

通用计算机设备

紫光股份（000938.SZ）

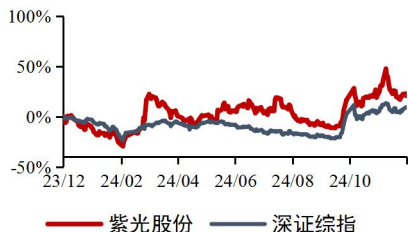
买入-B(首次)

ICT 龙头企业，深化全栈智算能力

2024 年 12 月 4 日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 12 月 3 日

|           |        |
|-----------|--------|
| 收盘价（元）：   | 25.00  |
| 总股本（亿股）：  | 28.60  |
| 流通股本（亿股）： | 28.60  |
| 流通市值（亿元）： | 715.02 |

基础数据：2024 年 9 月 30 日

|             |      |
|-------------|------|
| 每股净资产（元）：   | 5.79 |
| 每股资本公积（元）：  | 0.01 |
| 每股未分配利润（元）： | 3.72 |

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

投资要点：

公司发布 24Q3 业绩报。2024Q1-3 公司实现营收 588.39 亿元，同比+6.56%；归母净利润 15.82 亿元，同比+2.65%；扣非后归母净利润 13.88 亿元，同比+6.91%。24Q3 公司实现营收 208.89 亿元，同比+8.97%；归母净利润 5.81 亿元，同比+12.06%；扣非后归母净利润 4.95 亿元，同比+9.00%。

事件点评：

➢ 公司受益于国内智算网络建设，交换机和 AI 服务器有望快速增长，公司保持政企和云计算行业领先地位。国内智算中心、超算中心加快部署，算力规模快速增长，其中互联网、政府等行业需求靠前，公司作为政企领域交换机主要供应商，龙头地位稳固；51.2T 800G CPO 硅光数据中心交换机、G7 系列模块化异构算力服务器、液冷服务器、AIGC 灵犀一体机等产品陆续发布，可满足大模型训练等多种智算需求，随国产算力建设加快，公司由 AI in ALL 到 AI for ALL 赋能百业。

➢ 公司运营商业务近年来拓展顺利，持续中标运营商集采项目。在 ICT 设备集采方面，2023 年新华三中标包括中国移动、中国电信和中国联通在内的多项重大设备集采，CR 集群路由器在中国电信集采中实现首次中标，高端路由器及 BRAS 产品在中国移动网络中的部署份额持续提升；网络建设方面，新华三在运营商份额靠前。公司与运营商合理深耕政企业务，运营商份额有望继续提升。

➢ 此外，海外作为公司第二增长曲线提升速度较快，H3C 自主品牌持续拓展新兴市场，紫光云打造混合云底座赋能百业，终端复用政企渠道优势拓展云电脑等商务品类。具体来看，公司海外业务以网络建设为主拓展新兴市场，自有品牌占国际业务比例持续提高；紫光云立足“云智原生”战略迭代升级，在城轨云方案成效显著，连续中标多个城商行项目和城轨格局项目；终端方面，公司复用政企资源，将解决方案与终端产品融合，促进终端产品销售。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2024-26 年净利润 23.99/28.65/34.89 亿元，同比增长 14.1%/19.4%/21.8%，对应 2024-26 年 EPS 为 0.84/1.00/1.22 元，2024 年 12 月 3 日对应 PE 为 29.8/25.0/20.5 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

**风险提示：**宏观经济环境变化风险；技术和产品研发风险；经营风险；人力资源风险。

财务数据与估值：

| 会计年度      | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 74,058 | 77,308 | 83,058 | 93,013 | 104,826 |
| YoY(%)    | 9.5    | 4.4    | 7.4    | 12.0   | 12.7    |

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



|           |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润(百万元)  | 2,158 | 2,103 | 2,399 | 2,865 | 3,489 |
| YoY(%)    | 0.5   | -2.5  | 14.1  | 19.4  | 21.8  |
| 毛利率(%)    | 20.6  | 19.6  | 18.0  | 19.0  | 19.5  |
| EPS(摊薄/元) | 0.75  | 0.74  | 0.84  | 1.00  | 1.22  |
| ROE(%)    | 9.9   | 9.2   | 7.0   | 7.9   | 8.8   |
| P/E(倍)    | 26.0  | 25.6  | 29.8  | 25.0  | 20.5  |
| P/B(倍)    | 1.9   | 1.7   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| 净利率(%)    | 2.9   | 2.7   | 2.9   | 3.1   | 3.3   |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 紫光股份：经营业绩保持稳健，新华三 AI for ALL 赋能百业..... | 5  |
| 2. 公司成长逻辑：政企龙头地位稳固，运营商与国际业务拓展有序.....      | 8  |
| 2.1 政企保持领先优势，运营商业务份额提升.....               | 8  |
| 2.2 国际业务开拓顺利，终端与紫光云加速渗透.....              | 12 |
| 3. 盈利预测及投资建议.....                         | 14 |
| 4. 风险提示.....                              | 16 |

## 图表目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 1： 公司业务布局.....           | 5  |
| 图 2： 公司营收及同比.....          | 5  |
| 图 3： 公司归母净利润及同比.....       | 5  |
| 图 4： 公司分业务营收（单位：亿元）.....   | 6  |
| 图 5： 公司分业务营收占比.....        | 6  |
| 图 6： 新华三营收及同比.....         | 7  |
| 图 7： 新华三营收结构.....          | 7  |
| 图 8： 公司毛利率净利率.....         | 7  |
| 图 9： 公司期间费用率.....          | 7  |
| 图 10： 百业灵犀大模型全景.....       | 8  |
| 图 11： 我国算力规模持续增长.....      | 9  |
| 图 12： 智能算力与超算算力占比快速提高..... | 9  |
| 图 13： 通用算力与智能算力分行业需求.....  | 9  |
| 图 14： 新华三人工智能服务器.....      | 11 |



|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 15: H3C 品牌产品及服务营收及同比.....    | 12 |
| 图 16: H3C 品牌产品及服务占国际业务比.....   | 12 |
| 图 17: 2022 年中国城市轨道交通云市场份额..... | 13 |
| 图 18: 2022 年城轨云子市场.....        | 13 |
| 图 19: 新华三智能终端示例.....           | 14 |
| 表 1: 紫光股份交换机服务器市占率及排名情况.....   | 10 |
| 表 2: 紫光股份路由器市占率及排名情况.....      | 12 |
| 表 3: 紫光股份业务营收拆分（单位：亿元）.....    | 14 |
| 表 4: 经营估值及预测表.....             | 15 |
| 表 5: 可比公司估值对比.....             | 16 |

## 1. 紫光股份：经营业绩保持稳健，新华三 AI for ALL 赋能百业

紫光股份成立于 1999 年，由紫光集团发起设立，并于同年在深交所上市，公司通过多次并购重组，深度布局“云网芯边端”全产业链，业务涵盖 ICT 基础设施服务与 IT 分销两大业务板块，产品已全面覆盖网络、计算、存储、云计算、安全和智能终端、数字化解决方案等全生命周期服务。

公司旗下主要子公司有新华三、紫光软件、紫光数码、紫光西数、紫光云。其中，新华三是 ICT 基础设施行业龙头，是紫光股份经营主体，为公司贡献了大部分营收和利润。紫光软件是中国领先的行业解决方案和 IT 服务提供商，是公司云网板块的重要组成部分。紫光数码是公司主要的 ICT 分销商，还覆盖智慧物流和供应链金融。紫光西数主要生产数字存储设备。紫光云是公司“芯云战略”的重要组成部分，聚焦智慧城市运营、公有云研发、运营及销售和产业互联网等业务。

图 1：公司业务布局

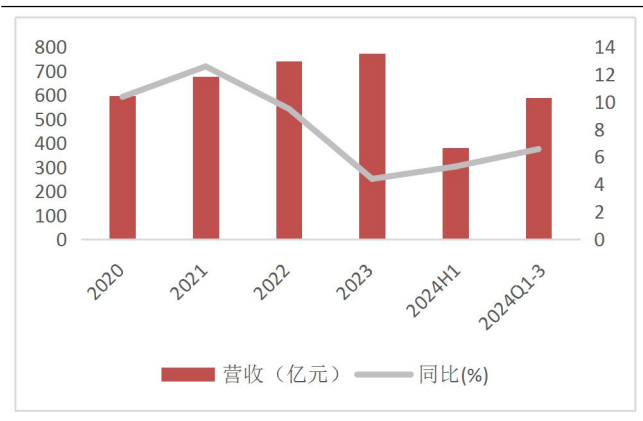


资料来源：山西证券研究所整理

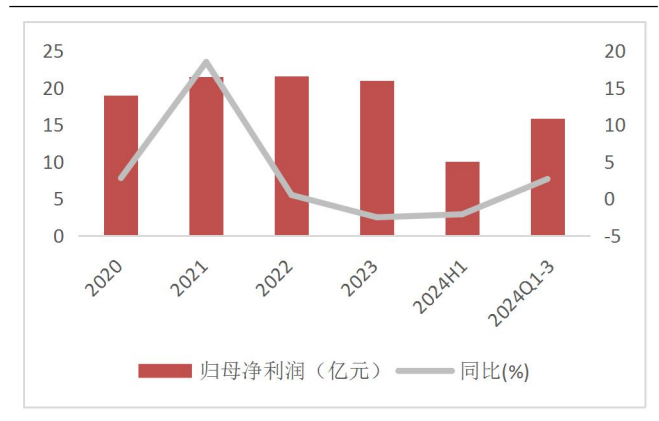
业绩端来看，公司营收保持稳中有增，归母净利润有小幅下滑。2023/2024Q1-3 公司分别实现营收 773.08/588.39 亿元，同比分别+4.39%/+6.56%；归母净利润分别 21.03/15.82 亿元，同比分别-2.54%/+2.65%。

图 2：公司营收及同比

图 3：公司归母净利润及同比



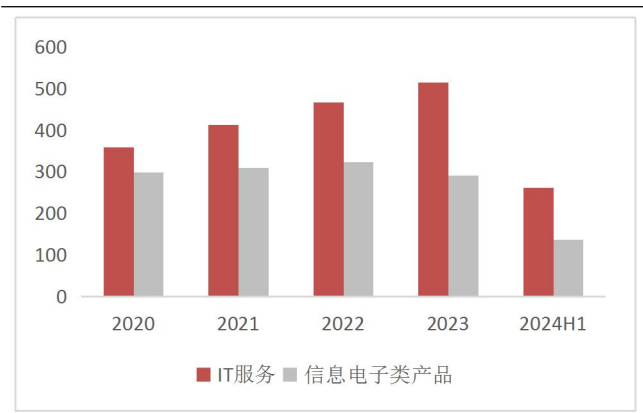
资料来源: wind, 山西证券研究所



资料来源: wind, 山西证券研究所

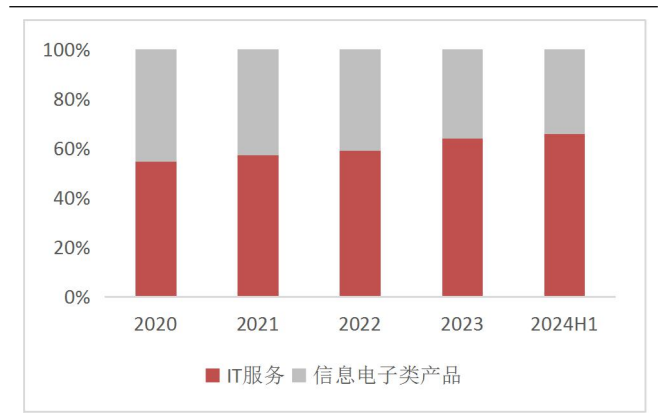
分业务来看, 2024H1 年公司 IT 服务营收 261.54 亿元, 同比+5.43%, 占营收比提高至 68.92%。其中, 新华三 2023/2024H1/2024Q1-3 实现营收 519.39/264.28/402.66 亿元, 同比+4.27%/5.75%/7.18%, 占公司营收比分别 67.18%/69.64%/68.43%; 2023/2024H1 新华三归母净利润分别 34.11/18.20 亿元, 同比分别 -8.58%/-0.16%。拆分来看, 24H1 新华三国内企业业务/国内运营商业/国际业务营收分别 202.12/50.19/11.98 亿元, 其中国内企业业务同比提升 8.31%。公司国内企业业务涵盖互联网、智慧医疗、智慧教育、智慧金融、智慧交通等, 整体保持稳中有增; 运营商方面, 公司中标包括中国移动、中国电信和中国联通在内的多项重大集采项目, 在数据中心交换机、服务器、防火墙等产品线中稳居前列, 坐稳运营商头部供应商位置, 新华三在政企领域与运营商持续加深合作; 海外市场方面, 2024 年上半年, 新华三持续加速海外市场深度与广度覆盖, 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, 2024 年前三季度 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务实现营收 6.85 亿元, 同比增长 69.26%。

图 4: 公司分业务营收 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 山西证券研究所

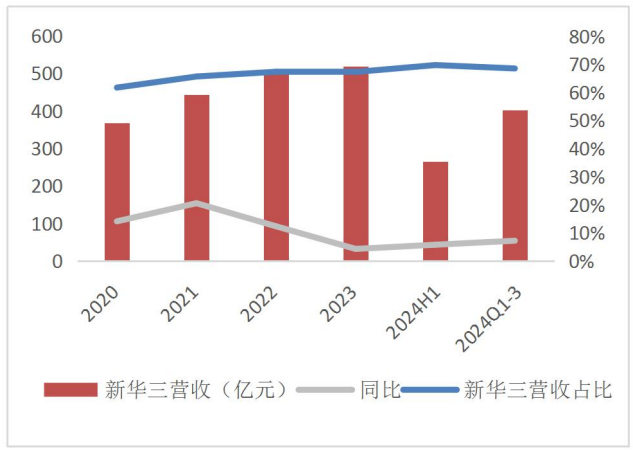
图 5: 公司分业务营收占比



资料来源: wind, 山西证券研究所

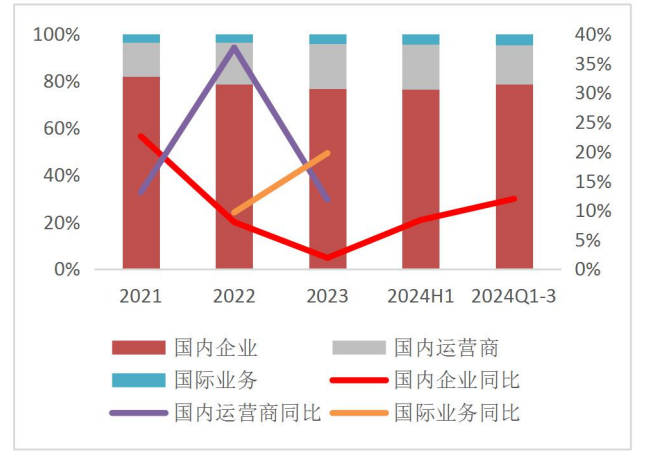


图 6：新华三营收及同比



资料来源：公司各年年报，2024 年半年报，2024 年三季度报，山西证券研究所

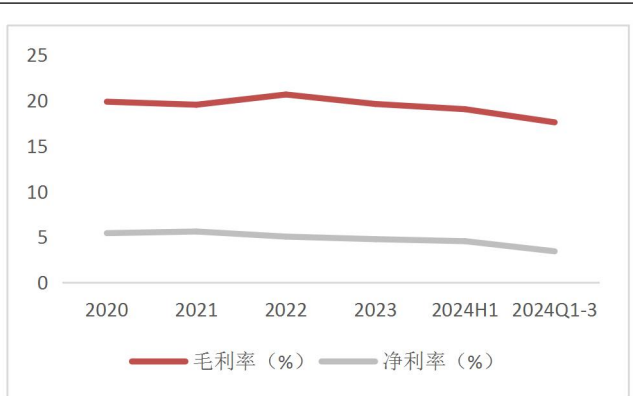
图 7：新华三营收结构



资料来源：公司各年年报，2024 年半年报，2024 年三季度报，山西证券研究所

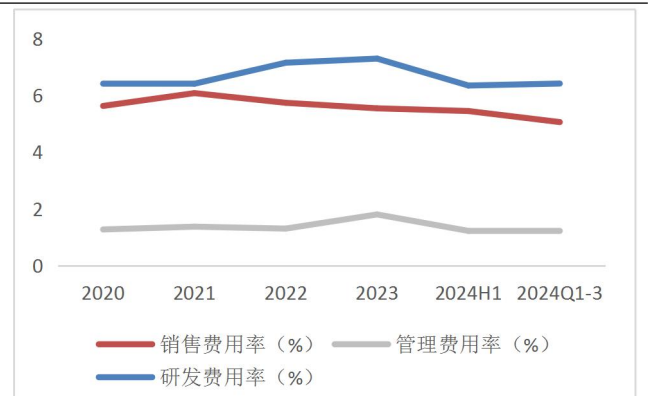
盈利能力方面，公司毛利率与净利率大体保持稳定，研发费用率保持提升。2023/2024Q1-3 公司毛利率分别 19.60%/17.59%，净利率分别 4.77%/3.44%；公司持续加大产品和解决方案研发力度，新发布 AIGC 灵犀一体机，可支持万卡集群以及多元 CPU 和 GPU 的异构算力统一调度的傲飞算力平台 3.0、支持千亿级参数规模的大模型训练的 H3C UniServer R5500 G7 服务器等，2023/24Q1-3 公司研发费用率分别 7.30%/6.42%，销售费用率分别 5.55%/5.06%，管理费用率分别 1.80%/1.22%。

图 8：公司毛利率净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：公司期间费用率

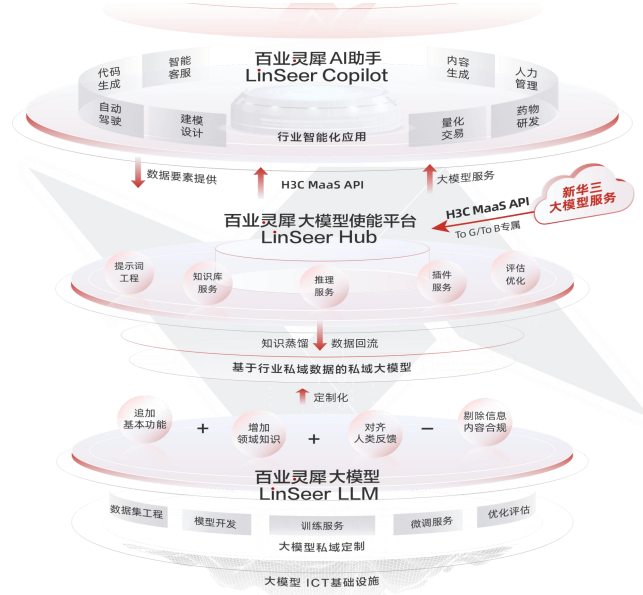


资料来源：wind，山西证券研究所

从发展策略来看，新华三由 AI in ALL 到 AI for ALL 赋能百业。AI in ALL 是新华三 2020 年提出的整

体战略，即将 AI 融入到所有的软硬件产品当中，实现全栈全场景技术覆盖；基于 AI in ALL 战略，公司近年深度构建“云—网—安—算—存—端”全栈业务布局，围绕 AI 服务器、高速交换机、云边协同、分布式存储及智能终端产品等进行升级。2023 年公司提出 AI for ALL，为行业赋能战略，使算力、数据、智能赋能业务，推动私域大模型在垂直行业的部署与应用，以“AI+场景化解决方案”赋能行业客户的数字化转型和智能化升级；具体来看，公司发布“百业灵犀 LinSeer”私域大模型、百业灵犀大模型使能平台、百业灵犀 AI 助手等系列产品，百业灵犀私域大模型可形成全链路、软硬件端到端的全面解决方案，目前已在多地数字政府领域及多个大型企业进行试点，未来有望为金融、教育、医疗、数字能源等多行业客户提供全套弹性扩展方案，使公司在 to B、to G 行业中赢得市场先机。

图 10：百业灵犀大模型全景



资料来源：新华三官网，山西证券研究所

## 2. 公司成长逻辑：政企龙头地位稳固，运营商与国际业务拓展有序

### 2.1 政企保持领先优势，运营商业务份额提升

国内智算中心、超算中心加快部署，算力规模快速增长。根据中国信通院统计，截至 2023 年 6 月，全国已投运的人工智能计算中心达 25 个，在建的人工智能计算中心超 20 个。算力角度来看，根据中国信息通信研究院测算，2022 年我国计算设备算力总规模达到 302EFlops，全球占比约为 33%，连续两年增速超过 50%，高于全球增速；具体来看，2022 年我国智能算力规模达到 178.5 EFlops，增速 72%，在我国算力

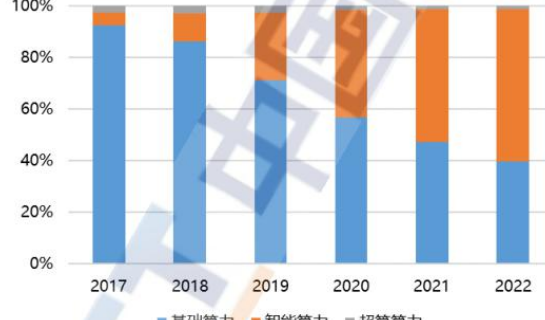


占比达 59%，成为算力快速增长的驱动力，其中 2022 年 AI 服务器出货量达到 28 万台，同比增长 23%，六年累计出货量超过 82 万台。根据预测，到 2026 年智能算力规模将进入每秒十万亿亿次浮点计算(ZFlops)级别；超算算力 2022 年规模为 3.9 EFlops,连续两年增速超过 30%，其中 2022 中国高性能计算机 TOP100 排在第一名的算力达 208.26 PFlops，联想、浪潮、曙光以 42 台、26 台、10 台超算位列国内前三。

图 11：我国算力规模持续增长



图 12：智能算力与超算算力占比快速提高

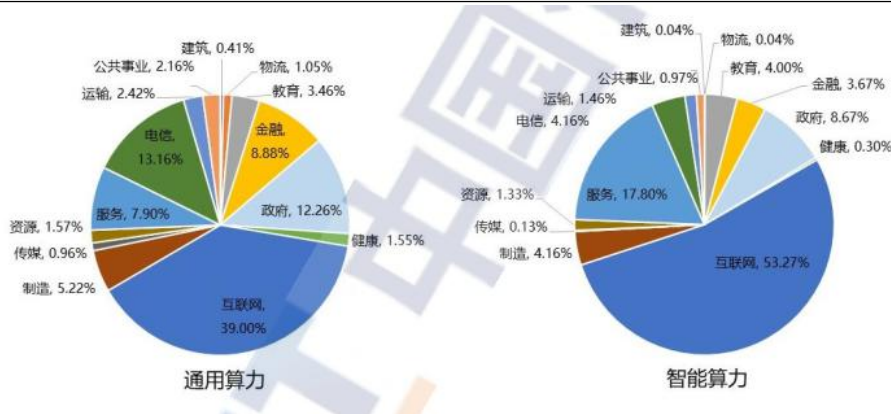


资料来源：《中国算力发展指数白皮书 2023》，中国信息通信研究院、IDC、Gartner、TOP500、HPC TOP100，山西证券研究所

资料来源：《中国算力发展指数白皮书 2023》，中国信息通信研究院，山西证券研究所

此外，从行业领域来看，互联网算力需求最大，政府、服务、金融等行业跟随其后。具体来看，在通用算力领域，互联网占通用算力份额 39%，电信行业加强算力基础设施投入力度，位列第二，政府、服务、金融、制造、教育、运输等行业分列三到八位；在智能算力领域，互联网占智能算力 53% 的份额，服务行业快速从传统模式向新兴智慧模式发展，算力份额占比位列第二；政府、电信、制造、教育、金融、运输等行业分列第三到八位。

图 13：通用算力与智能算力分行业需求



资料来源：《中国算力发展指数白皮书 2023》，中国信息通信研究院、IDC，山西证券研究所

公司主要产品交换机与服务器市场份额领先，有望受益于国内智算网络建设继续快速增长。产品端，公司 24Q1 以太网交换机市占份额持续位列第一（34.8%），2023 年 GPU 服务器位列市占第二（19.7%），企业、园区、数据中心交换机及刀片服务器份额靠前。交换机方面，在数据中心领域，2023 年公司推出全球首款单芯片 51.2T 800G CPO 硅光数据中心交换机，单位时间内 GPU 运算效率提升 25%，并陆续推出 800G 标准交换机、新一代智算 AI 核心交换机等多款全新一代数据中心交换机产品；全光园区网领域，公司发布了全光网络 3.0 解决方案，采用以太光+EPON/GPON 的融合技术路线，包含光影方案（以太光组网）和光耀方案（PON 组网）两大类，让用户能够用一套架构解决多种需求；服务器方面，公司在 AI 服务器、液冷服务器等新品可满足客户大模型训练等智算需求，2023 年公司发布了业界首款机架箱式浸没服务器 H3C UniServer Cube，其 PUE<1.05 助力极致数据中心建设。

表 1：紫光股份交换机服务器市占率及排名情况

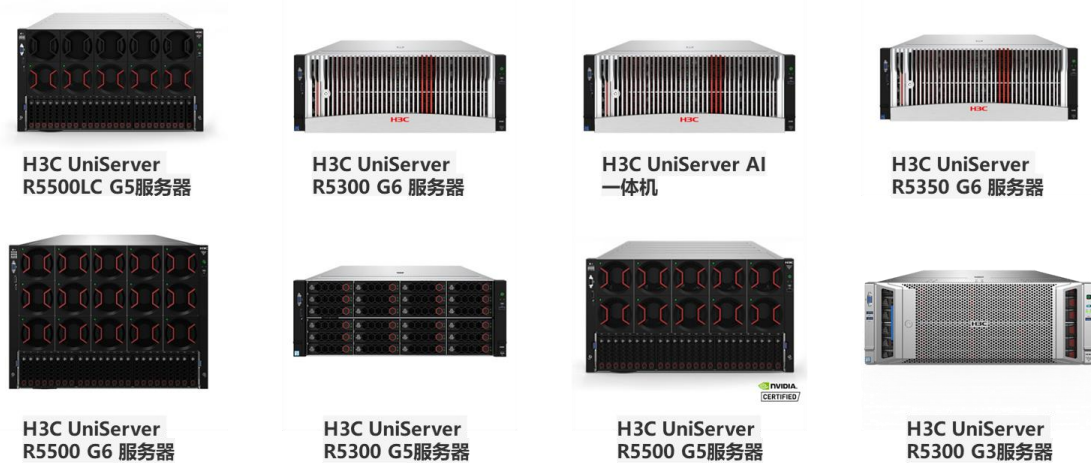
| 中国      | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024Q1 | 备注          |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|
| 以太网交换机  | 33.2% | 35.5% | 35.0% | 35.2% | 33.8% | 32.9% | 34.8%  | 24Q1 市场份额第一 |
| 企业网交换机  |       |       |       |       | 35.3% | 34.2% | 36.5%  | 24Q1 市场份额第一 |
| 园区交换机   |       |       |       |       |       | 36.8% | 41.6%  | 24Q1 市场份额第一 |
| 数据中心交换机 |       |       |       |       | 31.0% | 28.4% | 29.0%  | 24Q1 市场份额第二 |
| X86 服务器 | 11.7% | 16.1% | 15.4% | 17.4% | 18.0% | 15.8% | 15.6%  | 保持市场份额第二    |
| GPU 服务器 |       |       |       |       |       | 19.7% |        | 位列市场第二      |
| 刀片服务器   |       |       |       | 47.8% | 54.8% | 51.7% |        | 蝉联市场第一      |

资料来源：公司 2020-2023 年年报，2023、2024 年中报，山西证券研究所

公司与政企和云计算领域深度合作。政企领域，公司 2024 年发布了 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，其搭载 2 颗最新处理器+GPU 异构

算力，支持大模型混合并行训练；新一代模块化边缘服务器 H3C UniServer E3300 G6 具备算网融合、边缘智算和绿色高效三重优势，满足 5G、边缘云、边缘 AI 等不同边缘场景的需求，已在边缘云、新能源发电、工业互联网等场景应用部署；公司 2023 年发布的服务大模型训练的智能算力旗舰 H3C UniServer R5500 G6 面向大规模 AI 训练和推理场景，相较上一代产品相比算力提升 3 倍，训练时间可缩短 70%，目前已在互联网公司 and 多个智算中心项目应用，覆盖互联网、运营商、金融、数字政府、教育等行业。云计算和 AI 领域，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；新发布的 AIGC 灵犀一体机可满足私域部署的性能和安全需求，支持知识问答、多模态推理、数字人等场景化应用的一站式交付，已应用于众多行业；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。

图 14：新华三人工智能服务器



资料来源：新华三官网，山西证券研究所

公司运营业务近年来拓展顺利，持续中标运营商集采项目，份额有望继续提升。在 ICT 设备集采方面，2023 年子公司新华三中标包括中国移动、中国电信和中国联通在内的多项重大设备集采，CR 集群路由器在中国电信集采中实现首次中标，高端路由器及 BRAS 产品在中国移动网络中的部署份额持续提升；网络建设方面，新华三在中国电信新型城域网供应商中位列前三，是中国联通智能城域网的主要供应商，中标江苏移动 2023 年全省 FTTR 全光组网设备项目，并在湖南移动 2023 年 FTTR 采购项目中以第一份额中标子项目等。

表 2：紫光股份路由器市占率及排名情况

| 中国       | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024Q1 | 备注            |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------------|
| 企业网路由器   | 27.2% | 27.9% | 30.8% | 31.3% | 31.8% | 30.9% | 30.7%  | 持续保持市场份额第二    |
| 企业级 WLAN | 31.1% | 30.9% | 31.3% | 28.4% | 28.0% | 27.4% | 30.3%  | 连续十五年保持市场份额第一 |

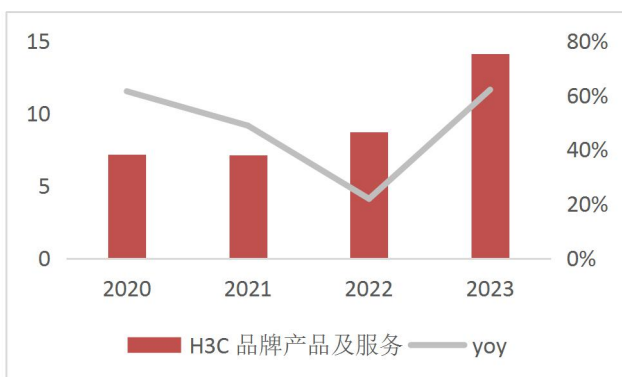
资料来源：公司 2020-2023 年年报，2023、2024 年中报，山西证券研究所

## 2.2 国际业务开拓顺利，终端与紫光云加速渗透

国际业务方面，2023 年公司发布全新海外战略，围绕生态系统、人才赋能和技术创新三方面助力海外国家及地区实现数字化转型的“本地化”，助力多国客户打造面向未来的数字化底座设施。2024 年上半年，新华三巩固在东南亚、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，在欧洲聚焦国家均签约了总代理商和服务商；同时为满足各国客户的本地化需求，公司研发了适用于国际市场的专用及定制化网络产品，持续优化“协同办公、创新教育、高效医疗、公共服务和智能制造”五大场景化解决方案，产品市场占有率进一步提升。

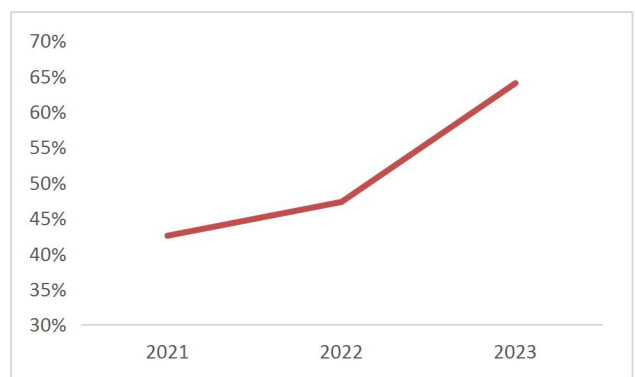
新华三海外自有品牌产品及服务拓展顺利，占国际业务比例逐年提高。营收方面，2021-2023 H3C 品牌产品及服务营收分别 7.14/8.70/14.10 亿元，同比 48.81%/21.89%/62.04%，占公司国际业务比例分别 42.6%/47.3%/64.0%，自有品牌产品及服务逐渐成为国际业务主要增长动能。

图 15：H3C 品牌产品及服务营收及同比



资料来源：公司 2020-2023 年年报，山西证券研究所

图 16：H3C 品牌产品及服务占国际业务比

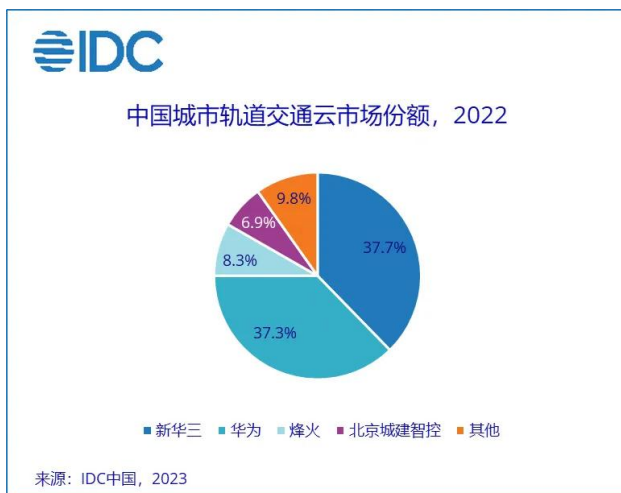


资料来源：公司 2021-2023 年年报，山西证券研究所



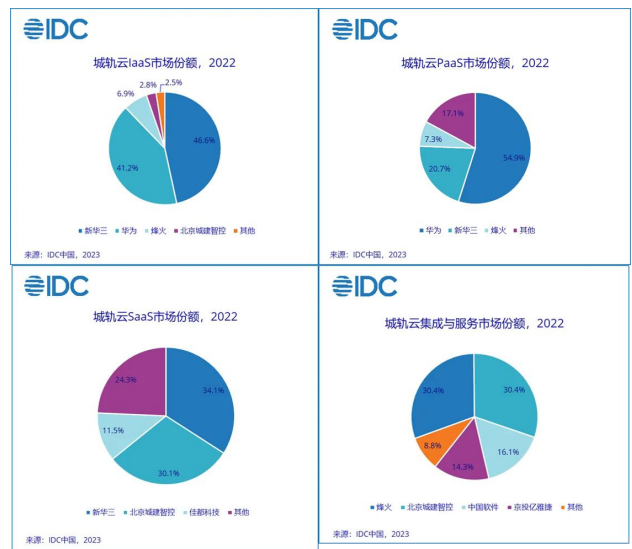
紫光云打造混合云底座，在轨交等垂直行业高速增长。紫光云立足“云智原生”战略，紫鸾云底层架构升级后既能全面覆盖单云、多云、边缘云、同构混合云、异构混合云、多中心灾备等多元化场景，又能让客户快速体验全栈云服务，2024年上半年，紫光云持续深化“上云 用数 赋智”三维能力，发布了全新的紫鸾 5.0 云平台。城轨云实现了关键特性，连续中标多个城商行项目和城轨格局项目：具体来看，公司在交通领域发布了多项行业创新方案，覆盖城轨、机场、铁路等多个应用场景，包括交通 IP 骨干网方案、交通行业 AIGC 解决方案、城轨边缘数字底座方案、城轨综合运行管理平台、城轨云 DaaS “一湖两舱三通道”数据处理方案、基于 WiFi+IoT 的城轨智慧运维管理方案、机场 “一朵云”数字底座方案、中小型机场一体化数字底座方案、航班运行保障节点自动采集方案、铁路数据通信网落解决方案等，陆续中标南京地铁、广州地铁、杭州地铁、深圳地铁等多个重点项目，保持市场份额领先地位。新华三连续四年位居中国城轨云市场份额第一，根据 IDC，2022 年新华三在国内城市轨道交通云市占 37.7%，在子行业 IaaS、PaaS、SaaS 市场份额分别 46.6%/20.7%/34.1%。

图 17：2022 年中国城市轨道交通云市场份额



资料来源：IDC，云技术，山西证券研究所

图 18：2022 年城轨云子市场



资料来源：IDC，云技术，山西证券研究所

公司终端复用政企渠道优势拓展智能终端等品类。公司智能终端主要包括商用笔记本电脑、商用台式机、智慧屏等，主要为医疗、教育、政企等行业客户提供基础设施及智慧服务。具体来看，公司发布的“黑板 OS”智慧教室解决方案、“医科通智慧诊室解决方案”、全屋光网无线覆盖解决方案，全 2.5G “光纤到房间”，一方面为行业提供全套数字化方案，另一方面可促进终端产品销售，提高公司市场份额及影响力。

图 19：新华三智能终端示例



资料来源：新华三官网，山西证券研究所

### 3. 盈利预测及投资建议

分公司业务及子公司来看，

紫光主要营收来源及增长点在于子公司 H3C，H3C 在国内交换机、服务器等领域份额位列头部，海外市场拓展有序，拆分来看 H3C 营收主要分为交换机营收，企业路由器营收，SP 路由器营收，企业 WLAN 营收，x86 服务器营收，存储营收，安全硬件营收，超融合营收，商用终端营收及 H3C 海外营收，综合预计 2024-26 年 H3C 营收分别 791.1/909.2/1048.6 亿元，同比分别 15.5%/14.9%/15.3%；

其他子营收占比较小，分公司来看，

紫光数码是公司主要的 ICT 分销商，还覆盖智慧物流和供应链金融，预计 2024-26 年营收分别 240.5/252.6/263.9 亿元，同比分别 5.5%/5.0%/4.5%；

紫光软件是公司云网板块的重要组成部分，是中国领先的行业解决方案和 IT 服务提供商，预计 2024-26 年营收分别 30.2/28.7/30.1 亿元，同比分别-15.0%/-5.0%/5.0%；

紫光云是公司“芯云战略”的重要组成部分，聚焦智慧城市运营、公有云研发、运营及销售和产业互联网等业务，预计 2024-26 年营收分别 14.3/15.1/16.3 亿元，同比分别-5.0%/5.0%/8.0%；

其他业务为租金等收入，预计 2024-26 年营收分别 2.5/2.5/2.5 亿元，同比分别 13.6%/0.0%/0.0%；

预计 2024-26 年内部抵消分别-248.1/-277.8/-313.1 亿元，占前几项营收和的比例分别 23.0%/23.0%/23.0%；

因此预计 2024-26 年营收合计分别 830.6/930.1/1048.3 亿元，同比分别 7.4%/12.0%/12.7%。

表 3：紫光股份业务营收拆分（单位：亿元）



|           |      | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 紫光数码分销    | 营业收入 | 220   | 228   | 240.5  | 252.6  | 263.9  |
|           | 增长率  | 3.9%  | 3.4%  | 5.5%   | 5.0%   | 4.5%   |
| 紫光软件      | 营业收入 | 31.8  | 35.5  | 30.2   | 28.7   | 30.1   |
|           | 增长率  | 11.1% | 11.7% | -15.0% | -5.0%  | 5.0%   |
| 紫光云       | 营业收入 | 15    | 15.1  | 14.3   | 15.1   | 16.3   |
|           | 增长率  | 49.0% | 0.3%  | -5.0%  | 5.0%   | 8.0%   |
| H3C 子公司收入 | 营业收入 | 667.8 | 684.8 | 791.1  | 909.2  | 1048.6 |
|           | 增长率  | 19.9% | 2.6%  | 15.5%  | 14.9%  | 15.3%  |
| 其他业务(租金等) | 营业收入 | 2.0   | 2.2   | 2.5    | 2.5    | 2.5    |
|           | 增长率  | 2.6%  | 10.0% | 13.6%  | 0.0%   | 0.0%   |
|           | 收入汇总 | 936.6 | 965.6 | 1078.7 | 1208.0 | 1361.4 |
|           | 内部抵消 | 195.6 | 192.6 | -248.1 | -277.8 | -313.1 |
| 营业收入      | 营业收入 | 741.0 | 773.0 | 830.6  | 930.1  | 1048.3 |
|           | 增长率  | 9.6%  | 4.3%  | 7.4%   | 12.0%  | 12.7%  |

资料来源：wind，山西证券研究所

综上，预计公司 2024-26 年营收分别 830.58/930.13/1048.26 亿元，同比分别增长 7.4%/12.0%/12.7%，归母净利润分别 23.99/28.65/34.89 亿元，同比增长 14.1%/19.4%/21.8%，对应 2024-26 年 EPS 为 0.84/1.00/1.22 元，2024 年 12 月 3 日对应 PE 为 29.8/25.0/20.5 倍。

表 4：经营估值及预测表

|            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 74,058 | 77,308 | 83,058 | 93,013 | 104,826 |
| YoY(%)     | 9.5    | 4.4    | 7.4    | 12.0   | 12.7    |
| 归母净利润(百万元) | 2,158  | 2,103  | 2,399  | 2,865  | 3,489   |
| YoY(%)     | 0.5    | -2.5   | 14.1   | 19.4   | 21.8    |
| 毛利率(%)     | 20.6   | 19.6   | 18.0   | 19.0   | 19.5    |
| EPS(摊薄/元)  | 0.75   | 0.74   | 0.84   | 1.00   | 1.22    |
| ROE(%)     | 9.9    | 9.2    | 7.0    | 7.9    | 8.8     |
| P/E(倍)     | 26.0   | 25.6   | 29.8   | 25.0   | 20.5    |
| P/B(倍)     | 1.9    | 1.7    | 2.0    | 1.8    | 1.7     |
| 净利率(%)     | 2.9    | 2.7    | 2.9    | 3.1    | 3.3     |

资料来源：wind，山西证券研究所

估值方面，选取中兴通讯、烽火通信、浪潮信息、中科曙光作为可比公司，得到可比公司 2024/2025 年 PE 均值分别 32.56/26.13，紫光一方面在国内政企客户交换机业务保持领先地位，同时海外市场拓展节奏加

快，AI 产品市场渗透率提升，对应 2024/2025 年 PE 估值分别 30.37/25.43，综合考虑公司竞争力及估值水平，给予公司“买入-B”评级。

表 5：可比公司估值对比

| 股票代码       | 公司简称 | 收盘价（元） | EPS（元） |       |       | PE（倍） |       |       |
|------------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            |      |        | 2023A  | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 000063.SZ  | 中兴通讯 | 31.14  | 1.95   | 2.07  | 2.25  | 13.58 | 15.07 | 13.85 |
| 600498.SH  | 烽火通信 | 18.59  | 0.43   | 0.57  | 0.79  | 39.03 | 32.53 | 23.54 |
| 600498.SH  | 浪潮信息 | 46.50  | 1.21   | 1.55  | 1.91  | 27.41 | 30.05 | 24.29 |
| 603019.SH  | 中科曙光 | 77.85  | 1.25   | 1.48  | 1.82  | 31.48 | 52.58 | 42.85 |
| 可比公司 PE 均值 |      |        |        |       |       | 27.88 | 32.56 | 26.13 |
| 000938.SZ  | 紫光股份 | 25.00  | 0.74   | 0.84  | 1.00  | 25.65 | 29.80 | 24.95 |

资料来源：wind，可比公司盈利预测使用 wind 一致预期（数据截止 2024.12.03 收盘），山西证券研究所

## 4. 风险提示

**宏观经济环境变化风险：**数字经济和传统经济深度融合的需求、5G 等新基建的落地以及人工智能等技术的快速发展，为公司带来了广阔的市场空间。但若未来国内外宏观经济环境发生变化，数字化建设投资放缓，可能对公司经营产生一定的影响。

**技术和产品研发风险：**云计算、大数据、人工智能、5G 等新一代信息技术处于快速发展阶段，技术更新和产品换代迅速。公司在产品与技术研究的投入一直在同行业中保持领先地位，若公司不能正确判断技术、产品和市场的发展趋势并适时调整自身研发策略，不能正确把握新技术的研发方向，将使公司面临竞争力下降和发展速度放缓的风险。

**经营风险：**随着公司经营规模的不断扩大，销售人员及技术研发人员数量也不断的增长，人员成本、房租、物流等各项经营成本及费用的上涨将进一步压缩公司的利润空间，对公司整体利润的提升产生不利影响。

**人力资源风险：**公司业务所涉足的各领域专业性较强，加之现代企业竞争日益激烈，公司将面临着人力资源成本上升、技术人员和核心业务骨干缺乏的风险。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 50712 | 63645 | 77157  | 79315  | 86110  |
| 现金             | 10669 | 14711 | 20814  | 15088  | 15724  |
| 应收票据及应收账款      | 13138 | 14356 | 15183  | 17896  | 19384  |
| 预付账款           | 972   | 1669  | 2023   | 2111   | 2548   |
| 存货             | 20275 | 27935 | 35422  | 39919  | 44466  |
| 其他流动资产         | 5659  | 4976  | 3715   | 4300   | 3988   |
| <b>非流动资产</b>   | 23351 | 23619 | 23064  | 23342  | 23427  |
| 长期投资           | 112   | 109   | 178    | 227    | 277    |
| 固定资产           | 1042  | 1055  | 1045   | 1225   | 1297   |
| 无形资产           | 3697  | 4119  | 4086   | 4082   | 4023   |
| 其他非流动资产        | 18500 | 18337 | 17754  | 17807  | 17828  |
| <b>资产总计</b>    | 74063 | 87264 | 100221 | 102657 | 109536 |
| <b>流动负债</b>    | 33322 | 39331 | 42628  | 42860  | 46812  |
| 短期借款           | 4175  | 6283  | 7500   | 1500   | 3609   |
| 应付票据及应付账款      | 13245 | 14358 | 15887  | 17570  | 19904  |
| 其他流动负债         | 15902 | 18690 | 19241  | 23790  | 23299  |
| <b>非流动负债</b>   | 2913  | 7891  | 14951  | 13482  | 11936  |
| 长期借款           | 200   | 5086  | 12069  | 10600  | 9055   |
| 其他非流动负债        | 2713  | 2805  | 2882   | 2882   | 2882   |
| <b>负债合计</b>    | 36235 | 47222 | 57579  | 56341  | 58749  |
| 少数股东权益         | 5987  | 6096  | 6696   | 7504   | 8488   |
| 股本             | 2860  | 2860  | 2860   | 2860   | 2860   |
| 资本公积           | 17834 | 17835 | 16     | 16     | 16     |
| 留存收益           | 11148 | 13251 | 15124  | 17815  | 21090  |
| 归属母公司股东权益      | 31841 | 33946 | 35945  | 38811  | 42300  |
| <b>负债和股东权益</b> | 74063 | 87264 | 100221 | 102657 | 109536 |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4019  | -1857 | -3607 | 2999  | 998   |
| 净利润            | 3742  | 3685  | 2999  | 3674  | 4473  |
| 折旧摊销           | 694   | 663   | 729   | 659   | 899   |
| 财务费用           | 634   | 771   | 474   | 650   | 668   |
| 投资损失           | -21   | -139  | -56   | -72   | -89   |
| 营运资金变动         | -1883 | -7444 | -7690 | -1840 | -4881 |
| 其他经营现金流        | 853   | 606   | -64   | -71   | -71   |
| <b>投资活动现金流</b> | 38    | 655   | 201   | -993  | -724  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -2109 | 5345  | 9510  | -7732 | -1748 |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.75  | 0.74  | 0.84  | 1.00  | 1.22  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.41  | -0.65 | -1.26 | 1.05  | 0.35  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 11.13 | 11.87 | 12.57 | 13.57 | 14.79 |

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 74058 | 77308 | 83058 | 93013 | 104826 |
| 营业成本            | 58772 | 62158 | 68108 | 75341 | 84385  |
| 营业税金及附加         | 294   | 283   | 415   | 465   | 524    |
| 营业费用            | 4251  | 4287  | 4568  | 5116  | 5765   |
| 管理费用            | 964   | 1392  | 1246  | 1209  | 1468   |
| 研发费用            | 5299  | 5643  | 5482  | 6046  | 6866   |
| 财务费用            | 634   | 771   | 474   | 650   | 668    |
| 资产减值损失          | -846  | -731  | -872  | -971  | -1096  |
| 公允价值变动收益        | 27    | -75   | 55    | 70    | 70     |
| 投资净收益           | 21    | 139   | 56    | 72    | 89     |
| <b>营业利润</b>     | 4160  | 3678  | 3205  | 3859  | 4714   |
| 营业外收入           | 69    | 89    | 10    | 56    | 52     |
| 营业外支出           | 10    | 7     | 7     | 7     | 8      |
| <b>利润总额</b>     | 4220  | 3760  | 3208  | 3908  | 4758   |
| 所得税             | 478   | 76    | 209   | 234   | 285    |
| <b>税后利润</b>     | 3742  | 3685  | 2999  | 3674  | 4473   |
| 少数股东损益          | 1584  | 1582  | 600   | 808   | 984    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2158  | 2103  | 2399  | 2865  | 3489   |
| EBITDA          | 4895  | 4597  | 4054  | 4657  | 5694   |

**主要财务比率**

| 会计年度         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 9.5   | 4.4   | 7.4   | 12.0  | 12.7  |
| 营业利润(%)      | 1.8   | -11.6 | -12.9 | 20.4  | 22.2  |
| 归属于母公司净利润(%) | 0.5   | -2.5  | 14.1  | 19.4  | 21.8  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 20.6  | 19.6  | 18.0  | 19.0  | 19.5  |
| 净利率(%)       | 2.9   | 2.7   | 2.9   | 3.1   | 3.3   |
| ROE(%)       | 9.9   | 9.2   | 7.0   | 7.9   | 8.8   |
| ROIC(%)      | 9.7   | 8.0   | 5.2   | 6.7   | 7.4   |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 48.9  | 54.1  | 57.5  | 54.9  | 53.6  |
| 流动比率         | 1.5   | 1.6   | 1.8   | 1.9   | 1.8   |
| 速动比率         | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.8   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 应收账款周转率      | 6.1   | 5.6   | 5.6   | 5.6   | 5.6   |
| 应付账款周转率      | 4.7   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 26.0  | 25.6  | 29.8  | 25.0  | 20.5  |
| P/B          | 1.9   | 1.7   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA    | 14.7  | 16.7  | 20.1  | 17.4  | 14.5  |

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

