

2021年04月26日

# 聚焦三大主要市场，经营持续稳健

## 紫光股份(000938)

**1、事件概述：**2020年，公司营业收入597.05亿元，同比增长10.36%，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%。

**2、运营商市场贡献高增长，新华三核心业务比重提升，收入结构优化：**运营商业收入达到56.58亿元，同比增长67.15%；核心业务：数字化基础设施及服务业务占收比从去年的55.15%提升至60.01%，收入结构持续优化。

主要产品毛利率持续改善，公司综合毛利率提升将近两个百分点，是公司盈利改善的主要原因。

**3、毛利持续下滑，**主要原因是公司低毛利服务器产品占比提升较快，另外，整体企业产品毛利由于竞争等因素毛利率有压力。

**4、疫情影响公司销售、管理费用短期压降，研发持续高投入。**

**5、存货大幅增加导致资产减值损失扩张、应付、合同负债大幅增长预示公司未来订单确定。**

**6、深度布局“芯—云—网—边—端”产业链，赋能百行百业数字化转型。**

**7、投资建议：**看好公司运营商及智慧城市业务发展，预计公司2021-2023年营收由684.8亿元、788.2亿元、N/A调整为676.2亿元、748.5亿元、834.4亿元，归母净利润由25.7亿元、32.9亿元、N/A调整为22.2亿元、26.7亿元、31.4亿元，对应PE估值23.5X/19.6X/16.7X，维持“增持”评级。

**8、风险提示：**运营商、行业等市场竞争激烈导致毛利持续降低；公司自有芯片研发不及预期，拉低公司盈利能力；集团债务风险。

### 盈利预测与估值

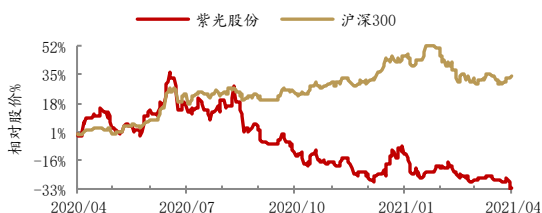
财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	54,099	59,705	67,622	74,853	83,438
YoY (%)	11.9%	10.4%	13.3%	10.7%	11.5%
归母净利润(百万元)	1,843	1,895	2,224	2,666	3,138
YoY (%)	8.1%	2.8%	17.4%	19.9%	17.7%
毛利率 (%)	20.9%	19.8%	21.6%	21.7%	22.9%
每股收益(元)	0.64	0.66	0.78	0.93	1.10
ROE	6.5%	6.4%	7.0%	7.7%	8.3%
市盈率	28.39	27.63	23.53	19.63	16.68

资料来源：wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

**评级：**增持  
**上次评级：**增持  
**目标价格：**  
**最新收盘价：**18.3

**股票代码：**000938  
**52周最高价/最低价：**53.1/18.0  
**总市值(亿)**523.39  
**自由流通市值(亿)**523.39  
**自由流通股数(百万)**2,860.08



**分析师：宋辉**  
邮箱：songhui@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080003

**分析师：柳珺廷**  
邮箱：liujt@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120119060016

**分析师：刘泽晶**  
邮箱：liuzj1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520020002  
华西通信&计算机联合覆盖

### 相关研究

- 1.【华西通信】紫光股份(000938)三季报点评：IT分销收缩营收增速放缓，数字化方案贡献未来空间  
2020.10.31
- 2.【华西通信】紫光股份(000938)半年度报告：高端数字化产品加速盈利恢复，下半年订单充分高增长趋势凸显  
2020.08.25
- 3.成功研发高端路由器芯片，芯云战略再下一城  
2020.06.19

## 1. 事件：

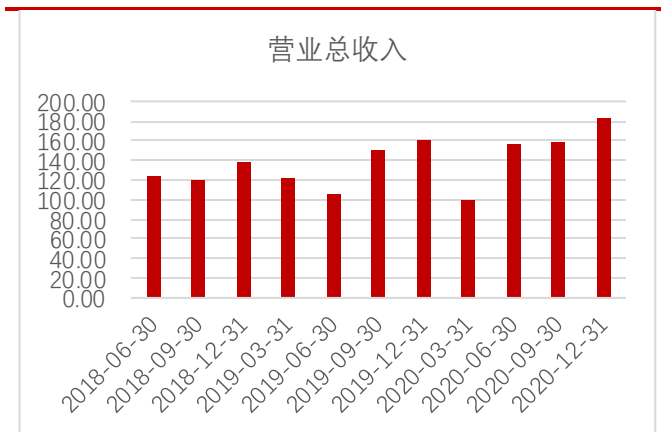
2020 年，公司营业收入 597.05 亿元，同比增长 10.36%，归母净利润 18.95 亿元，同比增长 2.78%，扣非归母净利润 16.63 亿元，同比增长 27.66%。

## 2. 运营商高速增长，服务器市场份额快速提升，费用平稳，存货计提减值拉低利润

### 2.1. 运营商市场贡献高增长，新华三核心业务比重提升，收入结构优化

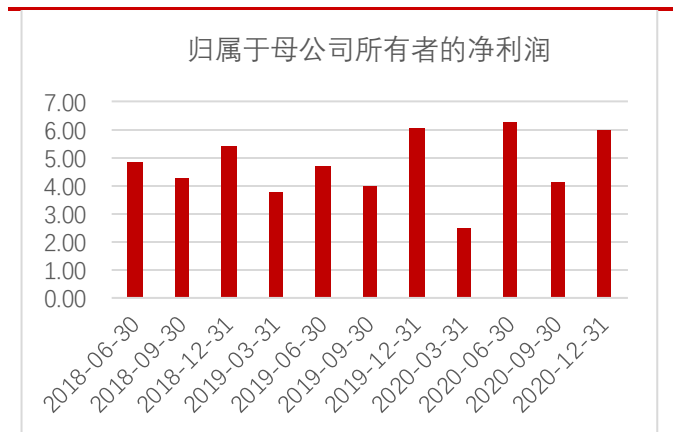
公司控股子公司新华三集团全年营收 367.99 亿元，同比增长 14.08%，其中运营业务和国际业务展现出强劲的增长态势。运营业务收入达到 56.58 亿元，同比增长 67.15%；国际业务中新华三 H3C 品牌产品及服务收入达到 7.18 亿元，同比增长 61.45%。

图 1 公司单季度收入（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

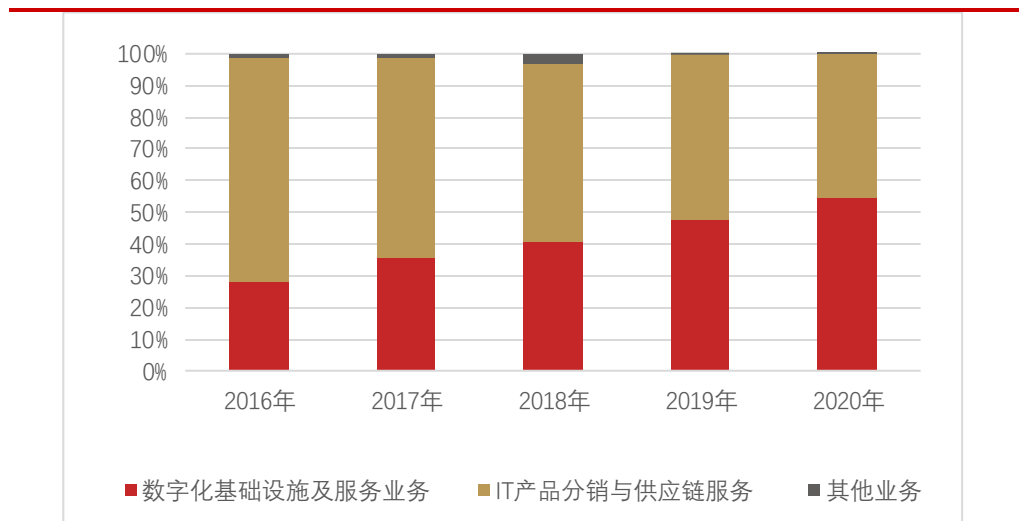
图 2 公司单季度归母净利润（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

数字化基础设施及服务业务实现收入 358.31 亿元，同比增长 20.09%，占公司营业收入的比重从去年的 55.15% 提升至 60.01%，收入结构持续优化。

图 3 公司分业务营收占比 (%)

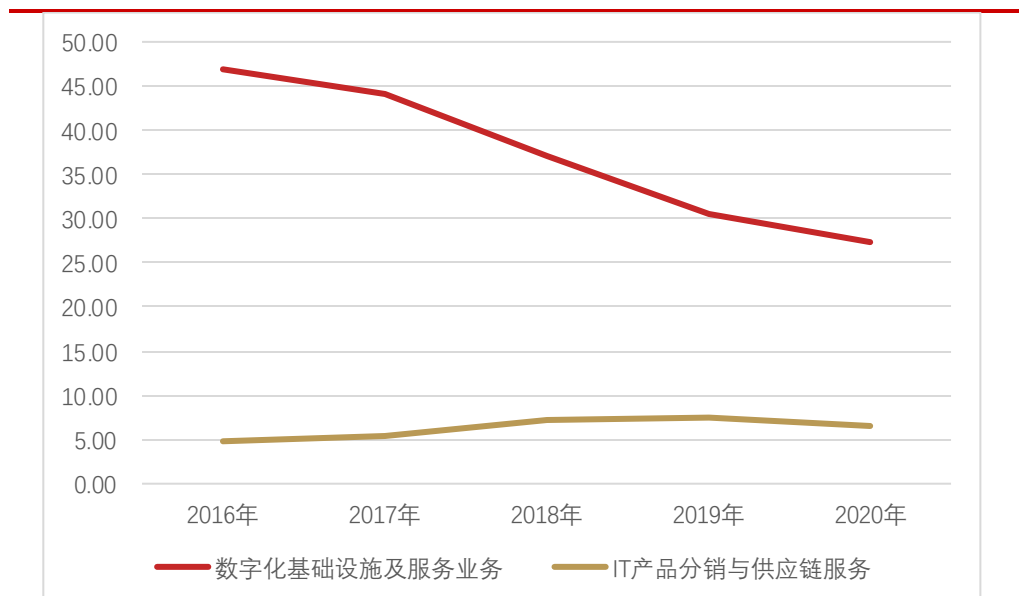


资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.2. 服务器收入占比提升以及行业竞争公司产品毛利持续下滑

公司毛利持续下滑，主要原因是公司低毛利服务器产品占比提升较快，另外，整体企业产品毛利由于竞争等因素毛利率有压力。

图 4 公司分产品毛利率情况 (%)



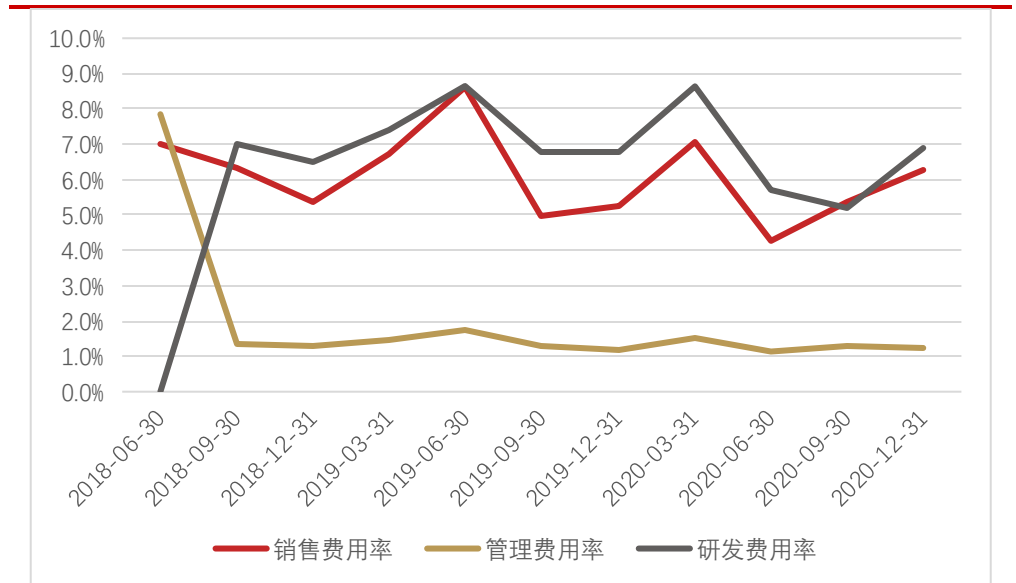
资料来源：wind，华西证券研究所

### 2.3. 销售、管理费用短期压降，研发持续高投入

**疫情因素销售、管理费用率短期压降明显：**受到新冠疫情的影响，除了员工工资外，公司市场、差旅、营销、会议等费用下降明显，我们判断随着国内新冠疫情转好，公司销售及管理费用预计将会增长，公司 Q4 单季度费用情况已经开始回升。

持续投入研发，不断加大在云计算、大数据、信息安全、物联网、存储、5G、行业应用等方面的研发投入，我们判断公司未来研发将会持续保持目前强度，维持公司长期竞争力。

图 5 公司三费率情况 (%)



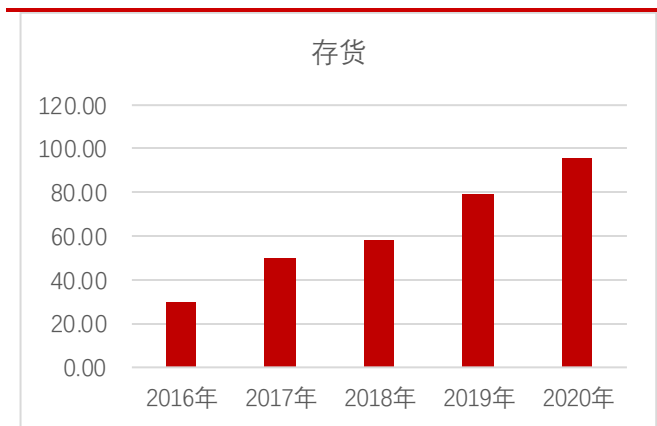
资料来源：wind，华西证券研究所

### 3. 存货大幅增加导致资产减值损失扩张、应付、合同负债大幅增长预示公司未来订单确定

2021 年，公司资产减值损失超过 4.8 亿，远超 2020 年 2.8 亿，主要原因是公司应收账款及存货等资产减值较高，尤其是存货跌价导致公司计提较高。

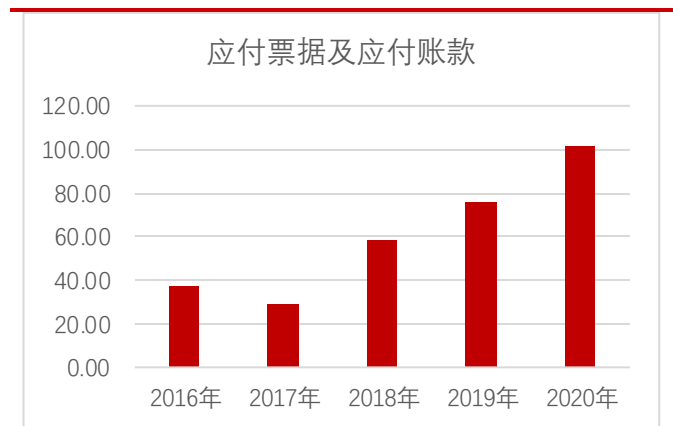
公司应付账款以及合同负债大幅增长，我们判断公司未来订单充裕，收入增长预期明确。

图 6 公司存货 (亿元)



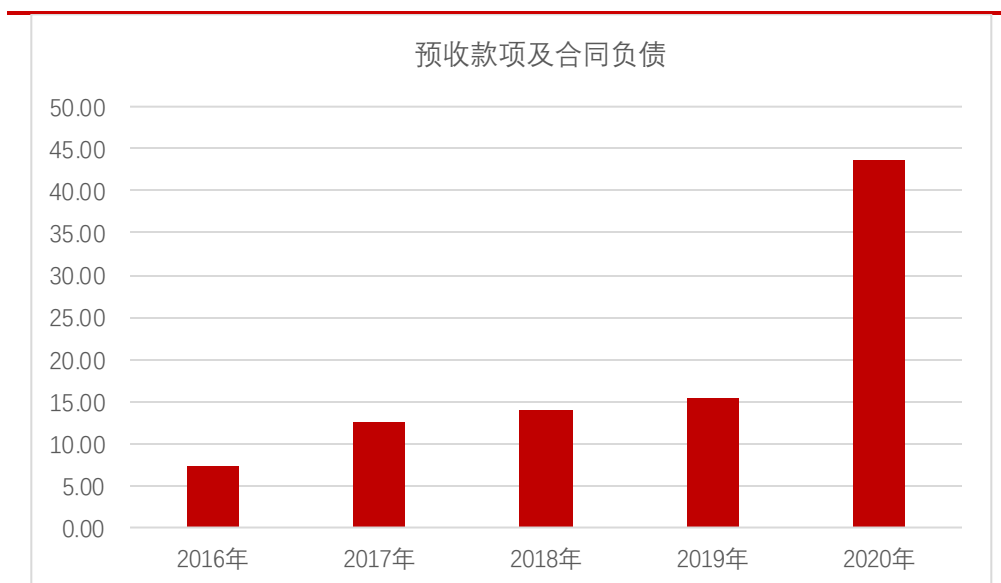
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 公司应付票据及应付账款 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 公司预收账款及合同负债 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

#### 4. 深度布局“芯—云—网—边—端”产业链，赋能百行百业数字化转型

公司围绕“云—网—边—端—芯”产业链，提升数字化和智能化赋能水平，公司聚焦政企业务、运营商业务和国际业务三大市场，以云计算基础设施建设和行业智能应用为核心的数字化基础设施及服务业务收入规模持续上升。

以应用场景为牵引，公司全面落地“AI in ALL”智能战略，赋能百行百业数字化转型，将 AI 应用于云基础设施、云原生架构、数据中台等各个领域，提供智慧城市、运营商等市场全场景数字化服务。

## 5. 投资建议与盈利预测

看好公司运营商及智慧城市业务发展，预计公司 2021-2023 年营收由 684.8 亿元、788.2 亿元、N/A 调整为 676.2 亿元、748.5 亿元、834.4 亿元，归母净利润由 25.7 亿元、32.9 亿元、N/A 调整为 22.2 亿元、26.7 亿元、31.4 亿元，对应 PE 估值 23.5X/19.6X/16.7X，维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

运营商、行业等市场竞争激烈导致毛利持续降低；公司自有芯片研发不及预期，拉低公司盈利能力；集团债务风险。

20

## 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	59,705	67,622	74,853	83,438	净利润	3,243	3,775	4,538	5,336
YoY (%)	10.4%	13.3%	10.7%	11.5%	折旧和摊销	710	175	173	166
营业成本	47,856	53,034	58,633	64,317	营运资金变动	366	-2,943	-582	-860
营业税金及附加	207	265	285	316	经营活动现金流	5,068	1,457	4,574	5,127
销售费用	3,361	4,015	4,469	5,006	资本开支	-1,594	-140	-124	-122
管理费用	759	1,138	1,317	1,569	投资	-2,062	-20	-30	-40
财务费用	-228	67	0	0	投资活动现金流	-2,574	-188	-192	-201
资产减值损失	-485	-357	-408	-446	股权募资	63	0	0	0
投资收益	-42	-28	-38	-39	债务募资	5,441	-3,067	0	0
营业利润	3,703	4,179	4,997	5,887	筹资活动现金流	-3,861	-3,134	0	0
营业外收支	92	0	0	0	现金净流量	-1,375	-1,865	4,382	4,926
利润总额	3,795	4,179	4,997	5,887	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	552	404	460	551	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	3,243	3,775	4,538	5,336	营业收入增长率	10.4%	13.3%	10.7%	11.5%
归属于母公司净利润	1,895	2,224	2,666	3,138	净利润增长率	2.8%	17.4%	19.9%	17.7%
YoY (%)	2.8%	17.4%	19.9%	17.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.66	0.78	0.93	1.10	毛利率	19.8%	21.6%	21.7%	22.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	5.4%	5.6%	6.1%	6.4%
货币资金	8,977	7,112	11,494	16,420	总资产收益率 ROA	3.2%	3.8%	4.1%	4.3%
预付款项	783	1,037	1,144	1,222	净资产收益率 ROE	6.4%	7.0%	7.7%	8.3%
存货	9,557	9,919	11,191	12,288	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	15,488	16,663	17,866	19,306	流动比率	<b>1.51</b>	<b>1.81</b>	<b>1.94</b>	<b>2.08</b>
流动资产合计	34,805	34,730	41,695	49,236	速动比率	1.04	1.22	1.34	1.49
长期股权投资	171	171	171	171	现金比率	0.39	0.37	0.53	0.69
固定资产	611	638	654	670	资产负债率	41.9%	35.4%	35.2%	34.6%
无形资产	3,917	3,850	3,774	3,703	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	24,028	23,990	23,938	23,893	总资产周转率	1.01	1.15	1.14	1.14
资产合计	58,833	58,720	65,633	73,129	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3,067	0	0	0	每股收益	0.66	0.78	0.93	1.10
应付账款及票据	10,177	10,113	11,469	12,659	每股净资产	10.40	11.18	12.11	13.21
其他流动负债	9,798	9,038	10,054	11,020	每股经营现金流	1.77	0.51	1.60	1.79
流动负债合计	23,042	19,151	21,523	23,679	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1,611	1,611	1,611	1,611	PE	27.63	23.53	19.63	16.68
非流动负债合计	1,611	1,611	1,611	1,611	PB	1.97	1.64	1.51	1.39
负债合计	24,653	20,763	23,134	25,290					
股本	2,860	2,860	2,860	2,860					
少数股东权益	4,435	5,986	7,857	10,055					
股东权益合计	34,180	37,958	42,499	47,839					
负债和股东权益合计	58,833	58,720	65,633	73,129					

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年证券研究经验，主要关注5G和云相关产业链研究。

### 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。