

证券研究报告

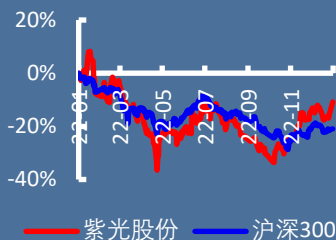
公司研究

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)：业绩符合预期，ICT 市场占有率持续领先》

2022. 10. 30

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

并购新华三剩余股份获重大进展，有望增厚公司业绩

2023年1月3日

事件：近日由 HPE 实体向紫光国际发出了《关于行使卖出期权的通知》，HPE 实体将向紫光国际出售其持有的新华三 49%的股权。本次交易完成后，紫光国际将持有新华三 100%的股权。

点评：

➢ 并购新华三剩余股份取得重大进展，并购完成后将增厚公司业绩

根据公司公告，2016年5月，紫光股份有限公司在香港注册成立的全资子公司紫光国际信息技术有限公司完成对新华三集团有限公司 51%控股权的收购，新华三成为紫光股份控股子公司。截至 2023 年 1 月 3 日，紫光股份有限公司通过紫光国际持有新华三 51%的控股权；Hewlett Packard Enterprise Company 通过其全资子公司 H3C Holdings Limited (以下简称“HPE 开曼”)和 Izar Holding Co 分别持有新华三 48%和 1%股权。

根据公司公告，HPE 开曼和 Izar Holding Co 将向紫光国际出售其持有的新华三合计 49%股权，每股出售价格将根据《股东协议》约定按照 2022 年 4 月 30 日前 12 个月新华三扣除非经常性损益后的税后利润的 15 倍除以行权通知之日新华三全部股份数量的方式确定，对价支付方式为现金。在满足适用之法律规定的条件下，HPE 实体和紫光国际将尽可能在紫光国际收到卖出期权行权通知后的 30 个工作日或双方另行达成的其他期限内确定行权价格及行权对价，并签署相应的股份购买协议。

随着紫光股份未来对新华三剩余股份并购的完成，公司将实现对新华三 100%的并表，将提升公司净利润水平，公司是国内 ICT 设备龙头企业，具备完整的“云-网-边-端-芯”数字经济全产业链，在数字经济时代有望核心受益，长期成长空间广阔。

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	2,291	2,756	3,213
增长率 YoY%	-24.7%	54.8%	6.7%	20.3%	16.6%
毛利率%	19.8%	19.5%	19.4%	19.3%	19.1%
净资产收益率 ROE%	4.7%	7.2%	7.2%	8.1%	8.8%
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.75	0.80	0.96	1.12
市盈率 P/E(倍)	41.98	27.13	25.43	21.14	18.13
市净率 P/B(倍)	1.96	1.94	1.82	1.71	1.60

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 1 月 3 日收盘价

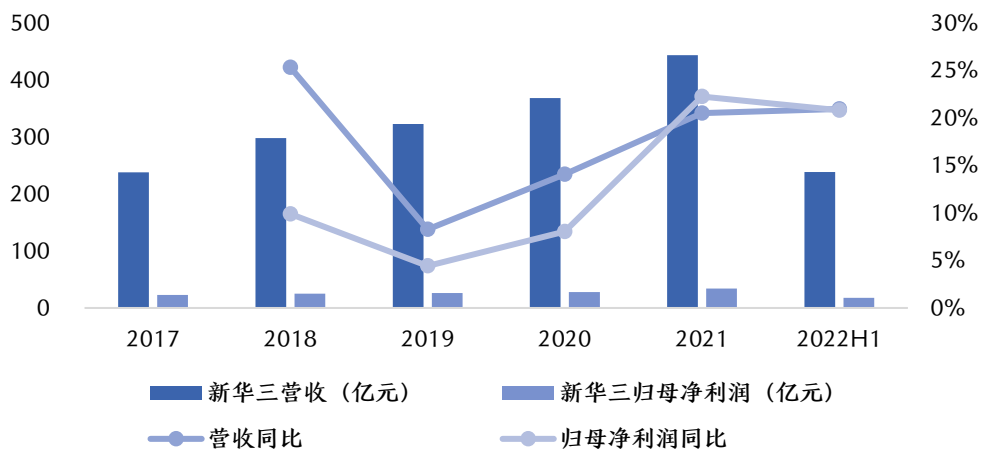
➤ **多产品市场份额持续领先，ICT 龙头地位稳定**

根据 IDC 发布的最新数据，2022 年上半年公司多项产品市场占有率持续领先，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 36.9%、37.9%、37.8% 的市场份额排名第一；中国企业网路由器市场份额 30.7%，持续位列市场第二；中国 X86 服务器市场份额 17.5%，位列市场第二；中国刀片服务器市场份额 52.1%，蝉联市场第一；中国存储市场份额 13.5%，连续位居市场第二；中国 UTM 防火墙市场份额 23.8%，位居市场第二；中国超融合市场份额 24.6%，市场排名第一。

➤ **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 1：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云网设备 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；与三大运营商深度合作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。

➤ 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 22.91 亿元、27.56 亿元、32.13 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 25.43 倍、21.14 倍、18.13 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	50,134	55,811	63,315	
货币资金	8,977	8,960	12,203	14,122	17,307	
应收票据	37	67	73	81	89	
应收账款	9,123	11,081	12,164	13,399	14,810	
预付账款	783	839	923	1,018	1,127	
存货	9,557	18,424	20,263	22,342	24,742	
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	72,900	78,394	85,674	
流动负债	23,042	28,429	31,165	32,511	34,980	
短期借款	3,067	4,290	5,000	4,600	4,500	
应付票据	3,036	2,136	2,349	2,590	2,869	
应付账款	7,140	9,682	10,649	11,741	13,003	
其他	9,798	12,321	13,167	13,579	14,609	
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	33,498	34,844	37,314	
少数股东权益	4,435	5,707	7,436	9,515	11,939	
归属母公司股东权益	29,745	29,961	31,966	34,035	36,421	
负债和股东权益	58,833	66,430	72,900	78,394	85,674	

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	2,291	2,756	3,213	
同比(%)	-24.7%	54.8%	6.7%	20.3%	16.6%	
毛利率(%)	19.8%	19.5%	19.4%	19.3%	19.1%	
ROE%	4.7%	7.2%	7.2%	8.1%	8.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.49	0.75	0.80	0.96	1.12	
P/E	41.98	27.13	25.43	21.14	18.13	
P/B	1.96	1.94	1.82	1.71	1.60	
EV/EBITDA	32.84	25.48	18.84	16.08	14.14	

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	73,100	
营业税金及附加	207	253	278	306	338	
销售费用	3,361	4,114	4,455	4,580	4,972	
管理费用	759	926	891	900	904	
研发费用	4,338	4,338	4,306	4,662	4,881	
财务费用	-228	-292	570	550	540	
减值损失合计	-571	-703	-484	-484	-484	
投资净收益	-41	-23	20	20	20	
其他	395	948	919	919	919	
营业利润	3,196	4,088	4,334	5,232	6,114	
营业外收支	92	88	88	88	88	
利润总额	3,288	4,176	4,422	5,320	6,203	
所得税	552	384	402	485	565	
净利润	2,737	3,792	4,020	4,836	5,637	
少数股东损益	1,349	1,645	1,729	2,079	2,424	
归属母公司净利润	1,388	2,148	2,291	2,756	3,213	
EBITDA	3,255	4,195	5,672	6,646	7,561	
EPS(当年)(元)	0.49	0.75	0.80	0.96	1.12	

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	3,076	3,779	4,396	
净利润	2,737	3,792	4,020	4,836	5,637	
折旧摊销	710	723	768	865	907	
财务费用	313	261	570	550	540	
投资损失	42	24	-939	-939	-939	
营运资金变动	1,181	-7,078	-1,436	-1,639	-1,872	
其它	85	98	94	107	122	
投资活动现金流	-2,574	1,776	257	257	257	
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	804	804	804	
筹资活动现金流	-3,861	133	-89	-2,117	-1,467	
吸收投资	0	-1,405	0	0	0	
借款	-3,905	1,007	767	-880	-100	
支付利息或股息	-78	6	-856	-1,237	-1,367	
现金流净增加额	-1,367	-271	3,244	1,918	3,185	

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 2022 年 wind “金牌分析师”通信第 4 名；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。

陈光毅，通信组成员，北京大学物理学博士，凝聚物理态专业。2021 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，主要覆盖海缆&通信新能源、激光雷达、车载控制器、云计算&5G 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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@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	suntong@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。