

通信

2020 年 07 月 15 日

星网锐捷 (002396)

——需求趋势确定，坚守中长期价值

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2020 年 07 月 15 日

收盘价（元）	35.75
一年内最高/最低（元）	49.68/23.92
市净率	5.0
息率（分红/股价）	0.31
流通 A 股市值（百万元）	20046
上证指数/深证成指	3361.30/13734.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	7.15
资产负债率%	33.35
总股本/流通 A 股（百万）	583/561
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《星网锐捷（002396）点评：子公司拟分拆上市，被低估的 ICT 核心资产》
2020/04/29

《星网锐捷（002396）点评：扣非增速符合预期，新基建与流量主线长期受益》
2020/03/27

证券分析师

朱型楠 A0230519060004
zhuxl@swsresearch.com

研究支持

李国盛 A0230120010001
ligs@swsresearch.com

联系人

李国盛
(8621)23297818×转
ligs@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**2020 年 7 月 14 日，公司公布 2020 年半年度业绩预告。上半年公司预计实现归属上市公司股东的净利润 5,774.64-8,661.18 万元，同比下降 63.33%-45%；同时上半年公司营业收入较上年度同期小幅增长。
- **H1 业绩预计符合预期，重点关注 H2 情况。**Q1 公司实现归母净利润-0.54 亿元，若取 H1 预告增速中值则单 Q2 公司预计实现归母净利润超过 1 亿元，环比改善明显；公司 15-19 年 H1 归母净利润占全年比例分别为 8.4%、12.2%、11%、20.1%、25.7%，H1 业绩占全年比例极低，下游行业属性决定历年下半年（尤其 Q3）是全年预期兑现的关键节点。
- **Q2 收入增速预计有明显恢复，可底部判断需求递延。**公司披露 20H1 “营业收入较上年度同期小幅增长”，19H1 营收 33.27 亿元，若谨慎假设 20H1 收入在 35 亿元左右，Q2 单季预计约实现营收 24 亿，单季 YoY 可达 18.4%（Q1 收入增速-15.82%），公司业务推进相比 Q1 时已有明显恢复。
- **流量主线相关业务预计亮眼。**随云厂商/运营商 capex 明确，IDC 与 ICT 设备投资高景气，公司相关业务条线情况实际乐观。锐捷网络自进入阿里等硬件体系后，凭借网络理解与服务能力，白盒设备渗透率逐渐提升。预计 2020 年云/互联网设备市场景气恢复，锐捷网络设备业务将长期受益于流量爆发之主线。此外升腾资讯等子公司预计 H2 随政教/金融等市场陆续恢复，整体全年增长无需担忧。
- **分拆锐捷网络至创业板上市是重要催化剂，国企混改注入活力，利于战略聚焦和价值重估。**公司持有锐捷网络 51% 股权，后者主要产品包括交换机等网络设备。17-19 年营收分别为 38.02/42.69/52.24 亿元，净利润 3.49/3.50/4.05 亿元。据 IDC，锐捷网络交换机 2019 年本土份额进入 top3，销售额增速达 21.3%居国内市场第一，运营商市场增速超 150%。此次分拆上市事项若达成，公司整体实力将显著提升。未来更长期维度来看，将市场竞争力出色的专业化子公司分拆至创业板上市，一方面与制度趋势契合，另一方面业务框架厘清后，利于锐捷网络、升腾资讯等的重新定价。
- **维持增持评级，维持盈利预测。**考虑云、运营商、政教/金融等市场需求预计下半年集中兑现，公司网络设备、云桌面等业务格局稳定且优势明显；此外分拆预案尚未确定发行规模，暂不考虑摊薄影响，维持盈利预测。预计 2020-2022 年归母净利润 7.67、9.98、13.00 亿元，对应 PE 分别为 27x、21x、16x。维持增持评级。
- **风险提示：**海外相关业务受外部环境影响存在一定的不确定性。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	9,266	1,080	11,287	13,598	16,273
同比增长率（%）	1.5	-15.8	21.8	20.5	19.7
归母净利润（百万元）	611	-54	767	998	1,300
同比增长率（%）	5.2	-	25.4	30.2	30.3
每股收益（元/股）	1.05	-0.09	1.31	1.71	2.23
毛利率（%）	38.3	28.7	38.6	38.9	39.0
ROE（%）	14.5	-1.3	15.4	16.7	17.8
市盈率	34		27	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,132	9,266	11,287	13,598	16,273
其中：营业收入	9,132	9,266	11,287	13,598	16,273
减：营业成本	6,157	5,717	6,932	8,314	9,930
减：税金及附加	60	60	73	88	105
主营业务利润	2,914	3,489	4,282	5,196	6,238
减：销售费用	1,220	1,454	1,750	2,040	2,360
减：管理费用	226	276	339	381	439
减：研发费用	1,041	1,206	1,411	1,700	1,953
减：财务费用	-15	-5	-7	-10	-14
经营性利润	442	558	789	1,085	1,500
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-12	-27	-29	-39
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-29	-24	0	0	0
加：投资收益及其他	454	318	355	386	410
营业利润	867	840	1,118	1,444	1,871
加：营业外净收入	2	22	0	0	0
利润总额	869	862	1,118	1,444	1,871
减：所得税	40	8	47	50	54
净利润	829	854	1,071	1,394	1,817
少数股东损益	247	243	305	396	517
归属于母公司所有者的净利润	581	611	767	998	1,300
全面摊薄总股本	583	583	583	583	583
每股收益（元）	1.00	1.05	1.31	1.71	2.23

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysec.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。