

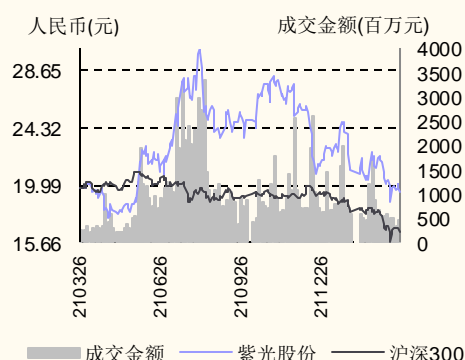
紫光股份 (000938.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 19.46 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	28.60
已上市流通 A 股(亿股)	28.60
总市值(亿元)	556.57
年内股价最高最低(元)	30.30/17.54
沪深 300 指数	4175
深证成指	12073



相关报告

- 1.《市场份额提升增收显著, 自主芯片完善战略-紫光股份 2021 半年...》, 2021.8.20
- 2.《网络龙头芯片投片, 进一步完善产业链-网络龙头芯片投片, 进一步...》, 2021.4.24

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人
shaoyikai@gjzq.com.cn

收入结构优化, 产品与渠道打造核心云能力

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,705	67,638	79,013	91,438	104,545
营业收入增长率	10.36%	13.29%	16.82%	15.73%	14.33%
归母净利润(百万元)	1,895	2,148	2,313	2,566	3,237
归母净利润增长率	2.78%	13.35%	7.71%	10.91%	26.16%
摊薄每股收益(元)	0.662	0.751	0.809	0.897	1.132
每股经营性现金流净额	1.57	-1.15	1.97	2.17	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.37%	7.17%	6.56%	6.84%	8.01%
P/E	30.87	30.43	24.06	21.69	17.20
P/B	1.97	2.18	1.58	1.48	1.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月25日晚公司发布年报, 实现营收 676.38 亿元, Y/Y 12.57%; 归母净利润 21.48 亿元, Y/Y 18.51%; 总体符合预期。

经营分析

- **核心收入增长迅速, 收入结构优化, 市场份额持续提升。**报告期内 ICT 基础设施及服务业务实现收入 413.48 亿元, Y/Y 24.81%, 营收占比 61.13%, Y/Y 6PP, IT 分销业务发展稳健, 收入结构持续优化: 子公司新华三营收 443.51 亿元, Y/Y 20.52%, 净利润 34.34 亿元, Y/Y 22.24%; 国内企业业务营收 362.58 亿元, Y/Y 22.56%; 国内运营商业务营收 64.15 亿元, Y/Y 13.04%; 国际业务营收 16.78 亿元, 其中 H3C 品牌收入 7.14 亿元, Y/Y 48.81%。2021 年公司的 WLAN、以太交换机、服务器、路由器等多项产品市占率持续领先, 稳定在行业前二。
- **大力拓展企业业务、运营商业务与国际业务, 赋能行业客户数字化转型。**公司充分发挥政企、运营商客户优势与海外渠道优势, 业务拓展顺利。重点布局 18 个行业数字化转型解决方案, 新增落地近 30 个智慧城市和数字乡村项目。深入贯彻“三云两网”, 运营商集采持续突破, 深度参与中国联通智能城域网建设、中国移动云骨干专网中实现 7 省规模部署、中国电信 5G STN 承载网规模部署。21 年新设 5 家子公司, 海外子公司共 12 家, 已认证海外合作伙伴 830 家, 服务交付可覆盖 135 个国家, 助力全球数字经济发展。
- **紫光云完成并表, “芯-云-网-边-端” 战略进一步完善。**子公司紫光云全年营收 10.09 亿元, Y/Y 67.84%, 归母净利润-9,074.10 万元, 亏损同比减少 43.55%。紫光云已在全国建设 43 个节点, 覆盖 22 个省份, 构建平台+生态+运营的一体化服务体系, 打造核心 PaaS 和 SaaS 能力。公司 ICT 产品线完善, 行业云积淀深厚, 预计未来三年总收入维持两位数增长。

盈利调整与投资建议

- 我们根据最新业绩微调盈利预测, 调整幅度 5% 以内。预计 22-24 年营收 790.13/914.38/1045.45 亿元, 归母净利润 23.13/25.66/32.37 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 24/22/17 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; 5G 推进不达预期; 中美贸易摩擦加深; 海外市场拓展不达预期; 管理风险; COVID-19 疫情持续影响海外需求。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	54,099	59,705	67,638	79,013	91,438	104,545	货币资金	9,847	8,977	8,960	14,957	17,387	19,854
增长率		10.4%	13.3%	16.8%	15.7%	14.3%	应收款项	9,608	10,292	11,649	13,100	15,160	17,333
主营业务成本	-42,787	-47,856	-54,433	-63,134	-73,532	-83,921	存货	7,905	9,557	18,424	16,432	14,102	16,094
%销售收入	79.1%	80.2%	80.5%	79.9%	80.4%	80.3%	其他流动资产	4,207	5,979	4,547	5,394	6,227	6,566
毛利	11,312	11,849	13,205	15,879	17,906	20,625	流动资产	31,567	34,805	43,579	49,883	52,876	59,847
%销售收入	20.9%	19.8%	19.5%	20.1%	19.6%	19.7%	%总资产	57.7%	59.2%	65.6%	68.8%	68.5%	69.9%
营业税金及附加	-223	-207	-253	-277	-320	-366	长期投资	2,240	2,176	1,056	1,356	1,656	1,956
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	606	654	1,101	1,573	2,010	2,410
销售费用	-3,340	-3,361	-4,114	-4,820	-5,578	-6,377	%总资产	1.1%	1.1%	1.7%	2.2%	2.6%	2.8%
%销售收入	6.2%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	无形资产	18,127	18,156	18,114	19,016	19,924	20,818
管理费用	-761	-759	-926	-1,106	-1,280	-1,464	非流动资产	23,172	24,028	22,852	22,653	24,263	25,824
%销售收入	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	42.3%	40.8%	34.4%	31.2%	31.5%	30.1%
研发费用	-3,941	-3,831	-4,338	-5,073	-5,852	-6,691	资产总计	54,739	58,833	66,430	72,537	77,139	85,670
%销售收入	7.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	短期借款	5,028	3,171	4,713	4,281	3,225	3,628
息税前利润 (EBIT)	3,048	3,691	3,574	4,604	4,876	5,727	应付款项	8,002	10,569	12,274	13,894	14,409	16,445
%销售收入	5.6%	6.2%	5.3%	5.8%	5.3%	5.5%	其他流动负债	7,851	9,302	11,443	9,747	11,217	12,856
财务费用	-443	228	292	-303	-311	-315	流动负债	20,881	23,042	28,429	27,922	28,851	32,929
%销售收入	0.8%	-0.4%	-0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	长期贷款	0	0	100	100	100	100
资产减值损失	390	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,500	1,611	2,233	2,102	2,093	2,150
公允价值变动收益	151	-44	45	40	60	80	负债	22,380	24,653	30,763	30,125	31,044	35,179
投资收益	9	-42	-24	-45	10	-20	普通股股东权益	28,183	29,745	29,961	35,285	37,508	40,401
%税前利润	0.3%	n.a	n.a	n.a	0.2%	n.a	其中：股本	2,043	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
营业利润	3,521	3,703	4,088	4,297	4,636	5,473	未分配利润	5,900	7,443	9,057	11,085	13,307	16,201
营业利润率	6.5%	6.2%	6.0%	5.4%	5.1%	5.2%	少数股东权益	4,176	4,435	5,707	7,127	8,587	10,090
营业外收支	90	92	88	95	100	103	负债股东权益合计	54,739	58,833	66,430	72,537	77,139	85,670
税前利润	3,611	3,795	4,176	4,392	4,736	5,576	比率分析						
利润率	6.7%	6.4%	6.2%	5.6%	5.2%	5.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-537	-552	-384	-659	-710	-836	每股指标						
所得税率	14.9%	14.5%	9.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.902	0.662	0.751	0.809	0.897	1.132
净利润	3,075	3,243	3,792	3,733	4,026	4,740	每股净资产	13.795	10.400	10.475	12.337	13.114	14.126
少数股东损益	1,231	1,349	1,645	1,420	1,460	1,503	每股经营现金净流	0.450	1.572	-1.147	1.967	2.172	1.644
归属于母公司的净利润	1,843	1,895	2,148	2,313	2,566	3,237	每股股利	0.200	0.150	0.150	0.100	0.120	0.120
净利率	3.4%	3.2%	3.2%	2.9%	2.8%	3.1%	回报率						
							净资产收益率	6.54%	6.37%	7.17%	6.56%	6.84%	8.01%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.37%	3.22%	3.23%	3.19%	3.33%	3.78%
							投入资本收益率	6.81%	8.29%	7.86%	8.20%	8.22%	8.80%
净利润	3,075	3,243	3,792	3,733	4,026	4,740	增长率						
少数股东损益	1,231	1,349	1,645	1,420	1,460	1,503	主营业务收入增长率	11.99%	10.36%	13.29%	16.82%	15.73%	14.33%
非现金支出	254	710	662	321	371	419	EBIT增长率	4.09%	21.12%	-3.19%	28.83%	5.92%	17.44%
非经营收益	114	178	34	1,804	367	347	净利润增长率	8.20%	2.78%	13.35%	7.71%	10.91%	26.16%
营运资金变动	-2,524	366	-7,771	-232	1,448	-803	总资产增长率	12.73%	7.48%	12.91%	9.19%	6.34%	11.06%
经营活动现金净流	919	4,497	-3,282	5,625	6,211	4,703	资产管理能力						
资本开支	-1,887	-1,594	-525	-156	-1,579	-1,576	应收账款周转天数	52.4	53.6	54.5	55.0	55.0	55.0
投资	5,037	-2,062	2,282	-1,360	-140	-120	存货周转天数	58.6	66.6	93.8	95.0	70.0	70.0
其他	-985	1,082	20	-145	-90	-120	应付账款周转天数	37.9	46.2	56.4	55.0	46.2	46.2
投资活动现金净流	2,165	-2,574	1,776	-1,661	-1,809	-1,816	固定资产周转天数	4.1	3.7	4.9	5.0	4.9	4.6
股权募资	75	63	455	3,300	0	0	偿债能力						
债权募资	1,728	-1,900	544	-376	-1,102	398	净负债/股东权益	-17.30%	-23.19%	-14.83%	-27.63%	-32.99%	-34.20%
其他	-1,684	-2,032	-884	-769	-781	-754	EBIT利息保障倍数	6.9	-16.2	-12.2	15.2	15.7	18.2
筹资活动现金净流	119	-3,869	115	2,155	-1,883	-356	资产负债率	40.89%	41.90%	46.31%	41.53%	40.24%	41.06%
现金净流量	3,203	-1,946	-1,390	6,119	2,519	2,531							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	9	19	49
增持	0	1	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.10	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

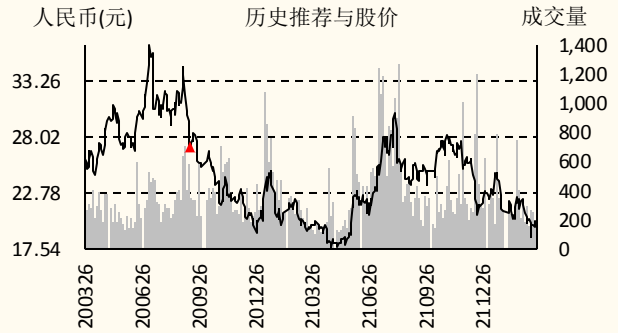
历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-14	买入	27.76	42.09 ~ 42.09
2	2021-04-24	增持	18.30	N/A
3	2021-08-29	买入	24.20	33.94 ~ 33.94

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402