

星网锐捷(002396) /

收入高增长，交换机与云终端共享云市场红利

评级：买入(维持)

市场价格：

分析师：吴友文

执业证书编号：S0740518050001

电话：021-20315728

Email: wuyw@r.qizq.com.cn

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenyy@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,687.66	7,705.14	10,748.66	13,932.57	17,557.65
增长率 yoy%	25.93%	35.47%	39.50%	29.62%	26.02%
净利润	319.46	472.30	623.58	783.09	980.19
增长率 yoy%	21.77%	47.85%	32.03%	25.58%	25.17%
每股收益(元)	0.55	0.81	1.07	1.34	1.68
净资产收益率	15.1%	18.7%	18.7%	19.5%	20.3%
P/E	37.5	25.4	19.2	15.3	12.2
PEG	1.6	1.1	0.8	0.6	0.5
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8	2.3

备注：

投资要点

- 公告概要：**公司发布 2018 年半年报，公司实现营业收入 35.17 亿元，同比增长 47.39%；归属母公司净利润 1.17 亿元，同比增长 126.39%，扣非净利润 0.51 亿元，同比增长 61.92%。公司预计 2018 年前三季度归属母公司净利润为 2.98-4.07 亿，同比增长 10%-50%。
- 云业务驱动收入高增长，毛利率有一定下滑，业绩接近预告上限，少数股权并表和投资收益是净利润大幅增长的重要原因。**2017 年 8 月，公司完成了对升腾、视易的少数股东股权的收购开始并表，2018 年上半年与同期相比增加了少数股权净利润并表影响。报告期内处置 K 米股权的投资收益与丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得，预计合并口径产生投资收益 4000 万左右。分业务看，企业级网络设备实现营收 13.18 亿，同比增长 27.96%，毛利率同比下滑 5.46pct；通讯产品实现营收 9.66 亿，同比增长 168.19%，毛利率同比下滑 16.48pct；网络终端实现营收 3.92 亿元，同比增长 45.94%，毛利率同比下滑 2.33pct。综合毛利率为 27.18%，同比下滑 9.21pct，费用控制良好，期间费用率下降。从五个重要子公司的口径来看：升腾资讯和德明通讯实现净利润分别为 5118 万和 3101 万元，同比大幅增长两倍以上；星网智慧和星网视易分别实现净利润为 2650 万和 1302 万，基本与上年同期持平；锐捷网络收入增长 31.68%，净利润亏损 3777 万元，同比大幅下滑。
- 国内领先的政企网络解决方案提供商，数据中心交换机、云课堂产品线取得较快的增长。**子公司锐捷网络企业级网络产品线齐全，涵盖交换机、路由器、网关、防火墙、无线全产业链，多年与思科、华为、华三等品牌竞争，研发实力和品牌影响力逐步提升。锐捷网络研发的面向场景的解决方案创新，自主研发的“WiFi 专利技术”在 2016 年获得全面覆盖，在公交、地铁、普快、大巴、轮船、航空等交通行业的中国企业级 WLAN 市场占有率排名第一。在海外设立了马来西亚全资子公司、土耳其全资子公司。公司加大研发投入，数据中心交换机、云课堂产品线取得较快的增长。IDC 报告，锐捷网络的以太网交换机在中国市场以 8.4% 的份额排名第四。据计世资讯报告，锐捷网络的云课堂在中国虚拟化计算机教室解决方案市场中份额为 75.7%，连续三年以绝对优势位列竞争厂商第一名。数据中心核心产品全面应用于阿里、腾讯、奇虎 360、爱奇艺等互联网企业。
- 云终端、支付产品和通信终端增长加速。**升腾资讯的云桌面和智能终端产业牢牢把握住了“云教育”、“云办公”、“智慧营业厅”等市场机遇，呈现出了多产品线齐头并进的快速增长态势。据 IDC 报告显示，升腾资讯的瘦客户机以 43.6% 的市占率占中国市场的第二位，大幅领先其他竞争对手，升腾资讯的智能终端全面入围工、农、中、建、交五大商业银行。云支付产品线抓住了传统 POS 向智能 POS 切换的市场机遇，实现了跨越式发展，在第三方支付市场，以及在建设银行、中国银行、交通银行等商业银行取得较好的销售。德明通讯深耕美国市场，积极拓展欧洲和亚洲市场，取得新的突破性进展，车载远程信息终端的客户群持续增加，年出货量稳定；与 Inseego(Novatel)的合作取得巨大突破，提供从 4G 高清语音网关、通讯模块到高端移动热点多方面的解决方案。
- 投资建议：**星网锐捷是国内政企网络优质企业，收入利润高增长。公司加大研发投入向云计算相关领域业务发力，短期毛利率受到影响，但从长期看将打开业务的成长空间。控股股东增持，股权改革获得地方国资委认可，将激发公司业务增长潜力，探索地方混改的新模式。我们预计公司 2018-2019 年净利润分别为 6.24 亿和 7.83 亿，对应 EPS 分别为 1.07 元和 1.3

相关报告

- 业绩超预期，控股股东进一步增持
- 收入利润增长超预期，股权改革增强企业活力
- 上修三季度业绩，股权改革激发企业网龙头增长潜力

4 元，2018 年 PE=19.2X，维持“买入”投资评级。

- 风险提示：企业网市场竞争加剧导致毛利率下降的风险；收购整合风险

图表 1: 星网锐捷盈利预测 (百万)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,687.7	7,705.1	10,748.7	13,932.6	17,557.6	成长性					
减: 营业成本	3,223.1	4,744.4	6,696.4	8,707.9	10,973.5	营业收入增长率	25.9%	35.5%	39.5%	29.6%	26.0%
营业税费	53.9	63.8	92.4	122.3	150.1	营业利润增长率	21.5%	92.7%	-10.7%	28.5%	25.0%
销售费用	1,090.6	1,266.7	1,730.5	2,213.9	2,798.7	净利润增长率	21.8%	47.8%	32.0%	25.6%	25.2%
管理费用	957.4	1,190.3	1,613.4	2,078.7	2,619.6	EBITDA增长率	20.2%	21.9%	15.7%	28.0%	24.4%
财务费用	-16.0	11.8	-24.2	-27.6	-33.9	EBIT增长率	19.5%	26.1%	37.2%	29.1%	25.1%
资产减值损失	9.5	29.3	-3.8	5.8	6.6	NOPLAT增长率	14.0%	31.5%	13.7%	25.9%	25.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.7%	17.2%	32.2%	25.5%	23.1%
投资和汇兑收益	13.3	51.5	14.0	14.0	14.0	净资产增长率	9.7%	1.3%	18.8%	19.9%	20.8%
营业利润	382.3	736.8	657.9	845.5	1,057.1	利润率					
加: 营业外净收支	235.0	9.3	255.7	301.9	379.1	毛利率	43.3%	38.4%	37.7%	37.5%	37.5%
利润总额	617.3	746.1	913.7	1,147.4	1,436.2	营业利润率	6.7%	9.6%	6.1%	6.1%	6.0%
减: 所得税	59.9	46.1	82.2	103.3	129.3	净利润率	5.6%	6.1%	5.8%	5.6%	5.6%
净利润	319.5	472.3	623.6	783.1	980.2	EBITDA/营业收入	8.3%	7.5%	6.2%	6.1%	6.1%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	6.4%	6.0%	5.9%	5.9%	5.8%
货币资金	2,001.0	1,731.7	1,846.4	2,192.2	2,689.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	22	16	13	11
应收账款	1,063.6	1,648.0	2,297.0	2,977.4	3,752.0	流动营业资本周转天数	72	74	78	84	87
应收票据	160.7	228.6	294.5	381.7	481.0	流动资产周转天数	270	224	194	189	188
预付账款	70.5	57.3	-9.7	-9.7	-9.7	应收账款周转天数	62	59	61	63	64
存货	1,035.0	1,363.0	1,925.3	2,503.6	3,155.0	存货周转天数	64	57	56	58	59
其他流动资产	117.4	111.6	111.6	111.6	111.6	总资产周转天数	351	285	238	223	215
可供出售金融资产	108.6	266.8	266.0	266.0	266.0	投资资本周转天数	143	123	110	109	107
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	32.6	32.5	30.0	30.0	30.0	ROE	15.1%	18.7%	18.7%	19.5%	20.3%
投资性房地产	9.2	8.2	11.0	11.0	11.0	ROA	9.7%	10.9%	10.7%	11.0%	11.3%
固定资产	453.7	484.5	500.1	518.9	536.4	ROIC	25.9%	29.5%	28.6%	27.2%	27.2%
在建工程	10.8	34.0	17.7	20.3	21.1	费用率					
无形资产	203.4	116.9	118.4	119.9	121.2	销售费用率	19.2%	16.4%	16.1%	15.9%	15.9%
其他非流动资产	469.3	337.9	336.1	336.1	336.1	管理费用率	16.8%	15.4%	15.0%	14.9%	14.9%
资产总额	5,749.7	6,439.9	7,764.5	9,479.0	11,520.8	财务费用率	-0.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	20.8	19.6	47.3	47.7	47.6	三费/营业收入	35.7%	32.0%	30.9%	30.6%	30.7%
应付账款	923.4	1,045.1	1,651.2	2,147.1	2,705.8	偿债能力					
应付票据	379.0	816.9	1,100.8	1,431.4	1,803.9	资产负债率	35.6%	41.8%	42.6%	43.6%	44.0%
其他流动负债	584.9	661.3	467.4	467.4	467.4	负债权益比	55.4%	71.8%	74.3%	77.4%	78.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	1.94	1.97	1.99	2.02
其他非流动负债	33.7	38.1	35.4	35.4	35.4	速动比率	1.68	1.42	1.38	1.37	1.39
负债总额	2,049.1	2,690.5	3,309.5	4,136.5	5,067.4	利息保障倍数	-22.95	39.12	-26.23	-29.63	-30.16
少数股东权益	817.5	548.2	756.1	1,017.1	1,343.8	分红指标					
股本	539.1	583.3	583.3	583.3	583.3	DPS(元)	0.09	0.09	0.21	0.27	0.34
留存收益	2,340.9	2,617.6	3,115.7	3,742.1	4,526.3	分红比率	16.9%	11.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,700.6	3,749.4	4,455.0	5,342.5	6,453.4	股息收益率	0.4%	0.4%	1.0%	1.3%	1.6%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	557.4	700.0	623.6	783.1	980.2	EPS(元)	0.55	0.81	1.07	1.34	1.68
加: 折旧和摊销	113.0	124.1	34.1	37.2	40.4	BVPS(元)	4.94	5.49	6.34	7.42	8.76
资产减值准备	6.3	27.9	-3.8	5.8	6.6	PE(X)	37.5	25.4	19.2	15.3	12.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.7	3.2	2.8	2.3
财务费用	-10.3	14.6	-24.2	-27.6	-33.9	P/FCF	-1,763.6	202.6	-33.1	-69.4	-114.0
投资收益	-13.3	-51.5	-14.0	-14.0	-14.0	P/S	2.1	1.6	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	237.9	227.7	207.9	261.0	326.7	EV/EBITDA	21.4	21.2	18.0	14.4	11.9
营运资金的变动	-202.1	-548.9	-511.9	-525.2	-600.9	CAGR(%)	23.3%	23.1%	25.2%	25.0%	24.9%
经营活动产生现金流量	543.5	277.3	311.7	520.4	705.1	PEG	1.6	1.1	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-198.4	-95.5	-17.7	-46.0	-46.0	ROIC/WACC	2.2	2.5	2.4	2.3	2.3
融资活动产生现金流量	-240.1	-492.6	-175.7	-128.6	-162.3	REP	1.9	1.8	1.3	1.2	1.0

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。