

# 紫光股份 (000938)

证券研究报告  
2024年08月27日

## Q2 业绩稳健，ICT 设备龙头竞争力强劲，积极期待 AI 算网红利

### 事件：

公司发布 2024 半年报，上半年实现收入 379.51 亿元，同比增长 5.29%，实现归母净利润 10 亿元，同比下滑 2.13%，实现扣非净利润 8.94 亿元，同比增长 5.78%。

**收入稳健增长，Q2 利润同比持平环比高增：**公司 Q2 实现营业收入 209.45 亿元，同比增长 7.32%，对比一季度环比提升 23.16%，同比加速。单 Q2 实现归母净利润 5.87 亿元，同比增长 0.60%，环比增长 41.82%。实现扣非净利润 5.51 亿元，同比增长 8.46%，环比高增 60.54%。

**新华三保持稳健增长：**24H1 新华三实现营业收入 264.28 亿元，yoy+5.75%，实现营业利润 19.96 亿元，yoy+12.91%，实现归母净利润 18.20 亿元，基本持平。其中国内政企业务收入达到 202.12 亿元，同比增长 8.31%；国内运营商业收入 50.19 亿元，同比下降 4.14%；国际业务收入 11.98 亿元，同比增长 9.5%。

**分产品看，ICT 业务韧性强。**其中，ICT 基础设施及服务 261.54 亿元，同比 +5.43%；IT 产品分销与供应链服务 136.16 亿元，同比+6.26%。其中新华三业务中，预计服务器业务方面受 AI 相关服务器国产化需求增长所带动，往后看我们预计随着国内国产 AI 服务器需求持续高增，公司 AI 服务器业务明年有望向上。交换机业务方面，公司以太网交换机持续国内份额排名领先，DC 交换机份额 29%排名第二，公司持续向高速率高端交换机布局，率先发布了 51.2T 800G CPO 硅光数据中心交换机，相关 400G/800G 交换机订单和收入有望随着行业高速率交换机需求的高增，拉动快速增长。

**从盈利能力看，**毛利率方面，24H1 公司实现毛利率水平 19.03% (yoy-1.29pct)。分产品来看，ICT 基础设施及服务毛利率 24.37% (yoy-1.06pct)；IT 产品分销与供应链服务毛利率 5.82% (yoy-1.64pct)。净利率方面，公司上半年实现净利率水平 4.55% (yoy-0.45pct)，其中 Q2 单季度实现净利率 4.90%，环比改善。

**展望未来，**1) 公司的运营商业务份额有望持续提升；2) 传统数通产品有望迎来稳定复苏；3) AI 算力/网络产品预计迎来快速增长；4) 出海持续扩张。同时，公司收购新华三剩余 30% 股权已取得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，公司正积极有序推进交易交割相关工作，未来发展值得积极期待。

**盈利预测与投资建议：**考虑到上半年经营情况以及盈利水平变化，我们调整公司 24-26 年盈利预测为 24.2/28.8/34.3 亿元（前值为 25.31/31.49/37.3 亿元），对应估值为 22/19/16 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**AI 行业推进不及预期，竞争激烈影响毛利率水平，传统业务复苏缓慢，产品市场份额拓展不及预期等风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74,057.65	77,307.81	85,193.88	98,950.13	114,942.02
增长率(%)	9.49	4.39	10.20	16.15	16.16
EBITDA(百万元)	11,110.27	10,418.07	6,057.79	6,696.29	7,280.07
归属母公司净利润(百万元)	2,157.92	2,103.02	2,417.40	2,883.38	3,432.43
增长率(%)	0.48	(2.54)	14.95	19.28	19.04
EPS(元/股)	0.75	0.74	0.85	1.01	1.20
市盈率(P/E)	25.06	25.72	22.37	18.76	15.76
市净率(P/B)	1.70	1.59	1.51	1.41	1.32
市销率(P/S)	0.73	0.70	0.63	0.55	0.47
EV/EBITDA	4.49	5.21	6.97	6.97	5.31

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	19.28 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,860.08
流通 A 股股本(百万股)	2,860.08
A 股总市值(百万元)	55,142.34
流通 A 股市值(百万元)	55,142.34
每股净资产(元)	12.09
资产负债率(%)	53.74
一年内最高/最低(元)	27.70/14.22

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**袁昊** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524050002  
yuanhao@tfzq.com

**缪欣君** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《紫光股份-年报点评报告:业绩符合预期，ICT 设备龙头竞争力强大，积极期待 AI 算网红利》 2024-05-11
- 《紫光股份-季报点评:Q3 业绩承压，期待 Q4 订单&收入回暖》 2023-11-04
- 《紫光股份-半年报点评:业务稳健增长新增订单亮眼，战略布局 AI 迎数智化发展机遇》 2023-08-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,669.30	14,710.81	19,620.80	16,850.23	26,736.13
应收票据及应收账款	13,137.63	14,355.84	16,408.61	16,574.76	19,184.98
预付账款	971.86	1,668.64	469.22	1,895.03	1,315.72
存货	20,274.64	27,934.50	17,876.82	32,977.02	24,152.37
其他	4,475.20	3,840.51	4,523.98	5,011.03	5,639.73
<b>流动资产合计</b>	<b>49,528.65</b>	<b>62,510.31</b>	<b>58,899.43</b>	<b>73,308.08</b>	<b>77,028.93</b>
长期股权投资	111.98	109.36	109.36	109.36	109.36
固定资产	1,042.02	1,054.56	719.89	372.16	288.86
在建工程	150.05	110.72	115.36	107.68	98.84
无形资产	3,696.90	4,118.61	4,000.48	3,881.35	3,761.22
其他	18,349.85	18,225.82	18,134.02	18,056.57	17,990.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,350.80</b>	<b>23,619.08</b>	<b>23,079.12</b>	<b>22,527.13</b>	<b>22,249.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>74,063.01</b>	<b>87,264.49</b>	<b>81,978.55</b>	<b>95,835.20</b>	<b>99,278.01</b>
短期借款	4,175.40	6,282.71	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	13,245.03	14,357.81	16,183.07	17,273.40	20,639.74
其他	7,566.91	6,651.48	14,695.29	23,573.83	19,023.76
<b>流动负债合计</b>	<b>24,987.33</b>	<b>27,291.99</b>	<b>32,878.36</b>	<b>42,847.23</b>	<b>41,663.50</b>
长期借款	200.19	5,086.12	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,712.76	2,805.17	2,800.00	2,795.00	2,790.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,912.96</b>	<b>7,891.29</b>	<b>5,800.00</b>	<b>5,795.00</b>	<b>5,790.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>36,235.20</b>	<b>47,221.83</b>	<b>38,678.36</b>	<b>48,642.23</b>	<b>47,453.50</b>
少数股东权益	5,986.70	6,096.21	7,400.96	8,957.22	10,809.82
股本	2,860.08	2,860.08	2,860.08	2,860.08	2,860.08
资本公积	17,834.48	17,834.51	17,834.51	17,834.51	17,834.51
留存收益	11,147.59	13,250.61	15,207.74	17,542.13	20,321.03
其他	(1.05)	1.25	(3.11)	(0.97)	(0.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>37,827.80</b>	<b>40,042.66</b>	<b>43,300.19</b>	<b>47,192.97</b>	<b>51,824.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>74,063.01</b>	<b>87,264.49</b>	<b>81,978.55</b>	<b>95,835.20</b>	<b>99,278.01</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,741.61	3,684.52	2,417.40	2,883.38	3,432.43
折旧摊销	693.53	663.17	588.16	594.54	322.27
财务费用	269.86	268.46	351.53	193.18	93.96
投资损失	(20.52)	(138.89)	(100.00)	(106.47)	(115.12)
营运资金变动	(2,566.19)	(9,086.82)	8,467.36	(7,206.00)	5,131.39
其它	1,900.21	2,752.33	1,675.89	2,022.25	2,288.29
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,018.52</b>	<b>(1,857.23)</b>	<b>13,400.35</b>	<b>(1,619.12)</b>	<b>11,153.22</b>
资本支出	(74.53)	871.62	145.17	125.00	115.00
长期投资	(22.49)	(2.61)	0.00	0.00	0.00
其他	135.25	(214.50)	(675.07)	(120.42)	(149.17)
<b>投资活动现金流</b>	<b>38.22</b>	<b>654.50</b>	<b>(529.90)</b>	<b>4.58</b>	<b>(34.17)</b>
债权融资	(390.72)	6,409.81	(7,188.99)	(243.18)	(143.96)
股权融资	8.51	(398.08)	(771.48)	(912.84)	(1,089.19)
其他	(1,727.08)	(667.22)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,109.29)</b>	<b>5,344.52</b>	<b>(7,960.47)</b>	<b>(1,156.03)</b>	<b>(1,233.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,947.45</b>	<b>4,141.79</b>	<b>4,909.98</b>	<b>(2,770.57)</b>	<b>9,885.90</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>74,057.65</b>	<b>77,307.81</b>	<b>85,193.88</b>	<b>98,950.13</b>	<b>114,942.02</b>
营业成本	58,771.99	62,157.92	68,716.98	80,295.54	93,484.47
营业税金及附加	294.24	282.52	298.18	346.33	402.30
销售费用	4,251.42	4,287.08	4,557.87	5,145.41	5,862.04
管理费用	964.24	1,392.39	1,022.33	1,137.93	1,264.36
研发费用	5,298.85	5,643.44	5,793.18	6,629.66	7,586.17
财务费用	633.61	771.37	351.53	193.18	93.96
资产/信用减值损失	(846.20)	(730.74)	(650.00)	(650.00)	(650.00)
公允价值变动收益	27.23	(75.14)	64.29	100.00	0.00
投资净收益	20.52	138.89	100.00	106.47	115.12
其他	481.27	(237.50)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>4,160.47</b>	<b>3,677.58</b>	<b>3,968.10</b>	<b>4,758.57</b>	<b>5,713.84</b>
营业外收入	69.16	89.15	150.00	152.77	130.64
营业外支出	9.51	6.51	6.87	7.63	7.01
<b>利润总额</b>	<b>4,220.11</b>	<b>3,760.21</b>	<b>4,111.23</b>	<b>4,903.70</b>	<b>5,837.47</b>
所得税	478.50	75.69	82.22	98.07	116.75
<b>净利润</b>	<b>3,741.61</b>	<b>3,684.52</b>	<b>4,029.00</b>	<b>4,805.63</b>	<b>5,720.72</b>
少数股东损益	1,583.69	1,581.50	1,611.60	1,922.25	2,288.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,157.92</b>	<b>2,103.02</b>	<b>2,417.40</b>	<b>2,883.38</b>	<b>3,432.43</b>
每股收益(元)	0.75	0.74	0.85	1.01	1.20

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.49%	4.39%	10.20%	16.15%	16.16%
营业利润	1.77%	-11.61%	7.90%	19.92%	20.07%
归属于母公司净利润	0.48%	-2.54%	14.95%	19.28%	19.04%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.64%	19.60%	19.34%	18.85%	18.67%
净利率	2.91%	2.72%	2.84%	2.91%	2.99%
ROE	6.78%	6.20%	6.73%	7.54%	8.37%
ROIC	16.46%	16.79%	12.89%	20.19%	18.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.92%	54.11%	47.18%	50.76%	47.80%
净负债率	-14.84%	-6.18%	-32.84%	-24.37%	-41.36%
流动比率	1.52	1.62	1.79	1.71	1.85
速动比率	0.91	0.91	1.25	0.94	1.27
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.10	5.62	5.54	6.00	6.43
存货周转率	3.83	3.21	3.72	3.89	4.02
总资产周转率	1.05	0.96	1.01	1.11	1.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.75	0.74	0.85	1.01	1.20
每股经营现金流	1.41	-0.65	4.69	-0.57	3.90
每股净资产	11.13	11.87	12.55	13.37	14.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.06	25.72	22.37	18.76	15.76
市净率	1.70	1.59	1.51	1.41	1.32
EV/EBITDA	4.49	5.21	6.97	6.97	5.31
EV/EBIT	4.75	5.51	7.72	7.65	5.55

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com