

紫光股份 (000938.SZ)

一季度业绩表现亮眼，高毛利产品增速领先提升盈利能力

买入

核心观点

一季度营收实现较快增长，优于此前预期。2022年一季度公司实营收153亿元，同比+13.58%；净利润3.72亿元，同比+35.3%，扣非净利润3.63亿元(+162%)，优于此前预期。其中，新华三实现营收104.72亿元，同比+28%；净利润6.6亿元，同比+33%。

受益于产品结构优化及降本增效，毛利率水平同环比提升。从盈利能力上看，公司高毛利网络产品增速较高，带动公司整体毛利率水平进一步改善，一季度综合毛利率21.93%（同比增加3.58pct，环比增加2.95pct）。

数字经济及东数西算加速推进，预期全年ICT采购趋势向好。受益于数字经济的推动及东数西算工程的正式开工，运营商整体的资本开支向云网端倾斜趋势明朗。中国移动2021年算力网络预计资本开支480亿元，分项对比来看，传输网资本开支474亿元（较同期增长17亿元），业务支撑网资本开支307亿元（较20年增长50亿元）；中国电信产业数字化支出279亿元（较同期增长106亿元）。园区网从25G向100G加速升级转型，带动更高带宽的网络设备产品升级替换，新增+替换带动下提振需求。在数字化转型加速发展带动下，整个政企端对云网等数字转型综合解决方案诉求提升。

夯实数字化综合解决方案能力，全面助推数字经济转型。公司以核心产品和高技术附加值的解决方案为抓手，进一步向综合解决方案提供商转型，不断提升价值量。1) **网络产品的市占率水平持续提升**（2021年，公司在中国企业级WLAN连续13年蝉联市场第一；在中国以太网交换机位列市场第二；在中国企业网路由器市场份额从上年的30.8%提升至31.3%），**前期逻辑验证，趋势有望延续**；2) 公司在智慧城市、医疗交通媒体等行业数字化转型方案设计上深度参与，**以专业化的能力推动企业数字化转型，新订单增势良好**；3) 公司自有产品在海外市场保持高速增长，进一步开启全球化的增长路径；4) 公司积极推动内部降本增效，加大费用成本管控，盈利能力持续提升。

风险提示：芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

我们维持盈利预测，预计公司2022-2024年收入783/900/1003亿元，（同比+16%/15%/14%），归母净利润27/34/42亿元（同比+27%/26%/22%），当前股价对应PE为16/13/10倍，长期看好公司在数字化转型服务上综合解决方案能力，当前估值具有较高的性价比，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,705	67,638	78,302	89,982	102,580
(+/-%)	10.4%	13.3%	15.8%	14.9%	14.0%
净利润(百万元)	1895	2148	2737	3445	4200
(+/-%)	2.8%	13.4%	27.5%	25.8%	21.9%
每股收益(元)	0.66	0.75	0.96	1.20	1.47
EBIT Margin	6.2%	5.3%	6.6%	7.2%	7.7%
净资产收益率(ROE)	6.4%	7.2%	8.9%	10.9%	12.9%
市盈率(PE)	23.8	21.0	16.5	13.1	10.7
EV/EBITDA	17.1	18.4	10.9	9.0	7.6
市净率(PB)	1.52	1.50	1.47	1.43	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：付晓钦

0755-81982929

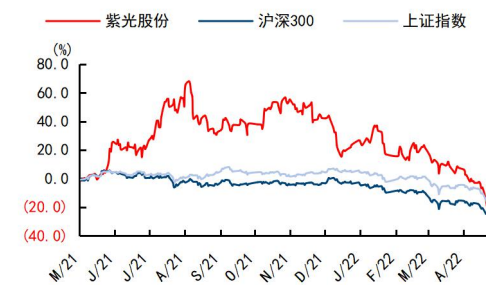
fuxq@guosen.com.cn

S0980520120003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.76元
总市值/流通市值	45074/45074百万元
52周最高价/最低价	31.15/14.22元
近3个月日均成交额	442.98百万元

市场走势



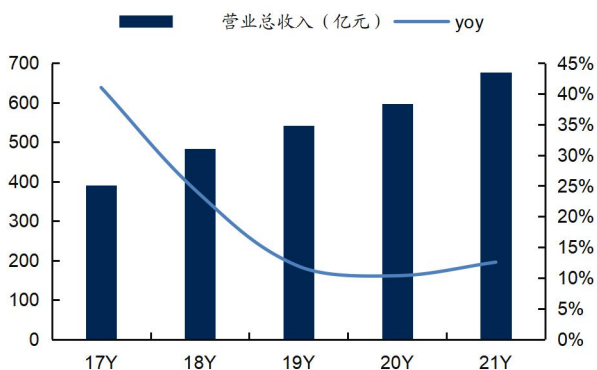
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《紫光股份(000938.SZ)-整体经营稳健，云与ICT表现亮眼》——2022-03-27
- 《紫光股份-000938-21年第三季度财报点评：三季度盈利能力改善，利润大幅增长》——2021-11-02
- 《紫光股份-000938-21年半年报点评：营收基本符合预期，智慧量产助力芯云战略》——2021-08-31
- 《紫光股份-000938-深度报告：全栈式ICT综合提供商，多轮驱动成长》——2021-08-16
- 《紫光股份-000938-重大事件快评：股权受让落地，看好长期发展》——2020-09-04

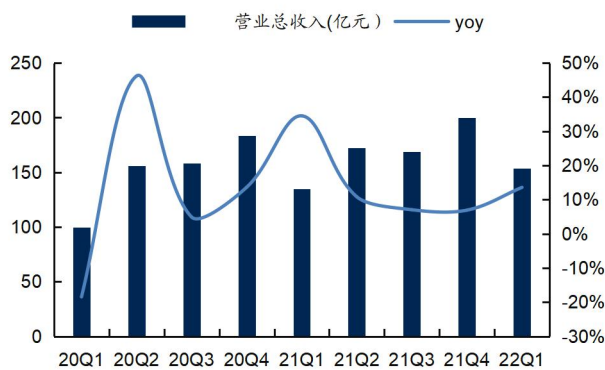
一季度营收实现较快增长，优于此前预期。2022 年一季度公司实营收 153 亿元，同比+13.58%；净利润 3.72 亿元，同比+35.3%，扣非净利润 3.63 亿元（+162%），优于此前预期。其中，新华三实现营收 104.72 亿元，同比+28%；净利润 6.6 亿元，同比+33%。

图1：紫光股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



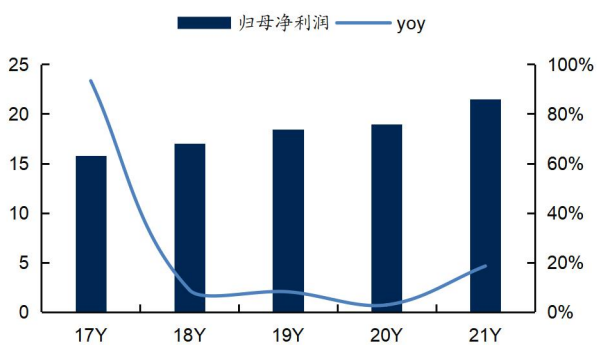
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：紫光股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



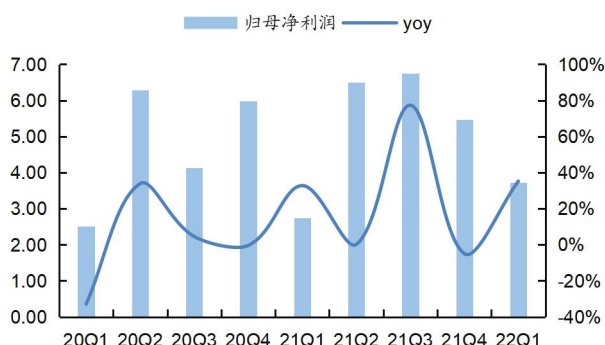
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：紫光股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：紫光股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

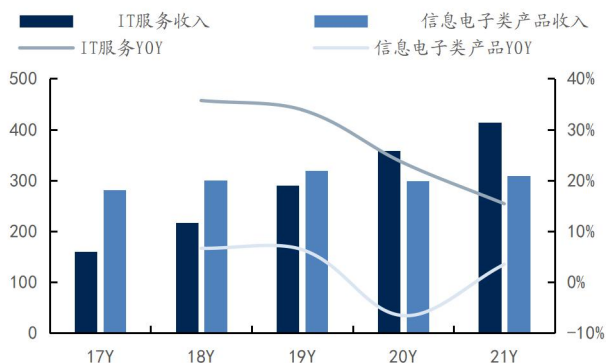


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

云与 ICT 业务表现亮眼，持续突破运营商及海外市场。2021 年，公司 ICT 业务持续发力，整体保持了较好的增长态势，全年 ICT 业务收入 413 亿元，同比+25%；IT 分销业务 309 亿元（同比+1.1%）。

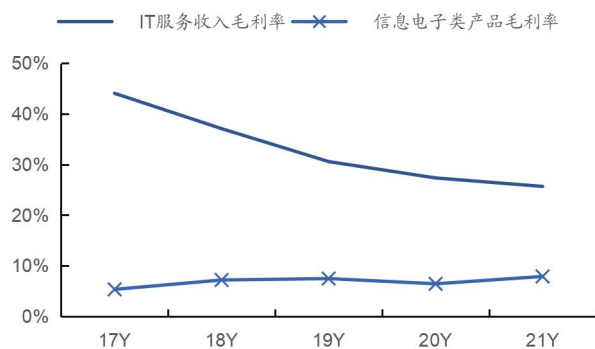
- “新华三”全年实现营业收入 443.51 亿元，（同比+20.52%），实现净利润 34.34 亿元，同比+22.24%。国内企业业务营业收入达到 362.58 亿元，同比+22.56%；国内运营商业务实现营业收入 64.15 亿元，同比+13.04%，市场地位不断提升；国际业务实现营业收入 16.78 亿元，其中新华三 H3C 品牌产品及服务收入达到 7.14 亿元，同比增长 48.81%，实现了高速增长。
- 紫光云实现营业收入 10.09 亿元，同比增长 67.84%，实现归母净利润-9,074.10 万元，亏损同比减少 43.55%。

图5: 紫光股份不同产品营收及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

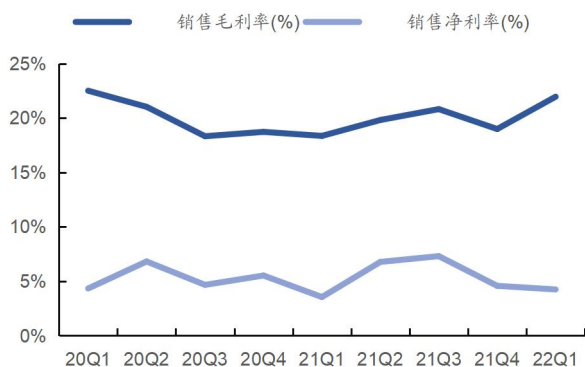
图6: 紫光股份不同产品毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

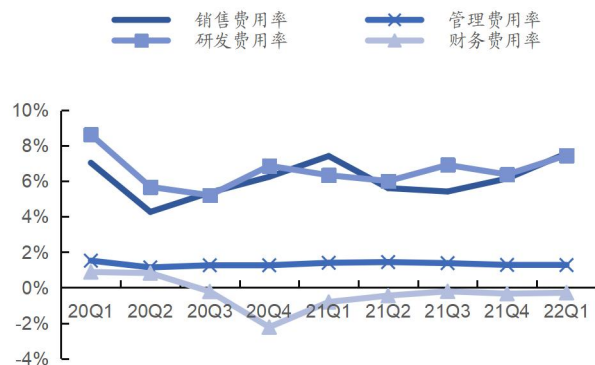
受益于产品结构优化及降本增效，毛利率水平同环比提升。从盈利能力上看，公司高毛利网络产品增速较高，带动公司整体毛利率水平进一步改善，一季度综合毛利率 21.93%（同比增加 3.58pct，环比增加 2.95pct）。

图7: 紫光股份毛利率、净利率变化情况 (按季度)



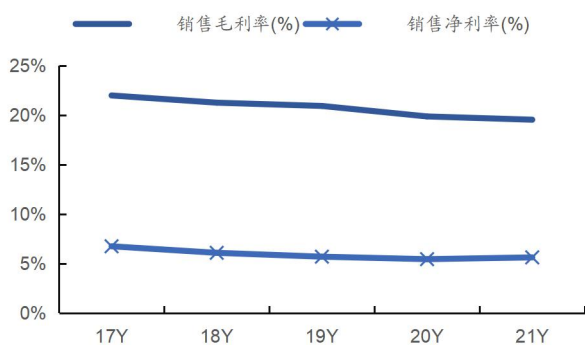
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 紫光股份三项费用率变化情况 (按季度)



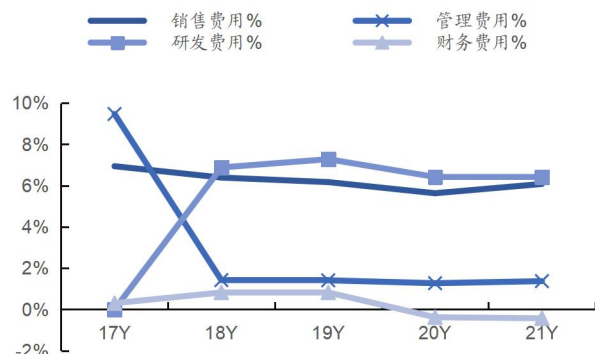
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 紫光股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 紫光股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

数字经济及东数西算加速推进，预期全年 ICT 采购趋势向好。受益于数字经济的推动及东数西算工程的正式开工，运营商整体的资本开支向云网端倾斜趋势明朗。中国移动 2021 年算力网络预计资本开支 480 亿元，分项对比来看，传输网资本开支 474 亿元（较同期增长 17 亿元），业务支撑网资本开支 307 亿元（较 20 年增长 50 亿元）；中国电信产业数字化支出 279 亿元（较同期增长 106 亿元）。园区网从 25G 向 100G 加速升级转型，带动更高带宽的网络设备产品升级替换，新增+替换带动下提振需求。在数字化转型加速发展带动下，整个政企端对云网等数字化转型综合解决方案诉求提升。

重申公司推荐逻辑：夯实数字化综合解决方案能力，全面助推数字经济转型。

公司以传统优势的 ICT 产品和高技术附加值的解决方案为抓手，进一步向综合解决方案提供商转型，不断提升价值量。

1) 网络产品的市占率水平持续提升（2021 年，公司在中国企业级 WLAN 连续 13 年蝉联市场第一；在中国以太网交换机位列市场第二；在中国企业网路由器市场份额从上年的 30.8%提升至 31.3%），前期逻辑验证，趋势有望延续；2) 公司在智慧城市、医疗交通媒体等行业数字化转型方案设计上深度参与，以专业化的能力推动企业数字化转型，新订单增势良好；3) 公司自有产品在海外市场保持高速增长，进一步开启全球化的增长路径；4) 公司积极推动内部降本增效，加大费用成本管控，盈利能力持续提升。

投资建议：

我们维持盈利预测，预计 2022-2023 年收入 783/900/1002 亿元，（同比+16%/15%/14%），归母净利润 27/34/42 亿元（同比+27%/26%/22%），当前股价对应 PE 为 16/13/11 倍，目前公司股东层面的不确定性进一步消除，长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力，当前估值具有较高的性价比，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（截至 20220428）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
002396.SZ	星网锐捷	21.51	125.46	0.74	0.94	1.49	1.65	29.1	22.9	14.4	13.0	21.51	—
603019.SH	中科曙光	24.52	358.77	0.57	0.78	0.90	1.09	43.0	31.4	27.2	22.5	24.52	—
000977.SZ	浪潮信息	22.81	331.59	1.01	1.53	2.07	2.00	22.6	14.9	11.0	11.4	22.81	买入
300454.SZ	深信服	84.78	352.39	1.96	1.95	2.78	3.92	43.3	43.5	30.5	21.6	84.78	—
688561.SH	奇安信	42.93	292.82	-0.49	-0.81	0.27	0.92	-87.6	-53.0	159.0	46.7	42.93	—
	平均							34.5	28.2	20.8	17.1		
000938.SZ	紫光股份	15.59	450.75	0.66	0.75	0.96	1.16	23.6	20.8	16.2	13.4	15.59	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：紫光股份、浪潮信息为国信证券经济研究所预测，其余为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8977	8960	9990	10653	11926	营业收入	59705	67638	78302	89982	102580
应收款项	9385	11355	1993	2290	2610	营业成本	47856	54433	61624	70366	79705
存货净额	9557	18424	14711	16791	19015	营业税金及附加	207	253	290	333	380
其他流动资产	3583	2818	464	533	608	销售费用	3361	4114	4957	5696	6493
流动资产合计	34805	43579	29181	32290	36183	管理费用	759	926	1048	1181	1325
固定资产	654	1101	1544	1957	2231	研发费用	3831	4338	5184	5957	6791
无形资产及其他	3917	3880	3825	3770	3715	财务费用	(228)	(292)	(120)	(247)	(278)
投资性房地产	19286	17736	17736	17736	17736	投资收益	(42)	(24)	3	3	3
长期股权投资	171	134	129	123	118	资产减值及公允价值变动	442	632	(3)	(3)	(3)
资产总计	58833	66430	52415	55876	59983	其他收入	(4447)	(4723)	(5184)	(5957)	(6791)
短期借款及交易性金融负债	3171	4713	500	300	200	营业利润	3703	4088	5321	6696	8165
应付款项	10177	11818	4553	5197	5885	营业外净收支	92	88	2	2	2
其他流动负债	9694	11898	8120	9273	10508	利润总额	3795	4176	5323	6698	8167
流动负债合计	23042	28429	13173	14770	16593	所得税费用	552	384	489	616	751
长期借款及应付债券	0	100	(130)	(130)	(130)	少数股东损益	1349	1645	2096	2638	3216
其他长期负债	1611	2233	2182	2131	2081	归属于母公司净利润	1895	2148	2737	3445	4200
长期负债合计	1611	2333	2052	2001	1951	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	24653	30763	15225	16771	18544	净利润	1895	2148	2737	3445	4200
少数股东权益	4435	5707	6541	7590	8870	资产减值准备	181	132	359	228	214
股东权益	29745	29961	30649	31514	32570	折旧摊销	392	556	351	411	464
负债和股东权益总计	58833	66430	52415	55876	59983	公允价值变动损失	(442)	(632)	3	3	3
						财务费用	(228)	(292)	(120)	(247)	(278)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1252	(3922)	4693	(472)	(534)
每股收益	0.66	0.75	0.96	1.20	1.47	其它	(26)	281	475	821	1066
每股红利	0.59	0.56	0.72	0.90	1.10	经营活动现金流	3251	(1437)	8618	4436	5412
每股净资产	10.40	10.48	10.72	11.02	11.39	资本开支	0	(1610)	(1100)	(1000)	(900)
ROIC	19%	20%	30%	43%	49%	其它投资现金流	(1492)	1280	0	0	0
ROE	6%	7%	9%	11%	13%	投资活动现金流	(1537)	(293)	(1094)	(994)	(894)
毛利率	20%	20%	21%	22%	22%	权益性融资	(8)	455	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	7%	7%	8%	负债净变化	0	100	(230)	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(1678)	(1608)	(2050)	(2579)	(3145)
收入增长	10%	13%	16%	15%	14%	其它融资现金流	778	4274	(4213)	(200)	(100)
净利润增长率	3%	13%	27%	26%	22%	融资活动现金流	(2585)	1713	(6493)	(2779)	(3245)
资产负债率	49%	55%	42%	44%	46%	现金净变动	(870)	(17)	1030	663	1273
息率	3.7%	3.6%	4.5%	5.7%	7.0%	货币资金的期初余额	9847	8977	8960	9990	10653
P/E	23.8	21.0	16.5	13.1	10.7	货币资金的期末余额	8977	8960	9990	10653	11926
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	0	(1731)	8666	4796	6192
EV/EBITDA	17.1	18.4	10.9	9.0	7.6	权益自由现金流	0	2643	4332	4820	6345

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032