

紫光股份 (000938.SZ)

营收整体保持稳健增长，ICT 基础设施占比持续提升

买入

核心观点

营收整体保持稳健增长，ICT 基础设施占比持续提升。2022 年公司营收 740.58 亿元，同比+9.49%，其中 ICT 基础设施与服务业务实现收入 467.60 亿元，同比+13.09%；IT 产品分销与供应链服务业务稳健发展；公司实现归母净利润 21.58 亿元；扣非归母净利润 17.59 亿元，同比+6.34%；

22Q4，公司实现营收 202 亿元（同比+0.77%），归母净利润 5.18 亿元（同比-5.1%），扣非归母净利润 2.69 亿元（同比-15%）。

毛利率水平小幅提升，汇兑损益支出大幅增加。22 年公司毛利率 20.64%（同比 1.12pct），净利率 5.05%（同比下降 0.56pct），毛利率水平小幅提升，净利率水平略有下降。从结构上看，主要受益于公司 ICT 业务的较快增长，占营收比重逐步提升。

报告期内管理、销售、研发费用率结构基本稳定，财务费用总计 6.34 亿，同比增长 317%，大幅提升，主要系子公司新华三汇兑损失增加所致。

夯实数字化综合方案解决能力，多项产品市场占有率持续领先。

公司围绕“云智原生”技术战略，进一步夯实自身数字化综合方案解决能力，提升产品价值量。1) 产品和解决方案技术能力持续提升，不断加强数字化技术与行业应用场景深度融合；2) 完善云服务业务布局；3) 持续助力 B 端、G 端、海外客户的数字化转型；4) **多项产品的市占率水平领先**，22 年，公司以太网/企业网/数据中心交换机位列第二，/刀片服务器/超融合市场位列市场第一，企业网路由器/X86 服务器/存储市场/UTM 防火墙市场位列市场第二。

风险提示：芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到疫情影响公司出货节奏，我们基于 2022 年公司实际的业绩情况，小幅下调公司 2023-2025 年盈利预测，原预计公司 2023-2024 收入 860/968 亿元（同比+14%/13%），归母净利润 28/34 亿元（同比+18%/19%），调整后预计公司 2023-2025 年收入为 847/963/1069 亿元（同比+14%/13.7%/11.1%），净利润为 25.3/30/35 亿元（同比+17.1%/18.4%/16%）（暂未考虑收购惠普 49%股权对利润的增厚，以及 AI 潜在的订单影响）当前股价对应 PE 为 33/28/13 倍，长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,638	74,058	84,660	96,295	106,946
(+/-%)	13.3%	9.5%	14.3%	13.7%	11.1%
净利润(百万元)	2148	2158	2527	2992	3469
(+/-%)	13.4%	0.5%	17.1%	18.4%	15.9%
每股收益(元)	0.75	0.75	0.88	1.05	1.21
EBIT Margin	5.3%	6.0%	5.4%	5.5%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	6.8%	7.8%	9.0%	10.2%
市盈率 (PE)	38.6	38.4	32.8	27.7	23.9
EV/EBITDA	27.5	23.5	20.2	17.6	15.4
市净率 (PB)	2.77	2.60	2.55	2.49	2.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

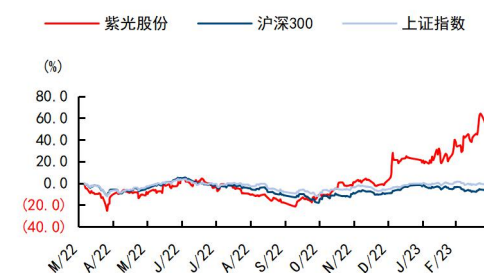
证券分析师：马成龙
021-60933150
machenglong@guosen.com.cn
S0980518100002

证券分析师：付晓钦
0755-81982929
fuxq@guosen.com.cn
S0980520120003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.98 元
总市值/流通市值	82885/82885 百万元
52 周最高价/最低价	31.97/14.22 元
近 3 个月日均成交额	1460.57 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《紫光股份 (000938.SZ) -拟收购新华三 49%股权，大幅提升公司盈利水平》——2023-01-04
- 《紫光股份 (000938.SZ) -多产品市占率保持领先，持续夯实一体化解决方案能力》——2022-10-30
- 《紫光股份 (000938.SZ) -国内外业务同步推进，开启 ICT 服务新模式》——2022-08-21
- 《紫光股份 (000938.SZ) -股权交割划转完成，开启经营新篇章》——2022-07-12
- 《紫光股份 (000938.SZ) -债务重组方案落地，看好公司长期经营发展》——2022-07-01

营收整体保持稳健增长，ICT 基础设施占比持续提升

2022 年公司营收 740.58 亿元，同比+9.49%，其中 ICT 基础设施与服务业务实现收入 467.60 亿元，同比+13.09%；IT 产品分销与供应链服务业务稳健发展；公司实现归母净利润 21.58 亿元；扣非归母净利润 17.59 亿元，同比+6.34%；

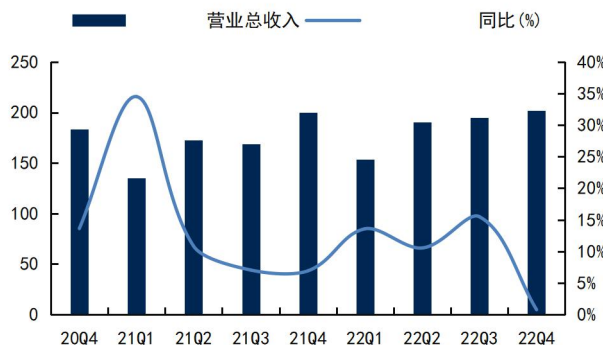
22Q4，公司实现营收 202 亿元（同比+0.77%），归母净利润 5.18 亿元（同比-5.1%），扣非归母净利润 2.69 亿元（同比-15%）。

图1：紫光股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



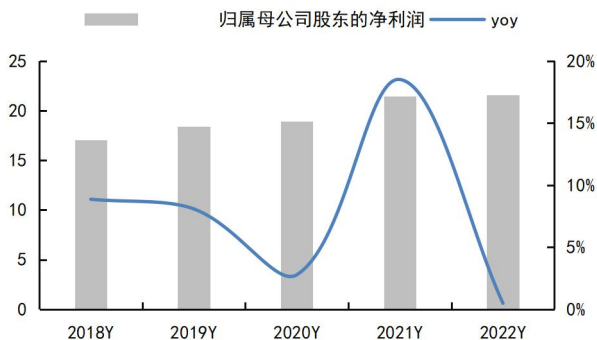
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：紫光股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



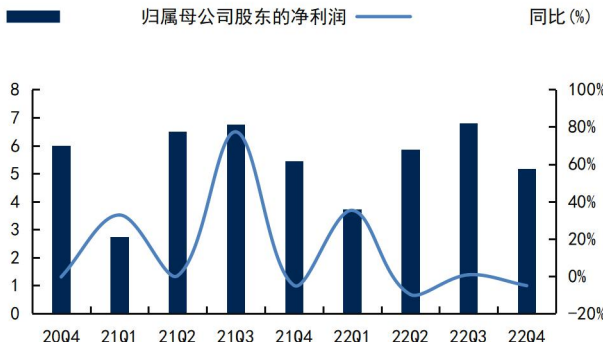
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：紫光股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：紫光股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



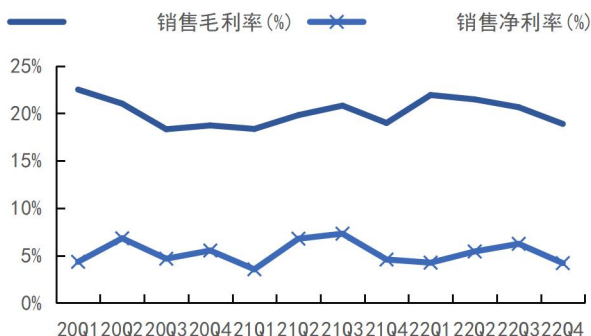
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率水平小幅提升，汇兑损益支出大幅增加。

22 年公司毛利率 20.64%（同比 1.12pct），净利率 5.05%（同比下降 0.56pct），毛利率水平小幅提升，净利率水平略有下降。从结构上看，主要受益于公司 ICT 业务的较快增长，占营收比重逐步提升。

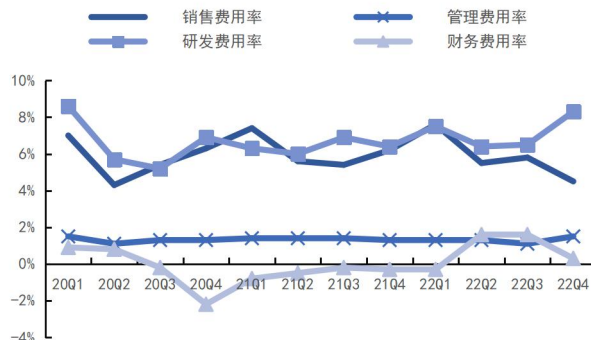
报告期内管理、销售、研发费用率结构基本稳定，财务费用总计 6.34 亿，同比增长 317%，大幅提升，主要系子公司新华三汇兑损失增加所致。

图5: 紫光股份毛利率、净利率变化情况（按季度）



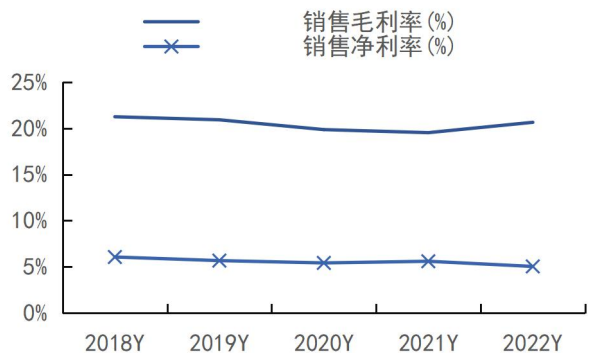
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 紫光股份三项费用率变化情况（按季度）



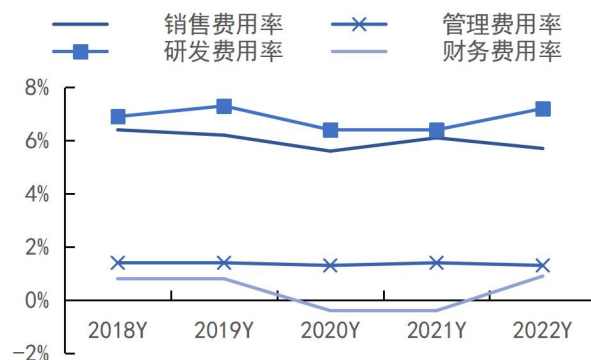
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 紫光股份毛利率、净利率变化情况（按年度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 紫光股份三项费用率变化情况（按年度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

围绕“云智原生”技术战略，夯实数字化综合方案解决能力。

2022年，公司围绕“云智原生”技术战略，持续提升数字化综合解决方案的技术能力，进行了以下几方面的技术拓展：1）在产品和解决方案中不断融入确定性网络、在网计算、智能传感、算力网络、微服务与智能数字平台等技术；2）优化提升零碳智慧园区、数字金融、智慧医疗、数字能源、智慧教育、智慧应急等数字化解决方案能力，加强数字化技术与行业应用场景深度融合；3）推动同构混合云架构持续演进，打造云数智全栈分布式云，完善云服务业务布局；4）以绿色低碳为方向，通过持续的技术创新、丰富的行业实践、升级的云运营和云服务能力，赋能政企客户、运营商和海外客户实现数字化转型与智能化发展。

公司多项产品市场占有率持续领先。公司在中国以太网交换机市场、企业网交换机市场、数据中心交换机市场、刀片服务器市场、超融合市场份额位列市场第一，在中国企业网路由器市场、中国 X86 服务器市场、中国存储市场、中国 UTM 防火墙市场位列市场第二，未来仍有较大的发展空间，持续看好公司在多个市场的长期竞争力。

表 1：公司多项产品市场占有率情况

市场名称	市场份额	排名
中国以太网交换机市场	33.8%	第二
中国企业网交换机市场	35.3%	第二
中国数据中心交换机市场	31.0%	第二
中国刀片服务器市场	54.8%	第一
中国超融合市场	23.9%	第一
中国企业网路由器市场	31.8%	第二
中国 X86 服务器市场	18.0%	第二
中国存储市场	12.5%	第二
中国 UTM 防火墙市场	23.7%	第二

资料来源：IDC、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：

考虑到疫情影响公司出货节奏，我们基于 2022 年公司实际的业绩情况，小幅下调公司 2023-2025 年盈利预测，原预计公司 2022-2024 收入 757/860/968 亿元（同比+12%/14%/13%），归母净利润 24/28/34 亿元（同比+13%/18%/19%），调整后预计公司 2023-2025 年收入为 847/963/1069 亿元（同比+14%/13.7%/11.1%），净利润为 25.3/30/35 亿元（同比+17.1%/18.4%/16%）（暂未考虑收购惠普 49%股权对利润的增厚，以及 AI 潜在的订单影响）当前股价对应 PE 为 33/28/13 倍，长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表（截至 20221029）

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E		
301165.SZ	锐捷网络	49.77	282.78	0.92	0.97	1.33	1.79	54.1	51.3	37.4	27.8	1.7	—
603019.SH	中科曙光	38.12	558.08	0.78	0.90	1.09	1.09	48.9	42.4	35.0	35.0	1.5	—
000977.SZ	浪潮信息	34.52	505.27	1.53	2.07	2.00	2.00	22.6	16.7	17.3	17.3	0.7	买入
300454.SZ	深信服	144.13	600.85	1.95	2.78	3.92	3.92	73.9	51.8	36.8	36.8	1.1	—
688561.SH	奇安信	67.93	465.39	-0.81	0.27	0.92	0.92	-83.9	251.6	73.8	73.8	-	—
平均								49.9	40.5	31.6	29.2		
000938.SZ	紫光股份	28.98	828.85	0.75	0.75	0.88	1.05	38.6	38.6	32.9	27.6	1.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：紫光股份、浪潮信息为国信证券经济研所预测，其余为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8960	10669	11757	12085	12952	营业收入	67638	74058	84660	96295	106946
应收款项	11355	13543	2154	2450	2721	营业成本	54433	58772	67558	76747	85236
存货净额	18424	20275	16125	18311	20331	营业税金及附加	253	294	313	356	396
其他流动资产	2818	4333	502	571	634	销售费用	4114	4251	5164	5874	6470
流动资产合计	43579	50712	32431	35310	38531	管理费用	926	964	1113	1246	1367
固定资产	1101	1192	1624	2017	2272	研发费用	4338	5299	5926	6741	7272
无形资产及其他	3880	3697	3649	3601	3553	财务费用	(292)	634	(155)	(282)	(303)
投资性房地产	17736	18350	18350	18350	18350	投资收益	(24)	21	3	3	3
长期股权投资	134	112	106	101	95	资产减值及公允价值变动	632	722	(3)	(3)	(3)
资产总计	66430	74063	56160	59379	62801	其他收入	(4723)	(5725)	(5926)	(6741)	(7272)
短期借款及交易性金融负债	4713	4856	500	300	200	营业利润	4088	4160	4740	5613	6508
应付款项	11818	13245	4991	5667	6292	营业外净收支	88	60	2	2	2
其他流动负债	11898	15221	8866	10070	11175	利润总额	4176	4220	4742	5615	6510
流动负债合计	28429	33322	14357	16037	17667	所得税费用	384	478	436	516	598
长期借款及应付债券	100	200	(30)	(30)	(30)	少数股东损益	1645	1584	1780	2107	2443
其他长期负债	2233	2713	2662	2611	2560	归属于母公司净利润	2148	2158	2527	2992	3469
长期负债合计	2333	2913	2632	2581	2530	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	30763	36235	16989	18618	20197	净利润	2148	2158	2527	2992	3469
少数股东权益	5707	5987	6695	7533	8504	资产减值准备	132	144	344	223	208
股东权益	29961	31841	32476	33228	34100	折旧摊销	556	592	370	429	482
负债和股东权益总计	66430	74063	56160	59379	62801	公允价值变动损失	(632)	(722)	3	3	3
						财务费用	(292)	634	(155)	(282)	(303)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3922)	(795)	5053	(499)	(467)
每股收益	0.75	0.75	0.88	1.05	1.21	其它	281	83	364	616	763
每股红利	0.56	0.65	0.66	0.78	0.91	经营活动现金流	(1437)	1459	8660	3762	4458
每股净资产	10.48	11.13	11.35	11.62	11.92	资本开支	0	(1402)	(1100)	(1000)	(900)
ROIC	20%	22%	29%	42%	45%	其它投资现金流	1280	131	0	0	0
ROE	7%	7%	8%	9%	10%	投资活动现金流	1317	(1248)	(1094)	(994)	(894)
毛利率	20%	21%	20%	20%	20%	权益性融资	(18)	65	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	5%	6%	6%	负债净变化	100	100	(230)	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1608)	(1849)	(1892)	(2240)	(2597)
收入增长	13%	9%	14%	14%	11%	其它融资现金流	3137	4932	(4356)	(200)	(100)
净利润增长率	13%	0%	17%	18%	16%	融资活动现金流	103	1500	(6478)	(2440)	(2697)
资产负债率	55%	57%	42%	44%	46%	现金净变动	(17)	1710	1088	328	867
息率	1.9%	2.2%	2.3%	2.7%	3.1%	货币资金的期初余额	8977	8960	10669	11757	12085
P/E	38.6	38.4	32.8	27.7	23.9	货币资金的期末余额	8960	10669	11757	12085	12952
P/B	2.8	2.6	2.6	2.5	2.4	企业自由现金流	0	2364	8486	3771	4749
EV/EBITDA	27.5	23.5	20.2	17.6	15.4	权益自由现金流	0	7396	4041	3826	4925

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032