



投资评级：买入（维持）

通信配套服务/通信设备/通信

星网锐捷（002396）

——主营业务维持快速增长，升腾资讯和智慧科技扩张明显

主要数据(截止2018年8月31日):

当前股价(元)	18.41
总市值(亿元)	107.38
流通市值(亿元)	98.33
总股本(亿股)	5.83
流通股本(亿股)	5.34
第一大股东	福建电子信息(集团)有限公司
第一大股东持股比例	26.88%

事件:

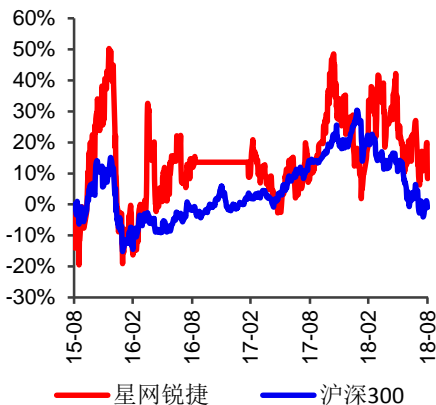
◆公司发布2018年半年度报告，2018年上半年实现营业总收入35.17亿元，同比增长47.39%；归母净利润1.17亿元，同比增长126.39%；扣非后归母净利润0.51亿元，同比增长61.92%。公司预计2018年1-9月归母净利润增速为10%~50%，在2.98亿元~4.07亿元之间。

事件点评:

◆主要业务板块保持快速增长，关注下半年毛利率改善情况。2018年上半年，公司主营业务收入保持较快增长，企业级网络设备、网络终端、通讯产品、视频信息应用以及其它业务收入分别为13.18亿元、3.92亿元、9.66亿元、0.83亿元、7.59亿元，同比增速分别为27.96%、45.94%、168.19%、0.41%、17.58%。其中：网络终端产品增速较快的主要原因是公司向金融行业（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；通讯产品营收大幅增长主要受益于智慧家庭网关销售增幅较大。公司上半年整体毛利率为27.18%，较去年同期下降9.21个百分点，与通信产品比重提升、以及该板块毛利率下降显著（降低16.48个百分点）有关。2018年上半年，公司销售费用率、管理费用率分别为13.45%、14.60%，而2017H1分别为18.36%、18.39%，体现了公司较好的费用管控能力。公司经营季节性波动明显，收入和利润主要集中在下半年，建议关注下半年毛利率改善情况。

◆升腾资讯业务拓展顺利，云终端产品保持行业领先。2018年上半年，公司全资子公司升腾资讯实现收入6.55亿元，较去年同期增长51.07%。升腾资讯瘦客户机在亚太和中国市场的占有率

近三年股价表现:



长城国瑞证券研究所

分析师:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

执业证书编号: S0200517100001

研究助理:

刘亿

liuyi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200117070016

联系电话: 0592-5161646

地址: 厦门市思明区莲前西路2号莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



相关研究：

公司研究：星网锐捷
(002396.SZ)：业绩符合预期，继续保持细分市场领先优势_2017.04.04

公司研究：星网锐捷
(002396)——主营业务稳健增长，智能 POS 业绩显著释放_2017.09.01

公司研究：星网锐捷
(002396)——拓展企业级网络设备应用领域，多项新产品快速增长_2017.06.19

分别为 31.2%和 45.9%，继续居于榜首；参与起草的《基于云计算的桌面应用终端通用规范》获福建省质监局批准发布，这是国内首个省级云终端标准；并以 31%的市占率荣登中国桌面云（端到端）整体解决方案市场榜单第一位。上半年，升腾云桌面解决方案取得较快增长；智能终端产品线重点聚焦金融行业，成为金融行业有竞争力的智慧营业厅解决方案提供商。

◆智慧科技收入增长 360.07%，受益家庭智能网关业务快速发展。2018 年上半年，公司控股子公司智慧科技实现收入 4.91 亿元，较去年同期增长 360.07%，仅次于锐捷网络、升腾资讯，成为公司收入的第三大来源。2018 年上半年，智慧科技坚持融合通信、融合视讯、融合连接三大主营业务：视讯业务实现了从单一终端向平台+全系列终端转变，覆盖了大中小会议室、桌面及移动式应急视讯全系列，同时抓住运营商的大连接战略的机遇，做大做强家庭智能网关、企业融合网关规模。根据公司中报披露，2018 年上半年，公司家庭智能网关销售收入增长较快，是智慧科技收入翻倍的重要原因。



投资建议：

公司企业级网络设备、网络终端、通讯产品几大主要业务板块保持较快增长，我们预计公司 2018、2019 以及 2020 年的 EPS 分别为 1.00、1.17 和 1.40 元，对应 PE 分别为 18.41、15.74 和 13.15 倍。目前通信配套服务行业最新市盈率（TTM，中值，剔除负值）为 35.21 倍，考虑到公司在原有细分市场上持续保持领先优势，并在云计算、智慧通讯等新应用领域积极拓展，我们认为公司的估值仍具有较大上升空间，维持其“买入”评级。

风险提示：

新业务拓展不及预期风险； 市场竞争风险。

主要财务数据及预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7705.14	9706.35	11965.83	14614.85
增长率(%)	35.47%	25.97%	23.28%	22.14%
归母净利润（百万）	472.31	583.92	681.17	815.76
增长率(%)	47.85%	23.63%	16.65%	19.76%
EPS（元）	0.81	1.00	1.17	1.40
毛利率	38.43%	38.54%	38.31%	38.20%
净资产收益率	14.75%	15.76%	15.88%	16.34%

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所



盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7705.14	9706.35	11965.83	14614.85	货币资金	1731.69	2911.91	3589.75	4384.45
减:营业成本	4744.43	5965.33	7381.66	9032.52	应收和预付款项	1807.81	2196.41	2896.36	3324.49
营业税金及附加	63.76	80.32	99.01	120.93	存货	1362.97	2137.03	2193.96	3105.62
营业费用	1266.75	1595.76	1967.22	2402.73	其他流动资产	237.68	111.37	111.37	111.37
管理费用	1190.27	1499.41	1848.45	2257.67	长期股权投资	32.51	33.93	35.35	36.77
财务费用	11.81	8.47	27.56	29.00	投资性房地产	8.23	6.49	4.76	3.02
资产减值损失	29.29	29.29	29.29	29.29	固定资产	518.45	534.18	548.05	587.81
投资收益	51.46	1.42	1.42	1.42	无形资产	135.90	413.55	455.46	512.05
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	604.68	300.53	293.28	294.33
其他经营损益	286.53	343.84	412.61	495.13	资产总计	6439.91	8645.39	10128.33	12359.91
营业利润	736.81	873.03	1026.65	1239.26					
其他非经营损益	9.28	49.28	49.28	49.28	短期借款	19.60	1190.23	1572.65	1640.20
利润总额	746.09	922.31	1075.93	1288.54	应付和预收款项	2632.78	2819.21	3004.75	4073.01
所得税	46.06	56.85	66.33	79.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	700.04	865.46	1009.60	1209.08	其他负债	38.09	102.15	102.15	102.15
少数股东损益	227.73	281.54	328.43	393.33	负债合计	2690.48	4111.60	4679.56	5815.37
归母净利润	472.31	583.92	681.17	815.76	股本	583.28	583.28	583.28	583.28
					资本公积	704.67	704.67	704.67	704.67
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	1912.89	2416.08	3002.63	3705.07
经营活动现金流	294.87	827.19	594.75	1105.63	归母股东权益	3201.22	3704.03	4290.58	4993.02
投资活动现金流	-95.48	-180.57	-204.50	-269.57	少数股东权益	548.21	829.76	1158.19	1551.52
融资活动现金流	-492.62	1103.23	287.59	-41.36	股东权益合计	3749.44	4533.79	5448.77	6544.54
现金流量净额	-308.87	1749.85	677.84	794.71	负债和股东权益	6439.91	8645.39	10128.33	12359.91

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20% 以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对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，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。