

星网锐捷 (002396.SZ) 边缘计算大有可为，抢占先机助力腾飞

2020年04月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

赵良毕 (分析师)

戴晶晶 (联系人)

zhaoliangbi@kysec.cn

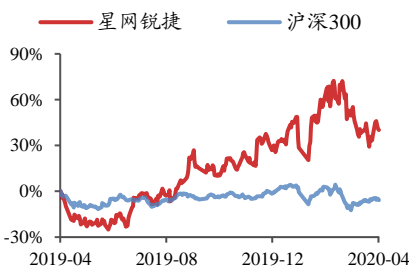
daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790120040005

日期	2020/4/24
当前股价(元)	37.46
一年最高最低(元)	49.68/19.96
总市值(亿元)	218.50
流通市值(亿元)	210.05
总股本(亿股)	5.83
流通股本(亿股)	5.61
近3个月换手率(%)	201.17

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 边缘计算网络设备放量促公司业绩边际改善，首次覆盖给予“买入”评级

国家 5G 政策不断加码，受益于 5G 商用进程加快，5G 应用有望迎来快速发展期，带来数据流量爆发增长，边缘计算应运而生。边缘计算是将计算能力下沉到边缘节点，相比集中式计算来说，边缘计算涉及的数据中心节点数更多，从而进一步拉动相关网络设备需求放量。公司较早布局边缘计算相关的白牌化交换机产品并占有较高市场份额，随着阿里巴巴、中国移动为代表的互联网和运营商持续加码边缘计算数据中心，公司作为核心供应商将持续受益，经营业绩有望边际改善。我们预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 7.46/9.21/11.65 亿元，同比增长为 22.0%/23.4%/26.6%，EPS 为 1.28/1.58/2.00 元，对应 PE 分别为 29.3/23.7/18.7 倍，相对可比公司，星网锐捷存在一定估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 边缘计算交换机市场空间巨大，公司经营业绩有望超预期

IDC 数据显示 2019 年中国交换机市场同比增长 18.5%，增长主要来自数据中心，数据中心交换机占比达到 41.4%，数据中心交换机仍处于快速发展阶段。随着 5G 独立组网建设全面铺开，5G 的行业应用不仅包括高带宽业务，在低时延方面会进一步突破，边缘计算能有效降低网络时延，在 5G 行业应用中将大放异彩，带来边缘计算数据中心需求激增。公司企业级网络设备较早布局边缘计算涉及的网络产品，并不断保持行业技术领先优势，随着边缘计算交换机市场需求放量，公司市场份额有望提升，带来经营业绩有望超预期。

● 公司毛利率稳步提升，多业务协同发展高增长可期

公司结合自身优势，在多业务领域发力，大力发展智慧通讯、智慧云、智慧娱乐、智慧支付等核心应用，并不断拓展客户至政府、教育部门以及金融机构等。随着产品的不断升级以及业务向高价值转型，公司的毛利率稳步提升（2019 年毛利率达 38.3%，同比增长 5.7%），随着公司产品多元化、协同化快速发展，公司市场空间有望进一步打开，带来业绩高增长可期。

● 风险提示：疫情影响订单影响；技术风险；产品竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,132	9,266	11,122	13,672	17,031
YOY(%)	18.5	1.5	20.0	22.9	24.6
净利润(百万元)	581	611	746	921	1,165
YOY(%)	23.1	5.2	22.0	23.4	26.6
毛利率(%)	32.6	38.3	38.3	38.3	38.3
净利率(%)	6.4	6.6	6.7	6.7	6.8
ROE(%)	19.4	17.7	17.8	17.9	18.3
EPS(摊薄/元)	1.00	1.05	1.28	1.58	2.00
P/E(倍)	37.6	35.7	29.3	23.7	18.7
P/B(倍)	5.9	5.2	4.5	3.8	3.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 星网锐捷—国内领先的 ICT 企业	4
1.1、 公司深耕网络设备行业二十年	4
1.2、 公司股权结构稳定，实控人为福建国资委	4
1.3、 公司主营业务聚焦于企业级网络设备	5
1.4、 公司主要财务指标运营稳健	7
1.4.1、 公司各项财务指标保持良好态势	7
1.4.2、 行业内对比，关键经营指标处于优势地位	8
2、 5G 商用推进，核心技术边缘计算发展再加速	9
2.1、 5G 应用推动边缘计算发展	9
2.2、 全球边缘计算市场方兴未艾，公司业务潜力十足	9
3、 交换机业务服务边缘计算，市场占有率有望进一步提升	11
3.1、 中国交换机市场空间巨大，市场增速高于全球	11
3.2、 业务获各界订单认可，公司交换机优势突出	11
3.3、 公司研发投入持续上升，助力核心竞争力领先	12
3.4、 近几年运营商集采公司中标份额靠前，未来有望延续	12
4、 盈利预测与投资建议	13
4.1、 核心假设	13
4.2、 盈利预测与估值	13
5、 风险提示	14
附： 财务预测摘要	15

图表目录

图 1： 星网锐捷股权结构稳定，实控人为福建省国资委	5
图 2： 子公司为星网锐捷开拓各领域市场	5
图 3： 公司销售产品以企业级网络设备为主	6
图 4： 企业级网络设备毛利率远超公司产品整体毛利率	6
图 5： 企业级网络设备营业收入为公司营收主成分	6
图 6： 公司归母净利润持续上涨	7
图 7： 营业总收入和研发费用持续增加	7
图 8： ROE 和 ROA 持续上扬态势	8
图 9： 销售毛利率凸显公司盈利能力	8
图 10： 销售毛利率在行业处于领先地位	8
图 11： PE 和 PB 处于行业较优势地位	8
图 12： ROE 和 ROA 保持行业领先地位	9
图 13： 全球边缘计算市场规模以硬件为主	10
图 14： 边缘计算技术逐渐演进	10
图 15： 边缘计算“云-边-端”协同	10
图 16： 2016-2021 全球数据流量飞速增长	11
图 17： 研发投入金额持续上升	12
表 1： 公司深耕行业二十年	4
表 2： 公司近几年三大运营商交换机集采中标情况：份额靠前	13

表 3: 可比公司估值: 星网锐捷存在一定估值优势	14
---------------------------------	----

1、星网锐捷--国内领先的 ICT 企业

1.1、公司深耕网络设备行业二十年

星网锐捷是国内领先的 ICT 企业，是国家首批技术创新企业，公司多次入选和承接国家重大科研项目，具备行业技术领先优势。公司前身是 1996 年成立的福建实达终端设备有限公司，后更名为福建实达网络科技有限公司，2003 年正式启用“星网锐捷”品牌，2010 年深交所上市。

表1: 公司深耕行业二十年

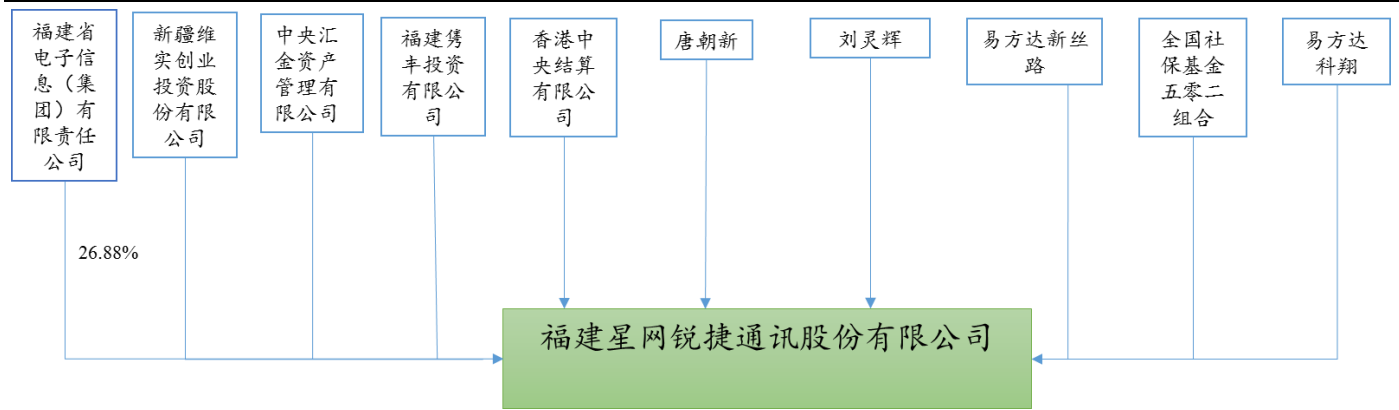
时间	事件
1996 年 11 月 11 日	福建实达终端设备有限公司成立，属于中外合资经营企业
2003 年	正式启用“星网锐捷”品牌
2005 年 9 月	国家商务部商批公司转为外商投资股份有限公司
2006 年 9 月	公司宣布购入厦门青年网络有限公司 55% 股权，青年网络正式成为我司旗下控股企业之一，至此，星网锐捷将进一步完善和加强在通讯领域的产业布局
2006 年 9 月	公司出资收购上海爱伟迅数码科技公司 51% 的股权，爱伟迅的加盟将有助于增强星网锐捷在视讯领域的综合竞争力
2010 年 6 月 23 日	福建星网锐捷通讯股份有限公司（股票代码：002396）成功在深交所挂牌上市，成为一家以自主创新打造核心竞争力公众公司
2011 年	星网锐捷安防科技有限公司正式成立，全面开拓安防市场
2011 年	锐捷网络深度布局云计算产业，不仅推出基于 100G 平台的下一代数据中心与云计算交换机，同时中标阿里巴巴云计算数据中心项目
2014 年	星网锐捷陆续启动大宗并购案，继完成对睿云联（厦门）网络通讯技术有限公司的并购，进一步提升公司统一通信与协同产品的市场竞争优势
2014 年	公司以自有资金 2.4 亿元收购四创软件 40% 的股权，进军新兴的防灾减灾信息化市场
2014 年	星网锐捷再度对业内知名无线数据接入终端产品和解决方案厂商德明通讯启动并购，切入 4G 及通讯上游市场
2015 年	星网锐捷成立全新控股子公司——福建星网智慧科技股份有限公司
2015 年	升腾资讯联合国内知名综合性互联网金融集团拉卡拉组建战略联盟，重磅发力移动互联网支付市场，强势推出拉卡拉云平台及互联网 POS+ V8 等互联网 POS+ 系列产品
2019 年 6 月	公司向商务主管部门申请注销外商投资企业备案，公司企业类型变为内资企业

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司股权结构稳定，实控人为福建国资委

公司第一大股东是福建省电子信息（集团）有限责任公司，占股比例 26.88%，实际控制人是福建省国资委，股权结构清晰且稳定。其次，新疆维实创业投资股份有限公司和中央汇金资产管理公司分别控股 4.42% 和 3.67%。

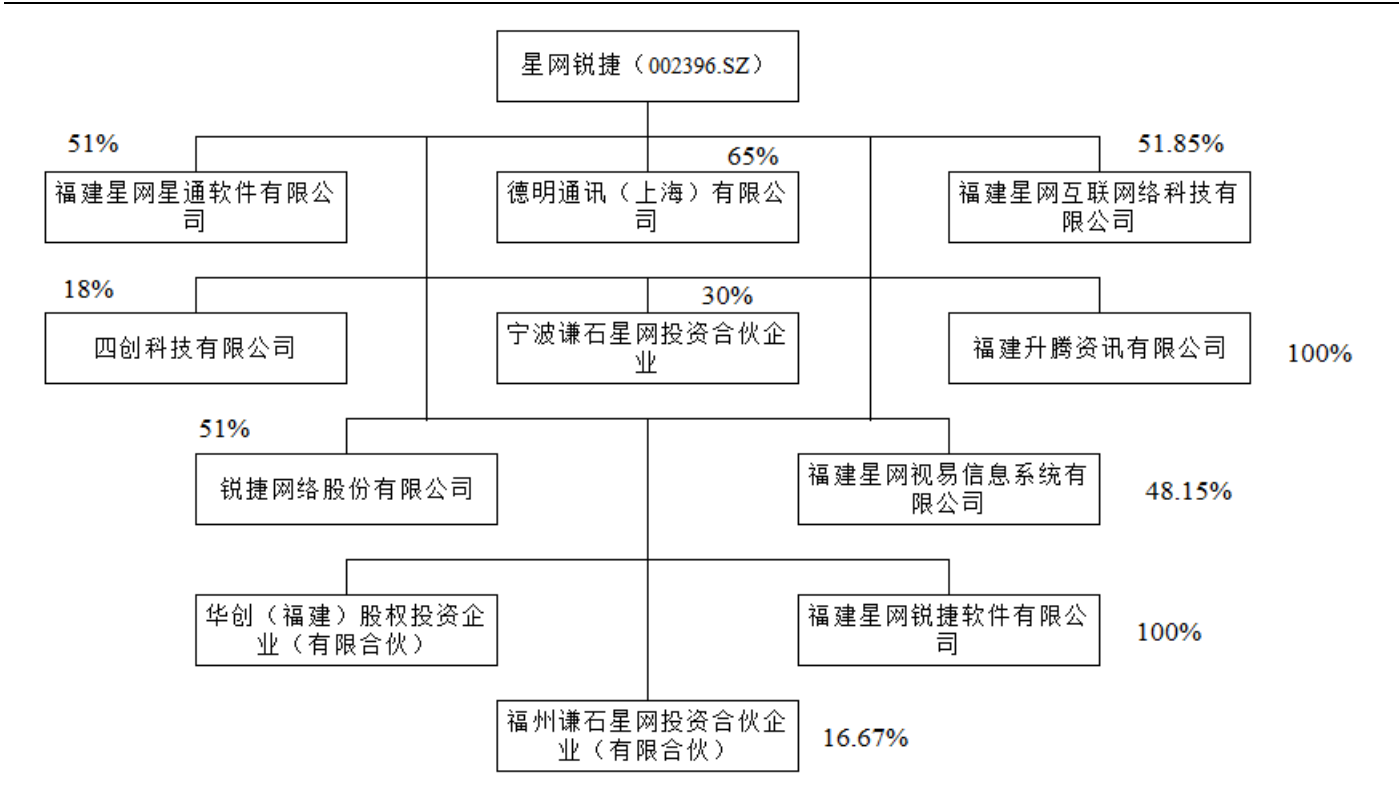
图1: 星网锐捷股权结构稳定, 实控人为福建省国资委



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司通过子公司开拓各领域市场。截止 2019 年, 公司主要控股 11 家公司, 其中福建升腾资讯有限公司和福建星网锐捷软件有限公司为 100% 控股, 控股公司主要为星网锐捷开拓各领域市场。公司通过并购达到业务多样化发展, 提升市场综合竞争力。

图2: 子公司为星网锐捷开拓各领域市场



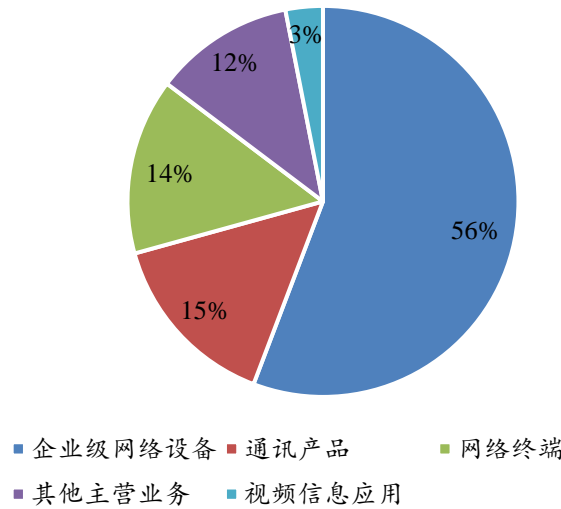
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3. 公司主营业务聚焦于企业级网络设备

公司主要发力于企业级网络设备(主要产品是交换机和路由器)、网络终端(主要产品是瘦客户机)、通讯设备(主要产品是无线固话终端和宽带接入终端)、视频信息应用(主要产品是 KTV 娱乐信息系统、IPTV 机顶盒等), 细分业务有智慧金融、智慧云、智慧网络、智慧通讯、智慧娱乐、智慧物联、智慧生活等, 其中企业级网络

设备为公司营业收入最主要构成，占比 55.7%。

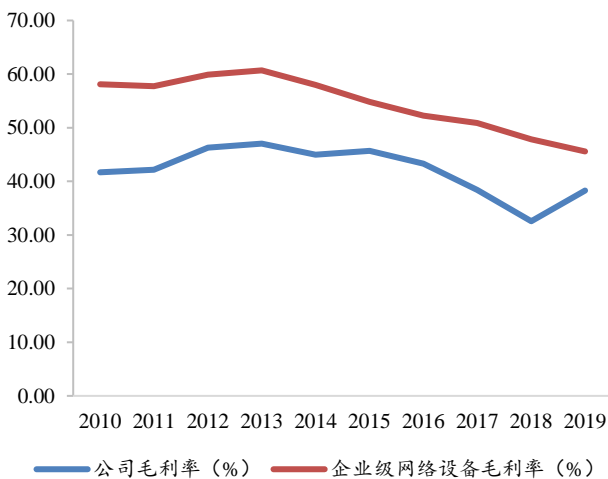
图3: 公司销售产品以企业级网络设备为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

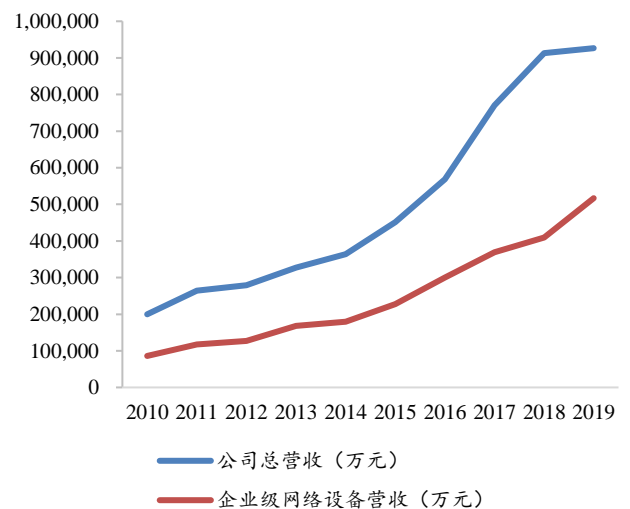
公司持续发力于高毛利企业级网络设备业务。2019 年，公司企业级网络设备收入为 516867.3 万元，主要包括路由器、交换机，作为公司营业收入的主要组成部分，企业级网络设备毛利率高达 50% 以上。随着交换机市场需求放量，公司保持行业领先技术优势，交换机业务存在进一步上升空间。数据中心交换机在运营商及互联网企业得到规模应用，根据 IDC 数据，锐捷网络以太网交换机在中国市场排名第三、中国企业级终端 VDI 市场份额第一、中国企业级 IT 业务综合运维管理平台软件市场排名第一、WLAN 市场占有率第二、Wi-Fi 6 品类市场份额第一。

图4: 企业级网络设备毛利率远超公司产品整体毛利率



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图5: 企业级网络设备营业收入为公司营收主成分



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

公司网络终端业务处于行业领先地位。根据 IDC 数据显示，瘦客户机亚太区域市场销量第一，中国区市场销量第一。除传统终端外，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，推出业内首款鲲鹏桌面云方案。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。智能终端产品全面入围五大

行、邮政、人寿、人保。

视频信息应用业务覆盖视频应用产业链上下游。视频信息业务作为公司传统优势业务，发展的 K 米品牌联网商家高达 2.8 万家，是中国占有率最高的 KTV 服务运营商，其次，公司将云计算等技术融入智慧娱乐应用场景，推出“魔云 9”与“魔镜 3”两大互动娱乐系统和推出超过 20 款机顶盒，进一步探索场景应用和提升市场占有率。

通讯产品业务搭乘 5G 东风，有望迎来新一轮业务高增长。智慧通讯业务搭乘 5G 发展东风，公司紧紧围绕 5G 发展战略，积极布局，提出了多款基于 5G 技术的解决方案，深化与运营商合作；丰富云视讯等产品，推动与政府等机构合作，扩大市场应用规模。在智慧社区领域，重点针对地产开发商，持续开拓精装楼盘的智能家居大项目机会，通过与 BAT 相关平台的互联互通，形成可落地、价值可量化的智慧社区云平台，为业务的未来快速发展打下良好基础。

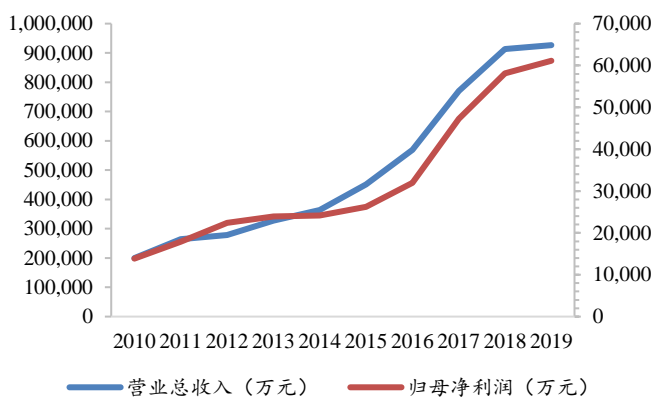
其他业务中智慧支付业务也是亮点。2019 年，公司云支付以多元化的产品矩阵为新引擎，跨界数字零售领域；同时深耕行业，在保持公司在第三方支付市场领先优势的同时，在银联、商业银行等项目广泛落地，实现了商业银行市场与第三方支付运营商市场双足鼎立的市场结构。

1.4、公司主要财务指标运营稳健

1.4.1、公司各项财务指标保持良好态势

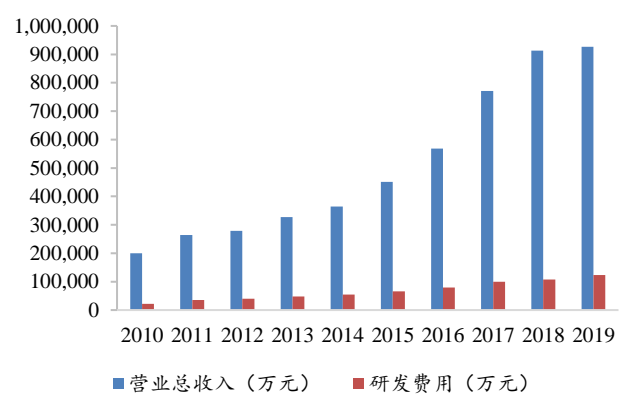
公司营业收入持续上升。2019 年，公司营业总收入为 926,576 万元，归母净利润 54,325 万元，同比 2018 年增长 19.15%。2019 年是 5G 商用化元年，企业对于通信应用设备和云计算需求增长，伴随着边缘计算和物联网推进，未来公司营业收入将进一步增长。公司 ROE 和 ROA 保持较高位水平，分别为 15.49%和 11.66%，在销售毛利率上，公司近十年保持较高销售毛利率，达到 35%以上；随着公司产品结构优化，高毛利产品例如网络终端设备等占比增加，未来整体业绩有望持续向好。

图6：公司归母净利润持续上涨



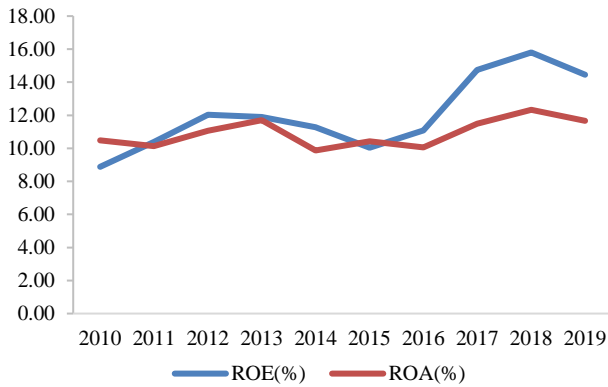
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：营业总收入和研发费用持续增加



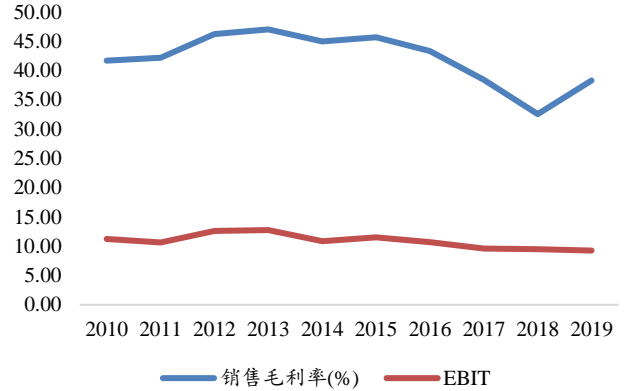
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8: ROE 和 ROA 呈现上扬态势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 销售毛利率凸显公司盈利能力

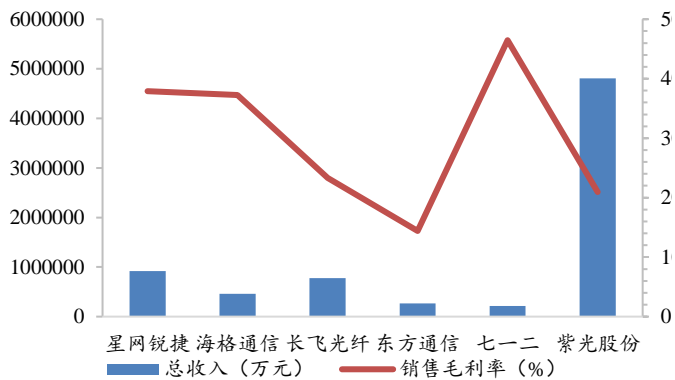


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4.2、行业内对比，关键经营指标处于优势地位

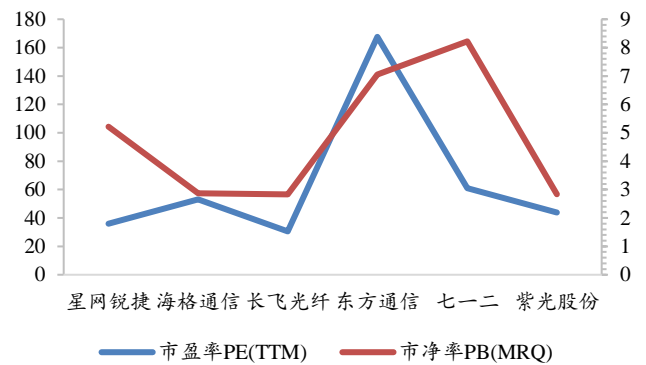
星网锐捷作为优质的 ICT 服务商，专注于云计算和交换机领域，财务指标处于同行业优势地位。公司 ROE 和 ROA 处于行业领先地位，ROE 和 ROA 值分别为 15.49% 和 11.66%，公司具备优秀的盈利能力。公司目前 PE 估值在同行业企业中处于低位，PE 值和 PB 值分别为 31.47 和 5.21 倍。得益于公司长期积累的技术优势以及多元化产品，销售毛利率位于行业上游。

图10: 销售毛利率在行业处于领先地位

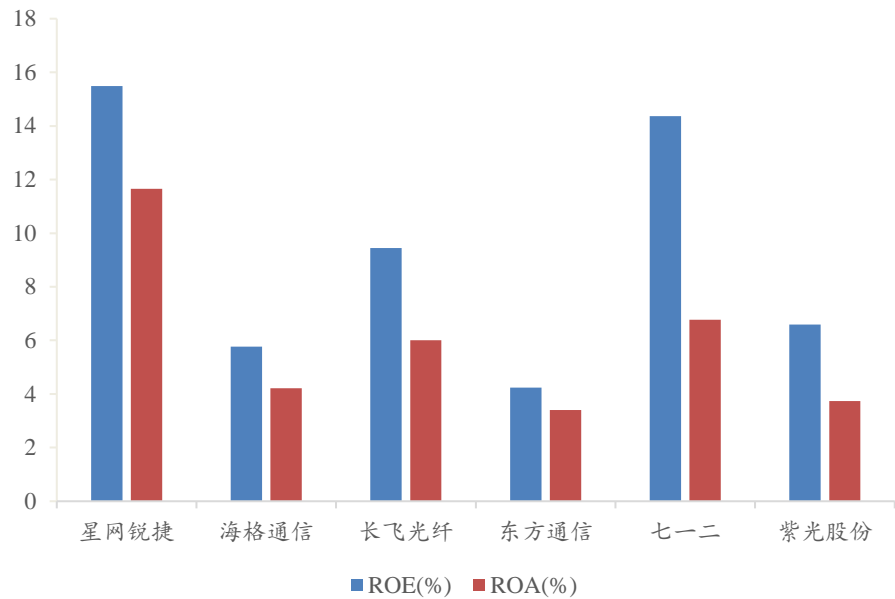


数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: PE 和 PB 处于行业较优势地位



数据来源: Wind 一致预测、开源证券研究所

图12: ROE 和 ROA 保持行业领先地位


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、5G 商用推进，核心技术边缘计算发展再加速

2.1、5G 应用推动边缘计算发展

政策推动 5G 发展，5G 应用促进边缘计算发展。2020 年中央政治局会议先后多次提到推动和加快 5G 的建设和发展，为行业发展迎来契机，相关产业链迎来机遇。边缘计算作为 5G 的核心技术，市场前景广阔。根据 ETSI 定义，边缘计算指具备网络、计算、存储等的开放平台，在靠近人、物或数据一端提供边缘计算服务，满足实时业务、数据优化和应用智能等需求。

数据流量爆发促边缘计算发展。新基建推进使数据量倍增，增加数据处理压力，边缘计算的出现以及需求骤增具有合理性。随着 5G 发展，与 5G 配套的车联网、物联网和智慧医疗等各产业将进入快速发展阶段，根据云计算结构，大量的数据量将会超过云计算的能力以及造成延迟。受限制于数据中心数据处理量以及绿色发展目标，边缘计算能力是系统不可或缺的一部分。在传统云计算未能满足需求的前提下，边缘计算成为另外的解决途径，叠加下游终端场景多元化发展，边缘计算发展潜力将被打开。

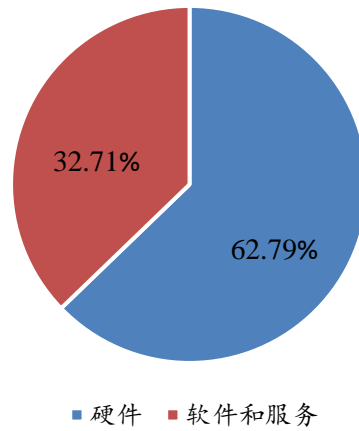
公司积极发展边缘计算应用业务，产品服务领域涵括教育、政务、医疗等，并提前布局 5G 领域，推出多款基于 5G 技术的解决方案和产品，例如 2019 年推出通信语音类和视频会议类产品。

2.2、全球边缘计算市场方兴未艾，公司业务潜力十足

全球边缘计算市场规模结构分为硬件与软件和服务，硬件占比超过软件和服务。根据权威统计赛迪数据，截至 2018 年，全球边缘计算市场规模为 51.38 亿美元，全球增速高达 57.71%，我国边缘计算市场规模达到 77.37 亿，增长率为 55.39%，发展态势迅猛，预计未来几年仍将保持 50% 以上的增速。全球边缘计算市场规模结构分为硬件和软件和服务，其中硬件市场规模为 32.25 亿美元，软件与服务市场规模为 19.11

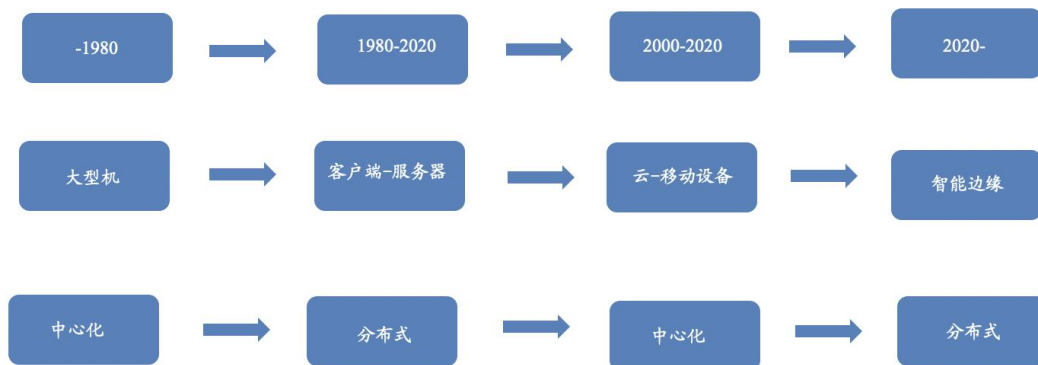
美元，与公司发展结构吻合。

图13: 全球边缘计算市场规模以硬件为主



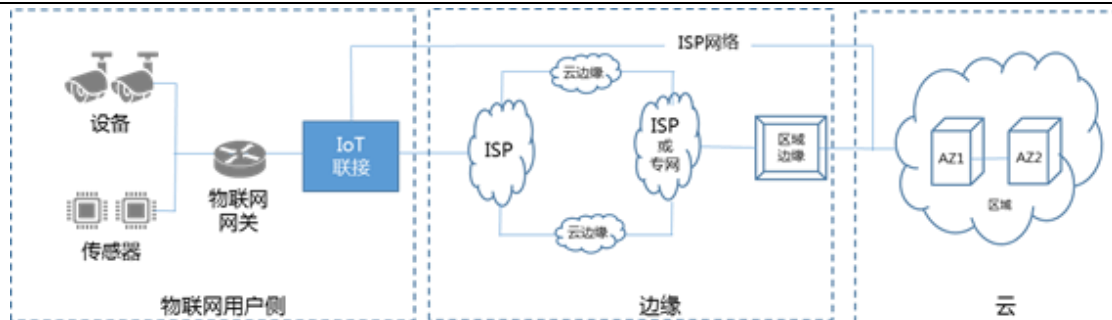
数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

图14: 边缘计算技术逐渐演进



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 边缘计算“云-边-端”协同



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

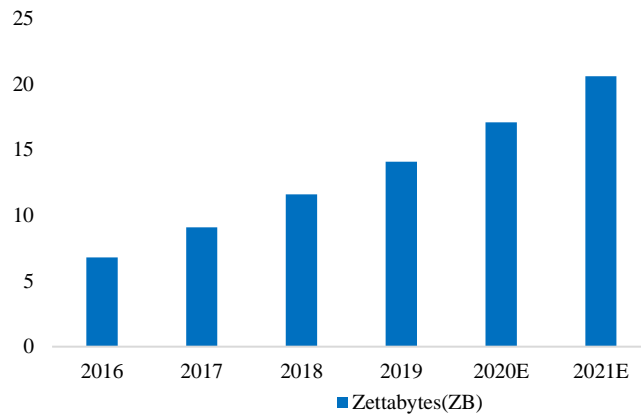
3、交换机业务服务边缘计算，市场占有率有望进一步提升

3.1、中国交换机市场空间巨大，市场增速高于全球

网络设备将直接受益于信息化进程。我国信息化浪潮中，随着“互联网+”和新基础设施建设，信息化程度不断提高，网络设备将直接受益于信息化进程带来需求激增。

数据流量爆发增长。根据 Cisco Global Cloud Index 数据，2019 年全球数据流量总量为 14.1ZB，预计 2021 年将达到 20.6ZB，2016-2021 年数据流量 CAGR 约为 25%。其中中国数据圈增速最为迅速，平均每年的增长速度比全球快 3%，预计到 2025 年中国将成为全球最大的数据圈。全球数据规模爆发对数据的传输、交换、处理、存储等提出了更高要求，其中在传输和交换方面带动了交换机、路由器和无线产品等网络设备的升级和市场需求。

图16：2016-2021 全球数据流量飞速增长



数据来源：Cisco Global Cloud Index、开源证券研究所

交换机市场空间大。根据 IDC 数据，2019 年全年，全球以太网交换机市场总收入为 288 亿美元，同比增长 2.3%；中国市场为 27.41 亿美元。从产品增速来看，中国交换机市场同比增长 18.5%，增长主要来自数据中心，数据中心交换机占比达到 41.4%，低于全球比例的 44.4%，仍处于数据中心快速发展阶段，数据量持续高速增长为公司的企业级网络交换机市场带来发展潜力。

3.2、业务获各界订单认可，公司交换机优势突出

目前公司全面开展各场景交换机的应用，涉及政务、教育、金融等领域。在政府合作领域，基于公司长期的技术优势和良好社会品牌，近期公司高份额中标中国移动高端交换机集采，标志着公司高端市场突破。子公司锐捷网络中标多个全国集采项目，入围中央国家机关信息类协议采购名录。同时以 70%大份额中标中国移动政企客户 WLAN 设备集采和 2020 年数据中心高端交换机集采项目。在 Wi-Fi 设备招标中，子公司同时以最大份额中标“复兴号”动车 Wi-Fi 服务。在民营合作领域，在家电领域，公司成为海尔电器、海信家电、美的集团和格力电器等家电巨头的供应商，在边缘计算端，提供智能家电解决方案，抢占新高地。在社区方面，公司与碧桂园、阳光城等行业龙头进行强强合作，打造智慧家庭和智慧社区新形态。公司各场景业务持续增长，在瘦客户机市场上，产品年销售额同比增长 28%，连续蝉联中国市场第一，公司交换机业务营业收入占比高达 55%，伴随着市场规模扩大和行业优势，未来营业

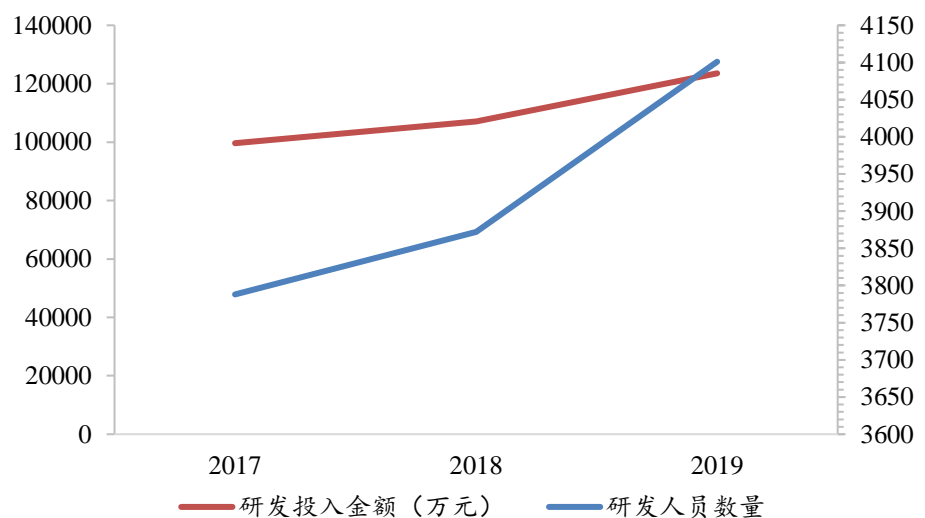
收入增长可期。

3.3、公司研发投入持续上升，助力核心竞争力领先

2019 年公司研发投入为 10.7 亿，较 2018 年略有上升。2019 年研发投入占营业收入比例为 13.33%，较 2018 年提升 1.6%。其次，在 2019 年，全年共申请专利 274 项，其中发明专利 232 项，保持公司的技术领先优势。

在产品竞争力方面，公司在 2019 年发布首个中国“芯”全国产化桌面云方案，并且推出 400G 数据中心、极简 XS、云办公 4.0 等多款业内领先的产品和解决方案。作为福建省唯一入围信息技术创新委员会的桌面整机厂商，公司以创新推动国产化的同时，升腾技术实现全新突破，发布“屹腾智能云办公平台解决方案”，构建计算前置的新一代云平台。在技术上，在边缘计算领域保持行业技术积累优势，凭借创新实力进入中国信通院牵头的 5G 应用方阵。在瘦客户机解决方案中，分别提出双网隔离、海关、企业 OA 和保险 OA 的解决方案，其产品与解决方案被广泛应用于全球 40 多个国家的金融、教育等领域；多样化产品和高质量品质将助力公司核心竞争力保持领先优势。

图17: 研发投入金额持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、近几年运营商集采公司中标份额靠前，未来有望延续

公司在运营商近几年的交换机集采中标情况中，份额靠前。锐捷网络自 2016 年起，在中国移动中低端交换机招标中牢牢把握份额第一，近期高端市场后来居上，超越华为、中兴通讯斩获第一份额；锐捷网络在中国电信各类产品的份额呈现出步步升高之势。在中低端交换机招标中，从 2016-2017 年的第五名，直接飙升至 2019 年的第一名。数据中心与接入网交换机招标中，均取得第二名的好成绩；在中国联通的招标中，锐捷网络份额始终维持在前三位。运营商作为交换机下游的最大需求方，集采份额情况凸显了公司强劲的市场竞争力，未来有望延续。

表2: 公司近几年三大运营商交换机集采中标情况: 份额靠前

运营商	时间	招标类型	招标情况
中国移动	2019	数通/高端	第一
	2018	数通	第一
	2018	中低端	第一
	2016	中低端	第一
	2014	中低端	第四
中国电信	2019	中低端	第一
	2019	数通	第二
	2018	接入	第二
	2017	中低端	第五
	2016	中低端	第五
中国联通	2018	数通/高端	第三
	2018	数通/网络	第二
	2017	中低端/二层	第一
	2017	中低端/三层	第三
	2016	数通	第二

资料来源: 运营商集采公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

公司在网络设备端不断发力,随着 5G 核心技术边缘计算加速发展,数据流量爆发带动网络设备及终端等需求放量,预计公司 2020/2021/2022 年企业级网络设备营收分别增长 25%、25%、30%;2020/2021/2022 年网络终端营业收入增速分别为 20%、20%、25%;2020/2021/2022 年通讯产品营收分别增长 15%、15%、15%;2020/2021/2022 年视频信息应用营收分别增长 15%、15%、15%。

4.2、盈利预测与估值

国家 5G 政策不断加码,受益于 5G 商用进程加快,5G 应用有望迎来快速发展期,带来数据流量爆发增长,边缘计算应运而生。边缘计算是将计算能力下沉到边缘节点,相比集中式计算来说,边缘计算涉及的数据中心节点数更多,从而进一步拉动相关网络设备需求放量。星网锐捷较早布局边缘计算相关的白牌化交换机产品并占有较高市场份额,随着阿里巴巴、中国移动为代表的互联网和运营商持续加码边缘计算数据中心,公司作为核心供应商将持续受益,经营业绩有望边际改善。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 7.46/9.21/11.65 亿元,同比增长为 22.0%/23.4%/26.6%,EPS 为 1.28/1.58/2.00 元,对应 PE 分别为 29.3/23.7/18.7 倍,相对可比公司,星网锐捷存在一定估值优势。

首次覆盖,给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值: 星网锐捷存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
600776.SH	东方通信	175	17.17	0.32	0.40	53.66	42.93
601869.SH	长飞光纤	174	31.55	1.34	1.79	23.54	17.63
000938.SZ	紫光股份	760	37.21	1.12	1.44	33.22	25.84
002465.SZ	海格通信	269	11.68	0.33	0.40	35.39	29.20
平均值				0.78	1.01	36.45	28.90
002396.SZ	星网锐捷	218.5	37.46	1.28	1.58	29.3	23.7

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为2020/04/23,除星网锐捷外,其他公司均为使用Wind一致预期预测数据)

5、风险提示

疫情影响订单风险。新型疫情引起的宏观经济的波动以及全球经济一体化下的中美贸易关系的不确定对公司经营带来一定的风险。

技术风险。伴随云计算、大数据、人工智能、物联网等各种技术的发展融合,客户对产品融合性要求趋于专业化和个性化,如果公司的技术和产品研发偏离市场需求,或者研发时机掌握不对,将有可能失去产品技术优势。

产品竞争加剧风险。公司在细分市场较竞争对手有一定的竞争优势,但行业竞争存在加剧的可能。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5489	5978	7611	9077	11266
现金	1634	2054	2836	3241	4034
应收票据及应收账款	1914	1929	2520	2949	3864
其他应收款	49	55	69	81	104
预付账款	39	74	61	103	100
存货	1542	1650	1878	2404	2850
其他流动资产	310	217	247	300	315
非流动资产	1510	1672	1464	1574	1724
长期投资	131	146	182	222	269
固定资产	565	554	590	646	722
无形资产	129	137	109	81	51
其他非流动资产	686	836	583	625	683
资产总计	6999	7651	9075	10651	12991
流动负债	2671	2755	3249	3632	4483
短期借款	41	22	22	22	22
应付票据及应付账款	1907	1890	2399	2713	3468
其他流动负债	723	843	828	896	993
非流动负债	64	59	18	22	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	59	18	22	21
负债合计	2735	2814	3267	3654	4504
少数股东权益	586	610	900	1232	1620
股本	583	583	583	583	583
资本公积	686	686	686	686	686
留存收益	2407	2953	3881	5002	6393
归属母公司股东权益	3678	4227	4909	5765	6867
负债和股东权益	6999	7651	9075	10651	12991

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	594	763	817	715	1161
净利润	829	854	1036	1253	1554
折旧摊销	125	128	149	179	200
财务费用	-15	-5	-6	-8	-6
投资损失	-120	-34	-37	-40	-51
营运资金变动	-268	-230	-357	-679	-545
其他经营现金流	45	49	32	10	8
投资活动现金流	-478	-28	59	-254	-309
资本支出	211	295	4	16	57
长期投资	-1	20	-36	0	-47
其他投资现金流	-268	287	28	-239	-299
筹资活动现金流	-137	-302	-95	-56	-58
短期借款	22	-19	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-19	1	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-284	-95	-56	-58
现金净增加额	-21	434	782	405	793

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9132	9266	11122	13672	17031
营业成本	6157	5717	6862	8436	10508
营业税金及附加	60	60	71	82	102
营业费用	1220	1454	1746	2119	2606
管理费用	226	276	334	410	511
研发费用	1041	1206	1468	1791	2214
财务费用	-15	-5	-6	-8	-6
资产减值损失	29	-24	22	27	34
其他收益	335	302	372	392	432
公允价值变动收益	0	-18	-12	-14	-13
投资净收益	120	34	37	40	51
资产处置收益	-1	0	0	0	1
营业利润	867	840	1021	1233	1533
营业外收入	4	30	32	40	48
营业外支出	2	8	7	8	12
利润总额	869	862	1046	1265	1569
所得税	40	8	10	12	15
净利润	829	854	1036	1253	1554
少数股东损益	247	243	290	332	388
归属母公司净利润	581	611	746	921	1165
EBITDA	947	930	1123	1354	1661
EPS(元)	1.00	1.05	1.28	1.58	2.00

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	1.5	20.0	22.9	24.6
营业利润(%)	17.7	-3.1	21.6	20.7	24.3
归属于母公司净利润(%)	23.1	5.2	22.0	23.4	26.6
获利能力					
毛利率(%)	32.6	38.3	38.3	38.3	38.3
净利率(%)	6.4	6.6	6.7	6.7	6.8
ROE(%)	19.4	17.7	17.8	17.9	18.3
ROIC(%)	20.6	18.5	19.6	20.1	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	39.1	36.8	36.0	34.3	34.7
净负债比率(%)	-35.3	-41.3	-48.4	-46.0	-47.3
流动比率	2.1	2.2	2.3	2.5	2.5
速动比率	1.3	1.5	1.7	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	5.0	4.8	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.4	3.0	3.2	3.3	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.05	1.28	1.58	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.31	1.40	1.23	1.99
每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.25	8.42	9.88	11.77
估值比率					
P/E	37.6	35.7	29.3	23.7	18.7
P/B	5.9	5.2	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	22.1	22.0	17.7	14.7	11.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835