

星网锐捷 (002396)

公司研究/点评报告

盈利环比改善，云网终端需求持续向好

点评报告/通信

2021 年 10 月 28 日

一、事件概述

2021 年 10 月 27 日，公司发布第三季度报告，2021 年前三季度归母净利润为 4.83 亿元，同比增长 46.25%，其中三季度归母净利润为 2.30 亿元，同比下降 12.16%。

二、分析与判断

三季度营收稳定增长，利润环比改善有望恢复

1)收入侧：Q1-Q3 实现营收 91.91 亿元，同比增长 40.1%，Q3 实现营收 39.04 亿元，同比增长 22.9%，环比+15.95%，主因疫情得到有效控制市场需求逐渐复苏，公司销售订单、发货同比增加；公司加大战略备货，Q3 期末存货金额为 39.54 亿元，较 20 年末大幅增长 70.14%，环比增长 15.57%；Q3 合同负债为 7.52 亿元，环比大幅增长 65.5%，验证行业景气度上行，公司经营有望持续向好。**2)成本侧：**Q1-Q3 毛利率达 33.16%，同比减少 0.68pcts，Q3 毛利率 33.37%，环比提升 0.48pcts，上游原材料涨价影响已边际减弱，价格向终端客户传导较为顺畅；公司费用管控良好，Q1-Q3 销售/管理/研发费用率合计 26.54%，同比下降 0.99pcts，经营质量稳步提升。**3)利润侧：**Q1-Q3 归母净利润为 4.83 亿元，同比增长 46.3%，归母净利率为 5.25%，同比提升 0.22pcts；其中 Q3 归母净利润为 2.61 亿元，环比提升 7.69%。

携手润和入局鸿蒙，或带动云网终端需求持续向好

8 月 9 日，公司旗下升腾资讯与润和软件达成战略合作，发布全国首款 OpenHarmony 智能金融支付终端。润和软件是 OpenHarmony 开源项目共建单位，具备丰富的芯片底层技术，拥有强大的自主创新与服务能力；升腾资讯精耕金融行业 19 年，服务于全国近 90% 以上的金融行业客户，是全球领先的云支付整体解决方案提供商，亚太地区领先的云计算终端、瘦客户机、智慧营业厅、桌面云整体解决方案供应商。据华为 2021 年开发者大会，鸿蒙用户数已超 1.5 亿，升腾、润和在智能支付领域进展值得期待。未来随着鸿蒙“万物智联”生态的进一步完善，叠加下游需求的高景气度，我们预计升腾的云桌面、瘦客户机等其他智能终端产品也有望搭载鸿蒙系统并实现高速增长。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.11/9.03/11.14 亿元，对应 PE 倍数 18x/15x/12x，选取中兴通讯、紫光股份、浪潮信息为可比公司，21 年平均 PE 估值为 26X (wind 一致预期)。升腾资讯携手润和有望掀起支付终端国产化替代浪潮，同时子公司锐捷网络议价能力显著增强有望带动盈利提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

鸿蒙生态推进不及预期；桌面云、瘦客户机渗透率不及预期；行业竞争加剧

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,304	13,062	16,640	20,571
增长率(%)	11.2%	26.8%	27.4%	23.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	431	711	903	1,114
增长率(%)	-27.4%	64.9%	26.9%	23.4%
每股收益(元)	0.74	1.22	1.55	1.91
PE(现价)	30.35	18.41	14.51	11.75
PB	3.21	2.71	2.32	1.97

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 22.45 元

交易数据

2021-10-27

近 12 个月最高/最低(元)	31.6/18.34
总股本(百万股)	583
流通股本(百万股)	583
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	131
流通市值(亿元)	131

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：马天诣

执业证号： S0100521100003

电话： 021-80508466

邮箱： matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号： S0100121090001

电话： 021-80508468

邮箱： yuyiming@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,304	13,062	16,640	20,571
营业成本	6,704	8,601	10,889	13,480
营业税金及附加	52	63	78	95
销售费用	1,424	1,724	2,196	2,715
管理费用	355	405	516	638
研发费用	1,341	1,620	2,097	2,592
EBIT	645	650	864	1,051
财务费用	56	-15	-21	-33
资产减值损失	-51	-40	-40	-40
投资收益	22	52	63	72
营业利润	568	1,022	1,304	1,609
营业外收支	-7	2	3	3
利润总额	561	1,024	1,306	1,612
所得税	-45	36	52	64
净利润	606	988	1,254	1,548
归属于母公司净利润	431	711	903	1,114
EBITDA	793	761	983	1,183
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,101	2,333	3,025	4,114
应收账款及票据	1,865	2,342	2,989	3,700
预付款项	89	112	142	175
存货	2,324	3,023	3,689	4,392
其他流动资产	300	375	450	525
流动资产合计	6,680	8,185	10,294	12,906
长期股权投资	167	199	225	252
固定资产	732	860	997	1,138
无形资产	124	130	138	146
非流动资产合计	2,036	2,211	2,393	2,574
资产合计	8,716	10,396	12,687	15,480
短期借款	311	341	276	349
应付账款及票据	2,440	2,957	3,792	4,710
其他流动负债	1,010	1,227	1,584	1,951
流动负债合计	3,761	4,525	5,652	7,009
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	3,833	4,597	5,724	7,081
股本	583	583	583	583
少数股东权益	693	970	1,321	1,754
股东权益合计	4,883	5,799	6,963	8,399
负债和股东权益合计	8,716	10,396	12,687	15,480

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	11.2	26.8	27.4	23.6
EBIT 增长率	-19.1	0.8	33.0	21.7
净利润增长率	-27.4	64.9	26.9	23.4
盈利能力				
毛利率	34.9	34.2	34.6	34.5
净利润率	5.9	7.6	7.5	7.5
总资产收益率 ROA	4.9	6.8	7.1	7.2
净资产收益率 ROE	10.3	14.7	16.0	16.8
偿债能力				
流动比率	1.78	1.81	1.82	1.84
速动比率	1.12	1.10	1.13	1.18
现金比率	0.56	0.52	0.54	0.59
资产负债率	44.0	44.2	45.1	45.7
经营效率				
应收账款周转天数	59.71	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	126.52	130.00	125.00	120.00
总资产周转率	1.18	1.26	1.31	1.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	1.22	1.55	1.91
每股净资产	7.18	8.28	9.67	11.39
每股经营现金流	1.27	0.89	1.88	2.37
每股股利	0.11	0.12	0.15	0.19
估值分析				
PE	30.35	18.41	14.51	11.75
PB	3.21	2.71	2.32	1.97
EV/EBITDA	14.71	14.60	10.53	7.89
股息收益率	0.5	0.5	0.7	0.9

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	606	988	1,254	1,548
折旧和摊销	148	111	119	132
营运资金变动	-42	-600	-284	-299
经营活动现金流	740	519	1,097	1,380
资本开支	-477	-252	-273	-284
投资	23	-33	-26	-27
投资活动现金流	-423	-233	-236	-240
股权募资	20	0	0	0
债务募资	283	30	-65	73
筹资活动现金流	-296	-55	-169	-52
现金净流量	-5	231	693	1,089

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马天诣，民生证券研究院通信行业首席分析师；北京大学数学系硕士，证券从业7年，曾任职于安信证券/国泰君安证券/中关村科技园区管委会/北京股权交易中心；2018-2020年财经国际最佳top3通信分析师。研究领域：前瞻研究改变人类工作/生活/通信方式的伟大科技企业，重点研究符合中国制造业发展方向的硬科技企业。

于一铭，民生证券研究院通信行业研究员；香港中文大学会计学硕士，上海财经大学财务管理学士，曾任职于信达证券、华为技术有限公司，2021年加入民生证券，重点覆盖主设备、运营商、物联网、华为产业链、工业互联网等领域。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。