星网锐捷（002396）

证券研究报告
2018 年 03 月 30 日

盈利能力持续提升，各产品线发展势头强劲

事件：公司发布年报，2017 年营业收入为 77.05 亿元，同比增长 35.47%；归属上市公司股东净利润 4.72 亿元，同比增长 47.85%。同时，公司预计 2018 年一季度亏损 1200 万~600 万元。

业绩符合预期，产品线亮点纷呈，未来发展势头强劲。公司 2017 年实现营收 77.05 亿元，同比增长 35.47%，其中企业网络设备营收 36.9 亿，同比增长 22.9%；网络终端营收 7.67 亿，同比增长 23.91%；通讯产品营收 10.37 亿元，同比增长 33.64%；视频信息应用收入 2.72 亿元，同比增长 28.6%。净利润 4.72 亿元，同比增长 47.85%，主要源于收入快速增长、费用率下降以及少数股东权益的并表。同时，一季度预计亏损 1200-600 万元，主要期间为传统淡季，而研发投入和费用仍投入较大，但亏损同比去年收窄。

公司各产品线发展势头强劲，年报显示 1）传统主业以太网交换机在国内市场以 8.4%份额位居第四，WLAN 和云课堂为爆款产品，呈持续快速增长态势；2）升腾主营的瘦客户机以 43.6%的份额位居行业第一，大幅领先竞争对手；3）云支付产品线抓住传统 POS 向智能 POS 切换的机遇，17 年 POS 销量突破 600 万台，实现跨越式发展；4）子公司视易已服务超过 5 万家 KTV 场所，联网商家超 2 万家，K 米用户数达 6000 万，月活跃度破千万，同时全面开展迷你 KTV 市场布局，未来商业模式的创新值得期待；5）物联网上德明通讯深耕美国市场，与 Inseego((Novatel)的合作取得巨大突破。

另外，公司收购了升腾、视易的少数股东权益，分别承诺 17-19 年净利润为（9400 万、1.18 亿和 1.54 亿）和（6900 万、8100 万、9500 万），18 年按业绩对赌可贡献利润为 1.99 亿元，业绩增厚显著。

费用率下降，持续高研发投入加强核心竞争力。公司 2017 年三项费用率为 32.04%，同比下降 3.68 个百分点，其中销售费用率同比下降 2.73 个百分点；管理费用率同比下降 1.38 个百分点。我们认为，“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。公司 2017 年整体毛利率为 38.43%，同比下滑 4.9 个百分点，预计源于上游芯片等原材料价格上涨以及行业竞争导致价格下降。其中网络终端、企业网络设备、通讯产品、视频信息应用产品毛利率同比分别下降 5.82、1.33、3.35 和 0.85 个百分点。另外，公司研发投入营收占比 12.93%，继续保持较强的核心竞争力。

国资大股东强势增持，彰显未来发展信心。2 月份国资大股东在二级市场增持 585 万股，均价为 18.69 元/股，显示对公司未来发展的强烈信心。另外，二股东新疆维实的减持计划也已实施完毕，公司未来将**值得期待。**

投资建议：公司企业网设备稳定增长的同时，新兴业务迎来持续快速增长，盈利能力持续提升。**我们看好公司经营、产品思路创新进一步打开市场空间，以及地方国资整合预期，考虑子公司锐捷网络业绩增长低于预期，略微下调 18-20 年净利润分别为 6.2 亿，7.5 亿，8.7 亿元，对应 18-19 年 PE 为 22x、18x，维持“增持”评级。**

风险提示：行业竞争加剧导致产品价格下降，子公司整合效果不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,687.66	7,705.14	9,856.86	12,066.77	14,056.22
增长率(%)	25.93	35.47	27.93	22.42	16.49
EBITDA(百万元)	473.45	577.03	727.05	867.21	1,006.27
净利润(百万元)	319.46	472.30	620.55	749.34	874.73
增长率(%)	21.77	47.85	31.39	20.75	16.73
EPS(元/股)	0.55	0.81	1.06	1.28	1.50
市盈率(P/E)	43.24	29.24	22.26	18.43	15.79
市净率(P/B)	4.79	4.31	3.72	3.21	2.74
市销率(P/S)	2.43	1.79	1.40	1.14	0.98
EV/EBITDA	19.78	19.33	16.28	13.85	10.86

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	23.68 元
目标价格	30 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)	13,812.08
流通 A 股市值(百万元)	12,647.55
每股净资产(元)	5.49
资产负债率(%)	41.78
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

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1《星网锐捷-公司点评:业绩高增长+大股东增持，18 年更值期待》2018-02-28
2《星网锐捷-公司点评:一家独揽移动 WLAN 集采，“场景化创新”效果显著》2017-11-14
3《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,001.01	1,731.69	2,957.06	3,620.03	4,216.87
应收账款	1,063.63	1,647.99	1,911.43	2,378.98	2,540.70
预付账款	70.50	57.28	213.71	121.03	271.53
存货	1,034.96	1,362.97	2,363.21	2,239.50	3,158.20
其他	278.13	340.22	302.21	476.71	398.29
流动资产合计	**4,448.24**	**5,140.14**	**7,747.63**	**8,836.25**	**10,585.58**
长期股权投资	32.64	32.51	32.51	32.51	32.51
固定资产	453.70	484.45	419.49	367.68	312.05
在建工程	10.76	33.99	21.90	14.64	10.28
无形资产	217.34	135.90	88.39	47.61	6.82
其他	587.06	612.91	583.80	517.31	521.71
非流动资产合计	**1,301.50**	**1,299.77**	**1,146.10**	**979.74**	**883.38**
资产总计	**5,749.73**	**6,439.91**	**8,893.72**	**9,815.99**	**11,468.95**
短期借款	20.81	19.60	419.44	881.00	148.08
应付账款	923.40	1,045.10	2,293.98	1,495.73	2,819.57
其他	1,071.23	1,587.69	1,610.20	1,964.71	2,026.52
流动负债合计	**2,015.44**	**2,652.38**	**4,323.61**	**4,341.43**	**4,994.17**
长期借款	0.00	0.00	68.51	135.23	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.69	38.09	35.00	36.00	36.36
非流动负债合计	**33.69**	**38.09**	**103.51**	**171.23**	**136.36**
负债合计	**2,049.12**	**2,690.48**	**4,427.12**	**4,512.66**	**5,130.53**
少数股东权益	817.53	548.21	755.06	1,004.84	1,296.42
股本	539.11	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	846.38	704.67	687.91	637.91	637.91
留存收益	2,340.88	2,617.55	3,128.26	3,715.20	4,458.72
其他	(843.29)	(704.28)	(687.91)	(637.91)	(637.91)
股东权益合计	**3,700.61**	**3,749.44**	**4,466.61**	**5,303.32**	**6,338.42**
负债和股东权益总	**5,749.73**	**6,439.91**	**8,893.72**	**9,815.99**	**11,468.95**

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	557.40	700.03	620.55	749.34	874.73
折旧摊销	113.02	124.12	97.07	102.06	102.97
财务费用	(10.34)	14.61	3.07	22.26	14.56
投资损失	(13.25)	(51.46)	(20.00)	(22.00)	(24.00)
营运资金变动	(116.99)	(481.11)	(89.86)	(841.92)	229.11
其它	13.66	(28.94)	206.85	249.78	291.58
经营活动现金流	**543.50**	**277.26**	**817.68**	**259.51**	**1,488.94**
资本支出	122.51	(77.20)	(24.41)	1.20	1.84
长期投资	8.23	(0.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(329.12)	(18.15)	89.56	68.64	19.97
投资活动现金流	**(198.38)**	**(95.48)**	**65.16**	**69.84**	**21.81**
债权融资	119.51	121.76	577.94	1,096.23	328.08
股权融资	26.63	(105.21)	(13.72)	(65.76)	(8.06)
其他	(386.24)	(509.17)	(221.69)	(696.85)	(1,233.94)
筹资活动现金流	**(240.10)**	**(492.62)**	**342.54**	**333.63**	**(913.92)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**105.02**	**(310.85)**	**1,225.37**	**662.97**	**596.84**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**5,687.66**	**7,705.14**	**9,856.86**	**12,066.77**	**14,056.22**
营业成本	3,223.14	4,744.43	6,097.39	7,531.72	8,832.60
营业税金及附加	53.88	63.76	78.85	96.53	112.45
营业费用	1,090.60	1,266.75	1,577.10	1,870.35	2,108.43
管理费用	957.41	1,190.27	1,478.53	1,810.02	2,108.43
财务费用	(15.97)	11.81	3.07	22.26	14.56
资产减值损失	9.52	29.29	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.25	51.46	20.00	22.00	24.00
其他	(26.51)	(389.44)	(280.00)	(344.00)	(378.00)
营业利润	**382.32**	**736.81**	**866.92**	**1,042.89**	**1,218.75**
营业外收入	237.27	11.44	20.00	22.00	24.00
营业外支出	2.30	2.16	2.00	2.00	2.00
利润总额	**617.29**	**746.09**	**884.92**	**1,062.89**	**1,240.75**
所得税	59.89	46.06	57.52	63.77	74.45
净利润	**557.40**	**700.03**	**827.40**	**999.12**	**1,166.31**
少数股东损益	237.94	227.73	206.85	249.78	291.58
归属于母公司净利润	**319.46**	**472.30**	**620.55**	**749.34**	**874.73**
每股收益（元）	0.55	0.81	1.06	1.28	1.50

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.93%	35.47%	27.93%	22.42%	16.49%
营业利润	21.52%	92.72%	17.66%	20.30%	16.86%
归属于母公司净利润	21.77%	47.85%	31.39%	20.75%	16.73%
获利能力					
毛利率	43.33%	38.43%	38.14%	37.58%	37.16%
净利率	5.62%	6.13%	6.30%	6.21%	6.22%
ROE	11.08%	14.75%	16.72%	17.43%	17.35%
ROIC	22.79%	43.18%	46.18%	57.60%	46.43%
偿债能力					
资产负债率	35.64%	41.78%	49.78%	45.97%	44.73%
净负债率	-1.01%	-1.90%	18.74%	16.82%	-3.21%
流动比率	2.21	1.94	1.79	2.04	2.12
速动比率	1.69	1.42	1.25	1.52	1.49
营运能力					
应收账款周转率	5.46	5.68	5.54	5.63	5.71
存货周转率	5.76	6.43	5.29	5.24	5.21
总资产周转率	1.03	1.26	1.29	1.29	1.32
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.81	1.06	1.28	1.50
每股经营现金流	0.93	0.48	1.40	0.44	2.55
每股净资产	4.94	5.49	6.36	7.37	8.64
估值比率					
市盈率	43.24	29.24	22.26	18.43	15.79
市净率	4.79	4.31	3.72	3.21	2.74
EV/EBITDA	19.78	19.33	16.28	13.85	10.86
EV/EBIT	25.56	24.14	18.79	15.70	12.10

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com