

紫光股份 (000938.SZ) 业绩短期承压，超节点产品规模部署

2025 年 11 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蒋颖（分析师）

雷星宇（联系人）

jiangying@kysec.cn

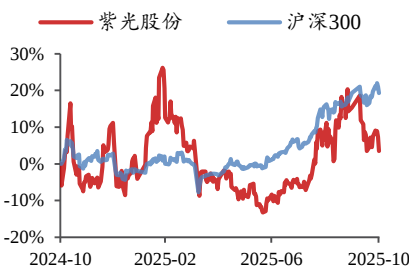
leixingyu@kysec.cn

证书编号：S0790523120003

证书编号：S0790124040002

日期	2025/10/31
当前股价(元)	27.08
一年最高最低(元)	34.35/22.35
总市值(亿元)	774.51
流通市值(亿元)	774.51
总股本(亿股)	28.60
流通股本(亿股)	28.60
近 3 个月换手率(%)	261.33

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩表现亮眼，算网结合深度受益国产集群发展——公司信息更新报告》
-2025.9.2

● 业绩短期承压，有望深度受益于国内超节点需求，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季度报，2025 前三季度，公司实现营收 773.22 亿元，同比+31.41%，实现归母净利润 14.04 亿元，实现扣非归母净利润 14.60 亿元，同比+5.15%，子公司新华三实现营收 596.23 亿元，同比+48.07%，其中国内政企业务营收和国际营收分别同比+62.55%和+83.99%。2025Q3，公司实现营收 298.97 亿元，同比+43.12%，实现归母净利润 3.63 亿元，实现扣非归母净利润 3.42 亿元。考虑到算力卡短期供给受限，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 17.77/25.60/31.86 亿元（原 25.67/29.58/35.80 亿元），当前股价对应 PE 为 46.8/32.5/26.1 倍，随着 AI 持续发展，AI 服务器、交换机以及超节点需求有望加速，我们看好公司 ICT 业务长期发展，维持“买入”评级。

● 推出 UniPoD 超节点、102.4T 交换机，助力国产算力集群发展

在计算侧，公司推出 UniPoD 超节点，其中 S80000 超节点支持 64 卡单机柜超节点较 8 台 8 卡服务器组网训练效率提升 25%、推理效率提升 63%，未来可向 1024 卡演进，截至 2025Q3，S80000 已完成在多个大型项目的集群化部署，并进一步开展下一代千卡及更大规模超节点产品的研发。在液冷配套方面，公司加速推进在相变冷板等新兴技术的开发与产品落地，具备液冷整机柜设计制造全流程能力。在网络侧，推出 DDC 架构网络交换机方案，在小红书实现智算网络规模化实测试验，推出 102.4T 交换机，配备 128 个 800G OSFP 全速端口。

● 持续完善海外市场布局，拟 H 股上市，打开成长新空间

公司持续完善海外布局，截至 2025H1，在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区已设立 22 个海外子公司，服务覆盖 180 余个国家及地区，海外合作伙伴数量超过 3300 家，推出子品牌 Aolynk，有望打开海外 SMB 市场。截至 10 月底，公司已向联交所递交 H 股发行并上市申请，拟公开发行不超过公司发行后总股本的约 10%，有望补充公司研发、并购、销售网络建设所需资金，提升品牌国际影响力。

● 风险提示：云计算需求不及预期、技术和产品研发风险、AI 发展不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,308	79,024	89,817	100,087	113,203
YOY(%)	4.4	2.2	13.7	11.4	13.1
归母净利润(百万元)	2,103	1,572	1,777	2,560	3,186
YOY(%)	-2.5	-25.2	13.0	44.1	24.5
毛利率(%)	19.6	17.4	14.6	15.5	16.0
净利率(%)	2.7	2.0	2.0	2.6	2.8
ROE(%)	9.2	12.3	12.2	15.0	15.8
EPS(摊薄/元)	0.74	0.55	0.62	0.90	1.11
P/E(倍)	39.6	52.9	46.8	32.5	26.1
P/B(倍)	2.5	6.2	5.5	4.7	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	63645	65130	72673	78784	91978
现金	14711	7534	7185	8007	9056
应收票据及应收账款	14356	14251	19015	18754	24786
其他应收款	729	659	838	763	1123
预付账款	1669	1683	1910	2093	2435
存货	27935	36847	39265	44625	49767
其他流动资产	4247	4157	4460	4541	4811
非流动资产	23619	23684	24006	24452	24998
长期投资	109	177	247	316	386
固定资产	1055	1086	995	861	717
无形资产	4119	4022	4424	4783	5265
其他非流动资产	18337	18398	18340	18491	18631
资产总计	87264	88814	96679	103235	116976
流动负债	39331	59015	59726	61201	70170
短期借款	6283	5064	16318	13065	19712
应付票据及应付账款	14358	19664	19669	23135	24425
其他流动负债	18690	34286	23738	25001	26033
非流动负债	7891	13684	18599	20453	21307
长期借款	5086	11009	15841	17672	18504
其他非流动负债	2805	2676	2758	2780	2802
负债合计	47222	72699	78325	81654	91477
少数股东权益	6096	2782	3246	3913	4743
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	17835	16	16	16	16
留存收益	13251	10457	12516	15524	19200
归属母公司股东权益	33946	13332	15109	17669	20755
负债和股东权益	87264	88814	96679	103235	116976

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1857	2441	-3766	3669	-4539
净利润	3685	1982	2240	3227	4017
折旧摊销	663	549	619	660	772
财务费用	771	954	1131	1404	1558
投资损失	-139	-35	-52	-52	-52
营运资金变动	-7444	-1852	-7961	-1747	-11038
其他经营现金流	606	842	256	176	203
投资活动现金流	655	-358	-1170	-1043	-1255
资本支出	941	534	932	1015	1227
长期投资	1427	75	-70	-70	-70
其他投资现金流	168	100	-168	41	42
筹资活动现金流	5345	-9286	-9731	4450	-630
短期借款	2107	-1218	11254	-3254	6647
长期借款	4886	5923	4832	1832	832
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-17819	0	0	0
其他筹资现金流	-1649	3828	-25817	5871	-8109
现金净增加额	4137	-7203	-14667	7075	-6423

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77308	79024	89817	100087	113203
营业成本	62158	65282	76700	84539	95121
营业税金及附加	283	270	332	369	409
营业费用	4287	4144	3413	3703	4075
管理费用	1392	1027	1168	1301	1472
研发费用	5643	5102	4491	4904	5547
财务费用	771	954	1131	1404	1558
资产减值损失	-595	-866	-985	-1097	-1241
其他收益	1570	809	900	900	800
公允价值变动收益	-75	101	50	10	10
投资净收益	139	35	52	52	52
资产处置收益	2	3	1	1	2
营业利润	3678	2169	2436	3546	4428
营业外收入	89	86	84	82	85
营业外支出	7	28	12	14	15
利润总额	3760	2227	2509	3614	4498
所得税	76	245	268	387	481
净利润	3685	1982	2240	3227	4017
少数股东损益	1582	410	463	667	830
归属母公司净利润	2103	1572	1777	2560	3186
EBITDA	4637	3222	3657	4968	6025
EPS(元)	0.74	0.55	0.62	0.90	1.11

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.4	2.2	13.7	11.4	13.1
营业利润(%)	-11.6	-41.0	12.3	45.5	24.9
归属于母公司净利润(%)	-2.5	-25.2	13.0	44.1	24.5
获利能力					
毛利率(%)	19.6	17.4	14.6	15.5	16.0
净利率(%)	2.7	2.0	2.0	2.6	2.8
ROE(%)	9.2	12.3	12.2	15.0	15.8
ROIC(%)	8.3	5.5	5.3	7.3	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	81.9	81.0	79.1	78.2
净负债比率(%)	-4.5	140.5	155.9	126.8	136.5
流动比率	1.6	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.7	5.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.6	4.6	9.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.55	0.62	0.90	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	0.85	-1.32	1.28	-1.59
每股净资产(最新摊薄)	11.87	4.66	5.28	6.18	7.26
估值比率					
P/E	39.6	52.9	46.8	32.5	26.1
P/B	2.5	6.2	5.5	4.7	4.0
EV/EBITDA	18.8	33.6	31.4	23.0	20.3

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告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