

2023年08月25日
紫光股份(000938.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

通用计算机设备

业绩稳健增长，紧抓 AIGC 发展新机遇

事件：

2023年8月24日，公司发布2023年半年度业绩报告。2023年上半年度公司实现营业收入360.45亿元，同比增长4.78%；实现归母净利润10.22亿元，同比增长6.53%；实现扣非归母净利润8.45亿元，同比下降3.43%；实现基本每股收益0.357元，同比增长6.53%。

业绩稳健增长，ICT基础设施及服务业务占比持续提升：

2023年上半年，面对AIGC技术和产业的快速发展，公司持续构建覆盖“云-网-算-存-端”全栈业务布局。同时，公司以务实理念丰富数字化解决方案应用场景，重点推出了面向行业的私域大模型，打造MaaS整体架构，深度赋能行业客户的数字化转型和智能化升级。2023年上半年度公司实现营业收入360.45亿元，同比增长4.78%。其中ICT基础设施及服务业务实现收入248.08亿元，同比增长12.11%，占营业收入比重达到68.82%，占比持续提升。2023年上半年度公司实现归母净利润10.22亿元，同比增长6.53%。其中Q2单季度实现归母净利润5.83亿元，同比下降0.69%，环比增长32.80%。2023年上半年公司持续加大产品和解决方案研发力度，研发投入达到27.74亿元，同比增长14.47%，研发人员占公司总员工人数近40%。

新华三业绩持续提升，国内运营商业务规模快速增长：

2023年上半年新华三实现营业收入249.91亿元，同比增长4.87%；实现净利润18.23亿元，同比增长2.62%。新华三国内企业业务稳步推进，营业收入达到186.61亿元。国内运营商业务规模快速增长，营业收入达到52.36亿元，同比增长30.79%。在ICT设备集采方面，新华三持续大份额中标2023年中国电信STN集中采购项目、2023年中国电信汇聚交换机和数据中心交换机集中采购项目、中国联通通用服务器集采项目等重要项目，算网安主力供应商地位进一步提升。此外，新华三为运营商打造了多个智算中心全国标杆项目，确立了在运营商智算领域的领先地位。同时新华三持续深耕海外市场，加强全球化布局，着力将海外市场打造成为公司收入增长的“第二曲线”，国际业务整体销售规模持续扩大，营业收入达到10.94亿元，同比增长20.94%；H3C品牌产品及服务收入为6.05亿元，同比增长69.83%，其中自主渠道收入达到2.58亿元，同比增长125.31%。

紧抓 AIGC 发展新机遇，各业务市场份额行业领先：

2023年面向数字化变革和AIGC技术带来的机遇，公司正式推出“AIGC开放战略”，发布了“百业灵犀LinSeer”私域大模型。在

投资评级	买入-A
	维持评级
12个月目标价	28.80元
股价(2023-08-25)	24.42元

交易数据

总市值(百万元)	73,189.44
流通市值(百万元)	73,189.44
总股本(百万股)	2,860.08
流通股本(百万股)	2,860.08
12个月价格区间	15.17/36.8元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.3	-2.8	54.9
绝对收益	-9.4	-6.3	46.1

张真楨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

路璐

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122050020

lulu2@essence.com.cn

相关报告

ICT设备有望受益AIGC算力需求增长，关注新华三收购进程	2023-04-03
拟全资控股新华三，公司有望迎来估值重塑	2023-01-04
营收稳健增长，ICT龙头地位稳固	2022-10-31

交换机领域，公司推出全球首款单芯片 51.2T 800G CPO 硅光交换机，适用于 AIGC 集群或数据中心高性能核心交换等业务场景；在服务器领域，公司发布了 UniServer G6 系列服务器，实现通用算力 53%提升，AI 算力 3 倍提升以及数据分析性能 3 倍提升；在无线产品领域，公司发布全场景 Wi-Fi 7 解决方案，并推出 8 款 Wi-Fi 7 新品。2023 年第一季度，公司多项产品市场占有率持续领先。根据公司公告及 IDC 数据，公司在中国以太网交换机、企业网交换机、园区交换机市场，分别以 34.5%、35.7%、37.9%的市场份额排名第一，在中国数据中心交换机市场份额 31.2%，位列第二；中国企业网路由器市场份额 31.0%，持续位列第二；中国企业级 WLAN 市场份额 27.7%，蝉联市场第一；中国 X86 服务器市场份额 18.2%，保持市场第二；中国刀片服务器市场份额 63.6%，蝉联市场第一；中国存储市场份额 12.2%，连续位居市场第二；中国超融合市场份额 18.6%，位列第一；中国 UTM 防火墙市场份额 21.7%，位居第二。

投资建议：

公司是 ICT 领域的龙头企业，拥有领先的数字化技术、新一代信息设施建设所需的全系列关键软硬件产品，基本面全面向好。我们预计公司 2023 年-2025 年的主营收入分别为 847.75/965.89/1100.62 亿元，净利润分别为 28.08/34.42/39.50 亿元，对应的 EPS 分别为 0.98/1.20/1.38 元。我们给予公司 2024 年 24 倍 PE，对应 12 个月目标价 28.80 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：宏观经济环境变化风险、技术和产品研发风险、经营风险、人力资源风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	67,637.5	74,057.6	84,774.6	96,588.5	110,062.1
净利润	2,147.6	2,157.9	2,807.6	3,441.8	3,949.5
每股收益(元)	0.75	0.75	0.98	1.20	1.38
每股净资产(元)	10.48	11.13	11.97	12.99	14.16

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.1	33.9	26.1	21.3	18.5
市净率(倍)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8
净利润率	3.2%	2.9%	3.3%	3.6%	3.6%
净资产收益率	7.2%	6.8%	8.2%	9.3%	9.7%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%
ROIC	17.4%	16.5%	18.6%	22.9%	24.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67,637.5	74,057.6	84,774.6	96,588.5	110,062.1	成长性					
减: 营业成本	54,432.9	58,772.0	67,165.0	76,053.2	86,558.4	营业收入增长率	13.3%	9.5%	14.5%	13.9%	13.9%
营业税费	253.3	294.2	254.3	289.8	330.2	营业利润增长率	10.4%	1.8%	16.1%	23.1%	15.0%
销售费用	4,113.8	4,251.4	4,577.1	5,544.8	6,193.0	净利润增长率	13.4%	0.5%	30.1%	22.6%	14.8%
管理费用	926.2	964.2	1,331.0	1,365.6	1,572.4	EBITDA 增长率	5.7%	22.7%	1.1%	21.1%	14.5%
研发费用	4,337.7	5,298.9	5,934.2	6,622.2	7,708.4	EBIT 增长率	2.2%	24.8%	5.4%	21.9%	14.8%
财务费用	-292.3	633.6	671.7	760.5	865.6	NOPLAT 增长率	16.1%	23.3%	13.9%	21.9%	14.8%
资产减值损失	-586.8	-695.2	-	-	-	投资资本增长率	30.2%	0.8%	-0.7%	6.3%	7.5%
加: 公允价值变动收益	45.2	27.2	2.4	-1.4	0.2	净资产增长率	4.4%	6.1%	10.3%	11.5%	11.8%
投资和汇兑收益	-24.3	20.5	-15.1	-6.3	-0.3						
营业利润	4,087.9	4,160.5	4,828.5	5,944.7	6,834.0	利润率					
加: 营业外净收支	88.3	59.6	80.0	72.5	70.7	毛利率	19.5%	20.6%	20.8%	21.3%	21.4%
利润总额	4,176.3	4,220.1	4,908.4	6,017.1	6,904.7	营业利润率	6.0%	5.6%	5.7%	6.2%	6.2%
减: 所得税	383.9	478.5	589.0	722.1	828.6	净利润率	3.2%	2.9%	3.3%	3.6%	3.6%
净利润	2,147.6	2,157.9	2,807.6	3,441.8	3,949.5	EBITDA/营业收入	7.0%	7.8%	6.9%	7.4%	7.4%
						EBIT/营业收入	6.2%	7.0%	6.5%	6.9%	7.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	4	5	4	4	3
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	31	45	39	37	39
货币资金	8,959.7	10,669.3	12,213.3	13,915.3	17,026.1	流动资产周转天数	209	229	225	215	219
交易性金融资产	1,141.7	1,428.6	1,428.6	1,428.6	1,428.6	应收帐款周转天数	55	60	65	70	75
应收帐款	11,287.8	13,417.9	17,280.4	20,450.2	25,682.1	存货周转天数	74	94	85	72	71
应收票据	66.8	124.7	18.4	152.0	74.5	总资产周转天数	333	341	324	301	294
预付帐款	839.3	971.9	1,266.3	1,458.8	1,859.8	投资资本周转天数	121	126	110	99	93
存货	18,423.6	20,274.6	19,651.2	19,220.4	24,058.8						
其他流动资产	2,860.2	3,825.1	3,556.2	3,413.9	3,598.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.2%	6.8%	8.2%	9.3%	9.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	5.1%	5.5%	6.4%	6.3%
长期股权投资	134.5	112.0	107.3	86.0	69.8	ROIC	17.4%	16.5%	18.6%	22.9%	24.7%
投资性房地产	224.4	209.8	195.0	178.2	162.8	费用率					
固定资产	912.0	1,042.0	1,012.8	901.3	765.1	销售费用率	6.1%	5.7%	5.4%	5.7%	5.6%
在建工程	188.6	150.1	199.2	251.3	272.1	管理费用率	1.4%	1.3%	1.6%	1.4%	1.4%
无形资产	3,880.4	3,696.9	3,751.2	3,791.7	3,824.5	研发费用率	6.4%	7.2%	7.0%	6.9%	7.0%
其他非流动资产	17,511.6	18,140.0	18,050.7	17,699.6	17,777.7	财务费用率	-0.4%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
资产总额	66,430.5	74,063.0	78,730.6	82,947.3	96,600.6	四费/营业收入	13.4%	15.1%	14.8%	14.8%	14.8%
短期债务	4,289.8	4,175.4	2,398.6	350.9	-	偿债能力					
应付帐款	10,133.7	10,688.9	15,863.8	16,827.8	23,727.1	资产负债率	46.3%	48.9%	47.0%	43.9%	46.2%
应付票据	2,136.0	3,142.1	3,622.2	3,616.6	4,626.6	负债权益比	86.2%	95.8%	88.7%	78.4%	85.8%
其他流动负债	11,869.8	15,315.8	12,933.2	13,268.7	13,832.0	流动比率	1.53	1.52	1.59	1.76	1.75
长期借款	100.1	200.2	-	-	-	速动比率	0.88	0.91	1.03	1.20	1.18
其他非流动负债	2,233.2	2,712.8	2,185.7	2,377.2	2,425.2	利息保障倍数	-14.31	8.24	8.19	8.82	8.90
负债总额	30,762.7	36,235.2	37,003.5	36,441.3	44,610.9	分红指标					
少数股东权益	5,707.1	5,986.7	7,498.5	9,351.8	11,478.4	DPS(元)	0.10	-	0.15	0.18	0.21
股本	2,860.1	2,860.1	2,860.1	2,860.1	2,860.1	分红比率	13.3%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
留存收益	27,110.1	28,982.1	31,368.6	34,294.1	37,651.1	股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%
股东权益	35,667.8	37,827.8	41,727.1	46,506.0	51,989.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.75	0.75	0.98	1.20	1.38
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	10.48	11.13	11.97	12.99	14.16
净利润	3,792.4	3,741.6	2,807.6	3,441.8	3,949.5	PE(X)	34.1	33.9	26.1	21.3	18.5
加: 折旧和摊销	722.6	693.5	372.4	407.5	443.2	PB(X)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8
资产减值准备	702.7	846.2	-	-	-	P/FCF	-33.5	33.4	101.3	-532.0	46.5
公允价值变动损失	-45.2	-27.2	2.4	-1.4	0.2	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
财务费用	260.6	269.9	671.7	760.5	865.6	EV/EBITDA	12.9	8.6	11.0	8.9	7.6
投资收益	24.3	-20.5	15.1	6.3	0.3	CAGR(%)	11.8%	17.5%	10.0%	11.8%	17.5%
少数股东损益	1,644.7	1,583.7	1,511.8	1,853.3	2,126.6	PEG	2.9	1.9	2.6	1.8	1.1
营运资金的变动	-3,120.2	-273.0	335.5	-1,276.2	-2,197.0	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.8	2.2	2.4
经营活动产生现金流量	-2,180.2	4,018.5	5,716.5	5,191.7	5,188.3	REP	1.4	1.2	1.4	1.0	0.9
投资活动产生现金流量	1,776.3	38.2	-825.8	-264.8	-294.9						
融资活动产生现金流量	132.9	-2,109.3	-3,346.7	-3,224.9	-1,782.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034