

通信

星网锐捷 (002396.SZ)

维持评级

报告原因：中报点评

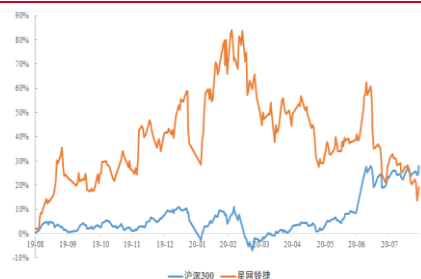
疫情影响逐渐消退，长期成长趋势不变

增持

2020年8月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年8月28日

收盘价(元):	29.85
年内最高/最低(元):	46.09/28.47
流通A股/总股本(亿):	5.83/5.83
流通A股市值(亿):	174
总市值(亿):	174

基础数据：2020年6月30日

基本每股收益	0.12
每股净资产(元):	7.25
净资产收益率:	1.62%

分析师:

平海庆

执业登记编码: S0760511010003

电话: 010-83496341

邮箱: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理:

李通

电话: 010-83496308

邮箱: litong@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司发布2020年半年度报告，上半年公司实现营业收入33.84亿元，同比增长1.74%；归属于上市公司股东的净利润0.69亿元，同比下降56.46%。

事件点评

➢ 疫情影响逐渐消退，下半年业务有望继续复苏。年初受疫情影响，1Q营业收入10.80亿元，同比下降15.82%，2Q业务逐步恢复，实现营业收入23.04亿元，同比增长12.72%，明显回暖。上半年公司综合毛利率为31.90%，同比下降2.70pct，我们认为主因数据中心交换机在运营商和互联网企业增长较快，而传统企业网业务受疫情影响收入下降，导致上半年企业级网络设备毛利率同比下降7.83pct，同时企业级网络设备占营业收入比重为55.74%，同比提高8.36pct。我们认为随着疫情缓解，部分受到影响的行业客户需求将逐步恢复和释放，下半年公司业务有望继续复苏，长期来看交换机+桌面云的双引擎依然动力十足。

➢ 数据中心交换机增长强劲，视频会议和智能家居实现突破。上半年电信运营商与云计算厂商持续加大数据中心建设力度，虽然公司传统企业网业务受疫情影响下滑，但对运营商和云计算厂商的数据中心交换机业务增长较快，仍实现企业级网络设备营收18.86亿元，同比增长19.69%。疫情期间，公司抓住视频会议快速增长机会，通讯产品实现营收7.05亿元，同比增长10.1%。随着地产商智能家居项目的增加，公司通过不断的资源投入，智能家居收入同比上升。受疫情影响，网络终端产品销售收入较上年同期减少45.12%。

➢ 拟收购星网智慧科技45%股权，增厚公司归母净利润。星网锐捷此前间接持有星网智慧55%股权，7月29日公告计划以自有资金进一步收购剩余的45%少数股东权益。星网智慧主营融合通信业务，近两年净利润增长较高（18~19 同比增长34%/24%），此次交易承诺2020-2022年三年累计实现净利润不低于2.7亿元，我们预计2020年假设全年100%股权并表情形下，星网智慧的归母净利润贡献率将达到8-9%。

投资建议

➢ 5G+云计算打开长期发展空间，交换机+桌面云双引擎推动公司发展长期向好，我们维持盈利预测不变，预计公司2020-2022年EPS分别为1.23/1.38/1.59，对应公司8月28日收盘价29.85元，2020-2022年PE分别为24.31/21.63/18.83，维持“增持”评级。





存在风险

- 数据中心交换机需求增长不及预期；教育、金融及 KTV 市场恢复不及预期。

资产负债表					利润表						
单位：百万					单位：百万						
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1633.70	2054.03	2990.06	3974.65	5037.58	营业收入	9131.57	9265.77	10595.71	12446.48	14788.76
应收票据及账款	1914.29	2102.07	2343.96	2753.39	3271.54	营业成本	6157.22	5717.07	6557.64	7709.25	9154.63
预付账款	39.02	73.83	69.49	81.63	96.99	营业税金及附加	60.09	59.68	75.21	88.35	104.98
其他应收款	49.50	54.60	97.98	115.09	136.75	销售费用	1219.84	1453.95	1606.68	1887.32	2242.49
存货	1542.49	1649.79	1806.34	2123.56	2521.70	管理费用	226.50	275.58	288.97	339.45	403.33
其他流动资产	310.19	44.01	201.41	232.75	272.41	研发费用	1041.11	1206.22	1293.70	1519.67	1805.66
流动资产总计	5489.19	5978.34	7509.24	9281.07	11336.97	财务费用	(15.00)	(5.05)	(8.35)	(12.19)	(15.77)
长期股权投资	130.81	145.52	145.52	145.52	145.52	其他经营损益	(29.06)	(36.02)	(31.46)	(31.46)	(31.46)
固定资产	564.77	554.03	477.89	399.76	319.65	投资收益	120.44	33.58	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.41	75.78	63.15	50.52	37.89	公允价值变动损益	0.00	(17.67)	0.00	0.00	0.00
无形资产	107.48	110.46	95.68	80.18	63.95	营业利润	533.20	538.21	750.40	883.17	1061.99
长期待摊费用	37.58	44.15	22.07	0.00	0.00	其他非经营损益	335.52	324.03	318.45	318.45	318.45
其他非流动资产	666.87	742.36	735.52	728.67	721.82	利润总额	868.71	862.24	1068.86	1201.63	1380.44
非流动资产合计	1509.92	1672.30	1539.82	1404.64	1288.83	所得税	39.97	8.08	41.72	46.91	53.89
资产总计	6999.11	7650.63	9049.06	10685.71	12625.80	净利润	828.75	854.16	1027.13	1154.72	1326.56
短期借款	41.18	21.71	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	247.44	242.85	310.95	349.57	401.59
应付票据及账款	1907.40	1889.75	2208.11	2595.88	3082.58	归属母公司股东净利润	581.30	611.31	716.18	805.15	924.96
其他流动负债	722.63	843.40	988.63	1162.12	1380.11	EBITDA	978.45	985.45	1192.97	1324.62	1480.48
流动负债合计	2671.21	2754.86	3196.74	3758.00	4462.69	NOPLAT	494.36	545.67	713.08	836.98	1005.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	1.00	1.05	1.23	1.38	1.59
其他非流动负债	63.55	59.25	59.25	59.25	59.25	主要财务比率					
非流动负债合计	63.55	59.25	59.25	59.25	59.25		2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	2734.76	2814.12	3255.99	3817.26	4521.94	成长能力					
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28	营收增长率	18.51%	1.47%	14.35%	17.47%	18.82%
资本公积	685.67	686.45	686.45	686.45	686.45	EBIT增长率	12.64%	0.41%	23.72%	12.16%	14.73%
留存收益	2409.24	2957.00	3602.61	4328.42	5162.24	EBITDA增长率	10.93%	0.72%	21.06%	11.03%	11.77%
归属母公司权益	3678.19	4226.73	4872.34	5598.15	6431.96	净利润增长率	18.39%	3.07%	20.25%	12.41%	14.87%
少数股东权益	586.16	609.79	920.73	1270.31	1671.90	盈利能力					
股东权益合计	4264.35	4836.52	5793.07	6868.45	8103.86	毛利率	32.57%	38.30%	38.11%	38.06%	38.10%
负债和股东权益合计	6999.11	7650.63	9049.06	10685.71	12625.80	净利率	6.37%	6.60%	6.76%	6.47%	6.25%
现金流量表					单位：百万						
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	15.80%	14.46%	14.77%	14.52%	14.57%
税后经营利润	710.06	843.79	721.11	848.70	1020.54	ROA	8.31%	7.99%	7.94%	7.57%	7.37%
折旧与摊销	124.74	128.26	132.47	135.18	115.81	ROIC	19.45%	16.45%	20.50%	23.18%	25.87%
财务费用	(15.00)	(5.05)	(8.35)	(12.19)	(15.77)	估值倍数					
其他经营资金	(225.45)	(203.94)	(131.29)	(225.97)	(288.29)	P/E	30.0	28.5	24.3	21.6	18.8
经营性现金净流量	594.34	763.06	713.94	745.72	832.29	P/S	1.9	1.9	1.6	1.4	1.2
投资性现金净流量	(478.31)	(28.34)	306.02	306.02	306.02	P/B	4.7	4.1	3.6	3.1	2.7
筹资性现金净流量	(137.08)	(302.47)	(83.93)	(67.15)	(75.37)	EV/EBIT	20.0	19.4	15.3	13.2	11.3
现金流量净额	(21.39)	433.99	936.02	984.59	1062.93	EV/EBITDA	17.4	16.9	13.6	11.9	10.4
						EV/NOPLAT	34.5	30.5	22.7	18.8	15.3

数据来源：iFinD, 山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

