

公司研究

收入结构持续优化，新华三业绩增长平稳

——紫光股份（000938.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：2022年上半年，公司实现营收344.02亿元，同比增长11.88%；上半年研发投入24.47亿元，同比增长11.72%；实现归母净利润9.59亿元，同比增长3.58%；实现扣非归母净利润8.75亿元，同比增长26.38%。

收入结构持续优化：（1）ICT基础设施及服务，2022年上半年营收为221.29亿元，同比增长24.94%，营收占比为64.32%，较上年同期增加6.72个百分点。据IDC数据，2022年一季度，公司多项产品市场占有率持续领先。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2021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。（2）IT产品分销与供应链服务，2022年上半年营收为143.91亿元，同比下降1.43%，营收占比为41.83%，较上年同期减少5.65个百分点。（3）其他业务收入营收占比0.26%，合并抵消营收占比6.42%。

控股子公司新华三和紫光云业绩增长平稳：控股子公司新华三2022年上半年收入238.31亿元，同比增长20.95%；净利润17.77亿元，同比增长20.82%。其中，国内企业业务稳步增长，收入189.22亿元，同比增长18.16%；作为运营商的核心供应商，不断加深与运营商的全方位合作，国内运营商收入40.04亿元，同比增长38.34%；国际业务稳步推进，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为3.56亿元，同比增长17.71%。控股子公司紫光云打造云数智全栈分布式云，2022年上半年收入5.58亿元，同比增长42.38%。

投资建议：考虑到公司收入结构优化下，IT产品分销与供应链服务增速放缓，下调公司22-24年营收预测至792.37/924.36/1071.74亿元，较上次预测-2.4%/-5.3%/-8.9%；下调公司22-24年归母净利润预测至26.64/32.11/38.76亿元，较上次预测-0.5%/-0.1%/-0.7%；对应PE分别为20x/16x/14x，维持“增持”评级。

风险提示：运营商的ICT中标不及预期，海外推广不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	59,705	67,638	79,237	92,436	107,174
营业收入增长率	10.36%	13.29%	17.15%	16.66%	15.94%
净利润（百万元）	1,895	2,148	2,664	3,211	3,876
净利润增长率	2.78%	13.35%	24.03%	20.54%	20.70%
EPS（元）	0.66	0.75	0.93	1.12	1.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.37%	7.17%	8.24%	9.12%	10.03%
P/E	28	24	20	16	14
P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-19

增持（维持）

当前价：18.38元

作者

分析师：吴春咏

执业证书编号：S0930521080002

021-52523686

wuchunyang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	28.60
总市值(亿元)	525.68
一年最低/最高(元)	14.15/29.76
近3月换手率	50.79%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.24	0.29	-11.91
绝对	-8.53	4.62	-26.15

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，结构继续优化——紫光股份（000938.SZ）2021年度报告点评（2022-03-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	59,705	67,638	79,237	92,436	107,174
营业成本	47,856	54,433	63,778	74,143	85,508
折旧和摊销	392	556	717	662	623
税金及附加	207	253	297	346	401
销售费用	3,361	4,114	4,913	5,731	6,966
管理费用	759	926	1,085	1,266	1,468
研发费用	3,831	4,338	5,547	6,517	7,502
财务费用	-228	-292	146	86	2
投资收益	-42	-24	-24	-24	-24
营业利润	3,703	4,088	5,077	6,124	7,437
利润总额	3,795	4,176	5,181	6,245	7,537
所得税	552	384	476	574	693
净利润	3,243	3,792	4,705	5,671	6,844
少数股东损益	1,349	1,645	2,041	2,460	2,969
归属母公司净利润	1,895	2,148	2,664	3,211	3,876
EPS(元)	0.66	0.75	0.93	1.12	1.35

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,068	-2,180	2,224	2,062	2,694
净利润	1,895	2,148	2,664	3,211	3,876
折旧摊销	392	556	717	662	623
净营运资金增加	-1,107	6,759	6,090	6,366	6,599
其他	3,888	-11,643	-7,247	-8,177	-8,404
投资活动产生现金流	-2,574	1,776	-67	-406	-435
净资本支出	-1,594	-525	-282	-381	-411
长期投资变化	171	134	0	0	0
其他资产变化	-1,151	2,167	215	-24	-24
融资活动现金流	-3,861	133	-816	-865	-491
股本变化	817	0	0	0	0
债务净变化	-1,856	1,642	-1,387	-1,566	-1,337
无息负债变化	4,129	4,467	4,323	4,848	5,361
净现金流	-1,375	-289	1,341	792	1,768

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	19.8%	19.5%	19.5%	19.8%	20.2%
EBITDA 率	8.9%	8.6%	7.5%	7.4%	7.5%
EBIT 率	7.7%	7.5%	6.6%	6.7%	6.9%
税前净利润率	6.4%	6.2%	6.5%	6.8%	7.0%
归母净利润率	3.2%	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%
ROA	5.5%	5.7%	6.4%	6.9%	7.4%
ROE (摊薄)	6.4%	7.2%	8.2%	9.1%	10.0%
经营性 ROIC	12.1%	12.2%	11.5%	12.7%	14.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	42%	46%	46%	45%	44%
流动比率	1.51	1.53	1.74	1.95	2.15
速动比率	1.10	0.88	0.95	0.99	1.06
归母权益/有息债务	9.38	6.22	9.44	18.92	73.81
有形资产/有息债务	12.51	9.77	16.02	34.34	142.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	58,833	66,430	73,784	82,382	92,823
货币资金	8,977	8,960	10,301	11,092	12,860
交易性金融资产	2,120	1,142	1,142	1,187	1,232
应收账款	9,123	11,081	12,982	15,144	17,559
应收票据	37	67	78	91	106
其他应收款 (合计)	225	207	242	282	327
存货	9,557	18,424	24,236	31,140	38,479
其他流动资产	2,215	1,203	1,203	1,203	1,203
流动资产合计	34,805	43,579	52,978	63,466	75,918
其他权益工具	94	0	0	0	0
长期股权投资	171	134	134	134	134
固定资产	611	912	1,065	1,192	1,298
在建工程	43	189	141	106	80
无形资产	3,917	3,880	3,412	3,039	2,747
商誉	13,992	13,992	13,992	13,992	13,992
其他非流动资产	2,043	1,270	1,386	1,386	1,386
非流动资产合计	24,028	22,852	20,807	18,916	16,905
总负债	24,653	30,763	33,699	36,980	41,005
短期借款	3,067	4,290	2,903	1,337	0
应付账款	7,140	9,682	11,344	13,188	15,210
应付票据	3,036	2,136	2,503	2,910	3,355
预收账款	6	1	1	2	2
其他流动负债	1,901	2,009	2,167	2,347	2,547
流动负债合计	23,042	28,429	30,362	32,501	35,250
长期借款	0	100	100	100	100
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	577	1,263	2,267	3,410	4,685
非流动负债合计	1,611	2,333	3,337	4,479	5,755
股东权益	34,180	35,668	40,085	45,401	51,818
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
公积金	19,450	18,053	18,321	18,642	19,029
未分配利润	7,443	9,057	11,169	13,704	16,764
归属母公司权益	29,745	29,961	32,337	35,193	38,641
少数股东权益	4,435	5,707	7,748	10,208	13,177

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.63%	6.08%	6.20%	6.20%	6.50%
管理费用率	1.27%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
财务费用率	-0.38%	-0.43%	0.18%	0.09%	0.00%
研发费用率	6.42%	6.41%	7.00%	7.05%	7.00%
所得税率	15%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.10	0.12	0.15	0.18
每股经营现金流	1.77	-0.76	0.78	0.72	0.94
每股净资产	10.40	10.48	11.31	12.30	13.51
每股销售收入	20.88	23.65	27.70	32.32	37.47

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	28	24	20	16	14
PB	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.2	11.9	11.8	10.7	9.5
股息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE