

证券研究报告

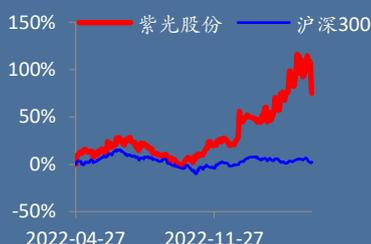
公司研究

公司点评报告

紫光股份(000938)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

蒋颖通信行业首席分析师

执业编号：S1500521010002

联系电话：+8615510689144

邮箱：jiangying@cindasc.com

相关研究

《紫光股份(000938.SZ)：数智化时代，硬科技龙头破浪启航》

2021. 10. 31

《紫光股份(000938.SZ)：业绩符合预期，盈利能力增强》

2022. 04. 28

《紫光股份(000938.SZ)：集团债务重整落地，公司未来发展可期》

2022. 07. 12

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

业绩稳步增长，深度布局“云—网—算—存—端”

2023年4月27日

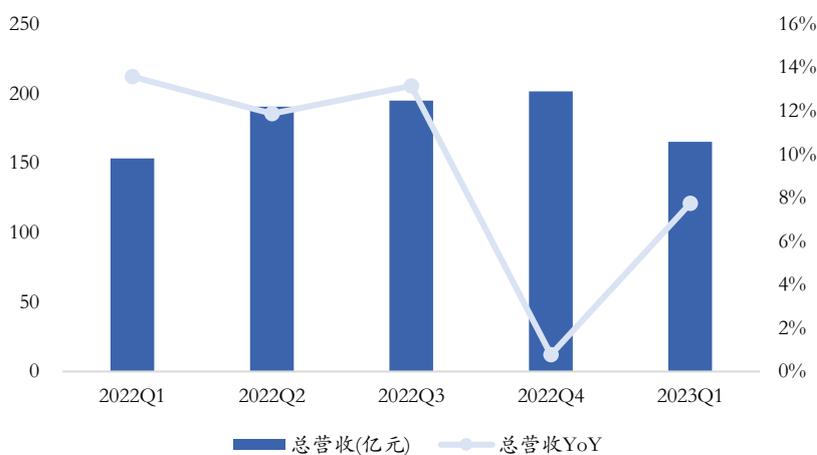
事件：2023年4月27日，公司发布了2023年一季度报告，2023年一季度公司实现总营收165.29亿元，同比增长7.74%；实现归母净利润4.39亿元，同比增加17.92%；实现扣非后归母净利润3.37亿元，同比减少7.19%。

点评：

➢ 推出多款ICT产品，运营业务快速增长

2023年一季度，新华三集团实现营业收入106.42亿元，实现净利润6.96亿元。公司实施“AI in ALL”技术战略，深度布局“云—网—算—存—端”产业链，加快数智创新，不断丰富数字化解决方案，推出多款服务器、网络设备和安全产品等ICT产品，满足AIGC发展带来的算网基础设施新需求。公司一季度业绩稳步提升，运营业务和国际业务快速增长，产品和场景化解决方案持续在政府、运营商、金融、电力能源、教育、医疗、交通和智能制造等领域深度应用，随着我国数字经济的加速发展，未来成长空间广阔。

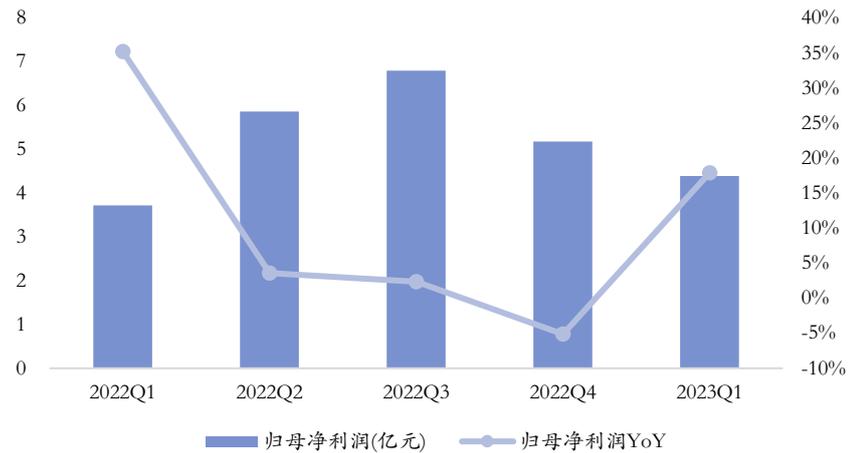
图1：公司2023年一季度总营收稳步提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

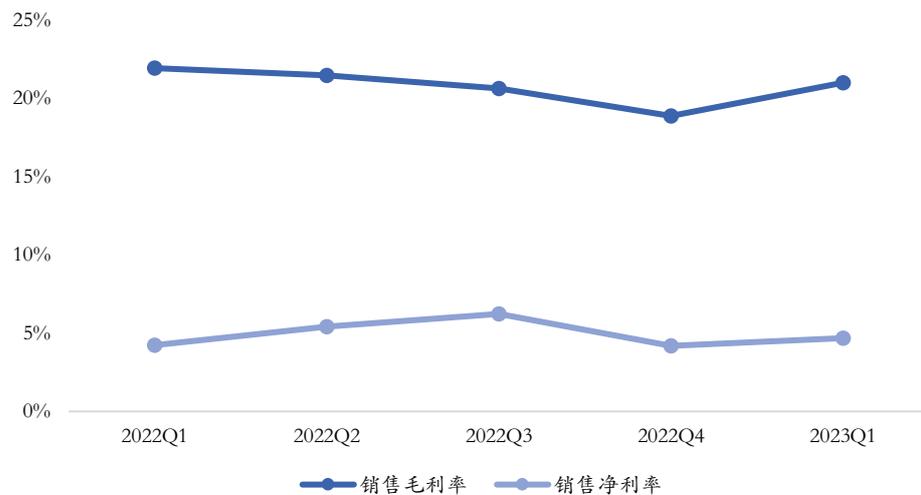
重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,638	74,058	85,203	98,430	113,807
增长率 YoY%	12.6%	9.5%	15.1%	15.5%	15.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,148	2,158	2,667	3,227	3,876
增长率 YoY%	18.5%	0.5%	23.6%	21.0%	20.1%
毛利率%	19.5%	20.6%	19.9%	19.3%	18.7%
净资产收益率 ROE%	7.2%	6.8%	7.7%	8.6%	9.3%
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.75	0.93	1.13	1.36
市盈率 P/E(倍)	37.04	36.86	29.82	24.65	20.52
市净率 P/B(倍)	2.65	2.50	2.30	2.11	1.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月27日收盘价

图 2：公司 2023 年一季度归母净利润稳定提升


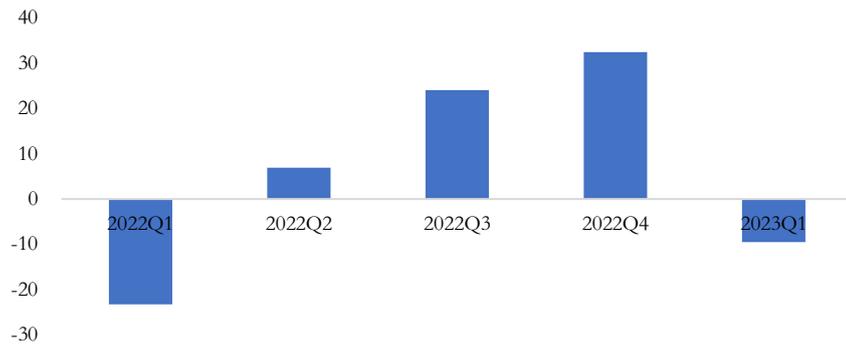
资料来源：wind，信达证券研发中心

从盈利能力来看，公司销售毛利率环比有所提升，销售净利率环比同比均有提升。2023 年一季度，公司实现销售毛利率 21.01%，同比减少 0.92 个百分点，环比增长 2.13 个百分点，实现销售净利率 4.69%，同比增长 0.45 个百分点，环比增长 0.50 个百分点。我们认为随着公司多行业市场份额稳步提升、云计算业务的不断优化、海外市场的加强扩展，公司综合毛利率有望进一步优化。

图 3：公司 2023 年一季度销售毛利率及销售净利率有所提升


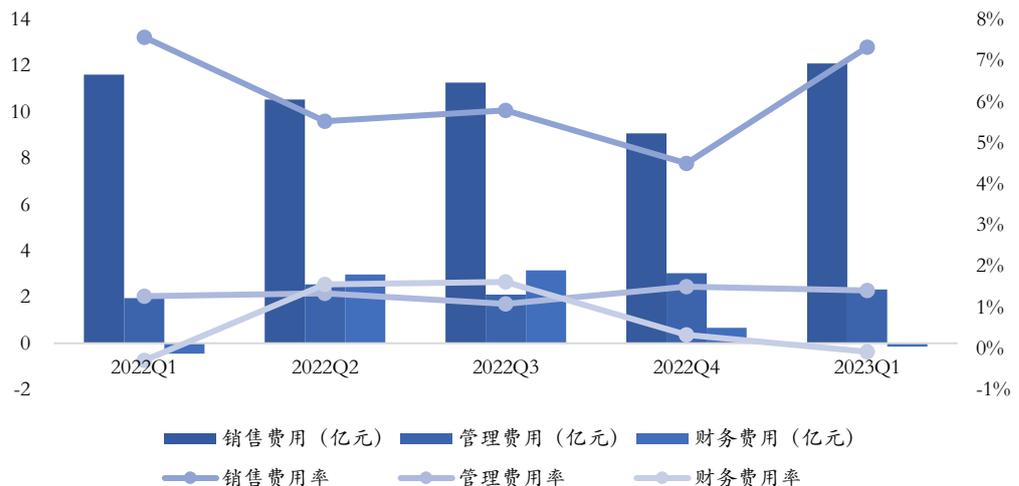
资料来源：wind，信达证券研发中心

公司经营性现金流同比改善，经营水平好转。2023 年一季度公司经营活动产生的现金流量净额为 -9.53 亿元，同比增长 59.05%，我们认为一季度现金流为负主要系公司收到订单采购上游物料所致，未来现金流有望持续改善。

图 4：公司 2023 年一季度经营性现金流同比改善


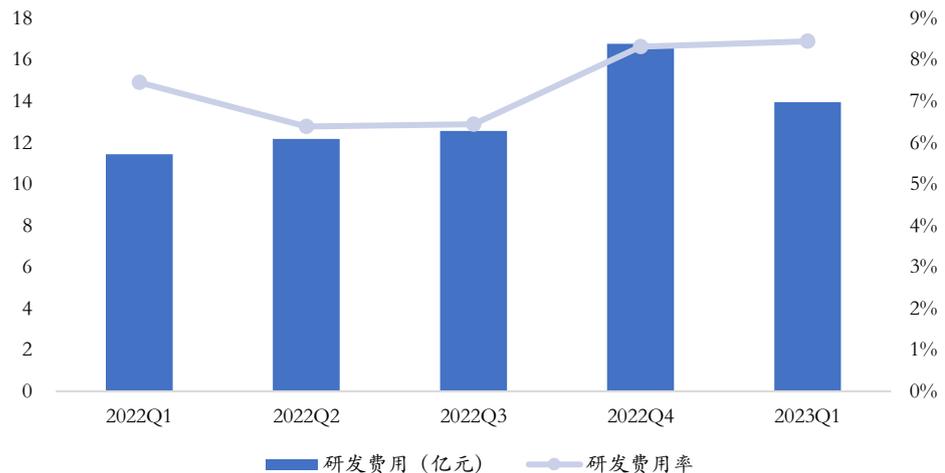
资料来源：wind，信达证券研发中心

从费用端来看，公司整体费用管控优秀。2023 年一季度公司分别实现销售费用 12.11 亿元、管理费用 2.33 亿元、财务费用-0.14 亿元，实现销售费用率 7.33%，同比减少 0.25 个百分点，实现管理费用率 1.41%，同比增加 0.14 个百分点，实现财务费用率-0.08%，同比增加 0.21 个百分点。2023 年一季度财务费用增长较大，主要是公司本期汇兑损失，而上年同期为汇兑收益所致。我们认为 2023 年随着疫情影响减弱、美元加息，公司财务费用或将逐步改善。

图 5：公司费用率管控良好


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司研发投入创新高，拥有多支优秀研发团队，布局多个前沿技术。2023 年一季度公司研发投入金额为 13.97 亿元，同比增加 22.01%，研发费用率为 8.45%，同比提升 0.99 个百分点。公司围绕数字经济与人工智能发展，持续加大 ICT 产品、云与智能平台和解决方案研发力度，持续布局确定性网络、算力网络、隐私计算、智算中心等前瞻技术，助力公司发展，提升产品竞争力。我们认为未来 AI 技术或将赋能产品研发，产品研发迭代速度有望加快，产品解决方案有望不断优化。

图 6：2023 年一季度公司研发费用率同比提升


资料来源：wind，信达证券研发中心

➤ 多产品市场份额持续领先，ICT 龙头地位稳定

2022 年公司多项产品市场占有率持续领先。据 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。

➤ 盈利预测与投资评级

公司是国内 ICT 设备龙头企业，具备完整的算力产业链，我们看好公司在数字经济时代的竞争实力和长远发展。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.67 亿元、32.27 亿元、38.76 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 29.82 倍、24.65 倍、20.52 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素

AIGC 产业发展不及预期；云计算产业发展不及预期；海外业务发展不及预期；母公司债务重组效果不达预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	43,579	50,712	53,778	68,903	79,994	
货币资金	8,960	10,669	23,961	13,696	31,838	
应收票据	67	125	17	174	79	
应收账款	11,081	13,013	12,075	18,001	17,406	
预付账款	839	972	1,092	1,311	1,574	
存货	18,424	20,275	10,049	27,483	19,834	
其他	4,208	5,659	6,585	8,237	9,264	
非流动资产	22,871	23,351	24,277	25,130	25,845	
长期股权投资	134	112	122	127	127	
固定资产(合)	923	1,042	1,067	967	760	
无形资产	3,882	3,697	3,682	3,719	3,808	
其他	17,931	18,500	19,406	20,318	21,150	
资产总计	66,450	74,063	78,055	94,033	105,839	
流动负债	28,429	33,322	31,822	41,333	45,606	
短期借款	4,290	4,175	4,675	4,975	4,875	
应付票据	2,136	3,142	2,809	4,344	3,988	
应付账款	9,682	10,103	8,849	14,111	15,205	
其他	12,321	15,902	15,488	17,902	21,539	
非流动负债	2,353	2,913	3,726	4,512	5,197	
长期借款	100	200	300	400	501	
其他	2,253	2,713	3,426	4,111	4,697	
负债合计	30,782	36,235	35,547	45,845	50,804	
少数股东权益	5,707	5,987	7,999	10,453	13,425	
归属母公司	29,961	31,841	34,508	37,735	41,611	
负债和股东权益	66,450	74,063	78,055	94,033	105,839	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,638	74,058	85,203	98,430	113,807
同比(%)	12.6%	9.5%	15.1%	15.5%	15.6%
归属母公司净利润	2,148	2,158	2,667	3,227	3,876
同比(%)	18.5%	0.5%	23.6%	21.0%	20.1%
毛利率(%)	19.5%	20.6%	19.9%	19.3%	18.7%
ROE%	7.2%	6.8%	7.7%	8.6%	9.3%
EPS (摊薄)(元)	0.75	0.75	0.93	1.13	1.36
P/E	37.04	36.86	29.82	24.65	20.52
P/B	2.65	2.50	2.30	2.11	1.91
EV/EBITDA	12.74	8.47	10.28	9.85	6.21

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	67,638	74,058	85,203	98,430	113,807	
营业成本	54,470	58,772	68,228	79,479	92,577	
营业税金及附加	253	294	341	394	455	
销售费用	4,118	4,251	5,283	5,512	5,918	
管理费用	934	964	1,193	1,309	1,366	
研发费用	4,809	5,299	6,262	6,496	6,828	
财务费用	-292	634	-307	-64	196	
减值损失合	-587	-695	-102	-21	79	
投资净收益	-24	21	10	8	8	
其他	1,353	992	1,101	1,051	1,101	
营业利润	4,088	4,160	5,213	6,342	7,655	
营业外收支	88	60	65	66	68	
利润总额	4,176	4,220	5,278	6,408	7,723	
所得税	384	478	599	727	876	
净利润	3,792	3,742	4,679	5,681	6,847	
少数股东损益	1,645	1,584	2,012	2,454	2,972	
归属母公司净利润	2,148	2,158	2,667	3,227	3,876	
EBITDA	4,840	6,048	6,122	7,540	9,137	
EPS (当年)(元)	0.75	0.75	0.93	1.13	1.36	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-2,180	4,019	14,388	-8,893	20,032
净利润	3,792	3,742	4,679	5,681	6,847
折旧摊销	1,061	1,061	1,125	1,250	1,374
财务费用	261	270	233	275	304
投资损失	24	-21	-10	-8	-8
营运资金变	-7,771	-1,598	8,480	-15,875	11,756
其它	452	564	-119	-217	-242
投资活动现	1,776	38	-2,247	-2,220	-2,187
资本支出	-525	-482	-1,638	-1,633	-1,629
长期投资	2,282	438	-511	-523	-521
其他	20	83	-98	-64	-37
筹资活动现	133	-2,109	1,150	849	297
吸收投资	455	65	0	0	0
借款	3,881	3,225	600	400	0
支付利息或股息	-1,608	-1,849	-233	-275	-304
现金流净增加额	-289	1,993	13,291	-10,265	18,142

研究团队简介

蒋颖，通信行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖智能制造&云计算 IDC 产业链、海缆&通信新能源产业链、智能汽车&智能电网产业链、5G 产业链等。曾获 2022 年 wind “金牌分析师”通信第 4 名；2020 年 wind “金牌分析师”通信第 1 名；2020 年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第 1 名；2020 年 21 世纪“金牌分析师”通信第 3 名；2019 年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第 5 名。

石瑜捷，通信行业研究助理，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联 MRI 研究中心，负责汽车板块研究。2020 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖物联网、车载导航、智能电网、运营商、5G 应用等领域。

陈光毅，通信组成员，北京大学物理学博士，凝聚态物理专业。2021 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖海缆&通信新能源、激光雷达、车载控制器、云计算&5G 等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。