

# 星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2017年11月14日

## 一家独揽移动 WLAN 集采，“场景化创新”效果显著

**事件：**近期，中国移动 WLAN 设备集采项目评标结果揭晓，锐捷网络以综合排名第一的成绩中标中国移动 2018 至 2019 年 WLAN 设备集中采购，中标份额 100%。

### 独家中标彰显技术+服务+创新优势，企业 WLAN 业务将持续快速增长

此次移动集采 AP 产品需求量为 11.46 万个，AC 产品为 232 台，锐捷网络中标 100% 份额。我们认为，锐捷网络一家独揽，是偶然中的必然。**技术上看**，其 WLAN 产品的硬件到软件，全自主研发，一直保证功能和性能高度符合运营商要求；**服务上看**，锐捷为移动提供滚动备货机制，并在各地均配备了专门服务中国移动 MSC 专项售后服务团队，保证供货第一时间到位，出现故障第一时间响应并解决；**创新上看**，深刻理解移动 WLAN 的业务规划，紧密配合制定其相关规范和互通测试，产品设计重视用户体验（云和大数据分析等方案）。因此，锐捷正是由技术、产品、服务和创新上铸造的优势，才得以 100% 份额中标。

WLAN 市场需求仍在持续快速增长，锐捷网络国内份额领先，持续受益。其中 2015 年移动集采 AP 数量 6.6 万台左右，此次集采数量同比接近翻倍，可见电信 WLAN 需求非常旺盛。锐捷与中国移动已有 19 个省份合作，我们认为，在综合实力得到中移动认可的情况下，随着各个行业持续推进移动互联网化，WLAN 市场仍将持续快速增长，我们认为，锐捷网络不仅在运营商 WLAN 市场持续受益，在企业 WLAN 也提供智能、简单、易管理、性能卓越的无线解决方案，“场景化创新”战略将助力公司份额持续提升，预计公司 WLAN 业务有望保持 50% 高增长。

### 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 和云桌面等新业务快速增长，公司走出大小年怪圈，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：**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 18-19 年 PE 分别为 23x、19x，重申“增持”评级。因白马龙头估值不断上移，星网锐捷估值偏低，业绩增速高，上调目标价到 30 元/股。

**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)	55.03	45.19	30.78	23.48	19.44
市净率(P/B)	5.52	5.01	4.36	3.79	3.25
市销率(P/S)	3.20	2.54	1.90	1.50	1.23
EV/EBITDA	30.10	19.78	19.10	13.05	10.47

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	24.75 元
目标价格	30 元
上次目标价	28 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)	14,436.19
流通 A 股市值(百万元)	13,219.04
每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	36.17
一年内最高/最低(元)	25.81/16.50

### 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**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

- 《星网锐捷-季报点评:新产品新思路,市场拓张、业务整合成效显著》2017-10-24
- 《星网锐捷-公司点评:业绩超预期,企业 wifi+云课堂助推业绩高速增长》2017-10-16
- 《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



## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>4,068.24</b>	<b>4,448.24</b>	<b>6,186.10</b>	<b>7,476.52</b>	<b>9,313.12</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,275.64</b>	<b>1,301.50</b>	<b>1,165.34</b>	<b>1,061.26</b>	<b>962.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,343.88</b>	<b>5,749.73</b>	<b>7,351.44</b>	<b>8,537.78</b>	<b>10,275.20</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>1,905.83</b>	<b>2,015.44</b>	<b>2,803.23</b>	<b>3,112.70</b>	<b>3,768.21</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>63.59</b>	<b>33.69</b>	<b>133.00</b>	<b>136.00</b>	<b>134.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,969.43</b>	<b>2,049.12</b>	<b>2,936.23</b>	<b>3,248.70</b>	<b>3,902.44</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,374.46</b>	<b>3,700.61</b>	<b>4,415.21</b>	<b>5,289.08</b>	<b>6,372.76</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,343.88</b>	<b>5,749.73</b>	<b>7,351.44</b>	<b>8,537.78</b>	<b>10,275.20</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>923.72</b>	<b>543.50</b>	<b>494.26</b>	<b>1,040.42</b>	<b>707.75</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(363.84)</b>	<b>(198.38)</b>	<b>38.86</b>	<b>4.90</b>	<b>4.80</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(79.21)</b>	<b>(240.10)</b>	<b>46.98</b>	<b>(117.41)</b>	<b>(99.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>480.67</b>	<b>105.02</b>	<b>580.10</b>	<b>927.90</b>	<b>613.11</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4,516.51</b>	<b>5,687.66</b>	<b>7,578.96</b>	<b>9,638.50</b>	<b>11,703.12</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>314.63</b>	<b>382.32</b>	<b>587.90</b>	<b>857.63</b>	<b>1,080.10</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>528.38</b>	<b>617.29</b>	<b>832.95</b>	<b>1,089.66</b>	<b>1,317.55</b>
所得税	45.45	59.89	76.44	97.80	120.08
<b>净利润</b>	<b>482.93</b>	<b>557.40</b>	<b>756.52</b>	<b>991.86</b>	<b>1,197.47</b>
少数股东损益	220.59	237.94	287.48	376.91	455.04
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>262.34</b>	<b>319.46</b>	<b>469.04</b>	<b>614.95</b>	<b>742.43</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	55.03	45.19	30.78	23.48	19.44
市净率	5.52	5.01	4.36	3.79	3.25
EV/EBITDA	30.10	19.78	19.10	13.05	10.47
EV/EBIT	38.66	25.56	22.40	14.66	11.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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