

网络市场稳定增长，收购并表增厚业绩

投资要点

- **事件:** 星网锐捷发布 2017 年半年报, 公司实现营业收入 23.86 亿元, 同比增长 27.24%, 实现归母净利润 5182 万元, 同比增长 34.51%。公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润 19373-22896 万元, 同比增长 10%-30%。
- **半年报业绩基本符合预期。** 公司上半年业绩整体稳健增长, 报告期内公司毛利率为 36.39%, 较去年同期的 40.64% 下降 4.25 个百分点。此外, 公司上半年较好地控制了费用, 半年报销售费用率和管理费用率较去年同期分别下降 2.03 和 2.26 个百分点。
- **主营业务增长稳健, 保持市场领先地位。** 控股子公司锐捷网络上半年实现营收 10.51 亿, 同比增长 20.01%。净利润较上年同期减少 39.73%, 主要是报告期内费用较上年同期增长较多所致。根据 IDC 数据显示, 2016 年中国区 WLAN 市场增长 45%, 网络市场整体增长 20% 以上, 预计 2017 年 WLAN 市场会有 20%-30% 的增速。控股子公司锐捷网络作为 WLAN 网络设备龙头, 有望能继续保持领先发展地位。此外, 公司云课堂业务自 2014 年推出至今, 持续保持中国市场份额第一, 目前市占率为 77.1%, 未来将持续发力。预计锐捷网络全年营收增速可达 30% 左右。
- **多业务发展, 齐头并进。** 子公司升腾资讯上半年营业收入达 4.33 亿元, 同比增长 54%, 主要由于本期内向金融行业客户销售网络终端产品的金额较上年同期增长较多, 且其智能 POS 机业务迎高速增长期开始放量。子公司星网视易报告期净利润较上年同期增长 48.28%, 主要由于剥离去年同期合并亏损子公司。德明通讯半年报净利润 1014 万元, 较上年同期减少 45.59%, 系由于其期间费用较上年同期增长较多所致。升腾资讯、星网视易及德明通讯均有业绩承诺。
- **外延并购落地, 预期增厚公司业绩。** 2017 年 8 月 21 日, 公司公布其发行股份及支付现金购买资产实施情况, 公司此次定向增发股份数量 44,169,045 股, 发行价格为 17.51 元/股。新增股票将于 2017 年 8 月 24 日上市, 限售期 12-36 个月, 预示着此次对升腾资讯和星网视易两家子公司的收购正式落地。合并报表后, 有望进一步增厚上市公司净利润。
- **盈利预测与投资建议。** 公司主营业务和其他业务呈现稳健增长的态势, 仍具有较大的发展空间和潜力。同时, 收购子公司并表后将增厚公司利润, 加速公司的规模扩张。预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.76 元、0.96 元、1.21 元, 对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、16 倍。参考可比公司平均估值水平, 给予公司 2017 年 29 倍 PE, 对应目标价 22 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 网络业务拓展或不及预期, 子公司业务盈利或不及预期, 同业竞争或加剧。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5687.66	7318.50	8820.99	10393.09
增长率	25.93%	28.67%	20.53%	17.82%
归属母公司净利润 (百万元)	319.46	441.64	559.28	706.71
增长率	21.77%	38.25%	26.64%	26.36%
每股收益 EPS (元)	0.55	0.76	0.96	1.21
净资产收益率 ROE	15.06%	12.82%	13.44%	14.41%
PE	36	26	21	16
PB	3.11	2.28	2.01	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 黄弘扬
电话: 021-58351773
邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.83
流通 A 股(亿股)	5.30
52 周内股价区间(元)	16.87-20.96
总市值(亿元)	107.97
总资产(亿元)	52.28
每股净资产(元)	5.34

相关研究

1. 星网锐捷 (002396): 营收增长稳定, 外延并购增厚业绩 (2017-04-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5687.66	7318.50	8820.99	10393.09	净利润	557.40	646.64	769.28	943.71
营业成本	3223.14	4289.47	5170.16	6059.48	折旧与摊销	113.02	110.72	110.72	110.72
营业税金及附加	53.88	65.83	80.75	94.58	财务费用	-15.97	-7.20	-14.81	-17.17
销售费用	1090.60	1317.33	1570.14	1818.79	资产减值损失	9.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	957.41	1207.55	1437.82	1673.29	经营营运资本变动	-171.29	-134.31	-108.18	-174.18
财务费用	-15.97	-7.20	-14.81	-17.17	其他	50.82	-1.29	0.47	-0.02
资产减值损失	9.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	543.50	614.56	757.49	863.06
投资收益	13.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-191.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.70	0.10	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-198.38	0.10	0.00	0.00
营业利润	382.32	445.52	576.94	764.12	短期借款	-16.70	-20.81	0.00	0.00
其他非经营损益	234.97	267.70	272.70	277.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	617.29	713.22	849.64	1041.82	股权融资	0.00	773.40	0.00	0.00
所得税	59.89	66.58	80.36	98.11	支付股利	-53.91	-71.73	-90.53	-118.34
净利润	557.40	646.64	769.28	943.71	其他	-169.48	-94.59	14.81	17.17
少数股东损益	237.94	205.00	210.00	237.00	筹资活动现金流净额	-240.10	586.26	-75.71	-101.17
归属母公司股东净利润	319.46	441.64	559.28	706.71	现金流量净额	117.62	1200.92	681.77	761.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2001.01	3201.93	3883.70	4645.60	成长能力				
应收和预付款项	1294.84	1861.84	2184.09	2561.58	销售收入增长率	25.93%	28.67%	20.53%	17.82%
存货	1034.96	1385.82	1674.07	1965.63	营业利润增长率	21.52%	16.53%	29.50%	32.44%
其他流动资产	117.43	150.98	181.97	214.41	净利润增长率	15.42%	16.01%	18.97%	22.67%
长期股权投资	32.64	32.64	32.64	32.64	EBITDA 增长率	20.76%	14.53%	22.55%	27.47%
投资性房地产	9.19	9.19	9.19	9.19	获利能力				
固定资产和在建工程	464.46	391.14	317.83	244.51	毛利率	43.33%	41.39%	41.39%	41.70%
无形资产和开发支出	612.16	576.54	540.91	505.29	三费率	35.73%	34.40%	33.93%	33.43%
其他非流动资产	183.04	181.25	179.47	177.69	净利率	9.80%	8.84%	8.72%	9.08%
资产总计	5749.73	7791.35	9003.89	10356.55	ROE	15.06%	12.82%	13.44%	14.41%
短期借款	20.81	0.00	0.00	0.00	ROA	9.69%	8.30%	8.54%	9.11%
应付和预收款项	1789.42	2570.09	3074.77	3572.66	ROIC	17.13%	18.52%	22.29%	27.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.43%	7.50%	7.63%	8.25%
其他负债	238.90	175.44	204.54	233.93	营运能力				
负债合计	2049.12	2745.53	3279.31	3806.59	总资产周转率	1.03	1.08	1.05	1.07
股本	539.11	583.28	583.28	583.28	固定资产周转率	12.52	17.55	25.66	38.43
资本公积	846.38	1575.61	1575.61	1575.61	应收账款周转率	5.80	5.88	5.49	5.54
留存收益	1494.49	1864.40	2333.16	2921.53	存货周转率	3.19	3.48	3.33	3.29
归属母公司股东权益	2883.08	4023.29	4492.05	5080.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.52%	—	—	—
少数股东权益	817.53	1022.53	1232.53	1469.53	资本结构				
股东权益合计	3700.61	5045.82	5724.58	6549.95	资产负债率	35.64%	35.24%	36.42%	36.76%
负债和股东权益合计	5749.73	7791.35	9003.89	10356.55	带息债务/总负债	1.02%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.21	2.43	2.44	2.49
					速动比率	1.69	1.92	1.93	1.97
					股利支付率	16.88%	16.24%	16.19%	16.74%
					每股指标				
					每股收益	0.55	0.76	0.96	1.21
					每股净资产	6.34	8.65	9.81	11.23
					每股经营现金	0.93	1.05	1.30	1.48
					每股股利	0.09	0.12	0.16	0.20
业绩和估值指标									
EBITDA	479.38	549.05	672.85	857.67					
PE	35.99	26.03	20.56	16.27					
PB	3.11	2.28	2.01	1.76					
PS	2.02	1.57	1.30	1.11					
EV/EBITDA	17.84	14.76	11.03	7.76					
股息率	0.47%	0.62%	0.79%	1.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn