

Q1 稳健增长，期待 SMB 需求回暖

➤ **事件概述：**1) 根据 2023 年 3 月 31 日发布的年报，2022 年实现营业收入 157.41 亿元，同比增长 16.18%；实现归母净利润 5.76 亿元，同比增长 6.37%；实现扣非归母净利润 5.15 亿元，同比增长 5.80%。2) 根据 2023 年 4 月 25 日发布的一季报，23 Q1 实现营业收入 33.53 亿元，同比增加 13.63%，环比减少 31.88%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比减少 31.35%，环比增长 217.39%；实现扣非归母净利润 0.72 亿元，同比减少 25.65%，环比增长 469.76%。

➤ **22 年业绩稳增，子公司上市拉动成长。**22 年公司网络终端、企业级网络设备、通讯产品及其它分别实现收入 9.18 亿元、104.43 亿元、21.82 亿元和 21.99 亿元，同比分别下降 20.44%、增长 19.82%、增长 25.09%、增长 13.58%，占比达 5.83%、66.34%、13.86%、13.97%。22 年公司综合毛利率为 36.58%，同比上升 2.47pct；销售、管理、研发费用率分别为 13.84%、4.21% 和 15.73%，分别保持不变、同比上升 0.67pct 和 2.78pct，费用较为平稳。子公司锐捷网络 22 年 Wi-Fi 6 产品出货量、中国本地计算 IDV 云桌面市场占有率均排名第一，进一步扩大了公司业务规模，增强了竞争优势；目前已经在土耳其、马来西亚、日本、美国等地成立境外子公司，有利于更好开拓海外市场。

➤ **23Q1 盈利能力略有提升，加码研发推出创新产品方案。**23Q1 公司毛利率同比小幅上升 0.40pct 至 34.60%，环比下降 6.49pct。23Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 12.55%、4.69% 和 16.07%，同比下降 0.69pct、同比提升 0.84pct、同比提升 1.40pct，公司持续加码研发投入。4 月 7 日，公司焕新发布了包括“三网一中心、一云一教室”在内的一系列创新产品方案，用锐捷 Wi-Fi 7、WIS 网络数字孪生、星空无线 3.0 开启效率革命，实现创新领跑，展现其强劲的创新和发展能力。

➤ **加速出海步伐，市场份额有望进一步开拓。**公司海外市场拓展迅速，有望进一步抢占市场份额。22 年公司海外市场收入 23.01 亿元，同比增长 25.87%，增速快于国内市场（14.67%）。22 年子公司德明通讯 4G FWT 和 5G MBB 系列产品通过了北美领先电信运营商的认证，与多个政企客户达成硬件产品和云平台业务的战略合作关系，开启了面向美国一线运营商的系统服务业务；子公司升腾资讯持续布局全球市场，深入拓展智能金融应用场景，产品及方案在巴基斯坦、印度尼西亚、泰国、斯里兰卡、俄罗斯等多个国家大面积推广。

➤ **投资建议：**考虑公司作为国内 ICT 龙头，SMB 等市场回暖，及金融云桌面需求复苏后有望迎来业绩回暖，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 7.71 亿元 /9.35 亿元 /10.79 亿元，对应 PE 倍数为 16/13/11x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**数通需求不及预期；运营商不及预期；市场竞争加剧；芯片等原材料供应不足。

推荐

维持评级

当前价格：

20.15 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 于一铭

执业证书：S0100522090005

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

1. 星网锐捷 (002396.SZ) 事件点评：股权激励草案落地，有望再造一个锐捷网络-2022/1 2/04

2. 星网锐捷 (002396.SZ) 2022 年三季报点评：锐捷网络分拆在即，期待新品放量带动业绩增长-2022/11/07

3. 星网锐捷 (002396.SZ) 2022 年一季报点评：淡季不淡，营收增速领先行业，盈利能力显著提升-2022/04/29

4. 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-2022/04/14

5. 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-2022/03/25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15,741	19,446	23,898	28,661
增长率（%）	16.2	23.5	22.9	19.9
归属母公司股东净利润（百万元）	576	771	935	1,079
增长率（%）	6.4	33.8	21.3	15.4
每股收益（元）	0.97	1.30	1.58	1.82
PE	21	16	13	11
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 11 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,741	19,446	23,898	28,661
营业成本	9,982	12,408	15,311	18,450
营业税金及附加	76	88	103	118
销售费用	2,179	2,528	3,059	3,611
管理费用	663	797	980	1,175
研发费用	2,476	3,014	3,680	4,385
EBIT	676	1,025	1,226	1,389
财务费用	-37	42	40	33
资产减值损失	-90	-100	-108	-119
投资收益	42	56	60	60
营业利润	759	942	1,140	1,300
营业外收支	4	2	2	2
利润总额	763	943	1,141	1,302
所得税	-126	-207	-254	-308
净利润	889	1,150	1,395	1,610
归属于母公司净利润	576	771	935	1,079
EBITDA	972	1,330	1,571	1,780

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,325	5,465	6,366	7,531
应收账款及票据	1,715	2,053	2,455	2,862
预付款项	113	124	122	129
存货	4,706	5,385	6,437	7,506
其他流动资产	419	354	373	396
流动资产合计	11,278	13,381	15,753	18,425
长期股权投资	223	279	339	399
固定资产	1,504	1,449	1,442	1,431
无形资产	143	149	146	142
非流动资产合计	3,168	3,291	3,312	3,327
资产合计	14,446	16,672	19,065	21,752
短期借款	667	809	809	809
应付账款及票据	2,856	3,365	4,069	4,802
其他流动负债	2,011	2,357	2,749	3,207
流动负债合计	5,534	6,532	7,627	8,819
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	229	360	346	331
非流动负债合计	229	360	346	331
负债合计	5,763	6,892	7,973	9,149
股本	583	593	593	593
少数股东权益	2,612	2,991	3,452	3,983
股东权益合计	8,683	9,780	11,092	12,602
负债和股东权益合计	14,446	16,672	19,065	21,752

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.18	23.54	22.90	19.93
EBIT 增长率	1.02	51.70	19.63	13.29
净利润增长率	6.37	33.80	21.30	15.41
盈利能力 (%)				
毛利率	36.58	36.19	35.93	35.63
净利润率	3.66	3.96	3.91	3.76
总资产收益率 ROA	3.99	4.62	4.90	4.96
净资产收益率 ROE	9.49	11.35	12.24	12.52
偿债能力				
流动比率	2.04	2.05	2.07	2.09
速动比率	1.12	1.18	1.18	1.20
现金比率	0.78	0.84	0.83	0.85
资产负债率 (%)	39.89	41.34	41.82	42.06
经营效率				
应收账款周转天数	39.01	38.00	37.00	36.00
存货周转天数	172.07	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	1.23	1.25	1.34	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	1.30	1.58	1.82
每股净资产	10.24	11.45	12.89	14.54
每股经营现金流	0.92	2.28	2.50	2.94
每股股利	0.10	0.14	0.17	0.20
估值分析				
PE	21	16	13	11
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.73	5.63	4.14	2.99
股息收益率 (%)	0.50	0.69	0.84	0.97
现金流量表 (百万元)				
净利润	889	1,150	1,395	1,610
折旧和摊销	296	304	345	390
营运资金变动	-563	-172	-400	-410
经营活动现金流	543	1,353	1,482	1,745
资本开支	-434	-219	-276	-300
投资	-25	0	0	0
投资活动现金流	-441	-255	-276	-300
股权募资	2,125	10	0	0
债务募资	242	138	-58	0
筹资活动现金流	2,183	42	-305	-280
现金净流量	2,313	1,140	901	1,165

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026