

投资评级 优于大市 维持

## 业绩稳步增长，信创+教育 IT 发力

### 股票数据

11月02日收盘价(元)	20.91
52周股价波动(元)	17.46-27.67
总股本/流通A股(百万股)	583/583
总市值/流通市值(百万元)	12196/12196

### 相关研究

《收入稳定增长，创新能力持续增强》  
2022.09.08

《规模效应显现，Q1净利大增》2022.05.01

《业绩大幅增长，经营活力全面释放》  
2022.04.16

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.3	3.8	-3.6
相对涨幅(%)	18.7	12.4	6.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@htsec.com

证书:S0850517090006

联系人:徐卓

Email:xz14706@htsec.com

### 投资要点:

- **事件:** 星网锐捷发布 22 年三季报, 22 年前三季度公司收入 108.19 亿元, 同比+17.71%; 归母净利润 5.51 亿元, 同比+15.70%; 扣非归母净利润 5.03 亿元, 同比+18.72%。22Q3 公司收入 41.24 亿元, 同比+5.61%, 环比+10.11%; 归母净利润 2.39 亿元, 同比+5.07%, 环比+23.32%; 扣非归母净利润 2.16 亿元, 同比-1.37%, 环比+14.46%。
- **盈利能力小幅抬升, 持续加码研发。** 22Q3 公司毛利率 35.64%, 同比+2.27pcts, 环比+2.06pcts; 净利率 8.92%, 同比+0.45pcts, 环比+1.37pcts。22 年前三季度公司毛利率 34.54%, 同比+1.38pcts; 净利率 7.69%, 同比+0.27pcts; 销售费用 12.73 亿元, 同比+14.50%; 管理费用 4.10 亿元, 同比+39.23%; 研发费用 14.85 亿元, 同比+41.90%; 财务费用-0.65 亿元, 同比-0.85 亿元(主要系汇兑收益所致)。
- **存货为业务扩张打下坚实基础。** 22Q3 末公司存货 55.02 亿元, 同比+39.17%, 主要系受原材料市场供应影响, 公司增加战略原材料的备货, 同时因销售需求增长, 公司相应增加产品备货; 合同负债 15.80 亿元, 同比+110.01%, 系预收货款增加所致。
- **国内 ICT 行业龙头, 信创+教育 IT 发力。** 公司为企业级客户提供信息化解决方案, 主要产品包括智慧网络、智慧云、智慧通讯、智慧金融、智慧娱乐、智慧社区等领域。经过长期的发展, 公司产品及解决方案在多个细分产品领域及细分市场领域取得一定的市场地位。根据锐捷网络微信公众号援引 IDC 数据, 22H1 锐捷网络交换机产品在普教行业市场占有率第一, 市场份额为 52.2%。根据福建升腾资讯有限公司微信公众号援引 IDC 数据, 22H1 升腾资讯瘦客户机、桌面云终端产品国内市场占有率第一, 分别为 38.31%、17.65%; 根据福建升腾资讯有限公司微信公众号, 在近期的中标公告中, 升腾资讯独家中标 2022 年联通云桌面集采项目, 项目规模 10000 点。
- **盈利预测。** 我们预计公司 2022~2024 年收入分别为 164.18 亿元、211.99 亿元、273.62 亿元; 归母净利润分别为 6.53 亿元、8.52 亿元、10.90 亿元, 对应 EPS 分别为 1.12 元、1.46 元、1.87 元。参考可比公司, 给予 2023 年 PE 区间 18-20 倍, 对应合理价值区间 26.28~29.20 元, “优于大市”评级。

- **风险提示。** 技术风险; 市场需求不及预期; 产品竞争加剧风险。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10304	13549	16418	21199	27362
(+/-)YoY(%)	11.2%	31.5%	21.2%	29.1%	29.1%
净利润(百万元)	425	542	653	852	1090
(+/-)YoY(%)	-29.9%	27.5%	20.7%	30.4%	27.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	0.93	1.12	1.46	1.87
毛利率(%)	34.9%	34.1%	35.1%	35.1%	35.1%
净资产收益率(%)	10.1%	11.5%	12.4%	14.1%	15.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 可比公司估值对比**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000938.SZ	紫光股份	17.23	492.79	0.75	0.88	1.08	23	20	16
600498.SH	烽火通信	14.00	166.12	-	-	-	-	-	-
000977.SZ	浪潮信息	23.25	340.31	1.38	1.68	2.08	17	14	11
603019.SH	中科曙光	24.88	364.25	0.79	1.05	1.37	31	24	18
300454.SZ	深信服	128.22	532.91	0.66	0.77	1.49	194	167	86
300768.SZ	迪普科技	16.28	104.82	0.72	0.45	0.59	23	36	28
300628.SZ	亿联网络	67.55	609.05	1.79	2.46	3.15	38	27	21
			<b>平均值</b>	<b>1.02</b>	<b>1.22</b>	<b>1.63</b>	<b>54</b>	<b>48</b>	<b>30</b>

备注: 收盘价日期为 2022 年 11 月 2 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期;  
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 公司业务分拆 (亿元)**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、企业级网络设备	64.00	87.16	108.94	147.08	198.55
收入增幅	23.83%	36.18%	25.00%	35.00%	35.00%
毛利率	39.13%	39.11%	40.00%	39.00%	38.00%
2、其他	13.63	19.36	23.23	29.03	34.84
收入增幅	0.00%	42.04%	20.00%	25.00%	20.00%
毛利率	31.46%	28.93%	29.00%	29.00%	30.00%
3、通讯产品	16.22	17.44	18.75	20.63	22.69
收入增幅	17.28%	7.54%	7.50%	10.00%	10.00%
毛利率	25.37%	22.71%	23.00%	24.00%	25.00%
4、网络终端	9.19	11.53	13.26	15.25	17.54
收入增幅	-31.97%	25.44%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	27.81%	22.17%	23.00%	24.00%	25.00%
<b>合计: 营业收入</b>	<b>103.04</b>	<b>135.49</b>	<b>164.18</b>	<b>211.99</b>	<b>273.62</b>
<b>总收入增幅</b>	<b>11.21%</b>	<b>31.49%</b>	<b>21.18%</b>	<b>29.11%</b>	<b>29.07%</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>34.94%</b>	<b>34.10%</b>	<b>35.13%</b>	<b>35.09%</b>	<b>35.07%</b>

资料来源: 公司 2020、2021 年年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>13549</b>	<b>16418</b>	<b>21199</b>	<b>27362</b>
每股收益	0.93	1.12	1.46	1.87	营业成本	8928	10651	13760	17766
每股净资产	8.05	9.03	10.34	12.04	毛利率%	34.1%	35.1%	35.1%	35.1%
每股经营现金流	0.77	1.76	2.00	2.13	营业税金及附加	60	82	103	132
每股股利	0.11	0.14	0.15	0.17	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1875	2200	2798	3557
P/E	22.52	18.66	14.31	11.19	营业费用率%	13.8%	13.4%	13.2%	13.0%
P/B	2.60	2.31	2.02	1.74	管理费用	480	575	742	958
P/S	0.90	0.74	0.58	0.45	管理费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	17.97	11.36	7.92	5.45	EBIT	451	776	1040	1392
股息率%	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	财务费用	38	71	73	85
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	34.1%	35.1%	35.1%	35.1%	资产减值损失	46	61	48	70
净利润率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	投资收益	33	10	10	10
净资产收益率	11.5%	12.4%	14.1%	15.5%	<b>营业利润</b>	<b>649</b>	<b>985</b>	<b>1290</b>	<b>1647</b>
资产回报率	4.9%	5.7%	6.0%	6.2%	营业外收支	6	0	0	0
投资回报率	13.6%	17.2%	21.5%	25.4%	<b>利润总额</b>	<b>654</b>	<b>985</b>	<b>1290</b>	<b>1647</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	672	878	1156	1521
营业收入增长率	31.5%	21.2%	29.1%	29.1%	所得税	-131	49	64	82
EBIT 增长率	8.8%	72.2%	34.0%	33.8%	有效所得税率%	-20.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	27.5%	20.7%	30.4%	27.9%	少数股东损益	243	282	373	475
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>542</b>	<b>653</b>	<b>852</b>	<b>1090</b>
资产负债率	48.7%	43.4%	46.3%	48.1%					
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.8	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	货币资金	2141	2281	3092	3957
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.5	应收账款及应收票据	1940	2305	2977	3842
<b>经营效率指标</b>					存货	4039	3795	4903	6331
应收帐款周转天数	51.3	51.3	51.3	51.3	其它流动资产	445	487	595	723
存货周转天数	130.1	130.1	130.1	130.1	流动资产合计	8565	8868	11567	14853
总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.7	长期股权投资	185	185	185	185
固定资产周转率	17.7	19.0	22.7	29.0	固定资产	803	926	940	944
					在建工程	411	461	501	531
					无形资产	170	165	156	142
					非流动资产合计	2447	2628	2671	2690
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11012</b>	<b>11497</b>	<b>14237</b>	<b>17543</b>
净利润	542	653	852	1090	短期借款	425	0	0	0
少数股东损益	243	282	373	475	应付票据及应付账款	3282	3146	4242	5437
非现金支出	296	163	163	200	预收账款	0	35	23	34
非经营收益	-139	3	-10	-10	其它流动负债	1577	1728	2250	2885
营运资金变动	-492	-74	-209	-510	流动负债合计	5283	4910	6516	8356
<b>经营活动现金流</b>	<b>450</b>	<b>1027</b>	<b>1169</b>	<b>1244</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-416	-283	-158	-149	其它长期负债	76	76	76	76
投资	10	0	0	0	非流动负债合计	76	76	76	76
其他	13	-90	-110	-130	<b>负债总计</b>	<b>5359</b>	<b>4986</b>	<b>6592</b>	<b>8432</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-393</b>	<b>-373</b>	<b>-268</b>	<b>-279</b>	实收资本	583	583	583	583
债权募资	120	-425	0	0	归属于母公司所有者权益	4693	5269	6031	7021
股权募资	8	0	0	0	少数股东权益	960	1242	1615	2089
其他	-159	-90	-90	-100	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11012</b>	<b>11497</b>	<b>14237</b>	<b>17543</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>-515</b>	<b>-90</b>	<b>-100</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>26</b>	<b>139</b>	<b>811</b>	<b>865</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,广脉科技,中控技术,海希通讯,中国移动,三环集团,海格通信,亨通光电,长飞光纤,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,紫光国微,紫光股份,广和通,工业富联

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。