

紫光股份（000938.SZ）

股权变更进展、硅光交换机突破

核心观点：

- 公司拟收购新华三股权，收购交易完成后，持股比例提升至 88%。公司于 25 年 11 月 29 日发布《关于紫光国际与投资者受让新华三少数股东所持剩余 9% 股权的公告》，拟以 3.7 亿美元的对价收购新华三 50 万股股份。HPE 开曼通过新华三 10% 股权交易及本次交易合计出售新华三 19% 股权，两次交易交割完成后，HPE 开曼将不再持有新华三股权，紫光股份的全资子公司紫光国际对新华三的持股比例将从 81% 提升至 87.98%。交易完成后，紫光股份将间接持有新华三 88% 股权，不仅有望增强对于子公司的把控，整体业务协同与盈利能力也将得到强化。
- 新华三是上市公司主要的利润来源，股权并购完成后，紫光股份整体业绩有望得到增强。根据公司财报，2025 年前三季度，紫光股份净利润为 17.2 亿元，而新华三净利润为 25.3 亿元。此次交易完成后，紫光股份持有新华三股份比例提升，紫光股份的利润将得到增厚。
- 新华三在 AI 算力领域布局全面，产品协同力存在市场预期差。根据公司 25 年半年度报告，2025 年，公司推出 UniPod 超节点产品、傲飞算力平台 5.0 以及 800G 国芯智算交换机。公司通过深化 ICT 全产品线的布局，有望形成更强的产品协同能力。在此次收购交易完成后，紫光股份的综合智算解决方案有望得到进一步增强，我们看好其在 AI 算力向智能化和集群化方向发展趋势下的增长前景。
- 盈利预测与投资建议。预计 25-27 年 EPS 为 0.57、0.87、1.10 元/股，参考可比公司，给予公司 26 年 45 倍 PE，对应合理价值为 39.18 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。政企客户投资力度恢复节奏的不确定性；算力关键零部件存在供应链不稳定的风险；关税政策影响下，存在零部件成本上升的风险；产品同质化竞争的风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,308	79,024	100,580	116,478	135,391
增长率 (%)	4.4%	2.2%	27.3%	15.8%	16.2%
EBITDA	6,158	4,922	5,176	6,186	6,908
归母净利润	2,103	1,572	1,638	2,490	3,136
增长率 (%)	-2.5%	-25.2%	4.2%	52.0%	25.9%
EPS (元/股)	0.74	0.55	0.57	0.87	1.10
市盈率 (P/E)	26.3	50.6	43.5	28.6	22.7
ROE (%)	6.2%	11.8%	10.9%	14.3%	15.2%
EV/EBITDA	8.4	17.9	17.6	14.7	13.5

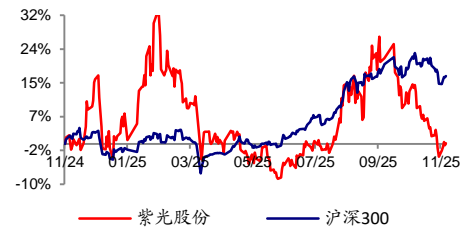
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	24.92 元
合理价值	39.18 元
前次评级	买入
报告日期	2025-11-29

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfluxuefeng@gf.com.cn

分析师：

周源



SAC 执证号：S0260523040001



0755-23948351



shzhouyuan@gf.com.cn

请注意，周源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

紫光股份	2025-10-31
(000938.SZ):25Q1-Q3 营收增速逐季提升，毛利率同比下滑	
紫光股份(000938.SZ):25H1 营收增长逐季提速，深化智算产品布局	2025-08-31
紫光股份(000938.SZ):25Q1 营收增长如期提速，合同负债指标向好	2025-04-29

一、股权变更进展、硅光交换机突破

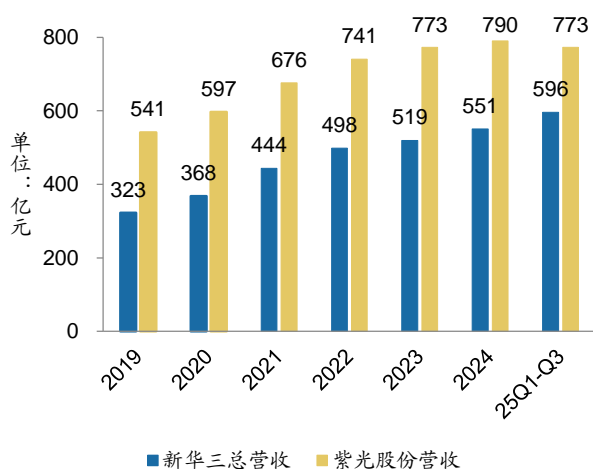
（一）事件：公司披露新华三股权收购进展

公司拟收购新华三股权，收购交易完成后，持股比例提升至**88%**。公司于25年11月29日发布《关于紫光国际与投资者受让新华三少数股东所持剩余9%股权的公告》，2025年11月28日，紫光国际与各投资者分别与HPE开曼签署了《股份购买协议》。其中，紫光国际拟以3.7亿美元的对价收购新华三50万股股份，占新华三股份比例约为5.19%，收购资金来源为自有或自筹资金。此外，25年11月17日，紫光国际与信华智联、长石智华、招华信通分别与HPE开曼签署协议，收购其持有新华三合计10%的股份。HPE开曼通过新华三10%股权交易及本次交易合计出售新华三19%股权，两次交易交割完成后，HPE开曼将不再持有新华三股权，紫光股份的全资子公司紫光国际对新华三的持股比例将从81%提升至87.98%。交易完成后，紫光股份将间接持有新华三88%股权，不仅有望增强对于子公司的把控，整体业务协同与盈利能力也将得到强化。

（二）简评

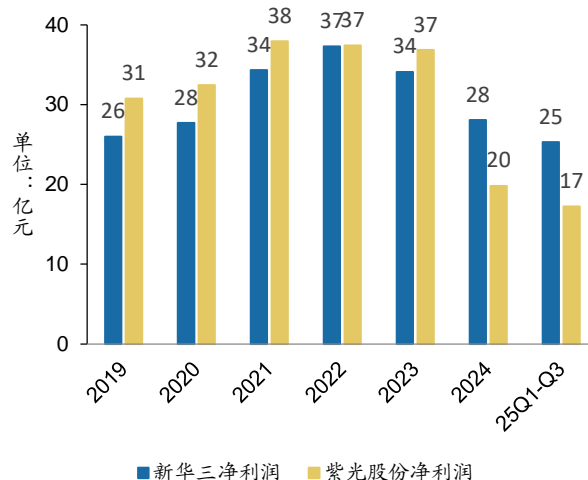
新华三是上市公司主要的利润来源，股权并购完成后，紫光股份整体业绩有望得到增强。根据公司财报，2025年前三季度，紫光股份净利润为17.2亿元，而新华三净利润为25.3亿元。此次交易完成后，紫光股份持有新华三股份比例提升，紫光股份的利润将得到增厚。

图 1：2019-2025年前三季度紫光股份和新华三营收



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2019-2025年前三季度紫光股份和新华三净利润



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

新华三在AI算力领域布局全面，产品协同力存在市场预期差。新华三深度布局“云-网-算-存-端”全产业链，拥有信息基础设施建设所需的全系列关键软硬件产品。根据公司25年半年度报告，2025年，公司推出LinSeer Cube大模型一体机、UniPod超节点产品、傲飞算力平台5.0、DDC架构的无损网络解决方案以及800G国芯智算交换机H3C S9825-8C-G等多款产品，继续深化ICT全产品线的布局。在算力向智能化和集群化方向发展的背景下，我们认为新华三在AI计算、网络设备和算力调度等领域全面布局的协同能力和竞争优势尚未被市场充分认知。在此次收购交易完成后，紫光股份的综合智算解决方案有望得到进一步增强，我们看好其在AI算力需求向集群方向发展趋势下的增长前景。

图 3：紫光股份产品线完整且协同性强



数据来源：紫光股份年报，广发证券发展研究中心

(1) 网络设备：800G CPO硅光交换机放量在即。根据交易所互动平台信息，公司800G CPO硅光交换机产品已具备量产与商用交付能力，正在推进与多家互联网头部企业的现网测试验证，目前该产品的生产供应稳定，公司将结合市场需求持续扩大产品在下游客户落地应用。新华三在交换机领域深耕多年，技术积累深厚，产品品类丰富。2023年6月，其推出的H3C S9827-64E交换机产品具有51.2Tb/s交换容量，800Gb/s的端口速率，各方面性能指标与英伟达2024年3月推出的Spectrum-X800在同一水平。我们认为，新华三的交换机产品具备与以英伟达为代表的海外竞品竞争的技术基础，有望受益于算力向集群化方向发展的趋势。

表 1：英伟达Spectrum-X800和新华三S9827-64E交换机性能对比

产品	H3C S9827-64E	Spectrum-X800 SN5600
开发公司	新华三	英伟达
端口数量	64	64
交换容量	51.2 Tb/s	51.2 Tb/s
支持端口速率	200G、400G、800G	1G、10G、25G、40G、50G、100G、200G、400G、800G
包转发率	-	33.3 Bpps

数据来源：英伟达官网、新华三官网，广发证券发展研究中心

(2) 智能计算设备: 公司服务器产品保持领先于行业整体的高速增长态势,自有品牌收入占比快速提升且在高端服务器及液冷领域连续取得创新突破。此外,在AI服务器领域,公司不仅搭载英伟达AI芯片的机型,也推出了搭载国产AI芯片的服务器机型,减少对于单一芯片供应商的依赖,有望广泛受益于AI算力需求快速增长的趋势。此外,公司于2025年推出的UniPod超节点产品,单柜可部署32张/64张AI加速卡,柜内可实现卡间全互联通信,互联带宽提升8倍,针对MoE模型,单柜训练效率最大提升10倍,单卡推理效率最大提升13倍。我们认为,在各厂商为开发和应用AI大模型而加大AI算力集群投入的趋势下,融合了AI服务器、高速网络通信和算力调度优化的UniPod超节点产品有望放量。

图 4: 新华三UniServer R5500 G5 (搭载英伟达或昆仑芯处理器)



数据来源: 新华三官网, 广发证券发展研究中心

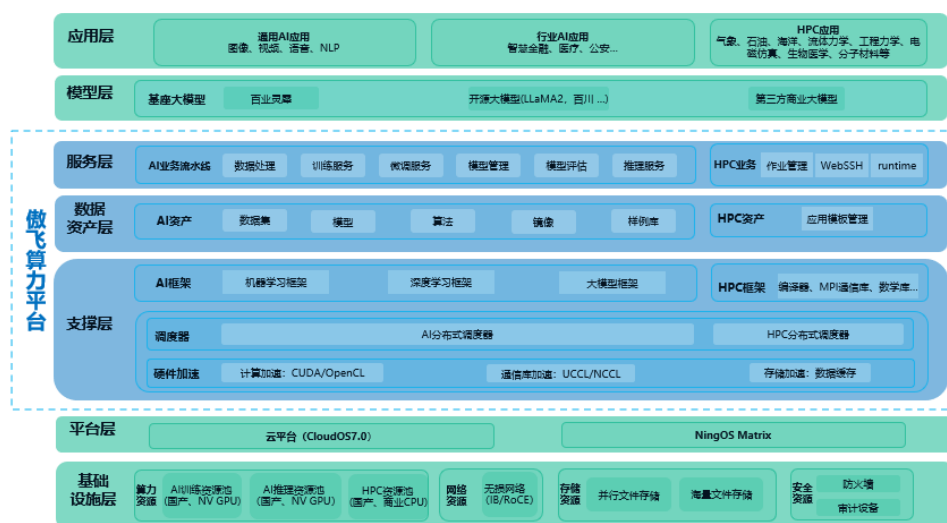
图 5: 新华三UniPod S80000超节点产品



数据来源: 新华三官网, 广发证券发展研究中心

(3) 算力调度产品: 2025年,公司发布的傲飞算力平台5.0,在易用性、稳定性进一步提升,支持万卡级别异构算力集群高效调度和运营管理,满足高性能计算和人工智能场景下的复杂算力需求。傲飞算力平台较好的满足了各行业客户在AI算力集群的基础上开发模型的需求。

图 6: 新华三的傲飞算力平台架构图



数据来源: 新华三官网, 广发证券发展研究中心

二、投资建议

预计25-27年，公司营收为1005.8亿元、1164.8亿元、1353.9亿元，同比增长27.3%、15.8%、16.2%；归母净利润16.4亿元、24.9亿元、31.4亿元；EPS为0.57、0.87、1.10元/股。从业务属性和行业特征来看，公司与中科曙光、迪普科技、锐捷网络相似度较高。考虑到紫光股份服务器营收占比高于交换机产品，因此重点参考中科曙光的估值水平。参考可比公司估值情况，给予公司26年45倍PE，对应合理价值为39.18元/股，维持“买入”评级。

表 2：紫光股份可比公司PE估值情况（市值统计截止2025.11.28收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（百万元）			PE估值水平		
			（亿元）	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
中科曙光	603019.SH	服务器、云计算	1450.8	1911.15	2497.80	3079.03	55	58	47
迪普科技	300768.SZ	网络设备、安全产品	126.1	161.16	193.52	240.21	70	65	52
锐捷网络	301165.SZ	网络设备、安全产品	589.0	574.08	1068.73	1536.19	71	55	38

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测为Wind一致预期。

三、风险提示

（一）政企客户投资力度恢复节奏的不确定性

政企客户在自身经营情况受到影响的情况下，对于服务器、交换机等产品的IT预算存在波动。若下游IT产品采购规模不及预期，或对公司营收增长产生一定影响。

（二）算力关键零部件存在供应链不稳定的风险

受海外政策影响，先进制程芯片等算力关键零部件的供给不稳定。在算力关键零部件供给的节奏和规模不确定的情况下，公司服务器等产品的供货能力存在不确定性。

（三）关税政策影响下，存在零部件成本上升的风险

关税政策的变化影响正常的CPU供应链。从芯片的设计、制造到服务器等硬件产品的组装、销售各个环节都面临成本上升的风险。成本上升传导至终端硬件产品涨价，或影响下游客户采购相关硬件的需求。

（四）产品同质化竞争的风险

同行业算力硬件公司技术持续进步，市场竞争激烈，同质化挑战依然较大。同时，随着未来产业链相关环节厂商数量增加，行业竞争或将进一步加剧。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	63,645	65,130	82,025	87,704	98,928
货币资金	14,711	7,534	13,000	11,000	10,000
应收及预付	17,160	17,215	17,923	20,686	24,039
存货	27,935	36,847	48,106	52,519	60,854
其他	3,841	3,534	2,997	3,500	4,036
非流动资产总额	23,619	23,684	23,400	23,290	22,990
长期股权投资	109	177	193	211	231
固定资产	1,055	1,086	919	931	824
在建工程	111	240	239	240	239
使用权资产	1,368	1,254	1,254	1,254	1,254
无形资产	4,119	4,022	3,900	3,758	3,546
其他	16,858	16,905	16,896	16,896	16,896
资产总额	87,264	88,814	105,425	110,995	121,918
流动负债总额	39,331	59,015	73,364	76,104	83,463
短期借款	6,283	5,064	21,695	19,956	20,756
应付及预收	26,401	34,168	29,682	33,062	38,360
其他	6,647	19,783	21,986	23,086	24,348
非流动负债总额	7,891	13,684	13,877	13,877	13,877
长期借款	5,086	11,009	11,009	11,009	11,009
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,805	2,676	2,868	2,868	2,868
负债总额	47,222	72,699	87,240	89,980	97,340
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
其他	31,086	10,472	12,107	14,597	17,733
归母权益合计	33,946	13,332	14,967	17,457	20,593
少数股东权益	6,096	2,782	3,218	3,557	3,985
负债和股东权益	87,264	88,814	105,425	110,995	121,918

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,308	79,024	100,580	116,478	135,391
营业成本	62,158	65,282	86,590	99,509	115,301
营业税金及附加	283	270	342	396	460
销售费用	4,287	4,144	4,023	4,892	5,957
管理费用	1,392	1,027	1,106	1,398	1,760
研发费用	5,643	5,102	4,828	5,824	6,770
财务费用	771	954	1,246	1,388	1,154
资产信用减值损失	-731	-1,025	-943	-943	-943
公允价值变动收益	-75	101	0	0	0
投资收益	139	35	30	99	56
营业利润	3,678	2,169	2,132	2,929	3,701
营业外收支	83	58	50	50	50
利润总额	3,760	2,227	2,182	2,979	3,751
所得税费用	76	245	109	149	188
合并净利润	3,685	1,982	2,073	2,830	3,564
少数股东损益	1,582	410	435	340	428
归母净利润	2,103	1,572	1,638	2,490	3,136
EPS (元/股)	0.74	0.55	0.57	0.87	1.10

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-1,857	2,441	-9,517	2,066	506
合并净利润	3,685	1,982	2,073	2,830	3,564
折旧摊销	1,044	913	886	1,026	1,166
营运资金变动	-7,444	-1,852	-14,440	-3,911	-6,375
其他	0	0	290	350	400
投资活动现金流净额	655	-358	-587	-1,049	-1,042
资本性开支	-939	-533	-599	-901	-849
投资	1,433	75	-237	-248	-250
其他	160	99	249	100	57
融资活动现金流净额	5,345	-9,286	15,788	-3,017	-464
股本融资	1	8	0	0	0
债权融资	6,434	10,245	16,842	-1,738	801
股利分配与偿付利息	-1,647	-1,251	-1,051	-1,278	-1,264
其他	557	-18,289	-3	0	0
现金净增加额	4,137	-7,203	5,683	-2,000	-1,000
期初现金余额	10,383	14,519	7,317	13,000	11,000
期末现金余额	14,519	7,317	13,000	11,000	10,000

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	4.4%	2.2%	27.3%	15.8%	16.2%
营业利润增长率	-11.6%	-41.0%	-1.7%	37.3%	26.4%
归母净利润增长率	-2.5%	-25.2%	4.2%	52.0%	25.9%
获利能力					
毛利率	19.6%	17.4%	13.9%	14.6%	14.8%
净利率	4.8%	2.5%	2.1%	2.4%	2.6%
ROE	6.2%	11.8%	10.9%	14.3%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	81.9%	82.8%	81.1%	79.8%
有息负债率	13.0%	18.1%	31.0%	27.9%	26.1%
流动比率	1.6	1.1	1.1	1.2	1.2
利息保障倍数	16.1	4.7	4.1	4.0	4.5
营运能力					
应收账款周转率	5.7	5.7	6.5	6.5	6.5
存货周转率	2.2	1.8	1.8	1.9	1.9
应付账款周转率	5.2	4.0	6.7	6.7	6.7
每股指标					
每股收益	0.74	0.55	0.57	0.87	1.10
每股净资产	11.87	4.66	5.23	6.10	7.20
每股经营现金流	-0.65	0.85	-3.33	0.72	0.18
估值比率					
PE	26.3	50.6	43.5	28.6	22.7
PB	1.6	6.0	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	8.4	17.9	17.6	14.7	13.5

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。