

紫光股份 (000938)

 证券研究报告
 2024年05月11日

业绩符合预期，ICT 设备龙头竞争力强大，积极期待 AI 算网红利

事件：

公司发布 2023 年度报告及 2024 年第一季度报告，2023 年营收 773.08 亿元，同比增长 4.39%，归母净利润 21.03 亿元，同比下降 2.54%；2024 年一季度营收 170.06 亿元，同比增长 2.89%，归母净利润 4.14 亿元，同比下降 5.76%。

公司业绩均符合预期

2023 年营收端：1) 分业务看：ICT 基础设施与服务 515 亿元 (营收占比提升至 66.6%)，同比增长 10.15%，IT 产品分销和供应 291 亿元；2) 子公司新华三：营收 519 亿元，同比增长 4.27%，其中国内 399 亿元，同比增长 1.86%，海外营收 22 亿元 (其中 H3C 品牌收入 14.1 亿元，yoy+62.04%)，同比增长 19.7%。2024Q1 营收 170 亿元，同比增长，其中新华三营收 121 亿元，同比增长 14%，新华三净利润 7.54 亿元，同比增长 8.27%。

服务器存储收入占比提升导致毛利率下降，费用率未来有望稳中有降

公司毛利&费用分析：1) 毛利率：2023 年毛利率 19.6%，同比下降 1 个百分点，其中 ICT 基础设施毛利率 25.58%，同比下降 2.15 个百分点。2024Q1 毛利率 19.97%，环比提升 1.14 个百分点，同比下降 1.04 个百分点。2) 研发费用：2023 年研发费用 56.43 亿元，同比增长 6.5%。3) 2023 年管理费用率 1.8%，提升 0.5 个百分点，主要是子公司新华三辞退福利增加所致，其他销售/财务费用率变化不大。2024Q1 费用率整体呈下降趋势。

ICT 设备龙头彰显强大竞争力，未来有望充分享受 AI 算网红利

公司“云一网一安一算一存一端”全栈业务布局，“AI for ALL”行业赋能战略，持续发挥算力和联接“双基石”的全栈实力，为 AIGC 全面应用构筑坚实的云智原生数字平台和丰富多样的解决方案。2023 年，公司多项产品市场占有率持续领先。中国交换机市场份额排名第二；中国企业网路由器市场份额 30.9%，第二；中国企业级 WLAN 市场份额 27.4%，蝉联第一；中国 X86 服务器市场份额 15.8%，保持市场第二；中国 GPU 服务器市场份额 19.7%，位列市场第二；中国刀片服务器市场份额 51.7%，蝉联市场第一；中国 UTM 防火墙市场份额 20.4%；中国超融合市场份额 18.8%，位列第二。

盈利预测与投资建议：展望未来，1) 公司的运营商业务份额有望持续提升；2) 传统数通产品有望迎来稳定复苏；3) AI 算力/网络产品预计迎来快速增长；4) 出海持续拓张。考虑公司 23 年经营情况以及整体市场竞争激烈影响，我们调整 24-25 年归母净利润预测至 25.31/31.49 亿元 (原值为 27.07/33.18 亿元)，预计 26 年归母净利润为 37.3 亿元。对应当前 PE 估值为 23/19/16 倍，维持“增持”评级。

风险提示：AI 行业推进不及预期，竞争激烈影响毛利率水平，传统业务复苏缓慢，产品市场份额拓展不及预期等风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74,057.65	77,307.81	88,326.87	103,632.23	124,305.84
增长率(%)	9.49	4.39	14.25	17.33	19.95
EBITDA(百万元)	11,110.27	10,418.07	6,165.18	7,076.50	7,608.11
归属母公司净利润(百万元)	2,157.92	2,103.02	2,531.29	3,149.34	3,729.72
增长率(%)	0.48	(2.54)	20.36	24.42	18.43
EPS(元/股)	0.75	0.74	0.89	1.10	1.30
市盈率(P/E)	27.04	27.74	23.05	18.53	15.64
市净率(P/B)	1.83	1.72	1.60	1.47	1.35
市销率(P/S)	0.79	0.75	0.66	0.56	0.47
EV/EBITDA	4.49	5.21	7.63	7.01	5.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	20.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,860.08
流通 A 股股本(百万股)	2,860.08
A 股总市值(百万元)	58,345.63
流通 A 股市值(百万元)	58,345.63
每股净资产(元)	12.01
资产负债率(%)	51.84
一年内最高/最低(元)	38.78/14.22

作者

唐海清 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517030002
 tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517090004
 wangyihong@tfzq.com

缪欣君 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517080003
 miaoxinjun@tfzq.com

袁昊 联系人
 yuanhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《紫光股份-季报点评:Q3 业绩承压，期待 Q4 订单&收入回暖》2023-11-04
- 《紫光股份-半年报点评:业务稳健增长新增订单亮眼，战略布局 AI 迎数智化发展机遇》2023-08-29
- 《紫光股份-公司点评:收购核心资产预案发布，ICT 龙头增厚利润“AI in All”战略扬帆起航》2023-05-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,669.30	14,710.81	19,333.38	18,813.27	28,017.61	营业收入	74,057.65	77,307.81	88,326.87	103,632.23	124,305.84
应收票据及应收账款	13,137.63	14,355.84	17,539.97	17,004.11	21,668.82	营业成本	58,771.99	62,157.92	71,357.52	84,227.29	101,723.98
预付账款	971.86	1,668.64	551.37	1,928.65	1,565.09	营业税金及附加	294.24	282.52	309.14	362.71	435.07
存货	20,274.64	27,934.50	19,637.18	33,706.77	28,457.88	销售费用	4,251.42	4,287.08	4,416.34	5,077.98	5,966.68
其他	4,475.20	3,840.51	4,748.58	5,354.56	6,466.68	管理费用	964.24	1,392.39	1,148.25	1,243.59	1,429.52
流动资产合计	49,528.65	62,510.31	61,810.48	76,807.36	86,176.09	研发费用	5,298.85	5,643.44	6,182.88	6,995.18	8,079.88
长期股权投资	111.98	109.36	109.36	109.36	109.36	财务费用	633.61	771.37	355.54	169.82	48.71
固定资产	1,042.02	1,054.56	719.89	372.16	288.86	资产/信用减值损失	(846.20)	(730.74)	(500.00)	(450.00)	(400.00)
在建工程	150.05	110.72	115.36	107.68	98.84	公允价值变动收益	27.23	(75.14)	164.29	300.00	200.00
无形资产	3,696.90	4,118.61	4,000.48	3,881.35	3,761.22	投资净收益	20.52	138.89	100.00	106.47	115.12
其他	18,349.85	18,225.82	18,134.02	18,056.57	17,990.79	其他	481.27	(237.50)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	23,350.80	23,619.08	23,079.12	22,527.13	22,249.08	营业利润	4,160.47	3,677.58	4,321.48	5,512.14	6,537.13
资产总计	74,063.01	87,264.49	84,889.59	99,334.48	108,425.16	营业外收入	69.16	89.15	80.00	79.43	82.86
短期借款	4,175.40	6,282.71	2,000.00	2,000.00	2,000.00	营业外支出	9.51	6.51	6.87	7.63	7.01
应付票据及应付账款	13,245.03	14,357.81	17,356.64	17,738.06	23,516.66	利润总额	4,220.11	3,760.21	4,394.61	5,583.94	6,612.98
其他	7,566.91	6,651.48	15,475.82	24,015.60	21,091.49	所得税	478.50	75.69	175.78	335.04	396.78
流动负债合计	24,987.33	27,291.99	34,832.46	43,753.66	46,608.16	净利润	3,741.61	3,684.52	4,218.82	5,248.90	6,216.20
长期借款	200.19	5,086.12	3,000.00	3,000.00	3,000.00	少数股东损益	1,583.69	1,581.50	1,687.53	2,099.56	2,486.48
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,157.92	2,103.02	2,531.29	3,149.34	3,729.72
其他	2,712.76	2,805.17	2,800.00	3,072.65	3,092.61	每股收益(元)	0.75	0.74	0.89	1.10	1.30
非流动负债合计	2,912.96	7,891.29	5,800.00	6,072.65	6,092.61	主要财务比率					
负债合计	36,235.20	47,221.83	40,632.46	49,826.31	52,700.76	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	5,986.70	6,096.21	7,783.74	9,883.30	12,369.78	成长能力					
股本	2,860.08	2,860.08	2,860.08	2,860.08	2,860.08	营业收入	9.49%	4.39%	14.25%	17.33%	19.95%
资本公积	17,834.48	17,834.51	17,834.52	17,834.52	17,834.52	营业利润	1.77%	-11.61%	17.51%	27.55%	18.60%
留存收益	11,147.59	13,250.61	15,781.90	18,931.25	22,660.97	归属于母公司净利润	0.48%	-2.54%	20.36%	24.42%	18.43%
其他	(1.05)	1.25	(3.11)	(0.97)	(0.94)	获利能力					
股东权益合计	37,827.80	40,042.66	44,257.13	49,508.17	55,724.40	毛利率	20.64%	19.60%	19.21%	18.72%	18.17%
负债和股东权益总计	74,063.01	87,264.49	84,889.59	99,334.48	108,425.16	净利率	2.91%	2.72%	2.87%	3.04%	3.00%
						ROE	6.78%	6.20%	6.94%	7.95%	8.60%
						ROIC	16.46%	16.79%	13.67%	21.21%	20.04%
						偿债能力					
						资产负债率	48.92%	54.11%	47.87%	50.16%	48.61%
						净负债率	-14.84%	-6.18%	-31.48%	-27.19%	-40.77%
						流动比率	1.52	1.62	1.77	1.76	1.85
						速动比率	0.91	0.91	1.21	0.99	1.24
						营运能力					
						应收账款周转率	6.10	5.62	5.54	6.00	6.43
						存货周转率	3.83	3.21	3.71	3.89	4.00
						总资产周转率	1.05	0.96	1.03	1.13	1.20
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	0.74	0.89	1.10	1.30
						每股经营现金流	1.41	-0.65	4.39	0.03	3.40
						每股净资产	11.13	11.87	12.75	13.85	15.16
						估值比率					
						市盈率	27.04	27.74	23.05	18.53	15.64
						市净率	1.83	1.72	1.60	1.47	1.35
						EV/EBITDA	4.49	5.21	7.63	7.01	5.61
						EV/EBIT	4.75	5.51	8.44	7.65	5.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com