

H1 业绩稳健增长，AI 时代深耕全栈智算

2024 年 08 月 27 日

► **事件：**2024 年 8 月 27 日，公司发布 24 年半年报，上半年实现营收 379.51 亿元，同比增长 5.29%；实现归母净利润 10.00 亿元，同比下降 2.13%；扣非归母净利润为 8.94 亿元，同比增长 5.78%。单季度看，2Q24 实现收入 209.45 亿元，同比增长 7.32%；归母净利润 5.87 亿元，同比增长 0.60%；扣非归母净利润为 5.51 亿元，同比增长 8.46%。

► **公司业绩符合预期，新华三营业利润同比增长 13%。**1) 分业务看：24H1 ICT 基础设施及服务实现收入 261 亿元，同比增长 5.43%，营收占比 68.92%；IT 产品分销与供应链服务实现收入 136.16 亿元，同比增长 6.26%，营收占比 35.88%。2) 新华三 24H1 收入 264 亿元，同比增长 5.75%；营业利润 20 亿元，同比增长 12.91%；净利润 18 亿元，同比减少 0.17%。新华三国内政企业务收入 202 亿元，同比增长 8.31%；国内运营商业收入 50 亿元，同比减少 4.14%；国际业务收入 12 亿元，同比增长 9.50%，其中 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务营业收入为 4 亿元，同比增长 61.22%，自有品牌产品与服务规模保持高速增长。

► **收入结构变化致毛利率下降，费用控制初见成效。**24H1 研发费用率 6.35%，同比下降 1.35pct；财务费用率 0.59%，同比下降 0.32pct；销售费用率 5.45%，同比下降 1.09pct；管理费用率 1.22%，同比下降 0.11pct。公司优化组织架构、提升运营效率，费用控制初见成效。费用率降低但归母净利润承压，主因 1) 公司毛利率下滑 1.29pct，主因产品结构变化；2) 其他收益 3.46 亿元，同比减少 56%，主因政府补助较上年同期减少所致；3) 所得税费用 1.56 亿元，同比增加 1.21 亿元，主因新华三汇算清缴退税减少所致。

► **ICT 多项产品市场份额领先，深耕 AI 时代算力×连接的落地实践。**24Q1 公司多项产品市场占有率持续领先。公司在中国以太网交换机、企业网交换机、园区交换机市场，分别以 34.8%、36.5%、41.6% 的市场份额排名第一，在中国数据中心交换机市场份额 29.0%，位列第二；中国企业网路由器市场份额 30.7%，位列第二；中国企业级 WLAN 市场份额 30.3%，位列第一；中国 X86 服务器市场份额 15.6%，保持市场第二；中国 UTM 防火墙市场份额 22.9%，位列第二。

► **收购进展符合预期，有序推动交易交割。**24 年 7 月，紫光国际向国内银行贷款本金总计不超过人民币 95 亿元，贷款期限 7 年。公司目前已取得《经修订和重述的卖出期权行权股份购买协议》项下约定作为本次交易交割先决条件的中国政府机构出具的文件和/或批准，公司正在积极有序推进本次交易交割相关工作。

► **投资建议：**考虑 1) 公司数据中心交换机快速增长；2) 国产芯片逐步放量增强公司 AI 服务器业绩确定性；3) 运营商下半年需求释放；4) 公司费用管控成效凸显；5) 公司出海推进。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22/27/31 亿元，当前市值对应的 PE 倍数为 25x/21x/18x。维持“推荐”评级。假设今年完成对新华三完成全资控股，25-26 年备考净利润为 40/47 亿元，对应 PE 为 14/12X。

► **风险提示：**下游需求不及预期；市场竞争不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	77,308	85,571	95,384	107,456
增长率 (%)	4.4	10.7	11.5	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,103	2,220	2,653	3,098
增长率 (%)	-2.5	5.6	19.5	16.8
每股收益 (元)	0.74	0.78	0.93	1.08
PE	26	25	21	18
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.28 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理 范宇

执业证书：S0100123020004

邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

1.紫光股份 (000938.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健，运营商和国际业务势头强劲-2024/05/02

2.紫光股份 (000938.SZ) 2023 年三季报点评：短期业绩承压，持续布局 AI 算力领域-2023/10/31

3.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

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	77,308	85,571	95,384	107,456
营业成本	62,158	69,253	77,197	87,093
营业税金及附加	283	291	324	365
销售费用	4,287	4,621	5,055	5,588
管理费用	1,392	1,001	1,145	1,289
研发费用	5,643	5,477	6,105	6,877
EBIT	4,389	5,542	6,279	7,058
财务费用	771	760	665	555
资产减值损失	-595	-608	-610	-647
投资收益	139	17	19	21
营业利润	3,678	4,195	5,027	5,882
营业外收支	83	91	95	100
利润总额	3,760	4,286	5,123	5,983
所得税	76	364	435	509
净利润	3,685	3,922	4,687	5,474
归属于母公司净利润	2,103	2,220	2,653	3,098
EBITDA	5,433	6,719	7,547	7,924

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,711	18,821	22,637	26,405
应收账款及票据	14,356	15,785	17,345	19,242
预付款项	1,669	1,662	1,621	1,481
存货	27,935	28,664	30,323	32,335
其他流动资产	4,976	4,313	4,145	4,244
流动资产合计	63,645	69,245	76,070	83,707
长期股权投资	109	126	146	167
固定资产	1,055	1,087	1,091	1,623
无形资产	4,119	4,120	4,120	4,120
非流动资产合计	23,619	23,574	23,516	23,955
资产合计	87,264	92,819	99,586	107,662
短期借款	6,283	8,301	8,301	8,301
应付账款及票据	14,358	15,179	16,497	18,134
其他流动负债	18,690	19,103	20,237	21,638
流动负债合计	39,331	42,583	45,035	48,074
长期借款	5,086	3,740	3,740	3,740
其他长期负债	2,805	2,903	2,827	2,743
非流动负债合计	7,891	6,642	6,566	6,483
负债合计	47,222	49,226	51,602	54,557
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	6,096	7,798	9,833	12,208
股东权益合计	40,043	43,593	47,985	53,106
负债和股东权益合计	87,264	92,819	99,586	107,662

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.39	10.69	11.47	12.66
EBIT 增长率	-11.98	26.26	13.30	12.41
净利润增长率	-2.54	5.55	19.52	16.78
盈利能力 (%)				
毛利率	19.60	19.07	19.07	18.95
净利润率	2.72	2.59	2.78	2.88
总资产收益率 ROA	2.41	2.39	2.66	2.88
净资产收益率 ROE	6.20	6.20	6.95	7.58
偿债能力				
流动比率	1.62	1.63	1.69	1.74
速动比率	0.80	0.85	0.92	0.98
现金比率	0.37	0.44	0.50	0.55
资产负债率 (%)	54.11	53.03	51.82	50.67
经营效率				
应收账款周转天数	66.53	67.00	66.00	65.00
存货周转天数	164.04	154.00	146.00	138.00
总资产周转率	0.96	0.95	0.99	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.78	0.93	1.08
每股净资产	11.87	12.52	13.34	14.30
每股经营现金流	-0.65	2.16	2.04	2.12
每股股利	0.14	0.10	0.12	0.14
估值分析				
PE	26	25	21	18
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.58	8.56	7.62	7.26
股息收益率 (%)	0.73	0.54	0.64	0.75

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,685	3,922	4,687	5,474
折旧和摊销	1,044	1,177	1,268	865
营运资金变动	-6,607	-157	-1,375	-1,576
经营活动现金流	-1,857	6,188	5,829	6,054
资本开支	-939	-733	-765	-776
投资	1,433	4	0	0
投资活动现金流	655	-586	-641	-776
股权募资	1	0	0	0
债务募资	6,434	-138	0	0
筹资活动现金流	5,345	-1,493	-1,372	-1,510
现金净流量	4,137	4,110	3,816	3,768

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收到任何形式的补偿。

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