

紫光股份 (000938)

公司研究/点评报告

毛利率持续改善,“芯云网边端”全面发力

点评报告/通信

2021 年 11 月 01 日

一、事件概述

2021 年 10 月 29 日,公司发布第三季度报告,2021 年前三季度归母净利润为 16.02 亿元,同比增长 29.39%,其中三季度归母净利润为 6.75 亿元,同比增长 77.33%。

二、分析与判断

➤ 营收整体保持稳健,毛利率环比提升

1) 收入侧: Q1-Q3 实现营收 476.24 亿元,同比增长 15.13%; Q3 实现营收 168.74 亿元,同比增长 7.04%,单增速有所放缓。2) 成本侧: Q3 毛利率 20.81%,同比提升 2.49pcts,连续 5 个季度环比提升,主要由产品提价和结构变化导致,同时自研 NP 芯片商用亦有所贡献。3) 利润侧: Q1-Q3 归母净利润为 16.02 亿元,同比增长 77.33%,其中所得税费用为 3.11 亿元,同比减少 47.05%,主因 9 月提前进行前三季度研发费用加计扣除; Q1-Q3 税前利润为 31.88 亿元,同比增长 17.76%,仍高于营收增速。

➤ 加大芯片等自研产品投入,份额提升凸显核心竞争力

公司加大芯片、服务器等核心自研产品投入, Q1-Q3 研发费用为 30.61 亿元,同比增长 16.41%。公司自研 16nm 高端可编程网络处理器芯片智擎 660 于 8 月全面量产,对内广泛应用于数通领域显著提升产品竞争力,对外同步接收订单有望拓展营收来源。

公司各细分产品领域市场份额持续领跑,连续中标大单凸显核心竞争力。根据 IDC 数据,新华三 21H1 国内 200G/400G 交换机市场份额排名第一(64.5%), 21H1 国内服务器市场份额排名第二(同比增加 1.9%至 17.1%,浪潮、华为分别下降 9%、2.1%), 21H1 中国 IT 外包市场排名第二(4.74%);新华三 Q2 中国超融合系统市场份额排名第一,连续十五个季度位列中国企业级外部存储市场第二,同比增长 47.2%远超行业 33.5%的增速。同时新华三以第一份额中标 2021 年中国联通防火墙集采,并以 20%份额中标中国移动分布式块存储集采,取得该类项目的首次突破;紫光云中标北京市行政事业单位云计算服务定点采购项目,产品技术能力获政务云重点用户高度认可。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 22.23/27.39/34.06 亿元,对应 PE 倍数 36x/29x/23x,选取浪潮信息、中科曙光、深信服、星网锐捷为可比公司,21 年平均 PE 估值为 41X(星网锐捷为我们预测,其余均为 wind 一致预期)。看好竞争格局重塑下公司整体份额提升空间,同时 NP 芯片商用强化产品竞争力、并改善盈利能力,伴随集团积极引进战投化解债务危机,压制公司估值的风险因素逐渐出清。首次覆盖,给予“推荐”评级。

四、风险提示:

芯片研发进展不及预期;运营商及海外市场拓展不及预期;集团债务问题

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,705	69,604	79,814	92,042
增长率(%)	10.4%	16.6%	14.7%	15.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,895	2,223	2,739	3,406
增长率(%)	2.8%	17.3%	23.2%	24.4%
每股收益(元)	0.66	0.78	0.96	1.19
PE(现价)	41.87	35.66	28.95	23.28
PB	1.97	2.50	2.33	2.14

资料来源:公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格: 27.72 元

交易数据

2021-10-29

近 12 个月最高/最低(元)	30.3/17.62
总股本(百万股)	2,860
流通股本(百万股)	2,860
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	793
流通市值(亿元)	793

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 马天诣

执业证号: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

研究助理: 于一铭

执业证号: S0100121090001

电话: 021-80508468

邮箱: yuyiming@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	59,705	69,604	79,814	92,042
营业成本	47,856	55,915	63,684	73,048
营业税金及附加	207	209	239	276
销售费用	3,361	4,176	4,789	5,430
管理费用	759	891	1,022	1,178
研发费用	3,831	4,454	5,204	5,948
EBIT	3,641	3,960	4,876	6,162
财务费用	-228	-20	-96	-155
资产减值损失	-485	-447	-433	-396
投资收益	-42	0	0	0
营业利润	3,703	4,289	5,353	6,680
营业外收支	92	77	85	94
利润总额	3,795	4,366	5,438	6,774
所得税	552	589	789	982
净利润	3,243	3,776	4,650	5,792
归属于母公司净利润	1,895	2,223	2,739	3,406
EBITDA	4,350	4,310	5,243	6,548
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,977	9,943	13,302	18,408
应收账款及票据	9,160	10,607	12,217	14,073
预付款项	783	951	1,162	1,279
存货	9,557	11,855	12,706	14,650
其他流动资产	6,328	6,791	7,132	7,500
流动资产合计	34,805	40,148	46,518	55,911
长期股权投资	171	198	228	259
固定资产	611	603	573	526
无形资产	3,917	4,033	4,180	4,343
非流动资产合计	24,028	24,060	24,116	24,173
资产合计	58,833	64,207	70,635	80,084
短期借款	3,067	1,677	876	1,463
应付账款及票据	10,177	11,949	13,609	15,610
其他流动负债	9,798	11,307	12,591	14,141
流动负债合计	23,042	24,933	27,077	31,215
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,611	1,611	1,611	1,611
非流动负债合计	1,611	1,611	1,611	1,611
负债合计	24,653	26,544	28,688	32,826
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	4,435	5,988	7,899	10,285
股东权益合计	34,180	37,663	41,947	47,258
负债和股东权益合计	58,833	64,207	70,635	80,084

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	10.4	16.6	14.7	15.3
EBIT 增长率	-7.6	8.8	23.2	26.4
净利润增长率	2.8	17.3	23.2	24.4
盈利能力				
毛利率	19.8	19.7	20.2	20.6
净利率	5.4	5.4	5.8	6.3
总资产收益率 ROA	3.2	3.5	3.9	4.3
净资产收益率 ROE	6.4	7.0	8.0	9.2
偿债能力				
流动比率	1.51	1.61	1.72	1.79
速动比率	0.99	1.02	1.13	1.21
现金比率	0.39	0.40	0.49	0.59
资产负债率	41.9	41.3	40.6	41.0
经营效率				
应收账款周转天数	55.77	55.81	55.97	55.88
存货周转天数	72.89	80.00	75.00	75.00
总资产周转率	1.01	1.08	1.13	1.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.78	0.96	1.19
每股净资产	10.40	11.07	11.90	12.93
每股经营现金流	1.77	1.09	1.74	1.90
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.18
估值分析				
PE	41.87	35.66	28.95	23.28
PB	1.97	2.50	2.33	2.14
EV/EBITDA	12.11	16.50	12.77	9.54
股息收益率	0.4	0.4	0.5	0.6

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,243	3,776	4,650	5,792
折旧和摊销	710	351	367	386
营运资金变动	366	-1,575	-512	-1,165
经营活动现金流	5,068	3,104	4,971	5,435
资本开支	-1,594	-293	-324	-332
投资	-2,062	-17	-21	-22
投资活动现金流	-2,574	-311	-345	-355
股权募资	63	0	0	0
债务募资	-1,900	-1,390	-801	587
筹资活动现金流	-3,861	-1,827	-1,267	25
现金净流量	-1,375	967	3,359	5,106

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马天诣，民生证券研究院通信行业首席分析师；北京大学数学系硕士，证券从业7年，曾任职于安信证券/国泰君安证券/中关村科技园区管委会/北京股权交易中心；2018-2020年财经国际最佳top3通信分析师。研究领域：前瞻研究改变人类工作/生活/通信方式的伟大科技企业，重点研究符合中国制造业发展方向的硬科技企业。

于一铭，民生证券研究院通信行业研究员；香港中文大学会计学硕士，上海财经大学财务管理学士，曾任职于信达证券、华为技术有限公司，2021年加入民生证券，重点覆盖主设备、运营商、物联网、华为产业链、工业互联网等领域。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。