

2017年04月28日

星网锐捷 (002396.SZ)

## 一季报和半年报参考意义较小，继续看好基本面变化

■事件：4月27日晚，星网锐捷发布2017年一季报，一季度实现营业收入7.96亿元，同比增加11.62%。实现归属上市公司股东净利润-0.19亿元，同比亏损扩大了83.83%。一季度公司营收稳健增长，因行业特性决定了一季度业绩无法反映全年业绩情况，因此不必过多关注。

■半年报业绩占比较小，不具备过多参考意义：公司同时预告了半年业绩，预计2017年1-6月份归属上市公司股东净利润为0.50-0.58亿元，增速为30%-60%（2016年半年报业绩预告增速为30%-80%）。按惯例，公司半年业绩占全年业绩低于15%，因此半年业绩也不具有过多的参考意义。

■行业基本面依然向好，网络设备市场或将加速增长：根据IDC报告，十三五期间政府将加大ICT投资，各地政务云建设纷纷启动，中国网络设备市场2016年规模达到385.4亿元，同比大幅增长25.9%，一改十二五期间每年8%左右的增速。

■中标智能家庭网关集采，打开新增利润空间：公司在2016年中标中国移动物联网公司的智能家庭网关项目，进入新的空白市场，而中国移动每年智能家庭网关的投资达到50亿人民币以上，市场空间较大。公司成功切入运营商智能家庭网关供应链条，或将打开全新利润增长点。

■收购少数股东权益顺利，加速布局桌面云、小型商用娱乐设备等细分市场：公司收购升腾资讯、星网视易剩余少数股东权益进展顺利，星网视易方面公司由瘦客户机行业龙头转型云服务提供商，借助在瘦客户机市场的优势地位打造“端+云”的一体解决方案。星网视易近年来逐步转向中小型客户市场，在我国娱乐消费“十三五”有望突破5万亿的大前提下，公司或在小型设备等新兴领域有望取得突破性进展。综上所述，并购完成后，公司预计将在诸多细分领域充分释放业绩。

■投资建议：我们看好星网锐捷成功切入智能家庭网关供应链。为公司带来的新增利润空间。同时公司收购升腾资讯、星网视易剩余少数股东权益进展顺利，将加速布局桌面云解决方案、小型商用影音设备等高毛利细分领域。我们预计公司2017年-2019年的收入分别为70亿

## 公司快报

证券研究报告

通信终端及配件

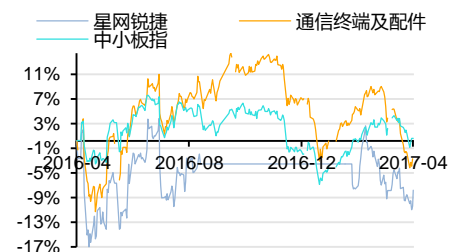
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**23.56元**  
股价(2017-04-28) **18.83元**

### 交易数据

总市值(百万元)	10,151.46
流通市值(百万元)	9,986.42
总股本(百万股)	539.11
流通股本(百万股)	530.35
12个月价格区间	17.03/21.20元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.41	-9.13	-10.76
绝对收益	-1.36	-4.42	-10.54

夏庐生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003  
xials@essence.com.cn  
021-35082732

### 相关报告

星网锐捷：云桌面和 WiFi 爆发增长，新进入中国移动智能家庭网关市场打开新空间	2017-04-17
星网锐捷：业绩超预期，企业级市场与 K 米发展迅速	2016-08-25
星网锐捷：企业级市场取得突破，K 米平台前景广阔	2016-08-09
星网锐捷：K 米融合 VR，引领 KTV 行业进入泛娱乐时代	2016-04-12

元 (+23.62%)、87 亿元 (+23.03%)、106 亿元 (+22.90%)，净利润分别为 4.4 亿 (+37.89%)、5.3 亿元 (+21.03%)、6.3 亿元 (+18.82%)，对应 EPS 分别为 0.76 元、0.91 元、1.09 元，对应 PE 分别为 25 倍、21 倍、18 倍。我们维持此前“买入-A”评级，6 个月目标价为 23.56 元，对应 2017 年动态 PE 31 倍。

■风险提示：市场竞争加剧导致毛利下滑。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,516.5	5,687.7	7,031.2	8,650.7	10,631.8
净利润	262.3	319.5	440.5	533.1	633.7
每股收益(元)	0.49	0.59	0.76	0.91	1.09
每股净资产(元)	4.85	5.35	5.63	6.47	7.48
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	39.5	32.4	25.4	21.0	17.7
市净率(倍)	4.0	3.6	3.4	3.0	2.6
净利润率	5.8%	5.6%	6.3%	6.2%	6.0%
净资产收益率	10.0%	11.1%	13.4%	14.1%	14.5%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
ROIC	24.7%	22.8%	33.0%	35.2%	46.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4,516.5	5,687.7	7,031.2	8,650.7	10,631.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,453.1	3,223.1	4,006.4	4,928.5	6,040.9	营业收入增长率	24.0%	25.9%	23.6%	23.0%	22.9%
营业税费	36.3	53.9	62.7	76.2	96.4	营业利润增长率	58.7%	21.5%	55.4%	35.1%	21.5%
销售费用	906.6	1,090.6	1,195.3	1,384.1	1,701.1	净利润增长率	8.5%	21.8%	37.9%	21.0%	18.9%
管理费用	798.9	957.4	1,188.2	1,474.9	1,839.3	EBITDA 增长率	51.9%	20.2%	45.4%	29.7%	18.9%
财务费用	-7.9	-16.0	-10.0	-13.6	-17.5	EBIT 增长率	62.4%	19.5%	59.5%	35.0%	21.4%
资产减值损失	21.7	9.5	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	62.0%	18.0%	62.5%	34.3%	21.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.1%	12.1%	25.9%	-7.0%	26.7%
投资和汇兑收益	6.8	13.3	15.6	11.9	13.6	净资产增长率	33.5%	9.7%	18.7%	20.1%	19.8%
<b>营业利润</b>	314.6	382.3	594.2	802.5	975.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	213.8	235.0	218.8	222.5	225.4	毛利率	45.7%	43.3%	43.0%	43.0%	43.2%
<b>利润总额</b>	528.4	617.3	813.0	1,025.0	1,200.6	营业利润率	7.0%	6.7%	8.5%	9.3%	9.2%
减:所得税	45.4	59.9	65.0	87.1	102.1	净利润率	5.8%	5.6%	6.3%	6.2%	6.0%
<b>净利润</b>	262.3	319.5	440.5	533.1	633.7	EBITDA/营业收入	8.7%	8.3%	9.8%	10.3%	10.0%
						EBIT/营业收入	6.8%	6.4%	8.3%	9.1%	9.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	35	29	22	15	10
货币资金	1,888.9	2,001.0	2,273.5	3,305.2	3,840.7	流动营业资本周转天数	38	30	42	44	46
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	291	270	268	271	273
应收账款	1,019.7	1,063.6	1,892.0	1,657.4	2,584.5	应收账款周转天数	80	66	76	74	72
应收票据	82.0	160.7	203.2	172.3	316.1	存货周转天数	65	63	65	65	64
预付账款	88.4	70.5	79.2	136.2	126.3	总资产周转天数	369	351	331	317	307
存货	941.2	1,035.0	1,484.9	1,648.2	2,133.0	投资资本周转天数	103	97	94	82	73
其他流动资产	48.2	117.4	86.4	84.0	96.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	82.3	108.6	78.9	89.9	92.5	ROE	10.0%	11.1%	13.4%	14.1%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	9.7%	10.4%	11.6%	10.9%
长期股权投资	24.4	32.6	32.6	32.6	32.6	ROIC	24.7%	22.8%	33.0%	35.2%	46.0%
投资性房地产	10.2	9.2	9.2	9.2	9.2	<b>费用率</b>					
固定资产	454.8	453.7	394.6	335.5	276.4	销售费用率	20.1%	19.2%	17.0%	16.0%	16.0%
在建工程	3.2	10.8	10.8	10.8	10.8	管理费用率	17.7%	16.8%	16.9%	17.1%	17.3%
无形资产	245.6	217.3	172.2	127.1	82.0	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	455.1	469.3	452.3	448.2	447.0	三费/营业收入	37.6%	35.7%	33.8%	32.9%	33.1%
<b>资产总额</b>	5,343.9	5,749.7	7,170.0	8,056.7	10,047.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	37.5	20.8	-	-	-	资产负债率	36.9%	35.6%	38.7%	34.5%	37.1%
应付账款	839.6	923.4	1,403.9	1,439.7	1,993.2	负债权益比	58.4%	55.4%	63.2%	52.7%	58.9%
应付票据	391.3	379.0	617.9	622.7	866.5	流动比率	2.13	2.21	2.20	2.56	2.47
其他流动负债	637.5	692.2	714.8	670.7	826.2	速动比率	1.64	1.69	1.66	1.96	1.89
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-38.66	-22.95	-58.15	-57.81	-54.80
其他非流动负债	63.6	33.7	40.4	45.9	40.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,969.4	2,049.1	2,777.1	2,779.0	3,725.9	DPS(元)	0.10	-	0.09	0.10	0.08
少数股东权益	759.4	817.5	1,109.6	1,507.7	1,962.3	分红比率	20.6%	0.0%	11.7%	10.7%	7.5%
股本	539.1	539.1	583.0	583.0	583.0	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
留存收益	2,075.3	2,340.9	2,700.2	3,187.1	3,775.9						
<b>股东权益</b>	3,374.5	3,700.6	4,392.9	5,277.8	6,321.2						
<b>现金流量表</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>	EPS(元)	0.49	0.59	0.76	0.91	1.09
净利润	482.9	557.4	440.5	533.1	633.7	BVPS(元)	4.85	5.35	5.63	6.47	7.48
加:折旧和摊销	90.3	113.0	104.2	104.2	104.2	PE(X)	39.5	32.4	25.4	21.0	17.7
资产减值准备	20.7	6.3	-	-	-	PB(X)	4.0	3.6	3.4	3.0	2.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	5,281.9	71.1	-435.7	16.3	88.1
财务费用	-0.5	-10.3	-10.0	-13.6	-17.5	P/S	2.3	1.8	1.6	1.3	1.1
投资损失	-6.8	-13.3	-15.6	-11.9	-13.6	EV/EBITDA	30.1	19.8	14.5	10.5	8.7
少数股东损益	220.6	237.9	307.5	404.8	464.9	CAGR(%)	24.8%	25.4%	26.2%	24.8%	25.4%
营运资金的变动	479.9	-117.0	-505.3	42.7	-611.6	PEG	1.6	1.3	1.0	0.8	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	923.7	543.5	321.3	1,059.3	560.1	ROIC/WACC	2.4	2.2	3.2	3.4	4.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-363.8	-198.4	45.1	1.0	11.1	REP	3.4	2.6	1.5	1.5	0.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	-79.2	-240.1	-93.8	-28.6	-35.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

夏庐生声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034