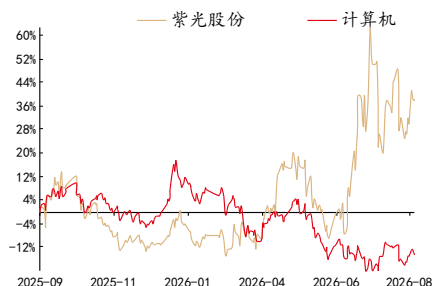




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	38.13
总股本/流通股本(亿股)	28.60 / 28.60
总市值/流通市值(亿元)	1,091 / 1,091
52周内最高/最低价	44.90 / 23.56
资产负债率(%)	81.8%
第一大股东	西藏紫光通信科技有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 陈天瑜
SAC 登记编号: S1340125090015
Email: chentianyu@cnpsec.com

紫光股份(000938)

以全栈之力为 AI 筑基赋能

● 投资要点

业绩高增，盈利能力显著提升。2026 年上半年，公司实现营业收入 635.16 亿元，同比增长 33.93%，归母净利润 21.67 亿元，同比大幅增长 108.18%，归母扣非净利润 18.74 亿元，同比增长 67.59%，各项经营指标较 2025 年同期均呈现明显加速态势。核心子公司新华三贡献核心业绩增量，上半年实现营业收入 499.75 亿元，同比增长 37.28%，净利润 23.88 亿元，同比增长 29.03%，其中国内政企业务收入 438.67 亿元，同比增长 41.35%，主要系互联网厂商资本开支扩容、行业客户数字化升级需求释放带动交换机、服务器需求快速增长，国际业务拓展成效显著，收入规模达 29.41 亿元，同比增长 53.25%，产品维度上网络产品收入同比增长超 20%，400G、800G 高端交换机增速尤为突出，服务器收入亦实现大幅增长。

智算国产化新品密集落地，筑牢数智一体化底座。报告期内，公司持续加码智算与国产化产品布局，多款新品密集落地，持续丰富产品矩阵，为 AI 应用落地打造安全、稳定、高效的算力存云安维数智一体化底座。算力端，UniPoD S80000 系列超节点产品覆盖 32 卡至 1024 卡全品类，最大可扩展至 16384 卡，兼容多厂商 CPU、GPU、NPU、DPU 等异构算力，可满足万亿参数大模型训练与推理需求；全新一代 UniServer S90000 高密全液冷整机柜作为高性能通用算力平台，实现算力密度与能效双突破，算力密度较传统方案提升 3 倍。网络端，全系列单芯片 102.4T 智算交换机引入 CPO、NPO、CPC 等先进互连技术，可满足 Scale-Up 与 Scale-Out 场景下更高密度、更大吞吐的部署需求；全球首款企业级 Wi-Fi8 产品可在复杂环境下提供稳定低延迟的无损连接，荣获 2026 日本网络通信展览会银奖。存储与云服务层面，新一代 AI 原生存储 X20000 系列为智算中心提供更高密度存储容量与更强数据访问能力，有效缓解存储瓶颈导致的算力等待；AI 智能云依托通智融合架构、智算加速引擎、数智融合 MaaS 平台三大核心能力，打造全域统一、高效稳定、可信开放的云数智平台。安全与运维维度，新一代 16T 吞吐 AI 防火墙适配超大型数据中心、AI 算力集群等高流量场景防护需求，AI 安全网关深度融合多维度安全能力实现智能体全链路保护，态势感知全面升级为 Agentic SOC 后内置 30 余款智能体，告警降噪率达 95% 并实现运营自主闭环，安全运营效能持续提升；配套泵驱两相冷板式液冷系统提供绿色散热解决方案，灵犀运维智能体则针对性解决传统运维痛点，保障 AI 大模型训练对网络高稳定性、低时延的要求。

国内海外双轮驱动，市场布局持续深化。国内市场方面，公司打造从顶层设计、交付落地到长期运维的完整服务闭环，依托全栈全场景的系统解决能力与极致工程化实施能力，通过灵活的产品及方案组

合匹配多元行业与场景的数智化需求，有效应对传统 ICT 基础设施算力碎片化、网络拥塞、存储瓶颈、运维复杂、成本高企等核心挑战，为政府、金融、医疗、交通、能源、教育、制造等多行业客户 AI 应用落地提供高效支撑；在互联网客户赛道，公司 AI 算力硬件与数据中心网络产品市场份额位居前列，算力侧覆盖多元 AI 芯片、多形态加速卡、单机多卡服务器、超节点等全品类算力形态，可支撑万卡级超大规模 AI 集群稳定部署，充分满足 AI 训练与推理业务算力需求，算力互联侧则依托 Scale-Up、Scale-Out、Scale-Across 三类场景互联技术搭配 800G 高速网络，助力客户突破 AI 算力扩展瓶颈，保障大模型训练、实时线上 AI 交互等业务稳定高效运行，同时重点布局 AI 智算集群、400G/800G 高速交换机等高端开放架构产品，凭借全栈研发能力提供联合设计、集群调优一体化方案。**海外市场方面**，公司持续深化本地化战略，推动标准化体系与本地化应变能力深度融合，自主渠道建设增长态势良好；上半年紧抓海外智算发展机遇，聚焦运营商、云服务商、教育、政府等重点行业，核心产品与解决方案快速落地，斩获哈萨克斯坦头部运营商、菲律宾农业部、马来西亚高校等多个标杆项目，同时深度协同“中资出海”，以全栈智算方案服务出海企业海外 ICT 基建与大型数据中心建设，后续公司将依托初具规模的海外自主渠道网络，持续加大资源投入精准深耕，进一步提升海外收入规模与盈利水平。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 1225/1465/1710 亿元，归母净利润 34/46/59 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济环境变化风险；市场竞争加剧风险；技术和产品研发不及预期风险；经营风险；人力资源风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	96748	122451	146488	171038
增长率(%)	22.43	26.57	19.63	16.76
EBITDA（百万元）	4373.35	6928.52	8814.15	10414.40
归属母公司净利润（百万元）	1685.52	3377.78	4560.81	5892.24
增长率(%)	7.19	100.40	35.02	29.19
EPS（元/股）	0.59	1.18	1.59	2.06
市盈率（P/E）	64.70	32.29	23.91	18.51
市净率（P/B）	7.40	6.29	5.31	4.27
EV/EBITDA	21.26	18.27	14.11	12.32

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	96748	122451	146488	171038	营业收入	22.4%	26.6%	19.6%	16.8%
营业成本	82632	104100	123810	143970	营业利润	6.2%	103.4%	36.8%	29.3%
税金及附加	301	355	410	462	归属于母公司净利润	7.2%	100.4%	35.0%	29.2%
销售费用	4052	5021	6006	7013	获利能力				
管理费用	1166	1347	1611	1881	毛利率	14.6%	15.0%	15.5%	15.8%
研发费用	4953	6184	7324	8552	净利率	1.7%	2.8%	3.1%	3.4%
财务费用	1053	1150	1253	1288	ROE	11.4%	19.5%	22.2%	23.1%
资产减值损失	-648	-500	-500	-500	ROIC	6.5%	10.8%	12.1%	12.8%
营业利润	2302	4682	6405	8282	偿债能力				
营业外收入	119	125	140	155	资产负债率	81.8%	80.9%	79.5%	76.1%
营业外支出	47	56	67	76	流动比率	1.09	1.27	1.31	1.40
利润总额	2375	4751	6478	8361	营运能力				
所得税	203	475	777	1087	应收账款周转率	7.30	8.79	9.13	9.60
净利润	2171	4276	5701	7274	存货周转率	2.06	2.18	2.22	2.28
归母净利润	1686	3378	4561	5892	总资产周转率	1.05	1.19	1.26	1.33
每股收益(元)	0.59	1.18	1.59	2.06	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.59	1.18	1.59	2.06
货币资金	8945	10576	15702	14492	每股净资产	5.16	6.07	7.18	8.93
交易性金融资产	137	137	137	137	估值比率				
应收票据及应收账款	13442	16105	17908	19827	PE	64.70	32.29	23.91	18.51
预付款项	2418	2915	3343	3743	PB	7.40	6.29	5.31	4.27
存货	43568	52128	59185	66886	现金流量表				
流动资产合计	72199	85866	100518	109530	净利润	2171	4276	5701	7274
固定资产	982	1029	1005	1290	折旧和摊销	904	1028	1083	765
在建工程	573	524	494	477	营运资本变动	-1467	-4702	-3227	-11088
无形资产	3924	3829	3735	3640	其他	1879	1206	1317	1532
非流动资产合计	24124	23735	23245	23077	经营活动现金流净额	3487	1808	4874	-1517
资产总计	96323	109601	123763	132606	资本开支	-511	-439	-433	-426
短期借款	7934	10234	12234	14034	其他	-18	-52	-54	-53
应付票据及应付账款	22799	26025	29233	25195	投资活动现金流净额	-530	-490	-487	-479
其他流动负债	35454	31463	35134	38875	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	66187	67721	76601	78104	债务融资	-1295	-3454	2950	2750
其他	12653	20895	21845	22795	其他	-359	4027	-2211	-1964
非流动负债合计	12653	20895	21845	22795	筹资活动现金流净额	-1649	572	739	786
负债合计	78840	88616	98446	100899	现金及现金等价物净增加额	1258	1858	5126	-1210
股本	2860	2860	2860	2860					
资本公积金	16	16	16	16					
未分配利润	11855	13961	16470	20594					
少数股东权益	2737	3635	4775	6157					
其他	16	513	1197	2081					
所有者权益合计	17483	20984	25317	31708					
负债和所有者权益总计	96323	109601	123763	132606					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048