

锐捷网络分拆在即，期待新品放量带动业绩增长

2022 年 11 月 06 日

➤ **事件概述：**2022 年 10 月 27 日，公司发布 2022 年三季度报，Q1-Q3 实现营收 108.19 亿元，同比增长 17.71%，实现归母净利润 5.51 亿元，同比增长 15.7%，实现扣非归母净利润 5.03 亿元，同比增长 18.72%。Q3 单季度实现营收 41.24 亿元，同比增长 5.61%，实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 5.07%，实现扣非归母净利润 2.16 亿元，同比下降 1.37%。

➤ **盈利能力环比改善，受益毛利提升和人民币贬值。**

22Q3 公司毛利率为 35.64%，同比提升 2.27pct，环比提升 2.06pct，Q3 公司三费率为 28.67%，同比提升 5.46pct，环比提升 0.66pct，但受益于人民币贬值，22Q3 财务费用为-3,315 万元（主要为汇兑收益，21Q3 为 500 万元），公司 22Q3 净利率为 5.80%，与同期基本持平（21Q3 为 5.83%）。

➤ **锐捷网络分拆获批，盈利能力有望提升。**

2022 年 9 月 15 日，锐捷网络分拆上市获证监会批复，2022 年 10 月 30 日，锐捷网络发布首次公开发行股票并在创业板上市招股意向书，预计将于 2022 年 11 月 10 日发行。通过本次分拆，星网锐捷和锐捷网络的主业结构将更加清晰，锐捷网络将依托深交所创业板平台独立融资，促进自身业务的发展，进一步提升盈利能力和竞争力，同时增厚星网锐捷业绩（上市后持股 44.88%）。

➤ **加大备货力度，合同负债高增验证经营趋势向好。**

22Q3 期末公司存货金额为 15.80 亿元，同比增长 39.17%，较期初净增 7.52 亿元，主因增加战略原材料备货（供应紧张）及产品备货（销售旺盛）力度。22Q3 期末公司合同负债为 15.80 亿元，同比增长 110.01%，较期初净增 9,331 万元，主因预收款增加，反映公司在手订单充足，长期经营趋势向好。

➤ **研发加码布局前沿技术，产品竞争力持续提升。**

公司加大研发力度，持续布局前沿技术，Q1-Q3 研发费用率为 13.72%，同比提升 2.34pct。在美国 2022 OCP 峰会上，锐捷网络发布并展出了业界领先的 25.6T 硅光 CPO 交换机,51.2T/25.6T 硅光 NPO 交换机。根据公司公众号，星网锐捷旗下升腾资讯独家中标 2022 年中国联通云桌面集中采购项目，项目规模 10,000 点；升腾资讯的核心产品“电子签名外清 A10”通过了开放原子开源基金会的 OpenHarmony 兼容性测评，成为国内收款搭载开源鸿蒙系统的电子签名柜外清，并获颁《OpenHarmony 生态产品兼容性证书》。

➤ **投资建议：**锐捷网络分拆上市有望激发内生成长动能，同时期待升腾资讯等子公司业务放量。考虑到 ICT 行业前三季度受疫情影响较大，调整盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 7.37 亿元/9.85 亿元/12.39 亿元，对应 PE 倍数为 17/12/10x，公司近 5 年估值中枢为 26 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**数通需求不及预期；运营商不及预期；市场竞争加剧；芯片等原材料供应不足。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,549	16,404	21,214	26,488
增长率 (%)	31.5	21.1	29.3	24.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	542	737	985	1,239
增长率 (%)	27.5	36.1	33.6	25.8
每股收益 (元)	0.93	1.26	1.69	2.12
PE	23	17	12	10
PB	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.94 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.星网锐捷 (002396.SZ) 2022 年一季报点评：淡季不淡，营收增速领先行业，盈利能力显著提升-2022/04/29

2.星网锐捷 (002396.SZ) 22Q1 业绩预告点评：Q1 业绩大超预期，经营拐点初步确认-2022/04/14

3.星网锐捷 (002396.SZ) 2021 年年度报告点评：受益数字经济+东数西算，数通龙头增长动能强劲-2022/03/25

4.星网锐捷(002396):锐捷网络分拆落地，公司有望迎来价值重估-2021/12/03

5.星网锐捷(002396):盈利环比改善，云网终端需求持续向好-2021/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,549	16,404	21,214	26,488
营业成本	8,928	10,758	13,824	17,266
营业税金及附加	60	66	85	106
销售费用	1,875	2,165	2,800	3,496
管理费用	480	574	742	927
研发费用	1,755	2,133	2,758	3,443
EBIT	669	1,084	1,487	1,847
财务费用	38	-35	4	-6
资产减值损失	-46	-63	-77	-92
投资收益	33	49	64	79
营业利润	649	1,045	1,397	1,758
营业外收支	6	3	3	3
利润总额	654	1,048	1,400	1,762
所得税	-131	-52	-70	-88
净利润	785	1,100	1,470	1,850
归属于母公司净利润	542	737	985	1,239
EBITDA	891	1,330	1,776	2,164

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,141	4,659	5,508	6,634
应收账款及票据	1,940	2,257	2,889	3,572
预付款项	141	172	207	242
存货	4,039	4,824	6,162	7,649
其他流动资产	241	539	612	692
流动资产合计	8,502	12,451	15,378	18,788
长期股权投资	185	234	298	377
固定资产	803	906	1,026	1,145
无形资产	170	170	162	154
非流动资产合计	2,621	2,733	2,751	2,799
资产合计	11,123	15,184	18,129	21,587
短期借款	425	1,538	1,538	1,538
应付账款及票据	3,282	3,920	4,962	6,102
其他流动负债	1,577	2,810	3,334	3,923
流动负债合计	5,283	8,269	9,834	11,563
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	187	216	205	191
非流动负债合计	187	216	205	191
负债合计	5,471	8,485	10,039	11,754
股本	583	583	583	583
少数股东权益	960	1,323	1,808	2,418
股东权益合计	5,652	6,699	8,090	9,833
负债和股东权益合计	11,123	15,184	18,129	21,587

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.49	21.07	29.32	24.86
EBIT 增长率	9.53	61.99	37.19	24.25
净利润增长率	27.50	36.11	33.65	25.80
盈利能力 (%)				
毛利率	34.11	34.42	34.83	34.81
净利率	4.00	4.49	4.64	4.68
总资产收益率 ROA	4.87	4.85	5.43	5.74
净资产收益率 ROE	11.54	13.71	15.68	16.71
偿债能力				
流动比率	1.61	1.51	1.56	1.62
速动比率	0.79	0.86	0.88	0.91
现金比率	0.41	0.56	0.56	0.57
资产负债率 (%)	49.18	55.88	55.38	54.45
经营效率				
应收账款周转天数	47.36	46.00	45.50	45.00
存货周转天数	165.13	165.00	164.00	163.00
总资产周转率	1.37	1.25	1.27	1.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.93	1.26	1.69	2.12
每股净资产	8.05	9.22	10.77	12.71
每股经营现金流	0.77	2.95	2.27	2.77
每股股利	0.10	0.14	0.18	0.23
估值分析				
PE	23	17	12	10
PB	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.97	6.96	4.69	3.33
股息收益率 (%)	0.48	0.65	0.87	1.09

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	785	1,100	1,470	1,850
折旧和摊销	222	246	289	317
营运资金变动	-492	367	-543	-659
经营活动现金流	450	1,721	1,322	1,617
资本开支	-416	-162	-201	-235
投资	10	0	0	0
投资活动现金流	-393	-200	-201	-235
股权募资	8	0	0	0
债务募资	120	1,117	-57	0
筹资活动现金流	-31	997	-272	-255
现金净流量	16	2,518	849	1,126

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。	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