

证券研究报告

行业研究——年报点评

星网锐捷 (002396.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.10.25

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): 半年度业绩实现平稳增长, 智能 POS 业务亮眼》17.08

《星网锐捷 (002396.SZ): 三季度业绩修正预告亮眼, 物联网布局打开增长空间》17.10

《星网锐捷 (002396.SZ): 三季度营收和净利润均超出预期, KTV 创新娱乐业务进一步拓展》17.10

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

营收增速创新高, 各项业务全面开花

2018 年 4 月 2 日

事件: 3 月 29 日, 公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司全年实现营业收入人民币 7,705,135,612.62 元, 比上年同期增长 35.47%; 营业利润 736,806,947.89 元, 较上年增长 92.76%; 实现利润总额 746,091,324.32 元, 比上年同期增长 20.86%; 归属于上市公司股东的净利润 472,302,810.59 元, 比上年同期增 47.85%。

点评:

- **营收增速创新高, 各项业务全面开花。**2017 年公司营业收入 77 亿, 增速高达 35%再创新高。根据往年数据, 2015, 2016 年公司营收增速为 24%, 26%, 2017 年创 2008 年以来最高增速。从成本层面看, 2017 年公司毛利率为 38.43%, 略有下降, 我们推断是因为上游元器件涨价所致。但期间费用控制较好, 2017 年管理费用同比增加 24.32%, 销售费用增加 16.15%, 低于公司营收的增速, 抵消了毛利率下滑的影响, 财务费用虽增速较快, 但基数较低, 主要来源于美元贬值带来的汇兑损失影响, 因此利润增速高于营收增速。从业务层面看, 公司营收高速增长, 一方面在于星网视易和升腾资讯的并表, 另一方面在于多元化布局初显成果, 各项业务全面开花。2017 年网络终端业务营收 7.7 亿元, 增速为 24%; 企业级网络设备营收 37 亿元, 增速为 23%; 通讯产品营收 10 亿元, 增速为 34%。云课堂方面产品同传统通信设备形成客户协同, 推出教育云办公 2.0、锐捷教育物联网等产品。WLAN 方面发布基于 802.11ax 平台的全新产品, 实现了在企业网和运营商不同方向的全面发展。此外, 大数据安全平台成功入围“央采”安全管理中心(SOC)软件范围, 升腾资讯的智能终端全面入围工、农、中、建、交五大商业银行。未来, 随着核心实力的不断提升, 各产品线有望保持高速增长, 持续看好公司的业务发展前景。
- **积极拥抱互联网+, 未来可期。**公司积极拥抱互联网+, 推出基于行业的各种智慧解决方案, 如智慧网络、智慧云、智慧通讯、智慧物联等。公司先后与国家电网、胜利油田、华电集团等企业合作推进能源领域信息化, 并提供智能工厂无线解决方案等, 智慧社区成为百度人工智能系统在智能家居领域的主要合作伙伴。伴随工业互联网市场的快速发展, 公司成长空间有望快速打开。
- **K 米引入腾讯, 发展加速。**公司子公司凯米网络通过增资入股引入腾讯音乐、美团点评等战略投资者。通过引入腾讯音乐, K 米将依托其旗下直播平台, 实现直播变现, 打造流量明星等功能; 而 O2O 巨头美团点评将通过智慧 KTV 产品及线上用户流量, 为线下 KTV 场所引流及交易方面提供更优化的支持。通过与巨头全方位的合作, K 米有望全面打通线上线下和商业模式创新, 打造全国最大 K 歌 O2O 平台。

- **大股东增持,彰显对未来发展信心:** 公司控股股东福建省电子信息集团于2月从二级市场增持公司股份,增持总股份 5,850 万股, 占总股本 1.0029%, 增持价格在 17.68~19.12 元/股范围。这是继信息集团自 15 年增持 (2,350 万股) 以来首次较大规模增持, 彰显大股东对公司未来的发展充满信心。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 1.05、1.27、1.53 元, 2018-2020 年 PE 为 23.21、19.12、15.94。公司 2017 年度业绩快速增长, 细分领域突破与业务整合聚焦并进。控股股东增持说明其看好公司快速发展的信心, 因此我们维持“增持”投资评级。
- **风险因素:** WLAN 市场竞争加剧, 外延拓展业务低于预期。

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,687.66	7,705.14	10,401.63	14,243.08	18,726.84
同比(%)	25.93%	35.47%	35.00%	36.93%	31.48%
归属母公司净利润 (百万元)	319.46	472.30	611.71	742.30	890.58
同比(%)	21.77%	47.85%	29.52%	21.35%	19.98%
毛利率(%)	43.33%	38.43%	38.05%	37.31%	36.61%
ROE(%)	11.62%	15.53%	17.66%	18.12%	18.13%
EPS (摊薄) (元)	0.55	0.81	1.05	1.27	1.53
P/E (倍)	44.44	30.06	23.21	19.13	15.94
P/B (倍)	4.92	4.43	3.81	3.18	2.65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 4 月 2 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,448.24	5,140.14	6,599.54	8,621.14	11,042.25
货币资金	2,001.01	1,731.69	2,115.05	2,536.81	3,077.65
应收票据	160.70	228.59	295.14	404.14	531.36
应收账款	1,001.87	1,521.68	2,009.81	2,752.05	3,618.41
预付账款	70.50	57.28	90.43	125.30	166.60
存货	1,034.96	1,362.97	1,851.16	2,564.89	3,410.29
其他	179.20	237.94	237.94	237.94	237.94
非流动资产	1,301.50	1,299.77	1,394.63	1,499.29	1,611.67
长期投资	32.64	32.51	32.51	32.51	32.51
固定资产	453.70	484.45	489.44	494.88	500.81
无形资产	203.45	116.88	123.82	129.22	133.10
其他	611.70	665.93	748.86	842.67	945.25
资产总计	5,749.73	6,439.91	7,994.17	10,120.42	12,653.92
流动负债	2,015.44	2,652.38	3,387.47	4,413.52	5,627.03
短期借款	20.81	19.60	19.60	19.60	19.60
应付账款	825.46	937.81	1,349.04	1,869.17	2,485.26
其他	1,169.17	1,694.97	2,018.83	2,524.74	3,122.17
非流动负债	33.69	38.09	38.09	38.09	38.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.69	38.09	38.09	38.09	38.09
负债合计	2,049.12	2,690.48	3,425.56	4,451.61	5,665.12
少数股东权益	817.53	548.21	843.16	1,201.07	1,630.48
归属母公司股东权益	2,883.08	3,201.22	3,725.44	4,467.74	5,358.32
负债和股东权益	5749.73	6439.91	7994.17	10120.42	12653.92

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,687.66	7,705.14	10,401.63	14,243.08	18,726.84
同比(%)	25.93%	35.47%	35.00%	36.93%	31.48%
归属母公司净利润	319.46	472.30	611.71	742.30	890.58
同比(%)	21.77%	47.85%	29.52%	21.35%	19.98%
毛利率(%)	43.33%	38.43%	38.05%	37.31%	36.61%
ROE(%)	11.62%	15.53%	17.66%	18.12%	18.13%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.81	1.05	1.27	1.53
P/E	44.44	30.06	23.21	19.13	15.94
P/B	4.92	4.43	3.81	3.18	2.65
EV/EBITDA	18.39	16.18	13.35	11.15	9.37

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,687.66	7,705.14	10,401.63	14,243.08	18,726.84
营业成本	3,223.14	4,744.43	6,443.83	8,928.29	11,871.08
营业税金及附加	53.88	63.76	87.07	119.22	156.76
营业费用	1,090.60	1,266.75	1,658.05	2,199.18	2,797.85
管理费用	957.41	1,190.27	1,606.82	2,200.24	2,892.88
财务费用	-15.97	11.81	2.29	3.98	6.05
资产减值损失	9.52	29.29	38.83	62.15	81.82
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	0.00	0.00	0.00
营业利润	382.32	736.81	564.74	730.02	920.40
营业外收入	237.27	11.44	404.26	444.26	488.15
营业外支出	2.30	2.16	2.68	1.68	1.72
利润总额	617.29	746.09	966.31	1,172.60	1,406.84
所得税	59.89	46.06	59.65	72.39	86.85
净利润	557.40	700.03	906.66	1,100.21	1,319.99
少数股东损益	237.94	227.73	294.95	357.91	429.41
归属母公司净利润	319.46	472.30	611.71	742.30	890.58
EBITDA	719.98	884.82	1,072.53	1,284.68	1,527.90
EPS	0.59	0.81	1.05	1.27	1.53

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	543.50	277.26	670.07	634.71	769.29
净利润	557.40	700.03	906.66	1,100.21	1,319.99
折旧摊销	113.02	124.12	106.03	111.89	120.88
财务费用	-10.34	14.61	0.19	0.19	0.19
投资损失	-13.25	-51.46	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-97.73	-536.75	-379.77	-635.94	-748.58
其它	-5.59	26.70	36.97	58.36	76.81
投资活动现金流	-198.38	-95.48	-199.03	-212.76	-228.26
资本支出	-96.61	-167.71	-199.03	-212.76	-228.26
长期投资	14.79	16.89	0.00	0.00	0.00
其他	-116.57	55.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-240.10	-492.62	-87.68	-0.19	-0.19
吸收投资	25.10	4.50	0.00	0.00	0.00
借款	-18.18	0.16	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	246.84	235.26	87.68	0.19	0.19
现金净增加额	117.62	-326.48	383.37	421.76	540.84

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。