

加大研发投入，多产品持续引领 ICT 市场

2023 年 08 月 27 日

➤ **事件：**2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营收 48.31 亿元，同比增长 6.82%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比下降 46.39%。

➤ **网络设备和云桌面稳健增长，净利润短期承压。**

23H1 网络设备收入 36.6 亿元，同比增长 9.0%；云桌面收入 2.7 亿元，同比增长 11.8%；网络安全收入 3.9 亿元，同比增长 1.3%。公司利润短期承压，主要系公司经营规模扩大带来管理和研发费用增加所致。

➤ **加大研发投入，多款新品陆续发布。**

23H1 公司综合毛利率为 39.33%，同比上升 2.39pct；净利率 2.89%，同比下降 2.87pct；公司 23H1 研发/销售/管理费用率分别为 19.57%/15.15%/4.85%，同比变动+1.19pct/+0.72pct/+3.33pct，公司持续加大研发投入。公司推出了涵盖“三网一中心、一云一教室”在内的多项创新产品方案：（1）**网络设备：**数据中心领域，推出包含多款核心产品在外的 AI Fabric 智算中心网络解决方案；园区网领域，极简以太全光解决方案持续精进迈向 3.0 阶段；无线产品领域，发布星空无线 3.0 解决方案；推出 Wi-Fi 7 新品 AP，为用户提供更高速率、更低时延和更可靠的无线连接以及更智慧的运维管理服务。（2）**网络安全：**推出了新一代防火墙产品，采用智能出站安全、智能策略管家、智能云端赋能三大设计，安全防护能力更强大；推出用于机场、高速、医疗等领域的网络安全解决方案。

（3）**云桌面：**推出了三擎 2.0 云桌面解决方案，通过高性能、高性价比 GPU 带来全新的用户体验；面向教育领域，推出了新一代智慧教室解决方案，部署 5G 融合+教务专网建设模式，引领行业发展新趋势。

➤ **多产品持续引领市场，海外布局加速。**

公司交换机、无线、云桌面等产品市场地位继续不断巩固，根据 IDC，23Q1 公司在中国以太网交换机市场占有率排名第三，在中国数据中心交换机市场占有率排名第三，在中国企业级 WLAN 市场占有率排名第二，其中 Wi-Fi 6 产品出货量排名第一。23Q1，公司数据中心交换机在中国运营商行业市场份额由上年同期的 17.3%提升至 24.2%。同时，公司海外市场拓展取得新进展。23H1 海外业务销售收入 4.88 亿元，同比增长 16.36%，公司在中国香港、泰国、英国设立子公司，境外业务范围已拓展到亚洲、欧洲、美洲、非洲等 70 多个国家和地区。

➤ **投资建议：**AI 浪潮推动数字基础设施建设提速，公司作为 ICT 基础设施龙头，有望充分受益。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 7.42 亿元/9.84 亿元/11.63 亿元，当前市值对应 PE 为 32x/24x/20x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**ICT 设备需求不及预期；市场竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,326	14,354	18,287	22,586
增长率 (%)	23.3	26.7	27.4	23.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	550	742	984	1,163
增长率 (%)	20.1	35.0	32.6	18.2
每股收益 (元)	0.97	1.31	1.73	2.05
PE	43	32	24	20
PB	5.5	5.1	4.7	4.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

41.34 元


分析师 马天谔

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

相关研究

1.锐捷网络 (301165.SZ) 2023 年一季报点评：毛利率大幅改善，扣非归母高增-2023/04/26

2.锐捷网络 (301165.SZ) 2022 年年报点评：紧抓数字经济发展机遇，ICT 设备保持高增-2023/04/14

3.锐捷网络 (301165.SZ) 深度报告：国产 ICT 新贵——敏锐把握应用趋势，快捷满足客户需求-2023/03/08

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	11,326	14,354	18,287	22,586
营业成本	6,834	8,633	11,021	13,626
营业税金及附加	51	57	73	90
销售费用	1,792	2,225	2,816	3,456
管理费用	467	574	731	903
研发费用	2,042	2,541	3,200	3,907
EBIT	411	672	869	1,013
财务费用	-4	23	4	6
资产减值损失	-64	-70	-80	-90
投资收益	0	0	0	0
营业利润	418	581	787	919
营业外收支	4	5	5	5
利润总额	422	586	792	925
所得税	-128	-156	-193	-239
净利润	550	742	984	1,163
归属于母公司净利润	550	742	984	1,163
EBITDA	584	883	1,119	1,199

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,941	3,215	3,104	2,999
应收账款及票据	688	1,275	1,613	1,971
预付款项	6	7	9	11
存货	3,077	3,743	4,634	5,549
其他流动资产	172	154	170	188
流动资产合计	6,884	8,394	9,529	10,718
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	480	599	731	861
无形资产	13	13	12	11
非流动资产合计	1,167	1,447	1,745	2,192
资产合计	8,051	9,841	11,274	12,910
短期借款	580	255	255	255
应付账款及票据	1,427	2,720	3,412	4,144
其他流动负债	1,598	2,139	2,523	3,001
流动负债合计	3,605	5,114	6,190	7,400
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	151	138	123	198
非流动负债合计	151	138	123	198
负债合计	3,756	5,252	6,313	7,598
股本	568	568	568	568
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,295	4,589	4,961	5,313
负债和股东权益合计	8,051	9,841	11,274	12,910

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	23.26	26.74	27.40	23.51
EBIT 增长率	13.41	63.30	29.33	16.60
净利润增长率	20.14	34.96	32.64	18.19
盈利能力 (%)				
毛利率	39.66	39.86	39.73	39.67
净利率	4.86	5.17	5.38	5.15
总资产收益率 ROA	6.83	7.54	8.73	9.01
净资产收益率 ROE	12.80	16.17	19.84	21.90
偿债能力				
流动比率	1.91	1.64	1.54	1.45
速动比率	1.03	0.89	0.78	0.69
现金比率	0.82	0.63	0.50	0.41
资产负债率 (%)	46.66	53.37	55.99	58.85
经营效率				
应收账款周转天数	21.29	27.00	26.80	26.50
存货周转天数	164.36	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	1.66	1.60	1.73	1.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	1.31	1.73	2.05
每股净资产	7.56	8.08	8.73	9.35
每股经营现金流	-0.43	2.64	1.74	1.91
每股股利	0.80	1.08	1.43	1.69
估值分析				
PE	43	32	24	20
PB	5.5	5.1	4.7	4.4
EV/EBITDA	38.20	25.28	19.94	18.62
股息收益率 (%)	1.94	2.61	3.46	4.09

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	550	742	984	1,163
折旧和摊销	173	211	251	186
营运资金变动	-929	571	-151	-131
经营活动现金流	-246	1,500	989	1,088
资本开支	-216	-239	-276	-302
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-214	-279	-276	-302
股权募资	2,118	0	0	0
债务募资	193	-337	-63	0
筹资活动现金流	2,185	-947	-824	-891
现金净流量	1,744	274	-111	-105

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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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