

加强布局自研市场，营收规模加速扩张

紫光股份(000938)

事件：公司发布2019年三季报，2019Q1-Q3实现营收379.5亿元，YoY 10.2%；实现归母净利润12.4亿元，YoY 6.9%。其中，2019Q3实现营收150.7亿元，YoY 25.8%；归母净利润4.0亿元，YoY -7.6%。

► **Q3 营收快速增长，预计自研服务器收入占比提升改变拉低公司毛利率：**2019Q3 营收大幅增长，但是 Q3 单季度毛利率 19.3%，环比下降 6.2pct。结合报告期内公司加大新华三、紫光数码采购情况，我们判断公司自研服务器收入占比提升拉低公司分季度毛利率水平。

► **营收大幅增长拉低费率，汇兑损失影响财务费用。**

► **回款大幅增长，加速投入研发并积极备货，存货有望加速扭转确认收入：**从公司单季度现金收入比来看，自 Q2 起支付结算方式调整使得公司销售商品回款大幅增多。同时，存货持续增长，我们判断主要是公司加大投入自研服务器研发生产销售等因素，持续扩大经营所致。

公司经营性现金流净额大幅减少，主要是新华三、紫光数码各项采购规模加大等原因导致。

伴随公司业务扩张持续加大存货备货情况，公司存货持续增长，根据中报，2019Q2 预付账款较往期超过 10 亿元，主要是对新华三、紫光数码采购加大的预付款，2019Q3 恢复正常水平。存货预计将加速扭转确认收入。

► 盈利预测与估值

考虑公司今年处于规模扩张期，加大投入，维持收入预测，将归母净利润由 20.04 亿元、23.54 亿元、27.98 亿元下调至 19.6 亿元、24.7 亿元、29.2 亿元，对应现价 PE 30.5/24.3/20.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济环境变化风险；技术产品研发及市场竞争风险；汇率波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

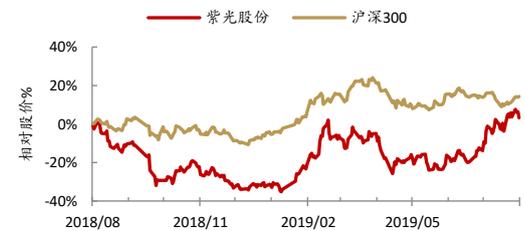
| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 39072.17 | 48305.79 | 57125.20 | 67177.44 | 78821.27 |
| YoY (%) | 41.01% | 23.63% | 18.26% | 17.60% | 17.33% |
| 归母净利润(百万元) | 1565.15 | 1703.75 | 1961.95 | 2467.53 | 2922.17 |
| YoY (%) | 92.08% | 8.86% | 15.16% | 25.77% | 18.42% |
| 毛利率 (%) | 21.96% | 21.24% | 23.46% | 24.28% | 25.06% |
| 每股收益(元) | 0.77 | 0.83 | 0.96 | 1.21 | 1.43 |
| ROE (%) | 6.21% | 6.41% | 6.92% | 8.00% | 8.66% |
| 市盈率 | 38.28 | 35.17 | 30.54 | 24.28 | 20.50 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 增持
上次评级： 增持
目标价格：
最新收盘价： 29.89

股票代码： 000938
52 周最高价/最低价： 48.25/25.55
总市值(亿) 610.63
自由流通市值(亿) 610.63
自由流通股数(百万) 2,042.91



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系人：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

联系电话：010-51662928

相关研究

1. 营收稳步增长，IT 服务业务扩能，研发增大助力“智能+”未来
2019.08.24
2. Wi-Fi6 同步 5G 启航，共享万物互联时代盛宴
2019.10.16

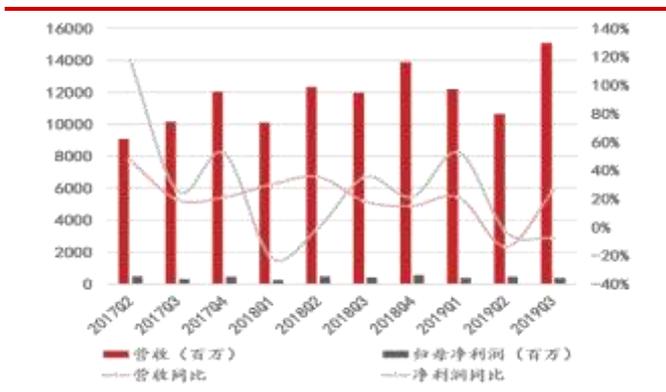
1. 事件

公司发布 2019 年三季报，2019Q1-Q3 实现营收 379.5 亿元，YoY 10.2%；实现归母净利润 12.4 亿元，YoY 6.9%。其中，2019Q3 实现营收 150.7 亿元，YoY 25.8%；归母净利润 4.0 亿元，YoY -7.6%。

2. Q3 营收快速增长，预计自研服务器收入占比提升改变拉低公司毛利率

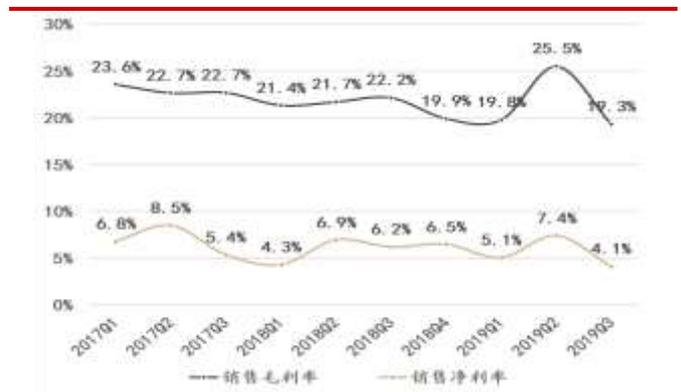
报告期内，2019Q3 实现营收 150.7 亿元，YoY 25.8%，虽然营收大幅增长，但是 Q3 单季度毛利率 19.3%，环比下降 6.2pct。结合报告期内公司加大新华三、紫光数码采购情况，我们预测营收结构改变拉低了公司分季度毛利率水平。

图 1 公司分季度营收&归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 公司分季度毛利率&净利率情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

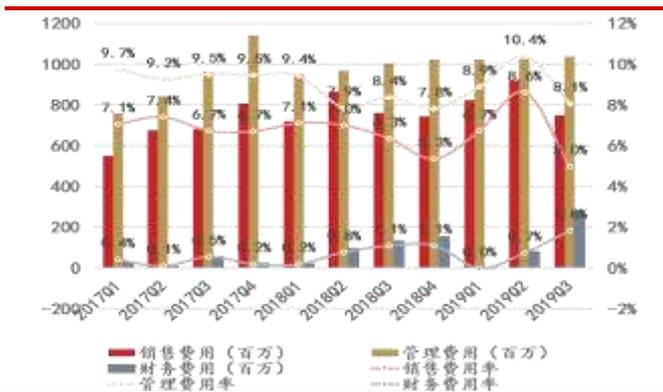
3. 营收大幅增长拉低费率，汇兑损失影响财务费用

财务费用大幅上涨，2019Q3 财务费用率 1.8%，同比增长 0.7pct，环比增长 1.1pct，主要系汇率变动产生的汇兑损失。

此外，2019Q3 研发费率、管理费率及销售费率较二季度环比均有较大幅度下降，主要系同期营收快速增长的原因。此外，Q3 销售费用同比减少 1.53% 拉低季度销售费率，但 Q1-Q3 销售费用同比增加 6.56%，整体销售费率仍处在 6%-7% 正常区间。

整体研发费用维持高位水平。从绝对值来看，2019Q3 研发费用 10.2 亿元，同比增长 21.3%，环比增长 10.9%。2019Q1-Q3 研发占比 7.5%，较去年同期小幅上涨 0.4pct。

图3 公司分季度三费率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 公司分季度研发费用及占收比情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 回款大幅增长，加速投入研发并积极备货，存货有望加速扭转确认收入

公司经营性现金流净额较往年大幅减少，主要是新华三、紫光数码各项采购规模加大等原因导致。从公司单季度现金收入比情况来看，公司 Q2 起支付结算方式调整使得公司销售商品回款现金大幅增多。我们预计这主要是公司加大自研服务器生产销售及分销业务等，持续扩大经营所致。

图5 公司现金流情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

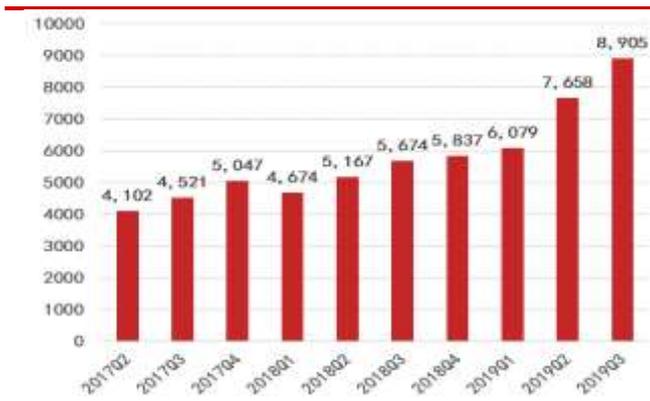
图6 公司现金收入比



资料来源: wind, 华西证券研究所

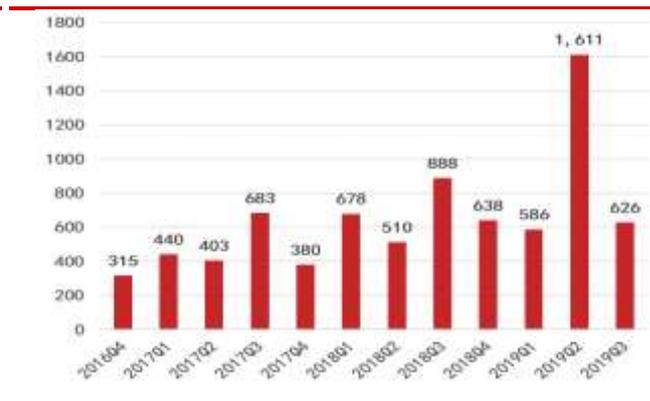
伴随公司业务扩张持续加大存货备货情况，公司存货持续增长，从中报披露情况来看，2019Q2 预付账款较往期超过 10 亿元，主要是对新华三、紫光数码采购加大的预付款，2019Q3 恢复正常水平。我们预计公司未来存货将加速扭转确认收入。

图7 公司存货情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图8 公司预付账款情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

5. 盈利预测及估值

考虑公司今年处于规模扩张期, 加大投入, 维持收入预测, 将归母净利润由 20.04 亿元、23.54 亿元、27.98 亿元下调至 19.6 亿元、24.7 亿元、29.2 亿元, 对应现价 PE 30.5/24.3/20.5 倍, 维持“增持”评级。

6. 风险提示

(1) 宏观经济环境变化风险

当下国内外政治与宏观经济形势较为复杂, 伴随中美贸易摩擦的不确定性, 2019 年下半年, 我国经济仍存在一定下行压力, 若未来国内外宏观经济环境发生重大变化, 公司数字化基础设施与服务业务可能受到冲击, 各行业智慧应用项目落地延缓, 进而对公司经营产生一定的影响。

(2) 技术产品研发及市场竞争风险

云计算、大数据等新兴信息技术正处于快速发展时期, 公司研发投入持续保持领先水平, 但仍存在新兴技术研究方向使得公司竞争力下降或发展速度放缓等影响。同时, 运营商市场竞争激烈, 公司进入初期, 仍面临市场竞争风险。

(3) 汇率波动风险

公司下属新华三公司及其他子公司均不同程度面向国际市场开展主要以美元结算的产品购销及系统集成业务。随着海外业务市场份额拓展, 人民币汇率波动可能对公司造成不可控制风险。

表 1 汇率风险敏感性分析

| 2019/6/30 | 美元汇率 | 利润总额 (元) | 所有者权益 (元) |
|-----------|---------|----------------|----------------|
| | 增加/(减少) | 增加/(减少) | 增加/(减少) |
| 人民币对美元贬值 | 1% | -14,768,208.58 | -12,571,598.91 |
| 人民币对美元升值 | -1% | 14,768,208.58 | 12,571,598.91 |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

(4) 系统性风险。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 48305.79 | 57125.20 | 67177.44 | 78821.27 | 净利润 | 2933.23 | 3346.09 | 4221.55 | 4994.14 |
| YoY (%) | 23.63% | 18.26% | 17.60% | 17.33% | 折旧和摊销 | 614.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业成本 | 38047.54 | 43726.27 | 50866.53 | 59071.29 | 营运资金变动 | 1172.20 | -654.18 | -1647.51 | -1116.34 |
| 营业税金及附加 | 236.84 | 314.19 | 369.48 | 433.52 | 经营活动现金流 | 4869.44 | 2915.61 | 2803.10 | 3966.23 |
| 销售费用 | 3084.72 | 3998.76 | 4769.60 | 5675.13 | 资本开支 | -1769.05 | 9.82 | 20.16 | 17.88 |
| 管理费用 | 686.19 | 1222.48 | 1477.90 | 1970.53 | 投资 | -11.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 397.41 | -31.84 | -113.37 | -178.59 | 投资活动现金流 | -1593.63 | 9.82 | 20.16 | 17.88 |
| 资产减值损失 | 490.96 | 135.63 | 194.17 | 53.55 | 股权募资 | 73.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 172.94 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 债务募资 | -196.87 | -2445.56 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 3145.00 | 3704.07 | 4649.31 | 5509.57 | 筹资活动现金流 | -1630.09 | -2685.16 | -34.89 | -34.89 |
| 营业外收支 | 52.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金净流量 | 1645.72 | 240.27 | 2788.37 | 3949.22 |
| 利润总额 | 3197.76 | 3704.07 | 4649.31 | 5509.57 | 主要财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | 264.53 | 357.98 | 427.76 | 515.43 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 2933.23 | 3346.09 | 4221.55 | 4994.14 | 营业收入增长率 | 23.63% | 18.26% | 17.60% | 17.33% |
| 归属于母公司净利润 | 1703.75 | 1961.95 | 2467.53 | 2922.17 | 净利润增长率 | 8.86% | 15.16% | 25.77% | 18.42% |
| YoY (%) | 8.86% | 15.16% | 25.77% | 18.42% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.83 | 0.96 | 1.21 | 1.43 | 毛利率 | 21.24% | 23.46% | 24.28% | 25.06% |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 净利率 | 6.07% | 5.86% | 6.28% | 6.34% |
| 货币资金 | 5839.58 | 6079.85 | 8868.22 | 12817.44 | 总资产收益率 ROA | 3.51% | 4.02% | 4.52% | 4.76% |
| 预付款项 | 638.39 | 650.56 | 768.66 | 904.47 | 净资产收益率 ROE | 6.41% | 6.92% | 8.00% | 8.66% |
| 存货 | 5836.76 | 5543.44 | 6770.80 | 7835.86 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 14039.93 | 14316.33 | 16062.00 | 17717.38 | 流动比率 | 1.64 | 2.03 | 2.20 | 2.38 |
| 流动资产合计 | 26354.66 | 26590.17 | 32469.67 | 39275.15 | 速动比率 | 1.24 | 1.56 | 1.69 | 1.85 |
| 长期股权投资 | 114.47 | 114.47 | 114.47 | 114.47 | 现金比率 | 0.36 | 0.46 | 0.60 | 0.78 |
| 固定资产 | 573.08 | 573.08 | 573.08 | 573.08 | 资产负债率 | 37.21% | 30.96% | 30.63% | 30.17% |
| 无形资产 | 3665.11 | 3665.11 | 3665.11 | 3665.11 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 22204.92 | 22195.11 | 22174.95 | 22157.07 | 总资产周转率 | 1.06 | 1.17 | 1.30 | 1.36 |
| 资产合计 | 48559.58 | 48785.28 | 54644.62 | 61432.22 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 2445.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.83 | 0.96 | 1.21 | 1.43 |
| 应付账款及票据 | 5848.18 | 4676.62 | 5577.06 | 6472.19 | 每股净资产 | 13.00 | 13.89 | 15.09 | 16.53 |
| 其他流动负债 | 7777.23 | 8425.49 | 9162.84 | 10061.16 | 每股经营现金流 | 2.38 | 1.43 | 1.37 | 1.94 |
| 流动负债合计 | 16070.97 | 13102.11 | 14739.90 | 16533.36 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 734.46 | 734.46 | 734.46 | 734.46 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 1264.96 | 1264.96 | 1264.96 | 1264.96 | PE | 35.17 | 30.54 | 24.28 | 20.50 |
| 非流动负债合计 | 1999.41 | 1999.41 | 1999.41 | 1999.41 | PB | 2.40 | 2.11 | 1.94 | 1.77 |
| 负债合计 | 18070.38 | 15101.52 | 16739.32 | 18532.77 | | | | | |
| 股本 | 1459.22 | 1459.22 | 1459.22 | 1459.22 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3929.50 | 5313.64 | 7067.65 | 9139.61 | | | | | |
| 股东权益合计 | 30489.19 | 33683.76 | 37905.31 | 42899.44 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 48559.58 | 48785.28 | 54644.62 | 61432.22 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商工作经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区丰汇时代大厦南座5楼

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。