

# Q3 业绩稳健增长，“算力×联接”深化智算创新

2024 年 11 月 01 日

**事件：**2024 年 10 月 31 日，公司发布 2024 年三季度报，2024 年前三季度公司实现营业收入 588.39 亿元，同比增长 6.56%；实现归母净利润 15.82 亿元，同比增长 2.65%；实现扣非归母净利润 13.88 亿元，同比增长 6.91%。单季度来看，Q3 实现营业收入 208.89 亿元，同比增长 8.97%，环比下降 0.27%；归母净利润 5.81 亿元，同比增长 12.06%，环比下降 0.92%，实现扣非归母净利润 4.95 亿元，同比增长 9.00%，环比下降 10.13%。

**公司业绩稳健增长，新华三前三季度收入同比增长 7.2%。**核心子公司新华三前三季度实现营业收入 402.66 亿元，同比增长 7.18%，分业务看：**1) 国内政企业务收入** 316.83 亿元；**2) 国内运营商业务收入** 66.93 亿元；**3) 国际业务收入** 18.90 亿元，其中 H3C 海外自主渠道业务营业收入达到 6.85 亿元，同比增长 69.26%，自有品牌产品与服务规模继续保持高速增长。

**收入结构变化致毛利率下降，子公司并表增厚 Q3 利润。**24Q3 毛利率为 14.97%，同比下降 4.14pct，我们判断主因产品结构变化；其他收益 1.58 亿元，同比减少 17.59%，主因政府补助较上年同期减少所致；所得税费用-0.20 亿元，同比减少 118.23%，主因代扣代缴股利税以及紫光软件系统有限公司增值税减少；24Q3 实现净利率为 1.43%，同比下降 0.70pct。费用率方面，24Q3 研发费用率 6.53%，同比下降 0.84pct，环比增长 0.17pct；销售费用率 4.34%，同比增长 0.11pct，环比下降 0.10pct；管理费用率 1.20%，同比增长 0.18pct，环比增长 0.13pct，整体费用较为稳定。公司收购控股子公司新华三 30% 少数股东股权事宜在 9 月初顺利完成交割，收购完成后持股比例增至 81%，未来协同性和盈利能力将进一步加强。24Q3 归母净利润 5.81 亿元，同比增长 12.06%。

**围绕“算力×联接”，深化智算技术创新。**发布了全新一代智算产品：G7 系列多元异构算力服务器 H3C UniServer R4900/R5300/5500 G7、下一代 AI 存储 H3C UniStor Polaris 系列及 1.6T 端口速率的智算交换机 H3C S9825-8C-G，大幅提升用户 AI 训练和推理效率。发布业界首个 CXL-O 光互连解决方案，破解高性能计算中内存扩展与传输难题，极大提升数据中心整体计算性能与效率。推进网络智能化水平，应用驱动数据中心 (AD-DC) 解决方案业界首批通过自智网络基础能力 L4.0 级认证。推出“G-Flow”油类单相浸没液冷方案及相变浸没式液冷方案，解决高功耗芯片散热问题。发布“全景运维地图”，联动“灵犀大模型”，一图一脑实现网络全景可视、故障精准定位。

**投资建议：**考虑未来 1) 互联网数据中心建设对公司 IT、CT 需求快速增长；2) 国产芯片逐步放量增强公司 AI 服务器业绩确定性；3) 运营商需求有望恢复；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 22/29/36 亿元，当前市值对应的 PE 倍数为 35/26/21x。维持“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；市场竞争不及预期。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**26.25 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**

- 紫光股份 (000938.SZ) 2024 年半年报点评：H1 业绩稳健增长，AI 时代深耕全栈智算-2024/08/27
- 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
- 紫光股份 (000938.SZ) 2023 年三季度报点评：短期业绩承压，持续布局 AI 算力领域-2023/10/31
- 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
- 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

**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 | 84,952 | 93,531 | 103,431 |
| 增长率 (%)          | 4.4    | 9.9    | 10.1   | 10.6    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 2,103  | 2,153  | 2,918  | 3,624   |
| 增长率 (%)          | -2.5   | 2.4    | 35.5   | 24.2    |
| 每股收益 (元)         | 0.74   | 0.75   | 1.02   | 1.27    |
| PE               | 36     | 35     | 26     | 21      |
| PB               | 2.2    | 2.1    | 2.0    | 1.8     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

## 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 | 84,952 | 93,531 | 103,431 |
| 营业成本      | 62,158 | 70,044 | 76,809 | 84,689  |
| 营业税金及附加   | 283    | 289    | 318    | 352     |
| 销售费用      | 4,287  | 4,417  | 4,957  | 5,378   |
| 管理费用      | 1,392  | 994    | 1,122  | 1,241   |
| 研发费用      | 5,643  | 5,437  | 5,986  | 6,620   |
| EBIT      | 4,389  | 4,379  | 5,045  | 5,935   |
| 财务费用      | 771    | 939    | 574    | 484     |
| 资产减值损失    | -595   | -614   | -607   | -631    |
| 投资收益      | 139    | 17     | 19     | 21      |
| 营业利润      | 3,678  | 2,848  | 3,886  | 4,846   |
| 营业外收支     | 83     | 91     | 95     | 100     |
| 利润总额      | 3,760  | 2,939  | 3,982  | 4,946   |
| 所得税       | 76     | 185    | 251    | 312     |
| 净利润       | 3,685  | 2,753  | 3,731  | 4,634   |
| 归属于母公司净利润 | 2,103  | 2,153  | 2,918  | 3,624   |
| EBITDA    | 5,433  | 5,557  | 6,313  | 6,800   |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A  | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 14,711 | 34,906  | 38,014  | 41,260  |
| 应收账款及票据     | 14,356 | 15,671  | 17,008  | 18,521  |
| 预付款项        | 1,669  | 1,681   | 1,613   | 1,440   |
| 存货          | 27,935 | 28,991  | 30,171  | 31,443  |
| 其他流动资产      | 4,976  | 4,401   | 4,196   | 4,247   |
| 流动资产合计      | 63,645 | 85,650  | 91,001  | 96,911  |
| 长期股权投资      | 109    | 126     | 145     | 166     |
| 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 | 23,617  | 23,559  | 23,997  |
| 资产合计        | 87,264 | 109,267 | 114,560 | 120,908 |
| 短期借款        | 6,283  | 7,680   | 7,680   | 7,680   |
| 应付账款及票据     | 14,358 | 15,352  | 16,414  | 17,634  |
| 其他流动负债      | 18,690 | 19,295  | 20,158  | 21,124  |
| 流动负债合计      | 39,331 | 42,327  | 44,252  | 46,438  |
| 长期借款        | 5,086  | 12,781  | 12,781  | 12,781  |
| 其他长期负债      | 2,805  | 11,766  | 11,690  | 11,606  |
| 非流动负债合计     | 7,891  | 24,547  | 24,471  | 24,387  |
| 负债合计        | 47,222 | 66,874  | 68,723  | 70,825  |
| 股本          | 2,860  | 2,860   | 2,860   | 2,860   |
| 少数股东权益      | 6,096  | 6,696   | 7,510   | 8,520   |
| 股东权益合计      | 40,043 | 42,393  | 45,837  | 50,083  |
| 负债和股东权益合计   | 87,264 | 109,267 | 114,560 | 120,908 |

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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 4.39   | 9.89   | 10.10  | 10.59  |
| EBIT 增长率        | -11.98 | -0.22  | 15.19  | 17.65  |
| 净利润增长率          | -2.54  | 2.38   | 35.50  | 24.21  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 19.60  | 17.55  | 17.88  | 18.12  |
| 净利润率            | 2.72   | 2.53   | 3.12   | 3.50   |
| 总资产收益率 ROA      | 2.41   | 1.97   | 2.55   | 3.00   |
| 净资产收益率 ROE      | 6.20   | 6.03   | 7.61   | 8.72   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.62   | 2.02   | 2.06   | 2.09   |
| 速动比率            | 0.80   | 1.23   | 1.28   | 1.32   |
| 现金比率            | 0.37   | 0.82   | 0.86   | 0.89   |
| 资产负债率 (%)       | 54.11  | 61.20  | 59.99  | 58.58  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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   | 0.86   | 0.84   | 0.88   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.74   | 0.75   | 1.02   | 1.27   |
| 每股净资产           | 11.87  | 12.48  | 13.40  | 14.53  |
| 每股经营现金流         | -0.65  | 1.81   | 1.91   | 2.07   |
| 每股股利            | 0.14   | 0.10   | 0.14   | 0.17   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 36     | 35     | 26     | 21     |
| PB              | 2.2    | 2.1    | 2.0    | 1.8    |
| EV/EBITDA       | 16.97  | 16.60  | 14.61  | 13.56  |
| 股息收益率 (%)       | 0.53   | 0.38   | 0.52   | 0.64   |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 3,685  | 2,753  | 3,731  | 4,634  |
| 折旧和摊销       | 1,044  | 1,177  | 1,268  | 865    |
| 营运资金变动      | -6,607 | -110   | -1,138 | -1,201 |
| 经营活动现金流     | -1,857 | 5,169  | 5,463  | 5,925  |
| 资本开支        | -939   | -733   | -765   | -776   |
| 投资          | 1,433  | 11     | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | 655    | -539   | -634   | -776   |
| 股权募资        | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 6,434  | 8,042  | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流     | 5,345  | 15,565 | -1,721 | -1,903 |
| 现金净流量       | 4,137  | 20,195 | 3,108  | 3,246  |

## 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