

证券研究报告

公司研究——事项点评

星网锐捷 (002396.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.8.25

边铁城 计算机行业分析师
执业编号: S1500510120018
联系电话: +86 10 83326721
邮箱: biantiecheng@cindasc.com

蔡靖 研究助理
联系电话: +86 10 83326728
邮箱: caijing@cindasc.com

袁海宇 研究助理
联系电话: +86 10 83326726
邮箱: yuanhaiyu@cindasc.com

王佐玉 研究助理
联系电话: +86 10 83326723
邮箱: wangzuoyu@cindasc.com

相关研究

《星网锐捷 (002396.sz) 企业网络设备竞争优势明显, 深耕 ICT 垂直细分领域》17.08

《星网锐捷(002396.SZ)半年度业绩实现平稳增长, 智能 POS 业务亮眼》17.08

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

三季度业绩修正预告亮眼, 物联网布局打开增长空间

2017年10月17日

事件: 公司于2017年10月13日发布前三季度业绩修正预告, 对8月25日披露的半年度报告中的1-9月经营业绩预告进行了修正: 归属于上市公司股东净利润原有变动幅度为10.00%至30.00%的增长, 相对应变动区间为19,373.64万元至22,896.12万元, 现修正为变动幅度30%~60%的增长, 变动区间为22,896.12万元-28,179.84万元。

点评:

- **公司延续稳健增长态势, 三季度营收高于原预测。**此次业绩变动的主要原因系公司延续上半年稳健增长的良好态势, 第三季度营业收入增长情况高于原预测, 净利润相应增加。从历史数据来看公司从第一季度到第四季度营收呈递增趋势, 2015上半年和2016上半年营收仅占全年的29.53%和32.98%, 因此公司整年业绩主要仰仗下半年表现。从业绩修正公告可以推算出, 公司第三季度的业绩较好, 同比增长了29%-67%, 而第四季度极大可能延续高增长态势, 为全年业绩增长保驾护航。
- **升腾资讯和星网视易并表因素将完全显现, 其余子公司剩余股权收购有望有所进展。**公司于2017年1月25日公告拟收购升腾资讯40.00%股权和星网视易48.15%股权, 8月4日已经完成过户。按照第三季度并表2个月, 第四季度并表3个月来算, 并表对业绩的增厚因素到第四季度才完全显现。未来, 锐捷网络、德明通讯以及四创软件剩余股权的收购也有望有所进展, 上市公司资源实现更为有效的配置, 整体管理效率将获得提升。
- **乘东风布局物联网领域, 发展空间有望打开。**锐捷网络自主研发且首批满足中国移动通用模组规范要求的RG-NB6210物联网通讯模组亮相9月底的中国国际信息通信展, 并位列中国移动的7款NB-IoT模组展示之中。锐捷网络已经具备了多个场景成熟的物联网应用方案, 如和中国移动研究院合作开发的物联网智慧停车方案, 以及开展中的在福建试运行的基于NB-IoT的远程抄表和智能井盖项目。LoRa方面, 锐捷网络已推出4款模组, 覆盖智能抄表, 智能井盖和智慧医疗等项目。公司在一些垂直行业的深刻理解是相对于大公司的优势, 物联网应用场景的碎片化将给公司带来行业渗透的机会。
- **盈利预测和投资评级:** 我们上调公司2017~2019年整体营业收入分别为77.57、103.52、133.21亿元, 归属母公司股东的净利润分别为4.53、5.70、6.91亿元, 按照当前股本计算对应的EPS分别为0.78、0.98和1.18元, PE分别为28、22、19倍, 低于行业平均水平。目前公司收购升腾资讯和星网视易少数股东权益的增发股份已上市, 未来有望继续通过收购少数股东权益来实现高效率的公司治理, 增厚公司利润, 因此维持“增持”投资评级。

- **风险因素:** 市场竞争激烈, 毛利率不及预期; 视频信息应用受到 KTV 转型影响而下滑超预期; 智能 POS 和多唱 K 吧等新产品市场拓展不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,516.51	5,687.66	7,756.57	10,351.98	13,320.94
增长率 YoY%	24.02%	25.93%	36.38%	33.46%	28.68%
归属母公司净利润(百万元)	262.34	319.46	453.02	570.07	690.99
增长率 YoY%	8.52%	21.77%	41.81%	25.84%	21.21%
毛利率%	45.69%	43.33%	40.55%	40.39%	40.24%
净资产收益率 ROE%	11.02%	11.62%	13.06%	13.13%	13.90%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.59	0.78	0.98	1.18
市盈率 P/E(倍)	48.80	40.08	28.26	22.46	18.53
市净率 P/B(倍)	4.53	4.10	3.16	2.77	2.41

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 股价、市值以 2017 年 10 月 17 日收盘价为基准。

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,068.24	4,448.24	6,552.92	8,052.65	9,835.66
货币资金	1,888.86	2,001.01	3,149.92	3,565.18	4,105.57
应收票据	81.97	160.70	206.38	275.44	354.44
应收账款	960.04	1,001.87	1,422.79	1,898.87	2,443.47
预付账款	88.40	70.50	113.93	152.46	196.69
存货	941.19	1,034.96	1,480.70	1,981.50	2,556.30
其他	107.78	179.20	179.20	179.20	179.20
非流动资产	1,275.64	1,301.50	1,385.47	1,474.27	1,568.78
长期投资	24.41	32.64	32.64	32.64	32.64
固定资产	454.81	453.70	458.24	463.18	468.57
无形资产	232.87	203.45	200.22	195.87	190.40
其他	563.54	611.70	694.36	782.57	877.16
资产总计	5,343.88	5,749.73	7,938.39	9,526.92	11,404.44
流动负债	1,905.83	2,015.44	2,808.45	3,546.14	4,392.34
短期借款	37.51	20.81	20.81	20.81	20.81
应付账款	763.09	825.46	1,231.67	1,648.24	2,126.37
其他	1,105.22	1,169.17	1,555.97	1,877.08	2,245.16
非流动负债	63.59	33.69	33.69	33.69	33.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.59	33.69	33.69	33.69	33.69
负债合计	1,969.43	2,049.12	2,842.14	3,579.82	4,426.02
少数股东权益	759.36	817.53	1,040.66	1,321.44	1,661.77
归属母公司股东权益	2,615.10	2,883.08	4,055.59	4,625.66	5,316.64
负债和股东权益	5343.88	5749.73	7938.39	9526.92	11404.44

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.51	5,687.66	7,756.57	10,351.98	13,320.94
同比(%)	24.02%	25.93%	36.38%	33.46%	28.68%
归属母公司净利润	262.34	319.46	453.02	570.07	690.99
同比(%)	8.52%	21.77%	41.81%	25.84%	21.21%
毛利率(%)	45.69%	43.33%	40.55%	40.39%	40.24%
ROE(%)	11.02%	11.62%	13.06%	13.13%	13.90%
每股收益(元)	0.49	0.59	0.78	0.98	1.18
P/E	48.80	40.08	28.26	22.46	18.53
P/B	4.53	4.10	3.16	2.77	2.41
EV/EBITDA	19.34	16.60	15.25	12.32	10.27

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.51	5,687.66	7,756.57	10,351.98	13,320.94
营业成本	2,453.11	3,223.14	4,611.29	6,170.93	7,961.00
营业税金及附加	36.30	53.88	72.18	96.33	123.96
营业费用	906.62	1,090.60	1,332.18	1,777.94	2,287.86
管理费用	798.89	957.41	1,189.33	1,587.29	2,042.52
财务费用	-7.93	-15.97	-3.18	-6.72	-6.38
资产减值损失	21.74	9.52	39.89	41.86	53.87
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	0.00	0.00	0.00
营业利润	314.63	382.32	514.87	684.35	858.10
营业外收入	217.76	237.27	236.77	260.02	285.72
营业外支出	4.01	2.30	2.83	2.10	1.68
利润总额	528.38	617.29	748.80	942.27	1,142.14
所得税	45.45	59.89	72.65	91.43	110.82
净利润	482.93	557.40	676.15	850.84	1,031.33
少数股东损益	220.59	237.94	223.13	280.78	340.34
归属母公司净利润	262.34	319.46	453.02	570.07	690.99
EBITDA	618.11	719.98	847.34	1,049.10	1,258.51
EPS (摊薄)	0.49	0.59	0.78	0.98	1.18

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	923.72	543.50	609.19	606.88	746.10
净利润	482.93	557.40	676.15	850.84	1,031.33
折旧摊销	90.27	113.02	98.15	106.44	115.97
财务费用	-0.53	-10.34	0.39	0.39	0.39
投资损失	-6.85	-13.25	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	289.16	-97.73	-202.65	-388.64	-450.29
其它	68.74	-5.59	37.15	37.85	48.70
投资活动现金流	-363.84	-198.38	-179.37	-191.23	-205.31
资本支出	-108.35	-96.61	-179.37	-191.23	-205.31
长期投资	-291.16	14.79	0.00	0.00	0.00
其他	35.66	-116.57	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-79.21	-240.10	719.10	-0.39	-0.39
吸收投资	148.50	25.10	773.40	0.00	0.00
借款	-19.16	-18.18	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	203.22	246.84	54.30	0.39	0.39
现金净增加额	483.24	117.62	1148.91	415.26	540.39

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学工商管理硕士，曾经从事手机研发，实验室管理等工作，IT 从业经验八年。2015 年加入信达证券，从事通信行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。