

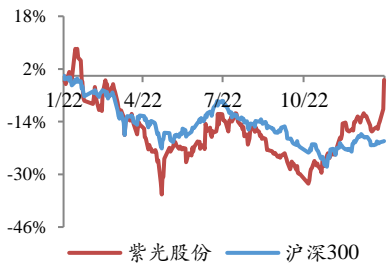
收购新华三剩余 49% 股权，有望大幅增厚利润

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-05

收盘价(元)	22.41
近 12 个月最高/最低(元)	24.57/14.42
总股本(百万股)	2,860
流通股本(百万股)	2,860
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	641
流通市值(亿元)	641

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

主要观点：

● 事件：

近期，紫光股份公告：由 HPE 实体向紫光国际（紫光股份全资子公司）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。此前 2016 年 5 月，紫光国际完成对新华三集团 51% 控股权的收购。收购完成后，紫光股份将持有新华三 100% 股权。

● 本次收购将大幅增厚公司业绩。

紫光股份此前持有新华三 51%，以 2021 年为例，当年新华三全年实现营业收入 443.51 亿元；实现净利润 34.34 亿元，其中 16.8 亿元体现在少数股东损益，占当年紫光股份利润的 78%。若未来完成 49% 股权收购，该部分少数股东损益将以归母净利润形式体现，大幅增厚公司业绩。

● 新华三业务涉及路由器等网络设备、超融合、网络安全等重要领域，是数字经济发展重要基础设施。收购完成后，增强公司业务实力。

新华三的业务包括：1) 路由器等网络设备；2) 超融合；3) 网络安全产品；4) 服务器及存储设备等，为客户提供行业智慧应用一站式数字化解决方案，以及顶层设计、软件开发、系统集成及运维管理等全生命周期服务。因此，收购完成，将有助于公司实力提升。同时，该部分业务作为未来数字经济发展的关键基础设施，较公司的分销业务而言，具有更高毛利率与成长性。

● 投资建议

考虑当前收购尚未完成，暂不考虑新华三收购完成后的业绩增厚，预计公司 2022 年-2024 年实现规模净利润 22.9 亿元、27.6 亿元及 33.5 亿元。同比增长 6.4%、20.7% 及 21.4%。收购完成后，公司业绩增厚、实力提升，估值亦有提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

本次收购 49% 新华三股权不成功或审批未能通过；业务及产业链受到美国限制风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	67638	77049	88860	103679
收入同比(%)	12.6%	13.9%	15.3%	16.7%
归属母公司净利润	2148	2286	2759	3349
净利润同比(%)	18.5%	6.4%	20.7%	21.4%
毛利率(%)	19.5%	20.7%	20.9%	21.3%
ROE(%)	7.2%	7.2%	7.9%	8.8%
每股收益(元)	0.75	0.80	0.96	1.17
P/E	30.43	28.04	23.23	19.14
P/B	2.18	2.01	1.85	1.68
EV/EBITDA	12.74	9.67	7.23	5.25

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司基本情况	4
1.1 集团债务重整完成，公司股权结构变更	4
1.2 业务布局新一代云计算基础设施产业链	4
1.3 历史业绩稳健成长，多领域位列前茅	5
2 收购新华三剩余 49% 股权，增强实力	7
2.1 紫光股份收购新华三始末	7
2.2 收购完成后，增厚公司业绩、提升成长性	7
3 盈利预测与估值	10
风险提示:	10
财务报表与盈利预测	11

图表目录

图表 1 紫光股份当前股权结构	4
图表 2 紫光股份当前业务布局	5
图表 3 紫光股份历史收入利润	6
图表 4 新华三发展历程及收购始末	7
图表 5 紫光股份当前重要子公司	8
图表 6 新华三当前业务布局	8
图表 7 新华三历史收入及增速	9
图表 8 新华三历史净利润及增速	9

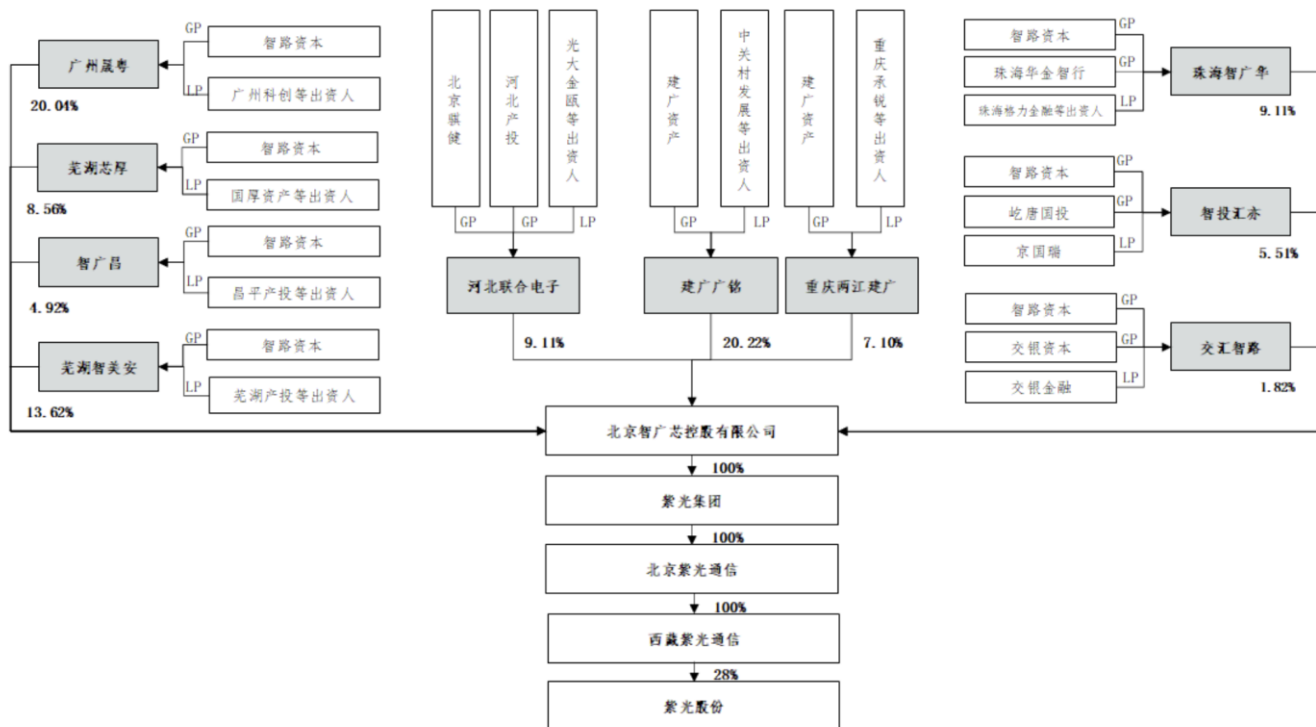
1 公司基本情况

1.1 集团债务重整完成，公司股权结构变更

2022年7月，公司发布公告《关于实际控制人发生变更公告》。根据重整计划，由北京智路资产管理有限公司和北京建广资产管理有限公司作为牵头方组成的联合体为紫光集团等七家企业实质合并重整战略投资者，智路建广联合体拟通过其搭建的战投收购平台智广芯整体承接重整后紫光集团100%股权。2022年7月11日，紫光集团已完成工商变更登记手续，其100%股权已登记至智广芯名下，智广芯变更为公司间接控股股东。

本次实际控制人变更前，中华人民共和国教育部为公司最终实际控制人。本次实际控制人变更后，公司变更为无实际控制人。

图表 1 紫光股份当前股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 业务布局新一代云计算基础设施产业链

公司作为全球新一代云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的领先者，提供技术领先的网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端等全栈 ICT 基础设施及服务，主要包括：

- 1、网络设备：交换机、路由器、WLAN、IoT、SDN、5G 小站、光联接传输产品、操作系统、智能管理与统一运维服务等；
- 2、服务器：机架服务器、刀片服务器、关键业务服务器、边缘服务器等；
- 3、存储产品：企业级智能全闪存存储、企业级智能混合闪存存储、分布式存储

产品等;

4、云计算与云服务:虚拟化平台、云操作系统、云计算管理平台、超融合产品、分布式存储系统、云桌面、云学堂、大数据平台等产品及云运营服务、云运维服务、云灾备服务等;

5、安全产品及服务:防火墙、内容管理、入侵防御系统、负载均衡、VPN、云安全服务及态势感知等主动安全解决方案;

6、智能终端:商用笔记本电脑、商用台式机、智慧屏等。同时,公司提供行业智慧应用一站式数字化解决方案,以及顶层设计、软件开发、系统集成及运维管理等全生命周期服务。

图表 2 紫光股份当前业务布局



资料来源:公司公告, 华安证券研究所

1.3 历史业绩稳健成长, 多领域位列前茅

根据 IDC、Gartner、计世资讯的相关统计数据, 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 13 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年前三季度,在中国超融合市场份额分别为21%、20.7%、20.5%,市场份额升至第一;

2019年-2021年上半年,在中国IT统一运维软件市场份额分别为13.0%、12.8%、13.3%,持续保持市场份额第一;

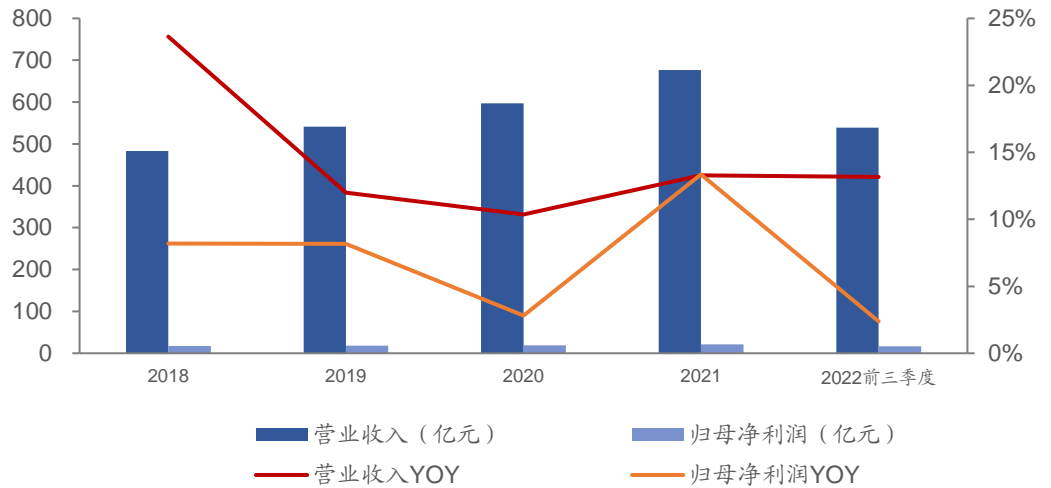
2016年-2020年,连续五年在中国SDN(软件)市场份额第一;2016年-2020年,连续五年在中国云管理平台市场保持市场份额第一。

(资料来源:公司2021年年报)

历史业绩来看,公司保持稳健增长。收入端基本维持15%左右增速。利润端波动较大,主要影响因素包括费用投入、资产减值损失等。

以2021年为例,计提资产减值损失5.87亿元、计提信用减值损失1.16亿元,对整体业绩带来一定影响。

图表 3 紫光股份历史收入利润



资料来源:wind, 华安证券研究所

2 收购新华三剩余 49%股权，增强实力

2.1 紫光股份收购新华三始末

从新华三的历史来看，主要经历了 3 个重要时期：

1.3com 时期

2003 年，与思科有侵权纠纷的华为与思科竞争对手 3com 成立了华为 3com 技术有限公司，主要生产中高端交换机与路由器。

2005-2007 年，华为出于剥离低端业务考虑，以 2%、49% 分两次向 3com 转让股权。华为 3com 正式成为 3com 全资子公司，并改名为 H3C。

2.惠普时期

2010 年，3com 由于经营不善，被惠普收购。H3C 成为惠普子公司。

2013 年，“斯诺登”事件促成自主可控潮流，外资控股的 H3C 受到波及。

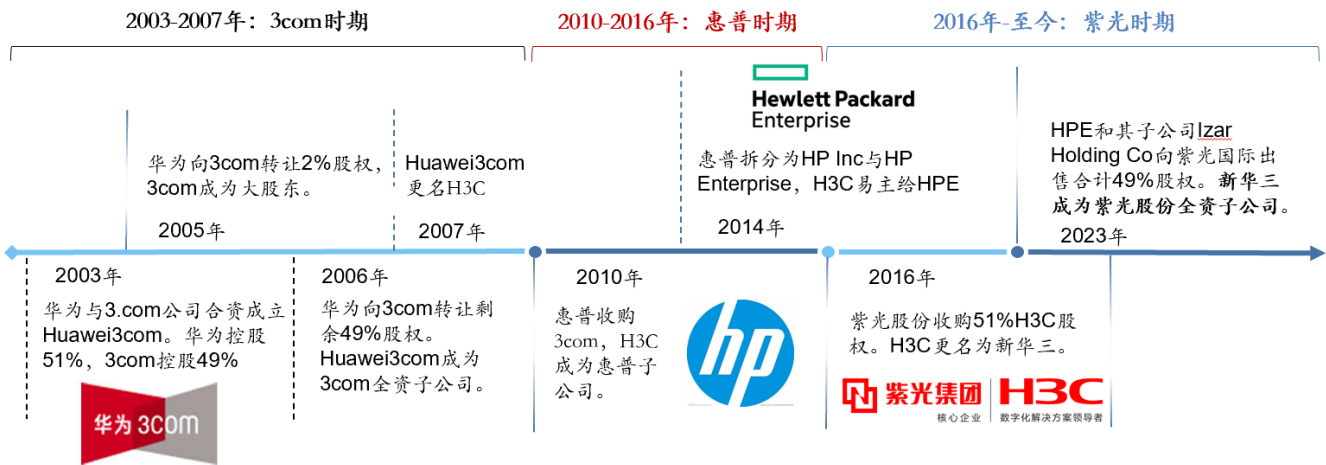
2014 年，惠普拆分为 HPI 和 HPE。HPE 主营为云服务及服务器等业务，成为 H3C 母公司。

3.紫光时期

2016 年，紫光成为惠普中国合作对象，收购华三通信 51% 的股权并与惠普合资成立紫光华山。华三通信更名为新华三。

2023 年，紫光国际公告将收购新华三剩余 49% 股权。未来，新华三将成为紫光股份全资子公司。

图表 4 新华三发展历程及收购始末



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 收购完成后，增厚公司业绩、提升成长性

公司当前重要子公司包括新华三、紫光云技术、紫光数码、紫光软件系统。

其中，新华三收入、利润占比最大。2021 年数据来看，新华三实现营业收入 443.5 亿元、净利润 34.34 亿元，占紫光股份总收入的 65.6%；归母净利润的 160%。实际并表利润，占归母净利润的 81.5%。

因此，此次收购剩余 49% 股权，若仅以 2021 年数据计算，将增厚公司 78.3%

利润。

图表 5 紫光股份当前重要子公司

子公司	持股比例	主要业务	2021 年收入 (亿元)	YOY	2021 年利 润 (亿元)	YOY
新华三集团有 限公司	51%	网络产品、服务器、存 储产品、安全产品、云 计算产品、互联网信息 技术产品的研发、生产、 销售等	443.51	20.52%	34.34	22.24%
紫光云技术有 限公司	46.67%	云服务	10.09	67.84%	-0.91	43.55%
紫光数码 (苏 州) 集团有限公 司	100%	计算机产品开发与销售	212.20	-11.33%	2.65	-11.25%
紫光软件系统 有限公司	100%	软件开发与系统 集成服务	28.59	21.85%	0.69	6%

资料来源：公司财报，华安证券研究所

另一方面，从子公司的成长性来看，新华三业务覆盖云计算、存储、服务器等全产业链产品，作为数字经济发展的基础设施，未来成长可期。

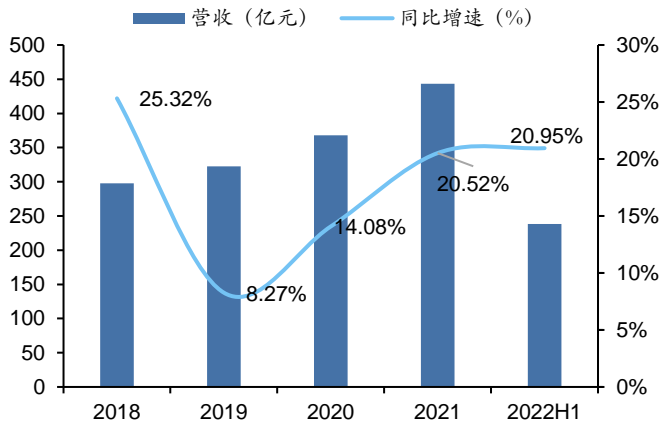
图表 6 新华三当前业务布局

云与智能	云计算、大数据、人工智能、计算虚拟化、分布式云存储、超融合、桌面云、数据库、智慧城市、工业互联网
智能联接	应用驱动数据中心网络、应用驱动广域网、应用驱动园区网、园区光网络——智融全光2.0、路由器、交换机、无线局域网、物联网、移动通信、智能管理与运维、传输产品、操作系统
智慧计算	H3C服务器：机架服务器、塑合型刀片系统、边缘服务器、关键业务服务器、H3C数据中心整机柜系统、服务器智能管理平台 HPE服务器：机架服务器、塑合型刀片系统、塔式服务器、高密度服务器、关键业务服务器、边缘服务器、服务器智能管理平台 H3C存储：企业级智能全闪存存储、企业级智能混合闪存存储、分布式存储、超融合系统、入门级智能存储、数据备份与保护、存储网络设备
智能存储	HPE存储：企业级智能全闪存存储、企业级智能混合闪存存储、超融合系统、入门级智能存储、数据备份与保护、高密度存储型服务器、存储网络设备
商用PC	商用台式机、商用笔记本、商用显示器、配件
主动安全	新华三ADWAN安全解决方案、零信任安全解决方案、云安全解决方案、商用密码应用安全性评估解决方案、新华三数字安全仿真平台、数据安全解决方案、监管行业态势感知解决方案、边界安全、应用安全、数据安全、密码安全、工控安全、终端安全、安全管理、安全检测与审计、云安全
统一运维	IT服务管理咨询、AIO一站式运维服务、U-Center统一运维平台、业务运维服务、安仔远程运维服务
智能终端	云屏幕、智能摄像机、智能云台机、智能音柱、交换机、无线AP、路由器、无线控制器、无线网桥、智能中枢、多功能插线板
技术解决方案	ScerFabric智能无损数据中心解决方案、隐私计算解决方案、场站边缘解决方案、计算存储企业级解决方案

资料来源：公司官网，华安证券研究所

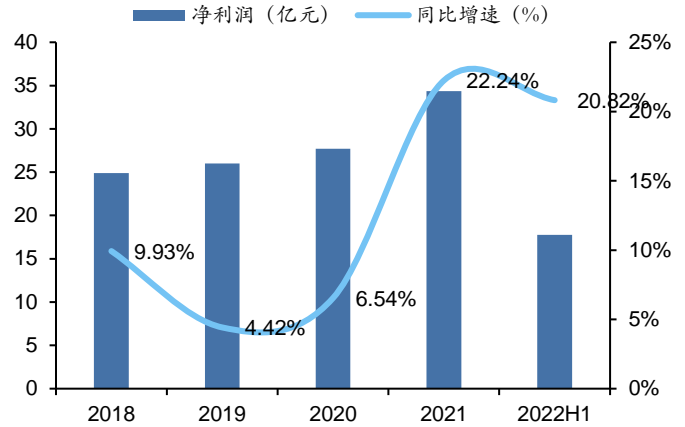
2021 年收入、利润增速 20.5%、22.2%，系具有较高成长性的子公司。完成收购后，长期将进一步提升公司整体业绩成长性。

图表 7 新华三历史收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 新华三历史净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 盈利预测与估值

盈利预测基于以下假设：

● **收入预测：**

1. 预计公司 ICT 基础设施及服务业务景气度较高。维持年均 25%左右增速；
2. IT 产品分销与供应链服务，基本维持当前规模；
3. 其他业务，从 2022 年中报来看，有一定增长，达到 20%左右。
4. 仍然存在一定比例的合并抵消。

● **毛利率预测：**

1. ICT 基础设施及服务业务 2021 年毛利率下降较为明显，但预计 2022 年能够企稳微升；
2. IT 产品分销与供应链服务，基本维持 7%左右的毛利率
3. 其他业务历史毛利率波动较大，预计能够维持 50%左右的毛利率水平。

● **费用率预测：**

公司费用率历史以来较为稳定，预计未来销售费用率、管理费用率、研发费用率分别维持 6%、1.4%、6.6%左右水平。

因此，基于上述假设，暂不考虑新华三收购完成后的业绩增厚，预计公司 2022 年-2024 年实现规模净利润 22.9 亿元、27.6 亿元及 33.5 亿元。同比增长 6.4%、20.7% 及 21.4%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

本次收购 49%新华三股权不成功或审批未能通过；业务及产业链受到美国限制风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	43579	48735	53641	66971	营业收入	67638	77049	88860	103679
现金	8960	12350	16985	23280	营业成本	54433	61087	70250	81561
应收账款	11081	11923	14426	16208	营业税金及附加	253	288	333	388
其他应收款	207	283	282	378	销售费用	4114	4777	5420	6428
预付账款	839	942	1083	1258	管理费用	926	1079	1155	1348
存货	18424	18170	15337	19112	财务费用	-292	-101	-52	-122
其他流动资产	4068	5067	5527	6736	资产减值损失	-587	-737	-880	-919
非流动资产	22852	22997	23087	23119	公允价值变动收益	45	0	0	0
长期投资	134	134	134	134	投资净收益	-24	-31	-36	-41
固定资产	912	905	839	714	营业利润	4088	4573	5486	6832
无形资产	3880	3980	4080	4180	营业外收入	93	93	93	93
其他非流动资产	17925	17978	18033	18090	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	66430	71733	76728	90091	利润总额	4176	4661	5575	6920
流动负债	28429	29785	29763	37036	所得税	384	428	557	830
短期借款	4290	4290	4290	4290	净利润	3792	4233	5017	6090
应付账款	9682	8304	7307	10818	少数股东损益	1645	1947	2258	2740
其他流动负债	14457	17190	18166	21928	归属母公司净利润	2148	2286	2759	3349
非流动负债	2333	2333	2333	2333	EBITDA	4840	5894	7246	8775
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.75	0.80	0.96	1.17
其他非流动负债	2233	2233	2233	2233					
负债合计	30763	32118	32096	39370					
少数股东权益	5707	7654	9912	12652					
股本	2860	2860	2860	2860					
资本公积	17834	17834	17834	17834					
留存收益	9266	11266	14025	17375					
归属母公司股东权益	29961	31960	34720	38069					
负债和股东权益	66430	71733	76728	90091					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	-2180	4832	5852	7582	成长能力				
净利润	3792	4233	5017	6090	营业收入	12.6%	13.9%	15.3%	16.7%
折旧摊销	1061	434	499	564	营业利润	16.0%	11.9%	20.0%	24.5%
财务费用	261	133	133	133	归属于母公司净利	18.5%	6.4%	20.7%	21.4%
投资损失	24	31	36	41	获利能力				
营运资金变动	-7771	-758	-822	-347	毛利率 (%)	19.5%	20.7%	20.9%	21.3%
其他经营现金流	12015	5749	6830	7537	净利率 (%)	3.2%	3.0%	3.1%	3.2%
投资活动现金流	1776	-1022	-1084	-1154	ROE (%)	7.2%	7.2%	7.9%	8.8%
资本支出	-525	-491	-499	-507	ROIC (%)	8.4%	11.0%	12.2%	12.9%
长期投资	2282	-500	-550	-605	偿债能力				
其他投资现金流	20	-31	-36	-41	资产负债率 (%)	46.3%	44.8%	41.8%	43.7%
筹资活动现金流	133	-419	-133	-133	净负债比率 (%)	86.2%	81.1%	71.9%	77.6%
短期借款	1324	0	0	0	流动比率	1.53	1.64	1.80	1.81
长期借款	100	0	0	0	速动比率	0.77	0.90	1.16	1.18
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-162	0	0	0	总资产周转率	1.09	1.12	1.20	1.24
其他筹资现金流	-1129	-419	-133	-133	应收账款周转率	6.68	6.67	6.67	6.67
现金净增加额	-289	3391	4635	6295	应付账款周转率	6.39	6.79	9.00	9.00

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。