

领航 ICT 市场，构筑数字经济和 AI 核心底座

2023 年 04 月 03 日

► **事件：**2023 年 3 月 30 日，公司发布 22 年报，实现营收 740.58 亿元，同比增长 9.49%，实现归母净利润 21.58 亿元，同比增长 0.48%，实现扣非归母净利润 17.59 亿元，同比增长 6.34%，实现经营性现金流 40.19 亿元，同比转正且大幅改善（21 年为-21.8 亿元）。Q4 单季度实现营业收入 201.67 亿元，同比增长 0.77%，实现归母净利润 5.18 亿元，同比下降 5.10%，实现扣非归母净利润 2.69 亿元，同比下降 14.91%。

► **H3C 业绩稳健增长，紫光云高速增长。**

H3C 实现营收 498.1 亿元，同比增长 12.31%，净利润 37.31 亿元，同比增长 8.65%，业绩增速均超过公司整体，营收分结构看，国内政企增长 7.95%，国内运营商增长 37.66%，国际业务增长 9.59%，三大运营商 23 年资本开支侧重算力、云网侧，叠加 AI 算力需求迸发催化，我们认为 H3C 将迎来行业景气上行+份额提升双重利好；紫光云营收 15.03 亿元，同比增长 48.95%。

► **毛利率改善明显，主要为新华三拉动。**

公司 22 年整体毛利率为 20.64%，同比增长 1.12pct，其中 ICT 基础设施及服务毛利率提升 2.14pct 至 27.73%，结构上判断服务器提升较为明显；ICT 产品分销与供应毛利率下降 1.10pct 至 6.80%，疫情复苏后仍有改善空间。

► **持续领航 ICT 市场，核心产品国内份额领先。**

22 年公司在以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机市场，分别以 33.8%、35.3%、31.0% 的市占率排名第二；企业网路由器市占率 31.8%（第二）；企业级 WLAN 市占率 28.0%，连续 14 年蝉联市场第一；X86 服务器市占率 18.0%（第二）；刀片服务器市占率 54.8%（第一）；存储市占率 12.5%（第二）。

► **推进收购新华三，切入信创打开成长天花板。**

公司正在积极推进收购控股子公司新华三 49% 股权交易事项，预计 23 年有重大投资资金支出需求，22 年预计不派发现金红利，亦不送红股。并表后初增厚 EPS，更重要的是新华三主体作为纯国产公司，利于更直接参与信创市场的竞争，成长天花板有望打开。

► **投资建议：**考虑数字经济和 AI 应用推动算力需求向上，运营商资本开支结构转型优先利好新华三，公司有望持续提升运营商、政企客户份额。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.16/33.76/40.25/亿元，对应 PE 倍数为 30/25/21x，公司 A 股上市以来的 PE 中枢为 34 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**芯片供应链波动；汇率剧烈波动。

推荐

维持评级

当前价格：

29.29 元



分析师 马天谔

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 于一铭

执业证书：S0100522090005

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

1.紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：拟收购新华三 49% 股份，归母净利润有望显著提升-2023/01/04

2.紫光股份 (000938.SZ) 2022 年三季度报点评：汇兑拖累 Q3 业绩，新华三 ICT 市占率稳步提升-2022/11/05

3.紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：如期完成股权交割，集团重整收官在即，公司踏上新征程-2022/07/12

4.紫光股份 (000938.SZ) 事件点评：新华三商城正式上线，进一步发力 ICT 下沉市场拓展-2022/05/21

5.紫光股份 (000938.SZ) 2022 年一季报点评：业绩超预期，新华三营收利润双高增，毛利率显著改善-2022/04/28

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	74,058	86,333	102,077	118,917
增长率 (%)	9.5	16.6	18.2	16.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,158	2,816	3,376	4,025
增长率 (%)	0.5	30.5	19.9	19.2
每股收益 (元)	0.75	0.98	1.18	1.41
PE	39	30	25	21
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74,058	86,333	102,077	118,917
营业成本	58,772	68,616	81,252	94,587
营业税金及附加	294	294	347	404
销售费用	4,251	4,921	5,716	6,540
管理费用	964	1,122	1,327	1,546
研发费用	5,299	6,043	7,043	8,086
EBIT	4,987	6,320	7,454	8,756
财务费用	634	106	25	-61
资产减值损失	-695	-774	-895	-1,018
投资收益	21	17	20	24
营业利润	4,160	5,462	6,559	7,829
营业外收支	60	66	69	72
利润总额	4,220	5,528	6,628	7,902
所得税	478	553	663	790
净利润	3,742	4,975	5,965	7,112
归属于母公司净利润	2,158	2,816	3,376	4,025
EBITDA	6,048	7,630	8,842	9,772

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,669	13,888	17,314	21,007
应收账款及票据	13,138	13,901	16,159	18,502
预付款项	972	1,029	1,219	1,419
存货	20,275	21,837	25,427	29,099
其他流动资产	5,659	5,150	4,856	5,176
流动资产合计	50,712	55,805	64,975	75,203
长期股权投资	112	129	150	173
固定资产	1,042	1,097	1,112	1,650
无形资产	3,697	3,933	3,933	3,933
非流动资产合计	23,351	23,469	23,423	23,833
资产合计	74,063	79,274	88,399	99,036
短期借款	4,175	4,175	4,175	4,175
应付账款及票据	13,245	14,287	16,473	18,658
其他流动负债	15,902	15,180	16,610	18,499
流动负债合计	33,322	33,643	37,259	41,333
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	2,713	2,629	2,547	2,448
非流动负债合计	2,913	2,829	2,747	2,648
负债合计	36,235	36,472	40,006	43,981
股本	2,860	2,860	2,860	2,860
少数股东权益	5,987	8,146	10,735	13,821
股东权益合计	37,828	42,803	48,393	55,055
负债和股东权益合计	74,063	79,274	88,399	99,036

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.49	16.58	18.24	16.50
EBIT 增长率	31.96	26.73	17.95	17.47
净利润增长率	0.48	30.48	19.91	19.21
盈利能力 (%)				
毛利率	20.64	20.52	20.40	20.46
净利率	2.91	3.26	3.31	3.38
总资产收益率 ROA	2.91	3.55	3.82	4.06
净资产收益率 ROE	6.78	8.12	8.97	9.76
偿债能力				
流动比率	1.52	1.66	1.74	1.82
速动比率	0.79	0.89	0.96	1.01
现金比率	0.32	0.41	0.46	0.51
资产负债率 (%)	48.92	46.01	45.26	44.41
经营效率				
应收账款周转天数	64.14	59.00	58.00	57.00
存货周转天数	125.91	120.00	118.00	116.00
总资产周转率	1.05	1.13	1.22	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.98	1.18	1.41
每股净资产	11.13	12.12	13.17	14.42
每股经营现金流	1.41	2.01	1.78	2.09
每股股利	0.00	0.13	0.16	0.19
估值分析				
PE	39	30	25	21
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.09	9.86	8.11	6.95
股息收益率 (%)	0.00	0.45	0.54	0.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,742	4,975	5,965	7,112
折旧和摊销	1,061	1,309	1,388	1,016
营运资金变动	-1,598	-1,734	-3,595	-3,609
经营活动现金流	4,019	5,738	5,080	5,974
资本开支	-482	-1,025	-851	-846
投资	438	0	0	0
投资活动现金流	38	-1,025	-387	-846
股权募资	65	0	0	0
债务募资	-1,075	-681	0	0
筹资活动现金流	-2,109	-1,494	-1,267	-1,436
现金净流量	1,993	3,219	3,426	3,693

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。	公司评级	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