2026 年 10 月 31 日

紫光股份（000938.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

新华三稳健增长，智算布局持续深化

通信组

分析师：张真桢（执业 S1130524060002）

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.03 元

相关报告：

1.《紫光股份公司点评：AI 算力需求驱动，26H1 业绩高增》，2026.8.30

2.《紫光股份公司点评：新华三增收增利，积极备货支撑全年交付》，2026.5.1

3.《紫光股份公司点评：交换机份额稳固，“AI for All”全...》，2026.4.17

业绩简评

2026 年 10 月 30 日公司披露三季报，前三季度实现营业收入 1021.55 亿元，同比+32.1%；实现归母净利润 27.73 亿元，同比+97.5%。26Q3 单季度实现营业收入 386.40 亿元，同/环比分别+29.2%/+8.7%；实现归母净利润 6.06 亿元，同/环比分别+67.0%/-56.1%。

经营分析

新华三延续增长态势。前三季度归母净利润处于此前 24.20-30.60 亿元预告区间中枢附近。新华三实现收入 809.83 亿元、净利润 31.33 亿元，同比分别增长 35.8%、23.9%；其中国内政企业务收入 718.68 亿元，同比增长 39.5%，国际业务收入 47.85 亿元，同比增长 37.6%。我们认为，智算及国产化建设推动核心业务扩张，海外市场开拓进一步拓宽收入来源；公司对新华三的持股比例已提高至 87.98%，有利于将子公司经营增长更多转化为归母收益。

单季毛利率有所回落，减值与备货影响盈利及现金表现。26Q3 毛利率 10.5%，同/环比分别下降 0.8/3.3pct；期间费用率 7.5%，同比下降 1.8pct，部分缓冲盈利压力。前三季度计提各项减值准备 11.32 亿元，其中存货跌价 9.34 亿元，对利润形成拖累。期末存货 667.11 亿元、合同负债 141.23 亿元，环比分别增长 30.7%、22.0%；前三季度经营现金流净额-85.76 亿元，主要系业务扩大带来采购付款增加。

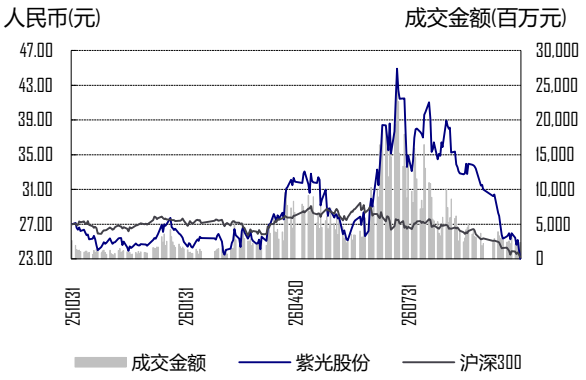
智算与海外布局持续推进。9 月，新华三展示 UniPoD S80000 超节点、102.4T NPO 交换机及 1.6T 智算交换机，并完成多厂商 1.6T 链路互通测试；10 月升级国际战略，强化本地化经营及海外研发与市场投入。我们认为，计算与互连协同有利于其从设备供应向集群方案延伸，提升大规模智算项目的参与深度，海外高端客户拓展则有望带来新的增长空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 1356.68/1842.93/2161.26 亿元，同比增长 40.23%/35.84%/17.27%；预计净利润分别为 32.04/44.44/58.90 亿元，PE 分别为 20.56/14.82/11.18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

存货减值风险、芯片供应短缺风险、市场竞争加剧、超节点进展不及预期。



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	135,668	184,293	216,126
营业收入增长率	2.22%	22.43%	40.23%	35.84%	17.27%
归母净利润(百万元)	1,572	1,686	3,204	4,444	5,890
归母净利润增长率	-25.23%	7.19%	90.09%	38.71%	32.53%
摊薄每股收益(元)	0.550	0.589	1.120	1.554	2.059
每股经营性现金流净额	0.85	1.22	-4.86	1.67	-0.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.79%	11.43%	18.08%	20.31%	21.43%
P/E	50.62	41.74	20.56	14.82	11.18
P/B	5.97	4.77	3.72	3.01	2.40

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**	**135,668**	**184,293**	**216,126**
增长率		2.2%	22.4%	40.2%	35.8%	17.3%
主营业务成本	-62,158	-65,282	-82,632	-115,094	-153,296	-179,328
%销售收入	80.4%	82.6%	85.4%	84.8%	83.2%	83.0%
毛利	15,150	13,742	14,116	20,574	30,997	36,799
%销售收入	19.6%	17.4%	14.6%	15.2%	16.8%	17.0%
营业税金及附加	-283	-270	-301	-434	-571	-670
%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	-5,481	-9,215	-10,806
%销售收入	5.5%	5.2%	4.2%	4.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-1,392	-1,027	-1,166	-1,628	-2,212	-2,485
%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	-6,783	-11,426	-13,508
%销售收入	7.3%			5.0%	6.2%	6.3%
息税前利润（EBIT）	3,544	3,200	3,645	6,247	7,574	9,329
%销售收入	4.6%	4.0%	3.8%	4.6%	4.1%	4.3%
财务费用	-771	-954	-1,053	-2,035	-1,843	-1,729
%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	-1,073	-1,026	-1,110
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	1.2%	0.3%	0.2%
营业利润	3,678	2,169	2,302	3,885	5,420	7,201
营业利润率	4.8%	2.7%	2.4%	2.9%	2.9%	3.3%
营业外收支	83	58	72	71	67	70
税前利润	3,760	2,227	2,375	3,956	5,487	7,271
利润率	4.9%	2.8%	2.5%	2.9%	3.0%	3.4%
所得税	-76	-245	-203	-277	-384	-509
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	3,679	5,103	6,762
少数股东损益	1,582	410	486	475	658	873
归属于母公司的净利润	**2,103**	**1,572**	**1,686**	**3,204**	**4,444**	**5,890**
净利率	2.7%	2.0%	1.7%	2.4%	2.4%	2.7%

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	3,679	5,103	6,762
少数股东损益	1,582	410	486	475	658	873
非现金支出	1,775	1,938	1,778	1,669	1,633	1,690
非经营收益	22	404	1,004	310	625	617
营运资金变动	-7,338	-1,883	-1,467	-19,552	-2,572	-10,089
经营活动现金净流	**-1,857**	**2,441**	**3,487**	**-13,895**	**4,788**	**-1,019**
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	19,098	1,540	5,525
其他	-1,090	-19,539	-359	-428	-1,054	-1,024
筹资活动现金净流	**5,345**	**-9,286**	**-1,649**	**18,670**	**486**	**4,501**
现金净流量	**4,137**	**-7,203**	**1,258**	**4,171**	**4,883**	**3,127**

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	12,918	17,657	20,679
应收款项	16,264	15,870	14,381	24,911	33,519	38,263
存货	27,935	36,847	43,568	59,013	73,859	85,783
其他流动资产	4,736	4,879	5,305	6,674	8,150	9,043
流动资产	63,645	65,130	72,199	103,516	133,186	153,768
%总资产	72.9%	73.3%	75.0%	81.0%	84.6%	86.5%
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%	1.3%	1.0%	0.9%
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%	19.0%	15.4%	13.5%
资产总计	**87,264**	**88,814**	**96,323**	**127,733**	**157,353**	**177,817**
短期借款	7,151	18,683	20,621	39,784	41,323	46,827
应付款项	15,187	20,815	23,568	29,909	41,117	47,657
其他流动负债	16,993	19,518	21,999	24,538	36,553	38,496
流动负债	39,331	59,015	66,187	94,231	118,992	132,980
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	2,349	2,391	2,391
负债	47,222	72,699	78,840	106,797	131,601	145,589
普通股股东权益	33,946	13,332	14,747	17,724	21,882	27,485
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	14,827	18,985	24,589
少数股东权益	6,096	2,782	2,737	3,212	3,870	4,743
负债股东权益合计	**87,264**	**88,814**	**96,323**	**127,733**	**157,353**	**177,817**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.735	0.550	0.589	1.120	1.554	2.059
每股净资产	11.869	4.661	5.156	6.197	7.651	9.610
每股经营现金净流	-0.649	0.853	1.219	-4.858	1.674	-0.356
每股股利	0.140	0.075	0.065	0.080	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.20%	11.79%	11.43%	18.08%	20.31%	21.43%
总资产收益率	2.41%	1.77%	1.75%	2.51%	2.82%	3.31%
投入资本收益率	6.54%	6.10%	6.78%	8.10%	9.02%	9.63%
增长率						
主营业务收入增长率	4.39%	2.22%	22.43%	40.23%	35.84%	17.27%
EBIT 增长率	-20.83%	-9.73%	13.93%	71.38%	21.23%	23.18%
净利润增长率	-2.54%	-25.23%	7.19%	90.09%	38.71%	32.53%
总资产增长率	17.82%	1.78%	8.46%	32.61%	23.19%	13.00%
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	2.5	1.7	1.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.96%	135.81%	124.44%	176.48%	131.05%	112.42%
EBIT 利息保障倍数	4.6	3.4	3.5	3.1	4.1	5.4
资产负债率	54.11%	81.86%	81.85%	83.61%	83.63%	81.88%

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	3	3	9	14	30
增持	0	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.25**	**1.36**	**1.30**	**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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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