

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

增持

核心观点

2022 年收入和利润增长均超过 20%。公司 2022 年营业收入 113.3 亿元（同比+23.3%），其中主营网络设备（交换机、路由器、无线 WLAN）占收比 75%，该类产品 20-22 年营收复合增长率 31%。交换机等高毛利产品占收比提升，毛利率同比+2.2pp。重视研发投入，研发费用率同比+2.9pp。归母净利润 5.5 亿元（同比+20.1%），净利率 4.9%（同比-0.08pp）。公司 2022 年 Q4 营收 38.2 亿元，归母净利润 3.6 亿元。

市场竞争力保持领先。1) 根据 IDC 数据，公司数据中心交换机产品市占率提升，由 19 年的 8.6%提升至 22 年 16.8%；其中，22 年 200G/400G 数据中心交换机市场占有率达 58.4%。数据中心交换机互联网行业排名第二（市占率 33.9%），电信运营商排名第三（市占率 18.8%）。2) 医疗、教育、零售市场通信设备保持领先。医疗云桌面产品 20-22 年保持第一，高教及普教领域交换机 22 年第一（市占率 35.4%/48.6%），高教领域无线产品 22 年第一（市占率 34.8%），零售业交换机第一（市占率 38.7%）。3) SMB 中小型企业市场客户数不断扩大，公司 22 年国内外市场签约伙伴分别为 3000/800 家。

报告期内公司技术产品不断创新。1) 新一代 400G 数据中心核心交换机，支持 576 个 400G 线速端口（属行业第一），满配功耗同比-25%。2) 全光无线星空解决方案采用新型光电混合缆连接 Wi-Fi 6 AP，可同时实现室内 1100 米远距离、高带宽数据传输和 PoE 点对点供电。3) 极简 3.0 全光网络进一步降低中心机房到各楼栋之间的布线成本。

受益数字经济行业快速发展。根据信通院数据，2021 年中国数字经济规模达 7.1 万亿美元，世界第二，占中国 GDP 比重 39.8%，预计到 2025 年中国数字经济规模将超过 60 万亿元。公司主要经营通信设备是数字基础设施的重要组成部分，既是数字经济的核心产业，也强支撑各产业数字化的转型升级，发展趋势持续向好。公司下游客户中国移动和中国联通 23 年算力网络投入同比分别增加 35%/19%。ChatGPT 等相关 AI 应用对云网资源要求呈现快速增长，交换机产品是云网核心网元，公司与头部互联网厂商一直保持密切往来。

风险提示：5G 发展不及预期；产业数字化业务发展不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司作为政企网通信设备商核心标的，受益数字经济高景气发展，维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/9.6/11.8 亿元，对应 PE 分别为 38/30/24X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,189	11,326	14,807	19,148	24,498
(+/-%)	37.2%	23.3%	30.7%	29.3%	27.9%
净利润(百万元)	458	550	743	956	1182
(+/-%)	53.9%	20.1%	35.1%	28.7%	23.7%
每股收益(元)	0.92	0.97	1.31	1.68	2.08
EBIT Margin	1.9%	1.2%	3.6%	4.0%	4.4%
净资产收益率 (ROE)	29.3%	12.8%	15.0%	16.4%	17.2%
市盈率 (PE)	54.4	51.4	38.1	29.6	23.9
EV/EBITDA	126.1	144.1	56.8	42.1	31.8
市净率 (PB)	15.93	6.58	5.70	4.86	4.11

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

联系人：袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	50.62 元
总市值/流通市值	28761/2920 百万元
52 周最高价/最低价	53.83/31.88 元
近 3 个月日均成交额	234.92 百万元

市场走势



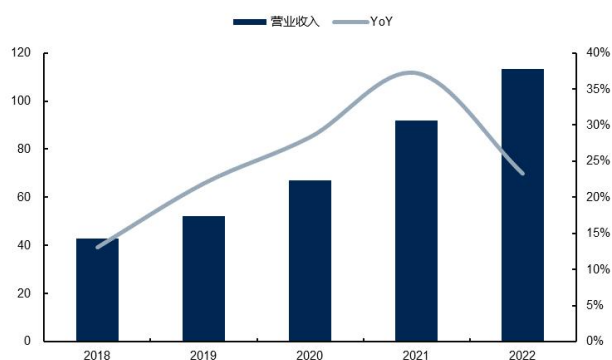
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

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

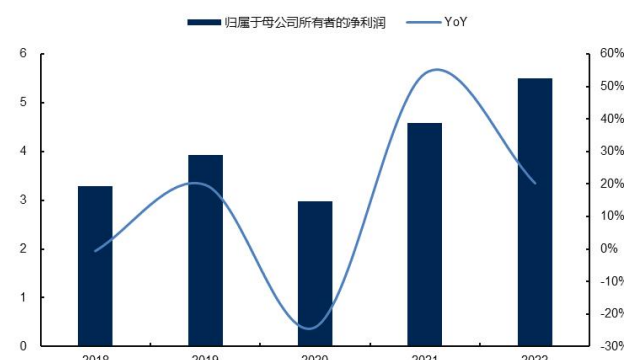
2022 年收入和利润增长均超过 20%。公司 2022 年营业收入 113.3 亿元(同比 23.3%)，其中主营网络设备（交换机、路由器、无线 WLAN）占收比 75%，该类产品 20-22 年营收复合增长率 31%。交换机等高毛利产品占收比提升，毛利率同比+2.2pp。重视研发投入，研发费用率同比+2.9pp。归母净利润 5.5 亿元（同比+20.1%），净利率 4.9%(同比-0.08pp)。公司 2022 年 Q4 营收 38.2 亿元，归母净利润 3.6 亿元。

图1：锐捷网络营收及增速（单位：亿元、%）



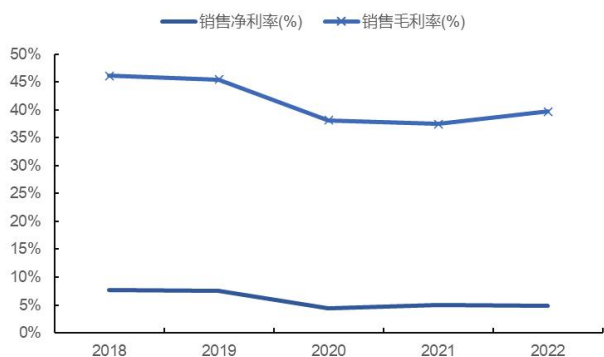
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：锐捷网络归母净利润及增速（单位：亿元、%）



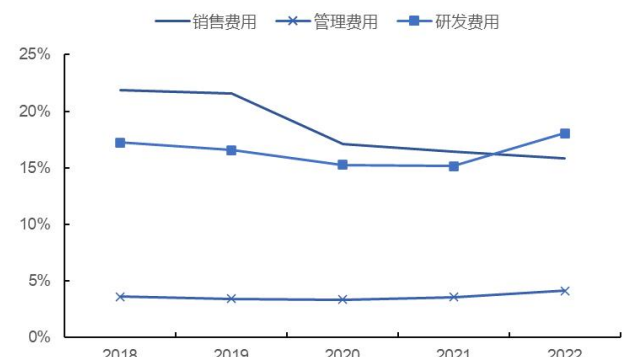
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

市场竞争力保持领先。1) 数据中心交换机产品市占率提升，由 19 年的 8.6%提升至 22 年 16.8%；其中，22 年 200G/400G 数据中心交换机市场占有率达 58.4%。数据中心交换机互联网行业排名第二（市占率 33.9%），电信运营商排名第三（市占率 18.8%）。2) 医疗、教育、零售市场通信设备保持领先。医疗云桌面产品 20-22 年保持第一，高教及普教领域交换机 22 年第一（市占率 35.4%/48.6%），高教领域无线产品 22 年第一（市占率 34.8%），零售业交换机第一（市占率 38.7%）。3) SMB 中小型企业市场客户数不断扩大，公司 22 年国内外市场签约伙伴分别为 3000/800 家。

表1: 锐捷网络主要产品市场占有率排名

主营业务	细分领域	2022 年度
网络设备	中国以太网交换机市场占有率排名	3
	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

资料来源: IDC、公司财报、国信证券经济研究所整理

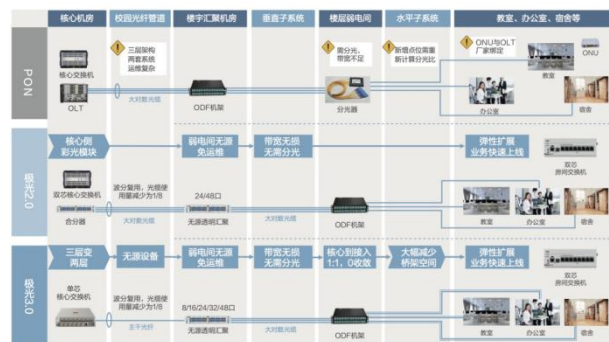
技术产品不断创新。1) 公司推出新一代 400G 数据中心核心交换机, 支持 576 个 400G 线速端口 (属行业第一), 满配功耗同比-25%, 22 年公司 200G/400G 数据中心交换机市场占有率达 58.4%。2) 公司 22 年推出的全光无线星空解决方案采用新型光电混合缆连接 Wi-Fi 6 AP, 可同时实现室内 1100 米远距离、高带宽数据传输和 PoE 点对点供电。3) 公司 22 年推出了极简光 3.0 方案, 利用了光纤介质的高传输性能和承载力的优点, 降低中心机房到各楼栋之间的布线成本, 利用超聚合产品和 SDN 技术, 构建一张高度集成、稳定可靠、灵活适配、简单运维的全光网。

图5: RG-N18000-XH 系列 400G 数据中心交换机



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图6: 锐捷网络极简光 3.0 方案

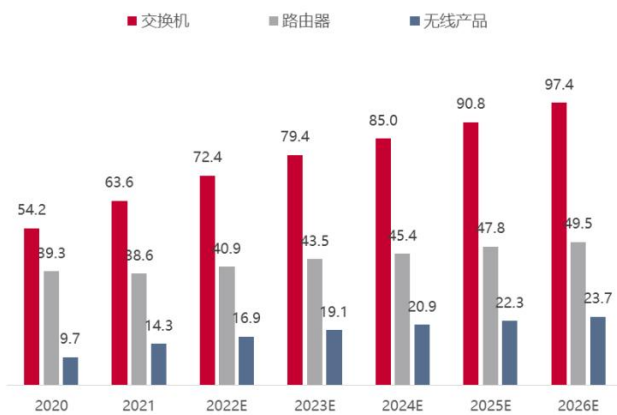


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

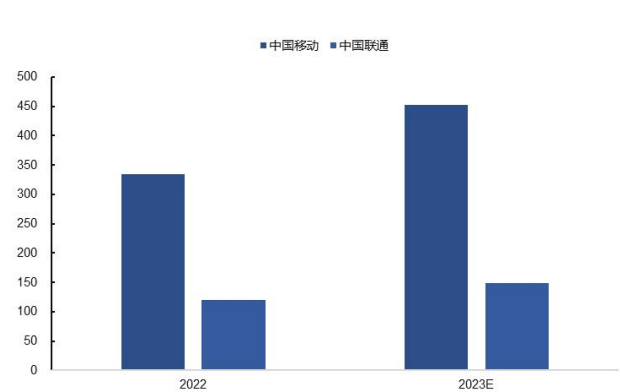
受益数字经济行业快速发展。根据信通院数据, 2021 年, 中国数字经济规模达 7.1 万亿美元, 世界第二。占中国 GDP 比重 39.8%, 预计到 2025 年中国数字经济规模将超过 60 万亿元。公司主要经营 ICT 设备是数字基础设施的重要部分, 既是数字经济的核心产业, 也强支撑各产业数字化的转型升级, 发展趋势持续向好。公司下游客户中国移动和中国联通 23 年算力网络投入同比分别增加 35%/19%。ChatGPT 等相关 AI 应用对云网资源要求呈现快速增长, 交换机产品是云网核心网元, 公司与头部互联网厂商一直保持密切往来。

图7: 中国网络设备市场规模 (单位: 亿美元)

图8: 中国移动和中国联通算力网络投资 (单位: 亿元)



资料来源：IDC、公司 2022 年财报、国信证券经济研究所整理



资料来源：IDC、公司 2022 年财报、国信证券经济研究所整理

盈利预测：

表2：锐捷网络营收预测拆分（单位：万元、%）

收入分类预测(万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
网络设备		78.2%	80.8%	82.4%	83.7%
收入	660,650.7	847,536.1	1,144,173.7	1,510,309.3	1,963,402.2
增长率	34.68%	28.29%	35.00%	32.00%	30.00%
毛利率	39.84%	42.00%	43.00%	43.50%	44.00%
网络安全产品					
收入	70,471.7	86,644.9	108,306.1	135,382.7	169,228.3
增长率	50.54%	23%	25%	25%	25%
毛利率	44.71%	40.00%	39.50%	39.00%	38.50%
云桌面解决方案					
收入	112,083.3	73,884.2	88,661.0	110,826.3	138,532.8
增长率	37.57%	-34.08%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	26.28%	23.1%	21.5%	19.9%	18.7%
收入合计	918,863.8	1083723.3	1,416,799.0	1,832,176.4	2,346,821.4
增长率	37.19%	17.94%	30.73%	29.32%	28.09%
毛利率	37.45%	39.74%	40.60%	41.03%	41.54%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为政企网通信设备商核心标的，受益数字经济高景气发展，维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/9.6/11.8 亿元，对应 PE 分别为 38/30/24X，维持“增持”评级。

表3：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 3 月 31 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E	PEG 2023E
301165.SZ	锐捷网络	买入	52.3	282.8	1.1	1.0	1.3	51.4	50.6	37.5	1.8
000063.SZ	中兴通讯	买入	34.7	1407.4	1.7	2.1	2.4	18.5	15.2	13.2	0.8
000938.SZ	紫光股份	买入	30.4	828.9	0.8	0.9	1.0	38.4	34.1	27.6	1.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中兴通讯、紫光股份估值取自 Wind 一致预期

风险提示：1、5G 发展不及预期；2、产业数字化业务发展不及预期；3、行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1288	2941	4077	4936	5272	营业收入	9189	11326	14807	19148	24498
应收款项	857	740	1298	1679	2483	营业成本	5748	6834	8795	11292	14321
存货净额	2512	3077	3975	5108	6677	营业税金及附加	44	51	73	95	122
其他流动资产	21	125	148	149	236	销售费用	1507	1792	2295	2958	3778
流动资产合计	4678	6884	9498	11872	14668	管理费用	328	467	526	671	852
固定资产	382	480	635	777	914	研发费用	1390	2042	2591	3370	4348
无形资产及其他	12	13	14	14	15	财务费用	39	(4)	(48)	(71)	(80)
投资性房地产	495	673	673	673	673	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	25	64	25	20	15
资产总计	5568	8051	10821	13337	16270	其他收入	(1227)	(1833)	(2591)	(3370)	(4348)
短期借款及交易性金融负债	434	654	350	480	495	营业利润	320	418	599	854	1172
应付款项	2245	1427	3614	4643	5892	营业外净收支	8	4	20	15	10
其他流动负债	1198	1524	1742	2239	2845	利润总额	328	422	619	869	1182
流动负债合计	3877	3605	5706	7362	9231	所得税费用	(130)	(128)	(124)	(87)	0
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	129	151	151	151	151	归属于母公司净利润	458	550	743	956	1182
长期负债合计	129	151	151	151	151	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4006	3756	5857	7513	9382	净利润	458	550	743	956	1182
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	39	(4)	10	12
股东权益	1562	4295	4963	5824	6888	折旧摊销	58	82	74	88	107
负债和股东权益总计	5568	8051	10821	13337	16270	公允价值变动损失	(25)	(64)	(25)	(20)	(15)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	39	(4)	(48)	(71)	(80)
每股收益	0.92	0.97	1.31	1.68	2.08	营运资本变动	54	(1162)	923	22	(595)
每股红利	0.05	0.07	0.13	0.17	0.21	其它	(2)	(39)	4	(10)	(12)
每股净资产	3.12	7.56	8.74	10.25	12.12	经营活动现金流	544	(594)	1715	1047	680
ROIC	14%	5%	18%	31%	30%	资本开支	0	(279)	(201)	(221)	(241)
ROE	29%	13%	15%	16%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	37%	40%	41%	41%	42%	投资活动现金流	0	(279)	(201)	(221)	(241)
EBIT Margin	2%	1%	4%	4%	4%	权益性融资	(8)	2118	0	0	0
EBITDA Margin	2%	2%	4%	4%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	37%	23%	31%	29%	28%	支付股利、利息	(27)	(38)	(74)	(96)	(118)
净利润增长率	54%	20%	35%	29%	24%	其它融资现金流	114	484	(304)	130	15
资产负债率	72%	47%	54%	56%	58%	融资活动现金流	53	2526	(379)	34	(103)
息率	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	现金净变动	597	1653	1136	860	335
P/E	54.4	51.4	38.1	29.6	23.9	货币资金的期初余额	691	1288	2941	4077	4936
P/B	15.9	6.6	5.7	4.9	4.1	货币资金的期末余额	1288	2941	4077	4936	5272
EV/EBITDA	126.1	144.1	56.8	42.1	31.8	企业自由现金流	0	(1177)	1428	728	348
						权益自由现金流	0	(692)	1181	936	443

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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