

分析师: 唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

研究助理: 朱宇澍

zhuys@ccnew.com 021-50586328

Q3 盈利能力延续, 受益于网络云化与国产自主可控

——星网锐捷(002396)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2019-10-23)

发布日期: 2019年10月24日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 29.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 34.78/15.18 |
| 沪深300指数 | 3871.09 |
| 市净率(倍) | 4.68 |
| 流通市值(亿元) | 165.36 |

基础数据(2019-6-30)

| | |
|--------------|------------------|
| 每股净资产(元) | 6.47 |
| 每股经营现金流(元) | -1.26 |
| 毛利率(%) | 34.60 |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 4.18 |
| 资产负债率(%) | 32.61 |
| 总股本/流通股(万股) | 58328.03/54936.2 |
| B股/H股(万股) | 0/0 |

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

近日, 公司披露 2019 年前三季度业绩预告: 预计前三季度实现归母净利润 4.63-5.03 亿元, 同比增长 15%-25%; 预计第三季度实现归母净利润 3.05-3.46 亿元, 同比增长 7.09%-21.21%。

- **三季度业绩超预期, 盈利能力处于回升阶段:** 根据业绩预告, 2019 年 Q3 归母净利润中值为 3.26 亿元, 同比增长 14.21%。因为 2018 年 Q3 为公司之前单季归母净利润的历史最高值 (2.85 亿元, 有投资收益和少数股东权益部分并表), 再加上公司上半年营收同比下降, 所以市场对公司下半年业绩预期并不乐观。但此次业绩预告证明了公司各项业务的稳步推进, 以及 19 年 H1 盈利能力的回升将延续 (19 年 H1 降收增利, 归母净利润同比增长 34.22%, 继 18 年增速下降后有所反弹)。其中, 重点业务企业级网络设备和瘦客户机上半年毛利同比大幅提升, 盈利水平有望持续优化。

- **公司业务多点布局, 且各领域纵深能力强, 收入结构不断优化:** 公司以类似控股平台的架构, 控制 4 个子公司的锐捷网络、升腾资讯、星网视易和德明通讯, 分别对应企业网络设备、网络终端、视频信息应用和通讯产品四大业务, 这样的架构使得各领域灵活发展又具有协同效应。其中, 企业级网络设备是目前最主要的收入和毛利贡献来源, 19 年 H1 收入占比 47.38%, 毛利占比 60.35%。而随着 5G 时代下 SDN 浪潮初步涌动, 公司有意着重发展网络终端业务, 其收入占比从 18 年的 14% 提升到了 19 年 H1 的 17.31%, 毛利占比也从 9.58% 提升到了 13.79%, 成为业绩增长新驱动力。

- **锐捷网络直接受益 IDC 市场规模扩大和白盒化趋势, 市场空间潜力可期:** 锐捷网络是国内交换机市场二线龙头 (头部玩家是华为、新华三、思科), 凭借性价比突围。19 年 H1 实现营业收入 15.98 亿元, 同比增长 15%, 净亏损 981.31 万元, 较上年同期亏损的 3777 万元收窄。根据科智咨询发布的《2018-2019 年中国 IDC 产业发展研究报告》, 中国 IDC 业务受互联网、云计算、5G 等带动, 预计 2021 年市场规模将达到 2760 亿元。IDC 的建设将拉动交换机、路由器等设备需求, 成为市场新动能。随着 SDN/NFV 在数据中心的网络架构中逐步渗透, 白牌交换机有望迎来需求增量。长期以来, 思科等厂商“硬件+软件”的捆绑销售模式备受诟病, 封闭的生态导致网络扩展性和兼容性较低, 而软硬件解耦、成本更低的“白盒”产品将会更获得市场青睐。此外, 锐捷网络在桌面云领域具备绝对竞争优势, 根据 IDC 发布的《2018 年中国企业级终端 VDI 市场跟踪报告》, 公司市场份额位居第一。

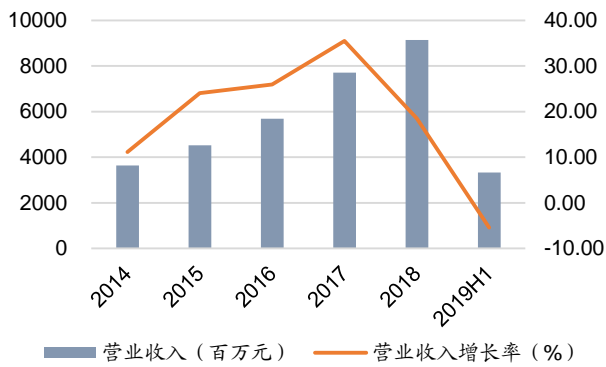
- **瘦客户机龙头升腾资讯，顺应国产替代+自主可控的时代背景：**升腾资讯为公司全资子公司，主营桌面云、智慧营业厅解决方案和云支付三大业务，瘦客户机和桌面云方案协同效应显著。2019年上半年实现营业收入7.58亿元，同比增长16%；实现净利润0.85亿元，同比增长67%。根据IDC数据，2018年公司瘦客户机产品出货量达67.9万台，占国内市场份额48.6%，已连续17年位居中国市场第一，连续7年蝉联亚太市场（除日本外）第一。自2013年“棱镜门事件”的爆发，信息安全重要性凸显，在5G时代，网络安全和自主可控（国产化替代）已成为重中之重。2018年8月，公司自主研发的桌面云系统以及桌面云整机产品，入围中央国家机关信息类产品采购名录。2019年9月18日，升腾资讯在华为全连接大会上发布和展示基于华为鲲鹏的全场景桌面云方案，全面满足党政办公、政务大厅和公安等各类场景办公需求。基于公司在瘦客户机和桌面云的龙头地位以及稳定成长性，看好公司未来持续受益党政军安全可控的需求。
- **首次给予公司“增持”投资评级：**公司为网络云化和国产自主可控的直接受益者，结合公司19年H1的盈利能力回升和Q3业绩预告，我们预测公司19-21年净利润为6.91亿元、8.61亿元和11.25亿元，EPS为1.19元、1.48元和1.93元，对应P/E为24.9X，20.0X和15.3X，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：国产化替代不及预期；产品竞争加剧；客户集中度较高、季节性较强风险。

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,705 | 9,132 | 10,194 | 11,975 | 14,135 |
| 增长比率(%) | 35.5 | 18.5 | 11.6 | 17.5 | 18.0 |
| 净利润(百万元) | 472 | 581 | 691 | 861 | 1,125 |
| 增长比率(%) | 47.8 | 23.1 | 18.9 | 24.6 | 30.7 |
| 每股收益(元) | 0.81 | 1.00 | 1.19 | 1.48 | 1.93 |
| 市盈率(倍) | 36.4 | 29.6 | 24.9 | 20.0 | 15.3 |

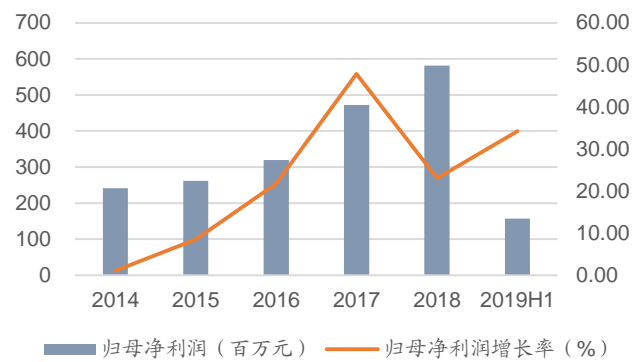
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司 2014-2019 年 H1 营业收入及增速



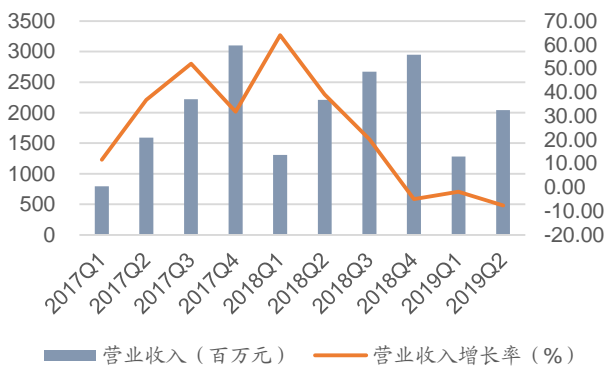
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司 2014-2019 年 H1 归母净利润及增速



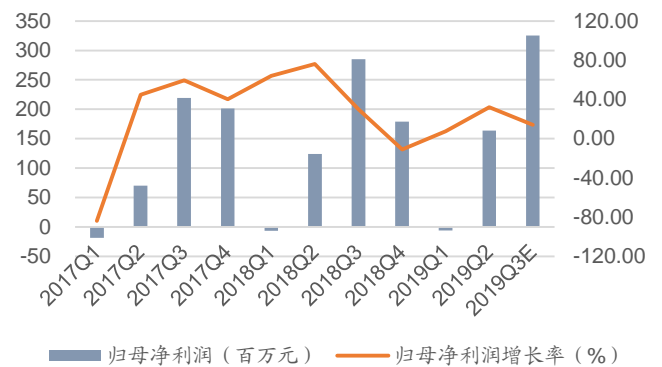
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司 2017 年 Q1-2019 年 Q2 营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

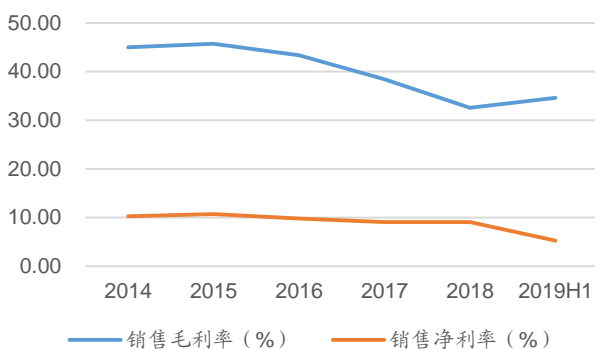
图 4: 公司 2017 年 Q1-2019 年 Q3 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

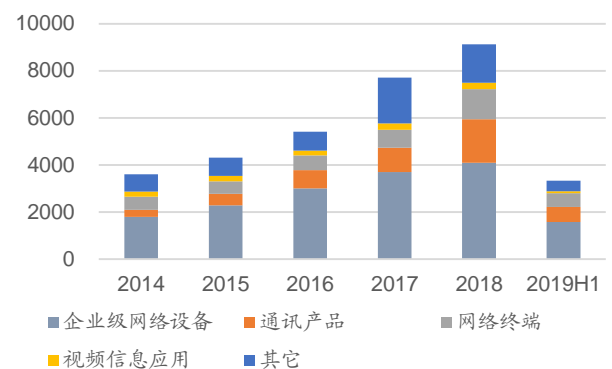
注: 2019Q3 净利润为业绩预告中值。

图 5: 公司 2014 -2019 年 H1 销售毛利率及净利率



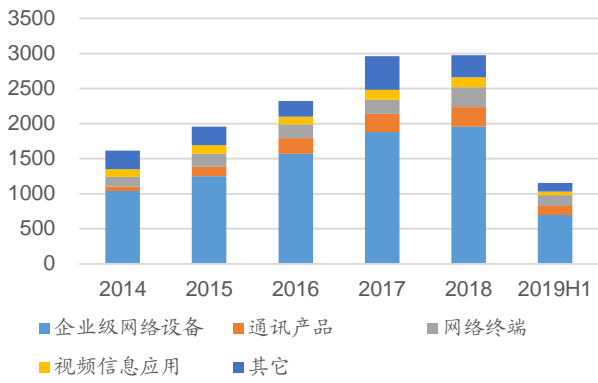
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 公司 2014 -2019 年 H1 收入构成 (百万元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 公司 2014 -2019 年 H1 毛利构成 (百万元)



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 流动资产 | 5140 | 5489 | 5903 | 8243 | 9363 |
| 现金 | 1732 | 1634 | 2069 | 3118 | 4026 |
| 应收票据及应收账款 | 1750 | 1914 | 2177 | 2629 | 3044 |
| 其他应收款 | 127 | 49 | 147 | 84 | 189 |
| 预付账款 | 57 | 39 | 68 | 58 | 91 |
| 存货 | 1363 | 1542 | 1132 | 2045 | 1704 |
| 其他流动资产 | 111 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| 非流动资产 | 1300 | 1510 | 1599 | 1721 | 1840 |
| 长期投资 | 33 | 131 | 229 | 328 | 427 |
| 固定资产 | 484 | 565 | 591 | 654 | 722 |
| 无形资产 | 136 | 129 | 103 | 73 | 22 |
| 其他非流动资产 | 647 | 686 | 676 | 666 | 668 |
| 资产总计 | 6440 | 6999 | 7502 | 9964 | 11203 |
| 流动负债 | 2652 | 2671 | 2129 | 3319 | 2924 |
| 短期借款 | 20 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 应付票据及应付账款 | 1755 | 1907 | 1463 | 2540 | 2184 |
| 其他流动负债 | 878 | 723 | 624 | 738 | 699 |
| 非流动负债 | 38 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 38 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 负债合计 | 2690 | 2735 | 2192 | 3383 | 2988 |
| 少数股东权益 | 548 | 586 | 1004 | 1482 | 2060 |
| 股本 | 583 | 583 | 583 | 583 | 583 |
| 资本公积 | 705 | 686 | 686 | 686 | 686 |
| 留存收益 | 1913 | 2407 | 3330 | 4458 | 5896 |
| 归属母公司股东权益 | 3201 | 3678 | 4305 | 5099 | 6155 |
| 负债和股东权益 | 6440 | 6999 | 7502 | 9964 | 11203 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 277 | 594 | 724 | 1317 | 1147 |
| 净利润 | 700 | 829 | 1109 | 1339 | 1703 |
| 折旧摊销 | 124 | 125 | 109 | 124 | 129 |
| 财务费用 | 12 | -15 | 24 | 13 | -8 |
| 投资损失 | -51 | -120 | -48 | -58 | -70 |
| 营运资金变动 | -537 | -268 | -470 | -101 | -607 |
| 其他经营现金流 | 29 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -95 | -478 | -150 | -188 | -178 |
| 资本支出 | 168 | 211 | -9 | 23 | 19 |
| 长期投资 | -24 | -1 | -98 | -100 | -100 |
| 其他投资现金流 | 48 | -268 | -257 | -264 | -259 |
| 筹资活动现金流 | -493 | -137 | -139 | -80 | -61 |
| 短期借款 | -1 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 44 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -142 | -19 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -394 | -140 | -139 | -80 | -61 |
| 现金净增加额 | -326 | -21 | 435 | 1049 | 908 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 7705 | 9132 | 10194 | 11975 | 14135 |
| 营业成本 | 4744 | 6157 | 5668 | 6732 | 7943 |
| 营业税金及附加 | 64 | 60 | 82 | 97 | 110 |
| 营业费用 | 1267 | 1220 | 1760 | 1983 | 2248 |
| 管理费用 | 1190 | 226 | 1337 | 1433 | 1520 |
| 研发费用 | 0 | 1041 | 291 | 427 | 630 |
| 财务费用 | 12 | -15 | 24 | 13 | -8 |
| 资产减值损失 | 29 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 287 | 335 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 51 | 120 | 48 | 58 | 70 |
| 资产处置收益 | -0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 737 | 867 | 1081 | 1348 | 1762 |
| 营业外收入 | 11 | 4 | 118 | 93 | 56 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 3 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 746 | 869 | 1196 | 1439 | 1816 |
| 所得税 | 46 | 40 | 87 | 100 | 113 |
| 净利润 | 700 | 829 | 1109 | 1339 | 1703 |
| 少数股东损益 | 228 | 247 | 418 | 478 | 578 |
| 归属母公司净利润 | 472 | 581 | 691 | 861 | 1125 |
| EBITDA | 819 | 947 | 1252 | 1487 | 1840 |
| EPS (元) | 0.81 | 1.00 | 1.19 | 1.48 | 1.93 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 35.5 | 18.5 | 11.6 | 17.5 | 18.0 |
| 营业利润 (%) | 92.7 | 17.7 | 24.7 | 24.7 | 30.7 |
| 归属母公司净利润 (%) | 47.8 | 23.1 | 18.9 | 24.6 | 30.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 38.4 | 32.6 | 44.4 | 43.8 | 43.8 |
| 净利率 (%) | 6.1 | 6.4 | 6.8 | 7.2 | 8.0 |
| ROE (%) | 18.7 | 19.4 | 20.9 | 20.3 | 20.7 |
| ROIC | 19.4 | 20.6 | 24.2 | 24.5 | 25.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 41.8 | 39.1 | 29.2 | 33.9 | 26.7 |
| 净负债比率 (%) | -42.0 | -35.3 | -37.5 | -46.2 | -48.0 |
| 流动比率 | 1.9 | 2.1 | 2.8 | 2.5 | 3.2 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.3 | 2.1 | 1.8 | 2.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 应收账款周转率 | 5.3 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 应付账款周转率 | 3.2 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.81 | 1.00 | 1.19 | 1.48 | 1.93 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.48 | 1.02 | 1.24 | 2.26 | 1.97 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.49 | 6.31 | 7.38 | 8.74 | 10.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 36.4 | 29.6 | 24.9 | 20.0 | 15.3 |
| P/B | 5.4 | 4.7 | 4.0 | 3.4 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 17.2 | 13.0 | 10.5 | 8.3 |

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。