证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

星网锐捷（002396）

公司动态

增持

（维持评级）

2017 年 08 月 31 日

低估值二线龙头，上半年各项业务进展顺利

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

事项：

近期，星网锐捷发布中报，国信证券通信团队第一时间对公司进行了调研，与管理层就上半年各项业务进展进行了交流。结合公司的介绍和我们的观点，进行了梳理，纪要如下，供各位投资者参考，有不足之处欢迎批评指正。

评论：

公司作为二线低估值龙头，在企业级 WLAN、网络终端、KTV 解决方案等多个领域保持领先地位。由于年初制定较高业绩目标，上半年费用增长较快，造成业绩增速放缓。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。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 27/23/19 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 24/20/17 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

■ **调研纪要**

1、请介绍一下半年报情况？子公司业绩下滑原因？

市场对半年报反映比较激烈，但公司整体经营正常，年初制定比较高业绩目标（销售收入含税突破 80 亿，净利润 4 亿元以上），上半年投入大，子公司销售收入增长，但利润同比下滑，属于正常情况。上半年利润和收入全年占比都很小，关键还看下半年。从目前来看，经营状况不错，对完成全年目标充满信心。

2、请谈谈各个子公司上半年经营情况？

锐捷网络在 WIFI 增长很快，保持在 50%以上增速，在窄带和 5G 方面也有很大投入和储备，经营情况正常。升腾（作为第二大业务板块）销售收入上半年增长 30%以上，利润跟去年差不多。在移动支付业务方面订单喜人，增长大大超过预期。

3、请谈谈锐捷在网络设备这块的经营情况？

锐捷网络在网络设备处于行业第 4 位，与思科、华为、H3C 差距较大，超越他们比较困难。锐捷网络核心增长不是交换机和路由器，而是来自无线覆盖和云课堂两块。如果锐捷网络全年 30+亿收入，网络设备占一半多一点（15+亿），从公司来看，占星网锐捷不到 20%（全年按 80 亿收入），占比不是特别高。我们力求在优势领域做深做透，保持领先。

4、请谈谈锐捷网络各个业务占比情况？

企业路由、交换增长不多，10%左右，白交换前段很热，对公司来说既是机会也是挑战，可能有增长，但利润率会下降，目前占比很低。核心交换和路由，主要围绕企业网和校园网，整个市场增长不大；无线覆盖，如场馆、校园网、地铁无线覆盖，技术门槛很高，要求很强的并发处理能力，需求旺盛，我们抓住了市场高速增长的机会，今年非常看好无线覆

盖的机会；云课堂应用，下一步会提出智慧课堂解决方案，作为云课堂升级版（毛利率会提升），融合视频、录播等功能。占比方面，网络设备（交换机、路由器）占 60%，无线覆盖占 20%+，云课堂占 15%-25%。

5、几块业务当前增长情况？未来市场空间如何？

我们每块业务大约 10 亿多营收规模，占比很小，市场谈不上饱和。上半年核心交换机、路由器 10%增长、无线覆盖 50%增长、云课堂 30%增长。

6、云课堂的增长是否与教育改革经费有关？未来的增长情况？

与政策有一定关系，云课堂在学校应用不仅仅是政治行为，现在已经得到用户认可，智慧课堂一个方案几百万元体量，针对好的学校不差钱，对于比较穷的学校才需要靠政府补贴。

7、上半年费用提升较多，下半年费用提升趋势？

费用是刚性的，比如人工费用，正常上半年要花 35%-40%，而上半年业绩只完成了全年的 15%，必然出现上半年费用比去年同期多。销售增长体现出来了，上半年和下半年偏差较大，所以大家看到利润增长不理想。

8、上半年毛利率下滑的原因？

这个主要跟产品结构有关。以前毛利率比较高，是因为核心交换机、路由器占比大，随着云课堂和无线覆盖占比提升，毛利率会拉低。网络设备（核心交换机、路由器）毛利高于无线覆盖，无线覆盖高于云课堂。

9、我们跟华为、H3C 在网络设备这块的差距在哪里？

局域网交换机我们算二流厂商，我们做 10+亿规模，华为 100+亿规模，他们有规模优势，成本比我们低，他们降价后还有利润，我们竞争起来比较困难。小规模 TP-Link 做的好，我们做中等规模的解决方案。

10、锐捷网络全年业绩增长情况？云课堂收入体量占比？

从上半年订单来看，全年可以支持上半年增速，锐捷收入预计达到 40 亿元左右，云课堂占比超过 20%，8-9 亿规模。

11、公司企业网络客户有哪些？

校园网是最大客户，县级、地市级政府，100-200 万规模（华为通过代理商做），还有根据智慧城市需求量身定做的方案。

12、白盒交换产品进展情况？

为互联网公司定制，软件还在不断完善，对我们来说，定制化条件、成本要求很高，规模不太大，毛利率低很多。

13、无线覆盖目前主要来自哪些方面需求？

大型体育场馆、地铁无线方案、高铁无线方案等，公司跟高铁相关部门不断沟通、测试，预计明年开始试点。

14、升腾资讯主要业务亮点？

主要在移动支付这块，传统 POS 今年有将近 500 万台的订单，会确认收入，所以升腾今年完成对赌很有信心。

15、mPOS 客户拓展情况？

mPOS 拉卡拉是最大客户，现在拓展到 10 家左右，拉卡拉占出货量一半左右。

16、无线覆盖技术壁垒有多高，华为等竞争对手未来是否会进入？

华为从技术上没有问题，但这个市场比较散，场馆和地铁方案不太一样，相对于运营商市场，体量还是比较小。

17、无线 Wifi 市场未来是否受移动 Pre5G/5G 冲击？

5G 对 wifi 的影响我们也在关注，运营商有自己的制式，我们使用另一种制式，最终由客户来选择。

18、锐捷在窄带和 5G 储备大概什么时候放量？

窄带明年有产品，提供窄带模块，福州 30 万水表 NB-IoT 改造，华为提供芯片，我们做模块，也在看高通的芯片。

19、德明做的模块和锐捷做的模块是否有协同？

德明主要做海外市场，根据海外运营商定制通讯数据终端为主，而不是模块为主。

20、上半年星网视易增速很快的原因？

KTV 这几年市场不景气，我们在开发其他方面应用，跟 4-5 个省广电合作，我们应用植入到点歌系统；在部队“军哥嘹亮”项目成绩不错，海陆空军市场都进入了；海外东南亚 KTV 市场也在拓展。通过 K 米互动，形成智慧 KTV 解决方案。

21、如何看待现在迷你 KTV 行业投资？公司投放情况？

现在机场、电影院等 ARPU 值高的场所都被占据了，地段不好的投资回收周期长。我们跟当地运营商合作，他们买我们设备，设备一台价格在 1-2 万元，目前销量约 3 千台。

22、K 米目前发展情况？

K 米已经完成 A 轮融资（融 7500 万），现在希望进行 B 轮融资，期望 KTV 业态实现升级换代，对视易是新的空间。

23、请谈谈星网智慧主要业务情况？之前没有披露的原因？

主要做 VOIP 交换、视频会议，1 亿多收入，2-3 千万净利润，之前没有达到 10%体量没有披露，属于通信产品线，市场比较小。

24、请谈谈集团对业务梳理计划？

这次两个子公司少数股东权益收购顺利，锐捷网络谈的条件不理想，也不排除未来重启。四创在防灾减灾方面保持稳定增长，我们不会干涉其经营，未来在防灾减灾方案中融合我们的产品，如星网物联监控设备，实现合作协同。

25、本次收购大概什么时候并表？

8 月 4 日完成过户，三季度合并两个月。对前三季度并表影响在 10%左右，第四季度影响比较大。

■ **坚定看好公司的发展，维持“增持”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 27/23/19 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 24/20/17 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

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	2.5%	2.9%	3.4%	4.1%
P/E	31.5	26.5	22.6	19.0
P/B	3.5	3.4	3.3	3.2
EV/EBITDA	25.8	25.3	21.3	18.3

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

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《星网锐捷-002396-2017 年半年报点评：上半年业绩增长迅速，长期坚定看好》 ——2017-08-28
《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

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。