

公司点评

紫光股份(000938.SZ)

计算机 | IT服务 II

Q3 业绩有所提速，深耕算力 X 联接

三季度报点评

2024 年 11 月 03 日

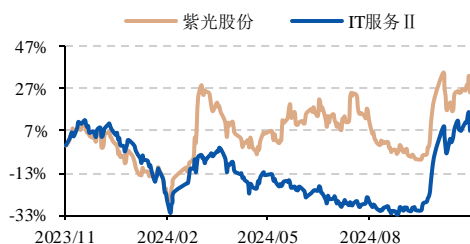
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	24.68
52 周价格区间(元)	14.71-26.55
总市值(百万)	70586.78
流通市值(百万)	70586.78
总股本(万股)	286008.00
流通股(万股)	286008.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
紫光股份	2.24	11.72	28.68
IT 服务 II	11.97	45.45	9.01

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001  
hechen@hncasing.com

黄奕景

研究助理

huangyjing@hncasing.com

相关报告

- 紫光股份(000938.SZ)深度报告：“云-网-安-算-存-端”全产业链布局，充分受益 AIGC2024-09-25
- 紫光股份(000938.SZ) 2024 年中报点评：上半年收入与扣非利润稳定增长，股权收购有序推进 2024-08-27
- 紫光股份(000938.SZ) 2023 年三季度报点评：Q3 业绩短期扰动，AI 计算产品有望实现放量 2023-10-31

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	740.58	773.08	824.17	918.01	1,018.94
归母净利润(亿元)	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68
每股收益(元)	0.75	0.74	0.82	1.00	1.25
每股净资产(元)	11.13	11.87	12.60	13.49	14.61
P/E	32.71	33.56	30.17	24.61	19.78
P/B	2.22	2.08	1.96	1.83	1.69

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- ▶ **前三季度收入和利润稳定增长，费控表现出色。**前三季度公司实现营业收入 588.39 亿元 (YOY+6.56%)，实现归母净利润 15.82 亿元 (YOY2.65%)，实现扣非归母净利润 13.88 亿元 (YOY+6.91%)。前三季度公司毛利率为 17.59% (YOY-2.31pct)，净利率为 3.44% (YOY-1.47pct)，销售、管理、财务、研发费用率分别同比变化-0.68、-0.01、-0.57、-1.17pct。
- ▶ **Q3 业绩有所提速。**Q3 单季度公司实现营业收入 208.89 亿元 (YOY+8.97%，QOQ-0.27%)，实现归母净利润 5.81 亿元 (YOY+12.06%，QOQ-0.92%)，实现扣非归母净利润 4.95 亿元 (YOY+9.00%，QOQ-10.13%)，相较于上半年的收入和利润同比增幅有所提速 (2024H1 收入和归母净利润增速分别为 5.29%和-2.13%)。Q3 单季度公司毛利率为 14.97% (YOY-4.14pct，QOQ-3.31pct)，净利率为 1.43% (YOY-3.31pct，QOQ-3.47pct)，销售、管理、财务、研发费用率分别同比变化 0.11、0.18、-1.03、-1.17pct，环比变化-0.51、0.14、-0.43、0.06pct。
- ▶ **毛利率仍然承压，原因主要系收入结构变化。**前三季度公司毛利率为 17.59% (YOY-2.31pct)，Q3 单季度公司毛利率为 14.97% (YOY-4.14pct，QOQ-3.31pct)，毛利率明显承压，原因或主要系较低毛利的互联网行业客户收入占比提升，数据中心服务器和交换机产品显著放量。
- ▶ **新华三延续稳健增长，海外 H3C 自有品牌延续高增。**前三季度，公司围绕“算力 X 联接”，持续进行 ICT 基础设施产品升级，深化智算技术创新，构建开放生态，并积极推动算力的多元化和联接的标准化。同时，公司聚焦应用导向，深耕行业客户数字化场景，加速推进“AI for ALL”业务赋能战略落地，在国内政企市场、国内运营商市场和海外市场陆续中标多个重要项目。其中，控股子公司新华三前三季度实现营业收入 402.66 亿元，同比增长 7.18%；其中，实现国内政企业务收入 316.83 亿元、国内运营商业务收入 66.93 亿元、国际业务收入 18.90

亿元，国际业务中 H3C 品牌产品及服务自主渠道业务收入前三季度达到 6.85 亿元，同比增长 69.26%。

- **股权收购已于 9 月落地，上市公司核心竞争力将进一步增强。**公司于 2024 年 9 月 5 日公告，公司通过全资子公司紫光国际，以不超过 95 亿元人民币本金的银团贷款+公司自有资金的形式，以支付现金的方式向 HPE 开曼和 Izar Holding Co 购买其所持有的新华三共计 30% 股权，总价为 21.43 亿美元。截至 9 月 5 日，公司已向交易对方支付本次交易对价，本次交易已完成交割，公司间接持有新华三股权比例提升至 81%，上市公司利润将显著增厚，核心竞争力和业务协同能力将得到进一步增强。
- **盈利预测和估值：**考虑到收购新华三所带来的利润增厚，与对应的银行借款和金融负债所产生的利息费用存在一定冲抵，我们维持之前的盈利预测不变，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 824.17/918.01/1018.94 亿元，同比增长 6.61%/11.39%/10.99%，实现归母净利润 23.39/28.69/35.68 亿元，同比增长 11.24%/22.63%/24.38%，对应 EPS 为 0.82/1.00/1.25 元，对应当前价格的 PE 为 30/25/20 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**中美科技摩擦下的供应链风险；下游客户 IT 需求不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；新华三剩余 19% 股权收购不确定风险。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
<b>利润表</b>						<b>主要指标</b>					
营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	740.58	773.08	824.17	918.01	1,018.94	营业收入	740.58	773.08	824.17	918.01	1,018.94
减: 营业成本	587.72	621.58	657.87	730.71	801.53	增长率(%)	9.49	4.39	6.61	11.39	10.99
营业税金及附加	2.94	2.83	3.42	4.03	4.78	归属母公司股东净利润	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68
营业费用	42.51	42.87	49.56	53.62	59.68	增长率(%)	0.48	-2.54	11.24	22.63	24.38
管理费用	9.64	13.92	11.59	12.41	13.60	每股收益(EPS)	0.75	0.74	0.82	1.00	1.25
研发费用	52.99	56.43	59.93	64.86	72.45	每股股利(DPS)	0.00	0.14	0.09	0.11	0.13
财务费用	6.34	7.71	2.33	2.81	3.42	每股经营现金流	1.28	-0.78	2.92	1.87	2.35
减值损失	-8.46	-7.31	-7.10	-8.06	-9.21	销售毛利率	0.21	0.20	0.20	0.20	0.21
加: 投资收益	0.21	1.39	0.06	0.20	0.21	销售净利率	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
公允价值变动损益	0.27	-0.75	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.07	0.06	0.06	0.07	0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.11	0.11	0.09	0.11	0.13
<b>营业利润</b>	<b>41.60</b>	<b>36.78</b>	<b>46.52</b>	<b>57.54</b>	<b>72.40</b>	市盈率(P/E)	32.71	33.56	30.17	24.61	19.78
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	2.22	2.08	1.96	1.83	1.69
<b>利润总额</b>	<b>42.20</b>	<b>37.60</b>	<b>46.52</b>	<b>57.54</b>	<b>72.40</b>	股息率(分红/股价)	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01
减: 所得税	4.78	0.76	4.06	5.08	6.46	<b>主要财务指标</b>					
<b>净利润</b>	<b>37.42</b>	<b>36.85</b>	<b>42.47</b>	<b>52.47</b>	<b>65.94</b>	收益率					
减: 少数股东损益	15.84	15.82	19.07	23.78	30.26	毛利率	20.64%	19.60%	20.18%	20.40%	21.34%
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>21.58</b>	<b>21.03</b>	<b>23.39</b>	<b>28.69</b>	<b>35.68</b>	三费/销售收入	7.90%	8.34%	7.70%	7.50%	7.53%
<b>资产负债表</b>						<b>EBIT/销售收入</b>					
货币资金	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	6.55%	5.86%	5.93%	6.57%	7.44%
货币资金	106.69	147.11	164.83	195.27	250.08	EBITDA/销售收入	7.49%	6.72%	7.29%	7.84%	8.59%
交易性金融资产	14.29	3.14	3.14	3.14	3.14	销售净利率	5.05%	4.77%	5.15%	5.72%	6.47%
应收和预付款项	159.83	183.39	177.49	197.70	219.44	资产获利率					
其他应收款(合计)	4.05	7.29	4.94	5.50	6.10	ROE	6.78%	6.20%	6.49%	7.43%	8.54%
存货	202.75	279.35	248.42	275.93	302.67	ROA	2.91%	2.41%	2.76%	3.12%	3.50%
其他流动资产	19.51	16.18	20.26	22.57	25.05	ROIC	10.82%	10.68%	8.58%	10.96%	13.17%
长期股权投资	1.12	1.09	1.09	1.09	1.09	<b>资本结构</b>					
金融资产投资	3.11	2.36	2.36	2.36	2.36	资产负债率	48.92%	54.11%	48.06%	46.49%	45.10%
投资性房地产	2.10	2.01	1.75	1.48	1.21	投资资本/总资产	56.02%	59.53%	59.20%	56.95%	53.69%
固定资产和在建工程	24.37	25.34	24.46	23.32	21.91	带息债务/总负债	14.91%	26.34%	16.46%	12.03%	10.14%
无形资产和开发支出	176.89	181.10	174.24	167.37	160.51	流动比率	1.52	1.62	1.85	1.95	2.04
其他非流动资产	25.92	24.28	25.27	24.87	24.87	速动比率	0.83	0.82	1.01	1.08	1.17
<b>资产总计</b>	<b>740.63</b>	<b>872.64</b>	<b>848.25</b>	<b>920.61</b>	<b>1,018.43</b>	股利支付率	0.00%	19.04%	10.79%	10.79%	10.79%
短期借款	41.75	62.83	10.58	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	80.96%	89.21%	89.21%	89.21%
交易性金融负债	0.00	0.21	0.21	0.21	0.21	<b>资产管理效率</b>					
应付和预收款项	175.71	179.22	192.49	213.80	234.52	总资产周转率	1.00	0.89	0.97	1.00	1.00
长期借款	12.27	61.55	56.51	51.50	46.56	固定资产周转率	32.39	31.91	34.75	39.99	46.50
其他负债	132.61	168.40	147.88	162.48	178.05	应收账款周转率	4.97	4.71	5.06	5.06	5.06
<b>负债合计</b>	<b>362.35</b>	<b>472.22</b>	<b>407.67</b>	<b>427.99</b>	<b>459.35</b>	存货周转率	2.90	2.23	2.65	2.65	2.65
股本	28.60	28.60	28.60	28.60	28.60	<b>估值指标</b>					
资本公积	178.34	178.35	178.35	178.35	178.35	EBIT	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	111.47	132.52	153.39	178.98	210.81	EBIT	48.54	45.32	48.85	60.35	75.82
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>318.41</b>	<b>339.46</b>	<b>360.34</b>	<b>385.93</b>	<b>417.76</b>	EBITDA	55.47	51.95	60.06	72.02	87.56
少数股东权益	59.87	60.96	80.03	103.81	134.07	NOPLAT	42.27	44.32	44.59	55.03	69.05
股东权益合计	378.28	400.43	440.37	489.74	551.83	归母净利润	21.58	21.03	23.39	28.69	35.68
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>740.63</b>	<b>872.64</b>	<b>848.04</b>	<b>917.73</b>	<b>1,011.18</b>	EPS	0.75	0.74	0.82	1.00	1.25
<b>现金流量表</b>						BPS	11.13	11.87	12.60	13.49	14.61
经营性现金净流量	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	32.71	33.56	30.17	24.61	19.78
经营性现金净流量	36.51	-22.38	83.63	53.48	67.23	PEG	68.37	-13.19	2.68	1.09	0.81
投资性现金净流量	0.38	6.55	-3.97	-4.21	-4.61	PB	2.22	2.08	1.96	1.83	1.69
筹资性现金净流量	-21.09	53.45	-61.93	-18.83	-7.82	PS	0.95	0.91	0.86	0.77	0.69
现金流量净额	16.25	37.56	17.72	30.44	54.81	PCF	19.33	-31.54	8.44	13.20	10.50

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438