

公司点评

紫光股份(000938.SZ)

计算机 | IT服务 II

上半年收入与扣非利润稳定增长，股权收购有序推进

2024年中报点评

2024年08月27日

评级 **买入**  
评级变动 调高

交易数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前价格(元)    | 18.91       |
| 52周价格区间(元) | 14.71-27.11 |
| 总市值(百万)    | 54084.12    |
| 流通市值(百万)   | 54084.12    |
| 总股本(万股)    | 286008.00   |
| 流通股(万股)    | 286008.00   |

涨跌幅比较



| %       | 1M     | 3M     | 12M    |
|---------|--------|--------|--------|
| 紫光股份    | -16.84 | -15.16 | -22.12 |
| IT服务 II | -6.47  | -15.89 | -32.00 |

何晨

执业证书编号:S0530513080001  
hechen@hnchasing.com

黄奕景

huangyjing@hnchasing.com

分析师

研究助理

相关报告

1 紫光股份(000938.SZ) 2023年三季报点评: Q3业绩短期扰动, AI计算产品有望实现放量  
2023-10-31

| 预测指标      | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E    |
|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 主营收入(亿元)  | 740.58 | 773.08 | 824.17 | 918.01 | 1,018.94 |
| 归母净利润(亿元) | 21.58  | 21.03  | 23.39  | 28.69  | 35.68    |
| 每股收益(元)   | 0.75   | 0.74   | 0.82   | 1.00   | 1.25     |
| 每股净资产(元)  | 11.13  | 11.87  | 12.60  | 13.49  | 14.61    |
| P/E       | 25.06  | 25.72  | 23.12  | 18.85  | 15.16    |
| P/B       | 1.70   | 1.59   | 1.50   | 1.40   | 1.29     |

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **上半年收入与扣非净利润稳定增长。**公司发布2024年中报, 24H1公司实现营业收入379.51亿元, YOY+5.29%; 实现归母净利润10.00亿元, YOY-2.13%; 实现扣非归母净利润8.94亿元, YOY+5.78%。归母净利润表现略有下滑, 或主要因为1) 24H1政府补助为1.32亿元, 比23H1的3.31亿元减少了1.99亿元; 2) 24H1存货高企, 导致资产减值损失达到3.61亿元, 23H1仅为2.54亿元, 考虑到公司产品大部分按需定产, 下半年随着运营商项目加速落地, 减值损失有望转销或转回; 3) 23H1的所得税费用基数较低。
- **二季度公司延续增长。**2024Q2经营数据拆分, 公司实现营业收入209.45亿元, YOY+7.32; 归母净利润5.87亿元, YOY+0.60%; 扣非归母净利润5.51亿元, YOY+8.46%。
- **毛利率略有承压, 降本增效成果显著。**24H1公司毛利率为19.03%, YOY-1.29pct, 原因或主要系1) 较低毛利率的服务器收入占比提高以及2) AI算力需求紧迫, 互联网客户收入占比提升。未来随着较高毛利的网络产品收入占比回升, 以及政企客户需求回暖, 毛利率有望回升。24H1公司销售、管理、财务、研发费用率分别同比下降1.09、0.11、0.32、1.34pct, 降本增效效果明显。
- **新华三增长稳健, 海外自有品牌增速喜人。**24H1主要子公司新华三实现营业收入264.28亿元, YOY+5.75%; 营业利润19.96亿元, YOY+12.91%; 净利润18.20亿元, 与23H1的18.23亿元基本持平。其中, 国内政企业务202.12亿元, YOY+8.31%; 国内运营商业务50.19亿元, 同比下滑4.32%; 国际业务11.98亿元, YOY+9.51%, 其中H3C品牌产品及服务自主渠道业务4.16亿元, YOY+61.22%。其他子公司方面, 紫光数码实现净利润1.24亿元, YOY+14.90%; 紫光云实现净利润-1.32亿元, YOY减亏23.68%; 紫光软件实现净利润-0.05亿元, YOY转亏。

- **ICT 全产业链龙头，市占率行业领先，有望充分受益 AI 浪潮。**根据公司财报引用 IDC 数据，公司网络、计算、存储、安全、云计算等产品市场占有率均位居行业前列：截至 24Q1，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 22.9%，位列第二。
- **股权收购有序推进，有望在近期完成。**根据公司 8 月 26 日《关于重大资产购买的进展公告》，目前公司收购新华三 30% 少数股权的交易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，以及用于支付本次交易收购价款的总计不超过人民币 95 亿元本金的贷款，本次股权收购有望在近期完成。
- **盈利预测和估值：**暂不考虑新华三股权变动的情况下，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 824.17/918.01/1018.94 亿元，同比增长 6.61%/11.39%/10.99%，实现归母净利润 23.39/28.69/35.68 亿元，同比增长 11.24%/22.62%/24.38%，对应 EPS 为 0.82/1.00/1.25 元，对应当前价格的 PE 为 24/19/15 倍。考虑到公司作为 ICT 全产业链龙头的发展潜力，且未来股权收购落地有望显著增厚利润，上调评级至“买入”。
- **风险提示：**中美科技摩擦下的供应链风险；下游客户 IT 需求不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险。

| 报表预测(单位: 亿元)      |               |               |               |               |                 | 财务和估值数据摘要        |         |        |        |        |          |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------------|---------|--------|--------|--------|----------|
| <b>利润表</b>        |               |               |               |               |                 | <b>主要指标</b>      |         |        |        |        |          |
| 营业收入              | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E           | 营业收入             | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E    |
| 营业收入              | 740.58        | 773.08        | 824.17        | 918.01        | 1,018.94        | 营业收入             | 740.58  | 773.08 | 824.17 | 918.01 | 1,018.94 |
| 减: 营业成本           | 587.72        | 621.58        | 657.87        | 730.71        | 801.53          | 增长率(%)           | 9.49    | 4.39   | 6.61   | 11.39  | 10.99    |
| 营业税金及附加           | 2.94          | 2.83          | 3.42          | 4.03          | 4.78            | 归属母公司股东净利润       | 21.58   | 21.03  | 23.39  | 28.69  | 35.68    |
| 营业费用              | 42.51         | 42.87         | 49.56         | 53.62         | 59.68           | 增长率(%)           | 0.48    | -2.54  | 11.24  | 22.63  | 24.38    |
| 管理费用              | 9.64          | 13.92         | 11.59         | 12.41         | 13.60           | 每股收益(EPS)        | 0.75    | 0.74   | 0.82   | 1.00   | 1.25     |
| 研发费用              | 52.99         | 56.43         | 59.93         | 64.86         | 72.45           | 每股股利(DPS)        | 0.00    | 0.14   | 0.09   | 0.11   | 0.13     |
| 财务费用              | 6.34          | 7.71          | 2.33          | 2.81          | 3.42            | 每股经营现金流          | 1.28    | -0.78  | 2.92   | 1.87   | 2.35     |
| 减值损失              | -8.46         | -7.31         | -7.10         | -8.06         | -9.21           | 销售毛利率            | 0.21    | 0.20   | 0.20   | 0.20   | 0.21     |
| 加: 投资收益           | 0.21          | 1.39          | 0.06          | 0.20          | 0.21            | 销售净利率            | 0.05    | 0.05   | 0.05   | 0.06   | 0.06     |
| 公允价值变动损益          | 0.27          | -0.75         | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 净资产收益率(ROE)      | 0.07    | 0.06   | 0.06   | 0.07   | 0.09     |
| 其他经营损益            | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 投入资本回报率(ROIC)    | 0.11    | 0.11   | 0.09   | 0.11   | 0.13     |
| <b>营业利润</b>       | <b>41.60</b>  | <b>36.78</b>  | <b>46.52</b>  | <b>57.54</b>  | <b>72.40</b>    | 市盈率(P/E)         | 25.06   | 25.72  | 23.12  | 18.85  | 15.16    |
| 加: 其他非经营损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 市净率(P/B)         | 1.70    | 1.59   | 1.50   | 1.40   | 1.29     |
| <b>利润总额</b>       | <b>42.20</b>  | <b>37.60</b>  | <b>46.52</b>  | <b>57.54</b>  | <b>72.40</b>    | 股息率(分红/股价)       | 0.00    | 0.01   | 0.00   | 0.01   | 0.01     |
| 减: 所得税            | 4.78          | 0.76          | 4.06          | 5.08          | 6.46            | <b>主要财务指标</b>    |         |        |        |        |          |
| <b>净利润</b>        | <b>37.42</b>  | <b>36.85</b>  | <b>42.47</b>  | <b>52.47</b>  | <b>65.94</b>    | 收益率              |         |        |        |        |          |
| 减: 少数股东损益         | 15.84         | 15.82         | 19.07         | 23.78         | 30.26           | 毛利率              | 20.64%  | 19.60% | 20.18% | 20.40% | 21.34%   |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>21.58</b>  | <b>21.03</b>  | <b>23.39</b>  | <b>28.69</b>  | <b>35.68</b>    | 三费/销售收入          | 7.90%   | 8.34%  | 7.70%  | 7.50%  | 7.53%    |
| <b>资产负债表</b>      |               |               |               |               |                 | <b>EBIT/销售收入</b> |         |        |        |        |          |
| 货币资金              | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E           | EBIT/销售收入        | 6.55%   | 5.86%  | 5.93%  | 6.57%  | 7.44%    |
| 货币资金              | 106.69        | 147.11        | 164.83        | 213.04        | 275.16          | EBITDA/销售收入      | 7.49%   | 6.72%  | 7.29%  | 7.84%  | 8.59%    |
| 交易性金融资产           | 14.29         | 3.14          | 3.14          | 3.14          | 3.14            | 销售净利率            | 5.05%   | 4.77%  | 5.15%  | 5.72%  | 6.47%    |
| 应收和预付款项           | 159.83        | 183.39        | 177.49        | 197.70        | 219.44          | 资产获利率            |         |        |        |        |          |
| 其他应收款(合计)         | 4.05          | 7.29          | 4.94          | 5.50          | 6.10            | ROE              | 6.78%   | 6.20%  | 6.49%  | 7.43%  | 8.54%    |
| 存货                | 202.75        | 279.35        | 248.42        | 275.93        | 302.67          | ROA              | 2.91%   | 2.41%  | 2.76%  | 3.06%  | 3.42%    |
| 其他流动资产            | 19.51         | 16.18         | 20.26         | 22.57         | 25.05           | ROIC             | 10.82%  | 10.68% | 8.58%  | 10.96% | 13.16%   |
| 长期股权投资            | 1.12          | 1.09          | 1.09          | 1.09          | 1.09            | <b>资本结构</b>      |         |        |        |        |          |
| 金融资产投资            | 3.11          | 2.36          | 2.36          | 2.36          | 2.36            | 资产负债率            | 48.92%  | 54.11% | 48.06% | 47.54% | 46.53%   |
| 投资性房地产            | 2.10          | 2.01          | 1.75          | 1.48          | 1.21            | 投资资本/总资产         | 56.02%  | 59.53% | 59.20% | 55.91% | 52.51%   |
| 固定资产和在建工程         | 24.37         | 25.34         | 24.46         | 23.32         | 21.91           | 带息债务/总负债         | 14.91%  | 26.34% | 16.46% | 15.61% | 14.98%   |
| 无形资产和开发支出         | 176.89        | 181.10        | 174.24        | 167.37        | 160.51          | 流动比率             | 1.52    | 1.62   | 1.91   | 2.00   | 2.10     |
| 其他非流动资产           | 25.92         | 24.28         | 25.27         | 24.87         | 24.87           | 速动比率             | 0.83    | 0.82   | 1.04   | 1.13   | 1.23     |
| <b>资产总计</b>       | <b>740.63</b> | <b>872.64</b> | <b>848.25</b> | <b>938.38</b> | <b>1,043.52</b> | 股利支付率            | 0.00%   | 19.04% | 10.79% | 10.79% | 10.79%   |
| 短期借款              | 41.75         | 62.83         | 1.21          | 0.00          | 0.00            | 收益留存率            | 100.00% | 80.96% | 89.21% | 89.21% | 89.21%   |
| 交易性金融负债           | 0.00          | 0.21          | 0.21          | 0.21          | 0.21            | <b>资产管理效率</b>    |         |        |        |        |          |
| 应付和预收款项           | 175.71        | 179.22        | 192.49        | 213.80        | 234.52          | 总资产周转率           | 1.00    | 0.89   | 0.97   | 0.98   | 0.98     |
| 长期借款              | 12.27         | 61.55         | 65.90         | 69.62         | 72.76           | 固定资产周转率          | 32.39   | 31.91  | 34.75  | 39.99  | 46.50    |
| 其他负债              | 132.61        | 168.40        | 147.88        | 162.48        | 178.05          | 应收账款周转率          | 4.97    | 4.71   | 5.06   | 5.06   | 5.06     |
| <b>负债合计</b>       | <b>362.35</b> | <b>472.22</b> | <b>407.69</b> | <b>446.12</b> | <b>485.54</b>   | 存货周转率            | 2.90    | 2.23   | 2.65   | 2.65   | 2.65     |
| 股本                | 28.60         | 28.60         | 28.60         | 28.60         | 28.60           | <b>估值指标</b>      |         |        |        |        |          |
| 资本公积              | 178.34        | 178.35        | 178.35        | 178.35        | 178.35          | EBIT             | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E    |
| 留存收益              | 111.47        | 132.52        | 153.39        | 178.98        | 210.81          | EBITDA           | 48.54   | 45.32  | 48.85  | 60.35  | 75.82    |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>318.41</b> | <b>339.46</b> | <b>360.34</b> | <b>385.93</b> | <b>417.76</b>   | NOPLAT           | 55.47   | 51.95  | 60.06  | 72.02  | 87.56    |
| 少数股东权益            | 59.87         | 60.96         | 80.03         | 103.81        | 134.07          | 归母净利润            | 21.58   | 21.03  | 23.39  | 28.69  | 35.68    |
| 股东权益合计            | 378.28        | 400.43        | 440.37        | 489.74        | 551.83          | EPS              | 0.75    | 0.74   | 0.82   | 1.00   | 1.25     |
| <b>负债和股东权益合计</b>  | <b>740.63</b> | <b>872.64</b> | <b>848.06</b> | <b>935.86</b> | <b>1,037.37</b> | BPS              | 11.13   | 11.87  | 12.60  | 13.49  | 14.61    |
| <b>现金流量表</b>      |               |               |               |               |                 | PE               | 25.06   | 25.72  | 23.12  | 18.85  | 15.16    |
| 经营性现金净流量          | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E           | PEG              | 52.38   | -10.11 | 2.06   | 0.83   | 0.62     |
| 经营性现金净流量          | 36.51         | -22.38        | 83.63         | 53.48         | 67.23           | PB               | 1.70    | 1.59   | 1.50   | 1.40   | 1.29     |
| 投资性现金净流量          | 0.38          | 6.55          | -3.97         | -4.21         | -4.61           | PS               | 0.73    | 0.70   | 0.66   | 0.59   | 0.53     |
| 筹资性现金净流量          | -21.09        | 53.45         | -61.93        | -1.06         | -0.51           | PCF              | 14.81   | -24.17 | 6.47   | 10.11  | 8.04     |
| 现金流量净额            | 16.25         | 37.56         | 17.72         | 48.21         | 62.12           |                  |         |        |        |        |          |

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                           |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上        |
|        | 增持   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%   |
|        | 持有   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%  |
|        | 卖出   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438