

证券研究报告

公司研究

点评报告

紫光股份(000938.SZ)

投资评级: 买入

上次评级: 买入

蒋颖 通信互联网首席分析师
执业编号: S1500521010002
联系电话: +86 15510689144
邮箱: jiangying@cindasc.com

罗云扬 计算机行业分析师
执业编号: S1500521010001
联系电话: +86 17806712169
邮箱: luoyunyang@cindasc.com

相关研究

【信达】紫光股份: 云上“紫光”, 闪耀“万物互联”

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩超预期, 强研发投入奠定“芯-云-网-边-端”全方位发展坚实基础

2021年10月29日

- **事件:** 10月29日, 紫光股份发布2021年三季报, 实现营收476.24亿元, 同比增长15.13%; 实现归母净利润16.02亿元, 同比增长29.39%; 实现归母扣非净利润13.39亿元, 同比增长34.25%。
- **营收增长符合预期, Q3单季度归母净利润大幅增长。** 报告期内, 公司实现营收476.24亿元, 同比增长15.13%, 符合预期; 实现归母净利润16.02亿元, 同比增长29.39%; 归母扣非净利润13.39亿元, 同比增长34.25%。其中, Q3单季度实现营收168.74亿元, 同比增长7.04%; 归母净利润6.76亿元, 同比增长77.33%; 归母扣非净利润6.47亿元, 同比增长139.98%, 单季度归母及扣非净利润均实现大幅增长, 主要因Q3单季度毛利率同比提升约2.49pcts以及当季度新华三根据国家税务扶持政策提前进行前三季度研发费用加计扣除导致所得税费用计提同比大幅减少及计入损益的政府补助同比大幅减少综合所致。此外, 公司前三季度经营活动产生的现金流量净额为-37.93亿元, 同比大幅减少281.16%, 主要因子公司新华三及紫光数码采购付款增加所致。同时, 公司期末存货余额163.33亿元, 比期初大幅增长69.36%, 可进一步印证经营活动现金净流量大幅减少原因判断。
- **研发投入持续增加, 奠定“芯-云-网-边-端”全产业链布局战略坚实基础。** 报告期内, 公司研发费用达到30.61亿元, 同比增长16.41%; 研发费用率达到了6.43%, 同比提升0.07pct, 持续保持强研发投入。目前, 公司研发人员占比超过40%, 专利申请总量累计超1,2000件, 90%以上为发明专利, 在网络、服务器、存储、云计算、安全等重点领域掌握核心技术。营销方面, 公司前三季度发生销售费用28.83亿元, 同比增长26.36%; 销售费用率达到了6.05%, 同比提升0.54pct, 主要因公司销售人员和市场费用增加所致。目前公司已建立起覆盖全球的销售网络, 国内有3000多名销售人员, 分销商超2万家; 国外已认证合作伙伴500余家, 覆盖20多个国家。

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	54,099	59,705	67,817	77,818	89,124
增长率 YoY %	11.9%	10.4%	13.6%	14.7%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,843	1,895	2,384	2,971	3,626
增长率 YoY %	8.1%	2.8%	25.8%	24.6%	22.1%
毛利率(%)	20.9%	19.8%	20.1%	20.8%	21.2%
ROE(%)	6.5%	6.4%	7.8%	8.8%	9.7%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.66	0.83	1.04	1.27
P/E	49.03	30.87	33.25	26.69	21.86
P/B	3.21	1.97	2.58	2.35	2.12

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年10月29日收盘价

我们认为，公司持续加大研发投入，将进一步构筑其在“芯-云-网-边-端”全产业链的产品优势；覆盖全球的销售网络建设亦将为公司业绩释放奠定坚实基础。

- **核心子公司新华三竞争力强劲，有望持续受益行业景气度提升、竞争格局边际变化及海外市场扩张。**21年Q1新华三交换机、企业级WLAN、刀片服务器、IT统一运维等核心业务国内市占率第一，企业级路由器、存储、政务云基础设施等核心产品国内市场份额稳居前三，并正式发布自主研发的高性能智能网络处理器—智擎660芯片，成为国内业界第一家具备高级语言编程能力网络处理器的厂商，整体竞争力强劲。我们认为，受益于万物互联时代数字基建需求提升及运营商资本开支增加，行业蛋糕有望持续扩大；伴随华为受制裁面临部分芯片供给等问题，新华三对应产品有望承接原华为部分市场份额；海外市场方面，亦有望凭借产品及研发优势，在思科等传统海外巨头市场份额逐步减少的背景下，利用5G实现弯道超车，复制华为海外业务扩张成功的脚步。
- **紫光云引入战投落地，中移资本领投。**9月15日，紫光股份发布公告，控股子公司紫光云技术有限公司完成6亿元人民币增资，其中中移资本出资2亿元，增资后持股3.57%；共青城旭诺出资1.2亿元，增资后持股2.14%；紫光股份自有资金出资2.8亿元，增资后持股比例保持46.67%不变。我们认为，此次战投引入，一方面有助于满足紫光云在云计算和云服务领域的技术研发、市场拓展、节点建设等方面的资金需求；另一方面有助于借助中国移动在市场、技术等方面的资源优势，进一步加深合作，提升市场竞争力。
- **盈利预测与估值评级。**公司是数字基础设施领先厂商，核心资产新华三极具龙头潜质，有望持续受益行业增长、竞争格局变化及海外市场扩张。控股子公司紫光云引入战投落地，中移资本领投，战略协同效应有望持续显现。预计2021-2023年归母净利润为23.8/29.7/36.3亿元；市盈率为33/27/22倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**1.行业发展不及预期；2.公司业务发展不及预期；3.公司海外扩张不及预期；4.集团债务危机解决进展不及预期。

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	31,567	34,805	34,276	42,579	52,047	营业总收入	54,099	59,705	67,817	77,818	89,124
货币资金	9,847	8,977	6,306	11,300	16,990	营业成本	42,774	47,856	54,188	61,664	70,213
应收票据	19	37	182	125	160	营业税金及附加	223	207	266	296	338
应收账款	8,420	9,123	10,370	11,932	13,645	销售费用	3,311	3,361	3,493	4,008	4,590
预付账款	1,100	783	1,140	1,153	1,395	管理费用	755	759	746	856	980
存货	7,905	9,557	10,135	11,771	13,416	研发费用	3,315	3,831	4,340	5,058	5,751
其他	4,276	6,328	6,143	6,298	6,440	财务费用	443	-228	135	0	0
非流动资产	23,172	24,028	24,028	24,028	24,028	减值损失合计	-280	-485	-520	-620	-700
长期股权投资	126	171	171	171	171	投资净收益	9	-42	-7	-8	-9
固定资产(合计)	604	611	611	611	611	其他	515	311	559	560	623
无形资产	3,595	3,917	3,917	3,917	3,917	营业利润	3,521	3,703	4,682	5,869	7,167
其他	18,848	19,329	19,329	19,329	19,329	营业外收支	90	92	5	5	5
资产总计	54,739	58,833	58,305	66,608	76,076	利润总额	3,611	3,795	4,687	5,874	7,172
流动负债	20,881	23,042	19,869	23,128	26,430	所得税	537	552	637	829	1,005
短期借款	4,263	3,067	0	0	0	净利润	3,075	3,243	4,050	5,044	6,166
应付票据	2,577	3,036	3,267	3,782	4,307	少数股东损益	1,231	1,349	1,666	2,073	2,540
应付账款	4,965	7,140	7,068	8,281	9,514	归属母公司净利润	1,843	1,895	2,384	2,971	3,626
其他	9,075	9,798	9,535	11,065	12,610	EBITDA	4,364	4,401	4,785	5,936	7,252
非流动负债	1,500	1,611	1,611	1,611	1,611	EPS (当年)	0.64	0.66	0.83	1.04	1.27
长期借款	0	0	0	0	0	(元)					
其他	1,500	1,611	1,611	1,611	1,611						
负债合计	22,380	24,653	21,480	24,739	28,041	现金流量表					
少数股东权益	4,176	4,435	6,101	8,174	10,714	单位：百万元					
归属母公司股东权益	28,183	29,745	30,724	33,695	37,321	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债和股东权益	54,739	58,833	58,305	66,608	76,076	经营活动现金流	1,699	5,068	1,937	4,996	5,693
						净利润	3,075	3,243	4,050	5,044	6,166
						折旧摊销	644	710	0	0	0
						财务费用	258	313	135	0	0
						投资损失	-9	42	7	8	9
						营运资金变动	-2,524	366	-2,768	-670	-1,176
						其它	256	394	514	614	694
						投资活动现金流	2,165	-2,574	-1	-2	-3
						资本支出	-1,887	-1,594	6	6	6
						长期投资	5,037	-2,062	0	0	0
						其他	-985	1,082	-7	-8	-9
						筹资活动现金流	131	-3,861	-4,607	0	0
						吸收投资	75	63	0	0	0
						借款	1,728	-1,900	-3,067	0	0
						支付利息或股息	-1,633	-1,678	-135	0	0
						现金净增加额	3,983	-1,375	-2,671	4,994	5,690

重要财务指标					
单位：百万元					
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	54,099	59,705	67,817	77,818	89,124
同比(%)	11.9%	10.4%	13.6%	14.7%	14.5%
归属母公司净利润	1,843	1,895	2,384	2,971	3,626
同比(%)	8.1%	2.8%	25.8%	24.6%	22.1%
毛利率(%)	20.9%	19.8%	20.1%	20.8%	21.2%
ROE(%)	6.5%	6.4%	7.8%	8.8%	9.7%
EPS (摊薄) (元)	0.64	0.66	0.83	1.04	1.27
P/E	49.03	30.87	33.25	26.69	21.86
P/B	3.21	1.97	2.58	2.35	2.12
EV/EBITDA	13.69	11.97	15.27	11.47	8.60

研究团队简介

蒋颖，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

罗云扬，计算机行业分析师，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。