



紫光股份 (000938.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

交换机份额稳固，“AI for All” 全栈布局

通信组

分析师：张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 28.09 元

相关报告:

1. 《紫光股份公司点评：政企、国际业务驱动营收增长，有望在 scal...》，2025.10.31
2. 《紫光股份公司点评：AI 服务器与高速交换机齐放量，驱动公司营收...》，2025.8.31
3. 《紫光股份公司深度研究：ICT 领军，AI 服务器与交换机齐放量》，2025.6.12

业绩简评

2025年4月15日，公司发布年报，实现营收967.48亿元，同比增长22.4%；实现归母净利润16.86亿元，同比增长7.2%。对应25Q4营业收入194.27亿元，同比下降3.8%，环比下降35.0%；实现归母净利润2.82亿元，同比增长158.1%，环比下降48.9%；我们认为Q4营收环比下降主要系物料供给问题导致的波动。

经营分析

政企与国际业务双轮驱动，子公司新华三贡献主要增量。2025年新华三政企营收约658.46亿元，同比+48.8%，国际业务收入达46.20亿元，同比+58.5%，我们认为核心增量来自互联网厂商AI Capex提升，带动交换机需求高速增长。竞争格局方面，公司中国企业网交换机市场份额达36.1%位居第一，企业级WLAN份额27.9%连续位列榜首，以太网交换机份额34.5%排名第二，多项核心产品稳居行业前二。资产负债表来看，2025年末公司合同负债达168.82亿元，同比增长16.4%，反映下游互联网及政企客户需求持续旺盛，交付节奏有序推进。

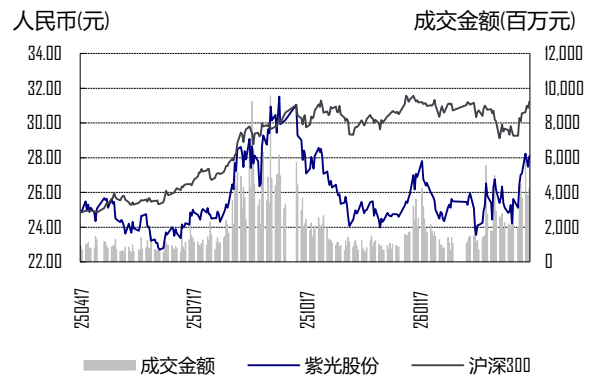
公司坚持“算力x联接”战略，构筑了从底层数字基础设施、中层云与智能平台到上层AI平台的全栈赋能体系：产品层面，公司推出全互联UniPoD S80000系列超节点产品，大幅提升推理效率和可靠性；全面升级智算网络，推出基于DDC架构的新一代无损网络方案及800G国芯智算交换机，Scale-up整机柜32卡交换节点已具备小批量发货能力。光互联领域，公司重点推进CPO技术与Scale-up整机柜两大前沿技术方向研究，800G光模块已完成与多家供应商的互通验证并实现批量交付部署。我们认为公司已在AI全栈实现商业化，叠加智算中心和图灵小镇的生态卡位，后续有望充分享受AI算力基建与行业智能化升级的双重红利，行业领先地位持续巩固。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2026/2027/2028年营收分别为1145/1325/1460亿元，同比增长18%/16%/10%；预计EPS分别为0.87/1.10/1.32元，PE分别为32/25/21倍，维持“买入”评级。

风险提示

芯片供应短缺风险、市场竞争加剧、研发进展不及预期。



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	79,024	96,748	114,474	132,524	145,952
营业收入增长率	2.22%	22.43%	18.32%	15.77%	10.13%
归母净利润(百万元)	1,572	1,686	2,495	3,122	3,781
归母净利润增长率	-25.23%	7.19%	48.05%	25.09%	21.11%
摊薄每股收益(元)	0.550	0.589	0.872	1.091	1.322
每股经营性现金流净额	0.85	1.22	-2.87	2.74	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.79%	11.43%	14.67%	15.73%	16.19%
P/E	50.62	41.74	31.50	25.18	20.79
P/B	5.97	4.77	4.62	3.96	3.37

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	77,308	79,024	96,748	114,474	132,524	145,952
增长率		2.2%	22.4%	18.3%	15.8%	10.1%
主营业务成本	-62,158	-65,282	-82,632	-97,128	-110,403	-121,366
%销售收入	80.4%	82.6%	85.4%	84.8%	83.3%	83.2%
毛利	15,150	13,742	14,116	17,346	22,121	24,586
%销售收入	19.6%	17.4%	14.6%	15.2%	16.7%	16.8%
营业税金及附加	-283	-270	-301	-366	-411	-452
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4,287	-4,144	-4,052	-4,808	-6,626	-7,298
%销售收入	5.5%	5.2%	4.2%	4.2%	5.0%	5.0%
管理费用	-1,392	-1,027	-1,166	-1,374	-1,590	-1,678
%销售收入	1.8%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-5,643	-5,102	-4,953	-5,724	-8,216	-9,122
%销售收入	7.3%	6.5%	5.1%	5.0%	6.2%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	3,544	3,200	3,645	5,074	5,277	6,035
%销售收入	4.6%	4.0%	3.8%	4.4%	4.0%	4.1%
财务费用	-771	-954	-1,053	-1,717	-1,325	-1,168
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-731	-1,025	-875	-932	-680	-739
公允价值变动收益	-75	101	-159	0	0	0
投资收益	135	31	-25	47	18	13
%税前利润	3.6%	1.4%	n.a	1.5%	0.4%	0.3%
营业利润	3,678	2,169	2,302	3,170	3,987	4,840
营业利润率	4.8%	2.7%	2.4%	2.8%	3.0%	3.3%
营业外收支	83	58	72	71	67	70
税前利润	3,760	2,227	2,375	3,241	4,054	4,910
利润率	4.9%	2.8%	2.5%	2.8%	3.1%	3.4%
所得税	-76	-245	-203	-227	-284	-344
所得税率	2.0%	11.0%	8.6%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	3,685	1,982	2,171	3,014	3,770	4,566
少数股东损益	1,582	410	486	519	649	786
归属于母公司的净利润	2,103	1,572	1,686	2,495	3,122	3,781
净利率	2.7%	2.0%	1.7%	2.2%	2.4%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,685	1,982	2,171	3,014	3,770	4,566
少数股东损益	1,582	410	486	519	649	786
非现金支出	1,775	1,938	1,778	1,529	1,287	1,319
非经营收益	22	404	1,004	310	432	270
营运资金变动	-7,338	-1,883	-1,467	-13,054	2,345	-5,035
经营活动现金净流	-1,857	2,441	3,487	-8,202	7,834	1,121
资本开支	-939	-533	-511	-853	-407	-366
投资	1,433	75	-61	202	-1	-2
其他	160	99	43	47	18	13
投资活动现金净流	655	-358	-530	-603	-391	-354
股权募资	1	8	5	0	0	0
债权募资	6,434	10,245	-1,295	11,397	-4,649	1,290
其他	-1,090	-19,539	-359	-428	-862	-677
筹资活动现金净流	5,345	-9,286	-1,649	10,970	-5,510	613
现金净流量	4,137	-7,203	1,258	2,164	1,933	1,380

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	14,711	7,534	8,945	10,911	12,700	13,975
应收款项	16,264	15,870	14,381	21,058	24,028	25,696
存货	27,935	36,847	43,568	49,801	53,193	58,056
其他流动资产	4,736	4,879	5,305	5,287	6,198	6,481
流动资产	63,645	65,130	72,199	87,058	96,118	104,208
%总资产	72.9%	73.3%	75.0%	78.2%	79.9%	81.2%
长期投资	571	638	674	675	676	677
固定资产	1,165	1,325	1,555	1,637	1,628	1,560
%总资产	1.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%
无形资产	18,190	18,158	18,096	18,173	18,206	18,222
非流动资产	23,619	23,684	24,124	24,217	24,167	24,048
%总资产	27.1%	26.7%	25.0%	21.8%	20.1%	18.8%
资产总计	87,264	88,814	96,323	111,274	120,286	128,256
短期借款	7,151	18,683	20,621	32,083	27,433	28,703
应付款项	15,187	20,815	23,568	25,242	29,612	32,253
其他流动负债	16,993	19,518	21,999	21,200	27,066	26,906
流动负债	39,331	59,015	66,187	78,525	84,111	87,862
长期贷款	5,086	11,009	10,218	10,218	10,218	10,218
其他长期负债	2,805	2,676	2,435	2,260	2,202	2,142
负债	47,222	72,699	78,840	91,004	96,531	100,222
普通股股东权益	33,946	13,332	14,747	17,015	19,851	23,345
其中：股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
未分配利润	12,988	10,431	11,851	14,118	16,954	20,448
少数股东权益	6,096	2,782	2,737	3,255	3,904	4,690
负债股东权益合计	87,264	88,814	96,323	111,274	120,286	128,256

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.735	0.550	0.589	0.872	1.091	1.322
每股净资产	11.869	4.661	5.156	5.949	6.941	8.162
每股经营现金净流	-0.649	0.853	1.219	-2.868	2.739	0.392
每股股利	0.140	0.075	0.000	0.080	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.20%	11.79%	11.43%	14.67%	15.73%	16.19%
总资产收益率	2.41%	1.77%	1.75%	2.24%	2.60%	2.95%
投入资本收益率	6.54%	6.10%	6.78%	7.44%	7.89%	8.28%
增长率						
主营业务收入增长率	4.39%	2.22%	22.43%	18.32%	15.77%	10.13%
EBIT 增长率	-20.83%	-9.73%	13.93%	39.20%	3.99%	14.37%
净利润增长率	-2.54%	-25.23%	7.19%	48.05%	25.09%	21.11%
总资产增长率	17.82%	1.78%	8.46%	15.52%	8.10%	6.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.0	64.5	50.0	60.0	59.0	58.0
存货周转天数	141.5	181.1	177.6	190.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	65.1	78.8	71.9	71.9	74.2	72.6
固定资产周转天数	5.0	5.0	3.7	3.0	2.4	1.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.96%	135.81%	124.44%	154.18%	104.46%	88.50%
EBIT 利息保障倍数	4.6	3.4	3.5	3.0	4.0	5.2
资产负债率	54.11%	81.86%	81.85%	81.78%	80.25%	78.14%

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	2	3	4	10	27
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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