

淡季不淡，营收增速领先行业，盈利能力显著提升

➤ **事件概述**：2022年4月28日，公司发布2022年一季报，实现营业收入29.50亿元，同比增长53.72%，实现归母净利润1.20亿元，同比增长202.88%，实现扣非归母净利润9,947万元，同比增长462.21%，位于此前业绩预告区间。

➤ 营收增速领先行业，竞争格局持续优化

Q1为传统淡季，公司逆势实现营收29.50亿元，同比增长53.72%，参考21年整体及各主要子公司营收和增速趋势（整体营收135.49亿元，同比+31.49%；锐捷网络91.89亿元，同比+37.19%；升腾资讯14.69亿元，同比+17.35%；星网智慧9.77亿元，同比+4.49%），我们判断Q1主要由以锐捷网络的良好增长带动，其增速应超过公司整体增速，同时亦远超企业网市场主流厂商（新华三Q1营收同比增长27.78%，华为Q1整体营收同比下降13.9%），侧面反映公司份额的持续提升。

公司近期在运营商市场取得积极进展，2021年，锐捷网络在中国移动2021年至2022年高端路由器和高端交换机集采中，标包7和标包8分别中标30%份额；2022年，在中国移动2022年至2023年数据中心交换机集采（新建部分）中，标包1、2、3分别中标23%、23%、30%。展望未来，我们认为竞争格局将持续优化，公司有望抢占更多份额。

➤ 合同负债高增长，长期经营趋势向好

此前年报点评我们曾提到，21年底公司合同负债为5.41亿元，同比增长131.97%，侧面反映公司在手订单充足，22Q1期末公司合同负债为6.21亿，较期初净增7,962万，同比增长71.19%，进一步验证长期经营趋势向好。此外，公司持续加大了战略备货力度，21年底存货金额为40.39亿元，同比增长73.81%，22Q1期末存货金额净增5.94亿至46.33亿元，我们认为21年困扰公司的供应不齐套问题亦有望边际改善。

➤ 毛利率同比改善，费用管控成效显著。

公司22Q1毛利率为34.20%，同比提升0.99pct，主因：1)高毛利网络产品占比提升；2)21年两轮产品提价的效果逐渐体现。费用端，公司22Q1销售/管理/研发费用率分别为13.14%/3.84%/14.63%，同比-3.61pct/-0.72pct/-1.22pct，规模效应凸显。

➤ **投资建议**：看好数字经济对公司营收拉动，运营商业务亦将贡献增量，同时期待规模效应进一步提升盈利能力，不考虑锐捷网络分拆上市影响，预计公司22-24年归母净利润分别为8.64亿/12.55亿/17.73亿，对应PE为15倍/10倍/7倍，公司近5年估值中枢为27倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：数通需求不及预期，运营商及海外市场拓展不及预期，市场竞争加剧。

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	20,838	30,108	41,176
增长率（%）	31.5	53.8	44.5	36.8
归属母公司股东净利润（百万元）	550	864	1,255	1,773
增长率（%）	27.6	57.0	45.2	41.3
每股收益（元）	0.94	1.48	2.15	3.04
PE	23	15	10	7
PB	2.7	2.3	1.9	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年04月28日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.51元



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

1. 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

2. 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

3. 星网锐捷(002396)：锐捷网络分拆落地，公司有望迎来价值重估

4. 星网锐捷(002396)：盈利环比改善，云网终端需求持续向好

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	20,838	30,108	41,176
营业成本	8,928	13,499	19,371	26,441
营业税金及附加	60	94	135	185
销售费用	1,864	2,867	4,215	5,765
管理费用	479	736	1,063	1,453
研发费用	1,750	2,690	3,914	5,353
EBIT	686	953	1,409	1,978
财务费用	38	51	52	54
资产减值损失	-46	-40	-40	-40
投资收益	33	50	60	82
营业利润	666	1,339	1,988	2,809
营业外收支	6	5	5	6
利润总额	672	1,344	1,993	2,815
所得税	-131	54	120	169
净利润	802	1,290	1,873	2,646
归属于母公司净利润	550	864	1,255	1,773
EBITDA	908	1,122	1,595	2,186

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,141	2,144	3,138	4,601
应收账款及票据	1,940	3,120	4,434	5,959
预付款项	141	213	300	410
存货	4,039	6,173	8,451	11,189
其他流动资产	241	339	451	594
流动资产合计	8,502	11,990	16,774	22,752
长期股权投资	185	204	223	241
固定资产	803	949	1,103	1,238
无形资产	170	199	231	264
非流动资产合计	2,621	2,882	3,175	3,448
资产合计	11,123	14,872	19,950	26,201
短期借款	425	571	603	726
应付账款及票据	3,282	4,862	7,037	9,597
其他流动负债	1,577	2,396	3,518	4,618
流动负债合计	5,283	7,829	11,159	14,941
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	187	187	187	187
非流动负债合计	187	187	187	187
负债合计	5,471	8,016	11,346	15,129
股本	583	583	583	583
少数股东权益	960	1,385	2,003	2,877
股东权益合计	5,652	6,856	8,603	11,072
负债和股东权益合计	11,123	14,872	19,950	26,201

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	53.80	44.48	36.76
EBIT 增长率	10.02	38.77	47.95	40.36
净利润增长率	27.59	57.01	45.22	41.26
盈利能力 (%)				
毛利率	34.11	35.22	35.66	35.78
净利润率	5.92	6.19	6.22	6.43
总资产收益率 ROA	4.95	5.81	6.29	6.77
净资产收益率 ROE	11.73	15.80	19.02	21.63
偿债能力				
流动比率	1.61	1.53	1.50	1.52
速动比率	0.80	0.70	0.70	0.73
现金比率	0.41	0.27	0.28	0.31
资产负债率 (%)	49.18	53.90	56.87	57.74
经营效率				
应收账款周转天数	47.36	50.00	49.00	48.00
存货周转天数	165.13	168.00	160.00	155.00
总资产周转率	1.22	1.40	1.51	1.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.48	2.15	3.04
每股净资产	8.05	9.38	11.32	14.05
每股经营现金流	0.77	0.59	2.62	3.33
每股股利	0.10	0.15	0.22	0.30
估值分析				
PE	23	15	10	7
PB	2.7	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	12.11	9.93	6.38	4.04
股息收益率 (%)	0.46	0.69	1.00	1.41
现金流量表 (百万元)				
净利润	802	1,290	1,873	2,646
折旧和摊销	222	170	186	208
营运资金变动	-509	-1,146	-553	-915
经营活动现金流	450	341	1,528	1,942
资本开支	-416	-409	-458	-460
投资	10	-18	-18	-18
投资活动现金流	-393	-377	-416	-395
股权募资	8	0	0	0
债务募资	120	146	32	123
筹资活动现金流	-31	38	-119	-83
现金净流量	16	3	994	1,463

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

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