

2024年09月01日
紫光股份(000938.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

通用计算机设备

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 26.17元
股价(2024-08-30) 19.74元

交易数据

总市值(百万元)	56,457.98
流通市值(百万元)	56,457.98
总股本(百万股)	2,860.08
流通股本(百万股)	2,860.08
12个月价格区间	14.71/27.11元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.9	-1.9	-14.9
绝对收益	-11.4	-9.5	-27.2

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

相关报告

提升算力联接“双基石”全栈能力，资产购买进展顺利

事件概述:

1) 近日，紫光股份发布《2024年半年度报告》。上半年，公司实现营业收入379.51亿元，同比增长5.29%；实现归母净利润10亿元，同比下降2.13%；扣非归母净利润8.94亿元，同比增长5.78%。

2) 同时，紫光股份披露《关于重大资产购买的进展公告》，公司拟由全资子公司紫光国际信息技术有限公司以支付现金的方式向 H3C Holdings Limited 购买所持有的新华三集团有限公司29%股权，以支付现金的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三1%股权，合计购买新华三30%股权。截至本公告披露日，公司已取得《经修订和重述的卖出期权行权股份购买协议》项下约定作为本次交易交割先决条件的中国政府机构出具的文件和/或批准，公司正在积极有序推进本次交易交割相关工作。

上半年营收稳健增长，多项产品市场竞争力持续提升

上半年公司营收保持稳健增长的同时，优化组织架构、提升运营效率、加强费用管理，上半年期间费用同比下降12.99%。控股子公司新华三2024年上半年实现营业收入264.28亿元，同比增长5.75%；实现营业利润19.96亿元，同比增长12.91%。随着数字经济的蓬勃发展，公司不断赋能运营商、政府、建筑、金融、互联网、能源、教育、医疗等众多行业客户的信息化建设升级和数字化转型。其中，在全国累计服务190余个智慧城市项目建设和运营，参与18个国家部委级、26个省级和300余个地市区县政务云建设，参与国家电子政务外网、21个省级和300余个地市区县级电子政务外网建设。此外，公司还服务10000多家企业数字化转型，其中包括300多家世界500强企业、400多家中国500强企业和90%以上的央企客户。

据公司半年报披露，根据 IDC 发布的最新数据，2024年第一季度，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、企业网交换机、园区交换机市场，分别以34.8%、36.5%、41.6%的市场份额排名第一，在中国数据中心交换机市场份额29.0%，位列第二；中国企业网路由器市场份额30.7%，位列第二；中国企业级 WLAN 市场份额30.3%，位列第一；中国 X86 服务器市场份额15.6%，保持市场第二；中国 UTM 防火墙市场份额22.9%，位列第二。

提升算力联接“双基石”全栈能力以满足 AIGC 应用需求

继去年提出“AIGC 开放战略”后，2024年公司充分发挥算力×联接的倍增效应，重点围绕高效多元算力供给、高品质网络联接、智能存储、云与智能、主动安全、智能运维和智能能耗治理方面持续进行技术和产品创新，发布了全栈领先的灵犀智算解决方案，以百业灵犀私

域大模型+N个优选生态大模型的“1+N”大模型策略，深耕 AIGC 技术创新的落地实践，不断提升全面支撑 AIGC 的应用能力。

在高效多元算力供给方面，公司发布了傲飞算力平台 3.0，可支持万卡集群以及多元 CPU 和 GPU 的异构算力统一调度，提供以 AI 数据资产为中心的大模型全生命周期管理，支持大规模智算中心运维管理，实现对集群算力资源的统一管理、监控、告警。

在高品质网络联接方面，公司推出了智算网络解决方案，以全面的产品布局支持单框单层、盒-盒两层、框-盒两层等多种灵活组网架构，且通过负载均衡和自愈技术提升网络带宽利用率与降低故障恢复时间，全面增强网络对于多元异构算力的承载能力。同时，推出了基于 DDC 架构（分布式解耦机框）的算力集群核心交换机 H3C S12500 AI 系列，专为 AI 算力场景设计，以更具扩展性、更易运维管理、更具成本效益的分布式解耦机框方案为用户构建天然零丢包的无损网络，有效降低端到端时延和抖动。

目 重大资产购买进展顺利，新华三后续协同发展可期

据公告披露，公司全资子公司紫光国际拟以支付现金 2071407055.50 美元的方式向 HPE 开曼购买所持有的新华三 29%股权，拟以支付现金 71427829.50 美元的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三 1%股权，合计以 2142834885.00 美元购买新华三 30%股权。本次交易完成后，公司通过全资子公司紫光国际对新华三持股比例将由 51%增加至 81%。截至目前，公司董事会、监事会和股东大会已经审议通过了本次交易相关的议案；公司已经收到了深圳证券交易所下发的《关于对紫光股份有限公司重大资产购买的问询函》（并购重组问询函[2024]第 2 号），并于 2024 年 6 月 27 日对深圳证券交易所的问询函进行了回复，同时按照要求在《重组报告书》中进行了补充披露。在资金筹备方面，2024 年 7 月 18 日，紫光国际与兴业银行股份有限公司上海自贸试验区分行、中信银行股份有限公司海口分行、中国民生银行股份有限公司上海自贸试验区分行和华夏银行股份有限公司上海分行共同签署了《不超过人民币 9500000000 元（或其等值金额）并购银团贷款合同》，紫光国际贷款本金总计不超过人民币 95 亿元，贷款用途为支付本次交易收购价款，贷款期限为从首笔贷款资金的提款日（包括该日）起至最终到期日（包括该日）止的期间，共计 7 年。截至相关公告披露日，紫光股份已取得《经修订和重述的卖出期权行权股份购买协议》项下约定作为本次交易交割先决条件的中国政府机构出具的文件和/或批准，公司正在积极有序推进本次交易交割相关工作。

目 投资建议

作为全球新一代云计算基础设施建设和行业智慧应用服务的领先者，紫光股份拥有领先的数字化技术、新一代信息基础设施建设所需的全系列关键软硬件产品，具备丰富的行业数字化建设和运营经验，拥有深厚的客户资源与众多的优秀合作伙伴。我们认为，公司未来或将受益于 AIGC 爆发和下游需求回暖带来的信息技术基础设施建设需求，并在算力和联接产业的加速趋势中提升投资价值。预计公司 2024-

2026 年实现营业收入 870.45/983.22/1114.82 亿元，实现归母净利润分别为 24.95/29.80/36.22 亿元。维持买入-A 的投资评级，给予 6 个月目标价 26.17 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

目 风险提示：

数据中心建设不及预期；技术研发不及预期；互联网等行业需求不及预期；供应链风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	74,057.6	77,307.8	87,045.0	98,322.3	111,482.1
净利润	2,157.9	2,103.0	2,494.8	2,980.3	3,622.5
每股收益(元)	0.75	0.74	0.87	1.04	1.27
每股净资产(元)	13.23	14.00	15.00	16.20	17.65

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	25.86	26.32	22.63	18.94	15.59
市净率(倍)	1.75	1.63	1.55	1.43	1.31
净利润率	2.9%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%
净资产收益率	7.0%	6.4%	7.1%	7.9%	8.8%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.9%	6.1%	5.6%	5.8%	5.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	74,057.6	77,307.8	87,045.0	98,322.3	111,482.1	成长性					
减:营业成本	58,772.0	62,157.9	69,984.2	78,067.9	87,401.9	营业收入增长率	9.5%	4.4%	12.6%	13.0%	13.4%
营业税费	294.2	282.5	318.1	359.3	407.4	营业利润增长率	1.8%	-11.6%	-20.5%	19.5%	21.5%
销售费用	4,251.4	4,287.1	4,827.1	5,452.4	6,182.2	净利润增长率	0.5%	-2.5%	18.6%	19.5%	21.5%
管理费用	6,263.1	7,035.8	8,792.5	9,931.6	11,260.9	EBITDA增长率	0.9%	-12.1%	1.8%	30.1%	28.1%
财务费用	633.6	771.4	1,108.0	1,789.8	2,558.7	EBIT增长率	1.8%	-13.4%	9.6%	30.6%	28.5%
资产减值损失	-846.2	730.7	747.0	909.4	954.7	NOPLAT增长率	-19.4%	-11.3%	43.8%	30.2%	28.2%
加:公允价值变动收益	27.2	-75.1	-82.7	-90.9	-100.0	投资资本增长率	5.4%	25.4%	79.2%	-2.0%	50.9%
投资和汇兑收益	20.5	138.9	145.8	153.1	160.8	净资产增长率	6.1%	5.9%	7.2%	8.0%	9.0%
营业利润	4,160.5	3,677.6	2,923.9	3,492.9	4,245.5	利润率					
加:营业外净收支	59.6	82.6	0.0	0.0	0.0	毛利率	20.6%	19.6%	19.6%	20.6%	21.6%
利润总额	4,220.1	3,760.2	2,923.9	3,492.9	4,245.5	营业利润率	5.6%	4.8%	3.4%	3.6%	3.8%
减:所得税	478.5	75.7	58.9	70.3	85.5	净利润率	2.9%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%
净利润	2,157.9	2,103.0	2,494.8	2,980.3	3,622.5	EBITDA/营业收入	6.7%	5.7%	5.1%	5.9%	6.7%
						EBIT/营业收入	5.8%	4.8%	4.7%	5.4%	6.1%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	5	5	6	7	9
货币资金	10,669.3	14,710.8	17,409.0	19,664.5	22,296.4	流动营业资本周转天数	190	230	211	225	210
交易性金融资产	1,428.6	314.2	314.2	314.2	314.2	流动资产周转天数	250	300	285	299	284
应收账款	14,321.2	15,490.9	18,076.2	19,839.8	23,151.0	应收账款周转天数	65	70	70	70	70
应收票据	405.0	723.7	814.8	920.4	1,043.6	存货周转天数	120	142	142	142	142
预付账款	971.9	1,668.6	1,878.8	2,122.2	2,406.3	总资产周转天数	346	381	379	375	371
存货	20,274.6	27,934.5	26,344.6	34,204.1	33,584.1	投资资本周转天数	204	245	391	339	451
其他流动资产	2,641.6	2,802.6	3,155.6	3,564.4	4,041.5	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	7.0%	6.4%	7.1%	7.9%	8.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	2.9%	2.4%	2.7%	2.7%	3.1%
长期股权投资	112.0	109.4	109.4	109.4	109.4	ROIC	7.9%	6.1%	5.6%	5.8%	5.9%
投资性房地产						费用率					
固定资产	1,042.0	1,054.6	1,672.5	2,299.7	3,052.4	销售费用率	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
在建工程	150.1	110.7	0.0	0.0	0.0	管理费用率	8.5%	9.1%	10.1%	10.1%	10.1%
无形资产	3,696.9	4,118.6	5,504.6	7,306.3	9,648.6	财务费用率	0.9%	1.0%	1.3%	1.8%	2.3%
其他非流动资产	18,349.8	18,225.8	18,214.3	18,203.3	18,192.9	三费/营业收入	15.1%	15.6%	16.9%	17.5%	17.9%
资产总额	74,063.0	87,264.5	93,494.0	108,548.3	117,840.3	偿债能力					
短期债务	4,856.1	7,151.3	45,472.9	40,208.6	82,506.7	资产负债率	48.9%	54.1%	54.1%	57.3%	57.2%
应付账款	21,579.9	26,396.3	25,703.2	30,275.4	30,001.7	负债权益比	95.8%	117.9%	117.9%	134.3%	133.4%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.52	1.62	1.59	1.48	1.46
其他流动负债	6,886.2	5,782.8	-28,481.1	-16,157.3	-53,049.8	速动比率	0.91	0.91	0.98	0.85	0.90
长期借款	200.2	5,086.1	5,086.1	5,086.1	5,086.1	利息保障倍数	13.65	11.72	2.92	2.52	2.34
其他非流动负债	2,712.8	2,805.2	2,805.2	2,805.2	2,805.2	分红指标					
负债总额	36,235.2	47,221.8	50,586.3	62,218.0	67,349.9	DPS(元)	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	5,986.7	6,096.2	6,466.5	6,908.8	7,446.4	分红比率	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,860.1	2,860.1	2,860.1	2,860.1	2,860.1	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	28,981.0	31,086.4	33,581.2	36,561.5	40,184.0						
股东权益	37,827.8	40,042.7	42,907.7	46,330.3	50,490.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.75	0.74	0.87	1.04	1.27
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	13.23	14.00	15.00	16.20	17.65
净利润	3,741.6	3,684.5	2,865.1	3,422.6	4,160.1	PE(X)	25.86	26.32	22.63	18.94	15.59
加:折旧和摊销	636.0	477.8	385.2	478.3	591.9	PB(X)	1.75	1.63	1.55	1.43	1.31
资产减值准备	-846.2	730.7	747.0	909.4	954.7	P/FCF	19.43	15.95	20.29	24.04	20.65
公允价值变动损失	-27.2	75.1	82.7	90.9	100.0	P/S	0.75	0.72	0.65	0.57	0.51
财务费用	633.6	771.4	1,108.0	1,789.8	2,558.7	EVEBITDA	12.19	15.40	23.96	17.51	19.35
投资损失	-20.5	-138.9	-145.8	-153.1	-160.8	CAGR(%)	6.7%	-1.0%	7.5%	19.0%	20.5%
少数股东损益	1,583.7	1,581.5	370.2	442.3	537.6	PEG	54.05	-10.34	1.21	0.97	0.72
营运资金的变动	-1,682.4	-9,039.5	-37,810.2	5,068.9	-42,338.1	ROIC/WACC	0.86	0.66	0.61	0.63	0.65
经营活动产生现金流量	4,018.5	-1,857.2	-32,397.9	12,049.2	-33,595.9	REP	1.71	1.97	1.88	1.78	1.62
投资活动产生现金流量	38.2	654.5	-2,117.5	-2,739.6	-3,511.5						
融资活动产生现金流量	-2,109.3	5,344.5	37,213.6	-7,054.1	39,739.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034