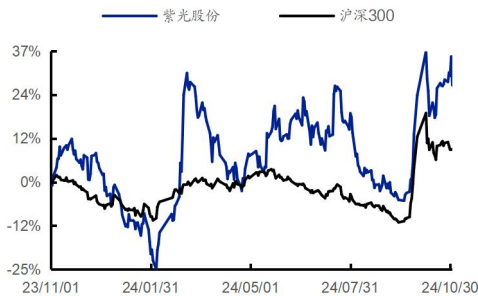


研究所:
证券分析师: 刘熹 S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

Q3 业绩稳健增长, 深化 AI-in-ALL 技术战略

——紫光股份 (000938) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
紫光股份	2.2%	7.6%	27.0%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/11/01
当前价格 (元)	24.68
52 周价格区间 (元)	14.22-27.40
总市值 (百万)	70,586.77
流通市值 (百万)	70,586.77
总股本 (万股)	286,007.99
流通股本 (万股)	286,007.99
日均成交额 (百万)	3,358.64
近一月换手 (%)	4.04

相关报告

《紫光股份 (000938) 2024 年半年报点评: 新华三营收持续增长, 夯实算力和联接“双基石”(买入)*IT 服务 II*刘熹》——2024-08-30

《紫光股份 (000938) 2023 年三季度报点评: 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

事件:

10 月 30 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%; 归母净利润 15.82 亿元, 同比增长 2.65%。

2024Q3, 公司实现营业收入 208.89 亿元, 同比增长 8.97%; 归母净利润 5.81 亿元, 同比增长 12.06%。

投资要点:

■ 前三季度新华三营收稳健, H3C 海外自主渠道营收同比+69%

2024 年前三季度, 新华三实现营业收入 402.66 亿元, 同比+7.18%; 其中, 国内政企业务收入 316.83 亿元, 同比+11.91%, 主要是今年互联网厂商加大投资力度, 部分行业客户需求恢复快, 叠加公司产品优势明显, 2024 年陆续中标多个重要项目; 国内运营商业收入 66.93 亿元、国际业务收入 18.90 亿元。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%。

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%。随着收购交易的完成, 新华三将会在产品技术创新突破、行业应用融合发展、国际合作深度协同等方面集聚新的增长动能。

■ 2024Q3 利润率暂时承压, 费用控制成果显现

2024 年前三季度, 公司销售毛利率为 17.59%, 同比-2.31pct; 净利率 3.44%, 同比-1.47pct。2024Q3, 公司销售毛利率为 14.97%, 同比-4.14pct, 环比-3.31pct; 净利率为 1.43%, 同比-3.30pct, 环比-3.47pct。我们认为, 利润率暂时承压, 或主要系互联网等客户占比提升, 以及 AI 服务器等增速较快所致。

公司期间费用率较为稳健。2024 年前三季度, 公司销售/管理/研发费用率分别为 5.06%/1.22%/6.42%, 同比-0.68/-0.01/-1.16pct; 研发费用 37.75 亿元、同比-9.84%。2024Q3, 公司销售/管理/研发费用率分别为 4.34%/1.20%/6.53%, 同比+0.11/+0.17/-0.84pct。公司表示, 2024 年四季度及 2025 年上半年, 公司在销售费用和管理费用上会以比较审慎的原则去管理, 但在研发层面上, 会继续聚焦于重点产品的持续投入。

■ 深化 AI-in-ALL 技术战略，图灵小镇迈入价值变现阶段

公司深入发展“算力×联接”。①**算力**：公司发布 G7 系列模块化异构算力服务器，也发布傲飞算力平台 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。②**联接**：公司发布业界首个 CXL-O 光互连解决方案，首发支持 1.6T 端口速率的智算交换机等；公司推出智算网络解决方案，全面增强网络对于多元异构算力的承载能力。

继在杭州、郑州、咸阳、马鞍山、贵阳等地实现“图灵小镇”落地之后，杭州图灵小镇算力运营平台暨图灵中试创新发展试验基地正式运营，标志着图灵小镇迈入价值变现的全新阶段。实现智算中心从“建设、生态、运营、赋能”到“销售、服务”的完整商业闭环。

■ **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 24.20/28.67/34.60 亿元，EPS 分别为 0.85/1.00/1.21 元/股，当前股价对应 PE 分别为 29/25/20X，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	2867	3459
增长率(%)	-3	15	18	21
摊薄每股收益（元）	0.74	0.85	1.00	1.21
ROE(%)	6	13	14	15
P/E	26.33	29.16	24.62	20.41
P/B	1.63	3.91	3.46	3.05
P/S	0.72	0.83	0.75	0.67
EV/EBITDA	9.93	14.65	12.08	9.87

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:	24.68	投资评级:	买入	日期:	2024/11/01
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%	13%	14%	15%	EPS	0.74	0.85	1.00	1.21	
毛利率	20%	19%	19%	20%	BVPS	11.87	6.31	7.12	8.10	
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值					
销售净利率	3%	3%	3%	3%	P/E	26.33	29.16	24.62	20.41	
成长能力					P/B	1.63	3.91	3.46	3.05	
收入增长率	4%	10%	11%	11%	P/S	0.72	0.83	0.75	0.67	
利润增长率	-3%	15%	18%	21%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.96	0.98	1.04	1.05	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%	70%	68%	66%	管理费用	1392	1448	1604	1573	
流动比	1.62	1.48	1.55	1.62	财务费用	771	309	443	440	
速动比	0.80	0.66	0.67	0.74	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	5205	6176	
现金及现金等价物	15025	11419	12204	15968	营业外净收支	83	83	87	94	
应收款项	14356	14984	16955	18923	利润总额	3760	4368	5292	6270	
存货净额	27935	30629	35870	38420	所得税费用	76	131	288	219	
其他流动资产	6330	5474	6518	7312	净利润	3685	4237	5004	6051	
流动资产合计	63645	62507	71546	80623	少数股东损益	1582	1816	2137	2592	
固定资产	1055	1201	1270	1247	归属于母公司净利润	2103	2420	2867	3459	
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	22416	22566	22790	经营活动现金流	-1857	2887	2122	5960	
长期股权投资	109	104	96	86	净利润	2103	2420	2867	3459	
资产总计	87264	86350	95599	104860	少数股东损益	1582	1816	2137	2592	
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	9916	10284	10546	投资活动现金流	655	-628	-756	-657	
流动负债合计	39331	42174	46138	49766	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	-255	-152	-80	
其他长期负债	2805	12122	12448	12690	其他	160	415	194	215	
长期负债合计	7891	18208	19034	19276	筹资活动现金流	5345	-6036	-681	-1589	
负债合计	47222	60382	65173	69042	债务融资	6434	3763	526	-259	
股本	2860	2860	2860	2860	权益融资	1	-17819	0	0	
股东权益	40043	25968	30426	35818	其它	-1090	8019	-1207	-1331	
负债和股东权益总计	87264	86350	95599	104860	现金净增加额	4137	-3806	685	3714	

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。