2017 年 04 月 28 日
证券研究报告•2017 年一季报点评
星网锐捷（002396）通信

增持（首次）
当前价：18.30 元
目标价：22.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

营收增长稳定，外延并购增厚业绩

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年第一季报公告，报告期内实现营业收入 7.96 亿元，同比增长 11.6%。实现归母净利润-1859.2 万，同比扩大亏损 83.83%。预计 2017 年 1-6 月实现归母净利润 5008.8-5779.4 万元，同比增长 30%-50%。
- **一季度收入稳定增长，半年报业绩可期。**受行业采购季节性影响，一季度是公司的销售淡季，占全年销售收入比例较小。由于期间费用的发生较为均衡，同时保持较高的研发投入和人员成本上升，导致公司一季度的净利润下降。根据公司披露的半年业绩指引可以推断出，二季度公司实现归母净利润大约在 6868-7638.6 万元，相较于去年同期增长 41%-57%，预计保持较高的增速。
- **深耕 ICT 市场，网络产品、云课堂产品处于行业领先地位。**星网锐捷是国内领先的 ICT 产品应用解决方案供应商，公司的网络 WLAN 产品提供从咨询到实施再到运维的个性化整体方案，形成了定制化和差异化的核心竞争力，在教育、地铁、金融等领域市占率较高。子公司升腾资讯作为瘦客户机龙头推出了企业级桌面云系统“升腾云系统专业版 2.0”，打造“云+端”的一体化方案。云课堂产品 4.0 将满足全国 650 万间教室的“改薄”需求。公司未来将向教育、能源、政务、电力、金融等行业提供桌面云系统产品及服务。
- **数字娱乐、云支付、防灾减灾、海外业务助力公司发展。**子公司星网视易通过 K 米应用，构建了娱乐产业新生态。子公司升腾资讯在近年来重点发力云支付和智能 POS 机等产品，17 年有望放量。公司通过收购四创软件进入防灾减灾领域，为用户提供防灾减灾信息、应用租赁服务和预警服务，有望成为公司新的利润增长点。德明通讯积累丰富的无线通讯终端的研发、设计与生产经验，主要下游市场从南美、东南亚等国家逐渐向欧美发达国家地区转移，覆盖范围变广，业绩增速较快。
- **外延并购增厚公司业绩。**公司近期拟发行股份及支付现金收购旗下子公司升腾资讯 40%及星网视易 48.15%股权。相较于对外并购内部并购风险更小，具有更好地确定性。如果公司整合成功将进一步增厚公司业绩，提高公司之间的协同效率。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年归母净利润为 70.2、85.4 和 103.1 亿元，EPS 分别为 0.80、1.00 和 1.20 元。对应的 PE 为 23X、18X、15X。公司作为企业网络 WLAN 产品及瘦客户机领域的龙头，17 年业绩有望保持较高的增速。同时公司布局数字娱乐、云支付、防灾减灾、海外业务等业务发展迅速，外延定增将有望进一步增厚公司业绩。基于公司较高的业绩增速、外延并购增厚业绩及新业务布局，参考同行业公司估值水平，首次覆盖给予公司 28 倍 PE，对应目标价 22 元，“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争激烈或导致毛利率下降，新产品拓展或不达预期，外延并购进展或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5687.66	7022.69	8535.42	10310.57
增长率	25.93%	23.47%	21.54%	20.80%
归属母公司净利润（百万元）	319.46	468.02	581.87	697.29
增长率	21.77%	46.50%	24.33%	19.83%
每股收益 EPS（元）	0.55	0.80	1.00	1.20
净资产收益率 ROE	15.06%	13.27%	13.73%	14.20%
PE	33	23	18	15
PB	2.88	2.10	1.85	1.62

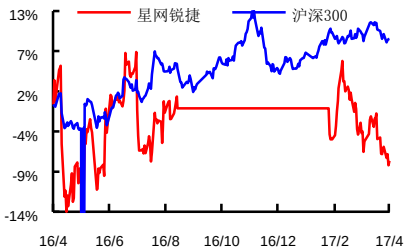
数据来源：Wind，西南证券

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：021-68415720
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)	5.39
流通 A 股(亿股)	5.30
52 周内股价区间(元)	17.03-21.2
总市值(亿元)	98.66
总资产(亿元)	50.35
每股净资产(元)	5.31

相关研究

关键假设：

假设 1：企业级网络市场依然保持较高的增速，仅无线办公就有将近 12 亿市场。公司企业级网络 WLAN 产品进一步巩固在教育、地铁等行业的领先地位，同时在互联网、医疗等行业拓展顺利持续放量。

假设 2：受益于云课堂的推广公司的瘦终端产品业绩保持稳定增长，全国教室共有 650 万间，市场潜力大。全国公司向教育、能源、政务、电力、金融等行业提供桌面云系统产品及服务拓展顺利。

假设 3：随着传统娱乐向泛娱乐与互联网+等方向转型，子公司星网视易产品构建了娱乐产业新生态，成为覆盖视频应用产业链上下游的技术驱动型企业。公司有望依靠 KTV 商用影音设备的高出货量迎来业绩高增长。

假设 4：受“十三五”期间防灾减灾信息化政策的支持，公司防灾减灾信息服务有望保持较快增长。

假设 5：公司智能 POS 及云支付业务拓展顺利，海外业务拓展顺利。

假设 6：公司规模优势进一步得到体现，三费占比保持稳中有降，外延并购进展顺利。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年主要业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
企业级网络设备	收入	3,002.74	3813.48	4766.85	5863.23
	增速	31.81%	27.00%	25.00%	23.00%
	毛利率	52.24	52.20	51.80	51.50
通讯产品	收入	776.15	1086.61	1412.59	1836.37
	增速	58.96%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	28.68	28.50	27.50	27.00
网络终端	收入	619.44	712.36	812.09	917.66
	增速	16.63%	15.00%	14.00%	13.00%
	毛利率	31.75	31.50	30.50	30.00
防灾减灾信息服务	收入	281.19	373.98	478.70	598.37
	增速	36.67%	33.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	50.54	50.00	50.00	50.00
视频信息应用	收入	211.90	216.14	220.46	224.87
	增速	-8.30%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	52.87	51.50	51.00	51.00

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5687.66	7022.69	8535.42	10310.57
营业成本	3223.14	3978.24	4850.18	5871.10
营业税金及附加	53.88	63.16	78.13	93.83
销售费用	1090.60	1306.22	1579.05	1897.14
管理费用	957.41	1158.74	1391.27	1660.00
财务费用	-15.97	-7.07	-14.69	-17.26
资产减值损失	9.52	0.00	0.00	0.00
投资收益	13.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	382.32	523.39	651.47	805.74
其他非经营损益	234.97	218.94	223.12	225.68
利润总额	617.29	742.32	874.59	1031.42
所得税	59.89	69.30	82.72	97.13
净利润	557.40	673.02	791.87	934.29
少数股东损益	237.94	205.00	210.00	237.00
归属母公司股东净利润	319.46	468.02	581.87	697.29

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	557.40	673.02	791.87	934.29
折旧与摊销	113.02	110.72	110.72	110.72
财务费用	-15.97	-7.07	-14.69	-17.26
资产减值损失	9.52	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-149.62	-130.62	-107.46	-182.37
其他	29.14	6.87	0.00	-1.14
经营活动现金流净额	543.50	652.93	780.45	844.25
资本支出	-191.69	0.00	0.00	0.00
其他	-6.70	0.10	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-198.38	0.10	0.00	0.00
短期借款	-16.70	-20.81	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	773.40	0.00	0.00
支付股利	-53.91	-71.73	-95.93	-123.12
其他	-169.48	-94.72	14.69	17.26
筹资活动现金流净额	-240.10	586.13	-81.24	-105.86
现金流量净额	117.62	1239.15	699.21	738.38

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2001.01	3240.17	3939.37	4677.76
应收和预付款项	1294.84	1782.92	2109.57	2537.66
存货	1034.96	1270.56	1550.54	1879.50
其他流动资产	117.43	144.88	176.08	212.70
长期股权投资	32.64	32.64	32.64	32.64
投资性房地产	9.19	9.19	9.19	9.19
固定资产和在建工程	464.46	391.14	317.83	244.51
无形资产和开发支出	612.16	576.54	540.91	505.29
其他非流动资产	183.04	181.25	179.47	177.69
资产总计	5749.73	7629.29	8855.61	10276.95
短期借款	20.81	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1789.42	2391.94	2893.49	3469.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	238.90	165.15	193.97	227.71
负债合计	2049.12	2557.09	3087.46	3697.63
股本	539.11	583.03	583.03	583.03
资本公积	846.38	1575.86	1575.86	1575.86
留存收益	1494.49	1890.78	2376.73	2950.90
归属母公司股东权益	2883.08	4049.68	4535.62	5109.79
少数股东权益	817.53	1022.53	1232.53	1469.53
股东权益合计	3700.61	5072.20	5768.15	6579.32
负债和股东权益合计	5749.73	7629.29	8855.61	10276.95

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	25.93%	23.47%	21.54%	20.80%
营业利润增长率	21.52%	36.90%	24.47%	23.68%
净利润增长率	15.42%	20.74%	17.66%	17.98%
EBITDA 增长率	20.76%	30.80%	19.21%	20.30%
获利能力				
毛利率	43.33%	43.35%	43.18%	43.06%
三费率	35.73%	35.00%	34.63%	34.33%
净利率	9.80%	9.58%	9.28%	9.06%
ROE	15.06%	13.27%	13.73%	14.20%
ROA	9.69%	8.82%	8.94%	9.09%
ROIC	17.13%	22.00%	25.64%	29.56%
EBITDA/销售收入	8.43%	8.93%	8.76%	8.72%
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.05	1.04	1.08
固定资产周转率	12.52	16.84	24.83	38.13
应收账款周转率	5.80	5.79	5.51	5.61
存货周转率	3.23	3.44	3.42	3.41
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.52%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	35.64%	33.52%	34.86%	35.98%
带息债务/总负债	1.02%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.21	2.55	2.55	2.54
速动比率	1.69	2.05	2.04	2.03
股利支付率	16.88%	15.33%	16.49%	17.66%
每股指标				
每股收益	0.55	0.80	1.00	1.20
每股净资产	6.35	8.70	9.89	11.28
每股经营现金	0.93	1.12	1.34	1.45
每股股利	0.09	0.12	0.16	0.21

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	479.38	627.04	747.50	899.21
PE	33.40	22.80	18.34	15.30
PB	2.88	2.10	1.85	1.62
PS	1.88	1.52	1.25	1.03
EV/EBITDA	16.25	11.54	8.75	6.45
股息率	0.51%	0.67%	0.90%	1.15%

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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@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