

单季营收同比持平，毛利率大幅提升

——星网锐捷 (002396.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件:

公司发布 2019 年三季度报，前三季度实现营业收入 60 亿元，同比下降 3%；归属于上市公司股东的净利润 4.8 亿元，同比增长 19%；符合预期。

◆单季营收同比持平，营业利润增长较快

公司 Q3 单季实现营收 26 亿元，同比基本持平；单季营业毛利 11 亿元，同比增长 17%；单季营业利润 5.5 亿元，同比增长 20%，创历史新高；单季归母净利润 3.2 亿元，同比增长 13%。

◆综合毛利率大幅提升，销售净利率创历史新高

前三季度综合毛利率 37.6%，同比提升 7pct。费用水平有所增长，其中销售费用、管理费用分别同比增长 13%、21%，财务费用为负。研发投入继续保持，研发费用同比增长 10%，占收入比 12%。销售净利润率达 11%，创历史新高。

◆安全可控重要度日益提升，升腾有望受益

在 2019 华为全联接大会上，星网锐捷全资子公司升腾资讯发布了首款基于华为芯的鲲鹏桌面云方案。升腾长期以来与飞腾、龙芯、兆芯等国内优秀品牌就国产化方向保持深度合作，主动推进先进技术产品化。升腾的全国国产化桌面云方案，在能源、教育、政府等众多行业成功试点。升腾完全自主研发桌面云系统以及多款国产化桌面云整机产品曾入围中央政府采购名录，自主技术水平受到广泛认可。在安全可控重要度日益提升大背景下，升腾有望持续受益。

◆维持“增持”评级

随着 5G 时代临近，企业网络设备及终端有望迎来新一轮的升级迭代，公司有望受益于 5G 时代的网络设备终端需求以及各细分业务场景的应用，维持 19~21 年净利润预测 6.8/8.7/10.7 亿元，对应 EPS 1.16/1.50/1.83 元，对应 PE 27X/21X/17X，维持“增持”评级。

◆风险提示：贸易摩擦影响海外业务，数据中心产品对毛利率负面影响

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,705	9,132	9,905	11,679	13,709
营业收入增长率	35.47%	18.51%	8.47%	17.90%	17.38%
净利润 (百万元)	42	581	678	872	1,069
净利润增长率	47.85%	23.08%	16.68%	28.59%	22.54%
EPS (元)	0.81	1.00	1.16	1.50	1.83
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.75%	15.80%	15.57%	16.68%	16.97%
P/E	39	31	27	21	17
P/B	5.7	5.0	4.2	3.5	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

增持 (维持)

当前价：31.26 元

分析师

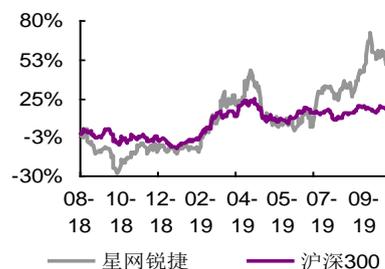
石崎良 (执业证书编号：S0930518070005)
021-52523856
shiqi@ebsec.com

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：5.83
总市值(亿元)：176.97
一年最低/最高(元)：15.73/34.78
近 3 月换手率：183.12%

股价表现(一年)



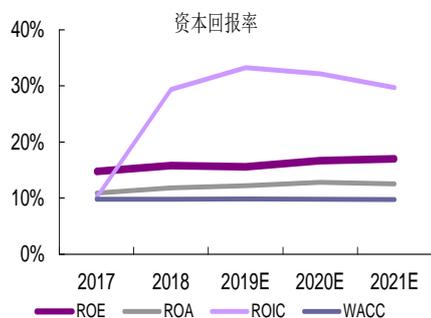
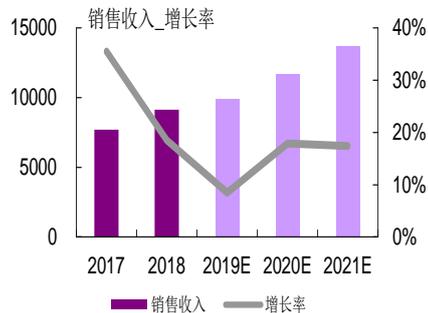
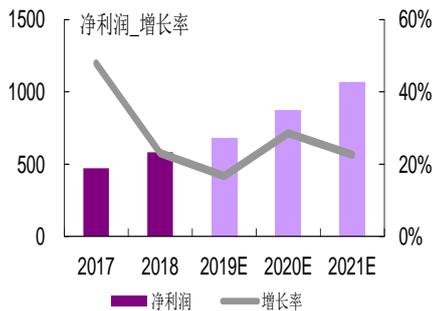
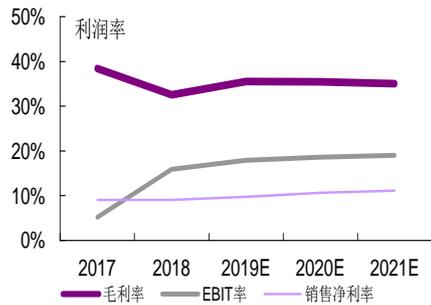
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.19	13.4	60.29
绝对	-2.69	15.40	87.38

资料来源：Wind

相关研报

收入增速略低于预期，海外 4G 业务影响较大——星网锐捷 (002396.SZ) 2019 年中报点评
..... 2019-08-28
业绩重回快速增长通道，看好新业务发展潜力——星网锐捷 (002396.SZ) 2019 年半年度业绩预告点评
..... 2019-07-11



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,705	9,132	9,905	11,679	13,709
营业成本	,744	6,15	6,384	7,541	8,904
折旧和摊销	124	125	108	123	139
营业税费	64	60	69	82	96
销售费用	1,267	1,220	1,416	1,577	1,741
管理费用	1,190	226	248	292	343
财务费用	12	-15	5	2	18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	51	120	50	50	50
营业利润	737	867	1,018	1,309	1,604
利润总额	746	869	1,020	1,312	1,607
少数股东损益	228	247	291	374	458
归属母公司净利润	472	581	678	872	1,069

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	6,440	6,999	7,940	9,724	12,203
流动资产	5,140	5,489	6,735	8,442	10,860
货币资金	1,732	1,634	2,607	3,504	4,935
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,522	1,732	1,868	,209	2,602
应收票据	229	182	197	233	273
其他应收款	126	49	53	63	74
存货	1,363	1,542	1,608	1,905	2,255
可供出售投资	267	267	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	33	131	131	131	131
固定资产	484	565	663	745	811
无形资产	117	107	102	97	92
总负债	2,690	2,735	2,707	3,245	4,197
无息负债	2,59	2,643	2,707	3,177	3,727
有息负债	122	92	0	68	470
股东权益	3,749	4,264	5,233	6,479	8,006
股本	583	583	583	583	583
公积金	877	893	961	977	977
未分配利润	1,740	2,200	2,810	3,665	4,734
少数股东权益	548	586	877	1,251	1,709

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	277	594	915	977	1,192
净利润	472	581	678	872	1,069
折旧摊销	124	125	108	123	139
净营运资金增加	851	769	385	1,272	1,873
其他	-1,170	-881	-256	-1,291	-1,889
投资活动产生现金流	-95	-478	153	-150	-150
净资本支出	-168	-210	-179	-200	-200
长期投资变化	33	131	0	0	0
其他资产变化	40	-399	332	50	50
融资活动现金流	-493	-137	-96	70	390
股本变化	44	0	0	0	0
债务净变化	2	-30	-92	68	402
无息负债变化	639	74	64	470	550
净现金流	-326	-21	973	897	1,432

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.47%	18.51%	8.47%	17.90%	17.38%
净利润增长率	47.85%	23.08%	16.68%	28.59%	22.54%
EBITDA 增长率	8.47%	201.87%	20.44%	21.89%	19.71%
EBIT 增长率	8.06%	264.54%	23.40%	22.33%	20.11%
估值指标					
PE	39	31	27	21	17
PB	6	5	4	3	3
EV/EBITDA	36	13	11	9	8
EV/EBIT	47	14	11	10	8
EV/NOPLAT	50	14	12	10	9
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	5	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	38.43%	32.57%	35.55%	35.43%	35.05%
EBITDA 率	6.79%	17.29%	19.01%	19.65%	20.04%
EBIT 率	5.18%	15.92%	17.92%	18.60%	19.03%
税前净利润率	9.68%	9.51%	10.30%	11.23%	11.72%
税后净利润率 (归属母公司)	6.13%	6.37%	6.85%	7.47%	7.80%
ROA	10.87%	11.84%	12.20%	12.81%	12.51%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.75%	15.80%	15.57%	16.68%	16.97%
经营性 ROIC	10.05%	29.34%	33.26%	32.16%	29.70%
偿债能力					
流动比率	1.94	2.05	2.52	2.64	2.62
速动比率	1.42	1.48	1.92	2.04	2.07
归属母公司权益/有息债务	26.29	39.91	-	77.42	13.41
有形资产/有息债务	49.11	70.58	-	138.53	25.20
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.81	1.00	1.16	1.50	1.83
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.48	1.02	1.57	1.67	2.04
每股自由现金流(FCFF)	-0.83	0.94	2.13	1.25	0.96
每股净资产	5.49	6.31	7.47	8.96	10.80
每股销售收入	13.21	15.66	16.98	20.02	23.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼