

Q2 业绩企稳回升，业务未来空间巨大

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2020 年上半年营业收入为 33.8 亿元，同比增长了 1.7%，归属于母公司股东的净利润为 0.7 亿元，同比下降了 56.5%。
- **公司坚持产业优化转型，Q2 业绩企稳回升。** 公司上半年在疫情严重影响一季度业绩的情况下仍然坚定保持战略定力，不断推动智慧产业升级，在各业务领域加大研发投入。同时，公司把握住疫情期间数据中心交换机和视频会议业务增长的机会，为客户提供更多深入应用需求、有独特竞争力的解决方案。二季度产品销售收入企稳回升，2020 年 Q2 实现营业收入 23 亿元，同比增加了 12.8%，归属于母公司股东的净利润为 1.2 亿元，同比减少了 25.2%。利润端的下滑主要系产品销售结构不均衡，综合毛利率下降。
- **研发持续高投入，产品技术取得新突破。** 公司上半年持续加大研发投入，在研发方面的大力投入推动产品性能的不提升及服务能力的提高，助力产业的转型与升级。公司上半年研发投入为 5 亿元，同比增长了 2.2%。在高研发投入的助推下，公司产品技术取得了很大的飞跃。公司上半年共申请专利 69 项，其中发明专利 48 项，外观设计专 18 项，实用新型专利 3 项，获得新增专利 89 项。
- **公司受益于端到端云化趋势，业务未来空间巨大。** 公司 IDC 交换机业务受流量爆发推动，在运营商和互联网企业中增长迅速。未来随着 5G 与云计算的快速发展，公司 IDC 交换机业务有望进一步增长。公司云桌面业务上半年受疫情影响，部分行业客户的招标采购工作推迟，导致公司销售收入有所下降。但公司持续积极开发新产品，拓展新客户，为疫情缓解后的市场复苏做好准备，下半年云桌面业务将会迎来反弹。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.23 元、1.46 元、1.76 元，未来三年归母净利润将达到 18.9% 的复合增长率。考虑到云计算行业发展迅速，公司 IDC 交换机业务受流量爆发推动，产品技术取得新突破，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧；大客户拓展不及预期等。

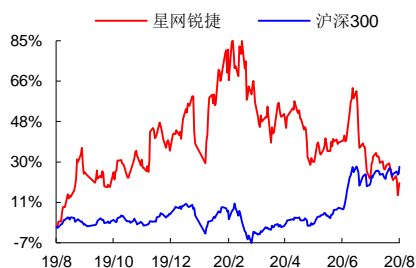
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9265.77	10747.00	12766.51	15326.99
增长率	1.47%	15.99%	18.79%	20.06%
归属母公司净利润 (百万元)	611.31	715.35	854.05	1028.65
增长率	5.16%	17.02%	19.39%	20.44%
每股收益 EPS (元)	1.05	1.23	1.46	1.76
净资产收益率 ROE	17.66%	14.47%	13.92%	14.71%
PE	28	24	20	17
PB	4.12	4.02	3.15	2.73

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.83
流通 A 股(亿股)	5.83
52 周内股价区间(元)	24.95-46.09
总市值(亿元)	174.11
总资产(亿元)	80.17
每股净资产(元)	7.25

相关研究

1 公司为企业级信息化解决方案提供商

公司的主营业务包括智慧网络、智慧云、智慧通讯、智慧金融、智慧娱乐、智慧社区等领域。主要面向于企业级用户，公司为客户提供包括软件、硬件以及服务的综合性解决方案。公司以市场需求为导向，以“融合创新科技，构建智慧未来”为经营理念，持续创新投入，满足客户不断增长的信息化需求。公司坚持产品创新，在多个行业领域获得了客户的高度认可。

公司产品线十分丰富，涉及智慧网络、智慧云、智慧金融等多个重要领域。在智慧网络领域中，子公司锐捷网络入选 Gartner2019 年《有线无线局域网接入基础设施魔力象限》，同时根据计世网排名，锐捷网络的中国云课堂解决方案市场第一，企业级网络设备服务满意度第一，中国企业级 IT 业务综合运维管理平台软件市场排名第一。而在智慧云领域中，升腾资讯率先发布首个全国国产化桌面云解决方案，并携手华为等合作伙伴共同打造国产化生态圈。根据 2019 年 IDC 数据显示，公司瘦客户机销量领跑中国市场乃至亚太区域市场。

图 1：星网锐捷主要产品

智慧网络	智慧云	智慧金融	智慧通讯	智慧娱乐	智慧物联	智慧生活	智慧餐饮	智能制造
极简网络	云办公	瘦客户机解决方案	通讯协作	KTV娱乐	智慧医疗	智慧社区解决方案	星微门云餐厅	智能系统
无线网络	桌面云2.0	智慧营业厅解决方案	智清视讯	家庭娱乐	智慧工厂	智能家居解决方案	高校智慧食堂解决方案	智能硬件
IT管理	云支付		物联网+	K米	智慧商贸	Wi-Fi覆盖解决方案	医院智慧食堂解决方案	行业方案
维护服务					智慧城市	可视对讲解决方案	政企智慧食堂解决方案	
					智慧安防		产业园智慧食堂解决方案	
					智慧标牌		中学智慧食堂解决方案	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司海内外市场多点布局。在国内市场中，星网锐捷抓住国产替代、5G 商用等应用浪潮，不断提升产品智能化水平，加速研发具有独特竞争力的整体解决方案。在海外市场，公司应对中美贸易摩擦带来的负面效应，积极调整市场布局、优化客户结构，继续加大海外市场的拓展力度。

公司坚持技术自主创新道路。公司作为国家首批创新型企业，拥有由福州研究院、武汉研究中心、北京研究中心、上海研究中心、厦门研究中心和成都研究中心六个网络通讯研究中心所组成的网络通讯研究院，拥有 4000 多人的高素质研发团队和国家级企业技术中心、博士后工作站、国际科技合作基地以及省级工程实验室，前后多次承接了国家火炬计划、国家和省级技术创新项目、国家 863 计划等重要项目。

图 2：星网锐捷坚持技术创新道路



数据来源：公司官网，西南证券整理

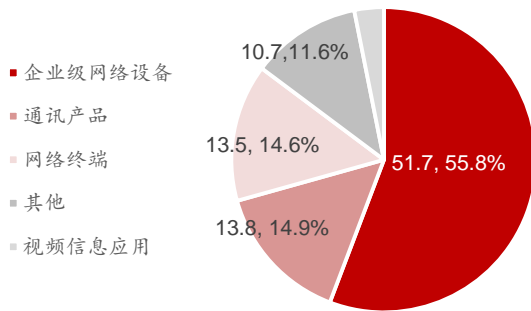
公司持续坚持发展“产学研”相结合的技术创新体系。公司与微软、Intel 等企业联合创办了创新实验室，又与清华大学、华中科技大学、厦门大学等众多知名高校科研院展开长期“产学研”合作，还和华为、浪潮、阿里、支付宝、百度等国内外著名厂商广泛开展多层次、全方位的技术合作。公司希望基于以企业研究院为核心的研发体系，创建一整套可将创新技术快速实现产业化的运作机制，从而确保在第一时间为客户提供最先进的技术和产品。

图 3：星网锐捷的“产学研”

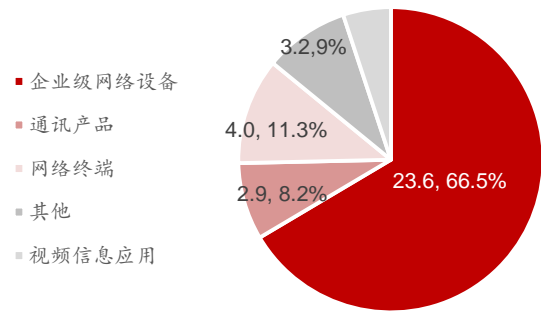


数据来源：公司官网，西南证券整理

从营收结构来看，公司主要业务有企业级网络设备、通讯产品和网络终端，2019 年分别占营收比重为 55.8%、14.9%和 14.6%。而在公司的毛利结构中，企业级网络设备、通讯产品和网络终端分别占总毛利比例为 66.5%、8.2%和 11.3%，企业级网络设备占公司营收比重最大，也贡献了大部分的毛利。

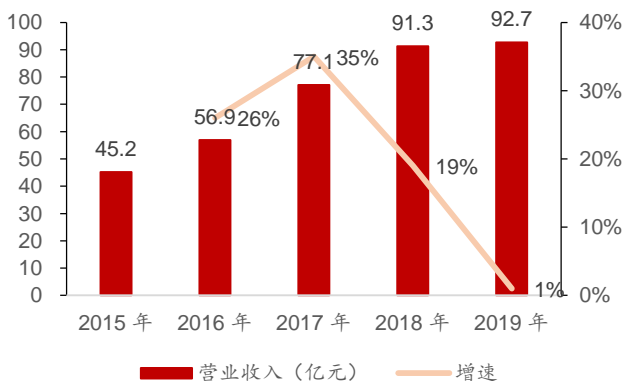
图 4：公司各业务占比（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

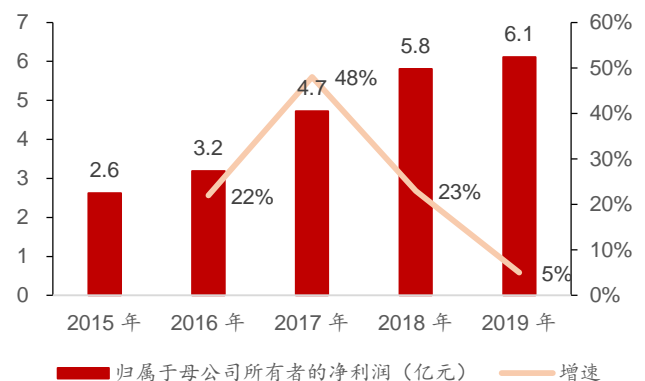
图 5：公司各业务毛利占比（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司营收增势稳健，盈利水平逐年提升。公司近年营收增长较为稳健，从 2015 年的 45.2 亿增长到 2019 年的 92.7 亿，复合增长率为 19.7%，主要受益于公司持续围绕智慧科技产业打造企业的核心竞争力。同时，公司近年净利润总体呈现逐年上涨态势，从 2015 年的 2.6 亿元上涨至 2019 年的 6.1 亿元，复合增长率达到 23.7%，总体而言公司盈利能力在逐年稳步提高。公司今年上半年面对严重疫情顶住压力，坚定保持战略定力，不断推动智慧产业优化升级，加大在各业务领域的升级与探索。同时，公司把握住疫情期间数据中心交换机和视频会议业务增长的机会，为客户提供更多深入应用需求、有独特竞争力的解决方案。公司上半年营业收入为 33.8 亿元，同比增长了 1.7%，归属于母公司股东的净利润为 0.7 亿元，同比下降了 56.5%。其中一季度业绩受疫情影响严重，二季度产品销售收入企稳回升，2020 年 Q2 实现营业收入 23 亿元，同比增加了 12.8%，归属于母公司股东的净利润为 1.2 亿元，同比减少了 25.2%。利润端的下滑主要系产品销售结构不均衡，综合毛利率下降。

图 6：公司近 5 年营收及增长情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司近 5 年归母净利润及增长情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着云计算与互联网的快速发展，数据处理量剧增，公司 100G 和 400G 数据中心交换机需求量将会出现大幅增长，公司有望从云厂商与互联网企业客户中获得大量订单，假设 2020-2022 年企业级网络设备订单量增速分别为 22%、26%、26%；

假设 2：公司的通讯产品和视频信息业务主要为互联网语音、视频通讯设备和网关设备。疫情催化了视频会议的需求，未来线上化办公通讯将逐渐成为主流，未来通讯产品与视频信息业务订单量将保持稳健增速；

假设 3：公司其他业务并非主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应，未来其他业务将保持稳定增速；

假设 4：网络终端业务是指公司的本土云桌面产品，随着云桌面产品市场规模进一步提升，未来订单将进一步放量。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及增速

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
企业级网络设备	收入	5168.7	6305.8	7945.3	10011.1
	增速	26.3%	22.0%	26.0%	26.0%
通讯产品	收入	1383.0	1562.8	1766.0	1995.6
	增速	-25.3%	13.0%	13.0%	13.0%
网络终端	收入	1351.4	1419.0	1489.9	1638.9
	增速	5.7%	5.0%	5.0%	10.0%
其他	收入	1076.4	1130.2	1186.7	1246.0
	增速	-34.1%	5.0%	5.0%	5.0%
视频信息	收入	286.3	329.3	378.7	435.5
	增速	3.6%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	9265.8	10747.0	12766.5	15327.0
	增速	1.5%	16.0%	18.8%	20.1%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

可比公司估值：

我们选取云计算行业中的三家可比公司，三家可比公司主营业务与星网锐捷相似，都是以通信设备和云计算相关产品技术为主。2020 年三家公司平均估值为 61 倍，考虑到云计算行业发展迅速，公司 IDC 交换机业务受流量爆发推动，产品技术取得新突破，我们认为公司估值水平相对于行业平均水平被低估。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
			20E	21E	20E	21E
000938.SH	紫光股份	31.41	0.72	0.91	40.69	32.50
000977.SH	浪潮信息	36.04	0.92	1.25	39.70	29.16
300454.SZ	深信服	221.48	2.18	2.94	101.32	75.04
平均值					60.57	45.56

数据来源：Wind，西南证券整理

投资建议：

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.23 元、1.46 元、1.76 元，未来三年归母净利润将达到 18.9% 的复合增长率。考虑到云计算行业发展迅速，公司 IDC 交换机业务受流量爆发推动，产品技术取得新突破，首次覆盖，给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9265.77	10747.00	12766.51	15326.99	净利润	854.16	715.35	854.05	1028.65
营业成本	5717.07	7318.70	8566.33	10131.14	折旧与摊销	128.26	82.07	82.07	82.07
营业税金及附加	59.68	69.72	82.62	99.27	财务费用	-5.05	20.13	23.91	28.71
销售费用	1453.95	1934.46	2297.97	2758.86	资产减值损失	-23.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	275.58	642.04	890.35	1222.20	经营营运资本变动	90.58	71.20	-278.17	-263.40
财务费用	-5.05	20.13	23.91	28.71	其他	-281.13	-1.08	-30.65	28.50
资产减值损失	-23.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	763.06	887.66	651.21	904.52
投资收益	33.58	2.43	2.56	2.99	资本支出	152.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-17.67	-8.83	-10.31	-11.04	其他	-181.25	-6.40	-7.75	-8.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28.34	-6.40	-7.75	-8.05
营业利润	840.29	755.54	897.58	1078.77	短期借款	-19.46	-21.71	0.00	0.00
其他非经营损益	21.95	-10.70	-13.44	-16.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	862.24	744.84	884.14	1062.61	股权融资	0.78	0.00	0.00	0.00
所得税	8.08	29.50	30.08	33.97	支付股利	-64.16	-122.26	-143.07	-170.81
净利润	854.16	715.35	854.05	1028.65	其他	-219.62	-505.22	457.57	-28.71
少数股东损益	242.85	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-302.47	-649.20	314.50	-199.52
归属母公司股东净利润	611.31	715.35	854.05	1028.65	现金流量净额	433.99	232.06	957.96	696.96
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2054.03	2286.10	3244.06	3941.01	成长能力				
应收和预付款项	2057.09	2367.46	2817.28	3376.26	销售收入增长率	1.47%	15.99%	18.79%	20.06%
存货	1649.79	2132.88	2541.76	2985.99	营业利润增长率	-3.09%	-10.09%	18.80%	20.19%
其他流动资产	217.42	47.53	52.33	58.41	净利润增长率	3.07%	-16.25%	19.39%	20.44%
长期股权投资	145.52	145.52	145.52	145.52	EBITDA 增长率	-1.36%	-10.98%	17.00%	18.53%
投资性房地产	18.72	18.72	18.72	18.72	获利能力				
固定资产和在建工程	629.81	585.99	542.18	498.36	毛利率	38.30%	31.90%	32.90%	33.90%
无形资产和开发支出	369.84	336.01	302.17	268.34	三费率	18.61%	24.16%	25.16%	26.16%
其他非流动资产	508.40	503.99	499.57	495.16	净利率	9.22%	6.66%	6.69%	6.71%
资产总计	7650.63	8424.20	10163.59	11787.77	ROE	17.66%	14.47%	13.92%	14.71%
短期借款	21.71	0.00	0.00	0.00	ROA	11.16%	8.49%	8.40%	8.73%
应付和预收款项	2619.37	3274.79	3796.88	4532.08	ROIC	26.81%	24.16%	26.91%	28.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.40%	7.98%	7.86%	7.76%
其他负债	173.03	204.91	229.74	260.88	营运能力				
负债合计	2814.12	3479.69	4026.62	4792.96	总资产周转率	1.26	1.34	1.37	1.40
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	固定资产周转率	16.56	20.20	26.14	34.48
资本公积	686.45	686.45	686.45	686.45	应收账款周转率	5.20	5.47	5.56	5.58
留存收益	2953.39	3546.47	4257.46	5115.30	存货周转率	3.49	3.78	3.63	3.65
归属母公司股东权益	4226.73	4334.72	5527.18	6385.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.59%	—	—	—
少数股东权益	609.79	609.79	609.79	609.79	资本结构				
股东权益合计	4836.52	4944.51	6136.97	6994.81	资产负债率	36.78%	41.31%	39.62%	40.66%
负债和股东权益合计	7650.63	8424.20	10163.59	11787.77	带息债务/总负债	0.77%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.17	2.00	2.18	2.19
					速动比率	1.57	1.37	1.54	1.56
					股利支付率	10.50%	17.09%	16.75%	16.61%
					每股指标				
					每股收益	1.05	1.23	1.46	1.76
					每股净资产	7.25	7.43	9.48	10.95
					每股经营现金	1.31	1.52	1.12	1.55
					每股股利	0.11	0.21	0.25	0.29
业绩和估值指标									
EBITDA	963.50	857.74	1003.55	1189.54					
PE	28.48	24.34	20.39	16.93					
PB	4.12	4.02	3.15	2.73					
PS	1.88	1.62	1.36	1.14					
EV/EBITDA	15.40	17.00	13.58	10.87					
股息率	0.37%	0.70%	0.82%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn