

星网锐捷 (002396)

证券研究报告
2020年04月03日

产品结构优化提升盈利能力，云计算+信创为公司长期成长核心逻辑

事件：公司发布年报，2019 年营收 92.7 亿元，同比增长 1.47%；归母净利润为 6.11 亿元，同比增长 5.16%；扣非净利润 5.43 亿元，同比增长 19.15%。

业绩符合市场预期，扣非业绩快速增长，看好长期成长趋势

Q4 收入增长靓丽。公司 2019Q4 收入 32.7 亿元，同比增长 11.1%，其一，扭转了前三个季度下滑的态势；其二，Q4 基数最高的季度实现两位数增长，不考虑产品结构优化带来的影响，估计收入增速更高。

业绩符合预期。公司 2019 业绩为 6.11 亿元，同比增长 5.16%，保持稳定增长，扣非归母净利润 5.43 亿元，同比增长 19.15%。其中，19 年投资收益 3358 万元，同比去年 1.2 亿元（主要系凯米网络的被动处置股权收益与剩余股权按公允价值重新计量产生的利得所致）大幅下降。

产品结构持续优化，盈利能力大幅提升

具体看，2019 年营收 92.7 亿元，同比增长 1.47%，其中企业网络设备 51.7 亿元，同比增长 26.31%；网络终端 13.5 亿元，同比增长 5.72%；通讯产品 13.8 亿元（Modem、物联网模组等），同比下滑 25.3%；视频信息应用 2.86 亿元（KTV 点歌系统），同比增长 3.62%。

2019 年公司整体毛利率 38.3%，同比提升 5.7 个百分点，产品结构优化显著。其中网络终端毛利率 29.93%，同比提升 7.6 个百分点；通讯产品毛利率 21%，同比提升 6.1 个百分点；视频信息应用毛利率 61.3%，同比提升 10.7 个百分点。企业网络设备毛利率 45.6%，同比下降 2.3 个百分点，预计为数据中心交换机产品占比迅速提升所致。

综合看，公司高毛利产品快速增长、低毛利业务缩减，产品结构显著优化。营收端网络设备业务表现凸出，利润端星网锐捷盈利能力大幅提升，随着 K 米商业持续变现，未来业绩有望持续快速增长。

云计算+信创为公司长期成长核心逻辑，看好公司长期价值。

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！

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，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。略微调整公司 2010-2021 年盈利预测为 8.16 亿、10.64 亿元为（原值为 8.15 亿和 10.64 亿元），同时预计 2022 年净利润为 12.9 亿元，对应 2020 年 27 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争激烈导致产品价格下降，国产替代进度低于预期等

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	36.7 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)	21,406.39
流通 A 股市值(百万元)	20,579.17
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	36.78
一年内最高/最低(元)	49.68/19.96

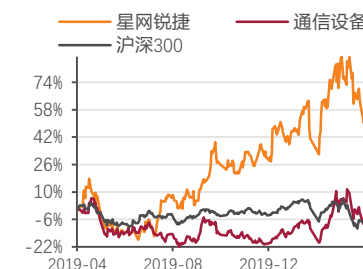
作者

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

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《星网锐捷-公司点评:鲲鹏产业的深度参与者，信创快速打开成长空间》 2020-03-23
- 《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
- 《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

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,131.57	9,265.77	11,319.29	13,529.52	15,757.76
增长率(%)	18.51	1.47	22.16	19.53	16.47
EBITDA(百万元)	1,672.83	1,912.61	1,194.55	1,543.90	1,863.03
净利润(百万元)	581.30	611.31	816.30	1,063.83	1,289.90
增长率(%)	23.08	5.16	33.53	30.32	21.25
EPS(元/股)	1.00	1.05	1.40	1.82	2.21
市盈率(P/E)	37.74	35.89	26.87	20.62	17.01
市净率(P/B)	5.96	5.19	4.39	3.65	3.03
市销率(P/S)	2.40	2.37	1.94	1.62	1.39
EV/EBITDA	5.16	9.81	16.27	12.26	9.54

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,633.70	2,054.03	2,976.27	4,000.69	5,630.24
应收票据及应收账款	1,914.29	1,928.66	2,158.86	2,726.80	2,963.50
预付账款	39.02	73.83	41.51	102.04	70.86
存货	1,542.49	1,649.79	1,810.38	2,326.91	2,497.88
其他	359.68	272.02	415.39	337.64	424.01
流动资产合计	5,489.19	5,978.34	7,402.41	9,494.08	11,586.49
长期股权投资	130.81	145.52	145.52	145.52	145.52
固定资产	564.77	554.03	577.39	607.79	629.42
在建工程	2.41	75.78	81.47	96.88	88.13
无形资产	128.67	136.62	109.76	82.90	56.04
其他	683.26	760.34	680.07	593.91	649.98
非流动资产合计	1,509.92	1,672.30	1,594.21	1,527.01	1,569.09
资产总计	6,999.11	7,650.63	8,996.62	11,021.08	13,155.58
短期借款	41.18	21.71	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,907.40	1,889.75	2,339.35	2,717.33	3,179.63
其他	722.63	843.40	655.46	856.77	776.72
流动负债合计	2,671.21	2,754.86	2,994.81	3,574.10	3,956.34
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	63.55	59.25	60.00	60.00	60.00
非流动负债合计	63.55	59.25	60.00	60.00	60.00
负债合计	2,734.76	2,814.12	3,054.81	3,634.10	4,016.34
少数股东权益	586.16	609.79	943.21	1,377.73	1,904.59
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	685.67	686.45	686.45	686.45	686.45
留存收益	3,092.36	3,639.84	4,415.33	5,425.97	6,651.37
其他	(683.12)	(682.83)	(686.45)	(686.45)	(686.45)
股东权益合计	4,264.35	4,836.52	5,941.81	7,386.98	9,139.24
负债和股东权益总	6,999.11	7,650.63	8,996.62	11,021.08	13,155.58

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	828.75	854.16	816.30	1,063.83	1,289.90
折旧摊销	124.74	128.26	57.82	61.04	63.98
财务费用	2.25	0.20	(2.60)	(3.64)	(9.06)
投资损失	(120.44)	(33.58)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(605.98)	(321.45)	(159.16)	(401.79)	(136.69)
其它	365.03	135.47	333.42	434.52	526.86
经营活动现金流	594.34	763.06	995.78	1,103.98	1,684.99
资本支出	226.40	203.03	59.25	80.00	50.00
长期投资	98.30	14.71	0.00	0.00	0.00
其他	(803.00)	(246.08)	(69.25)	(110.00)	(50.00)
投资活动现金流	(478.31)	(28.34)	(10.00)	(30.00)	0.00
债权融资	92.17	21.71	0.00	0.00	0.00
股权融资	6.39	15.12	5.49	10.14	15.56
其他	(235.64)	(339.30)	(69.03)	(59.69)	(70.99)
筹资活动现金流	(137.08)	(302.47)	(63.54)	(49.56)	(55.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(21.05)	432.25	922.24	1,024.42	1,629.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,131.57	9,265.77	11,319.29	13,529.52	15,757.76
营业成本	6,157.22	5,717.07	6,920.34	8,274.57	9,649.57
营业税金及附加	60.09	59.68	67.92	81.18	94.55
营业费用	1,219.84	1,453.95	1,697.89	1,961.78	2,206.09
管理费用	226.50	275.58	311.28	338.24	393.94
研发费用	1,041.00	1,206.22	1,245.12	1,440.89	1,654.57
财务费用	(15.00)	(5.05)	(2.60)	(3.64)	(9.06)
资产减值损失	29.06	(23.77)	(10.00)	0.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	(17.67)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	120.44	33.58	50.00	50.00	50.00
其他	(574.66)	(274.12)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	867.09	840.29	1,139.34	1,486.49	1,808.11
营业外收入	3.90	30.06	30.00	35.00	35.00
营业外支出	2.28	8.11	8.00	8.00	8.00
利润总额	868.71	862.24	1,161.34	1,513.49	1,835.11
所得税	39.97	8.08	11.61	15.13	18.35
净利润	828.75	854.16	1,149.72	1,498.36	1,816.76
少数股东损益	247.44	242.85	333.42	434.52	526.86
归属于母公司净利润	581.30	611.31	816.30	1,063.83	1,289.90
每股收益(元)	1.00	1.05	1.40	1.82	2.21

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	18.51%	1.47%	22.16%	19.53%	16.47%
营业利润	17.68%	-3.09%	35.59%	30.47%	21.64%
归属于母公司净利润	23.08%	5.16%	33.53%	30.32%	21.25%
获利能力					
毛利率	32.57%	38.30%	38.86%	38.84%	38.76%
净利率	6.37%	6.60%	7.21%	7.86%	8.19%
ROE	15.80%	14.46%	16.33%	17.70%	17.83%
ROIC	46.15%	36.41%	49.90%	58.80%	59.30%
偿债能力					
资产负债率	39.07%	36.78%	33.96%	32.97%	30.53%
净负债率	-36.15%	-42.02%	-50.09%	-54.16%	-61.61%
流动比率	2.05	2.17	2.47	2.66	2.93
速动比率	1.48	1.57	1.87	2.01	2.30
营运能力					
应收账款周转率	4.98	4.82	5.54	5.54	5.54
存货周转率	6.29	5.81	6.54	6.54	6.53
总资产周转率	1.36	1.26	1.36	1.35	1.30
每股指标(元)					
每股收益	1.00	1.05	1.40	1.82	2.21
每股经营现金流	1.02	1.31	1.71	1.89	2.89
每股净资产	6.31	7.25	8.57	10.30	12.40
估值比率					
市盈率	37.74	35.89	26.87	20.62	17.01
市净率	5.96	5.19	4.39	3.65	3.03
EV/EBITDA	5.16	9.81	16.27	12.26	9.54
EV/EBIT	5.54	10.43	17.10	12.77	9.88

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