

星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2019年07月11日

业绩超预期，公司盈利能力有望持续提升

事件：公司发布 2019 中报预告，预计 2019H1 归属上市公司股东的利润为 1.53-1.64 亿元，同比增长 30%~40%。

业绩超预期，盈利能力有望持续提升

公司 2019H1 业绩增长超预期。之前市场认为公司去年同期投资收益较大，并且一季度收入下滑，扣非后的净利润亏损幅度扩大，因此担心 19H1 业绩增长压力，普遍预期较低。

公司 2019H1 业绩快速增长 30%-40%，主要源于公司上半年各项经营业务稳定开展，持续加大智慧网络、智慧云、智慧金融、智慧通讯、智慧物联、智慧娱乐、智慧社区等业务的研发投入和市场拓展力度，优化业务布局与产品销售结构。公司去年同期一次性的投资收益贡献较大，剔除该因素影响，预计公司扣非后净利润增速更高。

“网络云化和边缘计算”浪潮的直接受益者，打开公司未来成长空间

公司是国内领先的 ICT 应用解决方案供应商，企业网设备龙头之一，实际控制人是福建省国资委。公司经营风格一向稳健，过去十一年收入和利润一直保持增长，2007-2018 年收入复合增速 19.8%；2007-2018 年复合增速达 22.9%。我们认为，一方面公司受益网络设备去 IOE 化及进口替代，并且该逻辑仍在延续和深化；另一方面，公司产品和解决方案有望沿着网络云化、SDN，以及边缘计算等新方向不断扩张，逐步进入收获期。

星网锐捷一直是国内领先的 SDN 厂商，2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 方面的技术储备和产品预研，2012 年作为“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始会员之一，目前已经形成覆盖园区、数据中心和广域网络，基于场景，面向业务的特色 SDN 解决方案。公司在 SDN 领域的技术和产品竞争力在国内处于第一梯队，在网络末梢节点的交换机/网关/安全等产品在运营商也已形成口碑占据较高份额，我们认为星网锐捷未来将是网络云化/边缘计算的直接受益者，看好公司长期发展。

盈利预测和投资建议：

公司是企业网络设备龙头之一，去 IOE 和进口替代逻辑仍在持续强化，并且未来将大幅受益网络云化/边缘计算的建设。公司各业务线条增长态势良好，同时开拓新市场，业务结构不断优化，盈利能力有望持续提升。预计公司 2019-2021 年净利润为 6.92 亿、8.02 亿和 9.12 亿元，对应 19 年 17 倍 PE，重申“增持”评级。

风险提示：新业务扩张不及预期，上游原材料涨价，市场竞争激烈价格下降

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,705.14	9,131.57	10,998.17	12,695.75	14,442.04
增长率(%)	35.47	18.51	20.44	15.44	13.75
EBITDA(百万元)	1,546.74	1,672.83	1,012.40	1,163.73	1,318.62
净利润(百万元)	472.30	581.30	692.25	802.15	911.57
增长率(%)	47.85	23.08	19.09	15.88	13.64
EPS(元/股)	0.81	1.00	1.19	1.38	1.56
市盈率(P/E)	25.58	20.78	17.45	15.06	13.25
市净率(P/B)	3.77	3.28	2.81	2.41	2.07
市销率(P/S)	1.57	1.32	1.10	0.95	0.84
EV/EBITDA	7.21	5.16	9.71	8.38	6.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	20.71 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	583.28
流通 A 股股本(百万股)	549.36
A 股总市值(百万元)	12,079.73
流通 A 股市值(百万元)	11,377.29
每股净资产(元)	6.29
资产负债率(%)	30.62
一年内最高/最低(元)	29.27/14.10

作者

王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com
容志能	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003	rongzheneng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《星网锐捷-季报点评:Q1 为经营淡季，未来运营商和数据中心市场的持续扩张值得期待》 2019-04-19
- 2 《星网锐捷-年报点评报告:业务持续稳健，经营效率显著提升，新业务有望打开新空间》 2019-03-31
- 3 《星网锐捷-公司研究简报: 稳”字当头，ICT 劲旅直接受益 网络云化/边缘计算”浪潮》 2019-03-23



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,731.69	1,633.70	2,726.00	3,070.01	4,523.79	营业收入	7,705.14	9,131.57	10,998.17	12,695.75	14,442.04
应收票据及应收账款	1,750.27	1,914.29	2,057.27	2,527.31	2,687.87	营业成本	4,744.43	6,157.22	7,277.53	8,461.03	9,678.17
预付账款	57.28	39.02	82.28	84.80	83.13	营业税金及附加	63.76	60.09	54.99	63.48	72.21
存货	1,362.97	1,542.49	1,691.96	2,068.49	2,232.92	营业费用	1,266.75	1,219.84	1,374.77	1,555.23	1,733.04
其他	237.94	359.68	491.10	327.73	500.02	管理费用	220.56	226.50	241.96	266.61	288.84
流动资产合计	5,140.14	5,489.19	7,048.61	8,078.35	10,027.72	研发费用	969.71	1,041.11	1,154.81	1,301.31	1,444.20
长期股权投资	32.51	130.81	130.81	130.81	130.81	财务费用	11.81	(15.00)	(0.36)	(3.01)	(5.50)
固定资产	484.45	564.77	564.26	583.42	601.38	资产减值损失	29.29	29.06	10.00	10.00	25.00
在建工程	33.99	2.41	37.44	70.47	72.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	135.90	128.67	90.84	53.02	15.19	投资净收益	51.46	120.44	65.00	60.00	50.00
其他	612.91	683.26	623.49	624.97	620.78	其他	(389.44)	(574.77)	(130.00)	(120.00)	(100.00)
非流动资产合计	1,299.77	1,509.92	1,446.85	1,462.69	1,440.45	营业利润	736.81	867.09	949.46	1,101.10	1,256.07
资产总计	6,439.91	6,999.11	8,495.49	9,541.05	11,468.18	营业外收入	11.44	3.90	16.00	16.00	14.00
短期借款	19.60	41.18	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.16	2.28	4.00	3.00	4.00
应付票据及应付账款	1,754.70	1,907.40	2,539.98	2,630.64	3,283.79	利润总额	746.09	868.71	961.46	1,114.10	1,266.07
其他	878.08	722.63	779.93	745.51	895.21	所得税	46.06	39.97	38.46	44.56	50.64
流动负债合计	2,652.38	2,671.21	3,319.91	3,376.15	4,179.01	净利润	700.03	828.75	923.01	1,069.54	1,215.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	227.73	247.44	230.75	267.38	303.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	472.30	581.30	692.25	802.15	911.57
其他	38.09	63.55	60.00	60.00	60.00	每股收益(元)	0.81	1.00	1.19	1.38	1.56
非流动负债合计	38.09	63.55	60.00	60.00	60.00	主要财务比率					
负债合计	2,690.48	2,734.76	3,379.91	3,436.15	4,239.01	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
少数股东权益	548.21	586.16	816.91	1,084.29	1,388.15	成长能力					
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28	营业收入	35.47%	18.51%	20.44%	15.44%	13.75%
资本公积	704.67	685.67	685.67	685.67	685.67	营业利润	92.72%	17.68%	9.50%	15.97%	14.07%
留存收益	2,617.55	3,092.36	3,715.39	4,437.33	5,257.74	归属于母公司净利润	47.85%	23.08%	19.09%	15.88%	13.64%
其他	(704.28)	(683.12)	(685.67)	(685.67)	(685.67)	获利能力					
股东权益合计	3,749.44	4,264.35	5,115.58	6,104.90	7,229.17	毛利率	38.43%	32.57%	33.83%	33.36%	32.99%
负债和股东权益总	6,439.91	6,999.11	8,495.49	9,541.05	11,468.18	净利率	6.13%	6.37%	6.29%	6.32%	6.31%
						ROE	14.75%	15.80%	16.10%	15.98%	15.61%
						ROIC	43.18%	46.15%	40.09%	51.44%	44.58%
						偿债能力					
						资产负债率	41.78%	39.07%	39.78%	36.01%	36.96%
						净负债率	-42.94%	-36.15%	-52.31%	-49.47%	-61.89%
						流动比率	1.94	2.05	2.12	2.39	2.40
						速动比率	1.42	1.48	1.61	1.78	1.87
						营运能力					
						应收账款周转率	5.29	4.98	5.54	5.54	5.54
						存货周转率	6.43	6.29	6.80	6.75	6.72
						总资产周转率	1.26	1.36	1.42	1.41	1.37
						每股指标(元)					
						每股收益	0.81	1.00	1.19	1.38	1.56
						每股经营现金流	0.48	1.02	2.06	0.76	2.64
						每股净资产	5.49	6.31	7.37	8.61	10.01
						估值比率					
						市盈率	25.58	20.78	17.45	15.06	13.25
						市净率	3.77	3.28	2.81	2.41	2.07
						EV/EBITDA	7.21	5.16	9.71	8.38	6.53
						EV/EBIT	7.79	5.54	10.36	8.88	6.88

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	700.03	828.75	692.25	802.15	911.57
折旧摊销	124.12	124.74	63.30	65.64	68.05
财务费用	14.61	2.25	(0.36)	(3.01)	(5.50)
投资损失	(51.46)	(120.44)	(65.00)	(60.00)	(50.00)
营运资金变动	(482.27)	(605.98)	279.97	(630.98)	311.46
其它	(27.78)	365.03	230.75	267.38	303.86
经营活动现金流	277.26	594.34	1,200.92	441.19	1,539.43
资本支出	(77.20)	226.40	63.55	80.00	50.00
长期投资	(0.13)	98.30	0.00	0.00	0.00
其他	(18.15)	(803.00)	(58.58)	(99.98)	(50.00)
投资活动现金流	(95.48)	(478.31)	4.97	(19.98)	(0.00)
债权融资	121.76	92.17	50.00	50.00	50.00
股权融资	(107.63)	2.58	4.31	9.51	12.00
其他	(506.74)	(231.84)	(167.89)	(136.72)	(147.66)
筹资活动现金流	(492.62)	(137.08)	(113.58)	(77.20)	(85.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(310.85)	(21.05)	1,092.30	344.01	1,453.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com