

业绩符合预期,敏捷创新能力驱动成长

华泰研究

2023年4月02日 | 中国内地

年报点评

通信设备制造

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

59.18

研究员

SAC No. S0570520090002
SFC No. BNC535

余熠

yuyi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

黄乐平, PhD

lepingle@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570122080148
wangke020520@htsc.com

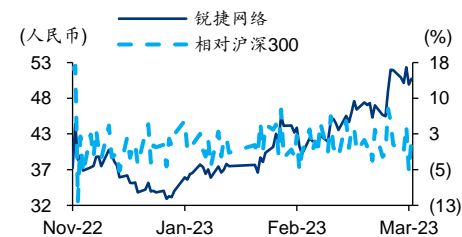
王珂

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	59.18
收盘价(人民币 截至3月31日)	50.62
市值(人民币百万)	28,761
6个月平均日成交额(人民币百万)	275.53
52周价格范围(人民币)	32.96-52.30
BVPS(人民币)	7.56

股价走势图



资料来源: Wind

2022年业绩符合预期;敏捷创新能力驱动市场份额提升

锐捷网络发布2022年年度业绩,2022年公司营收为113.26亿元,同比增长23.26%;归母净利润为5.50亿元,同比增长20.14%;扣非归母净利润为4.94亿元,同比增长20.76%,符合我们此前22年归母净利润预测5.5亿元。公司为国内领先的ICT设备厂商,以敏捷高效的创新能力实现市场份额持续提升,我们预计公司23-25年归母净利润为7.47/10.08/12.35亿元,根据Wind一致预期,可比公司2023年PE均值为39.58x,考虑到公司数据中心交换机业务的增长潜力及行业地位,给予公司23年45x PE估值,对应目标价59.18元(前值:52.82),维持“买入”评级。

网络设备业务份额保持领先;网络安全产品收入快速增长

分业务来看,2022年企业级网络设备实现收入84.75亿元,同比增长28.29%,主要系白盒化与信创国产化驱使下,锐捷网络市场份额逐步提升。据IDC,2022年锐捷网络在国内教育/互联网/服务行业企业级WLAN市场占有率第一,在国内制造业/互联网/政府行业数据中心交换机市场增速第一。2022年网络安全产品收入同比增长22.96%至8.66亿元,主要受益于整网化要求将网络设备纳入安全体系,锐捷能够同时提供网络设备+安全产品,天然具备整网协同优势;2022年云桌面解决方案收入同比下降34.24%至7.37亿元,主因上半年疫情,部分行业客户需求或招投标延后。

综合毛利率稳步提升,研发投入力度加大

2022年公司综合毛利率为39.66%,同比提升2.21pct,我们认为随着公司持续突破高端交换机/路由器市场带来出货结构优化,以及上游原材料供应紧张缓解,公司未来盈利能力有望稳步提升;费用方面,2022年公司销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为15.82%/18.03%/4.13%,分别同比变动-0.58/2.90/0.56pct,研发投入力度有所加大。此外,公司2022年财务费用为-0.04亿元,主要受益于美元兑人民币汇率上升形成的汇兑收益。

盈利有望持续增长,维持“买入”评级

我们认为数字中国建设的持续推进将为网络设备行业需求带来新增量,而公司将凭借其产品创新及渠道优势实现市场份额提升,保持高于行业的收入增速。我们预计公司23-25年归母净利润为7.47/10.08/12.35亿元,根据Wind一致预期,可比公司2023年PE均值为39.58x,考虑到公司数据中心交换机业务的增长潜力及行业地位,给予公司23年45x PE估值,对应目标价59.18元(前值:52.82),维持“买入”评级。

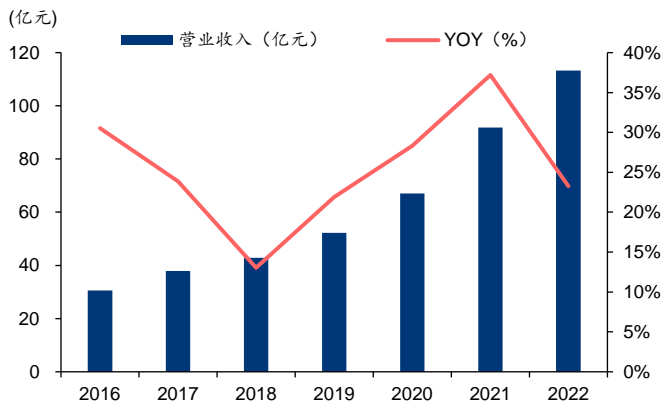
风险提示:公司产品研发进度不及预期;招投标情况不及预期;公司上游原材料涨价风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	9,189	11,326	14,384	17,916	22,093
+/-%	37.19	23.26	27.00	24.55	23.32
归属母公司净利润(人民币百万)	457.75	549.93	747.19	1,008	1,235
+/-%	53.94	20.14	35.87	34.88	22.49
EPS(人民币,最新摊薄)	0.81	0.97	1.32	1.77	2.17
ROE(%)	34.88	18.78	16.01	18.17	18.52
PE(倍)	62.83	52.30	38.49	28.54	23.30
PB(倍)	18.41	6.70	5.70	4.75	3.95
EV EBITDA(倍)	65.48	48.29	37.72	28.86	23.14

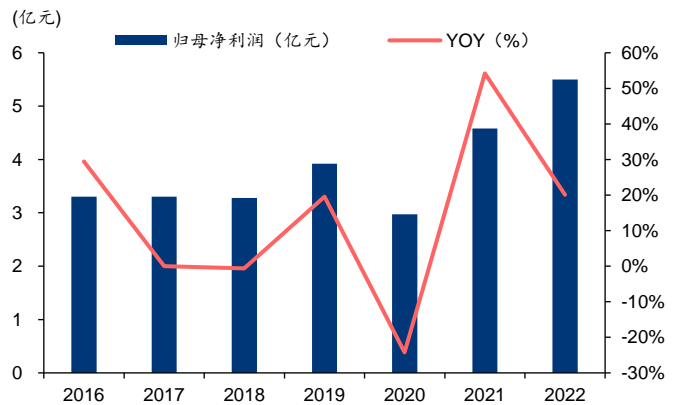
资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 公司营收及增速



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表2: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表3: 可比公司 PE 估值表 (2023/3/31)

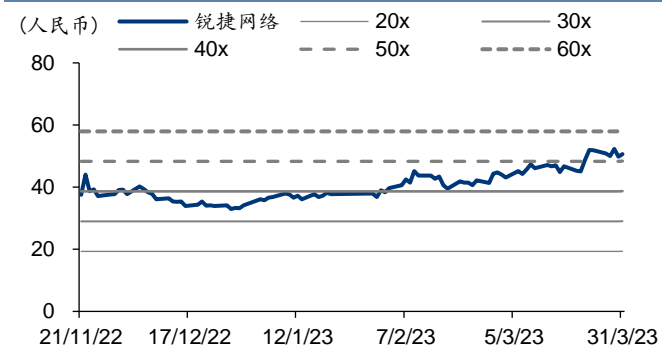
公司代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000938 CH	紫光股份	29.29	837.72	21.48	24.73	28.65	34.73	39.01	33.88	29.24	24.12
300768 CH	迪普科技	18.88	121.55	3.09	2.73	3.69	4.87	39.30	44.45	32.91	24.98
000063 CH	中兴通讯	32.56	1448.20	68.13	83.93	98.22	113.78	21.26	17.26	14.74	12.73
002439 CH	启明星辰	33.25	316.74	8.62	9.66	11.45	14.67	36.76	32.77	27.67	21.59
002212 CH	天融信	12.25	145.14	2.30	4.81	6.26	8.18	63.11	30.20	23.17	17.75
300454 CH	深信服	147.96	616.82	2.73	3.06	5.62	9.42	226.06	201.47	109.77	65.47
平均								70.92	60.01	39.58	27.77

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 数据截至 2023 年 3 月 31 日收盘
资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

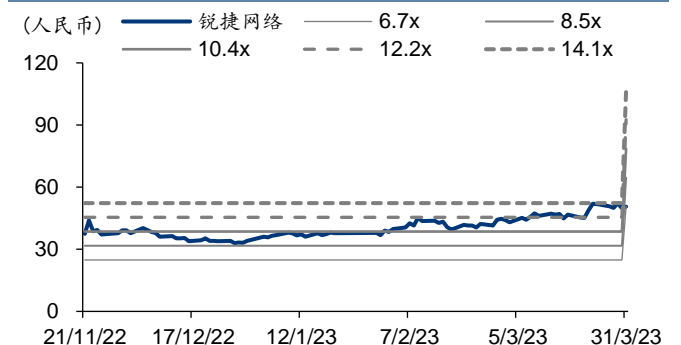
- 1) 公司产品研发进度不及预期:** 由于新技术的研发和产业化存在一定的不确定性, 若公司在研发过程中关键技术未能实现突破、研发进度不及预期, 将对整体业绩造成不利影响。
- 2) 招投标情况不及预期:** 公司针对三大运营商+新 BAT 等厂商采取直销模式, 向其销售的数据中心交换机产品主要由招投标进行, 若未来公司在以上公司新的招标中未能入围, 或者公司入围但在新一轮议价或竞争性谈判中, 中标数量及入围产品价格出现一定程度下降, 则将对公司当年业绩产生不利影响。
- 3) 公司上游原材料涨价风险:** 根据公司招股书, 公司数据中心交换机、园区与城域网交换机、SMB 交换机、SMB 无线接入点等产品在 2021 年下半年出现上游主芯片涨价情况, 对于公司来说, 若出现上游原材料涨价, 公司业绩或受到一定程度影响。

图表4: 锐捷网络 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 锐捷网络 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,678	6,884	9,723	10,824	14,087
现金	1,288	2,941	4,051	4,652	5,737
应收账款	685.13	660.70	1,049	1,080	1,545
其他应收账款	36.26	52.39	60.19	80.03	92.89
预付账款	4.39	5.99	7.20	9.23	11.03
存货	2,512	3,077	4,258	4,805	6,342
其他流动资产	152.35	146.67	298.55	197.40	358.55
非流动资产	890.06	1,167	1,193	1,229	1,293
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	382.43	480.12	521.14	568.54	633.46
无形资产	12.15	13.45	10.71	10.53	10.25
其他非流动资产	495.48	673.26	661.62	649.55	649.45
资产总计	5,568	8,051	10,917	12,052	15,380
流动负债	3,877	3,605	5,724	5,852	7,945
短期借款	386.90	580.49	580.49	1,352	931.38
应付账款	1,235	702.32	1,840	1,301	2,562
其他流动负债	2,255	2,322	3,304	3,199	4,451
非流动负债	128.90	150.95	150.95	150.95	150.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	128.90	150.95	150.95	150.95	150.95
负债合计	4,006	3,756	5,875	6,003	8,096
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	500.00	568.18	568.18	568.18	568.18
资本公积	87.34	2,200	2,200	2,200	2,200
留存公积	979.10	1,529	2,276	3,284	4,519
归属母公司股东权益	1,562	4,295	5,042	6,050	7,284
负债和股东权益	5,568	8,051	10,917	12,052	15,380

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	748.99	(245.70)	1,288	(30.76)	1,680
净利润	457.75	549.93	747.19	1,008	1,235
折旧摊销	70.22	95.72	121.99	145.16	159.32
财务费用	39.07	(3.58)	(43.74)	(40.54)	(48.43)
投资损失	0.00	(0.50)	(0.71)	(0.24)	(0.29)
营运资金变动	201.88	(1,099)	467.34	(1,137)	343.76
其他经营现金	(19.93)	211.34	(4.35)	(6.41)	(8.74)
投资活动现金	(144.65)	(214.36)	(147.57)	(179.65)	(223.68)
资本支出	(146.18)	(217.63)	(116.31)	(141.55)	(177.33)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.52	3.27	(31.26)	(38.10)	(46.35)
筹资活动现金	(8.99)	2,185	(30.14)	40.54	48.43
短期借款	75.79	193.60	0.00	771.04	(420.16)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	68.18	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	45.38	2,112	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(130.16)	(189.42)	(30.14)	(730.50)	468.58
现金净增加额	587.29	1,744	1,110	(169.88)	1,505

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,189	11,326	14,384	17,916	22,093
营业成本	5,748	6,834	8,969	11,081	13,629
营业税金及附加	43.94	50.82	84.46	97.18	112.47
营业费用	1,507	1,792	2,287	2,831	3,491
管理费用	328.35	467.38	529.34	662.88	795.35
财务费用	39.07	(3.58)	(43.74)	(40.54)	(48.43)
资产减值损失	(28.70)	(63.51)	(49.50)	(60.27)	(80.08)
公允价值变动收益	(3.78)	0.86	0.03	0.03	(0.60)
投资净收益	0.00	0.50	0.71	0.24	0.29
营业利润	320.10	417.60	610.24	802.07	958.00
营业外收入	10.05	8.90	9.39	10.57	8.22
营业外支出	2.44	4.44	4.23	4.82	4.45
利润总额	327.71	422.06	615.41	807.81	961.76
所得税	(130.04)	(127.87)	(131.78)	(200.03)	(272.74)
净利润	457.75	549.93	747.19	1,008	1,235
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	457.75	549.93	747.19	1,008	1,235
EBITDA	426.55	548.91	671.36	883.41	1,037
EPS (人民币, 基本)	0.92	1.09	1.32	1.77	2.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	37.19	23.26	27.00	24.55	23.32
营业利润	32.91	30.46	46.13	31.43	19.44
归属母公司净利润	53.94	20.14	35.87	34.88	22.49
获利能力 (%)					
毛利率	37.45	39.66	37.65	38.15	38.31
净利率	4.98	4.86	5.19	5.63	5.59
ROE	34.88	18.78	16.01	18.17	18.52
ROIC	69.50	29.47	42.57	33.56	45.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.94	46.66	53.82	49.81	52.64
净负债比率 (%)	(53.15)	(52.47)	(68.17)	(54.01)	(65.52)
流动比率	1.21	1.91	1.70	1.85	1.77
速动比率	0.56	1.03	0.94	1.01	0.96
营运能力					
总资产周转率	1.96	1.66	1.52	1.56	1.61
应收账款周转率	13.38	16.83	16.83	16.83	16.83
应付账款周转率	5.72	7.06	7.06	7.06	7.06
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.97	1.32	1.77	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	(0.43)	2.27	(0.05)	2.96
每股净资产(最新摊薄)	2.75	7.56	8.87	10.65	12.82
估值比率					
PE (倍)	62.83	52.30	38.49	28.54	23.30
PB (倍)	18.41	6.70	5.70	4.75	3.95
EV EBITDA (倍)	65.48	48.29	37.72	28.86	23.14

免责声明

分析师声明

本人，余熠、黄乐平，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中兴通讯（000063 CH）、启明星辰（002439 CH）、天融信（002212 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师余熠、黄乐平本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中兴通讯（000063 CH）、启明星辰（002439 CH）、天融信（002212 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司