

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

新华三股权交割完成，AI 和海外需求值得期待

——紫光股份(000938)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2024-11-01)

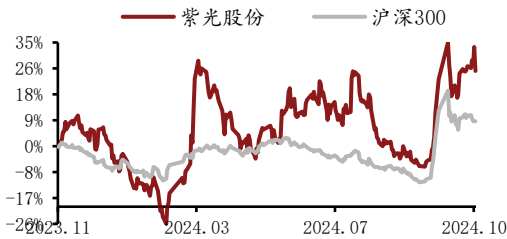
发布日期：2024 年 11 月 04 日

收盘价(元)	24.68
一年内最高/最低(元)	26.55/14.71
沪深 300 指数	3,890.02
市净率(倍)	5.22
流通市值(亿元)	705.87

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	4.72
每股经营现金流(元)	-0.84
毛利率(%)	17.59
净资产收益率_摊薄(%)	11.71
资产负债率(%)	80.55
总股本/流通股(万股)	286,007.99/286,007.9
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《紫光股份(000938)分析报告(非金融)：积极加大备货，Q4 景气度有望改善》
2023-11-15

联系人：马崧琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 22 楼

邮编：200122

投资要点：

- **公司发布三季报：2024 年前 3 季度公司收入 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%，扣非净利润 13.88 亿元，同比增长 6.91%。**
- **新华三保持了业绩的稳定增长。**新华三前三季度取得收入 402.66 亿元，同比增长 7.18%，对应 Q3 收入 138.38 亿元，同比增长 10.01%，较上季度提升了 10.38PCT。分结构来看，海外业务表现最为优异，增长了 16.31%；企业业务在互联网加持下同比增长 11.91%；运营商业务下滑了 12.34%，表现不及预期。
- **购买新华三 30%股权事宜顺利完成。**2024 年 9 月 4 日，紫光国际支付了购买新华三 30%股权的交易价款，公司持有的新华三股权比例从 51%变为了 81%，对应新华三 2023 年 34.11 亿元的净利润来看，这意味着本次收购一年将给公司带来 10.23 亿元的业绩增厚。
- **海外业务增长动能获得释放。**从新华三海外业务来看，H3C 自主品牌及服务业务收入 6.85 亿元，同比增长 69.26%，取得了亮眼的业绩。由于新华三此前和 HPE 的协议条款限制了其海外业务的扩张，这次股权收购以后，限制放宽将让新华三海外业务潜力充分释放，进而带动公司海外业务的持续快速增长。
- **2025 年公司产品结构有望获得改善。**Q3 公司毛利率 14.97%，较上年同期下滑了 4.14 PCT，或主要来自于产品结构的变化。我们看到同样作为互联网白牌厂商的浪潮，Q3 在收入快速增长的同时毛利率仅 5.62%，环比、同比都分别下滑了 1.88 和 2.20 PCT。2025 年，随着国产 AI 芯片性能和产量的提升，我们认为国内智能算力需求有望得到较快的释放，同时市场对公司 400G、800G 交换机产品需求也有望进一步放量。
- **其他对业绩影响较大的因素方面：**
 - (1) 前三季度公司财务费用 2.82 亿元，较上年同期减少了 2.96 亿元，或主要源于汇兑损失的减少（2023 年公司汇兑损失 8.20 亿元）。
 - (2) 前三季度公司其他收益 5.05 亿元，较上年同期减少了 4.86 亿元，或受到了当前财政因素的影响。随着近期政府刺激政策的落地，2025 年这一指标有望改善。
 - (3) 前三季度公司资产减值损失 5.94 亿元，较上年同期增加了

2.03 亿元，主要源于公司存货增长（公司存货较年初增长了 48.05 亿元至 327.40 亿元）带来存货损失的会计计提。考虑到当前的国际形势和产品价格因素，以及公司白牌业务占比提升，我们认为公司存货还将维持在相对较高的水平，但是由于阶段性存货增长带来的会计计提的影响或将减弱。此外，公司年中备货的库存在 Q4 有望得到消化，缓解部分库存压力。

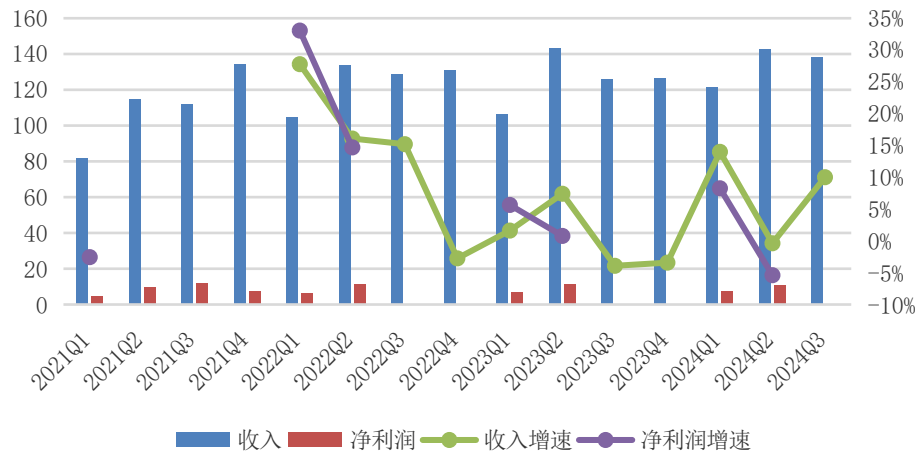
- **2024 年算力市场受到结构性需求影响较大。**从服务器行业相关公司半年报和三季度数据来看，面向海外市场的企业取得了不错的增长，华为合作伙伴也在 2024 年取得了较好的增长。国内头部厂商中，浪潮或受互联网厂商需求带动，业务快速增长，但毛利率下滑导致利润仍不及 2022 年水平，曙光和紫光收入增长平稳且盈利水平稳定。根据信通院和工信部数据，我们看到 2024H1 我国算力增长整体不及 2023 年上半年水平，但是国内互联网厂商资本开支加大迹象明显。
- **维持对公司“买入”的投资评级。**作为国内头部 ICT 企业，公司有望长期受益于 AI 带来的产品升级需求，同时有望在海外扩张的过程中获得更多市场机遇。预计 24-26 年公司 EPS 分别为 0.87 元、1.01 元、1.22 元，按 11 月 1 日收盘价 24.68 元计算，对应 PE 为 28.26 倍、24.39 倍、20.19 倍。

风险提示：国际局势不确定性对供应链的影响；下游客户需求受到经济景气度的影响；海外业务推进不及预期；国内业务竞争加剧。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入（百万元）	74,058	77,308	82,236	90,492	100,499
增长比率（%）	9.49	4.39	6.37	10.04	11.06
净利润（百万元）	2,158	2,103	2,498	2,894	3,495
增长比率（%）	0.48	-2.54	18.77	15.88	20.77
每股收益(元)	0.75	0.74	0.87	1.01	1.22
市盈率(倍)	32.71	33.56	28.26	24.39	20.19

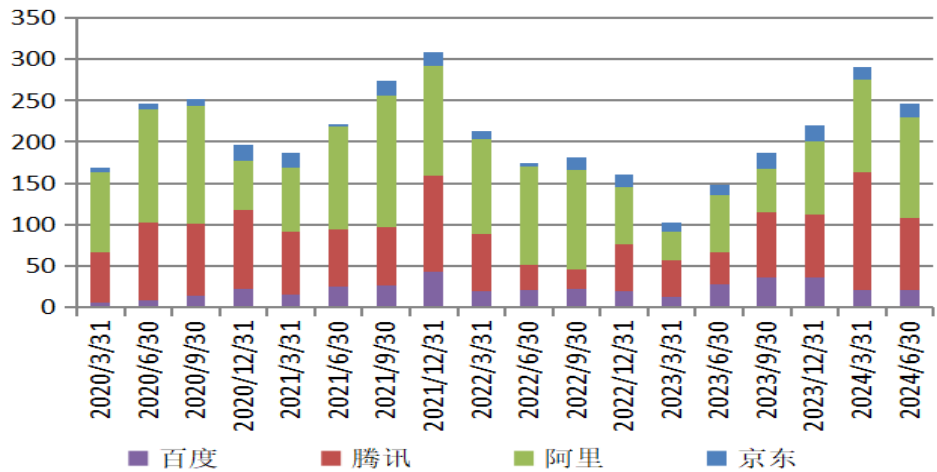
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2021Q1-2024Q3 新华三收入、净利润及其增速（亿元）



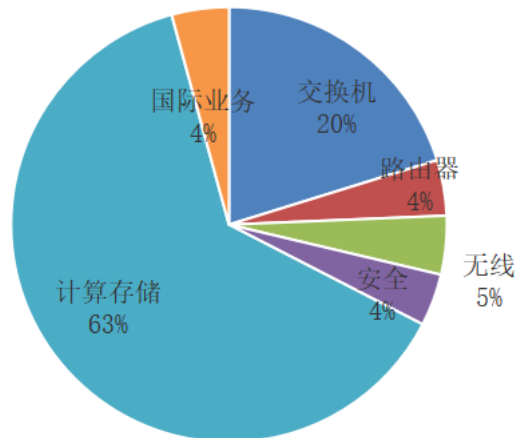
资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 7：2020Q1-2024Q2 国内头部互联网厂商单季度资本开支（亿元）



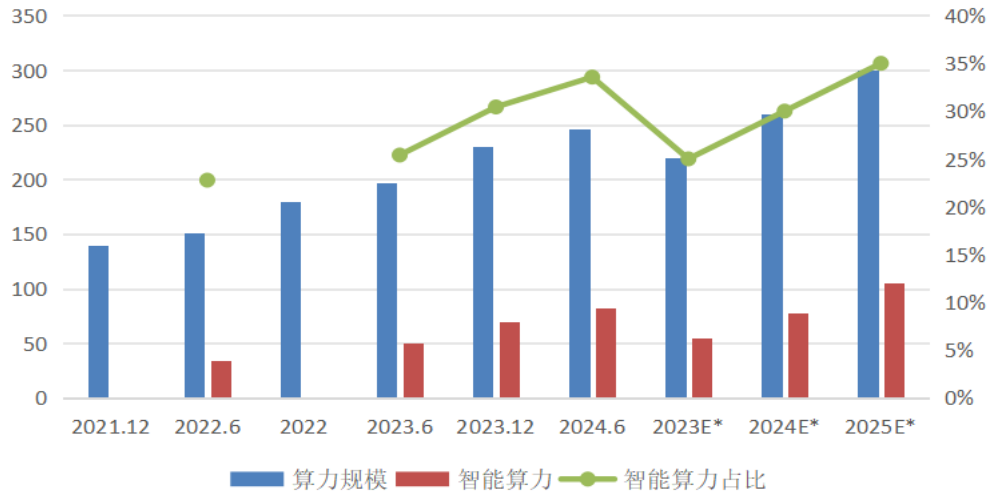
资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

图 2：2023 年 新华三收入结构



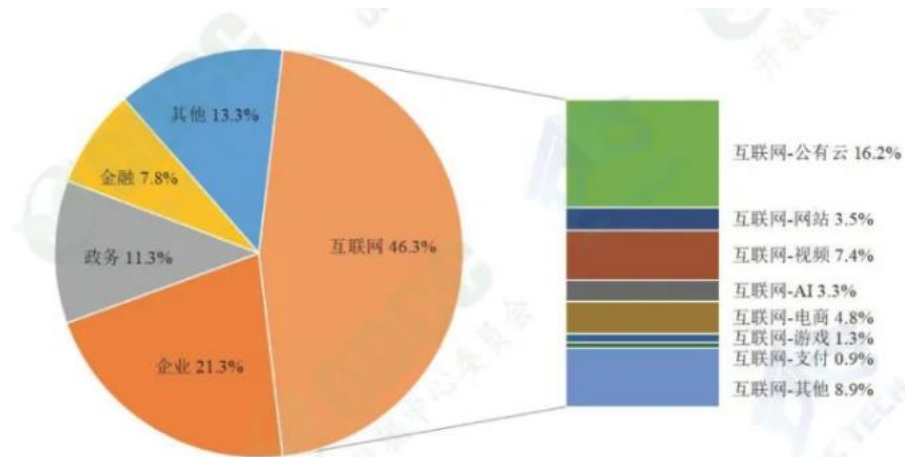
资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 3：2021-2025E 我国算力规模及结构（EFLOPS）



资料来源：《算力基础设施高质量发展行动计划》，《中国综合算力指数（2023 年）》，《中国综合算力指数报告（2024）》，工信部，中原证券研究所（*《算力基础设施高质量发展行动计划》中的算力基础设施高质量发展指标）

图 4：2023 年我国算力行业应用分布情况



资料来源：信通院，中原证券研究所

表 1：企业服务器相关业务数据对比（亿元）

公司	相关业务	2024H1					2024.1-9				
		收入	增速	净利润	增速	毛利率	毛利	收入	增速	收入两年增速	毛利两年增速
工业富联	云计算		60%	-	-				71%		
	-AI 服务器		230%						228%		
浪潮信息	-	421	69%	6.0	91%	7.7%	33	831	72%	58%	-12%
联想集团	基础设施解决方案	406	44%								
紫光股份	-	380	5%	10	-2%	19%	72	588	7%	9%	-9%

	ICT 基础设施及服务	262	5%			24%	64				
	新华三	264	6%	18	0%			403	7%	10%	
中科曙光	-	57	6%	5.6	3%	26%	15	80	4%	9%	21%
	IT 设备业务	51	4%	-	-	14%	6				
软通动力	计算产品与数字基础设施服务	39				6%	2.5				
	同方计算机	15		-0.67							
神州数码	自主品牌业务(旧)	23.7	57%	-	-						
	自有品牌产品(新)	26.6	46%	0.44		10.5%					
	-信创业务	21.9	73%			12.1%					
	--神州泰坤人工智能服务器	5.6	273%								
拓维信息	计算机、通信和其他电子设备制造业	8.7	89%			10%	0.9				
	湘江鲲鹏	7.0	243%	0.007	100%						

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券研究所

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
流动资产	50,712	63,645	62,825	67,611	73,828
现金	10,669	14,711	9,092	9,978	13,440
应收票据及应收账款	13,138	14,356	14,571	14,700	14,973
其他应收款	405	729	493	630	750
预付账款	972	1,669	1,842	1,771	2,159
存货	20,275	27,935	32,791	35,943	37,705
其他流动资产	5,253	4,247	4,037	4,588	4,801
非流动资产	23,351	23,619	23,933	24,132	24,320
长期投资	112	109	98	86	77
固定资产	1,042	1,055	1,121	997	835
无形资产	3,697	4,119	3,903	3,910	3,981
其他非流动资产	18,500	18,337	18,811	19,139	19,427
资产总计	74,063	87,264	86,758	91,743	98,148
流动负债	33,322	39,331	46,317	48,269	51,015
短期借款	4,175	6,283	7,388	8,421	9,837
应付票据及应付账款	13,245	14,358	18,151	18,391	18,826
其他流动负债	15,902	18,690	20,777	21,457	22,353
非流动负债	2,913	7,891	15,578	15,583	15,589
长期借款	200	5,086	12,886	12,886	12,886
其他非流动负债	2,713	2,805	2,692	2,697	2,703
负债合计	36,235	47,222	61,895	63,852	66,604
少数股东权益	5,987	6,096	6,668	7,293	8,045
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
资本公积	17,834	17,835	16	16	16
留存收益	11,151	13,254	15,324	17,726	20,627
归属母公司股东权益	31,841	33,946	18,195	20,597	23,499
负债和股东权益	74,063	87,264	86,758	91,743	98,148

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,019	-1,857	3,174	2,444	4,584
净利润	3,742	3,685	3,069	3,520	4,247
折旧摊销	1,061	1,044	951	965	945
财务费用	270	268	654	881	918
投资损失	-21	-139	-74	-81	-90
营运资金变动	-751	-6,607	-2,027	-3,442	-2,244
其他经营现金流	-282	-108	600	600	809
投资活动现金流	38	655	-815	-1,222	-1,031
资本支出	-482	-939	-1,290	-1,220	-1,134
长期投资	438	1,433	219	-83	13
其他投资现金流	83	160	257	81	90
筹资活动现金流	-2,109	5,345	-7,977	-337	-93
短期借款	-114	2,107	1,106	1,033	1,415
长期借款	100	4,886	7,800	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	-17,819	0	0
其他筹资现金流	-2,095	-1,649	936	-1,370	-1,508
现金净增加额	1,993	4,137	-5,619	886	3,463

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	74,058	77,308	82,236	90,492	100,499
营业成本	58,772	62,158	68,210	75,499	83,792
营业税金及附加	294	283	312	344	377
营业费用	4,251	4,287	4,107	4,189	4,482
管理费用	964	1,392	1,044	1,065	1,129
研发费用	5,299	5,643	5,248	5,458	5,895
财务费用	634	771	360	700	719
资产减值损失	-695	-595	-619	-525	-551
其他收益	1,116	1,570	961	1,068	1,180
公允价值变动收益	27	-75	0	0	0
投资净收益	21	139	74	81	90
资产处置收益	-1	2	0	1	1
营业利润	4,160	3,678	3,242	3,720	4,494
营业外收入	69	89	65	71	79
营业外支出	10	7	6	6	7
利润总额	4,220	3,760	3,300	3,785	4,567
所得税	478	76	231	265	320
净利润	3,742	3,685	3,069	3,520	4,247
少数股东损益	1,584	1,582	572	626	752
归属母公司净利润	2,158	2,103	2,498	2,894	3,495
EBITDA	6,048	5,433	4,611	5,450	6,230
EPS (元)	0.75	0.74	0.87	1.01	1.22

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	9.49	4.39	6.37	10.04	11.06
营业利润 (%)	1.77	-11.61	-11.85	14.75	20.82
归属母公司净利润 (%)	0.48	-2.54	18.77	15.88	20.77
获利能力					
毛利率 (%)	20.64	19.60	17.06	16.57	16.62
净利率 (%)	2.91	2.72	3.04	3.20	3.48
ROE (%)	6.78	6.20	13.73	14.05	14.87
ROIC (%)	10.07	8.06	6.92	7.84	8.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.92	54.11	71.34	69.60	67.86
净负债比率 (%)	95.79	117.93	248.94	228.94	211.15
流动比率	1.52	1.62	1.36	1.40	1.45
速动比率	0.79	0.80	0.54	0.55	0.60
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.96	0.95	1.01	1.06
应收账款周转率	6.15	5.70	5.82	6.36	6.99
应付账款周转率	5.94	5.61	5.18	5.26	5.74
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.75	0.74	0.87	1.01	1.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.41	-0.65	1.11	0.85	1.60
每股净资产 (最新摊薄)	11.13	11.87	6.36	7.20	8.22
估值比率					
P/E	32.71	33.56	28.26	24.39	20.19
P/B	2.22	2.08	3.88	3.43	3.00
EV/EBITDA	8.47	9.93	18.61	15.77	13.47

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。