

Q3 营收有所恢复，归母净利润降幅收窄

——星网锐捷（002396）三季度报点评报告

增持（维持）

日期：2020年10月26日

事件：

2020年10月23日，公司披露了2020年第三季度报告。公司前三季度实现营收65.62亿元，同比增长9.49%，实现归母净利润3.30亿元，同比下滑31.26%。2020年第三季度单季度实现营收31.78亿元，同比增长19.16%；实现归母净利润2.62亿元，同比下滑18.97%，基本符合预期。

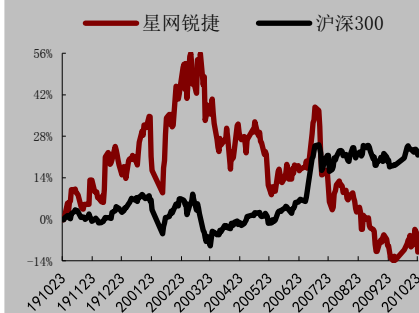
投资要点：

- **Q3营收有所恢复，净利润降幅收窄。**从财务数据上来看，公司Q3整体营收有所恢复，净利润虽同比仍有下滑但较上半年降幅收窄，单季度毛利率下滑至35.9%，同比下降5.5ppt。公司Q3净利率下滑的原因主要还是由于公司部分高毛利率产品如娱乐/金融/教育等业务受疫情影响恢复不及预期所导致。费用率方面，公司前三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为12.22%、3.41%、11.90%，环比均有所下降，整体控制较好。财务费用率则由于人民币对美元汇率波动以及借款利息导致财务费用同比增加3783万元。
- **分拆上市锐捷网络，催化公司价值重估。**公司今年上半年拟将其控股子公司锐捷网络分拆至深交所创业板上市，本次分拆完成后，星网锐捷股权结构不会发生变化，且仍将维持对锐捷网络的控制权。锐捷网络是国内领先的ICT基础设施及行业解决方案提供商，以太网交换机在中国市场排名第三、中国企业级WLAN市场占有率第二、Wi-Fi6品类市场份额第一，网络安全产品及云桌面解决方案也在业内有较高的客户认可度，此次分拆上市有利于锐捷网络的专业化经营，提振公司经营业绩，有利于公司价值重估。
- **收购星网智慧剩余股权，利润有望增厚。**星网智慧是公司旗下做统一通信（IPPBX、IAD、IPPHONE）、融合视讯（视频会议产品、多媒体桌面终端产品）、全光网络（全光接入、全光终端），为政府、军队、各类不同规模的企业提供以融合视讯技术为核心的智慧通信应用的子公司。星网智慧在8月融合通信系列产品陆续完成与国产操作系统麒麟软件兼容互认证，成为首家在云PBX领域通过麒麟测试认证的企业，这标志着星网锐捷融合通信国产化战略再一次跃升。公司拟收购星网智慧45%的剩余股权，承诺20-22年累计实现归母净利润合计不低于2.7亿元，未来有望增厚归母净利润。

基础数据

行业	通信
公司网址	
大股东/持股	福建省电子信息（集团）有限责任公司 /25.88%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	583.28
流通A股（百万股）	583.28
收盘价（元）	26.20
总市值（亿元）	152.82
流通A股市值（亿元）	152.82

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年10月23日

相关研究

万联证券研究所 20191104_公司跟踪报告_AAA_星网锐捷（002396）点评报告
万联证券研究所 20190903_公司半年报点评_AAA_星网锐捷（002396）点评报告
万联证券研究所 20190812_公司首次覆盖_AAA_星网锐捷（002396）首次覆盖

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,266	10,210	12,103	14,965
增长比率 (%)	1.5%	10.2%	18.5%	23.6%
净利润(百万元)	611	574	699	972
增长比率 (%)	5.2%	-6.2%	21.9%	39.0%
每股收益(元)	1.05	0.98	1.20	1.67
市盈率(倍)	25.0	26.6	21.9	15.7

资料来源：Wind，万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**根据公司业绩以及市场恢复情况，我们谨慎看好公司表现，预计公司2020-2022年营收分别为102.10/121.03/149.65亿元，对应PE分别为26.6/21.9/15.7，EPS分别为0.98/1.20/1.67，维持“增持”评级。
- **风险因素：**行业竞争加剧、下游市场恢复不及预期

万联证券

资产负债表
元

单位：百万

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,978	6,766	7,972	9,429
货币资金	2,054	2,425	3,035	3,393
应收票据及应收账款	1,929	2,146	2,505	3,137
其他应收款	55	94	83	110
预付账款	74	69	75	98
存货	1,650	1,814	2,057	2,474
其他流动资产	217	217	217	217
非流动资产	1,672	1,706	1,744	1,802
长期股权投资	146	143	141	140
固定资产	554	599	617	648
在建工程	76	108	143	183
无形资产	110	96	83	71
其他长期资产	787	760	760	760
资产总计	7,651	8,472	9,716	11,231
流动负债	2,755	3,014	3,572	4,135
短期借款	22	62	62	62
应付票据及应付账款	1,890	2,109	2,464	2,867
预收账款	120	113	145	173
其他流动负债	723	731	901	1,034
非流动负债	59	59	59	59
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	59	59	59	59
负债合计	2,814	3,073	3,631	4,194
股本	583	583	583	583
资本公积	686	686	686	686
留存收益	2,953	3,527	4,226	5,198
归属母公司股东权益	4,227	4,800	5,500	6,471
少数股东权益	610	599	585	566
负债和股东权益	7,651	8,472	9,716	11,231

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	763	457	680	464
净利润	854	562	686	953
折旧摊销	128	52	52	52
营运资金变动	-216	-226	-50	-527
其它	-3	69	-7	-13
投资活动现金流	-28	-123	-67	-103
资本支出	-292	-96	-92	-113
投资变动	20	3	2	1
其他	244	-31	23	8
筹资活动现金流	-302	38	-3	-3
银行借款	21	40	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-324	-2	-3	-3
现金净增加额	434	371	610	358
期初现金余额	1,537	2,054	2,425	3,035
期末现金余额	1,971	2,425	3,035	3,393

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,266	10,210	12,103	14,965
营业成本	5,717	6,586	7,575	8,882
营业税金及附加	60	72	81	101
销售费用	1,454	1,429	1,815	2,394
管理费用	276	255	363	524
研发费用	1,206	1,225	1,694	2,245
财务费用	-5	52	4	20
资产减值损失	-24	-29	-12	9
公允价值变动收益	-18	0	0	0
投资净收益	34	-31	23	8
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	840	632	763	1,060
营业外收入	30	0	1	2
营业外支出	8	7	2	3
利润总额	862	625	762	1,059
所得税	8	62	76	106
净利润	854	562	686	953
少数股东损益	243	-11	-14	-19
归属母公司净利润	611	574	699	972
EBITDA	682	693	626	871
EPS (元)	1.05	0.98	1.20	1.67

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	1.5%	10.2%	18.5%	23.6%
营业利润	-3.1%	-24.8%	20.8%	38.9%
归属于母公司净利润	5.2%	-6.2%	21.9%	39.0%
获利能力				
毛利率	38.3%	35.5%	37.4%	40.6%
净利率	9.2%	5.5%	5.7%	6.4%
ROE	14.5%	11.9%	12.7%	15.0%
ROIC	11.3%	10.6%	8.4%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	36.8%	36.3%	37.4%	37.3%
净负债比率	-42.0%	-43.8%	-48.9%	-47.3%
流动比率	2.17	2.24	2.23	2.28
速动比率	1.54	1.62	1.64	1.66
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.21	1.25	1.33
应收账款周转率	5.06	5.13	5.15	5.11
存货周转率	3.47	3.63	3.68	3.59
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	0.98	1.20	1.67
每股经营现金流	1.31	0.78	1.17	0.80
每股净资产	7.25	8.23	9.43	11.09
估值比率				
P/E	25.00	26.64	21.85	15.72
P/B	3.62	3.18	2.78	2.36
EV/EBITDA	27.45	18.64	19.66	13.72

资料来源：Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场