

证券研究报告

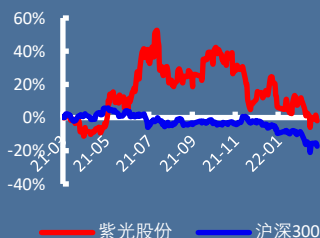
公司研究

公司点评报告

紫光股份(000938)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师
执业编号：S1500521010002
联系电话：+86 15510689144
邮箱：jiangying@cindasc.com

相关研究

《紫光股份(000938.SZ)：数智化时代，硬科技龙头破浪启航》
2021.10.31

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

业绩符合预期，数字经济时代 ICT 龙头成长空间大

2022年3月27日

事件：2022年03月25日，公司发布2021年年度报告，公司实现营业收入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%。

点评：

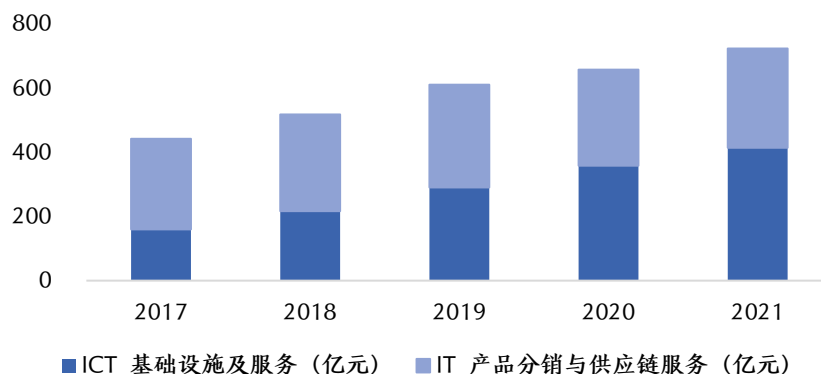
业绩符合预期，拳头产业价值凸显

公司2021年整体收入结构持续优化，核心主营ICT基础设施及服务业务实现收入413.48亿元，同比增24.81%，占营业收入比重达到61.13%；IT产品分销与供应链服务业务发展稳健，实现收入309.16亿元，同比微增1.07%。

公司持续升级ICT基础设施产品，引领ICT产业技术发展，全面优化面向重点行业应用场景的数字化解决方案、云服务和软件开发与集成业务，带动更多智慧城市、智慧医疗、智慧交通、智慧教育等智慧类项目的落地，以全栈的ICT能力赋能行业客户数字化转型。

公司深度布局“芯—云—网—边—端”产业链，推动“云智原生”战略实施和全新升级的“数字大脑”落地应用，整体营收不断提升，盈利能力持续向好，在数字经济时代的竞争实力不断加强，未来成长可期。

图1：公司ICT业务营收占比逐渐提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

重要财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	59,705	67,638	74,245	81,785	90,395
增长率 YoY%	10.4%	13.3%	9.8%	10.2%	10.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,388	2,148	2,654	3,278	4,057
增长率 YoY%	-24.7%	54.8%	23.6%	23.5%	23.8%
毛利率%	19.8%	19.5%	19.4%	19.3%	18.8%
净资产收益率 ROE%	4.7%	7.2%	8.1%	9.3%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.75	0.93	1.15	1.42
市盈率 P/E(倍)	40.11	25.92	20.97	16.98	13.72
市净率 P/B(倍)	1.87	1.86	1.71	1.59	1.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年3月25日收盘价

➤ 盈利能力稳定，后续具备优化空间

公司整体毛利率受结构影响有所下降，后续具备提升空间。公司毛利率主要取决于 ICT 基础设施及服务业务，从 2017 年到 2021 年，公司综合毛利率基本保持稳定，由 21.97% 小幅下降到 19.17%，其中 ICT 基础设施及服务业务毛利率从 2017 年的 44.04% 下降至 2021 年的 25.67%，这主要是由于毛利率较低的服务器业务占比增长（新华三 x86 服务器销量从 2017 年排名第四发展到 2021 年第二）；紫光另一大业务 IT 分销的毛利率较低，从 2017 年 5.35% 小幅提升到 2021 年的 7.90%；海外业务毛利率持续提升，从 2018 年的 20.83% 增长到 2021 年的 34.95%。随着公司市场份额的提升、产品结构的优化、海外市场的扩展，以及自研芯片不断放量，我们认为公司综合毛利率有着进一步优化空间。

图 2：公司 ICT 基础设施及服务毛利率较高

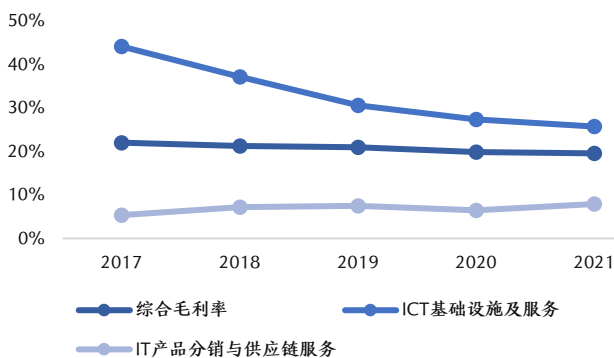
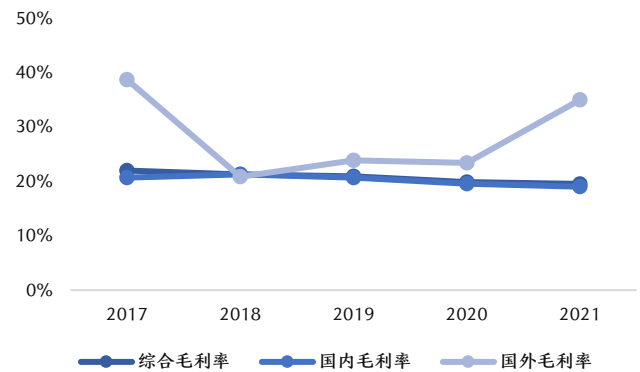


图 3：公司海外业务毛利率较高



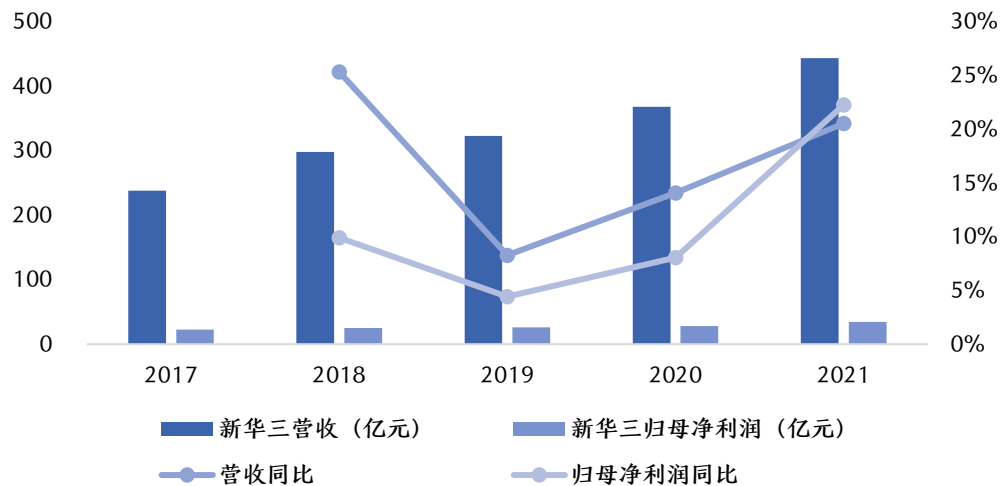
资料来源：wind，信达证券研发中心整理

资料来源：wind，公司财报，信达证券研发中心整理

➤ 新华三智慧赋能数字化转型升级，实现快速发展

核心子公司新华三持续服务三大市场，赋能行业客户业务创新和数字化转型。全年实现营业收入 443.51 亿元，同比增长 20.52%，实现净利润 34.34 亿元，同比增长 22.24%。新华三聚焦国内企业业务、国内运营商业务和国际业务三大市场，其中国内企业业务实现快速增长，营业收入达到 362.58 亿元，同比增长 22.56%；国内运营商业务市场地位不断提升，营业收入达到 64.15 亿元，同比增长 13.04%，全年发货金额快速增长；国际业务呈现良好增长态势，实现营业收入 16.78 亿元，其中新华三 H3C 品牌产品及服务收入达到 7.14 亿元，同比增长 48.81%，实现了高速增长。

图 4：新华三营收及归母净利润不断提升



资料来源：wind，信达证券研发中心整理

国内企业业务：重点布局了 18 个行业数字化转型解决方案，参与撰写了 6 个行业 31 个行业标准，智慧城市、数字城轨、智慧医院、智慧园区、数字媒体等解决方案处于业界领先地位，年度内又陆续发布了工业互联网、智慧矿山、智慧机场、智慧水利、智慧应急、5G 行业边缘等多个具有前瞻性的解决方案，技术—市场—服务全方位赋能行业客户的数字化转型和升级。

国内运营商业务：新华三在运营商集采领域持续突破，核心供应商的地位不断夯实 在中国移动 2021 年至 2022 年高端路由器和高端交换机产品集采中整体份额第一，并且实现了 vBRAS 路由器设备在中国移动集采项目的首次突破；在中国移动 2021 年至 2022 年分布式块存储新建部分集采中获得 20% 份额，实现在中国移动块存储类型招标项目上的首次突破；陆续中标中国移动网络云资源池、PC 服务器集采和硬件防火墙集采等项目。以第一份额中标中国联通 2021 年防火墙集采项目高端防火墙和中端防火墙两个标包。中标中国电信 2021 年 STN 设备建设工程集采项目、中国电信核心路由交换设备集采项目等关键项目；新华三深度参与中国联通 19 个省份、100 余个地市智能城域网建设，在中国移动 7 个省份的云骨干专网中实现规模部署，在中国电信 5G STN 承载网中累计规模部署覆盖 20 个省份及 90 多个地市；新华三与中国移动联合中标了甘肃省数字政府项目，助力甘肃政府构建“12345+N”总体架构。

国际业务：新华三 2021 年设立了南非、墨西哥、土耳其、新加坡 4 个子公司，并于 2022 年初完成了菲律宾子公司的设立，海外子公司已达 12 家。截至 2021 年末，新华三已认证的海外合作伙伴 830 家，在 24 个国家和地区建立了备件中心，服务交付可覆盖 135 个国家

紫光云以同构混合云架构为基础，持续打造核心云平台，加强构建云运营和服务能力，2021 年实现营业收入 10.09 亿元，同比增长 67.84%，实现归属于母公司所有者净利润-9,074.10 万元，亏损同比减少 43.55%。紫光云持续打造云服务核心能力，深度协同促进云业务增长，目前已在全国建设 43 个节点，覆盖 22 个省份，其中自建节点 8 个、合营节点 11 个、政务云和专享云节点 24 个。

➤ 紫光云中多个项目，云计算布局持续完善

2021 年，核心子公司紫光云公司在云服务、智慧城市及行业云方面增长迅速：

云服务方面：陆续中标重庆市政务云、甘肃六地市政务云、北京政务云等云服务项目。

智慧城市方面：紫光云公司与新华三深度协同，陆续中标烟台经济技术开发区智慧城市、智慧滨海城市大脑二期、曲靖城市大脑、智慧青城、淮安智慧城市等项目。

行业云方面：重点面向工业云、建筑云和水务云等行业云，构建平台+生态+运营的一体化服务体系，深耕行业应用，打造核心 PaaS 和 SaaS 能力。由紫光云公司和新华三共同打造的紫光 UNIPower 工业互联网平台入选 Forrester Wave 中国工业互联网平台研究报告“卓越表现者”象限、进入 IDC 中国工业互联网平台厂商评估报告“主要厂商”象限；水务云在水务治理、水质监测系统、水务信息化上实现深耕细作；建筑云在智慧园区、智慧工地、住建信息化等方向持续发力；陆续中标沈阳工业企业上云 2021 项目、江津区智慧园区工业云项目、南湖流域治理水务云项目等。

➤ 多产品国内领先，研发持续投入巩固 ICT 龙头地位

2021 年，在中国企业级 WLAN 市场份额为 28.4%，连续 13 年蝉联市场第一；在中国以太网交换机市场份额为 35.2%，位列市场第二；在中国企业网路由器市场份额从上年的 30.8% 提升至 31.3%，持续位列市场第二；在中国 X86 服务器市场份额由上年的 15.4% 增至

17.4%，提升至市场第二；在中国 Non-X86 服务器市场份额为 19.5%，由上年的第四跃升至第一；中国刀片服务器市场份额为 47.8%，持续蝉联市场第一；在中国存储市场份额为 12.6%，位列市场第二；在中国安全硬件市场份额为 9.0%，位列市场第二；2021 年前三季度，在中国超融合市场份额 20.5%，市场份额升至第一。公司 2021 年研发投入达 48.81 亿元，同比增长 14.15%，持续加大的 ICT 技术和解决方案研发投入为公司业务快速发展和市场份额提升奠定了坚实的基础。

➤ 盈利预测与投资评级

公司是国内 ICT 设备龙头企业，具备完整的“云-网-边-端-芯”产业链，近年来在运营商高端市场和海外市场持续取得突破，我们看好公司在数字经济时代的竞争实力和长远发展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.54 亿元、32.78 亿元、40.57 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 20.97 倍、16.98 倍、13.72 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素

云计算产业发展不及预期；海外业务发展不及预期；母公司债务重组效果不达预期。

会计年度	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	34,805	43,579	45,223	51,612	58,966
货币资金	8,977	8,960	8,290	11,022	14,064
应收票据	37	67	73	81	89
应收账款	9,123	11,081	11,450	12,612	13,940
预付账款	783	839	923	1,018	1,132
存货	9,557	18,424	19,979	22,030	24,501
其他	6,328	4,208	4,508	4,850	5,240
非流动资产	24,028	22,852	21,228	19,683	18,254
长期股权投资	171	134	134	134	134
固定资产(合计)	611	912	1,116	1,214	1,260
无形资产	17,909	17,944	16,150	14,535	13,081
其他	5,337	3,861	3,827	3,800	3,778
资产总计	58,833	66,430	66,450	71,295	77,220
流动负债	23,042	28,429	25,685	27,911	30,594
短期借款	3,067	4,290	0	0	0
应付票据	3,036	2,136	2,349	2,590	2,881
应付账款	7,140	9,682	10,649	11,741	13,058
其他	9,798	12,321	12,687	13,579	14,655
非流动负债	1,611	2,333	2,333	2,333	2,333
长期借款	0	100	100	100	100
其他	1,611	2,233	2,233	2,233	2,233
负债合计	24,653	30,763	28,018	30,244	32,928
少数股东权益	4,435	5,707	5,818	5,954	6,123
归属母公司股东权益	29,745	29,961	32,614	35,096	38,169
负债和股东权益	58,833	66,430	66,450	71,295	77,220

会计年度	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	59,705	67,638	74,245	81,785	90,395
同比(%)	10.4%	13.3%	9.8%	10.2%	10.5%
归属母公司净利润	1,388	2,148	2,654	3,278	4,057
同比(%)	-24.7%	54.8%	23.6%	23.5%	23.8%
毛利率(%)	19.8%	19.5%	19.4%	19.3%	18.8%
ROE%	4.7%	7.2%	8.1%	9.3%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.75	0.93	1.15	1.42
P/E	40.11	25.92	20.97	16.98	13.72
P/B	1.87	1.86	1.71	1.59	1.46
EV/EBITDA	20.92	16.24	13.01	11.91	10.46

会计年度	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	59,705	67,638	74,245	81,785	90,395
营业成本	47,856	54,433	59,866	66,010	73,415
营业税金及附加	207	253	278	306	338
销售费用	3,361	4,114	5,049	5,316	5,514
管理费用	759	926	1,114	1,268	1,356
研发费用	4,338	4,338	5,420	5,807	5,785
财务费用	-228	-292	-26	-182	-167
减值损失合计	-571	-703	-484	-484	-484
投资净收益	-41	-23	-23	-23	-23
其他	395	948	919	919	919
营业利润	3,196	4,088	2,956	3,672	4,565
营业外收支	92	88	88	88	88
利润总额	3,288	4,176	3,045	3,760	4,653
所得税	552	384	280	346	428
净利润	2,737	3,792	2,764	3,414	4,226
少数股东损益	1,349	1,645	111	137	169
归属母公司净利润	1,388	2,148	2,654	3,278	4,057
EBITDA	3,255	4,195	5,237	5,717	6,509
EPS(当年)(元)	0.49	0.75	0.93	1.15	1.42

会计年度	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,068	-2,180	3,804	3,133	3,646
净利润	2,737	3,792	2,764	3,414	4,226
折旧摊销	710	723	2,306	2,227	2,111
财务费用	313	261	-26	-182	-167
投资损失	42	24	-896	-896	-896
营运资金变动	1,181	-7,078	-390	-1,532	-1,747
其它	85	98	45	102	118
投资活动现金流	-2,574	1,776	214	214	214
资本支出	-1,595	-527	-682	-682	-682
长期投资	171	134	134	134	134
其他	-1,150	2,169	761	761	761
筹资活动现金流	-3,861	133	-4,688	-614	-817
吸收投资	307	-1,119	0	796	983
借款	-3,905	1,007	-4,713	0	0
支付利息或股息	-78	6	26	-614	-817
现金流净增加额	-1,367	-271	-670	2,732	3,043

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。

石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。