

2023年08月25日

# 紫光股份 (000938.SZ)

## 算力产品矩阵成型，静待股权收购落地

### 投资要点

- ◆ **事件：**2023年8月25日，公司发布2023年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入360.45亿元，较上年同期增长4.78%；实现归属于上市公司股东的净利润10.22亿元，较上年同期增长6.53%。
- ◆ **盈利能力持续提升，研发资源投入不断加大。**报告期内，2023年上半年，公司实现营业收入360.45亿元，同比增长4.78%，其中ICT基础设施及服务业务实现收入248.08亿元，同比增长12.11%，占营业收入比重达到68.82%，占比持续提升。公司实现归属于上市公司股东的净利润10.22亿元，同比增长6.53%。公司持续加大产品和解决方案研发力度，2023年上半年，研发投入27.74亿元，同比增长14.47%。控股子公司新华三2023年上半年实现营业收入249.91亿元，同比增长4.87%；实现净利润18.23亿元，同比增长2.62%。新华三国内企业业务稳步推进，营业收入达到186.61亿元。国内运营商业务规模快速增长，营业收入达到52.36亿元，同比增长30.79%。国际业务整体销售规模持续扩大，营业收入达到10.94亿元，同比增长20.94%；H3C品牌产品及服务收入为6.05亿元，同比增长69.83%，其中自主渠道收入达到2.58亿元，同比增长125.31%。
- ◆ **抢占AIGC高地，推出多款算力基础设施产品。**交换机方面，新华三推出全球首款单芯片51.2T 800G CPO硅光交换机，适用于AIGC集群或数据中心高性能核心交换等业务场景，支持64个800G端口，单集群吞吐量提升8倍，单位时间内GPU运算效率提升25%；并陆续推出了800G标准交换机、DDC交换机、新一代智算AI核心交换机等多款全新一代数据中心交换机产品。服务器方面，公司面向AI全场景，发布专为大模型训练的智能算力旗舰H3C UniServer R5500 G6，以及适用于大规模推理/训练场景的多元算力引擎H3C UniServer R5300 G6等，形成布局完善的智慧计算产品矩阵，公司推出了全新一代智算解决方案，包括支持异构计算资源统一管理、多元算力资源智能调度的傲飞算力平台，以及计算、存储、网络、能耗管理等关键部件。同时，顺应数据中心建设更加绿色、低碳、高效、智能的发展趋势，公司发布了“ALL in GREEN”战略，推出全栈液冷解决方案，实现了交换机、服务器、微模块等不同产品的改造。
- ◆ **深化行业场景应用，聚焦企业及运营商市场持续赋能。**新华三依托全面的产品线和丰富的产品类型，持续面向各类场景推出数字化解决方案。在企业数字化转型方面，数字政府领域陆续中标成都高新区城运平台、萧山城市大脑、咸阳“智慧高新”等智慧城市类项目，数字金融领域，连续大份额中标多个头部银行客户商用和国产化项目；在运营商业务方面，新华三持续大份额中标2023年中国电信STN集中采购项目、2023年中国电信汇聚交换机和数据中心交换机集中采购项目，为运营商打造了多个智算中心全国标杆项目，实现集群路由器在中国电信骨干网络建设中的首次突破。在5G方面，新华三5G小站在中国移动超过8个省份实现规模落地，落地进度处于领先地位，并且完成了中国电信在多省的现网试点，取得良好效果。

## 公司快报

计算机 | 通用计算机设备III

 投资评级 **增持-B(维持)**

股价(2023-08-24) 25.59元

### 交易数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 总市值 (百万元)  | 73,189.44   |
| 流通市值 (百万元) | 73,189.44   |
| 总股本 (百万股)  | 2,860.08    |
| 流通股本 (百万股) | 2,860.08    |
| 12个月价格区间   | 35.40/15.46 |

### 一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -3.79 | -1.82 | 52.21 |
| 绝对收益 | -6.37 | -6.67 | 41.69 |

### 分析师

李宏涛

 SAC 执业证书编号: S0910523030003  
 lihongtao1@huajinsec.cn

### 相关报告

紫光股份：拟定增不超120亿收购新华三股权，增厚业绩提升估值-紫光股份快报点评  
 2023.5.27

紫光股份：需求+技术+治理三频共振，数字基座龙头曙光在前-紫光股份年报点评  
 2023.4.3



- ◆ **与惠普延续战略伙伴关系，重塑国际市场。**2016年，新华三集团成立，紫光与HPE分别持有新华三51%和49%的股权。新华三成为HPE品牌服务器、存储及相关技术服务在中国的独家提供商。2023年1月，紫光股份宣布，公司通过全资子公司紫光国际信息技术有限公司继续收购新华三49%的股权，将实现对新华三100%持股。近期，公司与惠普签署新的战略销售协议，根据双方新的合作协议，在中国市场，H3C将继续作为HPE品牌服务器、存储产品及技术服务的独家提供者，为客户提供相关产品及服务；在国际市场，H3C将在全球范围经营和全面销售H3C品牌的产品，同时HPE将继续在全球市场上与H3C保持现有的OEM合作关系。目前，新华三着力将海外市场打造成为公司收入增长的“第二曲线”，已在马来西亚、印度尼西亚、泰国、日本、西班牙、新加坡、南非、墨西哥等70多个国家取得项目突破并成功落地交付，新的战略销售协议的签署，将加速公司第二增长曲线。
- ◆ **投资建议：**我们认为公司将直接受益数字经济及算力爆发带来的市场增量，将长期保持较高成长性。维持盈利预测，预测公司2023-2025年收入851.66/962.38/1058.62亿元，同比增长15.0%/13.0%/10.0%，公司归母净利润分别为25.89/32.16/38.44亿元，同比增长20.0%/24.2%/19.5%，对应EPS0.91/1.12/1.34元，当前市值对应PE约为28.3/22.8/19.0（假设2024年新华三100%业绩并表，公司2023-2025年归母净利润预计约为25.89/50.29/56.57亿元，PE28.3/14.5/12.9）；维持“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；市场竞争持续加剧；应收账款回收不及时。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 67,638 | 74,058 | 85,166 | 96,238 | 105,862 |
| YoY(%)    | 13.3   | 9.5    | 15.0   | 13.0   | 10.0    |
| 净利润(百万元)  | 2,148  | 2,158  | 2,589  | 3,216  | 3,844   |
| YoY(%)    | 13.4   | 0.5    | 20.0   | 24.2   | 19.5    |
| 毛利率(%)    | 19.5   | 20.6   | 21.5   | 21.7   | 22.3    |
| EPS(摊薄/元) | 0.75   | 0.75   | 0.91   | 1.12   | 1.34    |
| ROE(%)    | 10.6   | 9.9    | 10.5   | 11.7   | 12.4    |
| P/E(倍)    | 34.1   | 33.9   | 28.3   | 22.8   | 19.0    |
| P/B(倍)    | 2.4    | 2.3    | 2.1    | 2.0    | 1.8     |
| 净利率(%)    | 3.2    | 2.9    | 3.0    | 3.3    | 3.6     |

数据来源：聚源、华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

| 资产负债表(百万元)        |              |              |              |               | 利润表(百万元)      |               |              |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度              | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E         | 2025E         | 会计年度          | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 流动资产              | 43579        | 50712        | 68421        | 77966         | 84543         | 营业收入          | 67638        | 74058        | 85166        | 96238        | 105862       |
| 现金                | 8960         | 10669        | 23192        | 28362         | 31300         | 营业成本          | 54433        | 58772        | 66898        | 75354        | 82255        |
| 应收票据及应收账款         | 11148        | 13138        | 14791        | 16768         | 17947         | 营业税金及附加       | 253          | 294          | 326          | 361          | 405          |
| 预付账款              | 839          | 972          | 1111         | 1243          | 1346          | 营业费用          | 4114         | 4251         | 5030         | 5620         | 6238         |
| 存货                | 18424        | 20275        | 23774        | 25843         | 28318         | 管理费用          | 926          | 964          | 1139         | 1270         | 1410         |
| 其他流动资产            | 4208         | 5659         | 5552         | 5750          | 5632          | 研发费用          | 4338         | 5299         | 5806         | 6448         | 7168         |
| <b>非流动资产</b>      | <b>22852</b> | <b>23351</b> | <b>23156</b> | <b>23314</b>  | <b>23465</b>  | 财务费用          | -292         | 634          | 179          | -41          | -138         |
| 长期投资              | 134          | 112          | 89           | 64            | 39            | 资产减值损失        | -703         | -846         | -822         | -987         | -1104        |
| 固定资产              | 912          | 1042         | 1244         | 1366          | 1375          | 公允价值变动收益      | 45           | 27           | 45           | 18           | 34           |
| 无形资产              | 3953         | 3697         | 3599         | 3694          | 3784          | 投资净收益         | -24          | 21           | -9           | -14          | -7           |
| 其他非流动资产           | 17852        | 18500        | 18224        | 18190         | 18268         | <b>营业利润</b>   | 4088         | 4160         | 5003         | 6243         | 7447         |
| <b>资产总计</b>       | <b>66430</b> | <b>74063</b> | <b>91577</b> | <b>101280</b> | <b>108008</b> | 营业外收入         | 93           | 69           | 92           | 88           | 86           |
| <b>流动负债</b>       | <b>28429</b> | <b>33322</b> | <b>34037</b> | <b>38457</b>  | <b>38750</b>  | 营业外支出         | 5            | 10           | 9            | 8            | 8            |
| 短期借款              | 4290         | 4175         | 4175         | 4175          | 4175          | <b>利润总额</b>   | 4176         | 4220         | 5085         | 6324         | 7525         |
| 应付票据及应付账款         | 11818        | 13245        | 15284        | 16851         | 18226         | 所得税           | 384          | 478          | 635          | 752          | 845          |
| 其他流动负债            | 12321        | 15902        | 14578        | 17430         | 16348         | <b>税后利润</b>   | 3792         | 3742         | 4450         | 5572         | 6680         |
| <b>非流动负债</b>      | <b>2333</b>  | <b>2913</b>  | <b>2871</b>  | <b>2832</b>   | <b>2792</b>   | 少数股东损益        | 1645         | 1584         | 1862         | 2356         | 2836         |
| 长期借款              | 100          | 200          | 158          | 119           | 80            | 归属母公司净利润      | 2148         | 2158         | 2589         | 3216         | 3844         |
| 其他非流动负债           | 2233         | 2713         | 2713         | 2713          | 2713          | EBITDA        | 4897         | 4860         | 5403         | 6345         | 7532         |
| <b>负债合计</b>       | <b>30763</b> | <b>36235</b> | <b>36908</b> | <b>41289</b>  | <b>41542</b>  |               |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 5707         | 5987         | 7848         | 10204         | 13040         |               |              |              |              |              |              |
| 股本                | 2860         | 2860         | 2860         | 2860          | 2860          |               |              |              |              |              |              |
| 资本公积              | 17834        | 17834        | 17834        | 17834         | 17834         |               |              |              |              |              |              |
| 留存收益              | 9276         | 11148        | 15097        | 20116         | 26220         |               |              |              |              |              |              |
| 归属母公司股东权益         | 29961        | 31841        | 46821        | 49787         | 53426         |               |              |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>66430</b> | <b>74063</b> | <b>91577</b> | <b>101280</b> | <b>108008</b> |               |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |              |              |              |               |               |               |              |              |              |              |              |
| 会计年度              | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E         | 2025E         |               |              |              |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>-2180</b> | <b>4019</b>  | <b>1329</b>  | <b>6108</b>   | <b>3814</b>   | <b>主要财务比率</b> | <b>2021A</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 净利润               | 3792         | 3742         | 4450         | 5572          | 6680          | <b>成长能力</b>   |              |              |              |              |              |
| 折旧摊销              | 723          | 694          | 567          | 538           | 645           | 营业收入(%)       | 13.3         | 9.5          | 15.0         | 13.0         | 10.0         |
| 财务费用              | -292         | 634          | 179          | -41           | -138          | 营业利润(%)       | 10.4         | 1.8          | 20.2         | 24.8         | 19.3         |
| 投资损失              | 24           | -21          | 9            | 14            | 7             | 归属于母公司净利润(%)  | 13.4         | 0.5          | 20.0         | 24.2         | 19.5         |
| 营运资金变动            | -8170        | -1883        | -3831        | 45            | -3347         | <b>获利能力</b>   |              |              |              |              |              |
| 其他经营现金流           | 1743         | 853          | -45          | -18           | -34           | 毛利率(%)        | 19.5         | 20.6         | 21.5         | 21.7         | 22.3         |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>1776</b>  | <b>38</b>    | <b>-336</b>  | <b>-690</b>   | <b>-769</b>   | 净利率(%)        | 3.2          | 2.9          | 3.0          | 3.3          | 3.6          |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>133</b>   | <b>-2109</b> | <b>-861</b>  | <b>-248</b>   | <b>-107</b>   | ROE(%)        | 10.6         | 9.9          | 10.5         | 11.7         | 12.4         |
| <b>每股指标(元)</b>    |              |              |              |               |               |               |              |              |              |              |              |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.75         | 0.75         | 0.91         | 1.12          | 1.34          | ROIC(%)       | 10.7         | 9.7          | 10.6         | 11.9         | 13.1         |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | -0.76        | 1.41         | 0.46         | 2.14          | 1.33          | <b>偿债能力</b>   |              |              |              |              |              |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 10.48        | 11.13        | 12.04        | 13.08         | 14.35         | 资产负债率(%)      | 46.3         | 48.9         | 40.3         | 40.8         | 38.5         |
|                   |              |              |              |               |               | 流动比率          | 1.5          | 1.5          | 2.0          | 2.0          | 2.2          |
|                   |              |              |              |               |               | 速动比率          | 0.8          | 0.8          | 1.2          | 1.2          | 1.3          |
|                   |              |              |              |               |               | <b>营运能力</b>   |              |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |               |               | 总资产周转率        | 1.1          | 1.1          | 1.0          | 1.0          | 1.0          |
|                   |              |              |              |               |               | 应收账款周转率       | 6.7          | 6.1          | 6.1          | 6.1          | 6.1          |
|                   |              |              |              |               |               | 应付账款周转率       | 4.9          | 4.7          | 4.7          | 4.7          | 4.7          |
|                   |              |              |              |               |               | <b>估值比率</b>   |              |              |              |              |              |
|                   |              |              |              |               |               | P/E           | 34.1         | 33.9         | 28.3         | 22.8         | 19.0         |
|                   |              |              |              |               |               | P/B           | 2.4          | 2.3          | 2.1          | 2.0          | 1.8          |
|                   |              |              |              |               |               | EV/EBITDA     | 15.2         | 15.1         | 11.5         | 9.3          | 7.8          |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

**办公地址：**

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)