

星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2021 年 08 月 25 日

业绩符合预期，ICT 劲旅未来成长动力强劲

事件：公司发布中报，2021H1 营收 52.87 亿元，同比增长 56.22%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 269.14%，扣非净利润 2.09 亿元，同比增长 318.36%。

我们的点评如下：

疫情后经济复苏营收快速增长，产品结构不断优化盈利能力提升显著

公司 21H1 业绩高速增长得益于本年新冠肺炎疫情在国内得到了有效控制，公司部分行业客户需求逐渐复苏，公司的销售订单、发货同比增加，经营保持稳健成长态势。与去年同期相比，上半年公司营业收入较去年同期实现大幅增长，同时产品营业收入结构有所好转，销售毛利率较上年同期上升，进而净利润也较上年同期实现大幅增长。**从公司营收来看**，2021H1 营收 52.87 亿元，同比增长 56.22%，其中企业级网络设备 32.46 亿元，同比增长 72.09%；网络终端 5.03 亿元，同比增长 59.24%；通讯产品 7.46 亿元，同比增长 5.8%；其他产品 7.92 亿元，同比增长 65.95%。**从公司盈利能力来看**，2021H1 归母净利润 2.53 亿元，同比增长 269.14%，跟此前业绩预告中值相当，符合市场预期，21 年上半年度利润达到公司历史同期最高水平。利润增速高于收入增速主要源于：**1）**2021H1 毛利率 33.01%，同比提升 1.11 个百分点，主要由于企业级网络设备 21H1 毛利率为 39.18%，为公司毛利率最高产品，其收入占比为 61.41%，较去年同期提升 5.67 个百分点。**2）**2021H1 三项费用率同比下降 1.73 个百分点，系公司经营效率提升。**公司产品结构不断优化、费用率持续管控，未来盈利能力有望持续提升。**

信创产品布局完备，未来有望充分享受行业红利

公司的信创终端整机、威讯桌面云系统、超融合系统等产品均进入国家信创技术图谱，升腾与芯片（龙芯、兆芯、鲲鹏、飞腾等）、操作系统（统信等）、云平台、服务器（龙芯、海光、华为鲲鹏）等多个厂商完成相互认证，形成完整信创产业生态。未来云桌面的信创替代空间广阔，公司有望充分享受行业红利。

市场份额持续领跑，受益于 ICT 格局重塑，网络设备云桌面大有可为

展望未来，我们认为网络设备和云桌面仍面临较好的持续成长性。其中网络设备在数据中心市场已经进入收获期，互联网和运营商市场的份额均有提升，并且高端市场亦有重大突破。其中去年 Q4 锐捷网络交换机在国内互联网领域市占率 42.5%，排名第一，15-20 年复合增速 79.1%。另外，国内云桌面有望加速渗透，公司作为该领域龙头，有望充分受益，其中去年锐捷网络 VDI 以 34.7% 的市场份额，连续 6 年领跑云桌面市场；升腾的云终端和瘦客户机也持续蝉联第一。根据 IDC 数据，2020 年锐捷网络以太网交换机在中国市场占有率排名第三，Wi-Fi 6 产品出货量排名第一，**受益于 ICT 格局重塑，公司网络设备未来有望进一步打开向上空间。**

公司两大块核心资产，锐捷网络的企业网设备和升腾资讯的云桌面，我们预计未来几年有望加速成长。公司为云计算优质赛道里的优质公司，数据中心交换机白盒化渗透率提升+运营商高端市场突破，产业和公司向上趋势不变；其次，云桌面业务随着云桌面渗透率提升+信创加持+公司份额提升，看点依旧！

盈利预测与投资建议：公司是企业网络设备龙头之一，所处的云计算赛道天花板高，信创云桌面业务也将迎来发展机会，属于云管端 ICT 竞争力强劲的云计算+信创标的，受益于 ICT 格局重塑，公司网络设备未来有望进一步打开向上空间，看好公司中长期投资价值。考虑公司产品结构不断优化、费用率持续管控，未来盈利能力有望持续提升，上调公司 21-23 年净利润预测为 6.5 亿、8.0 亿和 9.6 亿元（原值为 6.3 亿、7.9 亿和 9.2 亿元），对应 21/22 年 25/20 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：产品竞争加剧风险、部分业务客户集中度高季节性较强、核心部件供应链风险等

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	27.54 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)	16,063.54
流通 A 股市值(百万元)	16,063.54
每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	48.17
一年内最高/最低(元)	32.60/18.10

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《星网锐捷-公司点评:21H1 业绩预告超预期，未来有望保持快速增长态势》 2021-07-21
- 2 《星网锐捷-公司点评:一季度实现历史最好业绩，未来有望恢复持续快速增长》 2021-04-15
- 3 《星网锐捷-季报点评:分拆锐捷网络上市有望提振估值，Q1 疫情影响有限》 2020-04-29

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,265.77	10,304.23	14,008.98	17,130.15	19,925.51
增长率(%)	1.47	11.21	35.95	22.28	16.32
EBITDA(百万元)	1,890.03	1,967.50	1,032.93	1,266.54	1,459.82
净利润(百万元)	593.93	431.38	653.33	803.01	962.45
增长率(%)	5.28	(27.37)	51.45	22.91	19.85
EPS(元/股)	1.02	0.74	1.12	1.38	1.65
市盈率(P/E)	27.05	37.24	24.59	20.00	16.69
市净率(P/B)	3.80	3.83	3.34	2.88	2.48
市销率(P/S)	1.73	1.56	1.15	0.94	0.81
EV/EBITDA	9.93	5.99	14.11	11.13	9.29

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,054.03	2,101.20	2,801.80	3,426.03	3,985.10
应收票据及应收账款	1,928.66	1,865.36	3,193.44	2,992.45	4,202.87
预付账款	73.83	89.15	63.97	163.35	103.17
存货	1,649.79	2,323.74	2,270.06	3,346.11	3,184.50
其他	272.02	300.11	388.06	334.23	421.96
流动资产合计	5,978.34	6,679.56	8,717.34	10,262.17	11,897.60
长期股权投资	145.52	167.12	167.12	167.12	167.12
固定资产	554.03	731.65	806.64	865.55	901.80
在建工程	75.78	210.23	162.14	145.28	117.17
无形资产	136.62	149.46	116.49	83.52	50.56
其他	760.34	777.61	659.19	696.67	687.49
非流动资产合计	1,672.30	2,036.07	1,911.58	1,958.14	1,924.14
资产总计	7,650.63	8,715.63	10,628.91	12,220.31	13,821.74
短期借款	21.71	311.11	735.50	646.57	274.79
应付票据及应付账款	1,889.75	2,439.56	3,175.09	3,689.12	4,292.74
其他	843.40	1,010.08	805.49	943.94	1,006.10
流动负债合计	2,754.86	3,760.75	4,716.09	5,279.63	5,573.63
长期借款	0.00	0.00	83.01	20.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.25	72.25	60.00	60.00	60.00
非流动负债合计	59.25	72.25	143.01	80.00	80.00
负债合计	2,814.12	3,833.00	4,859.09	5,359.63	5,653.63
少数股东权益	609.79	693.18	960.04	1,288.03	1,681.14
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	739.43	342.71	342.71	342.71	342.71
留存收益	3,639.84	3,605.84	4,226.50	4,989.37	5,903.69
其他	(735.81)	(342.38)	(342.71)	(342.71)	(342.71)
股东权益合计	4,836.52	4,882.63	5,769.82	6,860.68	8,168.11
负债和股东权益总计	7,650.63	8,715.63	10,628.91	12,220.31	13,821.74

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	820.07	606.49	653.33	803.01	962.45
折旧摊销	128.26	147.94	66.07	70.92	74.82
财务费用	0.20	38.55	59.38	80.20	42.75
投资损失	(33.58)	(21.96)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(321.45)	164.04	(678.07)	(305.60)	(401.40)
其它	169.56	(195.00)	288.85	327.99	393.11
经营活动现金流	763.06	740.06	339.57	926.52	1,021.73
资本支出	203.03	447.80	72.25	80.00	50.00
长期投资	14.71	21.60	0.00	0.00	0.00
其他	(246.08)	(892.24)	(126.25)	(110.00)	(50.00)
投资活动现金流	(28.34)	(422.84)	(54.00)	(30.00)	(0.00)
债权融资	21.71	311.11	818.51	666.57	294.79
股权融资	31.13	(449.27)	(53.20)	(73.70)	(36.25)
其他	(355.31)	(158.19)	(350.28)	(865.16)	(721.20)
筹资活动现金流	(302.47)	(296.35)	415.03	(272.28)	(462.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	432.25	20.87	700.60	624.23	559.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,265.77	10,304.23	14,008.98	17,130.15	19,925.51
营业成本	5,717.07	6,703.80	9,187.60	11,232.34	13,061.22
营业税金及附加	59.68	52.48	84.05	102.78	119.55
营业费用	1,473.36	1,424.11	1,863.19	2,278.31	2,650.09
管理费用	278.74	354.93	448.29	531.03	617.69
研发费用	1,217.74	1,341.36	1,540.99	1,850.06	2,151.96
财务费用	(5.05)	56.12	59.38	80.20	42.75
资产减值损失	(23.77)	(51.30)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	(17.67)	(4.44)	22.00	0.00	0.00
投资净收益	33.58	21.96	50.00	50.00	50.00
其他	(274.12)	(162.80)	(144.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	806.20	568.01	907.48	1,115.43	1,342.25
营业外收入	30.06	3.58	30.00	35.00	35.00
营业外支出	8.11	10.33	8.00	8.00	8.00
利润总额	828.15	561.26	929.48	1,142.43	1,369.25
所得税	8.08	(45.23)	9.29	11.42	13.69
净利润	820.07	606.49	920.18	1,131.01	1,355.56
少数股东损益	226.14	175.11	266.85	327.99	393.11
归属于母公司净利润	593.93	431.38	653.33	803.01	962.45
每股收益（元）	1.02	0.74	1.12	1.38	1.65

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	1.47%	11.21%	35.95%	22.28%	16.32%
营业利润	-3.27%	-29.55%	59.76%	22.92%	20.33%
归属于母公司净利润	5.28%	-27.37%	51.45%	22.91%	19.85%
获利能力					
毛利率	38.30%	34.94%	34.42%	34.43%	34.45%
净利率	6.41%	4.19%	4.66%	4.69%	4.83%
ROE	14.05%	10.30%	13.58%	14.41%	14.84%
ROIC	34.91%	29.91%	37.79%	35.62%	38.08%
偿债能力					
资产负债率	36.78%	43.98%	45.72%	43.86%	40.90%
净负债率	-42.02%	-36.66%	-34.37%	-40.22%	-45.18%
流动比率	2.17	1.78	1.85	1.94	2.13
速动比率	1.57	1.16	1.37	1.31	1.56
营运能力					
应收账款周转率	4.82	5.43	5.54	5.54	5.54
存货周转率	5.81	5.19	6.10	6.10	6.10
总资产周转率	1.26	1.26	1.45	1.50	1.53
每股指标（元）					
每股收益	1.02	0.74	1.12	1.38	1.65
每股经营现金流	1.31	1.27	0.58	1.59	1.75
每股净资产	7.25	7.18	8.25	9.55	11.12
估值比率					
市盈率	27.05	37.24	24.59	20.00	16.69
市净率	3.80	3.83	3.34	2.88	2.48
EV/EBITDA	9.93	5.99	14.11	11.13	9.29
EV/EBIT	10.56	6.42	15.08	11.79	9.79

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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