

紫光股份 (000938.SZ)

“云网安算存端” AI 全链条布局的 ICT 龙头

2024 年 10 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

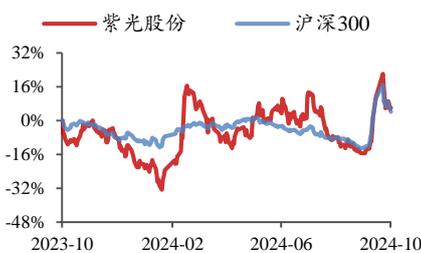
蒋颖（分析师）

jiangying@kysec.cn

证书编号：S0790523120003

日期	2024/10/17
当前股价(元)	23.09
一年最高最低(元)	27.40/14.22
总市值(亿元)	660.39
流通市值(亿元)	660.39
总股本(亿股)	28.60
流通股本(亿股)	28.60
近 3 个月换手率(%)	128.55

股价走势图



数据来源：聚源

● 拥抱 AIGC 发展浪潮，国内 ICT 企业领军者

公司是国内云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的领先企业，已拥有计算、存储、网络、5G、网络安全、终端等全方位数字化基础设施能力，可提供云计算、大数据、人工智能、智能联接、工业互联网、网络安全、边缘计算等数字化解决方案，多个 ICT 产品市占率行业领先。随着生成式 AI、大模型技术持续发展，有望拉动对 AI 服务器和高速率交换机需求，公司 ICT 基础设施及服务业务有望持续受益。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 834.72/915.74/1012.13 亿元，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 23.18/30.89/36.80 亿元，当前收盘价对应 PE 为 28.5 倍、21.4 倍、17.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 收购新华三剩余 30% 股权落地，积极以自有品牌出海

公司于 2024 年 9 月 5 日发布公告，全资子公司紫光国际已收购新华三 30% 的股权，加上此前已持有的 51% 股权，公司间接持有新华三 81% 的股权，进一步增强公司盈利能力，发挥协同效应，巩固市场优势地位。我们认为随着公司持有新华三股权的进一步提升，有望加速自有品牌出海，打开新成长空间。2024 年上半年，新华三国际业务实现营业收入 11.98 亿元，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%，公司在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区已设立 17 个海外分支机构，自有品牌产品与服务规模保持高速增长。

● 智算算力需求激增，AI 服务器及高速率数据中心交换机加速放量

随着 AIGC 持续发展，AI 智算集群规模持续增长，AI 服务器以及高速率交换机作为算力底座，需求有望加速释放。公司发布“ALL in AI”以及“ALL for AI”战略，积极布局算力基础设施和 AI 私域大模型助力 AI 发展，公司服务器及交换机市场地位稳固，市占率多年稳健第二。2023 年，公司在国内多个细分服务器市场份额稳居第二，中国 X86 服务器市场份额为 15.8%，在中国 GPU 服务器市场份额为 19.7%；在中国以太网交换机市场份额为 32.9%，产品实力雄厚。

● 风险提示：云计算需求不及预期、技术和产品研发风险、AI 发展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74,058	77,308	83,472	91,574	101,213
YOY(%)	9.5	4.4	8.0	9.7	10.5
归母净利润(百万元)	2,158	2,103	2,318	3,089	3,680
YOY(%)	0.5	-2.5	10.2	33.3	19.1
毛利率(%)	20.6	19.6	19.0	19.0	19.5
净利率(%)	2.9	2.7	2.8	3.4	3.6
ROE(%)	9.9	9.2	8.4	8.4	9.2
EPS(摊薄/元)	0.75	0.74	0.81	1.08	1.29
P/E(倍)	30.6	31.4	28.5	21.4	17.9
P/B(倍)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内领先 ICT 企业，深度卡位算力前沿	4
1.1、收购新华三 30% 股权，加速海外市场拓展	4
1.2、业绩保持稳定增长，AIGC 带动 ICT 业务发力	7
2、“云—网—安—算—存—端”全栈布局，AI 智算及海外业务多曲线增长	10
2.1、新华三：持续突破国内运营商及海外市场，打开新成长空间	10
2.1.1、智算算力需求激增，AI 服务器持续放量	11
2.1.2、AI 集群规模持续扩大，拉动高速率数据中心交换机放量	12
2.1.3、持续拓展运营商及海外市场，打开成长新空间	13
2.2、紫光云：完善云计算布局，政务专属云市占率靠前	15
2.3、紫光数码：丰富分销渠道，扩大市场覆盖	16
3、盈利预测与投资建议	17
3.1、业务分拆与盈利预测	17
3.2、估值分析与投资评级	17
4、风险提示	19
附：财务预测摘要	20

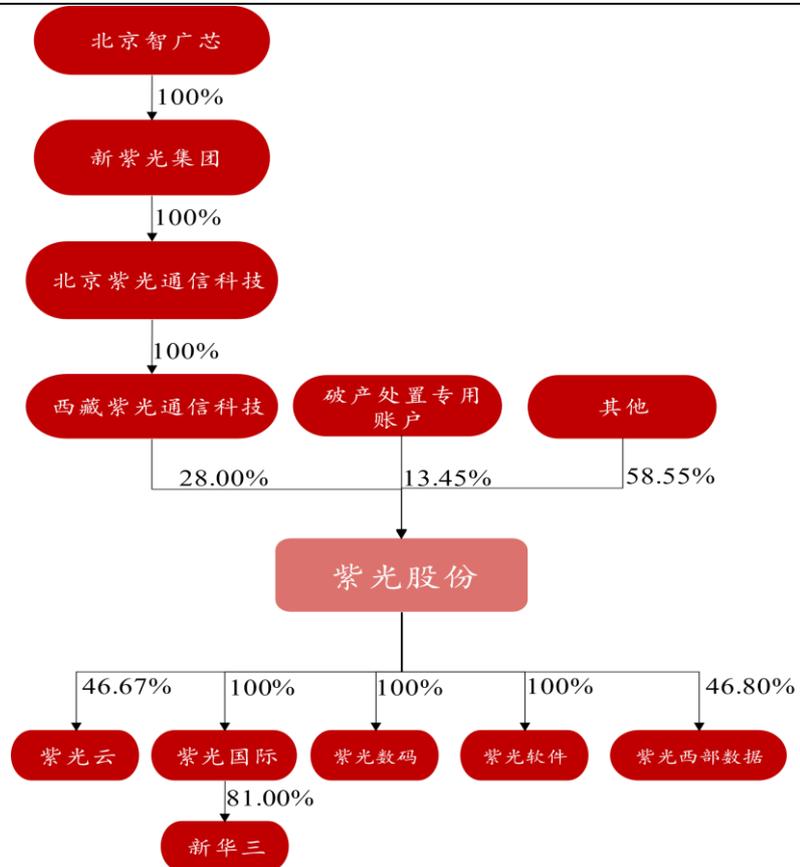
图表目录

图 1：持续扩充产业链，“云网安算存端”多面发展	4
图 2：公司在多个 ICT 产品领域市占率持续领先	4
图 3：“云—网—安—算—存—端”全栈布局	4
图 4：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 5 日）	5
图 5：2019-2023 年公司营收稳步增长	7
图 6：2021-2023 年公司归母净利润基本持平	7
图 7：ICT 业务占比持续提升	7
图 8：ICT 业务稳步发展（亿元，%）	7
图 9：当前国外营收占比较低	8
图 10：2021-2023 年国外营收逐渐回暖（亿元，%）	8
图 11：毛利率及净利率保持稳定	8
图 12：ICT 业务毛利率相对较高	8
图 13：2021 年后公司销售费用率持续下降	9
图 14：2020-2023 年公司研发费用持续增长	9
图 15：公司两大业务构成	10
图 16：新华三和紫光数码贡献公司主要营收	10
图 17：2021-2023 年新华三计算存储业务增长较快	10
图 18：新华三营收主要由交换机和计算存储业务构成	10
图 19：全球服务器市场规模持续增长（亿元）	11
图 20：2023Q3 新华三全球服务器市场份额排名第六	11
图 21：2022 年新华三国内服务器市场份额排名第二	11
图 22：2023 年新华三国内加速服务器市场份额排名第二	11
图 23：新华三存储与计算服务器	12
图 24：全球以太网交换设备市场较为成熟	12
图 25：国内以太网交换设备市场仍处于快速发展阶段	12

图 26: 2023 年新华三全球交换机市场份额第五.....	13
图 27: 2023Q1 新华三国内以太网交换机市场份额第一.....	13
图 28: 2024 年 800G 端口交换机有望加速放量.....	13
图 29: 新华三 800G CPO 硅光融合交换机.....	13
图 30: 中国云计算市场有望维持较快增速.....	15
图 31: 紫光云居中国政务云解决方案厂商 Leader 象限.....	15
图 32: 2023 年政务云用量占比较大.....	15
图 33: 2023 年紫光云中国政务专属云市占率第三.....	15
图 34: 2022 年后紫光云亏损逐渐收窄 (亿元).....	16
图 35: 紫光数码营收稳步增长 (亿元).....	16
表 1: 公司核心管理层行业背景浓厚.....	6
表 2: 公司细分业务业绩预测.....	17
表 3: 紫光股份较可比公司平均估值偏低.....	18

公司股权结构稳定，智广芯为第一大股东。2022年7月，公司完成重整，清华控股、健坤投资不再持有紫光集团股权，智广芯承接紫光集团100%股权，智广芯间接持股紫光股份28%。截至2024年9月5日，公司无实际控制人，西藏紫光是公司第一大股东，紫光集团有限公司破产企业财产处置专用账户持有13.45%的股份，位列第二大股东。

图4：公司股权结构（截至2024年9月5日）



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

并购新华三剩余30%股份，业绩利润有望增厚。2016年5月公司全资子公司紫光国际完成对新华三51%控制权的收购。新华三是新质生产力代表企业，盈利能力强，并购将进一步促进公司在云计算、交换机、服务器等领域的全面布局，实现产业链的纵向整合，不断完善“云—网—安—算—存—端”全产业链，提升公司总体业绩利润水平。公司于2024年9月5日发布《关于重大资产购买之标的资产完成交割的公告》，全资子公司紫光国际已收购新华三30%的股权，加上此前已持有的51%股权，公司间接持有新华三81%的股权。通过全资子公司紫光国际以支付现金的方式向HPE开曼购买其所持有的新华三29%股权，以支付现金的方式向Izar Holding Co购买其所持有的新华三1%股权，总对价合计约为21.43美元，进一步增强公司主营业务的盈利能力，发挥协同效应，巩固市场优势地位。随着公司持有新华三股权的进一步提升，我们认为有望加速自有品牌出海，打开新成长空间。

公司核心管理团队专业能力强，行业经验丰富。公司董事长于英涛博士，作为国务院特殊津贴专家，曾在三大运营商之一的中国联通集团担任销售部总经理及浙江省分公司总经理、党委书记等关键职位，在企业管理和市场运营方面的深厚实力。公司的高管团队以其多元化的背景和专业能力，为公司的稳健发展和行业竞争力的

提升奠定坚实的基础。

表1: 公司核心管理层行业背景浓厚

姓名	现任职务	学历背景	主要履历
于英涛	公司董事长	纽约州立大学布法罗分校工商管理硕士，上海交大与法国雷恩商学院工商管理博士	1994年12月出任中国联通烟台分公司总经理及党委书记，之后历任中国联通集团终端管理中心总经理、联通华盛总经理、中国联通集团销售部总经理、中国联通集团浙江省分公司总经理。2015年8月加入紫光集团，2016年5月至今先后出任新华三集团总裁兼首席执行官、紫光股份董事长。
王竑弢	公司董事 总裁	工学硕士，EMBA，高级工程师	曾任黑龙江省通信公司哈尔滨市分公司副总经理，黑龙江省通信公司，中国网通有限公司(上市)黑龙江分公司副总经理，中国联通黑龙江省分公司副总经理，中国联通江西省分公司总经理，党委书记，中国联通信息化与电子商务事业部总经理。2016年12月加入紫光集团，现任新紫光集团有限公司战略咨询委员会主任委员，紫光股份有限公司董事、总裁。
张蔚	副总裁 董事会秘书	经济学硕士学位	曾任紫光股份有限公司企业策划部部长、内部控制室主任；现任紫光股份有限公司副总裁、董事会秘书

资料来源：新华三官网、新紫光集团官网、中商情报网、开源证券研究所

1.2、业绩保持稳定增长，AIGC 带动 ICT 业务发力

业绩实现总体稳定增长，归母净利润承压。2019-2023 年，公司总营收由 540.99 亿元增长至 773.08 亿元，年复合增速达 9.33%；归母净利润由 18.43 亿元增长至 21.03 亿元，年复合增速达 3.35%，公司持续构建“云—网—安—算—存—端”全栈业务布局，2023 年提出“AI for ALL”战略，积极布局算力设施和 AI 私域大模型助力 AIGC 发展。2024 年上半年，公司实现总营收 379.51 亿元，同比增长 5.29%，实现归母净利润 10.00 亿元，同比减少 2.13%，主要受企业所得税增加和政府补助下降影响所致。我们认为，随着国家万亿国债的逐渐落地以及加大对设备更新力度等政策引导，下半年政企市场需求有望环比改善。从长期来看，随着对新华三持股比例进一步上升，公司加速自有品牌海外市场开拓，有望充分受益于海内外 AIGC 发展。

图5：2019-2023 年公司营收稳步增长

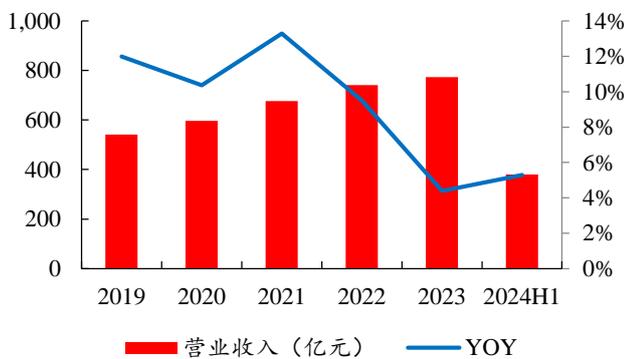
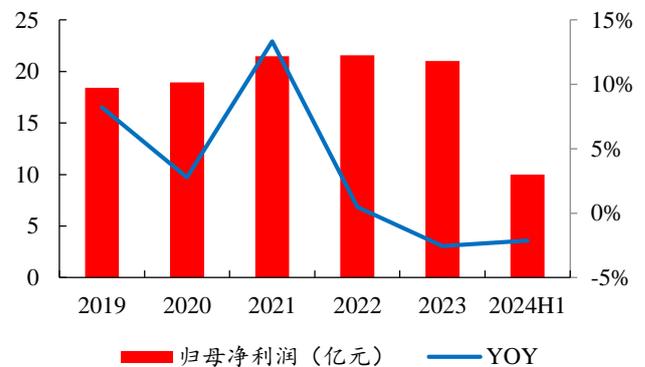


图6：2021-2023 年公司归母净利润基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

ICT 业务营收占比稳步提升，“云—网—安—算—存—端”全栈布局促增长。分业务来看，公司主要以 ICT 基础设施及服务业务为主，2021-2023 年，公司 ICT 基础设施及服务营收占比稳步提升，2023 年实现营收 515.06 亿元，同比增长 10.15%，占总营收 66.63%，2024 年上半年实现营收 261.54 亿元，同比增长 5.43%，占总营收 68.92%。随数字经济与 AIGC 的发展，以服务器及存储、交换机及路由器、IDC 等为代表的 ICT 基础设施需求有望持续增长。

图7：ICT 业务占比持续提升

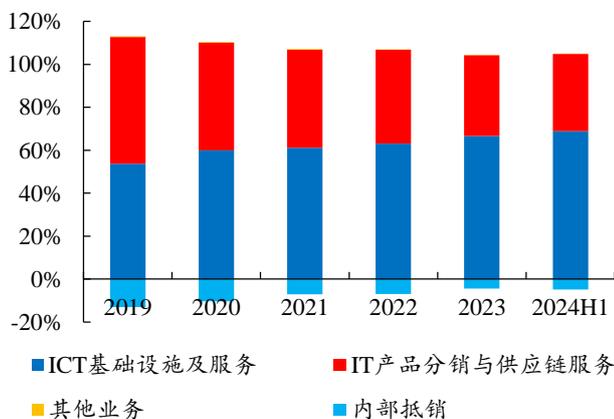
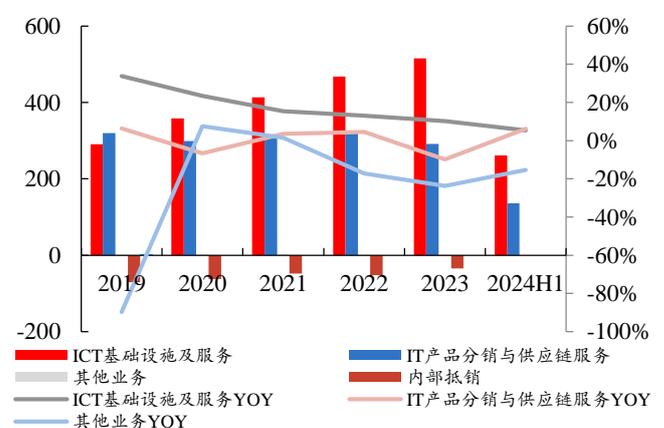


图8：ICT 业务稳步发展（亿元，%）

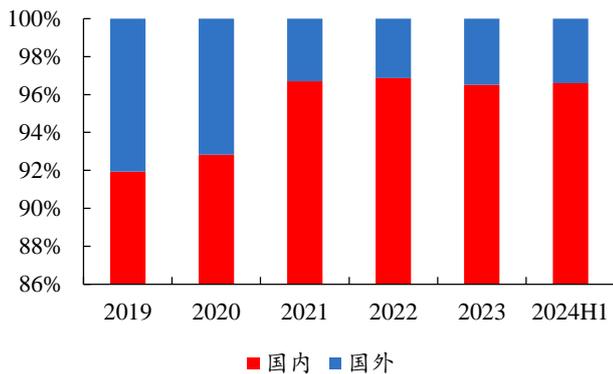


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

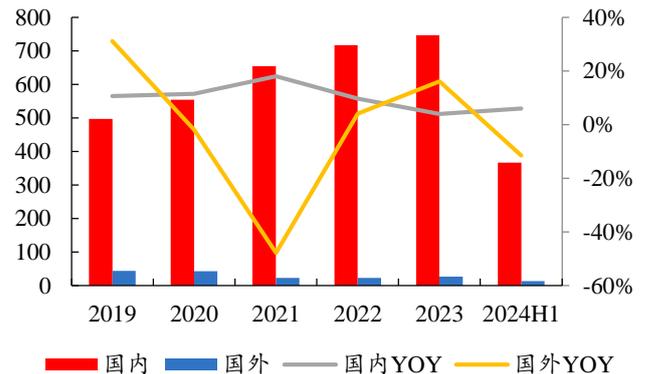
境内外布局适时调整，加速自由品牌出海，打开成长空间。分地区来看，国内市场仍是公司营收的主要来源，受国际局势与新冠疫情影响，2021年公司海外业务拓展短暂受阻，后疫情时代海外营收逐渐回暖，从2021年22.32亿元增长至2023年26.96亿元。2024年上半年，实现国内营收366.57亿元，同比增长6.00%，占总营收96.59%，实现国外营收12.94亿元。公司在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区已设立17个海外分支机构，2024年上半年，新华三加速海外市场深度与广度覆盖，自有品牌产品与服务规模保持高速增长，在亚洲聚焦国家均签约了总代理商和服务商，海外销售渠道稳步扩大，有望打开新成长空间。

图9：当前国外营收占比较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

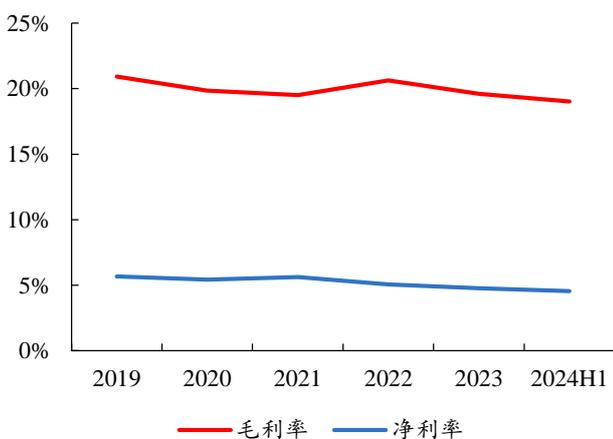
图10：2021-2023年国外营收逐渐回暖（亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

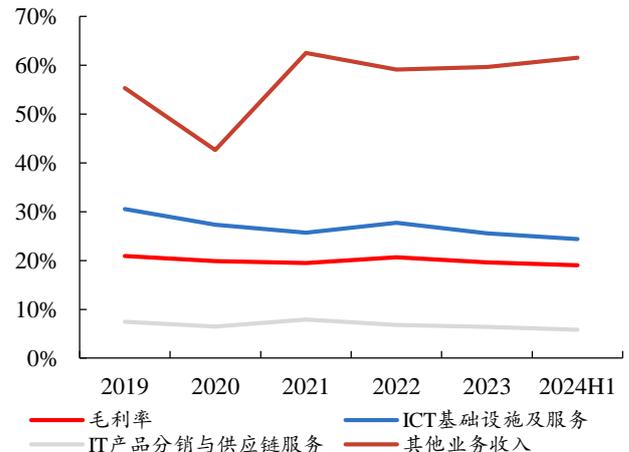
公司整体毛利率水平近年来保持平稳，产品规模上量后毛利率有望改善。公司在并购新华三后，持续完善IT基础架构产品和行业解决方案方面布局，提升业务附加值，随着高毛利ICT业务占比提升，带动公司整体毛利率提升。公司2019-2023年毛利率水平相对稳定，期间毛利率水平稳定维持在20%，净利率水平维持在5%的水平。2024年上半年，公司实现毛利率19.03%，实现净利率4.55%，同比略有下滑，我们认为主要是部分产品如AI服务器毛利率偏低，受产品及业务营收结构变化所致。

图11：毛利率及净利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：ICT业务毛利率相对较高



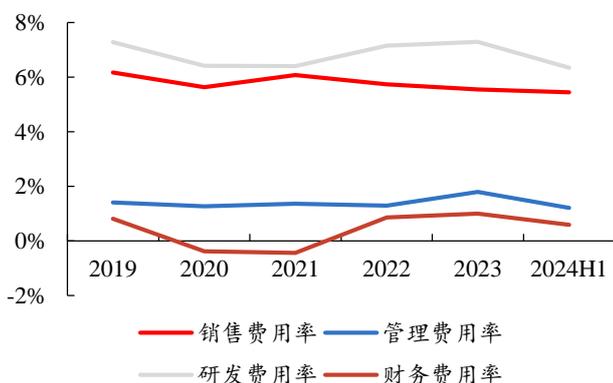
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费控能力较强，实现降本增效。2023年，公司实现销售费用率5.55%，同比下降0.19个百分点；实现管理费用率1.80%，同比上升0.50个百分点，主要是本

期公司子公司新华三辞退福利增加所致。2024年上半年，公司不断提升运营效率、加强费用管理，上半年四项期间费用同比下降12.99%，其中，2024年上半年公司实现销售费用率5.45%，同比下降1.09个百分点，实现管理费用率1.22%，同比下降0.11个百分点，实现财务费用率0.59%，同比下降0.32个百分点，整体费控能力优秀。

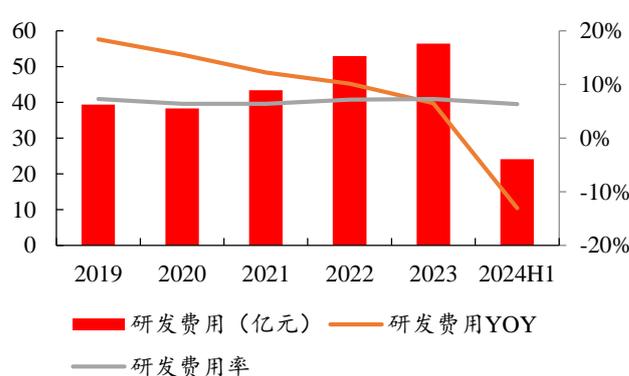
重视研发投入，AI持续赋能技术研发，铸就核心竞争力。公司持续保证较高水平科研投入，2019-2023年，公司研发费用由2019年的39.41亿元增长至2023年的56.43亿元，年复合增长率达到9.39%，围绕网络、安全、计算、存储、云与智能主航道，持续深化“AI in ALL”战略布局，全面推动全系列产品解决方案以及研发过程内嵌AI、内生智能。2024年上半年，公司实现研发费用24.11亿元，同比下降13.10%，实现研发费用率6.35%，公司发布AIGC百业灵犀私域大模型，形成全链路、软硬件端到端的全面解决方案，并在公司内部广泛使用，实现降本增效。2024年上半年，公司推出了全栈领先、支持万卡集群规模的灵犀智算解决方案，并推出了傲飞算力平台3.0、G7系列模块化多元异构算力服务器、AI存储Polaris系列、S12500系列AI算力集群交换机、以及内置大模型的新一代旗舰防火墙、全场景Wi-Fi7 AP产品系列和AIGC灵犀一体机等多款新品，并推出了RoCE无损以太网络解决方案、全新冷板式液冷解决方案，充分贯彻“AI in ALL”及“AI for ALL”发展战略。

图13：2021年后公司销售费用率持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020-2023年公司研发费用持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、“云—网—安—算—存—端”全栈布局，AI 智算及海外业务多曲线增长

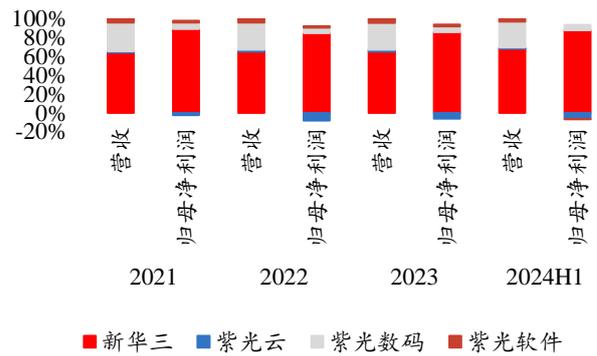
公司两大核心主营业务包括 ICT 基础设施及服务 and IT 产品分销与供应链服务；核心子公司分别为新华三、紫光云、紫光数码、紫光软件和紫光西数，其中，ICT 基础设施及服务业务主要由新华三自由品牌产线、紫光云、紫光软件、紫光西部数据等子公司组成，IT 分销业务主要由紫光数码和新华三代理 HPE 分销业务组成。

图15：公司两大业务构成



资料来源：紫光云官网、新华三官网、紫光数码官网、新紫光集团官网、开源证券研究所

图16：新华三和紫光数码贡献公司主要营收

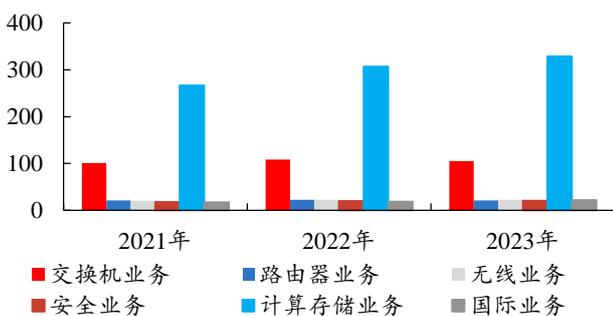


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、新华三：持续突破国内运营商及海外市场，打开新成长空间

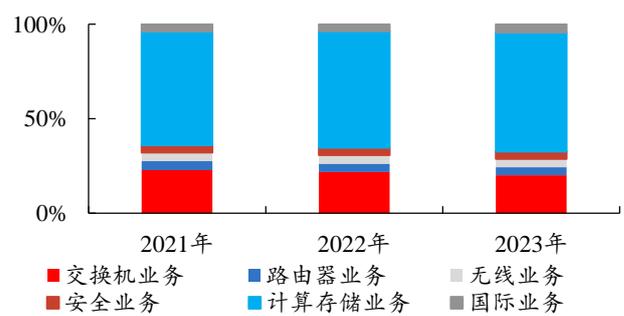
国内 AI 服务器、400G 交换机快速上量，海外市场加速突破。以新华三为代表的 ICT 业务贡献主要营收，新华三营收从 2021 年的 443.51 亿元提升至 2023 年的 519.39 亿元，保持增长态势。其中，交换机业务与计算存储业务作为新华三优势业务，2023 年分别占据总营收 20.21% 与 63.19%，计算存储业务增速相对较快。2024 年上半年，新华三实现营收 264.28 亿元，同比增长 5.75%，实现营业利润 19.96 亿元，同比增长 12.91%，实现净利润 18.20 亿元。其中，新华三国内政企业务营收达到 202.12 亿元，同比增长 8.31%；国内运营商业务实现营收 50.19 亿元，国际业务实现营收 11.98 亿元，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%，随着公司持股比例上升，新华三有望加速拓展海外市场，自有品牌产品营收体量有望快速增长。

图17：2021-2023 年新华三计算存储业务增长较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：新华三营收主要由交换机和计算存储业务构成

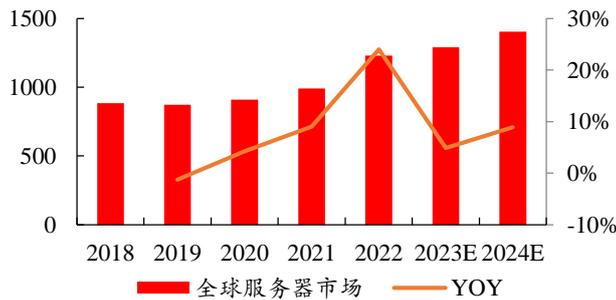


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.1、智算算力需求激增，AI服务器持续放量

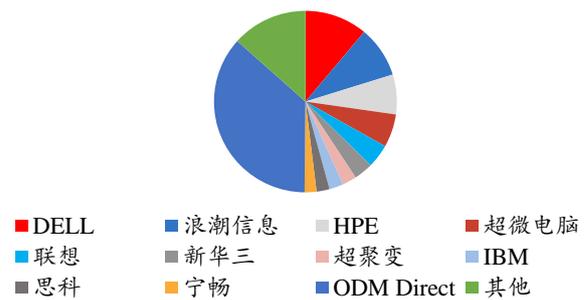
全球服务器市场保持稳定增长，新华三国内外持续发力。据中商产业研究院和 IDC 数据，2018-2022 年，全球服务器市场规模由 884 亿美元增长至 1230 亿美元，复合增长率达 8.6%，预计 2024 年全球服务器市场规模将增至 1405 亿美元，从出货量来看，预计 2024 年全球服务器市场规模将达 1609 万台。从市场份额来看，据 IDC 数据，2023Q3 全球服务器市场规模达到 315.6 亿美元，其中，戴尔、浪潮信息、HPE、超微电脑、联想、新华三市场份额分别为 11.1%、9.1%、7.1%、5.9%、4.2%、3.4%，ODM Direct 市场份额达到 36.5%。

图19：全球服务器市场规模持续增长（亿元）



数据来源：IDC、中商产业研究院、开源证券研究所

图20：2023Q3 新华三全球服务器市场份额排名第六

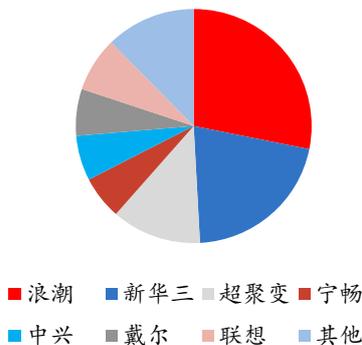


数据来源：IDC、开源证券研究所

新华三国内服务器市场份额靠前，AI服务器带来营收增量。据 IDC 数据，我国服务器市场规模由 2019 年的 182 亿美元增长至 2022 年的 273.4 亿美元，复合年均增长率达 14.5%。市场份额方面，据 IDC 数据，2022 年浪潮、新华三、超聚变、宁畅与中兴通讯的国内市占率分别为 28.1%、17.2%、10.1%、6.2% 与 5.3%，CR5 达到 66.9%，行业集中度较高。

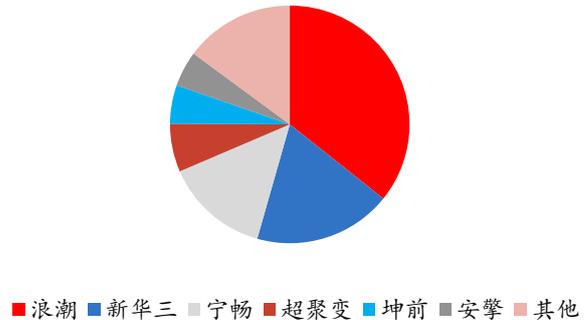
2023 年，公司在国内多个细分服务器市场份额稳居第二，中国 X86 服务器市场份额为 15.8%，在中国 GPU 服务器市场份额 19.7%。据 IDC 数据，2023 年国内加速服务器市场规模达到 94.29 亿美元，同比增长 104%。其中，GPU 服务器占据 92% 市场份额，达到 87 亿美元，NPU、ASIC 和 FPGA 等非 GPU 加速服务器占据约 8% 市场份额，市场规模同比增长 49%。从市场份额来看，新华三市场份额位居第二，约为 18.7%；从出货量来看，浪潮、坤前、新华三位居前三名。

图21：2022 年新华三国内服务器市场份额排名第二



数据来源：IDC、开源证券研究所

图22：2023 年新华三国内加速服务器市场份额排名第二



数据来源：IDC、开源证券研究所

新华三服务器主要覆盖存储与计算两大核心领域。存储产品线覆盖全场景，满足各行业用户的存储需求。新华三存储产品线拥有覆盖全场景的智慧存储解决方案，包括全闪存集中式存储、混合闪存集中式存储、分布式存储、备份、容灾设备和存储网络设备等；新华三智慧计算提供以应用驱动的全栈全场景解决方案，覆盖通用计算、AI 计算、边缘计算、弹性混合计算等场景，且服务器适配国内外多种类算力加速卡，为数据中心提供全生命周期的智能管理和全流程的算力智能调度方案。

图23：新华三存储与计算服务器

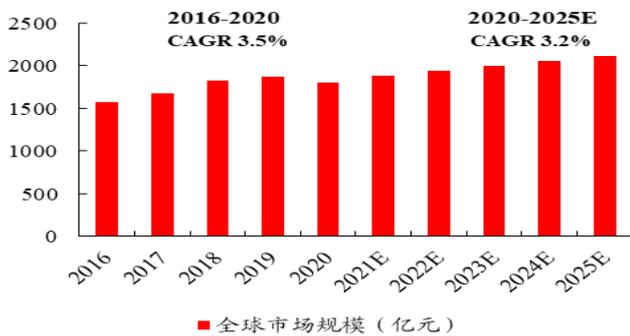


资料来源：新华三官网、开源证券研究所

2.1.2、AI 集群规模持续扩大，拉动高速率数据中心交换机放量

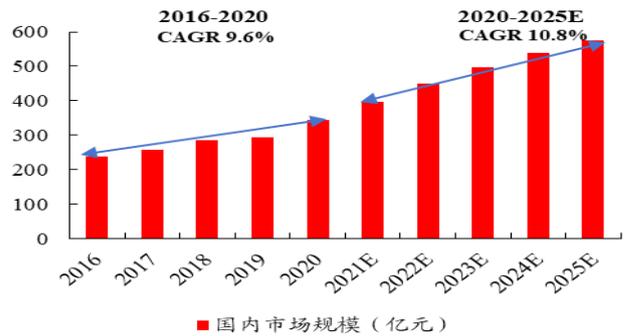
随着 AIGC 持续发展，数据中心交换机作为算力网络底座，需求有望加速释放。全球以太网交换设备市场发展较为成熟，根据 IDC、灼识咨询数据预测，2025 年全球以太网交换设备市场规模有望达到 2112 亿元，2020-2025 年的年复合增长率预计将达到 3.2%。国内以太网交换设备市场处于快速发展阶段，灼识咨询数据显示，2020 年国内以太网交换设备市场规模为 343.8 亿元，预计 2025 年市场规模有望达到 574.2 亿元，2020-2025 年均复合增长率为 10.8%，年均增速大约是全球市场的三倍，国内市场在全球市场的比重有望从 2020 年的 19% 提升至 2025 年的 27.2%，占比实现大幅提升。

图24：全球以太网交换设备市场较为成熟



数据来源：IDC、灼识咨询、开源证券研究所

图25：国内以太网交换设备市场仍处于快速发展阶段

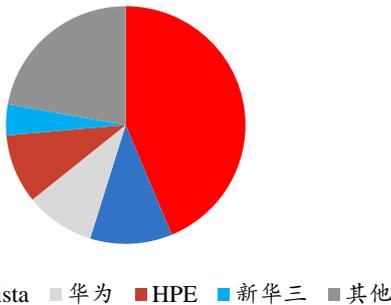


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

全球以太网市场份额较为集中，CR5 超 75%，思科份额领先，华为、新华三份额靠前。据 IDC 数据，2023 年全球以太网交换机市场规模达到 442 亿美元，同比增长 20.1%，从全球交换机市场份额来看，2023 年，思科仍居以太网交换机市场首位，市场份额达到 43.7%；Arista 凭借数据中心交换机放量，市占率达到 11.1%；华为市场份额达到 9.4%；新华三市占率达到 4.2%，份额排名靠前。

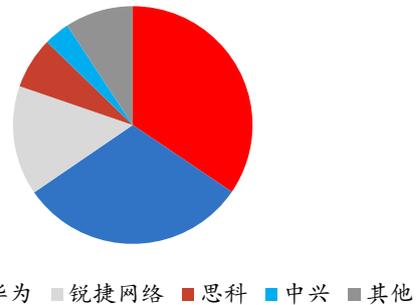
国内市场，随着云计算、大数据、5G、物联网等信息技术的应用，以及互联网+、工业 4.0、新基建等政策落地，我国网络设备行业迎来发展机遇。据 IDC 数据，2023 年中国交换机市场规模接近 400 亿元，同比增长 0.7%，其中数据中心交换机同比增长 2.2%，公司在中国以太网交换机市场份额为 32.9%，持续保持市场份额第二

图26：2023 年新华三全球交换机市场份额第五



数据来源：IDC、开源证券研究所

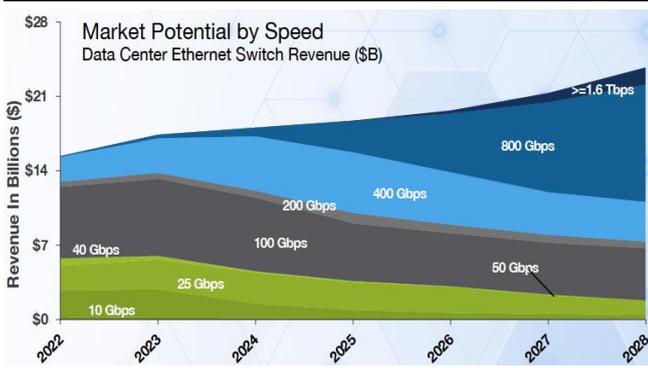
图27：2023Q1 新华三国内以太网交换机市场份额第一



数据来源：IDC、开源证券研究所

前沿布局 800G CPO 硅光交换机，助力 AIGC 超大规模组网。随着 AI 模型持续发展，数据中心超大规模组网需求持续提升，带来高速率端口交换机需求，据 Dell'Oro 预计，2024 年 800G 端口交换机有望逐渐放量，并逐渐成为主流，1.6T 端口交换机有望于 2026 年左右开始放量。据 IDC 预计，2024 年开始，国内 51.2Tbps 芯片的成熟商用将助推 400Gbps 的采用，国内 400G 端口出货量将继续增长。新华三集团在 2023 年领航者峰会，全球首发 800G CPO 硅光数据中心交换机，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，可支撑单个 AIGC 集群规模突破 3.2 万台节点，适用于 AIGC 集群或数据中心高性能核心交换等业务场景中。

图28：2024 年 800G 端口交换机有望加速放量



资料来源：Dell'Oro

图29：新华三 800G CPO 硅光融合交换机



资料来源：新华三官网、开源证券研究所

2.1.3、持续拓展运营商及海外市场，打开成长新空间

深化“三云两网”战略，中标多个运营商集采项目。新华三持续加深与运营商合作，2024 年上半年，公司国内运营商业务实现营收 50.19 亿元，陆续中标中国移动服务器集采项目、中国移动高端路由器和高端交换机集采项目、中国电信天翼云高性能盒式交换机集采项目、中国联通数据中心交换机集采项目等多个重要集采项目。2023 年，CR 集群路由器在中国电信集采中实现首次中标，高端路由器及 BRAS

产品在中国移动网络中的部署份额持续提升，在中国电信新型城域网供应商中位列前三，是中国联通智能城域网的主要供应商。在云计算和 AI 领域，新华三参与实施了中国移动的新型智算中心建设，中标中国电信 AI 算力服务器采购项目，在电信天翼云、联通骨干云池建设中保持领先份额。在政企和新业务方面，新华三政务云、医疗云等行业解决方案在全国十多个省份落地。

推出 5G 云化小基站解决方案，参与大网建设。网络方面，新华三推出了 5G 云化小基站解决方案，由基带处理单元(BBU)、扩展单元(FSW)和远端射频单元(pRRU)组成，解决运营商 5G 室内信号覆盖问题，还能够解决 WLAN、短距物联网等不同的网络设备的接入问题。支持物联网、边缘计算扩展，同时可以为云计算、人工智能提供平台。同时，公司参与中国联通 BNC（宽带核心网）商用示范工程，与中国电信合作算力快线创新业务，与中国移动合作积极推动算力网络发展。

积极进行海外扩张，出海战略持续推进。新华三自 2019 年开启出海战略，2023 年新华三发布全新海外战略，助力海外国家及地区实现数字化转型的“本地化”。2024 年上半年，公司在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区已设立 17 个海外分支机构，加速海外市场深度与广度覆盖，自有品牌产品与服务规模保持高速增长。巩固在东南亚、中东、日本等市场地位，在哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、巴基斯坦、阿联酋、新加坡、西班牙等市场持续突破，在欧洲聚焦国家均签约了总代理商和服务商，海外销售渠道稳步扩大，有望打开新成长空间。

2.2、紫光云：完善云计算布局，政务专属云市占率靠前

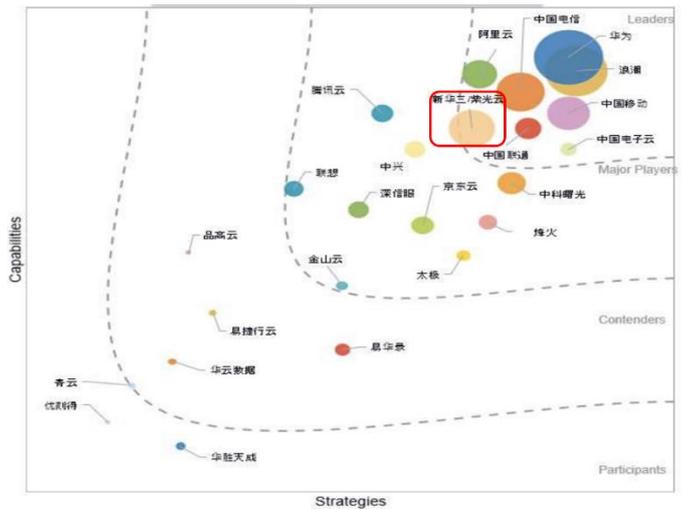
国内云计算市场快速发展，AI 智算需求带动新一轮增长。据中国信通院数据，2023 年中国云计算市场规模达到 6165 亿元，同比增长 35.5%，大幅高于全球增速，其中，公有云市场规模 4562 亿元，同比增长 40.1%；私有云市场规模 1563 亿元，同比增长 20.8%。随着 AI 为代表的智算需求增长，云计算市场有望维持较快增长，信通院预计到 2027 年国内云计算市场规模将超过 2.1 万亿元。从细分领域来看，2023 年 PaaS 市场规模超过 Saas，PaaS 同比增速高达 74.9%，IaaS 市场总额达到 3383 亿元，同比增速达 38.5%。

图30：中国云计算市场有望维持较快增速



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

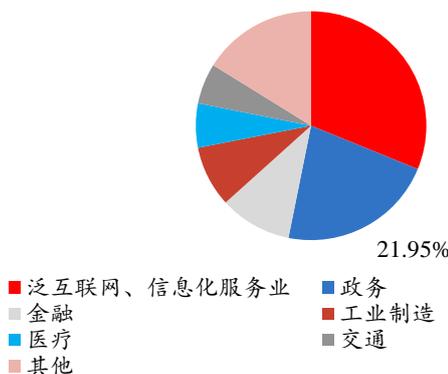
图31：紫光云居中国政务云解决方案厂商 Leader 象限



资料来源：IDC、开源证券研究所

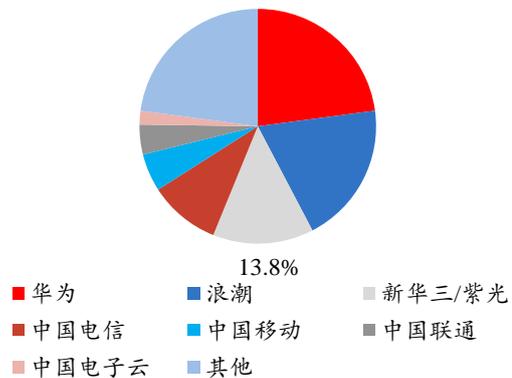
紫光云技术成立于 2018 年，作为领先的政企客户云服务提供商，是公司云计算业务主体，致力于为政企客户提供全栈、全域、全场景的云计算解决方案。以 IaaS 服务为基础，不断向 PaaS 层和 SaaS 层延伸，提供“云+数字化”产品与解决方案，紫光云公司核心产品紫鸾平台，并提供了 IaaS、PaaS、大数据、AI、aPaaS、行业 SaaS 等多类服务，可提供 44 小类、173 种、557 个规格的云服务产品。据 IDC 数据，2023 年政务云市场规模达 794.5 亿元人民币，其中，政务专属云市场规模达 557.6 亿元人民币，新华三/紫光云市场份额位居第三，达到 13.8%。

图32：2023 年政务云用量占比较大



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

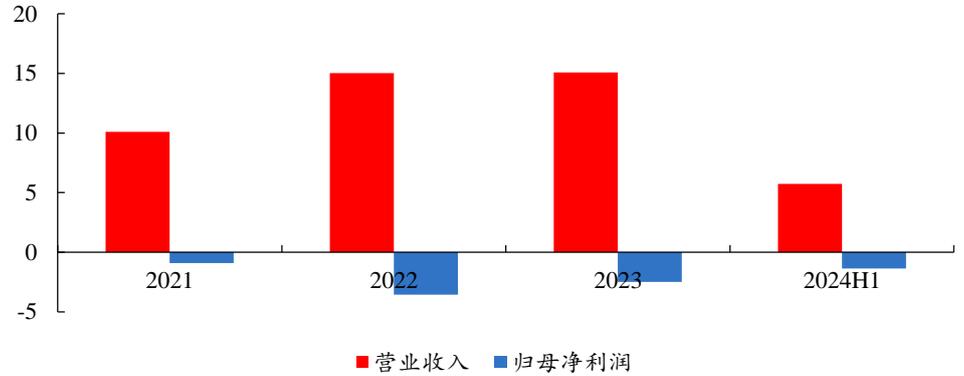
图33：2023 年紫光云中国政务专属云市占率第三



数据来源：IDC、开源证券研究所

亏损逐渐收窄，紫光云业绩拐点渐进。紫光云营收从 2021 年的 10.09 亿元提升至 2023 年 15.08 亿元，2024H1 实现营收 5.73 亿元，亏损同比收窄。随着紫光云逐步完善云计算布局，助力政企客户云化转型，同时提供城市数字化运营服务，有望改善业绩利润实现扭亏。

图34：2022年后紫光云亏损逐渐收窄（亿元）

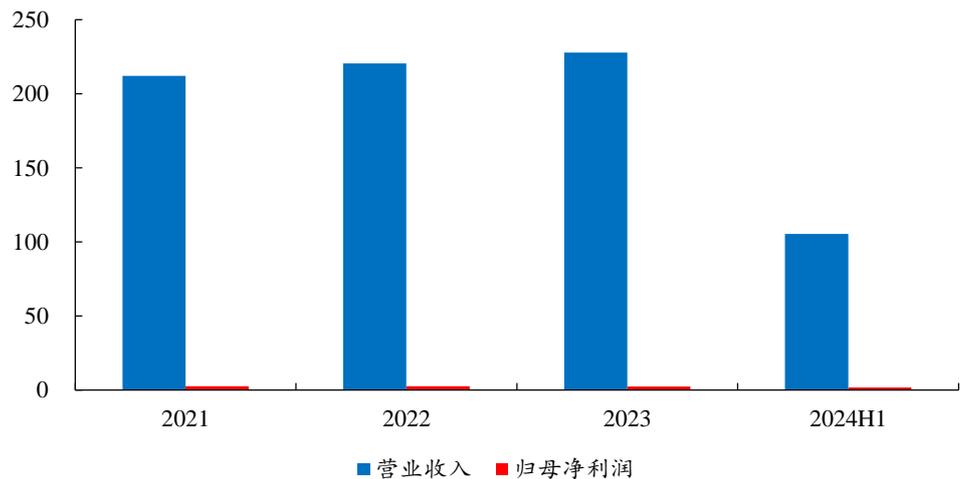


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、紫光数码：丰富分销渠道，扩大市场覆盖

紫光数码坚持以 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。公司 2023 年实现营收 227.84 亿元，实现归母净利润 2.38 亿元，2024 年上半年实现营收 105.40 亿元，实现归母净利润 1.24 亿元，主要受经济下行因素与 ICT 分销业务性质影响。随着公司继续扩展 ICT 分销业务，大型设备及消费品以旧换新政策逐步落地，经济持续复苏，公司分销业务有望持续受益。

图35：紫光数码营收稳步增长（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、业务分拆与盈利预测

公司是国内云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的领先企业，已拥有计算、存储、网络、5G、网络安全、终端等全方位的数字化基础设施整体能力，能够提供云计算、大数据、人工智能、智能联接、工业互联网、网络安全、边缘计算等一站式数字化解决方案，以及端到端的技术服务。自产设备包括网络设备、计算、云、安全产品、智能终端等产品线，交换机、企业级路由器等多产品市占率行业领先。随着生成式 AI、大模型技术持续发展，有望带拉动对 AI 服务器、高速率交换机需求，公司 ICT 基础设施及服务业务有望持续受益。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 834.72、915.74、1012.13 亿元；总营收增长率分别为 7.97%、9.71%、10.52%，综合毛利率分别为 18.97%、19.04%、19.50%。

(1) ICT 基础设施及服务业务：公司推出“AI for ALL”战略，积极布局算力设施和 AI 私域大模型助力 AIGC 发展，ICT 业务中 X86 服务器、GPU 服务器、以太网交换机、WLAN 等多个细分领域产品在国内行业市占率持续领先，有望持续受益于 AIGC 发展，我们预计公司 ICT 基础设施及服务业务 2024-2026 年营业收入分别为 567.60/635.71/718.36 亿元，毛利率为 24.50/24.30/24.60%。

(2) IT 产品分销与供应链服务业务：随着设备更新及消费品以旧换新政策持续落地，国内需求持续复苏，我们预计公司 IT 产品分销与供应链服务业务 2024-2026 年营业收入分别为 302.98/318.13/333.40 亿元，毛利率为 5.95/5.85/5.80%。

表2：公司细分业务业绩预测

单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	773.08	834.72	915.74	1012.13
同比(%)	4.39%	7.97%	9.71%	10.52%
综合毛利率(%)	19.60%	18.97%	19.04%	19.50%
ICT 基础设施及服务	515.06	567.60	635.71	718.36
同比(%)	10.15%	10.20%	12.00%	13.00%
毛利率(%)	25.58%	24.50%	24.30%	24.60%
IT 产品分销与供应链服务	291.32	302.98	318.13	333.40
同比(%)	-9.83%	4.00%	5.00%	4.80%
毛利率(%)	6.40%	5.95%	5.85%	5.80%
其他业务	1.23	1.45	1.45	1.50
同比(%)	-23.66%	17.66%	0.00%	3.45%
毛利率(%)	59.64%	59.00%	59.00%	59.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、估值分析与投资评级

我们选取国内 ICT 行业优秀企业浪潮信息、中科曙光、锐捷网络作为可比公司，理由如下：(1) 浪潮信息：全球领先的 IT 基础设施产品、方案和服务提供商，拥有 3 个全球运营中心、多个研发中心、制造中心以及业务分支机构。(2) 中科曙光：主要从事研究、开发、生产制造高性能计算机、通用服务器及存储产品，并围绕高端计算机提供软件开发、系统集成与技术服务。(3) 锐捷网络：行业领先的 ICT 基础

设施及行业解决方案提供商，主营业务为网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案的研发、设计和销售。2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 38.3 倍、31.0 倍、25.1 倍，与可比公司相比，紫光股份估值偏低，随着生成式 AI、大模型技术持续发展，有望拉动对 AI 服务器和高速率交换机需求，公司 ICT 基础设施及服务业务有望持续受益。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.18、30.89、36.80 亿元，当前收盘价对应 PE 为 28.5、21.4、17.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：紫光股份较可比公司平均估值偏低

证券简称	证券代码	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
浪潮信息	000977.SZ	41.63	612.85	1.36	1.61	1.95	30.7	25.8	21.4
中科曙光	603019.SH	52.02	761.19	1.44	1.78	2.22	36.2	29.3	23.4
锐捷网络	301165.SZ	45.80	260.23	0.85	1.11	1.40	54.0	41.2	32.8
平均估值		46.48	544.76	1.21	1.50	1.85	38.3	31.0	25.1
紫光股份	000938.SZ	23.09	660.39	0.81	1.08	1.29	28.5	21.4	17.9

数据来源：Wind、开源证券研究所，股价为 2024 年 9 月 23 日收盘价（除锐捷网络为 Wind 一致性预期外，其余均为开源证券研究所预测）

4、风险提示

(1) 云计算需求不及预期

如果云计算需求不及预期，将会影响到国内云巨头对于网络设备和 IT 设备的采购，从而影响公司的业务发展。

(2) 技术和产品研发风险

当前云计算、大数据、人工智能、5G 等新一代信息技术处于快速发展阶段，技术更新和产品换代迅速，如果公司不能正确判断技术、不能正确把握新技术的研发方向，将使公司面临竞争力下降和发展速度放缓风险。

(3) AI 发展不及预期

如果 AIGC 发展不及预期，将会影响 AI 服务器以及高速率交换机的采购，从而影响公司业务发展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	50712	63645	67110	71045	74722
现金	10669	14711	17001	18987	21070
应收票据及应收账款	13138	14356	20424	14797	24131
其他应收款	405	729	555	910	777
预付账款	972	1669	1114	1704	1188
存货	20275	27935	24097	30822	23496
其他流动资产	5253	4247	3919	3825	4060
非流动资产	23351	23619	23594	23695	23853
长期投资	112	109	109	108	108
固定资产	1042	1055	857	656	428
无形资产	3697	4119	4304	4578	4917
其他非流动资产	18500	18337	18325	18353	18400
资产总计	74063	87264	90704	94740	98575
流动负债	33322	39331	40467	41774	42111
短期借款	4175	6283	6000	5800	4175
应付票据及应付账款	13245	14358	16042	17279	19340
其他流动负债	15902	18690	18424	18695	18596
非流动负债	2913	7891	6949	5959	4973
长期借款	200	5086	4065	3053	2044
其他非流动负债	2713	2805	2884	2906	2928
负债合计	36235	47222	47416	47734	47083
少数股东权益	5987	6096	7424	8296	9334
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	17834	17835	17835	17835	17835
留存收益	11148	13251	16458	19979	24200
归属母公司股东权益	31841	33946	35864	38710	42158
负债和股东权益	74063	87264	90704	94740	98575

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4019	-1857	5063	4702	6300
净利润	3742	3685	3646	3961	4718
折旧摊销	694	663	537	482	511
财务费用	634	771	790	764	768
投资损失	-21	-139	-52	-52	-52
营运资金变动	-1883	-7444	18	-607	180
其他经营现金流	853	606	124	154	175
投资活动现金流	38	655	-507	-520	-607
资本支出	483	941	385	562	648
长期投资	429	1427	1	1	1
其他投资现金流	92	168	-122	41	41
筹资活动现金流	-2109	5345	-2267	-2196	-3609
短期借款	-114	2107	-283	-200	-1625
长期借款	100	4886	-1021	-1012	-1009
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2095	-1649	-963	-984	-976
现金净增加额	1993	4137	2290	1986	2084

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	74058	77308	83472	91574	101213
营业成本	58772	62158	67640	74140	81478
营业税金及附加	294	283	309	345	382
营业费用	4251	4287	4424	4991	5465
管理费用	964	1392	1210	1300	1468
研发费用	5299	5643	5509	5952	6629
财务费用	634	771	790	764	768
资产减值损失	-695	-595	-642	-704	-779
其他收益	1116	1570	1100	1000	988
公允价值变动收益	27	-75	-20	10	10
投资净收益	21	139	52	52	52
资产处置收益	-1	2	1	1	1
营业利润	4160	3678	3926	4275	5109
营业外收入	69	89	88	85	83
营业外支出	10	7	7	7	8
利润总额	4220	3760	4007	4353	5185
所得税	478	76	361	392	467
净利润	3742	3685	3646	3961	4718
少数股东损益	1584	1582	1328	871	1038
归属母公司净利润	2158	2103	2318	3089	3680
EBITDA	4876	4566	4625	4857	5644
EPS(元)	0.75	0.74	0.81	1.08	1.29

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	4.4	8.0	9.7	10.5
营业利润(%)	1.8	-11.6	6.8	8.9	19.5
归属于母公司净利润(%)	0.5	-2.5	10.2	33.3	19.1
获利能力					
毛利率(%)	20.6	19.6	19.0	19.0	19.5
净利率(%)	2.9	2.7	2.8	3.4	3.6
ROE(%)	9.9	9.2	8.4	8.4	9.2
ROIC(%)	9.9	8.2	7.8	8.1	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	54.1	52.3	50.4	47.8
净负债比率(%)	-13.1	-4.5	-12.1	-18.0	-25.6
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.8	0.8	1.0	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	6.1	5.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.9	5.6	11.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.74	0.81	1.08	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	-0.65	1.77	1.64	2.20
每股净资产(最新摊薄)	11.13	11.87	12.54	13.53	14.74
估值比率					
P/E	30.6	31.4	28.5	21.4	17.9
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.5	15.3	14.7	13.5	11.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn