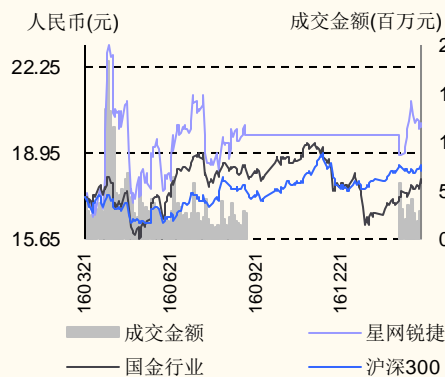


市场价格 (人民币): 19.94 元
 目标价格 (人民币): 24.00-26.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	530.35
总市值(百万元)	10,749.88
年内股价最高最低(元)	23.11/16.50
沪深 300 指数	3445.81
深证成指	10515.41



企业通信快速成长，股权收购低估值优势显现

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.689	0.487	0.597	0.855	1.050
每股净资产(元)	6.11	4.85	5.45	6.33	7.45
每股经营性现金流(元)	0.56	1.71	0.80	0.80	1.13
市盈率(倍)	39.66	49.63	33.66	23.53	19.14
行业优化市盈率(倍)	44.96	82.70	71.25	71.25	71.25
净利润增长率(%)	1.08%	8.52%	22.77%	54.71%	22.92%
净资产收益率(%)	11.27%	10.03%	10.97%	14.61%	15.24%
总股本(百万股)	351.06	539.11	539.11	583.03	583.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **第一，公司为国内排名前列的企业级网络通信设备商。**星网锐捷是国内领先的企业级通信设备供应商,排名仅次于华为,思科与华三。近年来通过收购四创软件、德明通讯,拓展进入防灾减灾信息服务和无线数据接入终端领域。
- **第二,深耕 ICT 融合发展,无线 WLAN 引领高增长。**星网锐捷在教育 and 金融行业通信设备市场份额领先。公司连续 11 年在教育行业网络市场占有率第一,服务 2300 余所高校覆盖率高达 95%。并积极拓展轨交,医疗等新兴细分市场,尤其公司 WLAN 产品经过多年努力,已经获得国内排名第一,成为通信设备业务快速增长弯道超车的重要拉动力。增速明显超过行业增长。
- **第三,并购升腾与视易少数股东权益,加码云产业与数字娱乐。**近期通过发行股份及支付现金的方式以 10.27 亿购买升腾资讯 40.00%股权、星网视易 48.15%股权。按备考业绩承诺,预计此次收购未来 3 年分别增厚公司业绩 0.78 亿、0.89 亿、0.99 亿元。通过此次收购进一步布局云产业。公司的瘦客户机产量亚洲第一,在中国市场份额 45%,大幅领先第二名。同时公司在终端、管端、云端布局云支付,涵盖云支付产业链,全面布局云产业。星网视易连续 8 年占据 KTV 娱乐点播市场第一,公司在 VOD 产品的市场份额达到 40%,具有绝对的优势。凭借线下的渠道优势,将成为其拓展娱乐业务 O2O 的核心竞争力。我们认为线下入口与线上服务的融合正在成为互联网进一步发展的重要方向。而将 VR、AR 引入移动互联网领域,实现 KTV 互动娱乐、活动运营和社交相结合,提升用户参与度都将成为公司的成长动力。

投资建议

- 我们认为作为企业通信设备商,星网锐捷近年增长超过行业增速,尤其是锐捷网络超过了市场预期,同时上市公司通过收购子公司少数股东权益明显降低了二级市场估值,给予公司“买入”评级。

估值

- 假设公司 2017 年完成此次并购,并全年并表,预期公司 2016-2018 年净利润 3.22 亿, 4.98 亿, 6.12 亿, 对应 EPS 为 0.60, 0.86, 1.05 元, 对应 33.6, 23.5, 19.1 倍 PE。给予目标价 24-26 元, 对应 2017 年 28-30 倍 PE。

风险

- 企业通信业务竞争加剧; 升腾资讯、星网视易业绩不达预期。

周明巍 分析师 SAC 执业编号: S1130514090004
 (8621)60230234
 zhoumingwei@gzq.com.cn

内容目录

第一，公司深耕通信设备制造.....	4
1) 收购子公司少数股东权益.....	4
2) 公司业绩稳步增长.....	5
第二，深耕企业 ICT 融合业务，WLAN 引领增长.....	7
1) ICT 行业领先企业.....	7
2) WLAN 业务获得市场认可，成为锐捷加速拓展的抓手.....	9
第三，并购升腾与视易，加码云产业与数字娱乐.....	11
1) 布局云计算，瘦客户机产量亚洲第一.....	11
2) “云管端”布局云支付，市场前景广阔.....	13
3) 星网视易重构 KTV 娱乐模式.....	15
4) K 米引领 KTV 进入 VR/AR 时代.....	17
5) 股权收购增加升腾资讯和星网视易业绩.....	19
第四，盈利预测与投资建议.....	19
第五，风险提示.....	20

图表目录

图表 1：星网锐捷交易方案.....	4
图表 2：收购完成后公司股权结构.....	4
图表 3：公司营业收入及增速.....	5
图表 4：公司归母净利润及增速.....	5
图表 5：公司整体毛利率和净利率情况.....	5
图表 6：公司主要产品.....	6
图表 7：公司分产品收入情况.....	6
图表 8：公司分产品毛利率情况.....	6
图表 9：公司研发费用占比.....	6
图表 10：网络设备市场结构.....	7
图表 11：2015 中国路由器市场份额.....	7
图表 12：华三通信营业收入及增速.....	8
图表 13：华三通信净利润及增速.....	8
图表 14：中国路由器市场规模预测.....	8
图表 15：星网锐捷 SDN 实验室拓扑方案.....	9
图表 16：星网锐捷 RG-ONP 网络平台.....	9
图表 17：2015 中国 WLAN 设备市场份额.....	10
图表 18：我国 WiFi 设备市场规模预测.....	10
图表 19：锐捷网络校政企解决方案.....	11
图表 20：云计算市场规模预测.....	11
图表 21：云计算制造业产业链.....	12

图表 22: 亚太地区瘦客户机出货量预测 (万台)	12
图表 23: 我国支付形式发展历程.....	13
图表 24: 我国移动支付市场规模预测.....	13
图表 25: 云支付“云管端”主要作用.....	14
图表 26: 星网锐捷手持式云 POS.....	14
图表 27: 星网锐捷桌面式云 POS.....	14
图表 28: 星网锐捷云支付产品布局	15
图表 29: 量贩式 KTV 数量及占比.....	15
图表 30: KTV 信息化领域.....	16
图表 31: O2O 厂商类型.....	16
图表 32: 我国 VOD 产品市场份额.....	17
图表 33: 星网视易数字娱乐布局.....	17
图表 34: K 米娱乐功能	18
图表 35: 手机 KTV 市场 APP 开发商	18
图表 36: 升腾资讯收入及利润预测.....	19
图表 37: 星网视易收入及利润预测.....	19
图表 38: 盈利预测.....	20

第一，公司深耕通信设备制造

1) 收购子公司少数股东权益

- 星网锐捷是国内领先的网络通讯设备、网络终端、视讯产品、信息化软件等综合解决方案供应商，在教育、电信、金融、邮政、政府、企业、医疗、军队、交通等信息化建设领域为用户提供最周到的应用解决方案。公司于2010年在中小板上市。
- 星网锐捷于2016年9月21日-2017年2月20日期间停牌，2月21日复牌并公告通过支付现金及发行股票方式收购旗下子公司升腾资讯40%及星网视易48.15%股权，使两家公司成为全资子公司。此次股权变动前公司分别占股60%及51.85%，对手方为隽丰投资及公司高管唐朝新、刘灵辉。

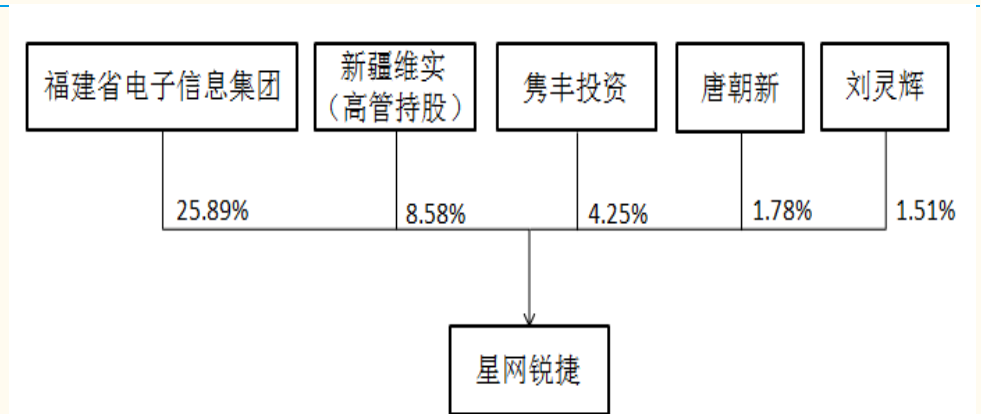
图表 1：星网锐捷交易方案

交易对方	标的资产	标的评估值（万元）	交易对价（万元）	对价支付方式（万元）	
				现金支付金额	股份支付金额
隽丰投资	升腾咨询 40%股权	54567.60	54500.00	10900.00	43600.00
唐朝新	星网视易 26.06%股权	26106.65	26100.00	7830.00	18270.00
刘灵辉	星网视易 22.09%股权	22129.54	22100.00	6630.00	15470.00
合计		102803.79	102700.00	25360.00	77340.00

来源：公司公告，国金证券研究所

- 星网锐捷的实际控制人为福建省电子信息集团，拥有公司25.89%的股权。公司通过支付现金及发行股票方式收购旗下子公司升腾资讯40%及星网视易48.15%股权，交易后子公司股东隽丰投资占股4.25%，子公司高管唐朝新和刘灵辉分别占股1.78%及1.51%。公司高管通过新疆维实持有公司共计8.58%的股份，在上市之初实现混合所有制的改造。

图表 2：收购完成后公司股权结构



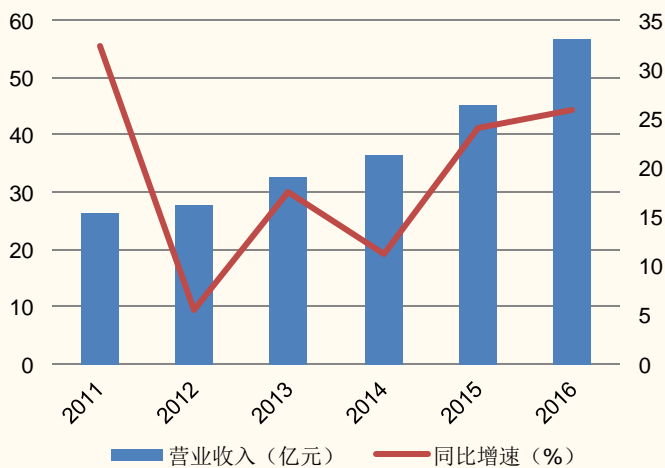
来源：公司公告，国金证券研究所

- 星网锐捷的MODEM、ADSL产品在国内连续多年销量第一，享有“中国猫王”和“中国A猫第一品牌”的盛誉；拥有国内70%以上的无线公话的商务电话市场份额。作为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，截止2015年12月，共申请专利2149项，成为国家知识产权示范企业。
- 基于强大的创新能力，公司在网络通讯、交换机、云计算终端、瘦客户机、支付POS、“桌面云”、无线接入、宽带接入、统一通信、视频信息应用、减灾防灾信息化等各产品领域均形成了独特的领先优势，并成功进军俄罗斯、印度、东南亚、非洲、美国等市场。

2) 公司业绩稳步增长

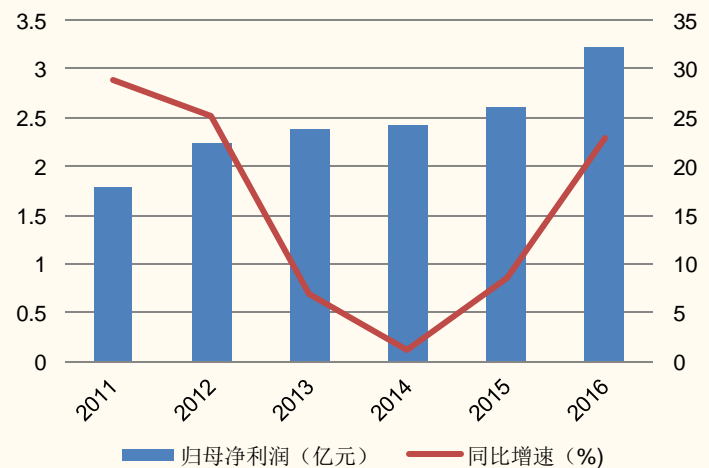
- 近年来公司营业收入增长迅速，主要由于公司企业级网络设备业务持续增长的同时，收购并表了四创软件、德明通讯，发力防灾减灾信息服务和无线数据接入终端领域，带来业绩增长动力。
- 2016年，公司营业收入同比增长26%，达到56.84亿元；利润增长23%，达到3.22亿元，营收和净利润均实现两位数增长。

图表 3：公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

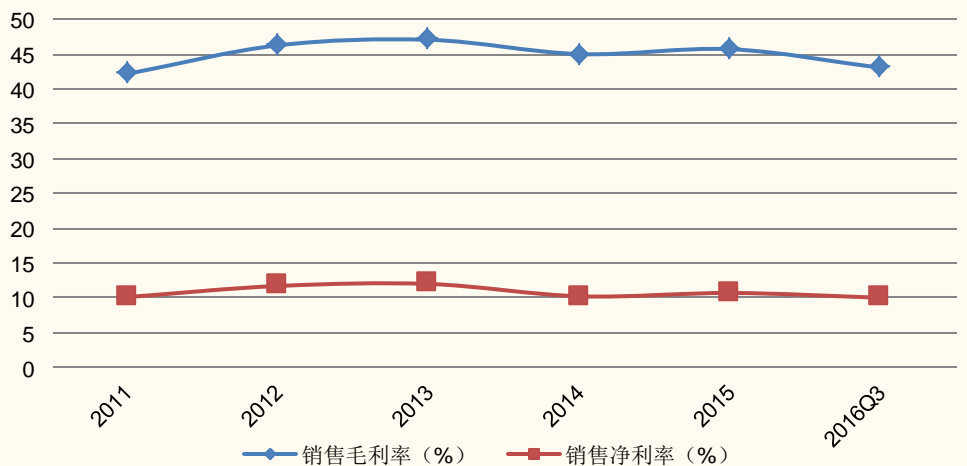
图表 4：公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 近五年来，公司整体毛利率和净利率保持基本稳定，2016年三季度，公司销售毛利率为42.4%，销售净利率为9.14%。

图表 5：公司整体毛利率和净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 升腾资讯和星网视易承诺2017-2019年扣非净利润不低于3.68亿元和2.47亿元，基于承诺业绩，我们预估2017-2019年升腾资讯的净利润为1.05亿、1.23亿、1.4亿，星网视易的净利润为0.75亿、0.82亿、0.9亿，收购少数股东权益后，我们预计大致可增厚2017-2019年上市公司归属上市公司股东净利润0.78亿、0.89亿、0.99亿元。

- 公司主要业务范围包括企业级网络设备、通讯产品、网络终端、视频信息应用及防灾减灾信息服务等。

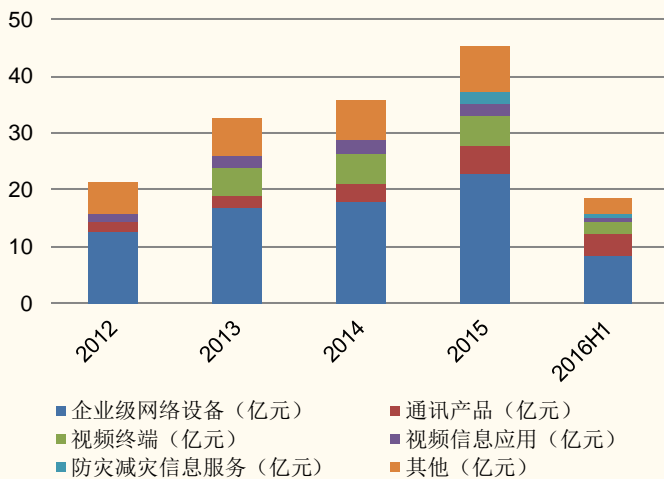
图表 6：公司主要产品

主营业务	主要产品
企业级网络设备	路由器、交换器
通讯产品	无线通信模块、远程信息处理终端、无线多功能网关等无线通讯终端产品
网络终端	云桌面解决方案，云支付解决方案，WiFi 系统
视频信息应用	互联网云娱乐点播系统，运营管理系统
防灾减灾信息服务	防汛行业、水文行业、水资源行业、抗旱行业信息化解决方案，水土保持业务应用系统

来源：国金证券研究所

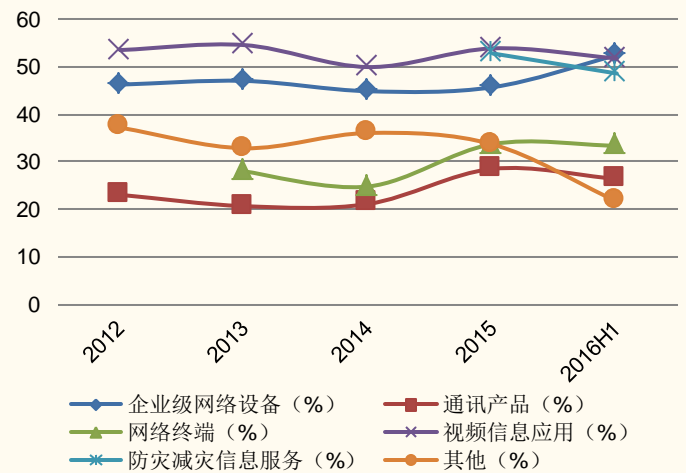
- 从分产品看，2016 年上半年，企业级网络设备收入 8.5 亿元，同比增长 46%，仍为公司主要收入来源。通讯产品收入 3.67 亿元，同比增长 192%。

图表 7：公司分产品收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

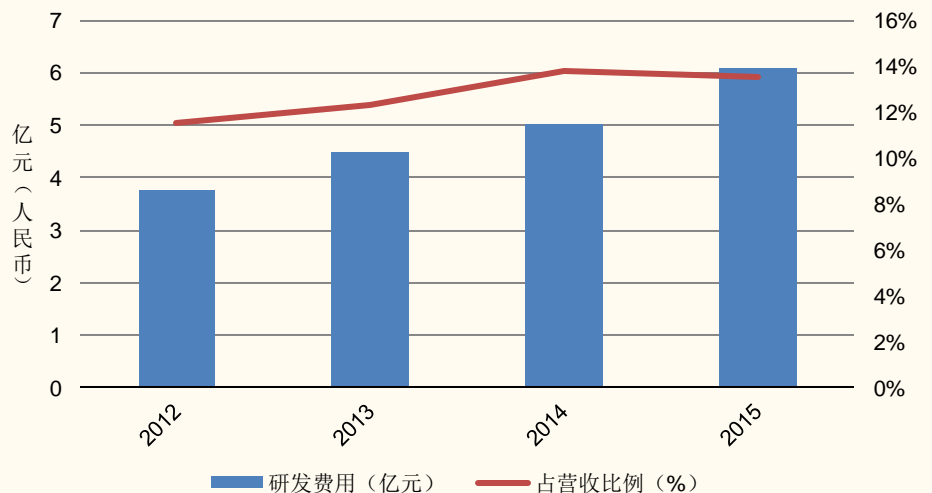
图表 8：公司分产品毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司长期重视研发，研发费用保持在较高比例，占主营业务收入均超过 10%。2015 年研发费用达 6.09 亿元，占营业收入比例达 13.48%。

图表 9：公司研发费用占比



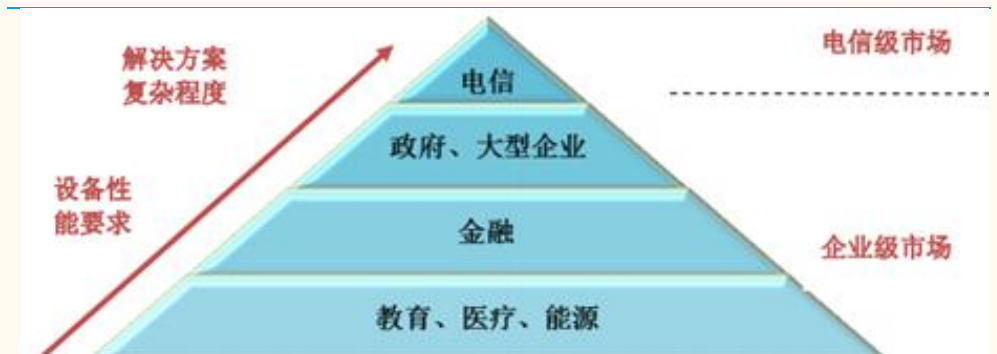
来源：公司公告，国金证券研究所

第二，深耕企业 ICT 融合业务，WLAN 引领增长

1) ICT 行业领先企业

- 星网锐捷深耕 ICT 行业，主营网络设备制造。网络设备泛指构建整个网络所需要的路由器、交换等设备。根据解决方案复杂程度、设备性能要求、单一客户价值的不同，划分为电信级网络设备市场和企业级网络设备市场。因此，企业级网络业务的客户是广泛的政府、企业，相比于电信级网络设备仅面向运营商客户，市场灵活度更高。

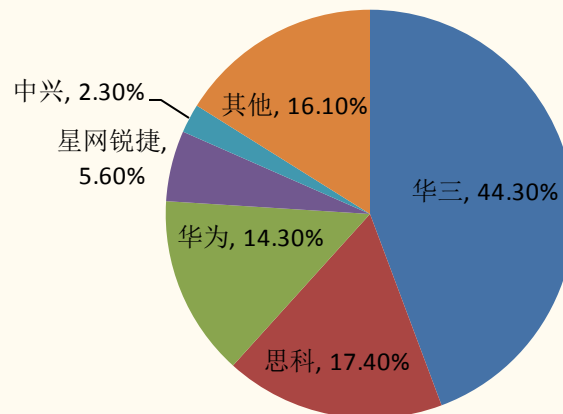
图表 10：网络设备市场结构



来源：产业信息网，国金证券研究所

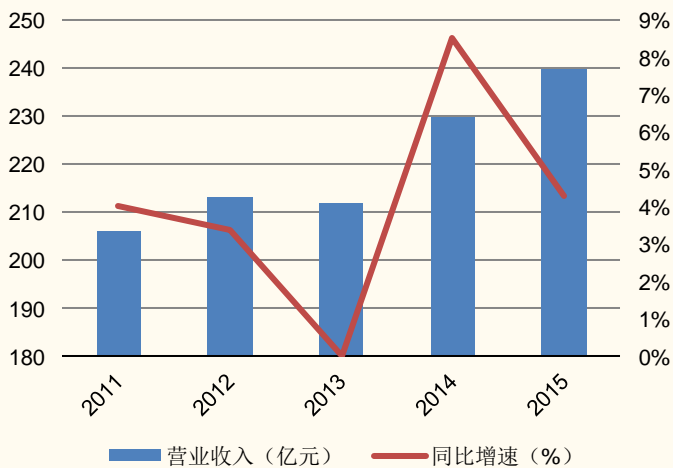
- 国内企业级通信设备市场中，华三，思科，华为稳居前三。

图表 11：2015 中国路由器市场份额

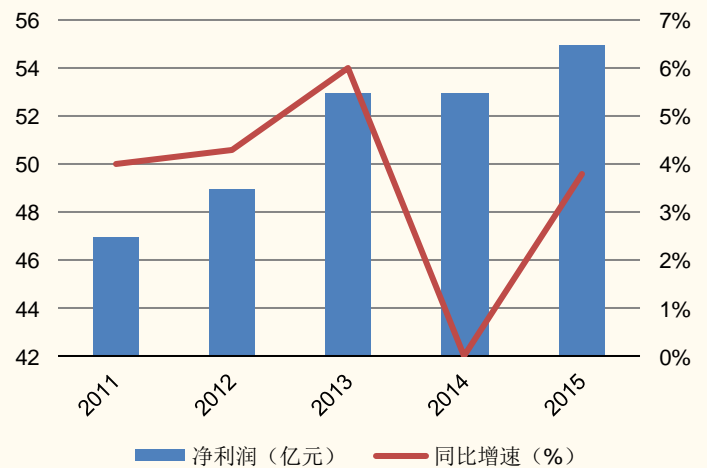


来源：IDC, Dell'Ora, 国金证券研究所

图表 12: 华三通信营业收入及增速



图表 13: 华三通信净利润及增速

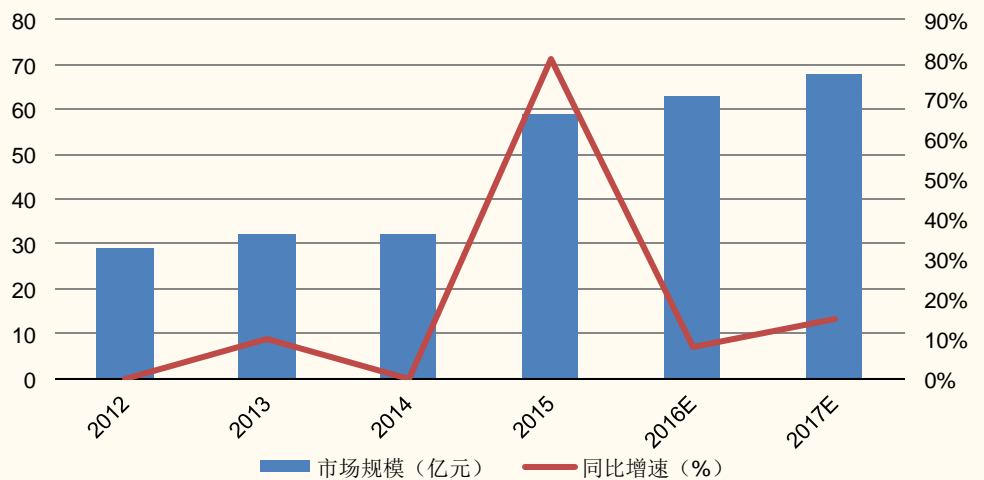


来源: 紫光股份公司公告, 国金证券研究所

来源: 紫光股份公司公告, 国金证券研究所

- 根据 IDC 的预测, 未来三年全球及中国企业路由器市场容量将呈稳定增长趋势, 到 2017 年全球企业路由器市场空间预计达到 43.7 亿美元, 年均复合增长率 3.25%, 而中国企业路由器市场空间 2017 年预计达到 70 亿元人民币, 年均复合增长率高达 28.56%, 远远高于全球增长水平。

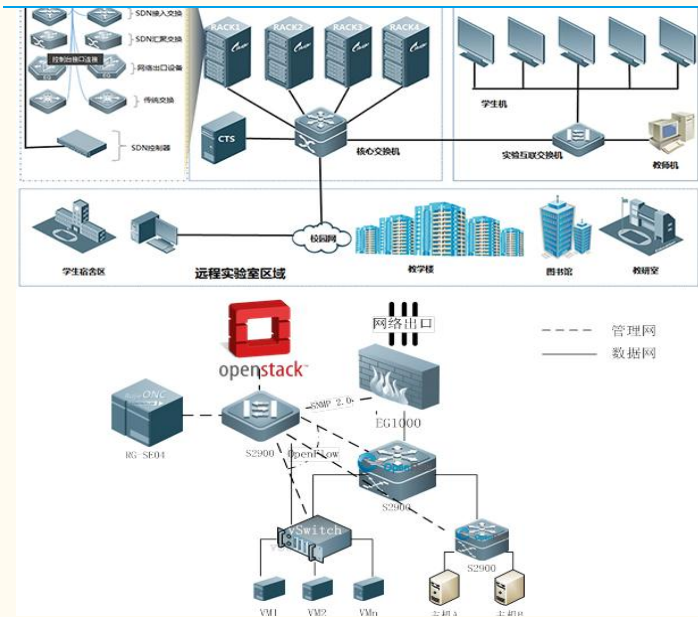
图表 14: 中国路由器市场规模预测



来源: IDC, Dell'Ora, 国金证券研究所

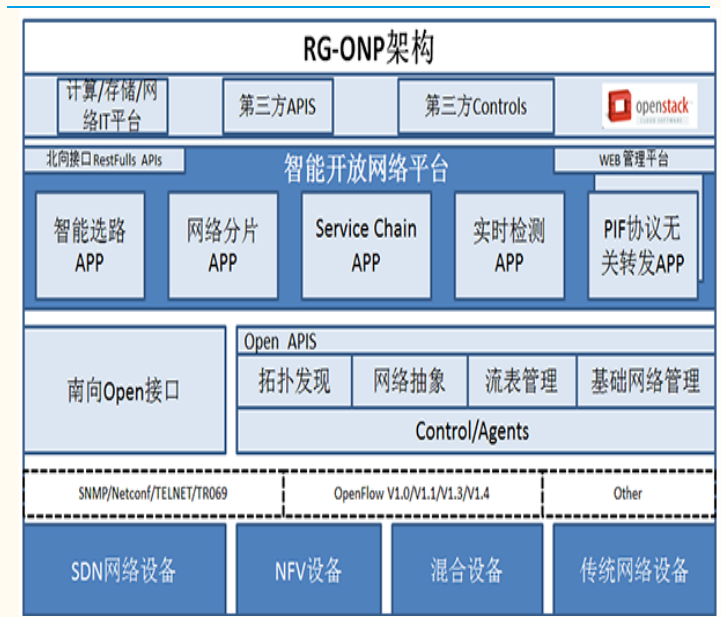
- 我们认为, 虽然企业级通信设备市场第一集团虽然较为稳定, 但由于企业用户较为分散, 且行业属性较为明显, 行业进入壁垒较高, 这导致处于第二集团龙头地位的星网锐捷可以充分享受行业的较快增长, 并由于大力拓展下游行业, 增速甚至有望显著超过行业增速。
- 星网锐捷此前在教育 and 金融行业通信设备市场份额领先。公司连续 11 年在教育行业网络解决方案市场占有率第一, 服务于全国的 112 所 211 高校, 2300 余所高校覆盖率高达 95%。并大力拓展医疗领域 ICT 应用。

图表 15: 星网锐捷 SDN 实验室拓扑方案



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 16: 星网锐捷 RG-ONP 网络平台

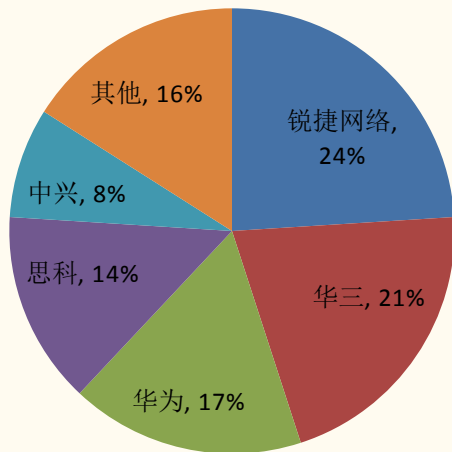


来源: 公司官网, 国金证券研究所

2) WLAN 业务获得市场认可, 成为锐捷加速拓展的抓手

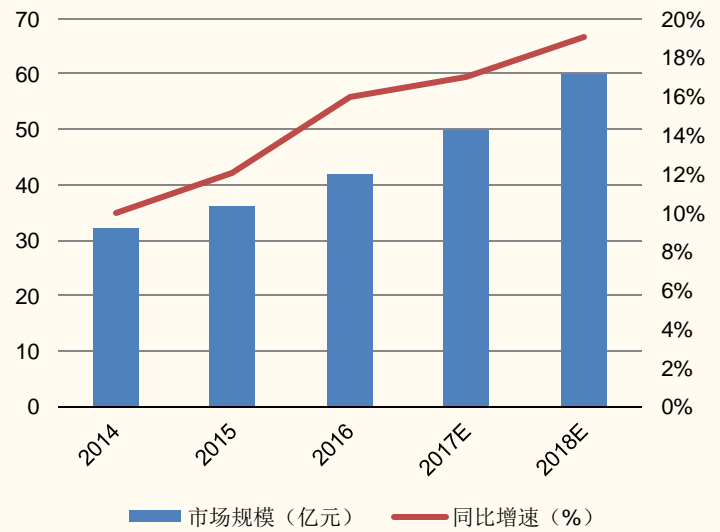
- 目前, WLAN 设备已成为锐捷网络增长最为迅速的业务板块。根据艾瑞咨询的预测, 全球 WiFi 热点数量以 15% 的年平均复合增长率快速增长, 到 2018 年, 全球 WiFi 热点预计将超过 1000 万个, WiFi 作为互联网入口蕴含着巨大的商业价值, 但市场上产品良莠不齐, WLAN 能否提供一个良好的体验始终是个重要的问题。
- 近年, 阿里云栖大会都需要在 5 万平米、30 米高的会场上为 3 万人提供同时接入的高品质无线网络, 而工期只有 10 天, 锐捷网络根据现场特点做了大量的工作, 最后完成了三万人同时在线的无线网络。此外, 像高校宿舍、移动医护、地铁交通也面临类似的问题。面对这些挑战, 锐捷深入场景求创新, 从每一个影响体验的细节出发, 不断探索, 研发出了真正能“对症下药”解决问题的技术。
- 在轨交行业, 通过上海、深圳、重庆、昆明、武汉、长沙等 8 大轨交地铁网的项目的建设, 锐捷成为了目前中国最大的地铁上网方案供应商, 市场占有率排名第一。地铁 WiFi 由于涉及大接入, 高容量, 以及切换问题, 是 WiFi 设备实现覆盖的行业性难题, 而星网锐捷可以在此领域获得广泛认可, 体现了其过硬的技术能力。
- 锐捷网络作为 WLAN 硬件终端供应商, 转型为无线网络解决方案提供商, 一体化打造智慧平台。目前锐捷网络在校政企三个方面进行全面布局, 根据 IDC 的报告显示, 中国 WiFi 市场规模在 2018 年将超过 60 亿元, 锐捷网络在 2015 年开始中国市场 WiFi 企业级网络设备的市场份额超过 24%, 成为第一。

图表 17: 2015 中国 WLAN 设备市场份额



来源: IDC, 国金证券研究所

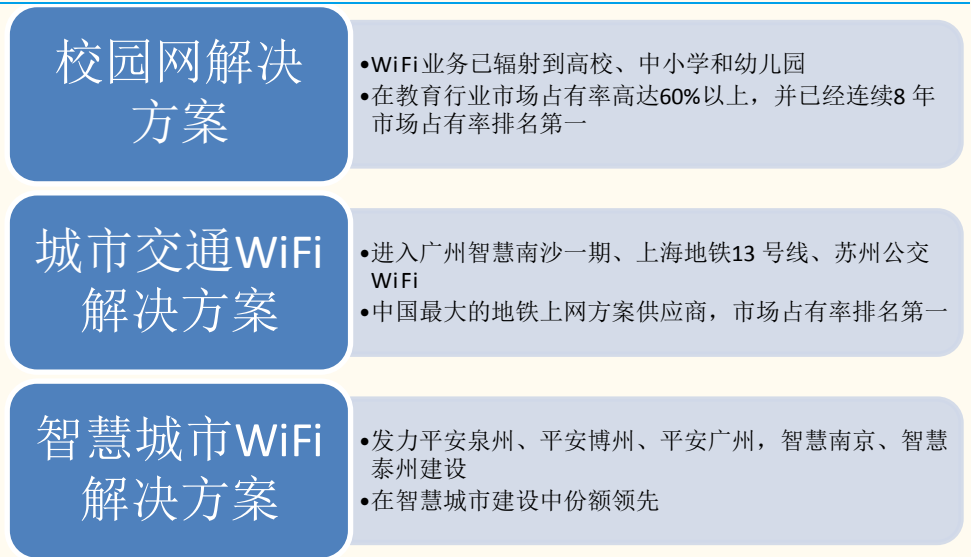
图表 18: 我国 WiFi 设备市场规模预测



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

- 锐捷网络的校园网“极简无线”解决方案已经非常成熟和高效,在教育行业市场占有率高达 60%以上,并已经连续 8 年市场占有率排名第一。至今已承建了 500 余个校校通工程、600 余个区域教育城域网、40000 余所中小学及幼儿园校园网、30000 余个无线教学课堂、5000 余间云课堂计算机教室。
- 锐捷网络的城市交通 WiFi 解决方案与百度、虎扑体育、树熊网络等 15 家广告商、新传媒、互联网企业结成合作伙伴,建立无线城市运营生态圈,实现多方共赢,已成功部署了天津滨海公共 WiFi、无线上饶一期、鄂尔多斯智慧伊旗、武汉公益 WiFi 一期、无线贵阳一期、深圳智慧罗湖二期、广州智慧南沙一期、上海地铁 13 号线、苏州公交 WiFi 等。
- 根据 IDC 数据显示,星网锐捷在金融细分场景中,WLAN 产品的市场占有率排名第一,成为金融行业通信设备龙头企业。
 - 锐捷网络独家中标中信银行网点无线精准营销集采项目,项目涉及全国 42 个一级分行,1200 多个网点。
 - 中标农行全国 WLAN 项目,将有力助推农行互联网金融总体战略规划的落地进程,成为加快农行网点转型、实现金融产品交叉营销和大数据应用的重要手段,将网点优势转为网络优势。
- 锐捷网络的政府服务 WiFi 解决方案,着力平安城市,发力平安泉州、平安博州、平安广州,智慧南京、智慧泰州建设,同时协力贵阳无线城市建设,在智慧城市建设中份额领先。

图表 19: 锐捷网络校政企解决方案



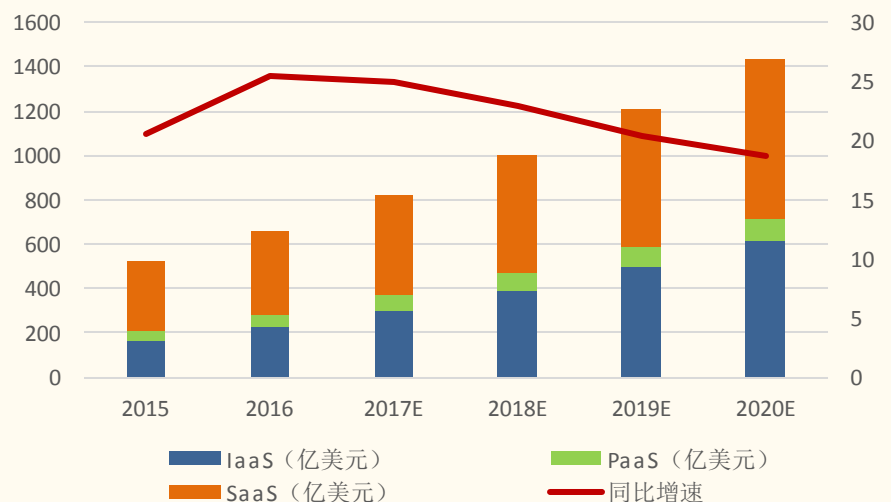
来源：国金证券研究所

第三，并购升腾与视易，加码云产业与数字娱乐

1) 布局云计算，瘦客户机产量亚洲第一

- 全球云计算市场目前正逐渐成熟，从虚拟化、并行等技术成熟的前期积累阶段到 SaaS、IaaS、PaaS 三种形式出现的形成阶段再到当前通过深度竞争形成主流平台和标准的成熟阶段。
 - 云计算作为移动互联网、物联网、大数据、智能硬件和工业 4.0 等新兴方向的底层支撑，近年来发展迅速。2015 年，全球云服务市场规模达到 522.38 亿美元，预计到 2020 年，全球云服务市场规模有望达 1435 亿美元，年均复合增速为 22%。

图表 20: 云计算市场规模预测

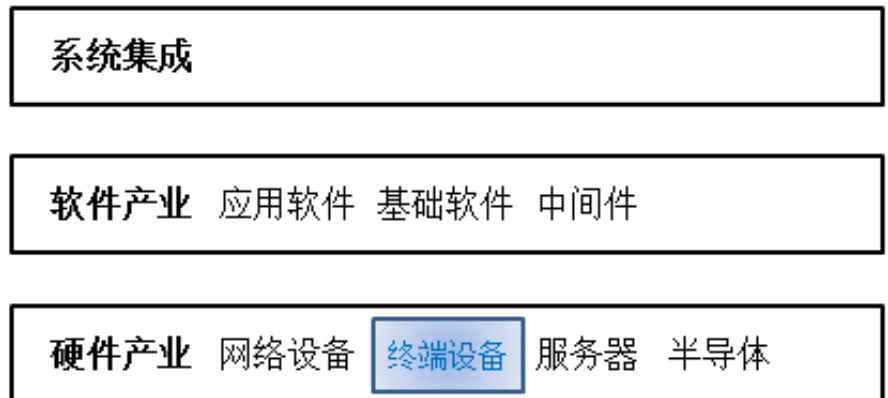


来源：Gartner, 国金证券研究所

- 根据 IDC 的预测而到 2020 年，云计算业务将占到所有 IT 系统的 27%。由于 IT 系统价格昂贵，越来越多的企业选择将核心计算和储存能力专业至云

端。我们认为，随着云计算的不断深入以及云端计算价格门槛的降低，云终端替代传统企业 PC 的趋势将持续，云终端需求也将持续的释放。

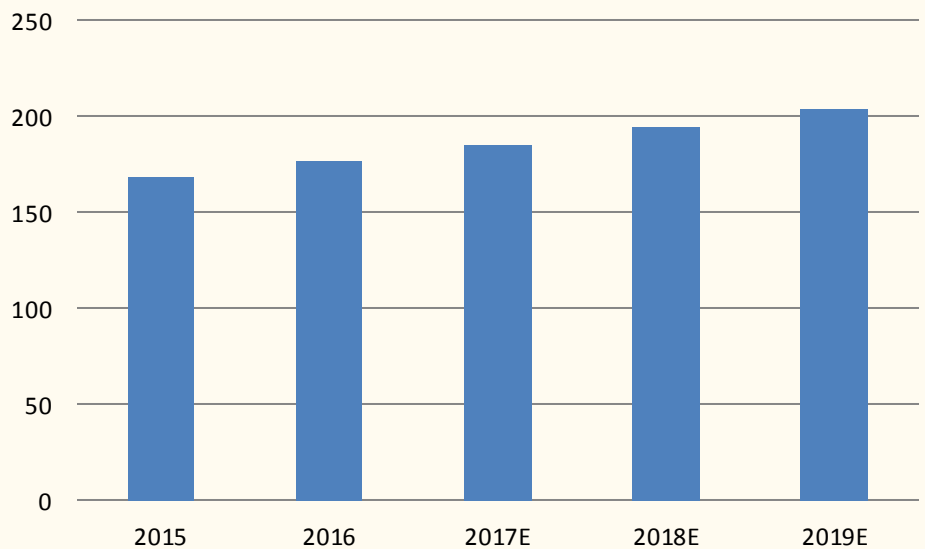
图表 21：云计算制造业产业链



来源：工信部，国金证券研究所

- 瘦客户机是使用专业嵌入式处理器、小型本地 DOM 电子盘、精简版操作系统的基于 PC 工业标准设计的小型行业专用商用 PC，配置包含专业的低功耗、高运算功能的嵌入式处理器。我们认为，瘦客户机与 PC 相比有很大的竞争优势。根据统计，至 2016 年，PC 出货量连续 5 年下滑，PC 市场颇显疲软，而瘦客户机市场依然快速增长。以亚太区为例，2015 年瘦客户机整体出货 168 万台，同比增长高达 20.3%。预计未来几年，预测亚太地区瘦客户机市场将保持年均 5% 的复合增长率，2019 年市场规模达近 200 万台。

图表 22：亚太地区瘦客户机出货量预测（万台）



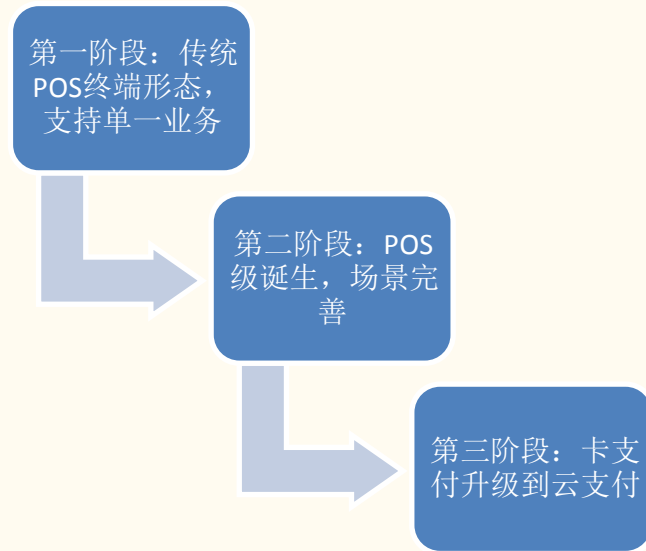
来源：gartner，国金证券研究所

- 星网锐捷旗下升腾资讯的瘦客户机出货量继续稳居亚太区（除日本）市场份额第一；公司在中国市场也占据了绝对的领先地位，市场份额达 45%，大幅领先于第二名。
- 公司围绕自主桌面云软件，体现云计算的技术优势，提升升腾资讯在桌面云产业链中的地位，增加云产品附加值，并通过与国内、国际厂商合作，共同拓展市场，推进战略联盟，努力打造合作更为紧密的桌面云系统生态链，继续巩固云终端（瘦客户机）出货量亚太领先的市场地位。

2) “云管端”布局云支付，市场前景广阔

- 云支付指的是基于云计算架构，依托互联网和移动互联网，以云支付终端为载体，为包括个人、家庭、商户、企业在内的客户提供以安全支付为基础的结算、金融业务、信息、电子商务、垂直行业应用、大数据等各种云服务的新一代支付模式。

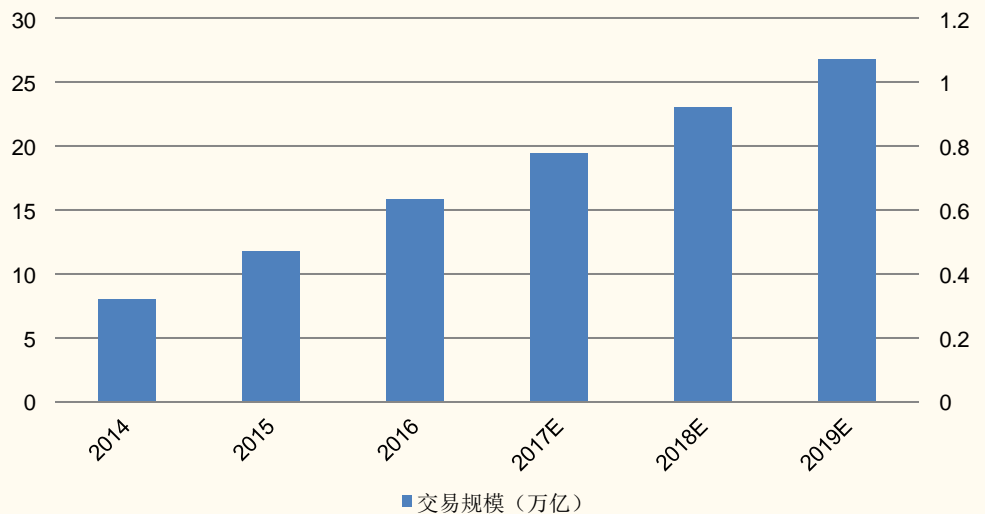
图表 23：我国支付形式发展历程



来源：国金证券研究所

- 根据艾瑞咨询的数据显示，2016 年我国移动支付交易规模超过 15 万亿，给云支付市场带来中长期支持动力。

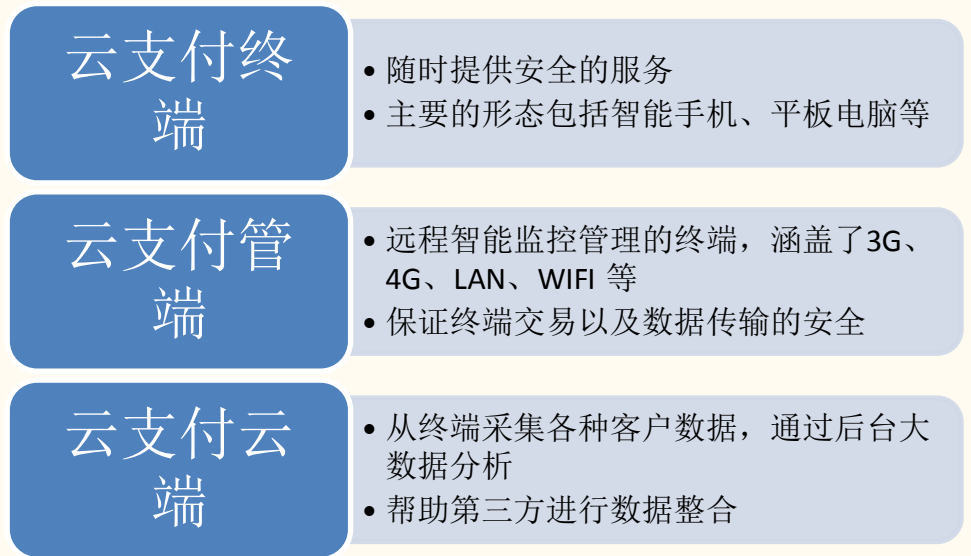
图表 24：我国移动支付市场规模预测



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 云支付主要由三大架构组成，分别是云支付终端、云支付管端以及云支付云端。

图表 25：云支付“云管端”主要作用



来源：百度百科，国金证券研究所

- 星网锐捷发力云支付行业，旗下升腾资讯在 2013 已经推出涵盖“云-管-端”三大层面的“慧付”云支付整体解决方案。依托云计算架构和移动互联网技术，基于多种形态的支付终端，通过 LAN、WiFi、3G、PSTN 等通信网络，向个人、家庭和企业等各类客户提供个性化、可扩展且一体化的非现金金融服务服务，包括支付、结算、投资理财、营销、广告等业务。

图表 26：星网锐捷手持式云 POS



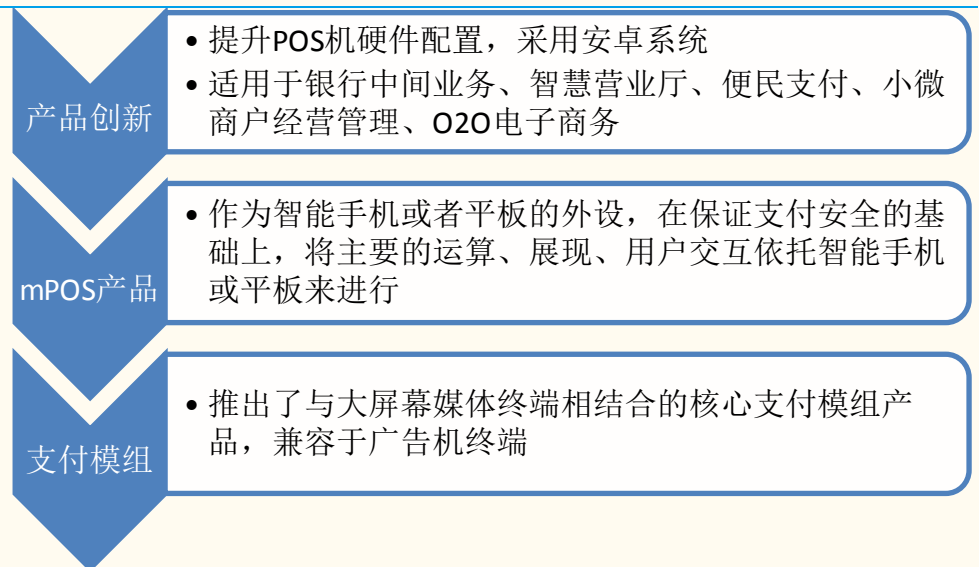
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 27：星网锐捷桌面式云 POS



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 28：星网锐捷云支付产品布局

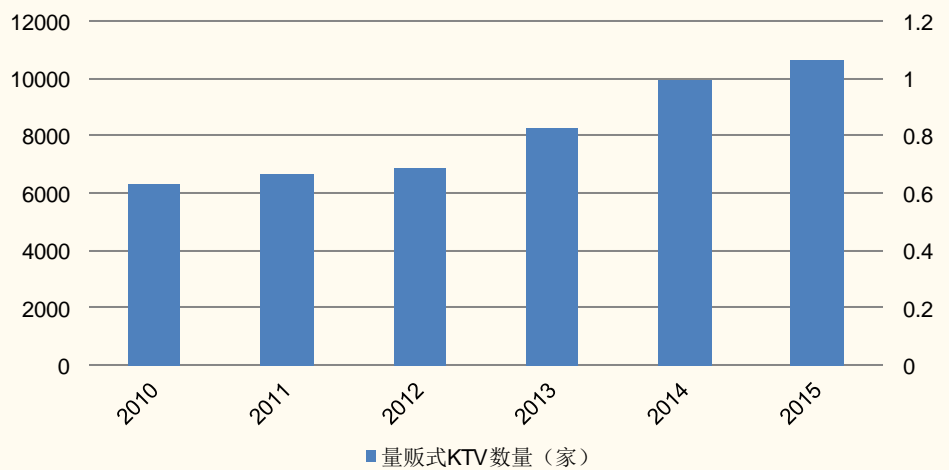


来源：公司网站，国金证券研究所

3) 星网视易重构 KTV 娱乐模式

- 目前我国 KTV 行业集中度较低，向规模化、连锁化发展成为行业发展趋势。同时我国休闲娱乐产业市场发展动力充足，国际知名的连锁机构也落户中国。智研数据统计显示，2015 年我国 KTV 数量约 20496 家。其中，量贩式 KTV 数量全国有 10651 家，超过 50%，传统 KTV 企业数量有下降的趋势，向规模化连锁化发展成为行业发展趋势。

图表 29：量贩式 KTV 数量及占比



来源：智研数据，国金证券研究所

- KTV 点歌系统随着网络和信息技术的发展而演进。KTV 点歌系统从最初的是 LD 机发展到如今的第五代机顶盒 VOD 系统，通过计算机硬件、软件、外部配套设备，融合网络通讯、音视频处理、流媒体、移动互联、云计算等信息技术，在满足消费者娱乐需求的同时，更加智能、便捷、高效地提升 KTV 经营管理水平的整体解决方案。特别是云计算、移动互联网等新技术将成为驱动行业快速发展的核心动力，手机点播即将成为新的趋势。

图表 30: KTV 信息化领域

<p>视频点播系统</p> <ul style="list-style-type: none"> • 可靠的稳定性、高安全性、良好的用户操作体验等 	<p>点播外设产品</p> <ul style="list-style-type: none"> • 播触摸屏、读卡器类、综合控制类、还有音响系统、灯光系统 	<p>移动互联产品</p> <ul style="list-style-type: none"> • 手机、平板电脑 APP 应用系统 	<p>整体解决方案</p> <ul style="list-style-type: none"> • KTV 点播、管理、外设、移动互联领域的硬件和软件的整体解决方案
---	--	---	---

来源：国金证券研究所

- 过去互联网的逻辑是信息入口之争，除了线上入口之外，近期各大商业巨头近年已经发现了线下入口与线上结合的巨大潜力，如阿里与百联的结盟，非联网共享单车的逐步智能化。我们认为，KTV 作为大众普及的娱乐消费场所，未来将承载线上线下的互动以及远程的服务，具有较高的商业价值。
- 移动互联发展带动手机 KTV 系统成为新的发展趋势。随着 3G/4G 移动通信网络的发展，移动互联网发展迅速，截止 2016 年，手机网民超过 7 亿人，占整体网民比例超过 90%。一些前瞻性的供应商也率先在中国 KTV 信息化产业实现互联网及移动互联网的转型。开始利用智能手机端的 APP 用户端软件来实现在 KTV 场所外练歌、唱歌、学歌。利用手机 APP 娱乐软件实现在包厢点歌、播控、互动、娱乐分享、歌曲上传等系列移动娱乐应用。
- 目前 KTV 行业 O2O 市场竞争激烈。主要是三类厂商：一是供应商为代表的星网视易的 K 米、K 歌助手；二是互联网公司进军 KTV 行业，唱吧、9158；三是部分大型 KTV 企业自主投入开发 APP 增强竞争力，如麦乐迪等列 KTV 自有 APP 用户端。

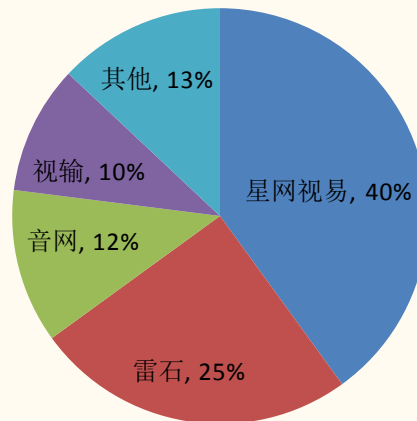
图表 31: O2O 厂商类型

<p>第三方供应商</p> <ul style="list-style-type: none"> • K米 • K歌助手 	<p>互联网企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 唱吧 • 一起唱 	<p>KTV企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 好乐迪 • 钱柜
---	---	---

来源：国金证券研究所

- 根据统计，星网视易连续 8 年占据 KTV 娱乐点播市场第一，公司在 VOD 产品的市场份额达到 40%，具有绝对的优势。至 2015 年底，联网 KTV 数 7000 多家，联网包厢 26 万多个，K 米用户数超过 2000 万。最新官方网站数据显示，目前联网包厢 28 万多个，K 米用户数达到 3000 万。从各个行业 O2O 发展来看，携程、滴滴打车等最终还是要实现线下的消费创造价值，一方面导入流量，另一方面扩充消费场景。星网视易的线下商家的渠道优势，将成为其拓展娱乐业务 O2O 的核心竞争力。

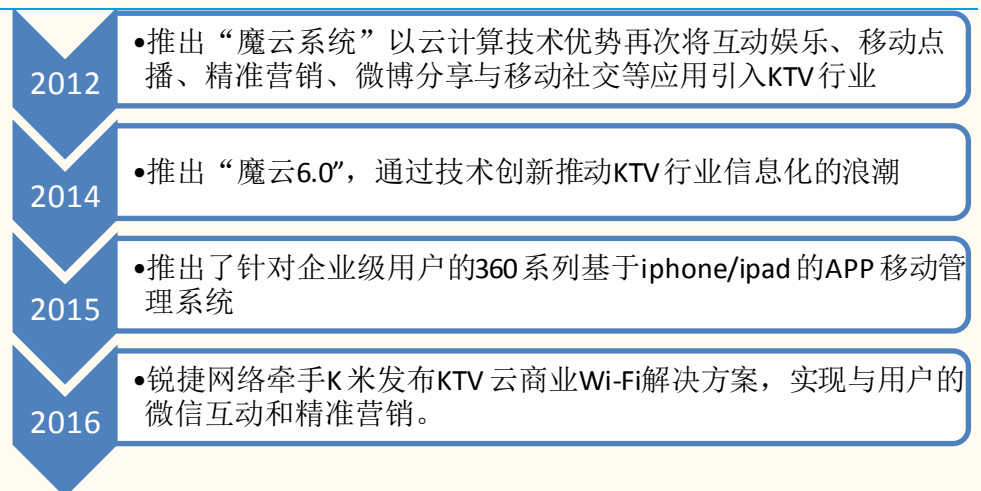
图表 32：我国 VOD 产品市场份额



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

- 截至 2015 年底，联网 KTV 数 7000 多家，联网包厢 26 万多个，K 米用户数超过 2000 万。目前联网包厢 28 万多个，K 米用户数达到 3000 万，在行业内具有绝对优势。
- 我们认为，星网视易在数字娱乐领域具有前瞻性布局。公司在加大新产品投放力度的同时，将 VR、AR 引入移动互联网领域，实现 KTV 互动娱乐、活动运营和社交相结合，提升用户参与度。

图表 33：星网视易数字娱乐布局

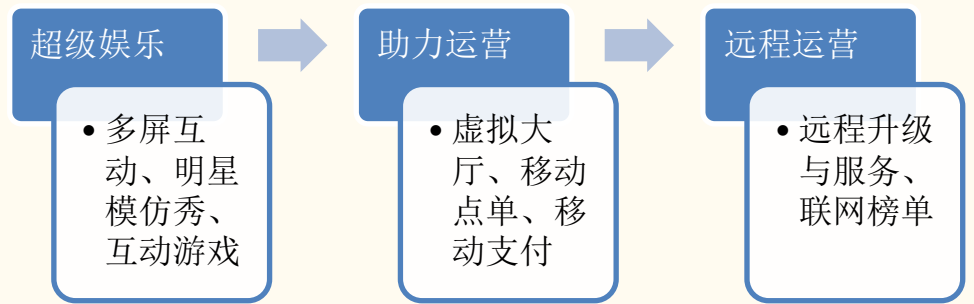


来源：公司公告，国金证券研究所

4) K 米引领 KTV 进入 VR/AR 时代

- K 米魔云 6 是星网视易第六代魔云互联网云娱乐点播系统，它主要具有 K 歌大闯关、多屏互动、照片 MV、游戏、视频秀、手机麦克风、K 米梦工场等功能。K 米还与支付宝、微支付等项目进行积极合作，用户可以直接使用手机预订包厢并完成支付，还可以在线上实现 K 歌评分和新媒体分享，标志着 KTV 行业唯一 O2O 闭环被正式打通。
- K 米从娱乐和智慧两方面对 KTV 行业解决方案进行升级，引入了多屏互动、模仿秀、虚拟舞台等娱乐模式。同时公司使用增强现实技术，融合 VR/AR 实现互动。

图表 34: K米娱乐功能



来源：公司官网，国金证券研究所

- 我们认为，VR 类的 KTV 有望成为行业发展趋势，为 VR 领域提供内容应用。K 米在社交 K 歌手机应用份额领先，有望推出基于 KTV 的 VR 场景应用，将 K 米打造成线下 AR/VR 版的 VR 场景应用。

图表 35: VR 在 KTV 应用尝试



来源：国金证券研究所

- 目前国内进入 KTV 市场手机 APP 企业尚为少数，主要由 K 米等应用软件。

图表 36: 手机 KTV 市场 APP 开发商

公司	主要 APP 产品
星网视易	K 米点歌、K 歌助手
北京雷石	AriKTV, 口袋 KTV
北京视翰	lphone\ipad 各两个产品

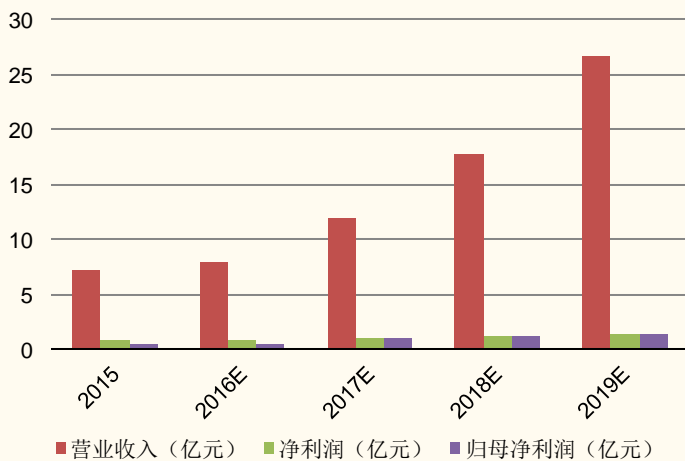
来源：国金证券研究所

- 目前星网视易、北京雷石处于行业领先地位，我们认为，基于网络平台、电子运营等方面的架构痕迹，星网视易引领行业潮流。

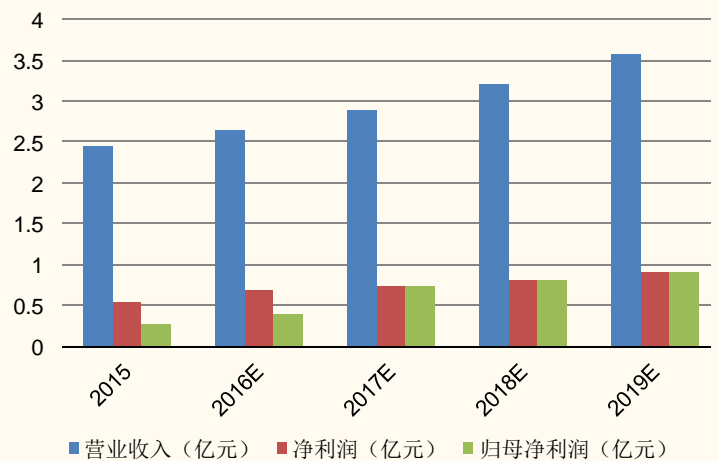
5) 股权收购增加升腾资讯和星网视易业绩

- 根据隽丰投资承诺升腾资讯 2017 年、2018 年和 2019 年三个会计年度扣除非经常性损益后归属母公司所有者的累计净利润应不低于 36750.00 万元，如本次重组未能在 2017 年实施完毕，则盈利预测补偿期间应调整为 2018 年、2019 年及 2020 年，隽丰投资承诺升腾资讯扣除非经常性损益后归属母公司所有者的累计净利润调整为不低于 46,450.00 万元，不低于收益法下预测的升腾资讯在 2018 年、2019 年和 2020 年三个会计年度合计净利润 46447.88 万元。
- 唐朝新、刘灵辉承诺星网视易 2017 年、2018 年和 2019 年三个会计年度扣除非经常性损益后归属母公司所有者的累计净利润应不低于 24700.00 万元，如本次重组未能在 2017 年实施完毕，则盈利预测补偿期间应调整为 2018 年、2019 年及 2020 年，唐朝新、刘灵辉承诺星网视易扣除非经常性损益后归属母公司所有者的累计净利润调整为不低于 28700.00 万元，不低于收益法下预测的星网视易在 2018 年、2019 年和 2020 年三个会计年度合计净利润 28681.69 万元。

图表 37：升腾资讯收入及利润预测



图表 38：星网视易收入及利润预测



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

第四，盈利预测与投资建议

- 公司企业级通信设备持续受益下游需求增长，锐捷网络受益 WLAN 业务获得市场认可以及细分行业市场的持续拓展带来快速增长，预计 2016-2018 年锐捷复合增速有望达到 40-50%。结合该板块其他业务，我们预测 2016-2018 年企业级通信设备实现收入 31 亿、39 亿、50 亿元。
- 通讯产品业务，由于并表德明通讯带，来业绩增长动力，预计 2016-2018 年增速为 30%左右。
- 网络终端业务整体市场趋于平稳，预测 2016-2018 年增速为 10%左右。
- 视频信息应用主要为星网视易业务，受益 KTV 设备更新和互联网娱乐，预测 2016-2018 年增速为 10%左右。
- 防灾减灾业务，并表四创软件，结合星网锐捷传统业务的协同增长，预计 2016-2018 年增速为 25%左右。

图表 39：盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
企业级网络设备 (包括锐捷网络等)	1792	2278	3090	3906	5000
毛利率	58.0%	54.8%	55.6%	55.0%	55.0%
通讯产品 (包括母公司及德明通讯等)	298	488	654	825	1031
毛利率	21.1%	28.5%	30.0%	28.5%	28.5%
网络终端(包括升腾资讯等)	558	531	584	643	707
毛利率	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
视频信息应用(包括星网视易等)	218	231	254	280	307
毛利率	49.9%	53.9%	50.0%	50.0%	50.0%
防灾减灾信息服务 (包括四创软件)		206	267	334	418
毛利率			48.00%	48.00%	48.00%
其他	732	782	829	879	916
毛利率	36.1%	33.7%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	3642	4517	5679	6867	8380
同比增长		25.6%	25.7%	20.9%	22.0%
毛利率	45.8%	43.0%	46.2%	46.2%	46.8%

来源：国金证券研究所

投资建议

- 我们认为公司作为企业级通信设备行业龙头，业务板块市场空间大，景气度高，收购子公司少数股东权益增厚上市公司业绩，给予公司“买入”评级。

估值

- 预期公司 2016-2018 年净利润 3.22 亿，4.98 亿，6.12 亿，对应 EPS 为 0.60，0.86，1.05 元，对应 33.6，23.5，19.1 倍 PE。给予目标价 24-26 元，对应 2017 年 28-30 倍 PE。

第五，风险提示

- 企业通信业务竞争加剧；
- 升腾资讯、星网视易业绩不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,276	3,642	4,517	5,679	6,867	8,380
增长率		11.2%	24.0%	25.7%	20.9%	22.0%
主营业务成本	-1,735	-2,003	-2,453	-3,054	-3,694	-4,460
%销售收入	53.0%	55.0%	54.3%	53.8%	53.8%	53.2%
毛利	1,541	1,638	2,063	2,624	3,173	3,920
%销售收入	47.0%	45.0%	45.7%	46.2%	46.2%	46.8%
营业税金及附加	-29	-34	-36	-57	-69	-84
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-690	-791	-907	-1,193	-1,442	-1,760
%销售收入	21.1%	21.7%	20.1%	21.0%	21.0%	21.0%
管理费用	-561	-631	-799	-1,017	-1,229	-1,508
%销售收入	17.1%	17.3%	17.7%	17.9%	17.9%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	260	183	322	359	433	568
%销售收入	7.9%	5.0%	7.1%	6.3%	6.3%	6.8%
财务费用	17	9	8	42	54	69
%销售收入	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-19	-21	-22	-22	-15	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	27	7	10	11	12
%税前利润	1.5%	6.6%	1.3%	1.6%	1.5%	1.3%
营业利润	264	198	315	389	483	636
营业利润率	8.1%	5.4%	7.0%	6.8%	7.0%	7.6%
营业外收支	172	208	214	250	255	260
税前利润	436	406	528	639	738	896
利润率	13.3%	11.1%	11.7%	11.2%	10.8%	10.7%
所得税	-43	-34	-45	-54	-62	-75
所得税率	10.0%	8.4%	8.6%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润	392	372	483	585	676	820
少数股东损益	153	130	221	263	178	208
归属于母公司的净利润	239	242	262	322	498	612
净利率	7.3%	6.6%	5.8%	5.7%	7.3%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	392	372	483	585	676	820
非现金支出	74	92	109	114	103	98
非经营收益	-15	-32	-19	-220	-266	-272
营运资金变动	4	-235	349	-47	-82	-37
经营活动现金净流	456	196	922	432	431	610
资本开支	-119	-92	-108	111	232	237
投资	0	-31	-348	-1	0	0
其他	-263	213	92	10	11	12
投资活动现金净流	-382	90	-364	120	243	249
股权募资	27	8	149	0	0	0
债权募资	-50	0	-19	-169	0	1
其他	-180	-259	-206	-6	-25	-5
筹资活动现金净流	-203	-251	-77	-175	-25	-4
现金净流量	-130	36	481	377	649	854

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,299	1,356	1,889	2,266	2,915	3,770
应收账款	854	1,067	1,102	1,352	1,625	1,978
存货	529	690	941	1,004	1,214	1,466
其他流动资产	291	114	137	143	162	185
流动资产	2,972	3,227	4,068	4,765	5,916	7,399
%总资产	82.1%	82.4%	76.1%	78.9%	83.1%	86.6%
长期投资	43	77	117	117	117	117
固定资产	449	424	458	406	355	303
%总资产	12.4%	10.8%	8.6%	6.7%	5.0%	3.5%
无形资产	127	151	649	748	735	725
非流动资产	649	687	1,276	1,272	1,206	1,145
%总资产	17.9%	17.6%	23.9%	21.1%	16.9%	13.4%
资产总计	3,621	3,914	5,344	6,037	7,123	8,544
短期借款	12	59	118	0	0	0
应付款项	830	988	1,346	1,563	1,890	2,286
其他流动负债	352	316	442	514	622	831
流动负债	1,194	1,363	1,906	2,077	2,512	3,117
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	24	64	0	0	1
负债	1,217	1,387	1,969	2,077	2,512	3,118
普通股股东权益	2,009	2,146	2,615	2,937	3,410	4,018
少数股东权益	394	382	759	1,022	1,200	1,408
负债股东权益合计	3,621	3,914	5,344	6,037	7,123	8,544

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.681	0.689	0.487	0.597	0.855	1.050
每股净资产	5.723	6.112	4.851	5.448	6.326	7.453
每股经营现金净流	1.299	0.560	1.710	0.802	0.800	1.131
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.90%	11.27%	10.03%	10.97%	14.61%	15.24%
总资产收益率	6.61%	6.18%	4.91%	5.33%	7.00%	7.17%
投入资本收益率	9.70%	6.48%	8.39%	8.29%	8.61%	9.58%
增长率						
主营业务收入增长率	17.54%	11.16%	24.02%	25.73%	20.92%	22.04%
EBIT增长率	8.64%	-29.60%	75.57%	11.48%	20.86%	31.05%
净利润增长率	6.91%	1.08%	8.52%	22.77%	54.71%	22.92%
总资产增长率	17.23%	8.10%	36.53%	12.97%	17.99%	19.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.9	79.9	77.7	77.0	77.0	77.0
存货周转天数	103.3	111.1	121.4	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	89.0	101.5	101.8	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	49.6	42.5	36.8	25.7	18.4	12.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.53%	-51.29%	-52.49%	-57.24%	-63.23%	-69.46%
EBIT利息保障倍数	-15.6	-19.6	-40.5	-8.6	-8.1	-8.2
资产负债率	33.62%	35.43%	36.85%	34.41%	35.27%	36.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	4	4	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-28	增持	47.30	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD