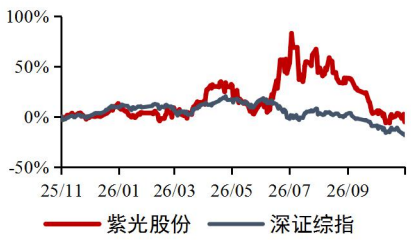
通用计算机设备　紫光股份（000938.SZ）　买入-B(首次)

CT+IT 全栈技术领先，定制化加自有品牌超节点开始放量

2026 年 11 月 20 日　公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 19 日

收盘价（元/股）：	23.25
总股本（亿股）：	28.60
流通股本（亿股）：	28.60
流通市值（亿元）：	664.97

基础数据：2026 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	7.16
每股资本公积（元/股）：	0.01
每股未分配利润（元/股）：	5.46

资料来源：常闻

分析师：

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

投资要点：

➢ **公司发布 2026 三季报。**2026 年前三季度，公司实现营收 1021.6 亿元，同比增长 32.1%；实现归母净利润 27.7 亿元，同比增长 97.5%，实现扣非归母净利润 24.6 亿元，同比增长 68.3%。单三季度看，公司 Q3 实现营收 386.4 亿元，同环比分别+29.2%、+8.8%；实现归母净利润 6.1 亿元，同环比分别+67.0%、-56.1%。其中，核心子公司新华三前三季实现营收 809.8 亿元同比增长 35.8%；实现净利润 31.3 亿元，同比增长 23.9%。新华三国内政企业务实现营收 718.7 亿元，同比增长 39.5%；国际业务收入 47.9 亿元，同比增长 37.6%。

➢ **国内头部 ICT 硬件厂商，交换机市占率领先，服务器近年来收入占比快速提升。**公司子公司新华三长期深耕政企 ICT 市场，产品线覆盖“算网存云安维”全产业链，在政府、运营商、互联网、金融、能源、医疗、交通等行业具有稳定客户基础和领先产品份额。根据 IDC 统计，2026 年一季度公司在国内数据中心/园区/企业网交换机市场份额均位列第一，整体以太网份额 36.6%；在国内企业网路由器市场排名第二，份额 30.8%；在国内 X86 服务器市场份额以 14.9%排名第二。根据公司港股招股书，2022-2024 年智能计算及存储产品线收入占比持续提升，智能连接及安全收入占比保持稳定，ICT 产品分销占比呈下降趋势。

➢ **国内 CSP 资本开支高速增长，公司可提供 CPU 服务器、GPU 服务器、交换机、存储全套硬件。**2026 上半年，国内阿里巴巴、腾讯和百度三家公司资本开支合计达到 1318 亿元，约为去年同期 2.14 倍。Semianalysis 预计，到 2026 年底中国数据中心总容量将超过 24GW，位于全球第二，还有 20GW 进入建设规划阶段以及 30GW 已宣布未落地项目。公司在互联网市场 AI 算力硬件和数据中心网络产品市场份额位居前列，支持多元 AI 算力芯片、多种形态 AI 加速卡及模组、单机多卡 AI 服务器、超节点等算力形态，满足互联网 AI 训练和推理需求。前三季度新华三政企业务加速增长主要由互联网等行业需求驱动，AI 服务器、交换机、定制化服务器等产品订单量同比有大幅增长，在手订单增长快于收入增长。从三季度存货和预付账款的增长亦能看到下游旺盛需求，公司通过多元化备货、长期协议等有望占领供应链优势保持交付领先优势。

➢ **已发布 S80000、F80000 等分布开放式超节点产品，与多家 GPU 和 CSP 公司合作。超节点产品融合了网络、操作系统、算子库调优、推理框架及集合通信库等，竞争格局较 AI 服务器更为集中。**公司超节点主要分为两类产品，一是面向头部互联网客户的定制化白牌产品，公司是头部 CSP 厂家核心代工伙伴。二是公司自有品牌产品（S80000 全系列超节点目前已实现多代演进，覆盖 32 卡、40 卡、64 卡、256 卡、1024 卡等）。公司超节点产品的核心优势是具备软硬件协同设计能力、能同时满足计算板和交换板开发定制需求。公司基于自研 G-Link 开放高速互联架构的下一代国产千卡级超节点域多元国产 GPU 联合验证适配，目前超节点已在头部互联网项目落地，大型银行亦开始试点部署。虽然超节点服务器产品收入占比提升可能会降低综合毛利率，但我们认为公司白牌、自有比例可控，自有品牌更多引入 GLINK、IOD、Switch 等自研或全国产合作芯片，长期来看毛利率有望企稳回升。

盈利预测和投资建议：我们认为公司将受益于国内 AI 基建资本开支浪潮，超节点开启未来两年新动力。预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 38.0/51.4/65.3 亿元，同比增长 125.6%、35.3%、27.0%，暂不考虑定增摊薄对应 EPS 为 1.33/1.80/2.28 元，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：

1）毛利率持续下行风险。白牌定制化服务器收入占比快速提升可能导致公司综合毛利率下行，而对应费用率阶段性还将保持稳定。

2）海外市场推进不及预期。历次收购后公司与 HPE 已基本无股权层面关系，未来海外自有品牌服务器和网络产品销售或受到贸易政策变化影响。

3）GPU 和超节点服务器关键芯片和物理供给风险。受到美国最新出口管制新规影响，H200 等芯片全球对华管制加强，客户资本开支可能不及预期。

4）财务费用波动风险。2026 年公司财务费用受汇兑损益波动影响较大，目前在定增未落地前备货等流动性阶段压力可能迫使公司增加短期借款。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	79,024	96,748	121,295	146,101	171,615
YoY(%)	2.2	22.4	25.4	20.5	17.5
净利润(百万元)	1,572	1,686	3,802	5,144	6,530
YoY(%)	-25.2	7.2	125.6	35.3	27.0
毛利率(%)	17.4	14.6	13.8	13.9	14.0
EPS(摊薄/元)	0.55	0.59	1.33	1.80	2.28
ROE(%)	12.3	12.4	20.0	20.9	21.5
P/E(倍)	37.8	44.7	17.5	12.9	10.2
P/B(倍)	2.3	5.3	3.6	2.9	2.3
净利率(%)	2.0	1.7	3.1	3.5	3.8

资料来源：常闻，山西证券研究所

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
流动资产	65130	72199	98566	94732	111783
现金	7534	8945	8491	7305	8581
应收票据及应收账款	14251	13442	20725	21623	24759
预付账款	1683	2418	3646	2847	4018
存货	36847	43568	61035	58807	69557
其他流动资产	4816	3826	4669	4150	4869
非流动资产	23684	24124	23732	23451	23339
长期投资	177	268	288	358	478
固定资产	1086	982	1016	1074	1019
无形资产	4022	3924	3783	3647	3558
其他非流动资产	18398	18950	18645	18372	18283
资产总计	88814	96323	122298	118183	135122
流动负债	59015	66187	95186	86951	98003
短期借款	5064	7934	21013	15566	11573
应付票据及应付账款	19664	22799	42578	38605	45748
其他流动负债	34286	35454	31595	32780	40683
非流动负债	**13684**	**12653**	**5493**	**4478**	**4039**
长期借款	11009	10218	3041	2026	1586
其他非流动负债	2676	2435	2452	2452	2452
负债合计	72699	78840	100680	91429	102042
少数股东权益	2782	2737	3255	3703	4271
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	16	16	16	16	16
留存收益	10457	11874	15632	20323	26279
归属母公司股东权益	13332	14747	18363	23050	28809
负债和股东权益	88814	96323	122298	118183	135122

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2441	3487	5781	6791	7472
净利润	1982	2171	4321	5591	7098
折旧摊销	541	541	612	773	801
财务费用	954	1053	-1	685	545
投资损失	-35	18	42	0	-41
营运资金变动	-1852	-1378	461	-187	-825
其他经营现金流	850	1082	345	-71	-106
投资活动现金流	-358	-530	-541	-411	-572
筹资活动现金流	-9286	-1649	-25708	-3118	2569
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.59	1.33	1.80	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.22	2.02	2.37	2.61
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.16	6.42	8.06	10.07

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	79024	96748	121295	146101	171615
营业成本	65282	82632	104603	125834	147618
营业税金及附加	270	301	364	438	515
营业费用	4144	4052	4609	5114	5663
管理费用	1027	1166	1116	1242	1373
研发费用	5102	4953	5337	5844	6521
财务费用	954	1053	-1	685	545
资产减值损失	-1025	-875	-1334	-1899	-2574
公允价值变动收益	101	-159	35	50	80
投资净收益	35	-18	-42	-0	41
营业利润	2169	2302	4692	6073	7756
营业外收入	86	119	120	108	116
营业外支出	28	47	23	26	31
利润总额	2227	2375	4789	6156	7841
所得税	245	203	468	565	743
税后利润	1982	2171	4321	5591	7098
少数股东损益	410	486	518	447	568
归属母公司净利润	1572	1686	3802	5144	6530
EBITDA	3258	3450	5886	7468	9016

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	2.2	22.4	25.4	20.5	17.5
营业利润(%)	-41.0	6.2	103.8	29.5	27.7
归属于母公司净利润(%)	-25.2	7.2	125.6	35.3	27.0
获利能力					
毛利率(%)	17.4	14.6	13.8	13.9	14.0
净利率(%)	2.0	1.7	3.1	3.5	3.8
ROE(%)	12.3	12.4	20.0	20.9	21.5
ROIC(%)	5.4	5.7	10.6	14.1	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	81.9	81.8	82.3	77.4	75.5
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	5.5	7.0	7.1	6.9	7.4
应付账款周转率	3.8	3.9	3.2	3.1	3.5
估值比率					
P/E	37.8	44.7	17.5	12.9	10.2
P/B	2.3	5.3	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	28.5	26.8	14.9	11.1	8.6

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层