

证券研究报告

行业研究——中报点评

星网锐捷 (002396.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.4.2

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 行业分析师
执业编号: S1500518060001
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): 营收增速创新高, 各项业务全面开花》18.4

《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

《海能达 (002583.SZ): 半年度业绩实现平稳增长, 智能 POS 业务亮眼》17.8

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

业务扩张带来高增长, 期待未来长远表现

2018年8月31日

事件: 8月30日, 发布2018年半年度财务报告, 营业收入3,517,413,943.36元, 较上年同期增加47.39%; 归属于上市公司股东的净利润117,326,586.80元, 较上年同期增加126.39%。

点评:

- **业务扩张带来营业收入高增长。**2018年上半年, 公司实现营收35.2亿元, 较上年同期增加47.39%, 超过2017年35.47%的同比增速。公司营收快速增长主要归功于子公司业务拓展顺利: 升腾资讯公司营收同比增加51%, 云桌面解决方案取得快速增长, 旗下主营产品瘦客户机2017年以市占率43.6%取得行业第一的成绩, 龙头效应明显; 德明通讯公司旗下通讯产品在巩固美国市场的基础上积极开拓欧洲及亚洲市场, 与Inseego((Novatel)的合作取得巨大突破, 营收同比增大129%; 锐捷网络营收同比增长32%, 保持稳健增长, 锐捷网络在马来西亚、土耳其设立全资子公司, 海外市场拓展顺利。公司整体在保持其主营企业级网络设备的稳健增长上, 进行产品结构优化升级, 网络终端与通讯设备的营收比例加大有望助公司突破传统营收大小年情况, 缩减淡旺季营收差距, 减轻资金运转压力。
- **投资收益贡献大部分净利润, 产品结构调整拉低整体毛利率。**2018年上半年, 归母净利润1.17亿元, 同比增加126.4%。净利润大幅度增长主要源自其他经营收益1.07亿元, 其中大部分来自于对处置凯米网络股权确认相关投资收益利得, 以及部分政府补助, 扣非后归母净利润同比则增长61.9%。公司上半年整体毛利率为27.2%, 比去年同期下降9.2个百分点, 主要原因有以下几点: 1. 上游原材料价格的增长, 导致各个产品线毛利率均有小幅下滑。2. 产品结构调整带来的毛利率调整, 通讯业务的毛利率历来低于企业ICT业务毛利率, 上半年在由于智慧家庭网关产品增长较多而同比下降了16.8个百分点。因此在通讯业务扩大的情况下, 整体毛利率的下行。同时, 公司管理费用率和销售费用率分别为14.6%, 13.5%, 同比去年分别降低3.8和4.9个百分点, 对毛利率下滑起到缓冲作用。主要原因是公司产品结构有所变化, 同时运营效率改善, 规模效应显现。
- **加大研发投入力度, 转化收入可期。**2018上半年研发投入为4.3亿元, 同比增加19.81%。公司在2018年上半年共申请专利61项, 其中发明专利46项, 外观设计专利9项, 实用新型专利6项, 获得新增专利55项。截止报告期末公司累计获得专利总数达1672项。充足的研发投入和专利壁垒将帮助公司作为技术密集型企业进一步巩固综合竞争力, 在自主可控、5G通信、物联网、云计算、云课堂等多方面的累积实力, 形成技术壁垒并实现收入变现。

- **盈利预测:** 我们预测 2018-2020 年 EPS 为 1.03、1.18、1.50 元，2018-2020 年 PE 为 18、16、13。公司营收持续高增长，看好公司高研发投入带来的长期增长，维持“增持”评级。
- **风险因素:** 业务拓展不及预期，WLAN 市场需求不及预期。

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,687.66	7,705.14	11,892.10	16,483.94	22,042.84
同比(%)	25.93%	35.47%	54.34%	38.61%	33.72%
归属母公司净利润 (百万元)	319.46	472.30	601.28	687.70	876.59
同比(%)	21.77%	47.85%	27.31%	14.37%	27.47%
毛利率(%)	43.33%	38.43%	31.36%	30.81%	30.28%
ROE(%)	11.62%	15.53%	17.39%	16.94%	18.11%
EPS (摊薄) (元)	0.55	0.81	1.03	1.18	1.50
P/E	34.29	23.19	18.22	15.93	12.50
P/B	3.80	3.42	2.95	2.49	2.07

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 8 月 30 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	7,261.71	9,502.96	12,310.45
货币资金	2,001.01	1,731.69	1,928.92	2,175.86	2,557.03
应收票据	160.70	228.59	337.43	467.72	625.45
应收账款	1,001.87	1,521.68	2,297.80	3,185.04	4,259.13
预付账款	70.50	57.28	114.56	160.05	215.69
存货	1,034.96	1,362.97	2,345.06	3,276.35	4,415.21
其他	179.20	237.94	237.94	237.94	237.94
非流动资产	1,301.50	1,299.77	1,395.01	1,500.32	1,613.67
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	749.24	843.71	947.25
资产总计	5,749.73	6,439.91	8,656.72	11,003.29	13,924.12
流动负债	2,015.44	2,652.38	4,065.49	5,392.78	7,014.35
短期借款	20.81	19.60	19.60	19.60	19.60
应付账款	825.46	937.81	1,708.97	2,387.65	3,217.60
其他	1,169.17	1,694.97	2,336.92	2,985.52	3,777.15
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	4,103.58	5,430.87	7,052.44
少数股东权益	817.53	548.21	838.13	1,169.71	1,592.38
归属母公司股东权益	2,883.08	3,201.22	3,715.01	4,402.71	5,279.30
负债和股东权益	5749.73	6439.91	8656.72	11003.29	13924.12

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	11,892.10	16,483.94	22,042.84
同比(%)	25.93%	35.47%	54.34%	38.61%	33.72%
归属母公司净利润	319.46	472.30	601.28	687.70	876.59
同比(%)	21.77%	47.85%	27.31%	14.37%	27.47%
毛利率(%)	43.33%	38.43%	31.36%	30.81%	30.28%
ROE(%)	11.62%	15.53%	17.39%	16.94%	18.11%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.81	1.03	1.18	1.50
P/E	34.29	23.19	18.22	15.93	12.50
P/B	3.80	3.42	2.95	2.49	2.07
EV/EBITDA	14.23	12.52	10.49	9.24	7.36

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	11,892.10	16,483.94	22,042.84
营业成本	3,223.14	4,744.43	8,163.07	11,404.86	15,369.19
营业税金及附加	53.88	63.76	99.54	137.98	184.51
营业费用	1,090.60	1,266.75	1,479.42	1,968.24	2,521.77
管理费用	957.41	1,190.27	1,480.30	2,051.88	2,743.84
财务费用	-15.97	11.81	3.49	6.44	10.00
资产减值损失	9.52	29.29	45.03	72.78	97.41
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	107.00	0.00	0.00
营业利润	382.32	736.81	728.26	841.77	1,116.11
营业外收入	237.27	11.44	224.26	246.26	270.35
营业外支出	2.30	2.16	2.68	1.68	1.72
利润总额	617.29	746.09	949.83	1,086.35	1,384.74
所得税	59.89	46.06	58.64	67.06	85.49
净利润	557.40	700.03	891.19	1,019.28	1,299.26
少数股东损益	237.94	227.73	289.92	331.59	422.66
归属母公司净利润	319.46	472.30	601.28	687.70	876.59
EBITDA	719.98	884.82	1,056.05	1,198.43	1,505.81
EPS	0.59	0.81	1.03	1.18	1.50

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	376.94	459.89	609.61
净利润	557.40	700.03	891.19	1,019.28	1,299.26
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	-107.00	0.00	0.00
营运资金变动	-97.73	-536.75	-556.25	-739.81	-902.16
其它	-5.59	26.70	42.78	68.33	91.45
投资活动现金流	-198.38	-95.48	-92.03	-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	107.00	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	197.23	246.94	381.16

研究团队简介

边轶城，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。