天风证券 TF SECURITIES

星网锐捷（002396）

证券研究报告
2017 年 10 月 16 日

业绩超预期，企业 wifi+云课堂助推业绩高增长

事件：

公司发布 2017 年前三季度业绩预告修正公告，将前三季度净利润同比增长幅度 10%-30%上调为 30%-60%，净利润变动区间为 2.29 亿元~2.82 亿元。

业绩超预期，企业 wifi+云课堂+智能 POS 是增长最大动力

公司预计前三季度净利润同比增长 30%-60%，大幅超出此前 0-30%增长的预期。我们认为，一方面是第三季度的收入增长超预期，主要源于企业 wifi（预计 50%+），云课堂（预计 50%+），智能 POS（预计 80%+）的高增长；另一方面，“智慧未来”和“场景创新”的业务模式以及公司资源的有效整合，使得经营效率得到提升，费用率呈下降态势。

公司经营具有明显季节周期性（收入和利润集中在下半年释放）。一般来看，上半年营收占比全年 1/4，第四季度贡献利润接近全年 1/2，依此线性类推 17 年全年业绩有望做到 4.6 亿以上。我们认为，公司传统企业网络业务持续稳定增长；移动互联网场景深度渗透和教育信息化趋势下，企业 wifi 和云课堂业务份额持续提升带动收入快速增长；另外，线下海量移动支付场景驱动智能 POS 加速覆盖和普及，公司持续受益。因此，我们判断公司未来增长点明确，未来几年业绩有望持续快速增长。

内生外延整合资源+业务创新，推动企业网龙头稳步前进

首先，受益于企业 WLAN 和云桌面的快速增长，公司走出大小年怪圈，未来有望迎来持续稳定的快速增长。

其次，近年来收购的子公司升腾资讯、星网视易、四创软件、德明通讯，保持稳定增长，整合资源后协同效应和经营效率提升显著，地方国资委平台的进一步整合预期有望提升。

再次，公司经营、产品思路调整，从传统的经销渠道铺货模式，走向行业场景创新、爆品战略，靠口碑和产品力去开拓市场，互联网基因有助于公司持续快速增长，企业 wifi 业务的高增长即印证了公司创新经营理念的显著成效。

另外，星网视易为数字影音娱乐解决方案供应商，KTV 市场主流供应商，在数字娱乐和视频应用优势明显。并且沿着 O2O 和泛娱乐平台不断创新商业模式，我们认为，公司未来有望在迷你 KTV 等新领域都有望有所斩获。

投资建议：考虑全年并表因素，我们预计公司 17-19 年利润分别为 4.69 亿元，6.15 亿元，7.42 亿元，对应 PE 分别为 27x，21x，17x。维持“增持”评级。

风险提示：锐捷网络发展不及预期，市场竞争激烈价格持续下降

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)	0.45	0.55	0.80	1.05	1.27
市盈率(P/E)	48.16	39.55	26.94	20.54	17.02
市净率(P/B)	4.83	4.38	3.82	3.32	2.85
市销率(P/S)	2.80	2.22	1.67	1.31	1.08
EV/EBITDA	30.10	19.78	16.44	11.15	8.93

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	21.66 元
目标价格	23.11 元
上次目标价	23.11 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	583.28
流通 A 股股本(百万股)	534.10
A 股总市值(百万元)	12,633.85
流通 A 股市值(百万元)	11,568.67
每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	32.09
一年内最高/最低(元)	21.88/16.50

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com
王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1《星网锐捷-半年报点评:业务创新+资源有效整合，助推企业网龙头快速增长》2017-08-25
2《星网锐捷-公司点评:发行股份收购资产批文获准，二线白马龙头气质凸显》2017-07-29
3《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

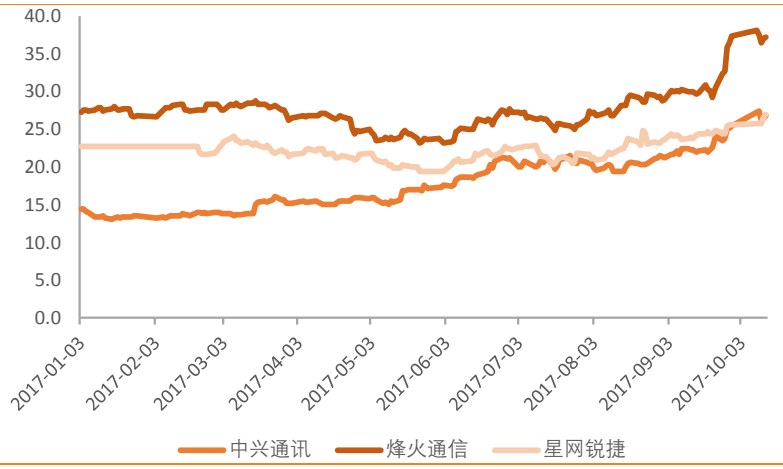
我们认为今年的通信板块，尤其白马龙头整个估值中枢在不断上移，但是企业网龙头星网锐捷估值并未得到明显提升，从公司今年 6 月复牌以来，我们就把星网作为稳健的绝对收益品种推荐，全年看 20%-30%空间，当初（市值 100 亿出头，在底部）主要逻辑就是认为公司作为二线龙头，质地好，估值便宜（我们预计的 17 年 4.6 亿利润，18 年 6.1 亿，对应 18 年 20 倍左右）。但是从底部推荐以来涨了也不到 20 个点，那么接下来么看？**我们依然把它当做稳健型品种持续推荐。**

1、估值角度看：通信白马龙头估值中枢不断上移，星网锐捷作为低估值的企业网龙头，存在上涨空间

今年通信板块上涨 10%，而白马龙头均具有较好的超额收益，其中中兴通讯、烽火通信和亨通光电最为典型，年初以来涨幅分别为 85%，30.8%和 89.5%，大幅跑赢板块指数,另外海能达也有 18%的涨幅，**可见今年通信投资策略，守得住白马，就是真赢家。**

从白马龙头估值角度看，星网锐捷仍是低估值的白马龙头，还有空间。如下图所示，中兴通讯从年初 15 倍估值，已提升到目前 27 倍；烽火通信 PE 也从 23 倍，提升到现在的 36 倍。整个通信板块，尤其是白马龙头，是一个估值中枢不断提升的过程。**但是星网锐捷的股价表现却是不温不火，估值一直在 23 倍上下徘徊，今年股价涨幅也只有 10%，与通信板块指数打平。从这个角度看，我们认为星网锐捷还没有反应出白马龙头估值溢价的红利，未来估值上移还存在一定上涨空间。**

图 1：中兴、烽火、星网锐捷估值对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

当然，白马龙头估值上移，我们认为主要因为确定性。中兴通讯美国罚款事件落地，业绩触底，换帅后管理经营改善，边际向好，同时手机大幅减亏，今年盈利增长确定(17 年预计+30%)。烽火通信因为定增审批加速落地，股价压制因素解除，同时传输网投资加速(17 年预计+30%)，带动估值上涨。星网锐捷，传统企业网交换机、路由器设备随行业稳定增长，企业 wifi、云课堂、智能 POS 成为增长的主要驱动力，同时各个子公司业务整合见效，公司业绩快速增长确定性强(17 年预计+45%)。**因此，我们认为星网锐捷也应该享受白马龙头的估值溢价。**

2、三季报估值切换正当时，星网锐捷才正式登场亮相

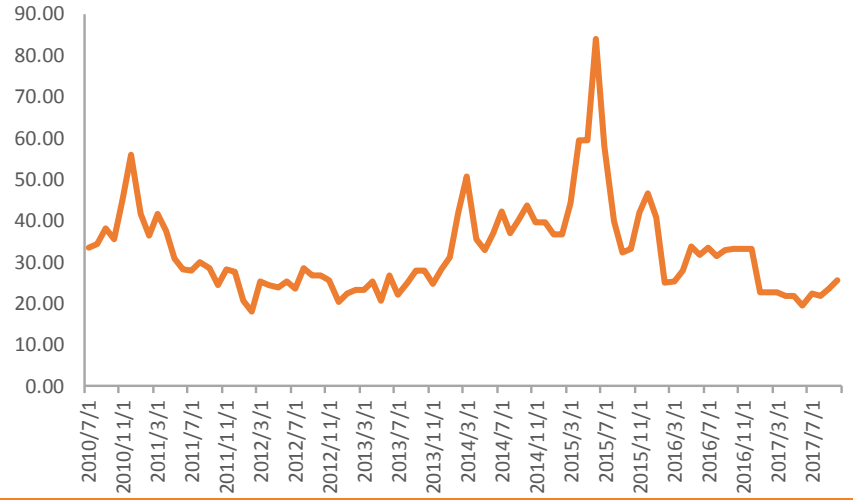
前期通信 5G 行情如火如荼，上涨速度太快，很多股票的估值也是高得令人很难下手了。那么，依据我们对 5G 行情的判断，Nighteen Big 之后，5G 板块会有调整。**尤其在三季报的窗口期，市场情绪会降温，关注点会逐步切回到业绩和估值上。所以有业绩和低估值的股票，接下来会更受市场青睐。**

首先，星网锐捷公布了三季度业绩修正公告，从原来 0-30%增长，上调至 30%-60%增长，超市场预期（其实我们一直是全年 4.6 个亿，+45%的盈利预测，符合我们预期），业绩的

高增长具有确定性。

其次，从历史估值来看，星网锐捷的估值中位数在 30 倍，当前股价对应 17 年才 27 倍，仍处于估值下线。而且到了年底，估值切换看 18 年，对应 PE 是 22 倍，接近历史估值底部，因此估值上还是很具有吸引力的。

图 2：星网锐捷历史估值情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

下半年才是星网锐捷登场亮相的时候：今年公司发布中报后，股价应声大跌，主要原因是三季报业绩指引 0%-30%，低于市场预期。当时，我们并未下调盈利预测，也告诉投资者，**星网锐捷季节周期性非常明显，主要是看下半年或者第四季度。**因为历史上看，星网锐捷上半年营收占比全年不到 1/4，单看第四季度利润，一般占比全年 50%，下半年利润一般占比全年 80%以上。当前时点上调三季报业绩预告，各业务线增长势头仍在持续，全年业绩高增长可期。所以，我们认为星网锐捷一般在这时候才算得上真正登场亮相。

3、 公司主要逻辑重申

公司 2016 年收入 56.8 亿，10-16 年复合 18%增长（每年都有增长），归母净利润 3.2 亿，10-16 年复合 15%增长，**整体毛利率稳定在 45%左右，**每年研发投入营收占比 13%以上。过去十年，公司每年均实现正增长，成长具有良好持续性。

首先，企业 WLAN 和云桌面成为公司快速增长的主要驱动力，使得公司走出大小年怪圈，未来几年有望迎来持续稳定的快速增长。

其次，近年来收购的子公司升腾资讯、星网视易、四创软件、德明通讯，保持稳定增长，整合资源后协同效应和经营效率提升显著，地方国资委平台的进一步整合预期也有望提升。

再次，公司经营、产品思路调整，从传统的经销渠道铺货模式，走向行业场景创新、爆品战略，靠口碑和产品力去开拓市场，互联网基因有助于公司持续快速增长，企业 WiFi 业务的高增长即印证了公司创新经营理念的显著成效。

另外，星网视易为数字影音娱乐解决方案供应商，KTV 市场主流供应商，在数字娱乐和视频应用优势明显。并且沿着 O2O 和泛娱乐平台不断创新商业模式，我们认为，公司未来有望在迷你 KTV 等新领域都有望有所斩获。

文章中我们侧重于从估值角度看星网锐捷的投资价值，最后再重申推荐逻辑：二线白马龙头，估值便宜，绝对收益稳健型品种，看 20%-30%空间，业绩高增长（预计 17 年 45%增长，4.6 亿利润，18 年近 30%增长），低估值（18 年 21 倍），未来或有地方国资整合预期。

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）	0.45	0.55	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	0.45	0.55	0.80	1.05	1.27
每股经营现金流	1.58	0.93	0.85	1.78	1.21
每股净资产	4.48	4.94	5.68	6.53	7.60
估值比率					
市盈率	48.16	39.55	26.94	20.54	17.02
市净率	4.83	4.38	3.82	3.32	2.85
EV/EBITDA	30.10	19.78	16.44	11.15	8.93
EV/EBIT	38.66	25.56	19.29	12.53	9.81

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 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com