

营收平稳静待需求恢复，持续升级智算中心网络方案

2024 年 03 月 29 日

➤ **事件：**3月28日公司发布23年年报，23全年实现营业收入159.08亿元，同比增长1.06%；实现归母净利润4.25亿元，同比下降26.36%；实现扣非净利润3.18亿元，同比下降38.22%。单Q4营收48.55亿，同比下降1.34%，环比增长18.92%；归母净利润1.22亿，同比增长376.16%，环比增长16.76%；扣非净利润0.81亿，同比增长535.24%，环比下降19.58%。公告23年度权益分派方案，向全体股东每10股派发现金股利2.5元，现金分红占净利润44.12%。

➤ 23 年利润承压，静待下游需求恢复。

23年宏观经济复苏低于预期，市场需求疲弱，客户采购资金紧张。公司营收利润承压，我们认为主要由于下游互联网、政企客户需求疲软，毛利率小幅下滑且费用加大投入。公司毛利率36.26%，同比下降0.32pct。其中网络终端/企业级网络设备/通讯产品/其他产品分别实现营收为9.67亿元/105.41亿元/20.20亿元/23.80亿元，同比增长5.36%/增长0.94%/下降7.44%/增长8.27%。产品毛利率分别为21.07%/42.63%/19.19%/28.68%，同比减少4.25pct/减少0.39pct/减少1.56pct/增加2.22pct。公司管理和研发投入进一步加大，销售/管理/研发/财务费用率分别为13.91%/4.88%/16.74%/0.00%，同比增加0.07pct/0.67pct/1.01pct/0.24pct。23年研发人员占比50.92%，同比增加1.72pct。

➤ 公司持续保持交换机领先地位，推动全光网建设。

在智慧网络领域，据IDC，23年公司在中国交换机市场、数据中心交换机市场、园区交换机市场，占有率均排名第三；Wi-Fi6产品品类出货量及WLAN产品整体出货量排名第一；在中国本地计算云终端市场份额排名第一；在IDV云桌面市场份额连续3年(2021-2023)排名第一。**在智慧云领域**，据IDC，23年升腾资讯在全球瘦客户机市场、亚太及中国瘦客户机市场出货量均位列全球第一。升腾资讯瘦客户机出货量首次位列全球第一，连续十二年蝉联亚太瘦客户机市场份额第一，二十二年中国市场占据大份额。云终端（VDI）出货量排名中国第一，已连续6年位列第一。

公司面向下一代AI云服务的智算中心网络建设，发布了AI-FlexiForce智算中心网络解决方案，具备全场景适用、负载均衡、微秒级硬件自愈等多种独特优势。24年公司计划将全光通讯战略落到市场实处，聚焦全光通讯底座与音视频基础业务，扩大以全光通讯为底座，以语音、视频两个基础业务为能力，叠加AI、边缘算力等应用产品；加大行业市场拓展力度，将全光通讯战略落到市场实处。

➤ **投资建议：**考虑公司作为国内ICT龙头，下游市场恢复有望迎来业绩回暖，将受益于未来国产算力网络底座加强建设，预计公司24-26年归母净利润分别为6.46/9.86/11.86亿元，对应PE倍数为15/10/8x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；市场竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,908	20,521	24,481	27,982
增长率(%)	1.1	29.0	19.3	14.3
归属母公司股东净利润(百万元)	425	646	986	1,186
增长率(%)	-26.4	52.0	52.6	20.4
每股收益(元)	0.72	1.09	1.66	2.00
PE	22	15	10	8
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月28日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.09元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

相关研究

- 1.星网锐捷(002396.SZ)2022年年报和2023年一季报点评：Q1稳健增长，期待SMB需求回暖-2023/05/11
- 2.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-2022/12/04
- 3.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
- 4.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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,908	20,521	24,481	27,982
营业成本	10,140	13,040	15,505	17,691
营业税金及附加	76	92	105	115
销售费用	2,212	2,791	3,256	3,638
管理费用	776	944	1,077	1,203
研发费用	2,663	3,365	3,770	4,281
EBIT	343	724	1,240	1,511
财务费用	1	-10	-23	-40
资产减值损失	-74	-99	-106	-113
投资收益	127	60	61	59
营业利润	449	696	1,221	1,499
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	459	696	1,221	1,499
所得税	-256	-267	-255	-278
净利润	715	963	1,476	1,777
归属于母公司净利润	425	645	989	1,191
EBITDA	695	1,114	1,699	1,993

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,350	5,368	6,591	8,070
应收账款及票据	2,406	2,278	2,515	2,794
预付款项	120	130	124	124
存货	4,145	5,659	6,518	7,198
其他流动资产	358	390	400	407
流动资产合计	11,379	13,826	16,148	18,592
长期股权投资	164	223	284	343
固定资产	1,390	1,343	1,339	1,333
无形资产	178	205	224	241
非流动资产合计	4,022	4,002	3,996	4,031
资产合计	15,401	17,828	20,144	22,623
短期借款	926	926	926	926
应付账款及票据	3,544	4,109	4,758	5,235
其他流动负债	1,512	2,482	2,755	3,097
流动负债合计	5,982	7,517	8,439	9,258
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	321	325	310	294
非流动负债合计	321	325	310	294
负债合计	6,303	7,842	8,749	9,552
股本	593	593	593	593
少数股东权益	2,665	2,983	3,470	4,056
股东权益合计	9,098	9,986	11,395	13,071
负债和股东权益合计	15,401	17,828	20,144	22,623

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.06	29.00	19.30	14.30
EBIT 增长率	-49.23	110.94	71.35	21.81
净利润增长率	-26.36	51.87	53.25	20.43
盈利能力 (%)				
毛利率	36.26	36.45	36.67	36.78
净利润率	2.67	3.14	4.04	4.26
总资产收益率 ROA	2.76	3.62	4.91	5.26
净资产收益率 ROE	6.60	9.21	12.48	13.21
偿债能力				
流动比率	1.90	1.84	1.91	2.01
速动比率	1.15	1.04	1.10	1.19
现金比率	0.73	0.71	0.78	0.87
资产负债率 (%)	40.93	43.99	43.43	42.22
经营效率				
应收账款周转天数	53.85	40.00	37.00	36.00
存货周转天数	149.21	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	1.06	1.24	1.29	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.72	1.09	1.67	2.01
每股净资产	10.85	11.81	13.37	15.21
每股经营现金流	2.31	2.51	3.10	3.61
每股股利	0.25	0.11	0.17	0.21
估值分析				
PE	22	15	10	8
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.10	5.68	3.72	3.17
股息收益率 (%)	1.55	0.70	1.07	1.28

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	715	963	1,476	1,777
折旧和摊销	352	390	459	483
营运资金变动	575	33	-207	-239
经营活动现金流	1,370	1,487	1,835	2,139
资本开支	-420	-274	-357	-409
投资	-53	0	0	0
投资活动现金流	-665	-274	-357	-409
股权募资	101	-31	0	0
债务募资	-412	0	-54	0
筹资活动现金流	-784	-195	-255	-252
现金净流量	-79	1,019	1,223	1,478

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。	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
	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