

## 星网锐捷 (002396)

## 云视频拉动业绩增长，发力“智慧”应用

	黄子健 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-59312736	010-59312799
	huangzjian@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880518100002	S0880518120002

## 本报告导读:

公司 2019 年 H1 业绩超预期，利润高速增长；公司云业务视频会议行业一体两翼核心驱动，垂直“智慧”应用全面开花，增长前景广阔。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司发布 2019 年半年度业绩预告，预期上半年实现归母净利润 1.52-1.64 亿元，同比增长 30%-40%。维持预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.29 元、1.66 元和 2.11 元，给予公司 2019 年 28 倍 PE 估值，维持目标价 35.84 元。
- **云业务拉动公司业绩超预期。**公司上半年各项经营业务有序开展，智慧网络、智慧云、智慧金融、智慧通讯、智慧物联、智慧娱乐等业务的研发和拓展力度加大，业务布局与销售结构持续优化。随着国内互联网企业不断加大云化数据中心建设投入，公司数据中心产品解决方案应用前景广阔，25G/100G 解决方案已经在阿里、腾讯等大型互联网企业实现规模商用，未来有望持续收益。
- **视频会议行业整体利好，教育信息化带来增量空间。**云视频会议处于快速增长垂直行业阶段，数千亿市场覆盖场景广阔。传统教育的智能云课堂终端替代空间巨大，锐捷网络在教育行业连续 13 年排名第一，并布局智慧党建，充分享受行业发展红利。2018 年公司企业网络设备（企业 WLAN 解决方案、云课堂及云办公）收入贡献最高，毛利率水平显著高于其他业务，公司亦战略倾斜锐捷，雄心显露。
- **公司作为国内数通白盒交换机龙头被低估。**拥有强大的技术实力和良好的客户关系，业务收入增长可期。
- **风险提示：**竞争加剧带来毛利率下行压力；云增值平台不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,705	9,132	11,593	14,114	17,178
(+/-)%	35%	19%	27%	22%	22%
经营利润 (EBIT)	440	427	717	900	1,231
(+/-)%	21%	-3%	68%	25%	37%
净利润 (归母)	472	581	751	971	1,228
(+/-)%	48%	23%	29%	29%	26%
每股净收益 (元)	0.81	1.00	1.29	1.66	2.11
每股股利 (元)	0.15	0.11	0.13	0.16	0.22

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	5.7%	4.7%	6.2%	6.4%	7.2%
净资产收益率 (%)	14.8%	15.8%	17.3%	18.6%	19.4%
投入资本回报率 (%)	22.0%	16.6%	27.0%	31.5%	38.6%
EV/EBITDA	19.47	15.42	16.12	11.62	7.42
市盈率	29.74	24.16	18.69	14.46	11.44
股息率 (%)	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 35.84

上次预测: 35.84

当前价格: 24.08

2019.07.17

## 交易数据

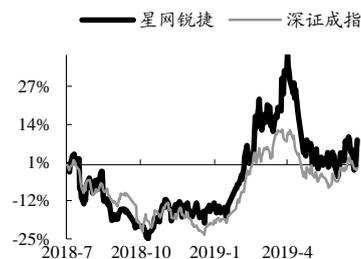
52 周内股价区间 (元)	14.10-29.27
总市值 (百万元)	14,045
总股本/流通 A 股 (百万股)	583/549
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	94%
日均成交量 (百万股)	13.83
日均成交值 (百万元)	319.02

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,670
每股净资产	6.29
市净率	3.8
净负债率	-24.03%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.01	-0.01
Q2	0.21	0.28
Q3	0.49	0.50
Q4	0.31	0.52
全年	1.00	1.29

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	-16%	15%
相对指数	10%	-6%	15%

## 相关报告

《重研发、调结构，盈利能力持续提升可期》  
2019.07.16

《IPv6 推进超预期，份额提升逻辑加速实现》  
2019.04.17

《稳中求变亮点多，做强锐捷雄心现》  
2019.03.29

《份额提升逻辑不断强化，蜕凡化龙正当时》  
2019.03.23

模型更新时间: 2019.07.16

**股票研究**

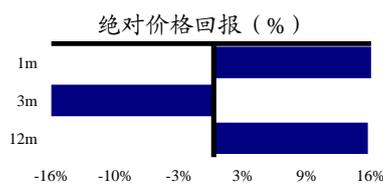
信息技术  
电信运营

星网锐捷 (002396)

**评级:** **增持**  
上次评级: 增持  
**目标价格:** **35.84**  
上次预测: 35.84  
**当前价格:** 24.08

公司网址  
www.star-net.cn

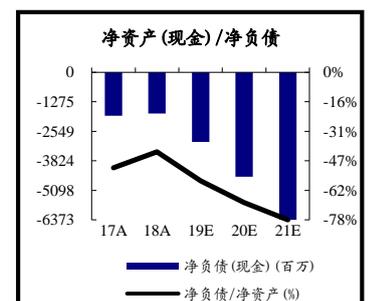
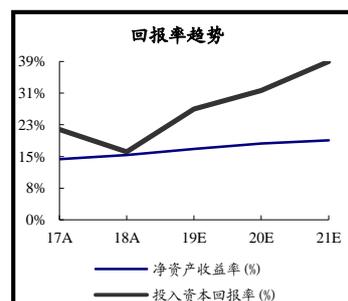
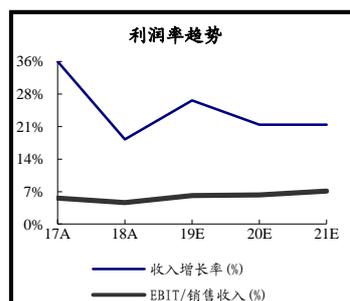
**公司简介**  
公司是国内领先的 ICT 应用方案提供商, 是国家首批技术创新示范企业。公司多次承接和入选国家火炬计划、国家 863 计划项目、国家核高基重大专项, 形成大批具有国内和国际领先水平的核心技术。



52 周价格范围 14.10-29.27  
市值 (百万) 14,045

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	7,705	9,132	11,593	14,114	17,178
营业成本	4,744	6,157	7,623	9,412	11,423
税金及附加	64	60	88	104	126
销售费用	1,267	1,220	1,553	1,792	2,130
管理费用	221	226	290	311	344
<b>EBIT</b>	<b>440</b>	<b>427</b>	<b>717</b>	<b>900</b>	<b>1,231</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	51	120	50	50	50
财务费用	12	-15	-41	-62	-86
<b>营业利润</b>	<b>739</b>	<b>867</b>	<b>1,134</b>	<b>1,448</b>	<b>1,850</b>
所得税	46	40	59	72	93
少数股东损益	228	247	334	422	540
<b>归母净利润</b>	<b>472</b>	<b>581</b>	<b>751</b>	<b>971</b>	<b>1,228</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,732	1,634	2,536	3,640	4,965
其他流动资产	3,408	3,855	4,595	5,558	6,690
长期投资	33	131	131	131	131
固定资产合计	484	565	565	565	565
无形及其他资产	783	814	813	816	817
<b>资产合计</b>	<b>6,440</b>	<b>6,999</b>	<b>8,640</b>	<b>10,710</b>	<b>13,167</b>
流动负债	2,652	2,671	3,305	4,075	4,892
非流动负债	38	64	64	64	64
股东权益	3,749	4,264	5,272	6,572	8,212
<b>投入资本(IC)</b>	<b>1,873</b>	<b>2,455</b>	<b>2,519</b>	<b>2,715</b>	<b>3,031</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	413	407	680	855	1170
折旧与摊销	124	125	0	0	0
流动资金增量	331	200	65	194	315
资本支出	-168	-210	11	7	9
<b>自由现金流</b>	<b>701</b>	<b>522</b>	<b>756</b>	<b>1,056</b>	<b>1,493</b>
经营现金流	277	594	961	1,139	1,393
投资现金流	-95	-478	61	57	59
融资现金流	-493	-137	-120	-93	-128
<b>现金流净增加额</b>	<b>-311</b>	<b>-21</b>	<b>903</b>	<b>1,104</b>	<b>1,324</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	35.5%	18.5%	27.0%	21.7%	21.7%
EBIT 增长率	21.3%	-3.0%	68.0%	25.5%	36.8%
净利润增长率	47.8%	23.1%	29.3%	29.2%	26.5%
利润率					
毛利率	38.4%	32.6%	34.2%	33.3%	33.5%
EBIT 率	5.7%	4.7%	6.2%	6.4%	7.2%
归母净利润率	6.1%	6.4%	6.5%	6.9%	7.1%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.8%	15.8%	17.3%	18.6%	19.4%
总资产收益率(ROA)	7.3%	8.3%	8.7%	9.1%	9.3%
投入资本回报率(ROIC)	22.0%	16.6%	27.0%	31.5%	38.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	92	86	86	86	86
应收账款周转天数	69	73	73	73	73
总资产周转天数	289	269	246	250	254
净利润现金含量	58.7%	102.2%	128.0%	117.3%	113.5%
资本支出/收入	2.2%	2.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.8%	39.1%	39.0%	38.6%	37.6%
净负债率	-50.3%	-41.9%	-57.1%	-68.6%	-77.6%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	29.74	24.16	18.69	14.46	11.44
PB	3.93	2.73	3.23	2.69	2.22
EV/EBITDA	19.47	15.42	16.12	11.62	7.42
P/S	1.82	1.54	1.21	1.00	0.82
股息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%



## 1. 可比公司估值

可比公司选取同为信息技术的 A 股上市公司紫光股份 (000938.SZ)、浪潮信息 (000977.SZ)、烽火通信 (600498.SH), 可比行业 2019 年平均 PE 水平为 29.65 倍, 综合考虑公司云视频业务发展前景和未来白牌交换机市场地位, 给予星网锐捷 2019 年 27.8 倍 PE, 预期 2019 年 EPS1.29 元, 维持公司目标价 35.83 元, 维持增持评级。

表 1: 星网锐捷与可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (07 月 12 日)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000938.SZ	紫光股份	27.31	1.17	1.05	1.3	26.77	26.09	20.94
000977.SZ	浪潮信息	23.07	0.51	0.71	1.03	31.16	32.56	22.34
600498.SH	烽火通信	26.63	0.72	0.88	1.1	39.43	30.31	24.24
	平均值		0.8	0.88	1.14	32.45	29.65	22.51

数据来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		