仅供内部参考，请勿外传



申万宏源研究 SWS RESEARCH

计算机

2026 年 06 月 30 日

# 紫光股份 (000938)

## —— ICT 领军，AI 服务器&交换机加速增长

**报告原因：首次覆盖**

**买入**（首次评级）

| 市场数据： | 2026 年 06 月 29 日 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 26.24 |
| 一年内最高/最低（元） | 34.49/23.23 |
| 市净率 | 4.8 |
| 股息率%（分红/股价） | 0.25 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 75,048 |
| 上证指数/深证成指 | 4,073.90/15,812.87 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2026 年 03 月 31 日 |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 5.43 |
| 资产负债率% | 82.37 |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 2,860/2,860 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/- |

**一年内股价与大盘对比走势：**




**相关研究**

-

**证券分析师**

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
赵航 A0230522100002
zhaohang@swsresearch.com
陈力扬 A0230526040002
chenly@swsresearch.com

**联系人**

赵航 A0230522100002
zhaohang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **增持新华三，强化核心资产。**公司为 ICT 行业领军， 2026 年，紫光股份对核心子公司新华三的持股比例进一步提升至 87.98%。2025 年新华三实现营收 760 亿元，同比增长 38%；净利润 32 亿元，同比增长 12%。公司全面布局 “云 - 网 - 安 - 算 - 存 - 端” 全系列产品，且在网络、计算、存储、安全、云计算等产品市场占有率均位居前列。 ICT 产业需求增长，26Q1 公司实现营业收入 279.8 亿元，同比增长 34.6%；归母净利润 7.9 亿元，同比增长 126.1%。

- **全球 AI 服务器需求高增，国内超结点加速。**受益于 AI Capex 增加，全球服务器市场保持高增。2025 年，全球 AI 服务器市场规模 3097 亿美元，YoY+117%。国内 AI 芯片、互联网大厂推出超节点方案，国内 AI 服务器有望迎来国产芯片替代浪潮。

- **数据中心以太网交换机市场空间广阔。**通信网络优化成为提升算力集群效率的关键，光模块/交换机迭代速度显著加快，拉长 400G/800G/1.6T 等高速率产品整体的景气周期。受云厂商资本开支高增所驱动，全球数据中心交换机市场规模 29 年预计将达 612 亿美元。技术趋势上，一方面 Scale-out 长期倾向以太网方案，另一方面 Scale-up 开始出现更多基于以太网搭建的云厂商生态，两者将共同推动以太网交换机的新增量。

- **白盒趋势显著，公司具备先发优势。**软硬解耦已成为行业共识。云厂商倾向于购买白盒交换机并自行加载操作系统，但软件技术背景的差异决定了海外 ODM 直供，国内 JDM 联合研发的主流商业模式。公司通过联合研发模式协助云厂商开发自有生态内的交换机，新华三在国内数据中心交换机市场中位居头部。

- **LPO、CPO 等已形成技术卡位，蓄势待发。**LPO 光模块采用线性直驱技术优化传输性能，在字节的组网方案中已与对应交换机配套形成规模应用；CPO 通过先进封装将光电转换单元直接与交换芯片集成，可能重构智算网络格局。针对上述新技术可能引发的产业链变化，公司已形成充分技术储备，在 LPO、NPO、CPO 等方案“代际重叠”的共存状态下能够与云厂商协同共进，快速实现量产交付。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 27.4/33.5/43.7 亿元。参考可比公司的估值水平，给予紫光股份 26 年 41 倍的目标 PE，对应目标市值 1123 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**算力需求不及预期，供应链波动风险，市场竞争加剧，债务成本高。

**财务数据及盈利预测**

| | 2025 | 2026Q1 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入(百万元) | 96,748 | 27,985 | 119,382 | 143,891 | 171,771 |
| 同比增长率（%） | 22.4 | 34.6 | 23.4 | 20.5 | 19.4 |
| 归母净利润(百万元) | 1,686 | 788 | 2,738 | 3,346 | 4,371 |
| 同比增长率（%） | 7.2 | 126.1 | 62.5 | 22.2 | 30.6 |
| 每股收益（元/股） | 0.59 | 0.28 | 0.96 | 1.17 | 1.53 |
| 毛利率（%） | 14.6 | 12.9 | 13.4 | 13.1 | 13.1 |
| ROE（%） | 11.4 | 5.1 | 15.8 | 16.5 | 18.1 |
| 市盈率 | 45 | | 27 | 22 | 17 |

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

# 投资案件

## 投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 27.4/33.5/43.7 亿元。可比公司 26 年的平均 PE 为 41 倍。紫光股份基于长期的技术积累及与云厂商的紧密合作关系，预计显著受益于 AI 建设下服务器、交换机等网络设备的增量市场。参考可比公司的估值水平，给予紫光股份 26 年 41 倍的目标 PE，对应目标市值 1123 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 关键假设点

收入端：从需求的角度看，AI 服务器随着 AI capex 提升增长动能强劲，数据中心交换机市场规模将伴随以云厂商为主导的国内 AI 算网集群建设而持续扩大，而公司已通过 JDM 深度定制模式与头部云厂商绑定，实现研发与供应链的协同。我们预测公司 2026-2028 年 ICT 基础设施及服务的营收同比增速分别为 30%/25%/23%。IT 产品分销与供应链服务方面，随着行业回暖，有望实现平稳增速，预计该业务 2026-2028 年营收同比增速分别为 5%/5%/5%。综上，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 1193.8/1438.9/1717.7 亿元，同比增速分别为 23.4%/20.5%/19.4%。

毛利率：由于 AI 服务器&AI 数据中心交换机的白盒化趋势，相关产品毛利会受到云厂商的部分挤压，因此公司整体毛利将略有下降。我们预测公司 2026-2028 年毛利率为 13.4%/13.1%/13.1%。

## 有别于大众的认识

**市场可能低估了以太网交换机在 Scale-up 中的渗透潜力。**当前，以太网交换机主要应用于 Scale-out 网络，但随着云厂商对 Scale-up 组网的重点突破以及 UALink、ETH-X 等基于以太网的开放标准逐渐成熟，以太网正在向 Scale-up 网络加速渗透，这将打开新的市场空间。结合国内云厂商面向以太网优化的技术路径，国内超节点/AI 算力集群中使用的 Scale-up Switch，有望白盒/ODM 化并为市场带来显著新增量。

**市场可能低估了公司在 AI 服务器和交换机产业链中的竞争壁垒。**在未来 LPO/NPO/CPO 的演进趋势中，公司已形成充分技术储备，与云厂商的深入合作以及 AI 服务器、交换机的交付能力构建了公司在 AI 设备领域的护城河。

## 股价表现的催化剂

1）云厂商资本开支指引超预期，带动 AI 服务器、交换机等设备需求上修。

2）公司与核心客户深化合作，渗透率/市场份额预期上修。

## 核心假设风险

算力需求不及预期，供应链波动风险，市场竞争加剧，债务成本高。

仅供内部参考，请勿外传



# 目录

1. ICT 领军，拥抱 AI 算力新基建 ..... 6

2. AI 服务器&数据中心交换机需求爆发 ..... 9

2.1 全球 AI 服务器需求高增，国内超结点加速 ..... 9
2.2 Scale-out 与 Scale-up 带动交换机成长 ..... 11
2.3 交换机规模持续扩张，白盒趋势显著 ..... 16

3. 新华三蓄势待发，匹配 AI 算力 ..... 19

3.1 商业模式：通过 JDM 嵌入互联网客户 ..... 20
3.2 LPO/CPO 等新技术方案蓄势待发 ..... 22

4. 盈利预测与估值 ..... 25

5. 风险提示 ..... 26

# 图表目录

图 1：上市公司发展历程 ..... 6
图 2：公司股权结构梳理（截至 26Q1） ..... 6
图 3：紫光股份的产品矩阵 ..... 8
图 4：公司近年营收及同比（亿元，%） ..... 8
图 5：公司近年归母净利润及同比（亿元，%） ..... 8
图 6：公司近几年营收结构 ..... 9
图 7：公司近几年毛利率 ..... 9
图 8：全球 AI 服务器市场规模快速增长（亿美元） ..... 9
图 9：国内 AI 服务器市场规模快速增长 ..... 11
图 10：2026Q1 国内 AI 服务器竞争格局 ..... 11
图 11：SerDes 速率演进带动历史上每一轮网络升级周期 ..... 11
图 12：200/400G 端口速率交换机为当前主力，25 年起 800G 端口速率交换机加速渗透 ..... 12
图 13：除部署规模外，AI 网络的内在优化亦推动交换机增量需求 ..... 13
图 14：InfiniBand 专为 RDMA 设计，性能优于传统以太网 ..... 14
图 15：预计以太网在 AI 后端网络中的占比将超越 InfiniBand ..... 15
图 16：全球主流算力方案已各自形成 Scale up 网络生态，封闭和开源两大方向预计并行 ..... 15
图 17：字节 EthLink Scale-up 方案，基于以太网构建互联 ..... 16
图 18：Scale-up Switch 将成为交换机市场的重要增量 ..... 16
图 19：全球数据中心交换机市场收入连续 8 个季度增速上行（单位：亿美元，%）17
图 20：全球交换机市场规模增长稳健（亿美元） ..... 17
图 21：全球数据中心交换机市场规模，高速增长且占总市场规模比值逐年提升（亿美元，%） ..... 17
图 22：数据中心交换机市场增速拐点晚于 BAT CAPEX 拐点约 2-3 个季度（单位：亿美元，%） ..... 17
图 23：2025 年全球数据中心交换机市场份额划分 ..... 18
图 24：国内数据中心交换机市场中，华为、新华三、锐捷占据主要份额 ..... 18
图 25：数据中心交换机中 ODM 直供交换机渗透率已超 20% ..... 18
图 ：新华三近几年营收及同比（亿元，%） .....

仅供内部参考，请勿外传



图 27：新华三近几年净利润及同比（亿元，%） ..... 19
图 28：国内交换机市场，新华三份额靠前 ..... 20
图 29：国内数据中心交换机市场，新华三份额靠前 ..... 20
图 30：新华三积极携手行业伙伴率先完成业内首次 CPO 直连 800G 光模块实时互通演示 ..... 22
图 31：字节跳动于 2024 年推出 B5020 51.2T 自研交换机 ..... 22
图 32：公司近几年研发费用及比例（亿元，%） ..... 22
图 33：公司的直销收入占比持续提升（亿元，%） ..... 22
图 34：字节自研 51.2T 交换机支持 LPO 光模块 ..... 23
图 35：英伟达发布 CPO 产品 ..... 23
图 36：博通积极推进 CPO 方案渗透 ..... 23
图 37：2023 年新华三发布全球首款单芯片 51.2T 800G CPO 硅光交换机——H3C S9827-64EO ..... 24

表 1：公司高管具备丰富的 ICT 业务从业经验 ..... 7
表 2：国内各厂家超节点方案 ..... 10
表 3：白盒交换机与品牌交换机对比 ..... 19
表 4：不同的软件技术路径决定了云厂商不同的商业模式 ..... 21
表 5：JDM 模式平衡技术与成本，是国内云厂商交换机布局的最优解 ..... 21
表 6：公司各业务营收及盈利能力拆分（亿元） ..... 25
表 7：可比公司估值表（亿元） ..... 26

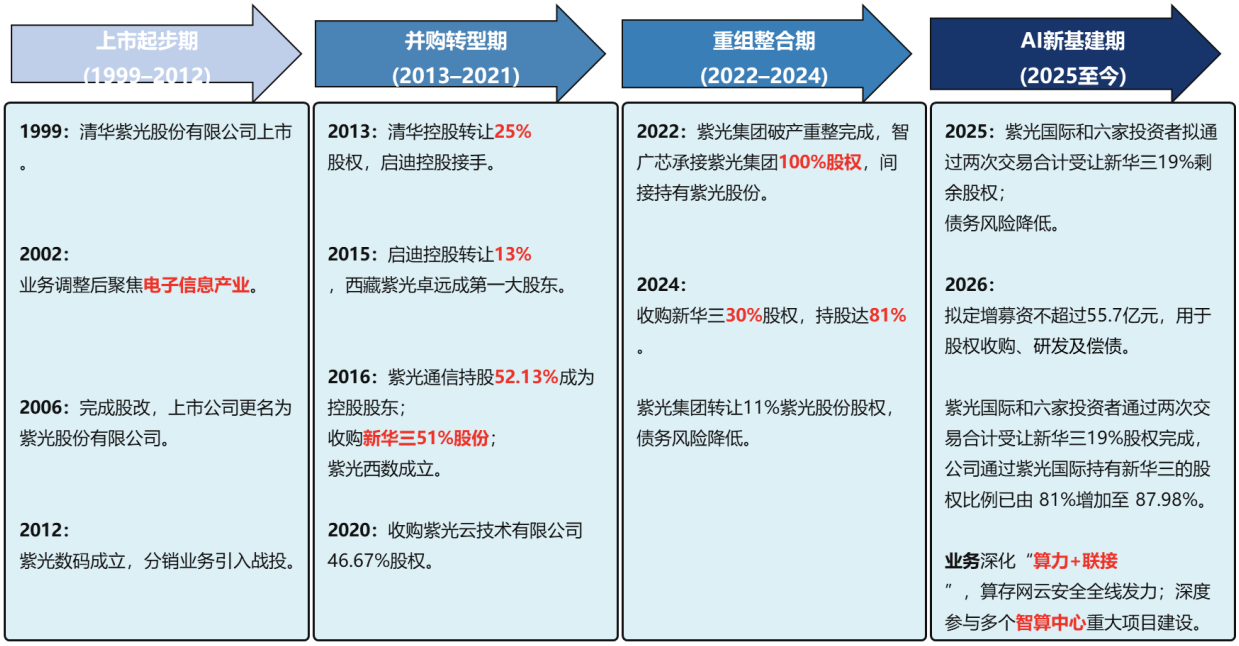
仅供内部参考，请勿外传



# 1. ICT 领军，拥抱 AI 算力新基建

**ICT 领军，核心子公司新华三持股比例提升。**公司 1999 年上市，起家做电子产品分销业务；2013 年至 2021 年，公司进入并购转型期，并表新华三进军 ICT 产业。2022-2024 年，受紫光集团破产重整影响，公司股权架构调整，期间公司进一步提升新华三持股比例至 81%，并积极解决历史债务问题。2025 年起，公司内部调整完毕，业务资源整合拥抱 AI 算力新基建浪潮。 2026 年，上市公司对新华三的持股比例进一步提升至 87.98%，业务深化“算力+联接”；深度参与多个智算中心重大项目建设。

**图 1：上市公司发展历程**



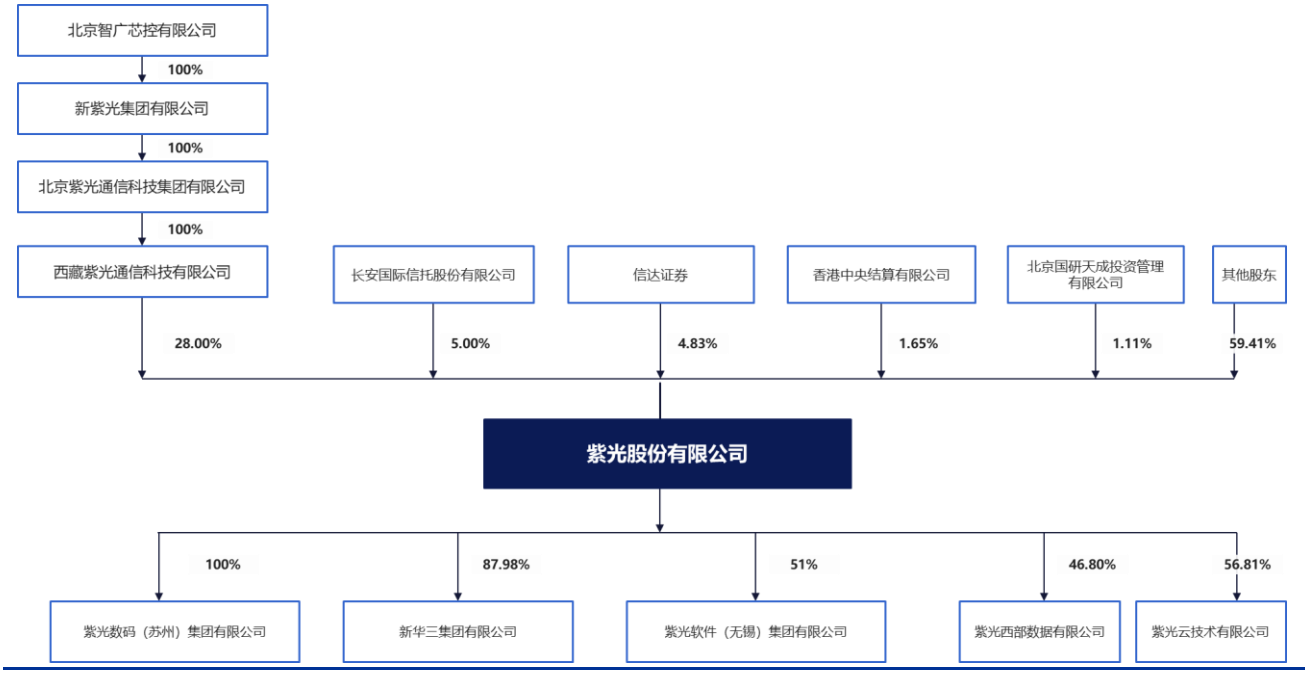

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**股权结构理顺，下属子公司业务分工明确。**根据公司 26Q1 财报，公司的第一大股东是西藏紫光通信，持股比例占 28%，其背后是破产重整后、由智广芯 100%控股的新紫光集团。根据公司 26 年 6 月公告，上市公司对新华三持股约 87.98%，对紫光数码实现 100%控股，对紫光软件持股 51%，对紫光西部数据持股 46.8%，对紫光云技术持股 56.81%；形成了以新华三为核心、软件、云、渠道与数据存储协同配合的 ICT 产业链全面覆盖。

**图 2：公司股权结构梳理（截至 26Q1）**

仅供内部参考，请勿外传






资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

注：紫光股份持有新华三股份数据来源于公司 26 年 6 月公告

**核心高管团队工程背景深厚，长期履职，技术与服务兼备。**现任董事长李涛先生多年运营商行业经验丰富。总经理王竑弢先生是新华三集团有限公司总裁，亦有多年运营商从业经历。

**表 1：公司高管具备丰富的 ICT 业务从业经验**

| 姓名 | 现任职务 | 教育经历 | 过往履历 |
|---|---|---|---|
| 李涛 | 紫光股份董事长 | 硕士 | 曾任中国网络通信集团公司监管事务部副总经理，深圳光启高等理工研究院副总裁，海容通信集团副董事长，新紫光集团有限公司高级副总裁、执行副总裁； |
| 王竑弢 | 紫光股份董事、总裁，新华三总裁 | 硕士；EMBA；高级工程师 | 曾任黑龙江省通信公司/中国网通黑龙江分公司副总经理，中国联通黑龙江/江西分公司副总经理、总经理，中国联通信息化与电子商务事业部总经理，紫光集团高级副总裁。 |
| 邵建军 | 北京智广芯、新紫光集团高级副总裁；紫光股份董事 | 硕士 | 曾任北京联想协和医疗仪器有限公司助理总经理，北京紫通科技有限责任公司董事长、总经理，紫光集团监事会主席。 |
| 马宁辉 | 新紫光集团董事、高级副总裁、CFO；紫光股份董事 | 学士；高级会计师；注册会计师 | 曾任云南城投集团财务总监、诚泰财产保险股份有限公司董事长、云南省农村信用社联合社党委副书记。 |
| 秦蓬 | 紫光股份副总裁、财务总监 | 硕士；高级会计师； | 曾任岳华会计师事务所高级项目经理，清华控股财务部副部长/部长、资金管理中心主任，清控创业投资有限公司副总经理。 |
| 张蔚 | 紫光股份副总裁、董事会秘书 | 硕士；经济师 | 曾任紫光股份企业策划部部长、内部控制室主任。 |

资料来源：wind，公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传



**公司经营聚焦 ICT 产业链。**公司深度布局“云—网—安—算—存—端”全产业链，提供网络、计算、存储、安全、终端等全栈智能 ICT 基础设施产品、云与智能平台和数字化解决方案；且在网络、计算、存储、安全、云计算等产品市场占有率均位居前列。根据公司公告，2025 年，公司在中国企业网交换机市场份额 36.1%，排名第一；中国以太网交换机市场份额 34.5%，排名第二；中国企业网园区交换机市场份额 36.2%，排名第二；中国数据中心交换机市场份额 33.1%，排名第二；中国企业网路由器市场份额 31.5%，排名第二；中国企业级 WLAN 市场份额 27.9%，持续位列第一；中国 X86 服务器市场份额 12.5%，位列第三；中国 UTM 防火墙市场份额 21.1%，位列第三。

**图 3：紫光股份的产品矩阵**




资料来源：IDC，公司公告，申万宏源研究

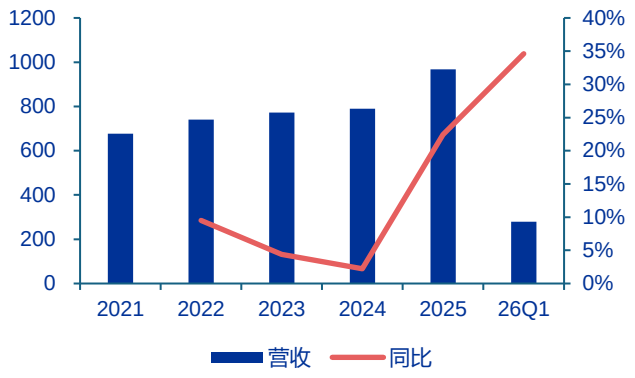
**ICT 产业需求增长，公司营收 25 年加速增长。**23-24 年，由于面向政府、运营商、教育医疗等园区的传统通信行业硬件设备需求下行，公司的营收增速有较大幅度的放缓；25 年伴随 AI 场景下组网需求持续爆发式增长，针对互联网客户从网络、服务器基础架构向前沿技术预研、功能特性联合开发、解决方案深度融合等方向延伸，有效对冲了通用网络设备市场的周期性下行压力，推动公司整体营收重回增长轨道。根据公司公告，2025 年公司实现营业收入 967.5 亿元人民币，同比增长 22.4%；归母净利润 16.9 亿元，同比增长 7.2%；26Q1 公司实现营业收入 279.8 亿元人民币，同比增长 34.6%；归母净利润 7.9 亿元，同比增长 126.1%

**图 4：公司近年营收及同比（亿元，%）**

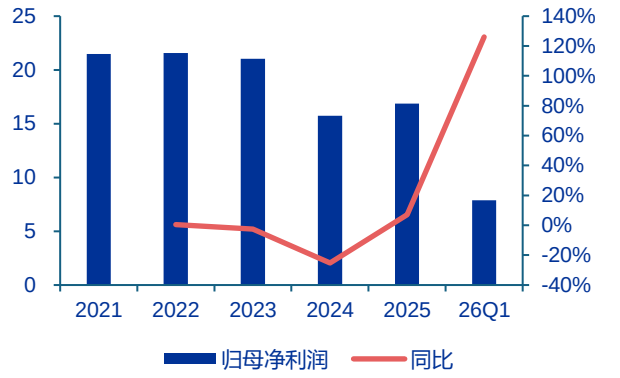
**图 5：公司近年归母净利润及同比（亿元，%）**

仅供内部参考，请勿外传





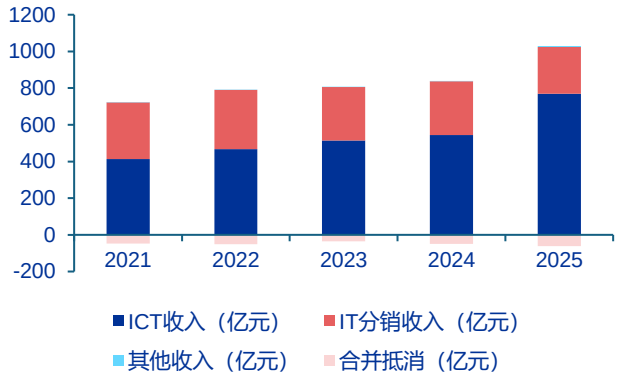

资料来源：公司公告，申万宏源研究




资料来源：公司公告，申万宏源研究

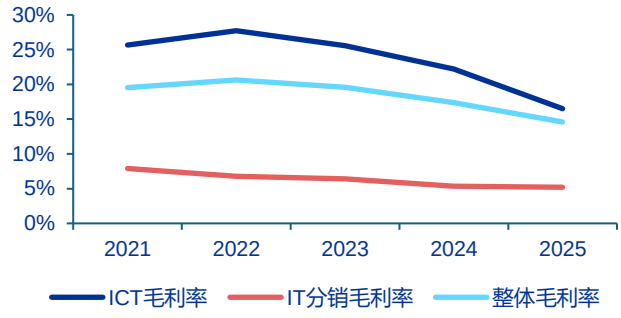
**ICT 业务收入占比提升，业务结构变化导致毛利率有所下降。**近几年，公司 ICT 业务收入占比逐年提升，2025 年该业务收入占比约 79.4%。公司的毛利率近两年有所下滑，主要系公司的业务结构中，服务于云厂商的白盒类 AI 服务器及数据中心交换机占比显著提升，这部分业务客户降本要求较高。

**图 6：公司近几年营收结构**




资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 7：公司近几年毛利率**




资料来源：公司公告，申万宏源研究

# 2. AI 服务器&数据中心交换机需求爆发

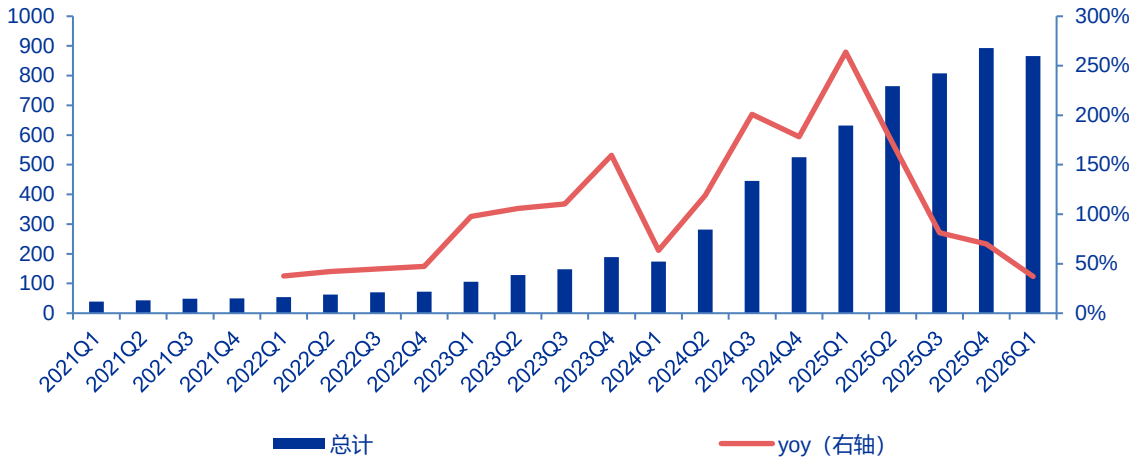
## 2.1 全球 AI 服务器需求高增，国内超结点加速

**受益于 AI Capex 增加，全球服务器市场保持高增。**2025 年，全球 AI 服务器市场规模 3097 亿美元，YoY+117%。**国内 AI 芯片、互联网大厂推出超节点方案，国内 AI 服务器有望迎来国产芯片替代浪潮。**

**图 8：全球 AI 服务器市场规模快速增长（亿美元）**

仅供内部参考，请勿外传






资料来源：IDC，申万宏源研究

**表 2：国内各厂家超节点方案**

| 公司 | 华为 | 中科曙光 | | 阿里云 | 昆仑芯 | 字节跳动 | 壁仞科技 | 沐曦股份 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **产品名称** | CloudMatrix384 | ScaleX640 | ScaleX40 | 磐久 128 | 天池超节点 | 大禹 | 光跃 LightSphereX | Shanghai Cube |
| **发布时间** | 2025 年 4 月 | 2025 年 11 月 | 2026 年 3 月 | 2025 年 9 月 | 2025 年 11 月 | 2025 年 7 月 | 2025 年 7 月 | 2025 年 3 月 |
| **互联卡数** | 最大 384 卡 | 单机柜 640 卡，双节点 1280 卡 | 40 卡 | 单机柜 128 卡 | 256/512 卡 | 单机柜 64/128 卡 | 最大可扩展至 2000 卡 | 47U 整机柜 128 卡（4 组超节点 32 卡超节点） |
| **互联协议** | 灵衢（UB）高速互联协议 | ScaleFabric 原生 RDMA 网络、HSL 卡间互联协议 | HyLink，支持 40 张加速卡一级 CLOS 全互联 | Alink | XPU Link 协议 | EthLink 自研以太网互联 | OCS 光互连光交换技术，兼容主流数据传输协议 | MetaXLink |
| **互联带宽** | D2D 双向 784GB/s | 单卡间通信宽带达 100GB/s 以上 | 任意两卡间 P2P 互联带宽 448GB/s | 最高可达 14~28Tbps | - | - | - | - |
| **搭载芯片** | NPU | 首发为海光 DCU，兼容多种国产卡 | | 平头哥真武 M890 AI 芯片，兼容多种国产卡 | 昆仑芯 M100/M300 | 兼容多种国产卡 | 壁砺 166L 液冷模组 | 曦云 C550 OAM 定制模组 GPU（MXC550） |
| **散热方式** | 液冷 | 浸没相变液冷 | 冷板液冷+风冷 | 液冷，单颗 GPU 支持 2kw 散热 | 液冷 | 全冷板式液冷整机柜方案 | 液冷 | 整机柜全冷板式液冷 |
| **适用场景** | 大模型训练、推理 | 万亿参数大模型、科学智能场景 | 面向企业的 AI 算力基础设施 | 海量 Agent 并发推理、大模型训练 | 超大规模大模型训练、推理 | 字节跳动内部业务需求 | 大模型训练、推理，已适配 DeepSeek、 | 大模型预训练 / 微调 / 批量推理、多模态 |

仅供内部参考，请勿外传

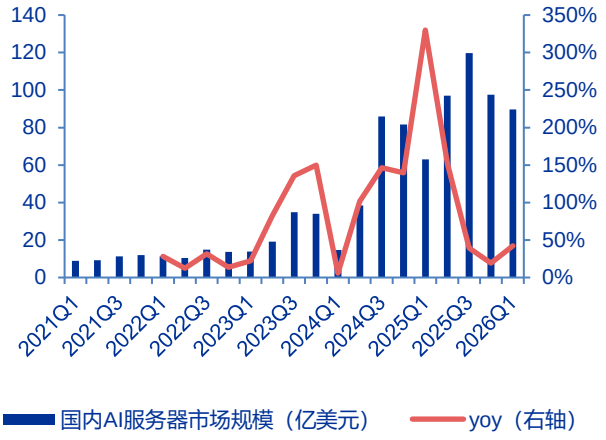


| | |
|---|---|
| GLM 等主流大模型 | 与 MoE 大模型算力承载 |

资料来源：各公司官网，腾讯新闻，阿里开发者社区，今日头条，申万宏源研究

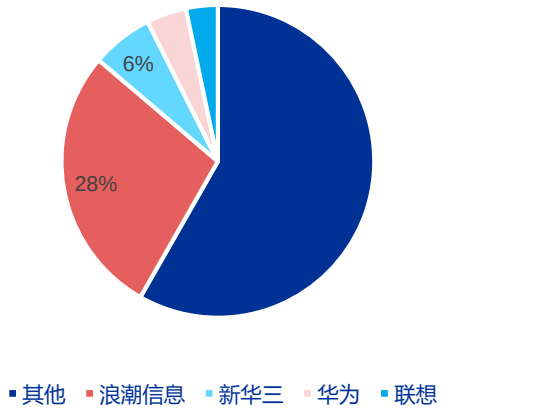
中国 AI 服务器市场竞争格局呈现“一超多强”的态势。根据 IDC 数据，2026Q1 浪潮信息保持国内 AI 服务器市场领先的位置，占据约 28%的市场份额；新华三紧随其后，市场份额约为 6%。

**图 9：国内 AI 服务器市场规模快速增长**




资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 10：2026Q1 国内 AI 服务器竞争格局**



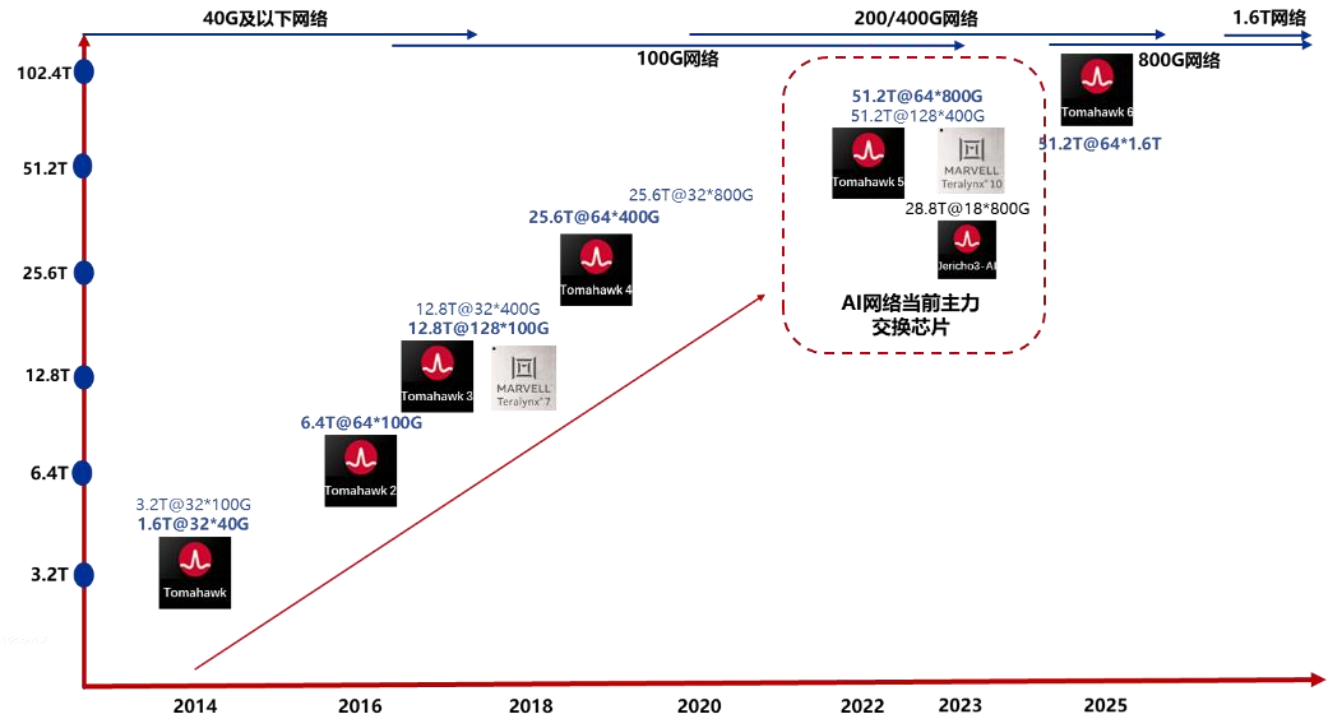

资料来源：IDC，申万宏源研究

## 2.2 Scale-out 与 Scale-up 带动交换机成长

21 世纪以来，交换机行业展现出明显的长周期嵌套短周期特征：长周期（10-15 年），由应用的总体需求决定（企业网络 -> 云服务 -> AI/HPE）；短周期（2-3 年），由芯片制程和 SerDes 速率的供给决定（10G -> 25G -> 56G -> 112G ->224G SerDes）。

在传统短周期内，SerDes 速率的突破是必要前提。对应的交换芯片发布后，由于需要经过样片验证、生态培育与规模效应显现的过程，相关交换机与光模块的规模放量通常滞后 2-3 年，如 100G 光模块/交换机市场在市场首款 32X100G 交换芯片（博通 Tomahawk 1 代）开始送样的 2 年后放量。交换机也与光模块一样，在每一轮产品迭代放量后在市场化的量价博弈形成出货量剧增、单位端口价格年降的客观规律。

**图 11：SerDes 速率演进带动历史上每一轮网络升级周期**

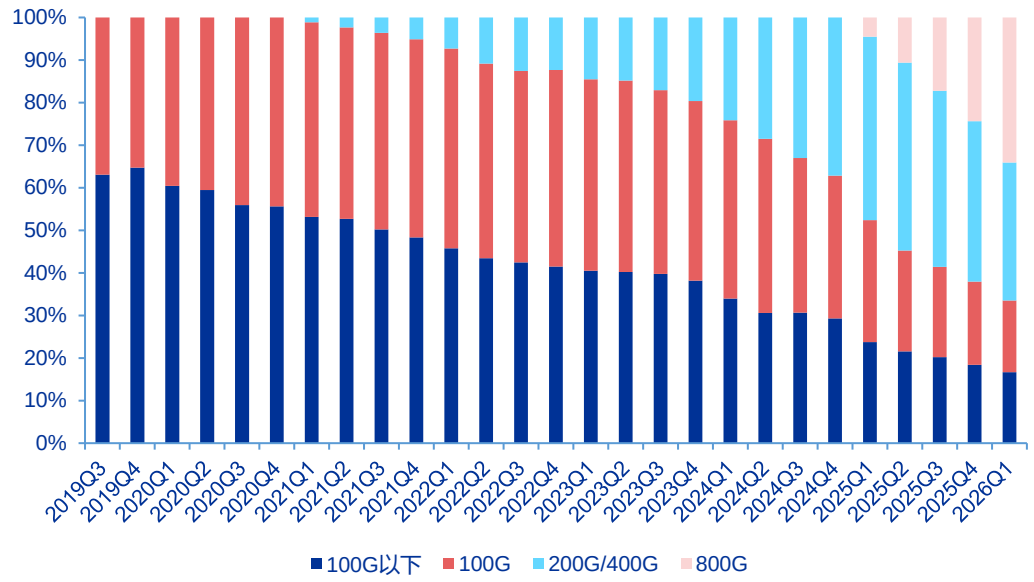



资料来源：博通官网，Marvell 官网，申万宏源研究

为什么 AI 周期不一样？从长周期（需求）而言，需求由云服务转向 AI，对网络带宽、延迟和稳定性的要求呈数量级提升，彻底改变了网络设计的目标与约束。从短周期（供给/技术）而言，由 Scaling Law 到 MOE、推理场景，随着芯片制程的迭代出现瓶颈，通信网络优化成为提升算力集群效率的关键，所带来的收益远大于建设成本。因此，在技术（SerDes）未触及瓶颈的前提下，光模块/交换机迭代速度显著加快，这改变了传统周期节奏，延长了新技术的红利期。

其中，光通信速率与交换机端口速率是一体两面，800G 和 1.6T 的迭代周期已从传统 3-4 年缩短至 1-2 年，同时 400G、800G 需求并未因 1.6T 的推出而萎缩、反而持续景气。据 Dell'Oro Group（戴尔奥罗咨询集团）预测，2025 年 AI 后端网络部署的交换机端口大部分将达到 800 Gbps，到 2027 年将达 1600 Gbps，到 2030 年将达到 3200 Gbps。

**图 12：200/400G 端口速率交换机为当前主力，25 年起 800G 端口速率交换机加速渗透**




资料来源：IDC，申万宏源研究

**Scale-out：网络架构与此前云计算核心差异在于流量走向。**拥有较大外部客户群、提供传统云服务等场景的数据中心更多由南北向流量主导，流量对外服务为主；而 AI 训练采用分布式计算架构，成千上万个 GPU 协同工作，每完成一轮计算都需要在 GPU 之间同步海量参数梯度数据，上述通信模式使得服务器之间的横向流量往往是外部业务流量的数千倍，这对交换机的吞吐能力和调度能力提出了更高的要求。具体体现在以下几点：

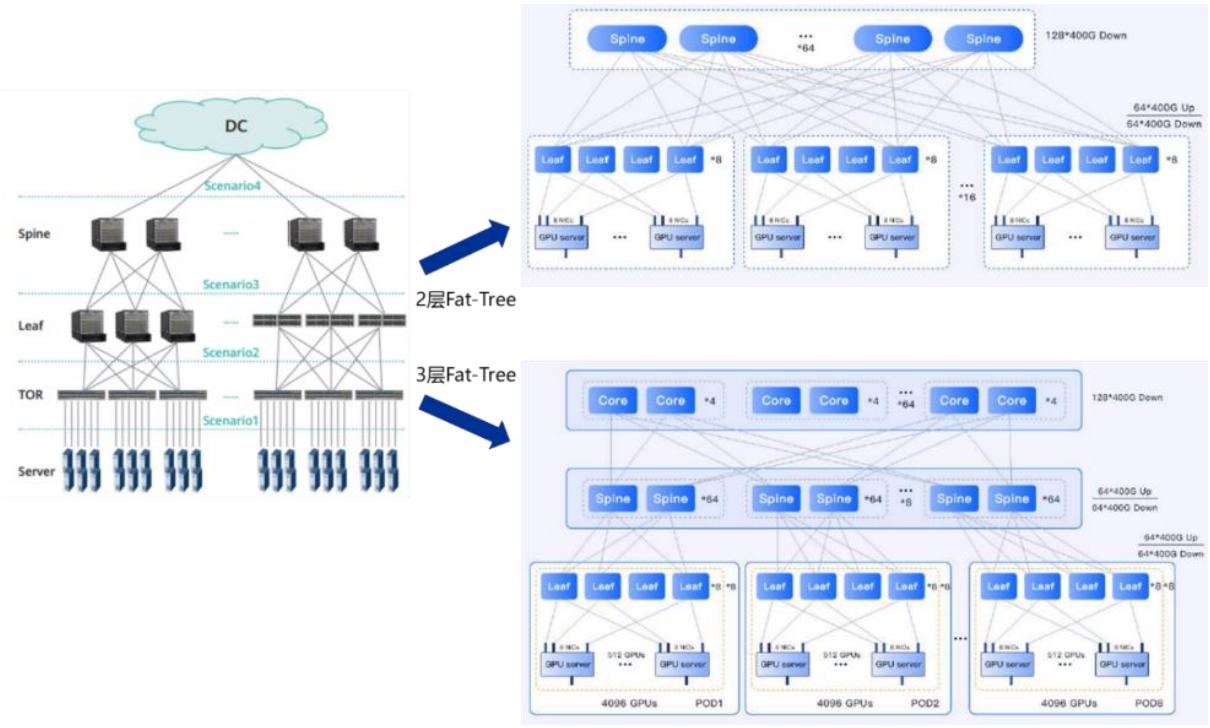
1) **Fat-Tree 网络架构下带宽与算力同步“通胀”。**区别于传统数据中心网络存在收敛比（上层带宽小于下层），AI 集群普遍采用上下行带宽 1:1 无收敛的 Spine-Leaf（叶脊）网络架构，该架构要求每一层的总上行带宽与下行带宽相等，这导致需要部署更多 Spine 交换机以提供足量的横向带宽。

   更重要的是，随着集群规模突破单台交换机端口数所能支撑的两层网络极限（两层网络为 $P^2/2$，三层网络为 $P^3/4$），网络拓扑必须从两层扩展至三层。这种扩展会进一步推高交换机端口与 GPU 数量的配比关系。

**图 13：除部署规模外，AI 网络的内在优化亦推动交换机增量需求**

仅供内部参考，请勿外传



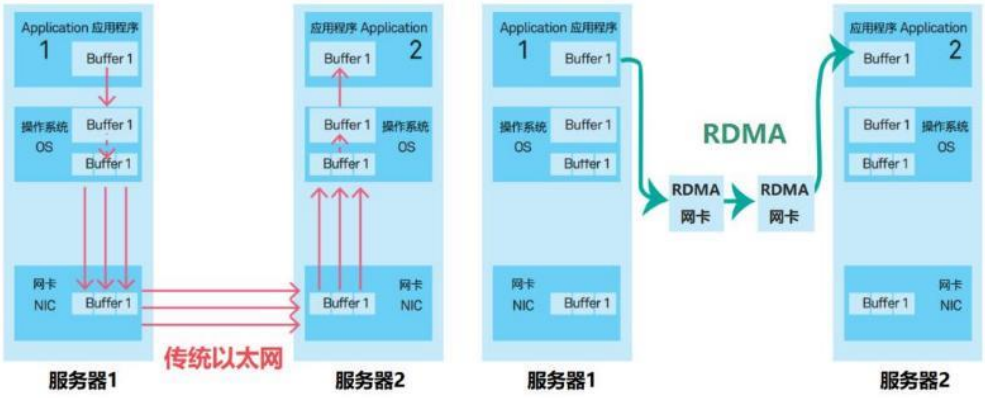



资料来源：MSA 800G 白皮书，AI 网络技术白皮书，申万宏源研究

2) **零丢包与低延迟。**传统以太网本质上是一种允许丢包的网络技术，上层的 TCP/IP 协议可以通过重传机制保证数据的最终可靠性。但在 AI 训练集群中，海量 GPU 通过集合通信频繁同步梯度与参数。一旦发生网络丢包，不仅会触发重传增加延迟，更可能破坏全局通信的同步性，导致所有计算单元等待，产生严重的“长尾延迟”，甚至迫使训练任务回退到之前的检查点，极大降低训练效率。

当前，零丢包与低延迟网络主要通过 InfiniBand 和基于 RoCEv2 的以太网两条技术路径实现。Infiniband 具备原生的无损网络特性，加之深度绑定英伟达硬件，使得其在 AI 训练集群构建的早期成为建设“AI Factory”的最优解。以太网方面，RoCEv2 是当前主流，而新兴的 UEC (Ultra Ethernet Consortium) 协议栈旨在提供更优的解决方案。

**图 14：InfiniBand 专为 RDMA 设计，性能优于传统以太网**

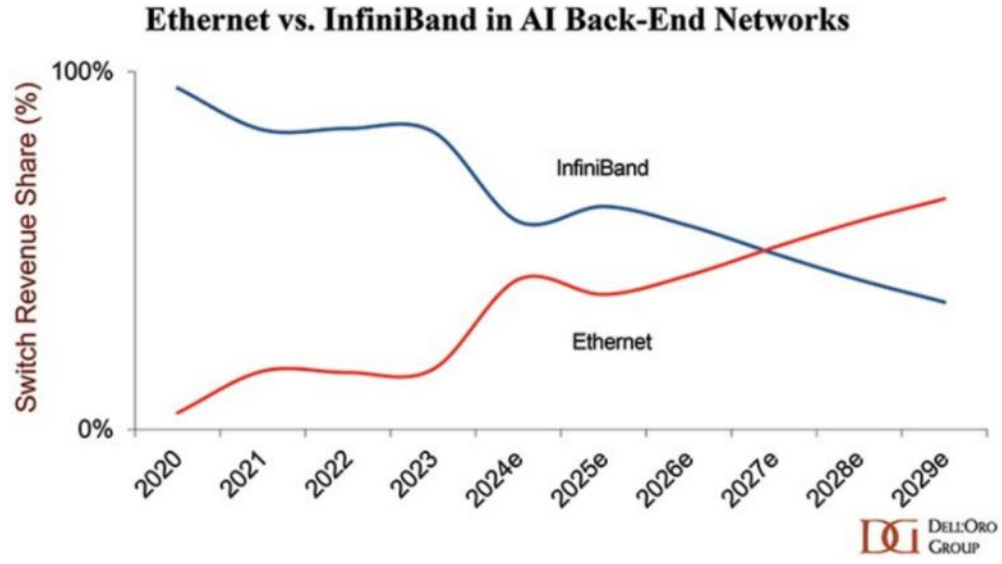



资料来源：鲜枣课堂，申万宏源研究

但以太网与 IB 间的性能护城河已被逐渐填平，现代以太网已成功解决了拥塞控制与多路径负载均衡难题。2025 年的实测数据显示，在千卡至万卡规模的集群中，优化后的 ROCEv2 网络与 IB 的有效算力产出差距已缩小至忽略不计，甚至在部分多租户云场景下，以太网凭借更优的故障隔离能力实现了系统级效能的反超。

**当技术不存在绝对的壁垒，以太网的开放性与低成本将成为其难以复制的优势。**Dell'Oro Group 预测以太网在 AI 后端网络中的市场份额将在 2027 年超越 InfiniBand；英伟达 24 年起亦开始销售以太网交换芯片/交换机，基于英伟达 GPU 的大型集群（如 xAI 的 Colossus）也选择了以太网进行部署。

**图 15：预计以太网在 AI 后端网络中的占比将超越 InfiniBand**




资料来源：Dell'Oro Group，申万宏源研究

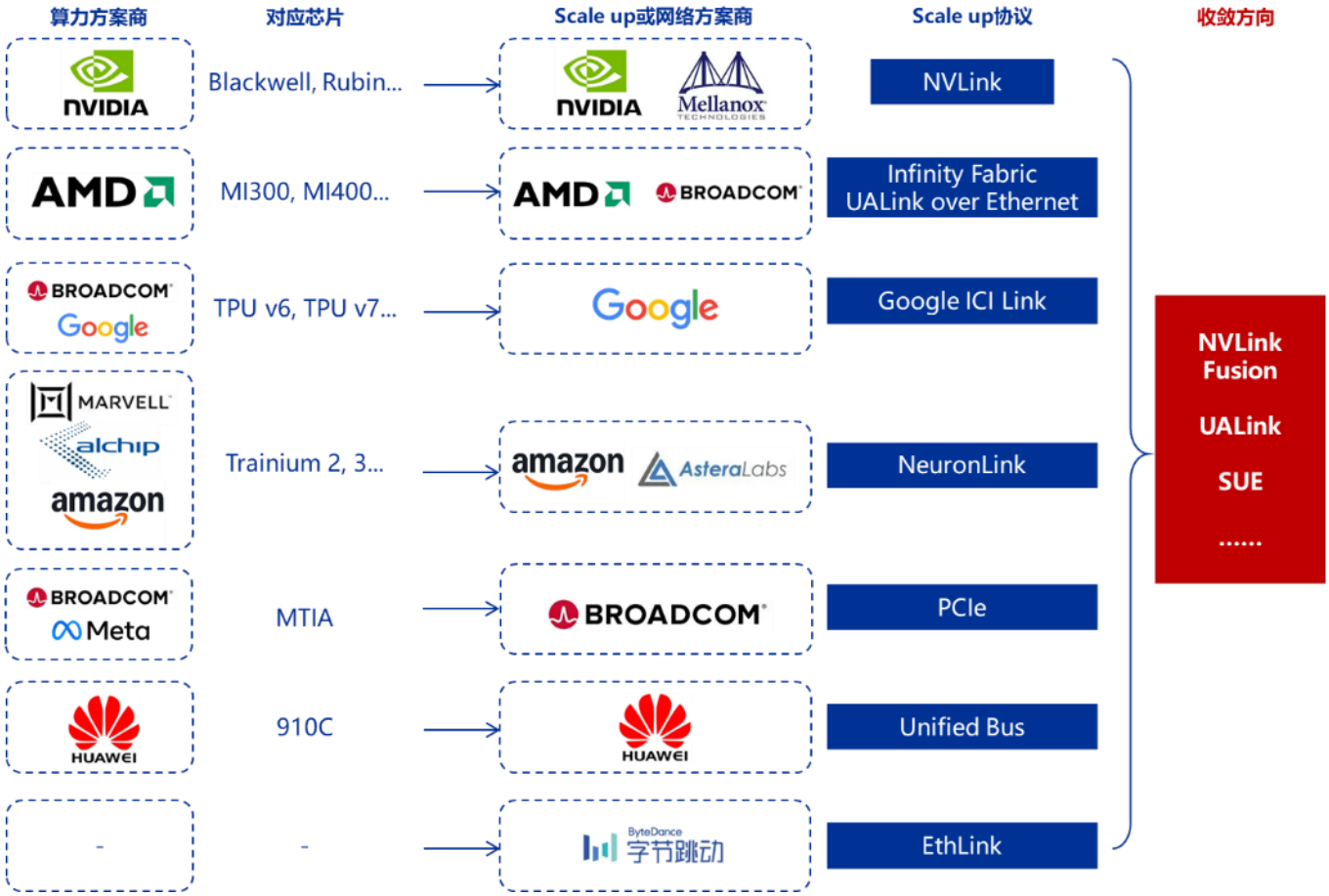
**Scale-up 的新动能：AI 头部玩家各自形成协议，带动产业发展。**Scale-up 是当前全球算力网络发展的重心：XPU 在“超节点”内部进行性能扩充，原因是大模型的张量并行等，需要放在超高带宽、超低时延的网络中进行处理。而在 Scale-up 的网络协议中，除 NVLink 和谷歌 ICI Link 外，包括 UALink、ETH-X 等都基于以太网搭建。

海外最具代表性的是使用搭载 NVLink 协议的 NVSwitch 构建 NVL144/NVL576 等超高功率密度机柜，也包括 SUE、UALink 等其他合作条线；国内超节点 Scale-up 分化为“单柜高密高电多 XPU”和“多机柜多 XPU”两大路径，前者包括阿里磐久、字节 EthLink 等方案，后者包括华为基于 UB 网络的 CM384 方案。其中，国内方案里使用的 Scale-up Switch，有望白盒/ODM 化并为市场带来显著新增量。

**图 16：全球主流算力方案已各自形成 Scale up 网络生态，封闭和开源两大方向预计并行**

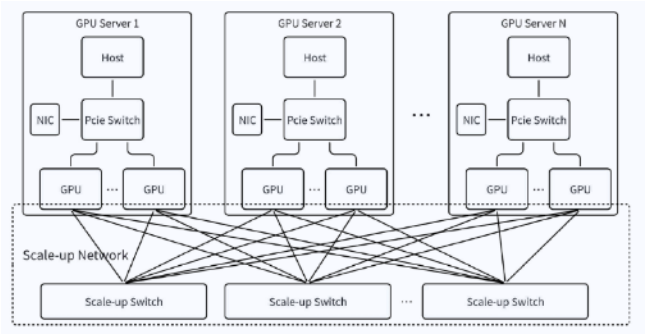
仅供内部参考，请勿外传





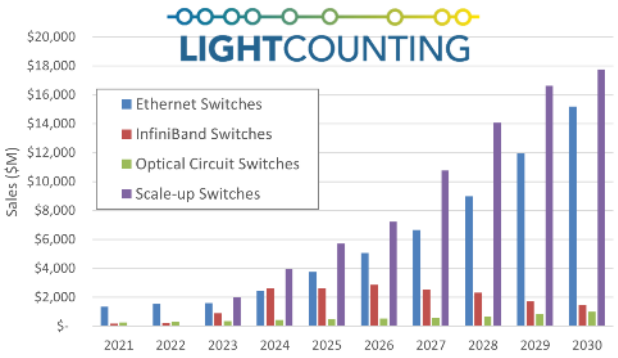

资料来源：申万宏源研究

**图 17：字节 EthLink Scale-up 方案，基于以太网构建互联**




资料来源：《字节跳动 GPU Scale-up 互联技术白皮书》，申万宏源研究

**图 18：Scale-up Switch 将成为交换机市场的重要增量**




资料来源：Lightcounting（光通信市场机构），申万宏源研究

## 2.3 交换机规模持续扩张，白盒趋势显著

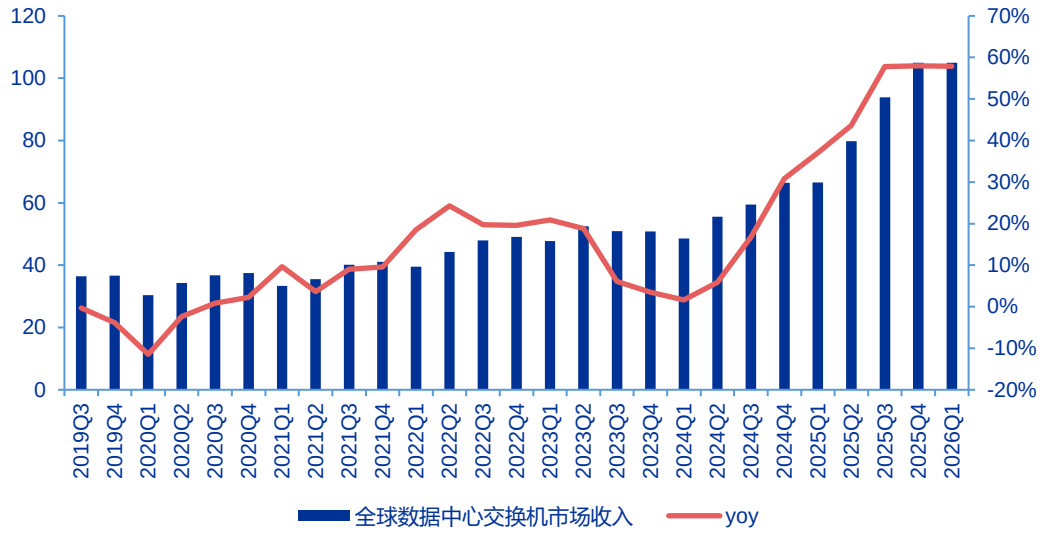
**AI 的加速部署成为推动全球以太网交换机市场显著扩展的核心动力。**据 IDC 统计，年全球交换机市场规模约为 亿美元，预测 年将增长至约 亿美元，年增

仅供内部参考，请勿外传



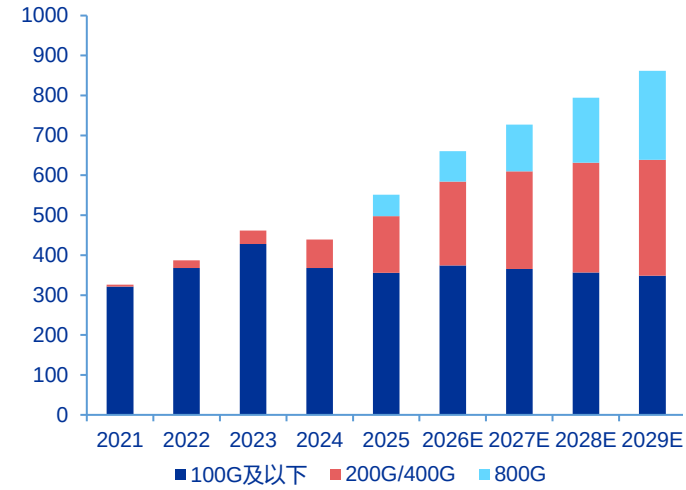
速约 20%；其中，数据中心交换机是核心驱动力，其市场规模预计将从 2025 年的约 325 亿美元（占总规模的 59%）增长至 2026 年的约 428 亿美元（占比提升至约 65%），年增速约 32%。

**图 19：全球数据中心交换机市场收入连续 8 个季度增速上行（单位：亿美元，%）**



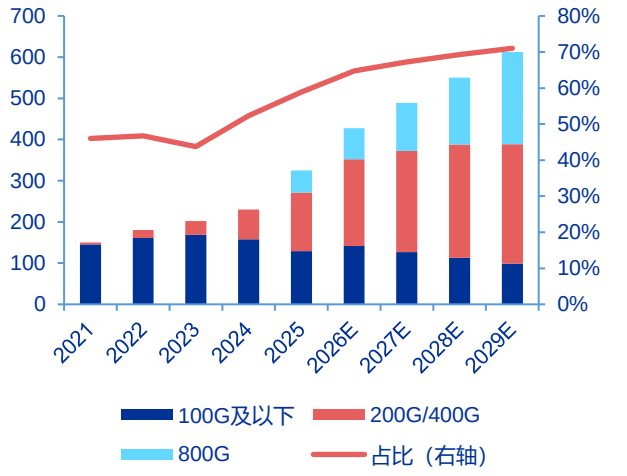

资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 20：全球交换机市场规模增长稳健（亿美元）**




资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 21：全球数据中心交换机市场规模，高速增长且占总市场规模比值逐年提升（亿美元，%）**



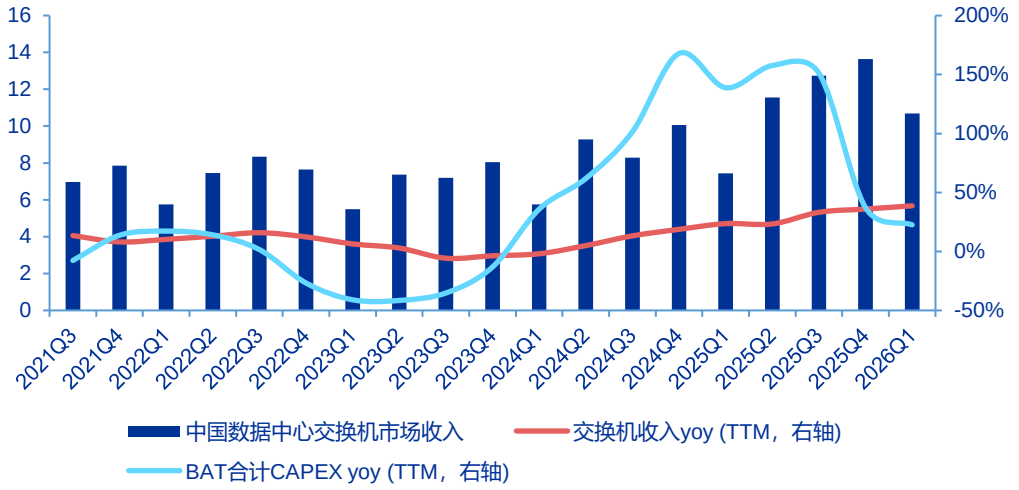

资料来源：IDC，申万宏源研究

**国内数据中心交换机市场：增长空间广阔。**据 IDC 统计，2025 年，中国数据中心交换机市场收入约 45 亿美元，同比增长 35.9%，主要受云厂商资本开支加速、大力投建算力集群所驱动。鉴于交换机是算力基础设施的关键组成部分，其市场需求与云厂商的 AI 资本开支高度正相关，因此我们预计国内数据中心交换机市场将伴随云厂商持续的 AI 建设而保持上行趋势。

**图 22：数据中心交换机市场增速拐点晚于 BAT CAPEX 拐点约 2-3 个季度（单位：亿美元，%）**

仅供内部参考，请勿外传

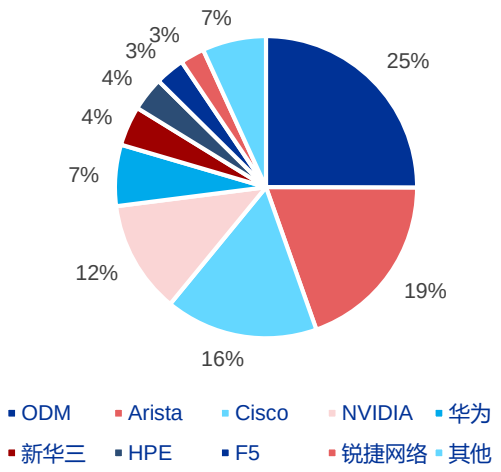





资料来源：IDC，公司公告，申万宏源研究

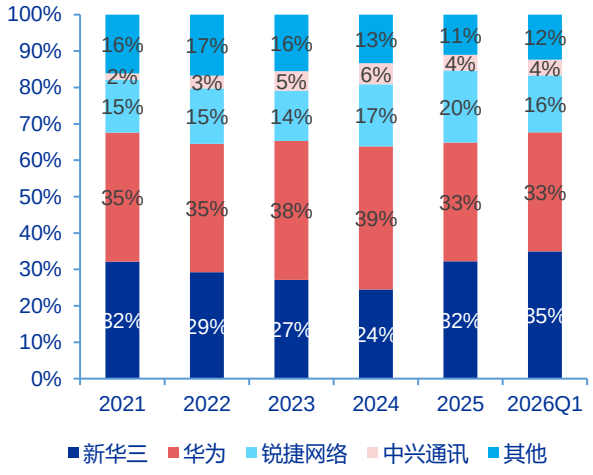
**交换机：制造与集成环节，市场份额清晰。**在全球数据中心交换机市场中，Arista、Cisco、Nvidia、华为等占据主要市场份额；但以天弘科技、智邦科技为代表的 ODM 厂商直供的白盒交换机亦占据了 25%市场份额，占比显著提升。国内市场中，华为、新华三、锐捷网络占据了 80%以上数据中心交换机市场份额，且马太效应有所提升。

**图 23：2025 年全球数据中心交换机市场份额划分**




资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 24：国内数据中心交换机市场中，华为、新华三、锐捷占据主要份额**

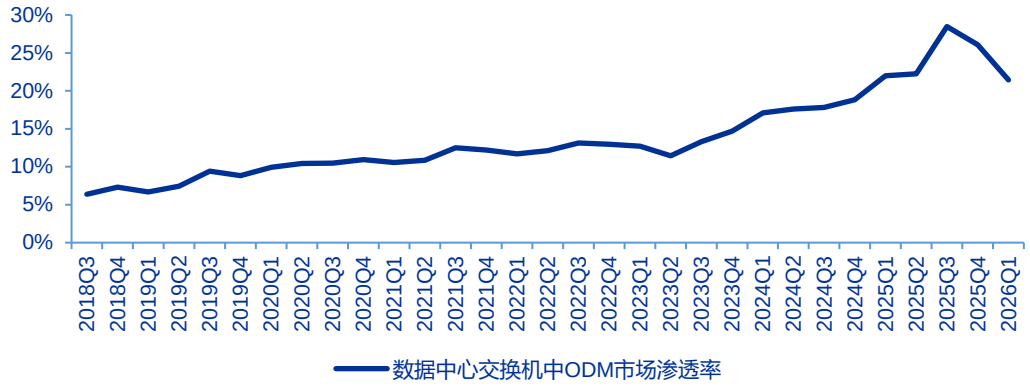



资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 25：数据中心交换机中 ODM 直供交换机渗透率已超 20%**

仅供内部参考，请勿外传






资料来源：IDC，申万宏源研究

**白盒化/软硬件解耦是数据中心交换机的核心发展趋势。**面对网络带宽加速增长及无损网络的高要求，黑盒交换机 18 个月以上的标准研发周期，已与云厂商快速迭代（如 800G/1.6T 代际切换）的需求产生显著错配。加之其高昂的购置成本与运维灵活性不足等弊端，软硬解耦已成为行业共识。云厂商倾向于购买标准化的裸金属交换机，然后自行加载操作系统。这催生了白盒交换机市场的爆发。

**表 3：白盒交换机与品牌交换机对比**

| | 白盒交换机 | 品牌交换机 |
|---|---|---|
| 核心架构 | **软硬件解耦。**硬件（如采用博通、Marvell 的交换芯片）与网络操作系统分离。 | **软硬件捆绑。**硬件与厂商自研的专用操作系统深度集成。 |
| 操作系统 | 用户可自选或自行开发（如基于开源 SONiC），或由白盒厂商提供开放式系统。 | 厂商提供封闭的专用操作系统（如 Cisco IOS、华为 VRP）。 |
| 定制化与灵活性 | 高。具备较强软件能力的云厂商和大型企业可基于底层 API 进行深度定制，以匹配自身业务和架构。 | 低。功能和服务由厂商定义，用户主要在既定框架内进行配置。 |
| 商业模式 | ODM 厂商（如 Accton、Celestica）负责硬件设计制造，以“白盒”形式销售给客户或品牌商。价值主要在硬件制造。 | 品牌商（如思科、华为）提供从芯片、软件到服务的完整解决方案，价值包含品牌、软件、服务和整体集成。 |
| 主要客户 | 超大规模云厂商、大型互联网公司、部分电信运营商。 | 广泛的企业、政府、中小型数据中心及部分云厂商。 |
| 成本与定价 | 透明交付，硬件按 BOM 成本定价，软件通常免费或单独授权，毛利较低。 | 厂商提供全套服务（设备+软件+售后），价格通常更高，毛利也更高。 |

资料来源：申万宏源研究

# 3. 新华三蓄势待发，匹配 AI 算力

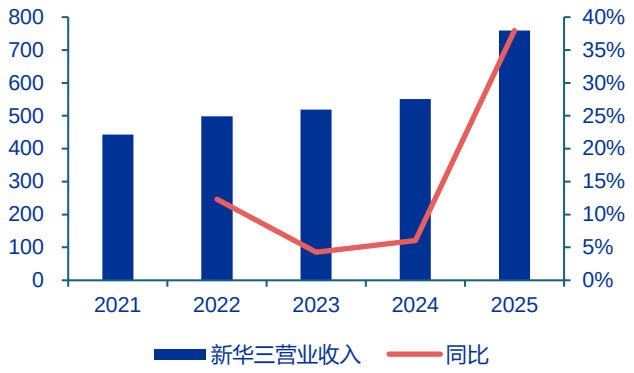
**新华三在 ICT 网络设备市场深耕多年，多款产品市占率位居前列。**在 AI 浪潮中，公司敏锐把握 AI 网络、LPO、CPO 等技术趋势，同时快捷响应字节、阿里、腾讯等互联网核心客户在新场景中的技术、合作模式等需求。2025 年新华三实现营收 760 亿元，同比增长 38%；净利润 32 亿元，同比增长 12%；在国内交换机市场份额位于头部。

**图 26：新华三近几年营收及同比（亿元，%）**

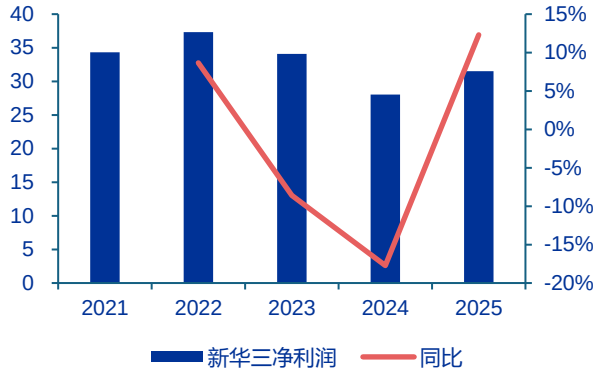
**图 27：新华三近几年净利润及同比（亿元，%）**

仅供内部参考，请勿外传



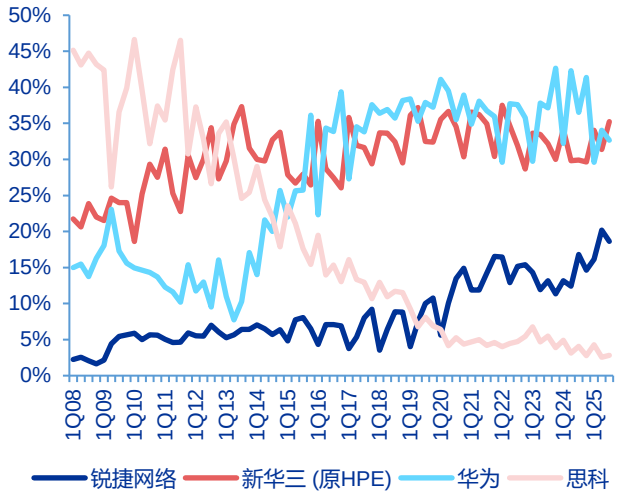



资料来源：公司公告，申万宏源研究



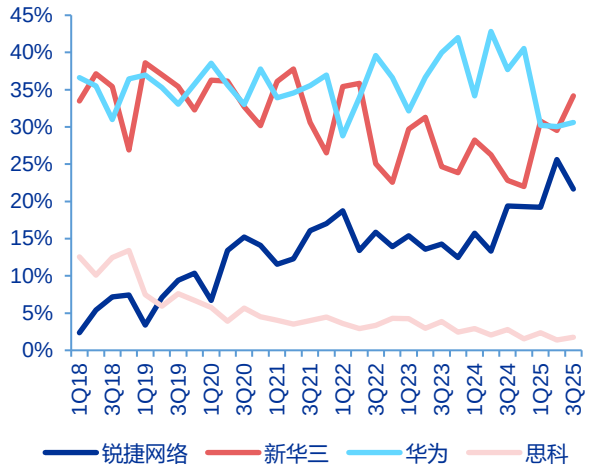

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 28：国内交换机市场，新华三份额靠前**




资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 29：国内数据中心交换机市场，新华三份额靠前**




资料来源：IDC，申万宏源研究

## 3.1 商业模式：通过 JDM 嵌入互联网客户

云厂商在采用白盒硬件后，其网络操作系统（NOS）的选择成为关键。

**海外云厂商在网络操作系统的选择上分化为完全自研与基于开源（如 SONiC）深度定制两条路径，国内主要基于 SONiC 开发自研系统。**谷歌和亚马逊在数据中心交换机中基本采用自研系统与封闭生态战略，将 NOS 视为核心竞争壁垒，与自家计算架构深度耦合。微软和 Meta 则积极推动软硬件解耦与开源生态，通过采用标准化白盒硬件并主导开发 SONiC 等开源网络操作系统，以打破传统网络设备的供应商锁定。其中微软自研并开源了 SONiC。国内字节、阿里、腾讯等云厂商不约而同地在 SONiC 基础上针对性优化，推出自己的定制化操作系统，以兼顾开发速度与自主可控。

**上述技术路径的差异实际导致了交换机厂商的差异化定位。**海外与国内相同的一点是，传统的 OEM 模式逐渐式微。不同的是，海外云厂商操作系统底层自研，除 Arista 基于可编程的 EOS 操作系统+白盒交换机解耦的方式切入微软、Meta 等云厂商供应链外，云厂商更

倾向于 ODM 直采方式与 Celestica、Accton 等 ODM 厂商合作。而国内云厂商基于 SONiC 定制化的路径，决定了其难以完全照搬纯硬件 ODM 直采模式。由于底层 SAI 适配与系统调优的高复杂性，云厂商需要交换机厂商需通过 JDM 模式深度参与，分担在底层硬件驱动和性能优化方面的开发压力，从而在实现白盒化的同时保障交付效率与系统稳定性。

**表 4：不同的软件技术路径决定了云厂商不同的商业模式**

| 云厂商 | 操作系统策略 | 核心 OS 名称 | 硬件采购模式 | 核心交换机供应商 |
|---|---|---|---|---|
| 亚马逊 | 自研闭源系统 | 专有 OS | ODM 直采 | Celestica, Accton |
| 谷歌 | 自研闭源系统 | Stratum (配合 Orion SDN) | ODM 直采 | Celestica, Quanta |
| 微软 | 自研开源系统+外采商业软件 | SONiC、EOS | 多种模式混合 | Arista, Cisco, Celestica, Accton, Nvidia |
| Meta | 自研开源系统+外采商业软件 | SONiC、FBOSS | 多种模式混合 | Arista, Accton, Celestica |
| 字节跳动 | 基于开源系统定制 | Lambda OS（基于 SONiC） | JDM / 白盒 | 锐捷网络，新华三 |
| 阿里巴巴 | 基于开源系统定制 | AliNOS (基于 SONiC) | JDM / 白盒 | 锐捷网络，新华三 |
| 腾讯 | 基于开源系统定制 | Tencent NOS（基于 SONiC） | JDM / 白盒 | 新华三，锐捷网络 |

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

**新华三基于自身技术能力的 JDM 模式，本质上是与客户联合创新。**公司深度参与开源操作系统项目的研发，较早便参与 ONF 组织及 ONOS 和 SONiC 等项目。在云厂商技术路径向 SONiC 收敛的进程中，公司可以通过深度介入芯片底层的驱动开发与 SAI 接口适配，解决云厂商在 SONiC 商用落地中面临的硬件兼容性痛点，同时云厂商仍可以保持对关键设计思路的控制权，这也使其成功嵌入阿里、字节跳动等头部云厂商的核心技术路线图，从而快速响应 AI 数据中心对高速率、低时延交换机的定制化需求。

**表 5：JDM 模式平衡技术与成本，是国内云厂商交换机布局的最优解**

| 维度 | OEM | ODM 直供 | JDM |
|---|---|---|---|
| 主导设计方 | 交换机品牌商 | 客户 | 客户与制造商协同 |
| 软硬耦合度 | 极高（一体化封闭） | 极低（完全解耦） | 低（针对性优化） |
| 知识产权 | 品牌商持有 | 客户持有 | 双方共享或由客户持有 |
| 技术门槛 | 低（开箱即用） | 极高（需搭配自研系统） | 中高（需联合研发） |
| 定制化能力 | 低（标准化产品） | 极高（自行修改） | 高（深度定制） |
| 交付周期 | 现货/标准周期 | 短（现有设计） | 中（需研发周期） |
| 成本结构 | CAPEX 高, OPEX 低 | CAPEX 低, OPEX 高 | CAPEX 中, OPEX 中低 |
| 适配客户 | 企业、政府、SMB | 具备完整技术栈的云厂商 | 拥有一定内部研发能力但需要特定技术支持的云厂商 |
| 典型供应商 | Cisco，华为 | Arista（白盒但卖独家系统），Accton, Celestica, Quanta | 锐捷网络，新华三 |

资料来源：申万宏源研究

**深度参与字节跳动、阿里、腾讯等数据中心交换机研发与供货。**新华三与阿里、腾讯、字节等头部互联网客户保持长期合作关系，深度参与其数据中心网络架构的规划与建设。在 AI 算力集群建设浪潮中，公司为多家头部互联网客户提供高性能 400G/800G 数据中心交换机及服务器产品，支撑其大规模 AI 训练与推理平台的网络基础设施。2025 年，公司互联网行业客户收入显著增长，成为 ICT 基础设施业务增长的核心驱动力之一。

仅供内部参考，请勿外传



**图 30：新华三积极携手行业伙伴率先完成业内首次 CPO 直连 800G 光模块实时互通演示**



资料来源：H3C 集团官网，申万宏源研究

**图 31：字节跳动于 2024 年推出 B5020 51.2T 自研交换机**

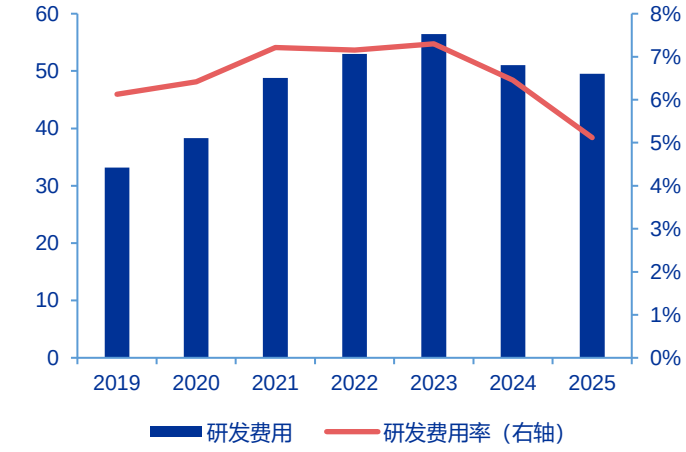


资料来源：字节跳动 SYS Tech，申万宏源研究

## 3.2 LPO/CPO 等新技术方案蓄势待发

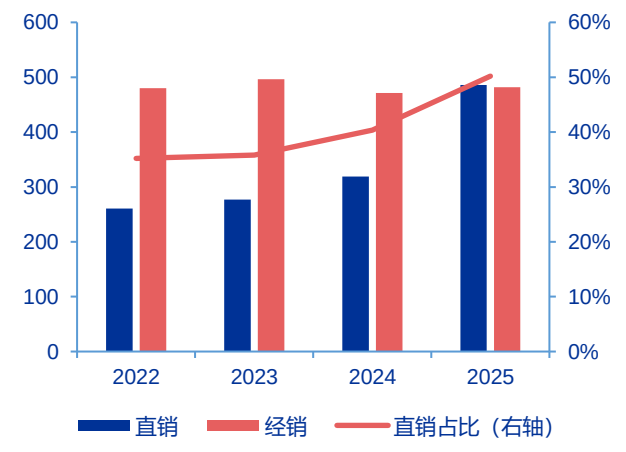
**长期研发投入为场景化创新与前瞻研究奠定基础。**公司始终维持较高的研发投入占比，持续且高度针对客户需求的研发投入，使得公司在 AI 驱动的新需求下，快速灵活响应并形成差异化、配套性强的产品解决方案。根据公司 2025 年报，公司在北京、杭州、合肥、郑州、成都、西安、广州等地设有研发中心，注重研发人才的引进和培养，研发团队具有丰富经验和优秀技术能力。公司专利申请总量累积超过 16,000 件，其中 90%以上是发明专利。**公司直销收入占比显著提升。**公司的销售模式分为直销和渠道销售。面向互联网、运营商等头部客户的金额较大订单主要采用直销模式，所销售产品涵盖数据中心交换机、服务器、存储等 ICT 基础设施产品；渠道销售主要面向政府、金融、教育、医疗、制造、商业等政企行业客户与 SMB 客户。伴随面向互联网及运营商等头部客户的 ICT 基础设施收入占比持续提高，公司 2025 年直销收入占比达到 50.2%。

**图 32：公司近几年研发费用及比例（亿元，%）**




资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 33：公司的直销收入占比持续提升（亿元，%）**




资料来源：Wind，申万宏源研究

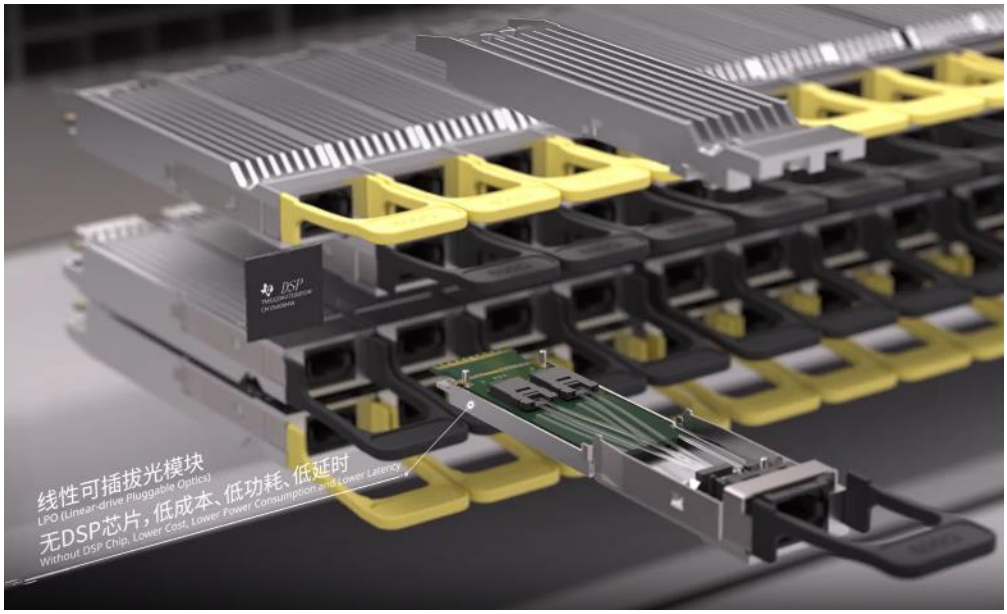
仅供内部参考，请勿外传



**在客户新的技术趋势卡位上，公司具备显著先发优势：**

**LPO：**LPO 模块去掉了传统 DSP 模块中的 DSP 芯片，利用交换芯片中 DSP 进行电信号的处理，模块中采用常规性能的 Driver 和 TIA 芯片，并选用合适的电光转换方案，即可以实现优异的传输性能。电光转换部分可以采用 VCSEL、EML 或者硅光方案，硅光具有更好的线性度、更低的电反射。字节跳动在 OFC 2024、火山引擎源动力大会等多项重要会议中，均重点推介并展示支持全端口 LPO 交换机的高性能自研交换机，以适配智算版 2.0 组网架构。

**图 34：字节自研 51.2T 交换机支持 LPO 光模块**

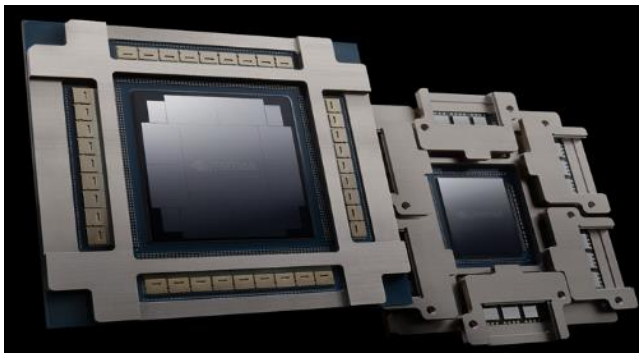



资料来源：字节跳动 SYS Tech，申万宏源研究

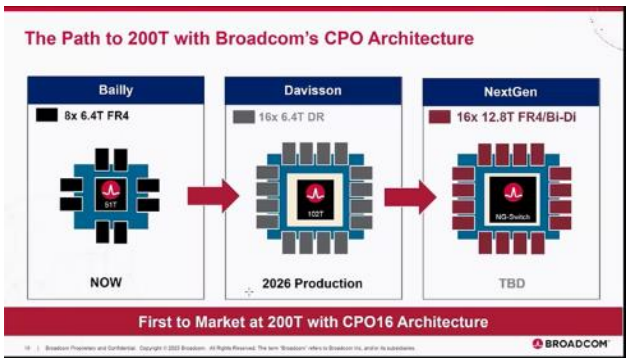
**CPO：**中长期演进方案，公司已有充分技术储备。通过光通信技术创新来解决算力硬件的性能瓶颈，已经成为海外科技大厂的共识。CPO 技术通过先进封装（2.5D/3D Packaging）将光电转换单元直接与交换芯片集成，极短的电互连路径保证了极高的信号完整性，从而显著降低了端到端的传输延迟。英伟达、博通等将硅光技术与光电共封装结合，预计 2026 年是海外 CPO 方案重要突破的元年。

**图 35：英伟达发布 CPO 产品**

**图 36：博通积极推进 CPO 方案渗透**



资料来源：公司官网，申万宏源研究




资料来源：公司官网，申万宏源研究

在海外市场，博通、英伟达等基于高端交换芯片与硅光设计/制造能力，有望在 CPO 产业中进一步收拢价值量。而在国内市场，由于已与云厂商形成 JDM 的主流合作模式，交换机厂商有望在 CPO 生态中扮演更为关键的“系统集成商”角色，包括集成定制化光引擎液冷系统以及光纤管理系统等。

**紫光在 CPO 场景下前瞻布局，静待需求爆发。**公司在 CPO 领域前瞻布局，已率先实现批量交付。2025 年，公司旗下新华三的 51.2T CPO 硅光数据中心交换机已完成与多家供应商的 800G 光模块、测试仪互通验证，通过了数个战略客户的 POC 测试，并已实现小批量交付部署。

**图 37：2023 年新华三发布全球首款单芯片 51.2T 800G CPO 硅光交换机——H3C S9827-64EO**



资料来源：H3C 集团官网，申万宏源研究

LPO、NPO、CPO 并非互相替代，而是处于“代际重叠”的共存状态，未来将根据实际场景中成本、功耗、密度与可维护性的综合需求协同发展。一旦 CPO 在 2026 年及未来迎来规模商用，公司有望成为国内最快实现量产交付的整机厂商之一。

# 4．盈利预测与估值

**关键假设：**

收入端：从需求的角度看，AI 服务器随着 AI capex 提升增长动能强劲，数据中心交换机市场规模将伴随以云厂商为主导的国内 AI 算网集群建设而持续扩大，而公司已通过 JDM 深度定制模式与头部云厂商绑定，实现研发与供应链的协同。**我们预测公司 2026-2028 年 ICT 基础设施及服务的营收同比增速分别为 30%/25%/23%。**IT 产品分销与供应链服务方面，随着行业回暖，有望实现平稳增速，预计该业务 **2026-2028 年营收同比增速分别为 5%/5%/5%。**综上，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 1193.8/1438.9/1717.7 亿元，同比增速分别为 23.4%/20.5%/19.4%。

由于 AI 服务器&AI 数据中心交换机的白盒化趋势，相关产品毛利会受到云厂商的部分挤压，因此公司整体毛利将略有下降。**我们预测公司 2026-2028 年毛利率为 13.4%/13.1%/13.1%。**

**表 6：公司各业务营收及盈利能力拆分（亿元）**

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 1）ICT 基础设施及服务收入 | 545 | 768 | 999 | 1249 | 1536 |
| 增速 | 5.7% | 41.1% | 30.0% | 25.0% | 23.0% |
| 毛利率 | 22.2% | 16.5% | 14.5% | 13.8% | 13.5% |
| 2）IT 产品分销与供应链服务收入 | 293 | 256 | 268 | 282 | 296 |
| 增速 | 0.5% | -12.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 5.3% | 5.2% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 3）其他业务收入 | 2 | 5 | 6 | 8 | 11 |
| 增速 | 28.7% | 203.2% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 47.0% | 24.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 4）合并抵消 | -49 | -61 | -80 | -100 | -125 |
| 增速 | 41.3% | 25.8% | 30.0% | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率 | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| **收入合计** | 790 | 967 | 1194 | 1439 | 1718 |
| **同比增速** | 2.2% | 22.4% | 23.4% | 20.5% | 19.4% |
| 毛利率 | 17.4% | 14.6% | 13.4% | 13.1% | 13.1% |

资料来源：wind，公司财报，申万宏源研究

**首次覆盖，给予“买入”评级。**综上，预计紫光股份 2026-2028 年归母净利润分别为 27.4/33.5/43.7 亿元。采用相对估值法，选取中兴通讯、锐捷网络、中科曙光作为可比公司。其中，中兴通讯、锐捷网络主营业务为包括交换机在内的网络设备，与紫光股份整体业务结构高度可比；中科曙光主营涵盖高端计算、存储、安全、数据中心等领域，与紫光股份业务重叠度较高。可比公司 年的平均 PE 为 倍。紫光股份基于长期的技术积累及与云厂

商的紧密合作关系，预计显著受益于 AI 建设下服务器、交换机等网络设备的增量市场。**因此，基于可比公司的估值水平，给予紫光股份 26 年 41 倍的目标 PE，对应目标市值 1123 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。**

**表 7：可比公司估值表（亿元）**

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 | Wind 一致预期净利润 | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2026/6/29 | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 000063.SZ | 中兴通讯 | 1,568.64 | 67.80 | 79.62 | 84.68 | 23 | 20 | 19 |
| 301165.SZ | 锐捷网络 | 746.58 | 14.50 | 20.13 | 26.79 | 51 | 37 | 28 |
| 603019.SH | 中科曙光 | 1,426.25 | 29.12 | 36.23 | 42.60 | 49 | 39 | 33 |
| **平均 PE** | | | | | | 41 | 32 | 27 |
| 000938.SZ | 紫光股份 | 750.48 | 27.38 | 33.46 | 43.71 | 27 | 22 | 17 |

资料来源：wind，申万宏源研究

# 5. 风险提示

**1）算力需求不及预期。**国内 AI 算力需求低于预期将导致配套交换机等网络设备的需求低于预期。

**2）供应链波动风险。**公司交换机产品中的交换芯片主要依赖海外的博通和 Marvell，供应链可能存在一定的不确定性。

**3）市场竞争加剧。**在公司经营规模扩大进程中，市场竞争可能加剧，公司应对竞争研发等投入增加，可能导致运营成本控制未达预期。

**4）债务成本高。**公司有息负债体量较大，财务费用若过高将影响公司整体净利率水平。

# 财务摘要

## 合并损益表

| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 79,024 | 96,748 | 119,382 | 143,891 | 171,771 |
| 营业收入 | 79,024 | 96,748 | 119,382 | 143,891 | 171,771 |
| 营业总成本 | 76,779 | 94,156 | 116,324 | 140,417 | 167,533 |
| 营业成本 | 65,282 | 82,632 | 103,367 | 125,005 | 149,239 |
| 税金及附加 | 270 | 301 | 371 | 447 | 534 |
| 销售费用 | 4,144 | 4,052 | 4,775 | 5,756 | 6,871 |
| 管理费用 | 1,027 | 1,166 | 1,313 | 1,439 | 1,718 |
| 研发费用 | 5,102 | 4,953 | 5,372 | 6,475 | 7,730 |
| 财务费用 | 954 | 1,053 | 1,125 | 1,294 | 1,442 |
| 其他收益 | 809 | 698 | 800 | 1,000 | 1,100 |
| 投资收益 | 35 | -18 | 9 | -5 | 2 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 101 | -159 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -158 | -227 | -200 | -200 | -200 |
| 资产减值损失 | -866 | -648 | -200 | -200 | -300 |
| 资产处置收益 | 3 | 64 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,169 | 2,302 | 3,467 | 4,070 | 4,840 |
| 营业外收支 | 58 | 72 | 6 | 15 | 21 |
| 利润总额 | 2,227 | 2,375 | 3,473 | 4,085 | 4,861 |
| 所得税 | 245 | 203 | 251 | 367 | 401 |
| 净利润 | 1,982 | 2,171 | 3,221 | 3,718 | 4,461 |
| 少数股东损益 | 410 | 486 | 483 | 372 | 89 |
| 归母净利润 | 1,572 | 1,686 | 2,738 | 3,346 | 4,371 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并现金流量表

| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1,982 | 2,171 | 3,222 | 3,718 | 4,461 |
| 加：折旧摊销减值 | 1,574 | 1,415 | 507 | 517 | 628 |
| 财务费用 | 700 | 1,207 | 1,125 | 1,302 | 1,467 |
| 非经营损失 | -296 | -205 | 81 | 55 | 48 |
| 营运资本变动 | -1,852 | -1,378 | -4,864 | -8,699 | -6,608 |
| 其它 | 332 | 504 | -346 | -300 | -400 |
| 经营活动现金流 | 2,441 | 3,487 | -275 | -3,407 | -404 |
| 资本开支 | 533 | 511 | 100 | 150 | 150 |
| 其它投资现金流 | 174 | -18 | -18 | 16 | 37 |
| 投资活动现金流 | -358 | -530 | -118 | -134 | -113 |
| 吸收投资 | 8 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 10,245 | -1,295 | 1,641 | 5,654 | 2,886 |
| 支付股利、利息 | 1,251 | 1,511 | 1,311 | 1,713 | 1,969 |
| 其它融资现金流 | -18,289 | 1,152 | 118 | 100 | 100 |
| 融资活动现金流 | -9,286 | -1,649 | 448 | 4,041 | 1,017 |
| 净现金流 | -7,203 | 1,258 | 55 | 500 | 500 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并资产负债表

| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 65,130 | 72,199 | 87,573 | 106,639 | 123,212 |
| 现金及等价物 | 7,806 | 9,082 | 9,117 | 9,597 | 10,077 |
| 应收款项 | 17,553 | 16,800 | 22,455 | 26,956 | 31,539 |
| 存货净额 | 36,847 | 43,568 | 52,618 | 66,577 | 78,017 |
| 合同资产 | 1,282 | 620 | 1,253 | 1,380 | 1,449 |
| 其他流动资产 | 1,642 | 2,130 | 2,130 | 2,130 | 2,130 |
| 长期投资 | 411 | 532 | 532 | 532 | 532 |
| 固定资产 | 1,325 | 1,555 | 1,548 | 1,581 | 1,603 |
| 无形资产及其他资产 | 21,947 | 22,037 | 22,037 | 22,037 | 22,037 |
| 资产总计 | 88,814 | 96,323 | 111,689 | 130,789 | 147,383 |
| 流动负债 | 59,015 | 66,187 | 76,956 | 93,998 | 107,883 |
| 短期借款 | 18,683 | 20,621 | 20,962 | 28,116 | 32,502 |
| 应付款项 | 22,096 | 24,965 | 31,321 | 39,209 | 45,693 |
| 其它流动负债 | 18,236 | 20,601 | 24,672 | 26,673 | 29,688 |
| 非流动负债 | 13,684 | 12,653 | 14,218 | 12,968 | 11,718 |
| 负债合计 | 72,699 | 78,840 | 91,174 | 106,966 | 119,602 |
| 股本 | 2,860 | 2,860 | 2,860 | 2,860 | 2,860 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 其他综合收益 | -3 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| 盈余公积 | 26 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 未分配利润 | 10,431 | 11,851 | 14,404 | 17,340 | 21,209 |
| 少数股东权益 | 2,782 | 2,737 | 3,220 | 3,592 | 3,681 |
| 股东权益 | 16,115 | 17,483 | 20,516 | 23,823 | 27,782 |
| 负债和股东权益合计 | 88,814 | 96,323 | 111,689 | 130,789 | 147,383 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 重要财务指标

| 报告期 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.55 | 0.59 | 0.96 | 1.17 | 1.53 |
| 每股经营现金流 | 0.85 | 1.22 | -0.10 | -1.19 | -0.14 |
| 每股红利 | 0.14 | 0.08 | 0.07 | 0.14 | 0.18 |
| 每股净资产 | 4.66 | 5.16 | 6.05 | 7.07 | 8.43 |
| 关键运营指标(%) | | | | | |
| ROIC | 7.0 | 7.6 | 9.2 | 8.9 | 9.4 |
| ROE | 11.8 | 11.4 | 15.8 | 16.5 | 18.1 |
| 毛利率 | 17.4 | 14.6 | 13.4 | 13.1 | 13.1 |
| EBITDA Margin | 4.7 | 4.1 | 3.9 | 3.8 | 3.8 |
| EBIT Margin | 4.0 | 3.5 | 3.9 | 3.7 | 3.7 |
| 营业总收入同比增长 | 2.2 | 22.4 | 23.4 | 20.5 | 19.4 |
| 归母净利润同比增长 | -25.2 | 7.2 | 62.5 | 22.2 | 30.6 |
| 资产负债率 | 81.9 | 81.8 | 81.6 | 81.8 | 81.2 |
| 净资产周转率 | 5.93 | 6.56 | 6.90 | 7.11 | 7.13 |
| 总资产周转率 | 0.89 | 1.00 | 1.07 | 1.10 | 1.17 |
| 有效税率 | 11.2 | 8.5 | 7.3 | 9.0 | 8.2 |
| 股息率 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.7 |
| 估值指标(倍) | | | | | |
| P/E | 47.7 | 44.5 | 27.4 | 22.4 | 17.2 |
| P/B | 5.6 | 5.1 | 4.3 | 3.7 | 3.1 |
| EV/Sale | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 29.6 | 28.0 | 24.1 | 21.8 | 19.0 |
| 股本 | 2,860 | 2,860 | 2,860 | 2,860 | 2,860 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swhysc.com |


### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。