

# 星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2022年11月15日

## 低估值的信创+教育 IT 受益者，逆势快速增长！

### 事件：

公司发布 2022 年三季度报告，2022 年前三季度收入 108.2 亿元，同比增长 17.71%，实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 15.70%，实现扣非归母净利润 5.03 亿元，同比增长 18.72%。

我们的点评如下：

### 1、收入有望持续快速增长，预收货款增加反映良好增长预期

公司前三季度收入快速增长 17.7%，预计主要源于子公司锐捷网络拉动，其他业务条线稳定增长。公司销售需求增长，同时网络设备产品和通讯产品的出口业务有所增长，未来有望保持持续快速增长趋势。其中合同负债余额 15.8 亿元，同比增长 192%，主要预收货款增加，反映未来良好增长预期。

### 2、原材料影响逐步减弱，盈利能力未来有望持续提升

公司前三季度归母净利润 5.51 亿元，同比增长 15.7%，整体增速维持稳定增长。盈利能力改善，其中毛利率 34.54%，同比提升 1.38 个百分点，我们预计主要由于上游原材料价格有所缓解；净利率 7.69%，同比提升 0.27 个百分点。费用端看，研发费用率 13.72%，同比提升 2.34 个百分点；管理费用率 3.79%，同比提升 0.59 个百分点；销售费用率 11.77%，同比下降 0.33 个百分点。

### 3、信创+教育 IT 的持续受益者

1) 公司旗下升腾资讯推出多款信创整机与方案（基于龙芯、兆芯、飞腾、海光等 CPU 开发，匹配麒麟、UOS 等操作系统），打造端到云整体信创办公方案，已在银行、保险、证券、党政、运营商、企业等行业拥有百万级的交付案例。其中 2022 年上半年，升腾瘦客户机和桌面云终端在国内以 38.31%和 17.65%的市占率双双蝉联第一。作为领域龙头厂商，预计将持续受益于信创发展+桌面云渗透率提升；2) 教育市场一直是星网锐捷的优势应用领域，其中锐捷网络交换机在 2022H1 普教行业市占率第一 52.2%，持续推动中小学全光组网应用；在 2021 年的中国高职教研讨型智慧教室市场中，锐捷以 20.5%的市场份额排名第一；2022H1 锐捷无线在普教行业增速第一（+46%），我们认为星网锐捷受益政策红利，教育市场产品线有望迎来持续快速增长。

### 盈利预测与投资建议：

考虑到公司交换机市场持续拓展同时受益于信创与教育 IT，调整公司 22-24 年归母净利润为 7.5 亿、9.0 亿、10.4 亿元（前值为 7.0/8.5/10.0 亿元），对应 22-24 年 pe 分别为 16x/13x/12x，重申“增持”评级。

**风险提示：**云桌面渗透进度不及预期、网络流量增长不及预期、行业竞争激烈影响盈利能力等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,304.23	13,548.68	16,916.42	20,184.77	23,281.72
增长率(%)	11.21	31.49	24.86	19.32	15.34
EBITDA(百万元)	1,958.18	2,418.77	1,215.86	1,398.88	1,559.07
归属母公司净利润(百万元)	424.72	541.54	746.97	898.40	1,041.09
增长率(%)	(29.93)	27.50	37.93	20.27	15.88
EPS(元/股)	0.73	0.93	1.28	1.54	1.78
市盈率(P/E)	28.28	22.18	16.08	13.37	11.54
市净率(P/B)	2.87	2.56	2.23	1.94	1.68
市销率(P/S)	1.17	0.89	0.71	0.59	0.52
EV/EBITDA	6.02	5.05	8.58	6.89	6.04

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	20.59 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	583.28
流通 A 股股本(百万股)	583.28
A 股总市值(百万元)	12,009.74
流通 A 股市值(百万元)	12,009.74
每股净资产(元)	8.94
资产负债率(%)	52.51
一年内最高/最低(元)	27.67/17.46

### 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**林屹皓** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520040001  
linhonghao@tfzq.com

**余芳沁** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080006  
yufangqin@tfzq.com

**陈汇丰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522070001  
chenhuifeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《星网锐捷-季报点评:费用管控下 Q1 实现业绩高速增长，网络设备+云桌面产品值得期待》2022-04-29
- 《星网锐捷-公司点评:Q1 业绩预告超预期，网络设备增长势头强劲》2022-04-14
- 《星网锐捷-年报点评报告:业绩低于预期，持续关注云计算/ICT 主力产品》2022-03-25

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,101.20	2,141.40	3,275.22	3,790.62	4,369.42	营业收入	10,304.23	13,548.68	16,916.42	20,184.77	23,281.72
应收票据及应收账款	1,865.36	1,939.60	2,289.50	2,196.00	2,719.03	营业成本	6,703.80	8,927.90	11,062.19	13,232.08	15,327.65
预付账款	89.15	140.99	116.49	207.10	168.47	营业税金及附加	52.48	60.42	75.44	94.28	105.47
存货	2,323.74	4,038.96	4,564.97	5,358.43	6,088.28	销售费用	1,432.59	1,875.06	2,114.55	2,432.26	2,770.52
其他	244.07	164.42	265.34	323.22	350.73	管理费用	355.77	479.70	600.53	686.28	768.30
<b>流动资产合计</b>	<b>6,623.52</b>	<b>8,425.38</b>	<b>10,511.52</b>	<b>11,875.37</b>	<b>13,695.93</b>	研发费用	1,345.09	1,754.78	2,199.13	2,607.87	3,003.34
长期股权投资	167.12	185.15	204.96	223.88	243.24	财务费用	56.12	37.58	61.57	57.07	12.48
固定资产	731.65	802.53	786.51	738.89	659.98	资产/信用减值损失	(72.12)	(74.67)	(65.30)	(61.15)	(58.43)
在建工程	210.23	410.86	105.43	77.71	48.86	公允价值变动收益	(4.44)	(13.18)	0.00	0.00	0.00
无形资产	149.46	170.41	147.12	124.91	100.80	投资净收益	21.96	32.55	139.37	51.29	34.40
其他	777.61	1,051.61	985.08	874.70	911.23	其他	(141.98)	(180.07)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,036.07</b>	<b>2,620.55</b>	<b>2,229.09</b>	<b>2,040.10</b>	<b>1,964.11</b>	<b>营业利润</b>	<b>554.95</b>	<b>648.60</b>	<b>877.06</b>	<b>1,065.07</b>	<b>1,269.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,715.63</b>	<b>11,122.96</b>	<b>12,740.61</b>	<b>13,915.47</b>	<b>15,660.04</b>	营业外收入	3.58	10.75	14.80	14.71	13.42
短期借款	311.11	424.54	1,200.00	500.00	500.00	营业外支出	10.33	5.02	5.82	6.05	5.63
应付票据及应付账款	2,439.56	3,281.78	3,478.45	4,240.27	4,445.40	<b>利润总额</b>	<b>548.21</b>	<b>654.34</b>	<b>886.04</b>	<b>1,073.72</b>	<b>1,277.72</b>
其他	776.84	1,035.83	1,254.95	1,254.80	1,432.73	所得税	(45.23)	(130.60)	(169.12)	(201.49)	(207.89)
<b>流动负债合计</b>	<b>3,527.51</b>	<b>4,742.15</b>	<b>5,933.40</b>	<b>5,995.06</b>	<b>6,378.13</b>	<b>净利润</b>	<b>593.44</b>	<b>784.94</b>	<b>1,055.16</b>	<b>1,275.21</b>	<b>1,485.62</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	168.72	243.40	308.19	376.82	444.53
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>424.72</b>	<b>541.54</b>	<b>746.97</b>	<b>898.40</b>	<b>1,041.09</b>
其他	72.25	187.47	180.00	146.57	171.35	每股收益(元)	0.73	0.93	1.28	1.54	1.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>72.25</b>	<b>187.47</b>	<b>180.00</b>	<b>146.57</b>	<b>171.35</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,833.00</b>	<b>5,470.68</b>	<b>6,113.40</b>	<b>6,141.64</b>	<b>6,549.48</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	693.18	959.52	1,236.90	1,576.03	1,976.10	<b>成长能力</b>					
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28	营业收入	11.21%	31.49%	24.86%	19.32%	15.34%
资本公积	306.51	329.65	351.82	351.82	351.82	营业利润	-33.15%	16.87%	35.22%	21.44%	19.23%
留存收益	3,299.33	3,782.54	4,454.81	5,263.37	6,200.35	归属于母公司净利润	-29.93%	27.50%	37.93%	20.27%	15.88%
其他	0.32	(2.72)	0.40	(0.66)	(0.99)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,882.63</b>	<b>5,652.28</b>	<b>6,627.21</b>	<b>7,773.83</b>	<b>9,110.56</b>	毛利率	34.94%	34.11%	34.61%	34.45%	34.16%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,715.63</b>	<b>11,122.96</b>	<b>12,740.61</b>	<b>13,915.47</b>	<b>15,660.04</b>	净利率	4.12%	4.00%	4.42%	4.45%	4.47%
						ROE	10.14%	11.54%	13.86%	14.50%	14.59%
						ROIC	29.33%	32.50%	35.43%	34.93%	38.91%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	43.98%	49.18%	47.98%	44.14%	41.82%
净利润	593.44	784.94	746.97	898.40	1,041.09	净负债率	-36.66%	-29.43%	-30.56%	-41.76%	-41.93%
折旧摊销	147.94	166.55	161.63	166.46	169.80	流动比率	1.78	1.61	1.77	1.98	2.15
财务费用	38.55	36.80	61.57	57.07	12.48	速动比率	1.16	0.84	1.00	1.09	1.19
投资损失	(21.96)	(32.55)	(39.37)	(31.29)	(34.40)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(13.16)	(406.32)	(957.90)	(23.23)	(894.64)	应收账款周转率	5.43	7.12	8.00	9.00	9.47
其它	(4.73)	(99.54)	308.19	376.82	444.53	存货周转率	5.19	4.26	3.93	4.07	4.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>740.06</b>	<b>449.89</b>	<b>281.09</b>	<b>1,444.21</b>	<b>738.85</b>	总资产周转率	1.26	1.37	1.42	1.51	1.57
资本支出	447.80	343.22	(175.64)	102.35	13.13	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	21.60	18.03	19.81	18.92	19.37	每股收益	0.73	0.93	1.28	1.54	1.78
其他	(892.24)	(754.10)	378.30	(158.90)	(36.00)	每股经营现金流	1.27	0.77	0.48	2.48	1.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(422.84)</b>	<b>(392.85)</b>	<b>222.47</b>	<b>(37.63)</b>	<b>(3.51)</b>	每股净资产	7.18	8.05	9.24	10.63	12.23
债权融资	233.28	129.26	710.48	(762.60)	(7.66)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(451.68)	(38.23)	(80.23)	(128.59)	(148.89)	市盈率	28.28	22.18	16.08	13.37	11.54
其他	(77.95)	(122.18)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.87	2.56	2.23	1.94	1.68
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(296.35)</b>	<b>(31.14)</b>	<b>630.26</b>	<b>(891.19)</b>	<b>(156.55)</b>	EV/EBITDA	6.02	5.05	8.58	6.89	6.04
汇率变动影响	0.00	0.00	100.00	20.00	0.00	EV/EBIT	6.45	5.38	9.90	7.83	6.78
<b>现金净增加额</b>	<b>20.87</b>	<b>25.89</b>	<b>1,233.81</b>	<b>535.40</b>	<b>578.80</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com