

运营商及国际业务快速增长，云智原生数字平台持续升级

紫光股份(000938)

评级:	买入	股票代码:	000938
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	38.78/15.12
目标价格:		总市值(亿)	731.89
最新收盘价:	25.59	自由流通市值(亿)	731.89
		自由流通股数(百万)	2,860.08

事件:

公司发布 2023 半年报，2023H1 实现营业收入 360.45 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润达到 10.22 亿元，同比增长 6.5%；公司控股子公司新华三实现营业收入 249.91 亿元，同比增长 4.9%，实现净利润 18.23 亿元，同比增长 2.6%。

1、2023H1 业绩稳定增长

新华三国内企业业务稳步推进，营业收入达到 186.61 亿元。在数字政府、数字金融、智慧交通、智慧医疗、智慧教育、电力能源等领域持续布局，同时深度参与华润集团、中国五矿、一汽集团、宝武集团、招商局集团等央企国企数字化转型。在智能制造领域，将数字技术与行业场景深度融合，在钢铁有色、材料化工、电子通讯、汽车装备等行业陆续中标重要项目。

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%。ICT 设备集采方面，持续大份额中标三大运营商和中国广电云网相关项目，同时新华三助力运营商打造多个智算中心全国标杆项目，是运营商算网安全和智算领域的主力供应商之一；战略市场方面，中标中国电信核心路由器集采项目，在中国移动、中国电信实现新型业务路由器 VBRAS 持续落地，5G 小基站亦在中国移动实现超过 8 个省份的规模落地，并完成中国电信多省现网试点；政企和新业务方面，积极助力运营商建设政务云项目，并为运营商政企业务的安全专线提供安全大脑产品及服务，此外在中国移动 FTTR 集采入围，中标江苏移动 2023 年全省 FTTR 全光组网设备项目。

国际业务整体销售规模持续扩大，着力打造收入增长的“第二曲线”。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%。2023 年新华三发布全新海外战略，积极助力海外国家及地区实现数字化转型的“本地化”，在马来西亚、印度尼西亚、泰国、巴基斯坦、哈萨克斯坦、土耳其、日本、西班牙、新加坡、南非、墨西哥等 70 多个国家取得项目突破并成功落地交付，成功拓展阿联酋、越南和蒙古等新市场。

2、多项产品市场份额占有率持续领先

根据公司半年报，2023Q1，在中国以太网交换机、企业网交换机、园区交换机市场，公司市场份额位列第一；在数据中心交换机市场位列第二；中国企业网路由器市场份额持续位列第二；中国企业级 WLAN 市场份额连续蝉联第一；中国 X86 服务器市场份额保持第二，中国刀片服务器市场份额蝉联第一；中国存储市场连续位列第一；中国超融合市场位列第一；中国 UTM 防火墙市场位列第二。公司以技术创新进一步扩大了领先优势，持续夯实了公司在数字经济核心赛道的差异化竞争力。

3、持续布局研发算力基础设施领域技术和产品，“云智原生”数字平台整体能力不断增强

2023H1 整体费用率 16.48%，同比增加 1.13pct，主要系研发费用率 7.70%，同比增加 0.83pct，仍维持在较高水平。此外，销售/管理/财务费用率分别为 6.54%/1.33%/0.91%，基本保持稳定。

报告期内，公司围绕 AIGC、算力供给、高品质网络、绿色节能、数据并行、安全隐私、智能运维等方向持续进行技术和产品创新，陆续推出一系列重磅产品与解决方案，为 AIGC 全面应用构筑坚实的云智原生数字平台。其中包括全球首款单芯片 800G CPO 硅光交换机、CR16000-M8 和 CRT19000-20 等高端路由器、Wi-Fi 7 新品、5G 小基站等。

此外，公司推出全栈液冷解决方案，并将其全面融入到全新 UniServer G6 系列服务器中，可以让整体数据中心 PUE 降低至 1.1 以下。

2023H1 营业周期 206.82 天，与 2022 年同期基本持平（204.76 天），整体营运能力稳定。（wind 数据）

4、估值处于历史均值水平，新华三在云化大趋势背景下仍具备长期业绩确定性

截至 8 月 24 日 PE (TTM) 为 32.9x，已低于近五年平均值 34.4x。我们认为，公司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。

5、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，维持盈利预测，预计 2023-2025 实现营收分别为 864.1/1020.0/1215.8 亿元，每股收益分别为 0.93/1.16/1.46 元，对应 2023 年 8 月 24 日 25.59 元/股收盘价 PE 分别为 27.5/22.0/17.6 倍，维持“买入”评级。

6、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	34.07	33.94	27.49	22.04	17.58

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

华西通信&计算机联合覆盖

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	33.94	27.49	22.04	17.58
长期借款	200	200	200	200	PB	1.75	2.12	1.93	1.74
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。

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。