

毛利率显著上升，全面受益行业发展红利

——星网锐捷 (002396) 跟踪报告

增持 (维持)

日期: 2019年11月08日

事件:

日前公司发布 2019 三季报, 前三季度实现营业收入 59.93 亿元, 同比下降 3.11%, 与去年同期大致持平。归母净利润 4.80 亿元, 同比增长 19.35%; 扣非归母净利润 4.34 亿元, 同比增长 37.08%; 前三季度毛利率上升至 37.61%, 创三年来同期新高, 盈利能力上升。利润增长主要原因为产品结构优化, 毛利率改善叠加减税降费政策利好, 符合市场预期。

投资要点:

- **业绩增长符合预期, 不改长期向好态势:** 前三季度实现营收 59.93 亿元 (同比下降 3.11%), 归母净利润 4.80 亿元 (同比增长 19.35%), 扣非归母净利润 4.34 亿元 (同比增长 37.08%)。三季度由于持续加大研发投入和市场拓展力度, 营业收入与去年同期相比大致持平, 归母净利润增速略低于年复合增速, 不改公司长期向好态势。
- **毛利率创新高, 减税政策利好:** 第三季度毛利率为 41%, 为近三年以来单季最高, 前三季度毛利率为 38%, 创今年新高, 进而使净利润增速远超过营业收入增速。原因系产品结构改善, 低毛利率产品占比下降, 又叠加减税降费政策利好, 公司盈利能力显著提升。
- **新增客户订单落地, 享受行业发展红利:** 2018 年公司中标中国移动集采交换机项目 70% 份额, 今年逐步交付完成。公司可以通过大客户订单, 产生规模效应以降低公司整体成本, 提高盈利能力。加之在 2019 华为全联接大会上, 全资子公司升腾资讯发布了首款基于华为芯的鲲鹏桌面云方案。升腾资讯为瘦客户机、桌面云龙头, 拥有全套国产化解决方案, 在安全可控重要度日益提升大背景下, 合作华为共拓桌面云市场, 尽享行业发展红利。

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	福建省人民政府
总股本 (百万股)	583.28
流通 A 股 (百万股)	560.74
收盘价 (元)	32.10
总市值 (亿元)	187.23
流通 A 股市值 (亿元)	180.00

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11月04日

相关研究

万联证券研究所 20190903_公司半年报点评_AAA_星网锐捷 (002396) 点评报告
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: 01056508508

邮箱: wangsm@wlzq.com.cn

研究助理: 徐益彬

电话: 075583220315

邮箱: xuyb@wlzq.com.cn

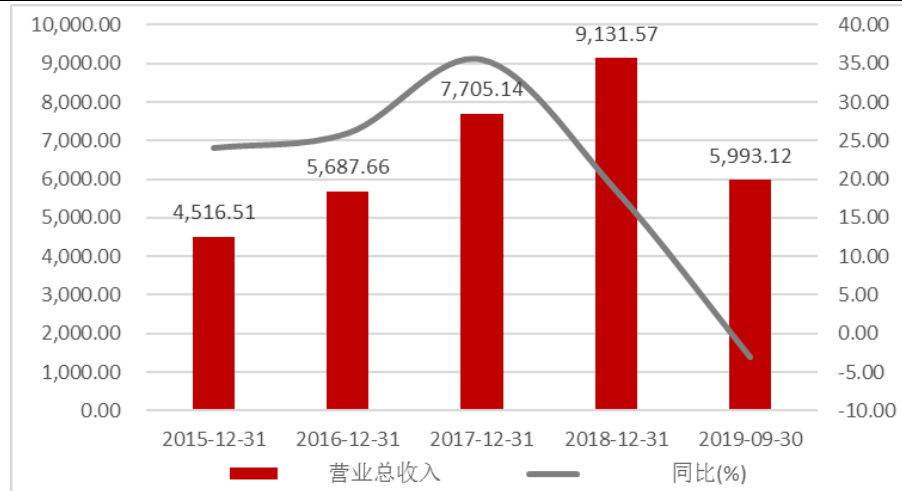
	2018年	2019年	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	91.32	106.30	131.82	168.78
增长比率 (%)	18.51	16.40	24.00	28.00
净利润 (亿元)	8.29	10.37	13.52	17.66
增长比率 (%)	23.08	24.80	30.00	30.00
每股收益 (元)	1.00	1.24	1.62	2.10
市盈率 (倍)	17.28	21.36	16.42	12.63

数据来源: WIND, 万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议:** 预计2019年-2021年公司分别实现净利润10.37亿、13.52亿、17.66亿，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21倍、16倍、13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。

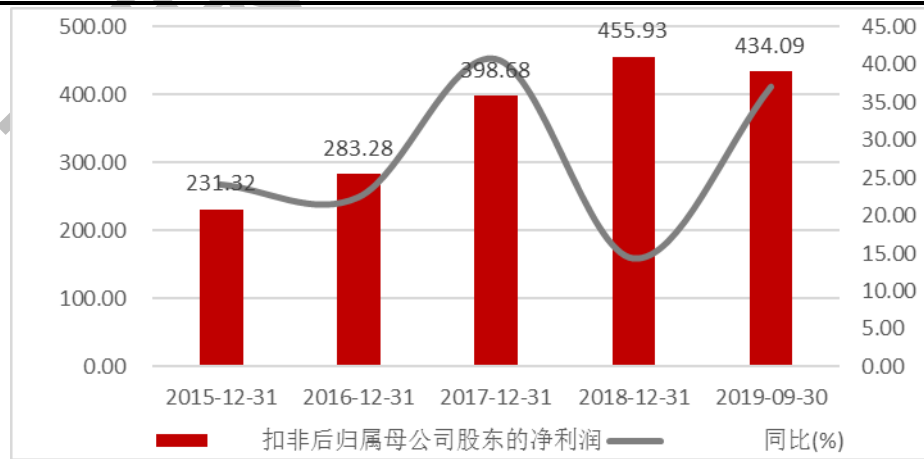
万联证券

图表1：公司近年营收增长情况



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表2：公司近年扣非归母净利润增长情况



资料来源：wind, 万联证券研究所

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5489	6798	8881	11610	营业收入	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
非流动资产	1510	1546	1577	1635	研发费用	1041	1350	1668	2132
长期股权投资	131	131	131	131	财务费用	(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	营业利润	867	1082	1404	1828
资产总计	6999	8343	10458	13246	营业外收入	4	3	4	4
流动负债	2671	3068	3918	5027	营业外支出	2	2	2	1
短期借款	41	0	0	0	利润总额	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	净利润	829	1037	1352	1766
非流动负债	64	64	64	64	少数股东损益	247	311	408	539
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	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
负债合计	2735	3132	3982	5091					
股本	583	583	583	583	主要财务比率				
资本公积	686	686	686	686	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	2409	3045	3902	5042	成长能力				
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%
负债和股东权益	6999	8343	10458	13246	归属于母公司净利润	23.1%	24.9%	30.0%	30.0%
					获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					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