

## 证券研究报告

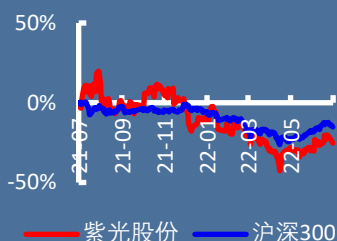
### 公司研究

### 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：+8615510689144

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

《紫光股份 (000938.SZ)：业绩符合预期，数字经济时代 ICT 龙头成长空间大》2022. 03. 27

《紫光股份 (000938.SZ)：业绩符合预期，盈利能力增强》2022. 04. 28

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 集团债务重整落地，公司未来发展可期

2022年7月11日

**事件：**2022年7月11日，紫光股份有限公司收到间接控股股东北京智广芯控股有限公司《关于紫光集团有限公司控股股东、实际控制人发生变更的通知》，公司变更为无实际控制人。

#### 点评：

#### ➢ 紫光集团债务重整落地，股权不确定消除，未来发展可期

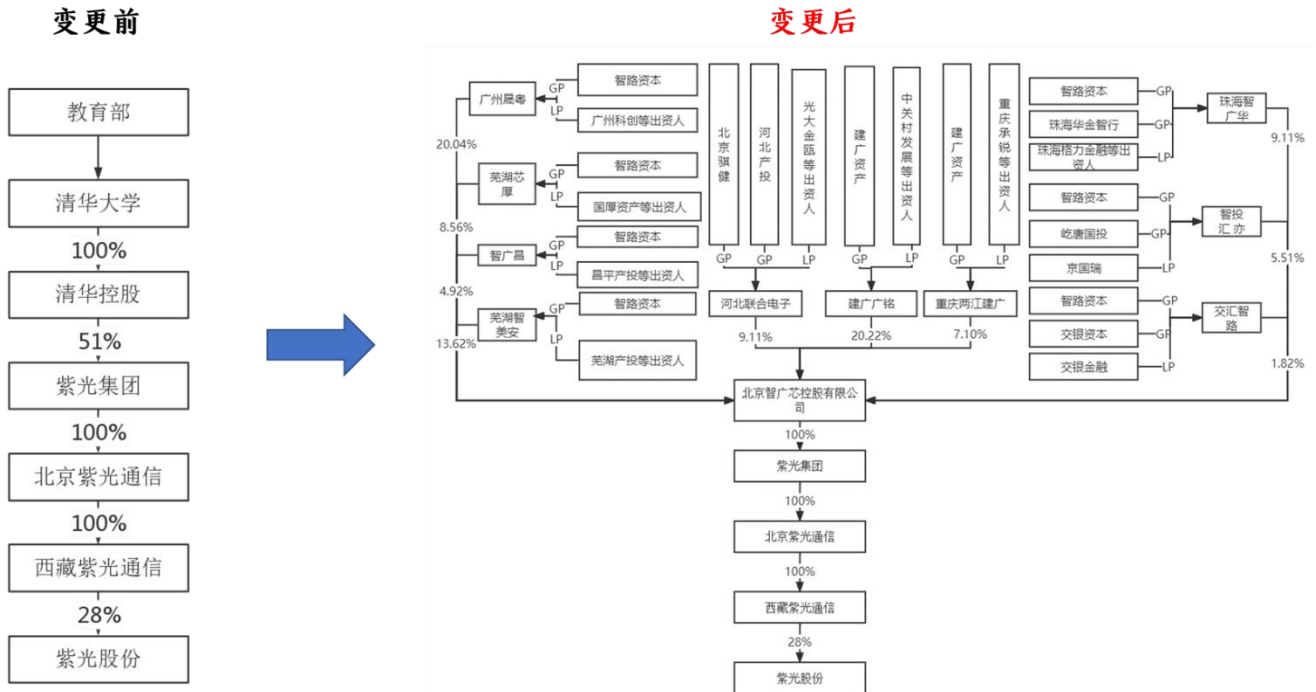
根据公司公告以及北京一中院裁定批准的重整计划，由北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司作为牵头方组成的联合体（以下简称“智路建广联合体”）为紫光集团等七家企业实质合并重整战略投资者，智路建广联合体拟通过其搭建的战投收购平台智广芯整体承接重整后紫光集团 100% 股权，两家原股东清华控股有限公司及北京健坤投资集团有限公司全部退出。2022年7月11日，紫光集团已完成工商变更登记手续，其 100% 股权已登记至智广芯名下，智广芯变更为公司间接控股股东。本次实际控制人变更前，中华人民共和国教育部为公司最终实际控制人。**本次实际控制人变更后，公司变更为无实际控制人。**

紫光集团股权顺利完成交割，标志着司法重整执行阶段的工作全面进入收官环节，**对于紫光股份而言，股权层面的不确定性消除，有利于公司治理结构的优化，同时智广芯控股背后出资人组合有望充分发挥其“控股型科技投资、战略型产业运营”的双轮驱动优势，与公司已有产业形成协同优势，弥补产业链短板，助力公司产业发展。**

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)	38.95	25.17	20.37	16.49	13.32
市净率 P/B(倍)	1.82	1.80	1.66	1.54	1.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年7月11日收盘价

图 1：公司股权结构变更



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ 数字经济驱动 ICT 设备长期成长，“芯—云—网—边—端”全产业布局夯实核心竞争力

数字经济已成为当前经济发展关键支撑，ICT 设备为支撑企业数智化转型的核心基石，长期受益于数字化时代的发展。公司围绕“数字大脑”智能战略，通过两大主营业务和五大核心子公司实现“芯—云—网—边—端”全产业链深度布局：**1) 芯片**：新华三半导体自研高端网络设备芯片，驱动盈利能力持续提升；**2) 云计算**：新华三与紫光云提供公有云、私有云、混合云多重解决方案，实现云计算产品全线覆盖；**3) 网络和 IT 设备**：公司在交换机、路由器、服务器等领域均具备核心竞争力，随着华为向纯软聚焦，公司市场份额有望持续提升；**4) 网络安全**：国家重视网络安全发展，公司网安竞争实力强劲；**5) 商用终端**：践行“AI in All”智能战略，致力于构建全场景的数字赋能链路。

图 2：新华三全线产品



资料来源：新华三官网，信达证券研发中心

➤ 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  
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2

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。

#### ➤ 紫光云协同发展，云计算布局持续完善

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。加快云服务、智慧城市及行业云方面布局。

云服务：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：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：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 ForresterWave 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。

#### ➤ 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 20.37 倍、16.49 倍、13.32 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。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	34,805	43,579	43,684	48,711	54,861	
货币资金	8,977	8,960	6,752	8,121	9,960	
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	
<b>非流动资产</b>	24,028	22,852	22,766	22,583	22,359	
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	17,688	17,435	17,186	
其他	5,337	3,861	3,827	3,800	3,778	
<b>资产总计</b>	58,833	66,430	66,450	71,295	77,220	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权益</b>	58,833	66,430	66,450	71,295	77,220	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	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	38.95	25.17	20.37	16.49	13.32	
P/B	1.82	1.80	1.66	1.54	1.42	
EV/EBITDA	17.89	13.88	15.74	13.37	10.98	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	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	
<b>营业利润</b>	3,196	4,088	2,956	3,672	4,565	
营业外收支	92	88	88	88	88	
<b>利润总额</b>	3,288	4,176	3,045	3,760	4,653	
所得税	552	384	280	346	428	
<b>净利润</b>	2,737	3,792	2,764	3,414	4,226	
少数股东损益	1,349	1,645	111	137	169	
<b>归属母公司净利润</b>	1,388	2,148	2,654	3,278	4,057	
EBITDA	3,255	4,195	3,699	4,354	5,305	
EPS(当年)(元)	0.49	0.75	0.93	1.15	1.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	5,068	-2,180	2,266	1,770	2,441	
净利润	2,737	3,792	2,764	3,414	4,226	
折旧摊销	710	723	768	865	907	
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	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	-3,861	133	-4,688	-614	-817	
吸收投资	0	-1,405	0	0	0	
借款	-3,905	1,007	-4,713	0	0	
支付利息或股息	-78	6	26	-614	-817	
<b>现金流净增加额</b>	-1,367	-271	-2,208	1,370	1,838	

## 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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	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	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。