

## 毛利率大幅改善，扣非归母高增

2023 年 04 月 26 日

► **事件：**2023 年 4 月 25 日，公司发布一季报，23Q1 实现营收 21.52 亿元，同比增长 6.37%，实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 7.43%，实现扣非归母净利润 1.13 亿元，同比增长 23.33%。

► **毛利率大幅改善，持续加码投资、频出新品。**

公司 23Q1 综合毛利率为 42.34%，同比增长 4.27pct，大幅改善，我们认为主因为：1) 产品结构优化，200G 交换机等高端产品占比提升；2) 精细化生产提质增效。23Q1 销售/管理/研发费用率分别为 15.41%/5.11%/20.34%，同比增长 0.19pct/1.30pct/3.49pct，期间费用率同比增长 4.97pct，公司加大研发投入，新品频出：3 月，公司针对 AIGC 算力、GPU 利用率与网络的关系以及主流 HPC 组网的挑战，推出了业界先进的“智速”DDC（分布式分散式机箱）高性能网络方案，助力算力突飞猛进；3 月，锐捷推出新一代高性能 GPU 云桌面解决方案新品，基于全新 AMD CPU/GPU 平台，搭配 AMD 高性能 CPU 相比业内同档 CPU，核心数翻倍，性能提升 100%；4 月，公司发布新一代核心路由器产品——RG-N8000-R 系列路由器，已经过第三方权威机构 Tolly Group 的验证，产品采用先进的正交架构，支持高密度 100GE 接口，单板最高可达 800G 线速转发能力，配备新一代芯片，可满足不同网络位置需求。

► **推进数字化工厂建设，保障产能同时实现降本增效。**

公司 23 年 3 月 1 日公告，拟投资创新数字工厂建设项目，用于交换机、路由器等产品的全流程自动化产线建设，投资概算 2.62 亿元，规划产能 44.6 万台，预计 23 年 12 月实现试生产。相比于多品种小批量代采，数字工厂有望实现降本增效，同时可满足头部客户对高端产品预研的要求，进一步发挥公司在先进生产工艺上的优势。

► **加大海外投资，加强海外业务拓展。**

为拓展海外业务，3 月 31 日，公司向子公司香港锐捷增资 3278 万元，同时投资 3284 万元对外投资设立 12 家境外子公司。目前，公司已经在土耳其、马来西亚、日本、美国、香港和印度尼西亚成立境外子公司，同时，在东南亚、中东、拉美、欧美等地区派驻人员、拓展客户和合作伙伴。本次对外投资将进一步加强锐捷网络与当地渠道伙伴的合作力度，从而更好地开拓海外市场。

► **投资建议：**3、4 月份以来，SMB、运营商、互联网市场需求逐步回暖，公司数通尤其是交换机产品有望维持高速增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.79/10.37/12.25 亿元，当前市值对应的 PE 倍数为 49x/37x/31x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游市场需求不及预期；市场竞争加剧；部分原材料依赖进口。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,326	14,478	18,440	22,767
增长率 (%)	23.3	27.8	27.4	23.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	550	779	1,037	1,225
增长率 (%)	20.1	41.7	33.1	18.1
每股收益 (元)	0.97	1.37	1.83	2.16
PE	70	49	37	31
PB	8.9	8.3	7.6	7.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 67.31 元



**分析师 马天诣**

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. 锐捷网络 (301165.SZ) 2022 年年报点评：紧抓数字经济发展机遇，ICT 设备保持高增-2023/04/14

2. 锐捷网络 (301165.SZ) 深度报告：国产 ICT 新贵——敏锐把握应用趋势，快捷满足客户需求-2023/03/08

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,326	14,478	18,440	22,767
营业成本	6,834	8,723	11,134	13,761
营业税金及附加	51	58	74	91
销售费用	1,792	2,244	2,840	3,483
管理费用	467	579	738	911
研发费用	2,042	2,490	3,116	3,814
EBIT	411	735	967	1,121
财务费用	-4	41	38	39
资产减值损失	-64	-70	-81	-91
投资收益	0	0	0	0
营业利润	418	626	851	994
营业外收支	4	5	5	5
利润总额	422	630	856	1,000
所得税	-128	-149	-181	-225
净利润	550	779	1,037	1,225
归属于母公司净利润	550	779	1,037	1,225
EBITDA	584	946	1,218	1,307

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,941	3,654	3,568	3,493
应收账款及票据	688	1,286	1,627	1,987
预付款项	6	7	9	11
存货	3,077	3,782	4,681	5,604
其他流动资产	172	155	171	189
流动资产合计	6,884	8,884	10,054	11,284
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	480	599	731	861
无形资产	13	13	12	11
非流动资产合计	1,167	1,429	1,715	2,149
资产合计	8,051	10,314	11,770	13,433
短期借款	580	631	631	631
应付账款及票据	1,427	2,748	3,447	4,185
其他流动负债	1,598	2,163	2,541	3,023
流动负债合计	3,605	5,542	6,618	7,838
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	151	151	137	211
非流动负债合计	151	151	137	211
负债合计	3,756	5,693	6,755	8,049
股本	568	568	568	568
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,295	4,620	5,014	5,383
负债和股东权益合计	8,051	10,314	11,770	13,433

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	23.26	27.83	27.36	23.46
EBIT 增长率	13.41	78.70	31.55	15.94
净利润增长率	20.14	41.71	33.09	18.08
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	39.66	39.75	39.62	39.56
净利润率	4.86	5.38	5.62	5.38
总资产收益率 ROA	6.83	7.56	8.81	9.12
净资产收益率 ROE	12.80	16.87	20.68	22.75
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.91	1.60	1.52	1.44
速动比率	1.03	0.91	0.80	0.71
现金比率	0.82	0.66	0.54	0.45
资产负债率 (%)	46.66	55.20	57.40	59.92
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	21.29	27.00	26.80	26.50
存货周转天数	164.36	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	1.66	1.58	1.67	1.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.97	1.37	1.83	2.16
每股净资产	7.56	8.13	8.83	9.47
每股经营现金流	-0.43	2.74	1.91	2.11
每股股利	0.80	1.13	1.51	1.78
<b>估值分析</b>				
PE	70	49	37	31
PB	8.9	8.3	7.6	7.1
EV/EBITDA	61.74	37.40	29.06	27.19
股息收益率 (%)	1.19	1.68	2.24	2.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	550	779	1,037	1,225
折旧和摊销	173	211	251	186
营运资金变动	-929	565	-154	-132
经营活动现金流	-246	1,556	1,087	1,198
资本开支	-216	-239	-276	-302
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-214	-269	-276	-302
股权募资	2,118	0	0	0
债务募资	193	47	-71	0
筹资活动现金流	2,185	-573	-899	-971
现金净流量	1,744	713	-87	-75

## 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。本报告清晰准确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