

加码 AI 领域研发，静待需求景气度提升

➤ **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报，Q1-Q3 实现营收 79.51 亿元，同比增长 5.9%，实现归母净利润 2.79 亿元，同比减少 45.9%，实现扣非归母净利润 2.52 亿元，同比减少 46.7%。Q3 单季度实现营收 31.20 亿元，同比增长 4.6%，环比增长 16.5%，实现归母净利润 1.39 亿元，同比减少 45.3%，环比增长 584.1%，实现扣非归母净利润 1.34 亿元，同比减少 43.4%，环比增长 2099.0%。

➤ **全球布局再遇新机，静待需求加速恢复。**23Q3 营收同环比双增，我们认为主要因为公司加强海外平台建设，并保持国内市场的领先。23H1 公司海外业务销售收入实现 4.88 亿元，比去年同期增长 16.36%，海外业务已拓展到亚洲、欧洲、美洲、非洲等 70 多个国家和地区。我们认为随互联网数据中心交换机库存逐渐消化完毕、教育/金融/能源等市场需求恢复，及公司海外市场逐步扩展，未来业绩有望提速。23Q3 利润同比承压，环比增长，未来有望随下游需求景气度恢复及产品结构升级逐步提升。

➤ **持续增加研发投入夯实产品竞争力，顺应 AI 和数字化浪潮。**23Q3 公司综合毛利率为 37.75%，同比减少 1.63pct，环比增长 0.84pct；23Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.61%/2.70%/9.06%/0.05%，分别同比增加 0.17pct/1.49pct/1.99pct/0.32pct，公司保持高研发投入，夯实产品竞争力。据公司 10 月发布的数据，23H1 国内市场，锐捷无线在服务、教育、通信行业市场排名第一，交换机在普教行业市场排名第一；23H1 IDV 云桌面市场排名蝉联第一，以太网交换机、数据中心交换机和无线 WLAN 市场排名第三。

在数据中心网络中，公司推出的基于硅光和液冷技术的数据中心交换机、400G 数据中心交换机，已在互联网厂商数据中心中得到应用，公司推出的 AI Fabric 智算中心网络解决方案和智速 DDC 高性能网络方案及相关产品，助力 AI 云服务和超高算力数据中心网络建设。**在园区网络中**，公司的极简以太全光解决方案及相关产品，在教育、医疗、制造、交通等领域推动行业用户数字化转型和信息化建设。**在 SMB 领域**，公司凭借易用、易安装部署的丰富产品系列和高效便捷的在线服务，助力小型制造企业及酒店、餐饮、娱乐、景区、商超等小微企业的网络建设。**在云办公领域**，目前公司已推出三擎云办公解决方案、云办公轻云解决方案以及高性能 GPU 云桌面解决方案，在政府、医疗、教育、制造业等行业满足多场景的数字化办公需求。

➤ **投资建议：**算力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。考虑互联网需求恢复不及预期及公司加大费用投入，调整盈利预测，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 5.88 亿元/7.82 亿元/9.01 亿元，当前市值对应 PE 为 36x/27x/23x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**ICT 设备市场需求的不确定性；市场竞争加剧；汇率波动。

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	12,515	14,832	17,223
增长率 (%)	23.3	10.5	18.5	16.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	550	588	782	901
增长率 (%)	20.1	7.0	32.9	15.3
每股收益 (元)	0.97	1.04	1.38	1.59
PE	38	36	27	23
PB	4.9	4.7	4.4	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
37.02 元

分析师 马天诣

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 年半年报点评：加大研发投入，多产品持续引领 ICT 市场 -2023/08/27

2. 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

3. 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

4. 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	12,515	14,832	17,223
营业成本	6,834	7,532	8,915	10,364
营业税金及附加	51	50	59	69
销售费用	1,792	1,790	2,076	2,377
管理费用	467	601	697	792
研发费用	2,042	2,340	2,744	3,152
EBIT	411	505	684	782
财务费用	-4	40	42	46
资产减值损失	-64	-36	-38	-38
投资收益	0	0	0	0
营业利润	418	431	606	700
营业外收支	4	5	5	5
利润总额	422	436	611	706
所得税	-128	-152	-171	-196
净利润	550	588	782	901
归属于母公司净利润	550	588	782	901
EBITDA	584	717	934	965

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,941	2,618	2,304	1,999
应收账款及票据	688	1,112	1,308	1,503
预付款项	6	6	7	8
存货	3,077	3,265	3,748	4,221
其他流动资产	172	144	153	162
流动资产合计	6,884	7,145	7,520	7,893
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	480	623	761	899
无形资产	13	13	13	12
非流动资产合计	1,167	1,422	1,704	2,117
资产合计	8,051	8,568	9,225	10,010
短期借款	580	600	600	600
应付账款及票据	1,427	1,692	1,930	2,158
其他流动负债	1,598	1,697	1,838	2,067
流动负债合计	3,605	3,989	4,368	4,825
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	151	142	124	196
非流动负债合计	151	142	124	196
负债合计	3,756	4,131	4,491	5,021
股本	568	568	568	568
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,295	4,437	4,733	4,990
负债和股东权益合计	8,051	8,568	9,225	10,010

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	10.49	18.52	16.12
EBIT 增长率	13.41	22.86	35.37	14.30
净利润增长率	20.14	6.98	32.91	15.29
盈利能力 (%)				
毛利率	39.66	39.82	39.89	39.82
净利润率	4.86	4.70	5.27	5.23
总资产收益率 ROA	6.83	6.87	8.48	9.01
净资产收益率 ROE	12.80	13.26	16.52	18.07
偿债能力				
流动比率	1.91	1.79	1.72	1.64
速动比率	1.03	0.95	0.84	0.74
现金比率	0.82	0.66	0.53	0.41
资产负债率 (%)	46.66	48.22	48.69	50.16
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	1.51	1.67	1.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	1.04	1.38	1.59
每股净资产	7.56	7.81	8.33	8.78
每股经营现金流	-0.43	0.92	1.18	1.27
每股股利	0.80	0.85	1.14	1.31
估值分析				
PE	38	36	27	23
PB	4.9	4.7	4.4	4.2
EV/EBITDA	34.21	27.90	21.41	20.72
股息收益率 (%)	2.16	2.31	3.07	3.54
现金流量表 (百万元)				
净利润	550	588	782	901
折旧和摊销	173	211	250	183
营运资金变动	-929	-244	-281	-257
经营活动现金流	-246	522	670	722
资本开支	-216	-239	-252	-272
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-214	-230	-252	-272
股权募资	2,118	0	0	0
债务募资	193	10	-65	0
筹资活动现金流	2,185	-615	-732	-756
现金净流量	1,744	-323	-313	-306

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