

业绩恢复迅速，锐捷网络上市有望提升估值

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年前三季度实现营业收入为65.6亿元,同比增长了9.5%,归属于母公司股东的净利润为3.3亿元,同比下降了31.3%。
- **公司坚持产品创新, Q3业绩迅速恢复。** 公司上半年的业绩下滑主要系疫情严重影响了公司的生产活动,但是公司也把握住了在疫情期间数据中心交换机和视频会议业务增长的机会,持续加大研发投入,为客户提供多元化的信息化解决方案。疫情也催生了远程线上办公的需求,公司云终端产品销量迎来快速增长。随着三季度国内疫情的好转,公司生产活动逐渐恢复正常,业绩恢复迅速,2020年Q3实现营业收入31.8亿元,同比增加了19.2%,归属于母公司股东的净利润为2.6亿元,同比减少了19%。收入企稳回升,利润较上半年降幅收窄。
- **子公司锐捷网络拟分拆上市,估值有望二次提升。** 子公司锐捷网络是国内领先的ICT基础设施及行业解决方案提供商,主营网络设备、网络安全产品及云桌面解决方案的研发、设计及销售。目前锐捷网络的产品已经被广泛应用于互联网、教育、金融、医疗、政府、运营商等信息化建设领域,并且锐捷网络凭借其深厚的行业沉淀和技术积累,在行业里拥有很高的用户认可度。本次分拆上市后,公司的业务结构能够变得更加专业集中。分拆完成后,锐捷网络业务和创新预计将进一步提速,其业绩增长会合并入母公司财务报表中,有助于实现公司网络通信板块业务的二次估值,充分释放该业务的内在价值,提升上市公司整体估值水平。
- **公司客户积累深厚,深植于多个行业领域。** 目前公司已在政府、金融、教育、交通、医疗等众多行业积累了稳定的客户基础。公司通过不断的推进产品与解决方案的创新升级,以满足数量众多的客户提出的差异性需求,这也为公司带来较强的客户粘性。同时公司也依托其强大的研发技术团队和完善的营销服务体系,与客户保持着常年的沟通,并持续提供服务。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.23元、1.46元、1.76元,未来三年归母净利润将达到18.9%的复合增长率。考虑到公司子公司分拆上市优质业务迎来二次估值,云计算行业发展迅速,公司IDC交换机业务受流量爆发推动,维持“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧;子公司分拆上市撤回风险等。

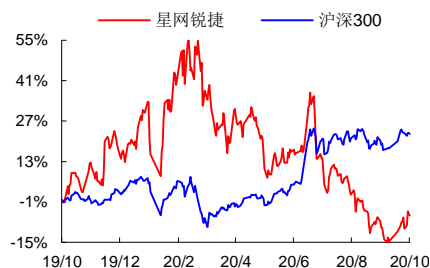
| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 9265.77 | 10747.00 | 12766.51 | 15326.99 |
| 增长率 | 1.47% | 15.99% | 18.79% | 20.06% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 611.31 | 715.35 | 854.05 | 1028.65 |
| 增长率 | 5.16% | 17.02% | 19.39% | 20.44% |
| 每股收益EPS(元) | 1.05 | 1.23 | 1.46 | 1.76 |
| 净资产收益率ROE | 17.66% | 14.47% | 13.92% | 14.71% |
| PE | 27 | 23 | 19 | 16 |
| PB | 3.87 | 3.78 | 2.96 | 2.56 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn
联系人: 叶泽佑
电话: 021-58351839
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 5.83 |
| 流通A股(亿股) | 5.83 |
| 52周内股价区间(元) | 25.34-46.09 |
| 总市值(亿元) | 163.67 |
| 总资产(亿元) | 84.47 |
| 每股净资产(元) | 7.01 |

相关研究

1. 星网锐捷(002396): Q2业绩企稳回升,业务未来空间巨大 (2020-08-30)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 9265.77 | 10747.00 | 12766.51 | 15326.99 | 净利润 | 854.16 | 715.35 | 854.05 | 1028.65 |
| 营业成本 | 5717.07 | 7318.70 | 8566.33 | 10131.14 | 折旧与摊销 | 128.26 | 82.07 | 82.07 | 82.07 |
| 营业税金及附加 | 59.68 | 69.72 | 82.62 | 99.27 | 财务费用 | -5.05 | 20.13 | 23.91 | 28.71 |
| 销售费用 | 1453.95 | 1934.46 | 2297.97 | 2758.86 | 资产减值损失 | -23.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 275.58 | 642.04 | 890.35 | 1222.20 | 经营营运资本变动 | 90.58 | 71.20 | -278.17 | -263.40 |
| 财务费用 | -5.05 | 20.13 | 23.91 | 28.71 | 其他 | -281.13 | -1.08 | -30.65 | 28.50 |
| 资产减值损失 | -23.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 763.06 | 887.66 | 651.21 | 904.52 |
| 投资收益 | 33.58 | 2.43 | 2.56 | 2.99 | 资本支出 | 152.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -17.67 | -8.83 | -10.31 | -11.04 | 其他 | -181.25 | -6.40 | -7.75 | -8.05 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -28.34 | -6.40 | -7.75 | -8.05 |
| 营业利润 | 840.29 | 755.54 | 897.58 | 1078.77 | 短期借款 | -19.46 | -21.71 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 21.95 | -10.70 | -13.44 | -16.15 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 862.24 | 744.84 | 884.14 | 1062.61 | 股权融资 | 0.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 8.08 | 29.50 | 30.08 | 33.97 | 支付股利 | -64.16 | -122.26 | -143.07 | -170.81 |
| 净利润 | 854.16 | 715.35 | 854.05 | 1028.65 | 其他 | -219.62 | -505.22 | 457.57 | -28.71 |
| 少数股东损益 | 242.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -302.47 | -649.20 | 314.50 | -199.52 |
| 归属母公司股东净利润 | 611.31 | 715.35 | 854.05 | 1028.65 | 现金流量净额 | 433.99 | 232.06 | 957.96 | 696.96 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 2054.03 | 2286.10 | 3244.06 | 3941.01 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2057.09 | 2367.46 | 2817.28 | 3376.26 | 销售收入增长率 | 1.47% | 15.99% | 18.79% | 20.06% |
| 存货 | 1649.79 | 2132.88 | 2541.76 | 2985.99 | 营业利润增长率 | -3.09% | -10.09% | 18.80% | 20.19% |
| 其他流动资产 | 217.42 | 47.53 | 52.33 | 58.41 | 净利润增长率 | 3.07% | -16.25% | 19.39% | 20.44% |
| 长期股权投资 | 145.52 | 145.52 | 145.52 | 145.52 | EBITDA 增长率 | -1.36% | -10.98% | 17.00% | 18.53% |
| 投资性房地产 | 18.72 | 18.72 | 18.72 | 18.72 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 629.81 | 585.99 | 542.18 | 498.36 | 毛利率 | 38.30% | 31.90% | 32.90% | 33.90% |
| 无形资产和开发支出 | 369.84 | 336.01 | 302.17 | 268.34 | 三费率 | 18.61% | 24.16% | 25.16% | 26.16% |
| 其他非流动资产 | 508.40 | 503.99 | 499.57 | 495.16 | 净利率 | 9.22% | 6.66% | 6.69% | 6.71% |
| 资产总计 | 7650.63 | 8424.20 | 10163.59 | 11787.77 | ROE | 17.66% | 14.47% | 13.92% | 14.71% |
| 短期借款 | 21.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.16% | 8.49% | 8.40% | 8.73% |
| 应付和预收款项 | 2619.37 | 3274.79 | 3796.88 | 4532.08 | ROIC | 26.81% | 24.16% | 26.91% | 28.68% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 10.40% | 7.98% | 7.86% | 7.76% |
| 其他负债 | 173.03 | 204.91 | 229.74 | 260.88 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2814.12 | 3479.69 | 4026.62 | 4792.96 | 总资产周转率 | 1.26 | 1.34 | 1.37 | 1.40 |
| 股本 | 583.28 | 583.28 | 583.28 | 583.28 | 固定资产周转率 | 16.56 | 20.20 | 26.14 | 34.48 |
| 资本公积 | 686.45 | 686.45 | 686.45 | 686.45 | 应收账款周转率 | 5.20 | 5.47 | 5.56 | 5.58 |
| 留存收益 | 2953.39 | 3546.47 | 4257.46 | 5115.30 | 存货周转率 | 3.49 | 3.78 | 3.63 | 3.65 |
| 归属母公司股东权益 | 4226.73 | 4334.72 | 5527.18 | 6385.02 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.59% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 609.79 | 609.79 | 609.79 | 609.79 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 4836.52 | 4944.51 | 6136.97 | 6994.81 | 资产负债率 | 36.78% | 41.31% | 39.62% | 40.66% |
| 负债和股东权益合计 | 7650.63 | 8424.20 | 10163.59 | 11787.77 | 带息债务/总负债 | 0.77% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.17 | 2.00 | 2.18 | 2.19 |
| | | | | | 速动比率 | 1.57 | 1.37 | 1.54 | 1.56 |
| | | | | | 股利支付率 | 10.50% | 17.09% | 16.75% | 16.61% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.05 | 1.23 | 1.46 | 1.76 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.25 | 7.43 | 9.48 | 10.95 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.31 | 1.52 | 1.12 | 1.55 |
| | | | | | 每股股利 | 0.11 | 0.21 | 0.25 | 0.29 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | | | |
| EBITDA | 963.50 | 857.74 | 1003.55 | 1189.54 | | | | | |
| PE | 26.77 | 22.88 | 19.16 | 15.91 | | | | | |
| PB | 3.87 | 3.78 | 2.96 | 2.56 | | | | | |
| PS | 1.77 | 1.52 | 1.28 | 1.07 | | | | | |
| EV/EBITDA | 14.31 | 15.78 | 12.54 | 9.99 | | | | | |
| 股息率 | 0.39% | 0.75% | 0.87% | 1.04% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |