

星网锐捷 2019 年业绩快报点评

符合预期 云计算与桌面云双轮驱动

—星网锐捷 (002396.SZ)

通信/通信设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2019 年度业绩快报公告: 2019 年公司实现营业收入 92.72 亿元, 同比增长 1.53%; 实现归属于上市公司股东净利润 6.11 亿元, 同比增长 5.13%。

投资摘要:

2019 年公司营收及净利小幅增长, 业绩符合预期。2019 年公司实现营收 92.72 亿元。同比增长 1.53%, 归母净利润 6.11 亿元, 同比增长 5.13%。我们认为主要原因是通讯产品和其他营收的大幅下降拖累了公司整体业务的增长。2019 年 Q4 公司营收 32.78 亿元, 同比增长 11.27%, 已扭转前三个季度营收同比下降的颓势。但归母净利润 1.3 亿元, 同比下降 27.37%, 我们认为主要原因是第四季度公司政府补贴减少, 非经常损益同比减少所致。

主营业务持续增长, 边缘业务下滑探底, 2020 年增长能力将显现。从公司 2019 年上半年报来看, 公司两大营收重心企业级网络设备和网络终端营收同比增长 19.56% 和 46.9%。我们认为, 受益于云计算和桌面云市场的火热, 公司企业级网络设备和网络终端营收将在未来保持持续高速增长能力。另外, 而通讯产品和其他业务已逐渐淡出, 营收回落至 16-17 年水平, 降幅已探底。综合来看, 2020 年公司整体业绩的增长能力将得以彰显。

- **增长核心 1:** 云计算的快速发展将提振交换机需求, 同时云数据中心 SDN 化、超大规模化的趋势将加大白牌交换机的渗透率。公司有望借白牌交换机实现份额突破, 保持业绩高速增长。另外公司交换机产品已高份额打开运营商市场, 带来全新增量空间。
- **增长核心 2:** 受益于替代传统 PC 及国产可控的发展趋势, 桌面云瘦客户机市场持续高速增长。公司常年占据国内桌面云瘦客户机市场份额第一, 政教、金融领域的成功订单将形成良好的示范效应。同时, 疫情之下, 公司桌面云产品已成功服务于上海华山医院等大量医疗机构, 打开医疗蓝海市场。未来持续增长能力可期。

经营重心向企业级网络设备和网络终端集中, 营收和盈利能力同步提高。2019 年上半年, 企业级网络设备和网络终端两项业务营收占总营收已达 64.69%, 毛利润占总毛利润 74.14%。公司各个产品线毛利率均有所增长, 综合毛利率 34.6%, 同比改善 2.03pct。我们预计 2020 年公司企业级网络及网络终端的营收和毛利润占比将达近 80%。锐捷网络和升腾资讯将成为未来增长双核, 公司营收过于分散的特性得以改善, 有望打开公司估值空间。

投资建议: 在“交换机等数通设备需求增长”和“传统商用 PC 国产替代”两大增长逻辑下, 公司的企业及网络设备和网络终端业务迎来行业增长红利, 成为未来的公司两大成长主线。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.11 亿元、8.06 亿元和 10.67 亿元, EPS 分别为 1.05 元、1.38 元、1.83 元、对应 PE 43.03X、32.62X、24.64X。目标价 51.13-55.28 元, 维持买入评级。

风险提示: 国内云计算发展不及预期; 白牌交换机应用不及预期; 政教、金融、医疗等领域桌面云发展不及预期。

评级

买入 (维持)

2020 年 02 月 28 日

曹旭特

分析师

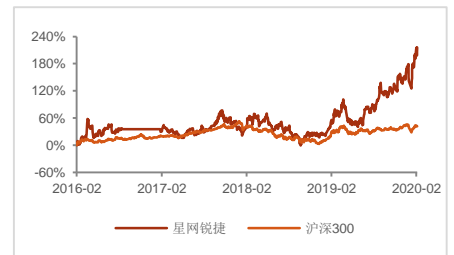
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2020.02.27

总市值/流通市值 (亿元)	262.94/252.78
总股本 (万股)	58,328.03
资产负债率 (%)	31.13
每股净资产 (元)	7.02
收盘价 (元)	45.08
一年内最低价/最高价 (元)	19.96/46.23

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《星网锐捷公司深度研究: 乘云而上双擎驱动》2020-02-03

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,705.14	9,131.57	9,271.69	11,372.74	13,952.76
增长率 (%)	35.47%	18.51%	1.53%	22.66%	22.69%
归母净利润 (百万)	472.30	581.30	611.11	806.01	1,067.07
增长率 (%)	47.85%	23.08%	5.13%	31.89%	32.39%
净资产收益率 (%)	14.75%	15.80%	14.55%	16.45%	18.33%
每股收益(元)	0.85	1.00	1.05	1.38	1.83
PE	52.86	45.23	43.03	32.62	24.64
PB	8.21	7.15	6.26	5.37	4.52

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	1306.08	2211.33	2668.21	2945.95	1282.86	2043.67	2666.59
增长率 (%)	64.03%	39.06%	20.19%	-4.93%	-1.78%	-7.58%	-0.06%
毛利率 (%)	23.48%	29.36%	35.21%	36.63%	28.64%	38.34%	41.38%
期间费用率 (%)	33.67%	24.38%	21.15%	31.54%	42.26%	29.20%	22.85%
净利润 (百万元)	-23.31	172.53	446.32	233.21	-32.32	207.46	494.84
增长率 (%)	-34.70%	52.49%	29.11%	-15.78%	38.66%	20.25%	10.87%
每股盈利 (季度, 元)	-0.01	0.21	0.49	0.31	-0.01	0.28	0.55
资产负债率 (%)	35.52%	38.87%	38.55%	39.07%	30.62%	32.61%	31.13%
净资产收益率 (%)	-0.63%	4.78%	11.07%	5.47%	-0.76%	4.96%	10.63%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7705	9132	9272	11373	13953	流动资产合计	5140	5489	6155	7586	9419				
营业成本	4744	6157	5768	7051	8623	货币资金	1732	1634	2251	2919	3631				
营业税金及附加	64	60	65	77	96	应收账款	1522	1732	1795	2180	2688				
营业费用	1267	1220	1421	1677	1981	其他应收款	126	49	50	61	75				
管理费用	1190	226	272	314	363	预付款项	57	39	53	65	79				
研发费用	0	1041	1153	1390	1674	存货	1363	1542	1551	1831	2279				
财务费用	12	-15	-8	-13	-16	其他流动资产	111	310	224	275	338				
资产减值损失	29	29	20	20	20	非流动资产合计	1300	1510	1522	1515	1508				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	33	131	131	131	131				
投资净收益	51	120	40	40	40	固定资产	484	565	573	584	596				
营业利润	737	867	840	1117	1472	无形资产	117	107	78	51	33				
营业外收入	11	4	24	14	19	商誉	235	233	233	233	233				
营业外支出	2	2	2	2	2	其他非流动资产	13	31	24	29	36				
利润总额	746	869	862	1129	1489	资产总计	6440	6999	7677	9101	10927				
所得税	46	40	40	52	68	流动负债合计	2652	2671	2617	3068	3621				
净利润	700	829	823	1077	1421	短期借款	20	41	0	0	0				
少数股东损益	228	247	211	271	353	应付账款	938	1069	1056	1291	1579				
归属母公司净利润	472	581	611	806	1067	预收款项	67	83	83	102	125				
EBITDA	928	1034	957	1232	1582	一年内到期的非流动负债	102	51	0	0	0				
EPS (元)	0.85	1.00	1.05	1.38	1.83	非流动负债合计	38	64	64	64	64				
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	应付债券	0	0	0	0	0				
成长能力						负债合计	2690	2735	2680	3132	3685				
营业收入增长	35.47%	18.51%	1.53%	22.66%	22.69%	少数股东权益	548	586	798	1069	1422				
营业利润增长	92.72%	17.68%	-3.09%	32.94%	31.79%	实收资本(或股本)	583	583	583	583	583				
归属于母公司净利润增长	47.85%	23.08%	5.13%	31.89%	32.39%	资本公积	705	686	686	686	686				
获利能力						未分配利润	1740	2200	2681	3333	4186				
毛利率(%)	38.43%	32.57%	37.78%	38.00%	38.20%	归属母公司股东权益合计	3201	3678	4199	4901	5820				
净利率(%)	9.09%	9.08%	8.87%	9.47%	10.18%	负债和所有者权益	6440	6999	7677	9101	10927				
总资产净利润(%)	7.33%	8.31%	7.96%	8.86%	9.77%										
ROE(%)	14.75%	15.80%	14.55%	16.45%	18.33%	现金流量表									
偿债能力															
						经营活动现金流	277	594	911	862	944				
资产负债率(%)	42%	39%	35%	34%	34%	净利润	700	829	823	1077	1421				
流动比率	1.94	2.05	2.35	2.47	2.60	折旧摊销	115	114	125	128	126				
速动比率	1.42	1.48	1.76	1.88	1.97	财务费用	12	-15	-8	-13	-16				
营运能力						应付帐款减少	-520	-211	-63	-385	-508				
总资产周转率	1.26	1.36	1.26	1.36	1.39	预收帐款增加	5	16	0	19	23				
应收账款周转率	6	6	5	6	6	投资活动现金流	-95	-478	-119	-102	-101				
应付账款周转率	8.74	9.10	8.72	9.69	9.72	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	-98	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.00	1.05	1.38	1.83	投资收益	51	120	40	40	40				
每股净现金流(最新摊薄)	-0.53	-0.04	1.06	1.15	1.22	筹资活动现金流	-493	-137	-174	-91	-131				
每股净资产(最新摊薄)	5.49	6.31	7.20	8.40	9.98	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	52.86	45.23	43.03	32.62	24.64	普通股增加	44	0	0	0	0				
P/B	8.21	7.15	6.26	5.37	4.52	资本公积增加	-142	-19	0	0	0				
EV/EBITDA	26.60	23.93	25.12	18.98	14.33	现金净增加额	-311	-21	617	668	712				

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上