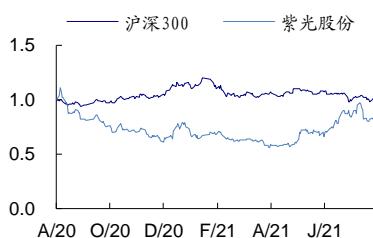


证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,860/2,860
总市值/流通(百万元)	69,214/69,214
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	34.88/17.38

相关研究报告：

- 《紫光股份-000938-深度报告：全栈式 ICT 综合提供商，多轮驱动成长》——2021-08-16
- 《紫光股份-000938-重大事件快评：股权受让落地，看好长期发展》——2020-09-04
- 《紫光股份-000938-2020 年中报点评：业绩超预期，运营商市场和混合云蓄势待发》——2020-08-25
- 《紫光股份-000938-重大事件快评：ICT 龙头多渠道提升公司核心竞争力》——2020-06-22
- 《紫光股份-000938-深度报告：云与智能事业群核心，ICT 龙头蓄势待发》——2020-06-05

证券分析师：马成龙

电话：021-60933150
E-MAIL：machenglong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

证券分析师：付晓钦

电话：0755-81982929
E-MAIL：fuxq@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

紫光股份(000938)

买入

(维持评级)

2021 年 08 月 29 日

财报点评

营收基本符合预期，智擎量产助力芯云战略

公司发布 21 年半年报，上半年营收 307.50 亿元，同比+20.11%；公司归母净利润 9.26 亿元，同比+8.08%；EPS 0.324 元/股，同比+8.08%。主营业务进展稳定，业绩基本符合预期。

● 营收基本符合预期，数字化基础设施及服务占比持续提升

紫光股份是国内 ICT 龙头企业，定位“云网边端芯”全栈式产品及服务提供商，旗下公司新华三作为数字基座。报告期内，公司实现营收 307.50 亿元，其中，ICT 基础设施及服务收入 187.57 亿元，同比+28.03%，占比 61%（同比提升）；实现净利润 9.26 亿元，同比+8.08%，其中，毛利率受到产品结构的变动小幅下滑，销售费用率受本期公司销售人员和市场费用增加，占比提升约 0.9pct；财务费用受汇兑损益影响同比下降，收到政府补助 4.74 亿元（同比+34%）。

● 运营商及海外业务快速发展，多条产品线市占率进一步提升

公司持续聚焦于政企、运营商、海外三大市场，坚持“巩固+发展”的策略，上半年，旗下公司新华三在国内企业/国内运营商/国际业务三大市场分别实现营收 160.14/28.94/7.95 亿元，其中，企业业务同比+25.67%，在运营商市场及自有品牌的市占率持续提升。公司在企业级 WLAN、企业网交换机、企业网路由器、刀片服务器、x86 服务器、企业级存储和 UTM 防火墙市场中均位居前二。政务云服务运营市场，公司首次跻身前五；中国政务数据治理解决方案，公司位列前三。

● 持续推进产品创新，智擎量产助力芯云战略

公司保持较高的研发投入，报告期内研发投入约 22 亿元，占比基本维持稳定。成功推进自有品牌智擎 660 芯片步入量产，未来将进一步搭载于路由器、交换机和网络安全设备，有望带来公司产品线和综合盈利水平进一步提升。

● 投资建议，看好公司竞争优势，维持“买入”评级

我们维持盈利预测，预计 2021-23 年收入 679 /783/900 亿元，同比+13.8%/15.2%/15.0%，归母净利润 22 /27 /34 亿元，同比+16.2%/24.7%/23.6%，当前股价对应 PE 为 33/27/22 倍。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	54,099	59,705	67,919	78,265	89,991
(+/-%)	12%	10.4%	13.8%	15.2%	15.0%
净利润(百万元)	1,843	1,894	2,201	2,743	3,391
(+/-%)	8.1%	2.8%	16.2%	24.7%	23.6%
摊薄每股收益(元)	0.90	0.66	0.77	0.96	1.19
EBIT Margin	12.9%	12.6%	6.5%	7.0%	7.5%
净资产收益率(ROE)	6.5%	6.4%	7.3%	9.1%	11.0%
市盈率(PE)	35.0	38.6	33.2	26.6	21.6
EV/EBITDA	13.8	12.4	22.9	17.5	14.8
市净率(PB)	2.34	2.46	2.44	2.41	2.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：紫光股份营收及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2：紫光股份归母净利润及增速（亿元、%）



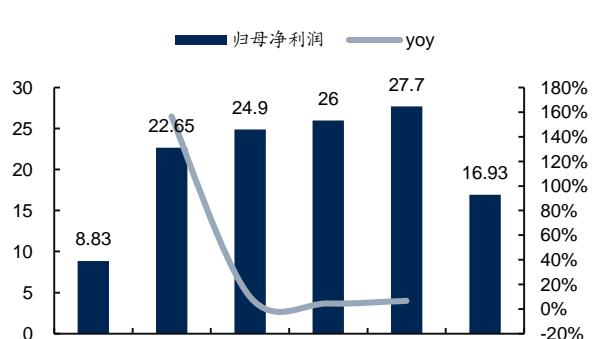
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 3：新华三营收及 YOY（亿元、%）



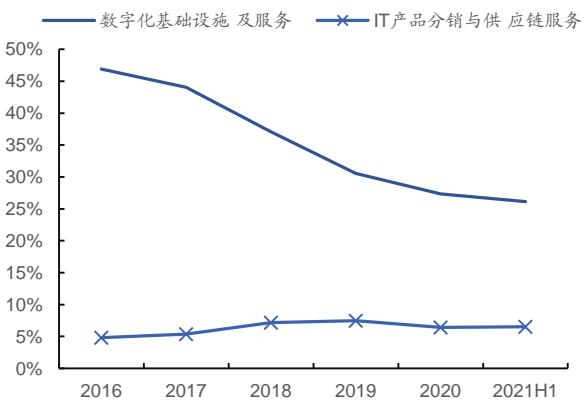
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 4：新华三归母净利润及 YOY（亿元、%）



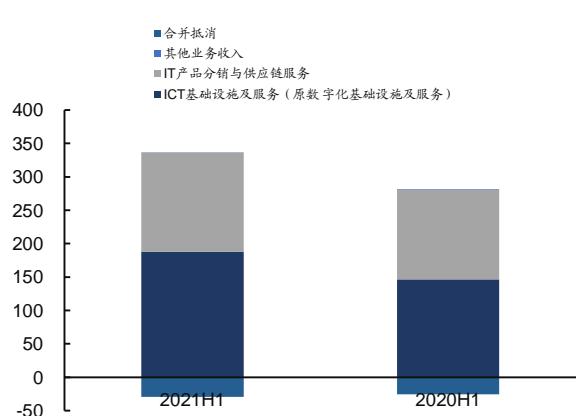
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 5：紫光股份分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 6：紫光股份营业收入构成情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

投资建议

我们看好公司行业竞争力，维持盈利预测，预计 2021-2023 年收入 679.19 /782.65/899.91 亿元，同比增速 13.8%/15.2%/15.0%，归母净利润为 22.01 亿元/27.43 亿元/33.91 亿元，同比增速 16.2%/24.7%/23.6%，当前股价对应 PE 分别为 33/27/22 倍。, 维持“买入”评级。

表 1：同类公司估值比较（截至 2021 年 8 月 28 日）

代码	简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE			20-23 CAGR
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
000938.SZ	紫光股份	24.20	692.14	0.66	0.77	0.96	38.7	33.2	26.6	22.70%
002396.SZ	星网锐捷	26.78	156.20	0.74	1.1	1.36	38.6	26	21	22.50%
603019.SH	中科曙光	29.4	430.17	0.57	0.71	0.88	52.5	42.1	34	23.90%
000977.SZ	浪潮信息	30.26	439.90	1.01	1.3	1.67	31.4	24.4	19	25.60%
300454.SZ	深信服	273.5	1131.95	1.96	2.57	3.44	130.2	99.3	74.2	34.20%
688561.SH	奇安信	92.03	625.45	-0.49	-0.01	0.56	-	-	-	—
均值							63.2	47.9	37.0	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测（其中紫光股份为国信证券经济研究所预测，其余为 WIND 一致预期）

■ 风险提示

- 第一， 集团公司债务重整方案不及预期；
- 第二， 云与安全业务产品综合竞争服务能力不及预期；
- 第三， 公司盈利能力改善不及预期；
- 第四， 疫情及贸易摩擦等问题影响公司海外渠道拓展。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8977	9286	10848	11985	营业收入	59705	67919	78265	89991
应收款项	9385	10924	12501	14331	营业成本	47856	53656	61438	70193
存货净额	9557	10289	11772	13444	营业税金及附加	207	235	271	311
其他流动资产	3583	4075	4696	5399	销售费用	3361	4299	4954	5696
流动资产合计	34805	37878	43121	48463	管理费用	759	5319	6105	6996
固定资产	654	1796	2326	2681	财务费用	(228)	0	0	0
无形资产及其他	3917	3861	3804	3747	投资收益	(42)	0	0	0
投资性房地产	19286	19286	19286	19286	资产减值及公允价值变动	442	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	171	171	171	171	其他收入	(4447)	0	0	0
资产总计	58833	62993	68708	74350	营业利润	3703	4407	5494	6791
短期借款及交易性金融负债	3171	3596	3932	3566	营业外净收支	92	2	2	2
应付款项	10177	9713	11673	13652	利润总额	3795	4409	5496	6793
其他流动负债	9694	12622	14457	16528	所得税费用	552	641	799	987
流动负债合计	23042	25931	30061	33745	少数股东损益	1349	1567	1953	2414
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1895	2201	2744	3391
其他长期负债	1611	1611	1611	1611					
长期负债合计	1611	1611	1611	1611					
负债合计	24653	27542	31673	35357					
少数股东权益	4435	5454	6724	8293					
股东权益	29745	29997	30312	30700					
负债和股东权益总计	58833	62993	68708	74350					
关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.66	0.77	0.96	1.19	净利润	1895	2201	2744	3391
每股红利	0.59	0.68	0.85	1.05	资产减值准备	181	(388)	43	39
每股净资产	10.40	10.49	10.60	10.73	折旧摊销	392	398	481	559
ROIC	19%	10%	12%	17%	公允价值变动损失	(442)	3	3	3
ROE	6%	7%	9%	11%	财务费用	(228)	0	0	0
毛利率	20%	21%	22%	22%	营运资本变动	1252	(687)	157	(117)
EBIT Margin	13%	6%	7%	8%	其它	(26)	1406	1226	1530
EBITDA Margin	13%	7%	8%	8%	经营活动现金流	3251	2934	4655	5405
收入增长	10%	14%	15%	15%	资本开支	(1056)	(1100)	(1000)	(900)
净利润增长率	3%	16%	25%	24%	其它投资现金流	(1492)	0	0	0
资产负债率	49%	59%	56%	59%	投资活动现金流	(2593)	(1100)	(1000)	(900)
息率	1.9%	2.2%	2.8%	3.5%	权益性融资	63	0	0	0
P/E	38.6	33.2	26.6	21.6	负债净变化	0	0	0	0
P/B	2.46	2.44	2.41	2.38	支付股利、利息	(1678)	(1949)	(2429)	(3003)
EV/EBITDA	12.4	22.9	17.5	14.8	其它融资现金流	1763	425	336	(365)
					融资活动现金流	(1529)	(1524)	(2094)	(3368)
					现金净变动	(870)	310	1561	1137
					货币资金的期初余额	9847	8977	9286	10848
					货币资金的期末余额	8977	9286	10848	11985
					企业自由现金流	7016	2380	4336	5348
					权益自由现金流	8780	2805	4672	4983

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032