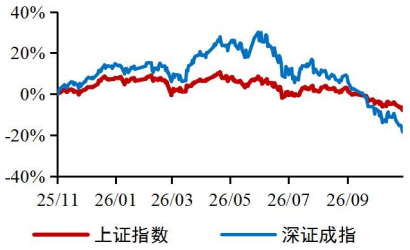
# 研究早观点

2026 年 11 月 23 日　星期一

**市场走势**




资料来源：常闻

**国内市场主要指数**

| 指数 | 收盘 | 涨跌幅% |
|---|---|---|
| 上证指数 | 3,533.79 | -1.23 |
| 深证成指 | 10,256.39 | -3.09 |
| 沪深 300 | 3,954.57 | -0.76 |
| 中小板指 | 6,616.96 | -2.97 |
| 创业板指 | 2,212.13 | -3.54 |
| 科创 50 | 1,231.09 | -3.12 |

资料来源：常闻

**分析师：**

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

## 【今日要点】

【公司评论】海创药业(688302.SH)：海创药业公司分析报告-出海商业化元年，从单品走向平台型创新药企

【公司评论】紫光股份(000938.SZ)：紫光股份 2026 三季报点评-CT+IT 全栈技术领先，定制化加自有品牌超节点开始放量

# 【今日要点】

**【公司评论】海创药业(688302.SH)：海创药业公司分析报告-出海商业化元年，从单品走向平台型创新药企**

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

## 【投资要点】

- **公司是聚焦肿瘤、代谢及自免三大领域的创新药企。**依托蛋白降解（PROTAC/分子胶）、氘代及转化医学三大平台，形成“1 款上市+5 款临床”管线梯队。氘恩扎鲁胺（海纳安®）2025 年 5 月获批 mCRPC、12 月纳入医保，2026 年前三季度营收 8572.77 万元（+267.11%）；11 月 HP570 以 3000 万美元首付（2000 万美元现金+1000 万美元的认股权证）、总额最高约 11 亿美元授权 Evommune。考虑到氘恩扎鲁胺医保放量的确定性、HP570 出海对平台价值的验证，以及 HP515/HP518 的中期弹性，预计 2026-2028 年公司营收 2.37、2.03、3.01 亿元，归母净利润-0.10、-0.53、0.02 亿元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。
- **代谢疾病——HP515（THR-β 激动剂）国内进度第二。**MASH 国内 2030 年市场预计 355 亿元；IIa 期各剂量组 12 周肝脂肪降幅均超 50%、安慰剂 3.5%（P<0.001），入选 AASLD 2026 LBA。在食物诱导肥胖（DIO）小鼠模型中，司美格鲁肽单药（30nmol/kg）体重下降 17.1%，联合 HP515 3mg/kg、30mg/kg 后分别下降 30.2%、35.4%；联合组瘦体重/体重比升至 62.3%、68.8%，接近正常饮食组（63.6%），而司美单药组仅 52.3%。
- **肿瘤疾病——深耕前列腺癌。**氘恩扎鲁胺 III 期疾病进展或死亡风险降低 42%（HR=0.58），未见癫痫、跌倒、皮疹等不良事件，安全性优于同类；已进入 CSCO 2025/2026、CACA 2026 指南。高风险 BCR III 期 2026 年 7 月获批，国内无同类、存量患者约 10 万人；HP518 为国内首款前列腺癌口服 PROTAC，II 期完成入组。
- **自身免疫——HP570（VAV1 分子胶）与 HC-X049（STAT6 双路径）梯队推进。**HP570 具亚纳摩尔级 DC50，首付 3000 万美元、里程碑最高约 10.7 亿美元、总额约 11 亿美元，IND 阶段即获全球背书；HC-X049 已至 PCC，药效对标度普利尤单抗。
- 风险提示：研发进度及临床数据不及预期；医保放量与 BCR 适应症推进不及预期；BD 里程碑兑现不及预期；持续亏损与现金流压力；竞争加剧及降价风险；未来营收无法持续取得 1 亿元以上带来的 ST 风险。

**【公司评论】紫光股份(000938.SZ)：紫光股份 2026 三季报点评-CT+IT 全栈技术领先，定制化加自有品牌超节点开始放量**

张天 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。

**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

