

# 星网锐捷 (002396)

证券研究报告

2019年10月15日

## Q3 业绩预告超预期, 自主可控+云计算打开成长空间

**事件:** 公司发布三季报预告, 预计 2019 年前三季度归母净利润 4.6 亿-5 亿元, 同比增长 15%-25%; 2019Q3 净利润为 3.05 亿-3.46 亿元, 同比增长 7.1%-21.2%。

### Q3 业绩预告超市场预期, 业务结构持续优化, 盈利能力大幅提升

公司 2019 年前三季度净利润增速预计 15%-25%, 单看 Q3 净利润预计区间为 3.05-3.46 亿元, 同比增长 7.1%-21.2%, 增速中枢为 14.2%, 之前市场担心公司 2018 年 Q3 基数高 (18Q3 净利润为 2.85 亿元, 有投资收益和少数股东权益部分并表), 普遍对公司 19Q3 的增长预期较为谨慎。但根据业绩预告情况看, 19Q3 不但没有下滑, 而且增速均值为 14.2%, 超市场预期。根据公司历年情况, Q3 和 Q4 业绩体量基本相当, 而去年出现 Q3 大 (2.8 亿元)、Q4 小 (1.79 亿元) 的情况, 假设 19Q4 业绩保持 Q3 水平, 则全年业绩有望再超市场预期 (WIND 一致预期 19 年净利润为 7.15 亿元)。

公司 2019H1 营收 33.27 亿元, 同比下降 5.43%, 主要源于公司缩减低毛利业务规模及出口美国产品收入下降。其中企业级网络设备营收 15.76 亿元, 同比增长 19.56%; 网络终端营收 5.76 亿元, 同比增长 46.97% (主要系向金融行业 (银行、保险) 客户销售网络终端产品的金额大幅增长); 通讯产品营收 6.4 亿元, 同比下降 33.74% (主要系智能家庭网关产品和 4G 产品美国出口的销售收入较上年同期减少); 其他业务营收 4.47 亿元, 同比下降 41.04%; 视频信息应用营收 8729 万元, 同比增长 5.56%。

公司 2019H1 归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 34.22%; 扣非后净利润 1.19 亿元, 同比增长 133.34%。中报业绩在此前预告区间 (同比增长 30%~40%) 中值, 符合市场预期, 扣非净利润同比增长 133.34%, 反映公司盈利能力提升 (公司毛利率为 34.6%, 同比大幅提升 7.42 个百分点), 源于: 一方面公司相对高毛利的业务收入快速增长, 同时毛利持续改善; 另一方面, 低毛利的业务占比降低, 但其毛利率获得大幅提升。

具体分业务看毛利率均有显著改善, 其中: 企业级网络设备毛利率 44.07%, 同比略微提升; 网络终端毛利率 27.57%, 同比提升 3.44 个百分点; 通讯产品毛利率 20.05%, 同比大幅提升 6.28 个百分点; 其他业务毛利率 26.58%, 大幅提升 11.62 个百分点; 视频信息应用毛利率 57.6%, 同比大幅提升 12.24 个百分点。

### “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 年利润复合增速达 22.8%。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, 并且安全可控产品未来有望打开新空间; 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拓张, 逐步进入收获期。

### 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, 另外云桌面业务成长性好, 安全可靠产品有望打开新的成长空间, 各业务线条增长态势良好, 同时业务结构不断优化, 预计未来盈利能力有望持续提升。考虑公司业务产品结构优化, 毛利率提升趋势显著, 我们将公司 2019-2021 年盈利预测从 6.92 亿、8.02 亿和 9.12 亿元上调为 7.3 亿、9.3 亿和 11.5 亿元, 对应 19 年 24.5 倍 PE, 上调为“买入”评级。

**风险提示:** 中美贸易战导致出口美国产品销量下降, 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

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	30.77 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)	560.74
A 股总市值(百万元)	17,947.53
流通 A 股市值(百万元)	17,253.98
每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	32.61
一年内最高/最低(元)	34.78/14.10

### 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

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《星网锐捷-半年报点评:业务结构优化, 盈利能力大幅提升》 2019-08-27
- 2 《星网锐捷-公司点评:业绩超预期, 公司盈利能力有望持续提升》 2019-07-11
- 3 《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

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	9,955.36	12,031.29	14,095.63
增长率(%)	35.47	18.51	9.02	20.85	17.16
EBITDA(百万元)	1,573.03	1,672.83	1,069.44	1,347.69	1,656.19
净利润(百万元)	472.30	581.30	733.22	927.75	1,150.98
增长率(%)	47.85	23.08	26.13	26.53	24.06
EPS(元/股)	0.81	1.00	1.26	1.59	1.97
市盈率(P/E)	38.00	30.87	24.48	19.35	15.59
市净率(P/B)	5.61	4.88	4.14	3.47	2.89
市销率(P/S)	2.33	1.97	1.80	1.49	1.27
EV/EBITDA	7.09	5.16	14.45	11.56	8.46

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,731.69	1,633.70	2,983.62	3,161.10	5,124.77
应收票据及应收账款	1,750.27	1,914.29	1,680.70	2,663.93	2,426.16
预付账款	57.28	39.02	66.83	83.86	70.85
存货	1,362.97	1,542.49	1,280.17	2,111.43	1,851.26
其他	237.94	359.68	468.29	335.98	484.49
<b>流动资产合计</b>	<b>5,140.14</b>	<b>5,489.19</b>	<b>6,479.61</b>	<b>8,356.31</b>	<b>9,957.52</b>
长期股权投资	32.51	130.81	130.81	130.81	130.81
固定资产	484.45	564.77	564.26	583.42	601.38
在建工程	33.99	2.41	37.44	70.47	72.28
无形资产	135.90	128.67	90.84	53.02	15.19
其他	612.91	683.26	623.49	624.97	620.78
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,299.77</b>	<b>1,509.92</b>	<b>1,446.85</b>	<b>1,462.69</b>	<b>1,440.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,439.91</b>	<b>6,999.11</b>	<b>7,926.50</b>	<b>9,819.01</b>	<b>11,397.98</b>
短期借款	19.60	41.18	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,754.70	1,907.40	1,973.77	2,689.69	2,759.02
其他	878.08	722.63	726.62	759.00	849.09
<b>流动负债合计</b>	<b>2,652.38</b>	<b>2,671.21</b>	<b>2,700.39</b>	<b>3,448.69</b>	<b>3,608.11</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.09	63.55	60.00	60.00	60.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>38.09</b>	<b>63.55</b>	<b>60.00</b>	<b>60.00</b>	<b>60.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,690.48</b>	<b>2,734.76</b>	<b>2,760.39</b>	<b>3,508.69</b>	<b>3,668.11</b>
少数股东权益	548.21	586.16	830.56	1,139.81	1,523.47
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	704.67	685.67	685.67	685.67	685.67
留存收益	2,617.55	3,092.36	3,752.26	4,587.23	5,623.12
其他	(704.28)	(683.12)	(685.67)	(685.67)	(685.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,749.44</b>	<b>4,264.35</b>	<b>5,166.10</b>	<b>6,310.32</b>	<b>7,729.87</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,439.91</b>	<b>6,999.11</b>	<b>7,926.50</b>	<b>9,819.01</b>	<b>11,397.98</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	700.03	828.75	733.22	927.75	1,150.98
折旧摊销	124.12	124.74	63.30	65.64	68.05
财务费用	14.61	2.25	(0.71)	(0.50)	(4.46)
投资损失	(51.46)	(120.44)	(60.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(482.27)	(605.98)	487.07	(952.41)	526.07
其它	(27.78)	365.03	244.41	309.25	383.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>277.26</b>	<b>594.34</b>	<b>1,467.28</b>	<b>309.74</b>	<b>2,084.31</b>
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)	(63.58)	(119.98)	(60.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(95.48)</b>	<b>(478.31)</b>	<b>(0.03)</b>	<b>(39.98)</b>	<b>(10.00)</b>
债权融资	121.76	92.17	50.00	50.00	50.00
股权融资	(107.63)	2.58	4.67	7.00	10.96
其他	(506.74)	(231.84)	(171.99)	(149.27)	(171.60)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(492.62)</b>	<b>(137.08)</b>	<b>(117.32)</b>	<b>(92.28)</b>	<b>(110.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(310.85)</b>	<b>(21.05)</b>	<b>1,349.92</b>	<b>177.48</b>	<b>1,963.67</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>7,705.14</b>	<b>9,131.57</b>	<b>9,955.36</b>	<b>12,031.29</b>	<b>14,095.63</b>
营业成本	4,744.43	6,157.22	6,351.00	7,631.11	8,916.07
营业税金及附加	63.76	60.09	49.78	84.22	70.48
营业费用	1,266.75	1,219.84	1,244.42	1,443.75	1,656.24
管理费用	194.27	226.50	238.93	276.72	324.20
研发费用	996.00	1,041.11	1,095.09	1,323.44	1,550.52
财务费用	11.81	(15.00)	(0.71)	(0.50)	(4.46)
资产减值损失	29.29	29.06	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.46	120.44	60.00	40.00	40.00
其他	(389.44)	(574.77)	(120.00)	(80.00)	(80.00)
<b>营业利润</b>	<b>736.81</b>	<b>867.09</b>	<b>1,006.86</b>	<b>1,282.54</b>	<b>1,592.59</b>
营业外收入	11.44	3.90	15.50	10.00	10.00
营业外支出	2.16	2.28	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	<b>746.09</b>	<b>868.71</b>	<b>1,018.36</b>	<b>1,288.54</b>	<b>1,598.59</b>
所得税	46.06	39.97	40.73	51.54	63.94
<b>净利润</b>	<b>700.03</b>	<b>828.75</b>	<b>977.62</b>	<b>1,237.00</b>	<b>1,534.65</b>
少数股东损益	227.73	247.44	244.41	309.25	383.66
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>472.30</b>	<b>581.30</b>	<b>733.22</b>	<b>927.75</b>	<b>1,150.98</b>
每股收益(元)	0.81	1.00	1.26	1.59	1.97

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.47%	18.51%	9.02%	20.85%	17.16%
营业利润	92.72%	17.68%	16.12%	27.38%	24.17%
归属于母公司净利润	47.85%	23.08%	26.13%	26.53%	24.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.43%	32.57%	36.21%	36.57%	36.75%
净利率	6.13%	6.37%	7.37%	7.71%	8.17%
ROE	14.75%	15.80%	16.91%	17.94%	18.55%
ROIC	43.18%	46.15%	42.50%	66.81%	54.31%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.78%	39.07%	34.82%	35.73%	32.18%
净负债率	-42.94%	-36.15%	-56.79%	-49.30%	-65.65%
流动比率	1.94	2.05	2.40	2.42	2.76
速动比率	1.42	1.48	1.93	1.81	2.25
<b>营运能力</b>					
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	7.05	7.09	7.11
总资产周转率	1.26	1.36	1.33	1.36	1.33
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.81	1.00	1.26	1.59	1.97
每股经营现金流	0.48	1.02	2.52	0.53	3.57
每股净资产	5.49	6.31	7.43	8.86	10.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.00	30.87	24.48	19.35	15.59
市净率	5.61	4.88	4.14	3.47	2.89
EV/EBITDA	7.09	5.16	14.45	11.56	8.46
EV/EBIT	7.65	5.54	15.36	12.16	8.82

### 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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