

2020年03月01日

星网锐捷 (002396.SZ)

## 2019年业绩快报点评：云计算核心供应商，桌面云终端龙头

■事件：2月27日，公司发布2019年业绩快报。2019年公司实现营业收入92.72亿元，同比增长1.53%；实现归母净利润6.11亿元，同比增长5.13%。

■公司2019年收入、盈利能力稳定，业绩基本符合预期。2019年公司实现营业收入92.72亿元，较上年增长1.53%；实现归母净利润6.11亿元，较上年增长5.13%，接近此前业绩预告的中值。公司2019年Q4单季度实现营业收入32.79亿元，同比增长11.30%（Q3为下降0.06%），环比提高22.95%；2019年Q4单季度实现归母净利润为1.31亿元，同比下降26.82%（公司2019年Q3单季度归母净利润创下历史最高）。公司2019年全年加权平均ROE为15.46%，继续保持平稳水平。

■云业务的爆发促进带宽和流量的需求加速，IDC及服务器、交换机将进入新一轮投资景气周期。2月底，中移动发布多个招标公告，产品涵盖数据中心交换机、PC服务器、人工智能服务器及防火墙。其中，2月19日中移动公告预估采购数据中心交换机21690台、管理交换机5000台，本次采购数据中心交换机最高预算为22.27亿元（不含税），相比于2018年数据中心交换机产品集采（6827台）数量增长超3倍。而2018年集采中，星网锐捷中标份额达70%。同期，中国移动还启动PC/AI服务器及防火墙集采。结合国内在线办公、视频会议、远程教育、短视频等新业务的爆发，互联网公司频频扩容服务器，我们认为，中国移动本次数据中心类产品规模集采再次都印证了我们的判断：云业务的爆发将促进带宽和流量的需求加速，从IDC/CDN、到服务器交换机、到光模块都进入新一轮投资周期。

■锐捷网络：国产自主+桌面云终端新龙头，企业级网络设备逐步向一梯队进发。根据IDC报告，锐捷网络企业级WLAN、企业级以太网交换机和路由器Router分别在中国市场排名第三、第四和第五。2018年锐捷网络发布25G/100G数据中心产品解决方案，在阿里、腾讯等互联网企业实现规模商用，无线产品以最大份额中标全国首批动车组Wi-Fi设备项目。2019年8月，锐捷网络正式推出办公桌面云解决方案，旨在全面替代商业PC。2019年9月，锐捷网络成功中标国家电子政务外网（国家信息中心）平台二期工程（中央投资部分）接入设备采购、运行支撑平台及呼叫中心系统，中标设备包括两款路由器、多型号交换机，以及无线接入设备。

■升腾资讯：瘦客户机龙头，携手华为成为PC国产化受益者。升腾资讯为公司全资子公司，主要经营桌面云、智慧营业厅解决方案和云支付三大业务，具有全系列桌面云产品，包括云方案、云终端、云服务器、存储器和交换机。公司是传统瘦客户机龙头供应商，市场占有率位列行业第一，在金融和政教领域具有显著优势。在2019年9月18日举办的华为全连接大会上，升腾资讯发布和展示基于华为鲲鹏的全场景桌面云方案，具体包括云电脑、云应用和桌面云不同程度的云化产品，全面满足党政办公、政务大厅和公安等各类场景办公需求。未来，在国产化大背景下，升腾资讯与华为深度合作，绑定核心行业合作伙伴，未来有望持续快速发展。

■投资建议：我们预计公司2019年~2021年收入分别为92.72亿元(+1.5%)、117.86亿元(+27.1%)、148.78亿元(+26.2%)，净利润分别为6.11亿元(+5.2%)、7.95亿元(+30.1%)、10.45亿元(+31.4%)，对应EPS分别为1.05元、1.36元、1.79元，对应PE分别为40倍、31倍、23倍，维持“买入-A”投资评级。

■风险提示：桌面云市场需求不及预期；云计算市场发展不及预期。

公司快报

证券研究报告

通信终端及配件

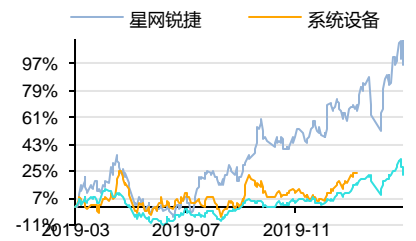
投资评级 买入-A  
维持评级

6个月目标价： 元  
股价（2020-02-28） 41.60元

### 交易数据

总市值(百万元)	24,264.46
流通市值(百万元)	23,326.80
总股本(百万股)	583.28
流通股本(百万股)	560.74
12个月价格区间	20.14/45.08元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.83	12.2	73.03
绝对收益	20.9	31.23	96.16

夏庐生 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517020003  
xials@essence.com.cn  
021-35082732

彭虎 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517120001  
penghu@essence.com.cn

杨臻 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518080005  
yangzhen@essence.com.cn

### 相关报告

- 星网锐捷：星网锐捷2019年Q3业绩点评：Q3业绩创单季度新高，毛利率大幅提升/夏庐生 2019-10-30
- 星网锐捷：星网锐捷2019年三季度业绩预告点评：Q3环比增长迅猛，云桌面龙头启航/夏庐生 2019-10-15
- 星网锐捷：华为云桌面战略合作，开启商业PC全面替换/夏庐生 2019-09-24

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,705.1	9,131.6	9,271.7	11,786.0	14,878.4
净利润	472.3	581.3	610.8	795.1	1,044.6
每股收益(元)	0.81	1.00	1.05	1.36	1.79
每股净资产(元)	5.49	6.31	7.26	8.55	9.77

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	51.4	41.7	39.7	30.5	23.2
市净率(倍)	7.6	6.6	5.7	4.9	4.3
净利润率	6.1%	6.4%	6.6%	6.7%	7.0%
净资产收益率	14.8%	15.8%	14.4%	15.9%	18.3%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	1.2%
ROIC	43.2%	46.2%	26.3%	31.3%	30.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7,705.1	9,131.6	9,271.7	11,786.0	14,878.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,744.4	6,157.2	6,214.2	7,903.9	9,986.4	营业收入增长率	35.5%	18.5%	1.5%	27.1%	26.2%
营业税费	63.8	60.1	78.8	88.4	112.0	营业利润增长率	92.7%	17.7%	-27.5%	30.9%	31.8%
销售费用	1,266.7	1,219.8	1,218.3	1,560.5	1,955.0	净利润增长率	47.8%	23.1%	5.1%	30.2%	31.4%
管理费用	1,190.3	226.5	1,247.0	1,549.9	1,956.5	EBITDA 增长率	21.9%	189.9%	-51.3%	29.0%	38.3%
财务费用	11.8	-15.0	-4.3	-5.5	-5.1	EBIT 增长率	26.1%	237.4%	-60.0%	30.9%	32.1%
资产减值损失	29.3	29.1	12.0	8.0	-43.0	NOPLAT 增长率	112.3%	15.7%	-26.3%	30.9%	32.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.3%	29.0%	10.3%	37.2%	23.8%
投资和汇兑收益	51.5	120.4	123.0	142.0	168.0	净资产增长率	1.3%	13.7%	13.0%	15.6%	12.8%
<b>营业利润</b>	736.8	867.1	628.7	822.9	1,084.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	9.3	1.6	8.8	7.1	5.9	毛利率	38.4%	32.6%	33.0%	32.9%	32.9%
<b>利润总额</b>	746.1	868.7	637.5	830.0	1,090.5	营业利润率	9.6%	9.5%	6.8%	7.0%	7.3%
减:所得税	46.1	40.0	26.1	34.0	44.7	净利润率	6.1%	6.4%	6.6%	6.7%	7.0%
<b>净利润</b>	472.3	581.3	610.8	795.1	1,044.6	EBITDA/营业收入	7.5%	18.3%	8.8%	8.9%	9.8%
						EBIT/营业收入	6.0%	17.1%	6.7%	6.9%	7.3%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	22	21	26	26	30
						流动营业资本周转天数	33	42	51	56	58
						流动资产周转天数	224	210	210	207	196
						应收账款周转天数	63	68	59	60	56
						存货周转天数	56	57	57	67	67
						总资产周转天数	285	265	271	257	242
						投资资本周转天数	79	80	93	91	93
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	14.8%	15.8%	14.4%	15.9%	18.3%
						ROA	10.9%	11.8%	8.8%	8.1%	10.3%
						ROIC	43.2%	46.2%	26.3%	31.3%	30.1%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	16.4%	13.4%	13.1%	13.2%	13.1%
						管理费用率	15.4%	2.5%	13.5%	13.2%	13.2%
						财务费用率	0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	32.0%	15.7%	26.5%	26.3%	26.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.8%	39.1%	30.6%	43.5%	38.0%
						负债权益比	71.8%	64.1%	44.1%	77.0%	61.4%
						流动比率	1.94	2.05	2.68	1.99	2.13
						速动比率	1.42	1.48	1.98	1.26	1.45
						利息保障倍数	39.12	-103.94	-144.60	-149.14	-212.13
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.15	0.11	-	0.13	0.56
						分红比率	18.5%	11.0%	0.0%	9.9%	31.1%
						股息收益率	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	1.2%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,731.7	1,633.7	2,085.1	1,879.1	1,801.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	1,648.0	1,781.6	1,257.4	2,671.2	1,957.6
应收票据	228.6	181.9	281.7	438.6	1,214.6
预付账款	57.3	39.0	151.3	41.6	193.7
存货	1,363.0	1,542.5	1,392.0	2,999.1	2,548.9
其他流动资产	111.6	310.4	179.8	200.6	230.3
可供出售金融资产	266.8	267.4	214.2	249.5	243.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	32.5	130.8	130.8	130.8	130.8
投资性房地产	8.2	19.7	19.7	19.7	19.7
固定资产	484.5	564.8	790.9	895.7	1,561.1
在建工程	34.0	2.4	-41.6	-78.2	-70.3
无形资产	135.9	128.7	175.6	117.3	48.6
其他非流动资产	337.9	396.1	310.3	296.9	268.2
<b>资产总额</b>	6,439.9	6,999.1	6,947.3	9,861.9	10,148.4
短期债务	19.6	41.2	-	-	-
应付账款	1,045.1	1,175.1	903.5	1,740.7	1,544.2
应付票据	816.9	838.0	784.6	2,113.5	1,825.5
其他流动负债	770.8	616.9	308.2	283.8	356.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	38.1	63.6	131.0	151.0	134.0
<b>负债总额</b>	2,690.5	2,734.8	2,127.3	4,289.1	3,860.6
少数股东权益	548.2	586.2	586.8	587.6	588.8
股本	583.3	583.3	583.3	583.3	583.3
留存收益	2,617.6	3,092.4	3,650.0	4,402.0	5,115.7
<b>股东权益</b>	3,749.4	4,264.3	4,820.0	5,572.9	6,287.8

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	472.3	581.3	610.8	795.1	1,044.6
加:折旧和摊销	124.1	124.7	191.0	234.1	374.5
资产减值准备	27.9	29.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	14.6	2.3	-4.3	-5.5	-5.1
投资损失	-51.5	-120.4	-123.0	-142.0	-168.0
少数股东损益	227.7	247.4	0.6	0.9	1.2
营运资金的变动	-481.1	-606.1	81.3	-908.8	-186.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	277.3	594.3	756.3	-26.2	1,060.6
投资活动产生现金流量	-95.5	-478.3	-243.9	-137.2	-805.2
融资活动产生现金流量	-492.6	-137.1	-61.1	-42.5	-333.0

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.81	1.00	1.05	1.36	1.79
BVPS(元)	5.49	6.31	7.26	8.55	9.77
PE(X)	51.4	41.7	39.7	30.5	23.2
PB(X)	7.6	6.6	5.7	4.9	4.3
P/FCF	77.3	653.8	71.5	-185.2	120.8
P/S	3.4	2.9	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	19.3	5.2	30.1	23.5	17.1
CAGR(%)	4.4%	8.1%	3.1%	4.4%	8.1%
PEG	12.7	5.6	13.8	7.6	3.1
ROIC/WACC	4.1	4.4	2.5	3.0	2.9
REP	1.5	0.9	3.9	2.4	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

夏庐生、彭虎、杨臻声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034