

星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2017年07月27日

发行股份收购资产批文获准，二线白马龙头气质凸显

事件：

公司发行股份并收购子公司升腾资讯 40% 股权、星网视易 48.15% 股权事项获得证监会核准批文。鉴于 2016 年权益分派方案实施完毕，公司调整发行价格至 17.51 元/股，调整发行数量至 44,169,045 股。完成收购后，公司将全资控股升腾资讯与星网视易。

瓜熟蒂落并购龙头控股子公司，内部整合开启高速增长篇章

升腾资讯专注于网络终端和智能支付 POS 业务。在 2015 年 IDC 统计报告中显示，升腾瘦客户机占整个中国瘦客户机市场销量的 46%，并连续超过 10 年蝉联中国瘦客户机市场销量第一，5 年亚太区销量第一；公司净利润增长势头健康良好，2014-2016 年净利润分别为 6629 万元、7636 万元、8214 万元，3 年复合增速 11.3%。星网视易是国内最大的 KTV 视频应用产品供应商，连续荣 4 年膺“最有价值电子品牌”，连续 9 年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一。2016 年市场占有率达到 60%，具有 11000 家联网 KTV，点歌机产品远销 40 多个国家与地区。虽然受到 KTV 整体行业需求下滑影响，子公司仍然将净利润保持在合理区间，2014-2016 年净利润分别为 3055 万元、5391 万元和 5022 万元，3 年复合增速达 28.2%。2017 年受到 miniKTV 市场在机场、地铁和商城等区域迅猛增速，市场规模达 30 余亿元，未来有望成为公司业绩增长点。

公司与标的资产分别签订了业绩对赌协议，升腾资讯承诺 2017-2019 年累计净利润不低于 3.675 亿元，星网视易承诺 2017-2019 年累计净利润不低于 2.470 亿元。基于承诺业绩并按固定年化增长率计算，此次并表可增厚母公司 2017-2019 年净利润 1.036 亿、1.292 亿、1.612 亿元。

企业级 WLAN 及云桌面行业需求明确，锐捷网络催化公司主营增速

公司利润主要贡献来自于控股 51% 的锐捷网络，2016 年营收超过 30.6 亿元，净利润 3.3 亿元，贡献并表利润超过 1.5 亿元，连续 15 年平均复合增长率超过 35%。产品覆盖企业级网络解决方案、云桌面及云计算、企业级场景化 WLAN。IDC 数据显示锐捷网络企业级 WLAN 国内市占率在 2015 年一季度攀升到第一。锐捷网络在教育市场连续获得超 40% 增长，以及 SMB 连续 4 年增长超 50%。未来随着云计算在企业和教育领域的逐步普及，以及企业级 WLAN 需求的进一步增长，锐捷网络有望进一步受益。

盈利预测及估值：公司一季度预告中报业绩在 5008 万元~5779 万元，同比增速 30%-50%。短期内看好锐捷网络在企业级市场业务及云桌面业务的稳定增长；中长期看好升腾资讯及星网视易并表增厚利润，以及公司各项业务条线健康发展。我们预计公司 17~19 年净利润 4.69 亿元，6.15 亿元，7.42 亿元，对应 17 年估值 24x，PEG 小于 1，突显二线白马龙头地位。

风险提示：瘦客户机及 KTV 信息化业务开展低于预期，企业网业务放缓

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,516.51	5,687.66	7,578.96	9,638.50	11,703.12
增长率(%)	24.02	25.93	33.25	27.17	21.42
EBITDA(百万元)	393.91	473.45	679.50	951.82	1,170.98
净利润(百万元)	262.34	319.46	469.04	614.95	742.43
增长率(%)	8.52	21.77	46.82	31.11	20.73
EPS(元/股)	0.49	0.59	0.80	1.05	1.27
市盈率(P/E)	39.11	32.11	23.66	18.05	14.95
市净率(P/B)	3.92	3.56	3.35	2.92	2.50
市销率(P/S)	2.27	1.80	1.46	1.15	0.95
EV/EBITDA	30.10	19.78	14.19	9.54	7.62

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	19.01 元
目标价格	25 元
上次目标价	22 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	539.11
流通 A 股股本(百万股)	530.35
A 股总市值(百万元)	10,248.50
流通 A 股市值(百万元)	10,081.88
每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	27.20
一年内最高/最低(元)	21.38/16.50

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《星网锐捷-公司研究简报:细分市场市占率引领内生增长，多元化外延增厚业绩》 2017-04-13



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,888.86	2,001.01	2,581.12	3,509.02	4,122.12
应收账款	1,019.66	1,063.63	1,673.21	1,753.81	2,342.28
预付账款	88.40	70.50	119.45	124.43	174.01
存货	941.19	1,034.96	1,576.93	1,776.43	2,327.15
其他	130.13	278.13	235.39	312.84	347.55
流动资产合计	4,068.24	4,448.24	6,186.10	7,476.52	9,313.12
长期股权投资	24.41	32.64	32.64	32.64	32.64
固定资产	454.81	453.70	381.80	326.32	269.71
在建工程	3.18	10.76	7.95	6.27	5.26
无形资产	245.64	217.34	164.30	118.90	73.49
其他	547.60	587.06	578.64	577.12	580.97
非流动资产合计	1,275.64	1,301.50	1,165.34	1,061.26	962.08
资产总计	5,343.88	5,749.73	7,351.44	8,537.78	10,275.20
短期借款	37.51	20.81	10.00	10.00	10.00
应付账款	839.55	923.40	1,407.31	1,693.65	2,016.14
其他	1,028.77	1,071.23	1,385.92	1,409.05	1,742.07
流动负债合计	1,905.83	2,015.44	2,803.23	3,112.70	3,768.21
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.59	33.69	33.00	36.00	34.23
非流动负债合计	63.59	33.69	133.00	136.00	134.23
负债合计	1,969.43	2,049.12	2,936.23	3,248.70	3,902.44
少数股东权益	759.36	817.53	1,105.01	1,481.91	1,936.95
股本	539.11	539.11	583.28	583.28	583.28
资本公积	846.38	846.38	847.82	852.82	857.82
留存收益	2,075.33	2,340.88	2,726.93	3,223.89	3,852.53
其他	(845.72)	(843.29)	(847.82)	(852.82)	(857.82)
股东权益合计	3,374.46	3,700.61	4,415.21	5,289.08	6,372.76
负债和股东权益总	5,343.88	5,749.73	7,351.44	8,537.78	10,275.20

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	482.93	557.40	469.04	614.95	742.43
折旧摊销	90.27	113.02	100.24	104.77	105.22
财务费用	(0.53)	(10.34)	(8.64)	(10.58)	(14.35)
投资损失	(6.85)	(13.25)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营运资金变动	479.88	(116.99)	(341.86)	(33.63)	(568.60)
其它	(121.98)	13.66	287.48	376.91	455.04
经营活动现金流	923.72	543.50	494.26	1,040.42	707.75
资本支出	582.36	122.51	(26.81)	(0.80)	3.97
长期投资	4.90	8.23	0.00	0.00	0.00
其他	(951.10)	(329.12)	65.67	5.70	0.83
投资活动现金流	(363.84)	(198.38)	38.86	4.90	4.80
债权融资	117.75	119.51	200.00	190.00	190.00
股权融资	254.66	26.63	59.15	23.58	27.35
其他	(451.62)	(386.24)	(212.17)	(330.99)	(316.79)
筹资活动现金流	(79.21)	(240.10)	46.98	(117.41)	(99.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	480.67	105.02	580.10	927.90	613.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.51	5,687.66	7,578.96	9,638.50	11,703.12
营业成本	2,453.11	3,223.14	4,274.00	5,487.31	6,714.94
营业税金及附加	36.30	53.88	67.48	85.91	103.36
营业费用	906.62	1,090.60	1,440.00	1,734.93	2,065.60
管理费用	798.89	957.41	1,220.21	1,485.29	1,755.47
财务费用	(7.93)	(15.97)	(8.64)	(10.58)	(14.35)
资产减值损失	21.74	9.52	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	13.25	12.00	12.00	12.00
其他	(13.69)	(26.51)	(24.00)	(24.00)	(24.00)
营业利润	314.63	382.32	587.90	857.63	1,080.10
营业外收入	217.76	237.27	247.05	234.03	239.45
营业外支出	4.01	2.30	2.00	2.00	2.00
利润总额	528.38	617.29	832.95	1,089.66	1,317.55
所得税	45.45	59.89	76.44	97.80	120.08
净利润	482.93	557.40	756.52	991.86	1,197.47
少数股东损益	220.59	237.94	287.48	376.91	455.04
归属于母公司净利润	262.34	319.46	469.04	614.95	742.43
每股收益(元)	0.49	0.59	0.80	1.05	1.27

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.02%	25.93%	33.25%	27.17%	21.42%
营业利润	58.73%	21.52%	53.77%	45.88%	25.94%
归属于母公司净利润	8.52%	21.77%	46.82%	31.11%	20.73%
获利能力					
毛利率	45.69%	43.33%	43.61%	43.07%	42.62%
净利率	5.81%	5.62%	6.19%	6.38%	6.34%
ROE	10.03%	11.08%	14.17%	16.15%	16.74%
ROIC	24.75%	22.79%	32.34%	41.68%	54.19%
偿债能力					
资产负债率	36.85%	35.64%	39.94%	38.05%	37.98%
净负债率	-0.84%	-1.01%	-1.62%	2.93%	-7.07%
流动比率	2.13	2.21	2.21	2.40	2.47
速动比率	1.64	1.69	1.64	1.83	1.85
营运能力					
应收账款周转率	4.50	5.46	5.54	5.63	5.71
存货周转率	5.54	5.76	5.80	5.75	5.70
总资产周转率	0.98	1.03	1.16	1.21	1.24
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.59	0.80	1.05	1.27
每股经营现金流	1.71	1.01	0.92	1.93	1.31
每股净资产	4.85	5.35	5.68	6.53	7.60
估值比率					
市盈率	39.11	32.11	23.66	18.05	14.95
市净率	3.92	3.56	3.35	2.92	2.50
EV/EBITDA	30.10	19.78	14.19	9.54	7.62
EV/EBIT	38.66	25.56	16.64	10.72	8.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com