

2020年03月26日

星网锐捷 (002396.SZ)

公司快报

产品结构改善毛利率提升，云时代网络设备与终端双发力

投资要点

◆ **事件：**公司发布 19 年年报，2019 年公司实现营业总收入 92.6 亿元、同比增长 1.47%，归母净利润 6.11 亿元，同比增长 5.16%，扣非后归母净利润 5.43 亿元、同比增长 19.15%。其中 2019Q4 营业总收入 32.73 亿元，同比增长 11.09%、环比增长 22.73%，扣非归母净利润 1.09 亿元，同比下滑 21.62%。

◆ **非经常性项目拉低净利润水平，产品结构改善盈利能力提升。**2019 年公司毛利率 38.3%，同比提升 5.7pct，净利率为 9.22%，扣非净利率 5.86%，分别同比提升 0.1pct 和 0.9pct，主要系公司产品结构优化，企业网络设备和网络终端产品占比持续增加所致。由于 2018 年公司有处置子公司凯米网络部分股权确认的投资收益 9400 万元，公司 2019 年净利润增长受到拖累。分业务看，公司 19 年企业级网络设备实现营收 51.68 亿元，同比增长 26.31%，毛利率 45.58%，同比下滑 2.28pct。网络终端实现营收 13.5 亿元，同比增长 5.72%，毛利率 29.3%，同比提升 7.63pct，通讯产品营收 13.8 亿元，同比下降 25.29%，毛利率 20.96%，同比提升 6.1pct，视频信息应用营收 2.86 亿元，同比增长 3.62%。实现生产相关通讯设备 678 万台，销售 663 万台，分别同比提升 9% 和 9.49%。

◆ **企业级网络设备需求随数据中心建设不断增长，交换机白牌化有望助力公司业务快速增长。**公司的企业级网络设备业务的承担主体是锐捷网络，根据 IDC 数据，锐捷网络以太网交换机在中国市场排名第三、中国企业级终端 VDI 市场份额第一、中国企业级 WLAN 市场占有率第二、Wi-Fi 6 品类市场份额第一。未来，云计算推动数据中心规模建设，网络设备的需求将向云客户倾斜，随着 SDN 技术在 IDC 的应用，交换机白牌化成为低成本解决方案，设备商供应格局有望重塑，公司有望提高市场份额，进一步快速增长。

◆ **网络终端机遇在于“瘦客户机+桌面云”替代前景可期。**公司的网络终端业务实施主体是升腾资讯，其实国内领先的“瘦客户机+桌面云”服务商。瘦客户机实质是使用专业嵌入式处理器、小型本地闪存、精简版操作系统，低功耗/安全的终端。桌面云是可通过任何与网络相连的设备来访问跨平台的应用程序以及整个客户桌面。2019 年，公司率先发布首个全国产化桌面云解决方案，携手华为等合作伙伴共同打造国产化生态圈；根据 IDC，公司瘦客户机亚太区域市场销量第一，中国市场销量第一。“瘦客户机+桌面云”替代优势明显，成长空间可期。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.32/1.50 元，对应 PE 分别为 31.4 /27.7x，首次覆盖给予公司“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**中美贸易摩擦加剧及全球疫情影响海外订单需求，数据中心网络设备白牌化不及预期，市场竞争加剧风险，桌面云渗透率不及预期风险；

通信 | 系统设备 III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2020-03-26)

40.14 元

交易数据

总市值(百万元) 23,412.87

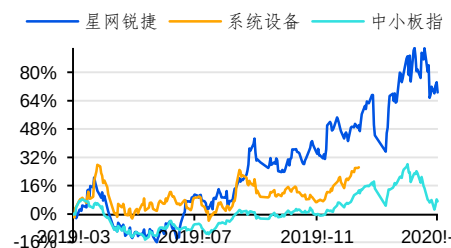
流通市值(百万元) 22,508.12

总股本(百万股) 583.28

流通股本(百万股) 560.74

12 个月价格区间 19.96/49.68 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.5	15.25	54.93
绝对收益	-10.8	16.65	60.57

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号: S0910516110001

caijingyan@huajinsc.cn

021-20377068

分析师

曾捷

SAC 执业证书编号: S0910518110001

zengjie@huajinsc.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,132	9,266	11,413	14,430	18,108
YoY(%)	18.5	1.5	23.2	26.4	25.5
净利润(百万元)	581	611	771	876	1,047
YoY(%)	23.1	5.2	26.1	13.6	19.6
毛利率(%)	32.6	38.3	37.3	37.0	37.3
EPS(摊薄/元)	1.00	1.05	1.32	1.50	1.80
ROE(%)	19.4	17.7	18.4	17.3	17.2
P/E(倍)	41.7	39.6	31.4	27.7	23.1
P/B(倍)	6.6	5.7	4.8	4.1	3.5
净利率(%)	6.4	6.6	6.8	6.1	5.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5489	5978	7773	9876	12062	营业收入	9132	9266	11413	14430	18108
现金	1634	2054	2610	3392	4254	营业成本	6157	5717	7155	9097	11354
应收票据及应收账款	1914	1929	2727	3208	4209	营业税金及附加	60	60	81	97	122
预付账款	39	74	55	114	94	营业费用	1220	1454	1731	2127	2752
存货	1542	1650	2010	2847	3085	管理费用	226	276	311	411	505
其他流动资产	360	272	371	314	420	研发费用	1041	1206	1393	1820	2248
非流动资产	1510	1672	1636	1577	1510	财务费用	-15	-5	-15	-11	-22
长期投资	131	146	213	263	322	资产减值损失	29	-24	17	10	-2
固定资产	565	554	569	527	464	公允价值变动收益	0	-18	-6	-8	-10
无形资产	129	137	105	53	2	投资净收益	120	34	72	78	60
其他非流动资产	686	836	749	734	722	营业利润	867	840	1124	1259	1515
资产总计	6999	7651	9409	11453	13572	营业外收入	4	30	0	0	0
流动负债	2671	2755	3424	4271	4932	营业外支出	2	8	5	7	6
短期借款	41	22	31	27	29	利润总额	869	862	1118	1253	1509
应付票据及应付账款	1907	1890	2600	3271	3954	所得税	40	8	31	23	35
其他流动负债	723	843	792	974	949	税后利润	829	854	1088	1229	1474
非流动负债	64	59	61	60	61	少数股东损益	247	243	317	354	427
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	581	611	771	876	1047
其他非流动负债	64	59	61	60	61	EBITDA	947	930	1167	1290	1511
负债合计	2735	2814	3485	4332	4993	主要财务比率					
少数股东权益	586	610	927	1281	1708	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	583	583	583	583	583	成长能力					
资本公积	686	686	686	686	686	营业收入(%)	18.5	1.5	23.2	26.4	25.5
留存收益	2407	2953	3981	5176	6589	营业利润(%)	17.7	-3.1	33.7	12.1	20.3
归属母公司股东权益	3678	4227	4997	5841	6872	归属于母公司净利润(%)	23.1	5.2	26.1	13.6	19.6
负债和股东权益	6999	7651	9409	11453	13572	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	32.6	38.3	37.3	37.0	37.3
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	6.4	6.6	6.8	6.1	5.8
经营活动现金流	594	763	548	803	852	ROE(%)	19.4	17.7	18.4	17.3	17.2
净利润	829	854	1088	1229	1474	ROIC(%)	20.6	18.5	20.2	19.4	19.7
折旧摊销	125	128	117	125	115	偿债能力					
财务费用	-15	-5	-15	-11	-22	资产负债率(%)	39.1	36.8	37.0	37.8	36.8
投资损失	-120	-34	-72	-78	-60	流动比率	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4
营运资金变动	-268	-230	-591	-462	-669	速动比率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.8
其他经营现金流	45	49	20	1	14	营运能力					
投资活动现金流	-478	-28	-17	5	1	总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
筹资活动现金流	-137	-302	25	-26	9	应收账款周转率	5.0	4.8	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元)						应付账款周转率	3.4	3.0	3.2	3.1	3.1
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.05	1.32	1.50	1.80	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.31	0.94	1.38	1.46	P/E	41.7	39.6	31.4	27.7	23.1
每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.25	8.57	10.01	11.78	P/B	6.6	5.7	4.8	4.1	3.5
						EV/EBITDA	24.6	24.5	19.4	17.2	14.4

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn