

锐捷网络 (301165.SZ)

一季度经营承压，加大投入迎 AI 新机遇

增持

核心观点

2024 年一季度公司经营业绩承压。2024 年一季度公司营收 21.47 亿元，同比下降 0.24%；归母净利润 0.02 亿元，同比下降 98.07%；扣非净利润为-0.13 亿元，同比下降 111.66%。国际形势复杂多变，相关行业需求不足，给公司业务拓展带来较大压力。

公司投入加大，成本费用有所提升。行业竞争愈发激烈，产品价格有所波动，公司 2024 年一季度毛利率为 38.52%，同比下降 3.82pct，环比下降 0.94pct。面对新 AI 等新产业发展趋势，公司在过去两年持续扩大经营规模，2021-2023 年员工人数分别为 6483/7980/8069 人，相关人工管理等费用持续上升。2024 年一季度销售、管理、研发费用同比分别变化+17.8%/+23.8%/-4.8%。

企业网络设备核心供应商，市场份额持续领先。公司坚持敏锐洞察行业发展趋势和快速灵活响应客户需求策略，通过不断研发创新价值产品和拓展市场以保持核心竞争力。根据 IDC 数据，2023 年，公司园区交换机市场占有率在国内教育、流通行业排名第一；数据中心交换机市场占有率在国内互联网行业排名第二；WLAN 产品市场占有率在国内互联网、教育、通信、服务行业排名第一。去年在运营商领域，中标中移动 2023 年至 2024 年新型智算中心（智算一期）网络标包，份额排名第二；在互联网市场，中标阿里、腾讯、字节下一代交换机产品研发标，规模交付 200G/400G 数据中心交换机。

AI 兴起推动数字基础设施建设提速，公司迎新发展机遇。以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 大模型发布，AI 应用驱动算力需求激增，云、网络、计算、存储、安全等信息基础设施升级换代步伐加快。根据 IDC 数据，预计未来 5 年中国交换机市场增速稳定在 7%-8%，其中数据中心交换机增速在 8-10%。公司在今年 3 月美国 OFC 展上与字节跳动共同展示了业界首台支持 LPO（线性可插拔光模块）的 51.2T 数据中心交换机；也推出了采用直驱系统设计的 800G 交换机技术方案，并计划实现下一代 Marvell TH5 芯片交换机产品量产交付，助客户成为全球首家 AIGC 集群商业化落地厂家。

风险提示：新技术研发进展不及预期；上游原材料紧缺；行业竞争加剧。

投资建议：公司是企网设备领先供应商，有望抓住 AI 发展机遇。调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 131.2/153.5/179.8 亿元（原预测值为 162.1/201.7/245.1 亿元），归母净利润分别为 4.9/6.2/7.6 亿元（原预测值为 6.8/8.8/10.8 亿元），当前股价对应 PE 分别为 42/33/27x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,326	11,542	13,120	15,348	17,975
(+/-%)	23.3%	1.9%	13.7%	17.0%	17.1%
净利润(百万元)	550	401	488	623	763
(+/-%)	20.1%	-27.0%	21.6%	27.7%	22.5%
每股收益(元)	0.97	0.71	0.86	1.10	1.34
EBIT Margin	1.2%	-0.7%	3.7%	4.0%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	9.4%	10.3%	11.8%	12.8%
市盈率 (PE)	37.6	51.6	42.4	33.2	27.1
EV/EBITDA	110.0	1142.6	47.2	38.7	31.9
市净率 (PB)	4.82	4.83	4.38	3.91	3.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：袁文种

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	36.08 元
总市值/流通市值	20500/2460 百万元
52 周最高价/最低价	76.65/24.90 元
近 3 个月日均成交额	230.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

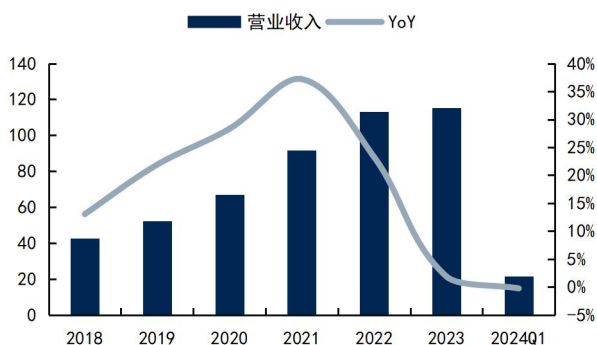
《锐捷网络 (301165.SZ) 一季度经营稳健，扣非净利润同比增长 23%》——2023-04-26

《锐捷网络 (301165.SZ) 2022 年净利润同比增长 20%，交换机市场竞争力保持领先》——2023-04-03

《锐捷网络 (301165.SZ) 企业网设备新贵，中小客户解决方案能力强》——2022-12-19

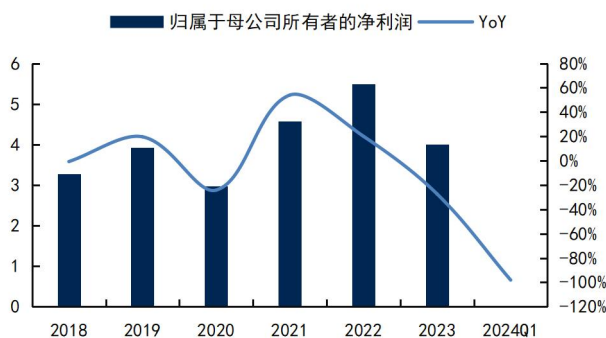
2024 年一季度公司经营业绩承压。2024 年一季度公司主营收入 21.47 亿元，同比下降 0.24%；归母净利润 0.02 亿元，同比下降 98.07%；扣非净利润-0.13 亿元，同比下降 111.66%。

图1: 锐捷网络营收及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

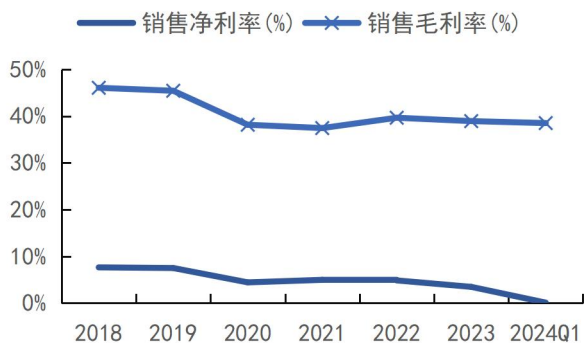
图2: 锐捷网络归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

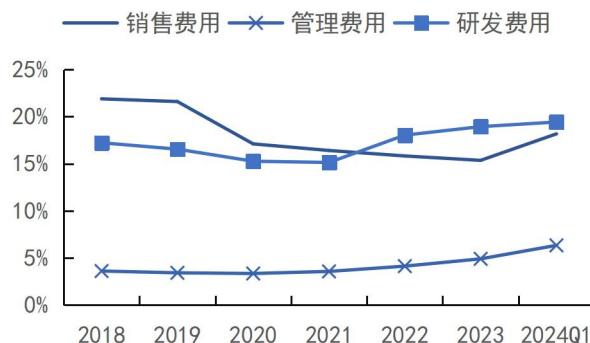
公司投入加大，成本费用有所提升。行业竞争愈发激烈，产品价格有所波动，公司 2024 年一季度毛利率为 38.52%，同比下降 3.82pct，环比下降 0.94pct。面对新 AI 等新产业发展趋势，公司在过去两年持续扩大经营规模，2021-2023 年员工人数分别为 6483/7980/8069 人，相关人工管理等费用持续上升。2024 年一季度销售、管理、研发费用同比分别变化+17.8/+23.8/-4.8%。

图3: 锐捷网络毛利率和净利率 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 锐捷网络销售、管理和研发费用率 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

企业网络设备核心供应商，市场份额持续领先。公司坚持敏锐洞察行业发展趋势和快速灵活响应客户需求策略，通过不断研发创新价值产品和拓展市场以保持核心竞争力。根据 IDC 数据，2023 年，公司园区交换机市场占有率在国内教育、流通行业排名第一；数据中心交换机市场占有率在国内互联网行业排名第二；WLAN 产品市场占有率在国内互联网、教育、通信、服务行业排名第一。去年在运营商领域，中标中国移动 2023 年至 2024 年新型智算中心（智算一期）网络标包，份额排名第二；在互联网市场，中标阿里、腾讯、字节下一代交换机产品研发标，规模交付 200G/400G 数据中心交换机；政企市场，司创新极光解决方案 2023 年服务 400 多家客户。

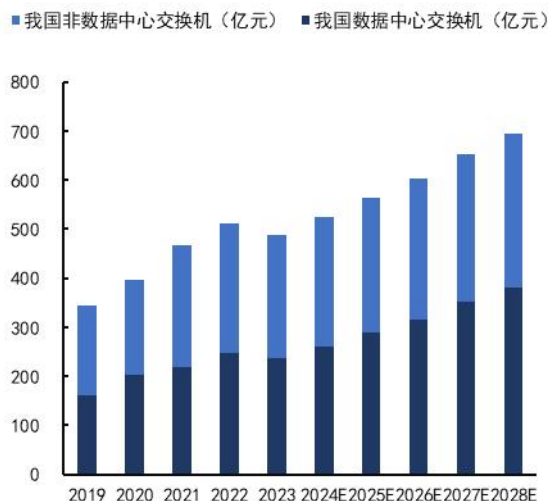
表1: 公司主要产品的市场排名

主营业务	细分领域	2023 年度排名	数据来源
网络设备	中国以太网交换机市场占有率排名	3	IDC 2023 Q4
	中国数据中心交换机市场占有率排名	3	
	中国企业级 WLAN 市场占有率排名	3	
	中国 Wi-Fi6 产品出货量排名	1	
云桌面	中国本地计算 IDV 云桌面市场占有率	1	IDC 2023 H2
	中国本地计算云终端市场占有率	1	

资料来源: IDC、公司财报, 国信证券经济研究所整理

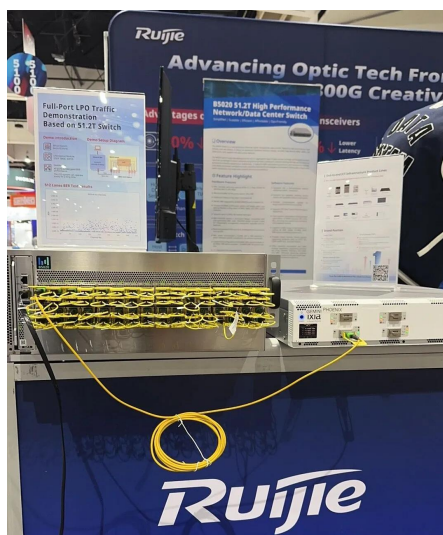
AI 兴起推动数字基础设施建设提速, 公司迎新发展机遇。以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 大模型发布, AI 应用驱动算力需求激增, 云、网络、计算、存储、安全等信息基础设施升级换代步伐加快。根据 IDC 数据, 预计未来 5 年中国交换机市场增速稳定在 7%-8%, 其中数据中心交换机增速在 8-10%。公司在今年 3 月美国 OFC 展上与字节跳动共同展示了业界首台支持 LPO (线性可插拔光模块) 的 51.2T 数据中心交换机; 也推出了采用直驱系统设计的 800G 交换机技术方案, 并计划实现下一代 Marvell TH5 芯片交换机产品量产交付, 助客户成为全球首家 AIGC 集群商业化落地厂家。

图5: 2019-2028 年我国交换机市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图6: 基于 51.2T 交换机的全端口 LPO 交换机



资料来源: 锐捷网络官网、国信证券经济研究所整理

外部环境复杂, 宏观经济增速放缓, 行业竞争愈发激烈, 同时公司面临新的 AI 发展机遇, 对公司营收与调整如下:

- 网络设备主要交换机、无线产品和路由器, 交换机和无线产品占比较大。随着 AI 驱动数据中心网络基础社会快速增长, 公司同时受益运营商、互联网厂商等加大数据中心部署投入, 预计交换机业务呈现加速增长趋势, 在 2024-2026 年分别增长 15%/20%/25%。无线产品受益公司加大渠道销售拓展, 未来保持在双位数以上增长。整体网络设备预计 2024-2026 年分别增长 12%/17%/19%。
- 网络安全产品行业竞争较为激烈, 公司该领域产品随网络产品配套销售, 预计公司该领域产品保持行业平均增速在 5%。
- 云桌面产品, 公司在该领域市占率排名第一, 持续受益教育、医疗等行业信息化部署投入加大, 预计该领域产品未来保持双位数增长。

表2: 公司未来营收预测 (单位: 万元、%)

收入分类预测(万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
网络设备						
收入	660,650.70	847,536.11	841,763.77	940,264.97	1,100,102.16	1,306,653.47
增长率	34.68%	28.29%	-0.68%	11.70%	17.00%	18.78%
毛利率	39.84%	42.00%	41.33%	42.13%	42.63%	42.93%
网络安全产品						
收入	70,471.66	86,644.91	85,778.46	90,067.38	94,570.75	99,299.29
增长率	50.54%	23%	-1%	5%	5%	5%
毛利率	44.71%	40.00%	42.00%	42.50%	42.00%	41.50%
云桌面解决方案						
收入	112,083.28	73,884.18	76,100.70	83,710.77	92,081.85	101,290.04
增长率	37.57%	-34.08%	3.00%	10%	10.00%	10.00%
毛利率	26.28%	23.1%	26.6%	28.2%	30.3%	32.9%
收入合计	918,863.8	1,113,731.7	1,151,987.7	1,309,539.7	1,531,963.9	1,794,121.1
增长率	37.19%	21.21%	3.43%	13.68%	16.98%	17.11%
毛利率	37.45%	39.08%	38.60%	38.75%	38.74%	38.85%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司前期投入加大,今年规划降本增效,预计公司在销售、管理和研发费用方面均会缩减开支,因此对公司盈利预测如下:

表3: 公司利润表 (单位: 百万元)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11326	11542	13120	15348	17975
营业成本	6834	7047	8036	9402	10991
营业税金及附加	51	49	63	74	86
销售费用	1792	1772	1837	2141	2502
管理费用	467	566	565	661	756
研发费用	2042	2185	2139	2456	2867
财务费用	(4)	19	(32)	(53)	(56)
营业利润	418	141	537	687	843
营业外净收支	4	14	5	5	5
利润总额	422	155	542	692	848
所得税费用	(128)	(246)	54	69	85
归属于母公司净利润	550	401	488	623	763

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司是企业网设备领先供应商,有望抓住 AI 发展机遇。调整盈利预测,预计公司 2024-2026 年收入分别为 131.2/153.5/179.8 亿元(原预测值为 162.1/201.7/245.1 亿元),归母净利润分别为 4.9/6.2/7.6 亿元(原预测值为 6.8/8.8/10.8 亿元),当前股价对应 PE 分别为 42/33/27x,维持“增持”评级。

表4: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2023 年 4 月 25 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			PEG
					2023A	2024E	2024E	2023A	2024E	2024E	2024E
000063.SZ	中兴通讯	买入	27.8	1329.7	1.6	2.2	2.5	14.3	12.5	11.1	0.9
000938.SZ	紫光股份	买入	19.4	556.0	0.8	1.0	1.2	24.6	19.9	16.6	1.8
301165.SZ	锐捷网络	增持	36.1	205.0	0.6	1.1	1.5	51.1	32.2	24.5	0.7
600498.SH	烽火通信	-	16.3	193.7	0.4	0.6	0.8	43.0	27.6	19.4	1.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测;其中,中兴通讯、锐捷网络 2023 年 EPS 和 PE 为实际值,烽火通信、紫光股份估值取自 Wind 一致预期

风险提示：新技术研发进展不及预期；上游原材料紧缺；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2941	2298	3350	4010	4135	营业收入	11326	11542	13120	15348	17975
应收款项	740	1408	1150	1346	1822	营业成本	6834	7047	8036	9402	10991
存货净额	3077	2875	3629	4244	5110	营业税金及附加	51	49	63	74	86
其他流动资产	125	52	131	131	138	销售费用	1792	1772	1837	2141	2502
流动资产合计	6884	6633	8260	9731	11205	管理费用	467	566	565	661	756
固定资产	480	512	639	782	919	研发费用	2042	2185	2139	2456	2867
无形资产及其他	13	16	16	17	17	财务费用	(4)	19	(32)	(53)	(56)
投资性房地产	673	1188	1188	1188	1188	投资收益	0	(1)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	0	15	20	27	36	资产减值及公允价值变动	64	30	25	20	15
资产总计	8051	8364	10124	11745	13365	其他收入	(1833)	(1977)	(2139)	(2456)	(2867)
短期借款及交易性金融负债	654	753	350	586	563	营业利润	418	141	537	687	843
应付款项	1427	2129	3299	3859	4509	营业外净收支	4	14	5	5	5
其他流动负债	1524	1011	1564	1829	2134	利润总额	422	155	542	692	848
流动负债合计	3605	3892	5213	6273	7206	所得税费用	(128)	(246)	54	69	85
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	151	187	187	187	187	归属于母公司净利润	550	401	488	623	763
长期负债合计	151	187	187	187	187	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3756	4080	5400	6460	7393	净利润	550	401	488	623	763
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	39	(30)	26	11	12
股东权益	4295	4285	4724	5285	5972	折旧摊销	82	99	73	87	107
负债和股东权益总计	8051	8364	10124	11745	13365	公允价值变动损失	(64)	(30)	(25)	(20)	(15)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(4)	19	(32)	(53)	(56)
每股收益	0.97	0.71	0.86	1.10	1.34	营运资本变动	(1162)	(712)	1174	24	(381)
每股红利	0.07	0.83	0.09	0.11	0.13	其它	(39)	30	(26)	(11)	(12)
每股净资产	7.56	7.54	8.31	9.30	10.51	经营活动现金流	(594)	(241)	1709	715	474
ROIC	5%	-4%	11%	17%	17%	资本开支	0	(126)	(201)	(221)	(241)
ROE	13%	9%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	40%	39%	39%	39%	39%	投资活动现金流	0	(141)	(206)	(228)	(250)
EBIT Margin	1%	-1%	4%	4%	4%	权益性融资	19	0	0	0	0
EBITDA Margin	2%	0%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	23%	2%	14%	17%	17%	支付股利、利息	(38)	(473)	(49)	(62)	(76)
净利润增长率	20%	-27%	22%	28%	23%	其它融资现金流	2303	685	(403)	236	(23)
资产负债率	47%	49%	53%	55%	55%	融资活动现金流	2247	(261)	(451)	173	(99)
息率	0.2%	2.3%	0.2%	0.3%	0.4%	现金净变动	1653	(643)	1052	660	124
P/E	37.6	51.6	42.4	33.2	27.1	货币资金的期初余额	1288	2941	2298	3350	4010
P/B	4.8	4.8	4.4	3.9	3.5	货币资金的期末余额	2941	2298	3350	4010	4135
EV/EBITDA	110.0	1142.6	47.2	38.7	31.9	企业自由现金流	0	(939)	1478	444	180
						权益自由现金流	0	(254)	1104	727	207

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032