

星网锐捷 (002396.SZ) 2020H1 受疫情影响可控, 未来业绩有望边际改善

2020年08月31日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

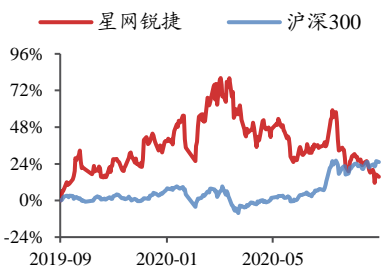
赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2020/8/31
当前股价(元)	29.46
一年最高最低(元)	49.68/25.01
总市值(亿元)	171.83
流通市值(亿元)	171.83
总股本(亿股)	5.83
流通股本(亿股)	5.83
近3个月换手率(%)	121.63

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-边缘计算大有可为, 抢占先机助力腾飞》-2020.4.26

● 2020Q2 拉动 H1 业绩, 全年营收具备增幅扩大基础, 维持“买入”评级

公司 2020H1 业绩整体符合预期, 报告期内实现营收 33.84 亿元, 同增 1.71%; 实现归母净利润 0.69 亿元, 同比下跌 56.46%。疫情影响看, 公司 2020Q1 受疫情影响情况较深, 2020Q2 进入企稳回升期, 业绩回升较明显, 2020Q2 公司实现营收 23.04 亿元, 同增 12.75%; 实现归母净利润 1.22 亿元, 同比下跌 25.29%。公司 2020H1 主营业务企业级网络设备业务, 因需求端受新冠疫情影响部分行业客户的需求无法落地故释放节奏较缓慢, 综合毛利率下跌至 31.9% (-2.70pct)。公司渠道端以我国国内为主。随新冠疫情在我国被有效控制, 我们认为 2020 年下半年公司需求端有较大复苏可能, 营收增幅扩充空间充足, 产品销售结构有望回归均衡, 公司整体毛利率回升可能较大, 全年业绩有望超预期。考虑疫情的影响, 我们调整公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润 6.43/8.40/10.98 (此前分别为 7.46/9.21/11.65) 亿元, 同增 5.1%/30.7%/30.8% (此前为 22.0%/23.4%/26.6%), EPS 为 1.10/1.44/1.88 (此前为 1.28/1.58/2.00) 元, 当前股价对应 PE 分别为 26.7/20.5/15.6 倍, 存在一定估值优势, 维持“买入”评级。

● 公司布局“云计算+信创”优势赛道, 长期增长空间充足确定性强

公司营收端拆分看, 公司数据中心交换机业务在运营商招投标中持续突破, 互联网公司订单亦持续走高, 逐步形成对思科等外国公司的替代, 拉动公司营收增长, 融合通信业务中公司深耕视频通信风口, 提供融合视讯行业解决方案。公司全资子公司升腾威讯是国内云终端和桌面云整体解决方案龙头供应商, 可提供较强的信创整机及信创桌面云方案, 根据 IDC 桌面云终端报告, 目前升腾威讯市场份额全国第一, 瘦客户机销量全球第三, 中国第一; 公司云桌面解决方案基于龙芯、兆芯等国产芯片并完成相关兼容性认证, 公司处于“云计算+信创”优势赛道, 解决方案广泛应用于军队、政府、医疗等行业, 需求空间较大。整体来看, 公司把握运营商及互联网公司市场, 同时以云计算及信创为长期布局基础, 结合目前国产替代确定性趋势, 作为行业龙头企业增长确定性较强, 未来业绩有望边际改善。

● 风险提示: 全球新冠疫情反复风险、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
归母净利润(百万元)	581	611	643	840	1,098
YOY(%)	23.1	5.2	5.1	30.7	30.8
毛利率(%)	32.6	38.3	38.3	38.3	38.3
净利率(%)	6.4	6.6	5.8	6.1	6.4
ROE(%)	19.4	17.7	15.8	17.0	18.0
EPS(摊薄/元)	1.00	1.05	1.10	1.44	1.88
P/E(倍)	29.6	28.1	26.7	20.5	15.6
P/B(倍)	4.7	4.1	3.6	3.1	2.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q2 业绩拉动公司 H1 营收增长，需求端空间较充足.....	3
2、 全球边缘计算市场方兴未艾，公司业务潜力十足	4
3、 研发费用稳步增长，期间费用率控制较好	6
4、 盈利预测与估值	7
5、 风险提示	7
附： 财务预测摘要	8

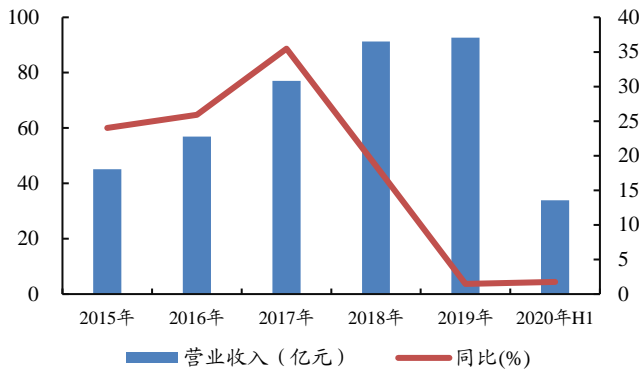
图表目录

图 1： 公司营收自 2015 年开始持续增长	3
图 2： 2020 年 Q2 单季度营收同比增长环比回升	3
图 3： 2020H1 归母净利润受疫情影响同比下跌	3
图 4： 2020 年 Q2 归母净利润受疫情影响减弱	3
图 5： 公司主营企业级网络设备	4
图 6： 2020 年 Q2 归母净利润受疫情影响减弱	4
图 7： 目前全球边缘计算发展方向同公司结构吻合	4
图 8： 边缘计算技术逐步成熟	4
图 9： 2016-2021 全球数据流量预计将快速增长	5
图 10： 单季度研发费用及研发费用占营收比有增长趋势	6
图 11： 公司整体费用控制效果较明显	6
表 1： 公司在三大运营商交换机集采中中标份额靠前	5
表 2： 可比公司估值：星网锐捷存在一定估值优势	7

1、2020Q2 业绩拉动公司 H1 营收增长，需求端空间较充足

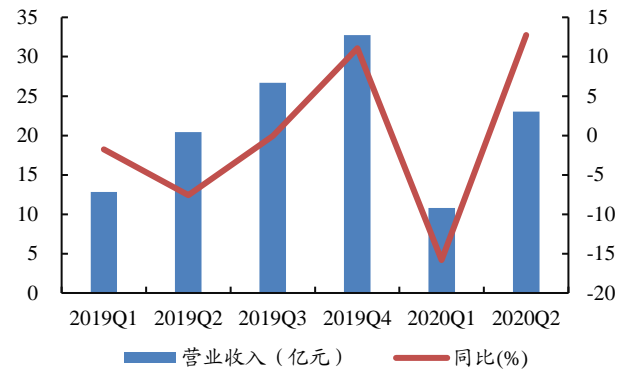
公司半年度营收小幅提升，二季度表现连高拉动 2020H1 整体业绩增长。受新冠肺炎带来的线上办公及视频会议板块需求增高拉动，公司 2020H1 实现营收 33.84 亿元，同增 1.74%，其中 2020Q2 营收 23.04 亿元，同增 12.75%，拉动公司整体业绩。随国内疫情控制到位，公司营收受疫情影响逐步减弱。

图1：公司营收自 2015 年开始持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

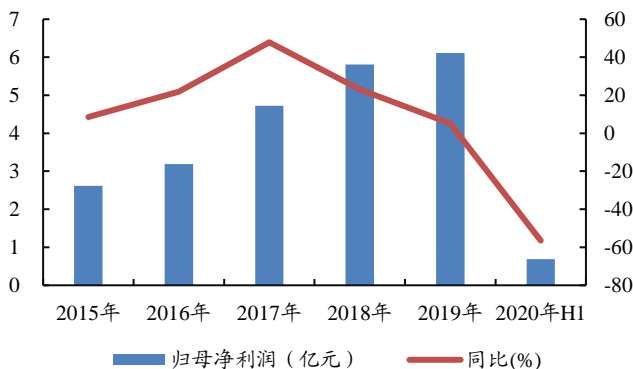
图2：2020 年 Q2 单季度营收同比增长环比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

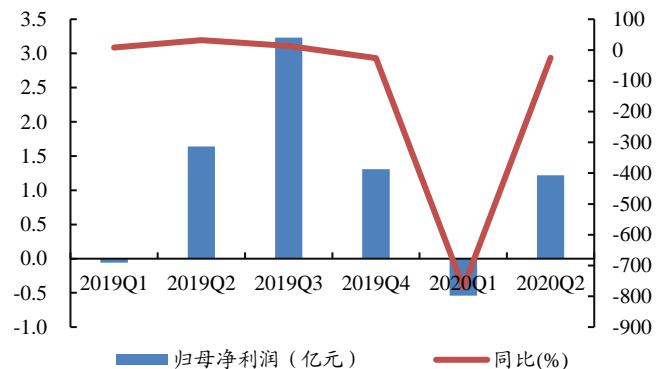
归母净利润具备增长空间，疫情对公司影响减弱。公司部分业务受疫情影响发展进程较缓慢，使得公司 2020H1 实现归母净利润 0.69 亿元，同比下跌 56.46%；2020 年 Q2 实现归母净利润 1.22 亿元，同比下跌 25.29%，较 2020Q1 归母净利润-0.54 亿元，同比下跌 771.26%的情况有较大改良，下半年公司整体业绩有望企稳回升。

图3：2020H1 归母净利润受疫情影响同比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

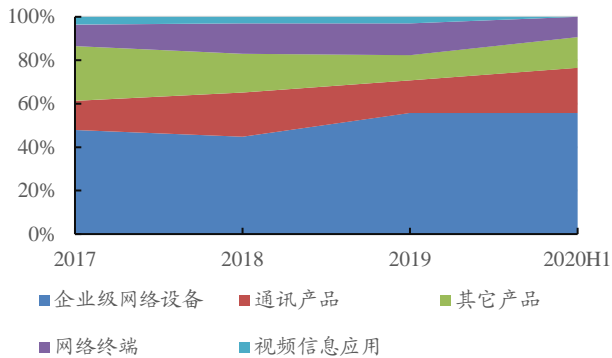
图4：2020 年 Q2 归母净利润受疫情影响减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

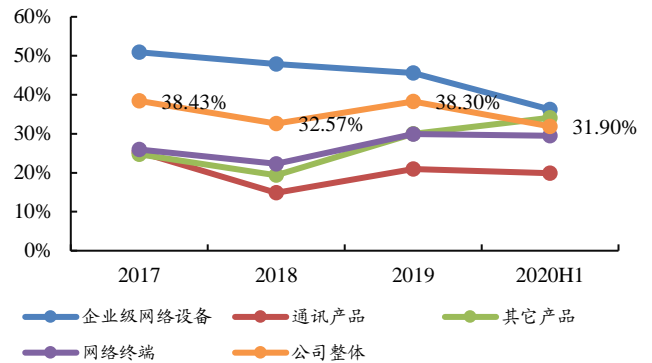
公司毛利率受疫情影响有所下滑，下半年产品销售结构有望回归均衡。毛利率看，公司 2020H1 毛利率为 31.9%，其中 2020Q1 毛利率 28.72%，2020Q2 毛利率 33.39%，公司毛利率整体企稳向好，疫情影响降低，2020 年下半年需求端释放空间较大。业务分类看，公司数据中心交换机业务受运营商及互联网厂商公司需求走高影响成为公司上半年主要收入来源，其整体毛利走低使得公司综合毛利率下降。公司其它业务客户招投标及采购方案受疫情影响有所推迟，预计 2020 年下半年随需求端增长逐步兑现，公司产品销售结构有望回归均衡。

图5: 公司主营企业级网络设备



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2020年Q2归母净利润受疫情影响减弱

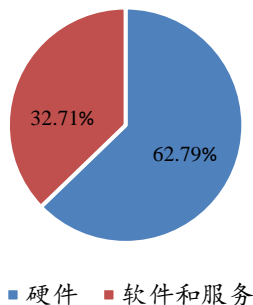


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、全球边缘计算市场方兴未艾，公司业务潜力十足

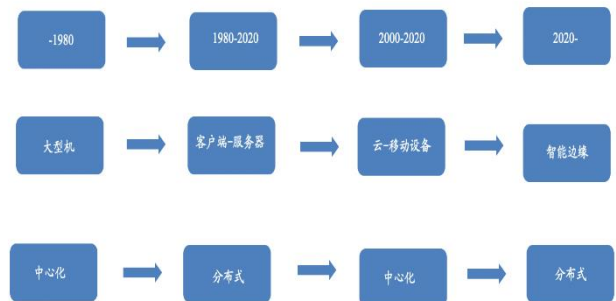
全球边缘计算市场规模结构分为硬件与软件和服务，硬件占比超过软件和服务。根据赛迪数据，截至2018年，全球边缘计算市场规模为51.38亿美元，全球增速高达57.71%，我国边缘计算市场规模达到77.37亿，增长率为55.39%，发展态势迅猛，预计未来几年仍将保持50%以上的增速。全球边缘计算市场规模结构分为硬件和服务，其中硬件市场规模为32.25亿美元，软件与服务市场规模为19.11美元，与公司发展结构吻合。

图7: 目前全球边缘计算发展方向同公司结构吻合



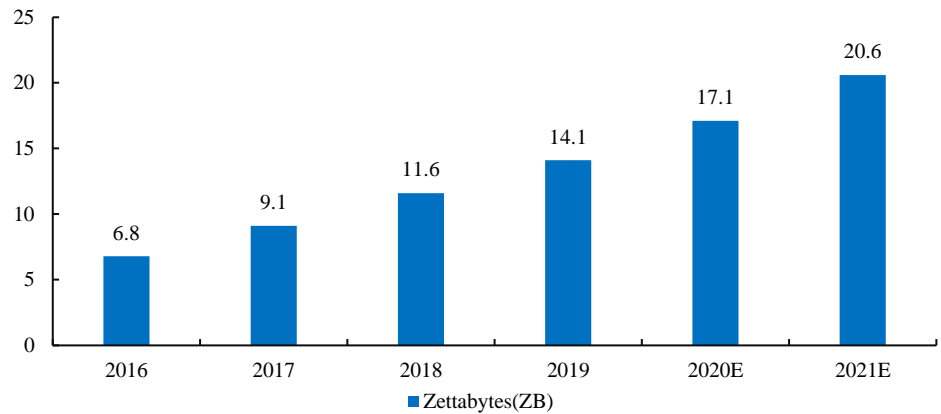
数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

图8: 边缘计算技术逐步成熟



资料来源: 开源证券研究所

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9：2016-2021 全球数据流量预计将快速增长


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。

公司在运营商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高升之势。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1：公司在三大运营商交换机集采中中标份额靠前

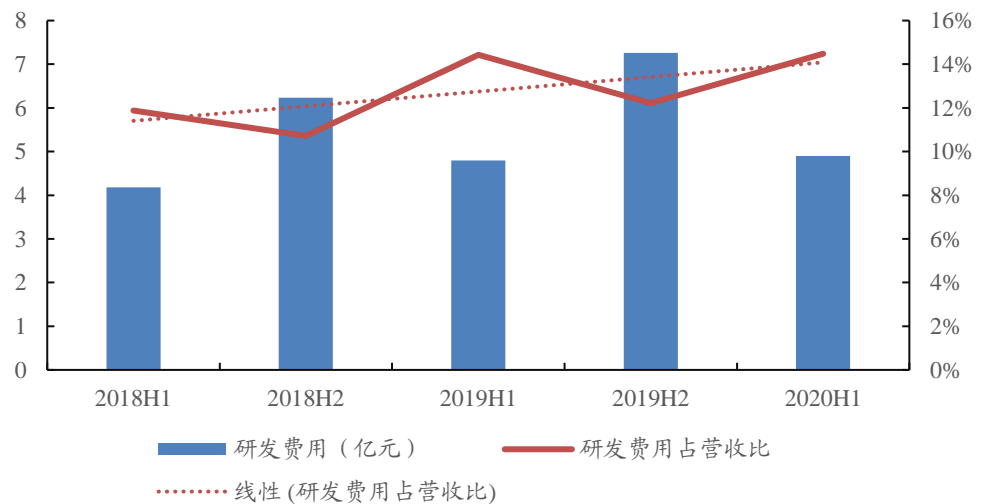
运营商	时间	招标类型	招标情况
中国移动	2019	数通/高端	第一
	2018	数通	第一
	2018	中低端	第一
	2016	中低端	第一
	2014	中低端	第四
中国电信	2019	中低端	第一
	2019	数通	第二
	2018	接入	第二
	2017	中低端	第五
	2016	中低端	第五
中国联通	2018	数通/高端	第三
	2018	数通/网络	第二
	2017	中低端/二层	第一
	2017	中低端/三层	第三
	2016	数通	第二

资料来源：运营商集采公告、开源证券研究所

3、研发费用稳步增长，期间费用率控制较好

2020H1 公司研发投入达 5.02 亿元，同增 2.24%，研发费用占营收比为 14.83% (+0.08pct)。单季度看，2020 年 Q2 研发费用为 2.75 亿元。公司在研发方面的大力投入推动产品性能的不断提升及服务能力的提高，助力产业的转型与升级，据公司半年报，2020 年上半年公司在云终端与云支付业务、车联网及无线通讯系统业务等领域上公司均积极开发新产品，拓展新客户；2020 年上半年共申请专利 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。

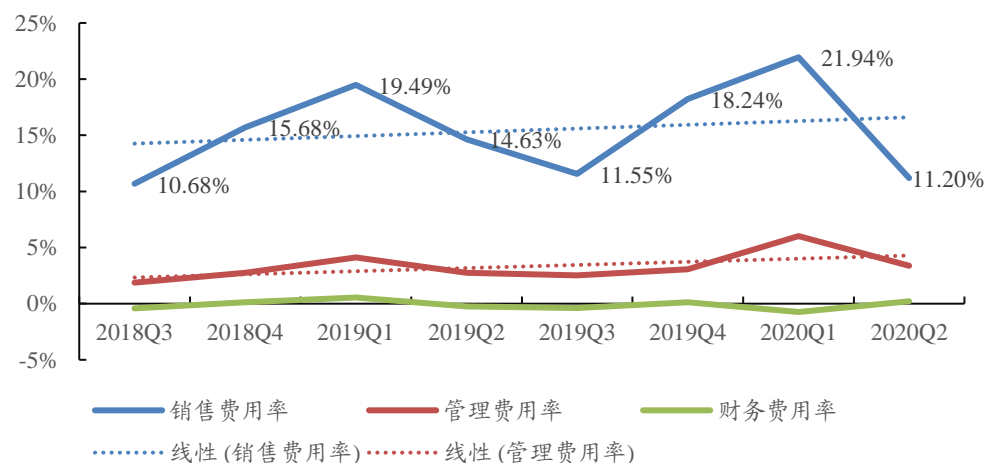
图10：单季度研发费用及研发费用占营收比有增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

其他费用看，2020 年 H1 销售费用率 14.63%，同比下降 1.84 个百分点。管理费用率 1.43%，同比提升 0.34pct，系主要子公司部门职能重新划分，调整列入本期管理费用的增加所致。整体看，销售费用和管理费用净值保持下降，占比保持缓慢增长，费控较明显。

图11：公司整体费用控制效果较明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

受上半年新冠肺炎疫情影响，公司部分行业客户增速放缓，我们认为在下半年疫情逐步收到控制情况下，公司行业客户需求端将呈现逐步复苏态势。整体来看，我们认为公司全年归母净利润增速受疫短期情影响有所放缓，2021及2022年公司归母净利润将快速回升。我们调整公司2020/2021/2022年可实现归母净利润6.43/8.40/10.98亿元，（此前分别为7.46/9.21/11.65亿元），同增5.1%/30.7%/30.8%（此前为22.0%/23.4%/26.6%），EPS为1.10/1.44/1.88元（此前为1.28/1.58/2.00元），当前股价对应PE分别为26.7/20.5/15.6倍，存在一定估值优势，维持“买入”评级。

表2：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	浪潮信息	519.38	36.10	0.92	1.24	39.24	29.11
000938.SZ	紫光股份	898.35	32.80	0.77	0.96	42.60	34.17
002465.SZ	海格通信	305.8	13.22	0.30	0.37	44.07	35.73
	平均值			0.66	0.86	41.97	33.00
002396.SZ	星网锐捷	174.11	29.46	1.10	1.44	26.7	20.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2020/08/31，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

全球新冠疫情反复风险：公司2020H1受疫情影响相关主营业务整体渠道端业绩兑现较慢，若新冠疫情反复则公司整体毛利恢复节奏及营收增势可能放缓。

产品竞争加剧风险：公司在云计算及信创相关市场起步较早，较竞争对手有相对竞争优势，在国产替代大趋势下公司全资子公司面临更复杂的竞争环境，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	7471	8830	10930
现金	1634	2054	2696	2994	3697
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	8935	10404	12654
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	863	1169	1535
股本	583	583	583	583	583
资本公积	686	686	686	686	686
留存收益	2407	2953	3756	4781	6092
归属母公司股东权益	3678	4227	4805	5581	6615
负债和股东权益	6999	7651	8935	10404	12654

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	594	763	685	612	1076
净利润	829	854	896	1146	1464
折旧摊销	125	128	149	179	200
财务费用	-15	-5	2	-4	-0
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	-103	-61	-64
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	-103	-61	-64
现金净增加额	-21	434	642	298	703

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	378	424	511
研发费用	1041	1206	1557	1881	2299
财务费用	-15	-5	2	-4	-0
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	880	1125	1442
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	905	1157	1478
所得税	40	8	9	11	14
净利润	829	854	896	1146	1464
少数股东损益	247	243	254	306	366
归母净利润	581	611	643	840	1098
EBITDA	947	930	984	1252	1580
EPS(元)	1.00	1.05	1.10	1.44	1.88

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	4.8	27.8	28.2
归属于母公司净利润(%)	23.1	5.2	5.1	30.7	30.8
获利能力					
毛利率(%)	32.6	38.3	38.3	38.3	38.3
净利率(%)	6.4	6.6	5.8	6.1	6.4
ROE(%)	19.4	17.7	15.8	17.0	18.0
ROIC(%)	20.6	18.5	17.1	19.0	20.6
偿债能力					
资产负债率(%)	39.1	36.8	36.6	35.1	35.6
净负债比率(%)	-35.3	-41.3	-47.2	-44.0	-45.1
流动比率	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
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	1.10	1.44	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.31	1.18	1.05	1.85
每股净资产(最新摊薄)	6.31	7.25	8.24	9.57	11.34
估值比率					
P/E	29.6	28.1	26.7	20.5	15.6
P/B	4.7	4.1	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	17.2	17.0	15.6	12.3	9.5

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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn