

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

通信

星网锐捷 (002396.SZ)

首次评级

报告原因：深度报告

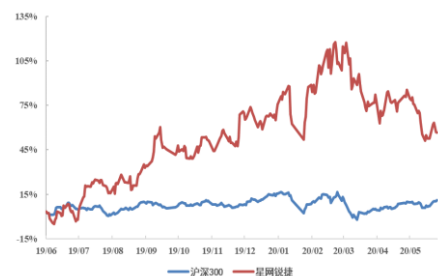
5G+云计算打开发展空间，交换机+桌面云双引擎驱动

增持

2020年6月8日

公司研究/深度报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年6月8日

总股本（亿股）	5.83
流通股本（亿股）	5.61
收盘价（元）	33.72
流通市值（亿元）	189.1

基础数据：2020年6月8日

每股净资产（元）	7.15
每股资本公积（元）	1.18
每股未分配利润（元）	4.53

分析师：

平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

李通

电话：010-83496308

邮箱：litong@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **公司概况：**国内领先的 ICT 应用方案提供商。公司成立于 2000 年，是福建国资委实控的纯内资国企，主营企业级网络设备、网络终端、通讯设备和视频信息应用等产品。根据 IDC 数据，2019 年公司以太网交换机中国市场份额第三、企业级 WLAN 中国市场份额第二、Wi-Fi6 品类中国市场份额第一，传统瘦客户机和 VDI 中国市场份额第一。

➢ **行业分析：**流量驱动总量和结构性机会，桌面云乘信创东风。（1）5G+云化带来流量爆发，驱动数据中心建设规模持续增长，云计算架构下更多的流量调度需求推动数据中心 SDN 化，交换机市场迎来总量增长和结构性调整机会。（2）云计算发展推动桌面云解决方案对传统 PC 方案的替代，信创桌面云有助于国产替代的有序迁移，多行业需求巨大。

➢ **二十年技术积累，高端交换机实现突破。**二十年扎根数据通信领域，软硬件方面积累过硬技术，继教育和金融行业成为领头羊后，2019 年高份额中标中国移动高端交换机集采，在运营商高端交换机市场实现突破。

➢ **主动拥抱变革，深耕白盒交换机。**顺应数据中心 SDN 化趋势，深耕白盒交换机，丰富的网络 OS 开发经验和硬件成本控制优势，有助于占据更多市场份额。

➢ **瘦客户机市场赢家，深度参与信创产业链。**公司常年位居国内瘦客户机市场份额第一，深度参与信创产业链，已形成从信创整机到信创桌面云的完整体系。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2020-22 年归母公司净利润 105.96/124.47/147.89 亿元，同比增长 14.35%/17.47%/18.82%，对应 EPS 为 1.23/1.38/1.59 元，PE 为 27.5/24.4/21.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**疫情影响订单；中美贸易关系的不确定性带来的风险；桌面云渗透率及白盒化应用不及预期；细分市场竞争加剧。

财务数据与估值：

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,131.6	9,265.8	10,595.7	12,446.5	14,788.8
同比增长	18.51%	1.47%	14.35%	17.47%	18.82%
归母净利润（百万元）	581.3	611.3	716.2	805.1	925.0
同比增长	23.08%	5.16%	17.15%	12.42%	14.88%
每股收益（元）	1.00	1.05	1.23	1.38	1.59
PE	33.83	32.17	27.46	24.43	21.26
PB	5.35	4.65	4.04	3.51	3.06



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

## 目录

1. 公司简介：国内领先的 ICT 应用方案提供商 .....	4
1.1 深耕企业级网络设备的优质国企 .....	4
1.2 收入净利稳健增长，关键指标居行业优势地位 .....	6
2. 行业分析：流量驱动总量和结构性机会，桌面云乘信创东风 .....	9
2.1 5G+云化驱动数据中心发展 .....	9
2.2 SDN 推动交换设备白盒化 .....	11
2.4 云计算趋势下的传统台式 PC 替代 .....	12
2.5 信创下的国产替代 .....	13
3. 护城河：品牌商主动拥抱白盒化，桌面云深度融入信创产业 .....	14
3.1 二十年技术积累，高端交换机实现突破 .....	14
3.2 主动拥抱变革，多年深耕白盒交换机 .....	15
3.3 两大瘦客户机市场赢家，深度参与信创产业链 .....	16
4. 盈利预测、估值分析和投资建议 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1：星网锐捷股权结构及重要子公司 .....	4
图 2：2019 年公司营业收入构成 .....	5
图 3：星网锐捷营收增长情况 .....	6
图 4：星网锐捷归母净利润增长情况 .....	6
图 5：星网锐捷营扣非归母净利润增长情况 .....	6
图 6：2015-2019 年公司营收结构变化 .....	7
图 7：2015-2019 年各业务线营收增速 .....	7
图 8：2015-2019 年各业务线毛利率变化（%） .....	7

图 9：公司研发投入情况 .....	8
图 10：公司研发人员情况 .....	8
图 11：公司销售毛利率位于行业上游（%） .....	8
图 12：公司 PE 和 PB 处于行业优势地位 .....	8
图 13：公司 ROE 和 ROA 处于行业优势地位（%） .....	9
图 14：2016-2021 全球流量预测（ZB） .....	9
图 15：国内云计算巨头（阿里、腾讯）资本开支回暖 .....	10
图 16：我国数据中心业务市场规模 .....	10
图 17：SDN 帮助数据中心节省运营支出调查 .....	11
图 18：采用 SDN 技术的数据中心占比 .....	11
图 19：白盒交换机新贵 ARISTA 营收快速增长.....	12
图 20：中国瘦客户机市场出货量（台）预测 .....	13
图 21：我国自主可控市场规模预测 .....	13
图 22：锐捷网络营业收入及增速（2015-2019） .....	14
图 23：锐捷网络净利润及增速（2015-2019） .....	14
图 24：白盒交换机产业链 .....	15
图 25：瘦客户机收入增长情况 .....	16
图 26：升腾资讯营业收入和净利润增长情况 .....	16
图 27：升腾资讯从终端到云端的国产办公解决方案 .....	17
图 28：升腾资讯信创生态图谱 .....	17
表 1：主要子公司分析（财报口径与子公司对应情况） .....	5
表 2：公司盈利预测表 .....	19

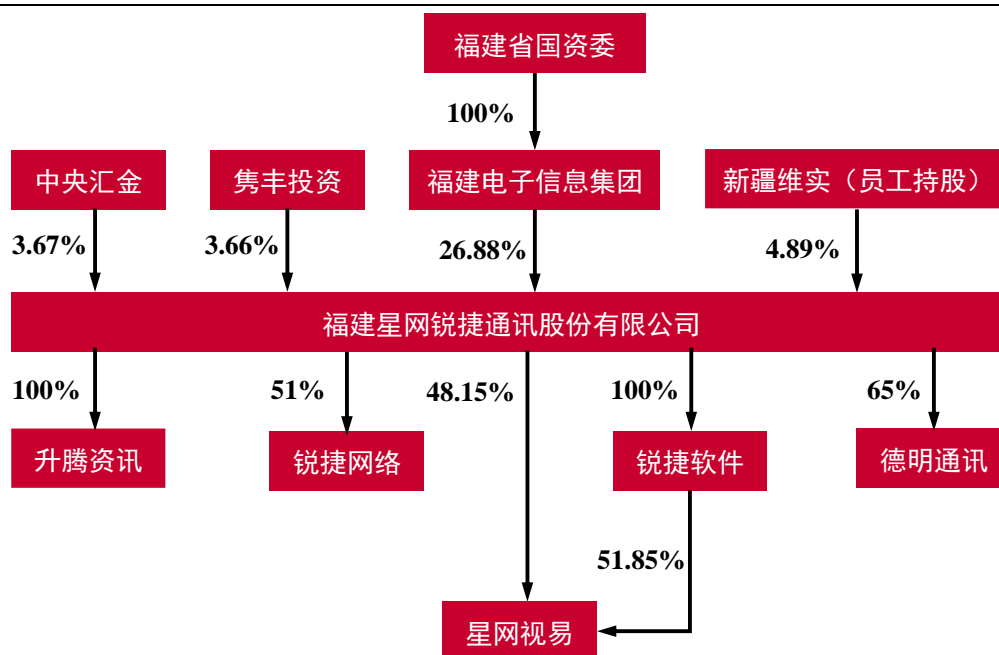
## 1. 公司简介：国内领先的 ICT 应用方案提供商

### 1.1 深耕企业级网络设备的优质国企

国内领先的 ICT 应用方案提供商。星网锐捷成立于 2000 年，2010 年 6 月在深交所挂牌上市。作为国家首批创新型企业，星网锐捷在网络通讯、交换机、云计算终端（瘦客户机）、支付终端、桌面云、无线接入、融合视讯、视频信息应用等产品领域形成了独特的领先优势，在智慧网络、智慧云、智慧通讯、智慧金融、智慧娱乐、智慧社区等应用领域为行业用户提供硬件、软件、服务三位一体的综合 ICT 解决方案。

福建国资委实控纯内资国企，受益信创市场红利。公司第一大股东是福建省电子信息（集团）有限责任公司，占股比例 26.88%，实控人为福建省国资委，2019 年公司外资发起人股东 FINET 减持完毕，公司成为纯内资国企，将持续受益于信创市场的快速增长。公司主要的子公司包括锐捷网络、升腾资讯、锐捷软件、星网视易、德明通讯。

图 1：星网锐捷股权结构及重要子公司

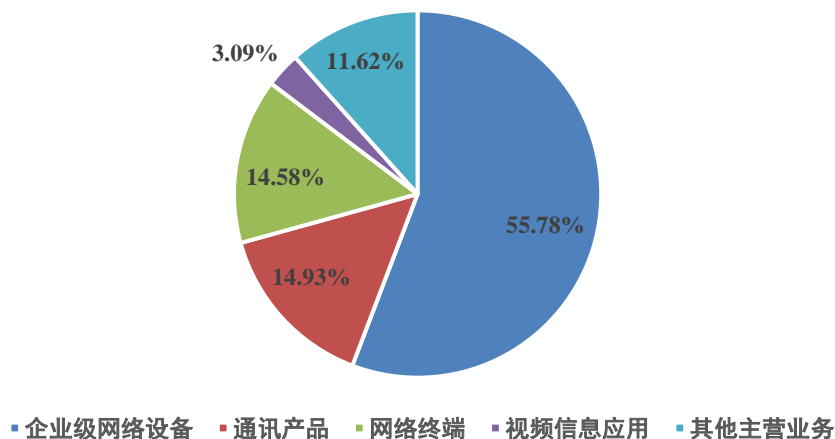


资料来源：公司公告，山西证券研究所

主营业务聚焦企业级网络设备。公司主要产品线包括企业级网络设备（主要产品是交换机和路由器）、网络终端（主要产品是瘦客户机）、通讯设备（主要产品是无线固话终端、宽带接入终端和通信模组）、视频信息应用（主要产品是 KTV 娱乐信息系统、IPTV 机顶盒）和其他应用产品（支付 POS、安防等），其中企业级网络设备占营业收入比重 55.78%。根据 IDC 数据，锐捷网络以太网交换机在中国市场排名第三、中国企业级终端 VDI 市场份额第一、中国企业级 WLAN 市场占有率第二、Wi-Fi6 品类市场份额第一，升腾资讯在

瘦客户机/云终端市场份额在亚太（不含日本）、中国均排名第一，市场销量占比分别为 29.1%和 42.4%。

图 2：2019 年公司营业收入构成



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：主要子公司分析（财报口径与子公司对应情况）

子公司	主要业务	2019 年营业收入	2019 年占母公司营收
锐捷网络	企业级网络设备及其网络解决方案的研究、生产与销售	52.24 亿	56.4%
升腾资讯	网络终端的研发、生产与销售	18.30 亿	19.7%
星网视易	IPTV 终端设备、KTV 娱乐系统、酒店多媒体发布系统、远程教育终端等	3.13 亿	3.4%
星网智慧	通信产品及电子产品的开发、生产与销售	7.42 亿	8.0%

资料来源：山西证券研究所

## 1.2 收入净利稳健增长，关键指标居行业优势地位

公司营业收入持续上升。2019 年公司实现营业收入 92.66 亿元，同比增长 1.47%，实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 5.16%，实现扣非归母净利润 5.43 亿元，同比增长 19.15%（2018 年因处置凯米网络股权带来非经常性投资收益 9332 万元）。公司营收增长幅度放缓主要与通讯产品及其他产品收入同比较大下滑有关，受贸易摩擦影响，主营海外通讯产品的德明通讯收入下滑，海外市场营收下滑 35%至 12.2 亿元。

图 3：星网锐捷营收增长情况

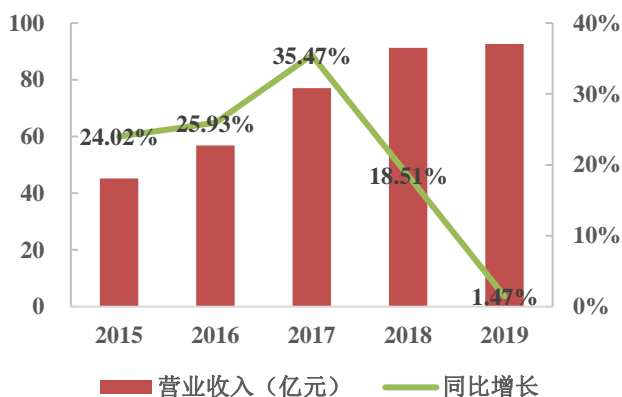
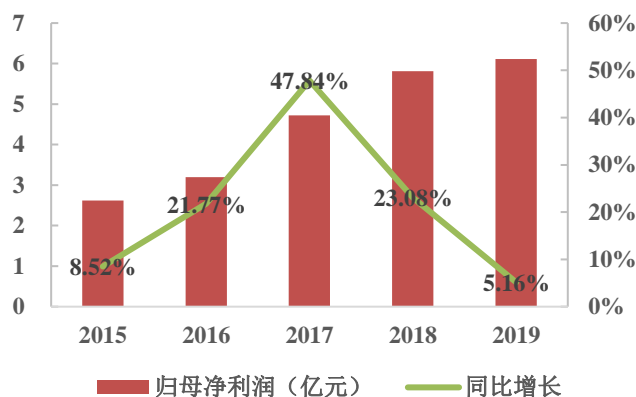


图 4：星网锐捷归母净利润增长情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：星网锐捷营扣非归母净利润增长情况

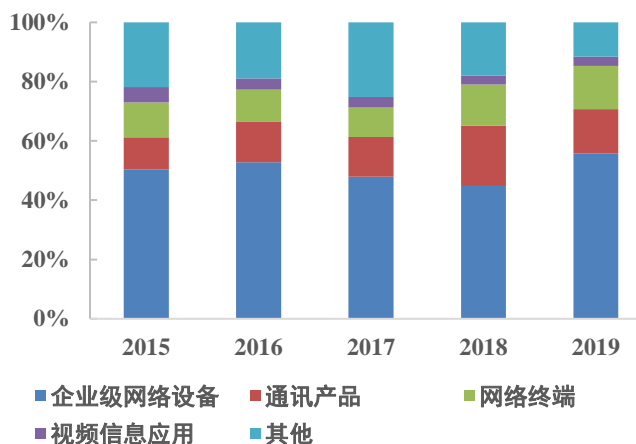


资料来源：Wind，山西证券研究所

产品结构优化，盈利能力增强。公司营收和利润向企业级网络设备和网络终端集中，高毛利率的企业级网络设备营收占比提升 11pct 至 55.8%，其他业务毛利率改善明显，网络终端毛利率提升 7.6pct 至 29.9%，通讯产品毛利率提升 6.1pct 至 21%，视频信息应用毛利率提升 10.7pct 至 61.3%，2019 年公司整体毛利率 38.3%，同比提升 5.7pct。总体看，高毛利率产品保持强劲增长态势，低毛利率业务收缩，产品结构得到优

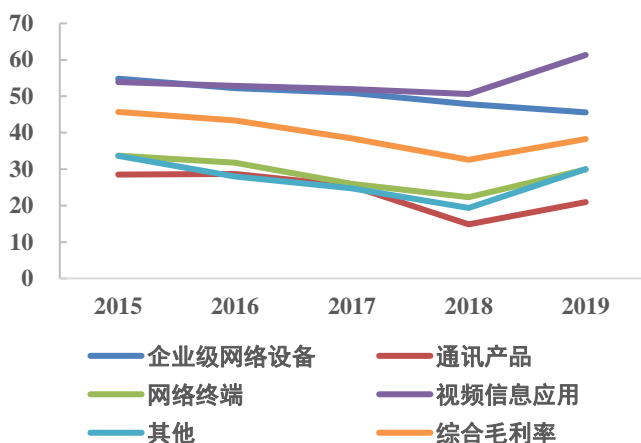
化。

图 6：2015-2019 年公司营收结构变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

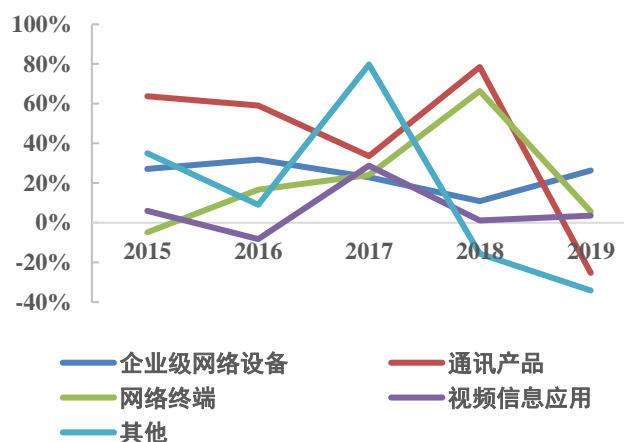
图 8：2015-2019 年各业务线毛利率变化 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

持续加大研发投入，坚持自主创新驱动。公司每年持续将销售收入的 10% 以上投入研发，2019 年研发支出达到 12.36 亿元，占营业收入的 13.34%，近 5 年研发投入复合增长率为 17%，研发人员数量和占比不断提升。2019 年，全年共申请专利 274 项，其中发明专利 232 项，外观设计专利 23 项，实用新型专利 19 项，持续不断的高研发投入增强了公司在技术上的领先优势。

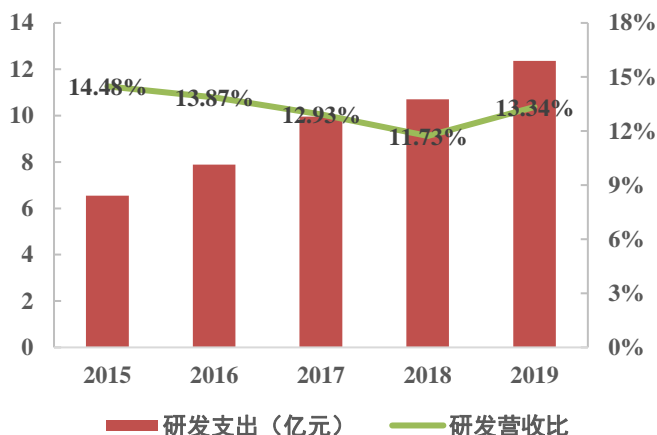
图 7：2015-2019 年各业务线营收增速



资料来源：Wind，山西证券研究所



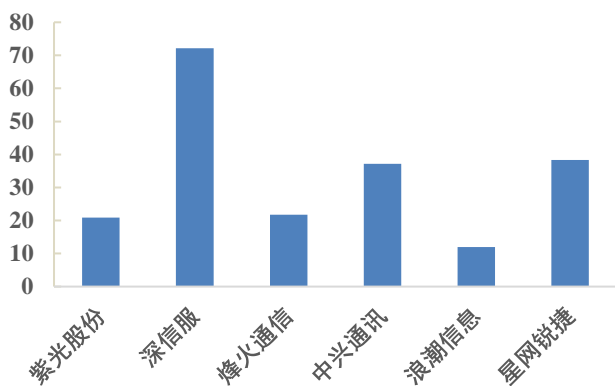
图 9：公司研发投入情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

财务指标居同行业优势地位。公司 ROE 和 ROA 值分别为 15.49%和 11.66%，处于行业优势地位，具备优秀的盈利能力。公司目前 PE 值和 PB 值为 34.89 和 4.72，公司目前 PE 估值处于同行业低位。受益于长期积累的技术优势，公司销售毛利率位于行业上游。

图 11：公司销售毛利率位于行业上游（%）



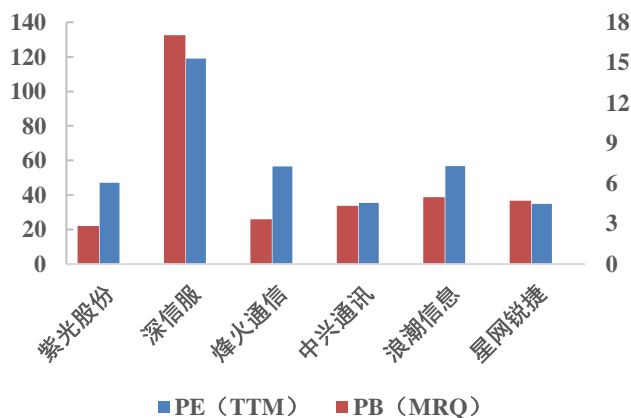
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：公司研发人员情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

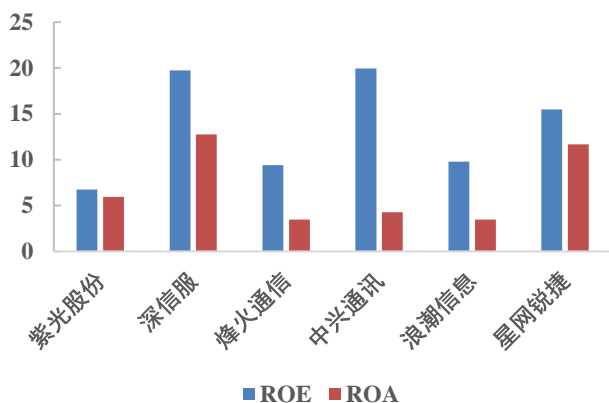
图 12：公司 PE 和 PB 处于行业优势地位



资料来源：Wind 一致预测，山西证券研究所



图 13：公司 ROE 和 ROA 处于行业优势地位（%）



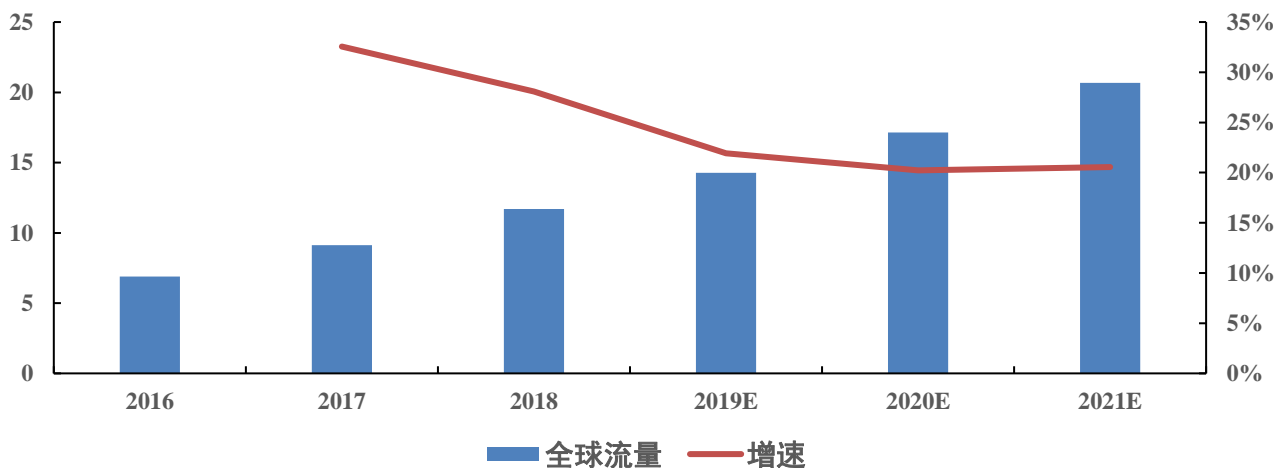
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 行业分析：流量驱动总量和结构性机会，桌面云乘信创东风

### 2.1 5G+云化驱动数据中心发展

随着 5G 应用端 2C 领域云游戏、高清视频、VR/AR 等“烧流量”应用的发展，以及 2B 领域海量终端设备的接入，数据流量将爆发式增长，根据思科预测，2020 年全球经数据中心处理的数据流量占全球产生流量的 99.35%，数据流量的爆发将带动数据中心总体建设规模持续高速增长。

图 14：2016-2021 全球流量预测（ZB）



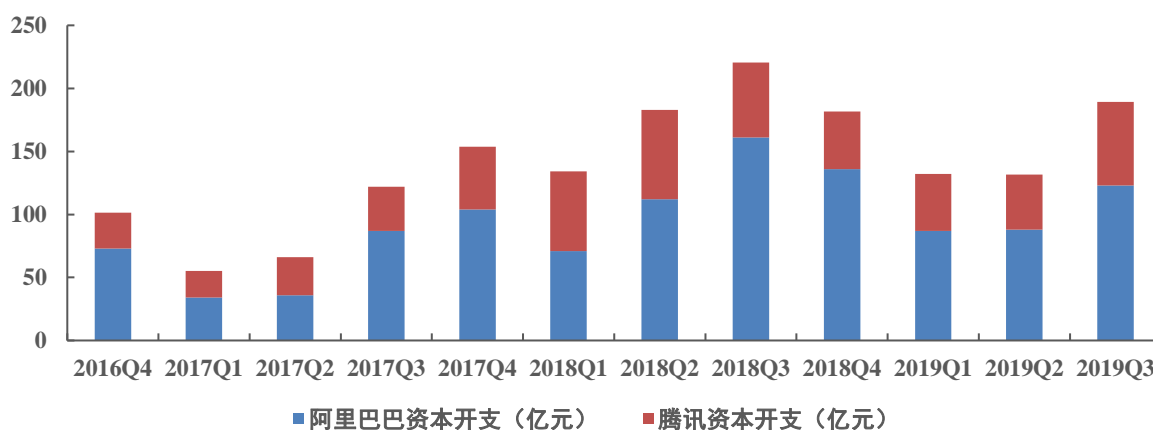
资料来源：Cisco，山西证券研究所

随着 5G 时代的到来，为了更好地支撑高密度、大带宽和低时延业务场景，需要从集中式的计算处理模式转化为靠近用户就近提供服务的边缘计算模式，作为边缘计算模式下基础设施层面的解决方案——边缘

数据中心，会随着 5G 边缘侧车联网、AR/VR、移动医疗等实时性业务的激增而大量涌现，拉动相关网络设备需求。

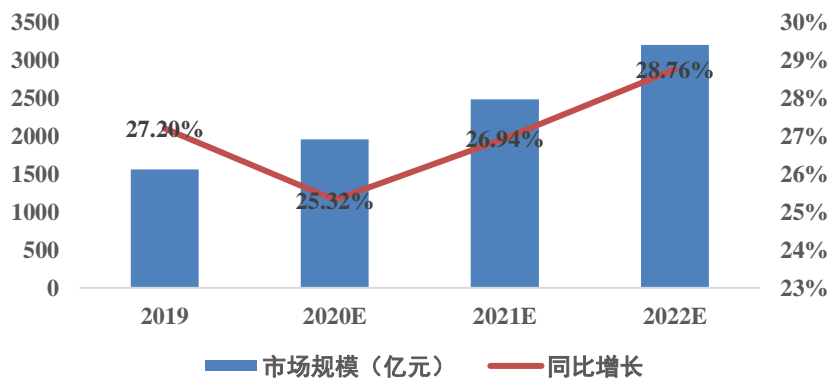
伴随全社会的数字化转型，5G 将与以云计算为代表的新兴技术一起组成新型信息基础设施，帮助企业降本增效，云化转型已成为必然趋势，云计算渗透率将不断提升，目前虽然国内云计算渗透率低于全球平均水平，但随着疫情下云应用的爆发，企业将加速上云。国内云计算巨头和运营商投资加码，4 月 20 日，阿里云官宣计划未来 3 年再投资 2000 亿，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等核心技术研发和数据中心建设，随着阿里和腾讯 Q3 资本开支回暖，两大巨头 2020 年有望进入新一轮资本开支增长期，中国移动从 2019 年开始，将在三年内投入千亿打造属于国内第一阵营的云业务，作为云计算底层支撑的数据中心将直接受益，从而带动网络设备需求。

图 15：国内云计算巨头（阿里、腾讯）资本开支回暖



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：我国数据中心业务市场规模

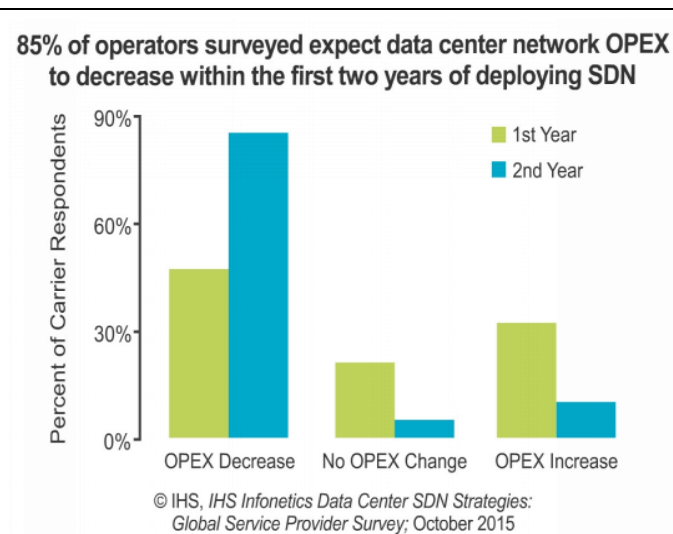


资料来源：wind，山西证券研究所

## 2.2 SDN 推动交换设备白盒化

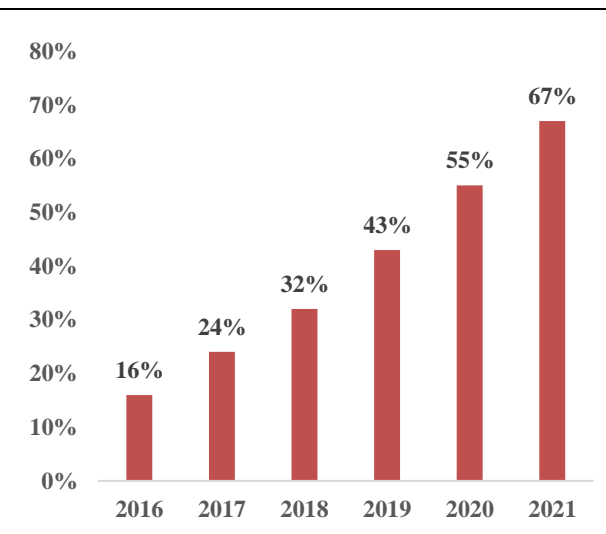
SDN，即软件定义网络（Software Defined Network），是一种数据平面与控制平面分离，软件可编程的新型网络体系架构。在这种架构下，软硬件解耦，网络设备专门负责数据转发工作，SDN 控制软件利用数据/控制平面接口，对转发平面上的网络设备进行集中式控制。SDN 的可编程性和开放性，便于用户的业务创新，提高了网络工作效率，简化了网络协议，降低了运行维护成本，SDN 化是云数据中心未来发展趋势，根据思科预测，采用 SDN 技术的数据中心占比将从 2017 年的 24% 提升至 2021 年的 67%。

图 17：SDN 帮助数据中心节省运营支出调查



资料来源：IHS，山西证券研究所

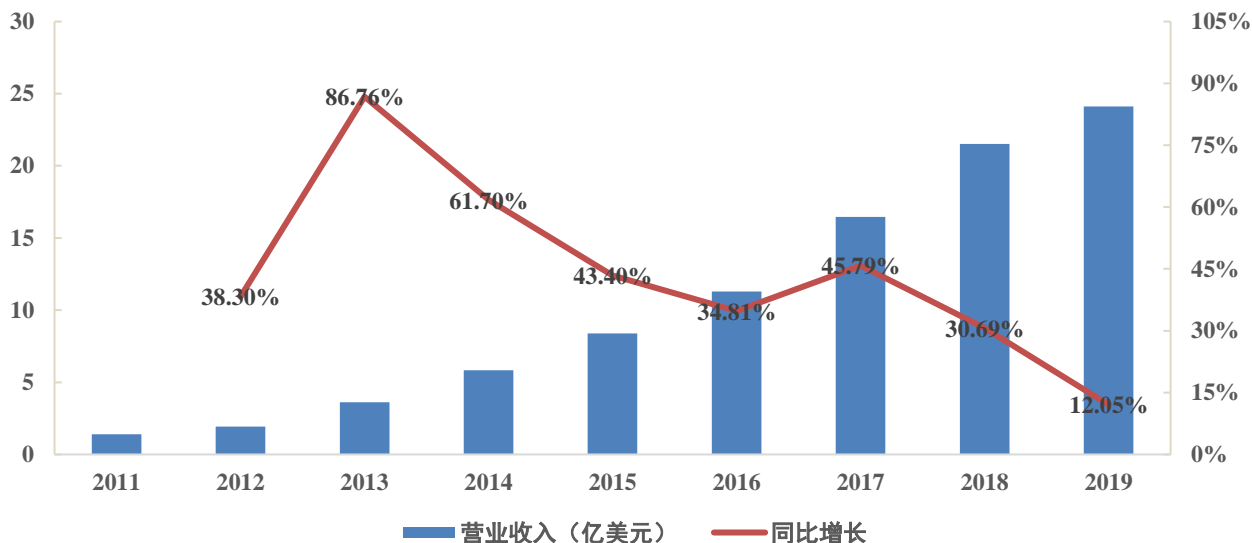
图 18：采用 SDN 技术的数据中心占比



资料来源：Cisco，山西证券研究所

SDN 将推动控制器和交换机之间接口的标准化，从而带动以太网交换机白盒化趋势，专网的网络设备会被通用设备取代，运营商的建网成本降低，对于设备需求规模大、研发能力强、对网络设备开放能力要求高的云计算巨头，白盒化交换机需求最大，亚马逊、谷歌和 Facebook 的采购规模已经超过了市场总规模的三分之二。借白盒交换机发展机遇崛起的网络设备新贵 Arista，引领了超大规模数据中心白盒化浪潮，2011-2019 年公司收入规模从 1.40 亿美元快速提升至 24.11 亿美元，复合增速高达 42.73%，根据 IDC 发布的全球以太网交换机季度跟踪报告显示，Arista 以 7.0% 的市场份额位居全球第三。随着国内云计算巨头跟进白盒化，国内有望诞生出对标 Arista 的企业。

图 19：白盒交换机新贵 Arista 营收快速增长



资料来源：wind，山西证券研究所

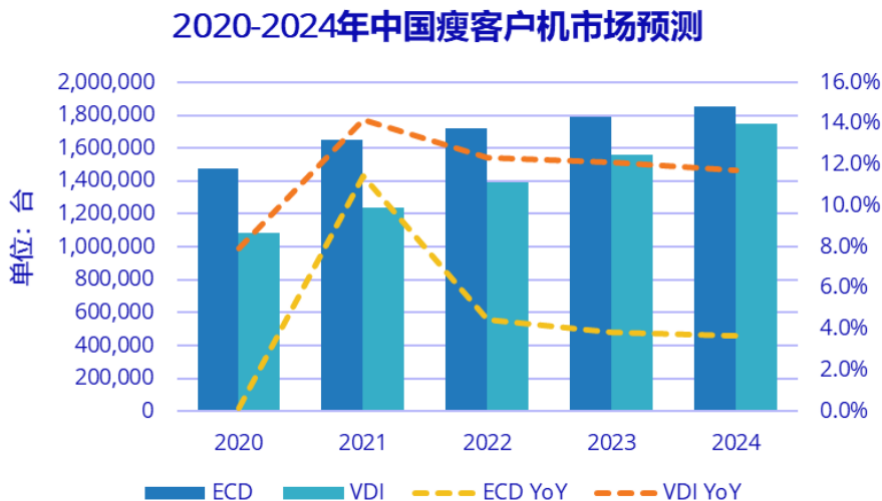
## 2.4 云计算趋势下的传统台式 PC 替代

经过几十年的发展，IT 系统已经发展到集中式 IT 架构阶段，即建立在数据中心基础上的云计算架构，数据中心提供计算、存储和数据通信能力，终端仅仅负责显示和操作，对于终端运算和存储能力的要求不断降低，传统终端的运行方式发生改变，替代传统商用 PC 的云桌面解决方案应运而生。

云桌面是指通过客户端或者其他与网路链接的设备来访问云端桌面的一种模式，由云终端、云服务器和云桌面软件组成。广义的云终端指接入云桌面的终端设备，包括传统 PC 电脑、瘦客户机、智能手机等各种硬件，狭义的云终端专指瘦客户机。瘦客户机使用专业的低功耗、高运算功能的嵌入式处理器，没有可移动部件，通过网络获取大部分资源，相比于传统 PC，具有安全性高、购置成本低、能耗低、节省空间和易于管理维护等优点，在政府、金融、教育、医疗等领域拥有大量需求，对传统 PC 的替代体量巨大。

国内瘦客户机市场持续增长，根据最新发布《IDC 2019 年第四季度中国瘦客户机市场跟踪报告》显示，2019 年全年中国瘦客户机市场总出货量突破 248.2 万台，同比增长 4.5%。其中传统瘦客户机（X86 架构 Windows 或者 Linux 操作系统）出货量达到 147.6 万台，同比增长 5.7%，VDI 产品（ARM 架构搭载 Android 操作系统）出货量增至 100.7 万台，同比增长 2.9%。企业部署桌面云和桌面云应用是未来增长的潜在动力，这一市场 2019 年增长率达 31%。IDC 预计，至 2024 年中国瘦客户机市场规模将超过 359 万台，五年复合增长率将达到 9%。

图 20：中国瘦客户机市场出货量（台）预测

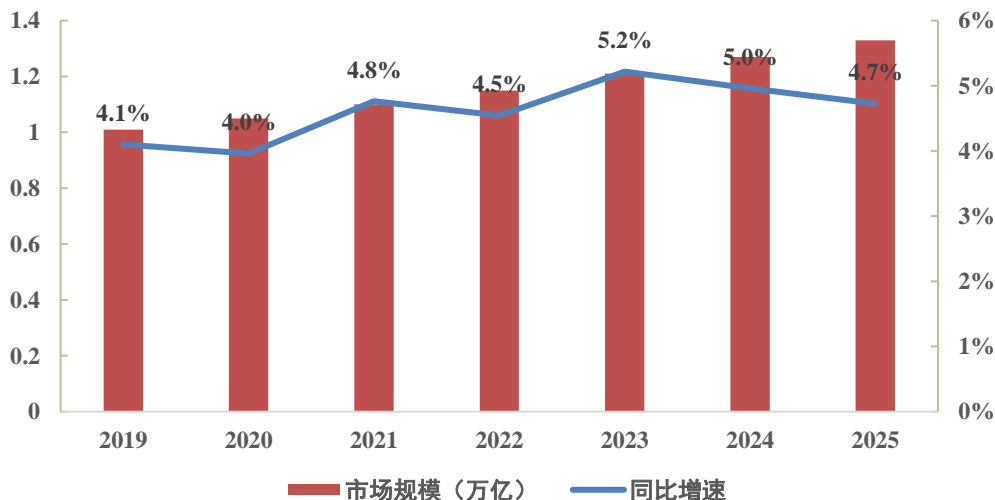


资料来源：IDC，山西证券研究所

## 2.5 信创下的国产替代

信创产业，即信息技术应用创新产业，主要包括新一代信息技术下的云计算、软件（操作系统、中间件、数据库、各类应用软件）、硬件（芯片、GPU\CPU、主机、各类终端）、安全（网络安全）等诸多领域，发展信创产业的目标是建成基于自有IT底层架构和标准的IT产业生态，保证信息技术体系的安全可控。2020年信创生态初步构建，信创产业进入全面推广阶段，此前信创市场空间，主要聚焦在党政军市场，未来三年有望迎来信创产业发展的黄金期，关系国计民生的八大行业（金融、石油、电力、电信、交通、航空航天、医院、教育）国产替代需求巨大。

图 21：我国自主可控市场规模预测



资料来源：观研天下，山西证券研究所

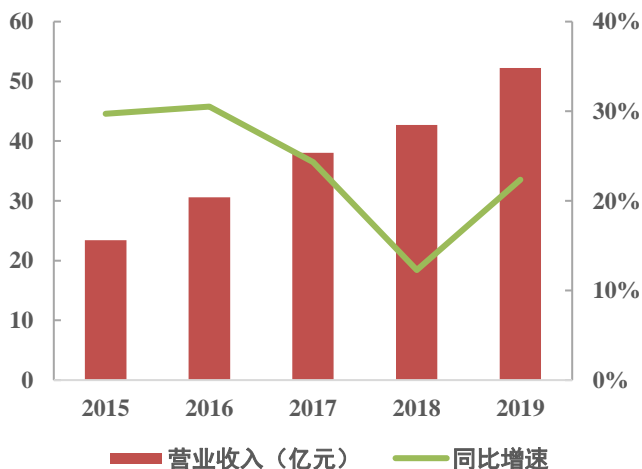
作为信创细分领域之一的信创桌面云，在传统 PC 的国产化替代进程中，除了具备对于传统 PC 的替代优势外，还有利于国产化替代的平稳迁移过渡。桌面云利用云计算技术，使资源池化，动态调配资源，解决发展早期国产硬件性能不足的问题，通过同时访问已迁移的 Linux 应用和未迁移的云端 Windows 应用，解决应用生态不丰富的问题，助力国产化替代的有序迁移过渡。

### 3. 护城河：品牌商主动拥抱白盒化，桌面云深度融入信创产业

#### 3.1 二十年技术积累，高端交换机实现突破

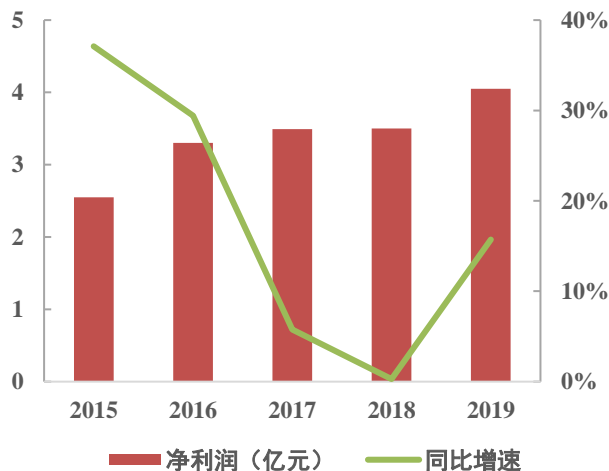
公司企业级网络设备业务主要来自于锐捷网络贡献，锐捷网络自 2000 年成立以来，一直扎根数据通信领域，具有二十年软硬件技术积累。国内企业级交换机市场第一梯队包括华为、新华三和思科，锐捷网络是第二梯队龙头。长期以来，交换机以软硬件一体化的品牌机为主，准入门槛高，客户黏性强，缺乏开放性，公司的高端企业级交换机拥有自主知识产权的操作系统 RGNOS 和自主开发的各类国际标准协议栈，性能指标已达到国际先进水平，在教育和金融行业已成为领先的网络设备厂商和解决方案提供商，对于交换机的主要需求方运营商，近几年锐捷网络的中标份额也在不断提升，在中国移动中低端交换机集采中自 2016 年起稳居第一，在中国电信中低端交换机招标中从 2016 年的第五升至 2019 年第一，在中国联通的招标份额中也始终维持在前三，而在高端交换机市场，星网锐捷也在 2019 年实现突破，以非低价策略高份额中标中国移动高端交换机集采，技术产品竞争力不断增强，获得市场认可。根据 IDC 数据，2019 年锐捷网络稳居国内以太网交换机市场份额前三，连续两年增速第一。

图 22：锐捷网络营业收入及增速（2015-2019）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 23：锐捷网络净利润及增速（2015-2019）



资料来源：公司公告，山西证券研究所



### 3.2 主动拥抱变革，多年深耕白盒交换机

开放体系是大势所趋，释放独立的控制和安全，支持多层次的网络应用开发，是交换机市场客户的主要需求。基于 SDN 技术的云化网络应运而生，而实现这一技术的第一步是软硬件分离，这是交换机白盒化的基础。交换设备白盒化分化出了交换芯片、白盒硬件和网络 OS 软件三类厂商，网络 OS 软件是承接用户应用和兼容底层硬件的核心，在网络需求日渐多样化的需求下，唯有具备强大技术实力的软件供应商能够在开放体系发展的趋势中成为规模生态的基石，逐步把握产业定价权，纯粹硬件厂商的地位将逐步削弱。对于主动拥抱变革的品牌厂商锐捷网络，已有 20 年的网络 OS 积累，有丰富的开发经验，同时兼有成本、质量控制以及批量生产能力等方面的硬件厂商优势，能够提供更好的价格和更有针对性的功能，相对于单纯的白盒硬件厂商和网络 OS 软件厂商，更好地匹配了白盒交换机开发的关键能力诉求，具备更好的整体性优势。

图 24：白盒交换机产业链



资料来源：山西证券研究所

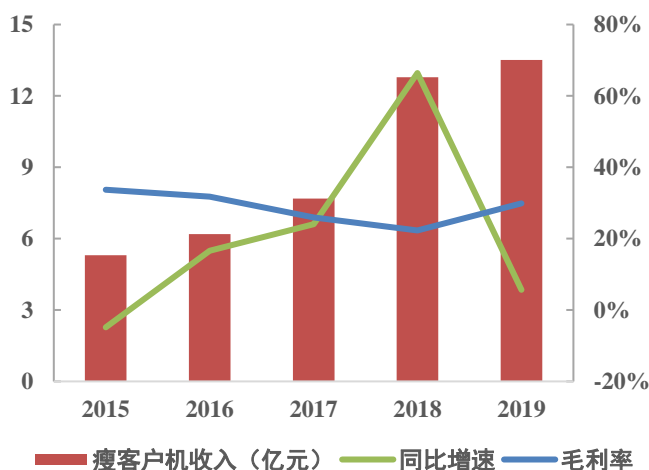
公司自 2011 年便开始进行 SDN 方面的基础储备和产品研发，2012 年作为“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始成员单位之一，参加了第一届中国 SDN 与开放网络高峰论坛。公司是 SDN2.0STRATUM 联盟的首批成员，在开放软件层面积极参与 ONF 组织及 ONOS 和 SONiC 等开源网络操作系统项目，已经成为了 SONiC 生态的主要合作伙伴之一，目前已推出了 25G/100G/400G 白盒交换机平台，并且已在阿里等互联网头部公司实现规模部署，随着后续其他云厂商跟进，白盒交换机有望成为公司新的增长点。



### 3.3 两大瘦客户机市场赢家，深度参与信创产业链

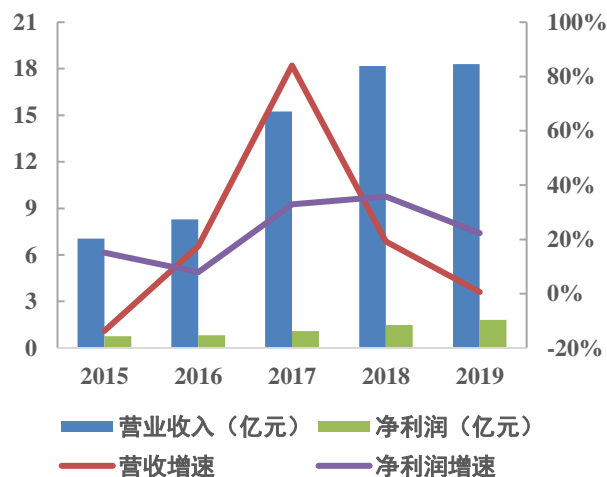
公司是中国最早从事瘦客户机研发、生产和销售的企业之一，独立掌握了图形网络终端的关键应用技术，依托持续创新，公司已经成为中国瘦客户机第一品牌。公司是微软、Intel、AMD 等国际知名公司在中国嵌入式终端市场重要的合作伙伴。根据 IDC 数据，2019 年公司两大子公司锐捷网络和升腾资讯分别包揽了中国 VDI 市场和传统瘦客户机市场第一，其中传统瘦客户机市场销量占比 42.4%，VDI 市场份额占比 26.4%。伴随着数字化转型带来的信息化全面升级，教育、金融、医疗等各行业在未来终端升级换代和新项目部署中纷纷选择桌面上云，以构建按需可用的安全移动数字化办公空间，大幅提升办公效率与桌面生产力，这其中星网锐捷桌面云将占据重要比重。

图 25：瘦客户机收入增长情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 26：升腾资讯营业收入和净利润增长情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

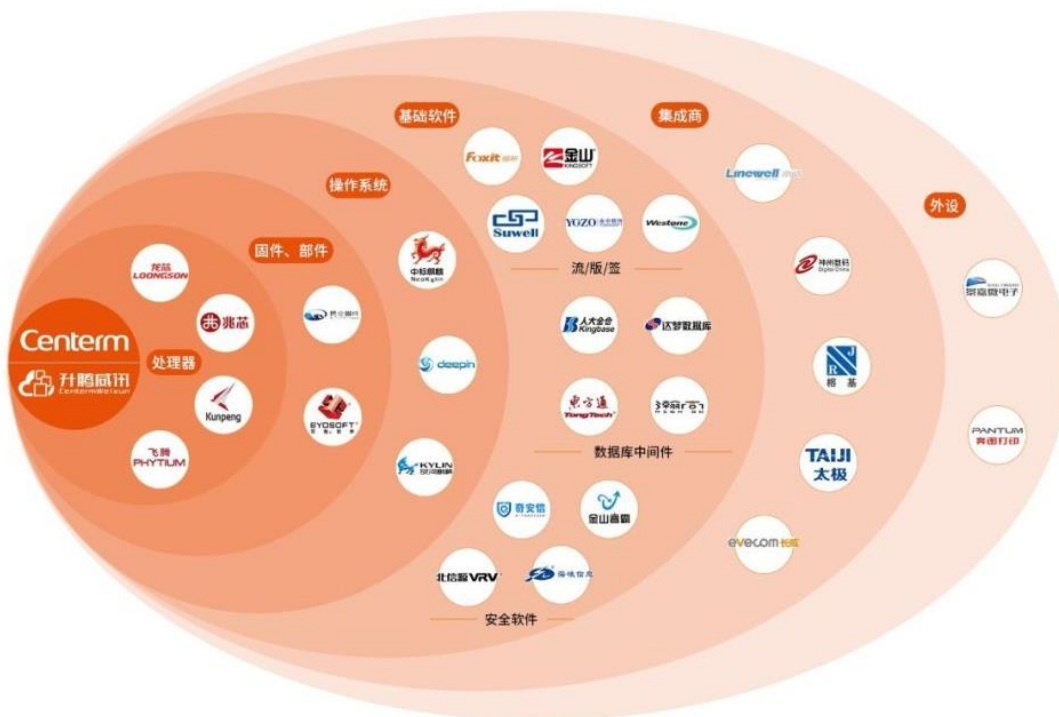
公司子公司升腾资讯在信创整机和桌面云领域深耕布局，目前已实现从终端整机、接入协议、端末增值到桌面交付、虚拟化平台的端到端自主研发，形成从信创整机到信创桌面云的完整体系，与处理器、操作系统、软件、服务器、集成商等众多国产厂商完成相互认证，形成完整信创产业生态。公司已拥有覆盖龙芯、兆芯、飞腾、鲲鹏等国产芯片的国产桌面云解决方案，深度参与了我国软硬件安全可靠关键技术研究。2018 年入围中央国家机关信息类产品采购名录，2019 年 3 月，升腾资讯加入中国电子工业标准化技术协会安全可靠工作委员，2019 年 8 月，中标《中央国家机关 2019 年软件协议供货采购项目》，这是继 2017 年中标中央集采后再次中标，体现了公司在技术和产品方面的雄厚实力。

图 27：升腾资讯从终端到云端的国产办公解决方案



资料来源：升腾资讯，山西证券研究所

图 28：升腾资讯信创生态图谱



资料来源：升腾资讯，山西证券研究所

#### 4.盈利预测、估值分析和投资建议

我们预计公司 2020 -2022 年实现营业收入 105.96、124.47、147.89 亿元，同比增长 14.35%、17.47%、18.82%，实现归母公司净利润 7.16、8.05、9.25 亿元，同比增长 17.15%、12.42%、14.88%，对应 EPS 为 1.23、1.38、1.59 元，PE 为 27.5、24.4、21.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 5.风险提示

疫情影响订单；中美贸易关系的不确定性带来的风险；桌面云渗透率及白盒化应用不及预期；细分市场竞争加剧。

**表 2：公司盈利预测表**

资产负债表						单位：百万		利润表		单位：百万				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E			
货币资金	1633.70	2054.03	2990.06	3974.65	5037.58	营业收入	9131.57	9265.77	10595.71	12446.48	14788.76			
应收票据及账款	1914.29	2102.07	2343.96	2753.39	3271.54	营业成本	6157.22	5717.07	6557.64	7709.25	9154.63			
预付账款	39.02	73.83	69.49	81.63	96.99	营业税金及附加	60.09	59.68	75.21	88.35	104.98			
其他应收款	49.50	54.60	97.98	115.09	136.75	销售费用	1219.84	1453.95	1606.68	1887.32	2242.49			
存货	1542.49	1649.79	1806.34	2123.56	2521.70	管理费用	226.50	275.58	288.97	339.45	403.33			
其他流动资产	310.19	44.01	201.41	232.75	272.41	研发费用	1041.11	1206.22	1293.70	1519.67	1805.66			
流动资产总计	5489.19	5978.34	7509.24	9281.07	11336.97	财务费用	(15.00)	(5.05)	(8.35)	(12.19)	(15.77)			
长期股权投资	130.81	145.52	145.52	145.52	145.52	其他经营损益	(29.06)	(36.02)	(31.46)	(31.46)	(31.46)			
固定资产	564.77	554.03	477.89	399.76	319.65	投资收益	120.44	33.58	0.00	0.00	0.00			
在建工程	2.41	75.78	63.15	50.52	37.89	公允价值变动损益	0.00	(17.67)	0.00	0.00	0.00			
无形资产	107.48	110.46	95.68	80.18	63.95	营业利润	533.20	538.21	750.40	883.17	1061.99			
长期待摊费用	37.58	44.15	22.07	0.00	0.00	其他非经营损益	335.52	324.03	318.45	318.45	318.45			
其他非流动资产	666.87	742.36	735.52	728.67	721.82	利润总额	868.71	862.24	1068.86	1201.63	1380.44			
非流动资产合计	1509.92	1672.30	1539.82	1404.64	1288.83	所得税	39.97	8.08	41.72	46.91	53.89			
资产总计	6999.11	7650.63	9049.06	10685.71	12625.80	净利润	828.75	854.16	1027.13	1154.72	1326.56			
短期借款	41.18	21.71	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	247.44	242.85	310.95	349.57	401.59			
应付票据及账款	1907.40	1889.75	2208.11	2595.88	3082.58	归属母公司股东净利润	581.30	611.31	716.18	805.15	924.96			
其他流动负债	722.63	843.40	988.63	1162.12	1380.11	EBITDA	978.45	985.45	1192.97	1324.62	1480.48			
流动负债合计	2671.21	2754.86	3196.74	3758.00	4462.69	NOPLAT	494.36	545.67	713.08	836.98	1005.38			
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	1.00	1.05	1.23	1.38	1.59			
其他非流动负债	63.55	59.25	59.25	59.25	59.25	主要财务比率								
非流动负债合计	63.55	59.25	59.25	59.25	59.25		2018	2019	2020E	2021E	2022E			
负债合计	2734.76	2814.12	3255.99	3817.26	4521.94	成长能力								
股本	583.28	583.28	583.28	583.28	583.28	营收增长率	18.51%	1.47%	14.35%	17.47%	18.82%			
资本公积	685.67	686.45	686.45	686.45	686.45	EBIT增长率	12.64%	0.41%	23.72%	12.16%	14.73%			
留存收益	2409.24	2957.00	3602.61	4328.42	5162.24	EBITDA增长率	10.93%	0.72%	21.06%	11.03%	11.77%			
归属母公司权益	3678.19	4226.73	4872.34	5598.15	6431.96	净利润增长率	18.39%	3.07%	20.25%	12.42%	14.88%			
少数股东权益	586.16	609.79	920.73	1270.31	1671.90	盈利能力								
股东权益合计	4264.35	4836.52	5793.07	6868.45	8103.86	毛利率	32.57%	38.30%	38.11%	38.06%	38.10%			
负债和股东权益合计	6999.11	7650.63	9049.06	10685.71	12625.80	净利率	9.08%	9.22%	9.69%	9.28%	8.97%			
现金流量表						单位：百万		ROE	15.80%	14.46%	14.70%	14.38%	14.38%	
								ROA	8.31%	7.99%	7.91%	7.53%	7.33%	
税后经营利润	710.06	843.79	721.11	848.70	1020.54	ROIC		19.45%	16.45%	20.50%	23.18%	25.87%		
折旧与摊销	124.74	128.26	132.47	135.18	115.81	估值倍数								
财务费用	(15.00)	(5.05)	(8.35)	(12.19)	(15.77)	P/E		33.8	32.2	27.5	24.4	21.3		
其他经营资金	(225.45)	(203.94)	(131.29)	(225.97)	(288.29)	P/S		2.2	2.1	1.9	1.6	1.3		
经营性现金净流量	594.34	763.06	713.94	745.72	832.29	P/B		5.3	4.7	4.0	3.5	3.1		
投资性现金净流量	(478.31)	(28.34)	306.02	306.02	306.02	EV/EBIT		22.6	22.1	17.4	15.1	12.8		
筹资性现金净流量	(137.08)	(302.47)	(83.93)	(67.15)	(75.37)	EV/EBITDA		19.7	19.2	15.4	13.6	11.8		
现金流量净额	(21.39)	433.99	936.02	984.59	1062.93	EV/NOPLAT		39.1	34.7	25.8	21.5	17.4		

资料来源：iFinD，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

