

# 紫光股份 (000938.SZ)

## 加大海外业务拓展, 部署 AI 行业赋能战略

买入

### 核心观点

2023 年公司实现营收 773.1 亿元, 同比增长 4.4%, 归母净利润为 21.0 亿元, 同比下降 2.54%; 扣非净利润为 16.8 亿元, 同比下降 4.8%。2024 年一季度公司实现营收 170.1 亿元, 同比增长 2.9%; 归母净利润为 4.1 亿元, 同比减少 5.8%。

**ICT 基础设施与服务业务快速增长, 海外业务规模持续扩大。**2023 年公司 ICT 基础设施与服务业务、IT 产品分销与供应链服务和其他业务收入同比分别+10.2%/-9.8%/-23.7%; 占收比分别为 66.6%/37.7%/0.2%。公司聚焦核心 ICT 基础设施与服务业务, 其占收比重持续提升, 对应相关子公司新华三 2023 年实现营收 519.39 亿元, 同比增长 4.27%。其中, 国内企业业务稳步推进, 实现营收 398.68 亿元, 同比增长 1.86%; 国内运营商业业务强劲发展, 营收达到 98.69 亿元, 同比增长 11.75%; 国际业务销售规模持续扩大, 营收达 22.02 亿元, 同比增长 19.70%。2024 年一季度, 新华三营收同比增长 14%, 净利润同比增长 8.3%。

**成本费用管控良好。**行业竞争激烈, 同时销售产品结构小幅变化, 公司 2023 年公司综合毛利率 19.6%, 同比减少 1.3pct。服务器收入占比提升, ICT 基础设施及服务业务毛利率同比下降 2.15pct。随着 AI 相关高价值产品占比提升, 2024 年一季度毛利率有所改善, 同比提升 3.88pct 至 35.63%。费用整体管控良好, 2023 年以及 2024 年一季度, 公司研发费用率及销售费用率同比基本持平, 管理费用率小幅提升, 主要系新华三人员调整增加所致。

**公司构建“云—网—安—算—存—端”全栈业务布局, 提出“AI for ALL”行业赋能战略。**公司围绕 AIGC 私域大模型、多元异构算力平台、高品质网络、云与智能产品、主动安全方案、智能能耗治理、智能运维等方向进行布局, 多项产品市场占有率持续领先, 根据 IDC 数据, 2023 年公司交换机、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。公司也发布了“百业灵犀 LinSeer”私域大模型、大模型使能平台、AI 助手等系列产品, 构建了从数据治理、训练、推理到应用的全链路、端到端解决方案。

**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:** 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 23/27/30 亿元 (前次预测为 30/35/41 亿元), 当前股价对应 PE 为 26/23/20 倍; 假设今年完成对新华三完成全资控股, 备考净利润为 46/52/59 亿元, 对应 PE 为 13/12/10X, 看好公司受益 AI 行业发展, 维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74,058	77,308	83,852	91,855	100,814
(+/-%)	9.5%	4.4%	8.5%	9.5%	9.8%
净利润(百万元)	2158	2103	2330	2678	3042
(+/-%)	0.5%	-2.5%	10.8%	14.9%	13.6%
每股收益(元)	0.75	0.74	0.81	0.94	1.06
EBIT Margin	6.0%	4.6%	5.3%	5.4%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	6.2%	6.7%	7.6%	8.5%
市盈率 (PE)	27.9	28.6	25.8	22.5	19.8
EV/EBITDA	19.0	26.1	17.4	15.7	13.7
市净率 (PB)	1.89	1.77	1.74	1.71	1.67

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

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师: 袁文种

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.95 元
总市值/流通市值	59919/59919 百万元
52 周最高价/最低价	38.78/14.22 元
近 3 个月日均成交额	2267.27 百万元

#### 市场走势



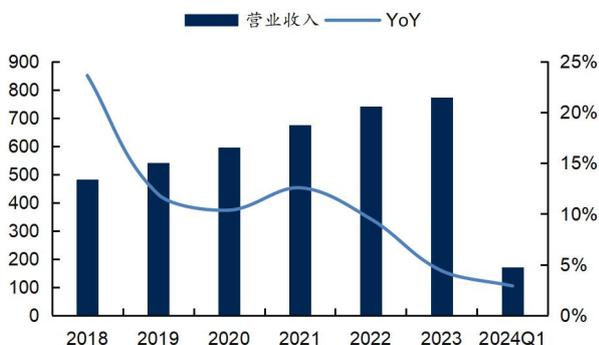
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《紫光股份 (000938.SZ) -2023 年上半年归母净利润同比增长 7%, 持续受益 AI 发展》——2023-08-28
- 《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, 大幅提升公司盈利水平》——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

**公司营收稳健增长。**2023 年公司实现营收 773.1 亿元，同比增长 4.4%，归母净利润为 21.0 亿元，同比下降 2.54%；扣非净利润为 16.8 亿元，同比下降 4.8%。2024 年一季度公司实现营收 170.1 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润为 4.1 亿元，同比减少 5.8%。

图1：紫光股份营收及增速（单位：亿元、%）



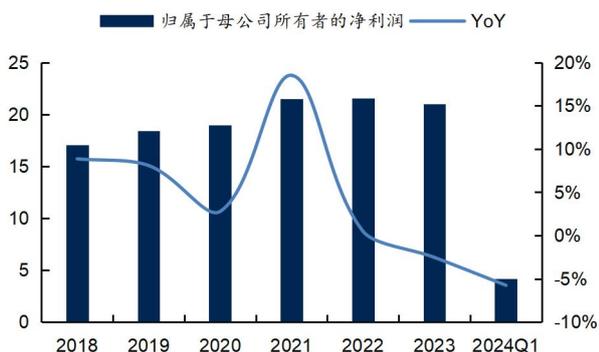
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：紫光股份单季营收及增速（单位：亿元、%）



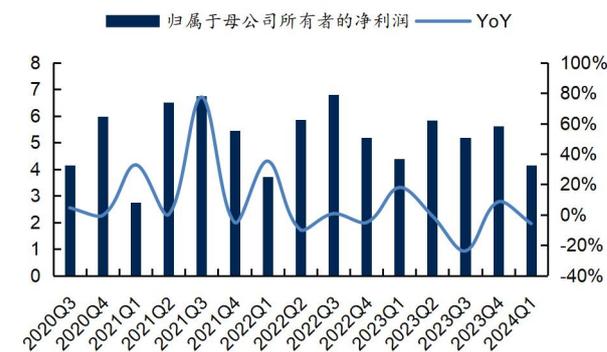
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

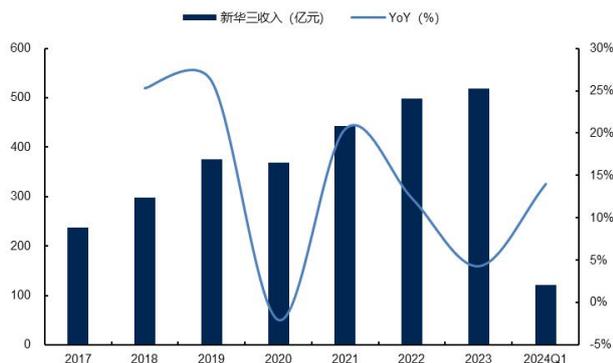


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

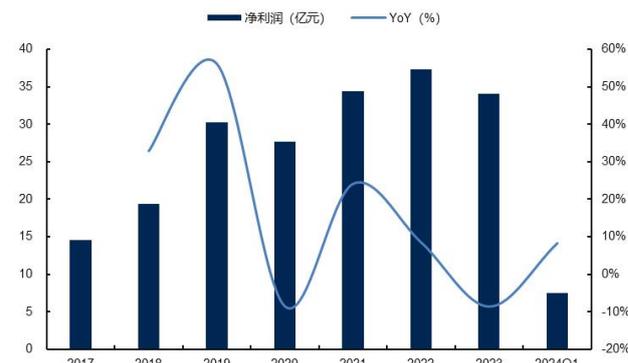
**ICT 基础设施与服务业务快速增长，海外业务规模持续扩大。**2023 年公司 ICT 基础设施与服务业务、IT 产品分销与供应链服务和其他业务收入同比分别 +10.2%/-9.8%/-23.7%；占收比分别为 66.6%/37.7%/0.2%。公司聚焦核心 ICT 基础设施与服务业务，其占收比重持续提升，对应相关子公司新华三 2023 年实现营收 519.39 亿元，同比增长 4.27%。其中，国内企业业务稳步推进，实现营收 398.68 亿元，同比增长 1.86%；国内运营商业业务强劲发展，营收达到 98.69 亿元，同比增长 11.75%；国际业务销售规模持续扩大，营收达 22.02 亿元，同比增长 19.70%。2024 年一季度，新华三营收同比增长 14%，净利润同比增长 8.3%。

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、%）



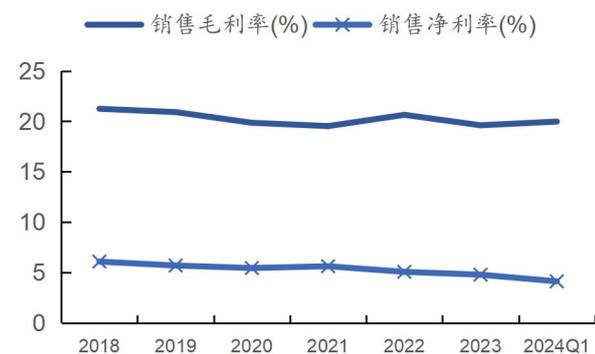
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

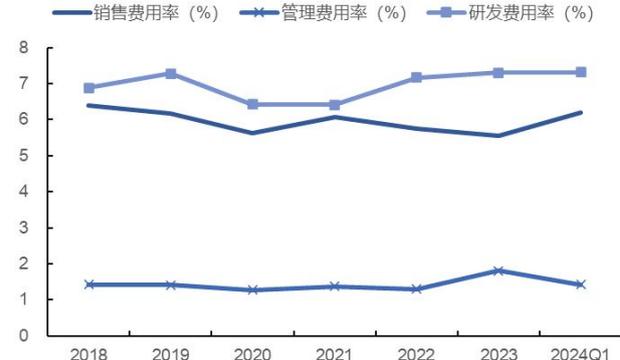
**成本费用管控良好。**行业竞争激烈,同时销售产品结构小幅变化,公司2023年公司综合毛利率19.6%,同比减少1.3pct。服务器收入占比提升,致ICT基础设施及服务业务毛利率同比下降2.15pct。随着AI相关高价值产品占比提升,2024年一季度毛利率有所改善,同比提升3.88pct至35.63%。费用整体管控良好,2023年以及2024年一季度,公司研发费用率及销售费用率同比基本持平,管理费用率小幅提升,主要系新华三辞退福利增加所致。

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: %)

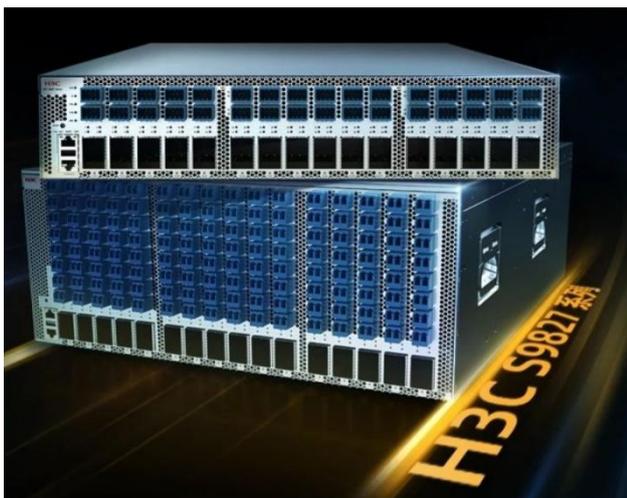


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**公司构建“云—网—安—算—存—端”全栈业务布局,提出“AI for ALL”行业赋能战略。**公司围绕AIGC私域大模型、多元异构算力平台、高品质网络、云与智能产品、主动安全方案、智能能耗治理、智能运维等方向进行布局,多项产品市场占有率持续领先,根据IDC数据,2023年公司交换机、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。公司也发布了“百业灵犀LinSeer”私域大模型、大模型使能平台、AI助手等系列产品,构建了从数据治理、训练、推理到应用的全链路、端到端解决方案。

图9: 紫光股份800G CP0 交换机

图10: 紫光股份发布 LinSeer 私域大模型



资料来源：紫光股份、国信证券经济研究所整理



资料来源：紫光股份、国信证券经济研究所整理

**外部环境复杂，调整对公司营收预测。**在 AI 浪潮发展驱动下，公司作为行业领先的服务器和交换机供应商，有望受益行业发展，服务器和交换机均有望超过行业平均（IDC 指引）的双位数增长，预计 ICT 基础设施及服务在 2024-2026 年收入同比分别增长 11%/12%/12%，同时 AI 高价值产品占比逐步提高，毛利率稳步提升。公司其他业务产品保持稳步发展。

表1：紫光股份未来三年营收预测（单位：百万元、%）

公司及行业	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	73,896	77,305	83,849	91,851	100,810
YOY	9.3%	4.6%	8.5%	9.5%	9.8%
毛利率	20.1%	20.3%	20.5%	20.7%	21.0%
ICT 基础设施及服务	46,760	51,494	57,125	63,902	71,587
YOY	13.1%	10.1%	10.9%	11.9%	12.0%
毛利率	25.5%	25.7%	26.0%	26.3%	26.5%
IT 产品分销及供应链服务	32,308	29,142	30,599	31,823	33,096
YOY	4.5%	-9.8%	5.0%	4.0%	4.0%
毛利率	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%
其他业务收入	161	123	125	127	128
YOY	-17.0%	-2.0%	2.0%	1.0%	1.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**公司经营稳健，成分费用管控良好，预计公司未来三年盈利情况如下：**

表2: 紫光股份利润表 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	74058	77308	83852	91855	100814
营业成本	58772	62158	66662	72841	79643
营业税金及附加	294	283	335	367	403
销售费用	4251	4287	4947	5328	5746
管理费用	964	1392	1255	1313	1375
研发费用	5299	5643	6121	6797	7460
财务费用	634	771	5	(221)	(241)
利润总额	4220	3760	4528	5432	6429
所得税费用	478	76	226	326	450
少数股东损益	1584	1582	1904	2285	2704
归属于母公司净利润	2158	2103	2397	2821	3275

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入为 839/919/1008 亿元 (同比 +8.5%/9.5%/9.8%) , 归母净利润 23.3/26.8/30.4 亿元 (同比 +10.8%/14.9%/13.6%) , 当前股价对应 PE 为 26/23/20 倍。

其中, 子公司新华三预计 2024-2026 年有望实现收入 576/644/721 亿元, 净利润 40.9/46.3/52.6 亿元, 若假设相关交易于 2024 年底完成 (具体交易完成时点以公司实际交易公告为准), 公司对新华三控股由 51% 变更为 100%, 新华三业绩 100% 合并至紫光股份, 预计 2024-2026 年公司备选净利润为 45.9/51.9/58.8 亿元, 对应 PE 为 13/12/10X, 维持“买入”评级。

表3: 紫光股份及新华三盈利预测 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
紫光股份营业收入	74,058	77,308	83,852	91,855	100,814
子公司新华三收入	49800.0	51994.2	57624.6	64401.8	72086.5
新华三净利润	3731	3535	4091	4669	5334
其他业务净利润	400	300	500	520	550
归母净利润	2158	2103	4591	5189	5884

资料来源: Wind、紫光股份、国信证券经济研究所整理; 备注: 假设相关交易于 2024 年底完成, 即 2024 年实现利润完全并表

表4: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2024 年 4 月 29 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E
000938.SZ	紫光股份	买入	21.1	602.3	0.6	0.8	0.9	28.6	25.8	22.5	1.9
000063.SZ	中兴通讯	买入	28.9	1381.4	1.6	2.2	2.5	14.8	13.0	11.6	1.0
301165.SZ	锐捷网络	增持	35.9	204.0	0.6	1.0	1.4	50.8	35.0	26.8	0.9
000977.SZ	浪潮信息	-	38.5	566.6	0.7	1.5	1.9	31.8	26.0	20.4	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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10669	14711	19711	19910	20539	营业收入	74058	77308	83852	91855	100814
应收款项	13543	15080	2134	2337	2565	营业成本	58772	62158	66662	72841	79643
存货净额	20275	27935	15937	17403	19021	营业税金及附加	294	283	335	367	403
<b>其他流动资产</b>	<b>4333</b>	<b>5425</b>	<b>497</b>	<b>544</b>	<b>597</b>	销售费用	4251	4287	4947	5328	5746
流动资产合计	50712	63645	38774	40691	43219	管理费用	964	1392	1381	1588	1828
固定资产	1192	1165	2025	2728	3278	研发费用	5299	5643	6121	6797	7460
无形资产及其他	3697	4119	4054	3989	3924	财务费用	634	771	5	(220)	(237)
投资性房地产	18350	18226	18226	18226	18226	投资收益	21	139	3	3	3
<b>长期股权投资</b>	<b>112</b>	<b>109</b>	<b>104</b>	<b>98</b>	<b>93</b>	资产减值及公允价值变动	722	520	(3)	(3)	(3)
资产总计	74063	87264	63183	65731	68739	其他收入	(5725)	(5397)	(6121)	(6797)	(7460)
短期借款及交易性金融负债	4856	7151	500	300	200	营业利润	4160	3678	4400	5153	5970
应付款项	13245	14358	4932	5386	5887	<b>营业外净收支</b>	<b>60</b>	<b>83</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>15221</b>	<b>17821</b>	<b>8776</b>	<b>9586</b>	<b>10480</b>	利润总额	4220	3760	4402	5155	5972
流动负债合计	33322	39331	14208	15272	16567	所得税费用	478	76	220	309	418
长期借款及应付债券	200	5086	4856	4856	4856	<b>少数股东损益</b>	<b>1584</b>	<b>1582</b>	<b>1851</b>	<b>2168</b>	<b>2512</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>2713</b>	<b>2805</b>	<b>2754</b>	<b>2703</b>	<b>2652</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2158</b>	<b>2103</b>	<b>2330</b>	<b>2678</b>	<b>3042</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2913</b>	<b>7891</b>	<b>7610</b>	<b>7559</b>	<b>7509</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	36235	47222	21818	22831	24076	净利润	2158	2103	2330	2678	3042
少数股东权益	5987	6096	6833	7695	8694	资产减值准备	144	(846)	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>31841</b>	<b>33946</b>	<b>34532</b>	<b>35205</b>	<b>35969</b>	折旧摊销	592	572	302	359	412
						公允价值变动损失	(722)	(520)	3	3	3
						财务费用	634	771	5	(220)	(237)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(795)	(7205)	11349	(505)	(554)
每股收益	0.75	0.74	0.81	0.94	1.06	<b>其它</b>	<b>83</b>	<b>1189</b>	<b>736</b>	<b>862</b>	<b>999</b>
每股红利	0.65	0.58	0.61	0.70	0.80	经营活动现金流	1459	(4707)	14721	3398	3902
每股净资产	11.13	11.87	12.07	12.31	12.58	资本开支	0	(88)	(1100)	(1000)	(900)
ROIC	22%	20%	26%	41%	44%	<b>其它投资现金流</b>	<b>131</b>	<b>1397</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
ROE	7%	6%	7%	8%	8%	投资活动现金流	153	1311	(1094)	(994)	(894)
毛利率	21%	20%	20%	21%	21%	权益性融资	45	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	100	4886	(230)	0	0
EBITDA Margin	7%	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1849)	(1647)	(1745)	(2005)	(2278)
收入增长	9%	4%	8%	10%	10%	<b>其它融资现金流</b>	<b>3551</b>	<b>959</b>	<b>(6651)</b>	<b>(200)</b>	<b>(100)</b>
净利润增长率	0%	-3%	11%	15%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>7437</b>	<b>(8626)</b>	<b>(2205)</b>	<b>(2378)</b>
资产负债率	57%	61%	45%	46%	48%	现金净变动	1710	4042	5000	199	629
息率	3.1%	2.7%	2.9%	3.3%	3.8%	货币资金的期初余额	8960	10669	14711	19711	19910
P/E	27.9	28.6	25.8	22.5	19.8	货币资金的期末余额	10669	14711	19711	19910	20539
P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	企业自由现金流	0	(3249)	14736	3492	4289

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所提及的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