



2020-10-27

公司点评报告

增持/维持

星网锐捷(002396)

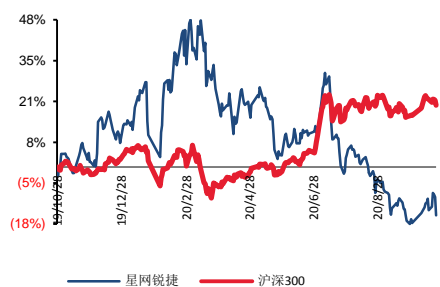
目标价: 35.3

昨收盘: 26.2

信息技术 技术硬件与设备

业绩恢复不及预期，分拆锐捷网络上市有望提升估值水平

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	583/583
总市值/流通(百万元)	15,282/15,282
12个月最高/最低(元)	46.09/25.34

相关研究报告:

证券分析师: 李宏涛

电话: 18910525201

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 李仁波

电话: 0755-83688851

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040002

证券分析师: 赵晖

电话: 15201962711

E-MAIL: zhaohui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010003

事件: 公司发布 2020 三季度报告。实现营收 65.62 亿元, 同比上升 9.49%, 归母净利润 3.30 亿元, 同比下滑 31.26%; 扣非归母净利润 3.08 亿元, 同比下滑 28.98%。

点评:

1、Q3 收入回暖, 净利润恢复不及预期

公司 Q3 单季度营业收入 31.78 亿元 (+19.16%), 扣非归母净利润 2.62 亿元 (-18.97%), 毛利率 35.90%, 同比下降 5.48 个百分点, 但是相比于 Q2 的 33.39% 有所恢复。公司 Q3 的收入恢复良好, 但是净利润恢复不及预期。我们推测主要原因如下: ①受新冠疫情影响, 企业网、政府、教育等高毛利业务下滑较大。虽然数据中心和视频会议等业务在疫情期间增长良好, 使得公司总营收保持平稳, 但毛利率相对较低, 因此净利润恢复速度仍然有待验证, 随着第四季度疫情逐渐恢复, 叠加传统的旺季, 公司净利润和毛利率有望改善。②财务费用增速较大, 主要受人民币汇率波动所造成的汇兑损失, 以及向银行借款增加带来的利息导致。③其他收益减少, 为保持持续竞争力研发费用提升。

2、分拆锐捷网络单独上市

分拆锐捷网络后有利于提升估值水平, 提升锐捷网络经营效率, 改善盈利水平。公司业务结构多元化, 涉足信息通信行业的多个细分领域, 估值较难。锐捷网络分拆上市后有望实现资产的价值重估。分拆后有助于提升锐捷网络经营效率及品牌知名度, 增强锐捷网络竞争能力。同时于拓宽锐捷网络的融资渠道。根据年报锐捷网络净利润为 4.05 亿元, 公司持有锐捷网络 51% 的股权, 锐捷网络占公司净利润的 33.83%。

3、收购星网智慧 45% 的剩余股权, 改善公司治理结构

公司计划收购元和通持有的智慧科技 45% 的股权。收购完成后, 公司将通过直接和间接方式持有智慧科技 100% 股权。承诺 2020、2021 和 2022 年三个会计年度累计实现净利润数合计不低于 2.7 亿元。有望增厚公司净利润。超出累计承诺净利润的差额部分以现金方式奖励给星网智慧管理层及核心员工, 奖励总额为超额业绩部分的 30%。

控股子公司德明通讯进行股份制改制, 有利于其进一步完善法人治理结构, 提高经营管理水平, 增强企业的核心竞争力, 进一步完善治理水平

4、投资建议

公司作为国内综合 ICT 解决方案商，在企业网络设备、以太网交换机、云课堂、瘦客户机等细分领域具有较强的竞争力。预计 2020~2022 年公司营收 100.4 亿、119.4 亿、141.9 亿，归母净利润 6.4 亿、8.2 亿、10.5 亿，对应的 PE 为 23/18/14。考虑到锐捷网络单独上市带来的资产价值重估，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：疫情进一步恶化进而导致公司业绩下滑，毛利率恢复不及预期；锐捷网络上市进展不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9265.77	10041.56	11935.77	14185.33
(+/-%)	1.47%	8.37%	18.86%	18.85%
净利润(百万元)	611.31	636.76	824.62	1046.92
(+/-%)	5.16%	4.16%	29.50%	26.96%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.09	1.41	1.79
市盈率(PE)	24	23	18	14

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9265.77	10041.56	11935.77	14185.33
营业成本	5717.07	6404.91	7024.88	8270.33
营业税金及附加	59.68	68.21	79.25	94.44
销售费用	1453.95	1405.82	1850.05	2127.80
管理费用	275.58	1506.23	2029.08	2411.51
财务费用	-5.05	-1.52	8.30	13.48
资产减值损失	-23.77	-23.00	0.00	0.00
投资收益	33.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-17.67	-8.83	-10.31	-11.04
其他经营损益	0.00	250.00	250.00	250.00
营业利润	840.29	922.07	1183.91	1506.72
其他非经营损益	21.95	13.65	14.85	15.78
利润总额	862.24	935.72	1198.76	1522.50
所得税	8.08	37.05	40.79	48.67
净利润	854.16	898.67	1157.97	1473.84
少数股东损益	242.85	261.91	333.35	426.91
归属母公司股东净利润	611.31	636.76	824.62	1046.92
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2054.03	3480.30	4747.99	5908.48
应收和预付款项	2057.09	2207.19	2612.06	3110.12
存货	1649.79	1861.53	2084.03	2433.42
其他流动资产	217.42	45.85	50.35	55.70
长期股权投资	145.52	145.52	145.52	145.52
投资性房地产	18.72	18.72	18.72	18.72
固定资产和在建工程	629.81	585.99	542.18	498.36
无形资产和开发支出	369.84	336.01	302.17	268.34
其他非流动资产	508.40	503.99	499.57	495.16
资产总计	7650.63	9185.10	11002.60	12933.82
短期借款	21.71	500.00	1000.00	1000.00
应付和预收款项	2619.37	2882.88	3152.63	3744.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	173.03	186.72	199.06	223.85
负债合计	2814.12	3569.60	4351.69	4968.11
股本	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	686.45	686.45	686.45	686.45
留存收益	2953.39	3474.08	4176.13	5064.02
归属母公司股东权益	4226.73	4743.80	5445.86	6333.74
少数股东权益	609.79	871.70	1205.05	1631.97
股东权益合计	4836.52	5615.50	6650.91	7965.71
负债和股东权益合计	7650.63	9185.10	11002.60	12933.82
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	963.50	1002.62	1274.28	1602.27
PE	24.03	23.07	17.82	14.03
PB	3.48	3.10	2.70	2.32
PS	1.59	1.46	1.23	1.04
EV/EBITDA	12.58	11.14	8.16	5.77

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	854.16	898.67	1157.97	1473.84
折旧与摊销	128.26	82.07	82.07	82.07
财务费用	-5.05	-1.52	8.30	13.48
资产减值损失	-23.77	-23.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	90.58	94.41	-311.38	-256.82
其他	-281.13	24.35	-28.09	31.49
经营活动现金流净额	763.06	1074.97	908.86	1344.05
资本支出	-97.10	0.00	0.00	0.00
其他	68.75	-8.83	-10.31	-11.04
投资活动现金流净额	-28.34	-8.83	-10.31	-11.04
短期借款	-19.46	478.29	500.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.78	0.00	0.00	0.00
支付股利	-64.16	-116.07	-122.56	-159.04
其他	-219.62	-2.09	-8.30	-13.48
筹资活动现金流净额	-302.47	360.13	369.14	-172.52
现金流量净额	433.99	1426.26	1267.69	1160.49
财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	1.47%	8.37%	18.86%	18.85%
营业利润增长率	-3.09%	9.73%	28.40%	27.27%
净利润增长率	3.07%	5.21%	28.85%	27.28%
EBITDA 增长率	-1.36%	4.06%	27.10%	25.74%
获利能力				
毛利率	38.30%	36.22%	41.14%	41.70%
期间费率	18.61%	28.98%	32.57%	32.10%
净利率	9.22%	8.95%	9.70%	10.39%
ROE	17.66%	16.00%	17.41%	18.50%
ROA	11.16%	9.78%	10.52%	11.40%
ROIC	26.81%	29.11%	35.72%	40.35%
EBITDA/销售收入	10.40%	9.98%	10.68%	11.30%
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.19	1.18	1.19
固定资产周转率	16.56	18.87	24.44	31.91
应收账款周转率	5.20	5.30	5.57	5.56
存货周转率	3.49	3.56	3.52	3.64
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.03	—	—	—
资本结构				
资产负债率	36.78%	38.86%	39.55%	38.41%
带息债务/总负债	0.77%	14.01%	22.98%	20.13%
流动比率	217.01%	216.36%	221.19%	234.43%
速动比率	157.12%	163.33%	172.64%	184.86%
每股指标				
每股收益	1.05	1.09	1.41	1.79
每股净资产	7.25	8.13	9.34	10.86
每股经营现金	1.31	1.84	1.56	2.30

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。