

公司研究/中报点评

2019年08月28日

通信/通信设备制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 26.94
合理价格区间(元): 32.67~33.88

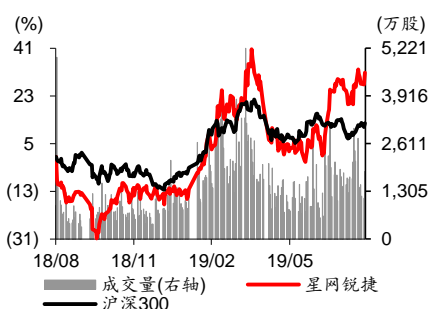
王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

付东
联系人 fudong@htsc.com

相关研究

- 1《星网锐捷(002396,买入): Q1 业绩符合预期, 综合毛利率提升》2019.04
- 2《星网锐捷(002396,买入): 业绩符合预期, 研发助产品力提升》2019.03
- 3《星网锐捷(002396,买入): 5G 助力 SDN 商用, 再看公司价值》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

产品结构优化助力盈利提升

星网锐捷(002396)

业绩符合预期, 产品结构优化驱动盈利提升

公司上半年实现营收 33.27 亿, 同比下滑 5.43%; 实现扣非归母净利润 1.19 亿, 同比增长 133.34%; 实现归母净利润 1.57 亿, 同比增长 34.22%。业绩符合预期。我们认为产品结构优化带动毛利率提升是公司上半年净利润高增长的主要原因。我们看好企业数字化转型以及云计算发展过程中对于网络设备需求的持续提升, 我们预计公司 19~21 年 EPS 分别为 1.21/1.51/1.85 元, 维持公司 19 年 PE 估值区间内 27~28x, 维持目标价 32.67~33.88 元, 维持“买入”评级。

网络设备业务增长稳健, 云计算业务成为上半年亮点

收入分业务来看, 上半年企业级网络设备业务实现营收 15.76 亿, 同比增长 19.56%, 该业务以锐捷网络为业务开展主体, 当前公司数据中心交换机产品已在阿里巴巴、腾讯、今日头条和美团等互联网企业得到规模应用。上半年锐捷网络营收同比增长 15.46%, 实现净利润-981 万元, 相比于去年同期减亏 2796 万。云计算业务方面, 升腾云桌面产品销售实现较大增长, 智能终端产品在金融行业影响力不断提升, 产品全面入围中国工商银行等六大国有银行, 在此推动下升腾上半年营收同比增长 15.85%, 净利润同比增长 65.34%。

产品结构优化驱动毛利率提升, 持续研发投入加大新产品开发

上半年公司综合毛利率为 34.60%, 相比于去年同期提升 7.42 个百分点。分业务来看, 企业级网络设备毛利率提升 0.99 个百分点至 44.07%; 通讯产品提升 6.25 个百分点至 20.05%。我们认为毛利率的提升主要来自于公司产品结构的优化, 同时以德明所做的模组等毛利率较低业务占比的下滑也带来了综合毛利率的改善。费用方面, 上半年销售费用同比增长 15.85% 达到 5.48 亿。报告期内公司持续加大研发投入带动新产品开发, 研发费用同比增长 14.66% 达到 4.8 亿元, 成果上, 公司上半年申请专利 64 项, 获得新增专利 55 项。截止报告期末, 公司累积专利总数达到 1799 项。

CT 向 IT 演进及云计算带来网络设备业务发展机遇

我们认为随着 5G 的到来, CT 向 IT 演进将加速, 同时云计算的发展有望带来对于网络设备需求的持续提升。公司高度重视研发投入, 并以此驱动产品创新。2013 年至今公司研发费用率始终维持在 11% 以上, 产品和解决方案方面, 公司在 2018 年推出 RG-S6510 系列数据中心与云计算交换机, 并实现了 25G 产品的规模商用; 发布场景化物联网解决方案, 覆盖商贸 RFID 互联、工业智能制造互联等场景。我们认为研发带动公司产品能力提升, 有望受益于行业 IT 化转型以及云计算发展机遇。

维持“买入”评级

我们看好企业数字化转型以及云计算发展对于网络设备需求的持续提升, 我们预计公司 19~21 年 EPS 分别为 1.21/1.51/1.85 元, 维持公司 19 年 PE 估值区间内 27~28x, 维持目标价 32.67~33.88 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 网络设备行业竞争加剧; 公司新产品市场拓展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	583.28
流通 A 股 (百万股)	560.74
52 周内股价区间 (元)	14.23-28.87
总市值 (百万元)	15,714
总资产 (百万元)	6,200
每股净资产 (元)	6.47

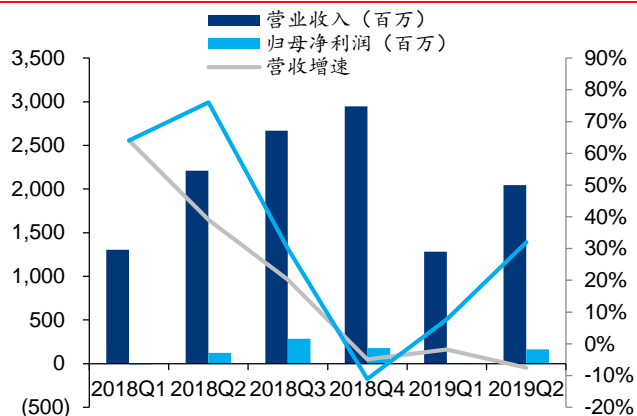
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,705	9,132	11,021	13,649	17,216
+/-%	35.47	18.51	20.69	23.85	26.13
归属母公司净利润 (百万元)	472.30	581.30	703.96	882.99	1,077
+/-%	47.85	23.08	21.10	25.43	21.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.81	1.00	1.21	1.51	1.85
PE (倍)	33.27	27.03	22.32	17.80	14.59

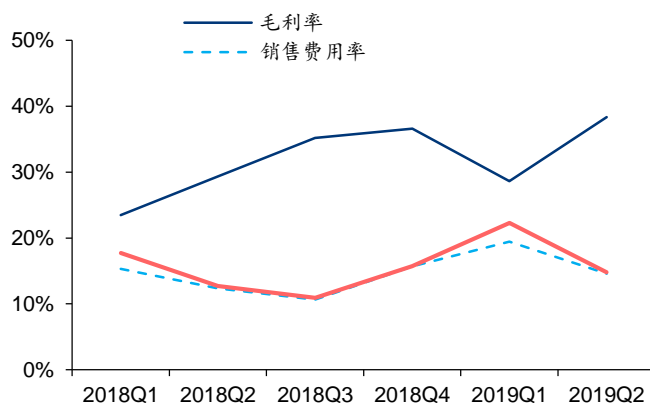
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 单季度营收、归母净利润及其增速



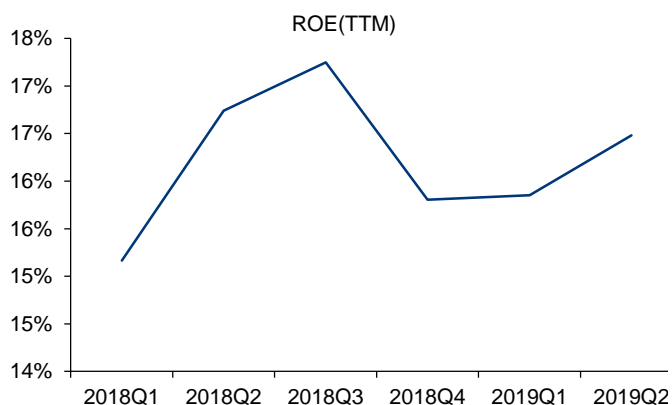
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 单季度毛利率、销售费用(含研发费用)率及管理费用率



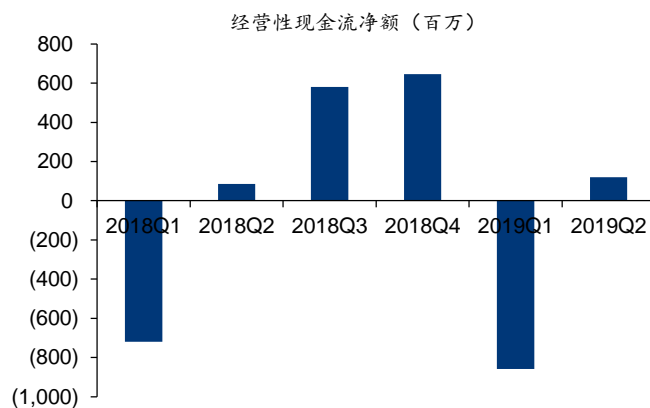
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: ROE (TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

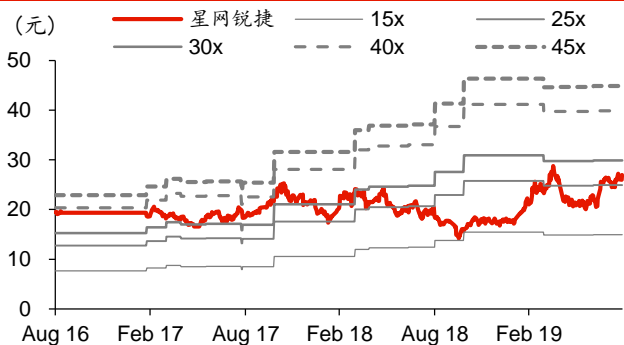
图表4: 单季度经营性现金流净额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

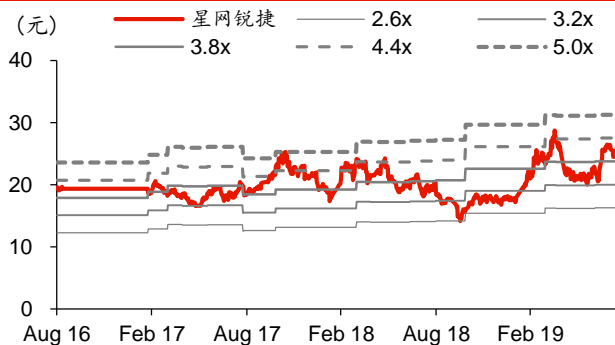
PE/PB - Bands

图表5: 星网锐捷历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 星网锐捷历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,140	5,489	7,414	9,105	11,375
现金	1,732	1,634	2,370	3,155	3,758
应收账款	1,522	1,732	2,288	2,621	3,525
其他应收账款	126.57	49.50	112.98	139.83	172.52
预付账款	57.28	39.02	45.71	56.56	71.37
存货	1,363	1,542	2,146	2,599	3,220
其他流动资产	339.96	492.10	451.21	532.41	628.36
非流动资产	1,300	1,510	1,398	1,445	1,482
长期投资	32.51	130.81	130.81	130.81	130.81
固定投资	484.45	564.77	584.54	602.39	617.64
无形资产	116.88	107.48	97.29	106.84	115.74
其他非流动资产	665.93	706.86	584.88	604.73	617.98
资产总计	6,440	6,999	8,812	10,549	12,857
流动负债	2,652	2,671	3,519	4,111	4,917
短期借款	19.60	41.18	28.93	29.82	29.89
应付账款	1,755	1,907	2,270	2,824	3,579
其他流动负债	878.08	722.63	1,220	1,257	1,308
非流动负债	38.09	63.55	47.66	51.79	52.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	38.09	63.55	47.66	51.79	52.90
负债合计	2,690	2,735	3,567	4,162	4,970
少数股东权益	548.21	586.16	862.61	1,209	1,632
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	704.67	685.67	685.67	685.67	685.67
留存公积	1,913	2,407	3,113	3,909	4,986
归属母公司股东权益	3,201	3,678	4,382	5,178	6,255
负债和股东权益	6,440	6,999	8,812	10,549	12,857

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	277.26	594.34	642.63	905.57	638.33
净利润	700.03	828.75	980.41	1,230	1,500
折旧摊销	124.12	124.74	125.04	137.68	151.37
财务费用	11.81	(15.00)	(13.74)	(24.66)	(29.57)
投资损失	(51.46)	(120.44)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	(536.75)	(268.47)	(413.12)	(353.16)	(941.80)
其他经营现金	29.50	44.77	84.04	35.96	78.20
投资活动现金	(95.48)	(478.31)	66.61	(59.34)	(64.13)
资本支出	167.96	211.49	94.18	105.27	116.74
长期投资	24.00	1.14	(78.42)	14.28	8.93
其他投资现金	96.48	(265.67)	82.37	60.22	61.54
筹资活动现金	(492.62)	(137.08)	27.15	(61.15)	28.61
短期借款	(1.21)	21.58	(12.25)	0.89	0.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	44.17	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(141.71)	(19.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(393.87)	(139.66)	39.39	(62.04)	28.54
现金净增加额	(326.48)	(21.39)	736.39	785.08	602.81

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,705	9,132	11,021	13,649	17,216
营业成本	4,744	6,157	7,213	8,926	11,264
营业税金及附加	63.76	60.09	88.06	109.19	139.45
营业费用	1,267	1,220	1,598	1,938	2,410
管理费用	220.56	226.50	1,499	1,802	2,255
财务费用	11.81	(15.00)	(13.74)	(24.66)	(29.57)
资产减值损失	29.29	29.06	23.70	24.23	19.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.46	120.44	120.00	120.00	120.00
营业利润	739.12	867.09	732.84	994.21	1,278
营业外收入	9.13	3.90	297.00	297.00	297.00
营业外支出	2.16	2.28	2.15	2.15	2.15
利润总额	746.09	868.71	1,028	1,289	1,572
所得税	46.06	39.97	47.28	59.31	72.35
净利润	700.03	828.75	980.41	1,230	1,500
少数股东损益	227.73	247.44	276.45	346.76	423.00
归属母公司净利润	472.30	581.30	703.96	882.99	1,077
EBITDA	875.06	976.82	844.14	1,107	1,399
EPS (元, 基本)	0.81	1.00	1.21	1.51	1.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	35.47	18.51	20.69	23.85	26.13
营业利润	93.36	17.31	(15.48)	35.66	28.51
归属母公司净利润	47.85	23.08	21.10	25.43	21.99
获利能力 (%)					
毛利率	38.43	32.57	34.55	34.60	34.57
净利率	6.13	6.37	6.39	6.47	6.26
ROE	14.75	15.80	16.06	17.05	17.22
ROIC	38.81	35.49	25.87	30.87	30.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.78	39.07	40.48	39.46	38.66
净负债比率 (%)	4.53	3.37	2.99	2.60	2.16
流动比率	1.94	2.05	2.11	2.21	2.31
速动比率	1.42	1.46	1.48	1.57	1.64
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.36	1.39	1.41	1.47
应收账款周转率	5.60	5.24	5.13	5.21	5.24
应付账款周转率	3.68	3.36	3.45	3.50	3.52
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.00	1.21	1.51	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.02	1.10	1.55	1.09
每股净资产(最新摊薄)	5.49	6.31	7.51	8.88	10.72
估值比率					
PE (倍)	33.27	27.03	22.32	17.80	14.59
PB (倍)	4.91	4.27	3.59	3.03	2.51
EV_EBITDA (倍)	16.35	14.65	16.95	12.92	10.22

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com