

## 公司研究

## 多因素影响利润释放，一季度恢复明显

## ——星网锐捷（002396.SZ）2020年报及21年一季度点评

## 要点

**事件：**公司发布2020年报，全年实现营业收入103亿元，同比增长11%；归属于母公司股东的净利润4.31亿元，（调整后）同比下降27%。同时公告21年一季度，实现营业收入19亿元，同比增长78%；归母净利润3965万元，同比扭亏为盈。与前期预告基本一致，符合预期。

**多重因素影响利润释放。**2020年公司营收实现正增长，但净利润却同比出现下滑，其中因素包括：综合毛利率同比下降3.36pct，推测主要因毛利率较低的数据中心产品占比上升以及汇率波动等因素影响所致；由于美元汇率下跌导致公司美元资产产生汇兑损失，财务费用同比增加6116万元；此外，其他收益科目减少了4980万元；资产减值损失和信用减值损失同比分别增加了2753万元和856万元，进一步影响了利润释放。20年全年实现经营性净现金流7.4亿元，同比基本持平。

**网络设备收入持续增长。**在网络设备领域，公司在数据中心交换机方面持续发力，在大型互联网公司、通讯运营商等实现规模商用，并在2020年收获中国移动、中国电信数据中心集采最大份额。在无线网络领域，推出内置AI专用射频模块的Wi-Fi 6 Plus无线AP。年报披露根据IDC数据，2020年锐捷网络以太网交换机中国市占率第三，在中国企业级终端VDI市占率第一，Wi-Fi 6产品出货量第一。20年公司企业级网络设备收入64亿元，同比增长23.83%，但毛利率下降6.45pct。子公司锐捷网络20年实现营收67亿元，同比增长28%，净利润3.1亿元，同比下滑23%。

**瘦客户机及云桌面业务保持行业领先。**年报披露根据IDC数据，2020年升腾资讯的瘦客户机在亚太以及中国市场排名第一，云桌面终端在国内市场排名第一。受疫情、汇率等因素影响，子公司升腾资讯20年实现营收12.51亿元，同比下降32%，净利润1.08亿元，同比下降40%。

**积极布局5G产品研发。**2020年，公司受到疫情、供应链和汇率波动等因素冲击，盈利有所下降。面对挑战，公司加大在5G通讯技术上的投入力度，研发费用13.4亿元，同比增长10%。全年共申请专利288项，强化了技术优势。

**维持“增持”评级：**暂不考虑锐捷网络分拆上市的稀释影响，维持21~22年净利润预测6.5/7.4亿元，预测23年净利润8.3亿元，对应PE 18X/16X/14X，估值已调整至低位水平，维持“增持”评级。

**风险提示：**贸易摩擦影响海外业务，数据中心产品对毛利率负面影响，成长性减弱导致长期估值中枢下移。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,266	10,304	11,542	12,821	13,944
营业收入增长率	1.47%	11.21%	12.01%	11.09%	8.76%
净利润（百万元）	611	431	646	741	827
净利润增长率	5.16%	-29.43%	49.85%	14.71%	11.57%
EPS（元）	1.05	0.74	1.11	1.27	1.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.46%	10.30%	13.53%	14.21%	14.64%
P/E	19	27	18	16	14
P/B	2.7	2.8	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-29

## 增持（维持）

当前价：19.88元

## 作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqi@ebscn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

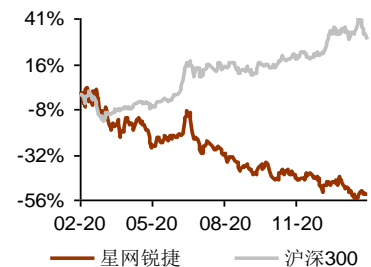
021-52523849

kailiu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.83
总市值(亿元)	115.96
一年最低/最高(元)	19.48/41.40
近3月换手率	61.10%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.56	-8.77	-48.51
绝对	-0.85	-7.06	-46.80

资料来源：Wind

## 相关研报

盈利恢复低于预期，汇兑损失补贴减少等拖累业绩——星网锐捷（002396.SZ）2020年三季度点评（2020-10-25）  
疫情影响多条产品线，预计下半年有所恢复——星网锐捷（002396.SZ）2020年中报点评（2020-08-31）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,266	10,304	11,542	12,821	13,944
营业成本	5,717	6,704	7,509	8,532	9,418
折旧和摊销	113	130	128	148	162
税金及附加	60	52	69	77	84
销售费用	1,454	1,424	1,480	1,516	1,509
管理费用	276	355	369	410	418
研发费用	1,206	1,341	1,449	1,565	1,690
财务费用	-5	56	32	-16	-20
投资收益	34	22	30	30	30
营业利润	840	568	905	1,038	1,158
利润总额	862	561	898	1,030	1,149
所得税	8	-45	36	41	46
净利润	854	606	862	989	1,103
少数股东损益	243	175	215	247	276
归属母公司净利润	611	431	646	741	827
EPS(元)	1.05	0.74	1.11	1.27	1.42

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	763	740	696	957	1,111
净利润	611	431	646	741	827
折旧摊销	113	130	128	148	162
净营运资金增加	-87	59	708	341	290
其他	125	120	-786	-273	-169
投资活动产生现金流	-28	-423	-90	-190	-130
净资本支出	-292	-477	-264	-170	-110
长期投资变化	146	167	0	0	0
其他资产变化	118	-113	174	-20	-20
融资活动现金流	-302	-296	-302	-286	-375
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-70	289	-211	0	0
无息负债变化	150	729	51	464	406
净现金流	434	-5	304	482	605

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	38.3%	34.9%	34.9%	33.5%	32.5%
EBITDA 率	10.9%	8.5%	9.3%	9.4%	9.6%
EBIT 率	9.5%	7.1%	8.2%	8.2%	8.5%
税前净利润率	9.3%	5.4%	7.8%	8.0%	8.2%
归母净利润率	6.6%	4.2%	5.6%	5.8%	5.9%
ROA	11.2%	7.0%	9.2%	9.4%	9.5%
ROE (摊薄)	14.5%	10.3%	13.5%	14.2%	14.6%
经营性 ROIC	23.0%	18.8%	18.5%	19.1%	20.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37%	44%	39%	39%	39%
流动比率	2.17	1.78	2.08	2.11	2.17
速动比率	1.57	1.16	1.36	1.38	1.44
归母权益/有息债务	194.65	13.47	47.78	52.17	56.49
有形资产/有息债务	327.75	26.08	89.27	100.48	111.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,651	8,716	9,359	10,511	11,625
货币资金	2,054	2,101	2,406	2,888	3,493
交易性金融资产	22	0	0	0	0
应收帐款	1,831	1,686	1,888	2,097	2,281
应收票据	98	180	201	224	243
其他应收款 (合计)	55	75	84	94	102
存货	1,650	2,324	2,614	2,973	3,278
其他流动资产	195	169	169	169	169
流动资产合计	5,978	6,680	7,522	8,618	9,752
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	146	167	167	167	167
固定资产	554	732	822	816	752
在建工程	76	210	212	186	153
无形资产	110	124	171	217	262
商誉	233	218	200	180	160
其他非流动资产	114	113	113	113	113
非流动资产合计	1,672	2,036	1,837	1,893	1,873
总负债	2,814	3,833	3,673	4,137	4,544
短期借款	22	311	0	0	0
应付账款	1,176	1,271	1,424	1,618	1,786
应付票据	714	1,168	1,309	1,487	1,642
预收账款	120	0	0	0	0
其他流动负债	0	20	20	20	20
流动负债合计	2,755	3,761	3,621	4,086	4,492
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	50	50	50	50
非流动负债合计	59	72	52	52	52
股东权益	4,837	4,883	5,686	6,373	7,081
股本	583	583	583	583	583
公积金	942	612	634	634	634
未分配利润	2,698	2,993	3,560	3,999	4,431
归属母公司权益	4,227	4,189	4,778	5,217	5,649
少数股东权益	610	693	909	1,156	1,432

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	15.69%	13.82%	12.82%	11.82%	10.82%
管理费用率	2.97%	3.44%	3.20%	3.20%	3.00%
财务费用率	-0.05%	0.54%	0.28%	-0.13%	-0.15%
研发费用率	13.02%	13.02%	12.55%	12.20%	12.12%
所得税率	1%	-8%	4%	4%	4%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.11	0.10	0.52	0.68	0.76
每股经营现金流	1.31	1.27	1.19	1.64	1.90
每股净资产	7.25	7.18	8.19	8.94	9.69
每股销售收入	15.89	17.67	19.79	21.98	23.91

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	19	27	18	16	14
PB	2.7	2.8	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	12.1	14.6	11.7	10.7	9.7
股息率	0.6%	0.5%	2.6%	3.4%	3.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE