

通用计算机设备

紫光股份（000938.SZ）

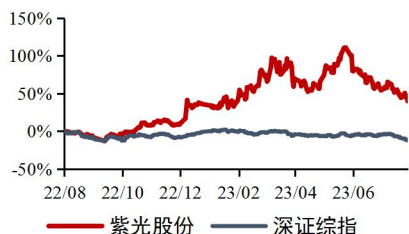
买入-B(首次)

新华三业务稳步推进，多项产品市占率仍保持领先

2023年8月28日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月25日

收盘价（元）：	24.42
总股本（亿股）：	28.60
流通股本（亿股）：	28.60
流通市值（亿元）：	698.43

基础数据：2023年6月30日

每股净资产（元）：	13.85
每股资本公积（元）：	6.24
每股未分配利润（元）：	4.17

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

事件描述：

2023年8月24日，公司发布2023年半年度报告。2023H1，公司实现收入360.45亿元，同比增长4.78%，其中，ICT基础设施及服务业务实现收入248.08亿元，同比增长12.11%，占营收比重68.82%，占比持续提升。公司实现归属于上市公司股东的净利润10.22亿元，同比增长6.53%。

事件点评：

➤ **公司多项产品市占率持续领先。**根据IDC和IDC公司2023半年度报告数据，2023Q1公司在中国以太网交换机、企业网交换机、园区交换机、中国企业级WLAN、中国刀片服务器、中国超融合领域市场份额排名第一，市占率为34.5%、35.7%、37.9%、27.7%、63.6%、18.6%；在中国数据中心交换机、中国企业网路由器、中国X86服务器、中国存储、中国UTM防火墙领域的市场份额位列第二，市占率分别为31.2%、31.0%、18.2%、12.2%、21.7%。

➤ **新华三业务在全球稳步推进。**2023H1，新华三实现营收249.91亿元，同比+4.87%；实现净利润18.23亿元，同比+2.62%。**国内企业业务方面**，参与华润集团、中国五矿、一汽集团、宝武集团、招商局集团等央企数字化转型，实现收入186.61亿元；**国内运营商业务方面**，打造多个智算中心全国标杆项目，实现收入52.36亿元，同比+30.79%；**国际业务方面**，继续打造第二增长曲线，在70多个国家取得项目突破并成功落地交付，拓展阿联酋、越南和蒙古等新市场，实现收入10.94亿元，同比+20.94%，H3C品牌产品及服务收入6.05亿元，同比+69.83%，其中自主渠道收入达2.58亿元，同比+125.31%。

➤ **紫光云持续推动行业云化转型。**2023H1，紫光云顺利通过全球软件领域CMMI5认证，中标重庆市智慧司法云服务、FT-EDA芯片云、广州大学、吉林大学第一医院智慧医院等项目，实现收入6.02亿元，同比+7.9%。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司2023-2025年公司归母净利润分别为26.7/32.6/39.3亿元，同比增长23.8%/22.2%/20.4%，对应EPS为0.93/1.14/1.37元，PE为26/21/18倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

**风险提示：**技术和产品研发风险；经营风险；人员流失风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,638	74,058	84,778	97,557	111,867
YoY(%)	13.3	9.5	14.5	15.1	14.7
净利润(百万元)	2,148	2,158	2,672	3,264	3,931
YoY(%)	13.4	0.5	23.8	22.2	20.4
毛利率(%)	19.5	20.6	21.6	21.9	22.3
EPS(摊薄/元)	0.75	0.75	0.93	1.14	1.37
ROE(%)	10.6	9.9	10.9	11.8	12.4
P/E(倍)	32.5	32.4	26.1	21.4	17.8
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
净利率(%)	3.2	2.9	3.2	3.3	3.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



## 目录

1. 紫光股份：国内领先云计算基础设施和行业智慧应用服务供应商.....	3
2. 长期以来业绩表现优秀.....	3
3. 全方位布局业务，把握市场机遇.....	6
3.1 数字经济增长迅速，为数字基础设施及数字化转型带来机遇.....	6
3.2 持续技术创新，优化升级数字化基础设施及服务.....	6
3.3 围绕应用场景，持续赋能行业客户数字化转型.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1： 公司营收情况.....	4
图 2： 公司归母净利润情况.....	4
图 3： 公司分产品收入（亿元） .....	4
图 4： 公司主要产品收入占比.....	4
图 5： 公司营收分区域（单位：亿元） .....	5
图 6： 公司内外销营收占比.....	5
图 7： 公司毛利率及净利率.....	5
图 8： 公司费用率.....	5
图 9： 数字经济市场规模及占 GDP 比重.....	6
图 10： 公司 H3C 液冷服务器.....	7
图 11： 公司数字大脑服务百行百业.....	8
表 1： 公司产品矩阵.....	3

## 1. 紫光股份：国内领先云计算基础设施和行业智慧应用服务供应商

紫光股份是国内领先的云计算基础设施和行业智慧应用服务供应商。公司成立于 1999 年，同年上市。公司以技术创新为核心引擎，重视产品与技术的创新研发，在北京、杭州、合肥、郑州、成都、重庆、广州等地均设有研发中心。公司销售网络覆盖全球，在全国设立 40 余个办事处，在亚洲、欧洲、非洲、拉美等地区设立 17 个海外分支机构，为公司业务规模扩张奠定了良好的销售基础。

公司提供技术领先的网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端等全栈 ICT 基础设施及服务，包括交网络设备、服务器、存储产品、云计算与云服务、网络安全产品与服务、智能终端等业务。此外，公司还提供行业智慧应用一站式数字化解决方案，以及顶层设计、软件开发、系统集成及运维管理等全生命周期服务，主要面向政府、运营商、互联网、金融、教育、医疗、农业、交通、能源、制造等众多行业用户。

表 1：公司产品矩阵

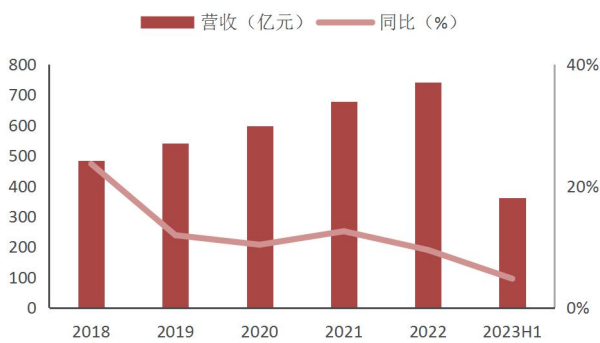
业务	产品
网络设备	交换机、路由器、WLAN、IoT、SDN、5G 小站、PON、智能管理与统一运维服务
服务器	通用服务器、塑合刀片服务器、关键业务服务器、边缘服务器
存储产品	全闪存集中式存储、混合闪存集中式存储、分布式存储、备份、容灾设备和存储网络设备
云计算与云服务	虚拟化平台、云操作系统、超融合产品、分布式存储系统、云桌面、大数据平台等产品及云运营服务、云运维服务、云灾备服务
网络安全产品及服务	边界安全（包括防火墙、入侵防御系统、抗 DDos 等）、云安全、安全大数据、商用密码应用安全、数据安全、工控安全、终端安全等领域产品及专业安全服务
智能终端	商用笔记本电脑、商用台式机、智慧屏

资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

## 2. 长期以来业绩表现优秀

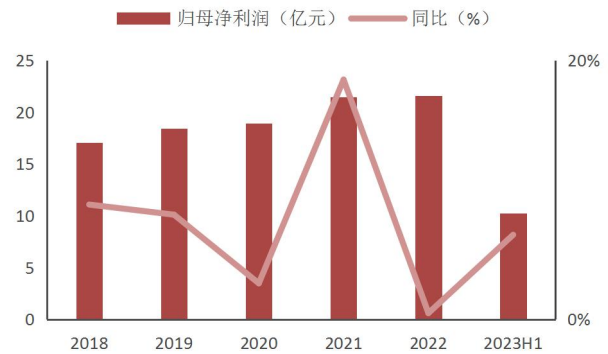
公司经营状况表现良好。公司 2023H1 实现收入 360.45 亿元，同比+4.78%；2018-2022 年营收分别为 483.06、540.99、597.05、676.38、740.58 亿元，同比分别+23.63%、11.92%、10.36%、12.57%、9.49%。公司 2023H1 实现归母净利润 10.22 亿元，同比+6.53%；2018-2022 年归母净利润分别为 17.04、18.43、18.95、21.48、21.58 亿元，同比分别+8.86%、8.08%、2.78%、18.51%、0.48%。

图 1：公司营收情况



资料来源：wind，山西证券研究所

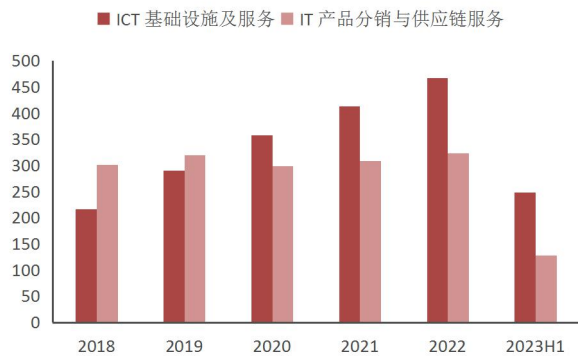
图 2：公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

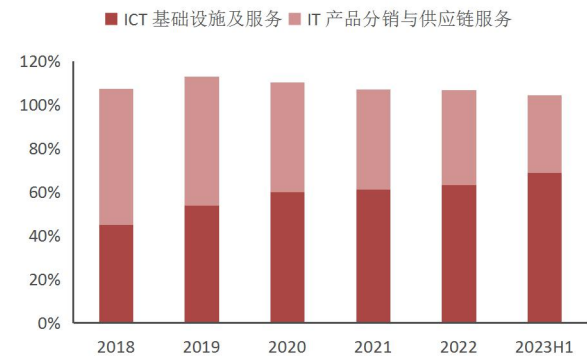
分产品来看,ICT 基础设施及服务业务占比逐渐提高。公司主要产品为 ICT 基础设施及服务以及 IT 产品分销与供应链服务。2023H1, 公司 ICT 基础设施及服务业务收入 221.29 亿元, 同比+12.11%; IT 产品分销与供应链服务业务收入 143.91 亿元, 同比-10.96%。2018-2022 年, 公司 ICT 基础设施及服务业务收入分别为 216.84、290.24、358.31、413.48、467.60 亿元, IT 产品分销与供应链服务业务收入分别为 300.63、319.80、298.74、309.16、323.08 亿元。

图 3：公司分产品收入（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

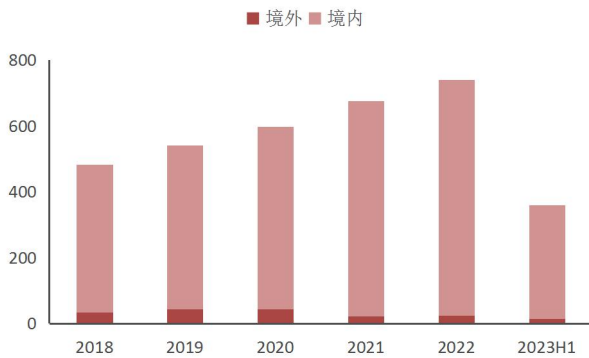
图 4：公司主要产品收入占比



资料来源：wind，山西证券研究所

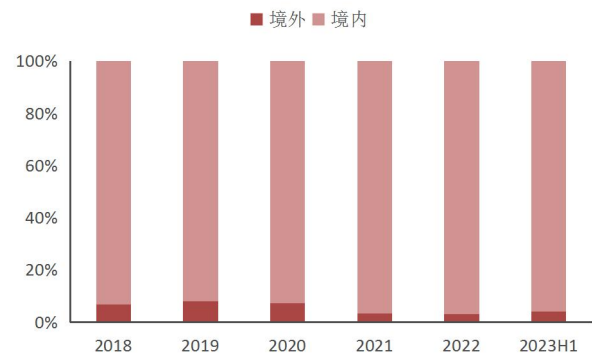
分区域来看, 2020-2023H1 海外区域营收分别为 42.79/22.32/23.23/14.62 亿元, 占营收比分别为 7.17%/3.30%/3.14%/4.06%; 2020-2023H1 国内营收分别为 554.26/654.06/717.35/345.83 亿元, 占营收比分别为 92.83%/96.70%/96.86%/95.94%。

图 5：公司营收分区域（单位：亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：公司内外销营收占比

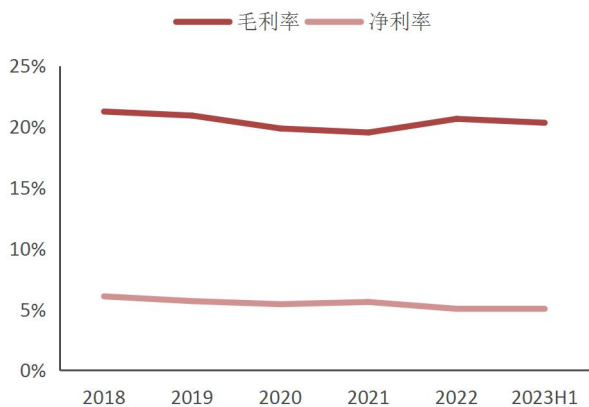


资料来源：wind，山西证券研究所

盈利能力方面，近年来公司毛利率和净利率保持稳定。2023H1 公司毛利率 20.32%，净利率 5.00%；2018-2022 公司毛利率分别 21.24%、20.91%、19.85%、19.52%、20.64%，净利率分别 6.07%、5.68%、5.43%、5.61%、5.05%。

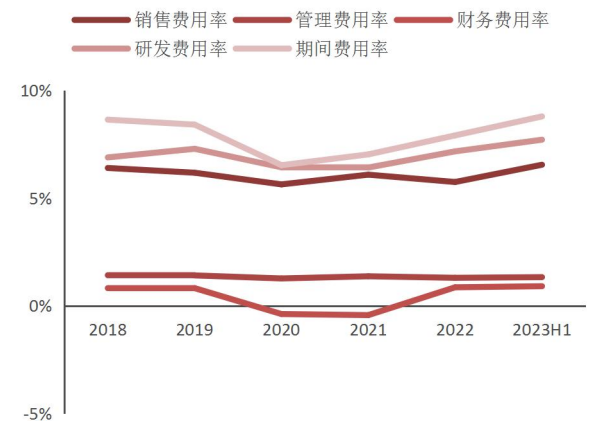
费用率方面，公司期间费用率有所升高，研发费用率保持稳定。2023H1 公司期间费用率达 8.78%，期研发费用率达 7.7%。2020-2022 期间费用率分别 8.63%、8.40%、6.52%、7.02%、7.90%，研发费用率分别 6.88%、7.28%、6.42%、6.41%、7.16%。

图 7：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：公司费用率



资料来源：wind，山西证券研究所

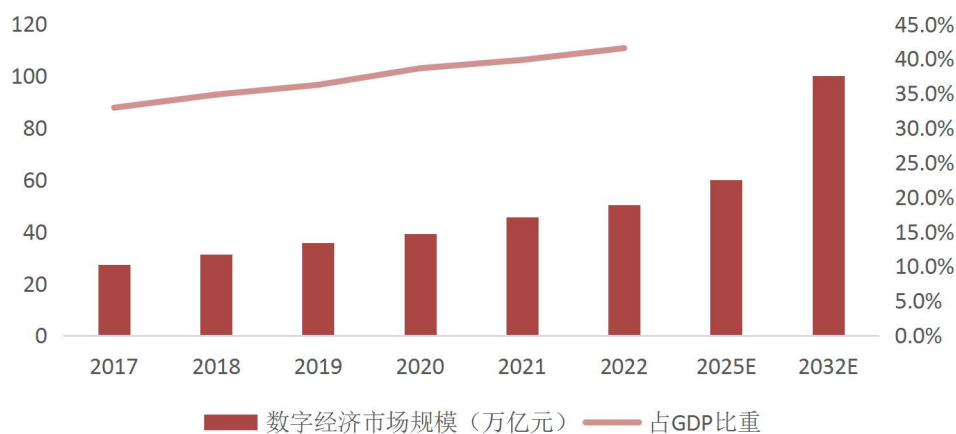
### 3. 全方位布局业务，把握市场机遇

#### 3.1 数字经济增长迅速，为数字基础设施及数字化转型带来机遇

全国数字经济市场增长迅速，预计到 2025 年规模将超 60 万亿元。根据中国信通院的最新数据，全国数字经济市场 2022 年规模达到 50.2 万亿元，同比增长 10.3%，连续 11 年高于同期 GDP 增速。数字经济占 GDP 的比例也呈现逐年稳定增长的态势，由 2017 年的 32.9% 提升到 2025 年的 41.5%，预计到未来这一比例还将稳定增长。

数字经济市场增长推动数字基础设施和企业数字化转型的发展。数字基础设施是数字经济发展的基础和坚实基础，数字经济的发展将反向带动数字基础设施需求的稳定增加。此外，在数字经济蓬勃发展的背景下，企业为了提高运行效率、更好地适应市场，也会投入到企业数字化转型的进程中。

图 9：数字经济市场规模及占 GDP 比重



资料来源：中国信通院、山西证券研究所

#### 3.2 持续技术创新，优化升级数字化基础设施及服务

公司持续进行技术创新，推进公司各产品线全面优化升级。目前，公司在全球共拥有 61 处研发中心，保证了公司领先的研发实力。公司在多领域内持续深耕，取得了重大突破成果：1) 智能联接：公司正式发布云智原生应用驱动网络解决方案 AD-NET 6.0+，以 5G to B 等九大关键创新，实现了 AD-Campus（应用驱动园区）、AD-DC（应用驱动数据中心）以及 AD-WAN（应用驱动广域网）三大场景解决方案的优化升级；2) 智慧计算：公司推出 H3C UniServer R4900LC G5 液冷服务器及相关液冷系统，降低能源消

耗约 30%、空间占用近 70%； 3) 云计算与云服务：紫光同构混合云全面升级为云数智全栈分布式云，覆盖多中心、混合云、边缘云、异构多云四大应用场景； 4) 主动安全：发布以 M9000-X 和 F5000- CN160 为代表的新一代安全防火墙系列产品； 5) 智能终端：发布基于 X86 芯片架构双系统的首款行业 8K 云屏。

图 10：公司 H3C 液冷服务器



资料来源：极客网，山西证券研究所

### 3.3 围绕应用场景，持续赋能行业客户数字化转型

公司紧密围绕客户端的应用场景，打造国内领先的数字化智能解决方案，加快产业与数字融合。公司先后在数字政府、数字金融、智慧交通、智慧医疗、智慧矿山、智慧教育等领域推出智能解决方案，力争做“百行百业数字化变革最值得信赖的合作伙伴”，包括发布数字乡村治理与防控、推出金融智慧网点、打造“交通数字大脑”、发布医疗智融全光解决方案等，全方位赋能行业客户进行数字化转型。此外，公司继续深入与电信运营商的业务合作，一方面担任运营商的云网市场主流供应商，另一方面围绕运营商骨干网、城域网、承载网三大场景进行持续突破，先后中标运营商多个项目。

国际业务方面，公司覆盖海外客户重点场景，推动数字化转型。针对国内外的需求差异，公司面向海外市场发布了协同办公解决方案、创新教育解决方案、高效医疗解决方案和可靠公共服务解决方案 4 个重点场景化解决方案。公司携手巴基斯坦国家信息技术委员会、墨西哥 Jomtel 公司、乌兹别克斯坦 Person Hunters 等各国机构及公司，以及爱迅达、比亚迪、歌尔声学等中资企业，打造覆盖政府、医疗、运营商、

教育等多应用场景的解决方案，围绕生态系统、人才赋能和技术创新三方面推动海外客户进行数字化转型。

图 11：公司数字大脑服务百行百业



资料来源：公司 2023 半年度报告，山西证券研究所

## 4. 风险提示

**技术和产品研发风险。**云计算、大数据、人工智能、5G 等新一代信息技术处于快速发展阶段，技术更新和产品换代迅速。若公司不能正确判断技术、产品和市场的发展趋势并适时调整自身研发策略，不能正确把握新技术的研发方向，将使公司面临竞争力下降和发展速度放缓的风险。

**经营风险。**随着公司经营规模的不断扩大，销售人员及技术研发人员数量也不断的增长，人员成本、房租、物流等各项经营成本及费用的上涨将进一步压缩公司的利润空间，有可能对公司整体利润的提升产生不利影响。

**人员流失风险。**公司业务所涉足的各领域专业性较强，加之现代企业竞争日益激烈，公司将面临着人力资源成本上升、技术人员和核心业务骨干缺乏的风险。同时随着公司业务规模持续扩大，公司组织架构日趋复杂，管理能力面临更高的要。如果相关专业人员流失，可能对公司经营产生不利风险。



## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	43579	50712	67914	77585	87536
现金	8960	10669	23087	26566	30463
应收票据及应收账款	11148	13138	14664	17328	19357
预付账款	839	972	1101	1284	1451
存货	18424	20275	23513	26642	30598
其他流动资产	4208	5659	5549	5764	5667
<b>非流动资产</b>	22852	23351	23262	23514	23702
长期投资	134	112	84	57	29
固定资产	912	1042	1064	1176	1200
无形资产	3953	3697	3703	3713	3716
其他非流动资产	17852	18500	18410	18569	18757
<b>资产总计</b>	66430	74063	91175	101099	111239
<b>流动负债</b>	28429	33322	45843	50145	53509
短期借款	4290	4175	16253	15034	16569
应付票据及应付账款	11818	13245	15114	17369	19703
其他流动负债	12321	15902	14476	17742	17237
<b>非流动负债</b>	2333	2913	2872	2834	2795
长期借款	100	200	160	122	83
其他非流动负债	2233	2713	2713	2713	2713
<b>负债合计</b>	30763	36235	48715	52980	56304
少数股东权益	5707	5987	7947	10343	13227
股本	2860	2860	2860	2860	2860
资本公积	17834	17834	17834	17834	17834
留存收益	9276	11148	15780	21439	28255
归属母公司股东权益	29961	31841	34513	37777	41707
<b>负债和股东权益</b>	66430	74063	91175	101099	111239

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-2180	4019	2399	6668	4454
净利润	3792	3742	4632	5659	6815
折旧摊销	723	694	608	613	768
财务费用	-292	634	906	1113	1144
投资损失	24	-21	-21	-21	-21
营运资金变动	-8170	-1883	-3700	-671	-4226
其他经营现金流	1743	853	-26	-26	-26
<b>投资活动现金流</b>	1776	38	-472	-819	-910
<b>筹资活动现金流</b>	133	-2109	-1587	-1151	-1182
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.75	0.93	1.14	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.76	1.41	0.84	2.33	1.56
每股净资产(最新摊薄)	10.48	11.13	12.07	13.21	14.58

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	67638	74058	84778	97557	111867
营业成本	54433	58772	66501	76172	86931
营业税金及附加	253	294	337	388	444
营业费用	4114	4251	4832	5366	6153
管理费用	926	964	1085	1171	1342
研发费用	4338	5299	6146	7073	8110
财务费用	-292	634	906	1113	1144
资产减值损失	-703	-846	-969	-1115	-1278
公允价值变动收益	45	27	27	27	27
投资净收益	-24	21	21	21	21
<b>营业利润</b>	4088	4160	5165	6323	7627
营业外收入	93	69	69	69	69
营业外支出	5	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	4176	4220	5225	6383	7687
所得税	384	478	592	724	872
<b>税后利润</b>	3792	3742	4632	5659	6815
少数股东损益	1645	1584	1961	2395	2885
<b>归属母公司净利润</b>	2148	2158	2672	3264	3931
EBITDA	4897	4860	5952	7204	8560

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.3	9.5	14.5	15.1	14.7
营业利润(%)	10.4	1.8	24.1	22.4	20.6
归属于母公司净利润(%)	13.4	0.5	23.8	22.2	20.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.5	20.6	21.6	21.9	22.3
净利率(%)	3.2	2.9	3.2	3.3	3.5
ROE(%)	10.6	9.9	10.9	11.8	12.4
ROIC(%)	10.5	9.6	9.0	10.7	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.3	48.9	53.4	52.4	50.6
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	6.7	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>估值比率</b>					
P/E	32.5	32.4	26.1	21.4	17.8
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.6	14.5	12.0	9.6	8.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

