

# 紫光股份 (000938.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 数字化转型加速，ICT 龙头稳步发展

### 业绩简评

3月30日公司披露2022年年度报告，报告期内实现收入740.6亿元，同比增长9.5%；归母净利润21.6亿元，同比增长0.5%；扣非归母净利润17.6亿元，同比增长6.3%。业绩符合市场预期。

### 经营分析

**收入结构优化，经营现金流改善。**报告期内 ICT 基础设施与服务业务实现收入 467.6 亿元，同比增长 13.1%，占营收比提升至 63.1%。子公司新华三营收达 498.1 亿元，同比增长 12.3%，净利润 37.3 亿元，同比增长 8.7%；紫光云完成混合云架构向分布式云架构升级，深入场景应用，提升全栈数字化服务水平，2022 年实现营业收入 15.03 亿元，同比增长 49%。报告期内子公司销售回款增加改善公司现金流，经营活动产生的现金流量净额为 40.2 亿元，同比增长 284.3%。

**全方位拓展企业、运营商和海外业务，多产品市场份额保持领先。**作为运营商的主流核心供应商，公司围绕运营商骨干网、城域网和 5G 承载网三大业务场景持续突破，新华三国内运营商业实现快速增长，营业收入 88.3 亿元，同比增长 37.7%。海外业务方面，已在全球设立 12 家海外子公司，海外已认证合作伙伴达 1359 家，同时发布了办公、教育、医疗等解决方案，提升数字化服务能力。2022 年公司 WLAN、交换机、服务器、路由器等多项产品市占率持续领先，稳定在行业前二。

**拟全资控股新华三，有望增厚公司利润。**1月3日公司公告拟收购新华三剩余 49% 股权实现全资控股。按照 51% 股权测算，22 年公司 88% 归母净利润由新华三贡献，若收购完成将显著增厚公司利润。新华三作为国内 ICT 龙头，是数字经济时代优质资产，看好公司收购完成后带动整体业绩与估值的提升。

### 盈利预测与估值

因收购新华三尚未完成，暂不考虑其对业绩的影响。我们预计公司 23-25 年归母净利润 26.7/31.2/36.7 亿元，对应当前股价 PE 为 31/27/23 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。

通信组

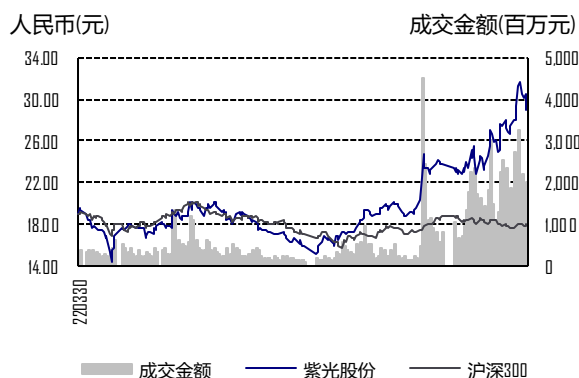
分析师：罗露 (执业 S1130520020003)

luolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.98 元

相关报告：

- 《营运能力改善，现金流增长亮眼-紫光股份 2022 三季报点评》，2022.10.30
- 《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...》，2022.4.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,638	74,058	84,181	96,831	112,684
营业收入增长率	13.29%	9.49%	13.67%	15.03%	16.37%
归母净利润(百万元)	2,148	2,158	2,674	3,124	3,670
归母净利润增长率	13.35%	0.48%	23.91%	16.85%	17.46%
摊薄每股收益(元)	0.751	0.754	0.935	1.092	1.283
每股经营性现金流净额	-1.01	1.11	1.69	1.59	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.17%	6.78%	7.81%	8.44%	9.10%
P/E	30.43	25.86	31.00	26.53	22.58
P/B	2.18	1.75	2.42	2.24	2.05

来源：公司年报、国金证券研究所

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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>59,705</b>	<b>67,638</b>	<b>74,058</b>	<b>84,181</b>	<b>96,831</b>	<b>112,684</b>	货币资金	8,977	8,960	10,669	11,881	14,598	18,098	
增长率	13.3%	13.3%	9.5%	13.7%	15.0%	16.4%	应收款项	10,292	11,649	14,234	14,711	16,921	19,692	
<b>主营业务成本</b>	<b>-47,856</b>	<b>-54,433</b>	<b>-58,772</b>	<b>-66,515</b>	<b>-76,680</b>	<b>-89,548</b>	存货	9,557	18,424	20,275	21,868	23,109	24,534	
%销售收入	80.2%	80.5%	79.4%	79.0%	79.2%	79.5%	其他流动资产	5,979	4,547	5,535	6,289	7,131	7,562	
<b>毛利</b>	<b>11,849</b>	<b>13,205</b>	<b>15,286</b>	<b>17,665</b>	<b>20,151</b>	<b>23,137</b>	流动资产	34,805	43,579	50,712	54,749	61,759	69,885	
%销售收入	19.8%	19.5%	20.6%	21.0%	20.8%	20.5%	%总资产	59.2%	65.6%	68.5%	69.6%	71.5%	73.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-207</b>	<b>-253</b>	<b>-294</b>	<b>-337</b>	<b>-387</b>	<b>-451</b>	长期投资	2,176	1,056	711	1,011	1,311	1,611	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	654	1,101	1,192	1,304	1,430	1,601	
<b>销售费用</b>	<b>-3,361</b>	<b>-4,114</b>	<b>-4,251</b>	<b>-4,882</b>	<b>-5,616</b>	<b>-6,536</b>	%总资产	1.1%	1.7%	1.6%	1.7%	1.7%		
%销售收入	5.6%	6.1%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	无形资产	18,156	18,114	17,810	18,166	18,457	18,735	
<b>管理费用</b>	<b>-759</b>	<b>-926</b>	<b>-964</b>	<b>-1,094</b>	<b>-1,259</b>	<b>-1,465</b>	非流动资产	24,028	22,852	23,351	23,962	24,620	25,314	
%销售收入	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	40.8%	34.4%	31.5%	30.4%	28.5%	26.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-3,831</b>	<b>-4,338</b>	<b>-5,299</b>	<b>-6,145</b>	<b>-6,972</b>	<b>-8,001</b>	<b>资产总计</b>	<b>58,833</b>	<b>66,430</b>	<b>74,063</b>	<b>78,711</b>	<b>86,380</b>	<b>95,199</b>	
%销售收入	6.4%	6.4%	7.2%	7.3%	7.2%	7.1%	短期借款	3,171	4,713	4,856	4,425	4,457	4,107	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,691</b>	<b>3,574</b>	<b>4,477</b>	<b>5,207</b>	<b>5,917</b>	<b>6,685</b>	应付款项	10,569	12,274	13,831	14,623	16,436	18,702	
%销售收入	6.2%	5.3%	6.0%	6.2%	6.1%	5.9%	其他流动负债	9,302	11,443	14,635	15,436	16,890	18,662	
<b>财务费用</b>	<b>228</b>	<b>292</b>	<b>-634</b>	<b>-505</b>	<b>-537</b>	<b>-518</b>	流动负债	23,042	28,429	33,322	34,484	37,783	41,471	
%销售收入	-0.4%	-0.4%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%	长期贷款	0	100	200	200	200		
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1,611	2,233	2,713	2,314	2,253	2,257	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-44</b>	<b>45</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	负债	24,653	30,763	36,235	36,998	40,236	43,928	
<b>投资收益</b>	<b>-42</b>	<b>-24</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>29,745</b>	<b>29,961</b>	<b>31,841</b>	<b>34,226</b>	<b>37,007</b>	<b>40,334</b>	
%税前利润	n.a	n.a	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	其中：股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	
<b>营业利润</b>	<b>3,703</b>	<b>4,088</b>	<b>4,160</b>	<b>4,738</b>	<b>5,426</b>	<b>6,223</b>	未分配利润	7,443	9,057	10,901	13,289	16,070	19,397	
营业利润率	6.2%	6.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.5%	少数股东权益	4,435	5,707	5,987	7,487	9,137	10,937	
<b>营业外收支</b>	<b>92</b>	<b>88</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>58,833</b>	<b>66,430</b>	<b>74,063</b>	<b>78,711</b>	<b>86,380</b>	<b>95,199</b>	
<b>税前利润</b>	<b>3,795</b>	<b>4,176</b>	<b>4,220</b>	<b>4,798</b>	<b>5,488</b>	<b>6,287</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	6.4%	6.2%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-552</b>	<b>-384</b>	<b>-478</b>	<b>-624</b>	<b>-713</b>	<b>-817</b>	每股收益	0.662	0.751	0.754	0.935	1.092	1.283	
所得税率	14.5%	9.2%	11.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	10.400	10.475	11.133	11.967	12.939	14.102	
<b>净利润</b>	<b>3,243</b>	<b>3,792</b>	<b>3,742</b>	<b>4,174</b>	<b>4,774</b>	<b>5,470</b>	每股经营现金净流	1.572	-1.008	1.109	1.694	1.588	1.969	
少数股东损益	1,349	1,645	1,584	1,500	1,650	1,800	每股股利	0.200	0.150	0.150	0.100	0.120	0.120	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,895</b>	<b>2,148</b>	<b>2,158</b>	<b>2,674</b>	<b>3,124</b>	<b>3,670</b>	<b>回报率</b>							
净利率	3.2%	3.2%	2.9%	3.2%	3.2%	3.3%	净资产收益率	6.37%	7.17%	6.78%	7.81%	8.44%	9.10%	
							总资产收益率	3.22%	3.23%	2.91%	3.40%	3.62%	3.86%	
							投入资本收益率	8.29%	7.86%	9.09%	9.59%	9.94%	10.26%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	10.36%	13.29%	9.49%	13.67%	15.03%	16.37%	
							EBIT增长率	21.12%	-3.19%	25.28%	16.30%	13.64%	12.98%	
							净利润增长率	2.78%	13.35%	0.48%	23.91%	16.85%	17.46%	
							总资产增长率	7.48%	12.91%	11.49%	6.28%	9.74%	10.21%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	53.6	54.5	59.4	59.0	59.0	59.0	
							存货周转天数	66.6	93.8	120.2	120.0	110.0	100.0	
							应付账款周转天数	46.2	56.4	61.4	60.0	58.0	56.0	
							固定资产周转天数	3.7	4.9	5.1	4.8	4.4	4.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-23.19%	-14.83%	-18.62%	-20.82%	-24.64%	-29.68%	
							EBIT利息保障倍数	-16.2	-12.2	7.1	10.3	11.0	12.9	
							资产负债率	41.90%	46.31%	48.92%	47.01%	46.58%	46.14%	

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

来源：聚源数据

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
5	2022-10-30	买入	16.40	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402