

证券研究报告

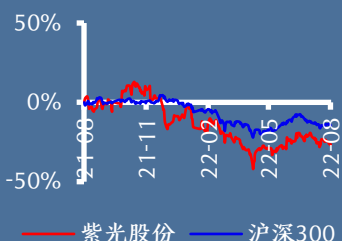
公司研究

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，盈利能力增强》

2022.04.28

《紫光股份(000938.SZ)：集团债务重整落地，公司未来发展可期》

2022.07.12

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

业绩符合预期，数字经济时代 ICT 龙头稳步发展

2022年8月20日

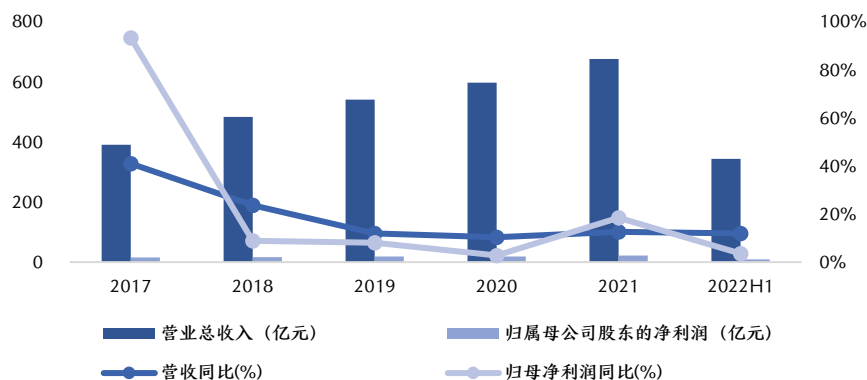
事件：2022年8月19日，公司发布了2022年半年度报告，2022年H1公司实现总营收344.02亿元，同比增长11.88%；实现归母净利润9.59亿元，同比增长3.58%；实现扣非后归母净利润8.75亿元，同比增长26.38%。

点评：

➢ 二季度毛利率同比提升，研发实力持续增强

根据公司公告，公司2022年Q2实现营业收入190.61亿元，同比增长10.54%；实现归母净利润5.87亿元，同比减少9.81%，环比增长57.80%；实现扣非后归母净利润5.12亿元，同比减少7.63%，环比增长41.04%。2022年H1，公司ICT基础设施及服务持续创新升级，数字化转型方案加速推进，云服务能力进一步提升。公司加强数字化技术与行业应用场景深度融合，不断丰富行业数字化解决方案；优化国内销售体系，行业市场和商业市场协同发展；稳步开拓海外市场，产品销售收入和海外合作伙伴数量持续增加；公司克服疫情带来的不利影响，积极推进交付和项目实施。公司持续实施“云智原生”技术战略，深度布局“芯—云—网—边—端”产业链，整体营收稳步提升，随着数字经济的加速发展，未来成长可期。

图1：公司2022年H1营收稳步提升



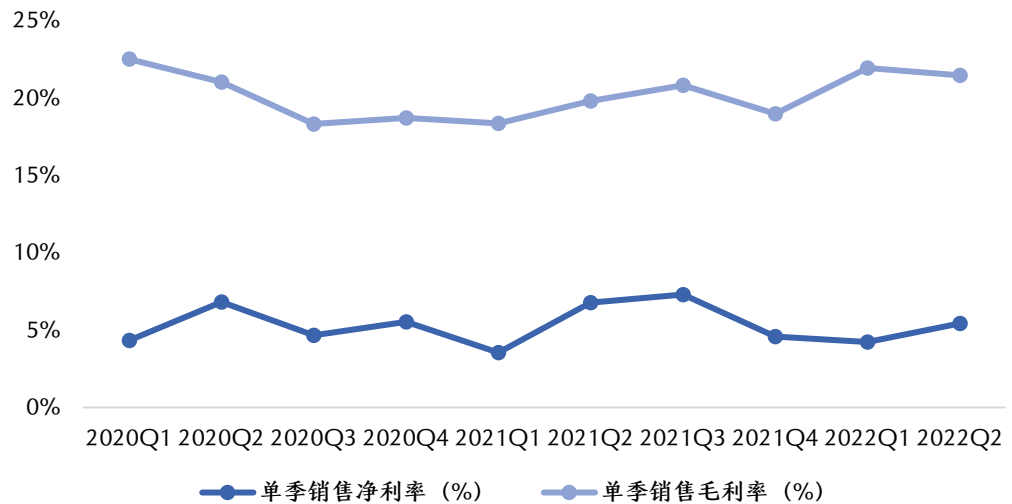
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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%	8.2%	9.4%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.75	0.93	1.15	1.42
市盈率 P/E(倍)	37.88	24.48	19.81	16.04	12.96
市净率 P/B(倍)	1.77	1.75	1.63	1.51	1.39

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年8月19日收盘价

从盈利能力来看，公司二季度毛利率同比有所提升，净利率环比改善。2022年H1，公司毛利率为21.67%，净利率为4.89%；单季度来看，公司2022年Q2毛利率为21.47%，同比提升1.66pct，环比下降0.46pct，净利率为5.42%，同比下降1.35pct，环比提升1.18pct，我们认为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，公司综合毛利率有望进一步优化。

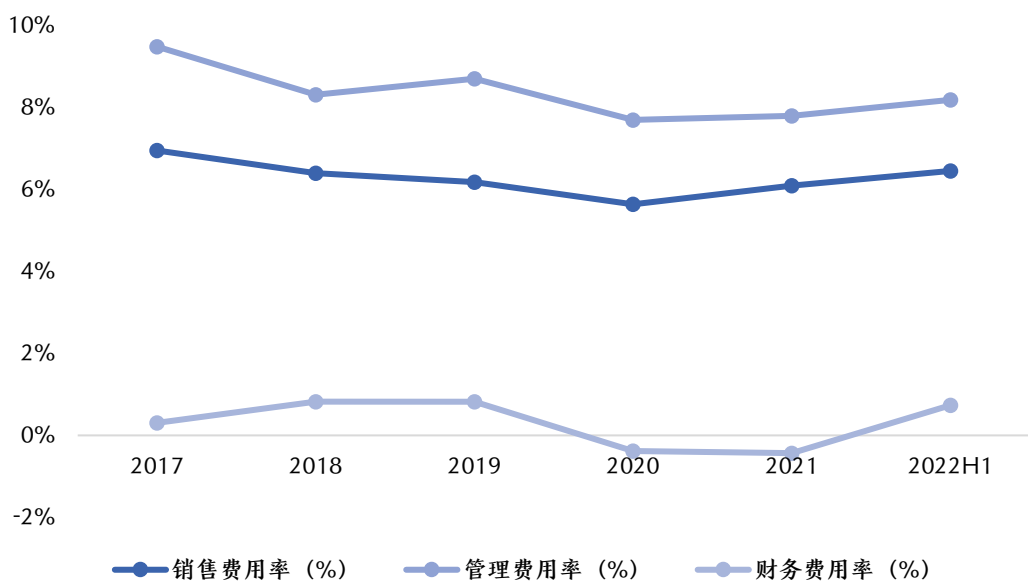
图 2：公司 2022Q2 毛利有所提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

从费用端来看，公司整体费用管控良好。公司2022年H1费用率为15.35%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.40%、7.58%、-0.61%，分别同比提升0.04pct、0.60pct、1.34pct，2022年H1的财务费用增加主要是本期公司子公司新华三集团有限公司汇兑损失增加所致。从单季度看，公司2022年Q2销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.53%、7.73%、1.56%，同比分别下降0.07pct、提升0.28pct、提升2.01pct，环比分别下降2.04pct、下降1.00pct、提升1.85pct。

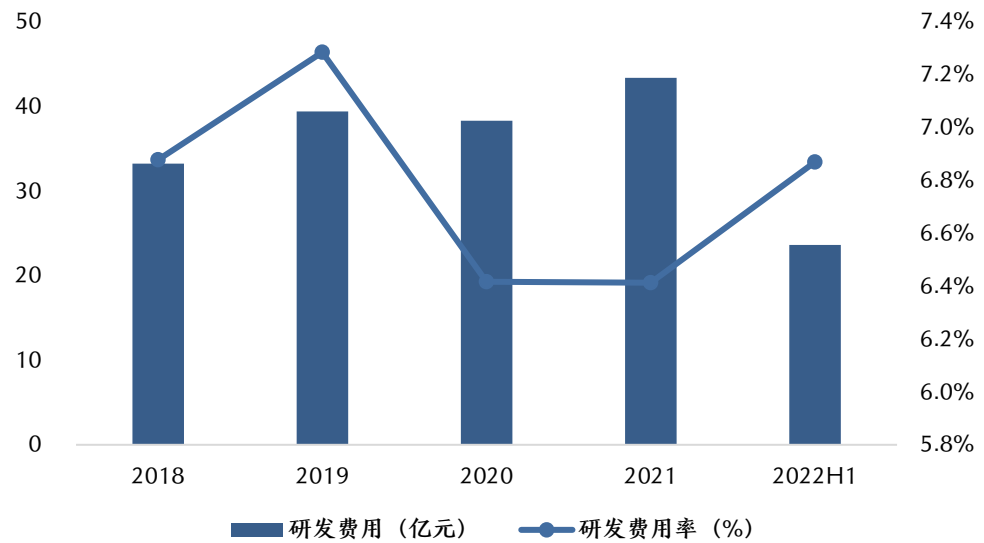
图 3：公司费用率管控良好



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司持续投入研发，拥有多支优秀研发团队，创新能力强劲。2022年H1公司研发投入金额为23.63亿元，同比增加11.72%，研发费用率为6.87%。公司持续加大在云计算、大数据、信息安全、物联网、存储、5G、行业应用等方面的研发投入，不断助力公司发展。

图4：公司持续投入研发

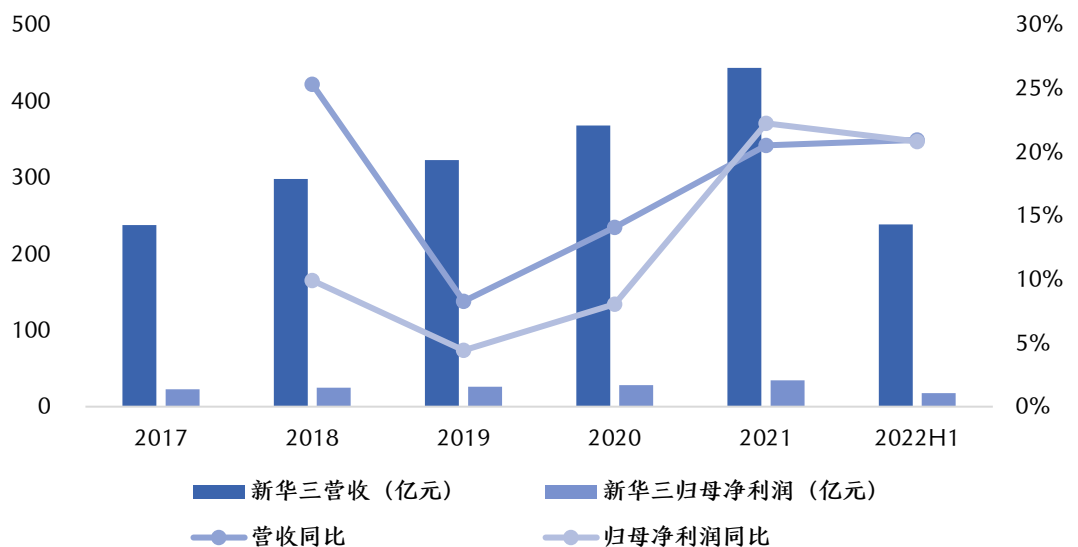


资料来源：wind，信达证券研发中心

➤ 新华三智慧赋能数字化转型升级，保持较快增速

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。新华三2022年H1实现营业收入238.31亿元，同比增长20.95%；实现净利润17.77亿元，同比增长20.82%。2022年H1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，其中国内企业业务稳步增长，营业收入达到189.22亿元，同比增长18.16%；国内运营商业务合作不断加深，营业收入达到40.04亿元，同比增长38.34%；国际业务稳步推进，产品和解决方案销售规模持续增加，实现营业收入9.05亿元，同比增长13.88%，其中新华三H3C品牌产品及服务收入达到3.56亿元，同比增长17.71%。

图5：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

国内企业业务:推出了一系列针对不同行业场景的数字化解决方案,在数字政府、智慧教育、智慧医疗、数字金融、智慧交通等领域持续突破,参与撰写了多个行业标准,同时新华三开创 ICT 服务新模式,打造的 To B、To G 的 ICT 全栈式商城——新华三商城正式上线运营,为行业客户提供原厂直营的一站式 ICT 服务。基于新华三数十年对行业的理解和深耕,新华三商城已整合形成了智慧教育、智慧医疗、数字乡村、智慧园区等 50 余个场景、300 多个常用解决方案,线上线下相融合满足不同行业客户数字化转型的需求,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:2022 年 H1,新华三深入贯彻“三云两网”战略,推动运营商云网融合演进,积极布局运营商算力网络、确定性网络、液冷数据中心、轻量化核心网等技术领域,积极拓展政企市场及新兴市场业务,实现运营商业务规模快速提升。

大份额中标运营商集采项目和重大项目:在中国电信 2022-2023 年服务器集中采购项目中实现了 7 个标包的全部入围,中标金额超过 30 亿元;中标中国电信首次城域网设备 vBRAS 集采项目,进入江苏、浙江、广东、四川等中国电信业务重要省份;中标中国广电 5G 核心网工程—IT 云资源池设备采购项目,为中国广电 5G 网络提供 IT 云资源池建设所需的云平台、软硬件产品、综合运维等整体解决方案及配套的工程服务等;以最大份额中标中国联通防火墙集采项目,并且全面部署于联通通信云、5GC、骨干云池等核心场景;陆续中标中国移动数据中心交换机集采项目、中国移动 IT 私有云 SDN 框架集采项目、中国联通数据中心交换机集采项目、中国联通云服务器集采项目等关键项目。

运营商高端战略市场进一步突破:核心路由器 CR19000 落地范围持续扩大,上半年进一步突破三大运营商多个城域网核心节点;成功入围中国移动 5G 小站集采,稳步推进中国电信和中国联通 5G 小站试点和测试。

运营商业务范围加速拓宽,新业务规模快速提升:智能家庭网关、家用摄像头等家庭产品高速增长,业务规模大幅提升;新华三云桌面中标中国移动近 20 个省公司的省采框架,框架金额超 5 亿元;与中国联通多省启动云桌面业务合作并实现了规模部署;与三大运营商深度开展新型安全专线业务合作,成为三大运营商安全专线最主要的合作伙伴。

国际业务:2022 年 H1,新华三持续加强海外子公司布局和人才团队建设,目前海外子公司数量已达 12 家;新增海外认证合作伙伴 225 家,累计达到 1,055 家;海外服务体系不断扩大,海外服务合作伙伴超过 200 家。针对国际化市场对长津华解决方案的需求,发布了协同办公解决方案、创新教育解决方案、高效医疗解决方案和可靠公共服务解决方案等 4 个重点场景化解决方案,并已在马来西亚、日本等多个国家落地应用,在多个国家实现政府、医疗、教育、金融、能源、交通等行业突破。

➤ 紫光云关键技术持续升级演进,云服务业务持续突破

2022 年 H1,核心子公司紫光云公司实现营业收入 5.58 亿元,同比增长 42.38%。

在核心技术能力上:紫光云公司重点打造云服务核心能力,全面提升云平台的可靠性,持续升级 ICT 基础设施与服务内容;基于同构混合云技术,打造云数智全栈分布式云,发力多云建设,积极布局边缘云和分布式云整体解决方案;提升云计算产品的易用性和可维护性,提高交付、运营、运维服务质量;加大技术研发,完善软网关、PaaS 平台技术能力,推出湖仓一体技术方案,并在云平台、云桌面、计算虚拟化软件、数据库和大数据等方面完成国产化技术演进,形成国产化云服务解决方案,进一步提升技术领先性。

在云服务、智慧城市及行业云方面增业务持续突破:

云服务方面：陆续中标曲靖政务云、重庆税务云、深圳联通公安专享云、洛阳公安专享云、中建科云等项目。

智慧城市方面：陆续中标朝阳市智慧城市、烟台疫情防控、武清疫情防控、泉州公安等项目。

产业云方面：中标沈阳化工园智慧应急、重庆铁路智慧工地等项目。

➤ 多产品市场份额持续领先，ICT 龙头地位稳定

2022 年 Q1，公司多项产品市场占有率持续领先。根据 IDC 数据，公司在中国以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机市场，分别以 38.7%、39.8%、37.7% 的市场份额排名第一；中国企业网路由器市场份额由上年的 31.3% 增至 33.7%，持续位列市场第二；中国企业级 WLAN 市场份额 31.9%，连续 13 年蝉联市场第一；中国 X86 服务器市场份额 16.5%，保持市场第二；中国刀片服务器市场份额 49.0%，蝉联市场第一；中国存储市场份额 12.8%，连续位居市场第二；在中国 UTM 防火墙市场以 20.0% 的市场份额位居市场第二；中国超融合市场份额 20.0%，位列市场第二。

➤ 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，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 19.81 倍、16.04 倍、12.96 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	
流动资产	34,805	43,579	47,398	52,425	58,575	
货币资金	8,977	8,960	10,466	11,835	13,674	
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	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	
资产总计	58,833	66,430	70,164	75,009	80,934	
流动负债	23,042	28,429	29,685	31,911	34,594	
短期借款	3,067	4,290	4,000	4,000	4,000	
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	32,018	34,244	36,928	
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	32,328	34,810	37,883	
负债和股东权益	58,833	66,430	70,164	75,009	80,934	

重要财务指标		单位:百万 元				
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%	8.2%	9.4%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.75	0.93	1.15	1.42	
P/E	37.88	24.48	19.81	16.04	12.96	
P/B	1.77	1.75	1.63	1.51	1.39	
EV/EBITDA	18.99	14.74	16.71	14.20	11.65	

利润表		单位:百万元				
会计年度	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	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	
经营活动现金流	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	
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	-974	-614	-817	
吸收投资	0	-1,405	0	0	0	
借款	-3,905	1,007	-713	0	0	
支付利息或股息	-78	6	-260	-614	-817	
现金流净增加额	-1,367	-271	1,506	1,370	1,838	

研究团队简介

蒋颖，通信行业首席分析师，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，深度覆盖智能制造&云计算 IDC 产业链、海缆&通信新能源产业链、智能汽车&智能电网产业链、5G 产业链等。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，通信行业研究助理，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，从事通信行业研究工作，主要覆盖物联网、车载导航、智能电网、运营商、5G 应用等领域。

齐向阳，通信行业研究助理，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，从事通信行业研究工作，主要覆盖智能制造、车载镜头、车载连接器等领域。

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	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。