

➤ **事件概述：**2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度报告，整体实现营业收入 360.45 亿元，同比增长 4.78%，归母净利润 10.22 亿元，同比增长 6.53%，扣非净利润 8.45 亿元，同比下降 3.43%。2023Q2 公司实现营业收入 195.17 亿元，同比增长 2.39%，同期实现归母净利润 5.83 亿元，同比减少 0.69%，实现扣非净利润 5.08 亿元，同比减少 0.76%。

➤ **ICT 基础设施及服务业务稳定增长。**23H1 公司 ICT 基础设施及服务实现 248.1 亿元，同比增长 12.11%，在整体营收中占比 68.82%，毛利率 25.44%；IT 产品分销与供应链服务实现 128.1 亿元，同比下降 10.96%，在整体营收中占比 35.55%，毛利率 7.46%。公司在 ICT 全产业链布局，具备自身渠道和技术优势，ICT 基础设施与服务业保持稳定增长。

➤ **布局新技术方向，全面拥抱 AI 时代。**23H1 研发投入 27.74 亿元，同比增长 14.47%，其中 23Q2 公司研发费率为 7.1%，相比 22Q2 同期增加 +0.7pct，为期间费率中增长较快一项，面对 AIGC 技术和产业的快速发展，公司持续加大产品和解决方案研发力度。公司不断深化“云智原生”技术战略，聚焦技术和产品领先性和前瞻性，持续构建覆盖“云-网-算-存-端”全栈业务布局；面向数字化变革和 AIGC 技术带来的机遇，公司正式推出“AIGC 开放战略”，发布了“百业灵犀 LinSeer”私域大模型；依托全栈 ICT 基础设施、私域大模型及大模型使能平台，打造 MaaS（模型即服务）整体架构。公司陆续推出一系列重磅产品与解决方案，为 AIGC 全面应用构筑坚实的云智原生数字平台。

➤ **子公司新华三国内运营商增速拉动，国际业务 H3C/自主渠道收入增速较快。**子公司新华三 23H1 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，其中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%。新华三运营商业务全面快速发展，持续深化与运营商的战略合作，在不断巩固 ICT 设备市场份额的基础上，积极助力运营商智算中心建设、新型网络革新以及新业务的快速拓展。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%。新华三持续深耕海外市场，着力将海外市场打造成为公司收入增长的“第二曲线”。

➤ **投资建议：**公司积极拥抱 AIGC 新技术、新业态，看好子公司海外第二增长曲线。我们预计 23-25 年公司归母净利润 28/35.35/42.77 亿元，同比增长 29.7%/26.3%/21.0%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 25/20/16 倍，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)	74058	86333	102077	118917
增长率 (%)	9.5	16.6	18.2	16.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2158	2800	3535	4277
增长率 (%)	0.5	29.7	26.3	21.0
每股收益 (元)	0.75	0.98	1.24	1.50
PE	32	25	20	16
PB	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

**推荐**

维持评级

当前价格：

24.42 元



**分析师 马天诣**

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

**分析师 杨东渝**

执业证书：S0100523080001

邮箱：yangdongyu@mszq.com

### 相关研究

1. 紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：收购新华三靴子落地，算力网络龙头有望增厚业绩-2023/05/28

2. 紫光股份 (000938.SZ) 2023 年一季报点评：业绩超预期，新华三可比口径营收利润高增-2023/05/05

3. 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

4. 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

5. 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

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>74058</b>	<b>86333</b>	<b>102077</b>	<b>118917</b>
营业成本	58772	68603	80885	94040
营业税金及附加	294	294	347	404
销售费用	4251	4921	5716	6540
管理费用	964	1122	1327	1546
研发费用	5299	6043	7043	8086
EBIT	4987	6333	7821	9303
财务费用	634	202	139	52
资产减值损失	-695	-722	-837	-956
投资收益	21	17	20	24
<b>营业利润</b>	<b>4160</b>	<b>5431</b>	<b>6871</b>	<b>8325</b>
营业外收支	60	66	69	72
<b>利润总额</b>	<b>4220</b>	<b>5496</b>	<b>6940</b>	<b>8397</b>
所得税	478	550	694	840
<b>净利润</b>	<b>3742</b>	<b>4947</b>	<b>6246</b>	<b>7557</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2158</b>	<b>2800</b>	<b>3535</b>	<b>4277</b>
EBITDA	6048	7510	9159	10883

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10669	17190	20650	25279
应收账款及票据	13138	13901	16159	18502
预付款项	972	1029	1213	1411
存货	20275	21833	25312	28930
其他流动资产	5659	4983	4910	5230
<b>流动资产合计</b>	<b>50712</b>	<b>58935</b>	<b>68244</b>	<b>79352</b>
长期股权投资	112	129	150	173
固定资产	1042	1140	1185	1216
无形资产	3697	3925	3914	3908
<b>非流动资产合计</b>	<b>23351</b>	<b>23651</b>	<b>23625</b>	<b>23521</b>
<b>资产合计</b>	<b>74063</b>	<b>82586</b>	<b>91869</b>	<b>102873</b>
短期借款	4175	5519	5519	5519
应付账款及票据	13245	14284	16399	18550
其他流动负债	15902	14894	16271	18135
<b>流动负债合计</b>	<b>33322</b>	<b>34697</b>	<b>38189</b>	<b>42205</b>
长期借款	200	2352	2352	2352
其他长期负债	2713	2761	2679	2580
<b>非流动负债合计</b>	<b>2913</b>	<b>5113</b>	<b>5031</b>	<b>4932</b>
<b>负债合计</b>	<b>36235</b>	<b>39810</b>	<b>43220</b>	<b>47137</b>
股本	2860	2860	2860	2860
少数股东权益	5987	8133	10844	14124
<b>股东权益合计</b>	<b>37828</b>	<b>42776</b>	<b>48649</b>	<b>55736</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>74063</b>	<b>82586</b>	<b>91869</b>	<b>102873</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.49	16.58	18.24	16.50
EBIT 增长率	31.96	26.99	23.50	18.95
净利润增长率	0.48	29.74	26.27	20.99
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.64	20.54	20.76	20.92
净利润率	2.91	3.24	3.46	3.60
总资产收益率 ROA	2.91	3.39	3.85	4.16
净资产收益率 ROE	6.78	8.08	9.35	10.28
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.52	1.70	1.79	1.88
速动比率	0.79	0.95	1.02	1.09
现金比率	0.32	0.50	0.54	0.60
资产负债率 (%)	48.92	48.20	47.04	45.82
<b>经营效率</b>				
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	1.10	1.17	1.22
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.75	0.98	1.24	1.50
每股净资产	11.13	12.11	13.22	14.55
每股经营现金流	1.41	1.85	1.90	2.49
每股股利	0.00	0.13	0.16	0.20
<b>估值分析</b>				
PE	32	25	20	16
PB	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.08	8.93	7.32	6.16
股息收益率 (%)	0.00	0.53	0.67	0.82
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>净利润</b>	3742	4947	6246	7557
折旧和摊销	1061	1177	1338	1581
营运资金变动	-1598	-2073	-3599	-3605
<b>经营活动现金流</b>	<b>4019</b>	<b>5304</b>	<b>5440</b>	<b>7120</b>
资本开支	-482	-875	-766	-841
投资	438	26	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>38</b>	<b>-758</b>	<b>-523</b>	<b>-841</b>
股权募资	65	0	0	0
债务募资	-1075	2866	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2109</b>	<b>1974</b>	<b>-1457</b>	<b>-1650</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1993</b>	<b>6521</b>	<b>3460</b>	<b>4629</b>

## 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