

分析师：唐月  
登记编码：S0730512030001  
tangyue@ccnew.com 021-50586737

## 积极加大备货，迎接爆发式增长的 AI 算力需求

——紫光股份(000938)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

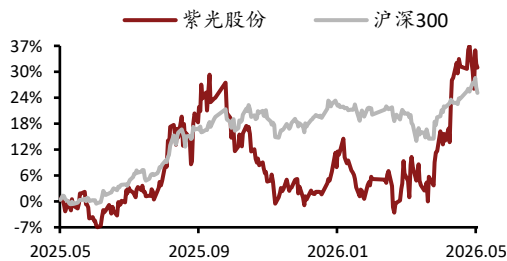
#### 市场数据(2026-05-15)

收盘价(元)	31.91
一年内最高/最低(元)	34.49/22.35
沪深 300 指数	4,859.59
市净率(倍)	5.88
流通市值(亿元)	912.65

#### 基础数据(2026-03-31)

每股净资产(元)	5.43
每股经营现金流(元)	-1.08
毛利率(%)	12.88
净资产收益率_摊薄(%)	5.07
资产负债率(%)	82.37
总股本/流通股(万股)	286,007.99/286,007.27
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

#### 相关报告

《紫光股份(000938)三季报点评：基本面总体向好》 2025-12-16

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2026 年 05 月 18 日

#### 投资要点：

##### ● 公司公布了 2025 年年报和 2026 年 1 季报：

2025 年公司收入 967.48 亿元，同比增长 22.43%；归母净利润 16.86 亿元，同比增长 7.19%；扣非净利润 16.35 亿元，同比增长 12.26%；每股收益 0.59 元/股。

2026Q1 公司收入 279.85 亿元，同比增长 34.61%；归母净利润 7.88 亿元，同比增长 126.06%；扣非净利润 6.20 亿元，同比增长 51.64%；每股收益 0.28 元/股。

##### ● 从单季度业绩来看，受益于国内 AI 产业的快速发展，2025 年公司前 3 个季度整体都保持了 20% 以上的增速，Q3 增速更是高达了 43%，但是在缺芯的背景下，公司 2025Q4 收入呈现同比（-4%）、环比（-35%）下滑，2026Q1 受到 AI 应用超预期增长和算力需求增长等因素带动下，同比实现 35% 的增长。

##### ● 新华三当前增长动力主要来自国内政企业务和国际业务。2025Q1-2026Q1 新华三收入分别增长了 26%、48%、68%、10% 和 45%，全都好于公司整体收入水平，2026Q1 新华三占公司收入比重已经达到了 79%。在新华三分项业务中，国内企业和国际业务都保持了较快的增长，Q1 分别增长了 56% 和 57%，但是运营商业务的收入继续下滑 26%，但是占比仅为 7%，后续对业绩的负面影响将持续缩小。

##### ● 在当前关键物料短缺的情况下，公司拥有了较强的供应链保障。由于当前 AI 算力采购需求的爆发，上游零部件整体处于短缺状态。公司借助强大的合作关系和积极的备货策略，2026Q1 存货规模达到了 453 亿元，处于历史最高位，同时超过了浪潮 442 亿元的规模水平，为后续产品供给提供更为充足的保证，同时在零部件涨价过程中，获得更好的价格保障。在存货增长的同时，2026Q1 公司预付账款同比增长 368%、环比增长 105%，而同期浪潮的预付账款环比同比都出现下滑，也体现出了公司对于关键物料的采购能力，为 2026 年整体算力供货提供了较为充足的保障。

##### ● 公司正在完成新一轮对新华三股权的收购，同时这次收购完成后，外资将不再持有新华三股权。2025 年 11 月 17 日和 11 月 28 日，紫光国际分别与合作伙伴共同发起了对 HPE 持有的新华三剩余 10% 和 9% 股权的收购事宜，收购完成以后公司将持有新华三 87.98% 的股权，6.98% 股权对价 4.98 亿美元。截至 5 月 14 日，新华三 10% 股权交易已经完成交割，而剩余 9% 的股权交易也即将完

成交割。同时，在本次收购期间公司与其他收购方就后续新华三股权收购事宜签署了相关合约，公司有权利按照合同约定的方式收回合作方持有的新华三股权。

- **财务费用成为加速公司业绩改善的重要因素。**在 2024 年 9 月完成了对新华三剩余 30% 股权收购以后，公司利息费用明显增大，2024Q4 利息费用达到了 4.52 亿元，2025Q4 降至 3.07 亿元，2026Q1 进一步降低到了 2.12 亿元，主要源于新华三剩余 19% 股权产生的期权附在在 Q1 不在产生利息支出，同时公司经营负债采用了低息票据和信用证进行了结算，同时市场利率的回落。此外，随着人民币的升值，由于公司在海外进口零部件，新华三收购用美元计价，因而带来较大的汇兑收益。如果将财务费用除去利息费用和利息收入，其余的财务费用可以视作公司汇兑损益的波动，我们看到这个值从 2025Q3 转负（汇兑收益），2025Q4 为-1.29 亿元，2026Q1 为-2.27 亿元。
- **公司定增的完成，将对改善盈利能力发挥积极的作用。**2026 年 2 月 12 日，公司发起定增，计划融资 55.7 亿元，其中 35 亿元用于新华三 6.98% 股权的收购，4 亿元用于研发设备购置，16.7 亿元用于偿还银行贷款。本次融资将对极大缓解公司的利息支出，增强公司的盈利能力。
- **公司多项 ICT 基础设施产品在国内占据领先地位，同时形成了局“云—网—安—算—存—端”的全产业链的深度布局。**根据 IDC 的统计数据，2025 年，公司在中国以太网交换机市场排名第 2，市场份额 34.5%；在企业路由器市场排名第二，份额 31.5%；在企业级 WLAN 市场排名第一，份额 27.9%；在中国 X86 服务器市场排名第 3，份额 12.5%；在中国 UTM 防火墙市场排名第 3，份额为 21.1%。
- **2026 年超节点正在成为发展趋势，公司借助 ICT 多项能力综合能力，有望在超节点领域获得更大的竞争优势。**随着 2026 年 AI 应用需求的启动，超节点相对于当前主流的 AI 服务器而言，可以提供更好的性价比，也意味着算力从此前的硬件堆叠步入到了系统极致效率提升的新阶段。但是当前超节点作为新生事物，在产品稳定性方面还有较大挑战，超节点对光互联路径的依赖，带来运维复杂度指数级增长，对厂商综合能力需求进一步提升，给了公司这样综合能力突出的厂商更大竞争优势，也有望提升服务器产品的毛利水平。在产品方面，公司推出 H3C UniPoD S80000 超节点，涵盖 32 卡、64 卡、256 卡、1024 卡，同时也积极参与到了头部互联网公司定制化超节点的研发合作。
- **海外业务将成为重要的增长点。**由于国内市场竞争较为激烈，同时新华三产品能力较强，有极强的海外扩张预期。但是由于此前股东 HPE 的限制，新华三产品只能在少数消费能力较弱的国家进行销售，截至 2026Q1 其海外收入占比仅为 7%。随着新华三股权收购事项的完成，对新华三海外业务限制的股权因素正式得到松绑，后续发展值得期待。

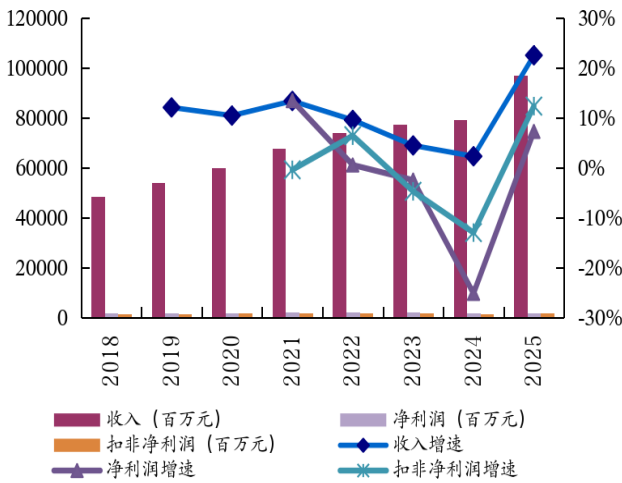
- **光互联方面**，公司 2025 年发布了全光网络 5.0 解决方案“以太光+PON”融合发展路线，引入多通道技术。51.2T CPO 硅光数据中心交换机产品融合核心技术优势，2025 年已实现批量交付部署。2026 年 5 月峰会期间，公司发布了 102.4T CPO/NPO 智算交换机，实现面向大规模节点部署趋势下的产品储备。
- **给予公司“增持”的投资评级**。在充足的关键物料准备下，公司有望持续受益于 AI 带来的算力需求增长，其在海外业务拓展方面的表现同样值得期待。在超节点和光互联发展趋势下，公司的综合能力突出，有望获得更多的竞争优势。暂不考虑定增对公司的影响，预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.07 元、1.53 元、2.15 元，按照 5 月 15 收盘价 31.91 元，对应的 PE 分别为 29.70 倍、20.88 倍、14.83 倍。

**风险提示：定增进展不及预期；国际局势及政策的不确定性。**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	79,024	96,748	119,412	144,422	170,830
增长比率（%）	2.22	22.43	23.43	20.94	18.29
净利润（百万元）	1,572	1,686	3,073	4,370	6,154
增长比率（%）	-25.23	7.19	82.31	42.22	40.82
每股收益(元)	0.55	0.59	1.07	1.53	2.15
市盈率(倍)	58.04	54.15	29.70	20.88	14.83

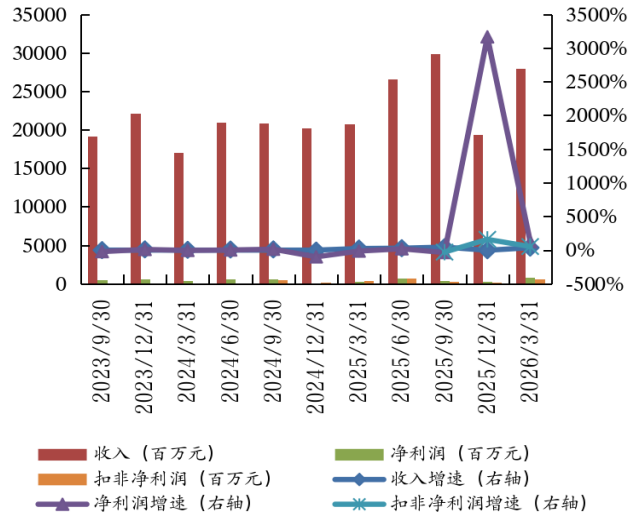
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1: 2018-2025 公司收入、净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 2: 2023Q3-2026Q1 公司收入、净利润及其增速



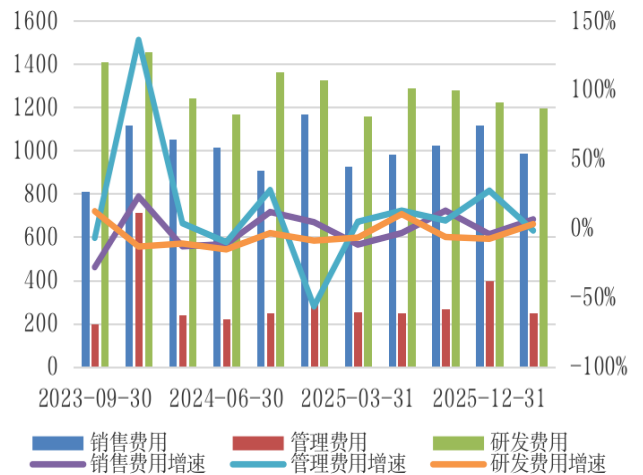
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 3: 2018-2025 年公司员工数量及增速



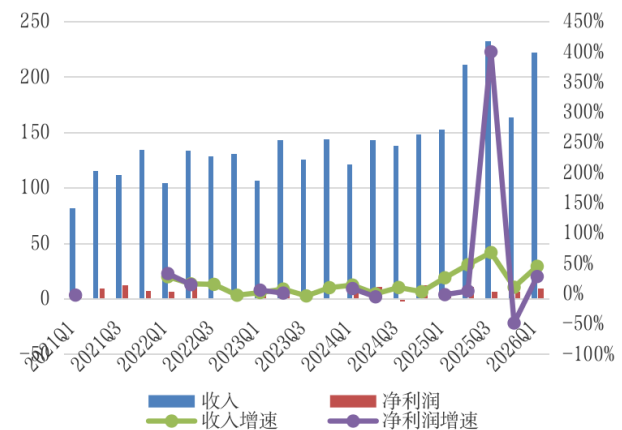
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 4: 2023Q3-2026Q1 三大费用及增速 (百万元)



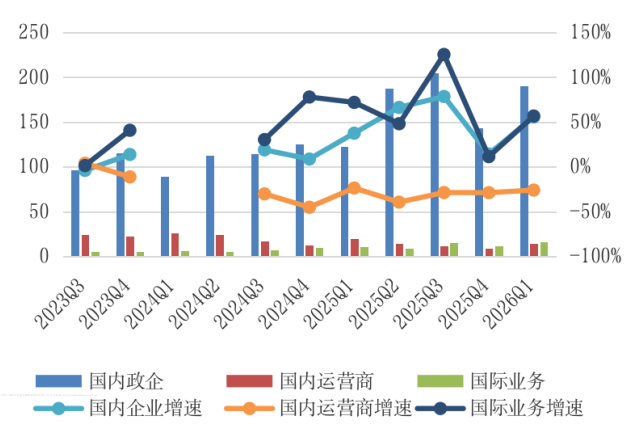
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 5: 2021Q1-2026Q1 新华三收入及净利润 (百万元)



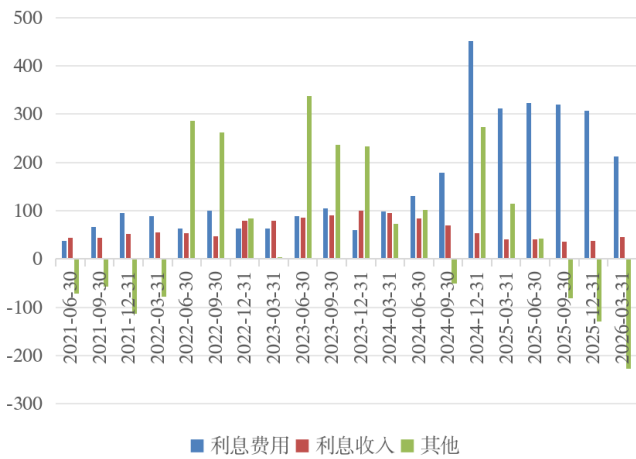
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 6: 23Q3-26Q1 新华三分业务收入及增速 (百万元)



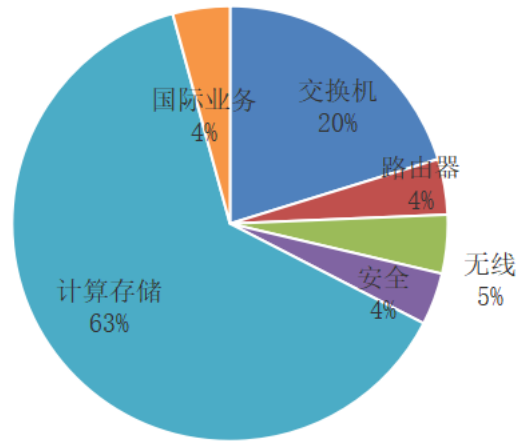
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 7: 2021Q1-2026Q1 公司存货规模及增速 (百万元)



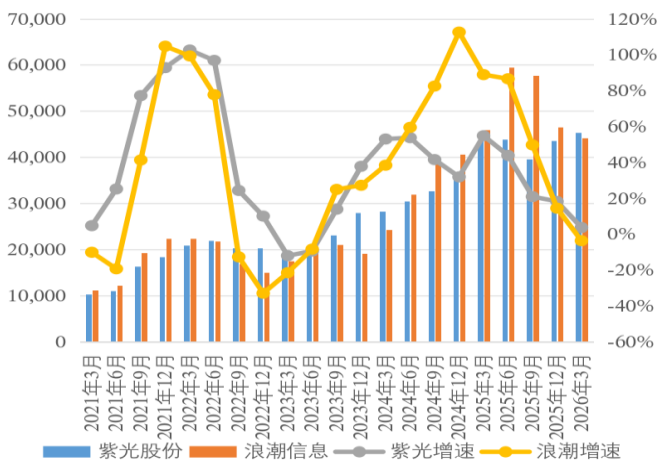
资料来源: 上市公司公告, 中原证券研究所

图 8: 2023 年 新华三收入结构



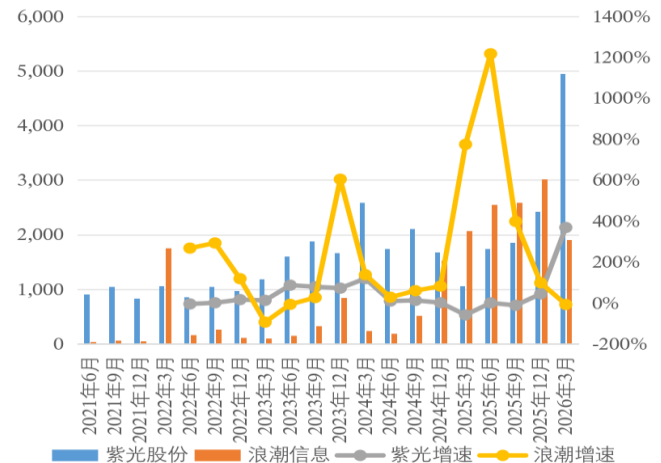
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 9: 2021Q1-2026Q1 公司存货规模及增速 (百万元)



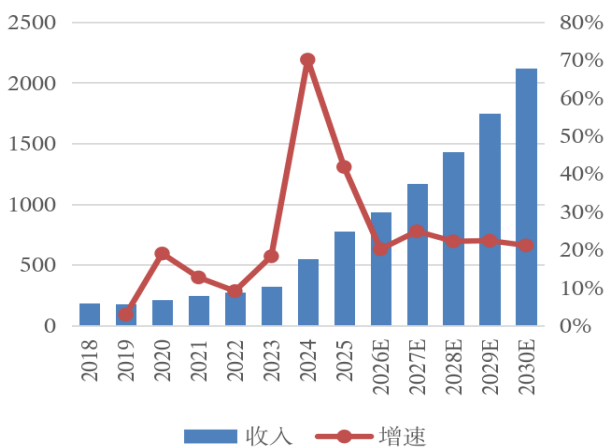
资料来源: 上市公司公告, 中原证券研究所

图 10: 2021Q2-2026Q1 公司预付账款规模及增速 (百万元)



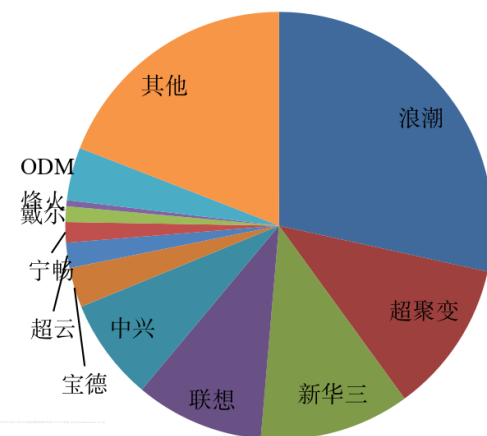
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 11: 2018-2025 中国服务器市场规模 (亿美元)



资料来源: IDC, 中原证券研究所

图 12: 2025 年中国 X86 服务器厂商市场份额



资料来源: IDC, 中原证券研究所

表 1: 2025 年企业服务器相关业务对比 (亿元)

公司	相关业务	2025 年							2024 年	
		收入	增速	净利润	增速	毛利率	毛利额	人员增速	收入	增速
工业富联	云计算	6027	89%			5.7%	345	7%	3194	64%
	云服务商 AI 服务器		300%+							
浪潮信息	-	1648	43%	24	5%	4.9%	80	-1%	1148	74%
	中国大陆收入								807	43%
联想集团	基础设施解决方案	1212	37%					2%	887	51%
超聚变	-								435	53%
紫光股份	新华三	760	38%	32	12%			-12%	551	6%
中科曙光	-	150	14%	22	14%	31%	46		131	-8%
	IT 设备业务	125	7%			27%	34	1%	117	-8%
宝德	(慧博云通拟收购)								100	8%
软通动力	计算产品与智能电子	158	22%			4.8%	7.6		129.2	
神州数码	自有品牌产品	74	62%	0.78	10%			-6%	45.8	20%
广电运通	广电五舟	18	5%	0.28	73%			3%	17	31%
拓维信息	计算机、通信和其他电子设备制造业	8.5	-59%			12.6%	1.0		20.7	17%
	湘江鲲鹏	6.3		0.17					15.8	2%

资料来源: 上市公司公告, Wind, 大河网, 中原证券研究所

表 2: 主要厂商的超节点产品上市情况

上市时间	厂商	产品	GPU	GPU 数量	机柜数量	备注
2024.11	英伟达	GB200 NVL72	GB200	72	1	算力 180 EFLOPS FP16/360 PFLOPS FP8
2025.3	华为	Atlas 900	昇腾 910C	384	12+4	算力 300 PFLOPS BP16, 业内最大超节点
2025.4	百度	天池 64		64		天池 32、天池 64 上市
2025.7	英伟达	GB300 NVK72	GB300	72	1	算力 360 PFLOPS FP8/1.08 EFLOPS FP4
2025.9	阿里	磐久 AI Infra2.0	多种 AI 芯片	128	1	
2025.11.6	曙光	ScaleX640	多种 AI 芯片	640	1	浸没相变液冷, 算力密度业内新高
2026.5	紫光	UniPoD S80000	多种 AI 芯片	1024	16+8	支持拓展 16384 卡
2026H1	百度	天池 256				
2026H2	英伟达	Vera Rubin NVL144	Rubin	144		算力 1.2 EFLOPS FP8/3.6 EFLOPS FP4
2026H2	百度	天池 512				能完成万亿参数模型训练
2026Q4	华为	Atlas 950	昇腾 950DT	8192	128+32	算力 8 EFLOPS FP8/16 EFLOPS FP4
2027H2	英伟达	Rubin Ultra NVL576	Rubin	576		算力 5 EFLOPS FP8/15 EFLOPS FP4
2027Q4	华为	Atlas 960	昇腾 960	15488	176+44	算力 30 EFLOPS FP8/60 EFLOPS FP4
2028	百度	天池千卡级		千卡		

资料来源: 英伟达, 华为, 阿里, 曙光, 百度, 中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>65,130</b>	<b>72,199</b>	<b>86,796</b>	<b>87,437</b>	<b>81,004</b>
现金	7,534	8,945	7,623	9,016	12,708
应收票据及应收账款	14,251	13,442	16,633	17,814	17,826
其他应收款	659	289	494	544	620
预付账款	1,683	2,418	5,111	4,111	4,028
存货	36,847	43,568	52,344	51,139	40,655
其他流动资产	4,157	3,537	4,591	4,813	5,167
<b>非流动资产</b>	<b>23,684</b>	<b>24,124</b>	<b>24,282</b>	<b>24,186</b>	<b>24,259</b>
长期投资	177	268	268	268	268
固定资产	1,086	982	1,278	1,405	1,652
无形资产	4,022	3,924	3,785	3,675	3,589
其他非流动资产	18,398	18,950	18,951	18,839	18,750
<b>资产总计</b>	<b>88,814</b>	<b>96,323</b>	<b>111,077</b>	<b>111,623</b>	<b>105,263</b>
<b>流动负债</b>	<b>59,015</b>	<b>66,187</b>	<b>77,713</b>	<b>83,390</b>	<b>89,821</b>
短期借款	5,064	7,934	11,834	11,834	11,834
应付票据及应付账款	19,664	22,799	27,630	34,920	40,661
其他流动负债	34,286	35,454	38,250	36,637	37,327
<b>非流动负债</b>	<b>13,684</b>	<b>12,653</b>	<b>13,193</b>	<b>12,993</b>	<b>12,493</b>
长期借款	11,009	10,218	10,718	10,518	10,018
其他非流动负债	2,676	2,435	2,475	2,475	2,475
<b>负债合计</b>	<b>72,699</b>	<b>78,840</b>	<b>90,906</b>	<b>96,383</b>	<b>102,314</b>
少数股东权益	2,782	2,737	3,351	4,056	5,028
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	16	16	16	16	16
留存收益	10,460	11,877	13,958	8,321	-4,942
归属母公司股东权益	13,332	14,747	16,820	11,184	-2,079
<b>负债和股东权益</b>	<b>88,814</b>	<b>96,323</b>	<b>111,077</b>	<b>111,623</b>	<b>105,263</b>

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,441</b>	<b>3,487</b>	<b>-3,286</b>	<b>13,145</b>	<b>25,334</b>
净利润	1,982	2,171	3,687	5,075	7,126
折旧摊销	913	904	796	858	941
财务费用	700	1,207	899	981	963
投资损失	-69	-16	-82	-45	-54
营运资金变动	-1,883	-1,467	-9,550	5,169	15,395
其他经营现金流	798	688	964	1,107	963
<b>投资活动现金流</b>	<b>-358</b>	<b>-530</b>	<b>-795</b>	<b>-565</b>	<b>-763</b>
资本支出	-533	-511	-832	-610	-816
长期投资	75	-61	-70	0	0
其他投资现金流	99	43	108	45	54
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9,286</b>	<b>-1,649</b>	<b>3,259</b>	<b>-2,187</b>	<b>-2,880</b>
短期借款	-1,218	2,869	3,900	0	0
长期借款	5,923	-791	500	-200	-500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-17,819	0	0	0	0
其他筹资现金流	3,828	-3,728	-1,141	-1,987	-2,380
<b>现金净增加额</b>	<b>-7,203</b>	<b>1,258</b>	<b>-822</b>	<b>10,394</b>	<b>21,691</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>79,024</b>	<b>96,748</b>	<b>119,412</b>	<b>144,422</b>	<b>170,830</b>
营业成本	65,282	82,632	103,746	125,442	148,649
营业税金及附加	270	301	405	477	558
营业费用	4,144	4,052	4,377	4,595	4,871
管理费用	1,027	1,166	1,259	1,297	1,348
研发费用	5,102	4,953	5,250	5,617	5,954
财务费用	954	1,053	65	966	1,428
资产减值损失	-866	-648	-950	-1,100	-980
其他收益	809	698	622	585	682
公允价值变动收益	101	-159	0	0	0
投资净收益	35	-18	82	45	54
资产处置收益	3	64	29	45	69
<b>营业利润</b>	<b>2,169</b>	<b>2,302</b>	<b>3,943</b>	<b>5,443</b>	<b>7,666</b>
营业外收入	86	119	147	178	210
营业外支出	28	47	58	70	82
<b>利润总额</b>	<b>2,227</b>	<b>2,375</b>	<b>4,032</b>	<b>5,551</b>	<b>7,794</b>
所得税	245	203	346	476	668
<b>净利润</b>	<b>1,982</b>	<b>2,171</b>	<b>3,687</b>	<b>5,075</b>	<b>7,126</b>
少数股东损益	410	486	614	705	972
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,572</b>	<b>1,686</b>	<b>3,073</b>	<b>4,370</b>	<b>6,154</b>
EBITDA	3,951	4,373	4,893	7,376	10,162
EPS (元)	0.55	0.59	1.07	1.53	2.15

## 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	2.22	22.43	23.43	20.94	18.29
营业利润 (%)	-41.03	6.15	71.27	38.04	40.83
归属母公司净利润 (%)	-25.23	7.19	82.31	42.22	40.82
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	17.39	14.59	13.12	13.14	12.98
净利率 (%)	1.99	1.74	2.57	3.03	3.60
ROE (%)	11.79	11.43	18.27	39.07	-295.94
ROIC (%)	5.78	6.47	6.65	11.63	21.94
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	81.86	81.85	81.84	86.35	97.20
净负债比率 (%)	451.14	450.94	450.68	632.43	3469.70
流动比率	1.10	1.09	1.12	1.05	0.90
速动比率	0.40	0.35	0.34	0.35	0.37
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	1.05	1.15	1.30	1.58
应收账款周转率	5.66	7.30	8.34	8.79	10.17
应付账款周转率	4.63	5.08	5.43	5.13	5.12
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.59	1.07	1.53	2.15
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.85	1.22	-1.15	4.60	8.86
每股净资产 (最新摊薄)	4.66	5.16	5.88	3.91	-0.73
<b>估值比率</b>					
P/E	58.04	54.15	29.70	20.88	14.83
P/B	6.85	6.19	5.43	8.16	-43.89
EV/EBITDA	26.01	21.26	24.49	16.03	11.22

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。