证券研究报告—动态报告

信息技术

通信

星网锐捷(002396)

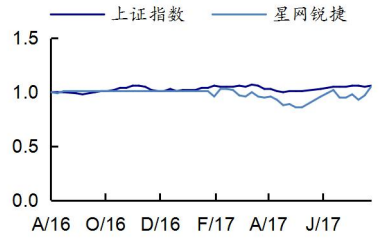
增持

2017 年半年报点评

（维持评级）

2017 年 08 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	583/530
总市值/流通(百万元)	11,671/10,612
上证综指/深圳成指	3,272/10,553
12 个月最高/最低(元)	21.17/16.41

相关研究报告：

《星网锐捷-002396-迷你 KTV 市场有望爆发，星网视易占据优势》 ——2017-08-15

《星网锐捷-002396-重大事件快评：资产收购获批文，内部整合进入收官阶段》 ——2017-07-28

《星网锐捷-002396-静水流深的 ICT 方案供应商》 ——2017-07-10

证券分析师：程成
电话：0755-22940300
E-MAIL： chengcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
联系人：汪洋
电话：010-88005317
E-MAIL： wangyang7@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

上半年业绩增长迅速，长期坚定看好

- **上半年业绩增长迅速，基本符合市场预期**

2017 年上半年，公司实现营收 23.86 亿元，同比增长 27.24%，归母净利润 5182.49 万元，同比增长 34.51%，每股收益 0.10 元，同比增长 34.41%，毛利率 36.39%，同比下滑 4.25 个百分点。公司上半年业绩基本符合市场预期。同时，公司预告前三季度预计实现归母净利润 1.94 亿元-2.29 亿元，同比增长 10%-30%。

- **企业级网络设备、网络终端增长较快，毛利率略有下滑**

上半年，营收合计占比超过 54%的网络终端和企业网络设备产品分别保持 30%和 21%增长，奠定了公司整体业绩的增长。其中，企业级网络设备实现营收 10.30 亿元，同比增长 20.75%，毛利率 40.26%，同比下降 3.18 个百分点；网络终端产品实现营收 2.68 亿元，同比增长 30.31%，毛利率 26.46%，同比下降 6.9 个百分点。

- **境外收入增长迅速，营收占比逐步提升**

上半年，境外销售收入达到 5.53 亿元，同比增长 46.88%，营收占比达到 23.15%，收入增长的主要原因来自通讯产品及网络终端的出口增幅较大。

- **中报业绩全年占比较低，重心还看三四季度**

我们认为公司业绩存在较强季节性，上半年业绩全年占比很小，很难反映全年情况。参照去年，上半年净利润仅占全年净利润 12%，前三季度净利润占全年净利润 55%，因此公司接近一半的利润集中在四季度释放，简单通过半年或前三季度增速推测全年业绩增速存在较大偏差。

- **盈利预测与投资评级**

我们坚定看好公司，预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元，归母净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元，摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍；考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后，17-19 年备考净利润分别为 4.50/5.46/6.69 亿元，摊薄后当前股价对应的 PE 为 25/21/17 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

- **风险分析：** 企业级 WLAN 市场竞争加剧；收购标的业绩不及预期。

盈利预测和财务指标

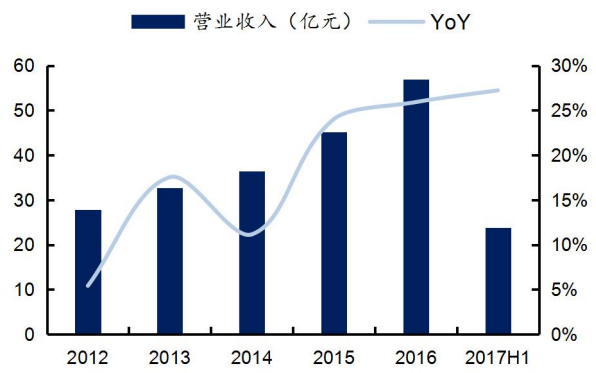
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,517	5,688	7,180	9,152	11,769
(+/-%)	*24.0%*	*25.9%*	*26.2%*	*27.5%*	*28.6%*
净利润(百万元)	262	319	379	446	530
(+/-%)	*8.5%*	*21.8%*	*18.8%*	*17.6%*	*18.8%*
摊薄每股收益(元)	0.45	0.55	0.70	0.83	0.98
EBIT Margin	11.5%	10.6%	6.3%	6.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	10.0%	11.1%	12.8%	14.5%	16.6%
市盈率(PE)	43.8	36.0	27.7	23.6	19.8
EV/EBITDA	22.0	19.0	26.2	22.0	18.8
市净率(PB)	4.4	4.0	3.54	3.42	3.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年业绩增长迅速，基本符合市场预期

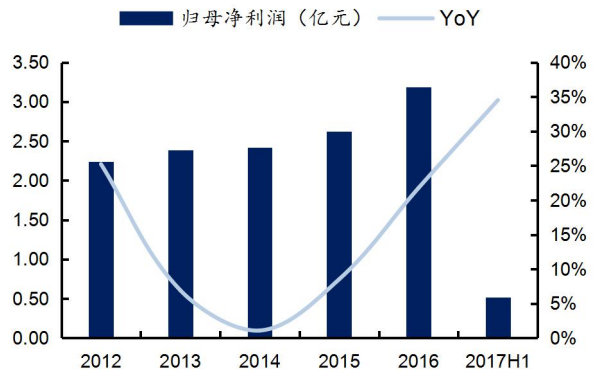
2017 年上半年，公司实现营收 23.86 亿元，同比增长 27.24%，归母净利润 5182.49 万元，同比增长 34.51%，基本符合市场预期。通过对公司近五年的财务数据横向对比可以发现，营收和净利润增幅呈现明显的上升趋势，说明公司整体盈利能力逐步增强。同时，公司预告前三季度预计实现归母净利润 1.94 亿元至 2.29 亿元，同比增长 10%-30%。

图 1：公司近五年营收及增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 2：公司近五年净利润及增长情况

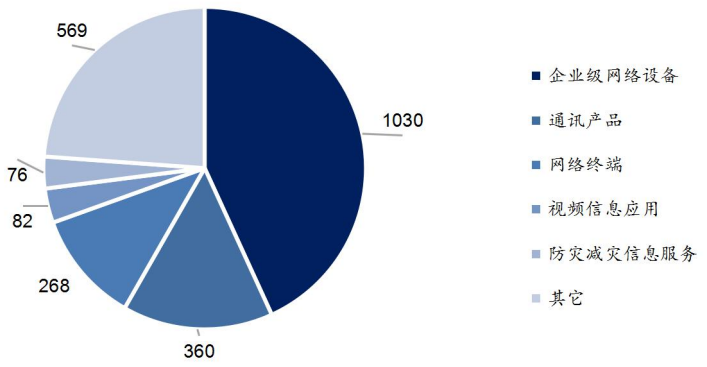


资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

企业级网络设备等产品增长明显，毛利率略有下滑

从收入结构来看，营收合计占比超过 54%的网络终端和企业网络设备产品分别保持 30%和 21%增长，奠定了公司业绩的快速增长。

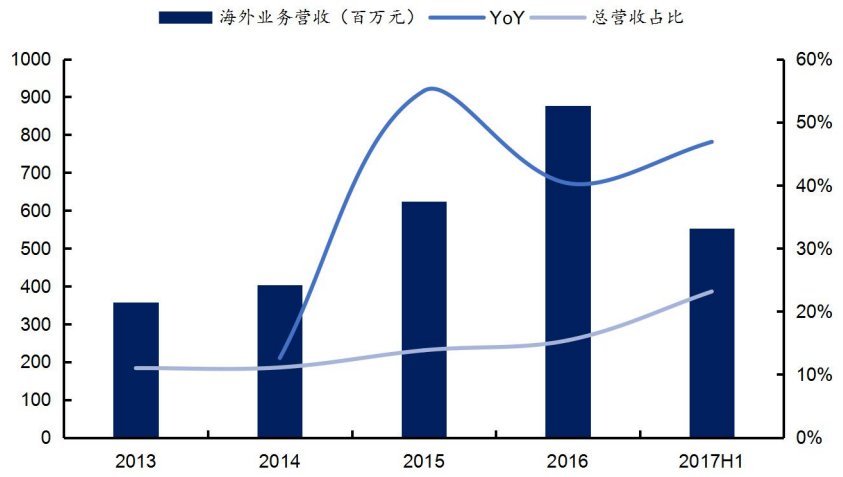
图 3：2017H1 公司营收结构（单位：百万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

此外，在通讯产品和网络终端产品出口的带动下，海外业务的同比增长 47%，营收占比进一步提升。

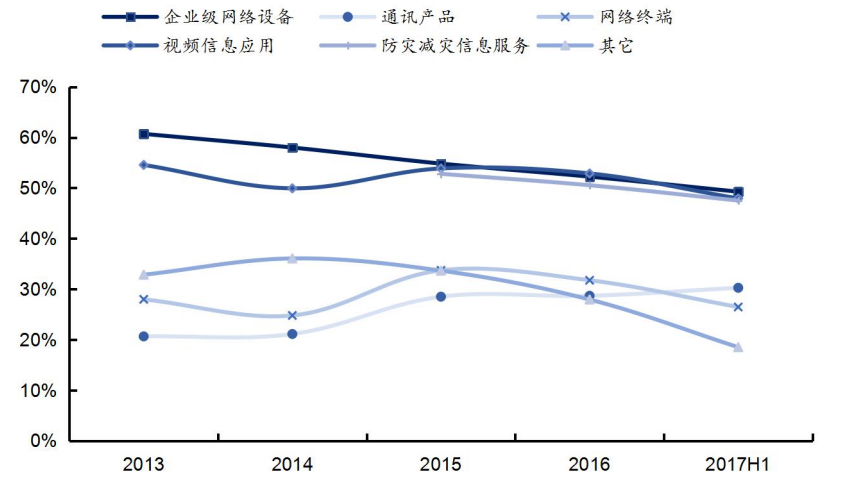
图 4：海外业务营收及增长情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从毛利率角度来看，公司各产品毛利率变化趋势不一，企业级网络设备产品市场竞争较为激烈，产品毛利率近几年逐年略有下滑；通讯产品由于公司从中低端产品向定制化产品转型，产品毛利率近几年逐年略有增长；其他产品略有波动，但整体趋于平稳。

图 5：公司近五年各业务毛利率变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中报业绩全年占比较低，重心还看三四季度

我们认为公司业绩存在较强季节性，上半年业绩全年占比较低，很难反映全年情况。参照去年，上半年净利润仅占全年净利润 12%，前三季度净利润占全年净利润 55%，因此公司接近一半的利润集中在四季度释放，这与公司收入确认周期有较大关联。公司上半年业绩参考作用有限，重心还要看三、四季度业绩情况。

盈利预测与投资评级

我们坚定看好公司，预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元，归母净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元，摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍；考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后，17-19 年备考净利润分别为 4.50/5.46/6.69 亿元，摊薄后当前股价对应的 PE 为 25/21/17 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

风险提示

企业级 WLAN 市场竞争加剧；收购标的业绩不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2001	2201	2421	2663
应收款项	1224	1546	1970	2533
存货净额	1035	1313	1673	2154
其他流动资产	188	237	302	389
流动资产合计	**4448**	**5297**	**6366**	**7739**
固定资产	464	504	536	563
无形资产及其他	203	295	387	479
投资性房地产	601	601	601	601
长期股权投资	33	41	49	57
资产总计	**5750**	**6739**	**7940**	**9439**
短期借款及交易性金融负债	120	442	806	1212
应付款项	1204	1528	1947	2506
其他流动负债	691	884	1126	1449
流动负债合计	**2015**	**2854**	**3878**	**5167**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
长期负债合计	**34**	**34**	**34**	**34**
负债合计	**2049**	**2888**	**3912**	**5201**
少数股东权益	818	882	957	1047
股东权益	2883	2969	3071	3191
负债和股东权益总计	**5750**	**6739**	**7940**	**9439**

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.59	0.70	0.83	0.98
每股红利	0.46	0.54	0.64	0.76
每股净资产	5.35	5.51	5.70	5.92
ROIC	10%	10%	12%	14%
ROE	11%	13%	15%	17%
毛利率	43%	43%	44%	44%
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%
收入增长	26%	26%	27%	29%
净利润增长率	22%	19%	18%	19%
资产负债率	50%	56%	61%	66%
息率	2.3%	2.8%	3.3%	3.9%
P/E	32.9	27.7	23.6	19.8
P/B	3.6	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	26.7	26.2	22.0	18.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**5688**	**7180**	**9152**	**11769**
营业成本	3223	4065	5169	6646
营业税金及附加	54	68	87	111
销售费用	1091	1436	1830	2354
管理费用	957	1157	1472	1891
财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
投资收益	13	13	13	13
资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(10)	(10)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	382	498	627	789
营业外净收支	235	235	235	235
利润总额	**617**	**733**	**862**	**1024**
所得税费用	60	71	84	99
少数股东损益	238	283	332	395
归属于母公司净利润	**319**	**379**	**446**	**530**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	**319**	**379**	**446**	**530**
资产减值准备	(14)	(1)	0	0
折旧摊销	107	57	63	69
公允价值变动损失	10	10	10	10
财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
营运资本变动	(245)	(134)	(188)	(248)
其它	68	66	75	89
经营活动现金流	**245**	**376**	**406**	**450**
资本开支	(142)	(197)	(197)	(197)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(150)**	**(205)**	**(205)**	**(205)**
权益性融资	25	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(247)	(293)	(345)	(409)
其它融资现金流	485	322	364	406
融资活动现金流	**17**	**29**	**19**	**(3)**
现金净变动	**112**	**200**	**220**	**242**
货币资金的期初余额	1889	2001	2201	2421
货币资金的期末余额	2001	2201	2421	2663
企业自由现金流	48	137	214	317
权益自由现金流	533	495	605	739

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许　婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁　佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王　玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴　国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金　锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简　洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪　婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛　恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林　若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王　灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹　云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周　鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李　杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		