

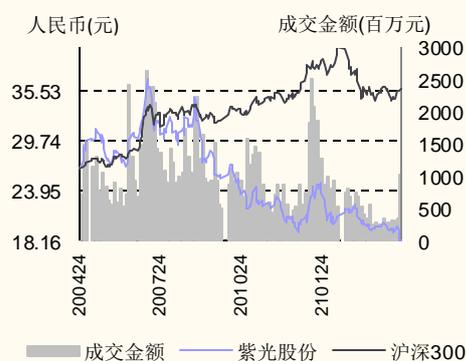
紫光股份 (000938.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 18.30 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 28.60 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 28.60 |
| 总市值(亿元) | 523.39 |
| 年内股价最高最低(元) | 36.85/18.16 |
| 沪深 300 指数 | 5135 |
| 深证成指 | 14352 |



相关报告

1.《新网络领先供应商, 中国产业数字化赋能者-新网络领先供应商, 中...》, 2020.9.14

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

联系人
shaoyikai@gjzq.com.cn

网络龙头芯片投片, 进一步完善产业链

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 54,099 | 59,705 | 66,853 | 75,688 | 84,677 |
| 营业收入增长率 | 11.99% | 10.36% | 11.97% | 13.22% | 11.88% |
| 归母净利润(百万元) | 1,843 | 1,895 | 2,013 | 2,381 | 2,702 |
| 归母净利润增长率 | 8.20% | 2.78% | 6.26% | 18.25% | 13.50% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.902 | 0.662 | 0.704 | 0.832 | 0.945 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.50 | 1.40 | -0.09 | 0.51 | 1.08 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.54% | 6.37% | 4.71% | 5.39% | 5.90% |
| P/E | 35.02 | 30.87 | 26.00 | 21.99 | 19.37 |
| P/B | 2.29 | 1.97 | 1.23 | 1.19 | 1.14 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2021年4月23日, 公司披露年报, 年内实现营业收入 597.05 亿元, 同比增长 10.36%, 实现归母净利润 18.95 亿元, 同比增长 2.78%, 扣非归母净利润 16.63 亿元, 同比增长 27.66%。

经营分析

- **全年营收稳步提升, 净现金流显著增长, 研发投入持续加码。**公司 Q4 单季度营收 183.44 亿元, 同比增长 13.62%。全年营收增长主要由于收入结构优化及云产品与云服务需求增长。数字化基础设施及服务业务收入 358.31 亿元, 同比增长 20.09%。经营活动现金净流高增, 同比增长 198.25%至 50.68 亿元, 主要因控股子公司新华三业务扩大、现金流入增加。新华三全年实现营收 367.99 亿元, 同比增长 14.08%, 运营商业务和国际业务增长强劲, 增速超 60%。公司持续构筑核心竞争力, 研发费用同比增长 15.55%。
- **“云-网-边-端-芯”产业链持续完善, 全栈式产品布局构筑护城河。**研发与渠道优势助力公司持续完善“云-网-边-端-芯”产业链, 提升“云与智能”核心能力和场景应用。16nm 工艺具备高级编程能力的智能第一代商用网络处理器芯片正式投片, 预计将在 2021 年 Q4 发布基于该网络处理器芯片的系列网络产品。作为国内数字化解决方案领导者, 2020 年以太网交换机、企业网路由器、企业级 WLAN、X86 服务器、存储、超融合、UTM 防火墙等多种产品在市场份额位居前三, 全栈式产品布局构筑护城河。
- **数字化进程市场广阔, 下游市场需求强劲, 未来规模盈利可期。**中国经济数字化转型加速, 预计 2022 年数字经济金额超 60 万亿元, GDP 贡献率超 50%。未来 5G 商业化以及智能化产业需求将带来流量、数据的爆发式增长, 催生网络设备扩容升级, 叠加边缘计算等新场景将推动服务器、存储等 IT 基础设施需求增长, 预计基础设施与服务业务将保持 15%以上增长率。

盈利调整与投资建议

■ 我们根据财报调低盈利预测, 预计 21-23 年收入 668.53 (-7.7%) / 756.88 (-10.8%) / 846.77 亿元, 归母净利润 20.13 (-19.3%) / 23.81 (-20.6%) / 27.02 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 26/22/19 倍。调整为“增持”评级。

风险提示

■ 股东减持; 行业竞争加剧; 5G 推进不达预期; 中美贸易摩擦加深; 海外市场拓展不达预期; 管理风险; COVID-19 疫情持续影响海外需求。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 48,306 | 54,099 | 59,705 | 66,853 | 75,688 | 84,677 | 货币资金 | 5,840 | 9,847 | 8,977 | 21,478 | 20,592 | 21,733 |
| 增长率 | | 12.0% | 10.4% | 12.0% | 13.2% | 11.9% | 应收账款 | 7,965 | 9,608 | 10,292 | 10,502 | 11,890 | 13,302 |
| 主营业务成本 | -38,048 | -42,787 | -47,856 | -53,184 | -60,124 | -67,194 | 存货 | 5,837 | 7,905 | 9,557 | 9,471 | 9,883 | 10,125 |
| %销售收入 | 78.8% | 79.1% | 80.2% | 79.6% | 79.4% | 79.4% | 其他流动资产 | 6,713 | 4,207 | 5,979 | 5,584 | 6,223 | 6,364 |
| 毛利 | 10,258 | 11,312 | 11,849 | 13,668 | 15,563 | 17,483 | 流动资产 | 26,355 | 31,567 | 34,805 | 47,036 | 48,589 | 51,525 |
| %销售收入 | 21.2% | 20.9% | 19.8% | 20.4% | 20.6% | 20.6% | %总资产 | 54.3% | 57.7% | 59.2% | 66.3% | 66.4% | 67.4% |
| 营业税金及附加 | -237 | -223 | -207 | -267 | -265 | -296 | 长期投资 | 2,365 | 2,240 | 2,176 | 2,476 | 2,776 | 3,076 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 固定资产 | 589 | 606 | 654 | 758 | 1,126 | 1,251 |
| 销售费用 | -3,085 | -3,340 | -3,361 | -4,011 | -4,314 | -4,742 | %总资产 | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.5% | 1.6% |
| %销售收入 | 6.4% | 6.2% | 5.6% | 6.0% | 5.7% | 5.6% | 无形资产 | 18,349 | 18,127 | 18,156 | 18,111 | 18,068 | 18,026 |
| 管理费用 | -686 | -761 | -759 | -936 | -984 | -1,101 | 非流动资产 | 22,205 | 23,172 | 24,028 | 23,945 | 24,570 | 24,954 |
| %销售收入 | 1.4% | 1.4% | 1.3% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | %总资产 | 45.7% | 42.3% | 40.8% | 33.7% | 33.6% | 32.6% |
| 研发费用 | -3,323 | -3,941 | -3,831 | -5,014 | -6,055 | -6,774 | 资产总计 | 48,560 | 54,739 | 58,833 | 70,981 | 73,159 | 76,478 |
| %销售收入 | 6.9% | 7.3% | 6.4% | 7.5% | 8.0% | 8.0% | 短期借款 | 2,589 | 5,028 | 3,171 | 4,532 | 4,138 | 4,100 |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,928 | 3,048 | 3,691 | 3,440 | 3,945 | 4,570 | 应付款项 | 6,189 | 8,002 | 10,569 | 8,580 | 9,651 | 10,601 |
| %销售收入 | 6.1% | 5.6% | 6.2% | 5.1% | 5.2% | 5.4% | 其他流动负债 | 7,293 | 7,851 | 9,302 | 6,983 | 5,451 | 4,418 |
| 财务费用 | -397 | -443 | 228 | -331 | -130 | -157 | 流动负债 | 16,071 | 20,881 | 23,042 | 20,095 | 19,240 | 19,119 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.8% | -0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.2% | 长期贷款 | 734 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -491 | 390 | 571 | -422 | -415 | -398 | 其他长期负债 | 1,265 | 1,500 | 1,611 | 2,394 | 2,411 | 2,429 |
| 公允价值变动收益 | 36 | 151 | -44 | 162 | 146 | 157 | 负债 | 18,070 | 22,380 | 24,653 | 22,489 | 21,651 | 21,548 |
| 投资收益 | 173 | 9 | -42 | 20 | 38 | 42 | 普通股股东权益 | 26,560 | 28,183 | 29,745 | 42,715 | 44,143 | 45,764 |
| %税前利润 | 5.4% | 0.3% | n.a | 0.5% | 0.8% | 0.8% | 其中：股本 | 1,459 | 2,043 | 2,860 | 3,718 | 3,718 | 3,718 |
| 营业利润 | 3,145 | 3,521 | 3,703 | 3,870 | 4,585 | 5,215 | 未分配利润 | 4,161 | 5,900 | 7,443 | 8,650 | 10,079 | 11,700 |
| 营业利润率 | 6.5% | 6.5% | 6.2% | 5.8% | 6.1% | 6.2% | 少数股东权益 | 3,930 | 4,176 | 4,435 | 5,777 | 7,364 | 9,166 |
| 营业外收支 | 53 | 90 | 92 | 77 | 83 | 83 | 负债股东权益合计 | 48,560 | 54,739 | 58,833 | 70,981 | 73,159 | 76,478 |
| 税前利润 | 3,198 | 3,611 | 3,795 | 3,947 | 4,668 | 5,298 | | | | | | | |
| 利润率 | 6.6% | 6.7% | 6.4% | 5.9% | 6.2% | 6.3% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -265 | -537 | -552 | -592 | -700 | -795 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税率 | 8.3% | 14.9% | 14.5% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 2,933 | 3,075 | 3,243 | 3,355 | 3,968 | 4,503 | 每股收益 | 1.168 | 0.902 | 0.662 | 0.704 | 0.832 | 0.945 |
| 少数股东损益 | 1,229 | 1,231 | 1,349 | 1,342 | 1,587 | 1,801 | 每股净资产 | 18.201 | 13.795 | 10.400 | 14.935 | 15.434 | 16.001 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,704 | 1,843 | 1,895 | 2,013 | 2,381 | 2,702 | 每股经营现金净流 | 3.337 | 0.504 | 1.403 | -0.089 | 0.506 | 1.084 |
| 净利率 | 3.5% | 3.4% | 3.2% | 3.0% | 3.1% | 3.2% | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.217 | 0.256 | 0.291 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 6.41% | 6.54% | 6.37% | 4.71% | 5.39% | 5.90% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 3.51% | 3.37% | 3.22% | 2.84% | 3.25% | 3.53% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 7.78% | 6.81% | 8.29% | 5.44% | 5.95% | 6.50% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 23.64% | 11.99% | 10.36% | 11.97% | 13.22% | 11.88% |
| | | | | | | | EBIT 增长率 | 46.99% | 4.09% | 21.12% | -6.81% | 14.69% | 15.83% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 8.15% | 8.20% | 2.78% | 6.26% | 18.25% | 13.50% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 14.05% | 12.73% | 7.48% | 20.65% | 3.07% | 4.54% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 47.7 | 52.4 | 53.6 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 52.2 | 58.6 | 66.6 | 65.0 | 60.0 | 55.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 31.5 | 37.9 | 46.2 | 36.3 | 36.0 | 35.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 4.3 | 4.1 | 3.7 | 3.9 | 5.2 | 5.2 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -8.39% | -17.30% | -23.19% | -39.32% | -36.06% | -35.96% |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | 7.4 | 6.9 | -16.2 | 10.4 | 30.5 | 29.1 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 37.21% | 40.89% | 41.90% | 31.68% | 29.59% | 28.18% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 1 | 9 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.50 | 1.00 |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2020-09-14 | 买入 | 27.76 | 42.09~42.09 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402