(WLAN)	新华三无线局域网产品，通过极智设计、极智技术、极智运维，引领无线发展
物联网(IoT)	针对业务和应用打造一张泛连接物联网络，通过方案融合能力，让万物互联互通触手可及，让企业实现数字化管理
移动通信	面向运营商、企业专网和垂直行业，提供高可靠、高安全的 LTE 和 5G 产品

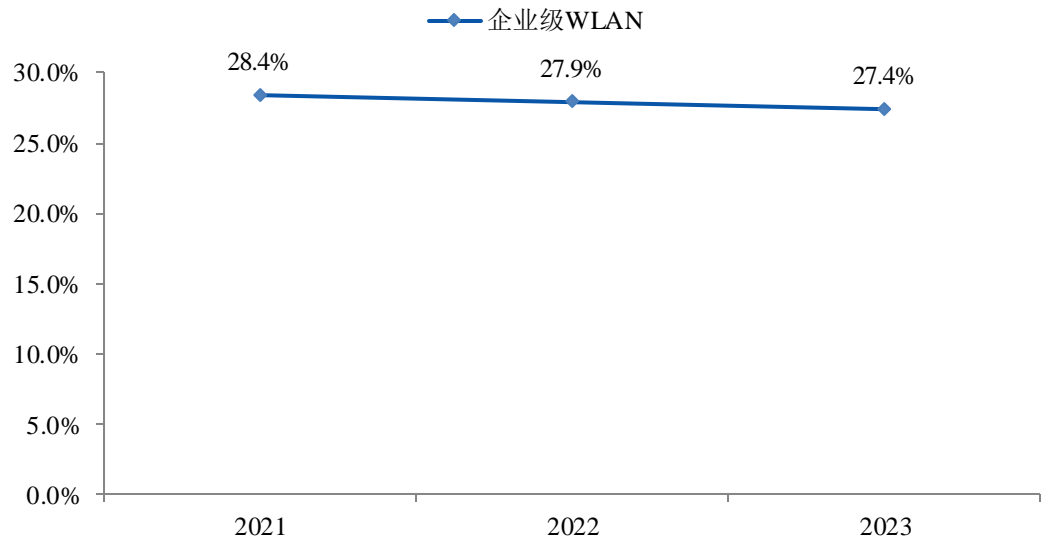
资料来源：公司财报，财信证券

2023 年 WLAN 整体市场有所下滑，Wi-Fi 7 产品更新有望推动后市回暖。根据 IDC《2023 年网络市场跟踪报告》统计数据，2023 年 WLAN 整体市场规模同比下滑 13.7%，主要原因为教育、医疗、服务等多数行业出现采购规模下滑趋势。企业级 WLAN 市场中，Wi-Fi 6 产品已经成为绝对的主流标准，Wi-Fi 4 和 Wi-Fi 5 市场规模加速下滑，国内主流 WLAN 厂商均已发布 Wi-Fi 7 产品，并在 2023 年开始陆续商用，Wi-Fi 7 从产品层面已经就绪。2024 年初，Wi-Fi 7 标准正式发布，并开始对 Wi-Fi 7 设备进行认证，这将极大地加速 Wi-Fi 7 产品的商用部署，预计未来五年中国企业级 WLAN 市场的复合增长率将达到 6.2%。

公司企业级 WLAN 连续十五年市占率第一。根据公司财报引用 IDC 数据，2021 年-2023 年，新华三在中国企业级 WLAN 市场份额分别为 28.4%、27.9%、27.4%，连续十

五年保持市场份额第一。

图 22：新华三无线产品份额变化



资料来源：公司财报，财信证券

2.2 计算存储：服务器和存储

公司业务范围内的计算存储产品主要包括服务器和存储。

服务器：

服务器是一种计算机系统或设备，在网络中为其它客户机提供计算或者应用服务。服务器是网络资源管理和共享的核心，运行网络操作系统、存储和管理网络中的共享资源、为用户提供应用程序服务、对网络活动进行监督及控制。

公司业务范围内的服务器包括通用服务器、人工智能服务器、刀片服务器、关键业务服务器、边缘服务器等，同时公司也作为 HPE 品牌服务器产品和技术服务在中国的独家提供商为国内客户提供解决方案。

图 23：新华三服务器产品矩阵



资料来源：公司官网，财信证券

图 24：HPE 服务器产品矩阵

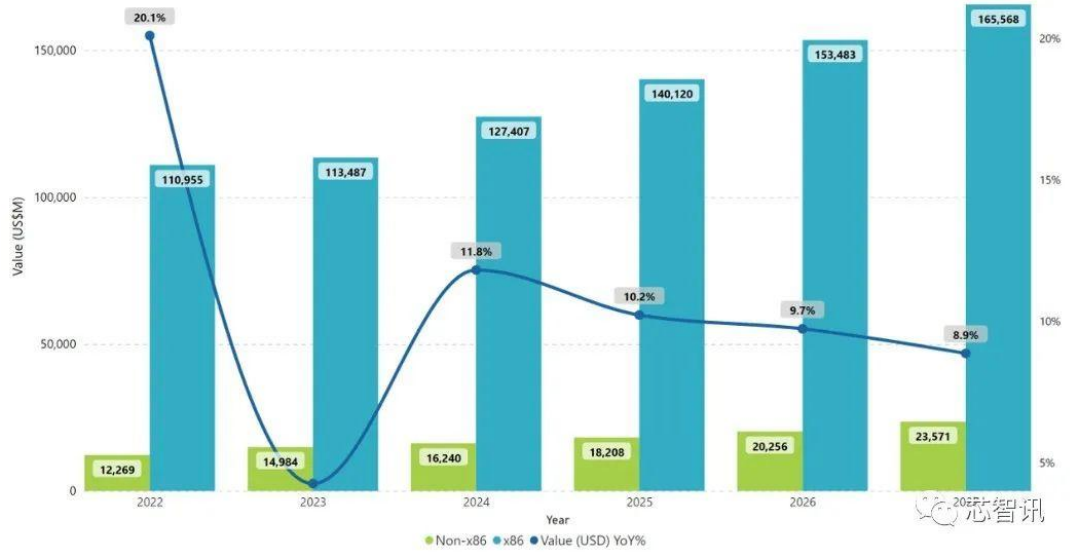


资料来源：公司官网，财信证券

x86 服务器增速放缓，非 x86 服务器高速增长。根据 IDC 的数据，2023 年 x86 服务器市场增长放缓，销售额同比仅增长了 2.3% 至 1109.55 亿美元；非 x86 服务器市场表现

继续强劲，销售额仍保持了高达 22.1% 的同比增长，达到了 149.84 亿美元。到 2027 年，x86 服务器的销售额增长至 1655.68 亿美元，非 x86 服务器的销售额也将增长至 235.71 亿美元。

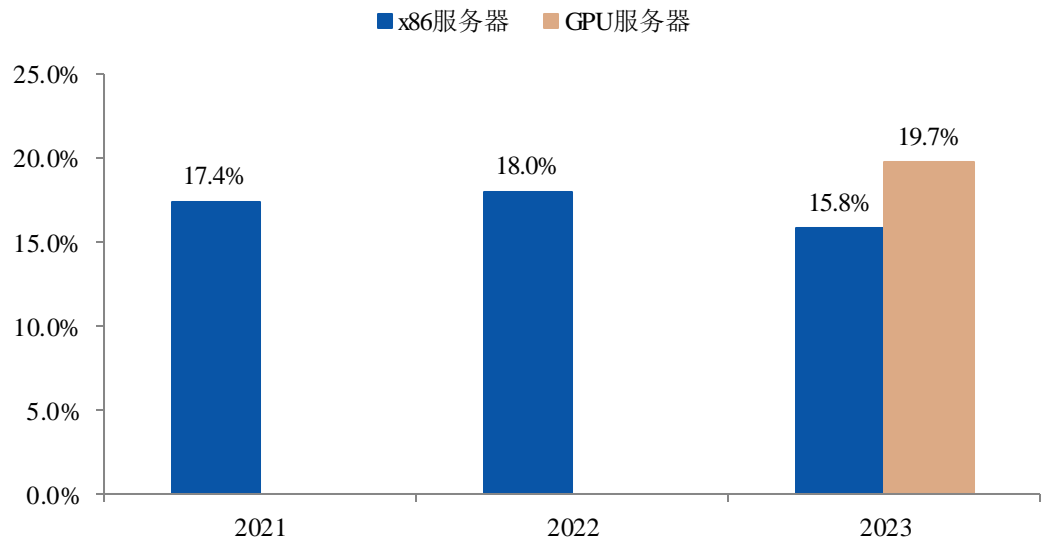
图 25：2022-2017 年全球服务器市场规模（百万美元）



资料来源：芯智讯公众号，IDC，财信证券

x86 和 GPU 服务器市占率均位列市场第二。根据公司财报引用 IDC 数据，2021 年-2023 年，新华三在中国 x86 服务器市场份额分别为 17.4%、18.0%、15.8%，保持市场份额第二；2023 年，在中国 GPU 服务器市场份额 19.7%，位列市场第二。

图 26：新华三服务器份额变化



资料来源：公司财报，IDC，财信证券

存储：

存储是一种利用半导体、磁性介质等技术制成的存储数据的电子设备。新华三主要提供企业级存储，是指面向大型企业和组织的，用于存储和管理企业数据的专业级存储设备和系统，通常具有以下特点：可扩展性、高性能、高可靠性、数据保护和安全性、

管理和监控能力。

公司业务范围内的存储产品包括存储阵列、分布式存储、超融合、数据备份与保护、存储网络设备等，满足各行业用户的存储需求，同时公司也作为 HPE 品牌存储产品和技术服务在中国的独家提供商为国内客户提供解决方案。

图 27：新华三存储产品矩阵



图 28：HPE 存储产品矩阵



资料来源：公司财报，财信证券

资料来源：公司财报，财信证券

存储份额稳居前三。根据公司财报引用 IDC 数据，2021 年-2023 年，新华三在中国存储市场份额分别为 12.5%、12.3%、9.1%，持续保持市场份额前三。

3 未来看点

3.1 网络设备：AIGC 拉动高性能数据中心网络需求，以太网渗透率有望上行

高性能数据中心网络是保障 AI 大模型训练效率的关键。根据百度智能云，支持 AI 训练的高性能网络有三大目标：1) 超大规模：GPU 卡集群规模的大小直接决定了模型训练的快慢；2) 超高带宽：Allreduce（数据同步）的带宽直接决定了大规模分布式下的整体效率，90%的加速比（多卡训练下的单卡吞吐量平均指标除以单卡训练下的吞吐量平均指标）情况下，单 GPU 的 AllReduce 带宽则需要做到 20GB/s，相当于单 GPU 跑满 400G 网卡；3) 超长稳定：单个分布式任务的总体运行时间受最慢参与节点的运行时间所制约，并且模型训练时长较长，所以长时间下的稳定性非常重要。因此，满足超大规模、超高带宽以及超长稳定的高性能网络对于 AI 训练场景来说至关重要。

图 29：大模型训练对网络的要求



资料来源：百度智能云，财信证券

RDMA 技术广泛适用于高性能数据中心网络。面对高性能计算、大数据分析等数据中心场景，传统的 TCP/IP 软硬件架构及应用存在着网络传输和数据处理的延迟过大、存在多次数据拷贝和中断处理、复杂的 TCP/IP 协议处理等问题。RDMA (Remote Direct Memory Access, 远程直接内存访问) 是一种为了解决网络传输中服务器端数据处理延迟而产生的技术。RDMA 技术能直接通过网络接口访问内存数据，无需操作系统内核的介入。这种允许高吞吐、低延迟的网络通信，尤其适合在大规模并行计算机集群中使用。

图 30：RDMA 对比 TCP/IP

图1 传统 TCP/IP 数据传输过程

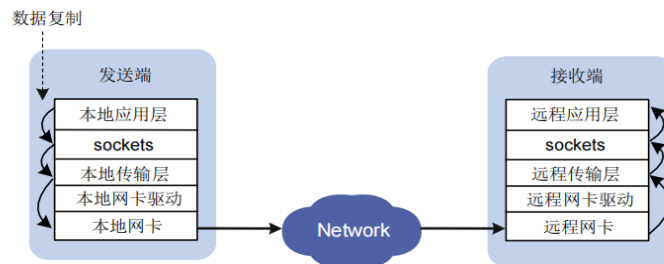
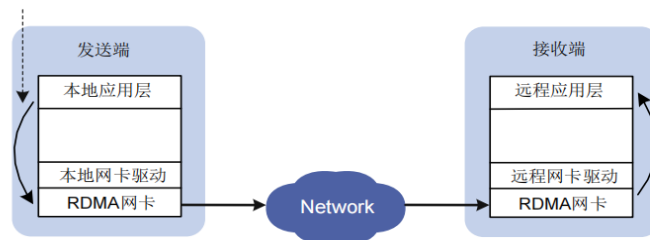


图2 RDMA 数据传输过程



资料来源：华为文档中心，财信证券

目前业界主流的 RDMA 网络方案有 Infiniband 和 RoCE:

Infiniband (简称 IB) : IB 网络在提出之初便是为高性能计算场景来设计的，因此

其网络架构和协议设计均和传统以太网有所区别。IB 交换机上不运行任何路由协议，整个 IB 网络的转发表是由集中式的子网管理器进行计算并统一下发。IB 为 RDMA 技术设计了全新的传输层协议，在网络层和链路层也使用了为 IB 网络设计的 GID 和 LID 来进行寻址。IB 的网络技术体系是封闭的，IB 网络设备并不兼容以太网的网络设备，因此其具有建设成本和维护成本高的弊端，需要专用的 IB 网卡和 IB 交换机，成本较高。

RoCE (RDMA over Converged Ethernet) : RoCE 网络在保留 IB 传输层的同时，成功地将 RDMA 技术迁移到传统以太网上。既发挥了 RDMA 的高性能特性，又能够使用传统以太网的各种网络设备与协议来搭建完整的 RoCE 网络，实现高性能通信。RoCE 网络可以兼容现有以太网交换机，服务器需要使用 RoCE 网卡，因此搭建 RoCE 网络所需的成本要低于搭建 IB 网络，在性能方面相较于 IB 网络略显不足。

表 4：三种 RDMA 网络对比

	InfiniBand	iWARP	RoCE
性能	最好	稍差（受 TCP 影响）	与 InfiniBand 相当
成本	高	中	低
稳定性	好	差	较好
交换机	IB 交换机	以太网交换机	以太网交换机

资料来源：华为文档中心，财信证券

IB 是仍是高密度 AI 训练集群的最优解，以太网 (RoCE) 的生态基础和性价比更优。 IB 网络原生支持 RDMA，在延迟、带宽、吞吐量等方面都要强于以太网，缺点主要在于成本较高、兼容性较弱等方面。而以太网的优势主要在于：1) 性价比。同样规模大小的 AIGC 集群使用以太网 (RoCE) 组网的成本要比 IB 组网的成本低 50% 左右；2) 兼容性和通用性。以太网 (RoCE) 的生态基础更加深厚，具有很好的兼容性和通用性，以太网下的 AIGC 集群可以无缝衔接现有的公有云集群，使用统一运维团队，并且可以使用来自不同供应商的硬件。3) 扩展性。以太网支持更大规模的网络扩展，可以适应不断增长的计算需求。NVIDIA 的 Spectrum-X 以太网交换机提供了 128 个 400G 端口，而 InfiniBand 的 Quantum-2 交换机只有 64 个 400G 端口。根据咨询机构 semianalysis 的分析，IB 方案下仅能完成 65536 个 H100 的完全互联，而以太网方案可以实现十万个 H100 的完全互联。因此一个完全互连的 10 万个 GPU 的集群可以是 3 层而不是 4 层结构。随着以太网 (RoCE) 的进一步调优，以及推理需求占比的进一步提升，以太网 (RoCE) 的渗透率有望进一步提升。

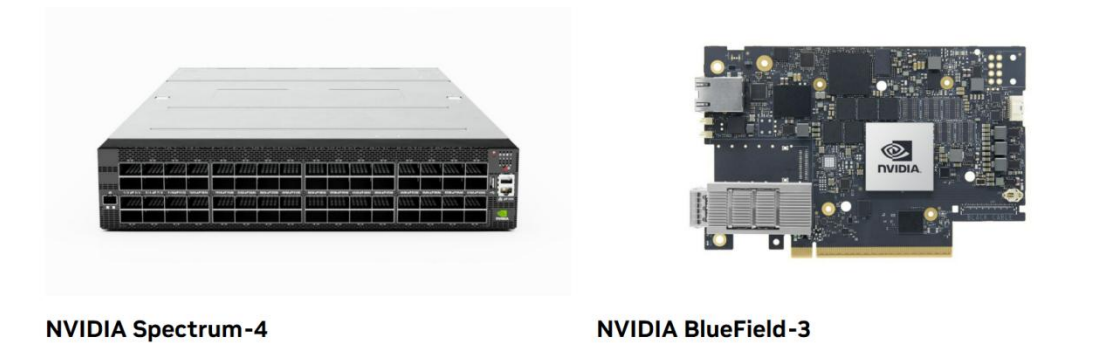
图 31：以太网（RoCE）组网成本比 IB 组网成本低 50% 左右

Cluster Total IT Equipment Cost - 98,304 H100 GPU Cluster				
	InfiniBand 32k Islands 7:1 oversubscription	NVIDIA Spectrum-X 32k Islands 7:1 oversubscription	InfiniBand 24k Islands Non-Rail Optimized Frontend Cross-Island Network	Broadcom Tomahawk5 32k Islands 7:1 oversubscription
Tier 1 Switches	3,072	1,536	3,072	1,536
Tier 2 Switches	3,072	1,536	3,072	1,536
Tier 3 Switches	3,072	96	1,536	96
Tier 4 Switches	192	0	0	0
Total Switch Quantity	9,408	3,168	7,680	3,168
Total Switch Cost (USD M)	\$207.0	\$136.2	\$169.0	\$79.2
400G Single-Port Multimode Transceivers	98,304	98,304	0	98,304
800G Twin-Port Multimode Transceivers	245,760	147,456	196,608	147,456
800G Single Mode Transceivers	6,144	6,144	0	6,144
DAC Copper Cables	0	0	98,304	0
Total Transceiver and Cabling Cost (USD M)	\$426.4	\$298.6	\$275.3	\$130.9
HGX H100 Server	12,888	12,888	12,888	12,888
Cost Per H100 Server	\$269,000	\$271,400	\$269,000	\$269,000
Total Server Cost (USD M)	\$3,466.9	\$3,497.8	\$3,466.9	\$3,466.9
Total Switch Cost (USD M)	\$207.0	\$136.2	\$169.0	\$79.2
Total Transceiver and Cabling Cost (USD M)	\$426.4	\$298.6	\$275.3	\$130.9
Total GPU Fabric Network Cost (USD M)	\$633.4	\$434.8	\$444.2	\$210.1
Total Server Cost (USD M)	\$3,466.9	\$3,497.8	\$3,466.9	\$3,466.9
Total IT Equipment Cost (USD M)	\$4,100.2	\$3,932.6	\$3,911.1	\$3,676.9

资料来源：semianalysis，财信证券

英伟达推出适用于以太网的 Spectrum-X 平台，2024 财年以太网收入有望达到数十亿美元。根据英伟达 2023 年业绩说明会，英伟达将会推出采用 Spectrum-4 交换机和 BlueField-3 DPU 的 NVIDIA Spectrum-X 以太网平台，帮助仅支持以太网的数据中心也能接入大规模 AI，预计 2024 财年的以太网相关收入将从零到数十亿美元级别。

图 32：NVIDIA Spectrum-X 网络平台



资料来源：英伟达官网，财信证券

新华三交换机底蕴深厚，有望充分受益高性能以太网络需求激增。根据公司财报引用 IDC 数据，2021 年-2023 年，新华三在中国以太网交换机市场份额分别为 35.2%、33.6%、32.9%，持续保持市场份额第二。

业界首发 800G CPO 硅光交换机，产品研发实力优异。新华三在业界首发 800G CPO 硅光交换机，单芯片 51.2T 交换能力，支持 64 个 800G 端口，并融合 CPO 硅光技术、液冷散热设计、智能无损等先进技术，全面实现智算网络高吞吐、低时延、绿色节能三大需求，适用于 AIGC 集群或数据中心高性能核心交换等业务场景中。新华三 800G CPO 硅光交换机可支撑单个 AIGC 集群规模突破 3.2 万台节点，较上一代 400G 组网规模大幅

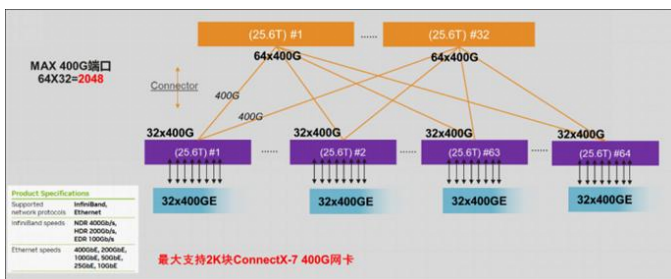
提升。比如规划一张 8K 个 GPU 卡的 AIGC 训练网络，每张卡 1 个 400G 端口，在 1:1 收敛比的情况下，使用 64 端口的 400G 交换机盒盒组网，2 级 Spine-Leaf 架构，单 POD 最多仅支持 2K 的端口接入，此时需要使用 3 级组网架构才可满足用户需求；而使用 800G 交换机组网，2 级 Spine-Leaf 架构下，单 POD 最多支持 8K 的 400G 接入，即可满足用户需求。800G 交换机在完全满足大规模 AIGC 集群无阻传输需求的基础上，能够进一步提升单集群的网络规模，从而最大程度保障 AIGC 集群的运算效能。

图 33：新华三 800G CPO 硅光交换机



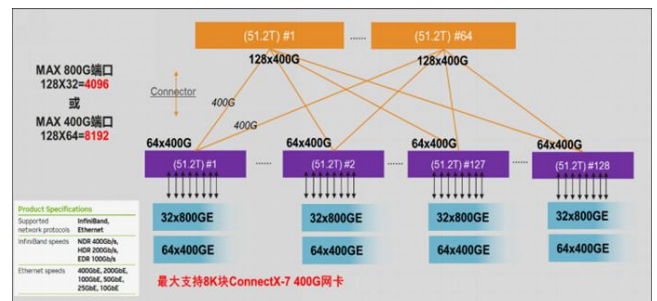
资料来源：新华三官网，财信证券

图 34：单 POD 400G 组网最大规模为 2K 左右



资料来源：新华三官网，财信证券

图 35：单 POD 800G 组网最大规模达到 8K 左右



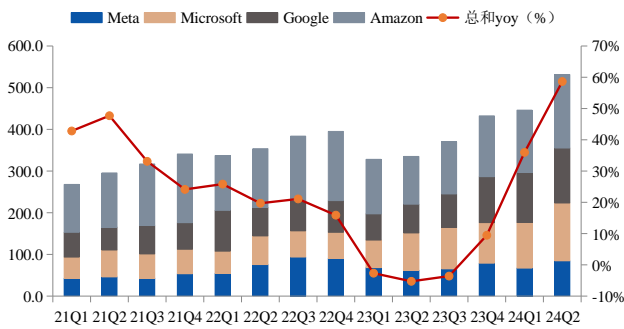
资料来源：新华三官网，财信证券

3.2 计算存储：AIGC 引领 AI 算力景气度上行

北美云厂商 Capex 增速新高，算力投入仍有保障。北美四大云厂商发布 24Q2 财报，合计资本支出同比增长 59%，环比增长 19%，24 年全年资本支出指引维持乐观。Meta、Microsoft、Google 和 Amazon 24Q2 的资本支出合计 531 亿元，同比增长 59%，环比增长 19%，增速达到近 4 年新高。AI 算力景气度持续得到验证，虽然近期有投资者担心算力投入和现金流成长的匹配度问题，但我们认为 1) 在此阶段算力投资的军备竞赛仍是第一要务，根据 Google 的 CEO 所言，公司认为在现阶段对于 AI 基础设施投资不足的风险远远大于投资过剩的风险。2) 当下 AI 业务暂未产生较多正现金流的情况下，各云厂商

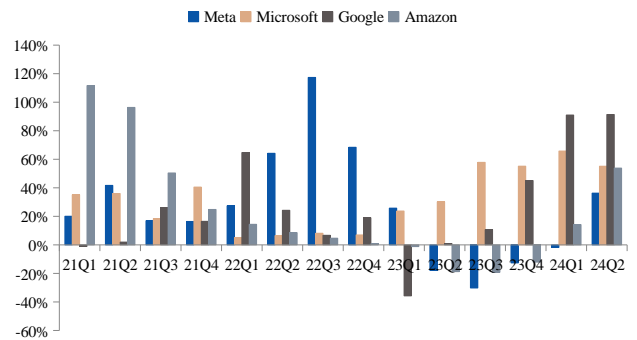
的现金流也足以覆盖未来 1-2 年的算力投资高增速，24Q2 四大云厂商合计经营性现金流 1085 亿元，回购股份 262 亿元，股息支付 93 亿元，资本支出 531 亿元，三者合计占用经营性现金流的 82%，现金流仍然比较充沛。考虑未来几年资本开支的可持续性：1) 假设 2024 年四大云厂商经营性现金流同比 2023 年增长 15%，达到 4145 亿元；回购和股息支付比例不变，而资本开支维持 50% 的增速达到 2198 亿元，2024 年全年仍将维持 500 亿元左右的现金流冗余。2) 根据各云厂商的业绩指引，假设 2025/2026 年四大云厂商的经营性现金流维持 15% 同比增速，且回购股份和股息支付比例不变，而资本开支维持 30% 的增速，预计 2025 年的现金流冗余为 295 亿元；2026 年的现金流冗余为 -89 亿元，回购+股息+资本支出的现金流与经营性现金流基本持平。根据以上测算，从保障一定现金流冗余以及股份回购+股息支付的稳定性等角度出发，北美四大云厂商在 2024-2025 年还有足够的能力和意愿维持算力投资的高增速，我们在当期仍然看好 AI 高强度投资给 AI 算力产业链带来的业绩增长；后续在 2026 年或之后的某个阶段，各云厂商的经营策略、包括市场的考察重心将转向 AI 带来的收入增速和投资强度的匹配。

图 36: 21Q1-24Q2 北美四大云厂商资本开支 (亿美元) 与合计资本开支同比增速 (%)



资料来源: Meta、Microsoft、Google 和 Amazon 财报, 财信证券

图 37: 21Q1-24Q2 北美四大云厂商资本开支同比增速 (%)



资料来源: Meta、Microsoft、Google 和 Amazon 财报, 财信证券

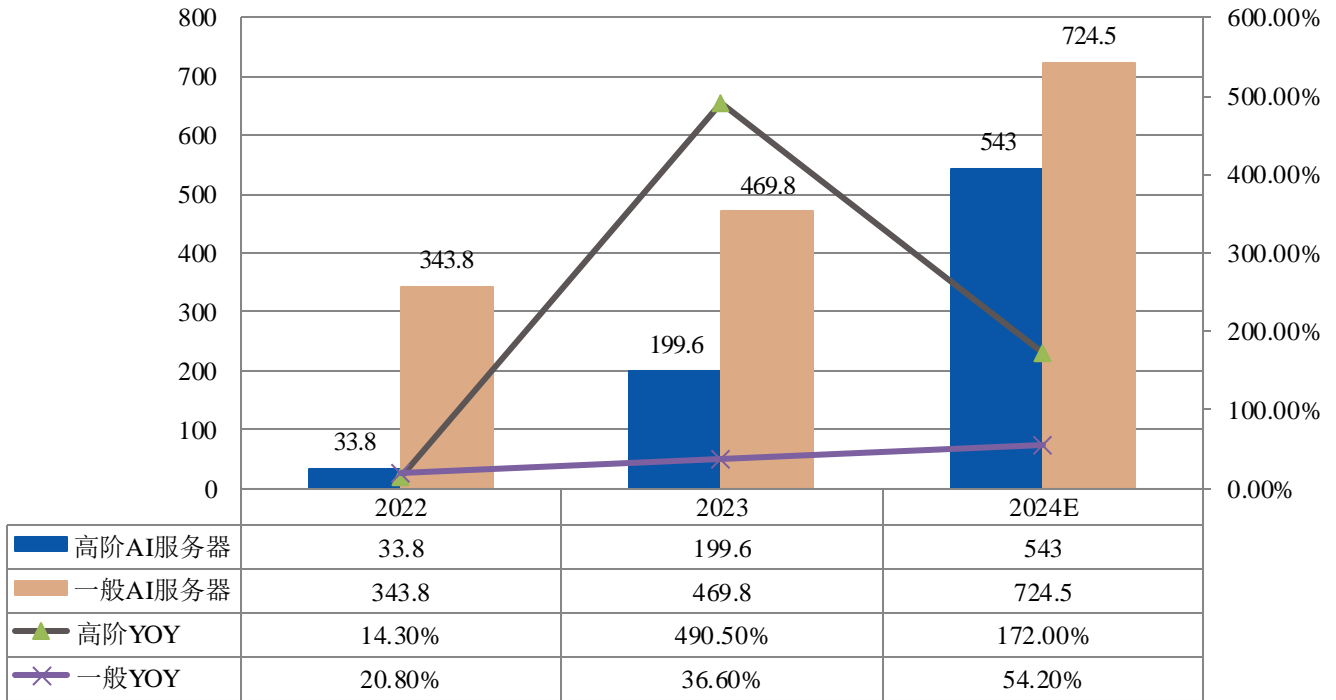
表 5: 2020-2026E 北美四大云厂商经营性现金流、回购股份、股息支付和资本支出 (分年度, 单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	2379.63	2795.71	2731.08	3604.52	2074.86	4145.20	4766.98	5482.02
回购股份	635.49	1240.36	1218.63	1013.23	611.10	1165.21	1340.00	1541.00
股息支付	158.27	172.93	189.64	207.38	161.51	238.49	274.26	315.40
资本支出	900.34	1221.19	1469.57	1465.48	977.58	2198.22	2857.69	3714.99
现金流冗余	685.53	161.23	-146.76	918.43	324.67	543.28	295.03	-89.36
回购+股息+资本支出 (%)	71.19%	94.23%	105.37%	74.52%	84.35%	86.89%	93.81%	101.63%
回购+股息 (%)	33.36%	50.55%	51.56%	33.86%	37.24%	33.86%	33.86%	33.86%

资料来源: iChoice, Meta、Microsoft、Google 和 Amazon 财报及电话会, 财信证券

24 年 AI 服务器有望快速放量。根据咨询机构 Digitimes 数据，2023 年全球高阶 AI 服务器出货 19.96 万台，一般 AI 服务器出货 46.98 万台。该机构预测 2024 年全球高阶 AI 服务器出货 54.3 万台，较 2023 年增长 172%；一般 AI 服务器出货 72.5 万台，较 2023 年增长 54.2%。

图 38：2022-2024 年 AI 服务器出货量变化及预测



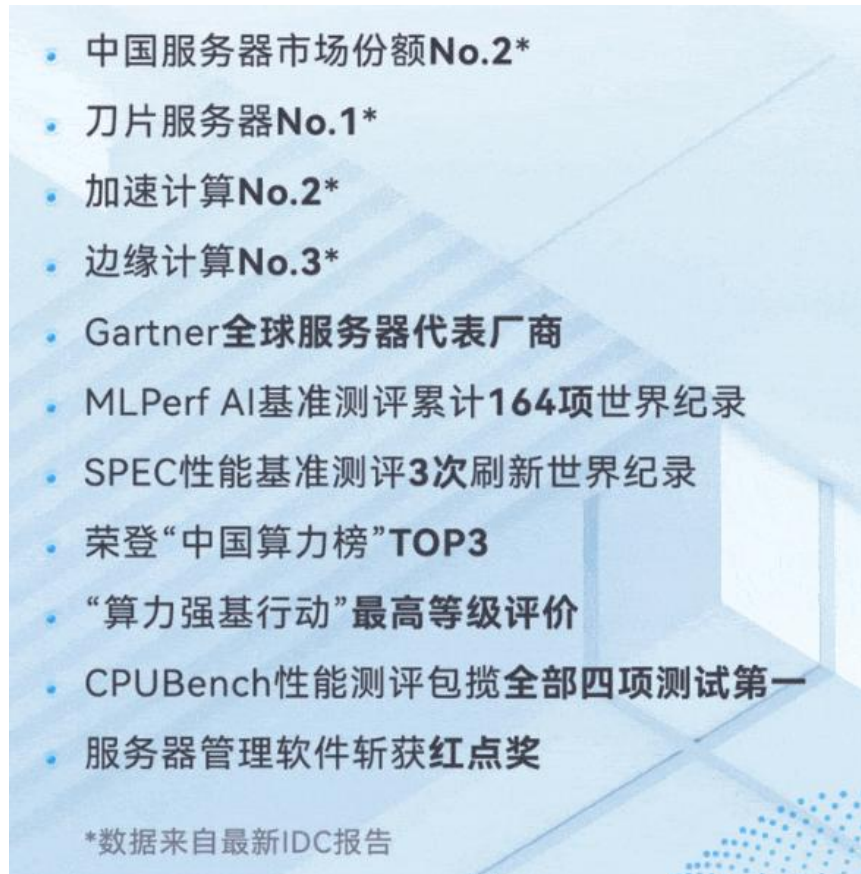
资料来源：Digitimes，财信证券

注：高阶AI服务器定义为单一系统配备4颗以上，带有HBM AI加速器的机种；一般AI服务器则指单一系统配备2颗以上，无HBM AI加速器的机种

新华三多元布局智能算力，与上游芯片厂商保持深度合作关系。AI算力层面，公司推出多款GPU训练和推理服务器以及对应的液冷机型，并且与上游主流的CPU和GPU厂商形成了深度合作关系。软件层面，公司推出了AI一站式开发平台——傲飞算力平台，实现对AI和科学计算资源的一体化管理，集成40多种AI领域常用大模型，提供从数据处理、模型训练、调优、评估、推理的AI全流程开发服务，打通大模型各环节的端到端业务流程。绿色算力层面，公司发布“ALL in Green”战略，推出了液冷系统一体化解决方案和液冷数据中心基础设施解决方案，提供了全计算平台液冷服务器产品，包括通用计算、异构计算、科学计算等，网络设备也有提供液冷的核心路由器以及液冷接入交换机。

公司服务器市场份额领先，充分受益AI算力高景气度。2023年公司服务器市场整体份额排名第二，其中刀片服务器市场份额第一，加速计算服务器市场份额第二，边缘计算服务器市场份额第三，并且入选Gartner全球服务器代表厂商，在MLPerf AI基准测试中累计164项世界纪录。

图 39：新华三计算存储业务 2023 年进展汇总

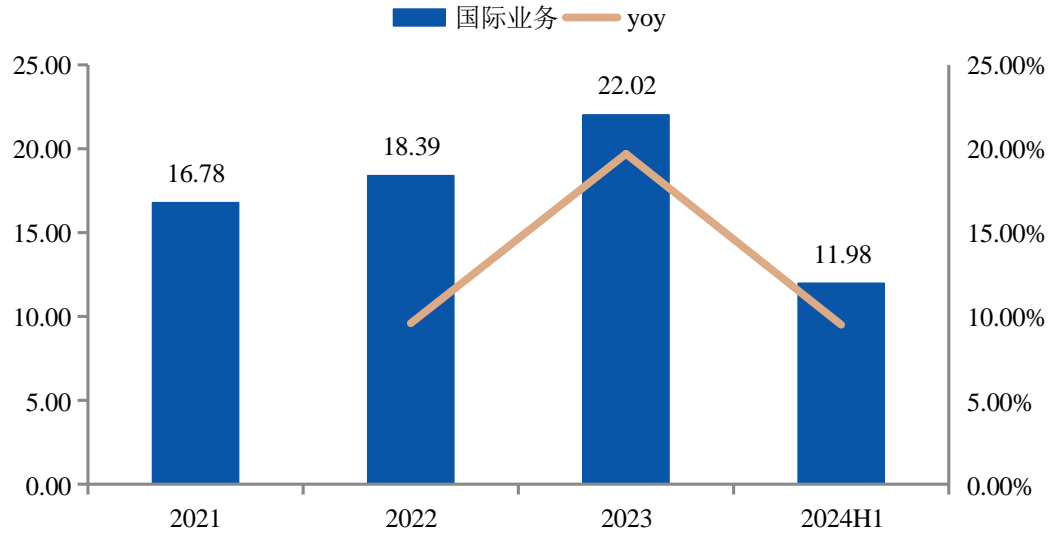


资料来源：新华三公众号，财信证券

3.3 海外业务：打造第二增长曲线

海外业务增速喜人，H3C 自主品牌快速成长，重点市场放量增长。2023 年新华三发布全新海外战略，围绕生态系统、人才赋能和技术创新三方面助力海外国家及地区实现数字化转型的“本地化”。截至 2024 年上半年，新华三已在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区设立 17 个海外分支机构。在日本等成熟市场，新华三营收实现双位数增长，并成功助力互联网、教育、医疗等关键行业的数字化转型与升级；在东南亚、中亚、中东、非洲、拉美等关键市场，新华三也实现显著增长，与当地地方政府、教育、医疗、运营商、企业等在数字化转型领域广泛合作。2024H1 新华三实现海外收入 11.98 亿元，同比增长 9.51%；其中 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务营业收入为 4.16 亿元，同比增长 61.22%。

图 40：2021-2023 年新华三国际业务收入及增速



资料来源：公司财报，财信证券

持续加大海外布局，打造第二增长曲线。未来面向欧洲等潜力市场，新华三正计划扩大投资并加强市场布局。在巴塞罗那等欧洲战略节点城市设立新的区域办公室，扎根西班牙市场，并向其他欧洲国家进一步拓展。

通过在现有各国做深做强、加大新产品在国际市场的导入、拓展潜力市场、拓展新的 OEM 合作伙伴和完善分销市场策略等方式，新华三有望将海外业务打造为第二增长曲线。

4 盈利预测和估值

由于公司暂未发布新华三 30% 股权并表后的财报，在此暂不考虑 2024Q4 并表后的影响。

4.1 盈利预测

我们分别对新华三和其他子公司进行收入和毛利率预测：

1、新华三：

预计 2024-2026 年收入同比增长 12%/14%/13%，毛利率为 24.8%/24.1%/23.8%。

1) 网络设备：受益于 AIGC 高性能网络建设和下游需求温和复苏

交换机：预计 2024-2026 年收入同比增长 15%/12%/10%，毛利率为 49%/48.5%/48%。

路由器：预计 2024-2026 年收入同比增长 19%/20%/11%，毛利率为 35.5%/34.7%/34.2%。

无线：预计 2024-2026 年收入同比增长 11%/9%/12%，毛利率为 47.3%/46.5%/46.1%。

2) 计算存储：AI 算力建设景气度持续上行，国产芯片替代大势所趋

预计 2024-2026 年收入同比增长 10%/15%/14%，毛利率为 13%/12.5%/12.5%。

3) 安全：政策加持信创替代加速，智能驾驶和数据要素有望带来新的安全需求

预计 2024-2026 年收入同比增长 12%/14%/15%，毛利率为 46%/46%/46%。

4) 海外业务：公司持续深化全球化布局，有望打造第二增长极

预计 2024-2026 年收入同比增长 35%/86%/83%，毛利率为 42.5%/31.9%/28.8%。

2、其他子公司：随着下游需求转暖而温和复苏

预计紫光数码、紫光软件、紫光云和其他子公司 2024-2026 年收入同比增长 6%/6%/6%，毛利率为 6%/6%/6%。

表 6：公司业务拆分

整体（单位：亿元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	740.58	773.08	824.17	918.01	1018.94
yoy	9.49%	4.39%	6.61%	11.39%	10.99%
毛利率	20.64%	19.60%	20.18%	20.40%	21.34%
其中：新华三：					
国内业务：	479.71	497.37	555.25	632.97	716.79
yoy	12.42%	3.68%	11.64%	14.00%	13.24%
毛利率	27.25%	25.38%	24.78%	24.12%	23.76%
网络设备：交换机	108.63	104.97	121.04	135.56	149.49
yoy	7.53%	-3.37%	15.30%	12.00%	10.28%
毛利率	52.81%	50.35%	49.00%	48.50%	48.00%

网络设备：路由器	22.20	21.44	25.57	30.74	34.15
yoy	4.14%	-3.39%	19.25%	20.20%	11.12%
毛利率	39.71%	35.99%	35.49%	34.69%	34.19%
网络设备：无线	22.68	22.62	25.10	27.28	30.51
yoy	12.03%	-0.24%	10.95%	8.71%	11.83%
毛利率	48.39%	47.82%	47.32%	46.52%	46.12%
计算存储	306.66	328.19	361.01	413.59	472.89
yoy	14.98%	7.02%	10.00%	14.57%	14.34%
毛利率	14.19%	13.88%	13.00%	12.50%	12.50%
安全	19.54	20.14	22.54	25.79	29.73
yoy	12.08%	3.06%	11.90%	14.44%	15.27%
毛利率	51.33%	46.07%	46.07%	46.07%	46.07%
海外业务	18.39	22.02	29.62	55.01	100.50
yoy	9.59%	19.70%	34.54%	85.72%	82.68%
毛利率	50.24%	45.99%	42.49%	31.85%	28.82%
新华三合计	498.10	519.39	584.87	687.98	817.28
yoy	12.30%	4.30%	12.61%	17.63%	18.79%
毛利率	28.10%	26.30%	25.67%	24.74%	24.38%
其中：其他子公司：	242.47	253.69	268.91	285.05	302.15
yoy	-2.87%	4.63%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	5.32%	5.87%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：ifind，公司财报，公司资产购买报告书，财信证券

综上，在不考虑 Q4 并表的情况下，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 824.17/918.01/1018.94 亿元，同比增长 6.61%/11.39%/10.99%，毛利率分别为 20.18%/20.40%/21.34%；实现归母净利润 23.39/28.69/35.68 亿元，同比增长 11.24%/22.63%/24.38%，对应 EPS 为 0.82/1.00/1.25 元，对应当前价格的 PE 为 24/19/16 倍。

4.2 估值分析

为了更好地反映公司各业务线发展空间与潜力，我们采取 SOTP 分部估值方法进行估值分析。

网络设备：预计新华三的网络设备业务实现净利润 20.80 亿元，按 51% 股权计算对应归母净利润 10.61 亿元，考虑到公司网络设备产品竞争力较强，市占率常年位居前二，有望充分收益 AIGC 所推动的网络架构升级，结合同类网络设备公司的估值情况，给予该部分业务 35xPE，对应 371 亿元市值。

计算存储：预计新华三的计算存储业务实现净利润 12.16 亿元，按 51% 股权计算对应归母净利润 6.20 亿元，考虑到公司计算存储设备竞争力位于第一梯队，且已与多家国产 AI 芯片厂商形成了深度合作关系，有望充分受益 AI 算力军备竞赛与国产 AI 芯片替代，结合同类计算存储设备公司的估值情况，给予该部分业务 23xPE，对应 143 亿元市值。

安全：预计新华三的安全业务实现净利润 2.69 亿元，按 51% 股权计算对应归母净利

润 1.37 亿元，考虑到同类网络安全公司的估值情况，给予该部分业务 45xPE，对应 62 亿元市值。

海外业务：预计新华三的海外业务实现净利润 3.26 亿元，按 51% 股权计算对应归母净利润 1.66 亿元，考虑公司国际业务主要覆盖网络设备和计算存储设备，且当前收入占比较小，未来发展空间与潜力较大，给予该部分业务 40xPE，对应 66 亿元市值。

紫光云&软件及其他：预计紫光云&软件及其他子公司实现净利润 1.02 亿元，对应归母净利润 1.02 亿元，考虑到同类软件开发与云公司的估值情况，给予该部分业务 25xPE，对应 31 亿元市值。

紫光数码：预计紫光数码实现净利润 2.52 亿元，对应归母净利润 2.52 亿元，考虑到同类 ICT 分销公司的估值情况，给予该部分业务 12xPE，对应 30 亿元市值。

综上，通过上述 SOTP 分部估值方法分析，不考虑公司本次股份收购的影响，给予公司 2024 年合理市值 698 亿元（暂不考虑 Q4 并表），对应目标价 24.40 元。当前股权收购已经落地，公司价值有望进一步提升。考虑到并表影响带来的业绩增厚会在未来几个季度逐步体现，且 150 亿左右的现金支出所带来对应的财务费用会跟并表业绩增厚产生一定的对冲，我们待未来业绩增厚程度得到确认后再按照并表后的实际财务情况调整盈利预测和估值。**维持公司“买入”评级。**

表 7：公司分部估值情况

	24E 净利润	24E 归母净利润（暂不考虑 Q4 并表）	PE	市值
网络设备	20.80	10.61	35	371
计算存储	12.16	6.20	23	143
安全	2.69	1.37	45	62
国际业务	3.26	1.66	40	66
紫光云&软件等其他	1.02	1.02	25	26
紫光数码	2.52	2.52	12	30
紫光股份总和	42.46	23.39		698

资料来源：ifind，公司财报，公司资产购买报告书，财信证券

表 8：可比公司估值情况（截至 9 月 24 日）

网络设备		市值(亿元)	归母净利润				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301165.SZ	锐捷网络	182.22	4.01	4.92	6.49	8.15	45.42	37.03	28.07	22.36
301191.SZ	菲菱科思	44.91	1.44	1.75	2.40	3.20	31.11	25.68	18.69	14.05
600498.SH	烽火通信	176.40	5.05	6.95	9.18	11.40	34.91	25.39	19.21	15.47
平均值							37.14	29.37	21.99	17.29
计算存储		市值(亿元)	归母净利润				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000977.SZ	浪潮信息	493.17	17.83	21.46	26.10	31.04	27.66	22.99	18.89	15.89
603019.SH	中科曙光	559.41	18.36	21.86	26.44	31.48	30.47	25.60	21.16	17.77
601138.SH	工业富联	4088.82	210.40	254.38	312.98	363.77	19.43	16.07	13.06	11.24
平均值							25.86	21.55	17.70	14.97
安全		市值(亿元)	归母净利润				市盈率 PE			

			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002439.SZ	启明星辰	166.67	7.41	8.21	10.26	12.54	22.49	20.31	16.25	13.29
300454.SZ	深信服	189.98	1.98	2.69	3.94	5.29	96.03	70.56	48.28	35.91
688561.SH	奇安信	158.14	0.72	2.13	3.37	5.00	220.40	74.21	46.98	31.64
002268.SZ	电科网安	121.78	3.49	4.34	5.33	6.54	34.92	28.06	22.85	18.63
	平均值						112.97	48.29	33.59	24.87
紫光云&软件		市值(亿元)	归母净利润				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603927.SH	中科软	140.78	6.55	7.34	8.41	9.87	21.50	19.18	16.74	14.26
002368.SZ	太极股份	99.41	3.75	4.32	5.54	7.43	26.49	23.04	17.93	13.37
300075.SZ	数字政通	76.27	1.34	1.85	2.41	3.05	56.76	41.16	31.65	24.98
	平均值						34.92	27.79	22.11	17.54
紫光数码		市值(亿元)	归母净利润				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000034.SZ	神州数码	168.60	11.72	14.12	17.01	20.22	14.39	11.94	9.91	8.34
	平均值						14.39	11.94	9.91	8.34

资料来源: wind, 财信证券

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	740.58	773.08	824.17	918.01	1,018.94	营业收入	740.58	773.08	824.17	918.01	1,018.94
减: 营业成本	587.72	621.58	657.87	730.71	801.53	增长率(%)	9.49	4.39	6.61	11.39	10.99
营业税金及附加	2.94	2.83	3.42	4.03	4.78	归属母公司股东净利润	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68
营业费用	42.51	42.87	49.56	53.62	59.68	增长率(%)	0.48	-2.54	11.24	22.63	24.38
管理费用	9.64	13.92	11.59	12.41	13.60	每股收益(EPS)	0.75	0.74	0.82	1.00	1.25
研发费用	52.99	56.43	59.93	64.86	72.45	每股股利(DPS)	0.00	0.14	0.09	0.11	0.13
财务费用	6.34	7.71	2.33	2.81	3.42	每股经营现金流	1.28	-0.78	2.92	1.87	2.35
减值损失	-8.46	-7.31	-7.10	-8.06	-9.21	销售毛利率	0.21	0.20	0.20	0.20	0.21
加: 投资收益	0.21	1.39	0.06	0.20	0.21	销售净利率	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
公允价值变动损益	0.27	-0.75	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.07	0.06	0.06	0.07	0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.11	0.11	0.09	0.11	0.13
营业利润	41.60	36.78	46.52	57.54	72.40	市盈率(P/E)	25.87	26.55	23.86	19.46	15.65
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	1.75	1.64	1.55	1.45	1.34
利润总额	42.20	37.60	46.52	57.54	72.40	股息率(分红/股价)	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
减: 所得税	4.78	0.76	4.06	5.08	6.46	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	37.42	36.85	42.47	52.47	65.94	收益率					
减: 少数股东损益	15.84	15.82	19.07	23.78	30.26	毛利率	20.64%	19.60%	20.18%	20.40%	21.34%
归属母公司股东净利润	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68	三费/销售收入	7.90%	8.34%	7.70%	7.50%	7.53%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	6.55%	5.86%	5.93%	6.57%	7.44%
货币资金	106.69	147.11	164.83	213.04	275.16	EBITDA/销售收入	7.49%	6.72%	7.29%	7.84%	8.59%
交易性金融资产	14.29	3.14	3.14	3.14	3.14	销售净利率	5.05%	4.77%	5.15%	5.72%	6.47%
应收和预付款项	159.83	183.39	177.49	197.70	219.44	资产获利率					
其他应收款(合计)	4.05	7.29	4.94	5.50	6.10	ROE	6.78%	6.20%	6.49%	7.43%	8.54%
存货	202.75	279.35	248.42	275.93	302.67	ROA	2.91%	2.41%	2.76%	3.06%	3.42%
其他流动资产	19.51	16.18	20.26	22.57	25.05	ROIC	10.82%	10.68%	8.58%	10.96%	13.16%
长期股权投资	1.12	1.09	1.09	1.09	1.09	资本结构					
金融资产投资	3.11	2.36	2.36	2.36	2.36	资产负债率	48.92%	54.11%	48.06%	47.54%	46.53%
投资性房地产	2.10	2.01	1.75	1.48	1.21	投资资本/总资产	56.02%	59.53%	59.20%	55.91%	52.51%
固定资产和在建工程	24.37	25.34	24.46	23.32	21.91	带息债务/总负债	14.91%	26.34%	16.46%	15.61%	14.98%
无形资产和开发支出	176.89	181.10	174.24	167.37	160.51	流动比率	1.52	1.62	1.91	2.00	2.10
其他非流动资产	25.92	24.28	25.27	24.87	24.87	速动比率	0.83	0.82	1.04	1.13	1.23
资产总计	740.63	872.64	848.25	938.38	1,043.52	股利支付率	0.00%	19.04%	10.79%	10.79%	10.79%
短期借款	41.75	62.83	1.21	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	80.96%	89.21%	89.21%	89.21%
交易性金融负债	0.00	0.21	0.21	0.21	0.21	资产管理效率					
应付和预收款项	175.71	179.22	192.49	213.80	234.52	总资产周转率	1.00	0.89	0.97	0.98	0.98
长期借款	12.27	61.55	65.90	69.62	72.76	固定资产周转率	32.39	31.91	34.75	39.99	46.50
其他负债	132.61	168.40	147.88	162.48	178.05	应收账款周转率	4.97	4.71	5.06	5.06	5.06
负债合计	362.35	472.22	407.69	446.12	485.54	存货周转率	2.90	2.23	2.65	2.65	2.65
股本	28.60	28.60	28.60	28.60	28.60	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	178.34	178.35	178.35	178.35	178.35	EBIT	48.54	45.32	48.85	60.35	75.82
留存收益	111.47	132.52	153.39	178.98	210.82	EBITDA	55.47	51.95	60.06	72.02	87.56
归属母公司股东权益	318.41	339.46	360.34	385.93	417.76	NOPLAT	42.27	44.32	44.59	55.03	69.05
少数股东权益	59.87	60.96	80.03	103.81	134.07	归母净利润	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68
股东权益合计	378.28	400.43	440.37	489.74	551.84	EPS	0.75	0.74	0.82	1.00	1.25
负债和股东权益合计	740.63	872.64	848.06	935.86	1,037.37	BPS	11.13	11.87	12.60	13.49	14.61
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	25.87	26.55	23.86	19.46	15.65
经营性现金净流量	36.51	-22.38	83.63	53.48	67.23	PEG	54.07	-10.43	2.12	0.86	0.64
投资性现金净流量	0.38	6.55	-3.97	-4.21	-4.61	PB	1.75	1.64	1.55	1.45	1.34
筹资性现金净流量	-21.09	53.45	-61.93	-1.06	-0.51	PS	0.75	0.72	0.68	0.61	0.55
现金流量净额	16.25	37.56	17.72	48.21	62.12	PCF	15.29	-24.95	6.68	10.44	8.30

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438