

➤ **事件概述：**2022 年 3 月 25 日，公司发布 2021 年年度报告，实现营业收入 676.38 亿元，同比增长 12.57%，实现归母净利润 21.48 亿元，同比增长 18.51%，实现扣非归母净利润 16.54 亿元，同比增长 11.16%，业绩符合我们预期。

➤ **盈利能力保持稳定，新华三、紫光云经营持续向好**

公司 21 年营收增长主要由 ICT 基础设施及服务驱动，该业务 21 年营收为 413.48 亿元，同比增长 24.81%，IT 产品分销与供应链服务营收为 309.16 亿元，同比微增 1.07%。成本端，21 年公司毛利率较为稳定，同比微降 0.33pct 至 19.52%，其中 ICT 基础设施及服务的毛利率为 30.88%，同比下降 3.45pct，主要源于低毛利的服务器产品占比提升及上游原材料涨价压力；IT 产品分销与供应链服务的毛利率为 7.90%，同比提升 1.24pct，主要得益于产品结构的优化。三费率整体保持稳定，销售/管理/研发费用率分别为 6.08%/1.37%/6.41%，同比+0.45pct/0.10pct/持平。

新华三 21 年营收为 443.51 亿元，同比增长 20.52%，净利润为 34.34 亿元，同比增长 22.24%。其中国内政企业务营收为 362.58 亿元，同比增长 22.56%；公司重点布局 18 个行业数字化转型解决方案，以技术—市场—服务全方位赋能行业客户数字化转型升级。**国内运营商业务**营收为 64.15 亿元，同比增长 13.04%；公司已成为运营商集采的核心供应商，在移动 21-22 年高端路由器和高端交换机产品集采中整体份额第一，以第一份额中标联通 21 年防火墙集采项目高端和中端防火墙两个标包。**国际业务**营收为 16.78 亿元，其中新华三 H3C 品牌产品营收 7.14 亿元，同比增长 48.81%；21 年至今，公司新增南非、墨西哥、土耳其、新加坡、菲律宾 5 家子公司，目前合计成立 12 家海外子公司，认证海外合作伙伴 830 家，服务交付能力可覆盖 135 个国家，为海外业务的拓展打下了良好基础。

紫光云在云服务、智慧城市及行业云方面增长迅速，21 年营收为 10.09 亿，同比增长 67.84%。紫光云目前已在全国建设 43 个节点，覆盖 22 个省份，与新华三共同打造紫光 UNIPower 工业互联网平台，深耕行业应用，聚焦 PaaS 和 SaaS 能力。21 年紫光云仍处于前期投入阶段，净利润为-9074 万，亏损同比减少 43.55%。

➤ **国内市场份额保持领先，部分产品增速领先行业**

根据 IDC 数据，21 年公司 WLAN 连续十三年市占率第一(28.4%)；以太网交换机连续五年市占率第二(35.2%)，路由器连续四年市占率第二，销售额同比增长 33.3%；服务器市占率排名第二(17.5%)，销售额同比增长 32.8%，高于市场平均值近 3 倍，其中 Non-x86 服务器市占率排名第一(19.5%)，销售额同比增长 92.8%，刀片服务器连续三年市占率第一(47.8%)，x86 服务器市占率排名第二(17.4%)，销售额同比增长 30.9%。

➤ **投资建议：**公司深度布局“芯云网边端”产业链，受益数字经济，同时运营商+海外市场有望进一步打开成长空间，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 26.90 亿/32.56 亿/39.05 亿，对应 PE 为 21 倍/17 倍/14 倍，公司近 5 年估值中枢为 38 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**数字化转型需求不及预期，运营商及海外市场拓展不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	67,638	80,680	95,481	112,834
增长率 (%)	12.6	19.3	18.3	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,148	2,690	3,256	3,905
增长率 (%)	18.5	25.3	21.0	20.0
每股收益 (元)	0.75	0.94	1.14	1.37
PE	26	21	17	14
PB	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

19.46 元



分析师：马天谔

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

- 1.紫光股份 (000938.SZ) 公司点评报告: 集团债务重组尘埃落定，数字经济底座乘风而起
- 2.紫光股份(000938)：紫光集团重整草案通过，经营风险有望出清
- 3.紫光股份(000938)：紫光集团司法重整落地，经营风险出清在即
- 4.紫光股份(000938):毛利率持续改善，“芯云网边端”全面发力

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	67,638	80,680	95,481	112,834
营业成本	54,433	64,619	76,181	89,856
营业税金及附加	253	274	325	384
销售费用	4,114	4,841	5,710	6,770
管理费用	926	1,089	1,270	1,501
研发费用	4,338	5,174	6,159	7,334
EBIT	3,779	4,682	5,837	6,989
财务费用	-292	-146	-89	-87
资产减值损失	-587	-544	-549	-504
投资收益	-24	-29	-29	-28
营业利润	4,088	5,232	6,406	7,815
营业外收支	88	76	76	74
利润总额	4,176	5,308	6,482	7,889
所得税	384	504	616	789
净利润	3,792	4,804	5,866	7,101
归属于母公司净利润	2,148	2,690	3,256	3,905
EBITDA	4,840	5,576	6,848	8,127

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,960	12,875	17,060	23,807
应收账款及票据	11,148	13,198	15,592	18,417
预付款项	839	996	1,166	1,375
存货	18,424	21,099	24,222	26,448
其他流动资产	4,208	4,374	4,567	4,817
流动资产合计	43,579	52,542	62,607	74,863
长期股权投资	134	139	143	146
固定资产	912	904	791	654
无形资产	3,880	3,902	3,924	3,948
非流动资产合计	22,852	22,676	22,409	22,131
资产合计	66,430	75,218	85,016	96,994
短期借款	4,290	4,505	4,720	5,082
应付账款及票据	11,818	14,030	16,134	18,784
其他流动负债	12,321	14,208	16,215	18,579
流动负债合计	28,429	32,742	37,068	42,444
长期借款	100	104	108	113
其他长期负债	2,233	2,236	2,239	2,242
非流动负债合计	2,333	2,340	2,348	2,355
负债合计	30,763	35,083	39,416	44,799
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	5,707	7,821	10,431	13,627
股东权益合计	35,668	40,135	45,600	52,194
负债和股东权益合计	66,430	75,218	85,016	96,994

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.57	19.28	18.35	18.17
EBIT 增长率	11.73	23.88	24.68	19.74
净利润增长率	18.51	25.27	21.01	19.95
盈利能力 (%)				
毛利率	19.52	19.91	20.21	20.36
净利润率	5.61	5.95	6.14	6.29
总资产收益率 ROA	3.23	3.58	3.83	4.03
净资产收益率 ROE	7.17	8.33	9.26	10.13
偿债能力				
流动比率	1.53	1.60	1.69	1.76
速动比率	0.80	0.87	0.95	1.06
现金比率	0.32	0.39	0.46	0.56
资产负债率 (%)	46.31	46.64	46.36	46.19
经营效率				
应收账款周转天数	59.80	59.80	59.60	59.50
存货周转天数	123.54	122.00	118.40	109.30
总资产周转率	1.02	1.07	1.12	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.94	1.14	1.37
每股净资产	10.48	11.30	12.30	13.48
每股经营现金流	-0.76	1.72	1.85	2.77
每股股利	0.10	0.13	0.16	0.19
估值分析				
PE	26	21	17	14
PB	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.73	8.66	6.47	4.67
股息收益率 (%)	0.51	0.68	0.82	0.98

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,792	4,804	5,866	7,101
折旧和摊销	1,061	894	1,011	1,138
营运资金变动	-7,771	-1,580	-2,379	-1,070
经营活动现金流	-2,180	4,910	5,293	7,928
资本开支	-525	-686	-712	-830
投资	2,282	60	62	63
投资活动现金流	1,776	-644	-668	-785
股权募资	455	0	0	0
债务募资	544	222	222	370
筹资活动现金流	133	-351	-439	-396
现金净流量	-289	3,915	4,186	6,747

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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