

证券研究报告

公司研究——中报点评

星网锐捷 (002396.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.4.1

蔡靖 行业分析师

执业编号: S1500518060001
联系电话: +86 10 83326728
邮箱: caijing@cindasc.com

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018
联系电话: +86 10 83326712
邮箱: biantiecheng@cindasc.com

袁海宇 行业分析师

执业编号: S1500518110001
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)网络设备领域取得突破,在ICT细分行业开疆拓土》19.04

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

产品结构得到优化, 盈利能力提升明显

2019年08月29日

事件: 2019年8月27日星网锐捷发布2019年半年度报告, 19H1公司实现营业收入人民币33.27亿元, 比上年同期减少5.43%; 扣非后归属母公司股东的净利润1.19亿元, 同比增长133.34%; 归属于上市公司股东的净利润人民币1.57亿元, 比上年同期增长34.22%。

点评:

- **产品结构不断优化, 盈利能力得到提升。** 公司2019上半年营收略有下降, 主要源于低毛利率的智能家庭网关产品和4G产品美国出口减少, 造成通讯产品业务收入同比下降33.7%所致。同时公司其他高毛利率的业务保持高速增长, 拉动公司整体毛利率同比大幅提升7.4个百分点, 产品结构的改善助推公司盈利能力的加强。分产品来看, 公司的企业级网络设备实现较好增长, 收入达到15.76亿元, 同比增长19.6%, 毛利率为44.1%, 同比略有提升; 网络终端产品收入5.76亿元, 同比上升47.0%, 毛利率为27.6%, 同比提升3.4个百分点, 主要是向金融行业(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所致; 通讯产品收入6.40亿元, 同比下降33.7%, 毛利率20.1%, 提升了6.3个百分点; 视频信息应用产品收入0.87亿元, 同比上升5.6%, 毛利率为57.6%, 提升了12.2个百分点; 其它收入4.47亿元, 同比下降41.0%, 毛利率为26.6, 提升了11.6个百分点。
- **网络业务稳定增长, 数据中心市场取得较大突破。** 企业级网络设备作为公司的重要支撑业务, 继续实现较快增长。在无线网络方面, 运营商资费的降低使得面向C端解决方案需求受到一定冲击, 但B端需求仍较为旺盛。在数据中心交换机方面, 公司已经发布了25G/100G/400G数据中心产品解决方案, 在阿里巴巴、腾讯、今日头条和美团等互联网企业得到规模应用。同时公司积极拓展海外业务, 在日本, 马来西亚和土耳其完成设立全资子公司。
- **升腾资讯占据瘦客户机行业龙头地位, 云支付产品保持领先优势。** 据IDC的报告, 升腾资讯公司的瘦客户机产品2018年在亚太市场的份额达到34.4%, 连续七年在亚太市场排名第一, 占据金融行业的霸主地位, 并且在政教行业增长较快。2019年上半年, 升腾资讯的产品全面入围中国工商银行等六大银行, 成为金融行业有竞争力的智慧营业厅解决方案提供商, 同时在新产品方面推出采用龙芯、兆芯等国产化芯片的安全可控的国产化云桌面解决方案。升腾资讯的云支付产品线通过构建智能整体解决方案, 为银行和第三方运营商提供好的服务体验, 并在银联、商业银行市场取得重大突破, 产品在多家全国性银行取得规模销售。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2019-2021年摊薄每股收益分别为1.22元、1.48元、1.75元, 对应最新收盘价的PE

分别为 21, 17 和 14 倍, 维持公司“增持”评级。

➤ **风险因素:** 贸易摩擦的风险, 细分行业市场拓展不及预期的风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	7,705.14	9,131.57	10,325.29	12,730.32	15,472.94
增长率 YoY %	35.47%	18.51%	13.07%	23.29%	21.54%
归属母公司净利润(百万元)	472.30	581.30	708.92	865.97	1,017.94
增长率 YoY%	47.85%	23.08%	21.95%	22.15%	17.55%
毛利率%	38.43%	32.57%	34.46%	34.14%	33.57%
净资产收益率 ROE%	15.53%	16.90%	17.72%	18.21%	17.87%
EPS(摊薄)(元)	0.81	1.00	1.22	1.48	1.75
市盈率 P/E(倍)	31	25	21	17	14
市净率 P/B(倍)	4.57	3.97	3.38	2.82	2.35

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,140.14	5,489.19	6,692.42	8,520.48	10,657.71
货币资金	1,731.69	1,633.70	2,430.10	3,338.50	4,414.16
应收票据	228.59	181.92	205.70	253.61	308.25
应收账款	1,521.68	1,732.38	1,958.84	2,415.11	2,935.42
预付账款	57.28	39.02	42.88	53.13	65.13
存货	1,362.97	1,542.49	1,695.22	2,100.46	2,575.07
其他	237.94	359.68	359.68	359.68	359.68
非流动资产	1,299.77	1,509.92	1,468.29	1,428.75	1,389.91
长期股权投资	32.51	130.81	130.81	130.81	130.81
固定资产(合计)	484.45	564.77	522.74	488.13	450.45
无形资产	116.88	107.48	109.62	108.14	105.25
其他	665.93	706.86	705.12	701.67	703.40
资产总计	6,439.91	6,999.11	8,160.72	9,949.23	12,047.62
流动负债	2,652.38	2,671.21	2,886.29	3,440.22	4,087.35
短期借款	19.60	41.18	41.18	41.18	41.18
应付票据	816.88	838.02	920.99	1,141.15	1,399.00
应付账款	937.81	1,069.38	1,175.26	1,456.20	1,785.24
其他	878.08	722.63	748.86	801.69	861.93
非流动负债	38.09	63.55	63.55	63.55	63.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.09	63.55	63.55	63.55	63.55
负债合计	2,690.48	2,734.76	2,949.85	3,503.77	4,150.91
少数股东权益	548.21	586.16	887.92	1,256.54	1,689.85
归属母公司股东权益	3,201.22	3,678.19	4,322.95	5,188.92	6,206.86
负债和股东权益	6,439.91	6,999.11	8,160.72	9,949.23	12,047.62

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,705.14	9,131.57	10,325.29	12,730.32	15,472.94
同比(%)	35.47%	18.51%	13.07%	23.29%	21.54%
归属母公司净利润	472.30	581.30	708.92	865.97	1,017.94
同比(%)	47.85%	23.08%	21.95%	22.15%	17.55%
毛利率(%)	38.43%	32.57%	34.46%	34.14%	33.57%
ROE%	15.53%	16.90%	17.72%	18.21%	17.87%
EPS(摊薄)(元)	0.81	1.00	1.22	1.48	1.75
P/E	31	25	21	17	14
P/B	4.57	3.97	3.38	2.82	2.35
EV/EBITDA	16.66	14.77	11.80	9.84	8.46

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,705.14	9,131.57	10,325.29	12,730.32	15,472.94
营业成本	4,744.43	6,157.22	6,766.88	8,384.45	10,278.97
营业税金及附加	63.76	60.09	67.94	83.77	101.82
销售费用	1,266.75	1,219.84	1,379.30	1,636.92	1,912.22
管理费用	1,190.27	226.50	256.11	315.76	383.79
研发费用	0.00	1,041.11	1,125.59	1,349.57	1,593.91
财务费用	11.81	-15.00	0.76	-0.67	-2.39
减值损失合计	29.29	29.06	28.70	39.87	46.03
投资净收益	51.46	120.44	61.72	77.87	86.68
其他	286.53	333.89	310.60	322.59	316.60
营业利润	736.81	867.09	1,072.34	1,321.10	1,561.86
营业外收支	9.28	1.63	50.65	50.66	50.64
利润总额	746.09	868.71	1,122.98	1,371.77	1,612.50
所得税	46.06	39.97	112.30	137.18	161.25
净利润	700.03	828.75	1,010.68	1,234.59	1,451.25
少数股东损益	227.73	247.44	301.77	368.62	433.31
归属母公司净利润	472.30	581.30	708.92	865.97	1,017.94
EBITDA	884.82	995.70	1,246.51	1,494.86	1,738.99
EPS(当年)(元)	0.81	1.00	1.22	1.48	1.75

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	277.26	594.34	878.73	910.88	1,072.92
净利润	700.03	828.75	1,010.68	1,234.59	1,451.25
折旧摊销	124.12	124.74	121.92	121.62	124.94
财务费用	14.61	2.25	1.60	1.47	1.54
投资损失	-51.46	-120.44	-61.72	-77.87	-86.68
营运资金变动	-536.75	-268.47	-220.46	-405.60	-460.46
其它	26.70	27.52	26.69	36.67	42.32
投资活动现金流	-95.48	-478.31	-16.57	-1.01	4.28
资本支出	-167.71	-209.85	-78.29	-78.88	-82.39
长期投资	16.89	26.30	61.72	77.87	86.68
其他	55.34	-294.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-492.62	-137.08	-65.77	-1.47	-1.54
吸收投资	4.50	123.50	0.00	0.00	0.00
借款	0.16	19.91	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	235.26	275.10	65.77	1.47	1.54
现金流净增加额	-326.48	-21.39	796.40	908.40	1,075.66

研究团队简介

边铁城，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、电子元器件行业研究。

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，从事计算机行业研究。

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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。