

短期业绩承压，持续布局 AI 算力领域

➤ **事件概述：**2023 年 10 月 29 日，公司发布 2023 年三季报，前三季度营收为 552.15 亿元，同比上升 2.46%；归母净利润为 15.41 亿元，同比下降 6.03%；扣非归母净利润为 12.99 亿元，同比下降 12.88%。公司 23Q3 单季实现营收 191.69 亿元，同比下降 1.63%，环比下降 1.78%；归母净利润为 5.19 亿元，同比下降 23.75%，环比下降 11.05%；扣非归母净利润为 4.54 亿元，同比下降 26.30%，环比下降 10.58%。

➤ **业绩短期承压，第二曲线海外业务增速较快。**公司业绩短期承压，我们判断主因中小企业、政企类业务复苏较慢。23 年前三季度，控股子公司新华三实现营收 375.70 亿元，同比增长 2.32%。其中国内运营商业务的收入达到 76.35 亿元，同比增长 20.94%，呈现良好增长态势。23 年前三季度，作为收入增长第二曲线的海外业务营收增长 13.72%，整体销售规模持续扩大；国际业务中 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务增长 84.79%，延续强劲增长动能。截至 9 月底，公司认证的海外合作伙伴已达 1882 家，建立 40 个海外备件中心，服务覆盖 176 个国家和地区。公司首次亮相 GITEX Global 2023，并成功举办 2023 技术峰会 (H3C Tech Summit 2023)，持续深化在中东、非洲等区域影响力，目前交付已覆盖全球 70 多个国家和地区。

➤ **费用率情况控制良好。**23 年前三季度销售毛利率达到 19.90%，同比下降 1.40pct。23Q3 销售毛利率达到 19.11%，同比下降 1.53pct，环比下降 0.63pct；销售净利率达到 4.73%，同比下降 1.50pct，环比下降 0.53pct。前三季度公司销售 / 管理 / 研发费用率分别为 5.74%/1.23%/7.58%，分别同比 -0.46pct/0pct/0.86pct，整体保持稳定。

➤ **全面布局数智创新，加码 AI 算力投入。**面对 AIGC 技术的快速发展，公司实行“AI in ALL”战略的前瞻布局，打造了端到端全面支持 AIGC 的智算解决方案，紫光云推出全栈 AIGC 大模型智算云底座，实现 AI 级 PaaS 使能。公司在计算力、运载力和存储力等方面持续创新，其中 800G CPO 硅光交换机 H3C S9827 系列完成业界首个密度高达 64 个 800G 端口的大规模 800GE 测试。8 月，公司重磅发布全局解耦 NVMe 智能全闪存储、分布式智能融合存储两大系列新品。公司在近期推出新一代智算网络解决方案，聚焦超宽网络、极低时延、端网存一体化、低碳节能四大方向。同时，公司以“AI+场景化解决方案”深度拓展数字政府、智慧矿山、智慧金融、智慧水利、智慧教育等多个行业，持续赋能行业客户的数字化转型和智能化升级。

➤ **投资建议：**考虑下游需求和英伟达禁令对于公司业绩有一定影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.17/29.40/34.83 亿元，当前市值对应的 PE 倍数为 26x/19x/16x。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	77,828	85,007	93,214
增长率 (%)	9.5	5.1	9.2	9.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,158	2,217	2,940	3,483
增长率 (%)	0.5	2.7	32.6	18.5
每股收益 (元)	0.75	0.78	1.03	1.22
PE	26	26	19	16
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
19.97 元

分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

相关研究

- 紫光股份 (000938.SZ) 2023 年半年报点评：业绩稳定增长，新华三运营商和国际业务快速增长-2023/08/27
- 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
- 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
- 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
- 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

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	77,828	85,007	93,214
营业成本	58,772	61,856	67,348	73,464
营业税金及附加	294	265	289	317
销售费用	4,251	4,436	4,760	5,127
管理费用	964	934	1,105	1,212
研发费用	5,299	5,915	5,865	6,339
EBIT	4,987	5,698	6,524	7,543
财务费用	634	728	91	-2
资产减值损失	-695	-703	-752	-803
投资收益	21	16	17	19
营业利润	4,160	4,287	5,702	6,765
营业外收支	60	66	69	72
利润总额	4,220	4,352	5,771	6,838
所得税	478	435	577	684
净利润	3,742	3,917	5,194	6,154
归属于母公司净利润	2,158	2,217	2,940	3,483
EBITDA	6,048	7,007	7,912	8,559

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,669	19,725	23,450	27,471
应收账款及票据	13,138	12,531	13,457	14,503
预付款项	972	928	1,010	1,102
存货	20,275	19,685	21,076	22,600
其他流动资产	5,659	4,879	4,658	4,814
流动资产合计	50,712	57,749	63,651	70,490
长期股权投资	112	128	145	163
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	23,951	23,901	24,306
资产合计	74,063	81,700	87,553	94,796
短期借款	4,175	7,533	7,533	7,533
应付账款及票据	13,245	12,880	13,654	14,491
其他流动负债	15,902	13,468	13,730	14,472
流动负债合计	33,322	33,881	34,917	36,496
长期借款	200	3,455	3,455	3,455
其他长期负债	2,713	2,618	2,537	2,438
非流动负债合计	2,913	6,073	5,991	5,893
负债合计	36,235	39,954	40,908	42,389
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	5,987	7,687	9,941	12,612
股东权益合计	37,828	41,746	46,645	52,407
负债和股东权益合计	74,063	81,700	87,553	94,796

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	5.09	9.22	9.65
EBIT 增长率	31.96	14.26	14.50	15.62
净利润增长率	0.48	2.74	32.61	18.48
盈利能力 (%)				
毛利率	20.64	20.52	20.77	21.19
净利润率	2.91	2.85	3.46	3.74
总资产收益率 ROA	2.91	2.71	3.36	3.67
净资产收益率 ROE	6.78	6.51	8.01	8.75
偿债能力				
流动比率	1.52	1.70	1.82	1.93
速动比率	0.79	1.01	1.11	1.21
现金比率	0.32	0.58	0.67	0.75
资产负债率 (%)	48.92	48.90	46.72	44.72
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	1.00	1.00	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.78	1.03	1.22
每股净资产	11.13	11.91	12.83	13.91
每股经营现金流	1.41	1.82	2.00	2.26
每股股利	0.00	0.10	0.14	0.16
估值分析				
PE	26	26	19	16
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.28	8.01	7.10	6.56
股息收益率 (%)	0.00	0.52	0.69	0.81
现金流量表 (百万元)				
净利润	3,742	3,917	5,194	6,154
折旧和摊销	1,061	1,309	1,388	1,016
营运资金变动	-1,598	-1,099	-2,214	-2,131
经营活动现金流	4,019	5,213	5,729	6,451
资本开支	-482	-1,025	-852	-847
投资	438	38	0	0
投资活动现金流	38	-1,236	-611	-847
股权募资	65	0	0	0
债务募资	-1,075	5,945	0	0
筹资活动现金流	-2,109	5,078	-1,393	-1,584
现金净流量	1,993	9,056	3,725	4,020

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
	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