

多项业务收入稳步增长，产品结构调整公司毛利率出现下滑

2018.08.30

肖明亮(分析师) **刘旭峰(研究助理)**
 电话: 020-88832290 020-88831179
 邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn liu.xufeng@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517070001 A1310117090002

事件:

2018 年上半年实现营业收入为 35.17 亿元，同比增长 47.39%。归属于上市公司股东的净利润为 1.17 亿元，较上年同期增长 126.39%。业绩预告 1-9 月实现归属于股东净利润 2.98-4.07 亿元，同比增长 10%-50%。

核心观点

- **多项业务收入稳步高增长，产品结构调整公司综合毛利率为 27%，相比去年同期下滑 9.21%。**受益于数据中心交换机取得较快的增长，子公司锐捷网络实现收入 13.84 亿元，同比增长 28%，但数据中心交换机毛利率较低，低价进入阿里云，因此毛利率为 43.8%，下滑 7.1%；通讯产品业务因智慧家庭网关产品打开市场，但销售价格较低，营业收入 9.7 亿，同比增长 168.19%，毛利率为 13.78%，下滑 16.5%。公司网络终端产品销售收入 3.9 亿，同比增长 45.94%，主要由于向金融行业(银行、保险)客户销售网络终端产品的金额较上年同期增长较多，毛利率为 24.13%，略微下滑 2.3%。
- **上半年净利润实现翻倍增长，费用控制合理研发投入保持高位。**净利润同比增长了 126.39%，扣非净利润为 0.5 亿元，同比增长 62%，主要原因为：1) 公司主营产品销售稳步增长；2) 2017 年 8 月初公司完成对升腾与视易的少数股东权益收购，今年开始并表；3) 凯米网络增资扩股引入战略投资者后，公司对凯米网络不再具有控股地位，被动处置股权确认了投资收益 0.94 亿元。费用方面，三费销售占比均低于 2017 年，公司继续加大研发支出 4.18 亿，同比增长 20%。考虑到公司产品销售具有明显季节性，上半年利润占比不到 20%，看好公司全年业绩增长。
- **多个细分领域领先，云桌面受互联网教育市场增长仍大有可为。**公司企业级 WLAN 产品在国内市场占有率位居第二，以太网交换机市场占有率位居国内第四，云课堂产品以 75.7% 的份额位居市场第一。据 IDC 报告显示，锐捷网络以 45.3% 的市场份额，继续领跑虚拟化桌面市场。截至 6 月 25 日，锐捷网络 2018 年云终端出货量达到 14 万台，涨幅高达 84%。全国中小学每新增 100 台 PC，就同时新增 12 个锐捷云终端。2017 年互联网教育市场规模达到 2805 亿元，同比增长 32%，预计未来三年内仍将维持增长态势。
- **盈利预测与建议:**我们预计公司在 2018-2020 年归母净利润分别为 6.06/7.22/8.7 亿，对应的 PE 分别为 19.8/16.6/14，维持“强烈推荐”评级。

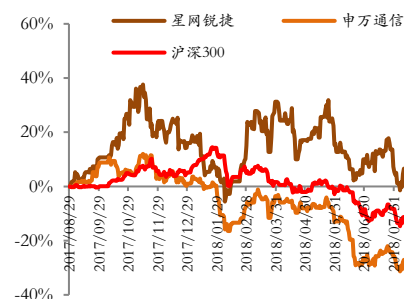
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7705.14	10862.70	13671.81	16917.97
同比(%)	35.47%	40.98%	25.86%	23.74%
归属母公司净利润	472.30	606.18	722.73	870.54
同比(%)	47.85%	28.35%	19.23%	20.45%
毛利率(%)	38.43%	35.18%	34.61%	34.15%
每股收益(元)	0.81	1.04	1.24	1.49
P/E	25.37	19.79	16.61	13.78
P/B	3.74	3.22	2.74	2.32
EV/EBITDA	1.26	10.10	8.37	6.83

强烈推荐 (维持)

现价: 20.54
 目标价: 24
 股价空间: 16%

通信行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
星网锐捷	-2.19	-9.18	1.47
申万通信	2.03	-14.97	-15.58
沪深 300	-3.82	-10.97	-17.77

基本资料

总市值(亿元)	119.81
总股本(亿股)	5.83
流通股比例	91.57%
资产负债率	38.87%
大股东	福建省电子信息集团
大股东持股比例	26.88%

附录：公司年度财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5140	7346	9203	11496	营业收入	7705	10863	13672	16918
现金	1732	2141	2760	3603	营业成本	4744	7041	8940	11141
应收账款	1522	2123	2593	3285	营业税金及附加	64	93	120	145
其它应收款	126	178	224	277	营业费用	1267	1466	1846	2284
预付账款	57	164	171	202	管理费用	1190	1575	1914	2284
存货	1363	2353	2964	3549	财务费用	12	-23	-30	-41
其他	340	387	491	579	资产减值损失	29	0	0	0
非流动资产	1300	1160	1059	910	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	0	0	0	投资净收益	51	0	0	0
固定资产	484	467	453	429	营业利润	737	709	882	1106
无形资产	117	80	-5	-92	营业外收入	11	250	260	270
其他	666	613	611	573	营业外支出	2	3	2	2
资产总计	6440	8505	10262	12405	利润总额	746	956	1140	1373
流动负债	2652	3901	4668	5601	所得税	46	59	70	85
短期借款	20	26	22	23	净利润	700	897	1069	1289
应付账款	938	1878	2305	2725	少数股东损益	228	292	348	419
其他	1695	1998	2340	2854	归属母公司净利润	472	605	721	869
非流动负债	38	45	39	41	EBITDA	845	1069	1258	1480
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.81	1.04	1.24	1.49
其他	38	45	39	41					
负债合计	2690	3946	4707	5642	主要财务比率				
少数股东权益	548	840	1188	1607	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	583	583	583	583	成长能力				
资本公积	705	705	705	705	营业收入增长率	35.5%	41.0%	25.9%	23.7%
留存收益	1913	2431	3079	3868	营业利润增长率	92.7%	-3.7%	24.4%	25.4%
归属母公司股东权益	3201	3719	4367	5156	归属于母公司净利润增长率	47.8%	28.2%	19.1%	20.5%
负债和股东权益	6440	8505	10262	12405	获利能力				
					毛利率	38.4%	35.2%	34.6%	34.1%
现金流量表					净利率	9.1%	8.3%	7.8%	7.6%
单位:百万元					ROE	12.7%	14.6%	14.3%	14.1%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	20.4%	22.8%	23.2%	23.7%
经营活动现金流	275	523	736	907	偿债能力				
净利润	700	605	721	869	资产负债率	41.8%	46.4%	45.9%	45.5%
折旧摊销	124	135	148	148	净负债比率	4.53%	3.03%	2.56%	2.14%
财务费用	12	-23	-30	-41	流动比率	1.94	1.88	1.97	2.05
投资损失	-51	0	0	0	速动比率	1.42	1.28	1.34	1.42
营运资金变动	-537	-518	-439	-488	营运能力				
其它	27	323	336	419	总资产周转率	1.26	1.45	1.46	1.49
投资活动现金流	-95	-48	-74	-25	应收账款周转率	6.11	5.96	5.80	5.76
资本支出	-168	-40	-70	-28	应付账款周转率	5.38	5.00	4.27	4.43
长期投资	24	32	0	0	每股指标 (元)				
其他	48	-39	-5	3	每股收益 (最新摊薄)	0.81	1.04	1.24	1.49
筹资活动现金流	-493	-66	-42	-38	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	0.90	1.26	1.56
短期借款	-1	6	-4	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.49	6.38	7.49	8.84
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	44	0	0	0	P/E	25.37	19.79	16.61	13.78
资本公积金增加	-142	0	0	0	P/B	3.74	3.22	2.74	2.32
其他	-394	-73	-38	-39	EV/EBITDA	1.26	10.10	8.37	6.83
现金净增加额	-314	409	619	843					

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。