

**星网锐捷(002396)/通信设备**
**收入利润增长超预期，股权改革增强企业活力**
**评级：买入(维持)**

市场价格：21.85

目标价格：27

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenny@r.qlzq.com.cn

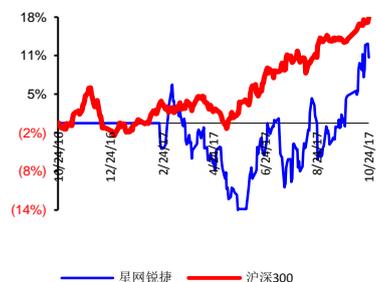
联系人：樊生龙

电话：021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	583
流通股本(百万股)	534
市价(元)	21.85
市值(百万元)	12,745
流通市值(百万元)	11,670

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 上修三季度业绩，股权改革激发企业网龙头增长潜力
- 2 看淡季节性影响，股权改革激发企业网增长潜力
- 3 多业务推动14年业绩加速增长

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,516.51	5,687.66	7,659.61	9,928.49	12,511.76
增长率 yoy%	24.02%	25.93%	34.67%	29.62%	26.02%
净利润	262.34	319.46	471.13	612.19	776.41
增长率 yoy%	8.52%	21.77%	47.48%	29.94%	26.82%
每股收益(元)	0.45	0.55	0.81	1.05	1.33
净资产收益率	14.31%	15.06%	12.61%	14.65%	16.39%
P/E	48.58	39.89	27.04	20.81	16.41
PEG	2.2	1.5	1.0	0.8	0.7
P/B	4.9	4.4	2.9	2.7	2.5

备注：

**投资要点**

- 公告摘要：**(1) 星网锐捷发布 2017 年三季报，前三季度实现营业收入 46.06 亿元，较上年同期增 38.07%。归属于母公司净利润 2.71 亿元，较上年同期增 53.95%。(2) 公司预计 2017 年归属母公司净利润 4.15 亿-5.11 亿，同比增长 30%-60%。(3) 控股子公司福建凯米网络科技有限公司以定向增资扩股方式收购北京阳光视翰科技有限公司 20% 股权，并签订关于目标公司接入场所接入 K 米系统的合作协议。
- 收入利润增长超预期，季节性影响结算集中在下半年，全年有望实现高速增长。** 公司第三季度收入利润超预期，第三季度营收 22.2 亿元，同比增长 51.97%，归属于母公司净利润 2.19 亿元，同比增长 59.40%。第三季度利润接近此前上修后净利润区间的上限范围，三季度收入增长呈现加速态势。三季度毛利率环比提升 1.54 个百分点，我们预计高毛利率的企业网等业务占比提升。受行业采购结算季节性影响造成 2017Q1 亏损，公司上半年对整体业务乐观保持较高的研发投入(2016 年研发投入 7.89 亿，研发收入占比 13.87%) 和销售费用投入，2017Q2 净利润同比增长 29.51%，从历史季度报表情况来看，公司上半年收入利润占比较小(2016H1 利润占比 12%)，结算集中在下半年，且四季度利润占比高于三季度。公司企业网等相关业务板块发展良好，整体收入大幅增长，若四季度与三季度利润持平，全年有望实现 50% 的高速增长。
- 国内领先的政企网络解决方案提供商，细分领域不断取得突破。** 公司旗下锐捷网络企业级网络产品线齐全，涵盖交换机、路由器、网关、防火墙、无线全产业链，多年与思科、华为、华三等品牌竞争，研发实力和品牌影响力逐步提升。信息安全背景下国产化浪潮导致思科在国内份额逐年下降。以锐捷网络为首的第二阵营相对第一阵营有更大的提升空间。2015 年 IDC 报告显示，锐捷网络在中国企业级 WLAN 市场占有率排名跃居第一。锐捷网络开始研发面向场景的解决方案创新，自主研发的“WiFi 专利技术”在 2016 年获得全面覆盖，在公交、地铁、普快、大巴、轮船、航空等交通行业的企业级 WLAN 市场占有率排名第一。升腾资讯深耕教育行业，桌面云 2.0 方案覆盖全国近 20 个省市，云课堂步入 3.0 时代，市场份额超七成。云课堂、WLAN、云 POS、智慧 KTV 等新产品取得突破。
- 股权改革激发业务增长活力，K 米系统大幅拓宽线下场所资源。** 公司作价 10.27 亿收购旗下子公司升腾资讯 40% 及星网视易 48.15% 的少数股权，收购完成后成为全资子公司，从 8 月份开始并表。升腾资讯和星网视易承诺，2017-2019 年扣除非经常性损益后归属母公司所有者的累计净利润应不低于 36,750 万元和 24,700 万元。不排除未来进一步收购重要控股子公司锐捷网络剩余 49% 股权的可能性，锐捷网络受益于企业网市场份额的提升和 WLAN 新业务的高增长，2016 年收入利润实现 30% 左右增长，占上市公司整体利润的一半以上，未来两年成长性突出。凯米网络与 KTV 系统龙头企业北京阳光视翰的股权合作，是强强联合的排他性合作，将进一步增强 K 米系统线下 KTV 场所资源，形成线上的泛娱乐生态。
- 投资建议：** 星网锐捷是国内政企网络小龙头，三季度增长超预期，我们看好公司的面向场景整体解决方案能力。目前收购升腾资讯和星网视易剩余少数股东权益已完成，将加速布局桌面云解决方案、商用影音设备等新领域。股权改革获得地方国资委认可，将激发公司业务增长潜力，探索地方混改的新模式。我们预计公司 2017-2018 年净利润分别为 4.71 亿、6.12 亿，对应 EPS 分别为 0.81 元和 1.05 元，2018 年 PE=20.81X，维持“买入”投资评级，6 个月目标价 27.00 元。

■ 风险提示：企业网市场竞争加剧导致毛利率下降的风险；收购整合风险

图表 1：星网锐捷盈利预测（百万）

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4,516.5</b>	<b>5,687.7</b>	<b>7,659.6</b>	<b>9,928.5</b>	<b>12,511.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,453.1	3,223.1	4,343.0	5,628.5	7,092.9	营业收入增长率	24.0%	25.9%	34.7%	29.6%	26.0%
营业税费	36.3	53.9	68.3	87.5	113.4	营业利润增长率	58.7%	21.5%	26.6%	36.2%	27.4%
销售费用	906.6	1,090.6	1,472.9	1,896.3	2,389.7	净利润增长率	8.5%	21.8%	47.5%	29.9%	26.8%
管理费用	798.9	957.4	1,330.5	1,702.7	2,145.8	EBITDA增长率	51.9%	20.2%	2.2%	34.2%	27.4%
财务费用	-7.9	-16.0	-37.5	-49.5	-54.7	EBIT增长率	62.4%	19.5%	21.9%	36.6%	28.8%
资产减值损失	21.7	9.5	25.5	36.8	21.8	NOPLAT增长率	31.1%	14.0%	18.0%	29.8%	27.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.3%	15.7%	22.2%	21.5%	20.5%
投资和汇兑收益	6.8	13.3	27.0	33.0	37.0	净资产增长率	33.5%	9.7%	44.3%	11.8%	13.4%
<b>营业利润</b>	<b>314.6</b>	<b>382.3</b>	<b>483.9</b>	<b>659.2</b>	<b>839.7</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	213.8	235.0	255.7	301.9	379.1	毛利率	45.7%	43.3%	43.3%	43.3%	43.3%
<b>利润总额</b>	<b>528.4</b>	<b>617.3</b>	<b>739.6</b>	<b>961.1</b>	<b>1,218.9</b>	营业利润率	7.0%	6.7%	6.3%	6.6%	6.7%
减: 所得税	45.4	59.9	66.6	86.5	109.7	净利润率	5.8%	5.6%	6.2%	6.2%	6.2%
<b>净利润</b>	<b>262.3</b>	<b>319.5</b>	<b>471.1</b>	<b>612.2</b>	<b>776.4</b>	EBITDA/营业收入	8.7%	8.3%	6.3%	6.5%	6.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.3%</b>
货币资金	1,888.9	2,001.0	3,316.5	3,607.4	4,005.6	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	35	29	21	17	14
应收账款	1,019.7	1,063.6	1,727.5	2,216.4	2,793.0	流动营业资本周转天数	80	72	73	77	80
应收票据	82.0	160.7	209.9	272.0	342.8	流动资产周转天数	291	270	259	260	244
预付账款	88.4	70.5	27.1	27.1	27.1	应收账款周转天数	77	62	63	70	71
存货	941.2	1,035.0	1,178.0	1,526.6	1,923.8	存货周转天数	66	64	53	50	50
其他流动资产	48.2	117.4	117.3	117.3	117.3	总资产周转天数	369	351	319	306	281
可供出售金融资产	82.3	108.6	80.0	80.0	80.0	投资资本周转天数	149	143	126	119	114
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	24.4	32.6	25.0	25.0	25.0	ROE	14.3%	15.1%	12.6%	14.7%	16.4%
投资性房地产	10.2	9.2	11.0	11.0	11.0	ROA	9.0%	9.7%	8.6%	9.7%	10.6%
固定资产	454.8	453.7	455.6	472.3	491.2	ROIC	28.9%	25.9%	26.4%	28.1%	29.5%
在建工程	3.2	10.8	10.7	18.2	20.5	<b>费用率</b>					
无形资产	232.9	203.4	199.2	195.3	191.6	销售费用率	20.1%	19.2%	19.2%	19.1%	19.1%
其他非流动资产	455.1	469.3	457.9	457.9	457.9	管理费用率	17.7%	16.8%	17.4%	17.2%	17.2%
<b>资产总额</b>	<b>5,343.9</b>	<b>5,749.7</b>	<b>7,835.6</b>	<b>9,046.4</b>	<b>10,506.7</b>	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
短期债务	37.5	20.8	38.4	38.4	38.1	三费/营业收入	37.6%	35.7%	36.1%	35.8%	35.8%
应付账款	839.6	923.4	1,308.8	1,696.2	2,137.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	391.3	379.0	654.4	848.1	1,068.8	资产负债率	36.9%	35.6%	31.9%	34.0%	35.6%
其他流动负债	552.4	584.9	462.3	462.3	462.3	负债权益比	58.4%	55.4%	46.8%	51.6%	55.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.13	2.21	2.66	2.54	2.48
其他非流动负债	63.6	33.7	24.3	24.3	24.3	速动比率	1.63	1.68	2.18	2.04	1.96
<b>负债总额</b>	<b>1,969.4</b>	<b>2,049.1</b>	<b>2,496.8</b>	<b>3,077.9</b>	<b>3,739.6</b>	利息保障倍数	-38.66	-22.95	-11.92	-12.32	-14.36
<b>少数股东权益</b>	<b>759.4</b>	<b>817.5</b>	<b>1,019.4</b>	<b>1,281.8</b>	<b>1,614.6</b>	<b>分红指标</b>					
股本	539.1	539.1	583.0	583.0	583.0	DPS(元)	0.06	0.09	0.32	0.42	0.53
留存收益	2,075.3	2,340.9	3,736.4	4,103.7	4,569.5	分红比率	13.4%	16.9%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>股东权益</b>	<b>3,374.5</b>	<b>3,700.6</b>	<b>5,338.8</b>	<b>5,968.5</b>	<b>6,767.1</b>	股息收益率	0.3%	0.4%	1.5%	1.9%	2.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	482.9	557.4	471.1	612.2	776.4	EPS(元)	0.45	0.55	0.81	1.05	1.33
加: 折旧和摊销	90.3	113.0	37.4	39.8	42.5	BVPS(元)	4.48	4.94	7.41	8.04	8.84
资产减值准备	20.7	6.3	25.5	36.8	21.8	PE(X)	48.6	39.9	27.0	20.8	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.4	2.9	2.7	2.5
财务费用	-0.5	-10.3	-37.5	-49.5	-54.7	P/FCF	-100.0	-1,876.0	-87.5	-591.2	317.1
投资收益	-6.8	-13.3	-27.0	-33.0	-37.0	P/S	2.8	2.2	1.7	1.3	1.0
少数股东损益	220.6	237.9	201.9	262.4	332.7	EV/EBITDA	31.7	21.4	23.5	17.9	14.4
营运资金的变动	353.7	-202.1	-297.7	-355.4	-404.5	CAGR(%)	21.9%	25.8%	27.0%	25.6%	24.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>923.7</b>	<b>543.5</b>	<b>373.8</b>	<b>513.3</b>	<b>677.4</b>	PEG	2.2	1.5	1.0	0.8	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-363.8</b>	<b>-198.4</b>	<b>28.3</b>	<b>-27.0</b>	<b>-23.0</b>	ROIC/WACC	2.4	2.2	2.2	2.3	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-79.2</b>	<b>-240.1</b>	<b>924.6</b>	<b>-195.4</b>	<b>-256.2</b>	REP	2.5	1.9	1.7	1.4	1.1

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。