

锐捷网络 (301165.SZ)

企业网设备新贵，中小客户解决方案能力强

增持

核心观点

企业级网络设备新贵，园区级交换机为核心产品。公司主要产品为网络设备（主要为园区级交换机）、网络安全产品、云桌面，主要面向企业客户，21年三块业务占收比分别为76%/7%/16%。公司市场份额仅次于华为、新华三，由星网锐捷分拆上市而来，是稀缺的以通信主设备为主业的标的。

网络设备和网络安全市场规模均有百亿美元，公司市场份额靠前。根据 IDC 数据，（1）**网络设备**：预计 24 年我国网络设备市场规模超百亿美元。公司交换机市占率排名前三，WLAN 产品市占率排前三。（2）**网络安全**：预计 25 年网络安全硬件设备市场规模达 95 亿美元（CAGR5 18%）。该市场格局较为分散，头部厂商份额差别不大。（3）**云桌面**：预计 2022 年全球云桌面市场将达 134.5 亿美元，国内市场处于快速增长期，公司在该领域是龙头，19-21 年 IDV 出货量持续第一。

公司竞争优势：一、通信设备研制复杂度高、综合性强，需长期研发投入和经验积累。公司是持续研发进行产品迭代，是少有能提供万兆以上交换机的公司。二、公司研发灵活、反映迅速，基于对行业应用场景的理解进行定制化开发，解决中小企业网络管理的难痛点，不断扩大客户资源，政企客户数已超过 20000 家。三、公司销售渠道不断下沉，经销商数量快速增长，触达中小城市和中小客户，相关业务实现快速增长。公司客户分布均衡，大客户依赖性低，21 年前五大客户占收比分别为 11%/8%/5%/5%/4%。

公司成长性：一、中小型企业数字化转型需求旺盛，公司在该领域优势突出，有望充分受益；二、运营商资本开支向数通倾斜，对交换机采购有望增加，公司近年来开始突破运营商市场，后续份额的增加是主要看点；三、互联网数据中心对“白盒”交换机产品需求旺盛，公司是国内“白盒”交换机领军企业，有望复制 Arista 成功模式；四、公司通过“通信+网安”融合产品销售体系，驱动网安产品线和云桌面快速增长；五、公司近年来加强海外市场拓展，已初具规模，全球销售体系有待不断建立。

风险提示：创新技术发展不及预期；行业竞争加剧；上游原材料供应紧缺风险；大客户集采进展不及预期；疫情影响加剧。

投资建议：预计公司 22-24 年收入分别为 124.0/162.7/207.1 亿元，归母净利润分别为 5.5/7.4/9.5 亿元，股价合理区间在 36.5-40.1 元，对应 23 年 PE 区间为 28-31 倍，相对于目前股价有 8~18%溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,698	9,189	12,400	16,273	20,712
(+/-%)	28.3%	37.2%	35.0%	31.2%	27.3%
净利润(百万元)	297	458	552	742	954
(+/-%)	-24.1%	53.9%	20.6%	34.5%	28.5%
每股收益(元)	0.59	0.92	0.97	1.31	1.68
EBIT Margin	2.0%	1.9%	3.4%	3.6%	3.8%
净资产收益率 (ROE)	28.0%	29.3%	13.3%	15.9%	17.8%
市盈率 (PE)	57.0	37.0	34.9	26.0	20.2
EV/EBITDA	111.4	91.5	50.5	39.5	31.2
市净率 (PB)	15.95	10.85	4.63	4.12	3.60

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 · 深度报告

通信 · 通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

联系人：袁文冲

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	36.50 - 40.10 元
收盘价	33.90 元
总市值/流通市值	19261/1955 百万元
52 周最高价/最低价	44.98/33.38 元
近 3 个月日均成交额	458.30 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

内容目录

公司概况	7
领先的通信网络设备供应商，核心产品交换机市占率领先行业	7
以渠道销售为主，渠道毛利率优势明显	12
重视研发投入，收入利润稳步增长	13
管理层经验丰富，员工持股平台覆盖面大	16
募集资金深耕主业，核心骨干以发行价参与 IPO 战略配售	18
市场空间与竞争格局	20
网络设备市场规模 24 年超百亿美元，公司产品市占率排名前三	20
我国网安硬件 25 年市场规模达 95 亿美元，行业格局较为分散	24
云桌面市场至 25 年 CAGR5 达 22%，国内厂商竞争优势明显	27
竞争优势及成长性	29
优势一：高端通信设备技术壁垒高，公司深耕多年拥有核心技术	29
优势二：研发灵活，根据客户痛点定制化开发	31
优势三：渠道下沉直接触达中小企业客户，具备完善的销售渠道	36
成长性一：中小型企业数字化转型需求旺盛，运营商资本开支转向数通	40
成长性二：白盒产品发力互联网市场，运营商市场研发和产品力不断提升	42
成长性三：通信+网安产品解决方案驱动新产品线高速增长	45
成长性四：云管等方案与渠道模式可复制海外，海外市场或快速壮大	45
财务分析	47
资本结构及偿债能力分析	47
经营效率分析	47
盈利能力及成长性分析	48
现金流量分析	50
盈利预测	52
假设前提	52
盈利预测	54
敏感性分析	54
估值与投资建议	56
绝对估值：36.2-40.1 元	56
相对估值：36.5-43.0 元	57
投资建议	59
风险提示	60
附表：财务预测与估值	62
免责声明	63

图表目录

图 1: 锐捷网络发展历史	7
图 2: 锐捷网络全线产品	8
图 3: 公司网络设备架构应用在数据中心和园区网	8
图 4: 锐捷网络交换机产品介绍	9
图 5: 锐捷网络无线接入点产品介绍	9
图 6: 锐捷网络路由器产品介绍	10
图 7: 锐捷网络安全产品介绍	10
图 8: 锐捷网络云桌面产品介绍	11
图 9: 2021 年网络设备、网络安全、云桌面解决方案等产品占收比 (%)	11
图 10: 2017-2021 年网络设备、网络安全、云桌面解决方案毛利率 (%)	11
图 11: 公司销售渠道体系结构	12
图 12: 锐捷网络以直销为主 (单位: %)	13
图 13: 锐捷网络渠道商各细分类型数量 (单位: 个)	13
图 14: 锐捷网络直销分产品收入占比 (单位: %)	13
图 15: 锐捷网络渠道销售分产品收入占比 (单位: %)	13
图 16: 锐捷网络 2018-2022H1 营收及增速 (单位: 亿元、%)	14
图 17: 锐捷网络 2018-2022H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	14
图 18: 锐捷网络 2018-2022H1 毛利率及净利率 (单位: %)	14
图 19: 锐捷网络 2018-2021 分产品毛利率 (单位: %)	14
图 20: 锐捷网络 18-22H1 研发费用及费用率 (单位: 亿元、%)	15
图 21: 锐捷网络 18-22H1 三项费用及费用率 (单位: 亿元、%)	15
图 22: 锐捷网络 2017-2022H1 资产负债率 (单位: %)	15
图 23: 锐捷网络 2017-2022H1 偿债能力 (单位: %)	15
图 24: 锐捷网络 2018-2022H1 营运能力 (单位: 天)	16
图 25: 锐捷网络 2018-2021 经营活动现金流 (单位: 亿元)	16
图 26: 锐捷网络股权结构	17
图 27: 锐捷网络咨询股权结构	17
图 28: 锐捷网络上市后股权结构占比 (单位: %)	18
图 29: 全球网络设备市场规模 (单位: 亿美元)	20
图 30: 2021 年全球网络设备分产品市场规模 (单位: 亿美元、%)	20
图 31: 中国主要网络设备市场规模 (单位: 亿美元)	20
图 32: 2021 中国主要网络设备分产品市场占比 (单位: %)	20
图 33: 中国以太网交换机市场规模 (单位: 亿美元、%)	21
图 34: 中国以太网交换机市场格局演进 (单位: %)	21
图 35: 中国数据中心交换机市场规模 (单位: 亿美元、%)	21
图 36: 中国非数据中心交换机市场规模 (单位: 亿美元、%)	21
图 37: 中国数据中心不同端口交换机市场规模 (单位: 亿美元)	22

图 38: 中国非数据中心不同端口交换机市场规模 (单位: 千万美元)	22
图 39: 2021 年中国数据中心交换机市场份额 (单位: %)	22
图 40: 2021 年中国非数据中心交换机市场份额 (单位: %)	22
图 41: 全球 WLAN 市场情况 (单位: 千万美元、%)	23
图 42: 中国 WLAN 市场情况 (单位: 千万美元、%)	23
图 43: 中国企业级和消费者级 WLAN 发展情况 (单位: 千万美元)	23
图 44: 2021 年中国 WLAN 行业市场竞争格局 (单位: %)	23
图 45: 全球路由器市场情况 (单位: 亿美元、%)	24
图 46: 中国路由器市场情况 (单位: 亿美元、%)	24
图 47: 2021 年全球企业级路由器市场份额 (单位: %)	24
图 48: 2021 年中国企业级路由器竞争格局 (单位: %)	24
图 49: 全球网络安全市场 (单位: 亿美元)	25
图 50: 中国网络安全市场和网络安全硬件市场规模 (单位: 亿美元)	25
图 51: 2021 年中国网络安全行业产品占比情况 (单位: %)	25
图 52: 2019-2021 年中国安全硬件细分市场占比情况 (单位: %)	25
图 53: 网络安全各细分市场未来五年 CAGR (单位: %)	26
图 54: 中国网络安全市场竞争格局	26
图 55: 2022 年 7 月中国网络安全销售许可证数量排名 (单位: 个)	27
图 56: 2021 年 UTM 防火墙领域市场竞争格局 (单位: %)	27
图 57: 2020 年网络安全市场竞争格局 (单位: %)	27
图 58: 我国网络安全市场集中度 (单位: %)	27
图 59: 中国云桌面产品出货量预测 (单位: 万台)	28
图 60: 云桌面市场行业分布 (单位: %)	28
图 61: 中国桌面云市场的竞争格局	28
图 62: 数据中心交换机演进路线	29
图 63: 锐捷网络交换机二十年发展历史	30
图 64: 锐捷网络极简云管解决方案架构	32
图 65: SMB 交换机收入增长及毛利率情况 (单位: %)	33
图 66: VDI 架构	34
图 67: IDV 架构	34
图 68: 锐捷网络获得越来越多优质客户认可	35
图 69: 研发费用率 (单位: %)	35
图 70: 研发人员数量占比 (单位: %)	35
图 71: 锐捷网络获得越来越多优质客户认可	36
图 72: 公司 SMB 经销商数量变化 (单位: 个)	36
图 73: 2019-2021 公司 SMB 产品收入 (单位: 亿元、%)	36
图 74: 公司一级渠道商各细分类型数量 (单位: 个)	37
图 75: 退出和新增一级渠道商销售收入占销售收入比 (单位: %)	37
图 76: 2019-2021 年前五大客户销售占比 (单位: %)	37
图 77: 前五大直销客户销售收入 (单位: 亿元)	38
图 78: 前五大直销客户销售收入占比 (单位: %)	38

图 79: 公司销售费用率 (单位:%)	38
图 80: 公司销售人员及技术人员占比 (单位:%)	38
图 81: 2021 年下半年公司主要原材料芯片上涨情况 (单位:%)	39
图 82: 部分主要芯片涨价后对应产品价格调整幅度 (单位:%)	39
图 83: 锐捷网络前五大供应商采购情况 (单位:%)	39
图 84: 公司与同行业公司净营业周期对比 (单位:天)	40
图 85: 公司与同行业公司总资产周转率对比 (单位:次)	40
图 86: 2018-2020 年中小企业数字化转型资金绝对投入情况 (单位:%)	41
图 87: 设备联网率分布 (单位:%)	41
图 88: 2019-2020 公司 SMB 产品销售收入 (单位:亿元)	41
图 89: 2019-2020 公司 SMB 产品单价 (单位:元/台)	41
图 90: 我国数字经济规模 (单位:万亿元)	42
图 91: 中国移动资本开支结构变化 (单位:亿元)	42
图 92: 传统交换机和白盒交换机架构对比示意图	42
图 93: Cisco 和 Arista 数据中心交换机市占率对比 (单位:%)	42
图 94: 锐捷广泛参与开发组织及产业合作	43
图 95: 腾讯自研白盒交换机部署示意图	43
图 96: 中国移动 2018-2022 交换机集采结果 (单位:亿元)	44
图 97: 锐捷网络等保 2.0 解决方案拓扑结构设计	45
图 98: 锐捷网络网安产品收入增长同步于园区及 SMB 产品销售增长 (单位:%)	45
图 99: 2017-2021 公司海外收入情况 (单位:亿元、%)	46
图 100: 2017-2021 公司海外收入占比 (单位:%)	46
图 101: 2018-2021 公司资产负债率和有息负债率 (单位:%)	47
图 102: 2017-2022H1 可比公司资产负债率对比 (单位:%)	47
图 103: 2017-2022H1 可比公司流动比率对比	47
图 104: 2017-2022H1 可比公司速动比率对比	47
图 105: 2017-2022H1 可比公司总资产周转率对比 (单位:次)	48
图 106: 2017-2022H1 可比公司存货周转率对比 (单位:次)	48
图 107: 2017-2022H1 可比公司应收账款周转天数对比 (单位:天)	48
图 108: 2017-2022H1 可比公司应付账款周转天数对比 (单位:天)	48
图 109: 2017-2022H1 可比公司毛利率对比 (单位:%)	49
图 110: 2017-2022H1 可比公司净利率对比 (单位:%)	49
图 111: 2017-2021 年可比公司 ROE (扣除/加权) 对比	49
图 112: 2017-2022H1 可比公司期间费用率对比 (单位:%)	49
图 113: 2017-2022H1 可比公司营业收入对比 (单位:亿元)	50
图 114: 2017-2022H1 可比公司营业收入增速对比 (单位:%)	50
图 115: 2017-2022H1 可比公司归母净利润对比 (单位:亿元)	50
图 116: 2017-2022H1 可比公司归母净利润增速对比 (单位:%)	50
图 117: 2017-2022H1 公司现金流量情况 (单位:亿元)	51
图 118: 2017-2021 年可比公司净利润现金含量对比 (单位:%)	51

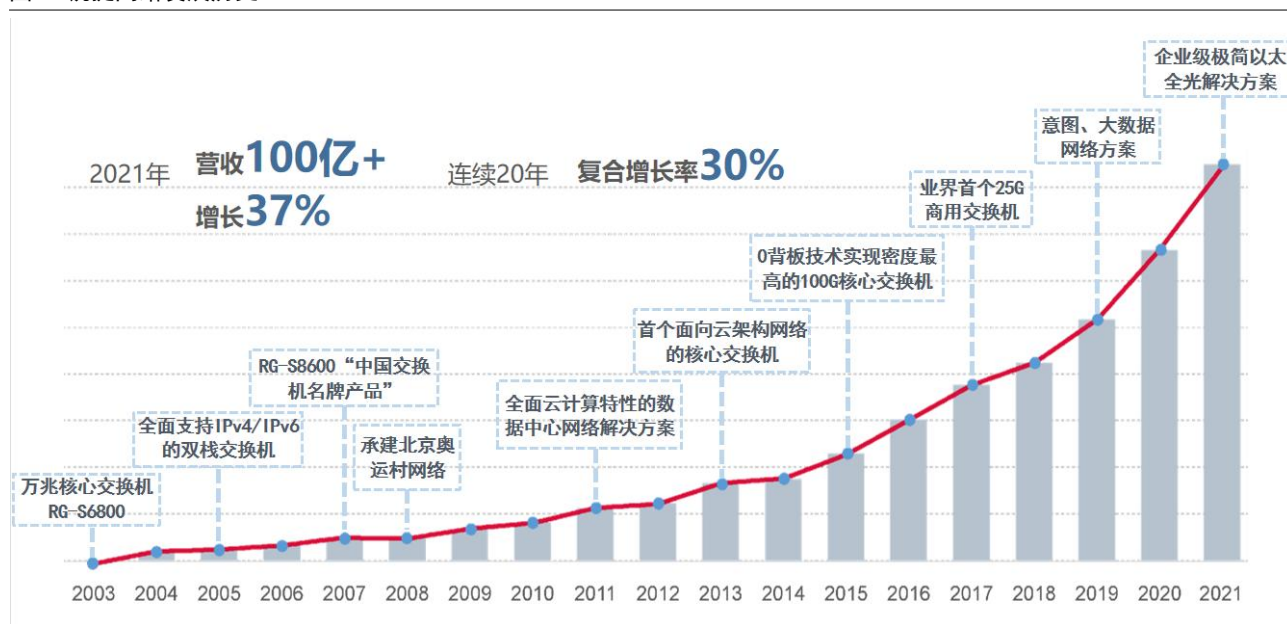
表1: 数据中心、园区、SMB 交换机对比	9
表2: 公司各类产品在我国市场排名	12
表3: 公司主营业务分产品毛利 (单位: %)	15
表4: 锐捷网络管理层情况	16
表5: 新起管理股东情况	18
表6: 募集资金运用计划 (单位: 万元)	19
表7: 锐捷网络员工资管计划	19
表8: 国内交换机头部品牌产品对比	30
表9: 公司主要核心技术	31
表10: 公司目前主要在研项目与预算	31
表11: 锐捷网络 WLAN 产品在各行业市场排名	34
表12: 云桌面厂商主要产品对比	34
表13: 数据中心交换机配件单一来源扩容集采	35
表14: 公司 SMB 经销商向公司采购的产品库存余额及占公司当期 SMB 经销商收入比例 (单位: 万元、%) :	
表15: 头部厂商交换机能力对比	44
表16: 近 3 年中国移动数据中心招标结果	44
表17: 锐捷网络未来三年业绩拆分	53
表18: 锐捷网络未来三年盈利预测表	54
表19: 情景分析 (乐观、中性、悲观) (单位: 百万元、%)	55
表20: 公司盈利预测假设条件 (单位: %)	56
表21: 资本成本假设	57
表22: FCFF 估值表	57
表23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	57
表24: 可比盈利预测估值比较 (更新至 2022 年 12 月 17 日)	59

公司概况

领先的通信网络设备供应商，核心产品交换机市占率领先行业

锐捷网络是行业领先的 ICT 基础设施及行业解决方案提供商，主营网络设备、网络安全产品、云桌面解决方案的研发、设计和销售。公司经过近二十年的发展，产品和方案现已广泛应用于政府、运营商、金融、互联网、教育、医疗、能源、交通、商业、制造业等行业信息化建设领域，业务范围覆盖 50 多个国家和地区。

图1：锐捷网络发展历史



资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

网络设备是公司主营产品，21 年网络设备占收比达 76%。网络设备在网络中扮演重要角色，主要包含交换机、路由器、无线产品等。此外，公司的网络安全产品包括安全网关、下一代防火墙、安全态势感知及身份管理产品等；云桌面包括基于 VDI 和 IDV 架构的产品。公司目前已拥有 400 余款自主研发产品，覆盖 10 条产品线。

图2：锐捷网络全线产品

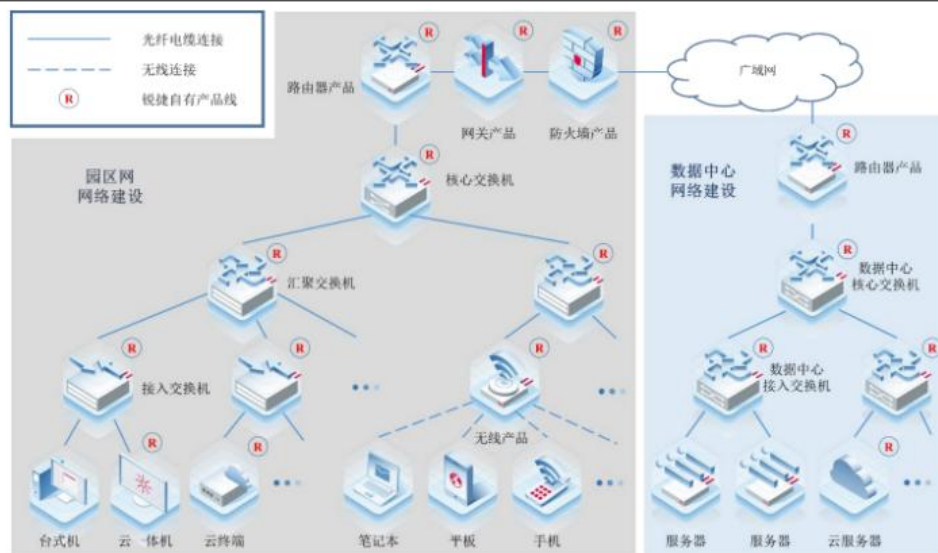


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 网络设备（交换机/路由器/无线产品）

交换机是一种网络硬件，通过报文交换接收和转发数据到目标设备。它是一个扩大网络的器材，能为子网络提供更多的连接端口，以便连接更多的服务器、计算机、移动终端及物联网终端。

图3：公司网络设备架构应用在数据中心和园区网



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

根据应用场景不同，公司的交换机主要分为数据中心、园区与城域网及 SMB 三大系列：

表1：数据中心、园区、SMB 交换机对比

交换机系列	产品类型	功能	特点	产品单价（21 年单品均价）
数据中心交换机	数据中心核心交换机	用于数据中心接入交换机间的连通以及数据中心接入交换机与上层网络的连通	传输速率大 高可靠性 可扩展性强	7449 元/pcs
	数据中心接入交换机	用于数据中心各种类型的服务器接入	丰富接口形态 (100G/40G/25G/10 等)	
园区网交换机	园区网核心交换机	主要用于大学校园网及企业内部网的核心层。	传输速率大 高可靠性	738 元/pcs
	园区网汇聚交换机	多台接入层交换机的汇聚点, 将接入节点统一出口, 同时也进行转发及选路	千兆/万兆交换机	
	园区网接入交换机	直接与终端联系, 应用在办公室、小型机房、业务部门、多媒体制作中心、网 站管理中心等低成本和高端口密度部门		
SMB 交换机		负责承载中小企业的数网、监控网、 无线网具备多种硬件端口规格的接入回传, 并直接连接中小企业的电脑、 监控摄像头、无线 AP 以及各种 IP 终端	云管功能	197 元/pcs

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图4：锐捷网络交换机产品介绍


资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

无线产品主要用途为将计算机、移动终端以及物联网等终端设备，以无线连接的方式接入到该局域网。无线产品还可通过对有线局域网提供长距离的无线连接，或通过长距离无线来连接多个有线局域网，达到延伸网络范围的目的。公司无线产品主要包括放装型、场景化部署、SMB 等无线接入点以及无线控制器、无线管理应用系统（WIS）等管理产品。

图5：锐捷网络无线接入点产品介绍


资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

路由器功能是将不同物理区域网络或网段之间的数据信息通过路由索引形式实现快速交互。公司目前已覆盖核心、汇聚、接入、移动等多种应用场景。

图6：锐捷网络路由器产品介绍



资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 网络安全产品（硬件/软件）

硬件安全产品包括安全网关、SMB 安全网关、下一代防火墙、检测审计类安全产品等。硬件安全产品提供互联网出口安全保护、网络区域安全隔离以及安全智能检测等各类服务，以保障各种用户网络的系统和信息安全。

软件安全产品包括安全态势感知和身份管理产品等安全管理软件。软件安全产品通过数据源采集、大数据分析、安全准入等技术，结合硬件设备构建“网络+安全”联动体系，扩展传统安全态势感知范畴。

图7：锐捷网络安全产品介绍



资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 云桌面整体解决方案

云桌面将算力和存储迁移至虚拟化平台，实现更高的数据安全性和更简便的运维管理。公司云桌面整体解决方案由云服务器、云终端、云桌面软件和相关配件构成，先后推出双擎、三擎等多种云桌面解决方案，适用于轻量级或高要求等各类办公及研发场景。

图8：锐捷网络云桌面产品介绍



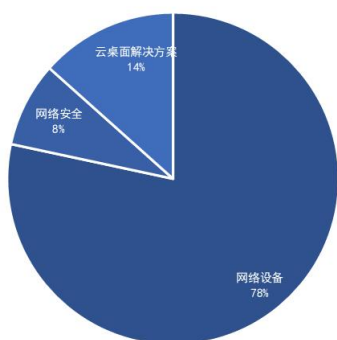
资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 公司核心产品交换机市占率排名前三

网络设备是公司核心产品。2021 年公司网络设备占收比分别 76%。

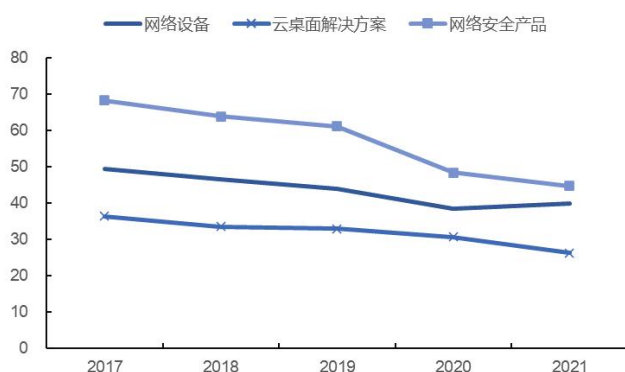
网络安全产品毛利率最高，主营网络设备产品毛利率超过 40%。近些年公司直销模式规模逐步增大，原因系直销模式产品毛利低于渠道销售模式，各类产品毛利有小幅下滑。

图9：2021 年网络设备、网络安全、云桌面解决方案等产品占收比（%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图10：2017-2021 年网络设备、网络安全、云桌面解决方案毛利率（%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司主营产品市占率领先。根据 IDC 数据统计，公司交换机与 WLAN 国内市场连续三年排名第三、云桌面连续三年排名第一。

表2: 公司各类产品在我国市场排名

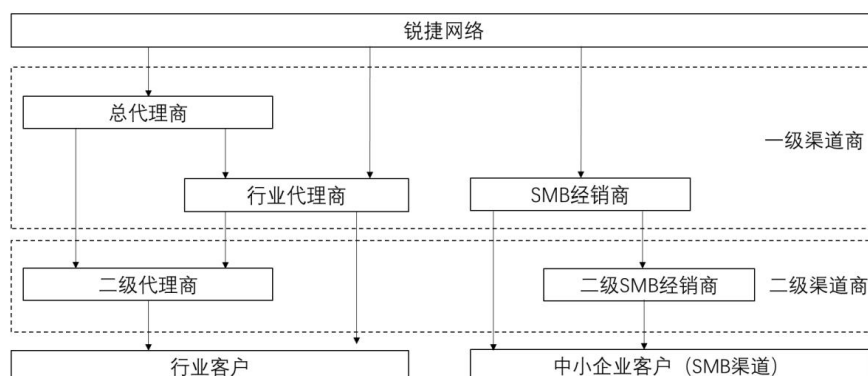
年份	项目	排名	来源
2021 年	网络设备	以太网交换机市场占有率	3 IDC
		中国以太网交换机互联网行业市场占有率	2 IDC
		企业级 WLAN 市占率	3 IDC
		Wi-Fi 6 产品出货量	1 IDC
2020 年	云桌面	中国本地计算 IDV 云桌面市场占有率	1 IDC
		以太网交换机市占率	3 IDC
		以太网交换机互联网行业市占率	2 IDC
		企业级 WLAN 市占率	3 IDC
2019 年	网络设备	Wi-Fi 6 产品出货量	1 IDC
		云桌面企业级终端 VDI 市占率	1 IDC
		以太网交换机市占率	3 IDC
		企业级 WLAN 市占率	2 IDC
2019 年	云桌面	Wi-Fi 6 产品出货量	1 IDC
		云桌面企业级终端 VDI 市占率	1 IDC
		云桌面企业级终端 IDV 市占率	1 CCW
		云课堂解决方案市占率	1 CCW
2019 年	其他	医疗云桌面市占率	1 CCW
		IT 运维管理软件市占率	1 IDC

资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

以渠道销售为主, 渠道毛利率优势明显

公司销售模式以渠道销售为主、直销为辅。从销售层级划分, 公司销售渠道分为一级渠道商和二级渠道商。一级渠道商包括总代理商、行业代理商和 SMB 经销商; 二级渠道商主要从一级渠道商进行采购, 包括二级代理商和二级 SMB 经销商。从面向最终客户类别划分, 公司销售渠道可分为行业客户渠道和中小企业客户 SMB 渠道。直销模式主要针对大型互联网企业及运营商等客户。

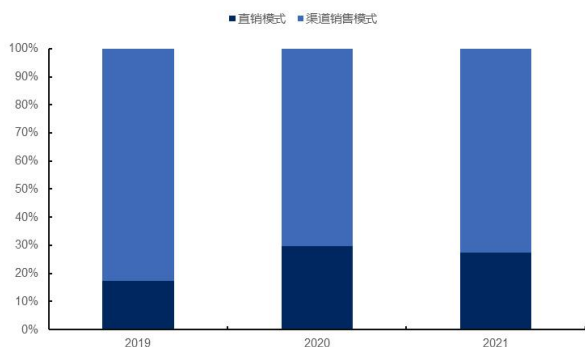
图 11: 公司销售渠道体系结构



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

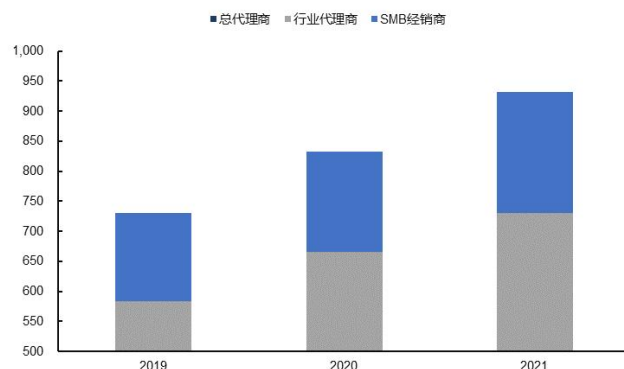
公司以渠道销售为主, 2019-2021 年渠道销售直销占比分别为 83%/70%/73%。公司代理商持续数量持续增加, 渠道优势逐步完善, 助力公司市场持续打开。

图 12: 锐捷网络以直销为主 (单位: %)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

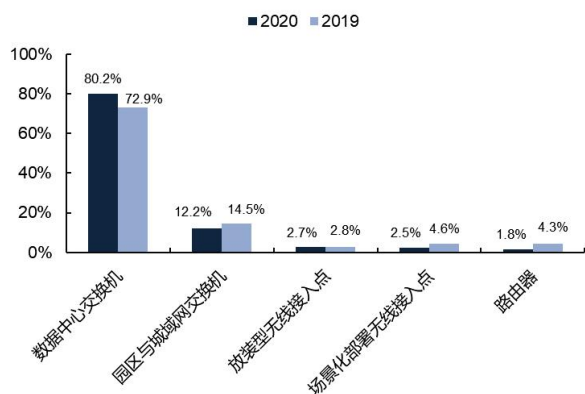
图 13: 锐捷网络渠道商各细分类型数量 (单位: 个)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

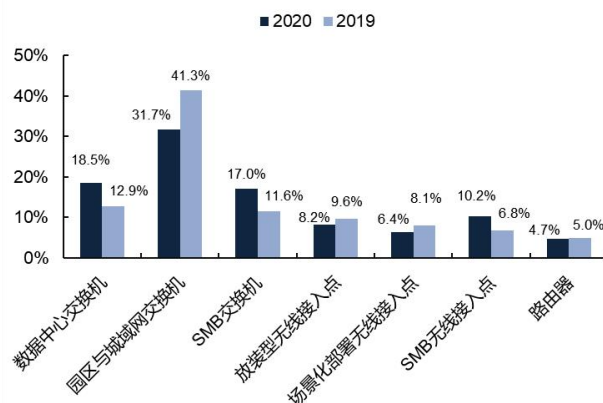
直销模式主要针对销售金额较大、需求集中的大型客户, 如大型互联网企业、运营商客户等。该类客户下单规模相对较大, 在同类别产品的采购中可能获得一定的价格优惠, 以致直销的毛利率水平低于渠道销售。

图 14: 锐捷网络直销分产品收入占比 (单位: %)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 15: 锐捷网络渠道销售分产品收入占比 (单位: %)

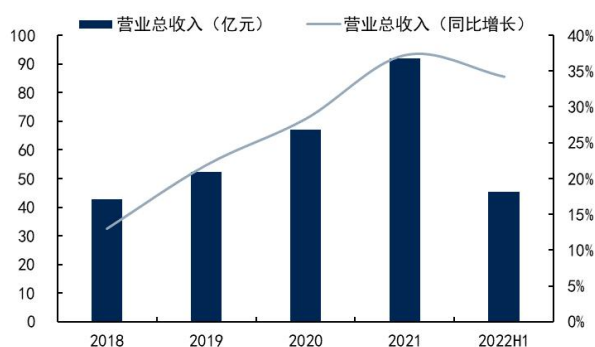


资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

重视研发投入, 收入利润稳步增长

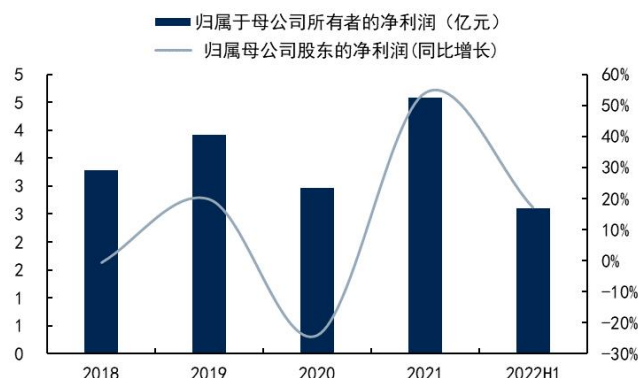
过去四年收入和利润年复合增速均超过 11%。公司 2018-2021 年营业收入 4 年复合增速为 29.0%; 净利润 4 年复合增速为 11.8%。2020 年净利润下降系受到上半年新冠疫情及销售收入季节性波动的影响。

图16：锐捷网络 2018-2022H1 营收及增速（单位：亿元、%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图17：锐捷网络 2018-2022H1 归母净利润及增速（单位：亿元、%）

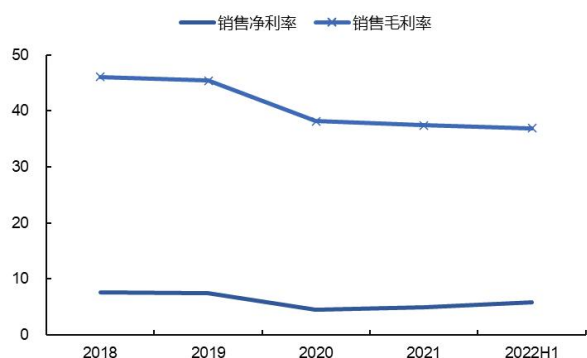


资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

综合毛利保持良好，网络设备毛利稳定，网络安全产品、云桌面略有波动。2020年公司毛利有所波动，一方面原因是公司产品结构变化，面向运营商、互联网企业及SMB中小企业客户的交换机等系列产品毛利较低，拉低整体水平；另一方面，由于新冠疫情，公司面向教育、医疗、制造业、商业等行业客户的高毛利率产品的销售受到一定影响。

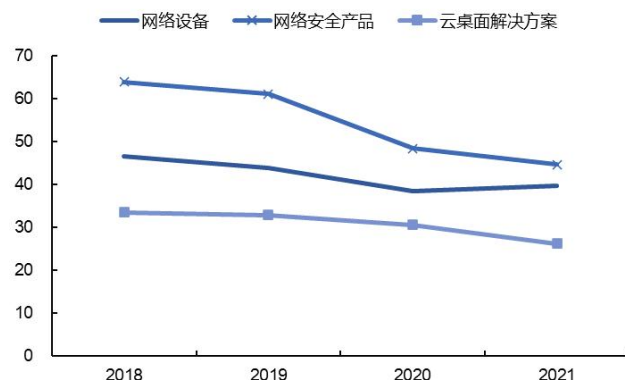
2021年公司毛利率与2020年基本持平，后续有望回升。随着数据中心交换机中毛利率较高的25G以上新品类TOR交换机、SMB云管系列交换机的推广，以及多款高端云管交换机、支持Wi-Fi 6的无线接入点和无线网关产品的推出，未来主要产品毛利率有望向好。

图18：锐捷网络 2018-2022H1 毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图19：锐捷网络 2018-2021 分产品毛利率（单位：%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

分产品看，网安产品毛利最高，其次是网络设备：

表3: 公司主营业务分产品毛利 (单位: %)

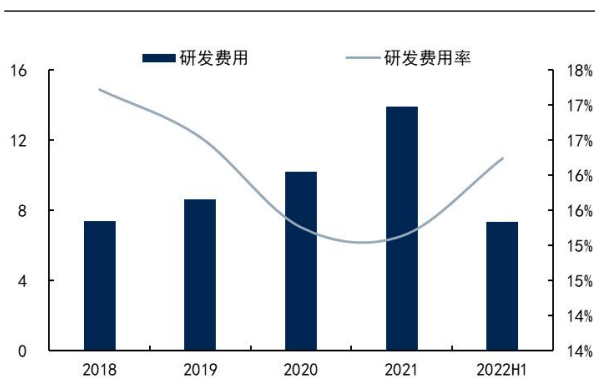
项目	2021	2020	2019
网络设备	39.8%	38.5%	44.0%
网络安全产品	44.7%	48.5%	61.2%
云桌面解决方案	26.3%	30.7%	32.9%
其他	54.4%	62.2%	75.5%
综合毛利率	39.0%	39.2%	45.9%

资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

重视研发投入, 研发费用逐年上升。作为技术创新驱动型企业, 公司长期重视创新, 并持续投入人员、资金及设备进行技术和场景创新, 以保持核心竞争力。2018-2022H1 年, 公司研发费用逐年上升, 研发投入占收入比始终保持在 15% 以上; 2019-2021 年研发人员的占比分别为 49.5%/50.9%/54.6%, 稳步增长。

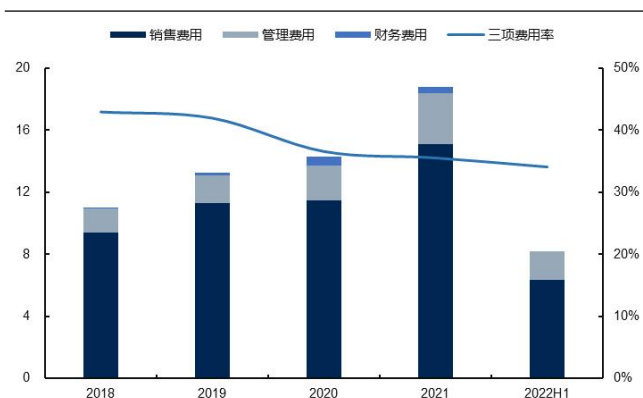
三项费用随业务规模扩大而相应增加, 费用率稳定下降。销售费用率随着在线办公、电子商务等线上业务快速增长而有所下降。管理费用增长主要由于业务规模扩大而导致人工费用、办公通讯费、折旧摊销费增加。财务费用合理增加主要系成品及原材料备货需求增加, 短期借款融资规模增大所致。

图20: 锐捷网络 18-22H1 研发费用及费用率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图21: 锐捷网络 18-22H1 三项费用及费用率 (单位: 亿元、%)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

资产负债率攀升, 偿债能力有所下滑, 主要系股利分配以及融资政策所致。公司近几年资产负债率呈逐年上升趋势, 流动比率、速动比率逐年降低。股利分配比例高, 业务拓展所需补充的流动资金主要来源于控股股东及短期银行借款, 导致公司偿债能力指标有所下行。首次公开发行完成后, 资产负债结构将得到改善。

图22: 锐捷网络 2017-2022H1 资产负债率 (单位: %)

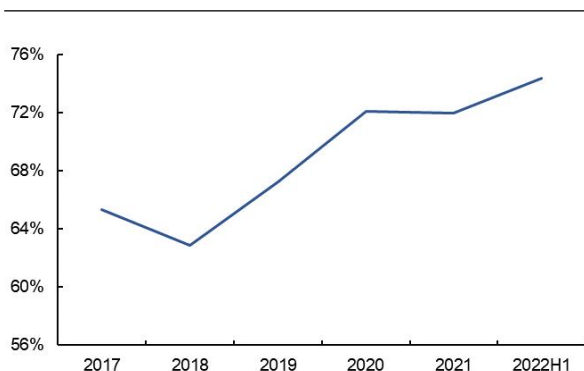
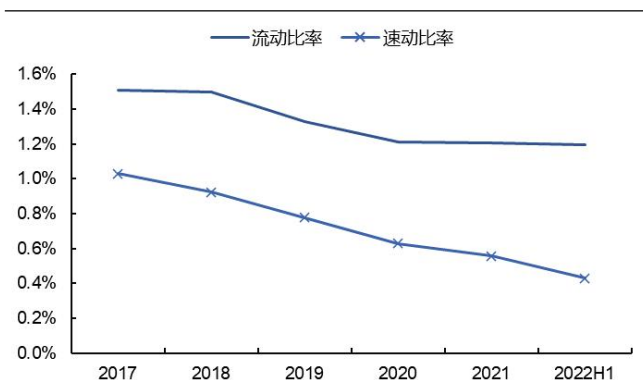


图23: 锐捷网络 2017-2022H1 偿债能力 (单位: %)



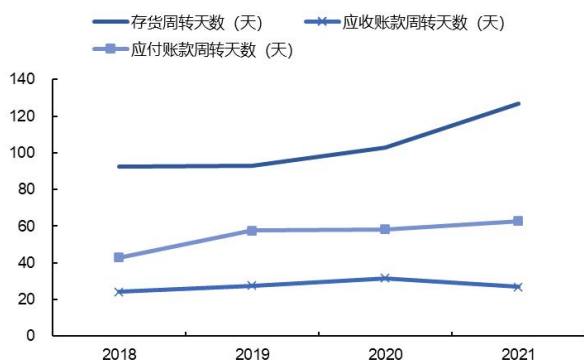
资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

存货周转天数因势增加，应收账款周转天数略有波动，应付账款周转天数稳步提升，营运能力总体稳定。2019-2020 年，公司存货周转天数保持稳定，2021 年周转天数增加，系为应对国际宏观经济形势及全球新冠疫情对原材料交付的影响而增加通用原材料的安全库存。公司应收账款周转天数保持稳定，新冠疫情下互联网及运营商客户增大交换机产品采购量导致公司 2020 年应收账款占营业收入比例提升。应付账款周转天数不断提升，公司在行业内市场地位提升，信誉较好。

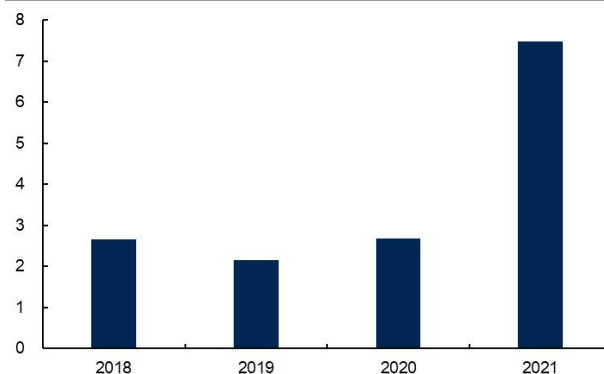
经营活动现金流好转。公司 2018-2020 年公司经营活动产生的现金流量净额变动较小；2021 年该项较高，主要系经营性应收项目余额减少，以及 SMB 产品采用的渠道预付款销售模式导致合同负债随着产品收入增加而增加。

图 24：锐捷网络 2018-2022H1 营运能力（单位：天）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 25：锐捷网络 2018-2021 经营活动现金流（单位：亿元）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

管理层经验丰富，员工持股平台覆盖面大

公司管理层技术基因浓厚，产业经验丰富。公司目前有董事长、管理层及核心技术人员共计 17 名，拥有多位高级工程师；管理层深耕信息及云计算行业，了解相关领域前沿走向，使得公司技术研发和服务紧跟经营战略和市场变化。

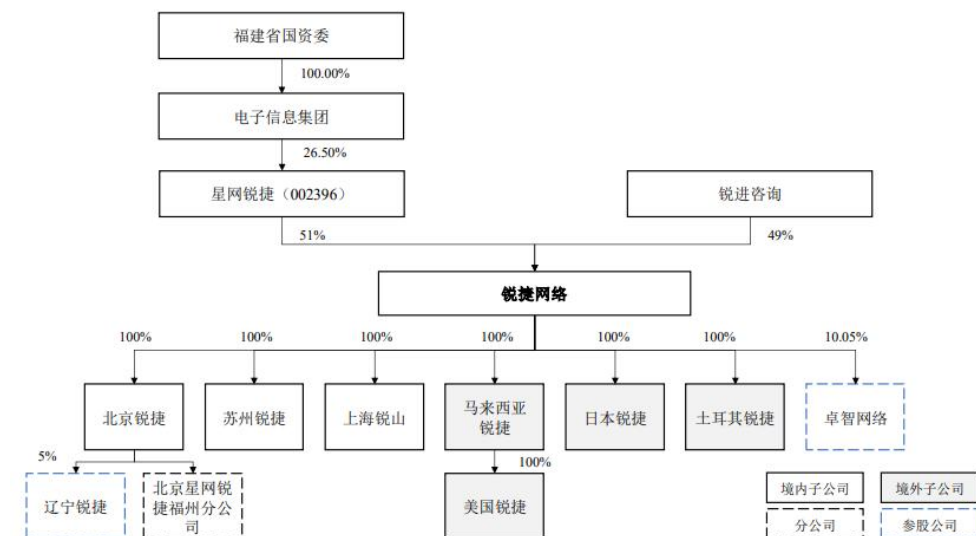
表 4：锐捷网络管理层情况

姓名	职务	学历	管理层简历
黄奕豪	董事长	本科	中国国籍，无境外永久居留权，男，1961 年 5 月出生，本科学历，高级工程师。1983 年至 1988 年，任福建省电子计算机研究所技术人员。1988 年至 2002 年，历任福建实达电脑集团股份有限公司开发部主管，副总裁，电子制造事业部总经理，高级副总裁。2002 年至今，任星网锐捷董事长。2003 年至今，任公司董事长。
刘忠东	董事、总经理、核心技术	博士	中国国籍，无境外永久居留权，男，1968 年 10 月出生，博士研究生学历，工程师。1990 年至 1999 年，历任福建实达电脑集团股份有限公司销售员，北京分公司总经理，打印机事业部总经理，代理产品事业部总经理。2000 年至 2018 年，历任星网锐捷市场部总监，副总经理。2003 年至今，任公司董事，总经理。2020 年至今，任北京新起管理技术有限公司执行董事，经理。
陈宏涛	副总经理、核心技术	本科	中国国籍，无境外永久居留权，男，1970 年 7 月出生，本科学历，高级工程师。1992 年至 1999 年，历任实达电脑集团股份有限公司软件工程师，产品经理。1999 年至 2003 年，任星网锐捷网络通讯研究院副院长。2003 年至今，历任公司研究院院长，董事，副总经理。2020 年至今，任北京新起管理技术有限公司监事。
黄育辉	副总经理	本科	中国国籍，无境外永久居留权，男，1970 年 7 月出生，本科学历，高级工程师。1999 年至 2003 年，任星网锐捷网络通讯研究院副院长。2003 年至今，历任公司研究院院长，董事，副总经理。2020 年至今，任北京新起管理技术有限公司监事。
刘弘瑜	副总经理	硕士	中国国籍，无境外永久居留权，女，1971 年 10 月出生，硕士研究生学历，工程师。1995 年至 2000 年，任北京市埃姆毛纺有限公司设备科专员。2001 年至 2003 年，任星网锐捷网络营销部经理。2003 年至今，历任公司副总经理，财务负责人。
何成梅	董秘	硕士	中国国籍，拥有加拿大永久居留权，女，1974 年 1 月出生，硕士研究生学历。2000 年至 2003 年，任星网锐捷市场推广部广告经理。2003 年至 2006 年，任锐捷网络有限品牌总监。2008 年至 2010 年，就读于长江商学院。2010 年至 2015 年，任锐捷网络有限品牌总监；2015 年至 2020 年，任锐捷网络品牌总监；2020 年至今，任锐捷网络董事会秘书，品牌总监。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

福建省国资委持有电子信息集团 100% 出资额，系公司的实际控制人。公司股权结构清晰，整体上维持稳定。

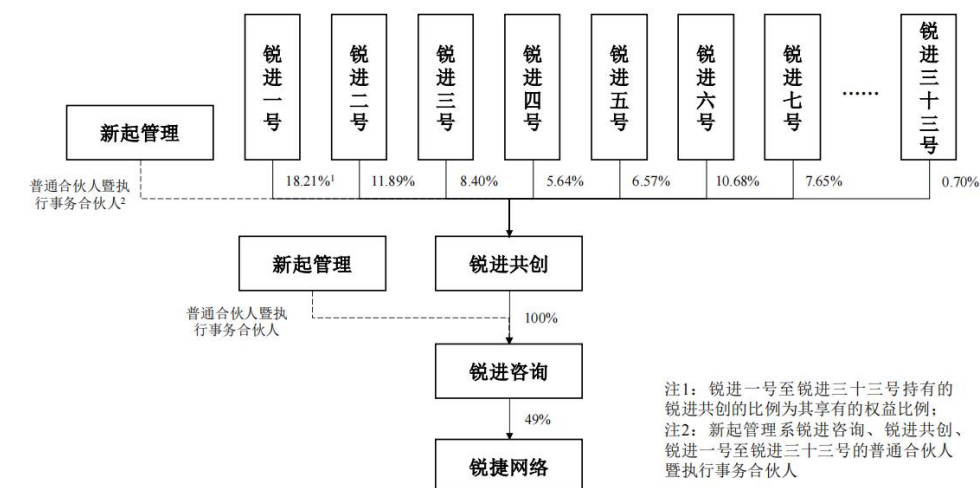
图 26：锐捷网络股权结构



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

为员工设立持股平台，通过股权激励充分调动员工积极性和保证团队稳定。公司设立了员工持股平台锐进咨询。截至 2022 年 3 月 31 日，锐进咨询的实际权益人合计 1245 人，约占公司员工总数的 19%。锐进咨询持有公司 24500 万股股份，占公司总股本的 49.00%。

图 27：锐进咨询股权结构



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

锐进咨询的执行事务合伙人新起管理的股东为刘忠东和陈宏涛，其中刘忠东的出资比例为 67.00%，陈宏涛的出资比例为 33.00%。

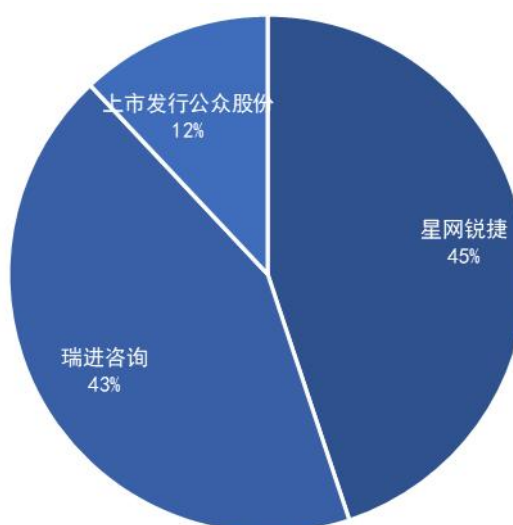
表5：新起管理股东情况

出资人	出资金额（万元）	出资比例
刘忠东	6.7	67%
陈宏涛	3.3	33%
合计	10	100%

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

锐捷网络上市后，星网锐捷持有锐捷网络总股本 44.9% 份额，员工持股平台持有公司股份的 43%。截至招股说明书签署日，福建星网锐捷通讯股份有限公司持有公司 25500 万股股份，占公司股本总额的 51%，为公司控股股东。本次分拆上市后，星网锐捷占锐捷网络股本比例的 44.9%，瑞进咨询占锐捷网络股本比例的 43.1%。

图 28：锐捷网络上市后股权结构占比（单位：%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

募集资金深耕主业，核心骨干以发行价参与 IPO 战略配售

公司上市募集资金主要用于主营业务。公司上市募集资金预计投资共 22 亿元，项目包括“新一代网络通信系列设备研发及产业化”、“云端融合解决方案研发及产业化项目”、“数据通信研发技术平台”和“补充流动资金项目”。募集资金投资项目围绕公司主营业务展开，其有效实施将进一步提高公司市场占有率和公司技术研发水平，并提高公司的盈利水平。具体包括以下方面：

- “新一代网络通信系列设备研发及产业化”主要产品中的 5G 云化小基站主要作为 5G 宏基站的补充，紧密围绕公司主营业务，能够进一步提升公司产品的技术性能，实现公司现有主要产品的升级迭代并进一步丰富公司产品种类。
- “云端融合解决方案研发及产业化项目”将实现企业 ICT 资源全面融合，大幅降低企业信息化部署维护难度，助力企业信息化部门提升业务处理效率。有助于提升公司在超融合、云办公、网络安全、智能运维等领域产品的竞争力，扩大公司在各行业的市场份额。

- “数据通信研发技术平台”构建支撑新一代数据通信通用系统开发、服务于网络设备及网络安全系列产品线研发的数据通信研发技术平台。该项目将对现有主营业务形成支撑，提升研发效率，降低研发成本，为日后公司技术革新提供支持，增强公司技术实力。
- “补充流动资金项目”从资金方面满足主营业务快速增长的需求，优化公司财务结构，提升公司营运效率和可持续发展能力。

表6: 募集资金运用计划（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟定投入募集资金
新一代网络通信系列设备研发及产业化	95,400.00	95,400.00
云端融合解决方案研发及产业化项目	34,300.00	34,300.00
数据通信研发技术平台	40,300.00	40,300.00
补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合计	220,000.00	220,000.00

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司的 60 位的高级管理人员或核心员工参与到本次战略配售，以发行价参股彰显发展信心。本次公开发行股票中，公司高级管理人、核心员工设立专项资产管理计划参与本次战略配售，参与配售数量不超过本次公开发行股份数量的 10%。锐捷网络员工资管计划包括额 60 位的高级管理人员或核心员工。

表7: 锐捷网络员工资管计划

出资人	出资金额（万元）	出资比例
公司高级管理人员	7752	34.6%
公司核心员工	14070.2	65.4%
合计	21822.2	100%

资料来源：北京德恒律师事务所关于公司首次公开发行股票并在创业板上市战略投资者核查事项的法律意见，国信证券经济研究所整理

市场空间与竞争格局

网络设备市场规模 24 年超百亿美元，公司产品市占率排名前三

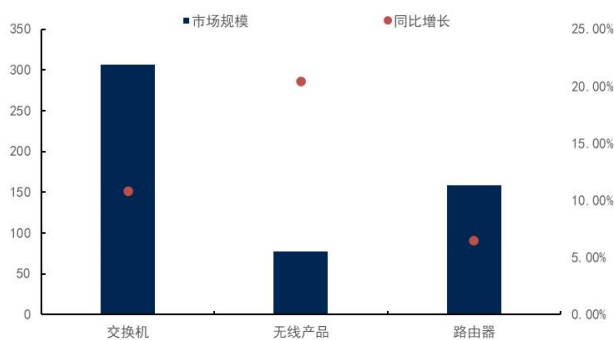
数据流量正推动全球网络设备市场持续扩大，全球网络设备市场 2021 年规模超 500 亿美元。网络设备主要包括交换机、路由器、无线接入点和光缆等，是新型基础设施建设的重要组成部分。IDC 数据显示，全球数据总量将由 2019 年的 45ZB 将增长至 2025 年的 175ZB（CAGR 25.4%），数据流量的高速增长将推动网络设备市场规模持续扩大。根据 IDC 数据，2016 年全球主要网络设备市场规模为 444.9 亿美元，2021 年上升至 542.1 亿美元（CAGR4.0%）。其中 2021 年全球交换机产品市场规模为 307.3 亿美元，同比增长 10.8%；无线产品为 76.5 亿美元，同比增长 20.4%；路由器为 158.6 亿美元，同比增长 6.5%。

图 29：全球网络设备市场规模（单位：亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 30：2021 年全球网络设备分产品市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

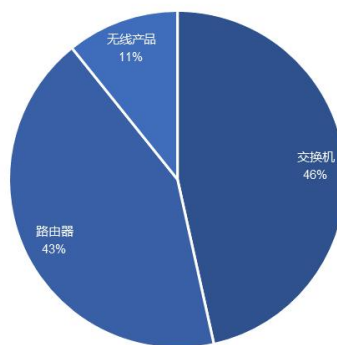
数字经济背景下，网络设备需求持续旺盛。预计 2024 年我国网络设备市场规模超百亿，其中交换机是主力军。根据 IDC 数据，我国 2021 年网络设备市场规模为 102.4 亿美元（同比+12.1%），交换机/路由器/WLAN 市场同比增长分别为 +17.5%/-2.6%/+47.2%；交换机、路由器占据市场主要份额，预计 2024 年我国网络设备市场规模将达 107.7 亿美元（CAGR 6.0%）。

图 31：中国主要网络设备市场规模（单位：亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 32：2021 中国主要网络设备分产品市场占比（单位：%）

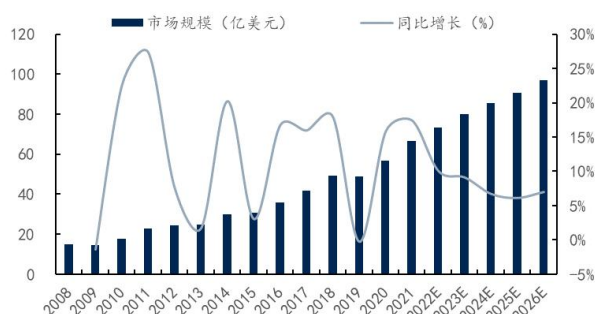


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

◆ 交换机市场年复合增速 8%，公司 21 年市占率第三（约 14%）

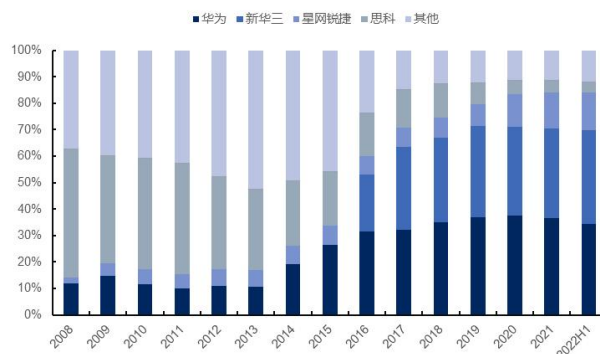
预计未来 21-26 年中国以太网交换机市场规模年复合增长率为 8%，市场格局趋向稳固。根据 IDC 数据，中国 2021 年以太网交换机市场规模达到 66.7 亿美元，同比增长 17.4%；预计至 2026 年市场规模将达到 96.9 亿美元，年复合增长率为 7.8%。在国内市场方面，近年来格局趋向稳固；根据 IDC 数据，2021 年华为、新华三、星网锐捷、思科占据我国交换机主要市场，市占率分别为 36.7%/33.8%/13.7%/4.7%，四家市占率 CR4 达到近 90%。

图 33：中国以太网交换机市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

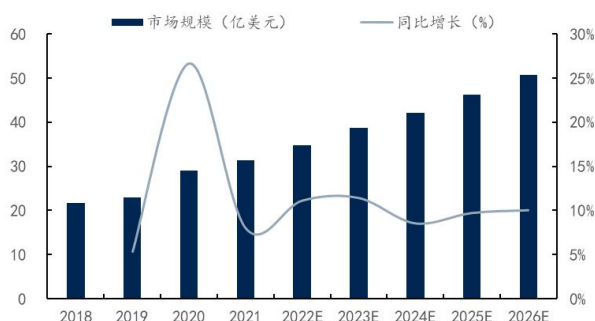
图 34：中国以太网交换机市场格局演进（单位：%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

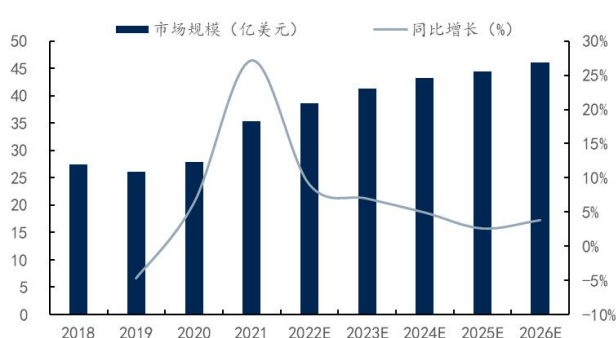
其中数据中心、非数据中心交换机（园区、城域网、SMB 等应用交换机）21 年-26 年年复合增长率分别为 10%/6%。根据 IDC 数据，2021 年数据中心交换机/非数据中心交换机市场规模分别为 31.3/35.4 亿美元，较上年同比分别增长 8.0%/27.2%；预计至 2026 年，数据中心交换机/非数据中心交换机市场规模将达到 50.8/46.1 亿美元，年复合增长率分别为 10.2%/5.5%。

图 35：中国数据中心交换机市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

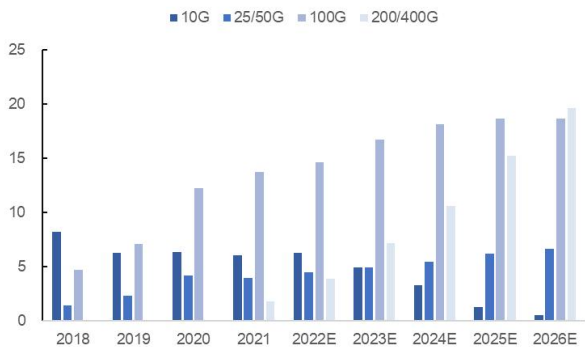
图 36：中国非数据中心交换机市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

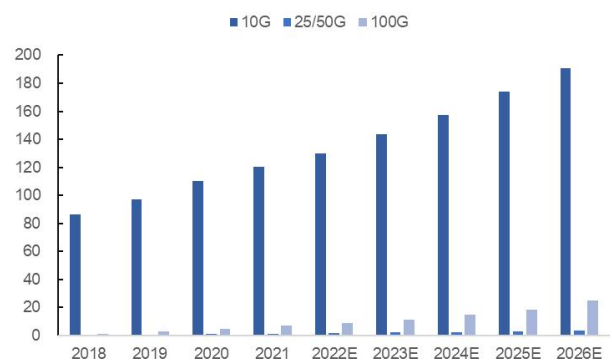
数据流量大幅增加背景下，高速率端口交换机占比持续提升，行业单价和毛利随结构性变化而改善。从非数据中心交换机来看，根据 IDC 数据，10G 交换机占据并将稳定占据该市场极大份额。从数据中心交换机来看，根据 IDC 数据统计，中国 10G 交换机的市场规模逐年递减；100G 发展迅速，逐渐占据市场主要份额；200/400G 交换机处于起步阶段，未来五年发展势头强劲。

图 37: 中国数据中心不同端口交换机市场规模（单位：亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

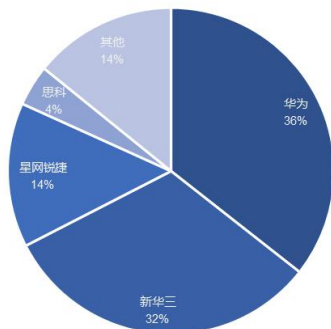
图 38: 中国非数据中心不同端口交换机市场规模（单位：千万美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

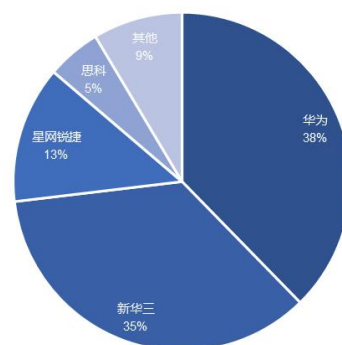
数据中心、非数据中心交换机呈现相似的寡头垄断格局。根据 IDC 数据，2021 年中国市场数据中心交换机前四厂商分别为华为、新华三、星网锐捷和思科市占率分别为 36%/32%/14%/4%，CR4 达到 86%；该四家公司在非数据中心交换机领域市占率分别为 38%/35%/13%/5%，CR4 为 11%。非数据中心交换机市场份额更为集中，整体来看格局较为相似。

图 39: 2021 年中国数据中心交换机市场份额（单位：%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 40: 2021 年中国非数据中心交换机市场份额（单位：%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

◆ WLAN 市场年复合增速 6%，公司 21 年市占率第三（约 6%）

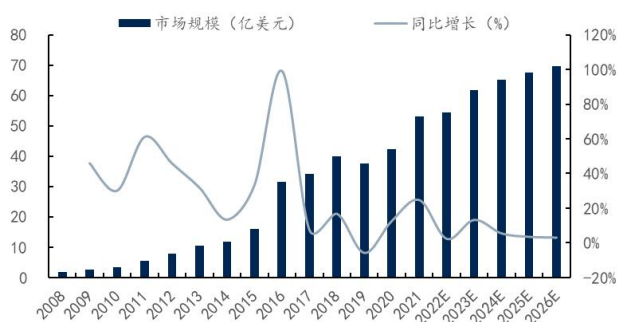
WLAN 领域波动增长，整体增长趋势趋向平稳，国内市场发展快于全球。根据 IDC 数据，全球 2021 年 WLAN 市场规模达到 198.0 亿美元，同比增长 5.9%；预计至 2026 年市场规模将达到 238.9 亿美元，年复合增长率为 3.8%。中国 2021 年 WLAN 市场规模达到 53.0 亿美元，同比增长 24.9%；预计至 2026 年将达 69.7 亿美元，年复合增长率 5.6%。

图41：全球 WLAN 市场情况（单位：千万美元、%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图42：中国 WLAN 市场情况（单位：千万美元、%）

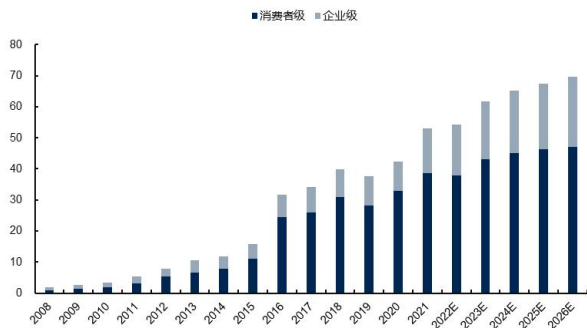


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

消费者级 WLAN 占市场主导，企业级 WLAN 增长较快。根据 IDC 数据，中国 2021 年消费者级/企业级 WLAN 市场规模分别为 38.7/14.3 亿美元，同比增长分别为 18.0%/48.4%。消费级 WLAN 增长将逐渐放缓并趋向稳定，企业级 WLAN 或领跑整个 WLAN 领域。

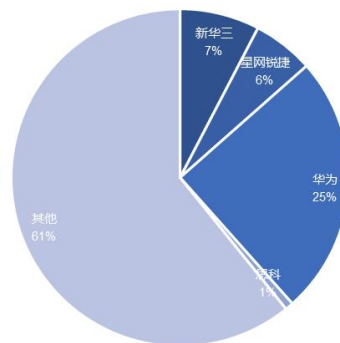
WLAN 行业竞争格局较为分散。据 IDC 数据统计，2021 年中国网络设备头部公司华为、新华三、星网锐捷、思科在 WLAN 领域市占率分别为 25%/7%/6%/1%，四家市占率 CR4 为 39%，行业集中度属中等水平。

图43：中国企业级和消费者级 WLAN 发展情况（单位：千万美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图44：2021 年中国 WLAN 行业市场竞争格局（单位：%）

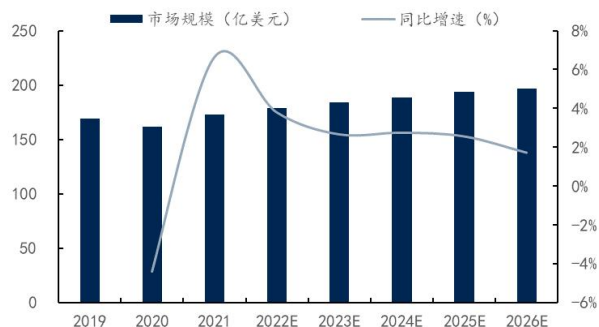


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

◆ 路由器市场年复合增速 4%，公司非数据中心家换机市占率 21 年排第六

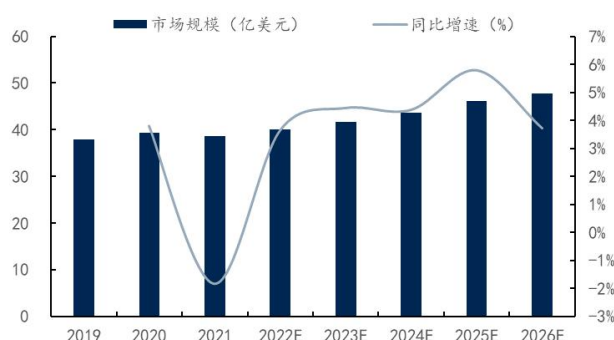
全球路由器市场增速整体放缓，2021 年国内市场出现萎缩。根据 IDC 数据，2021 年全球路由器市场规模达到 172.5 亿美元，同比增长 6.6%；预计至 2026 年将达到 196.95 亿美元，年复合增长率 2.7%。中国 2021 年路由器市场规模达到 38.6 亿美元，预计至 2026 年将达 47.8 亿美元，年复合增长率 4.4%。

图45: 全球路由器市场情况 (单位: 亿美元、%)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

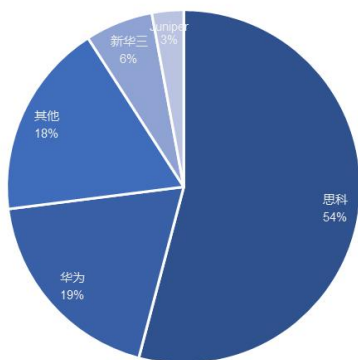
图46: 中国路由器市场情况 (单位: 亿美元、%)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

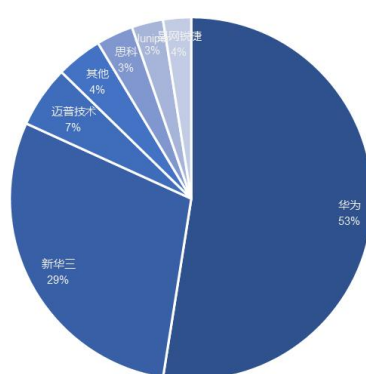
路由器行业呈现寡头垄断格局。2021 年全球企业级路由器的主力军为思科、华为、新华三、Juniper，四者总市占率为 82%，其中思科为绝对头部企业，市占率达到 54%。国内市场方面，2021 年头部企业为华为、新华三、迈普技术、思科、Juniper 以及星网锐捷，六者市场份额为 99%，其中华为占比 53%，稳居第一。

图47: 2021 年全球企业级路由器市场份额 (单位: %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图48: 2021 年中国企业级路由器竞争格局 (单位: %)



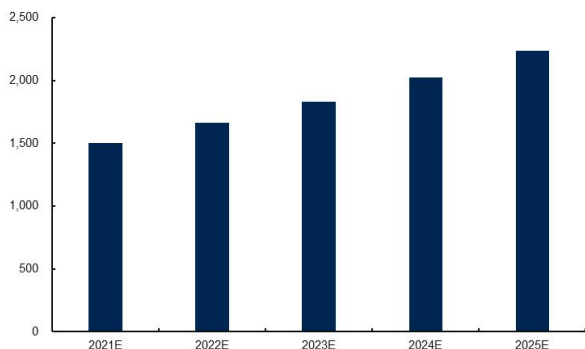
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

我国网安硬件 25 年市场规模达 95 亿美元，行业格局较为分散

全球网络安全事件频发，强化网络安全的需求日益增强。根据 IDC 数据统计，全球网络安全相关硬件、软件、服务总投资规模预计在 2025 年将增至 2233.4 亿美元，五年复合增长率将达 10.4%。

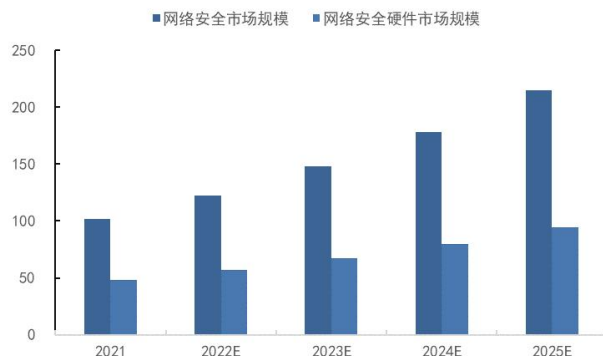
国内网络安全市场规模不断扩大，我国网络安全增速全球第一。根据 IDC 数据统计，预计到 2025 年，我国网络安全支出规模将以 20.5% 的年复合增长率增长至 214.6 亿美元，增速位列全球第一。其中网络安全硬件市场 IT 投资规模将达到 94.5 亿美元，2021-2025 年对应网络安全硬件市场复合增长率将达到 18.4%。

图49：全球网络安全市场（单位：亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图50：中国网络安全市场和网络安全硬件市场规模（单位：亿美元）

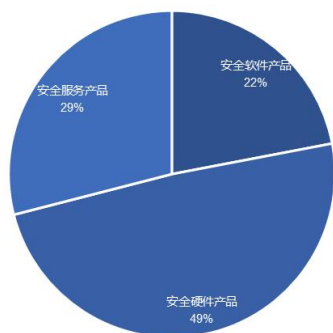


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

网络安全硬件产品占比网络安全整体市场最大。网络安全厂商主要通过提供设备、软件、服务来为下游客户提供保护。作为合规性产品，硬件产品配置容易且不占用下游用户的终端性能，仍是市场的主流选择。根据 IDC 统计，2016–2018 年硬件在我国网安产业中占主导地位，占比约 50%左右；2021 年我国安全硬件占比仍高居 49%，为最大细分市场。

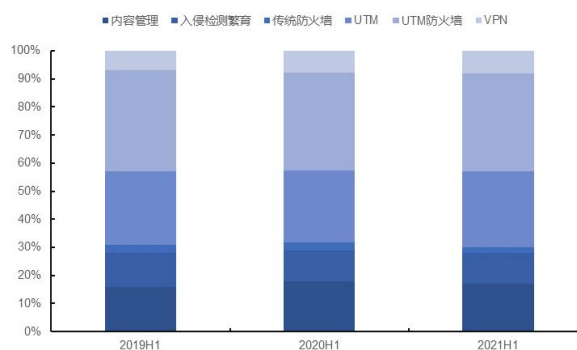
从安全硬件产品细分市场来看，硬件市场主要由基于 UTM 平台的防火墙（NGFW），统一威胁管理（UTM）、VPN、入侵检测与防御（IDP），内容管理（SCM、也称上网行为管理）等组成。根据 IDC 数据，以上几类传统产品的格局近三年保持较为稳定，UTM 防火墙、UTM 与内容管理三类传统产品占比总和约 80%。

图51：2021 年中国网络安全行业产品占比情况（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

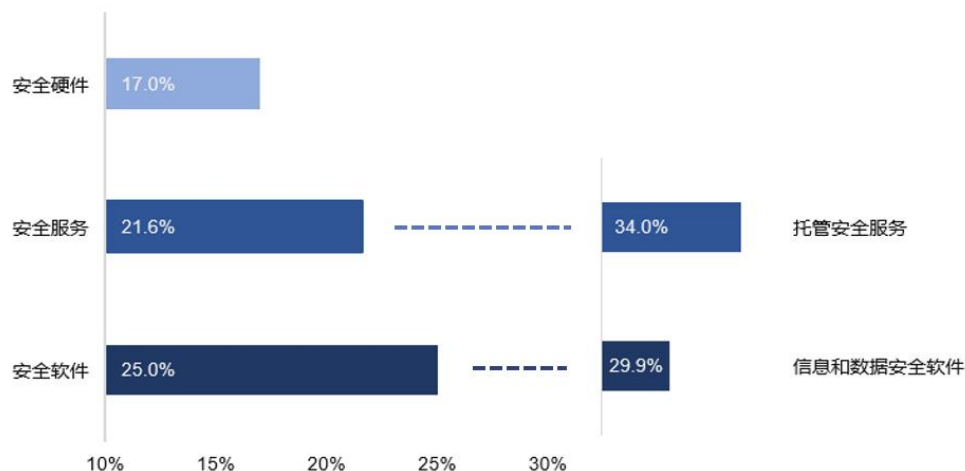
图52：2019–2021 年中国安全硬件细分市场占比情况（单位：%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

未来五年软件市场增速领跑网络安全市场，服务市场保持稳定增长。根据 IDC 预测数据，中国安全软件市场未来五年 CAGR 为 25%，至 2026 年软件市场将占中国网络安全市场 IT 总支出的四成。其中，信息和数据安全软件子市场（CAGR29.9%）成长性瞩目。此外，根据 IDC 数据，中国安全服务市场至 2026 年支出规模将达 86.1 亿美元（CAGR21.6%），其中托管安全服务市场（CAGR34.0%）将成为主力。

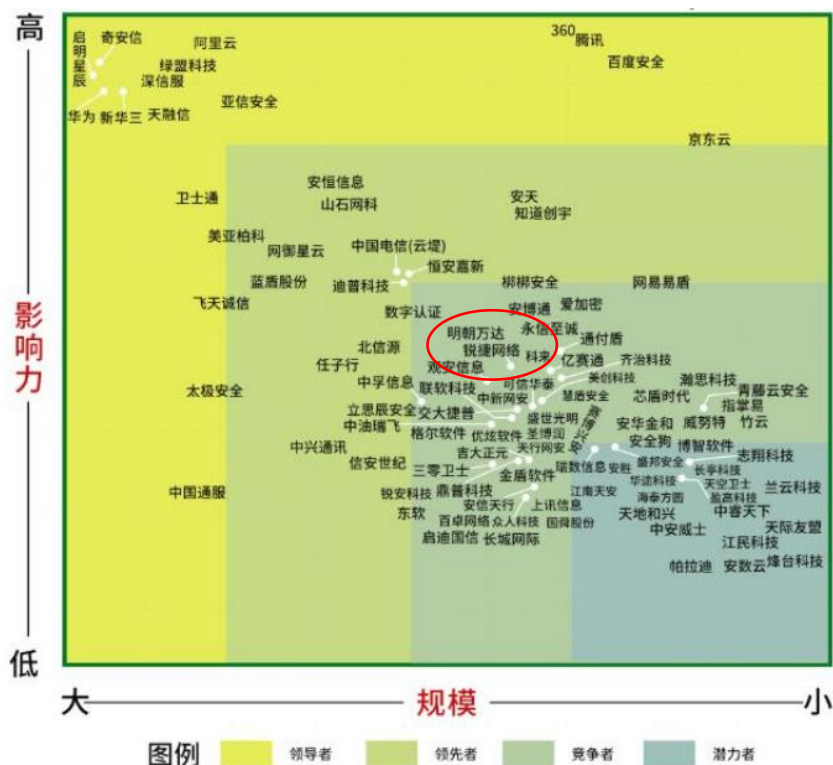
图 53: 网络安全各细分市场未来五年 CAGR (单位: %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

网络安全市场格局较为分散, 行业排名前列厂商市场份额差别不大。行业龙头包括奇安信(信息安全龙头, 终端安全、态势感知等多细分领域排名靠前)、深信服(上网行为管理和 VPN 领域龙头, 私有云和态势感知等多个领域布局领先)、天融信(防火墙龙头)等。

图 54: 中国网络安全市场竞争格局

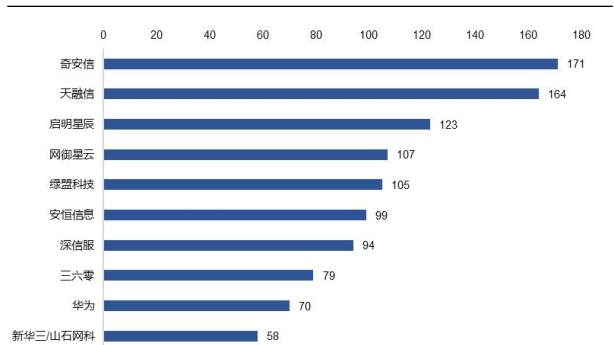


资料来源: 安全牛, 国信证券经济研究所整理

从网络安全产品的销售布局看, 截止 2022 年 7 月, 奇安信、天融信和启明星辰为

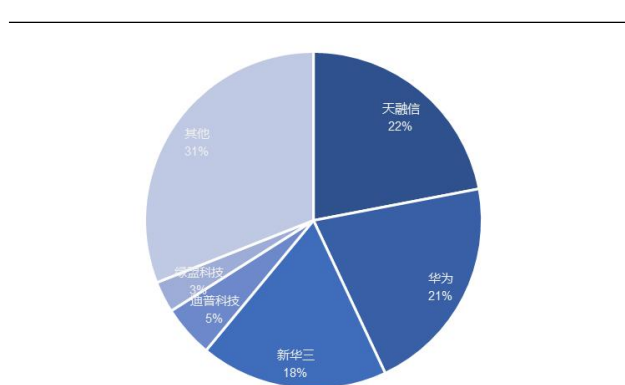
行业前三，分别拥有 171/164/123 个许可证。从硬件市场占比最大的 UTM 防火墙领域来看，2021 年天融信、华为、新华三为中国市场行业前三，市占率为 22%/21%/18%。

图55: 2022 年 7 月中国网络安全销售许可证数量排名（单位：个）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

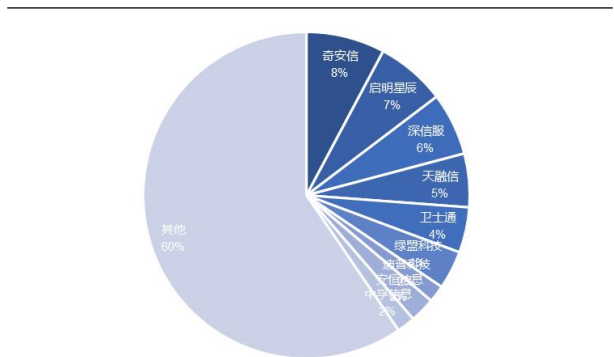
图56: 2021 年 UTM 防火墙领域市场竞争格局（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

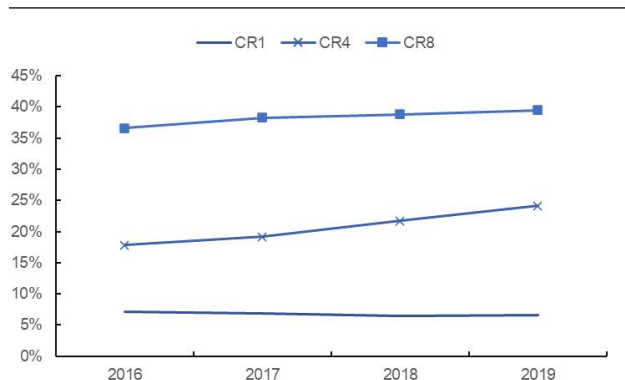
行业加快转型升级，市场集中度逐步提高。目前网络安全需求从单一的信息安全产品需求逐渐升级为安全产品、安全软件与安全服务相互交织的解决方案需求，安全服务化趋势要求更加全面的综合服务能力 and 完整可靠的安全解决方案。与此同时，行业竞争加剧，市场集中度正逐步提高。

图57: 2020 年网络安全市场竞争格局（单位：%）



资料来源：中国网络安全产业联盟（CCIA），国信证券经济研究所整理

图58: 我国网络安全市场集中度（单位：%）



资料来源：《中国网络安全产业分析报告（2020 版）》，国信证券经济研究所整理

云桌面市场至 25 年 CAGR5 达 22%，国内厂商竞争优势明显

云桌面解决方案在企业级 IT 解决方案应用逐渐增多，云桌面市场迅速增长。根据 IDC 数据统计，2019 年全球云桌面市场为 97.2 亿美元，同比增长 8.26%；预计到 2022 年，全球云桌面市场将达 134.5 亿美元，较 2019 年增长 38.42%。2019 年我国云桌面终端设备销售数量达 154 万台，同比增长 17.6%；根据 CCW 数据，预计至 2025 年，中国云桌面整体解决方案销量 CAGR5 达 22.4%；至 2024 年，我国 VDI 架构与 IDV 架构设备出货量将分别达 123.56 万台与 188.59 万台，较 2020 年分别增长 42.07%和 197.69%。

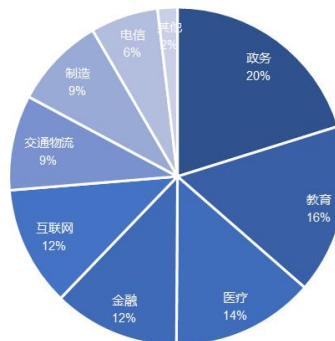
中小企业信息化建设的需求持续释放，桌面云产品依托其高业务价值加速渗透。根据 CCW 发布的《2021-2022 年中国桌面云市场发展研究报告》，云桌面产品在互联网、交通物流、政务、教育、医疗、金融等行业领域中推广速度较快。

图 59：中国云桌面产品出货量预测（单位：万台）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

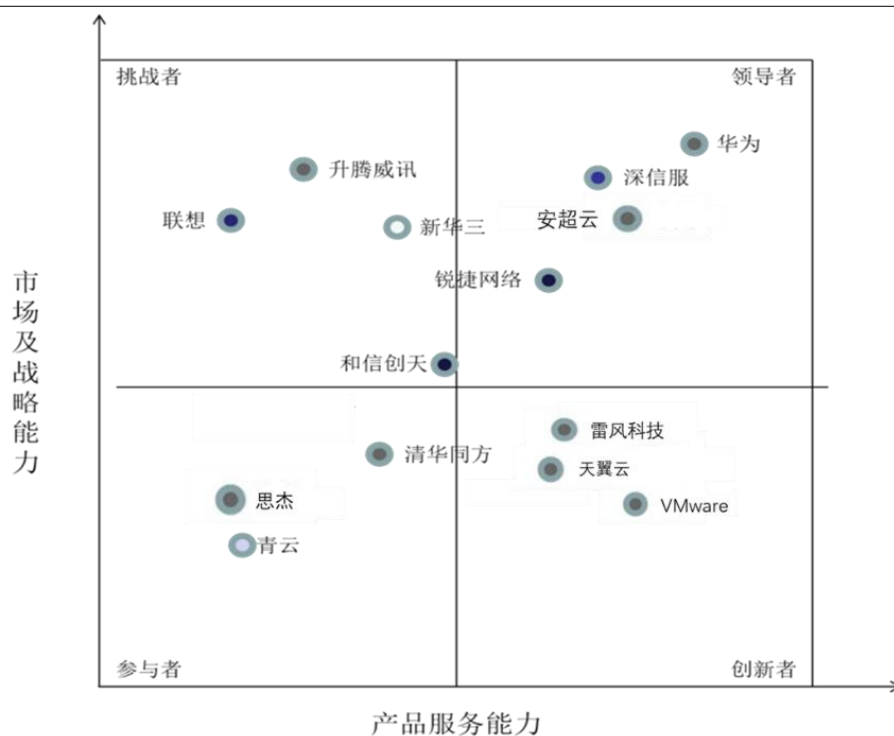
图 60：云桌面市场行业分布（单位：%）



资料来源：CCW，国信证券经济研究所整理

国内厂商在产品服务和市场拓展能力方面占有优势。根据 CCW（计世资讯）发布的《2021-2022 年中国桌面云市场发展研究报告》分析，华为、深信服、安超云、锐捷网络凭借出色的产品服务能力和市场战略能力位居市场领导者的位置。

图 61：中国桌面云市场的竞争格局



资料来源：CCW《2021-2022 年中国桌面云市场发展研究报告》，国信证券经济研究所整理

竞争优势及成长性

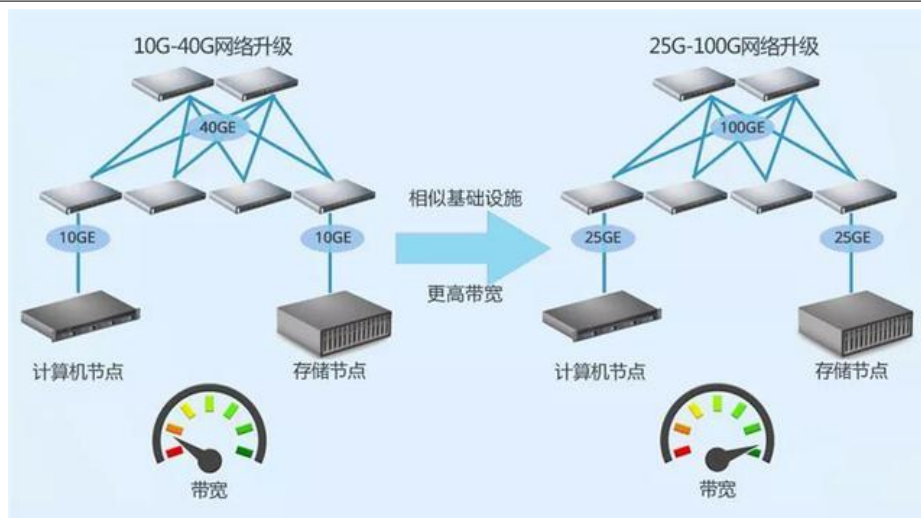
公司在行业深耕 20 年，在通信网络设备领域树立了较高的技术壁垒、渠道壁垒和客户壁垒。主要核心竞争力体现在：（1）网络通信设备技术壁垒高，公司深耕行业多年拥有核心技术；（2）创新技术与应用场景融合，解决客户痛点后客户粘性强，公司逐步积累了庞大的客户资源；（3）市场投入大，公司拥有广泛的销售渠道，尤其在下沉市场，竞争力较同行领先。

优势一：高端通信设备技术壁垒高，公司深耕多年拥有核心技术

通信网络设备研制复杂度高、综合性强，需要长期的研发投入和经验积累。网络设备研发包含网络控制与传输、软件开发及硬件设计，涉及网络通信、微电子、软件工程、结构工程、材料、自动化、信息化等多学科专业知识综合应用，企业需要较强的技术研发投入与长期的软硬件技术经验积累才能在行业中具备竞争力。

以数据中心为例：随着数据传输对通信网络要求越来越高，交换机传输速率也在由传统的 10G/25G 向 40G/100G 升级，目前大型数据中心的大规模发展也催生了 400G 交换机的大量需求，只有长期深耕在数据中心领域的设备厂商才有能力持续迭代和演进下一代产品。

图 62：数据中心交换机演进路线



资料来源：51CTO，国信证券经济研究所整理

目前国内交换机品牌较多，但拥有在数据中心和非数据中心领域交付多端口万兆交换机的厂商只有头部华为、新华三、锐捷网络等：

表8：国内交换机头部品牌产品对比

厂商	应用场景	高端园区交换机对比
华为	数据中心、园区、SMB	48 个万兆光电混合口 (CloudEngine S8700)
新华三	数据中心、园区、SMB	48 个万兆光口 (H3C S7500X-G)
锐捷网络	数据中心、园区、SMB	48 个万兆, 8 个 40G/100G QSFP28 光口 (RG-S6150-48VS8CQ-X)
中兴通讯	数据中心、园区	48 个万兆光口
普联 TP-LINK	园区、SMB	16 个 2.5G/1Gbps RJ45, 2 个万兆 SFP+光口 (TL-SH1218)
友讯 D-LINK	园区、SMB	16 个万兆 (DES-8506)
MERCURY	SMB	千兆
腾达 Tenda	SMB	千兆
迪普科技 DPtech	数据中心、政务	72 个万兆端口 (LSW6600)

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

锐捷网络深耕行业 20 年，通过不断突破核心技术铸造高技术产品壁垒。从 20 年前推出国内第一款网管型交换机 RG-S1924F 到 400G 框式交换机叠加 AI 算力实现极简“智能网络”，以及软硬件结构的白盒技术，公司不断创新突破，以领先的交换机技术引领交换机市场发展。

图 63：锐捷网络交换机二十年发展历史



资料来源：锐捷网络招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司经过多年自主研发和技术积累，公司已形成了多项核心技术。这些技术可以解决客户应用场景的痛点，顺应行业发展趋势，为客户持续提供应用价值。公司营业收入主要来自于核心技术产品的销售收入，2019-2021 年，核心技术产品收入占总营收比分别为 98%/97%/95%。

表9：公司主要核心技术

应用产品类别	核心技术名称
网络设备	交换机 数据中心虚拟网、VSD 一虚多技术及 VSU 多虚一技术、高可用技术、网络可编程系统、大容量零背板交换技术、直通风道散热技术、400G 高速互联技术、支持 SDN 的数据中心交换技术 无线产品 X-sense 灵动天线技术、零漫游二代双频技术、零漫游隐藏节点消除技术、无感知漫游技术、WIS 无线智能服务技术、低功耗物联网平台技术 路由器 分布式多业务处理技术
网络安全产品	安全网关 流量攻击防御技术、应用识别技术、高性能行为审计技术
云桌面解决方案	云桌面解决方案 EST 增强图像传输技术、分布式存储技术、GPU 虚拟化技术

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

此外，公司在各行业、各应用场景均有新产品技术研发和布局：

表10：公司目前主要在研项目与预算

项目	研发内容及拟达到目标	预算（万元）
5G（SA）皮基站	研制支持无线虚拟化技术、SA 组网、低功耗技术的 5G 皮基站产品	26000
终端安全准入	在确保终端安全的前提下，充分考虑终端用户的易用性，提升终端用户的体验，提高终端安全管理水平	900
基于零信任架构的安全网关	基于零信任架构设计的下一代防火墙，可提升防火墙的安全防护能力，保障数据中心安全	3300
Wi-Fi 6E 通用型无线接入点	研发增强型 Wi-Fi 6 产品，通过通信频段的扩充和多频段的灵活调度，提高 Wi-Fi 产品带宽、密度和可靠性的提升	5000
极简以太全光解决方案 V1.0	研发新一代网络架构设备-全光园区网解决方案（含室内交换机\AP 等），满足园区数字化的网络建设要求，增强网络业务的扩展性及满足未来带宽的快速升级	9600
易网络千兆网关	研发更高性能千兆网关，进一步满足工程企业的中小网络需求	4800
下一代云课堂解决方案	研发基于全新超融合平台重构的云课堂解决方案，包括灵活配置服务器硬件，新一代云终端，超融合云平台软件，分布式存储软件，云课堂桌面管理系统，基于 TC1/V01 的 PC 管理软件，课堂教学管理软件等的开发，以支持新课改业务以及 Windows 10 等新系统的应用，提升新业务场景下的云桌面适配程度和用户体验	8000
下一代云办公解决方案	研发基于全新超融合平台重构的云办公解决方案，包含灵活配置服务器硬件，新一代云终端，超融合云平台软件，分布式存储软件，云办公桌面管理系统，基于 TC1/V01 的 PC 管理软件，应用虚拟化软件，各系统云桌面客户端软件，云盘软件等的开发，以实现终端云化、桌面云化、应用云化的三引擎融合，适配各种用户应用场景，提升用户体验	8000
基于智能桌面虚拟化架构的轻云终端设备	基于公有云+智能桌面虚拟化技术，为中小客户提供性价比更高、维护性更好的云桌面解决方案	6400
新一代园区网交换机	研制新一代园区网交换机，提升产品功能性能，满足园区网络升级需求	9600
智慧黑板及教学应用管理软件 2.0	面向 K12 的教学业务，打造新一代智慧黑板和教学应用软件，为用户提供覆盖教学全流程的整体解决方案	6000
400G 端口机架式核心数据中心交换设备	研发面向大型数据中心的 400G 核心设备	4800
运营商城域网交换机	研制面向下一代融合业务网络及运营商城域网的多业务核心交换机，该类交换机可根据业务需要部署在运营商城域网、园区网核心和汇聚等多种网络场景中，为用户提供高性能、高可靠、低功耗的行业解决方案	9000
云管交换机	研制全千兆智能监控交换机，可提供多类端口接入，从而满足不同规模的视频监控网络组网需求；同时提供简单易用的管理功能，可快速实现监控网络故障定位、端口重启、VLAN 配置等，并支持远程管理，从而降低运维难度及成本	2000
面向算力网络的核心路由关键技术研究及应用	面向算力网络的核心路由器研发，提供更低功耗、更高带宽，采用全新的可编程技术使网络实现灵活可控，满足云网融合算网融合的 10 年演进需求，为最终客户提供算力服务	23000
极简以太全光 3.X 方案	继续演进以太全光园区网解决方案（含室内交换机\AP 等），引入新的传输机制，使网络更加极简，满足园区数字化的网络建设要求，增强网络业务的扩展性及满足未来带宽的快速升级	9000
三擎整体解决方案（VDI/IDV&TCI）	将云课堂和办公云进一步融合，统一软硬件平台，打通云课堂和云办公的集群计算资源，进一步提升计算资源使用率以及运营管理效率。新的融合平台在功能，容量，可靠性，性能体验等也将全面提升，同时可通过同一软件平台满足各场景的云桌面方案，提升内部的开发效率。	9500
基于 802.11be 的无线 AP	完成将 Wi-Fi 7 的高性能、大并发、低延时特性的产品化落地，解决客户多个场景应用问题，帮助客户提升业务效率	6700

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

优势二：研发灵活，根据客户痛点定制化开发

公司坚持“场景创新”，通过深入场景、找到用户痛点，定制化相应的解决方案以实现新技术产品的市场化价值，进而提升客户粘性，逐步积累客户资源。

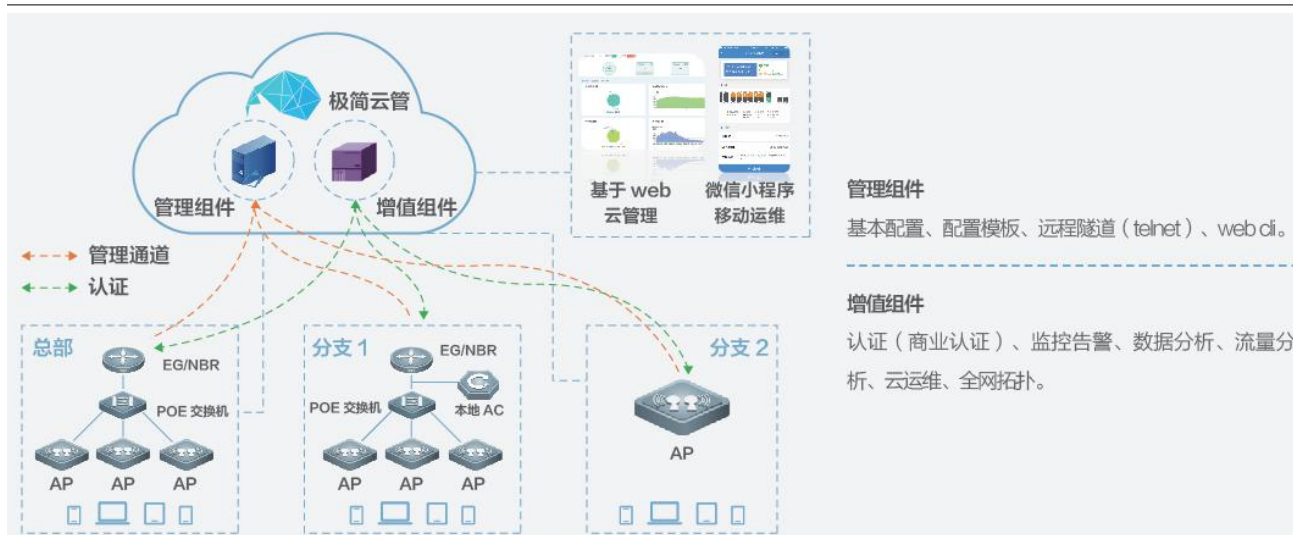
◆ SMB 云管型交换机解决客户痛点

公司对行业理解深刻，拥有面向大型数据中心、中小型企业、园区网的全系列交换机产品：

针对中小型企业场景，公司推出 SMB 的交换机同时提供云管理功能获得市场认可。高性价比产品、丰富的售后服务渠道及便捷的云平台管理功能成为 SMB 交换机核心竞争力：

- 针对中小客户客户提供高性价比产品。SMB 客户对网络设备及网络安全产品的性能需求相对简单，但价格较为敏感，公司针对性开发了 SMB 交换机、SMB 无线产品及 SMB 安全网关产品。公司对部分配置适当简化，以提升产品的性价比。
- 售后服务渠道丰富，云平台快速相应需求。公司一方面利用经销商的服务渠道提供售后服务，另一方面主要基于大数据技术及云平台进行智能组网、远程维护，保证快速响应客户需求的同时降低销售费用，以确保 SMB 产品的盈利能力。

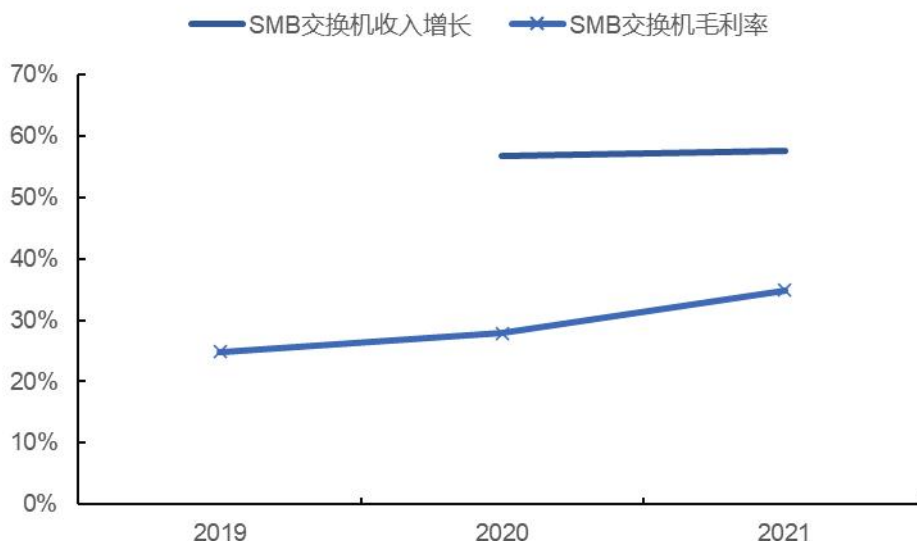
图 64：锐捷网络极简云管解决方案架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

在云管平台加持下，SMB 交换机产品销售收入稳步增长，毛利率快速增长。

图 65: SMB 交换机收入增长及毛利率情况（单位：%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

针对大型数据中心场景，锐捷最新一代 400G 高密框式交换机技术领先，并自主研发开放化软硬件架构受到互联网厂商青睐。公司数据中心交换机在阿里巴巴、腾讯和字节跳动等多家大型互联网公司实现规模商用，并全面入围中国移动、中国电信、中国联通数据中心交换机集采。

针对园区网业务，公司的极简网络解决方案面向多物联终端园区网络，支撑物联网业务安全隔离、海量终端的智能入网、全程可视化运维。经过多年发展，目前已有超过 1300 张极简网络覆盖多个行业不同场景。

◆ 根据不同场景对无线网络进行性能和功能的优化设计

针对不同行业、场景，公司深刻洞察客户需求进行无线网络性能、功能优化设计。公司在天线、射频及无线报文底层转发算法方面进行了大量创新性设计，开发出多个场景化创新无线网络解决方案。比如：

- 针对教育行业，公司在业界首创适用于宿舍场景的智分架构产品，将无线信号引入室内，解决密集开间重度上网的无线体验难题，引领行业新品类；
- 针对高速交通场景，公司推出车地无线链路桥接方案，在运行时速超过 120km/h 的地铁上，实现快速切换和急速漫游，确保乘客无线好体验；
- 公司独创 X-sense “灵动” 天线技术，实现信号随需而动，在高密接入场景提供良好的无线信号覆盖。

根据 IDC 数据，公司 2019-2021 年 Wi-Fi 6 产品出货量连续 3 年排名第一。

表 11: 锐捷网络 WLAN 产品在各行业市场排名

	截止时间	市场排名
中国政企级 WLAN 市场份额	2021 年 6 月	第二位
金融、交通、服务行业市场份额	2020 年 3 月	第一位
教育行业市场	2022 年 3 月	第一位
Wi-Fi6 产品出货量	2019-2021	第一位

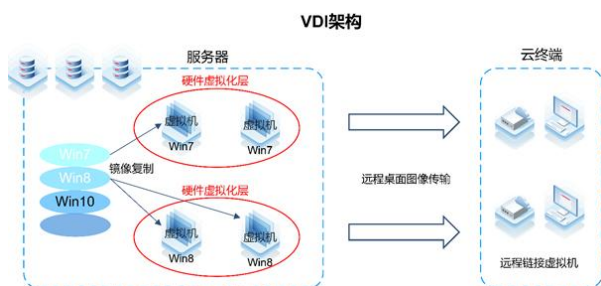
资料来源: 锐捷网络官网、IDC, 国信证券经济研究所整理

◆ VDI、IDV 全系列云桌面产品优势明显, 多擎云方案可面向更全面的应用场景

公司云桌面技术始终走在市场前列。2013 年, 公司发布业内首个虚拟化计算机教室解决方案——云课堂; 2017 年, 推出云办公闪电版解决方案, 率先将 IDV 技术规模商用; 2018 年, 发布业内首个融合 VDI 和 IDV 架构的双擎云桌面解决方案; 2021 年, 推出基于终端云化引擎 TCE、桌面云化引擎 DCE 和应用云化引擎 ACE 的三擎云桌面解决方案。

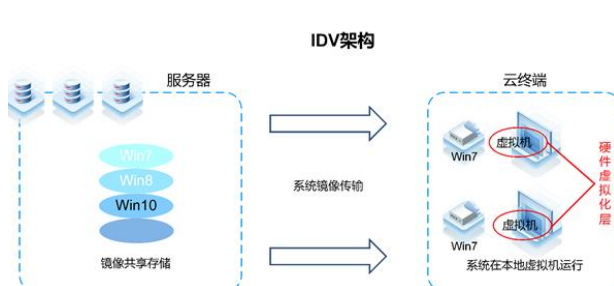
融合 VDI 和 IDV 架构双优势, 公司通过统一技术平台支持两种架构, 可匹配的场景解决方案更充分。VDI 架构数据安全性、可移动性、外设兼容性突出, IDV 架构网络依赖性低。两种架构融合使用成为未来发展趋势。

图 66: VDI 架构



资料来源: 锐捷网络, 国信证券经济研究所整理

图 67: IDV 架构



资料来源: 锐捷网络, 国信证券经济研究所整理

相比同行业竞争对手, 公司拥有全面的 VDI、IDV 以及 VDI 产品解决方案。特别是锐捷推出的三擎云 (VDI+IDV+TCI) 解决方案, 是由终端云化引擎、桌面云化引擎和应用云化引擎组成的统一管理中心和融合云平台共同组成, 可实现企业生产、办公、公共、分支等全场景的覆盖。

表 12: 云桌面厂商主要产品对比

公司	云产品
锐捷网络	IDV、VDI、VDI+IDV+TCI
深信服	VDI
云之翼	VDI (为主)、VDI
联想	VDI、VDI (为主)
新华三	VDI、RDS

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司在云桌面领域市占率第一。根据 IDC 发布的《2021 年中国本地计算云终端市场跟踪报告》, 在 IDV 云桌面领域, 锐捷网络的 IDV 终端出货量 24.8 万台, 以 34.39% 的市场占比名列榜首, 成为 2021 年度最受用户欢迎的 IDV 产品。

图68：锐捷网络获得越来越多优质客户认可



资料来源：锐捷网络官网，CCW，国信证券经济研究所整理；

◆ 高客户粘性源自“单一来源采购”，公司客户资源逐步庞大

通信网络设备商在网络部署及扩容时，通过采购原有供应商设备以保障网络的稳定性，与其核心供应商形成了长期的合作粘性。以中国移动发布 2020 年至 2021 年数据中心交换机和管理交换机扩容集采单一来源采购信息公告为例，华为、新华三、锐捷、中兴四家核心供应商继承其原有网络部署情况

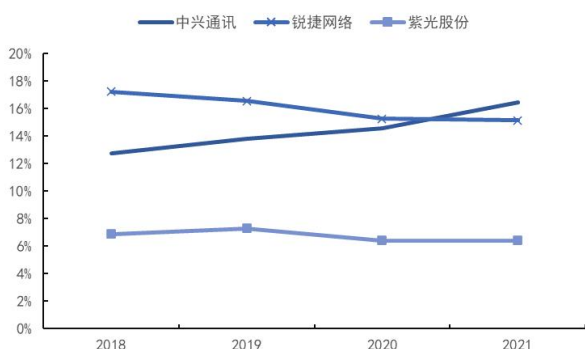
表13：数据中心交换机配件单一来源扩容集采

厂商	需求数量（套）
华为	35386
新华三	21743
锐捷网络	6857
中兴通讯	5068

资料来源：光纤在线、国信证券经济研究所整理

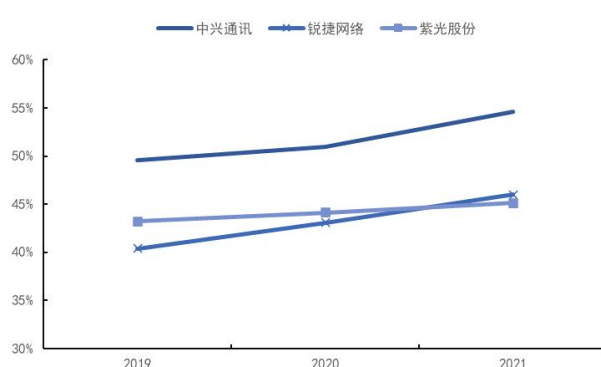
研发投入方面相比于同行，公司研发费用率属行业领先水平，研发人员占比领先同行，对研发投入的重视确保了产品与方案持续的核心竞争力。

图69：研发费用率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图70：研发人员数量占比（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“单一来源采购”提升了公司与行业客户的绑定，通过多年市场积累，公司在业内获得了庞大的客户资源。截止目前，公司已累计服务超过 70 多个国家部委、5000 多个地方政府、300 多家互联网企业、1000 多家金融机构、5000 多家医院、2600 多所高校及 10000 多家企业客户。公司与众多客户保持了长期稳定的合作关系，客户认可度高，优质客户资源构成了公司的核心竞争力。庞大的客户资源也助力

公司积累更丰富的行业解决方案。

图71：锐捷网络获得越来越多优质客户认可



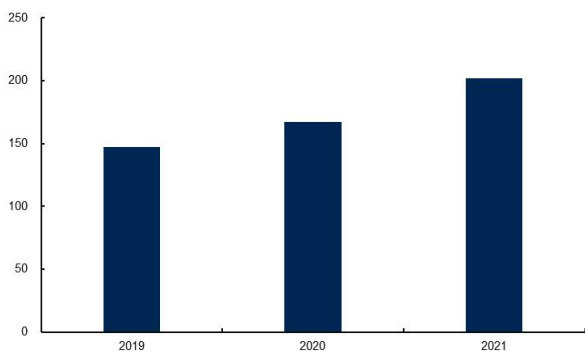
资料来源：锐捷网络官网，国信证券经济研究所整理；

优势三：渠道下沉直接触达中小企业客户，具备完善的销售渠道

◆ SMB 经销商渠道助公司成功开拓中小型企业客户，公司销售渠道完备

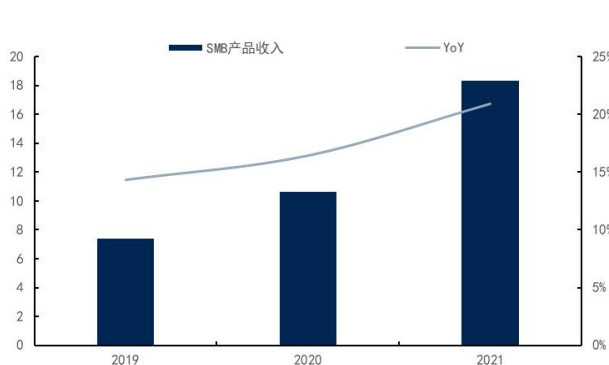
SMB 渠道为公司开拓中小企业网络设备和网络安全产品市场，主要面向中小型制造企业及酒店、餐饮、娱乐、景区、商超等服务业小微企业。公司针对性开发了 SMB 交换机、SMB 无线产品及 SMB 安全网关产品，产品充分应用公司在行业客户产品研发上的技术优势，对部分配置适当简化，以提升产品的性价比。近年来公司 SMB 经销商数量快速增长，助力公司中小型企业网络设备产品营收高增，2019 年至 2021 年营业收入复合增长率 57.76%。

图72：公司 SMB 经销商数量变化（单位：个）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图73：2019-2021 公司 SMB 产品收入（单位：亿元、%）



资料来源：锐捷网络，国信证券经济研究所整理

SMB 经销商是公司相比竞争对手特色销售渠道，帮助公司获取更多的中小型企业长尾客户，该渠道销售情况良好。SMB 经销商向公司采购的产品库存余额占公司当期 SMB 经销商销售收入比例合理。

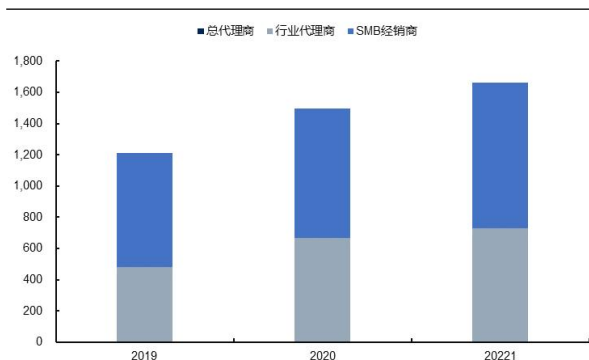
表 14: 公司 SMB 经销商向公司采购的产品库存余额及占公司当期 SMB 经销商收入比例 (单位: 万元、%)

项目	2021	2020	2019
SMB 经销商向公司采购产品库存余额	14,628.71	9,525.62	6,115.78
公司 SMB 经销商销售收入	160,320.50	85,948.52	53,108.17
SMB 经销商持有的公司产品库存余额占公司 SMB 经销商销售收入比例	9.12%	11.08%	11.52%

资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

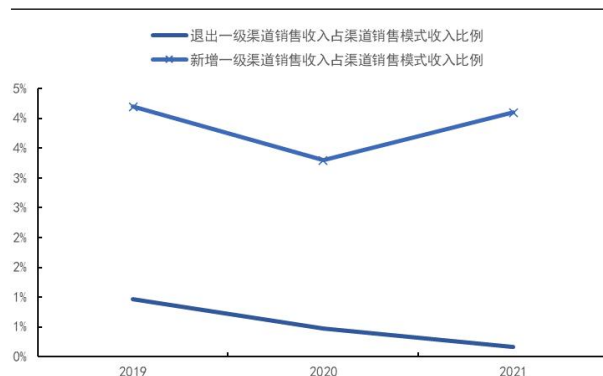
经过多年沉淀, 公司已建立起较为完善的渠道销售体系, 与多家渠道商合作关系稳定。网络设备下游用户遍布全国各地区, 行业企业必须建立覆盖全国的营销网络才能扩大销售规模, 并在行业中保持领先地位。公司拥有覆盖全国的营销网络, 可以迅速获得市场信息并及时相应客户需求。随着公司业务快速发展, 渠道商数量持续提升, 且渠道商合作关系稳定:

图 74: 公司一级渠道商各细分类型数量 (单位: 个)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

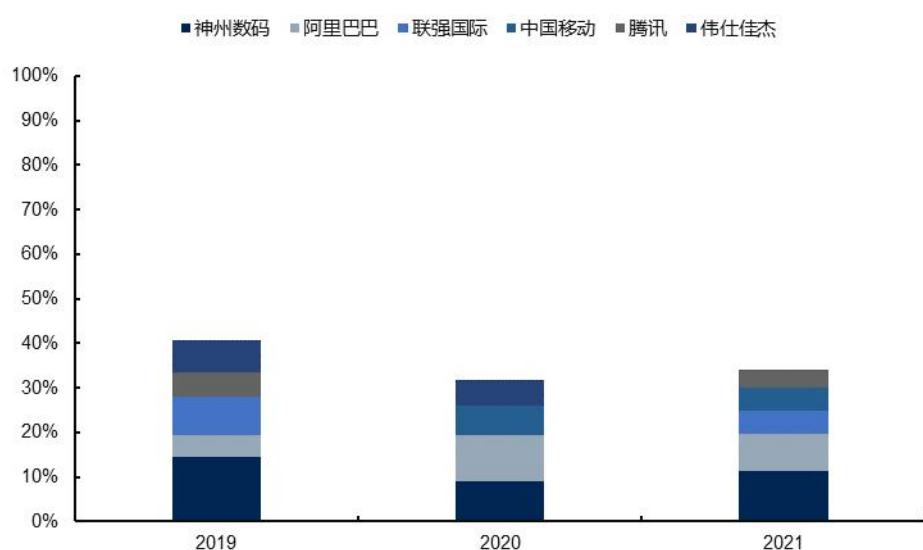
图 75: 退出和新增一级渠道商销售收入占销售收入比 (单位: %)



资料来源: 锐捷网络, 国信证券经济研究所整理

公司对大客户依赖性较低, 前五大客户销售占比稳定且占比低。

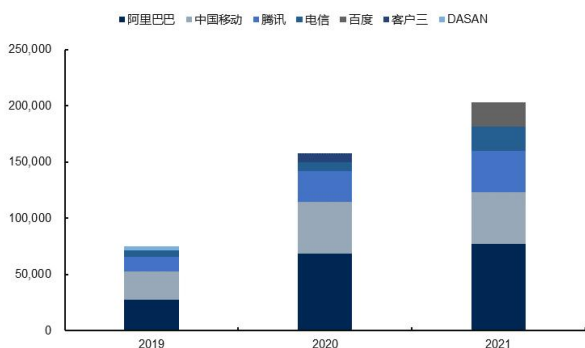
图 76: 2019-2021 年前五大客户销售占比 (单位: %)



资料来源: 锐捷网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

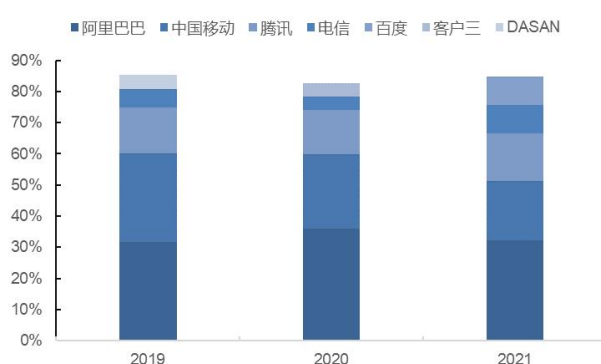
在直销渠道中，公司与运营商和互联网头部厂商保持较为稳定的合作关系。公司前五大直销客户销售情况如下：

图 77：前五大直销客户销售收入（单位：亿元）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

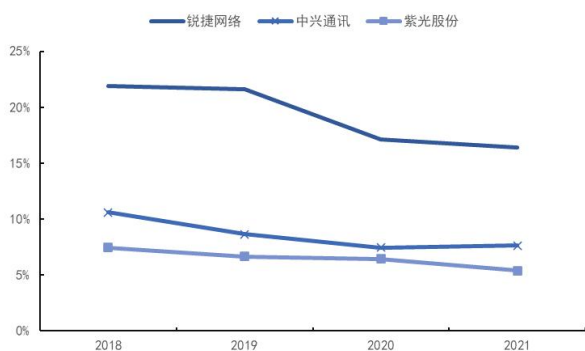
图 78：前五大直销客户销售收入占比（单位：%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

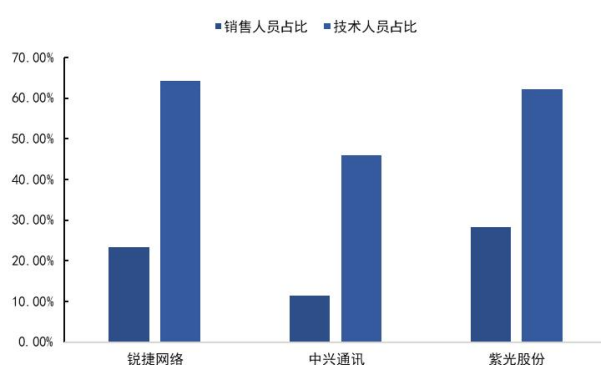
公司重视市场投入，销售费用领先同行。2018-2021 年公司销售费用率远领先于同行。同时，销售人员及技术人员占总员工人数比处于行业领先水平。

图 79：公司销售费用率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 80：公司销售人员及技术人员占比（单位：%）

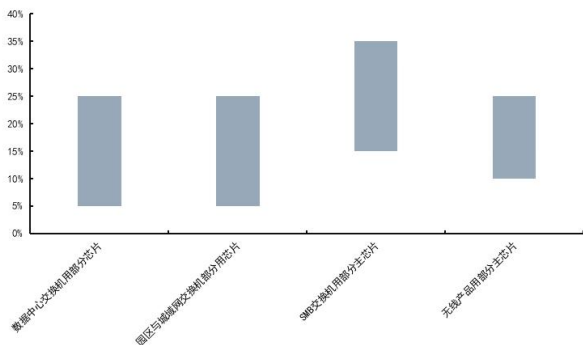


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 上游供应商稳定，下游定价能力强

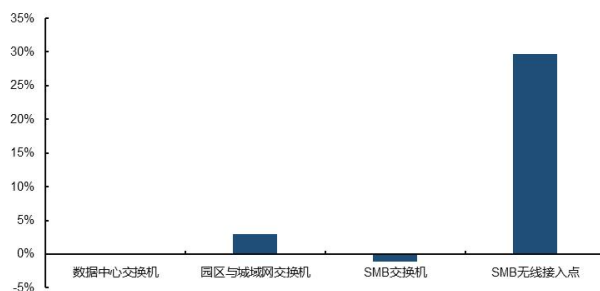
公司对下游溢价能力强。2021 年下半年，由于上游原材料供应商调价，公司所采购部分原材料的价格呈现不同程度上涨。芯片、元器件、结构件等原材料价格呈现 5%-25%不同程度上涨。公司也同步调整了对应部分产品的销售价格以应对该局势。

图81：2021年下半年公司主要原材料芯片上涨情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

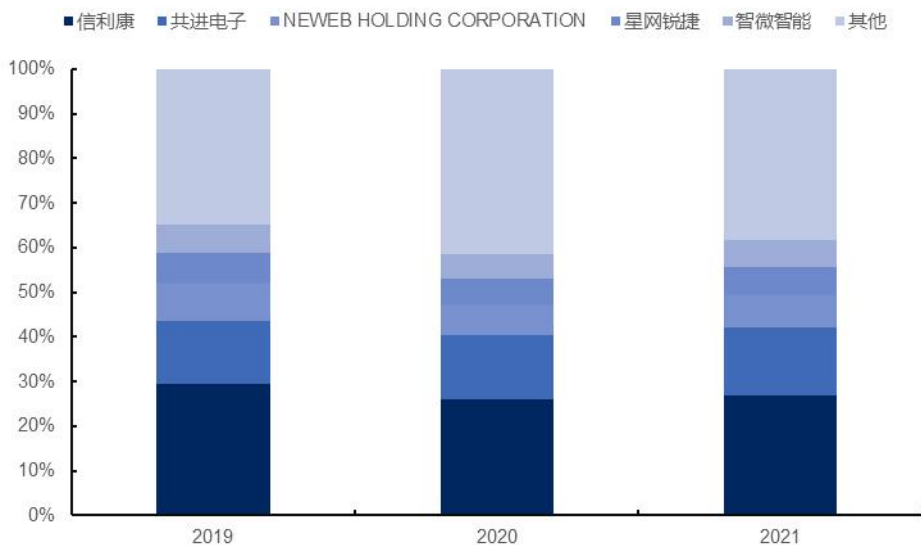
图82：部分主要芯片涨价后对应产品价格调整幅度（单位：%）



资料来源：Crehan Research，国信证券经济研究所整理

上游采购供应格局稳定，前五大供应商采购占比共约 60%。公司前五大供应商采购占比相对稳定，最大供应商采购金额占采购总额不超过 50%。

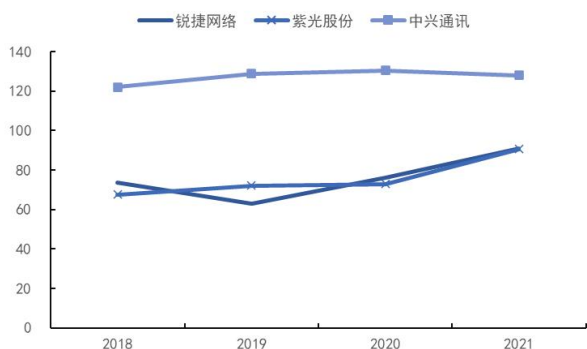
图83：锐捷网络前五大供应商采购情况（单位：%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

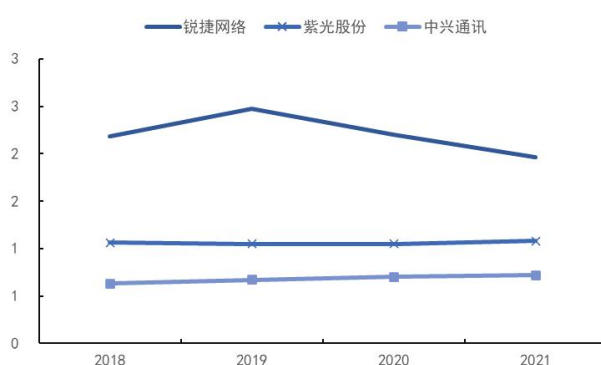
公司在行业内拥有一定话语权，且经营效率高，净营业周期及总资产周转率属行业领先水平。公司近几年净营业周期属于行业领先水平，以 2021 年为例，锐捷网络、紫光股份、中兴通讯净营业周转天数分别为 91/91/128 天。同时，公司总资产周转率领先于同行。

图84：公司与同行业公司净营业周期对比（单位：天）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；备注：经营周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数

图85：公司与同行业公司总资产周转率对比（单位：次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

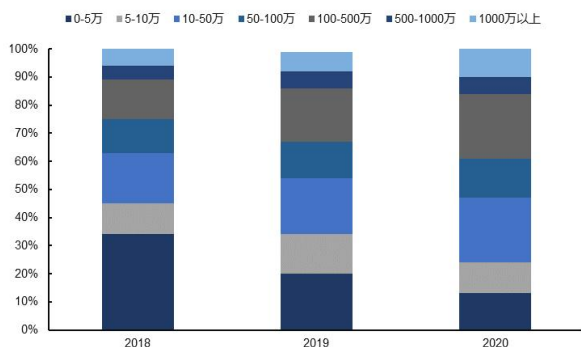
成长性一：中小型企业数字化转型需求旺盛，运营商资本开支转向数通

数字经济是构筑经济增长关键支撑，我国正大力发展数字经济。党的十九届五中全会就提出，发展数字经济，推动5G、物联网、云计算、大数据、人工智能、区块链等新一代通信技术加速创新突破。目前我国新一代信息基础设施领先全球，截至2022年6月，我国累计建成开通5G基站185.4万个，已建成全球规模最大的5G网络。在网络设备底座建设较为完善基础上，数字经济赋能作用凸显，数据要素市场加速培育，2021年中国数字经济规模达到45.5万亿元，占GDP比重达到39.8%，企业数字化转型需求旺盛。

中小企业数字化转型需求旺盛。根据中国工业互联网研究院分析数据，2018-2020年中小企业数字化转型资金绝对投入分布中，100万以上的项目占比份额逐步增大，而50万以下项目占比减小明显。这说明中小企业对数字化转型投入力度正在加大。

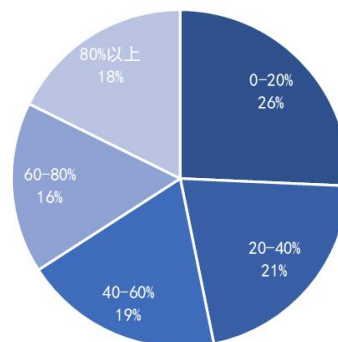
目前中小企业数字化基础薄弱，设备联网率仍然有较大提升空间。根据中国工业互联网研究院分析数据，中小企业整体数字化水平较低，转型关键基础能力不足。以中小企业设备联网率分布为例，设备联网率在0-20%、20%-40%、40%-60%、60%-80%、80%以上的占比分别为26%/21%/19%/16%/18%。设备联网率不足80%的话，企业的数字化转型将遇到瓶颈。设备联网率仍然有较大提升空间。

图86：2018-2020 年中小企业数字化转型资金绝对投入情况（单位：%）



资料来源：中国工业互联网研究院调研数据，国信证券经济研究所整理

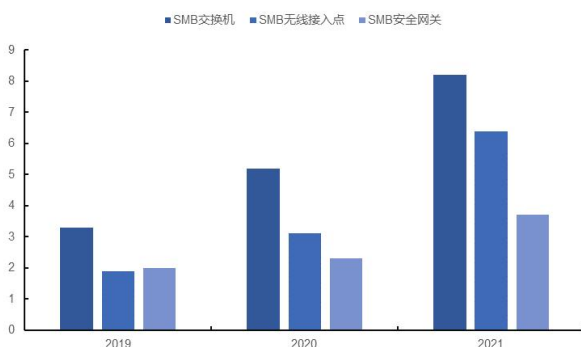
图87：设备联网率分布（单位：%）



资料来源：中国工业互联网研究院调研数据，国信证券经济研究所整理

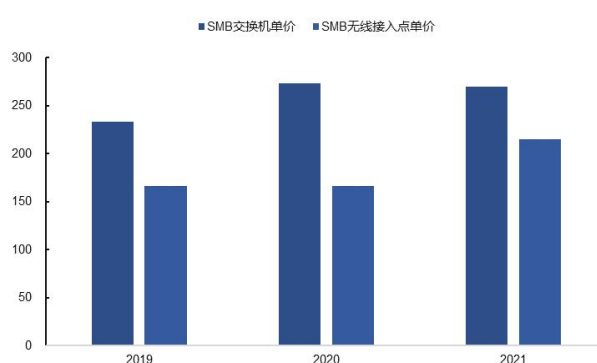
面对中小企业数字化转型旺盛需求，及目前中小企业数字化基础薄弱情况，公司具有针对性的 SMB 交换机及 SMB 无线产品方案有望受益行业发展。2019-2021 年，公司 SMB 交换机、SMB 无线接入点收入和 SMB 安全网关产品收入快速增长；SMB 交换机产品单价和 SMB 无线接入点单价稳步提升。

图88：2019-2020 公司 SMB 产品销售收入（单位：亿元）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图89：2019-2020 公司 SMB 产品单价（单位：元/台）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

运营商资本开支结构有所变化，数通网络设备投入逐步加大。5G 建设步入中后期，运营商正积极落实“东数西算”工程，持续加大云网资源部署，在数据中心、业务网、传输网等方面投入持续加大。以中国移动为例，移动 22 年预计在传输网和业务支撑网方面投入同比增长 3.6pct。

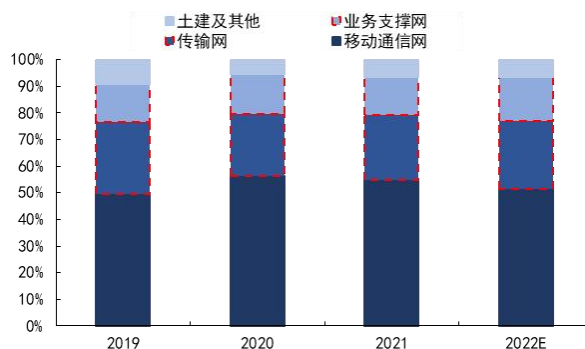
受益数字经济政策推动及产业投入持续加大，公司作为企业级网络设备头部企业，有望受益行业发展。

图90：我国数字经济规模（单位：万亿元）



资料来源：《中国数字经济发展白皮书》，国信证券经济研究所整理

图91：中国移动资本开支结构变化（单位：亿元）



资料来源：中国移动，国信证券经济研究所整理

成长性二：白盒产品发力互联网市场，运营商市场研发和产品力不断提升

◆ 白盒交换发力互联网市场，公司有望复制 Arista 成功模式

白盒交换机在过去三十年快速发展，是交换机主流技术之一。作为一种软硬件解耦的开放网络设备，白盒交换机将标准化的硬件配置与不同的软件协议进行混合匹配，用户由此获得替代传统专有集成网络设备的更开放灵活、更具成本效益的方案；同时，其与软硬一体的封闭交换机相比具有诸多优势。经过三十年积淀，该领域已然实现快速发展。

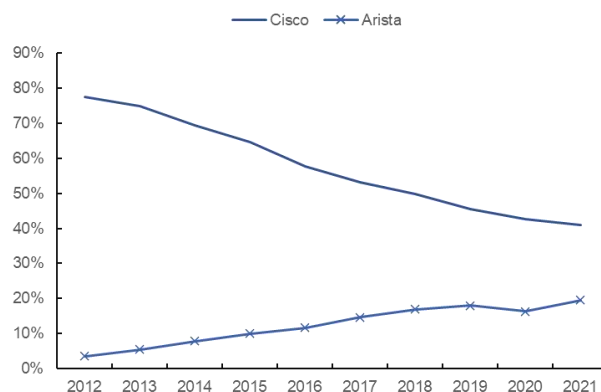
Arista 作为全球最具代表性的白盒交换机厂商，过去十年市占率持续提升。根据 Crehan Research 公布数据，2021 年 Arista 的市占率已达到近 20%，仅次于思科。

图92：传统交换机和白盒交换机架构对比示意图



资料来源：SDNLAB，国信证券经济研究所整理

图93：Cisco 和 Arista 数据中心交换机市占率对比（单位：%）



资料来源：Crehan Research，国信证券经济研究所整理

锐捷网络自主研发开放化软硬件架构，成为 SONiC 生态的主要合作伙伴之一。操作系统是白盒交换机四大主要模块之一；公司通过积极参与操作系统生态建设，

使得产品解决方案兼备灵活性、全面性。此外，锐捷网络与 OCP、OIF、COBO 等标准组织及部分客户紧密合作，根据客户需求提供基于标准硬件和定制硬件的灵活的 SONiC 软件服务，持续通过技术创新向业界提供开放网络。

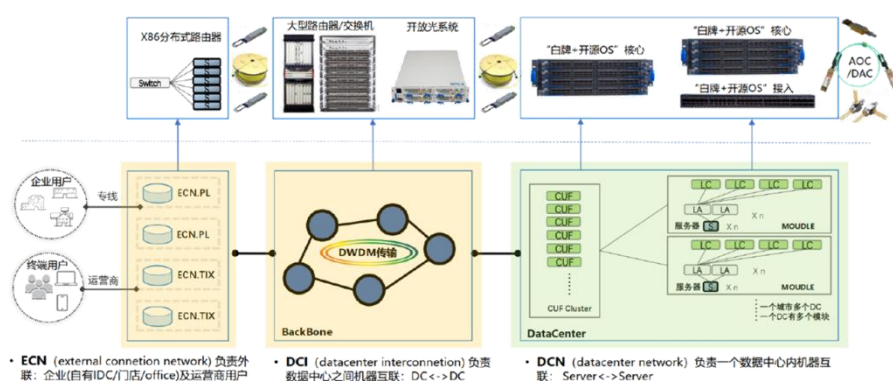
图94: 锐捷广泛参与开发组织及产业合作



资料来源：51CTO，国信证券经济研究所整理

头部互联网厂商均在积极研制和部署白盒交换机。阿里参与开放数据中心委员会并主导了多个核心项目；其中 2017 年 8 月发起的凤凰项目是 ODCC 网络工作发起的开源网络 OS 发行版项目。2015 年，腾讯开始在广域 DCI 网络试点 SDN 路径集中计算架构；经过多年积累与演进，腾讯成功于 2017 年在 DCI 网络上线了全球首个基于纯交换芯片平台的 SDN based SR-TE 网络架构。

图95: 腾讯自研白盒交换机部署示意图



资料来源：51CTO、腾讯、国信证券经济研究所整理

作为国内主流白盒交换机供应商，公司有望复制 Arista 成功模式。在公司白盒交换机产品中，CPU 采用标准 x86 架构，配合博通数据中心专用 ASIC 构建开放化白盒交换机基础，并支持 ONIE 安装环境，提供支持 SAI 的 BSP+SDK 包、基于 SONiC 的软件开发和咨询服务。公司白盒交换机已经在互联网厂商的广泛部署，有望复制 Arista 成功模式。

◆ 产品力、技术力属行业领先，在运营商市场逐步崭露头角

公司数据中心交换机产品力强，数行业头部。公司大型数据中心核心交换机产品交换容量及转发速率能力属行业领先，产品力、技术力与华为和新华三平齐。

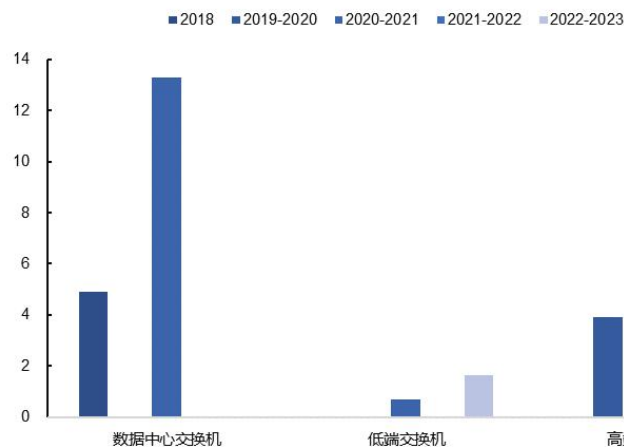
表 15: 头部厂商交换机能力对比

品牌	型号	交换容量(Tbps)	包转发率(Mpps)	业务槽位
华为	CloudEngine 16804	387/1161	115200	4
	CloudEngine 16808	645/1935	230400	8
	CloudEngine 16816	1290/3870	460800	16
锐捷	RG-N18006-X	387/1161	115200	4
	RG-N18010-X	645/1935	230400	8
	RG-N18018-X	1290/3870	460800	16
新华三	S12504X-AF	387/1161	115200	4
	S12508X-AF	645/1935	230400	8
	S12512X-AF	903/2709	345600	12
	S12516X-AF	1290/3870	460800	16

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

在运营商市场逐步崭露头角, 与中兴通讯、新华三以及华为形成寡头垄断格局。公司全面入围中国移动、中国电信、中国联通数据中心交换机集采。以中国移动近几年招标结果为例, 公司近些年不同种类交换机中标额持续增长, 且中标排名持续前三。

图 96: 中国移动 2018-2022 交换机集采结果 (单位: 亿元)



资料来源: 中国移动公告、运营商采招网、国信证券经济研究所整理

表 16: 近 3 年中国移动数据中心招标结果

	中标 1	中标 2	中标 3	中标 4
	华为	新华三	锐捷网络	中兴
中国移动 2022-2023 中标金额 (亿元)	10.1	6.7	5.4	2.1
年数据中心交换机集 标包 1 (16 槽出口交换机) 份额	50%	-	23%	27%
中采购 标包 2 (8 槽出口交换机) 份额	50%	27%	23%	-
标包 3 (盒式出口交换机) 份额	-	70%	30%	-
标包 4 (数据中心特定场景) 份额	70%	-	-	30%
中国移动 2021-2022 云资源池数据中心交 标包 1 (SDN 资源池) 份额	中兴	锐捷	新华三	华为
换机 标包 2 (增强二层资源池) 份额	70%	30%	-	-
标包 2 (增强二层资源池) 份额	-	-	70%	30%
中国移动 2020-2021 数据中心交换机 标包 1 (数据中心交换机) 份额	锐捷	中兴	华为	-
标包 2 (管理交换机) 份额	50%	20%	30%	-
标包 2 (管理交换机) 份额	70%	30%	-	-

资料来源：运营商招标网，国信证券经济研究所整理

2018 年起，公司数据中心交换机在互联网企业及运营商中得到规模应用，业务规模高速增长。根据 IDC 数据，公司中国数据中心交换机市场占有率已由 2019 年 8.64% 提升至 2021 年的 16.11%。

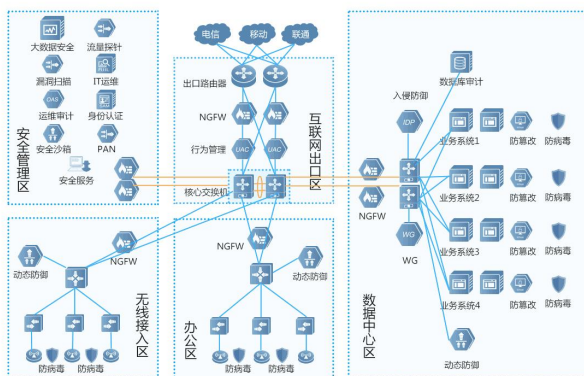
成长性三：通信+网安产品解决方案驱动新产品线高速增长

“等保 2.0”标志着安全对象由信息安全演进到网络安全。2019 年 5 月《GB/T 22239-2019 信息安全技术网络安全等级保护基本要求》标准的正式发布，国家网络安全等级保护工作正式进入 2.0 时代。网络安全对象逐步引入到移动互联网、工控、物联网等新领域。等保 2.0 强调的一个中心三重防御中，一个中心指“安全管理中心”，三重防御指“安全计算环境、安全区域边界、安全网络通信”。

网络部署与安全部署的异步建设造成了网络安全风险。数字时代背景下，网络产品与安全产品深度融合可为用户构建全方位的网络安全体系。传统情况下，网络铺设速度快于安全建设速度，这一时间差使得网络存在安全风险，当网络安全建设同步与网络建设时，利用网络设备中的流量数据，和网络设备中安全属性可降低这种异步建设的安全风险。

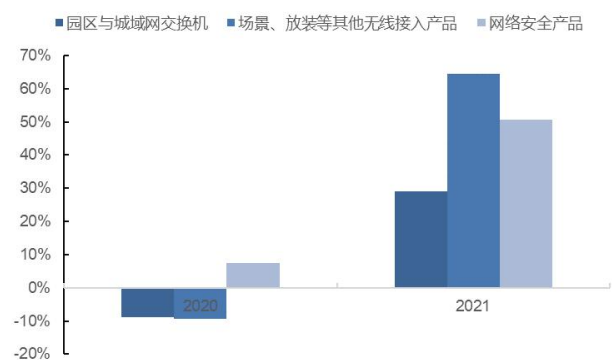
公司提供网络与安全融合解决方案，网络设备与网安产品同步销售，驱动网络设备及网络安全系列产品线业务快速发展。“网络 + 安全”整网安全解决方案依托于网络层的设备布局，让交换、路由、网关、无线等网络设备都作为大数据安全平台的安全微探针，由安全产品提供流量分析和安全数据，以安全大数据安全平台为核心对威胁情报进行全网安全检测和防护。公司 21 年网络安全产品高速增长主要系受到园区网及企业产品销售收入大幅增长的拉动。

图 97：锐捷网络等保 2.0 解决方案拓扑结构设计



资料来源：锐捷网络官网，国信证券经济研究所整理

图 98：锐捷网络网安产品收入增长同步于园区及 SMB 产品销售增长（单位：%）



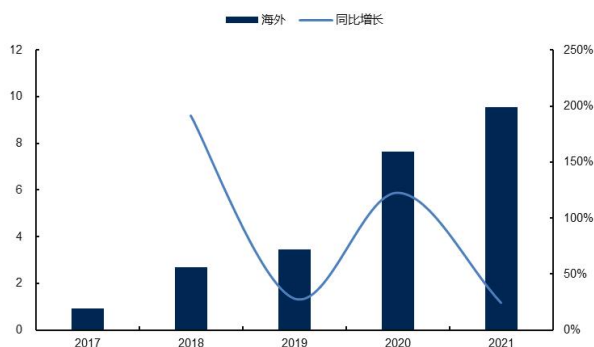
资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

成长性四：云管等方案与渠道模式可复制海外，海外市场或快速壮大

海外市场增长显著，受益于公司云管解决方案获得海外客户青睐。完善的渠道能

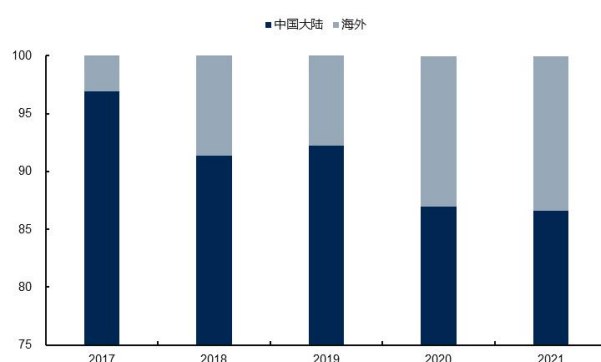
力复制到海外市场可助公司海外市场打开成长空间。公司近几年持续加大海外市场投入，并且公司推出的云管解决方案，通过云端管理 AP、交换机、路由器、网关和防火墙等网络设备，实现中小网络和多分支网络的快速部署和集中管理。该方案可以帮助海外客户便携的远程管理网络产品，获得客户认可。海外市场增长显著，海外收入占收比持续提升。

图 99: 2017-2021 公司海外收入情况（单位：亿元、%）



资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 100: 2017-2021 公司海外收入占比（单位：%）



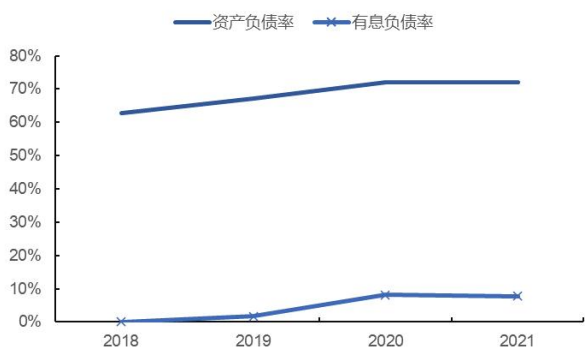
资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

财务分析

资本结构及偿债能力分析

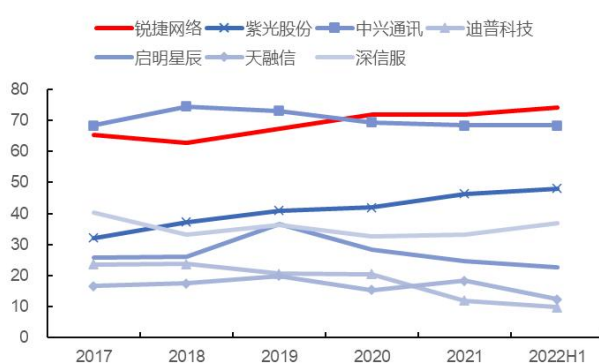
公司有息负债率回落，资产负债率高于同行。2021 年，公司资产负债率为 71.94%；从公司历史变动来看，资产负债率在 2018-2020 年持续上升，2021 年上升速度放缓。对比同行来看，2021 年公司资产负债率处于行业偏高水平，主要系公司业务拓展所需补充的流动资金源于控股股东及短期银行借款，导致公司偿债能力指标与已上市公司存在一定差异，公司上市后资产负债结构将得到改善。2021 年后经营持续向好，有息负债率回落。

图 101：2018-2021 公司资产负债率和有息负债率（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

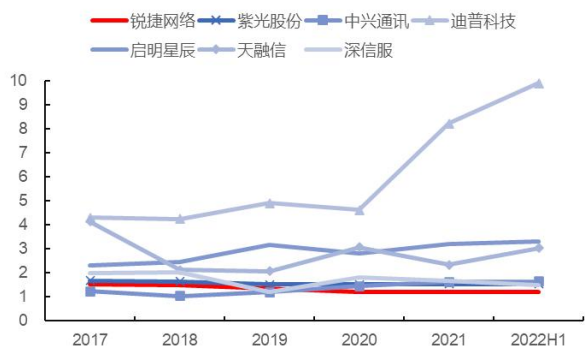
图 102：2017-2022H1 可比公司资产负债率对比（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

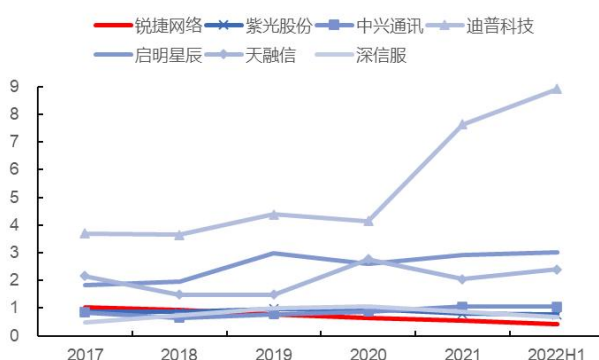
公司 2022H1 流动比率、速动比率分别为 1.20 和 0.43，过往 3 年公司流动比率、速动比率均处于行业偏低水平，但处在合理范围，主要系业务扩张增加银行短期贷款所致。随着公司首次公开发行完成，募集资金到账将改善公司偿债能力，预计未来公司现金流入较为可观。

图 103：2017-2022H1 可比公司流动比率对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 104：2017-2022H1 可比公司速动比率对比



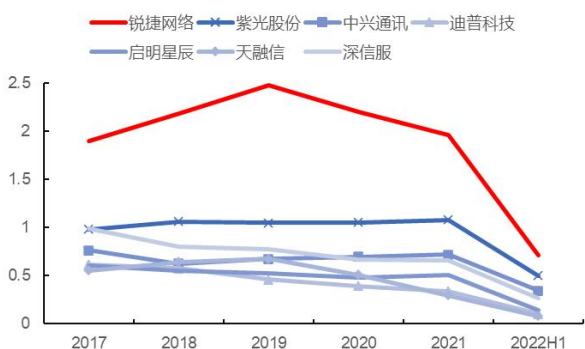
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

经营效率分析

公司总资产周转率高于同行，存货周转率处于行业平均水平，营运能力较强。公司 2022H1 总资产周转率为 0.71，2019 年起呈大幅下降趋势但仍高于同行。公司

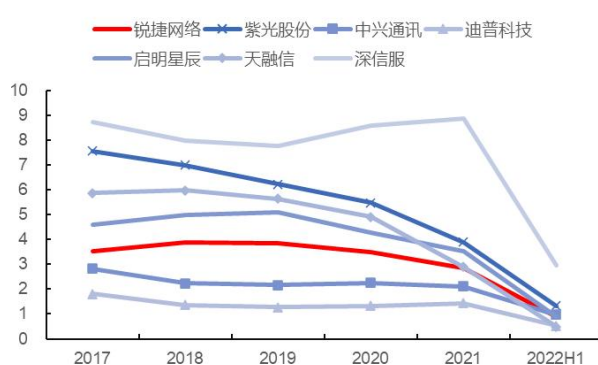
2022H1 存货周转率为 0.90，处于行业平均；2018 年起存货周转率呈逐年下降趋势，系受到国际宏观经济形势及全球新冠疫情影响所致，且符合行业整体发展规律。总体来看，渠道销售模式加快商品周转，公司营运能力较强。

图 105：2017-2022H1 可比公司总资产周转率对比（单位：次）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

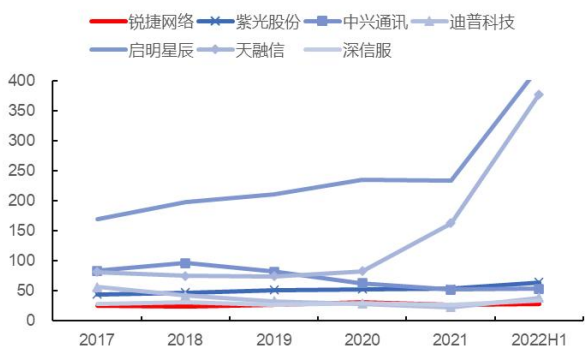
图 106：2017-2022H1 可比公司存货周转率对比（单位：次）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

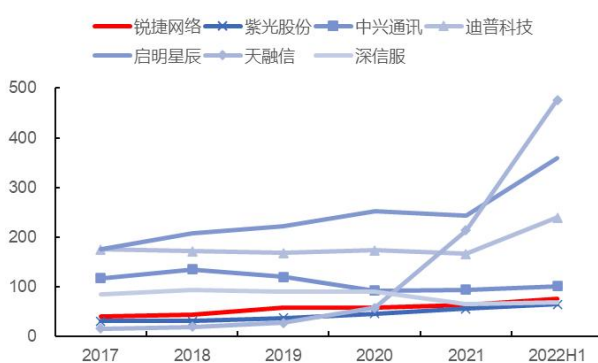
公司应收账款周期低于同行，应付账款周转天数低于行业平均；客户关系稳定，行业地位提升。2022 年上半年公司应收账款周转天数/应付账款周转天数分别为 29/76 天；2021 年公司应收账款周转天数/应付账款周转天数分别为 27/63 天。近五年公司应收账款周期稳定，应付账款周转天数逐年增加，得益于渠道销售为主、直销为辅的销售模式和先款后货的经销商结算模式，公司行业地位缓慢提升，营运能力稳中向好。

图 107：2017-2022H1 可比公司应收账款周转天数对比（单位：天）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 108：2017-2022H1 可比公司应付账款周转天数对比（单位：天）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

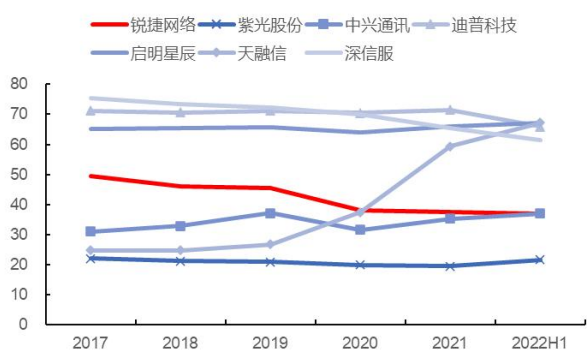
盈利能力及成长性分析

近年公司毛利率略有下降，保持行业中位水平；净利率略低于行业平均。毛利率方面，2021 年公司毛利率为 37.5%，2017-2021 年毛利率呈缓慢下降趋势，一方面系产品结构变化所致，即 EW 系列网络安全产品、以 IDV 技术路线为主的云桌面解决方案等低毛利率产品的推广；一方面受到全球新冠疫情以及原材料价格上涨的影响。净利率方面，2020 年起较为稳定并有所上升。

公司 ROE（扣除/加权）高于可比公司，盈利能力较强。公司 ROE 高于同行主要得益于公司总资产周转率及资产负债率较高。近五年公司 ROE 整体呈下降趋势，但仍远高于可比公司中兴通讯、紫光股份、迪普科技、启明星辰、天融信、深信服等；且 2020 年起公司 ROE 降幅逐渐平缓。

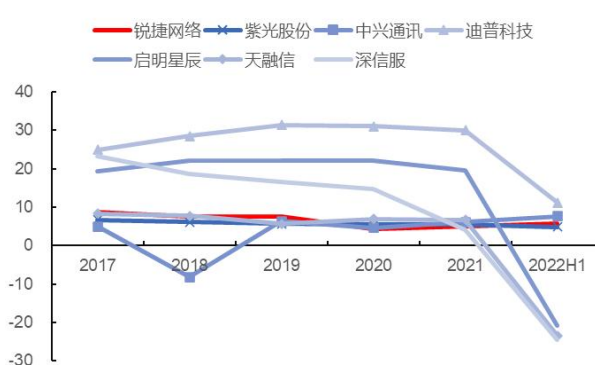
公司未来盈利能力有望企稳回升。2021-2022H1，受新产品推出、中高端产品占比增加等多因素综合影响，公司数据中心交换机和 SMB 交换机毛利率均有所提升；公司将持续加大产品创新和设计降本，带动整体毛利率提升。随着募集资金投资项目的建设完成，公司的盈利能力会得到提升，净资产收益率也会随之提高。

图 109：2017-2022H1 可比公司毛利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

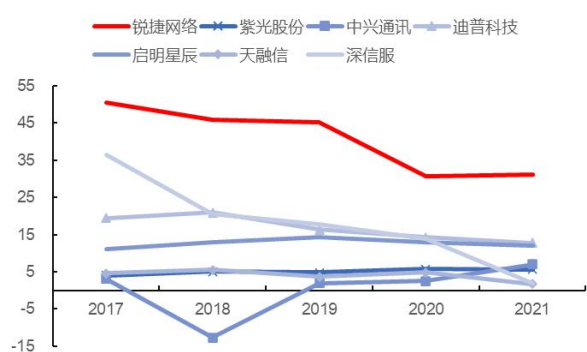
图 110：2017-2022H1 可比公司净利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

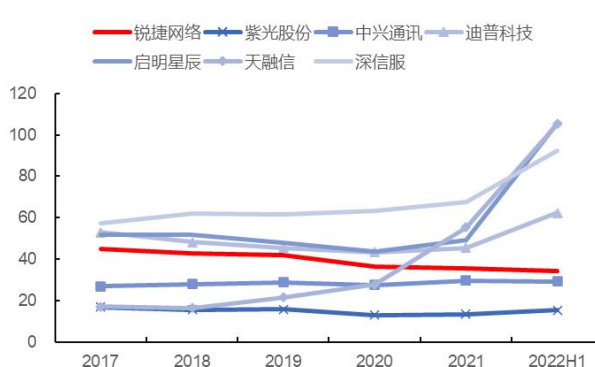
公司期间费用率兼具合理性和稳定性。公司三大费用率逐年递减且稳定位于行业平均，2020-2022H1 分别为 36.6%/35.5%/34.1%。其中销售费用率低于行业平均水平，2020 年起，受新冠疫情影响，在线办公、电子商务等线上业务快速增长，当期销售费用率进一步下降，低于同行业可比公司均值。整体而言，研发费用率和管理费用率接近行业可比公司均值。

图 111：2017-2021 年可比公司 ROE（扣除/加权）对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 112：2017-2022H1 可比公司期间费用率对比（单位：%）

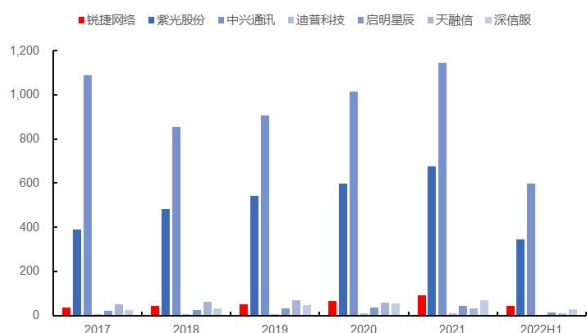


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的营收增速领先同行，2021 年归母净利润增长快于行业平均，成长性较好。2017-2021 年，公司收入年复合增长率为 24.8%，归母净利润复合增长率为 8.5%。2018 年起，受到国家产业政策支持、互联网及运营商等行业领域需求旺盛，以及公司研发技术能力建设和产品前瞻性布局方面成效的综合影响，公司在数据中心交换机、SMB 交换机等领域不断发力，对营业收入增速贡献较大；其他主营业务

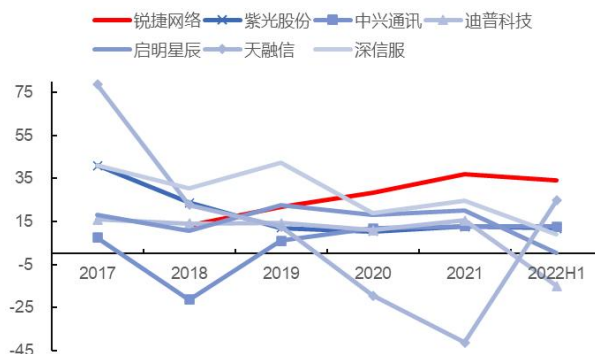
稳健增长。

图 113: 2017-2022H1 可比公司营业收入对比 (单位: 亿元)



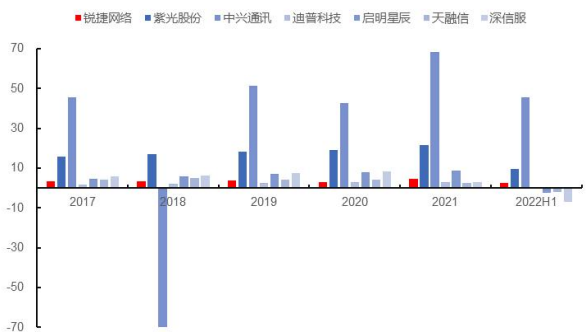
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 114: 2017-2022H1 可比公司营业收入增速对比 (单位: %)



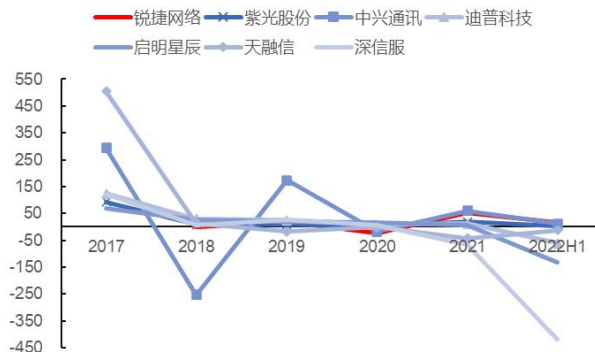
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 115: 2017-2022H1 可比公司归母净利润对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 116: 2017-2022H1 可比公司归母净利润增速对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

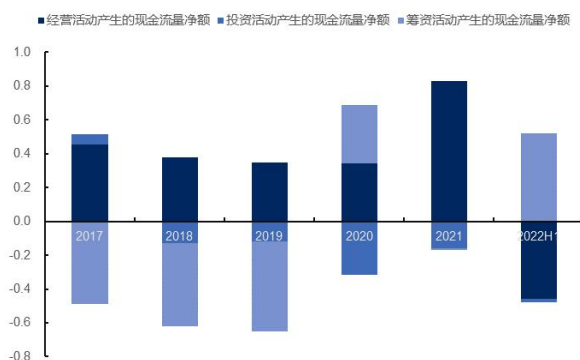
现金流量分析

公司经营性净现金流较为稳定，并于 2021 年大幅提升至 7.5 亿元。主要系公司经营应收项目余额减少，以及 SMB 产品采用渠道预付款销售模式，随着产品收入增加对应合同负债增加所致。2022H1 经营性现金流为负，主要是由于公司业务季节性导致的资金支出与销售回款之间的时间差所引起的。

投资活动方面，2021 年公司投资活动产生的现金流量支出主要为投资建设生产装配线、购买检测实验设备等。筹资活动方面，2020 年公司筹资活动产生的现金流量净额较上年增加，主要系本期短期银行借款筹资增加所致。

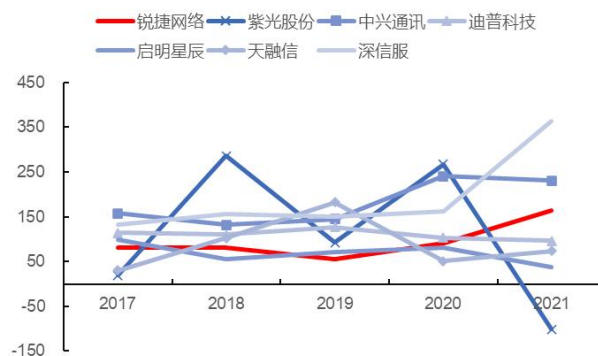
公司经营质量总体稳中有进。2021 年公司净利润现金含量为 1.6，略高于行业平均水平，且自 2019 年起公司净利润现金含量不断攀升，表示其销售回款能力较强，财务压力小。

图 117: 2017-2022H1 公司现金流量情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 118: 2017-2021 年可比公司净利润现金含量对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 备注: 净利润现金含量=经营活动现金净流量/净利润

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

网络设备：在数字经济行业景气发展背景下，我国网络设备市场规模大，且行业格局相对稳定。运营商在算力网络的加速部署以及政企加大数字化转型正推动交换机、路由器等高端数通设备和无线接入设备市场快速增长。政企及数据中心交换机市场格局相对稳定，公司属于头部，有望受益行业快速发展。预计 2022-2024 年该块业务增速分别为 39.3%/34.5%/30.0%。产品结构有所变化，对应网络设备毛利率分别为 41.5%/41.7%/42.1%。其中

- 交换机：受益于数据中心行业快速发展以及公司数据中心交换机市占率有所提升，公司近几年在运营商集采渗透率逐步提升，其白盒交换机受到互联网厂商青睐，所以其数据中心交换机增长显著高于行业增长。预计数据中心交换机收入 2022-2024 年分别增长 40%/30%/20%；园区与城域网方面，公司在教育与医疗领域市场优势明显，在教育等行业贴息带宽的政策支持下，公司有望受益行业发展，预计园区与城域网交换机 2022-2024 年分别增长 30%/25%/20%；中小企业在疫情后对网络部署需求旺盛，其公司云管方案获得客户认可，预计 SMB 交换机 2022-2024 年分别增长 50%/50%/50%。流量增长驱动数通产品迭代升级，数据中心交换机正在由 100G 向 200G/400G 升级，园区及中小企业交换机正在由千兆向万兆升级，驱动交换机产品毛利未来随产品升级而小幅增长，其中数据中心交换机和 SMB 交换机在 22H1 相比 21 毛利率分别提升 6.8pct/4.1pct。
- 无线产品：公司针对不同领域应用场景推出解决方案，教育领域推出极光、医疗推出 wifi6 零漫游、工厂中推出面对产线的无线解决方案，产品方案竞争力持续增强，预计场景、放装等无线接入产品在 2022-2024 年分别增长 30%/25%/20%。该类产品随着定制化项目变多，及市场拓展保持产品价格竞争性，产品毛利或小幅下降。随着 Wifi-6 逐步放量以及 Wifi-7 的逐步部署，预计 SMB 无线接入点延续 21 年的高增长，在 2022-2024 年分别增长 70%/65%/60%。该类产品的云管解决方案为客户带来价值大，客户认可度高，且随着 wifi 产品升级，毛利率在未来或小幅上升。
- 路由器：该行业平稳发展，预计公司路由器产品在 2022-2024 年营收及毛利率与 21 年基本持平。

网络安全产品：我国网络安全增速领先全球，其中网络安全硬件市场 2021-2025 年复合增长率将达到 18.4%。公司通过“网络设备+网安产品”方式融合销售驱动网安产品快速增长，叠加“信创”行业景气度高企，预计 2022-2024 年该业务增速分别为 40%/35%/30%，随着市场逐步扩大，对应产品毛利率小幅调整，分别为 43%/43%/42%。

云桌面解决方案：公司是云桌面解决方案龙头厂商，率先提出 IDV+VDI+TCI 等多云引擎架构，应对多种融合应用场景。公司该产品在多个领域应用市场排名名列前茅。如上文分析，我国 VDI 和 IDV 产品未来 4 年的年复合增速分别为约 10%/131%。公司作为该领域龙头设备商，预计 2022-2024 年该业务增速分别为 43%/43%/41%，对应毛利率维持前期水平，分别为 24%/24%/23%。其中

- IDV 产品：公司该产品属行业龙头，预计公司该产品 2022-2024 年延续 21 年

67%的高速增长态势，分别增长 40%/30%/20%。

- VDI 产品：预计公司在该领域产品增长情况同步与行业的 9%年复合增速。
 2022-2024 年该业务增速分别为 9%/8%/7%。

表 17：锐捷网络未来三年业绩拆分

收入分类预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
网络设备					
收入	490,526.45	660,650.70	919,926.80	1,236,921.52	1,608,353.18
增长率	32.04%	34.68%	39.25%	34.46%	30.03%
毛利率	38.48%	39.84%	41.51%	41.73%	42.06%
网络设备-交换机					
数据中心交换机					
收入	205,388.11	238,159.27	333,423.0	433,449.9	520,139.8
增长率	109.21%	15.96%	40%	30%	20%
毛利率	28.05%	30.87%	35.00%	36.00%	37.00%
园区与城域网交换机					
收入	119,215.20	153,789.41	199,926.2	249,907.8	299,889.3
增长率	-8.97%	29.00%	30%	25%	20%
毛利率	54.83%	53.79%	54.00%	53.50%	53.00%
SMB 交换机					
收入	52,103.57	82,082.94	123,124.4	184,686.6	277,029.9
增长率	56.67%	57.54%	50%	50%	50%
毛利率	27.91%	34.87%	38.00%	39.50%	40.50%
网络设备-无线产品					
场景、放装等无线接入产品					
收入	64,962.72	106,777.29	138,810.5	173,513.1	208,215.7
增长率	-9.31%	64.37%	30%	25%	20%
毛利率	49.98%	43.75%	43.70%	43.20%	43.00%
SMB 无线接入点					
收入	31,160.84	64,001.31	108,802.2	179,523.7	287,237.9
增长率	59.35%	105.39%	70.00%	65.00%	60.00%
毛利率	29.17%	36.20%	38.00%	39.00%	40.00%
网络设备-路由器					
收入	17,696.02	15,840.47	15,840.5	15,840.5	15,840.5
增长率	-1.30%	-10.49%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	54.73%	53.23%	53.30%	53.30%	53.30%
网络安全产品					
收入	46,812.58	70,471.66	98,660.32	133,191.44	173,148.87
增长率	7.35%	50.54%	40%	35%	30%
毛利率	48.46%	44.71%	43.00%	42.50%	42.00%
云桌面解决方案					
收入	81,476.03	112,083.28	145,766.21	181,483.45	214,018.54
增长率	21.76%	37.57%	30.05%	24.50%	17.93%
毛利率	30.68%	26.28%	24.4%	23.5%	23.0%
IDV 路线					
收入	41,756.47	69,850.30	97,790.42	127,127.55	152,553.06
增长率	69.30%	67.28%	40%	30%	20%
毛利率	21.90%	17.28%	17.00%	16.80%	16.60%
VDI 路线					
收入	30,064.66	24,579.86	26,792.05	28,935.42	30,960.89
增长率	-12.23%	-18.24%	9%	8%	7%
毛利率	43.58%	38.68%	39.00%	38.50%	38.00%
软件及配件					
收入	9,736.39	17,653.12	21,183.74	25,420.49	30,504.59
增长率	22.79%	81.31%	20%	20%	20%
毛利率	28.47%	44.61%	40.00%	40.00%	40.00%
其它主营产品					
收入	27,594.29	30,772.91	30,772.91	30,772.91	30,772.91

增长率	-12.40%	11.52%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	62.24%	54.43%	60.0%	55.0%	50.0%
其它业务收入					
收入	23,374.37	44,885.21	44,885.21	44,885.21	44,885.21
增长率	176.22%	92.03%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.53%	7.11%	10.00%	10.00%	10.00%
收入合计	669,783.7	918,863.8	1,240,011.5	1,627,254.5	2,071,178.7
增长率	28.31%	37.19%	34.95%	31.23%	27.28%
毛利率	38.16%	37.45%	38.94%	39.13%	39.51%

资料来源：锐捷网络招股说明书，国信证券经济研究所整理

盈利预测

三项费用假设如下：

- 研发费用：公司重视研发投入，近些年公司研发费用率维持在 15%左右，研发费用随着公司营业收入增长而增长。
- 管理费用：上市后将强经营管理，管理效率提升后，管理费用率将会小幅收窄。
- 销售费用：公司销售渠道广泛、拥有庞大的优质客户资源，目前市场格局相对稳定，2019-2021 年销售费用率呈现小幅收窄趋势，公司持续拓展中小企业客户以及海外市场，对应销售费用持续增长，预计销售费用率随营收增长保持稳定水平。

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年收入分别为 124/163/207 亿元，增速分别为 35.0%/31.2%/27.3%；归母净利润分别为 5.5/7.4/9.5 亿元，增速分别为 20.6%/34.5%/28.5%；每股收益分别为 0.97/1.31/1.68 元。

表 18：锐捷网络未来三年盈利预测表

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6698	9189	12400	16273	20712
营业成本	4142	5748	7572	9905	12528
营业税金及附加	33	44	62	81	124
销售费用	1145	1507	2046	2693	3438
管理费用	225	328	416	537	674
研发费用	1022	1390	1879	2473	3159
财务费用	56	39	(31)	(59)	(63)
利润总额	237	328	502	675	867
所得税费用	(61)	(130)	(50)	(67)	(87)
归属于母公司净利润	297	458	552	742	954

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

敏感性分析

我们对盈利预测进行情景分析，乐观预测将营收增速和成本分别提高 5%；悲观预测将营收增速和成本分别降低 5%。

表19: 情景分析（乐观、中性、悲观）（单位：百万元、%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6,698	9,189	12,787	17,339	22,881
(+/-%)	28.3%	37.2%	39.2%	35.6%	32.0%
净利润(百万元)	297	458	1,170	1,629	2,158
(+/-%)	-24.1%	53.9%	155.7%	39.2%	32.4%
摊薄 EPS	0.59	0.92	2.06	2.87	3.80
中性预测					
营业收入(百万元)	6,698	9,189	12,400	16,273	20,712
(+/-%)	28.3%	37.2%	35.0%	31.2%	27.3%
净利润(百万元)	297	458	552	742	954
(+/-%)	-24.1%	53.9%	20.6%	34.5%	28.5%
摊薄 EPS(元)	0.59	0.92	0.97	1.31	1.68
悲观的预测					
营业收入(百万元)	6,698	9,189	12,444	16,452	21,210
(+/-%)	28.3%	37.2%	35.4%	32.2%	28.9%
净利润(百万元)	297	458	-55	-48	-75
(+/-%)	-24.1%	53.9%	—	—	—
摊薄 EPS	0.59	0.92	-0.10	-0.08	-0.13
总股本(百万股)	500	500	568	568	568

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：36.2-40.1 元

公司主营网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案的研发、设计和销售。产品已广泛应用于政府、运营商、金融、互联网、教育、医疗、能源、交通、商业、制造业等行业信息化建设领域。近些年数字经济受到国家高度重视，公司作为数字经济信息化基础设施的网络设备重要供应商，有望持续受益行业发展。

我们将公司分为可预测期（2022-2024 年）、过渡期（2024-2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法反映公司的长期成长价值。

- 对于 2022-2024 年可预测期，参考盈利预测拆解，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 124/163/207 亿元，增速分别为 35.0%/31.2%/27.3%。
- 对于 2024-2031 年过渡期，假设公司营业收入增速逐步收窄。
- 对于 2032 年起的永续增长期，基于审慎原则假设永续增长率为 2.5%。

费用率方面，公司重视研发投入，近些年公司研发费用率维持在 15%左右，研发费用随着公司营业收入增长而增长。公司上市后将强管理，管理效率提升后，管理费用率将会小幅收窄。公司销售渠道广泛、拥有庞大的优质客户资源，目前市场格局相对稳定，预计后续会保持相对稳定销售费用率 15%左右。

所得税率方面，公司属于高新技术企业，享受 15%的企业所得税优惠税率，考虑到公司在研发等方面获得的税费补偿等因素。假设公司 22-24 年成本费用率约 95%，叠加研发加计扣除 100%研发费用后，测算出公司近三年获得约 10%研发税费补偿。

分红率方面，公司在 2019 年分红率较高，预计上市后回馈股东，提升较高分红率。

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 20：公司盈利预测假设条件（单位：%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	21.89%	28.31%	37.19%	34.95%	31.23%	27.28%	24.33%	22.33%
营业成本/营业收入	54.57%	61.84%	62.55%	61.06%	60.87%	60.49%	60.29%	60.09%
管理费用/营业收入	3.42%	3.35%	3.56%	3.35%	3.30%	3.25%	3.20%	3.20%
研发费用/营业收入	16.54%	15.25%	15.13%	15.15%	15.20%	15.25%	15.20%	15.20%
销售费用/销售收入	21.59%	17.10%	16.40%	16.50%	16.55%	16.60%	16.40%	16.40%
营业税及附加/营业收入	0.71%	0.49%	0.48%	0.50%	0.50%	0.60%	0.60%	0.70%
所得税税率	-6.78%	-25.64%	-39.68%	-10.00%	-10.00%	-10.00%	1.00%	1.00%
股利分配比率	98.34%	9.88%	5.80%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本假设方面，无杠杆 beta 系数给予我们对行业理解，给予 1.1 倍。股票风

险溢价率采用沪深 300 指数过去 10 年的年化收益率与无风险利率的差值 7%；债务成本采用 5.30%；由此计算出 WACC 为 10.2%。

表 21：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	1.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.20%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价（元）	38.41	Ke	10.31%
发行在外股数（百万）	568	E/(D+E)	98.64%
股票市值（E，百万元）	21824	D/(D+E)	1.36%
债务总额（D，百万元）	300	WACC	10.24%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司股价的合理价值区间为 36.2–40.1 元。

表 22：FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	479.8	684.0	921.0	1,225.5	1,606.9
所得税税率	1.00%	1.00%	1.00%	2.00%	2.00%
EBIT*(1-所得税税率)	475.0	677.2	911.8	1,200.9	1,574.7
折旧与摊销	57.0	70.9	89.6	111.5	134.5
营运资金的净变动	(338.4)	(121.7)	(536.3)	(555.9)	(1,153.1)
资本性投资	(201.0)	(221.0)	(241.0)	(251.0)	(221.0)
FCFF	(7.4)	405.4	224.1	505.6	335.2
PV(FCFF)	(6.7)	333.6	167.3	342.4	205.9
核心企业价值	19,381.3				
减：净债务	(2,232.3)				
股票价值	21,613.6				
每股价值	38.04				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析与预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 23：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续增长率变化	38.04	9.9%	10.1%	10.27%	10.5%	10.7%
	3.1%	43.38	41.84	40.39	39.02	37.74
	2.9%	42.43	40.95	39.56	38.25	37.02
	2.7%	41.53	40.11	38.78	37.52	36.34
	2.5%	40.67	39.32	38.04	36.83	35.69
	2.3%	39.86	38.56	37.34	36.17	35.07
	2.1%	39.10	37.85	36.66	35.54	34.48
	1.9%	38.37	37.17	36.03	34.95	33.92

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

相对估值：36.5–43.0 元

锐捷网络的主营的网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案三块解决方案在 21 年占收比分别约 76%/7%/13%。网络设备是公司主要收入来源，也是公司未来营收增长的主要驱动力，云桌面解决方案公司属于行业龙头。根据公司业务分类、市场格局，我们选取中兴通讯、紫光股份、深信服为可比公司。

- 中兴通讯（000063.SZ）：公司是全球领先的综合性通信制造商，向全球用户提供无线、有线、业务、终端产品和专业通信服务。2021 年公司收入 1145 亿元，归母净利润 68 亿元。
- 紫光股份（000938.SZ）：公司产品覆盖 IT 服务的重要领域：硬件方面提供智能网络设备、存储系统、全系列服务器等为主的面向未来计算架构的先进装备。2021 年公司收入 626 亿元，归母净利润 22 亿元。
- 迪普科技（300768.SZ）：是在网络安全领域集研发、生产、销售于一体的高科技企业，它专注于网络内容及网络安全，为用户提供深度的安全检测与防御、以及深度的内容识别与加速的整体解决方案。用户覆盖了政府、运营商、电力、能源、金融、交通、教育、医疗、企业等在内的各行各业。2021 年公司收入 10.3 亿元，归母净利润 3.1 亿元。
- 启明星辰（002439.SZ）：公司总部位于北京市，2010 年 6 月于深交所中小板上市。启明星辰自设立以来一直专注于信息安全领域，主营业务为信息网络安全产品的研发、生产、销售与提供专业安全服务及解决方案。根据启明星辰 2021 年年报，其 2021 年主营业务收入为 43.86 亿元，净利润为 8.63 亿元。
- 天融信（002212.SZ）：公司总部位于广东省汕头市，2008 年 2 月于深交所中小板上市。2016 年，天融信收购北京天融信科技有限公司，并进入网络安全领域。天融信为政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、电力、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和服务。根据天融信 2021 年年报，其 2021 年网络安全业务收入为 33.48 亿元。
- 深信服（300454.SZ）：公司专注于软件和信息技术服务行业，公司专注于软件和信息技术服务行业。2021 年公司收入 68 亿元，归母净利润 3 亿元。

锐捷网络在网络通信设备市场与中兴通讯、紫光股份存在市场竞争关系。相比较中兴通讯和紫光股份，锐捷网络产品更佳聚焦于交换机和无线接入设备，产品种类相对少而精，在大型数据中心、企业园区网等领域拥有较强的技术储备和庞大的客户资源，在企业数字化转型背景下，公司在网络设备随各政企垂直领域信息化加速部署增长背景下，其收入增速有望超过同行竞争对手。在网络安全市场，公司与迪普科技、启明星辰、天融信属同行业公司；在云桌面市场，公司与深信服等公司存在竞争关系。目前同类可比公司 2022-2023 年 PE 倍数分别为 44/28 倍。公司网络产品市占率连续三年排名前三（在运营商、互联网、园区及企业、SMB 领域的交换机等网络设备增速远领先于行业增速）；云桌面产品市占率第一，给予公司 2023 年 28-33 倍较为合理，对应市值 207-244 亿元，对应股价 36.5-43.0 元/股。

表 24: 可比盈利预测估值比较 (更新至 2022 年 12 月 17 日)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2021A	EPS 2022E	2023E	2021A	PE 2022E	2023E	PB MRQ
301165.SZ	锐捷网络	增持	33.9	192.6	0.9	1.0	1.3	37.0	34.9	26.0	10.5
可比公司											
000063.SZ	中兴通讯	买入	26.3	1168.9	0.7	1.8	2.1	18.3	14.8	12.6	2.2
000938.SZ	紫光股份	买入	19.7	563.4	0.6	0.9	1.1	26.2	22.8	18.6	1.8
300768.SZ	迪普科技	无评级	13.2	84.9	0.7	0.4	0.6	27.4	31.0	23.0	2.7
002212.SZ	天融信	无评级	10.0	118.4	0.1	0.4	0.5	51.5	24.6	18.5	1.3
002439.SZ	启明星辰	无评级	25.8	246.0	0.8	1.0	1.3	28.5	25.3	19.8	3.8
300454.SZ	深信服	无评级	108.0	448.9	0.3	0.7	1.5	164.5	146.7	74.5	6.7
平均									44	28	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测; 中兴通讯、紫光股份、迪普科技、天融信、启明星辰、深信服估值采用 Wind 一致性预测

投资建议

预计公司 22-24 年收入分别为 124.0/162.7/207.1 亿元, 归母净利润分别为 5.5/7.4/9.5 亿元, 股价合理区间在 36.5-40.1 元, 对应 23 年 PE 区间为 28-31 倍, 相对于目前股价有 78~18%溢价空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 36.5-40.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的公司比如中兴通讯、迪普科技、深信服等，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 35%/31%/27%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利分别为 38%/39%/39%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

创新风险

ICT 产品技术更迭快、市场需求存在不确定性，对于公司在行业发展方向、技术发展趋势和场景需求变化的判断上提出更高的要求。因此，公司选择及投入的研发方向、创新成果可能与未来场景应用变化趋势存在一定差异，使公司新产品缺乏一定有效性、及时性，从而降低产品体系竞争力。

技术风险

研发失败风险。公司产品研发涉及多学科专业知识的综合应用，由于新技术研发和产业化的不确定性加上大量研发费用的投入，一旦在研发过程中未能达到预期就会拖慢相应产品转化进度，进而对公司业绩和市场竞争产生不利影响。

技术人员流失风险。保持核心技术团队稳定性是技术密集型行业内公司发展的保证。而信息技术行业技术更新快、人员流动性高；随着市场竞争加剧和

经营规模扩大，若公司没有有效的约束激励制度造成核心人员大规模流失，则会对竞争力产生不利影响。

经营风险

行业竞争加剧风险。网络设备、网络安全及云桌面行业市场规模持续增长，行业内主要企业在研发和销售领域不断加大投入，市场竞争全面展开。

招投标风险。对于涉及销售金额较大、需求集中的运营商及大型互联网企业的直销模式采用招投标方式进行销售，若公司或渠道商在新的招标中未能入围或中标数量、价格下降，则会对削减当年业绩。

成本风险。受劳动力供求结构变化及整体社会经济发展的影响，国内劳动力成本将呈长期上升趋势；同时由于市场供需因素的影响，公司主要原材料市场价格上涨。

进口、外协加工风险。外协厂商可能出现的加工任务饱和、加工能力下降、出现重大质量问题等情况将导致生产供货速度下降和客户流失风险。同时，若未来国际局势出现重大不利变化，则会影响部分芯片供应。

财务风险

毛利率下降风险。受行业竞争、产品结构变化、客户结构变化、原材料成本上涨等影响，公司部分或全部产品存在进一步下降风险。

经营活动产生的现金流量净额波动风险。公司业务规模扩张、员工规模增长、研发投入增加，以及终端客户群体采购周期造成的业务季节性波动可能导致公司资产流动性风险。

税收优惠依赖风险。公司享受的增值税、企业所得税优惠金额占利润总额比例较高，若未来公司不满足高新技术企业认定条件或软件产品退税等税收优惠政策发生变化，则可能无法享受上述优惠。

母公司星网锐捷于 2022 年 9 月披露《关于前期会计差错更正及追溯调整涉及定期报告更新的提示性公告》，对 2017 年至 2022 年第一季度期间定期报告进行更新。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	691	1288	3582	3927	4061	营业收入	6698	9189	12400	16273	20712
应收款项	901	857	1087	1427	2100	营业成本	4142	5748	7572	9905	12528
存货净额	1538	2512	3425	4482	5851	营业税金及附加	33	44	62	81	124
其他流动资产	146	21	124	185	164	销售费用	1145	1507	2046	2693	3438
流动资产合计	3276	4678	8219	10022	12176	管理费用	225	328	416	537	674
固定资产	317	382	528	686	834	研发费用	1022	1390	1879	2473	3159
无形资产及其他	0	12	13	13	14	财务费用	56	39	(31)	(59)	(63)
投资性房地产	210	495	495	495	495	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	17	25	25	20	10
资产总计	3803	5568	9255	11217	13520	其他收入	(873)	(1227)	(1879)	(2473)	(3159)
短期借款及交易性金融负债	311	434	350	365	383	营业利润	241	320	482	662	862
应付款项	1663	2245	3114	4075	5163	营业外净收支	(4)	8	20	13	5
其他流动负债	729	1198	1506	1972	2501	利润总额	237	328	502	675	867
流动负债合计	2703	3877	4970	6412	8047	所得税费用	(61)	(130)	(50)	(67)	(87)
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	38	129	129	129	129	归属于母公司净利润	297	458	552	742	954
长期负债合计	38	129	129	129	129	现金流量表（百万元）					
负债合计	2741	4006	5099	6541	8176	净利润	297	458	552	742	954
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	13	2	23	12	13
股东权益	1062	1562	4156	4676	5343	折旧摊销	45	58	57	71	90
负债和股东权益总计	3803	5568	9255	11217	13520	公允价值变动损失	(17)	(25)	(25)	(20)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	56	39	(31)	(59)	(63)
每股收益	0.59	0.92	0.97	1.31	1.68	营运资本变动	(66)	54	(47)	(19)	(390)
每股红利	0.06	0.05	0.29	0.39	0.50	其它	(13)	(2)	(23)	(12)	(13)
每股净资产	2.12	3.12	7.32	8.23	9.40	经营活动现金流	259	544	537	774	643
ROIC	15%	14%	24%	32%	36%	资本开支	0	(149)	(201)	(221)	(241)
ROE	28%	29%	13%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	38%	37%	39%	39%	40%	投资活动现金流	0	(149)	(201)	(221)	(241)
EBIT Margin	2%	2%	3%	4%	4%	权益性融资	(19)	0	2208	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	28%	37%	35%	31%	27%	支付股利、利息	(29)	(27)	(166)	(223)	(286)
净利润增长率	-24%	54%	21%	34%	29%	其它融资现金流	151	255	(84)	15	18
资产负债率	72%	72%	55%	58%	60%	融资活动现金流	73	202	1958	(207)	(268)
息率	0.2%	0.2%	1.0%	1.3%	1.7%	现金净变动	332	597	2294	345	134
P/E	57.0	37.0	34.9	26.0	20.2	货币资金的期初余额	359	691	1288	3582	3927
P/B	16.0	10.8	4.6	4.1	3.6	货币资金的期末余额	691	1288	3582	3927	4061
EV/EBITDA	111.4	91.5	50.5	39.5	31.2	企业自由现金流	0	202	278	471	326
						权益自由现金流	0	457	227	551	414

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