

紫光股份(000938.SZ)

营收快速增长，云与运营业务发展势头良好

推荐（维持）

现价：24.2元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.thunis.com
大股东/持股	西藏紫光通信投资有限公司 /46.45%
实际控制人	教育部
总股本(百万股)	2,860
流通A股(百万股)	2,860
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	692
流通A股市值(亿元)	692
每股净资产(元)	10.06
资产负债率(%)	40.9

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
YANLEI511@pingan.com.cn

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
010-56610303
FUQIANG021@pingan.com.cn



事项：

公司公告 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 307.50 亿元，同比增长 20.11%，实现归母净利润 9.26 亿元，同比增长 8.08%，EPS 为 0.324 元。

平安观点：

- **公司 2021 年上半年营收实现快速增长，营收结构进一步优化。**根据公司公告，公司 2021 年上半年实现营业收入 307.50 亿元，同比增长 20.11%，营收实现快速增长。其中，ICT 基础设施及服务业务实现收入 187.57 亿元，同比增长 28.03%，占营收比重提高 3.78 个百分点达到 61%，公司营收结构进一步优化。公司 2021 年上半年实现归母净利润 9.26 亿元，同比增长 8.08%，公司归母净利润实现平稳增长。根据 IDC 数据，2021 年一季度，公司以太网交换机、企业路由器、X86 服务器等 ICT 基础设施产品在中国市场的份额分别位居第一位、第二位、第二位。公司在国内 ICT 基础设施及服务市场的领先地位稳固。
- **公司毛利率和期间费用率同比均下降，研发投入持续加大。**2021 年上半年，公司毛利率为 19.17%，同比下降 2.43 个百分点，主要是因为 ICT 基础设施及服务业务毛利率同比下降 4.33 个百分点。公司期间费用率为 13.37%，同比下降 0.95 个百分点。其中，财务费用率同比下降 1.46 个百分点，主要是因为公司子公司新华三汇兑收益增加。公司围绕“数字大脑”战略，在数字基础设施、云与智能平台、主动安全和统一运维等领域持续加大研发投入，上半年研发投入金额为 21.91 亿元，同比增长 17.38%，为云服务业务快速发展奠定了良好的技术基础。
- **公司云与运营业务发展势头良好。**2021 年初，公司完成对紫光云控制权的收购。紫光云以同构混合云架构为基础，加速拓展行业云，持续构建云基础设施研发、运维、运营等核心能力。2021 年上半年，紫光云加大研发投入并推出紫鸾 3.0，实现了技术和架构的彻底同构，可满足多云分布式部署、统一管理、一致体验的需求，可提供 16 大类、300 多种的云服务。紫光云上半年实现营业收入 3.92 亿元，同比增长 73.42%，收入

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	54,099	59,705	72,239	86,466	102,126
YOY(%)	12.0	10.4	21.0	19.7	18.1
净利润(百万元)	1,843	1,895	2,232	2,719	3,351
YOY(%)	8.2	2.8	17.8	21.8	23.2
毛利率(%)	20.9	19.8	19.6	20.1	20.5
净利率(%)	3.4	3.2	3.1	3.1	3.3
ROE(%)	6.5	6.4	7.1	8.0	9.1
EPS(摊薄/元)	0.64	0.66	0.78	0.95	1.17
P/E(倍)	37.5	36.5	31.0	25.5	20.7
P/B(倍)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9

高速增长。在运营业务方面，2021 年上半年，公司子公司新华三在中国移动高端路由器和高端交换机集采项目中以 70% 的第一份额分别中标标包 7 和标包 8 项目，并中标标包 3 项目 29% 份额；陆续中标中国移动网络云资源池三期工程数据中心交换机及高端路由器集采标包二 70% 份额、计算型服务器集采标包二 70% 份额、硬件防火墙集采第二名；H3C UniStor X10000 分布式融合存储以 30% 的份额中标中国移动分布式文件集采项目；中标中国电信 2021 年 STN 设备建设工程集中采购项目等关键集采项目。CR19000 路由器在上海移动、宁夏移动、浙江移动多个项目中落地商用。新华三与中国移动联合中标数字贵溪（5G 智慧城市）一期建设项目，推动 5G 网络、人工智能、物联网等新技术向城市运行的各场景渗透融合，实现信息化、智慧化与经济社会的深度融合。新华三国内运营业务上半年实现收入 28.94 亿元，合同签约金额大幅增长，达到 32.95 亿元。公司云与运营业务发展势头良好，未来将成长为公司业绩增长的重要推动力。

- **盈利预测与投资建议：**根据公司的 2021 年半年报，我们调整了对公司 2021-2023 年的盈利预测，EPS 分别调整为 0.78 元（原预测值为 0.80 元）、0.95 元（原预测值为 0.97 元）、1.17 元（原预测值为 1.19 元），对应 8 月 27 日收盘价的 PE 分别约为 31.0、25.5、20.7 倍。公司产品覆盖“芯一云一网一边一端”产业链，是国内领先的 ICT 基础设施及服务提供商。当前，公司在国内 ICT 基础设施及服务市场的领先地位稳固。公司 ICT 基础设施及服务业务收入在营收中的比重进一步提高，公司营收结构进一步优化。同时，公司云与运营业务发展势头良好，未来将成长为公司业绩增长的重要推动力。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）ICT 基础设施及服务业务发展不达预期。公司是国内领先的 ICT 基础设施及服务提供商，以太网交换机、企业路由器、X86 服务器等产品在国内的市场份额领先。但如果公司不能保持产品的持续更新与迭代，则公司的 ICT 基础设施及服务业务将存在发展不达预期的风险。（2）紫光云业务发展不达预期。紫光云 3.0 通过紫鸾平台实现了公有云、私有云、混合云、边缘云多场景的架构统一和全面技术同构。如果紫光云未来在智慧城市、政务、交通、教育、医疗、金融、产业互联网等行业的用户接受度不达预期，则公司紫光云业务将存在发展不达预期的风险。（3）运营业务发展不达预期。随着 5G 时代的到来，中国移动、中国联通、中国电信均发布了网络重构的规划，公司有望凭借在 SDN/NFV 等技术领域的领先优势，在运营商市场获取更大的市场份额。但如果未来运营商在 5G 建设方面的进度低于预期，或者公司不能持续保持 SDN/NFV 等领域的技术领先，则公司的运营业务将存在发展不达预期的风险。

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	34,805	40,353	50,138	61,252
现金	8,977	9,520	13,731	18,709
应收票据及应收账款	10,652	12,888	15,426	18,220
其他应收款	225	272	326	385
预付账款	783	948	1,134	1,340
存货	9,557	11,592	13,793	16,217
其他流动资产	4,611	5,134	5,728	6,381
非流动资产	24,028	23,118	22,206	21,417
长期投资	171	167	162	158
固定资产	611	521	430	338
无形资产	3,917	3,265	2,612	1,959
其他非流动资产	19,329	19,166	19,002	18,963
资产总计	58,833	63,471	72,344	82,670
流动负债	23,042	24,206	28,846	33,950
短期借款	3,067	0	0	0
应付票据及应付账款	10,177	12,344	14,688	17,269
其他流动负债	9,798	11,863	14,158	16,681
非流动负债	1,611	1,600	1,590	1,580
长期借款	0	-11	-22	-31
其他非流动负债	1,611	1,611	1,611	1,611
负债合计	24,653	25,807	30,435	35,530
少数股东权益	4,435	6,024	7,960	10,345
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	19,240	19,240	19,240	19,240
留存收益	7,645	9,540	11,849	14,694
归属母公司股东权益	29,745	31,640	33,949	36,794
负债和股东权益	58,833	63,471	72,344	82,670

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,068	4,060	4,658	5,504
净利润	3,243	3,821	4,655	5,736
折旧摊销	710	906	907	785
财务费用	-228	34	-41	-58
投资损失	42	42	42	42
营运资金变动	563	-774	-934	-1,031
其他经营现金流	738	31	31	31
投资活动现金流	-2,574	-68	-68	-68
资本支出	1,483	0	0	0
长期投资	-2,102	0	0	0
其他投资现金流	-1,955	-68	-68	-68
筹资活动现金流	-3,861	-3,449	-380	-457
短期借款	-1,196	-3,067	0	0
长期借款	0	-11	-11	-9
其他筹资现金流	-2,665	-371	-369	-448
现金净增加额	-1,375	543	4,211	4,979

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	59,705	72,239	86,466	102,126
营业成本	47,856	58,045	69,069	81,207
税金及附加	207	250	299	353
营业费用	3,361	3,973	4,842	5,719
管理费用	759	867	1,038	1,226
研发费用	3,831	4,623	5,548	6,553
财务费用	-228	34	-41	-58
资产减值损失	-485	-433	-702	-830
信用减值损失	-86	-104	-124	-147
其他收益	439	460	460	460
公允价值变动收益	-44	50	50	50
投资净收益	-42	-42	-42	-42
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	3,703	4,379	5,354	6,620
营业外收入	100	100	100	100
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	3,795	4,471	5,446	6,712
所得税	552	650	792	976
净利润	3,243	3,821	4,655	5,736
少数股东损益	1,349	1,589	1,936	2,385
归属母公司净利润	1,895	2,232	2,719	3,351
EBITDA	4,277	5,411	6,312	7,438
EPS (元)	0.66	0.78	0.95	1.17

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	10.4	21.0	19.7	18.1
营业利润(%)	5.2	18.3	22.3	23.6
归属于母公司净利润(%)	2.8	17.8	21.8	23.2
获利能力				
毛利率(%)	19.8	19.6	20.1	20.5
净利率(%)	3.2	3.1	3.1	3.3
ROE(%)	6.4	7.1	8.0	9.1
ROIC(%)	9.6	11.8	13.7	16.2
偿债能力				
资产负债率(%)	41.9	40.7	42.1	43.0
净负债比率(%)	-17.3	-25.3	-32.8	-39.8
流动比率	1.5	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.78	0.95	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	1.42	1.63	1.92
每股净资产(最新摊薄)	10.40	11.06	11.87	12.86
估值比率				
P/E	36.5	31.0	25.5	20.7
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.1	13.0	11.0	9.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033