

公司研究/动态点评

2019年12月05日

通信/通信设备制造 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 32.52  
合理价格区间(元): 36.30~38.72

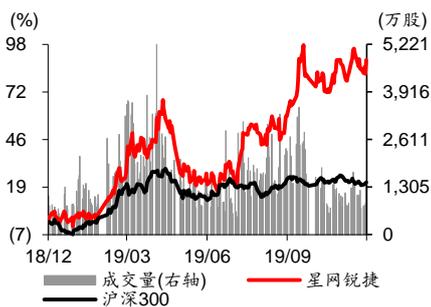
**王林** 执业证书编号: S0570518120002  
研究员 wanglin014712@htsc.com

**付东** 执业证书编号: S0570519080003  
研究员 fudong@htsc.com

相关研究

- 1 《星网锐捷(002396 SZ,买入): 业绩略超预期, 经营指标持续优化》2019.10
- 2 《星网锐捷(002396 SZ,买入): 产品结构优化助力盈利提升》2019.08
- 3 《星网锐捷(002396,买入): Q1 业绩符合预期, 综合毛利率提升》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 中标中国移动高端路由及交换机集采 星网锐捷(002396)

## 产品能力提升驱动公司中标中国移动高端路由及交换机集采

中国移动采购与招标网于12月5日公布中国移动2019年至2020年高端路由器和高端交换机集中采购中标候选人名单,星网锐捷控股子公司锐捷网络为标包五和标包六中标候选人,中标份额分别为70%(标包五)和30%(标包六)。我们认为本次中标验证了公司产品能力提升以及由此带动的在运营商市场的突破,我们看好公司在5G云化趋势下的成长机遇,我们预计公司19~21年EPS分别为1.21/1.51/1.85元,维持目标价36.30~38.72元,维持“买入”评级。

## 中标中国移动高端路由及交换机集采, 突破运营商高端产品市场

中国移动于今年8月30日启动2019年至2020年高端路由器和高端交换机集中采购招标,共涉及6个标包。12月5日,中国移动公布除标包一和标包四之外其余标包的中标结果,星网锐捷控股子公司锐捷网络以70%份额中标标包五,不含税投标总价为2.01亿元;以30%份额中标标包六,不含税投标总价为1.91亿元。我们认为公司中标中国移动高端路由器和交换机产品验证了公司产品能力提升并由此带动下向运营商高端市场拓展的逻辑。

## 持续研发投入逐渐开花结果, 产品组合持续优化

我们认为产品能力和销售能力是网络设备厂商体现竞争优势的关键所在,公司以持续的研发投入驱动产品迭代,2016~2018年间公司研发费用复合增速达到19.5%。2019年上海MWC大会上,公司展示了面向下一代网络的核心产品——400G交换机(400G核心交换机RG-N18018-CX),体现了公司在高端产品领域的突破,有望驱动公司产品组合逐渐从中低档向中高端升级。

## CT向IT演进带来网络设备新机遇, 自主可控有望打造新增长极

我们认为随着5G的到来,CT向IT演进将加速,同时云计算的发展有望带来对于网络设备需求的持续提升。控股子公司锐捷网络持续扎根行业,赢得众多客户认可,产品与解决方案的竞争力不断得到提升,数据中心交换机在阿里巴巴、腾讯、今日头条和美团等互联网企业得到规模应用。除此以外,星网锐捷在新产品方面推出了采用龙芯、兆芯等国产化芯片的安全可控的国产化云桌面解决方案,有望实现在自主可控相关市场的突破,打造新增长极。

## 投资建议

我们看好公司在5G云化趋势下的成长机遇,我们预计公司19~21年EPS分别为1.21/1.51/1.85元,维持目标价36.30~38.72元,维持“买入”评级。

风险提示:网络设备行业竞争加剧;公司新产品市场拓展不及预期;自主可控进程不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	583.28
流通A股(百万股)	560.74
52周内股价区间(元)	16.84-33.94
总市值(百万元)	18,968
总资产(百万元)	6,757
每股净资产(元)	7.02

资料来源:公司公告

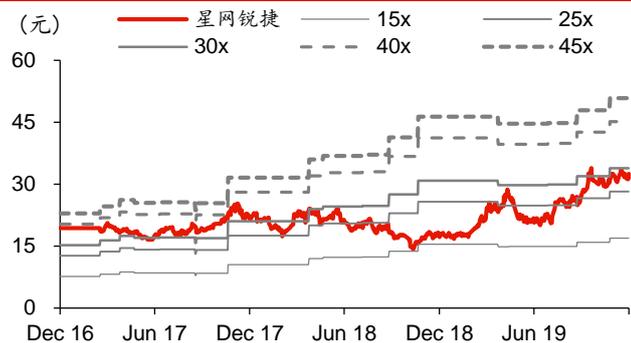
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,705	9,132	11,021	13,649	17,216
+/-%	35.47	18.51	20.69	23.85	26.13
归属母公司净利润(百万元)	472.30	581.30	703.74	882.55	1,077
+/-%	47.85	23.08	21.06	25.41	22.00
EPS(元,最新摊薄)	0.81	1.00	1.21	1.51	1.85
PE(倍)	40.16	32.63	26.95	21.49	17.62

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

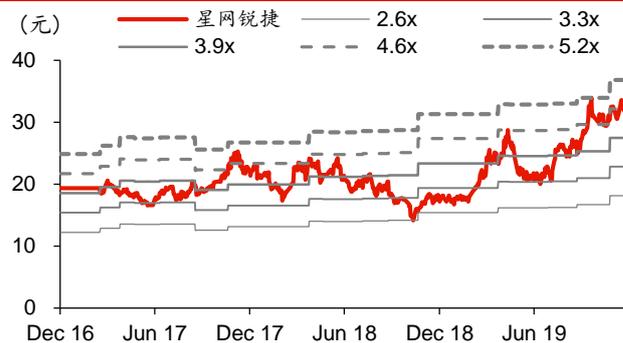
**PE/PB – Bands**

**图表1：星网锐捷历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表2：星网锐捷历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,140	5,489	7,350	9,040	11,309
现金	1,732	1,634	2,306	3,090	3,692
应收账款	1,522	1,732	2,288	2,621	3,525
其他应收账款	126.57	49.50	112.98	139.83	172.52
预付账款	57.28	39.02	45.71	56.56	71.37
存货	1,363	1,542	2,146	2,599	3,220
其他流动资产	339.96	492.10	451.21	532.41	628.36
非流动资产	1,300	1,510	1,398	1,445	1,482
长期投资	32.51	130.81	130.81	130.81	130.81
固定投资	484.45	564.77	584.54	602.39	617.64
无形资产	116.88	107.48	97.29	106.84	115.74
其他非流动资产	665.93	706.86	584.88	604.73	617.98
资产总计	6,440	6,999	8,747	10,484	12,791
流动负债	2,652	2,671	3,519	4,111	4,917
短期借款	19.60	41.18	28.93	29.82	29.89
应付账款	937.82	1,069	1,612	1,921	2,360
其他流动负债	1,695	1,561	1,879	2,160	2,528
非流动负债	38.09	63.55	47.66	51.79	52.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	38.09	63.55	47.66	51.79	52.90
负债合计	2,690	2,735	3,567	4,162	4,970
少数股东权益	548.21	586.16	862.52	1,209	1,632
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	704.67	685.67	685.67	685.67	685.67
留存公积	1,913	2,407	3,049	3,844	4,921
归属母公司股东权益	3,201	3,678	4,318	5,113	6,190
负债和股东权益	6,440	6,999	8,747	10,484	12,791

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	277.26	594.34	642.65	905.60	638.36
净利润	700.03	828.75	980.11	1,229	1,500
折旧摊销	124.12	124.74	125.04	137.68	151.37
财务费用	11.81	(15.00)	(13.42)	(24.01)	(28.92)
投资损失	(51.46)	(120.44)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	(536.75)	(268.47)	(413.12)	(353.16)	(941.80)
其他经营现金	29.50	44.77	84.04	35.96	78.20
投资活动现金	(95.48)	(478.31)	66.61	(59.34)	(64.13)
资本支出	167.96	211.49	94.18	105.27	116.74
长期投资	24.00	1.14	(78.42)	14.28	8.93
其他投资现金	96.48	(265.67)	82.37	60.22	61.54
筹资活动现金	(492.62)	(137.08)	(37.34)	(61.80)	27.96
短期借款	(1.21)	21.58	(12.25)	0.89	0.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	44.17	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(141.71)	(19.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(393.87)	(139.66)	(25.09)	(62.69)	27.89
现金净增加额	(326.48)	(21.39)	671.92	784.46	602.18

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,705	9,132	11,021	13,649	17,216
营业成本	4,744	6,157	7,213	8,926	11,264
营业税金及附加	63.76	60.09	88.06	109.19	139.45
营业费用	1,267	1,220	1,598	1,938	2,410
管理费用	220.56	226.50	1,499	1,802	2,255
财务费用	11.81	(15.00)	(13.42)	(24.01)	(28.92)
资产减值损失	29.29	29.06	23.70	24.23	19.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.46	120.44	120.00	120.00	120.00
营业利润	739.12	867.09	732.52	993.56	1,277
营业外收入	9.13	3.90	297.00	297.00	297.00
营业外支出	2.16	2.28	2.15	2.15	2.15
利润总额	746.09	868.71	1,027	1,288	1,572
所得税	46.06	39.97	47.27	59.28	72.32
净利润	700.03	828.75	980.11	1,229	1,500
少数股东损益	227.73	247.44	276.36	346.58	422.82
归属母公司净利润	472.30	581.30	703.74	882.55	1,077
EBITDA	875.06	976.82	844.14	1,107	1,399
EPS (亿元, 基本)	0.81	1.00	1.21	1.51	1.85

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	35.47	18.51	20.69	23.85	26.13
营业利润	93.36	17.31	(15.52)	35.64	28.52
归属母公司净利润	47.85	23.08	21.06	25.41	22.00
获利能力 (%)					
毛利率	38.43	32.57	34.55	34.60	34.57
净利率	6.13	6.37	6.39	6.47	6.25
ROE	14.75	15.80	16.30	17.26	17.40
ROIC	38.81	35.49	25.87	30.87	30.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.78	39.07	40.78	39.70	38.85
净负债比率 (%)	4.53	3.37	2.99	2.60	2.16
流动比率	1.94	2.05	2.09	2.20	2.30
速动比率	1.42	1.46	1.46	1.55	1.63
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.36	1.40	1.42	1.48
应收账款周转率	5.60	5.24	5.13	5.21	5.24
应付账款周转率	5.38	6.14	5.38	5.05	5.26
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.81	1.00	1.21	1.51	1.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	1.02	1.10	1.55	1.09
每股净资产 (最新摊薄)	5.49	6.31	7.40	8.77	10.61
估值比率					
PE (倍)	40.16	32.63	26.95	21.49	17.62
PB (倍)	5.93	5.16	4.39	3.71	3.06
EV_EBITDA (倍)	20.07	17.98	20.81	15.86	12.55

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com