

星网锐捷 (002396)

公司研究/点评报告

核心业务具备增长潜力，云计算网络设备+信创云桌面打开成长空间

一星网锐捷 2019 年年报点评

点评报告/通信行业

2020 年 03 月 27 日

事件：星网锐捷发布 2019 年年报：全年实现营收 92.66 亿元，同比增加 1.5%，其中企业级网络设备营收 51.68 亿元，同比增长 26.3%；归母净利润 6.11 亿元，同比增长 5.2%，扣非归母净利润 5.43 亿元，同比增长 19.1%；2019 年公司毛利率提升 5.7pct 至 38.3%，销售净利率 9.2%，ROE14.5%。

业绩增长质量保证，核心业务具备竞争优势，长期增长势头良好

2019 年公司营收增长幅度放缓的主要原因：1) 通讯产品和其他类产品收入下滑拖累整体表现；2) 海外市场营收下滑 35%至 12.2 亿元，海外营收占比从 18 年的 20.5 下滑至 13.2%。**利润端：**费用支出上升，销售/管理/研发费用率分别提升 2.3/0.5/1.6pct，18 年由于处置凯米网络股权带来非经常性损益 9332 万元，考虑扣非归母净利润，2019 年 YOY+19.1%至 5.43 亿元。**两大核心子公司（锐捷网络和升腾资讯）依然具备增长优势，**网络设备实现营收 51.7 亿元，YOY+26.3%，毛利 23.6 亿元，YOY+20.3%；网络终端营收 13.5 亿元，YOY+5.7%，毛利 4.04 亿元，YOY+41.9%。

收入结构优化，注重核心业务发展，费用端支出有所上升，整体盈利能力改善

公司收入结构逐渐优化，更加注重网络设备和网络终端核心业务发展。公司销售净利率提升 1pct 至 9.2%，综合毛利率提升 5.7pct 至 38.3%，费用端支出有所上升，但整体盈利能力持续改善，主要原因：**1) 收入结构改善明显，高毛利率核心业务营收占比提升，企业级网络设备毛利率 46%，营收占比提升 11pct 至 55.8%；2) 其他业务毛利率改善明显，毛利增长较快，网络终端毛利同比增长 41.9%至 4.04 亿元，毛利率提升 7.6pct 至 29.9%；其他业务毛利率提升 10.7pct 至 30%；视频信息应用毛利率提升 11pct 至 61.3%。**

云计算核心资产：云计算发展+数据中心新基建，锐捷网络发展潜力可期

锐捷网络是公司云计算核心资产，国内领先的 ICT 解决方案商，未来主要看：**1) 云计算发展下流量增长+交换机白牌化渗透趋势，公司作为数据中心交换机核心供应商将持续受益，推动公司长期发展；**2019 年公司推出 400G 数据中心交换机、极简 XS、云办公 4.0 等多款领先的产品和解决方案，网络设备和无线市场不断突破，在阿里、腾讯、今日头条和美团等互联网企业实现规模商用。**2) 5G 建设提速背景下公司持续受益于网络设备需求，**公司 19 年末中标中国移动高端交换机（70%份额），为公司在电信市场的里程碑事件，持续研发投入获得认可奠定长期增长基础。

竞争力：2019 年，锐捷网络入选 Gartner《有线无线局域网接入基础设施魔力象限》；中国云课堂（虚拟化计算机教室）市场第一，以太网交换机中国市场第三、中国企业级终端 VDI 市场第一、中国企业级 WLAN 市场第二（19.2%）、Wi-Fi 6 品类市场第一。

信创标的：国产化方案的云桌面产品竞争力强，具备自主可控长期逻辑

公司具备自主可控逻辑，覆盖龙芯、兆芯、华为鲲鹏等多款国产方案，认证进度提速，看好升腾自主研发的桌面云产品市场份额提升与国产替代长期逻辑。2019 年，公司升腾威讯云分别完成与兆芯、华为泰山服务器的互认证，信息化创新方案参与政府、军队等国产化桌面云项目，取得初步成效。升腾威讯云的升腾威讯超融合系统 V3.2、升腾威讯桌面云系统 V6.0 分别中标《中央国家机关 2019 年软件协议供货采购项目》；2019 年华为全连接大会，升腾推出基于华为鲲鹏处理器的桌面云整机与云终端。

投资建议

企业级网络设备二线龙头，核心受益于云计算发展+白牌化趋势；信创标的：具备自主可控逻辑，覆盖龙芯、兆芯、华为鲲鹏等多款国产方案，云桌面国产替代将迎来长期发展机遇。我们预计公司 20-21 实现归母净利润 7.9/10.4 亿元，对应 20-21 年 PE 为 29.7X/22.4X，公司近三年 PE-FY1 中枢为 30X，具备估值优势，给予“推荐”评级。

风险提示

国产替代不及预期，5G 建设不及预期，云计算发展不及预期，产业政策风险。

推荐

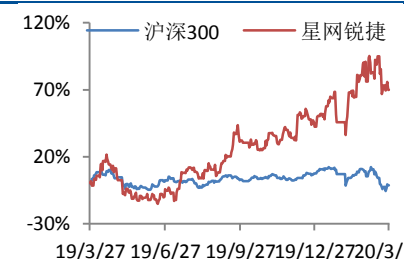
维持评级

当前价格： 40.14

交易数据 2020-03-26

近 12 个月最高/最低	46.09/20.04
总股本（百万股）	583.28
流通股本（百万股）	560.74
流通股比例%	96.14
总市值（亿元）	234.13
流通市值（亿元）	225.08

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127512

邮箱： liuxin@mszq.com

研究助理：包江麟

执业证号： S0100119080002

电话： 021-60876728

邮箱： baojianglin@mszq.com

相关研究

- 1.【民生通信|深度】数据中心 IDC 行业深度研究报告：沧海流量，信息基石
- 2.【民生通信|专题】短期需求叠加长期逻辑，IDC 及云计算产业链投资图谱
- 3.【民生通信|专题】通信全球产业链研究专题

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,266	10,955	13,864	16,550
增长率 (%)	1.5%	18.2%	26.6%	19.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	611	788	1,043	1,310
增长率 (%)	5.2%	28.9%	32.4%	25.6%
每股收益 (元)	1.05	1.35	1.79	2.25
PE (现价)	33.93	29.72	22.44	17.87
PB	4.91	4.67	3.86	3.18

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,266	10,955	13,864	16,550
营业成本	5,717	6,747	8,396	9,884
营业税金及附加	60	74	92	110
销售费用	1,454	1,687	2,121	2,516
管理费用	276	312	383	452
研发费用	1206	1402	1782	2152
EBIT	553	732	1,091	1,437
财务费用	-5	-10	-16	-24
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	34	55	62	66
营业利润	840	1,114	1,474	1,858
营业外收支	22	40	40	40
利润总额	862	1,154	1,514	1,898
所得税	8	35	39	47
净利润	854	1,119	1,475	1,851
归属于母公司净利润	611	788	1,043	1,310
EBITDA	682	345	625	997
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,054	3,346	4,949	6,912
应收账款及票据	1,929	2,286	2,890	3,451
预付款项	74	72	96	111
存货	1,650	1,861	2,352	2,755
其他流动资产	272	280	298	313
流动资产合计	5,978	7,845	10,585	13,541
长期股权投资	146	146	146	146
固定资产	554	204	-217	-615
无形资产	110	36	-50	-132
非流动资产合计	1,672	1,291	842	416
资产合计	7,651	9,136	11,427	13,957
短期借款	22	22	22	22
应付账款及票据	1,890	2,183	2,737	3,214
其他流动负债	843	916	1,179	1,381
流动负债合计	2,755	3,121	3,937	4,617
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	59	59	59	59
非流动负债合计	59	59	59	59
负债合计	2,814	3,181	3,997	4,676
股本	583	583	583	583
少数股东权益	610	941	1,372	1,913
股东权益合计	4,837	5,955	7,430	9,281
负债和股东权益合计	7,651	9,136	11,427	13,957

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	1.5%	18.2%	26.6%	19.4%
EBIT 增长率	29.6%	32.3%	49.0%	31.8%
净利润增长率	5.2%	28.9%	32.4%	25.6%
盈利能力				
毛利率	38.3%	38.4%	39.4%	40.3%
净利润率	9.2%	10.2%	10.6%	11.2%
总资产收益率 ROA	8.0%	8.6%	9.1%	9.4%
净资产收益率 ROE	14.5%	15.7%	17.2%	17.8%
偿债能力				
流动比率	2.17	2.51	2.69	2.93
速动比率	1.54	1.89	2.07	2.31
现金比率	0.75	1.07	1.26	1.50
资产负债率	36.8%	34.8%	35.0%	33.5%
经营效率				
应收账款周转天数	72.13	71.17	71.49	71.38
存货周转天数	105.33	100.70	102.24	101.73
总资产周转率	1.21	1.20	1.21	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.35	1.79	2.25
每股净资产	7.25	8.60	10.39	12.63
每股经营现金流	1.31	0.74	1.01	1.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	33.93	29.72	22.44	17.87
PB	4.91	4.67	3.86	3.18
EV/EBITDA	27.45	58.21	29.59	16.57
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	854	1,119	1,475	1,851
折旧和摊销	128	-387	-466	-440
营运资金变动	-216	-209	-320	-314
经营活动现金流	763	429	587	992
资本开支	-292	808	954	906
投资	20	0	0	0
投资活动现金流	-28	863	1,017	972
股权募资	0	0	0	0
债务募资	21	0	0	0
筹资活动现金流	-302	-1	-1	-1
现金净流量	434	1,291	1,603	1,963

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&通信首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名等。

包江麟，民生证券通信行业研究助理，南京大学产业经济学硕士，本科数学专业，2019年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。