

紫光股份(000938.SZ)

营收平稳增长，算力和联接“双基石”全栈能力布局大模型

推荐 (维持)

股价:19.06元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.thunis.com
大股东/持股	西藏紫光通信科技有限公司/28.00%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,860
流通A股(百万股)	2,860
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	545
流通A股市值(亿元)	545
每股净资产(元)	12.09
资产负债率(%)	53.7

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
YANLEI511@pingan.com.cn

黄韦涵 投资咨询资格编号
S1060523070003
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

研究助理

王佳一 一般证券从业资格编号
S1060123070023
WANGJIAYI446@pingan.com.cn



事项:

公司公告2024年半年报, 2024年上半年实现营业收入379.51亿元, 同比增长5.29%, 实现归母净利润10亿元, 同比下降2.13%。

平安观点:

- 公司营收平稳增长, 费控成效显著。公司2024年上半年实现营业收入379.51亿元, 同比增长5.29%, 营收实现平稳增长。分季度看, 公司一、二季度分别实现营收170.06亿元、209.45亿元, 分别同比增长2.89%、7.32%, 营收增长季度间呈现加速态势。公司2024年上半年实现归母净利润10亿元, 同比下降2.13%。分季度看, 公司一、二季度分别实现归母净利润4.14亿元、5.87亿元, 分别同比变化-5.76%、0.60%, 归母净利润表现季度间改善。公司2024年上半年实现扣非归母净利润8.94亿元, 同比增长5.78%。在盈利能力指标方面, 公司2024年上半年毛利率为19.03%, 同比下降1.29个百分点。公司2024年上半年优化组织架构、提升运营效率、加强费用管理, 上半年期间费用同比下降12.99%, 期间费用率为13.62%, 同比下降2.86个百分点, 费控成效显著。
- 公司是国内ICT基础设施行业领先企业。根据IDC数据, 2024年第一季度, 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。公司在国内ICT基础设施行业领先地位稳固。
- 公司运营商业务和海外业务持续取得突破。公司控股子公司新华三2024年上半年实现营业收入264.28亿元, 同比增长5.75%; 实现营业利润1

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	74,058	77,308	85,379	95,596	108,269
YOY(%)	9.5	4.4	10.4	12.0	13.3
净利润(百万元)	2,158	2,103	2,316	2,840	3,507
YOY(%)	0.5	-2.5	10.1	22.6	23.5
毛利率(%)	20.6	19.6	19.7	20.2	20.7
净利率(%)	2.9	2.7	2.7	3.0	3.2
ROE(%)	6.8	6.2	6.5	7.4	8.6
EPS(摊薄/元)	0.75	0.74	0.81	0.99	1.23
P/E(倍)	25.3	25.9	23.5	19.2	15.5
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

9.96 亿元，同比增长 12.91%；实现净利润 18.20 亿元。在运营商业业务方面，新华三上半年国内运营商业业务实现收入 50.19 亿元。2024 年上半年，新华三凭借技术领先性和产品综合实力，在运营商市场多个关键领域取得重要突破与提升，陆续中标中国移动服务器集采项目、中国移动高端路由器和高端交换机集采项目、中国电信天翼云高性能盒式交换机集采项目、中国联通数据中心交换机集采项目等多个重要集采项目。在国际业务方面，新华三上半年国际业务实现收入 11.98 亿元，同比增长 9.51%，其中 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务营业收入为 4.16 亿元，同比大幅增长 61.22%。2024 年上半年，新华三持续加速海外市场深度与广度覆盖，自有品牌产品与服务规模保持高速增长。通过深化全球化发展战略，巩固了在东南亚、中东、日本等地区的市场地位，并持续开拓欧洲新市场。在哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、巴基斯坦、阿联酋、新加坡、西班牙等市场取得了突破性进展，承接了政府、教育、医疗、运营商等多个行业的重点项目。我们认为，公司控股子公司新华三在运营商业业务和国际业务的持续突破，将为公司的长期发展提供有力支撑。

- **公司依托算力和联接“双基石”全栈能力布局大模型，积极把握大模型产业发展机遇。**继2023年提出“AIGC 开放战略”后，2024 年公司充分发挥算力×联接的倍增效应深度布局大模型。在垂直行业私域大模型方面，公司已发布了百业灵犀大模型、百业灵犀推理引擎、百业灵犀大模型使能平台、百业灵犀 AI 助手等产品，并基于百业灵犀大模型和 AI 技术的积累，将 AI 能力全面嵌入公司各类产品，提升公司 ICT 基础设施的整体智能化水平。百业灵犀大模型与各行业场景化需求结合，已形成“AI+数字政府”、“AI+医疗”、“AI+企业”等多个场景应用，在政府、企业、医疗、媒体、交通等领域发挥了重要作用。在高效多元算力供给方面，公司发布了傲飞算力平台 3.0，可支持万卡集群以及多元 CPU 和 GPU 的异构算力统一调度。同时，公司发布了 G7 系列模块化异构算力服务器，其中，H3C UniServer R5500 G7 支持千亿级参数规模的大模型训练。在高品质网络联接方面，公司率先发布了 51.2T 800G CPO 硅光数据中心交换机，适用于 AIGC 集群或数据中心高性能核心交换等业务场景。当前，在大模型的浪潮下，大模型需要大算力，大模型产业未来发展前景广阔。公司依托算力和联接“双基石”全栈能力布局大模型，未来将深度受益大模型产业发展机遇。
- **盈利预测与投资建议：**根据公司的2024年半年报，我们调整业绩预测，预计公司2024-2026年的归母净利润分别为23.16亿元（原预测值为24.75亿元）、28.40亿元（原预测值为30.04亿元）、35.07亿元（原预测值为36.58亿元），对应EPS分别为0.81元、0.99元和1.23元，对应8月28日收盘价的PE分别约为23.5、19.2、15.5倍。公司是国内ICT基础设施行业领先企业，当前，公司收购新华三30%少数股权事项正积极推进中，收购新华三少数股权将进一步提高公司的核心竞争力。公司依托算力和联接“双基石”全栈能力布局大模型，未来将深度受益大模型产业发展机遇。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**1) ICT基础设施及服务业务发展不达预期。公司是国内领先的ICT基础设施及服务提供商，以太网交换机、企业路由器、X86服务器等产品在国内的市场份额领先。但如果公司不能保持产品的持续更新与迭代，则公司的ICT基础设施及服务业务将存在发展不达预期的风险。2) 公司国际业务发展不达预期。当前，公司国际业务发展势头较好。但如果公司自有品牌产品与服务在新市场的客户接受度低于预期，则公司国际业务将存在发展不达预期的风险。3) 公司AIGC业务的发展不达预期。当前，公司在AIGC算力和大模型方面积极布局。如果公司高性能AI服务器或数据中心交换机的市场接受度低于预期，或者私域大模型的市场推广进度低于预期，则公司AIGC业务将存在发展不达预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	63645	69964	78517	88798
现金	14711	15994	18325	20910
应收票据及应收账款	16670	18411	20614	23347
其他应收款	729	805	902	1021
预付账款	1669	1843	2063	2337
存货	27935	30811	34298	38604
其他流动资产	1932	2101	2315	2580
非流动资产	23619	22486	21353	20258
长期投资	109	112	115	118
固定资产	2423	2059	1692	1322
无形资产	4119	3432	2746	2060
其他非流动资产	16968	16883	16800	16758
资产总计	87264	92451	99869	109057
流动负债	39331	42258	46573	51584
短期借款	6283	5783	5883	5683
应付票据及应付账款	14358	15836	17629	19841
其他流动负债	18690	20639	23061	26060
非流动负债	7891	6532	5199	3895
长期借款	6155	4796	3462	2159
其他非流动负债	1736	1736	1736	1736
负债合计	47222	48790	51772	55479
少数股东权益	6096	7838	9974	12611
股本	2860	2860	2860	2860
资本公积	17835	17835	17836	17838
留存收益	13252	15128	17428	20269
归属母公司股东权益	33946	35822	38124	40966
负债和股东权益	87264	92451	99869	109057

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1857	4065	4517	5105
净利润	3685	4058	4976	6144
折旧摊销	663	1136	1139	1103
财务费用	771	474	394	319
投资损失	-139	-139	-139	-139
营运资金变动	-7444	-1608	-2007	-2485
其他经营现金流	606	144	153	162
投资活动现金流	655	-8	-19	-30
资本支出	890	0	3	6
长期投资	1427	0	0	0
其他投资现金流	-1662	-8	-22	-36
筹资活动现金流	5345	-2773	-2167	-2489
短期借款	2107	-500	100	-200
长期借款	4928	-1359	-1333	-1303
其他筹资现金流	-1690	-914	-934	-985
现金净增加额	4137	1283	2331	2586

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	77308	85379	95596	108269
营业成本	62158	68558	76319	85898
税金及附加	283	312	349	396
营业费用	4287	4696	5248	5911
管理费用	1392	1622	1807	2025
研发费用	5643	6403	7160	8099
财务费用	771	474	394	319
资产减值损失	-595	-657	-735	-833
信用减值损失	-136	-150	-168	-191
其他收益	1570	1700	1800	1900
公允价值变动收益	-75	30	30	30
投资净收益	139	139	139	139
资产处置收益	2	2	2	2
营业利润	3678	4376	5386	6669
营业外收入	89	89	89	89
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	3760	4459	5468	6751
所得税	76	401	492	608
净利润	3685	4058	4976	6144
少数股东损益	1582	1742	2136	2637
归属母公司净利润	2103	2316	2840	3507
EBITDA	5195	6069	7001	8174
EPS (元)	0.74	0.81	0.99	1.23

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	4.4	10.4	12.0	13.3
营业利润(%)	-11.6	19.0	23.1	23.8
归属于母公司净利润(%)	-2.5	10.1	22.6	23.5
获利能力				
毛利率(%)	19.6	19.7	20.2	20.7
净利率(%)	2.7	2.7	3.0	3.2
ROE(%)	6.2	6.5	7.4	8.6
ROIC(%)	12.8	10.7	12.5	14.6
偿债能力				
资产负债率(%)	54.1	52.8	51.8	50.9
净负债比率(%)	-5.7	-12.4	-18.7	-24.4
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	5.15	5.15	5.15	5.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.81	0.99	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	1.42	1.58	1.78
每股净资产(最新摊薄)	11.87	12.52	13.33	14.32
估值比率				
P/E	25.9	23.5	19.2	15.5
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12	10	9	7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层