

紫光股份(000938)

点评报告

公司研究——计算机设备II行业一

证券研究报告

自研 NP 芯片开启量产，智能网络引擎升级

——紫光股份点评报告

✍️：田杰华 执业证书编号：S1230520110001
☎️：13774269309
✉️：tianjiehua@stocke.com.cn

事件

据新华三官方微信公众号消息，7月30日，紫光股份旗下新华三集团正式宣布自主研发的高端可编程网络处理器芯片智擎 660 启动量产。

投资要点

□ 新华三自研 NP 芯片进展迅速，智擎（Engiant）660 正式启动量产

2019年5月，新华三半导体成立，专注于通信领域芯片设计；2020年，智擎660正式投片；2021年是新华三集团自研芯片的商用元年，搭载自研核心网络处理器芯片的高端路由器将陆续面市；7月30日，新华三智擎660正式启动量产。新华三基于长期的技术和人才积累，迅速实现自研 NP 芯片开发到量产。智擎（Engiant）660是一款兼顾高性能转发和灵活可编程的智能网络处理器；基于弹性可扩展的架构设计，集成256个专用处理器，采用16nm工艺，智擎660具有性能高、容量大、可扩展性强、简单易用等优势，可广泛应用于路由、交换、防火墙、负载均衡、网络优化、SDN、NFV等设备，满足用户对智能联接、主动安全、弹性开放的业务需求。

□ NP 是路由器关键芯片，智擎系列产品技术位于世界前列

作为 IP 网络领域“皇冠上的明珠”——核心路由器的关键芯片，NP 设计难度大、硬件要求高，已成为衡量厂商实力的重要标准。2001年，华为启动数通领域自研芯片研究，并最早在高端路由器上应用，2016年，华为发布 Solar 5.0，已采用 16nm 制程、集成 45 亿门电路，拥有 288 个内核、3168 个线程。2008年，中兴通讯启动数据通信领域芯片自研工作，并于 2015 年推出首款 NP 自研芯片，2020 年，中兴通讯开启第四代 NP 芯片研发，将采用最先进的 5nm 工艺和 112Gbps Serdes 技术。如今，思科、Juniper、华为、中兴、新华三等全球高端路由器厂商均实现了核心芯片自研。2022 年，新华三计划推出智擎 800 系列，将采用 7nm 制程的，处理核心数量达 500 多个，对比目前国际巨头而言，产品性能处于世界第一梯队，进一步提升其全球影响力。

□ 新华三 NP 芯片正式开启量产，有利于提升公司路由器市场地位

面对不明朗的国际宏观形势，以及博通等第三方供应商产品供给和研发上的不确定性，拥有自主可控的产业链，对数通设备厂商保持产品供给和服务，实现产品的持续迭代创新至关重要。此外，在高端路由器领域，厂商通过自研 NP 芯片也将助力实现产品差异化，大幅降低芯片供应成本，进一步提升产品的综合竞争力。华为将 solar 芯片+AI 芯片应用于高端产品 CloudEngine，实现产品差异化竞争优势，同时，厂商自研芯片可以大幅降低其外采芯片占比，有助于提升产品毛利率。根据 IDC、前瞻网数据，2019 年，全球路由器市场中，思科、华为、Juniper 合计市场份额超过 80%，中国路由器市场中华为市场份额超过 79%，其次是新华三、中兴通讯，市场份额分为 6%、5%。未来，随着新华三自研 NP 芯片发布，其在中国路由器市场、尤其是高端路由器市场的市占率有望进一步提升。

□ 盈利预测及估值

公司是 ICT 领域的龙头企业，考虑到公司业务成长性、市场格局变化、竞争实力、市场扩张等因素，同时结合公司大股东紫光集团解决债务问题的推进进展

评级

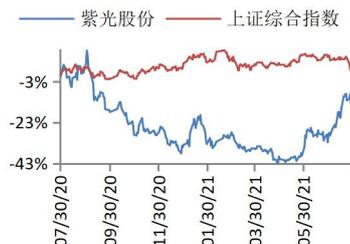
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥26.36

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.10
4Q/2020	0.21
3Q/2020	0.14
2Q/2020	0.31



公司简介

紫光股份是一家新一代云计算基础设施建设和行业智能应用服务的领先企业。业务涵盖：(1) CT 业务（交换机、路由、WLAN、网络芯片等）(2) IT 业务：服务器、云基础设施（云与智能平台、超融合、桌面云、存储等）、云服务。(3) 网络安全业务：防火墙、VPN、统一威胁管理、入侵防御系统 IPS、应用网关、负载均衡、态势感知、数据安全、云安全等。(4) 行业软件业务：软件开发与系统集成服务 (5) 代理分销业务：分销代理产品。

相关报告

报告撰写人：田杰华
联系人：田杰华

和公司估值修复的逻辑,综合考虑,给予公司 2021 年 45 倍 PE,预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 23.65/28.62/34.56 亿元,目标市值 1064 亿元,对应目标价 37.2 元/股,给予“买入”评级。

□ 风险提示

1、若疫情未来变化影响下游企业 IT 支出的风险。2、市场竞争加剧风险。3、运营业务不及预期风险。4、海外业务受疫情影响的不确定性风险。5、集团债务问题解决进展不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	59705	70204	81360	93311
(+/-)	10.36%	17.59%	15.89%	14.69%
归母净利润	1895	2365	2862	3456
(+/-)	2.78%	24.81%	21.03%	20.74%
每股收益(元)	0.66	0.83	1.00	1.21
P/E	39.79	31.88	26.34	21.82

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	34805	42794	51773	61917	营业收入	59705	70204	81360	93311
现金	8977	15430	20205	25951	营业成本	47856	55928	64431	73568
交易性金融资产	2120	980	1293	1465	营业税金及附加	207	562	651	653
应收账款	9160	10736	12888	14926	营业费用	3361	3931	4556	5225
其它应收款	224	282	351	376	管理费用	759	913	1058	1213
预付账款	783	915	1054	1204	研发费用	3831	4704	5492	6345
存货	9557	10027	12107	13902	财务费用	(228)	77	142	113
其他	3983	4423	3875	4094	资产减值损失	(571)	(211)	(244)	(280)
非流动资产	24028	22898	23031	22946	公允价值变动损益	(44)	(40)	0	10
金额资产类	0	96	32	43	投资净收益	(42)	(42)	(42)	(42)
长期投资	171	137	145	151	其他经营收益	440	440	421	401
固定资产	611	636	633	629	营业利润	3703	4659	5654	6842
无形资产	3917	3902	3925	4000	营业外收支	92	92	92	92
在建工程	43	34	35	41	利润总额	3795	4751	5746	6934
其他	19286	18093	18262	18083	所得税	552	703	846	1019
资产总计	58833	65692	74804	84863	净利润	3243	4048	4899	5916
流动负债	23042	26005	30153	34289	少数股东损益	1349	1683	2037	2460
短期借款	3067	3067	3067	3067	归属母公司净利润	1895	2365	2862	3456
应付款项	10177	10116	12238	14308	EBITDA	4523	5165	6084	7201
预收账款	6	1346	1298	1096	EPS (最新摊薄)	0.66	0.83	1.00	1.21
其他	9792	11475	13549	15817	主要财务比率				
非流动负债	1611	1459	1523	1531		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1611	1459	1523	1531	营业收入	10.36%	17.59%	15.89%	14.69%
负债合计	24653	27463	31676	35820	营业利润	5.17%	25.82%	21.34%	21.02%
少数股东权益	4435	6119	8156	10616	归属母公司净利润	2.78%	24.81%	21.03%	20.74%
归属母公司股东权益	29745	32110	34971	38427	获利能力				
负债和股东权益	58833	65692	74804	84863	毛利率	19.85%	20.34%	20.81%	21.16%
					净利率	5.43%	5.77%	6.02%	6.34%
					ROE	5.69%	6.53%	7.04%	7.50%
					ROIC	9.77%	11.23%	12.38%	13.65%
					偿债能力				
					资产负债率	41.90%	41.81%	42.35%	42.21%
					净负债比率	12.86%	12.40%	10.95%	9.35%
					流动比率	1.51	1.65	1.72	1.81
					速动比率	1.10	1.26	1.32	1.40
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.13	1.16	1.17
					应收帐款周转率	6.81	7.14	7.09	7.01
					应付帐款周转率	7.91	7.99	8.48	8.10
					每股指标(元)				
					每股收益	0.66	0.83	1.00	1.21
					每股经营现金	1.77	1.94	1.98	2.36
					每股净资产	10.40	11.23	12.23	13.44
					估值比率				
					P/E	39.79	31.88	26.34	21.82
					P/B	2.53	2.35	2.16	1.96
					EV/EBITDA	12.25	13.33	10.83	8.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>