

紫光股份（000938.SZ）

收购新华三部分股权事项终落地，聚焦 AI 发展

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：马成龙	021-60933150	machenglong@guosen.com.cn	执证编码：S0980518100002
证券分析师：袁文翀	021-60375411	yuanwenchong@guosen.com.cn	执证编码：S0980523110003

事项：

公司 5 月 24 日发布公告，调整此前收购新华三集团有限公司 49% 少数股东股权事项。（1）公司本次针对新华三股权的收购比例由 49% 调整为 30%；（2）本次收购新华三 30% 股权的交易作价为 214283.49 万美元（参考人民币兑美元汇率 7.0827 元，收购新华三 30% 股权交易金额约为 1517705.66 万元）；（3）收购新华三 30% 股权交割日预计不晚于 2024 年 8 月 31 日，并适用截止至 2024 年 10 月 21 日的宽限期。

国信通信观点：

1) **收购新华三 30% 股份（调整后方案）方案终落地，紫光股份归母净利润有望显著提升。**紫光股份 2023 年实现归母净利润 21.03 亿元，子公司新华三 2023 年实现净利润 34.11 亿元。本次收购新华三 30% 股权交易完成后，公司对新华三的持股比例由 51% 增加至 81%。母公司紫光股份净利润有望得到显著提升。

2) **公司核心竞争力有望得到进一步提升，受益全球 AI 发展。**新华三是国内 ICT 领域领先者，提供技术领先的网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端等全栈 ICT 基础设施及服务。政府支持发展算力政策频出，今年运营商加大算力服务器部署，互联网厂商资本开支同比环比逐步提升并聚焦 AI 发展，在完成收购后，有利于母公司紫光股份进一步增强数字经济产业及 AI 布局，发挥协同效应，提升核心竞争力。

3) **公司每股收益将得到进一步提升，股东权益得到保障。**本次收购以现金方式支付，前期定增方案终止，公司股东数保持不变，在公司利润有望增厚情况下，每股收益有望进一步提升。同时公司发布《紫光股份有限公司未来三年（2024 年-2026 年）股东回报规划》，规划每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 10%。

投资建议：维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 23/27/30 亿元，当前股价对应 PE 为 28/24/21 倍；假设今年收购新华三部分股权后控股达 81%，备考净利润为 33/38/43 亿元，对应 PE 为 19/17/15X，看好公司受益 AI 行业发展，维持“买入”评级。

风险提示：股权收购不能顺利完成；股权交易完成时点较晚；上游客户投资不及预期；芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

评论：

◆ 收购新华三 30% 股份（调整后方案）方案终落地，紫光股份归母净利润有望显著提升

紫光收购新华三部分股权历史发展：

➢ 2015 年 5 月，紫光集团下属子公司紫光股份收购华三通信 51% 的股权，成为新华三的控股股东，紫光股份正式进入 IT 基础设备市场。新华三发展稳健，2020-2022 年营收分别为 368/443/498 亿元，同比分别增长 20.52%/20.95%/12.31%。

➢ 2023 年 1 月 5 日公司公告，HPE 实体向紫光国际出售其持有的新华三 49% 股权，交易完成后，紫光国

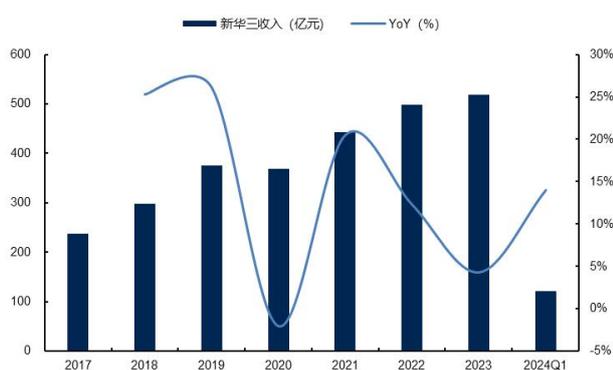
际将持有新华三 100%股权，每股出售价格将根据《股东协议》约定按照 2022 年 4 月 30 日前 12 个月新华三扣除非经常性损益后的税后利润的 15 倍除以行权通知之日新华三全部股份数量的方式确定，对价支付方式为现金。

- 2023 年 5 月 27 日公司公告，拟由全资子公司紫光国际以支付现金的方式向 HPE 开曼购买所持有的新华三 48%股权，以支付现金的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三 1%股权，合计收购新华三 49%股权。本次收购新华三 49%股权的价格为 35 亿美元，约人民币 246.9 亿元（汇率为 1 美元兑 7.053 人民币）；同时，公司拟定向特定对象募集资金不超过 120 亿元人民币，用于收购新华三 49%的股权交易。
- 2023 年 9 月 25 日公司公告，考虑到本次交易将在完成向特定对象发行股票之后实施，结合公司自身货币资金情况和融资安排等因素，为顺利推进本次交易的实施及向特定对象发行股票相关工作，公司决定先完成向特定对象发行股票的工作，再推进重大资产重组相关事项。因此，公司先终止重大资产重组相关事项；待完成向特定对象发行股票后，公司再推进本次交易的重大资产重组相关事项。
- 2024 年 5 月 24 日公司公告调整此前收购新华三集团有限公司 49%少数股东股权事项。（1）公司本次针对新华三股权的收购比例由 49%调整为 30%；（2）本次收购新华三 30%股权的交易作价为 214283.49 万美元（参考人民币兑美元汇率 7.0827 元，收购新华三 30%股权交易金额约为 1517705.66 万元人民币）；（3）收购新华三 30%股权交割日预计不晚于 2024 年 8 月 31 日，并适用截止至 2024 年 10 月 21 日的宽限期。

收购新华三后，紫光股份归母净利润有望显著提升。

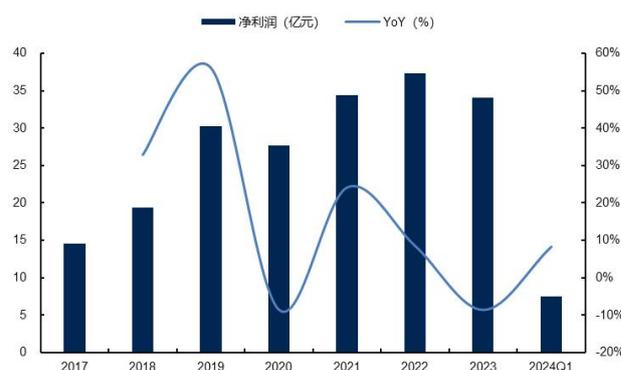
根据公司财报披露，2023 年公司实现营收 773.1 亿元，同比增长 4.4%，归母净利润为 21.0 亿元，同比下降 2.54%；扣非净利润为 16.8 亿元，同比下降 4.8%。2024 年一季度公司实现营收 170.1 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润为 4.1 亿元，同比减少 5.8%。新增收购 30%新华三股权后，紫光股份毛利率、净利率和归母净利润有望显著提升。

图1：新华三营业收入和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

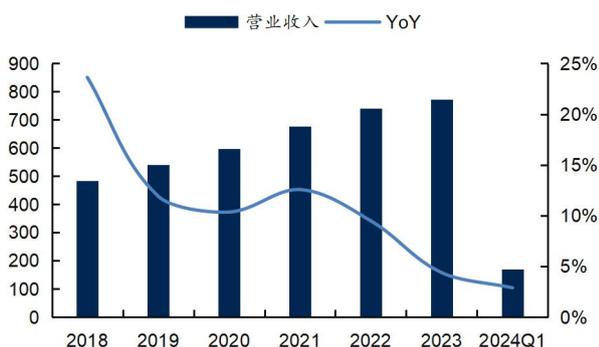
图2：新华三净利润和增速（单位：亿元、%）



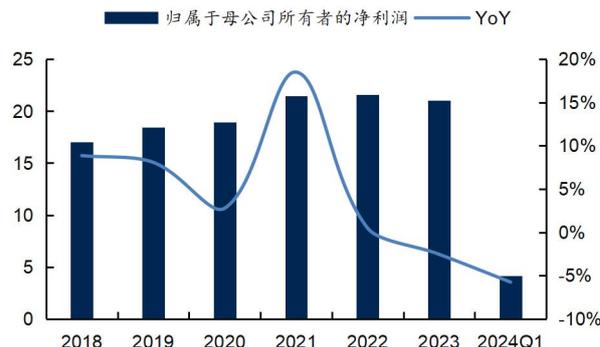
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：紫光股份营业收入和增速（单位：亿元、%）

图4：紫光股份净利润和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 新增收购新华三 30%股权后，公司核心竞争力有望得到进一步提升，受益全球 AI 发展。

新华三是国内 ICT 设备领军企业。2023 年，在中国以太网交换机市场份额为 32.9%，持续保持市场份额第二；在中国企业网路由器市场份额为 30.9%，持续保持市场份额第二；在中国企业级 WLAN 市场份额为 27.4%，连续十五年保持市场份额第一；在中国 X86 服务器市场份额为 15.8%，保持市场份额第二；在中国 GPU 服务器市场份额 19.7%，位列市场第二；在中国安全硬件市场份额为 10.0%，保持市场份额第二；在中国超融合市场份额为 18.8%，保持市场份额前二。2023 年上半年，在中国 IT 统一运维软件市场份额为 11.8%，持续保持市场份额第一；2017 年-2023 年上半年，连续蝉联中国网络管理软件市场份额第一；2016 年-2022 年，连续七年在中国软件定义网络（软件）市场份额第一。

表 1：新华三多项产品市占率领先

产品	2023 年中国市场份额	排名
以太网交换机	32.9%	第二
企业网路由器	30.9%	第二
企业级 WLAN	27.4%	第一
X86 服务器	15.8%	第二
GPU 服务器	19.7%	第二

资料来源：IDC、公司公告、国信证券经济研究所整理

国资委重视人工智能发展，数字经济政策频出，并强调央企纳入人工智能统筹谋划。2024 年 2 月 19 日，国务院国资委召开“AI 赋能产业焕新”中央企业人工智能专题推进会。会议认为，加快推动人工智能发展，是国资央企发挥功能使命，抢抓战略机遇，培育新质生产力，推进高质量发展的必然要求。会议强调中央企业要把发展人工智能放在全局工作中统筹谋划，国内 AI 算力需求有望进一步提升。今年 1 月底，国务院国资委秘书长、新闻发言人庄树新表示国资委将谋划推动一批重大工程，遴选战略性新兴产业“百项工程”，包括实施人工智能 AI+等专项行动等。近两年以运营商为代表的央企已持续加大算力投入和部署。

表 2：“数字经济”相关政策梳理

日期	文件名称	机构	核心要点
2023.12	《数字经济促进共同富裕实施方案》	发改委、数据局等	到 2025 年，以数字经济促进共同富裕在缩小区域、城乡、群体、基本公共服务差距上取得积极进展， 数字经济在促进共同富裕方面的积极作用开始显现。
2023.06	《关于开展中小企业数字化转型城市试点工作的通知》	财政部、工信部	通过开展城市试点，支持地方政府综合施策， 探索形成中小企业数字化转型的方法路径、市场机制和典型模式，梳理一批数字化转型细分行业，打造一批数字化转型“小灯塔”企业。 2023 年先选择 30 个左右城市开展试点工作，以后年度根据实施情况进一步扩大试点范围。
2023.03	《关于加快推进能源数字化智能化》	国家能源局	发挥智能电网延伸拓展能源网络潜能，推动形成能源智能调控体系，提升资源精

	发展的若干意见》		准高效配置水平； 推动数字化智能化技术在煤炭和油气产供储销体系全链条和各环节的覆盖应用 ，提高行业整体能效、安全生产和绿色低碳水平。
2023.02	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	政务数字化智能化水平明显提升，打通数字基础设施大动脉。加快5G网络与千兆光网协同建设，深入推进IPv6规模部署和应用，系统优化算力基础设施布局， 促进东西部算力高效互补和协同联动 ，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造。
2022.03	《政府工作报告》	国务院	加强数字中国建设整体布局 。建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进5G规模化应用， 促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村 。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
2022.02	《国家发展改革委等部门关于同意京津冀地区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函》等	发改委等	同意启动 八大算力枢纽节点建设并规划十大数据中心集群 ，正式启动东数西算工程
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	布局八大算力枢纽 ，推进云网协同，统筹算力和智能调度，建设绿色数据中心

资料来源：国务院、工信部、发改委等、国信证券经济研究所整理

三大运营商资本开支向算力倾斜：

- **中国移动** 2023年公司完成投资1803亿元（略低于此前1832亿元指引），规划2024年投资1730亿元。其中，5G网络投资规划690亿元（同比-21.6%），算力规划投资475亿元（同比+21.5%）。
- **中国电信** 2023年实现资本开支988亿元，预计2024年实现资本开支960亿元（同比-3%）。结构来看，2024年移动网计划投资295亿元（同比-15%），占比下降4.5pct至30.7%；产业数字化资本开支369.6亿元（占38.5%，提升2.5pct），其中云/算力投资180亿元。
- **中国联通** 2023年公司资本开支为738.7亿元（同比-0.4%），略低于此前指引（769亿元），其中5G完成投资373.7亿元（同比+13.1%）。2024年规划资本开支650亿元（预计同比-12%），网络投资显现拐点，投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。

表3：三大运营商资本开支明细情况（亿元）

中国移动	连接	算力	能力	基础	总计	
2022	1171	335	134	212	1852	
2023	1090 (其中5G:880)	391	134	188	1803	
2024E	874 (其中5G:690)	475	163	218	1730	
YoY	-20%	21%	22%	16%	-4%	
中国电信	移动网 (5G+4G)	产业数字化	宽带网	运营系统	基础设施	总计
2022	320	271	186	148		867.2
2023	348	355	168		117	988.4
2024E	295	370	160		135	960
YoY	-15%	4%	-4%		15%	-3%
中国联通	基础设施、 传输网及其他	固网宽带及数据	移动网络	5G	算网投资	总计
2021	338.1	131.1	220.8			690
2022				331	142	742
2023				374	-	739
2024E						650
YoY						-12%

资料来源：运营商官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

2024年一季度国内云厂商资本开支同比提升。根据BAT三大云厂商数据，整体来看，24Q1 BAT资本开支合计275.5亿元（同比+235%，环比+38%）。其中：**阿里巴巴** 24Q1资本开支111.5亿元（同比+344%）；**腾讯** 24Q1资本开支143.6亿元（同比+226%）**百度** 24Q1资本开支20.4亿元（同比+57%）。

图5: 国内三大云厂商资本开支 (百万元)



资料来源: 各公司财报、国信证券经济研究所整理

公司核心竞争力有望得到进一步提升, 受益全球 AI 发展。新华三是国内 ICT 领域领先者, 提供技术领先的网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端等全栈 ICT 基础设施及服务。政府支持发展算力政策频出, 今年运营商加大算力服务器部署, 互联网厂商资本开支同比环比逐步提升并聚焦 AI 发展, 在完成收购后, 有利于母公司紫光股份进一步增强数字经济产业布局, 发挥协同效应, 提升核心竞争力。

◆ 公司每股收益将得到进一步提升, 股东权益得到保障

本次收购以现金方式支付, 前期定增方案终止, 公司股东数保持不变。同时公司发布《紫光股份有限公司未来三年 (2024 年-2026 年) 股东回报规划》, 规划每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 10%。

维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润 23/27/30 亿元, 当前股价对应 PE 为 28/24/21 倍; 假设今年收购新华三部分股权后控股达 81%, 备考净利润为 33/38/43 亿元, 对应 PE 为 19/17/15X, 看好公司受益 AI 行业发展, 维持“买入”评级。

表4: 同类公司估值比较 (更新至 2024 年 5 月 26 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	PEG 2024E
000938.SZ	紫光股份	买入	22.4	641.5	0.6	0.9	1.1	30.5	27.5	24.0	1.3
000063.SZ	中兴通讯	买入	26.8	1281.9	1.6	2.2	2.5	13.7	12.1	10.8	0.9
301165.SZ	锐捷网络	增持	16.8	199.2	0.4	0.6	0.8	39.4	28.2	21.8	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测;

◆ 风险提示

交易不能顺利完成；交易完成时点较晚；上游客户投资不及预期；芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

相关研究报告：

- 《紫光股份（000938.SZ）-加大海外业务拓展，部署 AI 行业赋能战略》——2024-05-06
- 《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

附表：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
其他流动资产	4333	5425	497	544	597	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
长期股权投资	112	109	104	98	93	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	营业外净收支	60	83	2	2	2
其他流动负债	15221	17821	8776	9586	10480	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	少数股东损益	1584	1582	1851	2168	2512
其他长期负债	2713	2805	2754	2703	2652	归属于母公司净利润	2158	2103	2330	2678	3042
长期负债合计	2913	7891	7610	7559	7509	现金流量表 (百万元)	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
股东权益	31841	33946	34532	35205	35969	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)
						营运资本变动	(795)	(7205)	11349	(505)	(554)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它	83	1189	736	862	999
每股收益	0.75	0.74	0.81	0.94	1.06	经营活动现金流	1459	(4707)	14721	3398	3902
每股红利	0.65	0.58	0.61	0.70	0.80	资本开支	0	(88)	(1100)	(1000)	(900)
每股净资产	11.13	11.87	12.07	12.31	12.58	其它投资现金流	131	1397	0	0	0
ROIC	22%	20%	26%	41%	44%	投资活动现金流	153	1311	(1094)	(994)	(894)
ROE	7%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	45	0	0	0	0
毛利率	21%	20%	20%	21%	21%	负债净变化	100	4886	(230)	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(1849)	(1647)	(1745)	(2005)	(2278)
EBITDA Margin	7%	5%	6%	6%	6%	其它融资现金流	3551	959	(6651)	(200)	(100)
收入增长	9%	4%	8%	10%	10%	融资活动现金流	98	7437	(8626)	(2205)	(2378)
净利润增长率	0%	-3%	11%	15%	14%	现金净变动	1710	4042	5000	199	629
资产负债率	57%	61%	45%	46%	48%	货币资金的期初余额	8960	10669	14711	19711	19910
息率	3.1%	2.7%	2.9%	3.3%	3.8%	货币资金的期末余额	10669	14711	19711	19910	20539
P/E	27.9	28.6	25.8	22.5	19.8	企业自由现金流	0	(3249)	14736	3492	4289
P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7						

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