

买入

紫光股份（000938.SZ）

拟收购新华三 49%股权，大幅提升公司盈利水平

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

执证编码：S0980518100002

证券分析师： 付晓钦

0755-81982929

fuxq@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120003

事项：

公司公告：

公司公告，HPE 实体向紫光国际出售其持有的新华三 49%股权，交易完成后，紫光国际将持有新华三 100% 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。

国信通信观点：

- 1) 根据公司公告，交易完成后新华三将成为紫光股份全资子公司，将大幅提升公司利润总额。新华三作为紫光股份旗下重要子公司，是国内 ICT 领域的龙头。根据公司财报披露，2020-2021 年新华三分别实现收入 368/443 亿元（同比+20.52%/20.95%），净利润 27.7/34.34 亿元（同比+6.6%/22.24%），同期紫光股份实现营收分别为 597/676 亿元，净利润 18.95/21.48，紫光股份持股比例由 49%变为 100%后，将大幅提升公司归母净利润总额。
- 2) 收购完成后有望进一步提升公司盈利能力。新华三 2020-2021 年净利率分别为 7.5%/7.7%，紫光股份 2020-2021 年净利润分别为 5.4%/5.6%，交易完成后，有望提升公司整体的净利润以及 ROE 水平，提升公司整体盈利能力。
- 3) 交易完成后有助于公司治理及股权结构进一步优化，公司将持续聚焦主业，持续夯实数字化综合解决方案能力，助推数字经济转型。

我们原预计 2023-2024 年新华三有望实现收入 602/716 亿元，净利润 43/50 亿元，若假设相关交易于 2023 年完成（具体交易完成时点仍以公司实际交易公告为准，上述时间的测算仅为假设条件），公司备选 2023-2024 年净利润有望实现 49/58 亿元。

若不考虑相关交易，我们原预计 2022-2024 年收入 783/900/1002 亿元，（同比+16%/15%/14%），归母净利润 27/34/42 亿元（同比+27%/26%/22%），当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍。

评论：

◆ 新华三是国内 ICT 龙头企业，多项产品市占率名列前茅

紫光股份是国内 ICT 龙头企业，公司定位“云网边端”全栈式产品及服务提供商，旗下公司新华三作为数字基座，不断扩展业务范围，持续为客户提供从软硬件到综合解决方案的一体化服务。目前公司自产的设备包括网络、计算、云、安全等产品线，其中，交换机、WLAN、企业级路由器、安全硬件、超融合等多个产品市占率位于行业前两名，在政企市场的竞争优势明显。公司凭借自有及合作伙伴渠道，构建完善的营销网络，有效触达各个层级客户。

新华三深度布局“云-网-边-端”全产业链，不断提升数字化和智能化赋能水平。公司拥有计算、存储、网络、5G、安全、终端等全方位的数字化基础设施整体能力，提供云计算、大数据、人工智能、工业互联网

网、信息安全、智能联接、AI 视觉、边缘计算等在内的一站式数字化解决方案，以及端到端的技术服务。

图1：紫光股份数字平台架构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新华三多项产品名列前茅。新华三主要产品线为以太网交换机、企业级路由器、企业级 WLAN、X86 服务器、企业级存储、安全硬件、超融合、SDN 和云管理平台。其主要产品均位居分市场前列，为智慧城市、政务、交通、教育、医疗、制造等行业全场景提供数字化服务。

表 1：新华三多项产品名列前茅

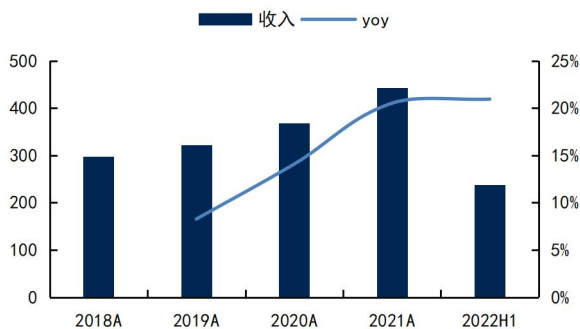
产品	市场份额（2019-2021 年）	排名	产品
以太网交换机	35.5%、35.0%、35.2%	第二	以太网交换机
企业级路由器	27.9%、30.8%、31.3%	第二	企业级路由器
企业级 WLAN	30.9%、31.3%、28.4%	第一	企业级 WLAN
X86 服务器	16.1%、15.4%、17.4%	第二	X86 服务器
企业级存储	11.7%、11.4%、12.6%	第二	企业级存储
安全硬件	9.3%、9.4%、9.0%	第二	安全硬件
超融合	21%、20.7%、20.5%	第一	超融合
SDN、云管理平台		第一	SDN、云管理平台

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 交易完成后新华三将成为紫光股份全资子公司，将大幅提升公司利润总额

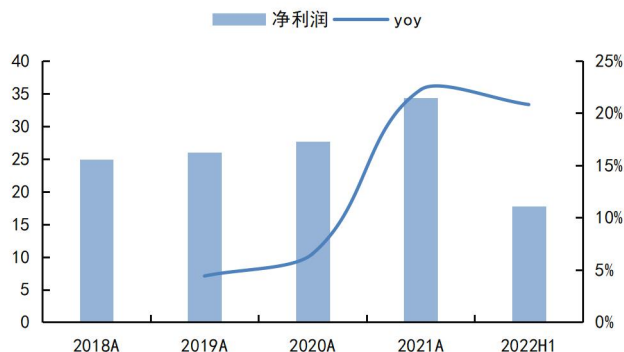
根据公司财报披露，2020-2021 年新华三分别实现收入 368/443 亿元（同比+20.52%/20.95%），实现净利润 27.7/34.34 亿元（同比+6.6%/22.24%）。

图2: 新华三收入及同比增速 (亿元, %)



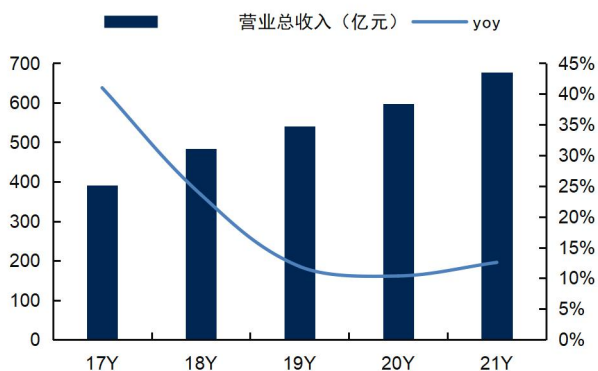
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图3: 新华三净利润及同比增速 (亿元, %)



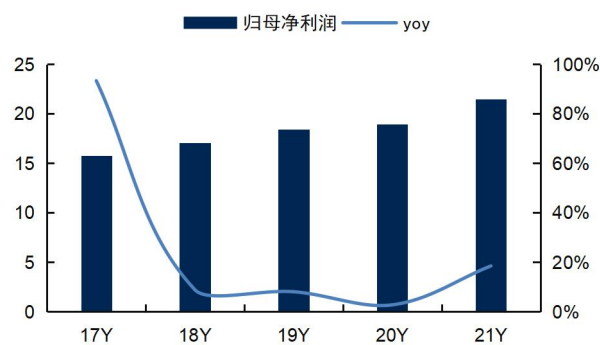
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图4: 紫光股份收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图5: 紫光股份净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

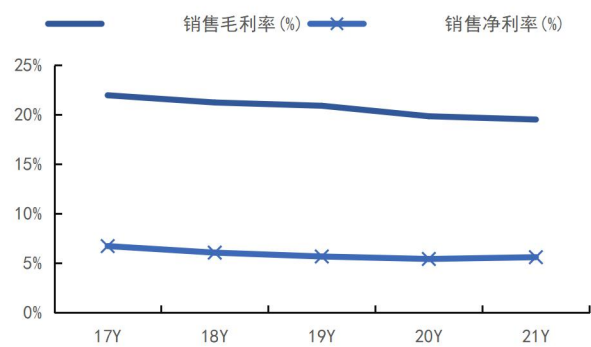
◆ 收购完成后有望进一步提升公司盈利能力

新华三 2020-2021 年净利率分别为 7.5%/7.7%，紫光股份 2020-2021 年净利润分别为 5.4%/5.6%，交易完成后，有望提升公司整体的净利润以及 ROE 水平，提升公司整体盈利能力。

图6: 紫光股份不同产品毛利率 (单位: %)



图7: 紫光股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

交易完成后有助于公司治理及股权结构持续优化。公司将进一步聚焦主业，持续夯实数字化综合解决方案能力，助推数字经济转型。

我们原预计 2023-2024 年新华三有望实现收入 602/716 亿元，净利润 43/50 亿元，若假设相关交易于 2023 年完成（具体交易完成时点仍以公司实际交易公告为准，上述时间的测算仅为假设条件），公司备选 2023-2024 年净利润有望实现 49/58 亿元。

若不考虑相关交易，我们原预计 2022-2024 年收入 783/900/1002 亿元，（同比+16%/15%/14%），归母净利润 27/34/42 亿元（同比+27%/26%/22%），当前股价对应 PE=20/16/13 倍。

表1：可比公司估值表（截至 20230103）

代码	公司简称	股价 /元	总市值 /亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
002396.SZ	星网锐捷	19.82	115.61	0.74	0.94	1.32	1.79	26.8	21.1	15.0	11.1	0.7	—
603019.SH	中科曙光	22.81	333.94	0.57	0.78	1.05	1.37	40.0	29.2	21.7	16.6	0.9	—
000977.SZ	浪潮信息	22.64	331.38	1.01	1.53	2.07	2.00	22.4	14.8	10.9	11.3	0.5	买入
300454.SZ	深信服	125.00	519.53	1.96	0.66	0.88	1.61	63.8	189.4	142.0	77.6	4.2	—
688561.SH	奇安信	69.92	476.92	-0.49	-0.81	0.27	0.92	-142.7	-86.3	259.0	76.0	-	—
	平均							38.3	63.6	47.4	29.2		
000938.SZ	紫光股份	20.37	582.60	0.66	0.75	0.85	1.00	30.9	27.2	24.0	20.4	1.1	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：紫光股份、浪潮信息为国信证券经济研究所预测，其余为 Wind 一致预测

◆ 风险提示

交易不能顺利完成；交易完成时点较晚；上游客户投资不及预期；芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

相关研究报告：

- 《紫光股份（000938.SZ）-多产品市占率保持领先，持续夯实一体化解决方案能力》——2022-10-30
- 《紫光股份（000938.SZ）-国内外业务同步推进，开启 ICT 服务新模式》——2022-08-21
- 《紫光股份（000938.SZ）-股权交割划转完成，开启经营新篇章》——2022-07-12
- 《紫光股份（000938.SZ）-债务重组方案落地，看好公司长期经营发展》——2022-07-01
- 《紫光股份（000938.SZ）-一季度业绩表现亮眼，高毛利产品增速领先提升盈利能力》——2022-04-29

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8977	8960	9990	10653	11926	营业收入	59705	67638	78302	89982	102580
应收款项	9385	11355	1993	2290	2610	营业成本	47856	54433	61624	70366	79705
存货净额	9557	18424	14711	16791	19015	营业税金及附加	207	253	290	333	380
其他流动资产	3583	2818	464	533	608	销售费用	3361	4114	4957	5696	6493
流动资产合计	34805	43579	29181	32290	36183	管理费用	759	926	1048	1181	1325
固定资产	654	1101	1544	1957	2231	研发费用	3831	4338	5184	5957	6791
无形资产及其他	3917	3880	3825	3770	3715	财务费用	(228)	(292)	(120)	(247)	(278)
投资性房地产	19286	17736	17736	17736	17736	投资收益	(42)	(24)	3	3	3
长期股权投资	171	134	129	123	118	资产减值及公允价值变动	442	632	(3)	(3)	(3)
资产总计	58833	66430	52415	55876	59983	其他收入	(4447)	(4723)	(5184)	(5957)	(6791)
短期借款及交易性金融负债	3171	4713	500	300	200	营业利润	3703	4088	5321	6696	8165
应付款项	10177	11818	4553	5197	5885	营业外净收支	92	88	2	2	2
其他流动负债	9694	11898	8120	9273	10508	利润总额	3795	4176	5323	6698	8167
流动负债合计	23042	28429	13173	14770	16593	所得税费用	552	384	489	616	751
长期借款及应付债券	0	100	(130)	(130)	(130)	少数股东损益	1349	1645	2096	2638	3216
其他长期负债	1611	2233	2182	2131	2081	归属于母公司净利润	1895	2148	2737	3445	4200
长期负债合计	1611	2333	2052	2001	1951	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	24653	30763	15225	16771	18544	净利润	1895	2148	2737	3445	4200
少数股东权益	4435	5707	6541	7590	8870	资产减值准备	181	132	359	228	214
股东权益	29745	29961	30649	31514	32570	折旧摊销	392	556	351	411	464
负债和股东权益总计	58833	66430	52415	55876	59983	公允价值变动损失	(442)	(632)	3	3	3
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(228)	(292)	(120)	(247)	(278)
每股收益	0.66	0.75	0.96	1.20	1.47	营运资本变动	1252	(3922)	4693	(472)	(534)
每股红利	0.59	0.56	0.72	0.90	1.10	其它	(26)	281	475	821	1066
每股净资产	10.40	10.48	10.72	11.02	11.39	经营活动现金流	3251	(1437)	8618	4436	5412
ROIC	19%	20%	30%	43%	49%	资本开支	0	(1610)	(1100)	(1000)	(900)
ROE	6%	7%	9%	11%	13%	其它投资现金流	(1492)	1280	0	0	0
毛利率	20%	20%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(1537)	(293)	(1094)	(994)	(894)
EBIT Margin	6%	5%	7%	7%	8%	权益性融资	(8)	455	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	0	100	(230)	0	0
收入增长	10%	13%	16%	15%	14%	支付股利、利息	(1678)	(1608)	(2050)	(2579)	(3145)
净利润增长率	3%	13%	27%	26%	22%	其它融资现金流	778	4274	(4213)	(200)	(100)
资产负债率	49%	55%	42%	44%	46%	融资活动现金流	(2585)	1713	(6493)	(2779)	(3245)
息率	3.7%	3.6%	4.5%	5.7%	7.0%	现金净变动	(870)	(17)	1030	663	1273
P/E	23.8	21.0	16.5	13.1	10.7	货币资金的期初余额	9847	8977	8960	9990	10653
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	8977	8960	9990	10653	11926
EV/EBITDA	17.1	18.4	10.9	9.0	7.6	企业自由现金流	0	(1731)	8666	4796	6192
						权益自由现金流	0	2643	4332	4820	6345

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032