

公司研究

业绩超预期，毛利率改善明显

——星网锐捷（002396.SZ）2021年中报点评

要点

事件：公司发布2021年中报，上半年实现营业收入53亿元，同比增长56%；归属于母公司股东的净利润2.5亿元，同比增长269%；收入增速较快，毛利率改善明显，略超预期。

企业级网络设备快速增长，锐捷网络业绩超预期。上半年公司企业级网络设备收入32.5亿元，同比增长72%，毛利率提升了2.94pct。子公司锐捷网络实现净利润2.2亿元，同比扭亏，超预期。业绩快速增长主要因疫情后，各行业客户经营逐步恢复正常，对网络设备、网络安全产品及云桌面产品的采购需求大幅提升，同时公司在SMB中小企业市场等领域拓展顺利。公司预告锐捷网络21年前三季度营收51~62亿元，同比增长21.5~48.2%；预计净利润3.77~4.91亿元，同比增长26.6~64.6%。

积极推进锐捷网络分拆上市。公司推进锐捷网络分拆上市，锐捷网络在交换机、无线产品、云桌面、IT运维管理等多个领域位居市场前列，根据IDC数据统计，2019年及2020年，锐捷网络在中国以太网交换机市场占有率排名第三；2021年Q1中国企业级WLAN市场占有率第二，其中Wi-Fi 6产品出货量连续两年排名第一；2015年至2020年连续6年中国企业级终端VDI市场占有率排名第一。

网络终端等业务保持较好增长。根据IDC数据，2020年子公司升腾资讯的瘦客户机在亚太以及中国市场排名第一，云桌面终端在国内市场排名第一。升腾资讯上半年实现营收6.5亿元，同比增长47%，净利润2892万元，同比下降13%，推测主要因云桌面解决方案渠道销售模式毛利率有所下降所致。子公司智慧科技上半年营收3.96亿元，同比下降3%，净利润6135万元，同比增长42%。通讯产品业务保持稳定，上半年实现营收7.5亿元，同比增长5.8%，毛利率提升2.81pct。

网络交换机市场格局或迎来优化，公司有望受益。国内交换机市场龙头包括华为、新华三、中兴、锐捷网络等，华为由于芯片供应受限，或让出部分市场份额，公司有望受益。

维持“增持”评级：考虑到子公司锐捷网络业绩超预期，毛利率恢复明显，上调21~23年净利润预测由6.5/7.4/8.3至7.5/8.3/9亿元，上调幅度15%/12%/8%，对应PE 21X/19X/18X，估值已调整至低位水平，维持“增持”评级。

风险提示：贸易摩擦影响海外业务，数据中心产品对毛利率负面影响，成长性减弱导致长期估值中枢下移。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,266	10,304	12,648	13,781	14,534
营业收入增长率	1.47%	11.21%	22.74%	8.96%	5.46%
净利润（百万元）	594	431	750	832	902
净利润增长率	5.28%	-27.37%	73.81%	10.92%	8.51%
EPS（元）	1.02	0.74	1.29	1.43	1.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.05%	10.30%	15.36%	15.51%	15.50%
P/E	27	37	21	19	18
P/B	3.8	3.8	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-24

增持（维持）

当前价：27.54元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqi@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.83
总市值(亿元)	160.64
一年最低/最高(元)	18.15/32.69
近3月换手率	203.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.10	-4.76	-15.50
绝对	-12.56	-12.56	-12.56

资料来源：Wind

相关研报

多因素影响利润释放，一季度恢复明显——星网锐捷（002396.SZ）2020年报及21年一季度报点评（2021-04-30）

盈利恢复低于预期，汇兑损失补贴减少等拖累业绩——星网锐捷（002396.SZ）2020年三季度报点评（2020-10-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,266	10,304	12,648	13,781	14,534
营业成本	5,717	6,704	8,238	9,185	9,792
折旧和摊销	113	130	128	145	156
税金及附加	60	52	76	83	87
销售费用	1,473	1,424	1,622	1,629	1,573
管理费用	279	355	405	441	436
研发费用	1,218	1,341	1,449	1,565	1,690
财务费用	-5	56	33	-16	-21
投资收益	34	22	35	35	35
营业利润	806	568	1,050	1,162	1,261
利润总额	828	561	1,041	1,153	1,252
所得税	8	-45	42	46	50
净利润	820	606	1,000	1,107	1,202
少数股东损益	226	175	250	276	299
归属母公司净利润	594	431	750	832	902
EPS(元)	1.02	0.74	1.29	1.43	1.55

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	763	740	720	1,128	1,283
净利润	594	431	750	832	902
折旧摊销	113	130	128	145	156
净营运资金增加	-87	59	1,024	298	187
其他	143	120	-1,182	-147	38
投资活动产生现金流	-28	-423	-85	-185	-125
净资本支出	-292	-477	-264	-170	-110
长期投资变化	146	167	0	0	0
其他资产变化	118	-113	179	-15	-15
融资活动现金流	-302	-296	-302	-334	-422
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-70	289	-211	0	0
无息负债变化	150	729	379	430	281
净现金流	434	-5	332	609	737

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.3%	34.9%	34.9%	33.3%	32.6%
EBITDA 率	10.5%	8.5%	10.4%	10.1%	10.4%
EBIT 率	9.1%	7.1%	9.4%	9.1%	9.3%
税前净利润率	8.9%	5.4%	8.2%	8.4%	8.6%
归母净利润率	6.4%	4.2%	5.9%	6.0%	6.2%
ROA	10.7%	7.0%	10.2%	10.1%	10.0%
ROE (摊薄)	14.1%	10.3%	15.4%	15.5%	15.5%
经营性 ROIC	22.1%	18.8%	21.8%	21.8%	22.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37%	44%	41%	40%	39%
流动比率	2.17	1.78	2.03	2.10	2.21
速动比率	1.57	1.16	1.31	1.37	1.48
归母权益/有息债务	194.65	13.47	48.81	53.63	58.22
有形资产/有息债务	327.75	26.08	93.74	105.11	115.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,651	8,716	9,825	11,012	12,052
货币资金	2,054	2,101	2,434	3,042	3,779
交易性金融资产	22	0	0	0	0
应收帐款	1,831	1,686	2,069	2,254	2,378
应收票据	98	180	221	240	253
其他应收款 (合计)	55	75	92	101	106
存货	1,650	2,324	2,874	3,206	3,411
其他流动资产	195	169	169	169	169
流动资产合计	5,978	6,680	8,028	9,194	10,287
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	146	167	167	167	167
固定资产	554	732	822	816	752
在建工程	76	210	212	186	153
无形资产	110	124	171	217	262
商誉	233	218	218	218	218
其他非流动资产	114	113	113	113	113
非流动资产合计	1,672	2,036	1,797	1,818	1,766
总负债	2,814	3,833	4,001	4,431	4,712
短期借款	22	311	0	0	0
应付账款	1,176	1,271	1,562	1,742	1,857
应付票据	714	1,168	1,436	1,601	1,707
预收账款	120	0	0	0	0
其他流动负债	0	20	20	20	20
流动负债合计	2,755	3,761	3,949	4,379	4,660
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	50	50	50	50
非流动负债合计	59	72	52	52	52
股东权益	4,837	4,883	5,824	6,581	7,340
股本	583	583	583	583	583
公积金	995	612	634	634	634
未分配利润	2,645	2,993	3,663	4,145	4,604
归属母公司权益	4,227	4,189	4,881	5,363	5,822
少数股东权益	610	693	943	1,219	1,518

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	15.90%	13.82%	12.82%	11.82%	10.82%
管理费用率	3.01%	3.44%	3.20%	3.20%	3.00%
财务费用率	-0.05%	0.54%	0.26%	-0.11%	-0.15%
研发费用率	13.14%	13.02%	11.45%	11.35%	11.63%
所得税率	1%	-8%	4%	4%	4%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.11	0.10	0.60	0.76	0.82
每股经营现金流	1.31	1.27	1.23	1.93	2.20
每股净资产	7.25	7.18	8.37	9.19	9.98
每股销售收入	15.89	17.67	21.68	23.63	24.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	27	37	21	19	18
PB	3.8	3.8	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	17.2	19.8	13.2	12.5	11.6
股息率	0.4%	0.4%	2.2%	2.8%	3.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE