

数字化解决方案领导者，持续受益数字经济 发展

紫光股份(000938)

1、事件：2022年，公司实现营业收入740.58亿元，同比增长9.49%，实现归母净利润21.58亿元；实现扣非归母净利润17.59亿元，同比增长6.34%。

2、收入端：运营业务增长显著，毛利率企稳回升

报告期内，核心控股子公司业绩稳健增长。

● **控股子公司新华三**营业收入达到498.10亿元，同比增长12.31%；实现净利润37.31亿元，同比增长8.65%。其中，国内企业业务受疫情影响增速下滑，实现营业收入391.40亿元，同比增长7.95%。国内运营业务加速增长，实现营业收入88.31亿元，同比增长37.66%。国际业务稳步推进，实现营业收入18.39亿元，同比增长9.59%。

● **控股子公司紫光云**持续强化云服务核心能力，完成混合云架构向分布式云架构升级，实现营业收入15.03亿元，同比增长48.95%。

得益于运营业务收入占比增加，2022年公司整体毛利率20.64%，同比提升1.12pct；销售净利率为5.05%，同比下降0.55pct。

3、费用端及现金流：费率小幅增长，持续加码研发投入

2022年，公司整体费用率为15.05%，同比增加1.62pct，主要系财务费用及研发投入增长。

其中，公司的销售/管理/财务/研发费用率为5.74%/1.30%/0.86%/7.16%，同比变化-0.34/-0.07/+1.29/+0.74pct。其中，财务费用比上年同期增加主要是本期公司子公司新华三集团有限公司汇兑损失增加所致。

研发投入方面，公司2022年研发投入52.99亿元，同比增长7.16%。公司持续加大ICTG产品、云与智能平台和解决方案研发力度。

现金流方面，回款能力持续增强。2022年现金收入比1.19（2021年1.16），经营性净现金流回正。

4、数字化基础设施及服务全面升级，逐浪百行百业数字化转型

公司作为国内ICT龙头厂商，将持续受益数字化转型浪潮，多项产品市场占有率持续领先。

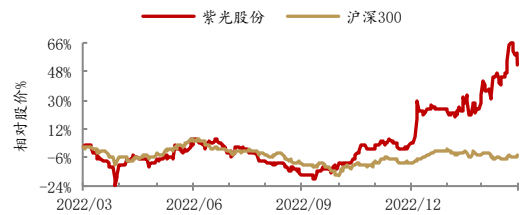
● **子公司新华三**全新升级市场战略，持续赋能三大市场客户数字化转型。

● **子公司紫光云**打造政企行业云与数字化服务商全栈能力，作为数字化解决方案领导者，公司在确定性网络、

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格：
最新收盘价： 28.98

股票代码： 000938
52周最高价/最低价： 31.97/14.22
总市值(亿) 828.85
自由流通市值(亿) 828.85
自由流通股数(百万) 2,860.08



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SACNO：S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SACNO：S1120520040002

联系电话：

相关研究

1. 【华西通信】紫光股份(000938)公司点评：低估值收购新华三少数股权，业绩有望高速增长
2023.01.03

2. 【华西通信】紫光股份(000938)季报点评：业绩稳健增长，新华三增长动能凸显
2022.10.30

3. 【华西通信】紫光股份(000938)半年报点评：产品份额持续提升，扣非归母净利润恢复增长

隐私计算、算力网络、智算中心等前瞻技术方面加强布局并取得重大突破。

5、债务问题解决，新华三收购少数股权，长期部署价值凸显
我们认为，集团债务问题解决，叠加新华三收购少数股权项目进展预期，估值处于历史中位水平，考虑数字经济背景下企业数字化转型和运营商云化转型需求，公司业绩增长确定性高，仍然具备长期部署价值。

6、投资建议

公司作为数字化解决方案行业领导者，持续受益于百行百业数字化转型需求，业绩稳定增长。考虑 2022 年受疫情影响企业业务增长基数减少，降低盈利预测，预计 2023-2025 实现营收分别由 873.8/1012.2/N/A 亿元调整为 864.1/1020.0/1215.8 亿元，每股收益分别由 1.16/1.44/N/A 元调整为 0.93/1.16/1.46 元，对应 2023 年 3 月 30 日 28.98 元/股收盘价 PE 分别为 31.1/25.0/19.9 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

数字化转型不及预期；运营商云计算投入不及预期；上游芯片等原材料成本波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,638	74,058	86,414	102,000	121,584
YoY (%)	12.6%	9.5%	16.7%	18.0%	19.2%
归母净利润(百万元)	2,148	2,158	2,663	3,321	4,164
YoY (%)	18.5%	0.5%	23.4%	24.7%	25.4%
毛利率 (%)	19.5%	20.6%	19.1%	19.3%	19.7%
每股收益 (元)	0.75	0.75	0.93	1.16	1.46
ROE	7.2%	6.8%	7.7%	8.8%	9.9%
市盈率	38.59	38.44	31.13	24.96	19.90

资料来源：wind，华西证券研究所

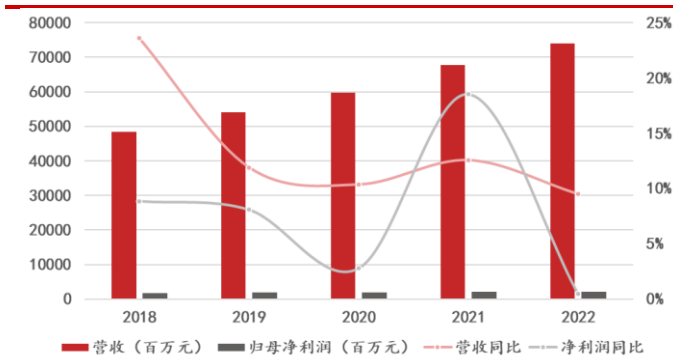
1. 事件

2022 年，公司实现营业收入 740.58 亿元，同比增长 9.49%，实现归母净利润 21.58 亿元；实现扣非归母净利润 17.59 亿元，同比增长 6.34%。

2. 收入端：运营商业务增长显著，毛利率企稳回升

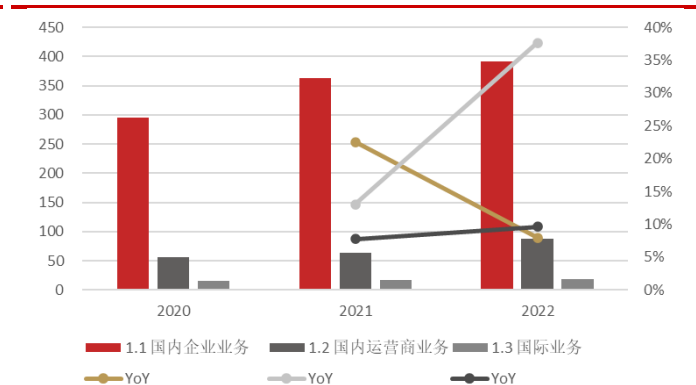
2022 年公司实现营业收入 740.58 亿元，同比增长 9.49%，实现营业利润 41.60 亿元，同比增长 1.77%，实现归母净利润 21.58 亿元，同比增长 0.48%，实现扣非归母净利润 17.59 亿元，同比增长 6.34%。

图 1 公司年度营收及归母净利润情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 子公司新华三分业务营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

报告期内，核心控股子公司业绩稳健增长。新华三 2022 年营业收入达到 498.10 亿元，同比增长 12.31%；实现净利润 37.31 亿元，同比增长 8.65%。

子公司新华三大业务板块中，

国内企业业务受疫情影响增速下滑，实现营业收入 391.40 亿元，同比增长 7.95%。

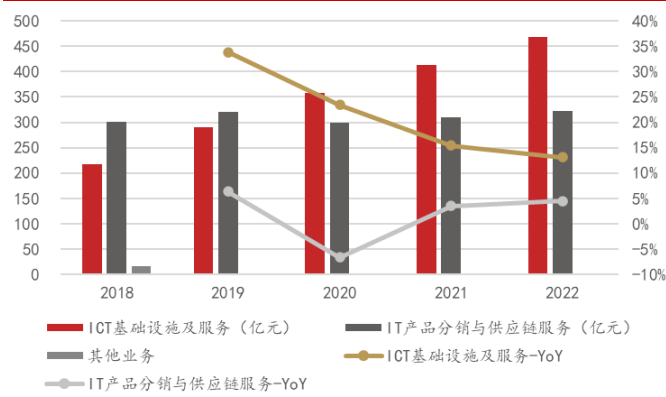
国内运营业务加速增长，作为运营商的核心供应商，受益于数字经济背景下运营商数智化转型，实现营业收入 88.31 亿元，同比增长 37.66%。

国际业务稳步推进，产品和解决方案的销售规模持续增加，实现营业收入 18.39 亿元，同比增长 9.59%；H3C 品牌产品及服务收入达到 8.70 亿元，同比增长 21.89%，其中自主渠道收入达到 3.79 亿元，同比增加 93.07%。

控股子公司紫光云持续强化云服务核心能力，完成混合云架构向分布式云架构升级，在加强核心云服务能力的基础上，深入场景应用，提升全栈数字化服务水平。2022 年实现营业收入 15.03 亿元，同比增长 48.95%。

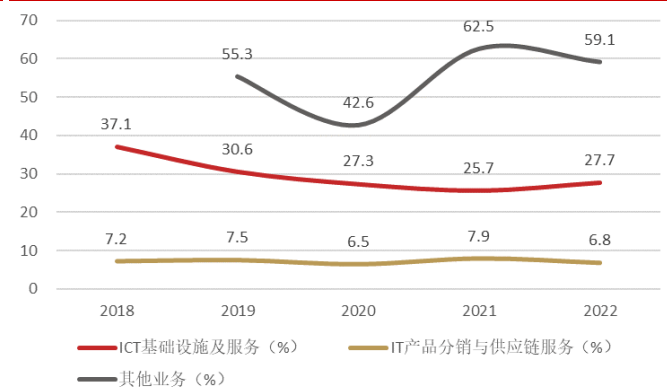
分产品来看，ICT 基础设施及服务增长稳健，运营商业务占比增加，毛利率略升，实现收入 467.60 亿元，同比增长 13.09%，毛利率 27.73%，同比提升 2.06pct；受终端产品销售承压的影响，IT 产品分销实现收入 323.08 亿元，同比增长 4.50%，毛利率 6.80%，同比降低 1.10pct。

图3 公司年度分产品营收情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

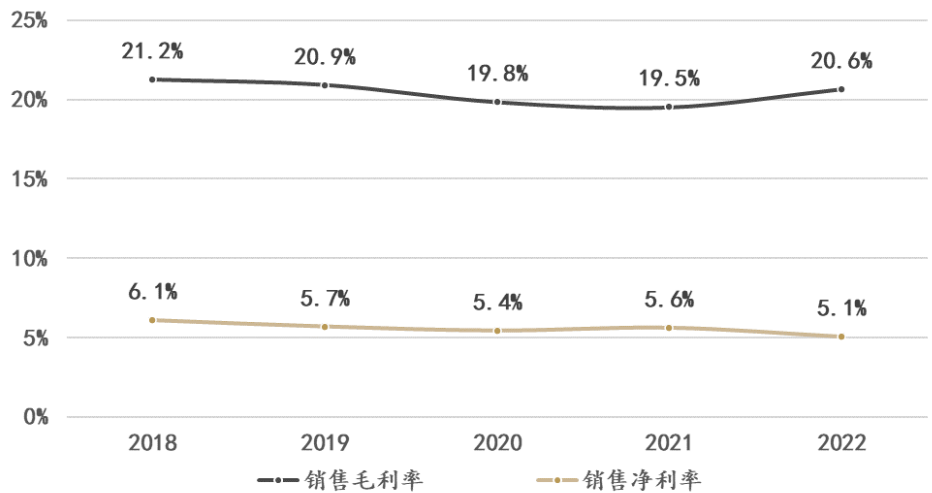
图4 公司年度分产品毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

ICT基础设施及服务拉动整体毛利率企稳回升: 2022年公司整体毛利率20.64%, 同比提升1.12pct; 销售净利率为5.05%, 同比下降0.55pct。

图5 公司年度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

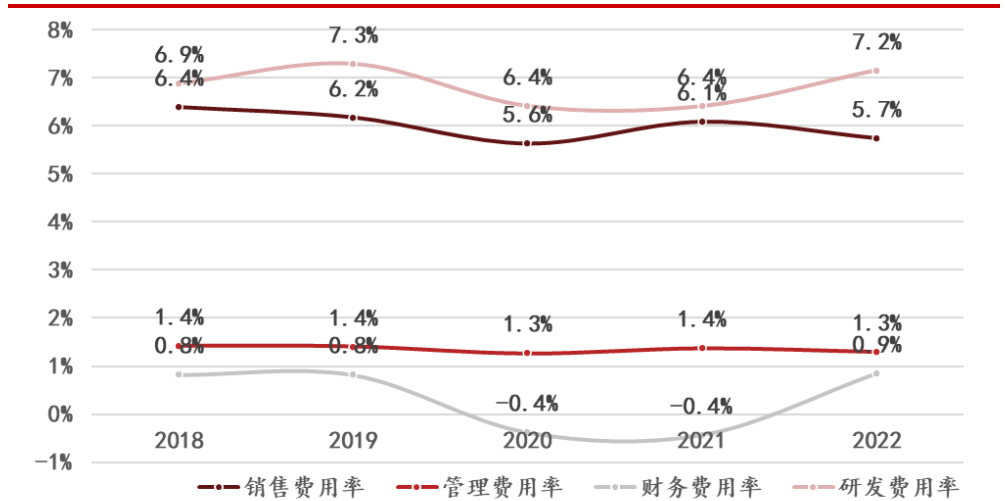
3. 费用端及现金流: 费率小幅增长, 持续加码研发投入

2022年, 公司整体费用率为15.05%, 同比增加1.62pct, 主要系财务费用及研发投入增长。

其中, 公司的销售/管理/财务/研发费用率为5.74%/1.30%/0.86%/7.16%, 同比变化-0.34/-0.07/+1.29/+0.74pct。其中, 财务费用比上年同期增加主要是本期公司子公司新华三集团有限公司汇兑损失增加所致。

研发投入方面, 公司2022年研发投入52.99亿元, 同比增长7.16%。公司持续加大ICTG产品、云与智能平台和解决方案研发力度。

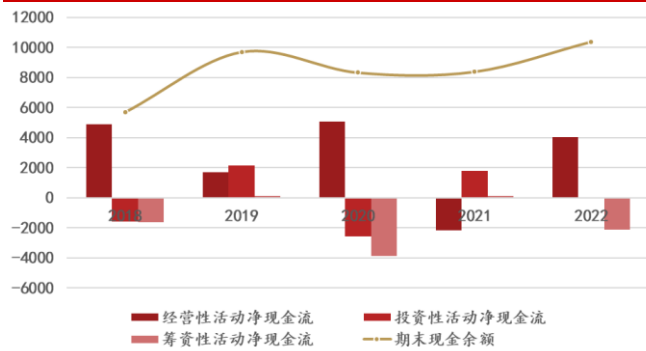
图 6 公司年度各项费率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

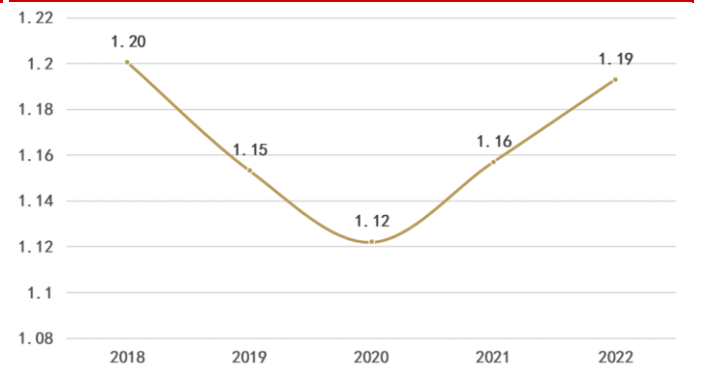
现金流与资产端，回款能力持续增强。2021 年由于公司加大原材料战略性备货等原因，经营性现金流短期转负。2022 年公司加大回款比率，经营性现流转正，现金收入比（销售商品提供劳务获取现金与营收比）持续提升，2022 年达到 1.19，回款能力提升。

图 7 公司年度现金流（百万）及现金情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 5 公司年度现金收入比情况



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 数字化基础设施及服务全面升级，逐浪百行百业数字化转型

公司作为国内 ICT 龙头厂商，将持续受益数字化转型浪潮，多项产品市场占有率持续领先。根据公司年报提供的 IDC 数据，公司在中国以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机市场，分别以 33.8%、35.3%、31.0% 的市场份额排名第二；中国企业网路由器市场份额 31.8%，持续位列市场第二；中国企业级 WLAN 市场份额 28.0%，连续 14 年蝉联市场第一；中国 X86 服务器市场份额 18.0%，保持市场第二；中国刀片服务器市场份额 54.8%，蝉联市场第一；中国存储市场份额 12.5%，连续位居市场第二。2022 年前三季度，在中国 UTM 防火墙市场以 23.7% 的市场份额位

居市场第二；中国超融合市场份额23.9%，位列市场第一。未来看好公司占有率稳步提高，持续受益百行百业数字化转型浪潮。

4.1. 子公司新华三全新升级市场战略，持续赋能三大市场客户数字化转型

国内企业业务，在政府、金融、交通、医疗、矿山和教育领域持续深耕，并在央企云、智能制造、自动驾驶、生物医药、零售业也有所创新突破。2022年，新华三打造的 To B、To G 的 ICT 全栈式线上商城——新华三商城，为行业客户提供原厂直营的一站式 ICT 服务。截至 2022 年底已整合形成了智慧教育、智慧医疗、数字乡村、智慧园区等 150 余个场景、500 多个常用解决方案，服务百行百业数字化转型。

国内运营商业务，持续深化“三云两网”战略，积极布局算力网络、确定性网络、液冷底座等前瞻技术领域。

- 在云网市场，新华三在三大运营商的服务器、交换机、分布式存储集采项目中实现大份额中标，独家中标中国广电 5G 网络的 IT 私有云项目；安全硬件产品在三大运营商 5G 核心网、公有云、IT 云等场景持续深耕，继续保持领先份额。
- 在战略市场，核心路由器 CR19000 落地范围持续扩大，中标业界首次大规模 5G 小基站集采项目（中国移动 2022-2023 年扩展型皮站设备集中采购项目）。
- 在政企和新业务市场，持续紧密合作，并在智慧家庭市场、政企安全专线和云桌面等新兴业务范围持续扩大规模。

国际业务，面临多重不确定性，海外市场持续推进自有品牌业务布局。

4.2. 子公司紫光云打造政企行业云与数字化服务商全栈能力

2022 年，紫光云的紫鸾平台全面完成混合云架构向分布式云架构升级，并满足国产化云需求；推出边缘云、边缘小站、边缘容器三大边缘模型，依托原生的云边协同能力，更好的将中心云服务能力下沉边缘；紫鸾分布式云集成了 IaaS、PaaS、大数据、AI、aPaaS、SaaS 等多类服务，目前能够提供 44 小类、173 种、557 个规格的云服务，市场竞争力进一步增强；发布了 68 个 SaaS 数字化能力，可交付一网统管、城市生命线、智慧社区、数字乡村、工业互联网等领域应用，实现政府、企业、工业、水利等行业重点覆盖。

作为数字化解决方案领导者，公司在确定性网络、隐私计算、算力网络、智算中心等前瞻技术方面加强布局并取得重大突破。

- 在确定性网络方面，公司是投入确定性网络技术研发和产业落地的先行者之一，可提供跨域广域网、异构网络间的超低时延、超低抖动、超高可靠的确定性通信技术，以及端到端的确定性网络解决方案；高端路由器全面支持确定性技术，并建成全球首张确定性网络，各项指标达到国际先进水平。
- 在隐私计算方面，推出隐私计算一体机和隐私计算云，针对金融、政务等特定场景提供算力增强的数据合规共享方案。

- 在算力网络方面，基于对算力评估标准、分布式算网大脑、网络控制器、云管平台及网络设备联动的研究，深度布局转控分离的未来算力网络解决方案。
- 在智算中心方面，研究布局具备更快数据读取速度和更强训练效率的智算中心解决方案。
- 同时，公司不断将创新技术融入到数字基础设施产品与服务中，推进公司各产品线全面升级。

公司将持续推动“云智原生”技术战略的实施，以“确定性网络”夯实产业互联网基石，用“算力网络”筑牢“东数西算”技术底座，用“隐私计算”推动数据价值释放，以“液冷技术”践行双碳战略，促进数字化技术与行业应用场景的深度融合，以“云智原生”和绿色低碳的场景化解决方案赋能行业客户数字化和智能化转型。

5. 债务问题解决，新华三收购少数股权，长期部署价值凸显

根据公司年报，报告期内，紫光集团债务问题解决，紫光通信持有的公司 18.45% 股权属于本次重整偿债资源，其中紫光股份 4.91% 股权已直接登记至相关债权人名下，13.54% 已提存至紫光集团管理人开立的证券账户，上述划转后，紫光通信持有公司股权 28%，仍为公司控股股东。2022 年 7 月紫光集团完成重组，智广芯承接紫光集团 100% 股权，清华控股不再持有紫光集团股权。智广芯变更为公司间接控股股东，由此导致公司实际控制人发生变化。

2023 年 1 月 3 日，公司公告 HPE 实体向紫光国际发出了《关于行使卖出期权的通知》，HPE 实体将向紫光国际出售其持有的新华三 49% 的股权。本次交易完成后，紫光国际将持有新华三 100% 的股权。根据公司年报，目前公司正在积极推进收购控股子公司新华三集团有限公司 49% 股权交易事项。

我们认为，集团债务问题解决，叠加新华三收购少数股权项目进展预期，估值处于历史中位水平，考虑数字经济背景下企业数字化转型和运营商云化转型需求，公司业绩增长确定性高，仍然具备长期部署价值。

6. 盈利预测及投资建议

公司作为数字化解决方案行业领导者，持续受益于百行百业数字化转型需求，业绩稳定增长。考虑 2022 年受疫情影响企业业务增长基数减少，降低盈利预测，预计 2023-2025 实现营收分别由 873.8/1012.2/N/A 亿元调整为 864.1/1020.0/1215.8 亿元，每股收益分别由 1.16/1.44/N/A 元调整为 0.93/1.16/1.46 元，对应 2023 年 3 月 30 日 28.98 元/股收盘价 PE 分别为 31.1/25.0/19.9 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

数字化转型不及预期；运营商云计算投入不及预期；上游芯片等原材料成本波动风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74,058	86,414	102,000	121,584	净利润	3,742	4,625	5,780	7,239
YoY (%)	9.5%	16.7%	18.0%	19.2%	折旧和摊销	1,061	1,048	1,190	1,272
营业成本	58,772	69,883	82,273	97,681	营运资金变动	-1,598	3,638	-9,535	4,751
营业税金及附加	294	329	393	469	经营活动现金流	4,019	9,386	-2,476	13,358
销售费用	4,251	5,068	5,855	6,930	资本开支	-482	-1,472	-1,554	-1,513
管理费用	964	1,156	1,360	1,617	投资	438	-69	-67	-67
财务费用	634	0	0	0	投资活动现金流	38	-1,553	-1,624	-1,582
研发费用	5,299	6,066	7,222	8,599	股权募资	65	0	0	0
资产减值损失	-695	-113	-135	-145	债务募资	-1,075	384	375	296
投资收益	21	-12	-4	-2	筹资活动现金流	-2,109	384	375	296
营业利润	4,160	5,163	6,441	8,095	现金净流量	1,993	8,217	-3,725	12,073
营业外收支	60	50	50	50					
利润总额	4,220	5,213	6,491	8,145	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	478	588	711	906	成长能力				
净利润	3,742	4,625	5,780	7,239	营业收入增长率	9.5%	16.7%	18.0%	19.2%
归属于母公司净利润	2,158	2,663	3,321	4,164	净利润增长率	0.5%	23.4%	24.7%	25.4%
YoY (%)	0.5%	23.4%	24.7%	25.4%	盈利能力				
每股收益	0.75	0.93	1.16	1.46	毛利率	20.6%	19.1%	19.3%	19.7%
					净利率	2.9%	3.1%	3.3%	3.4%
					总资产收益率 ROA	2.9%	3.2%	3.5%	3.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	6.8%	7.7%	8.8%	9.9%
货币资金	10,669	18,886	15,161	27,234	偿债能力				
预付款项	972	1,134	1,333	1,589	流动比率	1.52	1.59	1.63	1.68
存货	20,275	18,973	29,253	28,381	速动比率	0.79	0.96	0.84	1.01
其他流动资产	18,796	19,440	24,487	26,751	现金比率	0.32	0.51	0.35	0.55
流动资产合计	50,712	58,433	70,234	83,955	资产负债率	48.9%	48.4%	48.9%	48.8%
长期股权投资	112	102	90	76	经营效率				
固定资产	1,042	1,025	929	734	总资产周转率	1.05	1.11	1.16	1.20
无形资产	3,697	3,647	3,554	3,460	每股指标 (元)				
非流动资产合计	23,351	23,781	24,126	24,340	每股收益	0.75	0.93	1.16	1.46
资产合计	74,063	82,214	94,361	108,295	每股净资产	11.13	12.06	13.22	14.68
短期借款	4,175	4,560	4,934	5,231	每股经营现金流	1.41	3.28	-0.87	4.67
应付账款及票据	13,245	15,485	18,713	21,917	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	15,902	16,803	19,567	22,762	估值分析				
流动负债合计	33,322	36,848	43,215	49,910	PE	38.44	31.13	24.96	19.90
长期借款	200	200	200	200	PB	1.75	2.40	2.19	1.97
其他长期负债	2,713	2,713	2,713	2,713					
非流动负债合计	2,913	2,913	2,913	2,913					
负债合计	36,235	39,761	46,128	52,823					
股本	2,860	2,860	2,860	2,860					
少数股东权益	5,987	7,949	10,409	13,483					
股东权益合计	37,828	42,453	48,233	55,472					
负债和股东权益合计	74,063	82,214	94,361	108,295					

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，5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，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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。