

星网锐捷 (002396)

证券研究报告
2020年03月23日

鲲鹏产业的深度参与者，信创快速打开成长空间

事件：3月27日-28日华为开发者大会召开，将以“鲲鹏+昇腾”双主线呈现。公司曾在2019年华为全连接大会，亮相了首款华为鲲鹏桌面云整机、桌面云方案。

华为开发者大会召开在即，鲲鹏生态的深度参与者值得重点关注

3.27-3.28 将召开华为开发者大会，将以“鲲鹏+昇腾”双主线呈现。星网锐捷子公司升腾连续多年获得华为 A 级供应商，**端末方案累计出货近 100 万台，是华为的最大云终端供应商**。升腾在 2019 年的华为连接大会，首次推出华为鲲鹏桌面云整机、桌面云方案，获得“2019 优秀鲲鹏生态合作伙伴”，升腾+华为共同推进国产化进程，通过云桌面有望形成超越 PC 的新一代信息技术产业，此次华为大会升腾与鲲鹏的进一步合作更值得期待。

公司两大块核心资产，锐捷网络的企业网设备和升腾资讯的云桌面，我们预计未来几年有望加速成长。公司持续成长的核心逻辑在于云计算+信创。首先，公司为云计算优质赛道里的优质公司，数据中心交换机白盒化渗透率提升+运营商高端市场突破，产业和公司向上趋势不变；其次，云桌面业务随着云桌面渗透率提升+信创加持+公司份额提升，看点依旧！

云计算+国产替代打开长期广阔成长空间

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，其实际控制人为福建省国资委。**公司经营风格一向稳健，2007-2018 年收入复合增速 19.8%；2007-2018 年归母净利润复合增速达 22.8%。**

1) 公司国产替代产品在几年之前已开始布局，19 年 6 月变更为纯内资国有控股企业，联合龙芯、华为鲲鹏、兆芯、北大众志、中标软件、统信软件等中国“芯”和“OS 魂”，**不断领先市场推出国产化云桌面产品，并相继完成产品兼容互认证，桌面云国产化不仅布局早，从前端到后端产品覆盖全，而且市场地位领先，未来有望充分受益国产替代。**

2) 云计算强受益阿里/中移动为代表的互联网和运营商巨头持续加码，**公司作为其核心供应商显著受益，成长空间广阔。**

3) 公司高份额中标中国移动高端交换机，属于运营商高端市场里程碑式中标，有望改变市场对公司中低端形象的固有认知，从中低端步入高端市场，**打开公司未来更大成长空间，提振公司估值。**

盈利预测和投资建议：

公司是企业网络设备龙头之一，所处的云计算赛道天花板高，信创云桌面业务也将迎来发展机会，中长期业务看点和成长逻辑不变，属于云管端 ICT 竞争力强劲的云计算+信创标的，看好公司中长期投资价值。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 6.2 亿、8.15 亿和 10.64 亿元，对应 2020 年 29 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响供应链，新业务扩张不及预期等风险

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	9,443.53	11,352.85	13,346.85
增长率(%)	35.47	18.51	3.42	20.22	17.56
EBITDA(百万元)	1,573.03	1,672.83	923.21	1,197.00	1,536.32
净利润(百万元)	472.30	581.30	620.34	815.39	1,064.19
增长率(%)	47.85	23.08	6.72	31.44	30.51
EPS(元/股)	0.81	1.00	1.06	1.40	1.82
市盈率(P/E)	50.52	41.05	38.47	29.26	22.42
市净率(P/B)	7.45	6.49	5.64	4.80	4.03
市销率(P/S)	3.10	2.61	2.53	2.10	1.79
EV/EBITDA	7.09	5.16	23.13	18.10	13.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	40.91 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)	23,862.00
流通 A 股市值(百万元)	22,939.89
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	31.13
一年内最高/最低(元)	49.68/19.96

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzheneng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

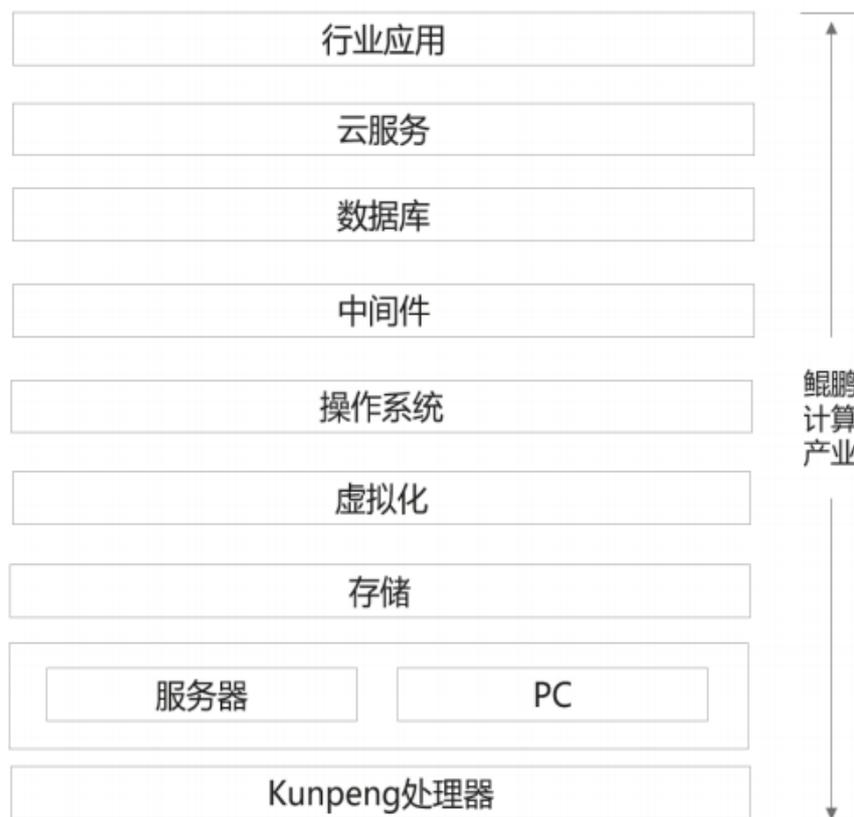
- 1 《星网锐捷-公司点评:业绩符合预期，Q4 收入端表现靓丽》 2020-03-06
- 2 《星网锐捷-公司点评:网络设备+云桌面核心资产长期成长逻辑不变》 2020-02-03
- 3 《星网锐捷-公司点评:运营商高端市场里程碑式中标，有望提振公司估值》 2019-12-07



1. 华为开发者大会召开在即，鲲鹏产业有望再迎催化

鲲鹏计算产业是基于 Kunpeng 处理器构建的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务,包括 PC、服务器、存储、操作系统、中间件、虚拟化、数据库、云服务、行业应用以及咨询管理服务。上下游厂商基于 Kunpeng 处理器发展自有品牌的产品和解决方案,和系统软件及行业应用厂商一起打造有竞争力的差异化解决方案。面向千行百业的应用发展牵引 ICT 技术的持续创新,各领域涌现出的新行业领先者将聚拢产业力量、主导行业发展方向,最终形成具有全球竞争力计算产业集群。

图 1: 华为鲲鹏计算产业



资料来源: 鲲鹏计算产业发展白皮书, 天风证券研究所

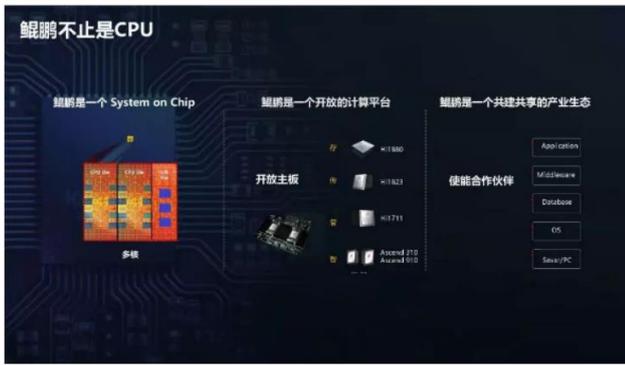
首先, 鲲鹏是一个 SoC 片上系统: 两个 CPU Die, 最高支持 64 核, 鲲鹏多核的优势, 加上高 I/O 带宽、高内存带宽、高数据吞吐, 打造了鲲鹏强大的计算能力; I/O Die 内集成网卡、南桥、SAS 控制器及加速引擎, 是业界集成度最高的数据中心 CPU。

其次, 鲲鹏还是一个开放的计算平台。华为在计算领域持续耕耘十多年, 累计投入超过 2 万名工程师。华为开放鲲鹏主板, 全面共享这些积累。鲲鹏主板上集成了“算/存/传/管/智”五大自研芯片, 同时还凝结高速互联、可靠性设计等核心工程工艺, 优先支持合作伙伴开发自己的计算产品。

华为将通过鲲鹏主板开放、openEuler 开源操作系统, 以及 openGauss 开源数据库、鲲鹏开发套件、鲲鹏云服务与生态基地, 全面使能开发者, 帮助系统软件 and 行业应用突破算力瓶颈, 与产业链的合作伙伴共建、共赢、共享鲲鹏计算产业生态。

图 2: 鲲鹏不止是 CPU

图 3: 鲲鹏算力全面升级



资料来源：华为云官网，天风证券研究所



资料来源：华为云官网，天风证券研究所

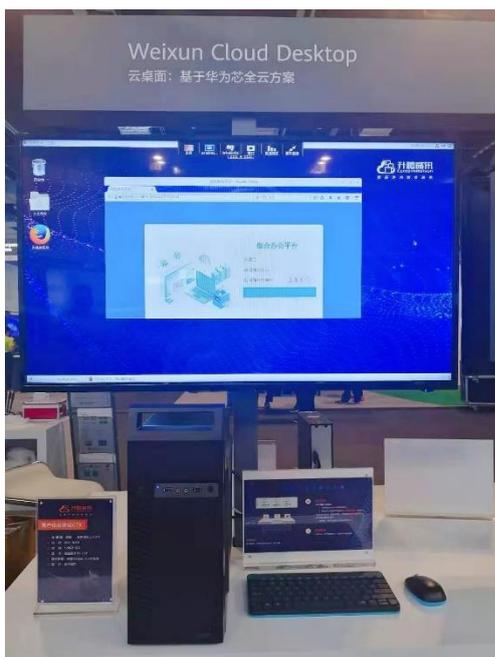
2019 年是华为鲲鹏元年，也是国产替代加速的一年。在 2019 华为全联接大会上，华为云发布 112 款云服务（69 款基于鲲鹏处理器的云服务和 43 款基于昇腾处理器的云服务）。2020 年 3 月 27 日-28 日华为开发者大会召开，将以“鲲鹏+昇腾”双主线呈现，有望进一步赋能合作伙伴，鲲鹏生态有望再迎催化，建议重点关注。

2. 公司作为鲲鹏产业的深度参与者，信创有望快速打开成长空间

2019 华为全联接大会上，星网锐捷全资子公司升腾作为华为长期战略合作伙伴、商业拓展盟友，连续 9 年受邀参加华为大会，升腾威讯云发布了首款鲲鹏桌面云方案。

下图就是基于鲲鹏处理器的终端整机和服务器，以及升腾的威讯云平台，构建最新一代的鲲鹏桌面云方案，瘦客户机就是桌面上的小黑盒子，全云-本地云-混合云均可实现，该方案可实现弹性调配云端和终端资源，敏锐感知用户需求，同时具备数据不落地的特性，为客户提供安全、易用的桌面云 2.0 解决方案，全面满足政务办公等各类场景的云办公体验。其中云电脑方案能够充分发挥本地终端的性能优势，以及后端集中管理运维能力，为客户提供一个优体验的本地云办公方案。而云应用又能够通过云计算及时将 Windows 应用发布至国产化平台，实现让所有业务应用直达用户，即满足全部业务系统兼容，同时保障用户数据安全。

图 4：升腾威讯云首款鲲鹏桌面云方案——全云



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：升腾威讯云首款鲲鹏桌面云方案——本地云



资料来源：公司官网，天风证券研究所

升腾与华为合作十余年，连续数十个季度获得华为 A 级供应商，终端方案累计出货近 100 万台，是华为的最大云终端供应商，在此市场先机的基础上，双方在国产化领域迅速开展合作。升腾获得“2019 优秀鲲鹏生态合作伙伴”，标志着升腾与华为将加快形成产业链，国产化进程有望加速。

升腾为华为提供升腾终端整体解决方案，云终端配套系列终端软件，内嵌了视频直播、外设应用、终端管理系统等多个终端套件，支持直播并发，解决 99% 以上外设映射问题，助力华为解决多个项目难点，支撑项目成功落地。

图 6：升腾为华为云计算提供末端整体解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2019 年公司发布了 8 款信创产品，覆盖从龙芯、鲲鹏、兆芯、飞腾等桌面终端，到龙芯、海光、华为鲲鹏等服务器硬件，再到桌面操作系统、自研威讯桌面云系统和超融合系统等软件，形成了针对不同行业不同场景的解决方案。公司已成为福建省唯一入围信息技术创新委员会的桌面整机厂商。

图 7：终端到云端全栈式国产办公解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 8：升腾信创合作生态



资料来源：公司官网，天风证券研究所

升腾与行业内许多厂商都达成了深度的合作，在整个产业链上形成了完整的生态。包括龙芯、鲲鹏、兆芯、飞腾、统信、麒麟、金山、奇安信在内的 56 家生态合作伙伴，包括龙芯中科、华为在内的 13 家核心合作伙伴，长期友好的合作为升腾提供了坚实的支持，也为升腾带来了更多机会和可能，并使得升腾在国产化事业上始终走在前列。目前，升腾与处理器、操作系统、软件、服务器、集成商等多个厂商完成相互认证，形成完整产业生态。

计算机技术信创之路势在必行，未来发展自主创新的信息安全技术是关系国家安全的战略目标，信创计算机应用技术是信息技术的重中之重也已成为共识。未来伴随国产计算机相关技术的不断突破，中国自有芯片及基础元器件的广泛应用，国内信创整机市场规模巨大，公司未来有望充分受益。

3. 投资建议

公司是企业网络设备龙头之一，所处的云计算赛道天花板高，信创云桌面业务也将迎来发展机会，中长期业务看点和成长逻辑不变，属于云管端 ICT 竞争力强劲的云计算+信创标的，看好公司中长期投资价值。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 6.2 亿、8.15 亿和 10.64 亿元，对应 2020 年 29 倍 PE，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、疫情影响供应链的稳定性；
- 2、新业务扩张不及预期等

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	2,957.64	2,923.27	4,871.38
应收票据及应收账款	1,750.27	1,914.29	1,495.87	2,603.77	2,215.92
预付账款	57.28	39.02	60.31	80.06	65.23
存货	1,362.97	1,542.49	1,106.14	2,053.02	1,668.47
其他	237.94	359.68	457.09	332.30	472.42
流动资产合计	5,140.14	5,489.19	6,077.05	7,992.42	9,293.42
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
非流动资产合计	1,299.77	1,509.92	1,446.85	1,462.69	1,440.45
资产总计	6,439.91	6,999.11	7,523.93	9,455.12	10,733.88
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	1,734.48	2,609.37	2,507.68
其他	878.08	722.63	702.57	753.22	821.17
流动负债合计	2,652.38	2,671.21	2,437.04	3,362.58	3,328.84
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
非流动负债合计	38.09	63.55	60.00	60.00	60.00
负债合计	2,690.48	2,734.76	2,497.04	3,422.58	3,388.84
少数股东权益	548.21	586.16	792.94	1,064.73	1,419.46
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	3,650.67	4,384.52	5,342.29
其他	(704.28)	(683.12)	(685.67)	(685.67)	(685.67)
股东权益合计	3,749.44	4,264.35	5,026.89	6,032.54	7,345.04
负债和股东权益总	6,439.91	6,999.11	7,523.93	9,455.12	10,733.88

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	700.03	828.75	620.34	815.39	1,064.19
折旧摊销	124.12	124.74	63.30	65.64	68.05
财务费用	14.61	2.25	(0.68)	(0.13)	(3.78)
投资损失	(51.46)	(120.44)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(482.27)	(605.98)	600.30	(1,025.68)	617.56
其它	(27.78)	365.03	206.78	271.80	354.73
经营活动现金流	277.26	594.34	1,440.04	77.02	2,050.75
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)	(73.58)	(109.98)	(50.00)
投资活动现金流	(95.48)	(478.31)	(10.03)	(29.98)	(0.00)
债权融资	121.76	92.17	50.00	50.00	50.00
股权融资	(107.63)	2.58	4.63	6.63	10.28
其他	(506.74)	(231.84)	(160.70)	(138.04)	(162.92)
筹资活动现金流	(492.62)	(137.08)	(106.07)	(81.41)	(102.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(310.85)	(21.05)	1,323.94	(34.37)	1,948.11

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
营业收入	7,705.14	9,131.57	9,443.53	11,352.85	13,346.85
营业成本	4,744.43	6,157.22	5,959.43	7,108.11	8,373.34
营业税金及附加	63.76	60.09	47.22	79.47	66.73
营业费用	1,266.75	1,219.84	1,322.09	1,532.63	1,735.09
管理费用	194.27	226.50	236.09	272.47	293.63
研发费用	996.00	1,041.11	1,038.79	1,248.81	1,434.79
财务费用	11.81	(15.00)	(0.68)	(0.13)	(3.78)
资产减值损失	29.29	29.06	30.00	30.00	25.00
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	50.00	50.00	50.00
其他	(389.44)	(574.77)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	736.81	867.09	860.59	1,131.49	1,472.04
营业外收入	11.44	3.90	5.00	5.00	10.00
营业外支出	2.16	2.28	4.00	4.00	4.00
利润总额	746.09	868.71	861.59	1,132.49	1,478.04
所得税	46.06	39.97	34.46	45.30	59.12
净利润	700.03	828.75	827.12	1,087.19	1,418.92
少数股东损益	227.73	247.44	206.78	271.80	354.73
归属于母公司净利润	472.30	581.30	620.34	815.39	1,064.19
每股收益(元)	0.81	1.00	1.06	1.40	1.82

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	35.47%	18.51%	3.42%	20.22%	17.56%
营业利润	92.72%	17.68%	-0.75%	31.48%	30.10%
归属于母公司净利润	47.85%	23.08%	6.72%	31.44%	30.51%
获利能力					
毛利率	38.43%	32.57%	36.89%	37.39%	37.26%
净利率	6.13%	6.37%	6.57%	7.18%	7.97%
ROE	14.75%	15.80%	14.65%	16.41%	17.96%
ROIC	43.18%	46.15%	36.32%	62.82%	50.93%
偿债能力					
资产负债率	41.78%	39.07%	33.19%	36.20%	31.57%
净负债率	-42.94%	-36.15%	-57.84%	-47.63%	-65.64%
流动比率	1.94	2.05	2.49	2.38	2.79
速动比率	1.42	1.48	2.04	1.77	2.29
营运能力					
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	7.13	7.19	7.17
总资产周转率	1.26	1.36	1.30	1.34	1.32
每股指标(元)					
每股收益	0.81	1.00	1.06	1.40	1.82
每股经营现金流	0.48	1.02	2.47	0.13	3.52
每股净资产	5.49	6.31	7.26	8.52	10.16
估值比率					
市盈率	50.52	41.05	38.47	29.26	22.42
市净率	7.45	6.49	5.64	4.80	4.03
EV/EBITDA	7.09	5.16	23.13	18.10	13.07
EV/EBIT	7.65	5.54	24.84	19.15	13.67

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