

## 业务结构优化，持续看好企业网发展

### ——星网锐捷（002396）点评报告

增持（维持）

日期：2019年09月03日

#### 事件：

日前公司发布2019上半年报，实现营收33.27亿元（同比下降5.43%）、归母净利润1.57亿元（同比增长34.22%），扣非归母净利润1.19亿元（同比增长133.34%）。公司的通讯产品主要为海外市场，受中美贸易关系的不确定性影响，通讯产品收入同比下降，导致整体收入同比下滑；而公司产品结构优化，业务毛利率大幅增长，导致净利润逆势增长。

#### 投资要点：

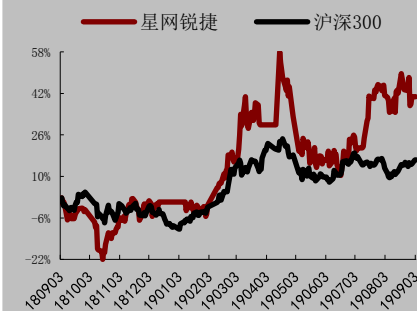
- **企业级网络设备快速增长，数据中心交换机推广顺利：**2019年上半年，企业级网络设备产品收入15.76亿元（同比增长19.6%），毛利率44.07%（同比上升0.27%）。数据中心交换机在阿里巴巴、腾讯、今日头条和美团等互联网企业得到规模应用，同时公司积极拓展海外业务，完成设立全资日本子公司。
- **网络终端业务发力，营收毛利大幅增长：**2019年上半年，公司网络终端业务实现收入5.76亿元（同比增长46.97%），毛利率达27.57%（同比提升3.45%），本期业绩大幅增长主要是向金融行业（银行、保险）客户销售网络终端产品的金额较上年同期增长较多所致。本报告期内，公司智能终端产品及智慧营业厅解决方案入围国有控股六大行及众多股份制银行，云桌面产品渠道建设也取得初步成效。
- **费率仍有下降空间，研发投入持续加码：**本报告期内，公司费率有所抬升，销售费率16.5%（同比增加3%），管理费率3.3%（同比增加0.6%），财务费率0.05%（同比增加0.25%）。财务费用的增加主要系上半年人民币对美元汇率波动产生汇兑损失所致，预计未来费率有进一步下降空间。研发费用同比增长14.66%，研发强度达14.43%（同比增长2.53%）。公司报告期内共申请专利64项（发明专利52项）、共获得专利55项；截至报告期末累计获得专利1799项（发明专利1157项）。

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	91.32	106.30	131.82	168.78
增长比率(%)	18.51	16.40	24.00	28.00
净利润(亿元)	8.29	10.37	13.52	17.66
增长比率(%)	23.08	24.80	30.00	30.00
每股收益(元)	1.00	1.24	1.62	2.10
市盈率(倍)	17.28	21.36	16.42	12.63

#### 基础数据

行业	通信
公司网址	www.star-net.cn
大股东/持股	福建省电子信息（集团）有限责任公司 /25.88%
实际控制人/持股	福建省国资委 /26.88%
总股本(百万股)	583.28
流通A股(百万股)	560.74
收盘价(元)	25.58
总市值(亿元)	149.20
流通A股市值(亿元)	143.44

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2019年09月03日

#### 相关研究

万联证券研究所 20190812\_公司首次覆盖  
\_AAA\_星网锐捷（002396）首次覆盖

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508505

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

- **ICT业务仍是公司未来主要看点，光通信将带来稳定增量：**作为国内企业级网络设备领域少数几家全面布局的企业，在云计算、数据中心进入高速增长期的背景下，公司各项业务将随行业发展而稳定增长。流量压力下，数据中心“质”、“量”齐升，传统数据中心亟待升级至光通信模式，对25G/100G、100G/400G数据中心交换机需求加大。公司现已成功在头部互联网厂商实现规模商用，随着5G建设加码，公司有望深度受益于光通信带来的稳定增量。
- **盈利预测与投资建议：**预计2019年-2021年公司分别实现净利润7.26亿、9.44亿、12.27亿，对应EPS分别为1.24元、1.62元、2.10元；对应当前股价PE分别为20倍、15倍、12倍；考虑到公司的行业地位和行业内其他公司的估值水平，**我们维持对公司的“增持”评级。**
- **风险因素：**5G建设不达预期、中美贸易摩擦加剧。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5489	6798	8881	11610	<b>营业收入</b>	9132	10630	13182	16878
货币资金	1634	2404	3546	4906	营业成本	6157	7318	9101	11715
应收及预付	1953	2097	2619	3413	营业税金及附加	60	70	87	110
存货	1542	1905	2319	2889	销售费用	1220	1116	1194	1316
其他流动资产	360	392	397	403	管理费用	226	202	235	278
<b>非流动资产</b>	1510	1546	1577	1635	财务费用	1041	1350	1668	2132
长期股权投资	131	131	131	131	研发费用	(15)	(12)	(18)	(25)
固定资产	565	567	569	587	资产减值损失	29	(2)	31	41
在建工程	2	14	29	47	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	107	131	145	167	投资净收益	414	588	884	1311
其他长期资产	705	703	703	703	<b>营业利润</b>	867	1082	1404	1828
<b>资产总计</b>	6999	8343	10458	13246	营业外收入	4	3	4	4
<b>流动负债</b>	2671	3068	3918	5027	营业外支出	2	2	2	1
短期借款	41	0	0	0	<b>利润总额</b>	869	1084	1406	1830
应付及预收	1991	2301	2986	3843	所得税	40	47	53	64
其他流动负债	639	767	932	1184	<b>净利润</b>	829	1037	1352	1766
<b>非流动负债</b>	64	64	64	64	少数股东损益	247	311	408	539
长期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	581	726	944	1227
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	552	728	1122	1656
其他非流动负债	64	64	64	64	EPS (元)	1.00	1.24	1.62	2.10
<b>负债合计</b>	2735	3132	3982	5091					
股本	583	583	583	583	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	686	686	686	686	<b>至12月31日</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
留存收益	2409	3045	3902	5042	<b>成长能力</b>				
归属母公司股东权益	3678	4314	5171	6311	营业收入	18.5%	16.4%	24.0%	28.0%
少数股东权益	586	897	1306	1844	营业利润	17.3%	24.8%	29.7%	30.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6999</b>	<b>8343</b>	<b>10458</b>	<b>13246</b>	归属于母公司净利润	23.1%	24.9%	30.0%	30.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	32.6%	31.2%	31.0%	30.6%
					净利率	9.1%	9.8%	10.3%	10.5%
					ROE	15.8%	16.8%	18.3%	19.5%
					ROIC	16.6%	21.2%	31.8%	42.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	39.1%	37.5%	38.1%	38.4%
					净负债比率	64.1%	60.1%	61.5%	62.4%
					流动比率	2.05	2.22	2.27	2.31
					速动比率	1.46	1.58	1.65	1.70
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.36	1.39	1.40	1.42
					应收账款周转率	3.32	3.27	3.13	3.13
					存货周转率	4.18	3.79	3.87	4.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.00	1.24	1.62	2.10
					每股经营现金流	-0.04	1.32	1.96	2.33
					每股净资产	6.31	7.40	8.86	10.82
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.28	21.36	16.42	12.63
					P/B	2.73	3.59	3.00	2.46
					EV/EBITDA	15.42	18.07	10.07	6.43

资料来源: Wind、万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场