

紫光股份 (000938.SZ)

新华三增速可观，毛利率维持高位

核心观点：

- 公司披露 2022 年半年报，增长符合预期。22H1 实现营收 344 亿元，同增 11.88%；归母净利 9.59 亿元，同增 3.58%；扣非归母净利 8.75 亿元，同增 26.38%。核心子公司新华三延续了 Q1 较强的增长态势：22H1 实现营收 238 亿元，同增 20.95%；净利润 17.77 亿，同增 20.82%。
- Q2 营收稳健增长，毛利率维持高位。公司 22Q2 实现营收 191 亿元，同增 10.54%；22H1 整体毛利率为 21.67%（Q1 为 21.93%），相较 21 年全年与 21H1 分别提升 2.15pct、2.50pct，我们判断主要得益于网络设备营收快速增长及提质增效战略下公司主动放弃部分低毛利项目。
- Q2 净利润承压，或主要受疫情防控与人民币贬值影响。公司 22Q2 归母净利同比下降 9.81%，主要原因或在于两点：1. Q2 疫情频发，政府及行业客户的采购意愿有所减弱；2. 四月以来人民币贬值致公司确认了大量汇兑损失，22H1 财务费用相较 21H1 增加 4.4 亿元，若还原汇率影响，公司整体仍呈现出较明显盈利能力提升趋势。同时随着海外市场拓展提速，预计未来公司汇兑损益科目将得到更为有效的对冲。
- 7 月初紫光集团债务重整结束，公司间接控股股东变更为智广芯。在新的股权结构下，一方面上市公司在激励、信披等方面或可享有更高自由度；另一方面，核心战投方智路、建广深耕于半导体产业链，其全球化的资源布局亦有望协助紫光股份进一步强化对供应链的掌控力。
- 盈利预测与投资建议。预计 22-24 年 EPS 为 0.91、1.12、1.36 元/股。维持 22 年 30 倍 PE，维持合理价值 27.42 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。疫情防控对部分业务的实施与回款造成影响的不确定性；上游元器件产能紧张问题缓解时点的不确定性；汇率波动的不确定性。

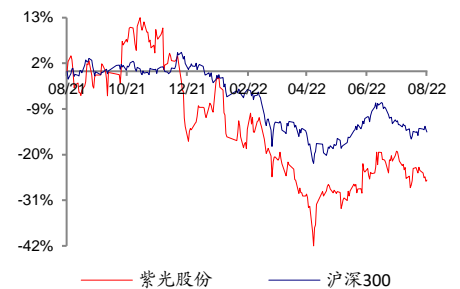
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	60,084	67,638	78,205	89,048	102,981
增长率（%）	11.1	12.6	15.6	13.9	15.6
EBITDA（百万元）	4,223	4,840	4,589	5,314	6,198
归母净利润（百万元）	1,812	2,148	2,614	3,197	3,902
增长率（%）	-1.7	18.5	21.7	22.3	22.0
EPS（元/股）	0.63	0.75	0.91	1.12	1.36
市盈率（x）	32.28	30.43	20.11	16.44	13.47
ROE（%）	6.4	7.2	8.0	8.9	9.8
EV/EBITDA（x）	12.36	12.74	10.05	7.70	5.96

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	18.38 元
合理价值	27.42 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-21

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

李傲远



SAC 执证号：S0260520100002



0755-88285816



liaoy@gf.com.cn

请注意，李傲远并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 紫光股份 (000938.SZ) : 集团重整终落地，估值修复空间可观 2022-07-12
- 紫光股份 (000938.SZ) : Q1 业绩增速快、质量高，前瞻指标乐观 2022-04-29
- 紫光股份 (000938.SZ) : 新华三快速增长，ICT 各产品线头部地位稳固 2022-03-27

一、公司 2022 年半年报分析

公司发布22年半年报:

半年营收344亿元,同比+11.88%;归母净利润9.59亿元,同比+3.58%;扣非归母净利润8.75亿元,同比+26.38%。

22Q2业绩:

营业收入190.61亿元,同比增加10.54%,去年同期172.43亿元;归母净利5.9亿元,同比减少9.8%,去年同期6.5亿元;扣非归母5.1亿元,同比减少7.6%,去年同期5.5亿元。

核心子公司新华三延续了Q1较强的增长态势:

新华三22年H1实现营收238亿元,同比+20.95%;净利润17.8亿,同比+20.82%,净利润率小幅提升。

紫光云22年H1实现营收5.58亿元,同比+42.38%。

(一) 22H1 主要财务数据分析:

1. 分业务看:

(1) ICT基础设施及服务收入221.3亿元,同比增加24.94%;毛利率为28.3%,毛利率同比增加2.3PCT;

(2) IT产品分销与供应链服务收入143.9亿元,同比减少1.43%;毛利率为7.7%,毛利率同比减少0.8PCT。

2. 综合毛利率21.67%,较2021年提升2.5pct。

3. 销售费用22.2亿元,同比增加12.53%,销售费用率6.44%,2021年为6.40%;管理费用4.5亿元,同比增加2.82%,管理费用率1.31%,2021年为1.42%;研发费用23.6亿元,同比增加24.87%,研发费用率6.87%,2021年为6.16%。

4. 报告期,经营活动现金流量净额-16.36亿元,同比增加6.52%。其中,销售商品、提供劳务收到的现金为372.54亿元,同比增长9.76%;支付给职工以及为职工支付的现金45.97亿元,同比增长12.88%。

表 1: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据 (百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业收入	13,507.20	17,242.71	16,874.31	20,013.32	15,341.65	19,060.51
营业成本	11,028.76	13,827.69	13,362.64	16,213.81	11,977.42	14,969.16
销售费用	1,002.06	966.77	913.99	1,231.03	1,161.62	1,053.93
管理费用	188.53	249.12	232.43	256.13	194.97	255.04
研发费用	856.77	1,036.04	1,168.18	1,276.75	1,144.90	1,218.59
财务费用	-109.61	-78.15	-35.78	-68.72	-44.75	296.63

投资净收益	-7.03	-16.44	1.76	-2.58	-14.18	11.39
营业利润	640.49	1,283.52	1,201.74	962.20	909.57	1,240.70
归母公司净利润	275.19	651.13	675.28	546.04	372.24	587.24
扣非净利润	138.33	553.80	646.56	315.67	363.17	511.55
主要比率						
毛利率	18.35%	19.81%	20.81%	18.98%	21.93%	21.47%
销售费用率	7.42%	5.61%	5.42%	6.15%	7.57%	5.53%
管理费用率	1.40%	1.44%	1.38%	1.28%	1.27%	1.34%
研发费用率	6.34%	6.01%	6.92%	6.38%	7.46%	6.39%
营业利润率	4.74%	7.44%	7.12%	4.81%	5.93%	6.51%
归母净利率	2.04%	3.78%	4.00%	2.73%	2.43%	3.08%
YoY						
营业收入	34.51%	10.82%	7.04%	6.92%	13.58%	10.54%
归母净利润	32.78%	0.20%	77.33%	-4.92%	35.26%	-9.81%
扣非净利润	-30.83%	-9.33%	118.02%	-43.14%	162.54%	-7.63%
QoQ						
营业收入	-26.37%	27.66%	-2.14%	18.60%	-23.34%	24.24%
归母净利润	-54.07%	136.61%	3.71%	-19.14%	-31.83%	57.76%
扣非净利润	-75.09%	300.35%	16.75%	-51.18%	15.05%	40.86%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

22年半年报中披露, 公司网络、计算、存储、安全、云计算等产品市场占有率均位居前列:

2019年-2021年, 在中国以太网交换机市场份额分别为35.5%、35.0%、35.2%, 持续保持市场份额第二;

2019年-2021年, 在中国企业网路由器市场份额分别为27.9%、30.8%、31.3%, 持续保持市场份额第二;

2019年-2021年, 在中国企业级WLAN市场份额分别为30.9%、31.3%、28.4%, 连续十三年保持市场份额第一;

2019年-2021年, 在中国X86服务器市场份额分别为16.1%、15.4%、17.4%, 市场份额提升至第二;

2019年-2021年, 在中国存储市场份额分别为11.7%、11.4%、12.6%, 持续保持市场份额第二;

2019年-2021年, 在中国安全硬件市场份额分别为9.3%、9.4%、9.0%, 市场份额第二;

2019年-2021年, 在中国超融合市场份额分别为21%、20.7%、21.9%, 市场份额升至第一;

2019年-2021年, 在中国IT统一运维软件市场份额分别为13.0%、12.8%、12.6%, 持续保持市场份额第一;

2017年-2021年, 连续五年在中国网络管理软件市场份额第一;

2016年-2021年, 连续六年在中国SDN(软件)市场份额第一。

（二）简评

1. **Q2营收稳健增长，毛利率维持高位。**公司22Q2实现营收191亿元，同增10.54%；22H1整体毛利率为21.67%（Q1为21.93%），相较21年全年与21H1分别提升2.15pct、2.50pct，我们判断主要得益于网络设备营收快速增长及提质增效战略下公司主动放弃部分低毛利项目。
2. **Q2净利润承压，或主要受疫情防控与人民币贬值影响。**公司22Q2归母净利润同比下降9.81%，主要原因或在于两点：1. Q2疫情频发，政府及行业客户的采购意愿有所减弱；2. 四月以来人民币贬值致公司确认了大量汇兑损失，22H1财务费用相较21H1增加4.4亿元，**若还原汇率影响，公司整体仍呈现出较明显盈利能力提升趋势。**同时随着海外市场拓展提速，预计未来公司汇兑损益科目将得到更为有效的对冲。
3. 7月初紫光集团债务重整结束，公司间接控股股东变更为智广芯。**在新的股权结构下，一方面上市公司在激励、信披等方面或可享有更高自由度；另一方面，核心战投方智路、建广深耕于半导体产业链，其全球化的资源布局亦有望协助紫光股份进一步强化对供应链的掌控力。**

二、投资建议

须重视的是，公司潜在的估值修复空间主要来自于市场对ICT传统主业及云计算创新业务的认知修复，而非“集团重整落地”所带来的博弈性机会。

1. **网络安全：**新华三是国内为数不多具备电信级/金融级网关安全技术能力的厂商之一，随着国内网安市场份额逐步向具备核心技术、数通能力过硬的厂商集中，新华三的网安业务规模有望快速接近甚至赶超国内第一梯队厂商。
2. **云计算：**混合云业务是新阶段的战略重心，公司在技术能力、渠道体系等方面已筑起明显领先于中小厂商的竞争壁垒。从数据来看，紫光云22年H1实现营收5.58亿元，同比+42.38%，在疫情环境下实现逆势高增；21年新华三在国内超融合市场份额排名超越华为升至第一。

盈利预测与投资建议。预计22-24年EPS为0.91、1.12、1.36元/股。维持22年30倍PE，维持合理价值27.42元/股，维持“买入”评级。

三、风险提示

疫情防控对部分业务的实施与回款造成影响的不确定性；上游元器件产能紧张问题缓解时点的不确定性；汇率波动的不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	35,418	43,579	48,709	54,949	66,099	经营活动现金流	5,010	-2,180	4,351	7,046	6,103
货币资金	9,351	8,960	11,000	13,000	16,612	净利润	3,064	3,792	4,445	5,437	6,636
应收及预付	10,031	11,987	13,656	15,547	17,977	折旧摊销	840	1,061	962	1,026	1,096
存货	9,644	18,424	18,391	19,001	21,995	营运资金变动	329	-7,771	-1,586	145	-1,987
其他流动资产	6,392	4,208	5,662	7,401	9,516	其它	776	737	529	438	358
非流动资产	22,749	22,852	22,386	21,919	21,432	投资活动现金流	-824	1,776	-1,419	-1,778	-2,088
长期股权投资	134	134	150	168	188	资本支出	-1,492	-525	-398	-440	-478
固定资产	937	912	700	493	287	投资变动	-418	2,282	-1,086	-1,400	-1,668
在建工程	52	189	188	189	187	其他	1,087	20	65	62	58
无形资产	3,984	3,880	3,960	4,020	4,060	筹资活动现金流	-5,664	133	-891	-3,268	-403
其他长期资产	17,641	17,736	17,388	17,048	16,708	银行借款	5,241	3,881	-715	-3,180	-395
资产总计	58,167	66,430	71,095	76,868	87,531	股权融资	78	455	0	0	0
流动负债	23,372	28,429	28,649	28,985	33,012	其他	-10,983	-4,203	-176	-88	-8
短期借款	2,965	4,290	3,575	395	0	现金净增加额	-1,486	-289	2,040	2,000	3,612
应付及预收	10,399	11,819	11,818	13,421	15,487	期初现金余额	10,164	8,679	8,960	11,000	13,000
其他流动负债	10,007	12,320	13,256	15,168	17,525	期末现金余额	8,679	8,390	11,000	13,000	16,612
非流动负债	1,729	2,333	2,333	2,333	2,333						
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	1,729	2,233	2,233	2,233	2,233						
负债合计	25,101	30,763	30,982	31,318	35,345						
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860						
资本公积	17,997	17,834	17,834	17,834	17,834						
留存收益	7,418	9,279	11,892	15,089	18,991						
归属母公司股东权益	28,265	29,961	32,574	35,771	39,673						
少数股东权益	4,802	5,707	7,538	9,778	12,512						
负债和股东权益	58,167	66,430	71,095	76,868	87,531						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	60,084	67,638	78,205	89,048	102,981
营业成本	48,240	54,433	62,517	70,996	81,924
营业税金及附加	207	253	297	338	391
销售费用	3,477	4,114	4,536	5,165	5,973
管理费用	819	926	993	1,131	1,308
研发费用	3,865	4,338	4,833	5,432	6,230
财务费用	-234	-292	407	349	295
资产减值损失	-486	-587	-450	-450	-450
公允价值变动收益	-42	45	0	0	0
投资净收益	-56	-24	-3	0	0
营业利润	3,523	4,088	4,951	6,078	7,440
营业外收支	92	88	100	100	100
利润总额	3,615	4,176	5,051	6,178	7,540
所得税	551	384	606	741	905
净利润	3,064	3,792	4,445	5,437	6,636
少数股东损益	1,252	1,645	1,831	2,240	2,734
归属母公司净利润	1,812	2,148	2,614	3,197	3,902
EBITDA	4,223	4,840	4,589	5,314	6,198
EPS (元)	0.63	0.75	0.91	1.12	1.36

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	11.1%	12.6%	15.6%	13.9%	15.6%
营业利润增长	0.1%	16.0%	21.1%	22.8%	22.4%
归母净利润增长	-1.7%	18.5%	21.7%	22.3%	22.0%
获利能力					
毛利率	19.7%	19.5%	20.1%	20.3%	20.4%
净利率	5.1%	5.6%	5.7%	6.1%	6.4%
ROE	6.4%	7.2%	8.0%	8.9%	9.8%
ROIC	7.9%	8.4%	7.1%	8.0%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	46.3%	43.6%	40.7%	40.4%
净负债比率	75.9%	86.2%	77.2%	68.8%	67.7%
流动比率	1.52	1.53	1.70	1.90	2.00
速动比率	0.99	0.80	0.96	1.14	1.24
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.02	1.10	1.16	1.18
应收账款周转率	6.55	6.10	6.19	6.19	6.19
存货周转率	6.23	3.67	4.25	4.69	4.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.75	0.91	1.12	1.36
每股经营现金流	2	-1	2	2	2
每股净资产	9.88	10.48	11.39	12.51	13.87
估值比率					
P/E	32.28	30.43	20.11	16.44	13.47
P/B	2.07	2.18	1.61	1.47	1.33
EV/EBITDA	12.36	12.74	10.05	7.70	5.96

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 雷棠棣：高级分析师，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级研究员，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。