

股权激励草案落地，有望再造一个锐捷网络

2022年12月04日

➤ **事件概述：**2022年12月2日，公司发布2022年限制性股票激励计划（草案），拟授予的限制性股票数量为1,166.56万股，约占该激励计划草案公告时公司股本总额的2.00%，其中首次授予972.39万股，预留194.17万股；该计划拟首次授予的激励对象人数为597人，首次授予价格为10.48元/股。

➤ **公司层面业绩考核要求兼顾盈利与研发投入创新。**

公司选取扣非净利润增长率、每股收益、研发投入金额增长率作为公司层面业绩考核指标，具体如下：**1)**以21年扣非净利润为基数，23年扣非净利润增速不低于25.45%、23-24年扣非净利润均值增速不低于33.00%、23-25年扣非净利润均值增速不低于41.10%；**2)**23-25年每股收益不低于1.05元、1.17元、1.31元，且扣非净利润增速及每股收益均不低于目标企业（中兴紫光等22家可比公司）75分位值或同行业平均水平；**3)**以21年研发投入金额为基数，23年研发投入增速不低于32.25%、23-24年研发投入均值增速不低于42.15%、23-25年研发投入均值增速不低于53.10%。

➤ **激励对象覆盖范围全面，有利于形成经营合力。**

本计划拟首次授予的激励对象人数为597人，包括公司董事&高级管理人员（4人，合计授予30.1万股），中层管理人员、技术及业务骨干人员（593人，合计授予942.29万股），预留194.17万股，激励对象自本计划经股东大会审议通过后12个月内确定。

➤ **锐捷分拆后首推激励，有望再造一个锐捷。**

我们认为，锐捷网络分拆上市解决了其自身的激励问题，但其上市后市值超200亿，作为锐捷网络持股44.88%的控股股东，星网锐捷市值仅约120亿，反映市场对公司除锐捷网络外的升腾资讯、星网智慧、星网视讯等其他优质资产打包给予约30亿估值（120-90=30亿），核心原因在于市场认为锐捷网络作为公司的核心业务之一，剥离后星网锐捷成长动能不足；此次母公司层面的激励一定程度体现了公司对后续业务发展的信心，未来公司将集中资源发展升腾资讯等其他子公司，有望再造一个锐捷。

➤ **投资建议：**此次激励是公司上市以来的首次激励，且覆盖范围全面，有利于充分释放成长动能。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：**数通领域互联网厂商需求不及预期；市场竞争加剧。

推荐
维持评级
当前价格：
20.86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.星网锐捷(002396.SZ) 2022年三季报点评：锐捷网络分拆在即，期待新品放量带动业绩增长-2022/11/06

2.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

3.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

4.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

5.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

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	22	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12月2日收盘价）

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	22	17	12	10
PB	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.92	6.92	4.67	3.30
股息收益率 (%)	0.48	0.65	0.87	1.10

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