

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

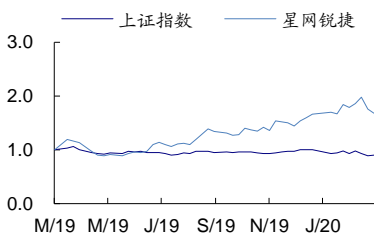
通信

**星网锐捷(002396)**
**买入**

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 30 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	583/561
总市值/流通(百万元)	22,800/21,919
上证综指/深圳成指	2,772/11,856
12个月最高/最低(元)	49.68/19.96

**相关研究报告:**

《星网锐捷-002396-2019 年中报点评: 网络终端业务增长亮眼, 业绩符合市场预期》——2019-08-29

《星网锐捷-002396-深度报告: 低估值二线 ICT 方案供应商》——2019-07-30

《星网锐捷-002396-2018 年报点评: 业绩符合预期, 网络终端业务表现抢眼》——2019-04-03

《星网锐捷-002396-2018 年三季报点评: 业绩接近预告上限, 全年预增 10%-50%》——2018-10-26

《星网锐捷-002396-2018 年中报点评: 业绩接近预告上限, 长期展望稳定》——2018-08-30

**证券分析师: 程成**

电话: 0755-22940300  
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

**联系人: 陈彤**

电话: 0755-81981372  
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 产品结构优化, 交换机+云桌面前景广阔

**● 产品结构优化, 盈利能力持续提升**

公司发布 2019 年年报, 全年实现营业收入 92.66 亿元, 同比增长 1.47%; 实现归母净利润 6.11 亿元, 同比增长 5.16%; 实现扣非归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 19.15% (2018 年同期因处置凯米股权产生较多非经常性投资收益)。每 10 股派发现金红利 1.1 元 (含税)。

公司营收增速下滑主要与通讯产品及其他产品收入同比出现较大下滑有关, 中美贸易摩擦背景下美国市场销售受冲击; 扣非净利润增速高于营收增速主要得益于产品结构优化, 高毛利的企业级网络设备占比提升, 通讯产品、网络终端、视频信息应用等毛利率均实现一定程度的提升。管理费用率、销售费用率、研发费用率同比均有所提升, 与公司进行销售和技术人员扩张有关。

**● 企业级网络设备快速增长, 发力数据中心交换机和无线网络**

企业级网络设备毛利率 46%, 营收占比从 2018 年的 45% 提升至 56%, 带动公司盈利能力提升。数据中心交换机在阿里、腾讯、今日头条和美团等互联网企业以及运营商得到规模应用。伴随数据中心交换机白牌化趋势, 同时进军移动高端路由及交换机市场, 竞争力持续彰显。

**● 国产化浪潮叠加华为鲲鹏助力, 公司桌面云前景广阔**

公司瘦客户机在亚太区域市场销量第一, 且拥有众多国产芯片的桌面整机, 产品覆盖龙芯、兆芯等方案, 推出业内首款鲲鹏桌面云方案, 信创方案参与政府、军队等国产化桌面云项目, 有望持续受益。

**● 投资建议: 看好公司网络设备等业务发展, 维持“买入”评级**

近年来受益于企业信息化、数据中心、智能 POS 等领域的蓬勃发展, 公司各项业务呈百花齐放之势。我们看好公司各项业务发展, 此前预计公司 20-21 年归母净利润为 8.02/9.07 亿元, 调整后 20-22 年归母净利润分别为 7.36/8.70/10.25 亿元, 对应的 PE 分别为 31/26/22 倍, 维持“买入”评级。

**● 风险提示:**

企业级 WLAN 市场竞争加剧; 视频信息应用行业增长不及预期; 中美贸易关系恶化, 对公司出口的通讯产品加征高额关税的风险; 商誉减值风险。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,132	9,266	10,633	12,136	13,487
(+/-%)	18.5%	1.5%	14.8%	14.1%	11.1%
净利润(百万元)	581	611.31	736.34	870.23	1025.16
(+/-%)	23.1%	5.2%	20.5%	18.2%	17.8%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.05	1.26	1.49	1.76
EBIT Margin	16.1%	6.0%	9.6%	10.0%	10.6%
净资产收益率(ROE)	15.8%	14.5%	15.8%	16.8%	17.7%
市盈率(PE)	25.0	37.3	31.0	26.2	22.2
EV/EBITDA	10.9	38.4	23.9	20.3	17.5
市净率(PB)	4.0	5.39	4.88	4.39	3.93

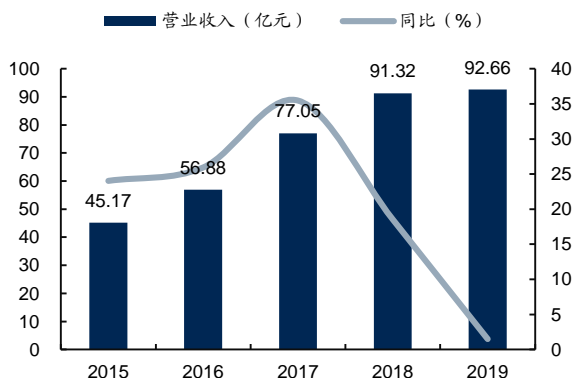
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 产品结构优化，盈利能力持续提升

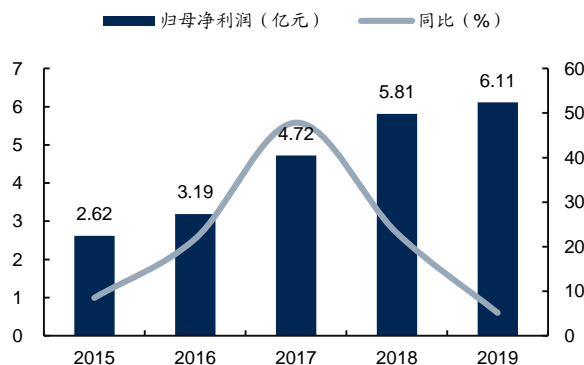
公司发布 2019 年年报，全年实现营业收入 92.66 亿元，同比增长 1.47%；实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 5.16%；实现扣非归母净利润 5.43 亿元，同比增长 19.15%（2018 年同期因处置凯米股权产生较多非经常性投资收益）。每 10 股派发现金红利 1.1 元（含税）。

图 1：公司近年营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司近年净利润及增速（单位：亿元、%）

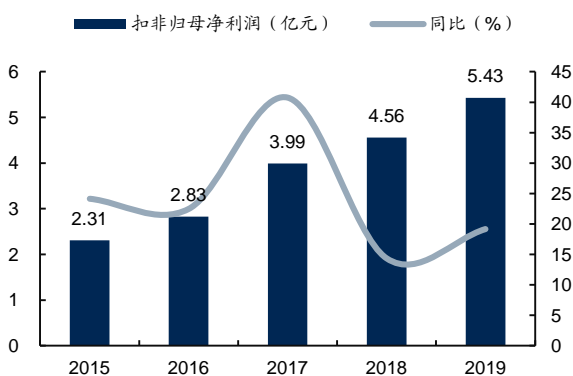


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司营收增速下滑主要与通讯产品及其他产品收入同比出现较大下滑有关，中美贸易摩擦带来美国市场销售的负面影响；扣非净利润增速高于营收增速主要得益于产品结构优化，高毛利的企业级网络设备占比提升，通讯产品、网络终端、视频信息应用等毛利率均实现一定程度的提升。管理费用率、销售费用率、研发费用率同比均有所提升，与公司进行销售和技术人员扩张有关。

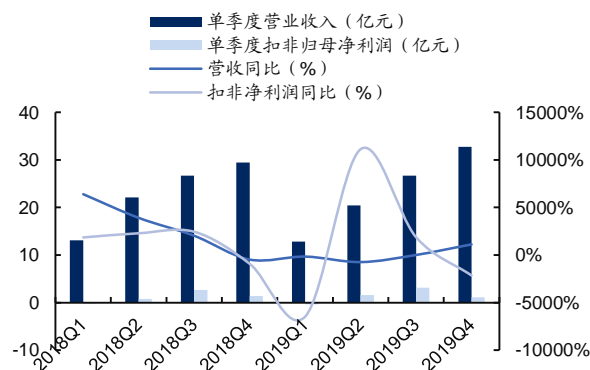
Q4 单季度营收 32.73 亿元，同比增长 11.09%，扣非净利润为 1.09 亿元，同比下降 21.62%，主要受三费率增长的影响。

图 3：公司近年扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



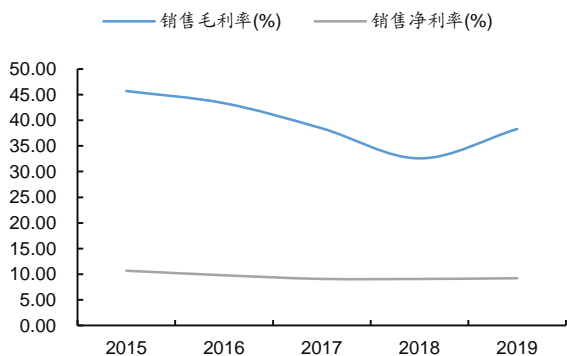
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度经营情况（单位：亿元、%、亿元、%）



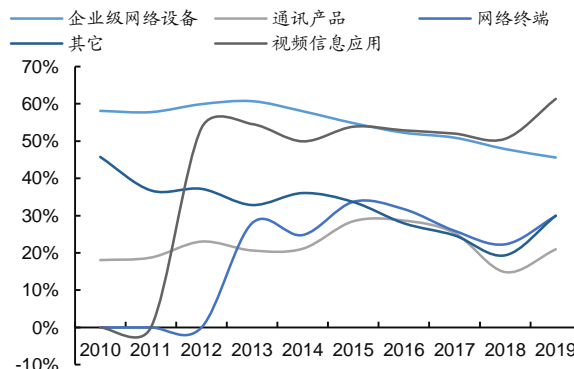
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司近年销售毛利率和销售净利率 (单位: %、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

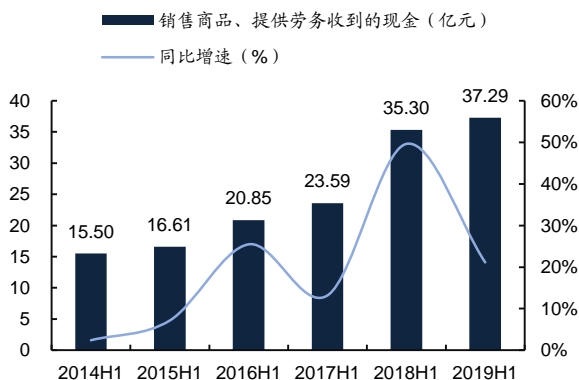
图 6: 公司分业务毛利率变动 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

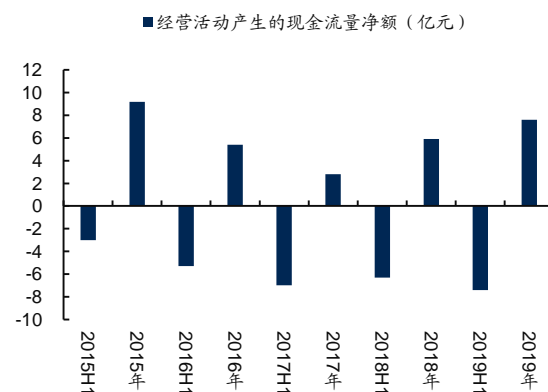
公司提供服务收到的现金流保持较快增长, 产生的现金流净额一般上半年为负, 下半年均恢复到正常水平, 改善明显。全年经营活动产生的现金流量净额 7.63 亿元, 同比增长 28.39%。

图 7: 公司近年收到现金及增速情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品来看, 企业级网络设备收入增长 26.31%, 通讯产品收入下降 25.29%, 网络终端收入增长 5.72%, 视频信息应用收入增长 3.62%, 其他收入下降 34.11%。

分地区来看, 受中美贸易摩擦影响, 海外收入同比下降 34.77%, 公司积极拓展新用户, 优化客户结构, 加大欧洲、东南亚市场的布局力度。国内收入同比增长 10.83%。

从核心子公司营收和净利润来看, 锐捷网络实现营业收入 52.24 亿元, 同比增长 22.4%, 实现净利润 4.05 亿元, 同比增长 15.8%。升腾资讯实现营业收入 18.30 亿元, 同比增长 0.6%, 实现净利润 1.81 亿元, 同比增长 22.2%。2017-2019 年升腾资讯累计实现扣非归母净利润 4.24 亿元, 相较三年的累计承诺目标 3.675 亿元超过 5627.85 万元, 业绩承诺完成率为 115.31%。星网智慧实现营业收入 7.42 亿元, 同比下降 5.7%, 实现净利润 0.66 亿元, 同比增长 23.9%。星网视易实现营收 3.13 亿元, 同比增长 7%, 实现净利润 1.10 亿元, 同比增长 30.8%。2017-2019 年星网视易累计实现扣非净利润为 2.5 亿元, 相较三年的累计承诺目标 2.47 亿元超过 313.85 万元, 业绩承诺完成率为 101.27%。

## 企业级网络设备快速增长，发力数据中心交换机和无 线网络

企业级网络设备实现营收 51.7 亿元，营收占比从 2018 年的 45% 提升至 56%，毛利率 46%，相对稳定，带动公司盈利能力提升。数据中心交换机在阿里、腾讯、今日头条和美团等互联网企业以及运营商得到规模应用。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 WLAN 是在占有率第二、Wi-Fi6 品类市场份额第一。根据计世网排名，推介网络的企业级网络设备服务满意度第一。随着 SDN、SD-WAN 等技术在水中心逐渐应用，对于白牌交换机的需求日趋旺盛，白牌交换机具有灵活、高效、成本低等优势。伴随数据中心交换机白牌化趋势，同时进军移动高端路由及交换机市场，竞争力持续彰显。随着国内 5G 应用和云厂商数据中心的发张，公司有望持续受益。

## 国产化浪潮叠加华为鲲鹏助力，公司桌面云前景广阔

升腾资讯的瘦客户机在亚太区域市场销量第一，中国市场销量第一。瘦客户机对商用 PC 的替代体量巨大，未来成长趋势乐观。此外，公司作为自主研发的桌面云领先厂商，拥有众多国产芯片的桌面整机，产品覆盖龙芯、兆芯等方案，推出业内首款鲲鹏桌面云方案，信创方案参与政府、军队等国产化桌面云项目，有望持续受益。

## 投资建议：看好公司网络设备等业务发展，维持“买 入”评级

近年来受益于企业信息化、数据中心、智能 POS 等领域的蓬勃发展，公司各项业务呈百花齐放之势。我们看好公司各项业务发展，此前预计公司 20-21 年归母净利润为 8.02/9.07 亿元，调整后 20-22 年归母净利润分别为 7.36/8.70/10.25 亿元，对应的 PE 分别为 31/26/22 倍，维持“买入”评级。

**可比公司估值对比：**选取同行业紫光股份、深信服、拓邦股份作为比较对象，可比公司 2019 年至 2021 年平均 PE 分别为 48/38/29 倍，公司估值水平略低于平均估值。可比公司中，紫光股份旗下新华三在企业级网络设备领域市场份额比公司更高，具有一定优势，深信服盈利能力较强，毛利率、ROE 较高，因此享有一定溢价。公司业务相对多元且增速相对缓慢，对股价有一定压制作用。

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 3 月 27 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	当前股价 (元/股)	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000938	紫光股份	42	36.69	0.92	1.14	1.47	40	32	25
300454	深信服	87	160.69	1.89	2.37	3.22	85	68	50
002139	拓邦股份	18	5.86	0.33	0.38	0.50	18	15	12
	<b>平均</b>	<b>49</b>					<b>48</b>	<b>38</b>	<b>29</b>
002396	星网锐捷	37	39.09	1.05	1.26	1.49	37	31	26

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测（除星网锐捷外，其他公司采用 WIND 一致预期；除紫光股份外，其他公司的 2019 年 EPS 均采用公告值）

## 风险提示

企业级 WLAN 市场竞争加剧；视频信息应用行业增长不及预期；中美贸易关系恶化，对公司出口的通讯产品加征高额关税的风险；商誉减值风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2054	2315	2620	3223	营业收入	9266	10633	12136	13487
应收款项	1983	2384	2643	2949	营业成本	5717	6402	7390	8258
存货净额	1650	1767	2011	2304	营业税金及附加	60	64	73	81
其他流动资产	269	316	393	410	销售费用	1454	1552	1723	1888
<b>流动资产合计</b>	<b>5978</b>	<b>6804</b>	<b>7688</b>	<b>8909</b>	管理费用	1482	1599	1740	1825
固定资产	630	761	875	977	财务费用	(5)	0	0	0
无形资产及其他	110	106	102	97	投资收益	34	34	34	34
投资性房地产	787	787	787	787	资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
长期股权投资	146	183	233	268	其他收入	242	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7651</b>	<b>8641</b>	<b>9685</b>	<b>11037</b>	营业利润	840	1050	1244	1469
短期借款及交易性金融负债	22	57	39	48	营业外净收支	22	20	20	20
应付款项	1890	2159	2412	2738	<b>利润总额</b>	<b>862</b>	<b>1070</b>	<b>1264</b>	<b>1489</b>
其他流动负债	843	906	980	1129	所得税费用	8	32	38	45
<b>流动负债合计</b>	<b>2755</b>	<b>3122</b>	<b>3431</b>	<b>3916</b>	少数股东损益	243	301	356	419
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>611</b>	<b>736</b>	<b>870</b>	<b>1025</b>
其他长期负债	59	59	59	59					
<b>长期负债合计</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2814</b>	<b>3182</b>	<b>3490</b>	<b>3975</b>	净利润	611	736	870	1025
少数股东权益	610	791	1004	1256	资产减值准备	7	2	5	5
股东权益	4227	4669	5191	5806	折旧摊销	113	71	85	98
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7651</b>	<b>8641</b>	<b>9685</b>	<b>11037</b>	公允价值变动损失	(6)	0	0	0
					财务费用	(5)	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	28	(230)	(248)	(136)
每股收益	1.05	1.26	1.49	1.76	其它	124	179	209	247
每股红利	0.48	0.50	0.60	0.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>877</b>	<b>758</b>	<b>921</b>	<b>1238</b>
每股净资产	7.25	8.00	8.90	9.95	资本开支	(163)	(200)	(200)	(200)
ROIC	13%	21%	23%	26%	其它投资现金流	(22)	0	0	0
ROE	14%	16%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(200)</b>	<b>(238)</b>	<b>(250)</b>	<b>(234)</b>
毛利率	38%	40%	39%	39%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	10%	10%	11%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(282)	(295)	(348)	(410)
收入增长	1%	15%	14%	11%	其它融资现金流	306	35	(18)	9
净利润增长率	5%	20%	18%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(259)</b>	<b>(366)</b>	<b>(401)</b>
资产负债率	45%	46%	46%	47%	<b>现金净变动</b>	<b>420</b>	<b>261</b>	<b>305</b>	<b>603</b>
息率	1.2%	1.3%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	1634	2054	2315	2620
P/E	37.3	31.0	26.2	22.2	货币资金的期末余额	2054	2315	2620	3223
P/B	5.4	4.9	4.4	3.9	企业自由现金流	526	626	811	1154
EV/EBITDA	38.4	23.9	20.3	17.5	权益自由现金流	832	662	793	1162

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032