

星网锐捷 (002396.SZ)

三季度报略超预期，低估值、预期差进一步凸显

事件：公司发布 2019 年前三季度业绩预告，预计前三季度实现净利润 4.63-5.03 亿元，同比增长 15%-25%；预计 Q3 实现净利润 3.05-3.46 亿元，同比增长 7%-21%。

三季度报略超预期，确立全年稳健成长基调，维持“买入”评级。因为公司去年 Q3 基数较高、Q4 基数较低，市场担心公司三季度表现净利润增速可能较为一般，对于全年的业绩增速有一定担忧。从目前的业绩预告来看，前三季度同比增速中值约为 20%，Q3 同比增速中值 14%，增长稳健，为全年确立稳健增长基调，今年的业绩确定性较强。

Q4 估值切换将近，进一步凸显公司的低估值和预期差。我们预测公司 2019-2021 年净利润为 7.1/8.8/10.9 亿元，增速为 23%/23%/24%，对应 EPS 分别为 1.22/1.51/1.86 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 25/20/16。待安可项目起量，将为公司业绩新增弹性，打开成长新空间。随着估值切换临近，市场对于明年的业绩将更为重视，相较于同行业可比公司，公司的低估值和预期差优势将进一步凸显。

国产替代，安可先锋，时代机遇和公司成长共振。我们认为大国博弈背景下，国产替代+安全可控成最强音，党政军等特种客户加速安可产品集采，国产化进入全新发展阶段。公司桌面云、交换机等产品，受益于时代机遇+产品成熟度提升，迎来市场规模、渗透率双击，带来业绩的快速增长，股价有望迎来戴维斯双击。

网络终端：国产替代浪潮+产品成熟度突破，“桌面云”方案渗透率将进一步提升。1) 顺应党政军、B 端客户对于信息安全、强管控易扩展的诉求，“桌面云”成为传统 PC 的重要替代方案。2) 全资子公司升腾资讯为瘦客户机、桌面云龙头，拥有全套国产化解决方案，合作华为共拓桌面云市场，培育行业生态，尽享行业发展红利。

企业级网络设备：云计算需求催化 IDC 建设，带动交换机、路由器需求提升。网络设备需求主要来源于运营商和企业客户，其中 BAT 等互联网厂商大力发展云计算，进一步推动国内 IDC 建设节奏，并推动设备“白盒化”的发展。受益于国产替代和白盒化两大趋势，随着子公司锐捷网络技术日益增强，市占率稳步提升，驱动公司业绩稳健增长。

风险提示：新产品推广不达预期，市场竞争加剧。

| 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,705 | 9,132 | 10,876 | 13,346 | 16,850 |
| 增长率 yoy (%) | 35.5 | 18.5 | 19.1 | 22.7 | 26.2 |
| 归母净利润(百万元) | 472 | 581 | 714 | 879 | 1,088 |
| 增长率 yoy (%) | 47.8 | 23.1 | 22.8 | 23.2 | 23.7 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.81 | 1.00 | 1.22 | 1.51 | 1.86 |
| 净资产收益率(%) | 18.7 | 19.4 | 19.5 | 19.8 | 20.2 |
| P/E(倍) | 37.6 | 30.6 | 24.9 | 20.2 | 16.3 |
| P/B(倍) | 5.5 | 4.8 | 4.1 | 3.5 | 3.0 |

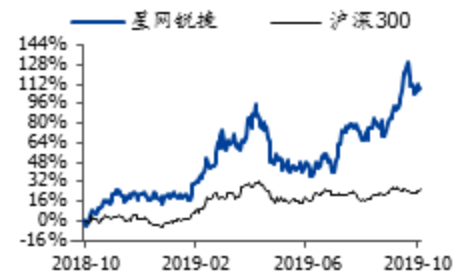
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

| | |
|----------------|-----------|
| 行业 | 通信设备 |
| 前次评级 | 买入 |
| 最新收盘价 | 30.77 |
| 总市值(百万元) | 17,947.53 |
| 总股本(百万股) | 583.28 |
| 其中自由流通股(%) | 96.14 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 11.64 |

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjjaji@gszq.com

研究助理 丁劲

邮箱：dingjing@gszq.com

相关研究

1、《星网锐捷(002396.SZ)：国产替代安可先锋，交换机+桌面云共促腾飞》2019-10-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 流动资产 | 5,140 | 5,489 | 6,720 | 8,134 | 9,947 |
| 现金 | 1,732 | 1,634 | 1,841 | 2,116 | 2,451 |
| 应收账款 | 1,522 | 1,732 | 2,143 | 2,613 | 3,392 |
| 其他应收款 | 126 | 0 | 150 | 231 | 288 |
| 预付账款 | 57 | 39 | 76 | 65 | 113 |
| 存货 | 1,363 | 1,542 | 1,843 | 2,316 | 2,739 |
| 其他流动资产 | 340 | 542 | 667 | 793 | 965 |
| 非流动资产 | 1,300 | 1,510 | 1,677 | 1,873 | 2,123 |
| 长期投资 | 33 | 131 | 229 | 327 | 426 |
| 固定投资 | 484 | 565 | 645 | 754 | 904 |
| 无形资产 | 136 | 129 | 125 | 124 | 122 |
| 其他非流动资产 | 647 | 686 | 677 | 667 | 671 |
| 资产总计 | 6,440 | 6,999 | 8,397 | 10,007 | 12,070 |
| 流动负债 | 2,652 | 2,671 | 3,116 | 3,615 | 4,321 |
| 短期借款 | 20 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 应付账款 | 938 | 1,069 | 1,268 | 1,603 | 1,927 |
| 其他流动负债 | 1,695 | 1,561 | 1,807 | 1,970 | 2,353 |
| 非流动负债 | 38 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 38 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 负债合计 | 2,690 | 2,735 | 3,180 | 3,678 | 4,385 |
| 少数股东权益 | 548 | 586 | 890 | 1,264 | 1,727 |
| 股本 | 583 | 583 | 583 | 583 | 583 |
| 资本公积 | 705 | 686 | 686 | 686 | 686 |
| 留存收益 | 1,913 | 2,407 | 3,221 | 4,198 | 5,361 |
| 归属母公司股东收益 | 3,201 | 3,678 | 4,328 | 5,064 | 5,958 |
| 负债和股东权益 | 6,440 | 6,999 | 8,397 | 10,007 | 12,070 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动净现金流 | 277 | 594 | 470 | 584 | 734 |
| 净利润 | 700 | 829 | 1,017 | 1,253 | 1,551 |
| 折旧摊销 | 124 | 125 | 118 | 147 | 171 |
| 财务费用 | 12 | -15 | -18 | -27 | -36 |
| 投资损失 | -51 | -120 | -120 | -150 | -180 |
| 营运资金变动 | -537 | -268 | -528 | -640 | -772 |
| 其他经营现金流 | 29 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动净现金流 | -95 | -478 | -165 | -193 | -241 |
| 资本支出 | 168 | 211 | 69 | 97 | 152 |
| 长期投资 | -24 | -1 | -98 | -98 | -98 |
| 其他投资现金流 | 48 | -268 | -194 | -194 | -187 |
| 筹资活动净现金流 | -493 | -137 | -98 | -116 | -157 |
| 短期借款 | -1 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 44 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -142 | -19 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -394 | -140 | -98 | -116 | -157 |
| 现金净增加额 | -326 | -21 | 207 | 275 | 335 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,705 | 9,132 | 10,876 | 13,346 | 16,850 |
| 营业成本 | 4,744 | 6,157 | 7,174 | 8,814 | 11,122 |
| 营业税金及附加 | 64 | 60 | 72 | 88 | 111 |
| 营业费用 | 1,267 | 1,220 | 1,457 | 1,782 | 2,241 |
| 管理费用 | 1,190 | 226 | 1,510 | 1,842 | 2,325 |
| 财务费用 | 12 | -15 | -18 | -27 | -36 |
| 资产减值损失 | 29 | 29 | 36 | 41 | 41 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 51 | 120 | 120 | 150 | 180 |
| 营业利润 | 737 | 867 | 765 | 957 | 1,225 |
| 营业外收入 | 11 | 4 | 305 | 360 | 404 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 利润总额 | 746 | 869 | 1,066 | 1,314 | 1,626 |
| 所得税 | 46 | 40 | 49 | 60 | 75 |
| 净利润 | 700 | 829 | 1,017 | 1,253 | 1,551 |
| 少数股东收益 | 228 | 247 | 304 | 374 | 463 |
| 归属母公司净利润 | 472 | 581 | 714 | 879 | 1,088 |
| EBITDA | 819 | 947 | 1,135 | 1,404 | 1,730 |
| EPS (元/股) | 0.81 | 1.00 | 1.22 | 1.51 | 1.86 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 35.5 | 18.5 | 19.1 | 22.7 | 26.2 |
| 营业利润 (%) | 92.7 | 17.7 | -11.8 | 25.1 | 28.1 |
| 归属母公司净利润 (%) | 47.8 | 23.1 | 22.8 | 23.2 | 23.7 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 38.4 | 32.6 | 34.0 | 34.0 | 34.0 |
| 净利率 (%) | 6.1 | 6.4 | 6.6 | 6.6 | 6.5 |
| ROE (%) | 18.7 | 19.4 | 19.5 | 19.8 | 20.2 |
| ROIC (%) | 19.4 | 20.6 | 22.0 | 23.3 | 24.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 41.8 | 39.1 | 37.9 | 36.8 | 36.3 |
| 净负债比率 (%) | -42.9 | -36.1 | -34.5 | -32.8 | -31.4 |
| 流动比率 | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.26 | 1.36 | 1.41 | 1.45 | 1.53 |
| 应收账款周转率 | 6.1 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | 5.6 |
| 应付账款周转率 | 5.4 | 6.1 | 6.1 | 6.1 | 6.3 |
| 每股指标 (元/股) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.81 | 1.00 | 1.22 | 1.51 | 1.86 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.74 | 0.71 | 0.81 | 1.00 | 1.26 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.49 | 6.31 | 7.42 | 8.68 | 10.22 |
| 估值指标 (倍) | | | | | |
| P/E | 37.6 | 30.6 | 24.9 | 20.2 | 16.3 |
| P/B | 5.5 | 4.8 | 4.1 | 3.5 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 20.4 | 17.8 | 14.9 | 12.1 | 9.9 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com