

拟收购新华三 49%股份，归母净利润有望显著提升

2023 年 01 月 04 日

➤ **事件:** 2023 年 1 月 3 日，公司发布重大事项进展公告，新华三股东 HPE 实体向公司控股子公司紫光国际发出《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，交易完成后紫光国际将持有新华三 100%的股权。

➤ 交易具体内容:

根据公司公告，2016 年 5 月，公司在香港注册成立的全资子公司紫光国际完成对新华三 51%控股股权的收购，截至 2023 年 1 月 3 日，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 HPE 开曼和 Izar Holding Co 分别持有新华三 48%和 1%股权。

根据交易内容，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。

➤ 新华三为国内 ICT 龙头，100%并表有望增厚公司业绩。

新华三为国内 ICT 龙头，多项产品市占率领先。根据 IDC 数据，在 2022 年前三季度，新华三以 36.6%的份额位居中国企业网交换机市场第一，以 37.0%的份额位居中国园区交换机市场第一。根据公司官微，22 年 4 月新华三发布了业界首款 400G 园区核心交换机 H3C S10500X-G，22 年 5 月率先发布了面向智能时代的 400G 硅光融合交换机，搭载 NPO 硅光技术实现设备端口功耗下降 40+%、散热效率提升 20-30%。

新华三为公司核心资产，根据公司三季报，公司前三季度实现营收 538.90 亿元，同比增长 13.16%，实现归母净利润 16.40 亿元，同比增长 2.38%，而新华三实现营收 367.19 亿元，同比增长 18.87%，占整体营收的 68.14%，实现净利润 30.43 亿元，同比增长 12.99%，按目前 51%的持股比例计算占公司归母净利润的 94.63%。后续若顺利收购新华三剩余 49%股份，公司将实现对新华三 100%的并表，归母净利润有望显著提升。

➤ **投资建议:** 公司 100%并表新华三将显著增厚业绩，并有望进一步激发内生成长动能。由于收购新华三股份尚未完成，暂不考虑对归母净利润的增厚，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 24.02/30.53/36.17/亿元，对应 PE 倍数为 24/19/16x，公司 A 股上市以来的估值中枢为 34 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 芯片供应链波动；收购最终是否达成仍存在不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	67,638	76,848	89,522	102,411
增长率 (%)	12.6	13.6	16.5	14.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,148	2,402	3,053	3,617
增长率 (%)	18.5	11.9	27.1	18.5
每股收益 (元)	0.75	0.84	1.07	1.26
PE	27	24	19	16
PB	1.9	1.8	1.7	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 1 月 3 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

20.37 元



分析师 马天谔

执业证书: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

分析师 于一铭

执业证书: S0100522090005

电话: 021-80508468

邮箱: yuyiming@mszq.com

相关研究

1.紫光股份 (000938.SZ) 2022 年三季报点评: 汇兑拖累 Q3 业绩, 新华三 ICT 市占率稳步提升-2022/11/05

2.紫光股份 (000938.SZ) 事件点评: 如期完成股权交割, 集团重整收官在即, 公司踏上新征程-2022/07/12

3.紫光股份 (000938.SZ) 事件点评: 新华三商城正式上线, 进一步发力 ICT 下沉市场拓展-2022/05/21

4.紫光股份 (000938.SZ) 2022 年一季报点评: 业绩超预期, 新华三营收利润双高增, 毛利率显著改善-2022/04/28

5.紫光股份 (000938.SZ) 2021 年年度报告点评: 业绩符合预期, 发力运营商+海外市场, 整体份额持续提升-2022/03/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	67,638	76,848	89,522	102,411
营业成本	54,433	61,303	71,160	81,214
营业税金及附加	253	261	304	348
销售费用	4,114	4,303	5,371	6,145
管理费用	926	922	1,074	1,229
研发费用	4,338	4,611	5,550	6,349
EBIT	3,779	6,263	7,010	8,207
财务费用	-292	680	31	0
资产减值损失	-587	-691	-779	-871
投资收益	-24	15	18	20
营业利润	4,088	4,663	5,938	7,042
营业外收支	88	53	55	58
利润总额	4,176	4,716	5,993	7,100
所得税	384	472	599	710
净利润	3,792	4,244	5,394	6,390
归属于母公司净利润	2,148	2,402	3,053	3,617
EBITDA	4,840	7,546	8,350	8,858

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,960	13,593	16,538	20,192
应收账款及票据	11,148	12,374	14,171	15,934
预付款项	839	920	1,067	1,218
存货	18,424	19,509	22,269	24,985
其他流动资产	4,208	4,497	4,102	4,347
流动资产合计	43,579	50,892	58,148	66,676
长期股权投资	134	150	168	188
固定资产	912	861	901	1,388
无形资产	3,880	3,906	3,930	3,954
非流动资产合计	22,852	22,469	22,447	23,169
资产合计	66,430	73,361	80,595	89,845
短期借款	4,290	4,805	4,805	4,805
应付账款及票据	11,818	12,764	14,427	16,020
其他流动负债	12,321	13,757	14,330	15,719
流动负债合计	28,429	31,327	33,562	36,545
长期借款	100	100	100	100
其他长期负债	2,233	2,282	2,207	2,491
非流动负债合计	2,333	2,382	2,307	2,591
负债合计	30,763	33,709	35,869	39,136
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	5,707	7,549	9,890	12,663
股东权益合计	35,668	39,652	44,726	50,709
负债和股东权益合计	66,430	73,361	80,595	89,845

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.57	13.62	16.49	14.40
EBIT 增长率	11.73	65.73	11.93	17.08
净利润增长率	18.51	11.85	27.09	18.47
盈利能力 (%)				
毛利率	19.52	20.23	20.51	20.70
净利率	3.18	3.13	3.41	3.53
总资产收益率 ROA	3.23	3.27	3.79	4.03
净资产收益率 ROE	7.17	7.48	8.76	9.51
偿债能力				
流动比率	1.53	1.62	1.73	1.82
速动比率	0.77	0.88	0.97	1.04
现金比率	0.32	0.43	0.49	0.55
资产负债率 (%)	46.31	45.95	44.51	43.56
经营效率				
应收账款周转天数	59.80	59.00	58.00	57.00
存货周转天数	123.54	120.00	118.00	116.00
总资产周转率	1.09	1.10	1.16	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.84	1.07	1.26
每股净资产	10.48	11.22	12.18	13.30
每股经营现金流	-0.76	1.73	1.67	1.86
每股股利	0.10	0.11	0.14	0.17
估值分析				
PE	27	24	19	16
PB	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.27	6.68	5.62	4.92
股息收益率 (%)	0.49	0.55	0.70	0.83

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,792	4,244	5,394	6,390
折旧和摊销	1,061	1,283	1,340	651
营运资金变动	-7,771	-1,495	-2,984	-2,877
经营活动现金流	-2,180	4,944	4,787	5,310
资本开支	-525	-682	-877	-853
投资	2,282	241	0	0
投资活动现金流	1,776	-134	-356	-853
股权募资	455	0	0	0
债务募资	544	639	-490	0
筹资活动现金流	133	-176	-1,486	-803
现金净流量	-289	4,633	2,945	3,654

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026