

2021年04月30日

业绩符合预期，资产预示持续高增长

紫光股份(000938)

评级:	增持	股票代码:	000938
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	53.1/17.38
目标价格:		总市值(亿)	533.40
最新收盘价:	18.65	自由流通市值(亿)	533.40
		自由流通股数(百万)	2,860.08

1、事件概述: 2021年Q1公司营业收入135.07亿元，同比增长34.51%，归母净利润2.75亿元，调整后同比增长32.78%。

2、低基数效应下收入高增长，毛利率预计进入稳态: 受去年疫情低基数影响，公司收入实现较高速度增长；毛利率连续三个季度维持18%左右，我们判断随着公司服务器等产品收入结构稳定后，毛利率预计将会稳定。

3、研发费用率降低，疫情缓解销售费用率略有上升，短期借款规模缩小利息贡献正收益: 公司研发费用基本和去年同期持平(8.5亿元左右)；销售费用率略有上升；财务费用实现正收益(21年Q1实现1.1亿元正收益，去年同期0.88亿元财务费用)，我们判断主要是公司短期借款减少5亿，以及理财规模增长导致。

4、存货、合同负债规模快速增长，预示公司后续业务增长强劲: 公司Q1存货规模103亿元，比初期增加将近8亿元，合同负债48.6亿元，较初期增加5.1亿元。两项指标快速增长，我们预期公司未来业务会实现较快增长。

5、深度布局“云—网—边—端—芯”产业链，持续看好公司运营商、国际业务等市场突破: 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，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。

6、投资建议: 持续看好公司运营商及智慧城市业务发展，维持盈利预测不变，预计公司2021-2023年归母净利润22.2亿元、26.7亿元、31.4亿元，对应PE估值24.0倍、20.0倍、17.0倍，维持“增持”评级。

7、风险提示: 运营商、行业等市场竞争激励毛利持续降低；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	28.94	28.15	23.99	20.01	17.00

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

华西通信&计算机联合覆盖

分析师: 柳珏廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

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	3,773	4,538	5,335
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	-2,613	-211	-460
营业税金及附加	207	265	285	316	经营活动现金流	5,068	1,434	4,544	5,086
销售费用	3,361	4,370	4,888	5,499	资本开支	-1,594	-138	-124	-122
管理费用	759	1,150	1,317	1,535	投资	-2,062	0	0	0
财务费用	-228	67	0	0	投资活动现金流	-2,574	-166	-162	-161
资产减值损失	-485	-7	-8	-6	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	4,419	5,314	6,248	筹资活动现金流	-3,861	-3,134	0	0
营业外收支	92	2	0	0	现金净流量	-1,375	-1,866	4,382	4,925
利润总额	3,795	4,421	5,314	6,248	主要财务指标				
所得税	552	647	776	913	成长能力 (%)				
净利润	3,243	3,773	4,538	5,335	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%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.66	0.78	0.93	1.10	毛利率	19.8%	21.6%	21.7%	22.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	5.4%	5.6%	6.1%	6.4%
货币资金	8,977	7,111	11,493	16,418	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	9,920	11,192	12,289	偿债能力 (%)				
其他流动资产	15,488	16,663	17,866	19,306	流动比率	1.51	1.81	1.94	2.08
流动资产合计	34,805	34,730	41,696	49,235	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	经营效率 (%)				
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	65,634	73,128	每股指标 (元)				
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	10,114	11,470	12,660	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	0.50	1.59	1.78
流动负债合计	23,042	19,153	21,524	23,680	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1,611	1,611	1,611	1,611	PE	28.15	23.99	20.01	17.00
非流动负债合计	1,611	1,611	1,611	1,611	PB	1.97	1.67	1.54	1.41
负债合计	24,653	20,764	23,136	25,291					
股本	2,860	2,860	2,860	2,860					
少数股东权益	4,435	5,985	7,857	10,054					
股东权益合计	34,180	37,956	42,498	47,837					
负债和股东权益合计	58,833	58,720	65,634	73,128					

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。

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。