

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

**星网锐捷 (002396)**

跟踪报告

**买入**

(维持评级)

2018年06月15日

# 业务发展步入快车道，子公司协同效应逐渐增强

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

证券分析师：汪洋

010-88005317

wangyang7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517090001

## 事项：

市场对于星网锐捷一直存有争议，一部分人认为公司业务太杂太多，管理团队效率不高，又是国企背景，食之无味；另一部分人则认为上市公司平台下，各子公司都能充分发挥各自优势，独当一面，在各个细分领域取得不错成绩，在国企体制内，实属难得。最近公司股价出现一定调整，我们对公司进行了调研，就市场关心的问题与公司管理层进行了交流，现将我们看好公司的三个核心逻辑及调研纪要整理出来，供各位投资者参考。

## 评论：

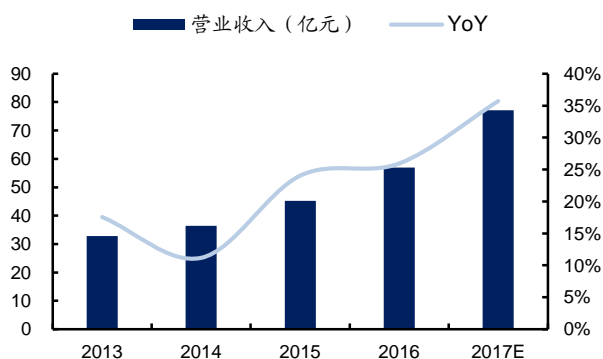
我们认为公司是通信行业中估值最便宜的标的之一，具有一定安全垫，同时公司正在积极整合主业，已经取得不错成效。公司在企业级 WLAN、云课堂、智能终端等多个领域保持领先地位，近年来受益于企业信息化、云计算、移动支付等新兴市场蓬勃发展，各项业务呈百花齐放之势，目前估值低，值得重点布局，这里重申我们看好公司的三个核心逻辑：

### ■ 看好星网锐捷的三个核心逻辑

#### 1、业绩增速逐年创新高，业务发展步入快车道

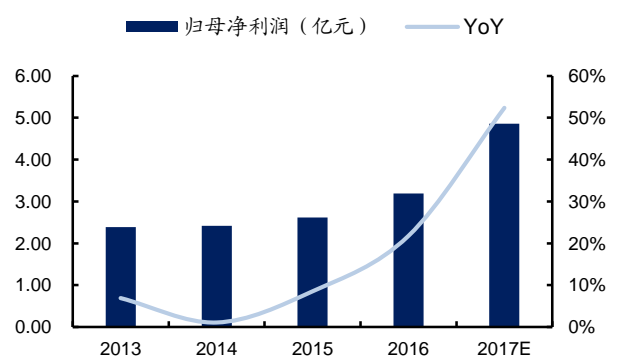
2017年，公司实现营收 77.18 亿元，同比增长 35%，归母净利润 4.86 亿元，同比增长 52%。2018Q1，公司实现营收 13.06 亿元，同比增长 64.03%，归母净利润亏损 667.90 万元，同比减亏 1191 万元（一季度为淡季，公司近四年一季度均为亏损），均说明公司发展步入快车道。我们认为，公司业绩增速加快的主要原因一方面为企业级 WLAN、智能终端、云课堂等业务的快速发展，另一方面来自星网视易和升腾资讯的并表。

图 1：公司近五年营收及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司近五年净利润及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，公司发布 2018 年上半年业绩预告，预计上半年实现归母净利润 9328 万元-11920 万元，同比增长 80%-130%，略超市场及我们预期。上半年业绩快速增长与升腾、视易 100%并表及凯米网络投资收益等相关。

## 2、主业整合逐见成效，经营管理效率稳步提升

不可否认公司业务相对多元，包括网络业务、云计算业务、数字娱乐业务等七大业务板块，涉及云计算、通信、数字娱乐等多个领域；从业务实施主体来看，公司的七大业务板块分别由锐捷网络、升腾资讯、星网视易、德明通讯、四创软件五大子公司形成有力支撑。

表 1：星网锐捷七大业务板块及实施主体

| 主营业务   | 实施主体 | 持股比例     | 并购时间   |
|--------|------|----------|--------|
| 网络业务   | 锐捷网络 | 51%      |        |
| 云计算业务  | 升腾资讯 | 100%     | 2017 年 |
| 支付业务   | 升腾资讯 | 100%     | 2017 年 |
| 数字娱乐业务 | 星网视易 | 100%     | 2017 年 |
| 融合通信业务 | 锐捷网络 | 51%      |        |
| 4G 业务  | 德明通讯 | 65%      | 2015 年 |
| 软件业务   | 四创软件 | 18%（转让后） | 2015 年 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

但是，公司也逐渐意识到，过于多元化不利于集中优势资源，提升经营效率。自 2017 年开始，为进一步聚焦网络设备核心优势板块，公司收购了升腾资讯和星网视易少数股东股权，同时转让了与原有业务协同性不强的四创软件部分股权。子公司凯米网络通过增资扩股的形式引入腾讯音乐、美团点评等战略投资者，以便于更好拓展业务渠道。

我们认为，公司战略调整后有利于公司更加专注于网络设备、智能终端等主营业务的技术创新及市场拓展，集中资源配置，提高运营与管理效率，提升各个子公司之间的协同效应。

## 3、大股东逆市增持彰显信心，公司估值低安全垫足

自 2 月 1 日至 14 日，大股东信息集团通过二级市场集中竞价增持 585 万股，占公司总股本 1%，增持后合计占总股本 26.88%。大股东此次增持成本价约为 18.69 元/股，彰显大股东对公司未来发展的信心。我们看好公司各项业务发展，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 93.53/115.64/139.58 亿元，归母净利润分别为 6.27/7.85/9.17 亿元，动态 PE 为 19/15/13 倍，维持“买入”评级！

### ■ 附调研纪要：

#### Q：请简单介绍一下公司最近发展情况？

A：前不久刚刚换届，进一步充实了董事会。一季度业绩比去年同期减亏，通信电子行业都前低后高，我们做的半年报的预测是 80%-130% 的增长，主要是并表、投资收益及各项业务的增长。凯米去年以前是烧钱，引入腾讯等战略投资者后，今年每个月都是挣钱的，盈利能力会越来越强。

#### Q：现在芯片很热，公司作为设备商是否对芯片有布局？

A：十年前，我们就在做基于龙芯的国产终端，那时候没人要，就是国家倡导。这么多年，随着龙芯本身 CPU 性能在不断提升，最近芯片产业受到重视，我们也在考虑，基于国家安全角度考虑，积极关注国产芯片的发展与应用。

#### Q：最近大家对独角兽企业很追捧，如何看待企业业务的多元化？

A：从未来角度来看，个人认为独角兽企业发展未来可能遇到一些障碍。我们现在已经感受到，用户都喜欢基于场景的综合解决方案，在这种趋势下，独角兽很难做到。

#### Q：请谈谈咱们几个子公司之间的协同性？

A：过去各子公司产品和解决方案相对独立，随着科技的发展和公司能力的提升，现在协同的趋势慢慢在形成。比如升腾的云桌面和锐捷网络的设备逐渐能够整合。锐捷网络在拓展云业务的过程中逐渐发现自己的短板，因为他毕竟不是专业做桌面云的，升腾做了十几年，现在在一些项目上开始合作，也加强了整体竞争优势。升腾在并购之后，合作的这种动

力就更强。

**Q: 未来是否会考虑收购锐捷网络的少数股东权益?**

A: 目前没有相关计划, 未来是否会收购及如何收购还不好说。

**Q: 5G 的发展对公司的影响? 流量不限量对锐捷网络的业务的影响?**

A: 锐捷网络主要面对的是企业级的客户, 公司会根据技术的演进发展为客户提供更好的解决方案。流量不限量的影响主要是在 C 端。企业级用户的需求和 C 端不同, 我们认为随着技术进步, 用户也会提出更高的要求, 我们会关注行业的发展趋势, 以更好的产品和解决方案来满足市场需求。

**Q: 公司在物联领域的布局?**

A: 我们现在在物联网其实也做很多。前不久我们跟龙净环保签了一个合同, 基于物联网, 做环保行业大数据分析, 现在很多电厂为了节省能耗, 降低环境污染, 通过大数据分析把用电量降下来。

**Q: 如何面对与华为、华三之间的竞争?**

A: 我们自己不断地扩大影响, 锐捷网络成功的要素是, 基于用户的产品, 找用户真正的痛点, 解决他们的问题。从上市到现在, 八年都竞争过来了, 从几个亿收入规模做到十几个亿, 再到 40 多亿, 有它的竞争优势和商业模式, 否则也不可能成长到今天。

**Q: 控股股东年初增持了 1% 的股权, 未来是否还有计划?**

A: 公司股东增持是基于对公司长期发展的看好, 也是自主的市场行为。

**Q: 公司是否有考虑员工持股计划?**

A: 目前没有考虑员工持股计划。

**Q: 星网视易的战略定位, 与其他业务的协同?**

A: 视易 80% 的业务是配合 K 米, 为 K 米发展商家服务。最开始是我们卖设备给商家, 才能连上 K 米。另外一块是军歌嘹亮, 此外还有个人市场 (家庭影院), 今年还计划进军东南亚的酒吧市场。未来 K 米发展可以反哺, 为一些优质客户免费送设备。

**Q: 公司转让的四创软件、收购德明通讯是否以后有其他的安排?**

A: 目前没有其他安排。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 1732        | 1818        | 1915        | 2143         |
| 应收款项             | 1877        | 2278        | 2816        | 3399         |
| 存货净额             | 1363        | 1652        | 2013        | 2425         |
| 其他流动资产           | 169         | 205         | 253         | 306          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5140</b> | <b>5953</b> | <b>6998</b> | <b>8273</b>  |
| 固定资产             | 518         | 651         | 750         | 839          |
| 无形资产及其他          | 117         | 212         | 308         | 403          |
| 投资性房地产           | 632         | 632         | 632         | 632          |
| 长期股权投资           | 33          | 32          | 32          | 32           |
| <b>资产总计</b>      | <b>6440</b> | <b>7480</b> | <b>8720</b> | <b>10179</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 122         | 155         | 130         | 135          |
| 应付款项             | 1755        | 2126        | 2591        | 3122         |
| 其他流动负债           | 776         | 941         | 1152        | 1389         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2652</b> | <b>3222</b> | <b>3873</b> | <b>4646</b>  |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 其他长期负债           | 38          | 42          | 47          | 51           |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>38</b>   | <b>42</b>   | <b>47</b>   | <b>51</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>2690</b> | <b>3264</b> | <b>3920</b> | <b>4697</b>  |
| 少数股东权益           | 548         | 700         | 890         | 1112         |
| 股东权益             | 3201        | 3516        | 3910        | 4370         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6440</b> | <b>7480</b> | <b>8720</b> | <b>10179</b> |

| 关键财务与估值指标     | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.81 | 1.08  | 1.35  | 1.57  |
| 每股红利          | 0.40 | 0.54  | 0.67  | 0.78  |
| 每股净资产         | 5.49 | 6.03  | 6.71  | 7.50  |
| ROIC          | 12%  | 14%   | 18%   | 20%   |
| ROE           | 15%  | 18%   | 20%   | 21%   |
| 毛利率           | 38%  | 39%   | 40%   | 40%   |
| EBIT Margin   | 6%   | 7%    | 8%    | 8%    |
| EBITDA Margin | 7%   | 7%    | 8%    | 8%    |
| 收入增长          | 35%  | 21%   | 24%   | 21%   |
| 净利润增长率        | 48%  | 33%   | 25%   | 17%   |
| 资产负债率         | 50%  | 53%   | 55%   | 57%   |
| 息率            | 2.0% | 2.6%  | 3.3%  | 3.8%  |
| P/E           | 25.3 | 19.0  | 15.2  | 13.0  |
| P/B           | 3.7  | 3.4   | 3.1   | 2.7   |
| EV/EBITDA     | 26.4 | 22.2  | 16.7  | 14.4  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元)        | 2017        | 2018E       | 2019E        | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>7705</b> | <b>9353</b> | <b>11564</b> | <b>13958</b> |
| 营业成本             | 4744        | 5730        | 6980         | 8406         |
| 营业税金及附加          | 64          | 77          | 96           | 115          |
| 销售费用             | 1267        | 1538        | 1901         | 2295         |
| 管理费用             | 1190        | 1386        | 1712         | 2066         |
| 财务费用             | 12          | (38)        | (40)         | (45)         |
| 投资收益             | 51          | 32          | 27           | 30           |
| 资产减值及公允价值变动      | (29)        | 0           | 0            | 0            |
| 其他收入             | 287         | 0           | 0            | 0            |
| 营业利润             | 737         | 692         | 942          | 1151         |
| 营业外净收支           | 9           | 298         | 298          | 298          |
| <b>利润总额</b>      | <b>746</b>  | <b>990</b>  | <b>1240</b>  | <b>1449</b>  |
| 所得税费用            | 46          | 61          | 77           | 89           |
| 少数股东损益           | 228         | 302         | 379          | 442          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>472</b>  | <b>627</b>  | <b>785</b>   | <b>917</b>   |

| 现金流量表 (百万元)    | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>472</b>   | <b>627</b>   | <b>785</b>   | <b>917</b>   |
| 资产减值准备         | 22           | (22)         | 1            | 1            |
| 折旧摊销           | 115          | 62           | 72           | 83           |
| 公允价值变动损失       | 29           | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用           | 12           | (38)         | (40)         | (45)         |
| 营运资本变动         | (332)        | (207)        | (267)        | (275)        |
| 其它             | 93           | 173          | 189          | 221          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>399</b>   | <b>633</b>   | <b>781</b>   | <b>947</b>   |
| 资本开支           | (209)        | (268)        | (268)        | (268)        |
| 其它投资现金流        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(208)</b> | <b>(268)</b> | <b>(268)</b> | <b>(268)</b> |
| 权益性融资          | 5            | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (235)        | (312)        | (391)        | (457)        |
| 其它融资现金流        | 6            | 33           | (25)         | 5            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(460)</b> | <b>(279)</b> | <b>(416)</b> | <b>(452)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(269)</b> | <b>87</b>    | <b>97</b>    | <b>227</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 2001         | 1732         | 1818         | 1915         |
| 货币资金的期末余额      | 1732         | 1818         | 1915         | 2143         |
| 企业自由现金流        | (13)         | 171          | 359          | 550          |
| 权益自由现金流        | (7)          | 240          | 372          | 597          |

## 相关研究报告

- 《星网锐捷-002396-2018年一季报点评：一季度同比减亏，上半年业绩指引略超市场预期》——2018-04-26
- 《星网锐捷-002396-2017年报点评：业绩符合市场预期，凯米引入腾讯等战略投资者》——2018-03-30
- 《星网锐捷-002396-跟踪报告：业绩增速逐年创新高，低估值二线龙头持续发力》——2018-02-28
- 《星网锐捷-002396-公司快评：转让四创软件 22%股权，聚焦核心优势业务板块》——2017-12-13
- 《星网锐捷-002396-2017年三季报点评：业绩接近预告上限，凯米网络完成增资扩股》——2017-10-25

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032