

紫光股份 (000938.SZ) 买入 (维持评级)

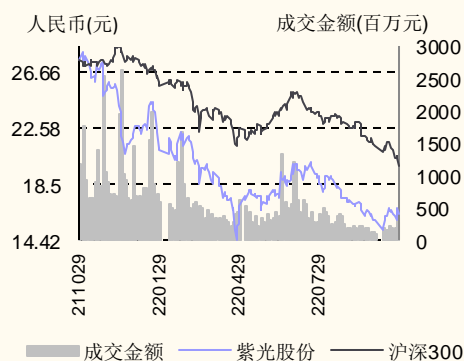
公司点评

市场价格 (人民币): 16.40 元

营运能力改善, 现金流增长亮眼

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	28.60
已上市流通 A 股(亿股)	28.60
总市值(亿元)	469.05
年内股价最高最低(元)	28.10/14.42
沪深 300 指数	3541
深证成指	10402



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,705	67,638	79,013	91,438	104,545
营业收入增长率	10.36%	13.29%	16.82%	15.73%	14.33%
归母净利润(百万元)	1,895	2,148	2,313	2,566	3,237
归母净利润增长率	2.78%	13.35%	7.71%	10.91%	26.16%
摊薄每股收益(元)	0.662	0.751	0.809	0.897	1.132
每股经营性现金流净额	1.57	-1.15	1.97	2.17	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.37%	7.17%	6.56%	6.84%	8.01%
P/E	30.87	30.43	20.28	18.28	14.49
P/B	1.97	2.18	1.33	1.25	1.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日晚公司发布22年三季报, 前三季度实现营业收入538.90亿元, Y/Y 13.16%; 归母净利润16.40亿元, Y/Y 2.38%, 基本符合预期。

经营分析

- 深化“云智原生”战略, 业绩稳健增长, 现金流增长亮眼。** Q3单季度营收194.88亿元, Y/Y 15.49%; 归母净利润6.80亿元, Y/Y 0.74%。公司坚持“云智原生”技术战略, 推进产品交付, 业绩经营稳健。子公司新华三成立商业BG, 开创To B、To G的全栈式线上商城, 持续为海内外客户提供数字化解决方案, 前三季度为公司贡献近七成营收, 达367.19亿元, Y/Y 18.87%。云服务和智慧城市服务营收亦实现快速增长。2022年1-9月, 公司经营现金流净额为7.70亿元, Y/Y 120.31%, 因子公司销售回款增加, 有利于保障公司稳定经营。存货周转天数123天, 较中报改进11天; 应收账款周转天数60天, 较中报改进4天, 体现公司营运能力改善。
- 创新为本, 市场份额持续领先。** 今年8月发布新一代H3C Workspace 随行数字工作空间解决方案, 已在医疗、教育、金融等多个行业规模化落地; 9月, 发布UIS8.0, 实现五大能力升级, 成为公司超融合技术的新里程碑。接连推出企业级智原生Wi-Fi 7 AP新品、400G园区核心交换机H3C S10500X-G, 采用创新液冷技术的H3C UniServer R4900LC G5服务器及液冷系统等行业领先产品。据IDC, 22H1公司以太网、企业网、数据中心交换机市场份额36.9%、37.9%、37.8%, 均为第一, 市场认可度高。
- 集团重组与国家战略双因共振, 长期成长确定性强。** 7月11日紫光集团完成工商变更登记手续, 智广芯为公司间接控股股东。重整后, 紫光集团新设业务总部、赋能总部、管理总部, 引领旗下产业协同发展。公司积极推动数字化与绿色低碳的融合发展, 新推出液冷服务器产品降低能耗约30%, 缩减占用空间近70%。看好“东数西算”与“双碳”战略长期发展机遇。

盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计22-24年归母净利润23.13/25.66/32.37亿元, 对应当前股价PE分别为20/18/14倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; 5G推进不达预期; 中美贸易摩擦加深; 海外市场拓展不达预期; 管理风险; COVID-19疫情持续影响海外需求。

相关报告

- 《扣非净利润增长超预期, 收入结构持续改善-紫光股份22年一季报...》, 2022.1.28
- 《收入结构优化, 产品与渠道打造核心云能力-紫光股份2021年报...》, 2022.3.27

邵艺开 分析师 SAC 执业编号: S1130522080005
shaoyikai@gjq.com.cn

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	54,099	59,705	67,638	79,013	91,438	104,545	货币资金	9,847	8,977	8,960	14,957	17,387	19,854
增长率		10.4%	13.3%	16.8%	15.7%	14.3%	应收款项	9,608	10,292	11,649	13,100	15,160	17,333
主营业务成本	-42,787	-47,856	-54,433	-63,134	-73,532	-83,921	存货	7,905	9,557	18,424	16,432	14,102	16,094
%销售收入	79.1%	80.2%	80.5%	79.9%	80.4%	80.3%	其他流动资产	4,207	5,979	4,547	5,394	6,227	6,566
毛利	11,312	11,849	13,205	15,879	17,906	20,625	流动资产	31,567	34,805	43,579	49,883	52,876	59,847
%销售收入	20.9%	19.8%	19.5%	20.1%	19.6%	19.7%	%总资产	57.7%	59.2%	65.6%	68.8%	68.5%	69.9%
营业税金及附加	-223	-207	-253	-277	-320	-366	长期投资	2,240	2,176	1,056	1,356	1,656	1,956
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	606	654	1,101	1,573	2,010	2,410
销售费用	-3,340	-3,361	-4,114	-4,820	-5,578	-6,377	%总资产	1.1%	1.1%	1.7%	2.2%	2.6%	2.8%
%销售收入	6.2%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	无形资产	18,127	18,156	18,114	19,016	19,924	20,818
管理费用	-761	-759	-926	-1,106	-1,280	-1,464	非流动资产	23,172	24,028	22,852	22,653	24,263	25,824
%销售收入	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	42.3%	40.8%	34.4%	31.2%	31.5%	30.1%
研发费用	-3,941	-3,831	-4,338	-5,073	-5,852	-6,691	资产总计	54,739	58,833	66,430	72,537	77,139	85,670
%销售收入	7.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	短期借款	5,028	3,171	4,713	4,281	3,225	3,628
息税前利润 (EBIT)	3,048	3,691	3,574	4,604	4,876	5,727	应付款项	8,002	10,569	12,274	13,894	14,409	16,445
%销售收入	5.6%	6.2%	5.3%	5.8%	5.3%	5.5%	其他流动负债	7,851	9,302	11,443	9,747	11,217	12,856
财务费用	-443	228	292	-303	-311	-315	流动负债	20,881	23,042	28,429	27,922	28,851	32,929
%销售收入	0.8%	-0.4%	-0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	长期贷款	0	0	100	100	100	100
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,500	1,611	2,233	2,102	2,093	2,150
公允价值变动收益	151	-44	45	40	60	80	负债	22,380	24,653	30,763	30,125	31,044	35,179
投资收益	9	-42	-24	-45	10	-20	普通股股东权益	28,183	29,745	29,961	35,285	37,508	40,401
%税前利润	0.3%	n.a	n.a	n.a	0.2%	n.a	其中：股本	2,043	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
营业利润	3,521	3,703	4,088	4,297	4,636	5,473	未分配利润	5,900	7,443	9,057	11,085	13,307	16,201
营业利润率	6.5%	6.2%	6.0%	5.4%	5.1%	5.2%	少数股东权益	4,176	4,435	5,707	7,127	8,587	10,090
营业外收支	90	92	88	95	100	103	负债股东权益合计	54,739	58,833	66,430	72,537	77,139	85,670
税前利润	3,611	3,795	4,176	4,392	4,736	5,576	比率分析						
利润率	6.7%	6.4%	6.2%	5.6%	5.2%	5.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-537	-552	-384	-659	-710	-836	每股指标						
所得税率	14.9%	14.5%	9.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.902	0.662	0.751	0.809	0.897	1.132
净利润	3,075	3,243	3,792	3,733	4,026	4,740	每股净资产	13.795	10.400	10.475	12.337	13.114	14.126
少数股东损益	1,231	1,349	1,645	1,420	1,460	1,503	每股经营现金净流	0.641	1.572	-1.147	1.967	2.172	1.644
归属于母公司的净利润	1,843	1,895	2,148	2,313	2,566	3,237	每股股利	0.200	0.150	0.150	0.100	0.120	0.120
净利率	3.4%	3.2%	3.2%	2.9%	2.8%	3.1%	回报率						
							净资产收益率	6.54%	6.37%	7.17%	6.56%	6.84%	8.01%
							总资产收益率	3.37%	3.22%	3.23%	3.19%	3.33%	3.78%
							投入资本收益率	6.81%	8.29%	7.86%	8.20%	8.22%	8.80%
							增长率						
							主营业务收入增长率	11.99%	10.36%	13.29%	16.82%	15.73%	14.33%
							EBIT增长率	4.09%	21.12%	-3.19%	28.83%	5.92%	17.44%
							净利润增长率	8.20%	2.78%	13.35%	7.71%	10.91%	26.16%
							总资产增长率	12.73%	7.48%	12.91%	9.19%	6.34%	11.06%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	52.4	53.6	54.5	55.0	55.0	55.0
							存货周转天数	58.6	66.6	93.8	95.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	37.9	46.2	56.4	55.0	46.2	46.2
							固定资产周转天数	4.1	3.7	4.9	5.0	4.9	4.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-17.30%	-23.19%	-14.83%	-27.63%	-32.99%	-34.20%
							EBIT利息保障倍数	6.9	-16.2	-12.2	15.2	15.7	18.2
							资产负债率	40.89%	41.90%	46.31%	41.53%	40.24%	41.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	7	21	66
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

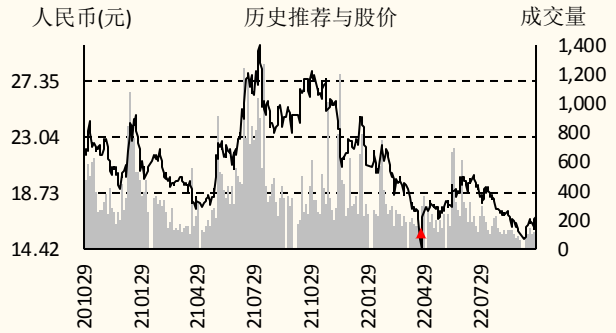
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-24	增持	18.30	N/A
2	2021-08-29	买入	24.20	33.94 ~ 33.94
3	2022-03-27	买入	19.46	N/A
4	2022-04-28	买入	15.59	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402