

紫光股份 (000938. SZ)

2023年上半年归母净利润同比增长 7%，持续受益 AI 发展

买入

核心观点

公司 2023 年上半年收入利润实现稳健增长。公司 2023 年上半年营收 360.5 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润为 10.2 亿元，同比增长 6.5%；扣非净利润为 49.1 亿元，同比增长 31.8%。其中，二季度实现营收 195.2 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润为 5.8 亿元，同比减少 0.7%。

AI 相关产品收入同比增长 200%，运营商业务规模快速扩大。报告期内，子公司新华三实现营收 249.9 亿元，同比增长 4.9%；净利润 18.2 亿元，同比增长 2.6%。在 AIGC 驱动下，AI 服务器需求井喷，公司基于英伟达 GPU 的 AI 服务器市占率已超一半，上半年公司 AI 服务器收入 39.3 亿元，同比增长 200%。400G 交换机产品上半年收入突破 2 亿元，订单增速超过 50%。受益运营商加大算网投入，运营商业务同比增长 30.8%，占新华三收入比重达 21%。

加大 AI 投入，研发费用快速增长；服务器占比增高致整体毛利率小幅调整。成本端，公司综合毛利率 20.3%，同比减少 1.3pct。上半年公司服务器收入快速增长，服务器产品毛利率较低致主营 ICT 设备毛利率小幅下滑。费用端，管理费用率为 1.3%，销售费用率 6.5%，同比均保持基本持平。公司持续加大 AI 等新技术投入，报告期内公司推出了全球首款 CPO 800G 交换机、发布支持千亿参数级私域大模型，研发费用同比增长 14.5%。

公司坚持 AI in ALL 智能战略 3 年之久，IT 设备核心竞争力强。IDC 显示示，交换机、服务器、路由器等核心 ICT 设备持续保持市场排名第二的竞争力。今年公司 AI 服务器收入有望超 100 亿元，AI 订单需求大增，产品仍然呈现供不应求状态。网络侧，公司基于 RoCE 的无损数据中心解决方案已逐步落地，以太网交换机或仍然成为网络传输主流协议，目前市场格局稳定，公司以太网交换机及相关云、网、端产品有望受益以太网在 AI 应用发展。

拟对新华三实现全资控股，与惠普达成 10 年战略合作，海外业务成为公司“第二增长曲线”。公司今年初公告拟收购惠普拥有新华三的 49% 股份，并签署长达 10 年战略协议，公司在国内继续代理惠普 HPE 品牌，在国际市场公司将全面通过 H3C 品牌销售产品，同时 HPE 与 H3C 继续保持 OEM 合作关系。

风险提示：AI 发展不及预期；产业数字化需求趋缓；算网部署不及预期。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 25/30/35 亿元，当前股价对应 PE 为 29/23/20 倍；假设对新华三完成全资控股，备考净利润为 45/55/63 亿元，对应 PE 为 18/15/13X，长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,638	74,058	84,148	95,796	106,400
(+/-%)	13.3%	9.5%	13.6%	13.8%	11.1%
净利润(百万元)	2148	2158	2452	2979	3532
(+/-%)	13.4%	0.5%	13.6%	21.5%	18.6%
每股收益(元)	0.75	0.75	0.86	1.04	1.24
EBIT Margin	5.3%	6.0%	5.5%	5.7%	6.2%
净资产收益率(ROE)	7.2%	6.8%	7.6%	9.0%	10.4%
市盈率(PE)	32.5	32.4	28.5	23.4	19.8
EV/EBITDA	24.4	20.9	17.4	14.9	12.8
市净率(PB)	2.33	2.19	2.15	2.10	2.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

通信 · 通信设备

证券分析师：马成龙	联系人：袁文翀
021-60933150	021-60375411
machenglong@guosen.com.cn	yuanwenchong@guosen.com.cn
S080518100002	

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.42 元
总市值/流通市值	69843/69843 百万元
52 周最高价/最低价	38.78/15.12 元
近 3 个月日均成交额	1588.66 百万元

市场走势



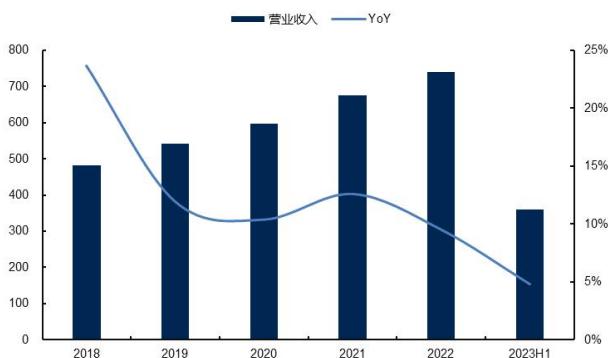
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《紫光股份 (000938.SZ) -收购新华三 49%股份事项顺利推进，进入加速成长期》——2023-05-31
- 《紫光股份 (000938.SZ) -营收整体保持稳健增长，ICT 基础设施占比持续提升》——2023-03-31
- 《紫光股份 (000938.SZ) -拟收购新华三 49%股权，大幅提升公司盈利能力》——2023-01-04
- 《紫光股份 (000938.SZ) -多产品市占率保持领先，持续夯实一体化解决方案能力》——2022-10-30
- 《紫光股份 (000938.SZ) -国内外业务同步推进，开启 ICT 服务新模式》——2022-08-21

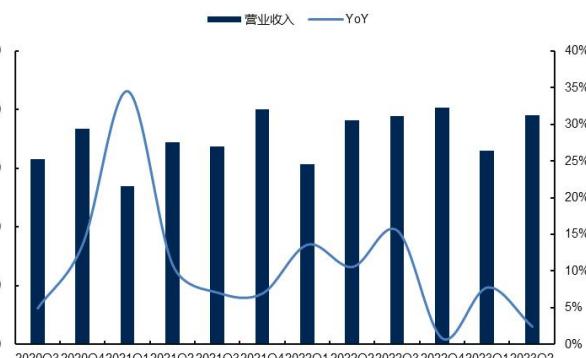
公司 2023 年上半年收入增长放缓，归母净利润同比增长 6.5%。公司 2023 年上半年营收 360.5 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润为 10.2 亿元，同比增长 6.5%；扣非净利润为 49.1 亿元，同比增长 31.8%。其中，二季度实现营收 195.2 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润为 5.8 亿元，同比减少 0.7%。

图1：紫光股份营收及增速（单位：亿元、%）



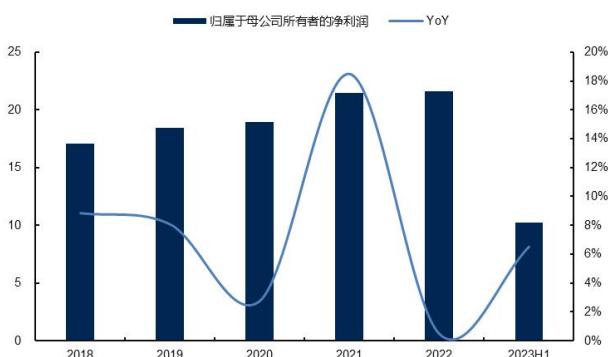
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：紫光股份单季营收及增速（单位：亿元、%）



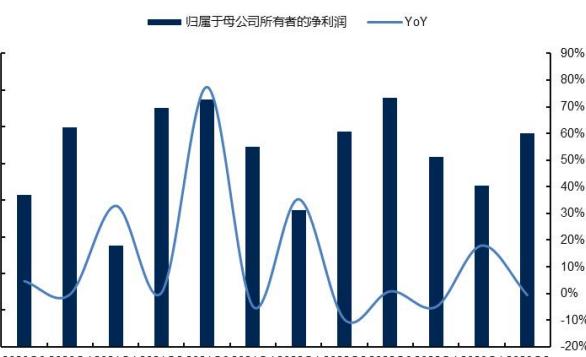
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：紫光股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：紫光股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

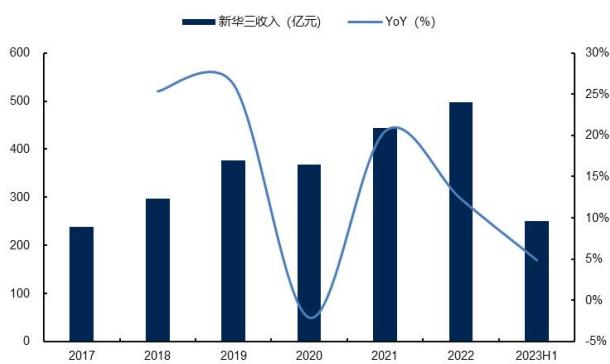


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新华三年实现营收 249.9 亿元，同比增长 4.9%；净利润 18.2 亿元，同比增长 2.6%。其中，AI 相关产品收入同比增长 200%，运营商业务规模快速扩大。在 AIGC 驱动下，AI 服务器需求井喷，公司基于英伟达 GPU 的 AI 服务器市占率已超一半，上半年 AI 服务器收入 39.3 亿元，同比增长 200%。400G 交换机产品今年上半年收入突破 2 亿元，订单增速超过 50%。受益运营商加大算网投入，运营商业务同比增长 30.8%，占新华三收入比重达 21%。

图5：新华三收入及增速（单位：亿元、%）

图6：新华三归母净利润及增速（单位：亿元、%）



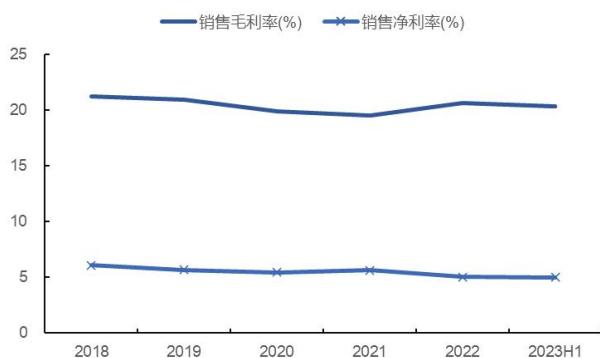
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

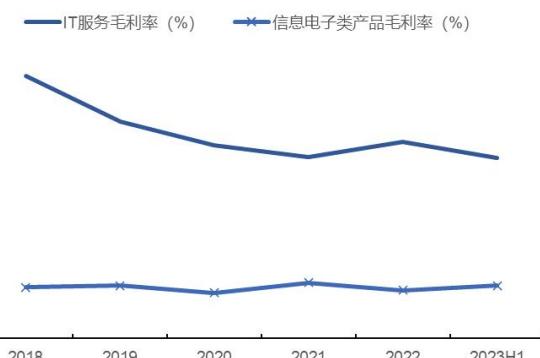
加大 AI 投入，研发费用快速增长；服务器占比增高致公司毛利率小幅调整。成本端，公司综合毛利率 20.3%，同比减少 1.3pct。上半年公司服务器收入快速增长，服务器产品毛利率较低致主营 ICT 设备毛利率小幅下滑。费用端，管理费用率为 1.3%，销售费用率 6.5%，同比基本持平。公司持续加大 AI 等新技术投入，报告期内公司推出了全球首款 CPO 800G、发布支持千亿参数级私域大模型，研发费用同比增长 14.5%。

图7: 紫光股份综合毛利率和净利率 (单位: %)



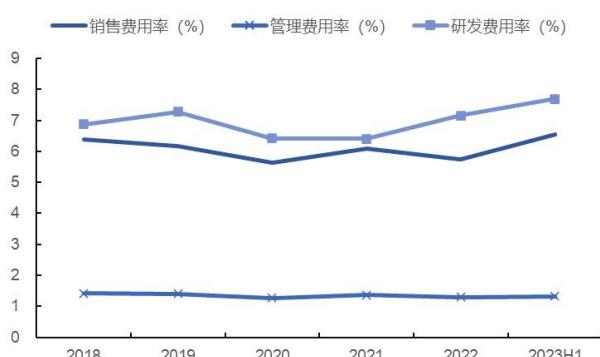
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 紫光股份分产品毛利率 (单位: %)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 紫光股份研发、管理、销售费用率 (单位: %)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：新华三首发 800G CPO 交换机



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：新华三发布私域大模型



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司坚持 AI in ALL 智能战略 3 年之久，IT 设备核心竞争力强。IDC 数据显示交换机、服务器、路由器等核心 ICT 设备持续保持市场排名第二的竞争力。今年 AI 服务器收入有望超 100 亿元，同时订单需求规模较大，产品仍然呈现供不应求装填。网络侧，公司基于 RoCE 的无损数据中心解决方案已逐步落地，以太网交换机或仍然成为网络传输主流协议，目前市场格局稳定，公司以太网交换机及相关云、网、端产品有望受益以太网在 AI 应用发展。

拟对新华三实现全资控股，与惠普达成 10 年战略合作，海外业务成为公司“第二增长曲线”。公司今年初公告拟收购惠普拥有新华三的 49% 股份，并签署长达 10 年战略协议，公司在国内继续代理惠普 HPE 品牌，在国际市场公司将全面通过 H3C 品牌销售产品，同时 HPE 与 H3C 继续保持 OEM 合作关系。

表1：公司核心产品市占率情况

产品	市占率	排名
以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机	33.8%、35.3%、31.0%	第二
企业网路由器	31.8%	第二
企业级 WLAN	28.0%	第一
X86 服务器	18.0%	第二
刀片服务器	54.8%	第一
存储	12.5%	第二
超融合市场	23.5%	第一

资料来源：IDC，公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 25/30/35 亿元，当前股价对应 PE 为 29/23/20 倍；假设对新华三完成全资控股，备考净利润为 45/55/63 亿元，对应 PE 为 18/15/13X，长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力，维持“买入”评级。

表2：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 8 月 25 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2022A	EPS 2023E	EPS 2024E	PE 2022A	PE 2023E	PE 2024E	PEG 2023E
000938.SZ	紫光股份	买入	24.4	698.4	0.6	0.9	1.2	32.4	26.0	21.2	1.1
000063.SZ	中兴通讯	买入	33.7	1612.4	1.3	2.1	2.4	20.0	16.0	13.8	0.8
301165.SZ	锐捷网络	增持	41.3	234.9	1.0	1.3	1.8	42.7	30.9	23.1	0.9
000977.SZ	浪潮信息	-	37.4	551.2	1.2	1.7	2.1	26.5	22.6	17.9	1.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中兴通讯、锐捷网络、浪潮信息估值取自 Wind 一致预期

风险提示：AI 发展不及预期；产业数字化需求趋缓；算网部署不及预期。

财务预测与估值

尾页报表输出

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8960	10669	11769	12121	13067	营业收入	67638	74058	84148	95796	106400
应收款项	11355	13543	2141	2438	2708	营业成本	54433	58772	66982	75966	84056
存货净额	18424	20275	15993	18131	20057	营业税金及附加	253	294	337	383	426
其他流动资产	2818	4333	499	568	630	销售费用	4114	4251	5049	5700	6224
流动资产合计	43579	50712	32294	35151	38355	管理费用	926	964	1116	1250	1371
固定资产	1101	1192	1624	2017	2272	研发费用	4338	5299	6059	6993	7767
无形资产及其他	3880	3697	3649	3601	3553	财务费用	(292)	634	(155)	(282)	(305)
投资性房地产	17736	18350	18350	18350	18350	投资收益	(24)	21	3	3	3
长期股权投资	134	112	106	101	95	资产减值及公允价值变动	632	722	(3)	(3)	(3)
资产总计	66430	74063	56023	59219	62625	其他收入	(4723)	(5725)	(6059)	(6993)	(7767)
短期借款及交易性金融负债	4713	4856	500	300	200	营业利润	4088	4160	4762	5786	6861
应付款项	11818	13245	4950	5612	6208	营业外净收支	88	60	2	2	2
其他流动负债	11898	15221	8786	9959	11008	利润总额	4176	4220	4764	5788	6863
流动负债合计	28429	33322	14236	15870	17415	所得税费用	384	478	524	637	755
长期借款及应付债券	100	200	(30)	(30)	(30)	少数股东损益	1645	1584	1788	2172	2575
其他长期负债	2233	2713	2662	2611	2560	归属于母公司净利润	2148	2158	2452	2979	3532
长期负债合计	2333	2913	2632	2581	2530	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	30763	36235	16868	18452	19945	净利润	2148	2158	2452	2979	3532
少数股东权益	5707	5987	6698	7562	8586	资产减值准备	132	144	344	223	208
股东权益	29961	31841	32457	33206	34094	折旧摊销	556	592	370	429	482
						公允价值变动损失	(632)	(722)	3	3	3
						财务费用	(292)	634	(155)	(282)	(305)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3922)	(795)	5080	(498)	(456)
每股收益	0.75	0.75	0.86	1.04	1.24	其它	281	83	367	641	816
每股红利	0.56	0.65	0.64	0.78	0.92	经营活动现金流	(1437)	1459	8616	3777	4585
每股净资产	10.48	11.13	11.35	11.61	11.92	资本开支	0	(1402)	(1100)	(1000)	(900)
ROIC	20%	22%	29%	42%	47%	其它投资现金流	1280	131	0	0	0
ROE	7%	7%	8%	9%	10%	投资活动现金流	1317	(1248)	(1094)	(994)	(894)
毛利率	20%	21%	20%	21%	21%	权益性融资	(18)	65	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	5%	6%	6%	负债净变化	100	100	(230)	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(1608)	(1849)	(1836)	(2231)	(2645)
收入增长	13%	9%	14%	14%	11%	其它融资现金流	3137	4932	(4356)	(200)	(100)
净利润增长率	13%	0%	14%	22%	19%	融资活动现金流	103	1500	(6422)	(2431)	(2745)
资产负债率	55%	57%	42%	44%	46%	现金净变动	(17)	1710	1100	352	946
息率	2.3%	2.6%	2.6%	3.2%	3.8%	货币资金的期初余额	8977	8960	10669	11769	12121
P/E	32.5	32.4	28.5	23.4	19.8	货币资金的期末余额	8960	10669	11769	12121	13067
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	0	2364	8450	3830	4959

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032