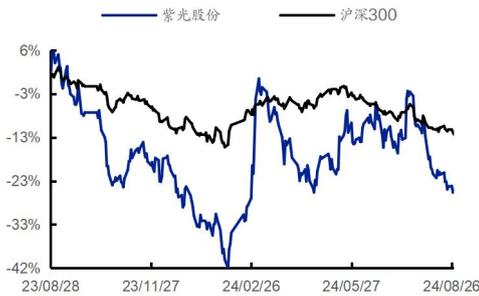


研究所：
证券分析师：刘熹 S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

新华三营收持续增长，夯实算力和联接“双基石” ——紫光股份（000938）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/28

表现	1M	3M	12M
紫光股份	-16.2%	-12.3%	-24.8%
沪深300	-3.6%	-8.9%	-12.4%

市场数据

2024/08/28

当前价格(元)	19.06
52周价格区间(元)	14.22-27.70
总市值(百万)	54,513.12
流通市值(百万)	54,513.12
总股本(万股)	286,007.99
流通股本(万股)	286,007.99
日均成交额(百万)	550.41
近一月换手(%)	1.36

相关报告

《紫光股份(000938)2023年三季报点评：国际业务快速增长，领航AI算力新时代(买入)*IT服务II*刘熹》——2023-11-01

《紫光股份(000938)2023半年报点评：2023H1业绩符合预期，AI新增订单大幅增长(买入)*IT服务II*刘熹》——2023-08-27

《紫光股份(000938)点评报告：全面拥抱AIGC，算力和网络加速成长(买入)*IT服务II*刘熹》——2023-04-30

事件：

8月26日，公司发布2024年半年报：

2024H1，营收379.51亿元，同比增长5.29%；归母净利润10亿元，同比下降2.13%；扣非后归母净利润8.94亿元，同比增长5.78%。期间费用率同比下降12.99%。

2024Q2，营收209.45亿元，同比增长7.32%；归母净利润5.87亿元，同比增长0.6%；扣非后归母净利润5.51亿元，同比增长8.46%。

投资要点：

■ 2024H1新华三营收持续增长，积极推进新华三30%股权收购

2024H1，控股子公司新华三实现营收264.28亿元，同比增长5.75%；净利润18.20亿元。

8月26日，公司披露《关于重大资产购买的进展》公告：公司全资子公司紫光国际拟以支付现金20.71亿美元的方式向HPE开曼购买所持有的新华三29%股权，拟以支付现金7142.78万美元的方式向Izar Holding Co购买所持有的新华三1%股权，合计以21.43亿美元购买新华三30%股权。交易完成后，公司对新华三持股比例将由51%增加至81%。截至本公告披露日，公司已取得《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。

■ 持续夯实算力和联接“双基石”全栈能力，把握AIGC产业机遇

高效多元算力：公司智慧计算产品具备多元异构、开放包容、灵活架构、超强扩展等优势。公司发布了G7系列模块化异构算力服务器，其中，H3C UniServer R5500G7支持千亿级参数规模的大模型训练；H3C UniServer R5330G7搭载2颗最新处理器+GPU异构算力，支持大模型混合并行训练。面对算力服务新格局，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。

高品质网络联接：公司推出智算网络解决方案，以全面的产品布局支持单框单层、盒-盒两层、框-盒两层等多种灵活组网架构，且通过负载均衡和自愈技术提升网络带宽利用率与降低故障恢复时间，全面增强网络对于多元异构算力的承载能力。同时，推出了基于DDC架构（分布式解耦机框）的算力集群核心交换机H3C S12500 AI系列，专为AI算力场

景设计，有效降低端到端时延和抖动。

■ **持续支持三大市场客户市场，H3C 品牌自主渠道海外收入高增**

2024H1 新华三国内政企业务收入达到 202.12 亿元，同比增长 8.31%；国内运营商业务收入 50.19 亿元；国际业务收入 11.98 亿元，其中 H3C 品牌自主渠道业务营收 4.16 亿元，同比增长 61.22%。分行业看：

①**国内政企**：参与了北京、郑州、贵阳等多个智算中心项目建设；智慧医院解决方案陆续中标浙江、河北、河南、北京等多地医院的重点信息化建设项目；智慧交通领域连续四年位居中国城轨云市场份额第一。

②**运营商市场**：中标中国移动服务器集采、中国移动高端路由器和高端交换机集采、中国电信天翼云高性能盒式交换机集采、中国联通数据中心交换机集采等多个重要集采项目。

③**海外市场**：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。

■ **盈利预测和投资评级**：公司是全球新一代云计算基础设施建设和行业智能应用服务的领先者，有望受益于 AIGC 技术革命。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 851.51/943.57/1048.65 亿，归母净利润分别为 24.20/29.61/35.57 亿元，EPS 分别为 0.85/1.04/1.24 元/股，当前股价对应 PE 分别为 23/18/15X，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：智算中心建设不及预期、大模型发展不及预期、宏观经济影响下游需求、市场竞争加剧、新华三股权收购不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	77308	85151	94357	104865
增长率(%)	4	10	11	11
归母净利润（百万元）	2103	2420	2961	3557
增长率(%)	-3	15	22	20
摊薄每股收益（元）	0.74	0.85	1.04	1.24
ROE(%)	6	7	8	9
P/E	26.33	22.52	18.41	15.33
P/B	1.63	1.52	1.42	1.32
P/S	0.72	0.64	0.58	0.52
EV/EBITDA	9.93	9.85	8.09	6.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：紫光股份盈利预测表

证券代码:	000938				股价:	19.06	投资评级:	买入	日期:	2024/08/28
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	7%	8%	9%	EPS	0.74	0.85	1.04	1.24	
毛利率	20%	19%	19%	20%	BVPS	11.87	12.56	13.40	14.41	
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值					
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	26.33	22.52	18.41	15.33	
成长能力					P/B	1.63	1.52	1.42	1.32	
收入增长率	4%	10%	11%	11%	P/S	0.72	0.64	0.58	0.52	
利润增长率	-3%	15%	22%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.96	0.93	0.95	0.96	营业收入	77308	85151	94357	104865	
应收账款周转率	5.70	5.89	5.98	5.93	营业成本	62158	68916	75959	84373	
存货周转率	2.58	2.35	2.28	2.27	营业税金及附加	283	323	359	393	
偿债能力					销售费用	4287	4939	5473	6082	
资产负债率	54%	54%	54%	53%	管理费用	1392	1448	1604	1573	
流动比	1.62	1.70	1.76	1.82	财务费用	771	309	270	263	
速动比	0.80	0.87	0.87	0.93	其他费用/(-收入)	5643	6301	6982	7550	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	3678	4285	5379	6353	
现金及现金等价物	15025	20095	21084	25062	营业外净收支	83	83	87	94	
应收款项	14356	14984	16955	18923	利润总额	3760	4368	5466	6447	
存货净额	27935	30629	35870	38420	所得税费用	76	131	298	225	
其他流动资产	6330	5468	6511	7305	净利润	3685	4237	5168	6222	
流动资产合计	63645	71177	80420	89711	少数股东损益	1582	1816	2207	2665	
固定资产	1055	1201	1270	1247	归属于母公司净利润	2103	2420	2961	3557	
在建工程	111	121	120	113	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	22344	22335	22426	22589	经营活动现金流	-1857	2969	2286	6132	
长期股权投资	109	104	96	86	净利润	2103	2420	2961	3557	
资产总计	87264	94938	104333	113747	少数股东损益	1582	1816	2207	2665	
短期借款	6283	6783	6483	5983	折旧摊销	1044	576	618	666	
应付款项	14358	15468	17237	19191	公允价值变动	75	0	0	0	
合同负债	12039	10007	12134	14046	营运资金变动	-6607	-2264	-3990	-1185	
其他流动负债	6651	9491	9859	10121	投资活动现金流	655	-636	-698	-596	
流动负债合计	39331	41748	45713	49341	资本支出	-939	-787	-798	-792	
长期借款及应付债券	5086	6086	6586	6586	长期投资	1433	-224	-142	-66	
其他长期负债	2805	3258	3585	3826	其他	160	375	241	262	
长期负债合计	7891	9345	10171	10412	筹资活动现金流	5345	2540	-699	-1608	
负债合计	47222	51093	55884	59753	债务融资	6434	3578	526	-259	
股本	2860	2860	2860	2860	权益融资	1	0	0	0	
股东权益	40043	43845	48449	53994	其它	-1090	-1038	-1225	-1349	
负债和股东权益总计	87264	94938	104333	113747	现金净增加额	4137	4870	889	3928	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘产业投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。