

业绩超预期，新华三可比口径营收利润高增

➤ **事件概述：**2023 年 4 月 27 日，公司发布 2023 年一季度报告，整体实现营业收入 165.29 亿元，同比增长 7.74%，归母净利润 4.39 亿元，同比增长 17.92%，扣非归母净利润 3.37 亿元，同比下降 7.19%。子公司新华三集团实现营收 106.42 亿元，同比增长 1.62%，净利润 6.96 亿元，同比增长 5.61%。

➤ 高基数维持增长态势，重点产品市占率领先。

考虑到 22 年一季度互联网厂商因缺芯大规模提前备货，新华三高基数情况下本期维持正增长。参考 21 年互联网库存水位正常时数据，新华三营收 81.95 亿元，净利润 4.95 亿元，23 年分别提升 29.85%、40.53%，增速较高。市场份额方面，公司在多个关键领域取得突破，以技术创新进一步扩大领先优势，夯实公司在数字经济核心赛道的差异化竞争力，2022 年在中国以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机市场，份额排名第二；中国企业网路由器市场份额持续位列第二；中国企业级 WLAN 市场份额连续 14 年蝉联第一；中国 X86 服务器市场份额保持第二，GPU 服务器国内市场份份额排名第二。

➤ 满足市场需求，研发费用相应提升。

2023Q1，除研发费用率略有提升外，公司各项费用率基本持平，销售/管理/研发 / 财务费用率分别为 7.33%/1.41%/8.45%/-0.09%，同比 -0.24/+0.13/+0.97/+0.21pct。新华三计划于今年发布 800G 交换机和 800G 光模块，将支持大带宽、低时延和无损网络的交换机部署和满足 AI 时代网络需求。

➤ 全面布局数智创新，致力拓展国际市场。

子公司新华三加快“云-网-算-存-端”布局和数智创新，把握新一轮技术发展方向。在“AI in ALL”技术战略指引下，公司推出 H3C UniServer R5000 系列 AI 服务器、能全面支持在网计算的 H3C P4 可编程交换机等数字基础设施；产品与解决方案持续在政府/运营商/金融/电力能源/教育/医疗/交通/智能制造等多领域深度应用。公司持续深耕国际市场，着力将海外市场打造为收入增长的“第二曲线”。2 月，新华三在印度尼西亚成功举办 2023 NAVIGATE 领航者国际峰会，发布全新海外战略，助力多国客户打造面向未来的数字化底座。公司进一步加大 IT、智能终端、PC 以及园区、运营商整体解决方案的“出海”力度，并已在亚、欧、非、拉美等地区设立 17 个海外分支机构，海外合作伙伴超过 1500 家，在 37 个国家和地区建立了备件库，服务可覆盖 176 个国家及地区。

➤ **投资建议：**公司积极拥抱 AIGC 新技术、新业态，拓展海外业务规模，看好公司产品实力与技术研发能力，看好公司海外营收第二曲线增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.84/34.71/40.77 亿元，当前市值对应的 PE 倍数为 29x/24x/20x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外业务拓展不及预期；市场竞争加剧；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	74,058	86,333	102,077	118,917
增长率（%）	9.5	16.6	18.2	16.5
归属母公司股东净利润（百万元）	2,158	2,884	3,471	4,077
增长率（%）	0.5	33.6	20.3	17.5
每股收益（元）	0.75	1.01	1.21	1.43
PE	38	29	24	20
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.92 元



分析师 马天诣

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 年年报点评：
领航 ICT 市场，构筑数字经济和 AI 核心底座
-2023/04/03

2. 紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：拟收购新华三 49% 股份，归母净利润有望显著提升-
2023/01/04

3. 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

4. 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

5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74,058	86,333	102,077	118,917
营业成本	58,772	68,424	80,996	94,414
营业税金及附加	294	294	347	404
销售费用	4,251	4,921	5,716	6,540
管理费用	964	1,122	1,327	1,546
研发费用	5,299	6,043	7,043	8,086
EBIT	4,987	6,512	7,710	8,929
财务费用	634	166	98	12
资产减值损失	-695	-772	-893	-1,016
投资收益	21	17	20	24
营业利润	4,160	5,596	6,744	7,931
营业外收支	60	66	69	72
利润总额	4,220	5,661	6,813	8,003
所得税	478	566	681	800
净利润	3,742	5,095	6,132	7,203
归属于母公司净利润	2,158	2,884	3,471	4,077
EBITDA	6,048	7,821	9,098	9,945

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,669	15,822	19,256	23,030
应收账款及票据	13,138	13,901	16,159	18,502
预付款项	972	1,026	1,215	1,416
存货	20,275	21,776	25,347	29,045
其他流动资产	5,659	5,148	5,003	5,324
流动资产合计	50,712	57,673	66,981	77,318
长期股权投资	112	129	150	173
固定资产	1,042	1,097	1,112	1,650
无形资产	3,697	3,933	3,933	3,933
非流动资产合计	23,351	23,487	23,441	23,851
资产合计	74,063	81,159	90,422	101,168
短期借款	4,175	4,885	4,885	4,885
应付账款及票据	13,245	14,247	16,421	18,624
其他流动负债	15,902	14,723	16,145	18,047
流动负债合计	33,322	33,855	37,451	41,556
长期借款	200	1,752	1,752	1,752
其他长期负债	2,713	2,633	2,551	2,453
非流动负债合计	2,913	4,385	4,303	4,204
负债合计	36,235	38,240	41,754	45,760
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	5,987	8,198	10,859	13,985
股东权益合计	37,828	42,920	48,667	55,408
负债和股东权益合计	74,063	81,159	90,422	101,168

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.49	16.58	18.24	16.50
EBIT 增长率	31.96	30.58	18.40	15.81
净利润增长率	0.48	33.64	20.35	17.47
盈利能力 (%)				
毛利率	20.64	20.74	20.65	20.60
净利润率	2.91	3.34	3.40	3.43
总资产收益率 ROA	2.91	3.55	3.84	4.03
净资产收益率 ROE	6.78	8.31	9.18	9.84
偿债能力				
流动比率	1.52	1.70	1.79	1.86
速动比率	0.79	0.94	1.00	1.05
现金比率	0.32	0.47	0.51	0.55
资产负债率 (%)	48.92	47.12	46.18	45.23
经营效率				
应收账款周转天数	64.14	59.00	58.00	57.00
存货周转天数	125.91	120.00	118.00	116.00
总资产周转率	1.05	1.11	1.19	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	1.01	1.21	1.43
每股净资产	11.13	12.14	13.22	14.48
每股经营现金流	1.41	1.91	1.88	2.16
每股股利	0.00	0.13	0.16	0.19
估值分析				
PE	38	29	24	20
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	12.92	9.52	7.80	6.75
股息收益率 (%)	0.00	0.46	0.56	0.66
现金流量表 (百万元)				
净利润	3,742	5,095	6,132	7,203
折旧和摊销	1,061	1,309	1,388	1,016
营运资金变动	-1,598	-2,313	-3,592	-3,604
经营活动现金流	4,019	5,474	5,366	6,188
资本开支	-482	-1,025	-851	-846
投资	438	-2	0	0
投资活动现金流	38	-1,011	-537	-846
股权募资	65	0	0	0
债务募资	-1,075	1,600	0	0
筹资活动现金流	-2,109	690	-1,395	-1,568
现金净流量	1,993	5,153	3,434	3,774

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受到任何形式的补偿。

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。	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