



紫光股份 (000938.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

ICT 领军，AI 服务器与交换机齐放量

投资逻辑：

提升对子公司新华三的持股比例，计划赴港上市：公司是 ICT 行业领军企业，全面布局“云-网-安-算-存-端”产品。2024 年公司新收购核心子公司新华三 30%的股权，持股比例从 51%提升至 81%，剩余 19%股权也纳入远期期权安排，未来有望增厚利润。公司现已递交港股发行上市的应用，募集资金将用于加大 AI 投入、支持意向收购等。

AI 服务器采用国产芯片的比例较高，有望受益于芯片国产替代：IDC 预测 2024-2028 年中国智算规模的复合增速有望达 40%，智算规模扩大带来 AI 服务器需求增长。互联网大厂是需求端的主力，我们估算未来 3 年阿里、腾讯、字节每年新增服务器采购额约 1300-1500 亿元。相较其他厂商，公司 2024 年 AI 服务器放量节奏偏弱。但我们认为 2025 年起出现了积极转变。从行业端看，英伟达芯片禁售、国产 AI 芯片性能提升，带来国产 AI 芯片加速渗透。根据 IDC，2024 年中国国产 AI 芯片出货量超 82 万，同比+310%，占比 30%，同比+16pct。公司客户结构以政企为主，因此 AI 服务器中采用国产芯片的比例相对较高，同时公司也与头部国产芯片厂商保持紧密合作，有望充分受益于国产替代进程。从资产负债表看，1Q25 公司合同负债同比增长 67%，展现积极信号。

积极布局 Scale-out 域白盒交换机，有望在 Scale-up 域突破：Scale-out 域数通交换机量价齐升，同时以太网渗透率迅速提升，给国内以太网交换机厂商放量提供了先决条件。互联网客户占国内数通交换机 67%的份额，多采用白盒交换机。针对互联网客户，公司自 2022 年起就前瞻性地投入白盒研发，目前白盒占比迅速提升。针对非互联网客户，由于其交换机系统自研能力相对较弱，公司有望发挥其品牌厂商的优势，保持高盈利能力。中长期 Scale-up 域以太网交换机将加速渗透，行业扩容。我们看好公司凭借 AI 服务器业务经验率先取得突破，重塑准入壁垒。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 883.45/981.74/1079.09 亿元，同比增长 11.8%/11.1%/9.9%；预计归母净利润分别为 22.27/27.53/32.11 亿元，同比增长 41.60%/23.65%/16.65%；对应 EPS 分别为 0.78/0.96/1.12 元。我们给予公司 2025 年 40 倍 PE，目标价为 31.2 元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

债务成本高、赴港上市进度不及预期、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)

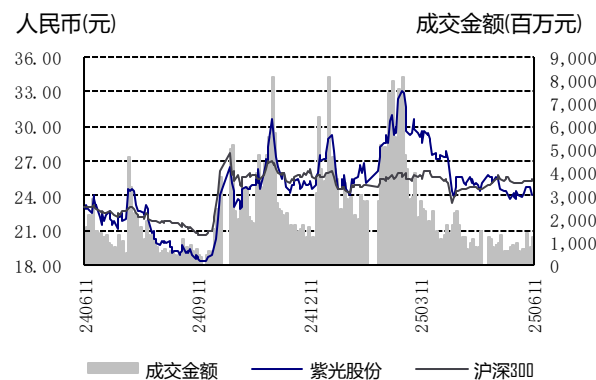
zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

联系人：姚依念

yaoyinian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.11 元

目标价 (人民币)：31.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	88,345	98,174	107,909
营业收入增长率	4.39%	2.22%	11.80%	11.12%	9.92%
归母净利润(百万元)	2,103	1,572	2,227	2,753	3,211
归母净利润增长率	-2.54%	-25.23%	41.60%	23.65%	16.65%
摊薄每股收益(元)	0.735	0.550	0.778	0.963	1.123
每股经营性现金流净额	-0.65	0.85	0.89	1.01	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.20%	11.79%	14.52%	15.47%	15.50%
P/E	26.32	50.62	30.97	25.05	21.47
P/B	1.63	5.97	4.50	3.87	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、	持股新华三，全栈 ICT 基础设施及服务供应商.....	4
1.1.	核心子公司持股比例提升，集团重组阴霾渐消.....	4
1.2.	ICT 基础设施及服务布局全面，约占收入的七成.....	5
1.3.	营收增长稳健，产品结构变化带来盈利能力略有下滑.....	6
2、	公司 AI 服务器采用国产芯片的比例较高，有望受益于芯片国产替代.....	8
2.1.	AI 服务器需求量与智算规模成正比，互联网大厂资本开支释放强劲需求.....	8
2.2.	公司 AI 服务器采用国产芯片的比例较高，有望充分受益.....	9
3、	积极布局白盒交换机业务，有望在 Scale-up 域取得进展.....	12
3.1.	短看 Scale-out 域数通交换机量价齐升，长看 Scale-up 域带动行业扩容.....	12
3.2.	公司积极布局白盒交换机业务，有望在 Scale-up 域率先取得突破.....	15
4、	IT 分销行业景气度回升，公司凭借渠道优势构筑竞争壁垒.....	18
4.1.	AI PC 渗透加速叠加政策催化换机需求，IT 分销行业景气度回升.....	18
4.2.	分销业务企稳回升，供应链效率优势持续凸显.....	19
5、	盈利预测与估值.....	20
5.1.	盈利预测.....	20
5.2.	相对估值.....	21
6、	风险提示.....	21

图表目录

图表 1:	公司 IT 产品分销业务起家，通过并购向计算、存储等产品拓展.....	4
图表 2:	紫光股份收购新华三的历史.....	4
图表 3:	新紫光集团控股 28%，为公司的第一大股东.....	5
图表 4:	全栈 ICT 能力布局成型，覆盖“云-网-安-算-存-端”核心赛道.....	5
图表 5:	ICT 基础设施及服务成核心引擎，收入占比提升至 70%.....	6
图表 6:	2019-2024 公司营收突破 600 亿，ICT 业务驱动增长.....	6
图表 7:	ICT 业务毛利率超 25%但承压，分销业务毛利较低.....	7
图表 8:	2024 年公司净利润承压.....	7
图表 9:	费率管控成效显著，研发投入占比相对刚性.....	7
图表 10:	2024 年新华三贡献七成收入、九成利润.....	7
图表 11:	2024 年新华三收入占公司的 69.7%.....	8
图表 12:	2024 年新华三净利润占公司的 91%.....	8
图表 13:	智算需求大幅增长.....	8
图表 14:	AI 服务器需求配套智算需求增长.....	8



图表 15:	2024 年大模型投资中约有 60%左右金额用于硬件采购	9
图表 16:	2024 年服务器采购额约占硬件采购金额的 70%	9
图表 17:	我们估算 2025-2027 年阿里、腾讯、字节每年新增服务器采购额约 1300-1500 亿元	9
图表 18:	我们估算自 2024 年起, 阿里、腾讯、字节累计采购服务器金额将保持同比高增	9
图表 19:	2024 年中国 AI 服务器市场竞争格局	10
图表 20:	2024 年中国非 GPGPU AI 服务器市场竞争格局	10
图表 21:	根据 IDC 数据, 新华三 2024 年 AI 服务器收入约为 124 亿元	10
图表 22:	2023 年中国国产 AI 芯片出货份额占 14%	11
图表 23:	2024 年中国国产 AI 芯片出货份额提升至 30%	11
图表 24:	国产芯片性能不断提升, 为芯片国产替代提供条件	11
图表 25:	政企客户贡献新华三超八成收入	11
图表 26:	公司国产 AI 服务器收入占比相对较高	11
图表 27:	天数智芯、摩尔线程是新华三算力技术联盟的成员	12
图表 28:	浪潮信息合同负债的同比高增往往伴随收入端的同步增长	12
图表 29:	紫光股份 1Q25 合同负债与收入同比增幅较大	12
图表 30:	数据中心交换机 2024 年增速 23.3%领跑全行业	13
图表 31:	单台交换机端口数量决定所能容纳的最大 GPU 卡数量	13
图表 32:	数通交换机单价伴随容量提升而升高	14
图表 33:	Meta 成功构建以太网和 IB 网络架构的集群	14
图表 34:	以太网渗透率将逐渐提升	14
图表 35:	国内互联网大厂、运营商客户纷纷布局以太网超节点建设	15
图表 36:	新华三数据中心交换机收入增长, 非数据中心业务占比收缩	15
图表 37:	互联网行业占国内数通交换机市场 67%的份额	16
图表 38:	白盒厂商市场份额自 2023 年起迅速增长	16
图表 39:	Arista 毛利率约为 60%, Accton 毛利率约 20%	16
图表 40:	互联网大厂自研交换机系统	16
图表 41:	合作模式从 OEM 演变至 CM, 本质是甲方客户在开源平台加持下话语权的提升	17
图表 42:	新华三交换机业务毛利率相对较高	17
图表 43:	公司是腾讯超节点 ETH-X、阿里 ALS、中国移动 OISA 的成员	18
图表 44:	中国 IT 分销市场触底反弹后加速增长, 2024 行业规模突破 14300 亿元	19
图表 45:	中国 PC 市场触底反弹, 2024 年出货量止跌回升	19
图表 46:	2024 年紫光股份 IT 分销业务收入 290 亿, 毛利率调整至 5.3%	19
图表 47:	紫光数码业务布局	19
图表 48:	公司 2025-2027 年盈利预测 (单位: 百万元)	20
图表 49:	可比公司估值 (截至 2025 年 6 月 11 日收盘价)	21

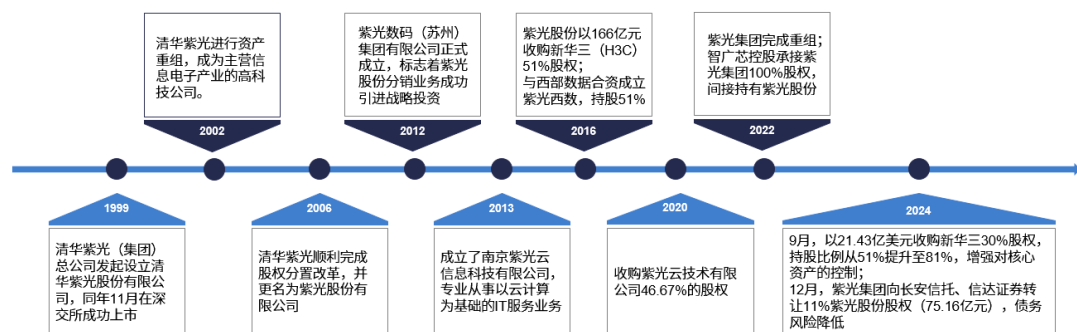


1、持股新华三，全栈 ICT 基础设施及服务供应商

1.1. 核心子公司持股比例提升，集团重组阴霾渐消

IT 产品分销业务起家，对核心子公司控制加强。公司成立于 1999 年，由清华紫光集团发起设立，定位 IT 产品分销商。2013 年，公司成立南京紫光云信息科技有限公司，业务向云计算拓展。2016 年，公司收购新华三 51% 的股权，产品拓展至服务器、交换机等 IT 基础设施；同时，与西部数据合资设立紫光西数，加深在存储产业链的布局。2020 年收购紫光云技术有限公司 46.67% 的股权，加强私有云领域的部署。2021 年起，受到紫光集团破产重整的影响，公司股权架构发生调整。至 2024 年 12 月，紫光集团向长安信托、信达证券合计转让 11% 紫光股份股权，债务风险降低。2024 年 9 月，公司还新收购新华三 30% 的股权，持股比例从 51% 提升至 81%。

图表1：公司 IT 产品分销业务起家，通过并购向计算、存储等产品拓展



来源：公司官网，wind，国金证券研究所

2024 年公司对新华三 30% 股权的收购价格遵循 2016 年协议，取 15 倍 PE 定价。2015 年 6 月，紫光股份与 HPE 开曼签署协议，收购新华三 51% 股权。双方在《股东协议》中约定，HPE 方可于 2019-2022 年期间以税后净利润 15 倍的价格，向紫光出售剩余股权。2023 年 5 月，紫光国际宣布将购买 HPE 所持有的新华三 49% 股权，但因紫光集团债务问题，交易未能完成。直至 2024 年 5 月，紫光股份重启收购计划，调整方案为分阶段实施：先以 21.43 亿美元收购 30% 股权，并将剩余 19% 股权纳入远期期权安排。

2024 年收购新华三每股价格与 2023 年收购新华三 49% 股权的每股价格保持一致，为 735.99 美元/股。该价格系遵循 2016 年协议（按 15 倍 PE 定价）而定。在国内信创要求下，紫光股份有意向提高自身持股比例，同时 HPE 向高附加值云服务转型，也有意向出售，交易双方诉求较为匹配。

图表2：紫光股份收购新华三的历史

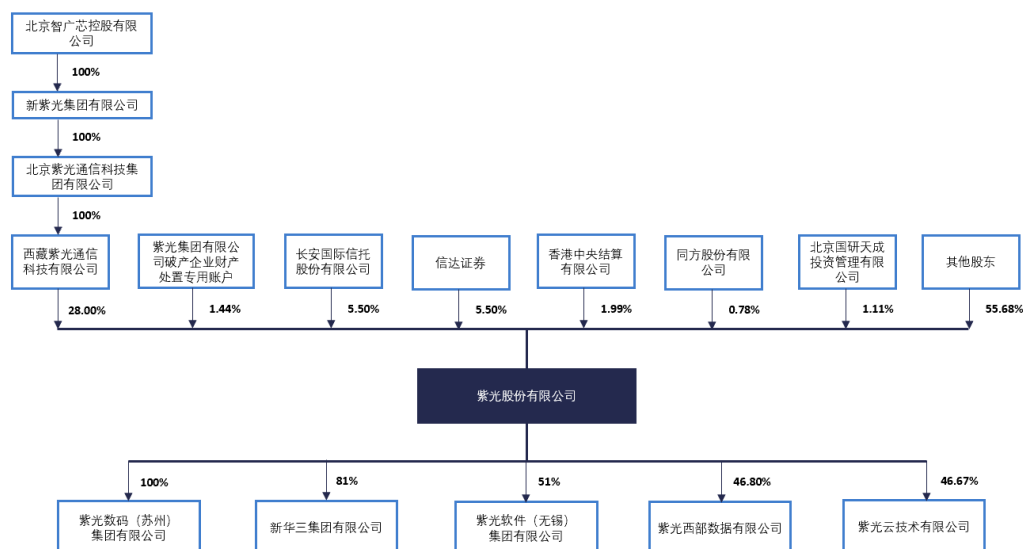
日期	并购对象	交易方	交易价格	每股价格	定价依据	股权交割日
2015 年 6 月 9 日	新华三 51% 股权	HPE 开曼→紫光国际	166.61 亿人民币	未披露	协商定价	2016 年 5 月
2023 年 5 月 26 日	新华三 49% 股权	HPE 实体→紫光国际	35 亿美元	735.99 美元/股	税后净利润 15 倍 PE 锁箱定价	交易终止
2024 年 5 月 24 日	新华三 30% 股权	HPE 实体→紫光国际	21.43 亿美元	735.99 美元/股	每股价格与新华三 49% 股权交易保持一致	2024 年 9 月

来源：公司公告，国金证券研究所

协议转让+锁定期安排，短期股抵债风险降低。公司的第一大股东是西藏紫光通信，持股比例占 28%，其背后是破产重整后、由智广芯 100% 控股的新紫光集团。智广芯是包括国有资本在内的多元化持股平台，股权较为分散，无实际控制人。市场普遍担心因紫光集团破产重整而带来的债权人减持压力。我们认为，2024 年 12 月，紫光集团转让 11% 的股份给长安信托和信达证券两个资产管理计划，且锁定六个月，此举大幅缓解了资金流动性问题、增强债权人信心，短期减持风险降低。



图表3：新紫光集团控股 28%，为公司的第一大股东



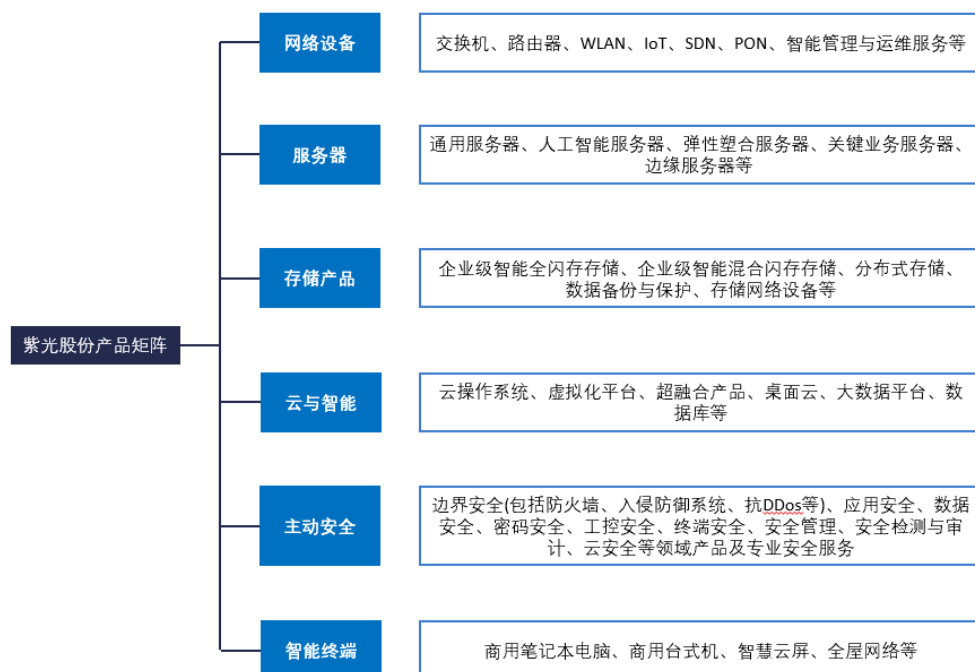
来源：wind，国金证券研究所

当前，紫光股份正积极推进其 H 股在香港联合交易所主板的发行与上市工作。此次募集的资金将主要用于加大在 AI 等前沿技术领域的研发投入、支持潜在的意向收购、拓展海外业务销售网络等。公司已于 2025 年 5 月递交境外上市外资股（H 股）发行上市的申请，拟申请公开发行不超过发行后总股本的约 10%。目前各项工作正在有序推进中。

1.2. ICT 基础设施及服务布局全面，约占收入的七成

国内 ICT 领军，“云-网-安-算-存-端”全面产品布局。公司提供智能化的网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端等全栈 ICT 基础设施及服务；且在网络、计算、存储、安全、云计算等产品市场占有率均位居前列。根据公司公告，2024 年，公司在中国以太网交换机市场份额 31.1%，排名第二；在中国 X86 服务器市场份额 12.6%，位列第三。

图表4：全栈 ICT 能力布局成型，覆盖“云-网-安-算-存-端”核心赛道

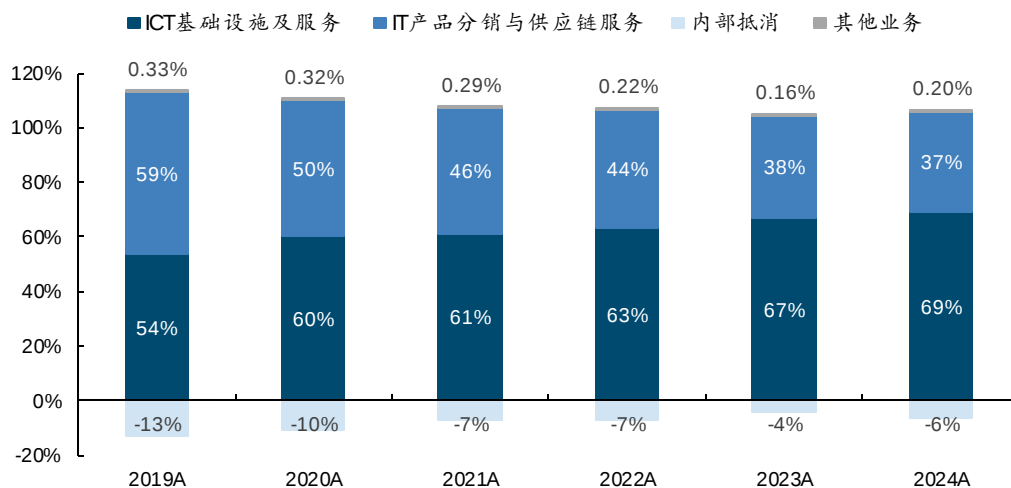


来源：wind，国金证券研究所



公司 ICT 基础设施及服务收入占比从 2019 年的 54% 提升至 2024 的 69%，IT 产品分销与供应链服务则降至 37%。其中，IT 产品分销与供应链服务主要是为惠普、戴尔等 IT 厂商提供渠道分销、增值分销等服务，毛利率相对较低。

图表5：ICT 基础设施及服务成核心引擎，收入占比提升至 70%

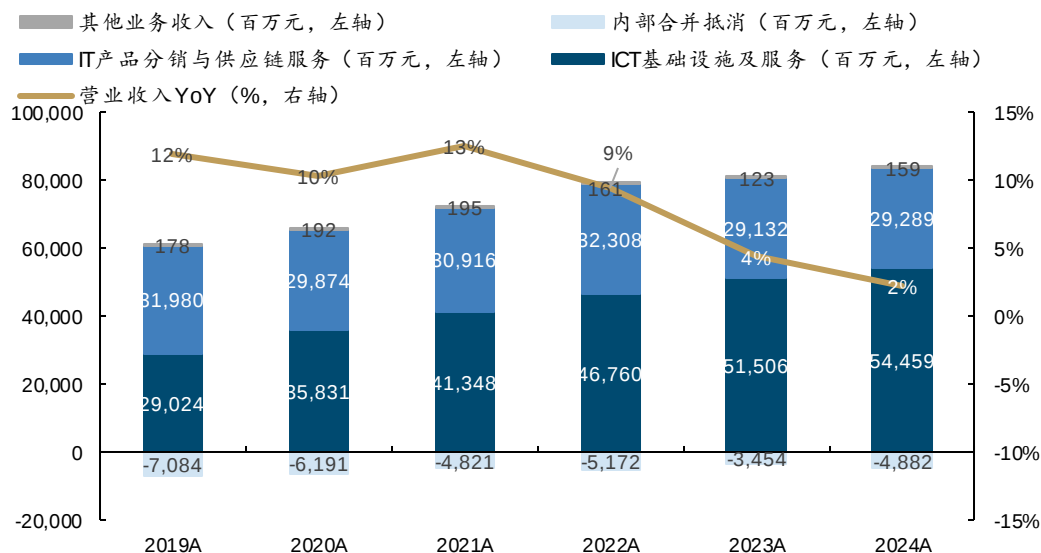


来源：wind，国金证券研究所

1.3. 营收增长稳健，产品结构变化带来盈利能力略有下滑

公司营收自 2019 年的 541 亿元增至 2024 年的 790 亿元，5 年 CAGR 约为 8%。2022-2024 年营收同比增速放缓，我们认为原因如下：1) “东数西算”工程从前期的设备采购阶段进入全面建设阶段，对硬件基础设施的采购需求增速放缓；2) 占交换机收入大部分的园区交换机行业进入下行周期。我们认为 2025 年起，伴随国内 AI 数据中心的大规模建设、公司加速 AI 服务器及高速数通交换机布局，公司未来收入将稳步提振。

图表6：2019-2024 公司营收突破 600 亿，ICT 业务驱动增长

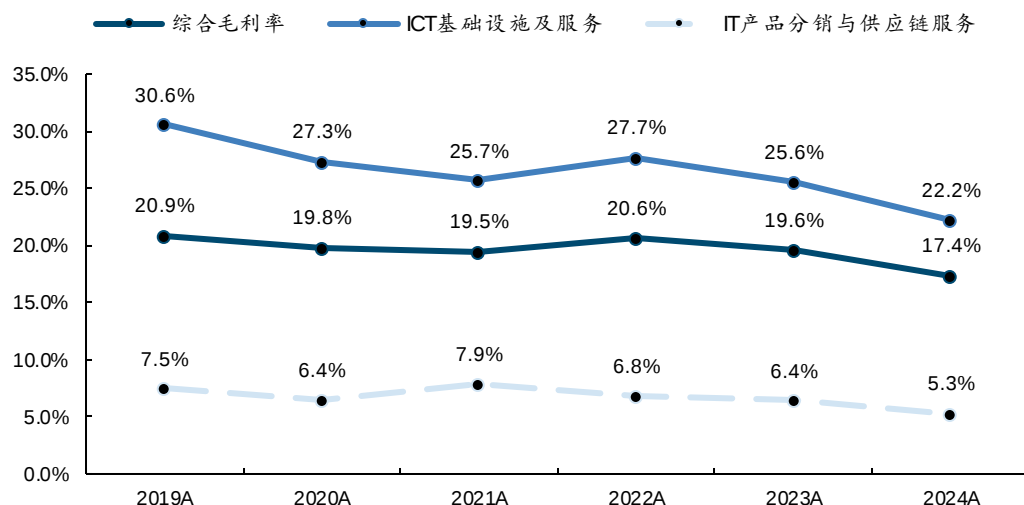


来源：wind，国金证券研究所

公司综合毛利率约为 17%，ICT 基础设施及服务贡献主要盈利。2023 年 ICT 基础设施及服务毛利率为 25.6%，24 年下滑为 22.2%，主要系低毛利的服务器业务收入占比提升的原因。而 IT 产品分销与供应链服务的毛利率仅约 5%，其收入占比的下降带来产品结构的优化。



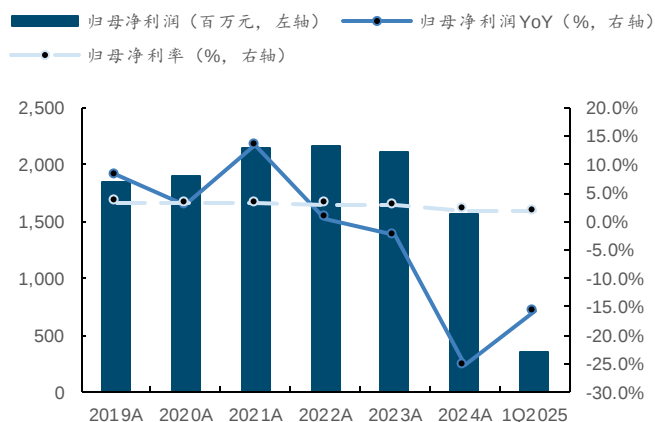
图表7: ICT 业务毛利率超 25%但承压, 分销业务毛利较低



来源: wind, 国金证券研究所

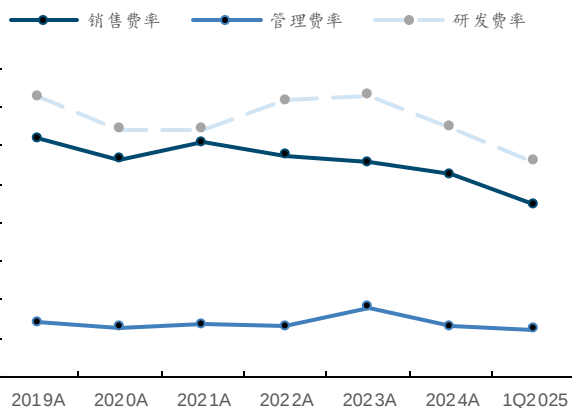
从费用端看, 公司研发费用率维持在 7% 左右, 研发总支出较高, 2024 年研发费用高达 51 亿元。我们认为高研发投入能保障公司产品不断迭代、适配行业发展需求。销售费率和管理费率控制得当, 稳中有降。利润端看, 2021 年新华三并表带来净利润的大幅提振; 2024 年公司财务费用增加和政府补贴减少带来公司净利润同比下滑。2024 年公司归母净利率为 2.0%。

图表8: 2024 年公司净利润承压



来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 费率管控成效显著, 研发投入占比相对刚性



来源: wind, 国金证券研究所

公司主要子公司包括新华三、紫光云、紫光数码、紫光软件四家, 其分别提供 ICT 基础设施及服务、云服务、ICT 分销、软件开发四大业务。公司对其的持股比例分别为 81%/46.67%/100%/100%。其中, 2024 年新华三贡献 69.7% 的收入、91.0% 的利润。

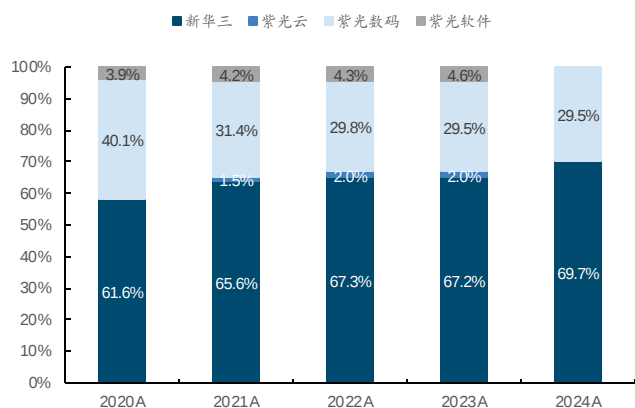
图表10: 2024 年新华三贡献七成收入、九成利润

公司	持股比例	主要业务
新华三	81%	核心产品包括交换机、路由器、WLAN、网络安全产品、服务器、存储设备等 (ICT 基础设施及服务)
紫光云	46.67%	云服务
紫光数码	100%	计算机产品开发与销售 (ICT 分销)
紫光软件	100%	软件开发与系统集成服务

来源: 公司公告, 国金证券研究所

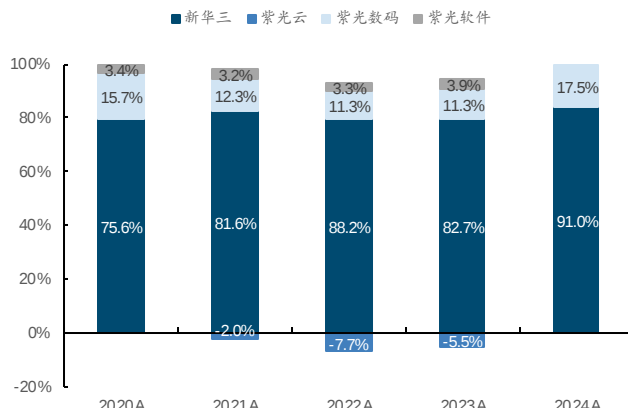


图表11：2024 年新华三收入占公司的 69.7%



来源：wind，国金证券研究所

图表12：2024 年新华三净利润占公司的 91%



来源：wind，国金证券研究所

注：2024 年公司年报未单独披露紫光云和紫光软件的净利润

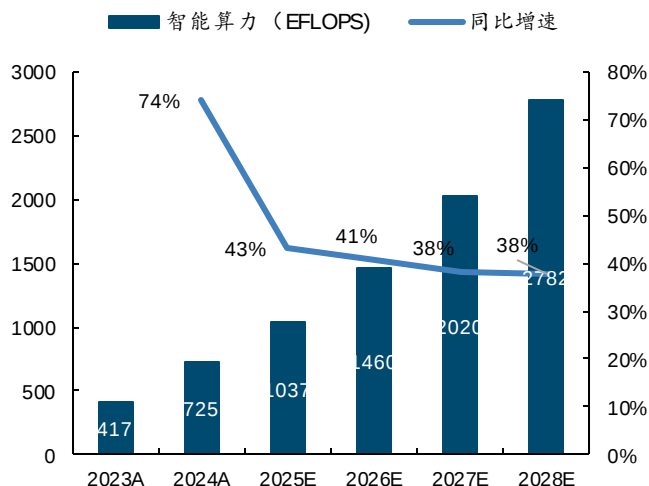
注：2024 年公司年报未单独披露紫光云和紫光软件的净利润

2、公司 AI 服务器采用国产芯片的比例较高，有望受益于芯片国产替代

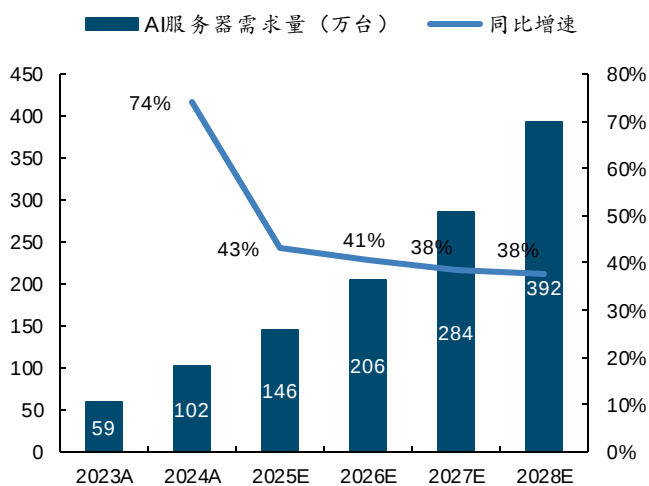
2.1. AI 服务器需求量与智算规模成正比，互联网大厂资本开支释放强劲需求

AI 大模型训练及推理应用推动国内智算基础设施的快速建设，智算规模有望持续增长。根据 IDC 数据，2023-2028 年期间，中国智能算力规模有望从 416.7EFLOPS 增至 2781.9EFLOPS，5 年 CAGR 有望达 46.2%。参考 H20 芯片，我们根据单卡算力 148TFLOPS、有效利用率 60%估算，2025 年 1037.3EFLOPS 算力对应 1168 万 GPU 芯片需求量。单台 AI 服务器装载 8 个 GPU 芯片，因此对应 146 万台 AI 服务器需求量。因此 AI 服务器需求量与智算规模成正比，作为 AI 算力的基石直接受益于 AI 浪潮。

图表13：智算需求大幅增长



图表14：AI 服务器需求配套智算需求增长



来源：IDC，智算研究院，国金证券研究所

来源：IDC，智算研究院，国金证券研究所

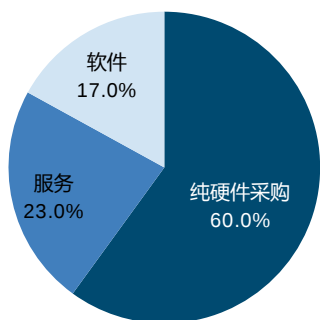
从需求侧看，互联网大厂是算力投资的主导力量。我们估算 2025-2027 年阿里、腾讯、字节每年新增服务器采购额约为 1300-1500 亿元。具体假设如下：

1) 资本开支：阿里 2025、2026 年资本开支预测取彭博一致预期，分别为 1152.1/1274.8 亿元；2027 年由于彭博未给出一致预期，我们基于阿里公告（计划未来三年投入超过 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施），预测其 2027 年资本开支有望同比增加 6%至 1351.3 亿元。腾讯 2025/2026/2027 年资本开支预测取彭博一致预期，分别为 876.4/844.6/882.6 亿元。根据中国基金报，字节跳动 2024 年资本开支达到 800 亿元。我们认为字节在 AI 投入上较为积极，假设其资本开支同比增速与阿里相近，2025/2026/2027 年分别 +52%/+11%/+6%，则对应 1214.6/1343.9/1424.5 亿元。

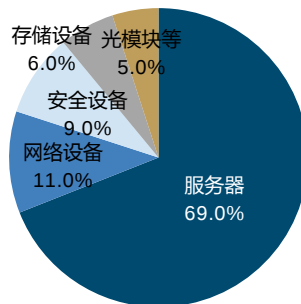


2) 资本开支中服务器采购金额占比: 服务器采购金额=公司资本开支*资本开支中纯硬件采购金额占比*硬件采购金额中服务器采购金额的占比。根据爱分析测算, 2024 年中国大模型投资中约 60%用于纯硬件采购; 根据中研网, 纯硬件采购金额中, 服务器采购额约占 69%。因此基于阿里、腾讯、字节的 2025/2026/2027 年资本开支金额预测我们估算得到其对应服务器新增采购额 1343/1434/1515 亿元, 自 2024 年起阿里、腾讯、字节服务器累计采购金额有望同比+144%/+63%/+41%。

图表15: 2024 年大模型投资中约有 60%左右金额用于硬件采购



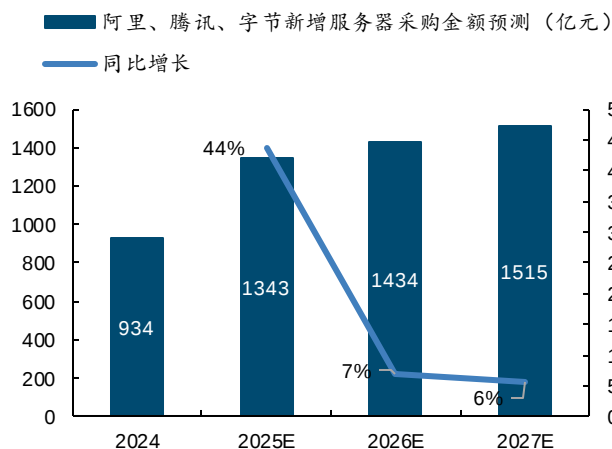
图表16: 2024 年服务器采购额约占硬件采购金额的 70%



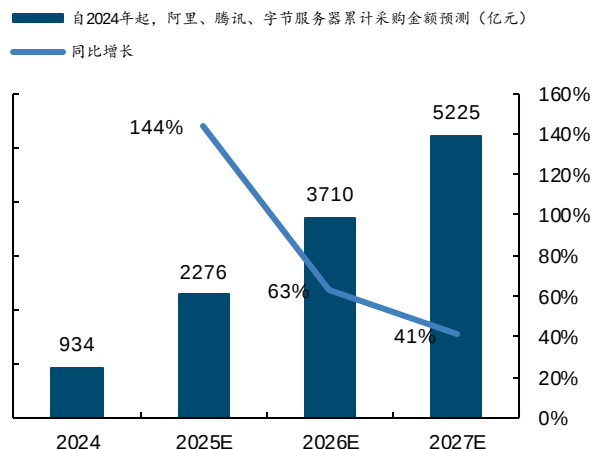
来源: 爱分析, 国金证券研究所

来源: 中研网, 国金证券研究所

图表17: 我们估算 2025-2027 年阿里、腾讯、字节每年新增服务器采购额约 1300-1500 亿元



图表18: 我们估算自 2024 年起, 阿里、腾讯、字节累计采购服务器金额将保持同比高增



来源: 彭博, 国金证券研究所

来源: 彭博, 国金证券研究所

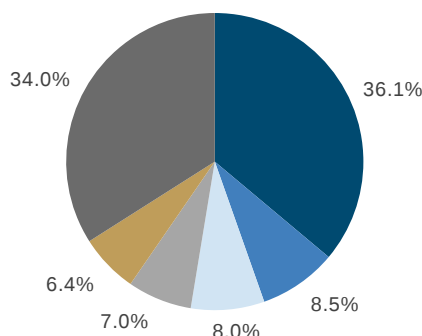
2.2. 公司 AI 服务器采用国产芯片的比例较高, 有望充分受益

中国 AI 服务器市场竞争格局呈现“一超多强”的态势。根据 IDC 数据, 2024 年浪潮信息保持 AI 服务器市场龙一的位置, 占据约 36%的市场份额; 宁畅、新华三、超聚变紧随其后, 市场份额分别约为 8.5%/8.0%/7.0%。



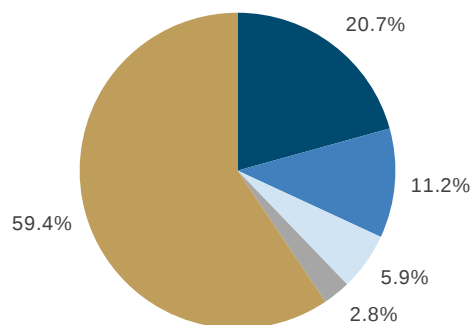
图表19: 2024 年中国 AI 服务器市场竞争格局

■ 浪潮信息 ■ 宁畅 ■ 新华三 ■ 超聚变 ■ 华为 ■ 其他



图表20: 2024 年中国非 GPGPU AI 服务器市场竞争格局

■ 华为 ■ 超聚变 ■ 浪潮 ■ 新华三 ■ 其他



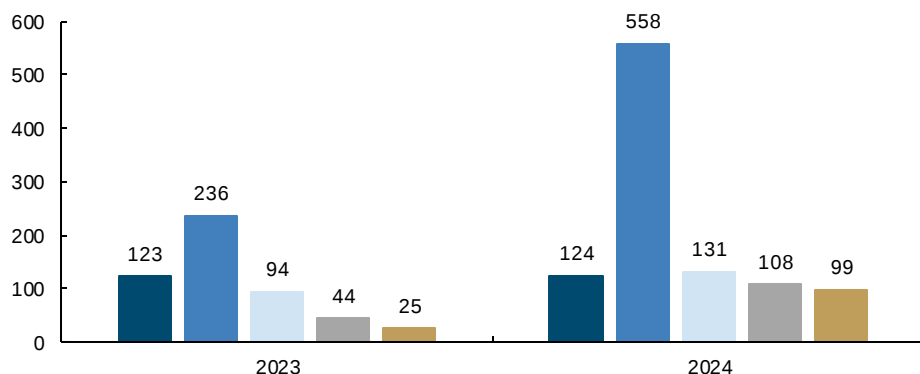
来源: IDC, AI 人工智能行业动态, 国金证券研究所

来源: IDC, AI 人工智能行业动态, 国金证券研究所

根据 IDC 公布的中国 AI 服务器市场规模与各 AI 服务器厂商的市场份额, 我们计算得到 2024 年新华三/浪潮/宁畅/超聚变/华为 AI 服务器收入分别为 124/558/131/108/99 亿元, 同比+0.8%/+137%/+40.3%/+148.6%/+294.8%。相较其他厂商, 新华三 2024 年 AI 服务器放量节奏偏弱。我们认为主要原因系: 2024 年国内 AI 服务器出货量主要由互联网厂商采购英伟达 GPU 服务器驱动, 公司客户以政企为主, 采购英伟达 AI 服务器相对略晚。

图表21: 根据 IDC 数据, 新华三 2024 年 AI 服务器收入约为 124 亿元

■ 新华三AI服务器收入 (亿元) ■ 浪潮信息AI服务器收入 (亿元)
■ 宁畅AI服务器收入 (亿元) ■ 超聚变AI服务器收入 (亿元)
■ 华为AI服务器收入 (亿元)



来源: IDC, AI 人工智能行业动态, 国金证券研究所

展望 2025 年及以后, 我们认为行业端、公司端出现了积极的转变:

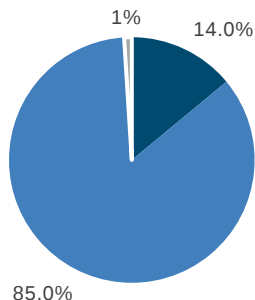
1) 芯片国产替代进程加速, 公司采用国产芯片的比例较高, 有望充分受益。

根据 IDC 数据, 2024 年中国市场 AI 芯片总出货量超 270 万张, 其中国产 AI 芯片的出货量已超过 82 万张, 相较 2023 年国产 AI 芯片出货量同比增加了 310%。从占比看, 国产 AI 芯片出货份额约占 30%, 相较 2023 年提升了 16pct。



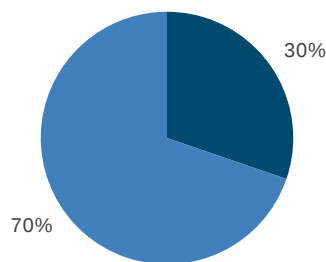
图表22：2023 年中国国产 AI 芯片出货份额占 14%

■ 国产 AI 芯片出货份额 ■ GPU 出货份额 ■ 其他海外非 GPU 卡



图表23：2024 年中国国产 AI 芯片出货份额提升至 30%

■ 国产 AI 芯片出货份额 ■ GPU 出货份额



来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

我们认为 2025 年 AI 芯片国产替代进程将持续提速。从竞争端看，特朗普政府要求英伟达 H20 芯片出口到中国需要许可证，从而限制英伟达芯片对中国的出口，这将导致英伟达芯片加速退出中国市场；从供给端看，国产 AI 芯片的性能不断提升，与英伟达芯片差距缩小，为国产替代提供条件。

图表24：国产芯片性能不断提升，为芯片国产替代提供条件

	英伟达	华为	寒武纪
产品	HGX H20	昇腾 910C	思元 590
峰值算力（FP16）	148TFLOPS	780TFLOPS	314.6TFLOPS
内存容量	96GB HBM3	128GB HBM2e	96GB HBM2e
内存带宽	4.0TB/s	3.2TB/s	2.0TB/s
功耗	400W	-	550W

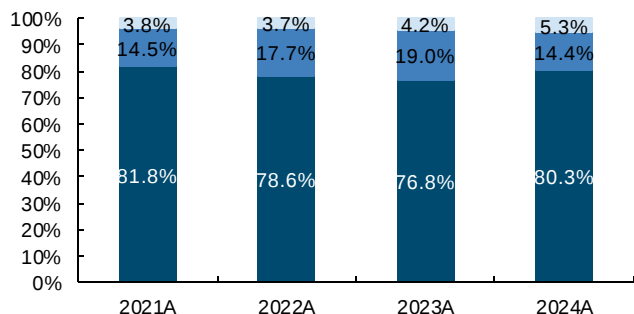
来源：36 氪，半导体综研，Semi Analysis，国金证券研究所

我们认为新华三过去政企主导的客户结构（政企约贡献 70-80%）反而使其 GPU 服务器中采用国产芯片的比例相对较高，在芯片国产替代加速的情况下具备较大的增长潜力。

由于新华三下游客户以政企为主，在信创要求下，下游客户对芯片国产化率要求更高，因此新华三 GPU 服务器中采用国产芯片的比例相对较高。根据 IDC 数据，中国 2024 年非 GPGPU 架构的 AI 服务器市场总规模达 69 亿美元，其中新华三/浪潮/超聚变的份额分别占 2.8%/5.9%/11.2%，对应 13.5/28.5/54.1 亿元。结合 IDC 公布的中国 AI 服务器市场总规模以及各 AI 服务器厂商所占的份额，我们计算得到各 AI 服务器厂商中非 GPGPU AI 服务器的出货占比，新华三对应的值为 11%。由于非 GPGPU 架构的 AI 服务器基本采用国产 AI 芯片，我们以此作为公司国产 AI 服务器出货金额的参考，新华三 AI 服务器中采用国产芯片的比例相对较高。

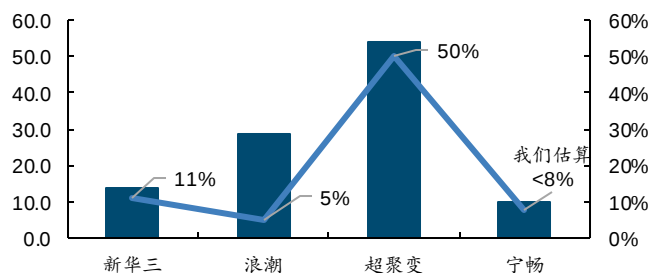
图表25：政企客户贡献新华三超八成收入

■ 国内政企业务 ■ 运营商 ■ 国际业务



图表26：公司国产 AI 服务器收入占比相对较高

■ 非 GPGPU AI 服务器出货金额（亿元）
■ 非 GPGPU AI 服务器占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：IDC，AI 人工智能行业动态，国金证券研究所



新华三与头部国产 AI 芯片厂商保持紧密合作。天数智芯是新华三算力技术联盟的重要合作伙伴。新华三与昆仑芯、寒武纪也保持深度合作，积极针对其量产的芯片进行适配。我们看好 AI 芯片国产替代进程加速情况下，新华三 AI 服务器将迎来放量。

图表27：天数智芯、摩尔线程是新华三算力技术联盟的成员

联盟	合作伙伴
算力技术联盟	立足于搭建云技术合作与促进平台，推进云技术方案相关领域发展 英特尔、超威半导体、天数智芯、摩尔线程
云技术联盟	立足于搭建多元算力技术合作与促进平台 斯菲尔电气、宝兰德、泛微网络、精容数安、当虹科技、经纬信息
网络技术联盟	立足于搭建网络技术合作与促进平台 云脉芯联、芯启源、正奇、安达斯

来源：新华三官网，国金证券研究所

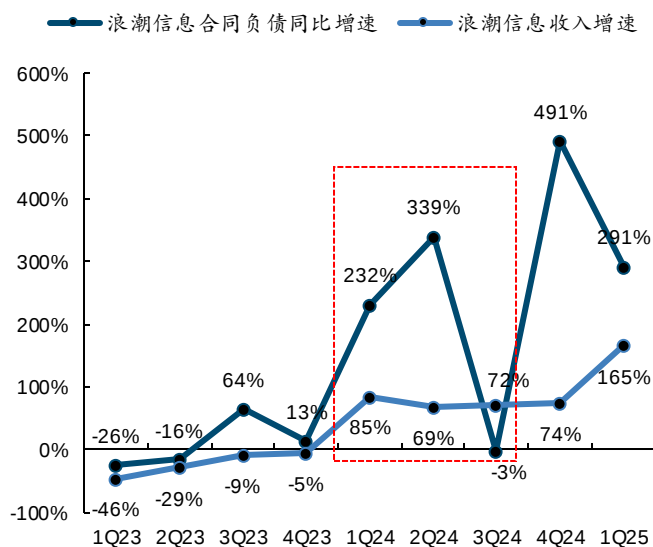
2) 从资产负债表看，公司 1Q25 合同负债同比增长 67%，展现积极信号。

我们参考浪潮信息历年合同负债同比增速与收入同比增速，合同负债同比增速的大幅提高往往伴随着收入端的同步增长。背后原理与服务器厂商的商业模式有关：服务器厂商向客户发出产品，但产品自发出到验收的时间较长，这导致订单可能无法在当期结转成收入。而合同负债可视为公司预收的一小笔定金，对业绩端起到一定的指引作用。

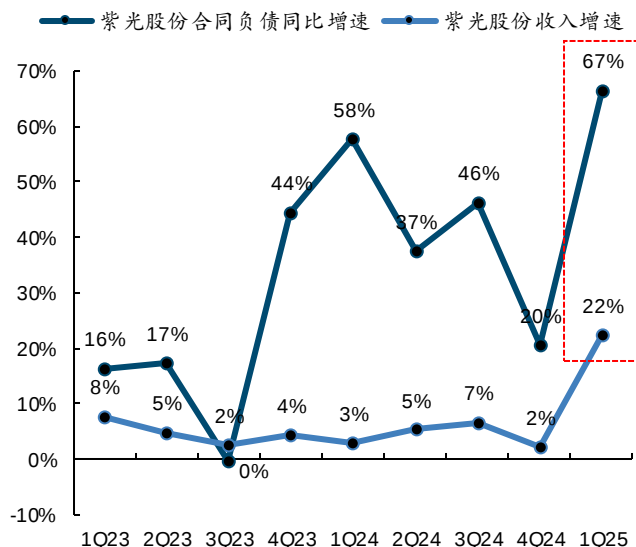
从合同负债看，紫光股份 1Q25 合同负债同比增长 67%至 187 亿元，达到历史新高，对应 1Q25 收入同比增加 22%。我们认为 1Q25 合同负债的高增与当季收入的增长是一个积极的信号，公司收入有望逐步进入上行阶段。

图表28：浪潮信息合同负债的同比高增往往伴随收入端的同步增长

图表29：紫光股份 1Q25 合同负债与收入同比增幅较大的



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

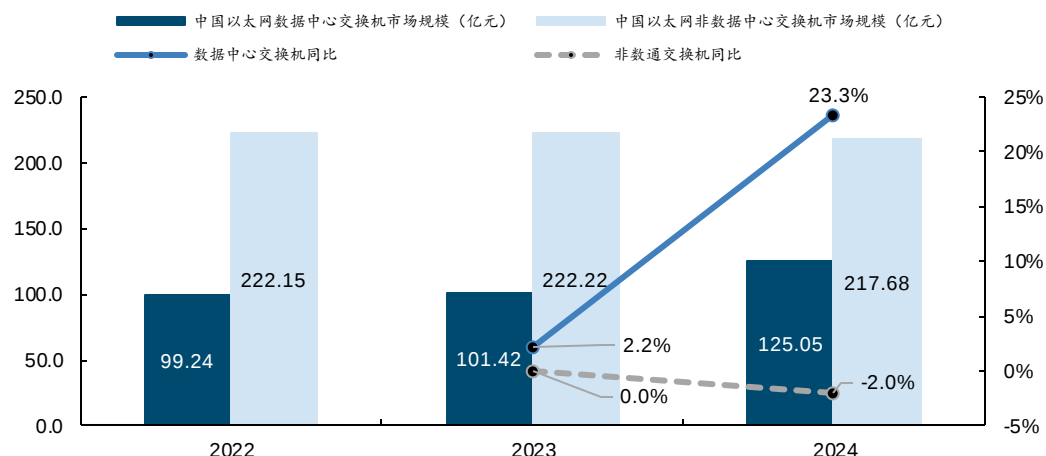
3、积极布局白盒交换机业务，有望在 Scale-up 域取得进展

3.1. 短看 Scale-out 域数通交换机量价齐升，长看 Scale-up 域带动行业扩容

数据中心交换机是行业增长的核心驱动力，园区交换机进入去库存的周期下行阶段。根据 IDC 数据，2023-2024 年中国以太网非数据中心交换机市场（主要是园区交换机等）同比微降；而数据中心交换机市场在 2024 年迎来放量，同比增长 23%，市场规模达 125 亿元，约占以太网交换机总市场的 36.5%。



图表30：数据中心交换机 2024 年增速 23.3%领跑全行业



来源：IDC，公司公告，锐捷网络公司公告，国金证券研究所测算

我们认为 **scale-out** 域交换机是以太网数据中心交换机短期的核心驱动力，赛道具备量价齐升的逻辑。

1) 从量看，交换机同样是 AI 数据中心的基石，作为网络设备，它与 AI 芯片之间存在配比关系。单台交换机端口数量直接决定该架构下所能容纳的最大 GPU 卡数量。假设 Spine 交换机和 Leaf 交换机的端口数量均为 P，则两层胖树下最多能容纳的 GPU 数量为 $P^2/2$ ，三层胖树下最多能容纳的 GPU 数量为 $P^3/4$ 。我们以 64 端口交换机为例，则两层架构下，GPU 和交换机的数量比例为 1: 0.047。

图表31：单台交换机端口数量决定所能容纳的最大 GPU 卡数量

网络架构	两层胖树	三层胖树
Nmax	$P^2/2$	$P^3/4$
P=40	800	16000
P=64	2048	65535
P=128	8192	524228

来源：百度智能云《智算中心网络架构白皮书》，国金证券研究所

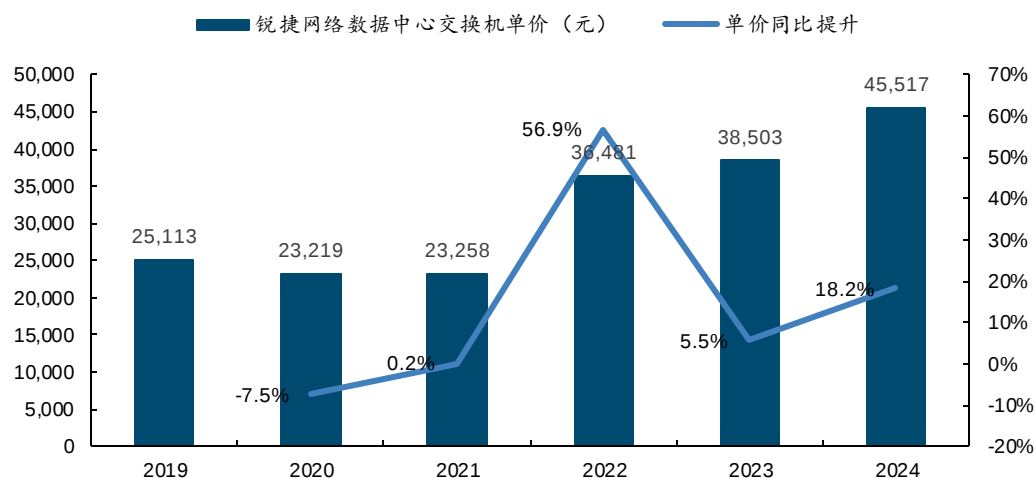
2) 从价看，交换机容量升级带来产品单价的上行。

由于可容纳 GPU 卡的数量直接取决于交换机端口数量，而交换容量=端口数×端口速率×2，假设单端口速率不变，为构建更大规模的 GPU 集群，将采用更多端口数量的交换机，交换机端口数量的增加将带动交换容量实现从 200G 向 400G 再向 800G 的升级。

交换机容量的升级带来单价的提升。我们以锐捷网络数据中心交换机单价作为参考，其在 2021-2024 年间稳步提升。其中 2022 年、2024 年同比提升幅度较大，分别对应 200G、400G 交换机的放量。



图表32：数通交换机单价伴随容量提升而升高



来源：锐捷网络公司公告，国金证券研究所

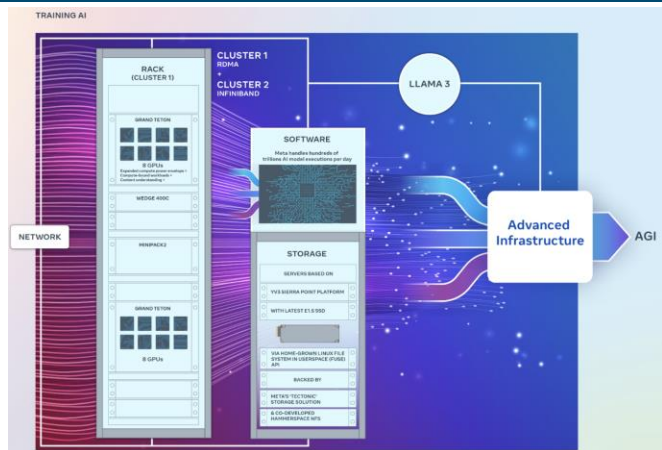
当前行业的边际变化在于以太网渗透率的不断提升。以太网渗透率的提升给国内以太网交换机厂商放量提供了先决条件。

过去数据中心交换机主要采用英伟达构建的 IB 网络协议，但以太网渗透率不断提升，原因如下：1) 从以太网技术本身看，其性能差距与 InfiniBand 不断缩小。以太网通过 RDMA、RoCE 等协议使得其性能大幅接近 InfiniBand。从 Meta 在 24 年 3 月公布的 2 个 24K H100 GPU 集群看，其分别采用了基于 Arista 7800 交换机的以太网网络解决方案，与基于英伟达 Quantum2 的 InfiniBand 网络解决方案，均有出色的性能表现。2) 超算中心大型化趋势下，以太网方案为刚需。当前 IB 最大的网络集群只有 16000 节点，无法满足百万卡级别超算集群的节点数需求；同时，IB 网络一旦建成，增添节点步骤繁琐，可扩展性差，以太网生态开放，对部件损坏的容忍度高。

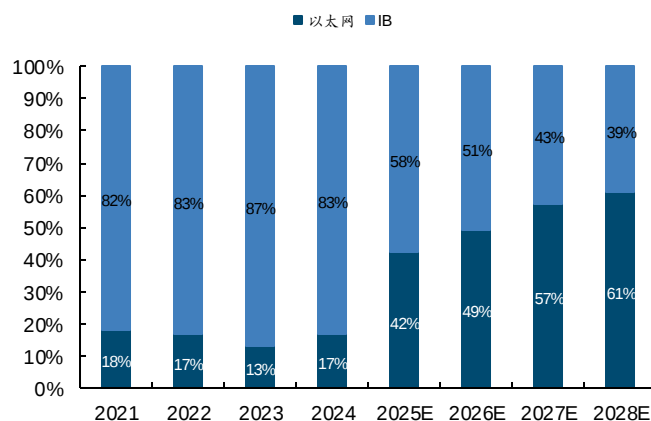
根据 650 Group 最新预测，以太网 2025/2026 年渗透率将分别达 42%/49%，并将在 2027 年超过 IB 网络的渗透率。

图表33：Meta 成功构建以太网和 IB 网络架构的集群

图表34：以太网渗透率将逐渐提升



来源：Meta，国金证券研究所



来源：650 Group，国金证券研究所

从中长期看看，我们认为行业的下一大看点在于超节点建设过程中，以太网数据中心交换机向 Scale-up 域的加速渗透。

根据 LightCounting, 2024 年 Scale-up 域交换市场规模已超过以太网和 InfiniBand 两者总和（即 Scale-out 域交换市场）。当前 Scale-up 域交换机的网络协议以私有协议（如英伟达的 NVLink、华为的 HCCS）为主，我们看好以太网交换机在该域的放量、渗透，理由如下：1) 相较于 NVLink 等私有协议，以太网具备开放性的优势，在英伟达芯片或将面临禁运的情况下，以太网是国内实现超节点内芯片互联的必经之路。2) 从成本看，scale-



up 域与 scale-out 域用同一张以太网可以节省网卡成本，提高网络传输效率。

国内互联网大厂等下游客户纷纷布局超节点建设。以腾讯、中国信通院牵头的 ETH-X 超节点系列项目为例，其旨在利用以太网技术构建高带宽域，打造大型多 GPU 互联算力集群系统，已于 2025 年 4 月展示首台全球开放互联超节点原型机。

图表35：国内互联网大厂、运营商客户纷纷布局以太网超节点建设

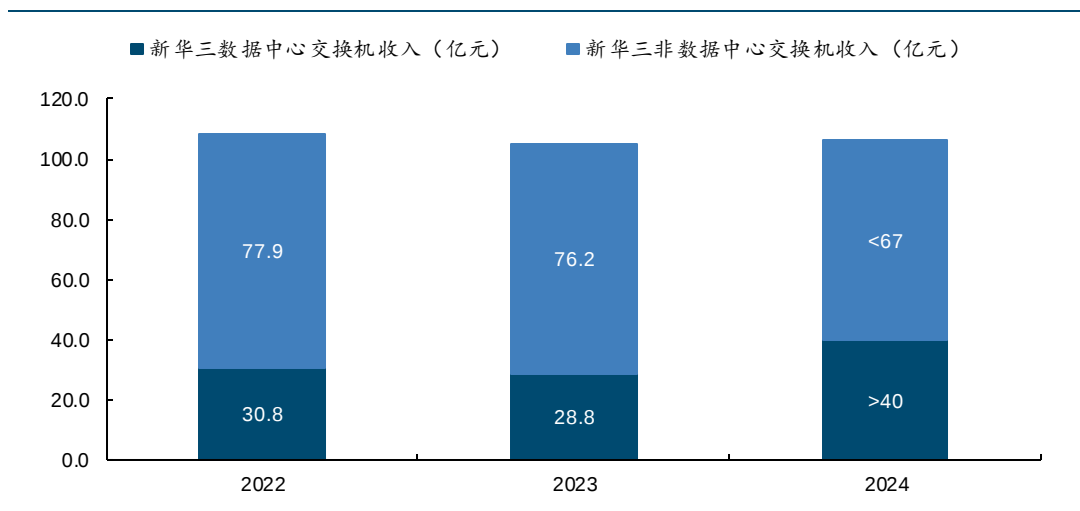
公司	超节点技术/方案	核心参数	技术特点
阿里	ALink System (ALS)	支持 UALink 协议，单柜百 TB/s 级吞吐 原生支持内存语义，显存共享达 TB 级	兼容 UALink 协议，部分采用 ETH+高通量以太网 优化帧格式
腾讯	ETH-X 开放超节点	256 卡 Scale Up 训练成本降低 38% 128 卡推理性能提升 40%	全以太网架构，兼容 RoCEv2/RDMA，支持端到端 重传和低延迟 FEC
字节	自研超节点架构	2025 年计划投入 200 亿美元建设海外 AI 基础设施 火山引擎数据中心部署超万卡集群	原生以太网优化，支持 Load/Store 内存语义与 RDMA 异步传输，时延低至纳秒级
中国移动	OISA 协议超节点（“国 芯国连”集群）	单节点集成 64 张国产 AI 芯片 互连带宽 896GB/s，交换容量 51.2T	结合 GSE 全调度以太网，实现跨节点无损传输， 通信时间缩短 20%

来源：阿里云，ODCC，《字节跳动 GPU Scale-up 互联技术白皮书》，凤凰周刊，央广网，国金证券研究所

3.2. 公司积极布局白盒交换机业务，有望在 Scale-up 域率先取得突破

公司交换机收入主要由子公司新华三贡献。结合公司公告的行业份额与 IDC 披露的中国以太网交换机市场规模等数据，我们计算新华三数据中心交换机的收入 2022/2023 年分别达 30.8/28.8 亿元。根据 IDC 数据，2024 年公司数据中心交换机份额第二，据此我们计算新华三 2024 年数据中心收入将大于 40 亿元，同比增速大于 37.6%。非数据中心交换机收入缩水，园区交换机行业承压。

图表36：新华三数据中心交换机收入增长，非数据中心业务占比收缩



来源：IDC，wind，C114 通信网，国金证券研究所

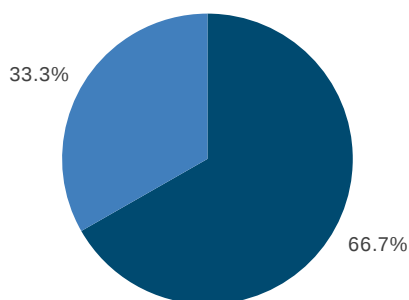
市场对新华三交换机业务的核心担忧在于其作为传统交换机品牌厂商，能否适应互联网大厂白盒交换机的模式。

根据锐捷网络数据中心交换机收入、其中互联网数通交换机收入占比、锐捷网络公布的数据中心交换机在互联网市场份额，我们计算得到 2024 年中国互联网行业数通交换机市场约 83.5 亿元。基于 IDC 数据，互联网行业占据中国数据中心交换机市场 67% 的份额，成为数据中心交换机市场的主导力量。



图表37：互联网行业占国内数通交换机市场 67% 的份额

■ 互联网数通交换机占比 ■ 非互联网数通交换机占比



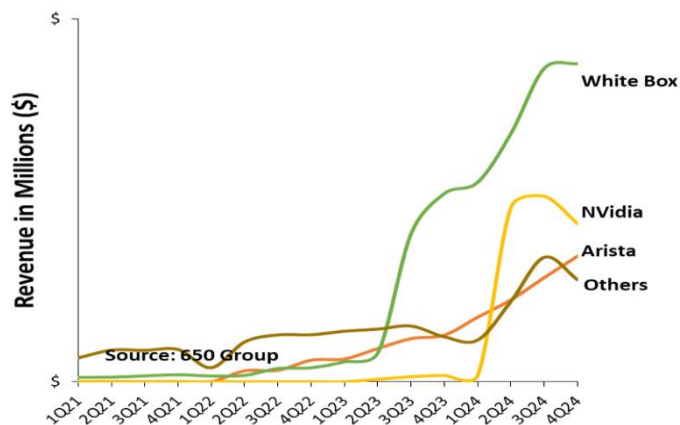
来源：公司公告，锐捷官网，IDC，国金证券研究所

而白盒厂商在 Scale-out 域数据中心交换机行业的份额迅速提升，给传统交换机品牌厂商带来竞争压力，背后是下游互联网客户借助第三方开源平台实现交换机操作系统的自研，带来交换机行业商业模式的转变。

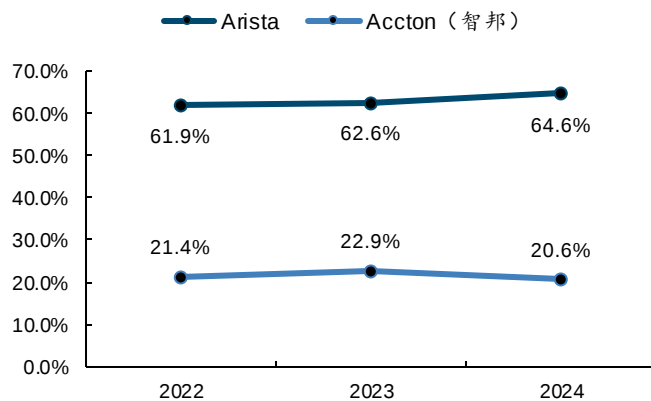
根据 650 Group 统计，全球 scale-out 域交换机前三大供应商分别是 Celestica、NVIDIA 和 Arista。以 Celestica 为代表，纯白盒交换机供应商的份额自 2023 年起迅速增长。

纯白盒交换机供应商只提供基于标准化组件的硬件部分，而操作系统、服务等毛利和技术门槛较高的传统品牌交换机组成部分则由客户或第三方软件商提供，因此纯白盒厂商的毛利率较低。我们对标了 Arista 和智邦科技的盈利能力，Arista 的毛利率约为 60%，高于 Accton 的 20%，Arista 的高盈利能力正来自其 EOS 操作系统，这也是 Arista 的关键竞争优势。

图表38：白盒厂商市场份额自 2023 年起迅速增长



图表39：Arista 毛利率约为 60%，Accton 毛利率约 20%



来源：650 Group，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

基于 SONic 开源交换机操作系统，国内互联网大厂陆续上线自研交换机，运营商也有交换机系统自研之势。交换机厂商与互联网客户的合作模式从 JDM 逐渐演化为 CM，本质是甲方客户在开源平台加持下话语权的提升。

图表40：互联网大厂自研交换机系统

公司	自研系统名称	系统成立时间	系统描述
阿里	AlinOS	2018 年	基于开源 SONic 自研的 AlinOS 系统，2022 年提出“可预期网络”理念并推出 51.2T Tigatron 白盒交换机；2024 年升级为冷板液冷 AI 交换机 Liquid Tigatron，采用分离式 Cage 设计以提升散热效率，目前已在多个业务场景中实现长期稳定运行。
腾讯	TCSOS	2018 年	基于 SONic 自研，采用“白盒硬件+自研 NOS”模式，2019 年首次批量部署于 25G 数据中心。TCS9500



公司	自研系统名称	系统成立时间	系统描述
字节	Lambda OS	2019 年	交换机支持 51.2T 交换容量，主要采用 ODM 联合开发模式。基于 SONiC 自研，2023 年推出 51.2T 800G 自研交换机 B5020，采用固化 64 端口 800G 接口设计，硬件研发结合 JDM 与 CM 模式，管理引擎为插卡式模块化设计。
中国移动	UniNOS	2021 年	紫金山实验室发布，全球首个骨干网可编程网络操作系统，支持运营商级骨干网络功能，适配多种异构交换芯片，应用于长三角骨干网白盒平面与紫金山无损数据中心。
中国电信	TeleNOS	2023 年 12 月	首款 P4 可编程白盒交换机接入云网数据中心，完成自研交换机操作系统研发适配，支持高性能网络协议栈和自动化运维。

来源：公司公告，阿里云，c114 通信网，国金证券研究所

图表41：合作模式从 OEM 演变至 CM，本质是甲方客户在开源平台加持下话语权的提升

模式	产品架构设计	产品制造生产
OEM	外协厂商设计	外协厂商生产，客户贴标
ODM	客户提出要求，外协厂商设计	外协厂商生产
JDM	客户及外协厂商共同设计	外协厂商生产
CM	客户独自设计	外协厂商生产

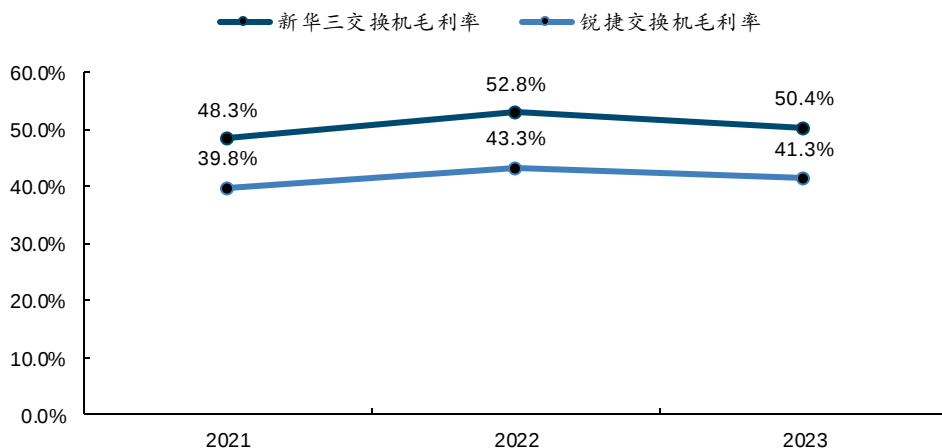
来源：公司公告，云边学堂，国金证券研究所

我们认为上述商业模式的转变将带来：1) 数据中心交换机行业盈利能力向白盒厂商趋近。白盒交换机与品牌交换机在硬件获取成本上基本相等，若客户自研软件系统，交换机厂商提供的产品仅白盒硬件，毛利率将趋近于白盒厂商。2) scale-out 域数据中心交换机厂商的核心竞争要素转向制造端的规模效应。由于纯硬件的进入壁垒低于交换机操作系统软件，我们认为交换机厂商的核心竞争优势将转向制造端，包括收入端的大规模量产能力、成本端的控费能力。纯白盒硬件厂商在制造端可能更有优势。

针对市场的担忧，我们认为公司未来交换机业务看点有三：

- 1) 互联网客户端，公司在互联网白盒数通交换机赛道早有布局，有望受益于行业增长。根据公司公告，公司在 2022 年起就开始规模投入白盒交换机的研发，并参与项目竞标，在互联网白盒交换机的占比迅速提升。
- 2) 除互联网大厂以外，大部分非互联网客户交换机系统自研能力相对较弱，仍需要依靠交换机供应商做相关研发、提供运维支持，而纯白盒交换机厂商软件研发经验较少、也不提供后续运维，短期内可能难以涉足该部分客户。因此新华三等传统交换机品牌厂商有望继续发挥其交换机系统等专业优势。由于交换机厂商提供了硬件+操作系统+后续运维服务，有望保持高盈利能力。

图表42：新华三交换机业务毛利率相对较高



来源：wind，公司公告，国金证券研究所



注：公司未披露 2024 年新华三交换机毛利率业务，因此未加入 2024 年进行比较

同时，在非互联网客户市场，公司能够复用客户资源。新华三是 ICT 全栈解决方案供应商，服务器、交换机等业务客户有所重叠，因此公司的多产品矩阵能提升单客户可配套价值量，提高销售效率。

3) 凭借 AI 服务器业务经验等，公司有望在 scale-up 域率先取得突破。

Scale-up 域以太网交换机仍在起步探索阶段，我们认为 scale-up 域的交换机进入壁垒更高：1) 类比英伟达的 NVSwitch 交换机，Scale-up 域交换机用于 GPU 与 GPU 之间的连接，因此我们认为交换机供应商需具备一定的芯片互联能力。2) 同时仍要走开放路线，而非采用类似 NVLink 的私有协议，以满足客户适配多元 AI 芯片的需求。

公司是腾讯超节点 ETH-X、阿里 ALS、中国移动 OISA 的成员，共同推进以太网在 scale-up 网络的运用。

图表43：公司是腾讯超节点 ETH-X、阿里 ALS、中国移动 OISA 的成员

组织/项目	牵头单位	参加单位
超节点 ETH-X	腾讯	信通院、腾讯、中移动、快手、京东、intel、博通、锐捷、新华三、联想、中兴、盛科、光讯、华擎、云豹智能、立讯
ALS	阿里	信通院、AMD、博通、华擎、新华三、intel、浪潮、立讯、沐曦、楠菲、天数智芯、芯潮流、中兴、澜起、奇异摩尔
OISA	中国移动	50 余家，尚未公开，新华三是首批成员

来源：ODCC 官网，阿里云开发者社区，C114 通信网，新华三官网，国金证券研究所

我们认为相较于其他交换机厂商，新华三做 Scale-up 超节点的优势在于 AI 服务器业务经验。我们看好公司作为国内交换机行业的领先企业能率先在 scale-up 域取得突破。

综合来看，我们认为数据中心交换机行业从黑盒交换机→白盒→Scale-up 以太网交换机的发展演变，背后其实是交换机行业高壁垒-进入壁垒被开源系统打破-进入壁垒再塑的过程。而进入壁垒的高低决定了行业整体盈利能力。因此 Scale-up 域交换机不仅将带来以太网交换机行业的进一步扩容，同时也将带来交换机毛利率的向上修复。如前文所述，我们看好新华三等领先厂商凭借 AI 服务器业务经验等，率先在 scale-up 域取得突破。各大厂 scale-up 域交换机的研发突破将是交换机板块的下一个重大催化。

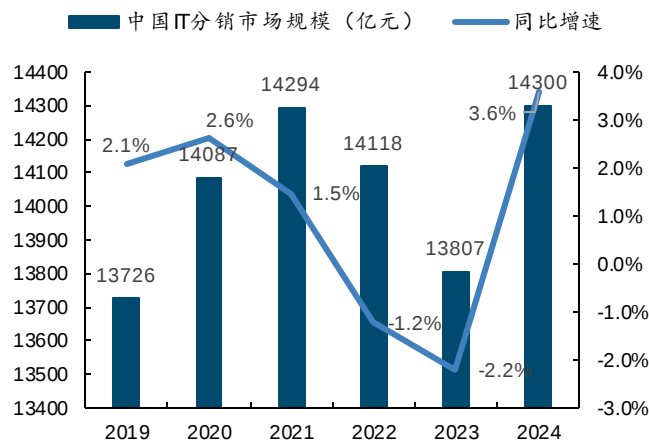
4、IT 分销行业景气度回升，公司凭借渠道优势构筑竞争壁垒

4.1. AI PC 渗透加速叠加政策催化换机需求，IT 分销行业景气度回升

中国 IT 分销市场在经历 2022-2023 年的阶段性调整后，2024 年呈现显著复苏态势。2024 年市场规模达到 14300 亿元，同比增长 3.6%，增速较去年提升 5.8 个百分点，市场呈回暖趋势。2024 年中国 PC 全年出货量 39.7 百万台，同比降幅收窄至 4%，其中 Q4 单季度实现 2% 的正增长，行业拐点已现。

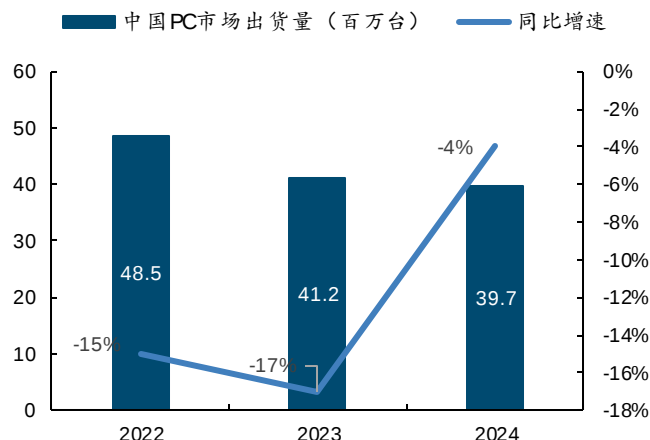


图表44：中国 IT 分销市场触底反弹后加速增长，2024 行业规模突破 14300 亿元



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表45：中国 PC 市场触底反弹，2024 年出货量止跌回升



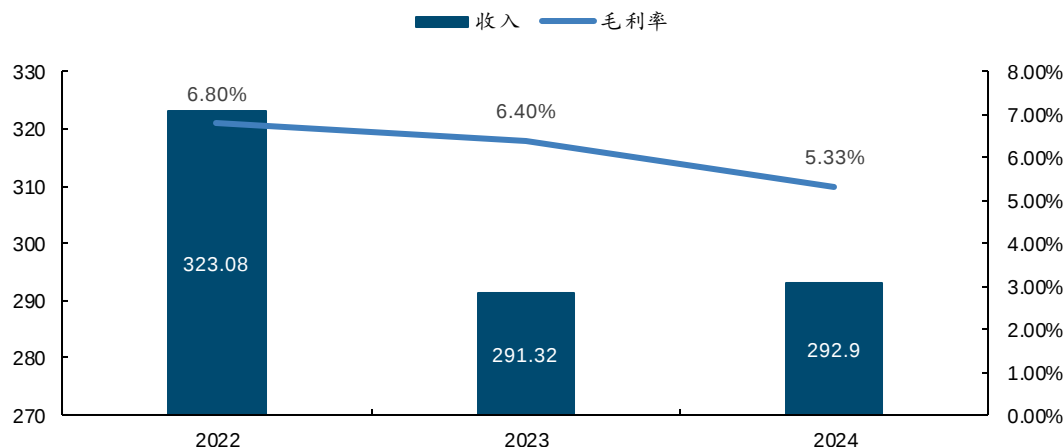
来源：Canalys，国金证券研究所

IT 分销复苏主要受益于两大核心驱动力：一是 AI PC 渗透率快速提升，Canalys 数据显示 2024 年 AI PC 渗透率已达 20%，较年初实现翻倍增长；另一方面，国务院“以旧换新”政策有效刺激消费需求，为行业提供持续增长动能，分销及供应链服务企业有望迎来复苏。

4.2. 分销业务企稳回升，供应链效率优势持续凸显

紫光股份是国内 IT 分销龙头，2024 年公司 IT 产品分销及供应链服务收入达 292.9 亿元，同比微增 0.54%，结束连续两年下滑趋势，随行业回暖步入复苏通道。公司盈利能力相对承压，2024 年毛利率为 5.3%。

图表46：2024 年紫光股份 IT 分销业务收入 290 亿，毛利率调整至 5.3%



来源：公司官网，wind，国金证券研究所

紫光股份 IT 分销业务的收入主要由子公司紫光数码贡献。紫光数码作为国内领先的 ICT 供应链综合服务商，以“一主两翼”为核心战略（ICT 分销为主，智慧物流与供应链金融为辅），构建了覆盖全产业链的一站式服务体系。未来伴随 AI PC 渗透率持续提升及“以旧换新”等政策红利的持续释放，公司分销业务有望迎来修复。

图表47：紫光数码业务布局

业务	分支	服务内容	优势
ICT 分销	海量分销	覆盖数据中心、数字终端、办公设备、消费电子等全品类硬件，合作头部厂商占比 70%。	全国 3000+渠道伙伴，四大总部基地（北京、苏州、天津、岳阳），60+高标库房。
	增值分销	聚焦 IT 基础架构（AI、服务器、网络设备等），提供行业 80%增值渠道覆盖，服务金融、医疗、能源等领域。	



电商与新零售	解决方案（如 NVIDIA 虚拟 GPU 助力南方电网智能巡检）。	
	运营苹果、小米等品牌，覆盖天猫/京东等平台；发展校园数字化新零售（如紫光华信苹果生态店）。	跨行业资源整合，线上线下协同管理。
智汇方案	英特尔物联网聚合商，提供智慧教育、零售、社区等场景定制化 MRS/RRK 开发套件，联合 ODM/ISV 构建生态。	
	化解决方案（如 AI 智慧门店、无感知平安社区）。	
智慧物流	3C、芯片、汽配等高价值行业，支持正逆向物流、保税通关、大数据分析。	30+城市，60+库房、B/C 端融合库存、智能系统（OMS/WMS/TMS）
	智慧物流	
供应链金融	小微企业金融 互联网科贷、信用贷，解决短期资金周转。	面向紫光 10,000+供应链伙伴，线上快速审批。
	供应链金融 商业保理、贸易金融，基于渠道大数据提供融资服务。	依托集团信用评级，降低中小企业融资门槛。

来源：紫光数码官网，国金证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

1) 收入及毛利率预测：

ICT 基础设施及服务：公司聚焦于提供全栈智算中心一体化解决方案，其主要业务围绕服务器和交换机展开。得益于 AI 浪潮所带来的算力需求的增长，国内互联网大厂等下游客户资本支出预计持续增加，预计未来服务器和交换机的市场需求有望持续释放。公司资产负债表指引服务器业务业绩增长，叠加芯片的稀缺性，服务器业务盈利能力有望修复。公司自 2022 年起投入白盒研发，互联网白盒占比迅速提升。而非互联网客户无交换机自研能力，公司有望发挥其品牌厂商的优势，保持高盈利能力并通过复用客户资源降低销售费率。中长期我们看好公司凭借 AI 服务器业务经验等率先取得突破，重塑准入壁垒。综上所述我们预计公司此业务 2025-2027 年营收分别为 640.79(+17.67%)、738.95(+15.32%)、835.78(+13.10%) 亿元，毛利率分别为 21.11%/20.33%/19.98%。

IT 产品分销与供应链服务：公司是惠普、戴尔、联想、英伟达等全球知名 IT 厂商的核心合作伙伴，凭借稳定的核心团队和成熟的供应链体系持续巩固行业地位。2022-2023 年中国 IT 分销市场经历阶段性调整，伴随 AI PC 渗透率提升拉动需求，同时在国务院“以旧换新”政策刺激下，2024 年中国 IT 分销市场迎来复苏。我们预计公司此业务的收入亦将随之复苏，毛利率平稳，2025-2027 年营收分别为 298.74(+2.00%)、307.71(+3.00%)、316.94(+3.00%) 亿元，毛利率分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

内部合并抵消：紫光股份的内部合并抵消主要与旗下 ICT 业务相关，由于该板块在集团内部资源整合中涉及较多关联交易（如向内部销售产品及服务），此类交易在合并报表中需进行收入与成本的抵消处理。我们认为未来三年抵消比例将延续既有水平，整体抵消规模与 ICT 业务收入增速保持同步。预计公司此业务 2025-2027 年营收分别为 -57.67(+18.13%)、-66.51(+15.32%)、-75.22(+13.10%) 亿元，毛利率分别为 0.00%、0.00%、0.00%。

其他业务收入：预计 2025-2027 年营收分别为 158.55、158.55、158.55 亿元，毛利率分别为 55.00%、55.00%、55.00%。

2) 费用率预测：

销售费用率：公司 2023/2024 年销售费用率分别为 5.55%/5.24%。2025-2027 年受益于收入规模增长和客户资源复用，预计销售费用率将有所下降，分别为 5.10%/5.00%/5.00%。

管理费用率：公司 2023/2024 年管理费用率分别为 1.80%/1.30%，2025-2027 年预计管理费用率将保持平稳，分别为 1.25%/1.22%/1.15%。

研发费用率：公司 2023/2024 年研发费用率分别为 7.30%/6.46%。我们预计公司继续保持较高研发投入强度，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 6.40%/6.35%/6.25%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 883.45/981.74/1079.09 亿元，同比增长 11.8%/11.1%/9.9%；预计归母净利润分别为 22.27/27.53/32.11 亿元，同比增长 41.60%/23.65%/16.65%；对应 EPS 分别为 0.78/0.96/1.12 元。

图表48：公司 2025-2027 年盈利预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,307.81	79,024.08	88,345.20	98,173.52	107,908.66



YoY	4.39%	2.22%	11.80%	11.12%	9.92%
营业成本	-62,157.92	-65,282.12	-73,238.20	-81,522.29	-89,536.51
毛利率	19.60%	17.39%	17.10%	16.96%	17.03%
归母净利润	2,103.02	1,572.43	2,226.55	2,753.07	3,211.39
ICT 基础设施及服务					
营业收入	51,506.42	54,459.10	64,079.40	73,894.88	83,578.42
yoy	10.15%	5.73%	17.67%	15.32%	13.10%
毛利率	25.58%	22.23%	21.11%	20.33%	19.98%
IT 产品分销与供应链服务					
营业收入	29,132.33	29,288.63	29,874.40	30,770.63	31,693.75
yoy	-9.83%	0.54%	2.00%	3.00%	3.00%
毛利率	6.40%	5.33%	5.00%	5.00%	5.00%
内部合并抵消					
营业收入	-3,454.18	-4,882.19	-5,767.15	-6,650.54	-7,522.06
yoy	-33.21%	41.34%	18.13%	15.32%	13.10%
毛利率	-1.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务收入					
营业收入	123.24	158.55	158.55	158.55	158.55
yoy	-23.66%	28.65%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	59.64%	47.01%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源: Wind, 国金证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取浪潮信息、锐捷网络、中科曙光、星网锐捷作为公司的可比公司。2025 年可比公司平均 PE 为 32 倍。综合考虑可比公司估值以及公司业绩增长情况，我们给予公司 2025 年 40 倍 PE，目标价为 31.20 元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

图表49：可比公司估值（截至 2025 年 6 月 11 日收盘价）

代码	证券简称	股价（元）	EPS					PE		
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000977.SZ	浪潮信息	50.16	1.21	1.56	4.93	7.82	9.72	10.17	6.41	5.16
301165.SZ	锐捷网络	51.25	0.71	1.01	0.96	1.18	1.42	53.64	43.45	36.17
603019.SH	中科曙光	69.56	1.25	1.31	1.68	2.05	2.49	41.36	33.94	27.92
002396.SZ	星网锐捷	19.73	0.72	0.69	0.89	1.07	1.23	22.22	18.43	16.07
平均值								31.85	25.56	21.33
000988	紫光股份	24.11	0.74	0.55	0.78	0.96	1.12	30.97	25.05	21.47

来源: wind, 国金证券研究所

注: 盈利预测中紫光股份采用最新研报预测, 其余采用 wind 一致预期

6、风险提示

债务成本高: 公司在收购子公司新华三 30%股权时, 部分资金来自于银行贷款, 使得 2024 年 9-12 月和 2025 年一季度财务费用增长, 债务成本高企。同时在新华三 30%股权完成交割后, HPE 有权在 30%股权交割完成后第 16 个月首日起向公司出售新华三剩余 19%的股权, 剩余 19%股权作为期权远期安排, 形成金融负债, 也会产生财务费用。财务费用高将影响公司的净利率水平。

赴港上市进度不及预期: 公司计划赴港上市, 我们认为赴港上市有助于公司通过直接融资降低融资成本, 补充现金流。但需注意赴港上市进度不及预期的风险。

存货减值风险: 虽然我们认为当前市场上 AI 芯片供不应求, 公司存货减值风险较小, 存货跌价准备未来或将转回, 但由于 AI 芯片价格存在波动, 仍需警惕伴随高额存货的减值



风险。

芯片供应短缺风险：公司对上游 AI 芯片、高端交换机芯片依赖度较高，上游芯片供给短缺将影响公司业务放量。

市场竞争加剧：纯白盒硬件厂商或将加剧互联网行业白盒交换机的竞争，行业盈利能力短期能或将面临下滑。

Scale-up 域研发进展不及预期：当前 Scale-up 域以 NVLink、HCCS 等私有网络协议为主，以太网能否成功加速渗透存在不确定性，需关注 Scale-up 域研发进展。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	74,058	77,308	79,024	88,345	98,174	107,909
增长率		4.4%	2.2%	11.8%	11.1%	9.9%
主营业务成本	-58,772	-62,158	-65,282	-73,238	-81,522	-89,537
%销售收入	79.4%	80.4%	82.6%	82.9%	83.0%	83.0%
毛利	15,286	15,150	13,742	15,107	16,651	18,372
%销售收入	20.6%	19.6%	17.4%	17.1%	17.0%	17.0%
营业税金及附加	-294	-283	-270	-283	-304	-335
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4,251	-4,287	-4,144	-4,506	-4,909	-5,395
%销售收入	5.7%	5.5%	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%
管理费用	-964	-1,392	-1,027	-1,104	-1,198	-1,241
%销售收入	1.3%	1.8%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
研发费用	-5,299	-5,643	-5,102	-5,654	-6,234	-6,744
%销售收入	7.2%	7.3%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	4,477	3,544	3,200	3,560	4,006	4,657
%销售收入	6.0%	4.6%	4.0%	4.0%	4.1%	4.3%
财务费用	-634	-771	-954	-883	-884	-863
%销售收入	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-846	-731	-1,025	-720	-500	-552
公允价值变动收益	27	-75	101	0	0	0
投资收益	13	135	31	60	75	55
%税前利润	0.3%	3.6%	1.4%	2.1%	2.1%	1.3%
营业利润	4,160	3,678	2,169	2,825	3,506	4,106
营业利润率	5.6%	4.8%	2.7%	3.2%	3.6%	3.8%
营业外收支	60	83	58	67	69	65
税前利润	4,220	3,760	2,227	2,892	3,575	4,171
利润率	5.7%	4.9%	2.8%	3.3%	3.6%	3.9%
所得税	-478	-76	-245	-202	-250	-292
所得税率	11.3%	2.0%	11.0%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	3,742	3,685	1,982	2,689	3,325	3,879
少数股东损益	1,584	1,582	410	463	572	667
归属于母公司的净利润	2,158	2,103	1,572	2,227	2,753	3,211
净利率	2.9%	2.7%	2.0%	2.5%	2.8%	3.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,742	3,685	1,982	2,689	3,325	3,879
少数股东损益	1,584	1,582	410	463	572	667
非现金支出	1,907	1,775	1,938	1,296	1,084	1,110
非经营收益	-33	22	404	142	135	144
营运资金变动	-1,598	-7,338	-1,883	-1,576	-1,653	-2,019
经营活动现金净流	4,019	-1,857	2,441	2,552	2,890	3,113
资本开支	-482	-939	-533	-974	-341	-375
投资	438	1,433	75	200	-1	-1
其他	83	160	99	60	75	55
投资活动现金净流	38	655	-358	-713	-266	-322
股权募资	65	1	8	0	0	0
债权募资	-1,075	6,434	10,245	-295	-863	-1,171
其他	-1,099	-1,090	-19,539	-355	-619	-561
筹资活动现金净流	-2,109	5,345	-9,286	-650	-1,482	-1,732
现金净流量	1,993	4,137	-7,203	1,188	1,142	1,060

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,669	14,711	7,534	8,447	9,389	10,304
应收款项	14,234	16,264	15,870	16,180	17,832	19,221
存货	20,275	27,935	36,847	37,552	39,278	42,830
其他流动资产	5,535	4,736	4,879	4,220	4,978	5,270
流动资产	50,712	63,645	65,130	66,400	71,478	77,625
%总资产	68.5%	72.9%	73.3%	73.6%	75.0%	76.6%
长期投资	711	571	638	639	640	641
固定资产	1,192	1,165	1,325	1,422	1,428	1,372
%总资产	1.6%	1.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%
无形资产	17,810	18,190	18,158	18,228	18,259	18,272
非流动资产	23,351	23,619	23,684	23,822	23,783	23,685
%总资产	31.5%	27.1%	26.7%	26.4%	25.0%	23.4%
资产总计	74,063	87,264	88,814	90,221	95,260	101,310
短期借款	4,856	7,151	18,683	18,374	17,518	16,349
应付款项	13,831	15,187	20,815	20,079	21,275	24,195
其他流动负债	14,635	16,993	19,518	19,780	21,579	22,413
流动负债	33,322	39,331	59,015	58,233	60,371	62,957
长期贷款	200	5,086	11,009	11,009	11,009	11,009
其他长期负债	2,713	2,805	2,676	2,405	2,266	2,137
负债	36,235	47,222	72,699	71,646	73,646	76,103
普通股股东权益	31,841	33,946	13,332	15,330	17,798	20,723
其中：股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
未分配利润	10,901	12,988	10,431	12,429	14,896	17,822
少数股东权益	5,987	6,096	2,782	3,245	3,817	4,484
负债股东权益合计	74,063	87,264	88,814	90,221	95,260	101,310

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.754	0.735	0.550	0.778	0.963	1.123
每股净资产	11.133	11.869	4.661	5.360	6.223	7.246
每股经营现金净流	1.405	-0.649	0.853	0.892	1.010	1.089
每股股利	0.000	0.140	0.075	0.080	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.78%	6.20%	11.79%	14.52%	15.47%	15.50%
总资产收益率	2.91%	2.41%	1.77%	2.47%	2.89%	3.17%
投入资本收益率	9.09%	6.54%	6.10%	6.79%	7.31%	8.11%
增长率						
主营业务收入增长率	9.49%	4.39%	2.22%	11.80%	11.12%	9.92%
EBIT 增长率	25.28%	-20.83%	-9.73%	11.27%	12.53%	16.24%
净利润增长率	0.48%	-2.54%	-25.23%	41.60%	23.65%	16.65%
总资产增长率	11.49%	17.82%	1.78%	1.58%	5.59%	6.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.4	64.0	64.5	60.0	59.0	58.0
存货周转天数	120.2	141.5	181.1	190.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	61.4	65.1	78.8	78.8	74.2	77.3
固定资产周转天数	5.1	5.0	5.0	4.3	3.7	3.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.62%	-6.96%	135.81%	111.24%	87.28%	66.58%
EBIT 利息保障倍数	7.1	4.6	3.4	4.0	4.5	5.4
资产负债率	48.92%	54.11%	81.86%	79.41%	77.31%	75.12%

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	0	9	24	30	45
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.10	1.14	1.14	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