

公司研究

通信配套服务/通信设备/通信

星网锐捷 (002396)

——网络产品细分市场龙头，费用管控能力突出

事件：

公司发布年报，2018年实现营业收入91.32亿元，同比增长18.51%；实现归母净利润5.81亿元，同比增长23.08%；实现扣非归母净利润4.56亿元，同比增长14.36%。公司拟以583,280,278股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.10元（含税）。根据公司业绩预告，2019年一季度净利润为-1500至-500万元。

事件点评：

◆网络产品及解决方案细分市场龙头。在智慧网络领域，2018年公司在数据中心交换机、无线网络等领域不断发力，25G/100G数据中心产品解决方案发布，在阿里、腾讯等互联网企业实现规模商用；无线产品以最大份额中标全国首批动车组Wi-Fi设备项目，为“复兴号”提供旅客Wi-Fi设备服务，并在全国多地建设200余个无线城市项目，覆盖27个省份。根据IDC报告，锐捷网络的企业级WLAN在中国市场排名第三，企业级以太网交换机在中国市场排名第四，路由器在中国企业网市场排名第五。计世资讯2018年报告显示，公司已连续13年取得教育行业网络解决方案排名第一，服务122所211高校，全国高校覆盖率达95%。

◆云计算和支付业务保持行业领先。云终端产品方面，根据IDC数据显示，2018年，公司的瘦客户机产品出货量达67.9万台，占国内市场份额48.6%，连续17年位居中国市场第一，连续7年蝉联亚太市场（除日本外）第一；公司作为自主研发的桌面云产品覆盖龙芯、兆芯、众志芯等方案，已入围2018年中央政府采购名录。在支付业务方面，根据尼尔森2018年发布的POS出货量报告，公司已跃升为全球第三大POS供应商（亚太第二），继续保持第三方支付市场领先优势，同时在银联、商业银行市场取得重大突破。

◆期间费用率持续降低，净利率基本稳定。2014-2018年公司销售费用率分别为21.71%、20.07%、19.17%、16.44%、13.36%，连续四年下降；管理费用率近年也持续降低，2018年管理费用率+研发费用率合计为13.88%，去年同期为15.45%。公司期间费用率

主要数据(截至3月29日收盘)：

当前股价	23.38元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	5.83亿股
流通股本	5.39亿股

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

分析师助理：

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:

中报点评: 星网锐捷 (002396.SZ) :
主营业务维持快速增长, 升腾资讯和
智慧科技扩张明显_2018.8.31

年报点评: 星网锐捷 (002396.SZ) :
业绩符合预期, 继续保持细分市场领
先优势_2018.4.4

中报点评: 星网锐捷 (002396.SZ) :
主营业务稳健增长, 智能 POS 业绩显
著释放_2017.9.1

公司研究: 星网锐捷 (002396.SZ) :
拓展企业级网络设备应用领域, 多项
新产品快速增长_2017.6.19

公司研究: 星网锐捷 (002396) : 夯
实主业, 深耕移动互联_2015.11.24

自 2014 年以来持续下降, 2018 年期间费用率为 27.08%, 较 2017 年减少 4.97pct。由于公司较强的费用管控能力, 尽管 2018 年公司毛利率从 38.43%降低到 32.57%, 降幅高达 5.85pct, 公司净利率仍达到 9.08%, 与去年 (9.09%) 基本持平。

投资建议:

我们预计公司 2019、2020 以及 2021 年的 EPS 分别为 1.170、1.400 和 1.763 元, 对应 P/E 分别为 19.98、16.70 和 13.26 倍。目前通信配套服务行业最新市盈率 (TTM, 中值, 剔除负值) 为 47.03 倍, 考虑到公司在网络产品、云计算和支付等细分市场上持续保持领先, 且具有较强的费用管控能力, 我们认为公司的估值仍具有较大上升空间, 因此维持其“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

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9131.57	11528.24	14407.12	17859.74
增长率 (%)	18.51%	26.25%	24.97%	23.96%
归母净利润 (百万元)	581.22	682.38	816.52	1028.06
增长率 (%)	23.06%	17.40%	19.66%	25.91%
EPS (元)	0.996	1.170	1.400	1.763
毛利率	32.57%	33.70%	33.94%	34.79%
净资产收益率 (摊薄)	15.80%	15.88%	16.21%	17.23%

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	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9131.57	11528.24	14407.12	17859.74	货币资金	1181.77	1498.67	1872.93	2321.77
减:营业成本	6157.22	7643.67	9516.96	11645.58	应收和预付款项	2002.56	2518.48	3146.97	3899.25
营业税金及附加	60.09	75.86	94.80	117.52	存货	1542.49	2001.39	2491.89	3049.24
营业费用	1219.84	1540.00	1924.57	2385.79	其他流动资产	310.19	310.19	310.19	310.19
管理费用	226.49	283.75	355.76	449.96	长期股权投资	130.81	130.81	130.81	130.81
研发费用	1041.11	1304.27	1635.30	2068.27	投资性房地产	19.73	19.73	19.73	19.73
财务费用	-15.00	-38.86	-45.30	-55.23	固定资产和在建工程	567.18	777.50	1020.34	1301.43
资产减值损失	29.06	20.00	22.00	24.00	无形资产和开发支出	128.67	158.92	195.04	185.54
投资收益	120.44	0.00	0.00	0.00	商誉	233.22	233.22	233.22	233.22
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	336.36	317.57	298.78	298.78
其他经营损益	333.80	333.80	333.80	333.80	资产总计	6452.97	7966.48	9719.89	11749.94
营业利润	867.00	1033.36	1236.81	1557.67					
其他非经营损益	1.63	1.63	1.63	1.63	短期借款	41.18	58.00	91.71	32.41
利润总额	868.63	1034.99	1238.44	1559.29	应付和预收款项	2096.45	2684.61	3317.17	4037.73
所得税	39.96	62.10	74.31	93.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	828.67	972.89	1164.13	1465.74	其他负债	50.99	50.99	50.99	50.99
少数股东损益	247.44	290.51	347.62	437.68	负债合计	2188.62	2793.59	3459.87	4121.13
归母净利润	581.22	682.38	816.52	1028.06	股本	583.28	583.28	583.28	583.28
					资本公积	685.67	685.67	685.67	685.67
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	2409.24	3027.28	3766.80	4697.91
经营活动现金流	583.00	598.32	711.67	916.86	归母股东权益	3678.19	4296.22	5035.74	5966.86
投资活动现金流	-478.31	-261.41	-328.09	-355.67	少数股东权益	586.16	876.67	1224.28	1661.96
融资活动现金流	-137.08	-20.01	-9.33	-112.35	股东权益合计	4264.35	5172.89	6260.02	7628.81
现金流量净额	-32.73	316.91	374.25	448.84	负债和股东权益	6452.97	7966.48	9719.89	11749.94

数据来源：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。