

公司研究/首次覆盖

2017年05月09日

通信/通信设备制造 II

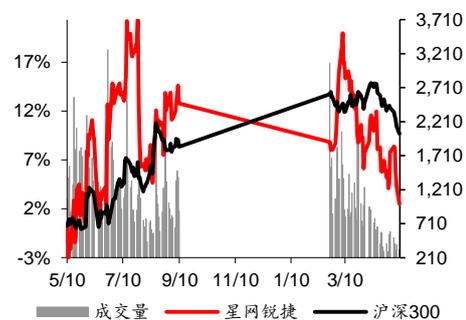
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 18.10  
合理价格区间(元): 23.52~25.20

**周明** 执业证书编号: S0570517030002  
研究员 0755-23950856  
zhouming2017@htsc.com

**赵蓬** 010-56793961  
联系人 zhao.peng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 多主业齐头并进, 企业 WLAN 引领增长

## 星网锐捷(002396)

### 国内领先的 ICT 应用解决方案供应商

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。公司近几年业绩保持稳步增长, 特别是 2016 年, 实现营业收入 56.88 亿元, 同比增长 25.93%, 归母净利润 3.19 亿元, 同比增长 21.77%。企业级 WLAN 解决方案是公司培育的一项新核心业务, 2016 年营收 10 亿, 占公司企业级网络设备总收入的三分之一。

### 多主业齐头并进, 企业 WLAN 引领增长

市场担心公司多主业发展缺乏主线不利于应对市场竞争, 主要业务企业级 WLAN 市场空间存在不确定性, 我们认为公司面向应用场景做精解决方案, 与传统设备商差异化定位有利于保障业务优势, 尤其是企业级 WLAN 产品未来将引领公司业绩增长。我们与众不同的逻辑有: 1、持续研发投入, 深挖客户需求, 优势业务领先地位有保障; 2、预计未来三年我国企业级 WLAN 市场年均 35% 以上增速, 空间不受限。

### 持续研发投入, 深挖客户需求, 优势业务领先地位有保障

公司一方面每年持续将 10% 左右的销售收入投入研发, 以保证高端交换机和路由器、瘦客户机、KTV 点播设备等传统优势业务的技术优势, 另一方面深挖客户需求, 面向应用场景做精解决方案, 直切用户痛点, 例如超前布局云支付, 拓展面向部队的文娱设施、面向家庭的点歌系统新市场, 尤其是其深入垂直行业的企业级 WiFi 解决方案, 与传统通信设备巨头错位竞争, 业务发展可持续。我们认为公司业务范围广、优势业务多, 可有效规避行业起落风险, 业绩增长有保障, 预计公司未来三年整体营业收入保持 25% 左右速度增长。

### 预计未来三年我国企业级 WLAN 市场年均 35% 以上增速, 空间不受限

据 IDC 统计, 2016 年第三季度, 我国企业级无线设备市场规模同比增长 55.7%。我们初步估算, 未来仅面向商业广场的 WiFi 专网就有百亿市场空间, 故认为该增长趋势可持续, 保守估计, 未来三年我国企业级 WLAN 市场规模将保持年均 35% 以上的速度增长。公司企业级 WLAN 产品技术领先, 深耕行业客户需求与痛点, 在与华为、华三等传统公司竞争中市场份额有保障, 看好该业务 2018 年实现营业收入翻番, 即达到 20 亿元。

### 首次覆盖给予“买入”评级

公司业务覆盖面比较广, A 股市场没有高度类似的同比公司, 与通信设备制造企业相比, 公司的估值水平处于较低水平。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.50/5.46/6.46 亿元, 对应的 PE 分别为 22/18/15x。几家可比上市公司在 2017 年的一致预期 PE 估值平均值为 47x, 我们进行保守估计, 认为公司 17 年 PE 的合理估值范围区间在 28-30x, 合理价格区间为 23.52-25.20 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 企业级交换机、路由器市场波动; 收购标的公司业绩不达预期。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	539.11
流通 A 股(百万股)	530.35
52 周内股价区间(元)	17.03-21.20
总市值(百万元)	9,758
总资产(百万元)	5,035
每股净资产(元)	5.31

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,517	5,688	7,157	9,008	11,377
+/-%	24.02	25.93	25.83	25.87	26.30
归属母公司净利润(百万元)	262.34	319.46	450.24	545.68	646.49
+/-%	8.52	21.77	40.94	21.20	18.48
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.59	0.84	1.01	1.20
PE (倍)	37.20	30.55	21.67	17.88	15.09

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

国内领先的 ICT 应用解决方案供应商.....	4
公司概况：内生外延，系统布局 ICT 产业.....	4
经营状况：收入持续增长，毛利保持稳定.....	5
企业级 WLAN 业绩释放，后续将保持高速增长.....	8
我国企业级 WLAN 市场空间广阔.....	8
部分百货/购物中心借力“互联网+”快速增长.....	8
业绩承压，WiFi 专网助力酒店提高客户黏性.....	9
企业级 WLAN 市场将保持高速增长.....	10
技术驱动，锐捷网络 WLAN 业务已经获得市场认可.....	10
重研发，WLAN 业务技术领先.....	10
锐捷网络 WLAN 业务已经获得市场认可.....	11
与传统通信设备巨头错位竞争，业务发展可持续.....	13
全面布局，多主业齐头并进.....	15
深耕传统企业级网络设备.....	15
瘦客户端行业龙头，亚太区市场份额第一.....	15
顺应时代发展，布局云支付.....	16
KTV 点播设备市场第一，上线 K 米进军 KTV 行业 O2O 市场.....	17
盈利预测与投资建议.....	19
盈利预测.....	19
投资建议.....	20
PE/PB - Bands.....	20
风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1： 公司研发费用支出及占营收比.....	4
图表 2： 公司股权结构.....	5
图表 3： 公司主要业务.....	5
图表 4： 营业总收入及增长率.....	6
图表 5： 归属母公司股东的净利润及增长率.....	6
图表 6： 公司毛利率及净利率.....	6
图表 7： 业务收入占比（2015 年）.....	7
图表 8： 业务收入占比（2016 年）.....	7
图表 9： 样本商场分业态销售额增速.....	8
图表 10： 部分商场销售额增速.....	9
图表 11： 我国一二三线城市购物中心项目统计.....	9
图表 12： 我国星级酒店营业收入统计.....	10

图表 13: 公司企业级 WLAN 产品定位 .....	11
图表 14: X-sense 灵动天线.....	11
图表 15: 锐捷 RBIS 商业智能管理系统.....	12
图表 16: 为长沙华晨豪生大酒店提供“五星级”Wi-Fi 服务 .....	12
图表 17: 公司车载 Wi-Fi 产品 .....	13
图表 18: 公司企业级 WLAN 产品深挖行业需求提供丰富的增值服务 .....	13
图表 19: Aruba 企业级 WiFi 设备收入及增长率.....	14
图表 20: 公司云架构数据中心核心交换机产品 .....	15
图表 21: 公司核心骨干路由器产品 .....	15
图表 22: 公司瘦客户机产品 .....	16
图表 23: 公司智能 POS 机产品 .....	17
图表 24: 公司云支付架构.....	17
图表 25: 公司 KTV 点播设备产品 .....	17
图表 26: 星网锐捷分业务收入预测 .....	19
图表 27: 可比上市公司一致预期 PE 估值.....	20
图表 28: 星网锐捷历史 PE-Bands .....	20
图表 29: 星网锐捷历史 PB-Bands .....	20

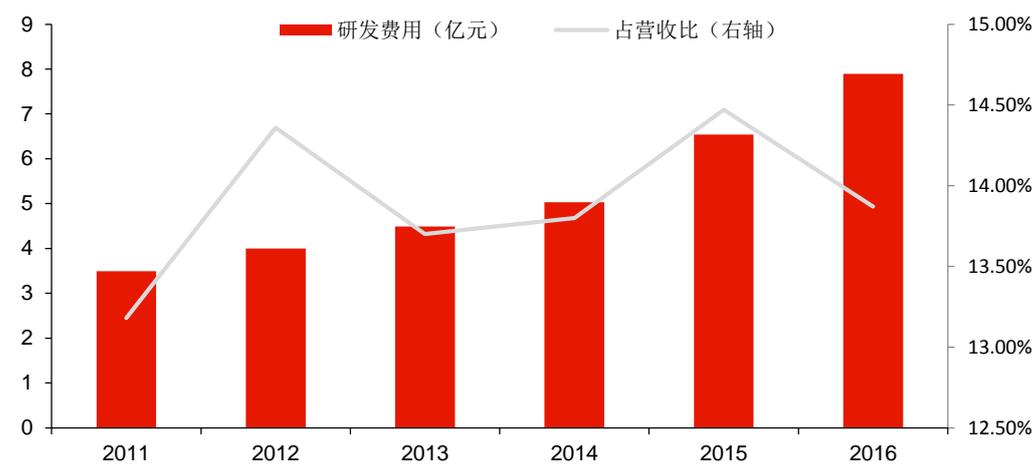
## 国内领先的 ICT 应用解决方案供应商

### 公司概况：内生外延，系统布局 ICT 产业

星网锐捷成立于 1996 年，2010 年 6 月成功上市（股票代码：002396），是一家以自主创新打造核心竞争力的公众公司。公司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。

**高研发投入提升公司核心竞争力。**公司是国家首批创新型企业，锻造了以企业研究院为核心、开放合作的自主创新体系。星网锐捷现有员工 8000 余人，其中研发技术人员占公司总人数的 40% 以上，每年持续将 10% 左右的销售收入投入研发，2016 年研发投入达到 7.89 亿元。六大网络通讯研究中心所组成了星网锐捷网络通讯研究院，拥有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后科研工作站、国际科技合作基地和福建省唯一的省级网络工程实验室；作为国家首批技术创新示范企业，星网锐捷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，成为一家以自主创新打造核心竞争力的公众公司。

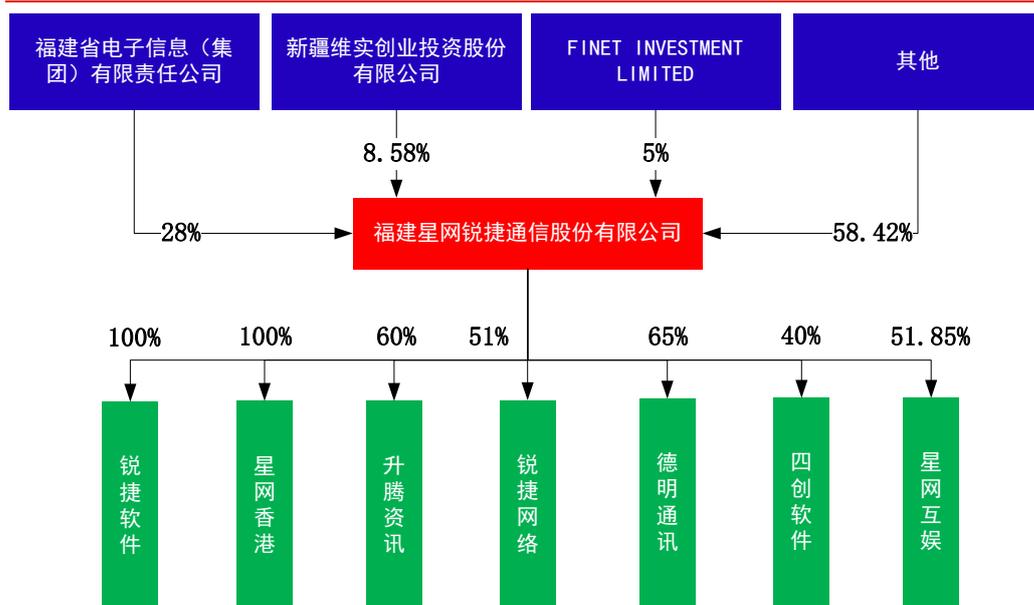
图表1： 公司研发费用支出及占营收比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**收购标的整合资源，全面布局 ICT 产业。**在加强自身研发的同时，公司不断收购整合优质标的，不仅增厚了公司的业绩，也不断向移动互联网、云计算、物联网、下一代网络、智慧园区、大数据等新兴应用领域拓展业务，全面布局 ICT 产业。2014 年、2015 年公司分别通过收购四创软件、德明通讯进入防灾减灾、4G 产业，2017 年将要完成对升腾资讯、星网视易的少数股东所持的 40%、48.15% 股权的收购，以使这两个公司成为全资子公司。

图表2： 公司股权结构



资料来源：Wind, 2016 年年报, 华泰证券研究所

图表3： 公司主要业务

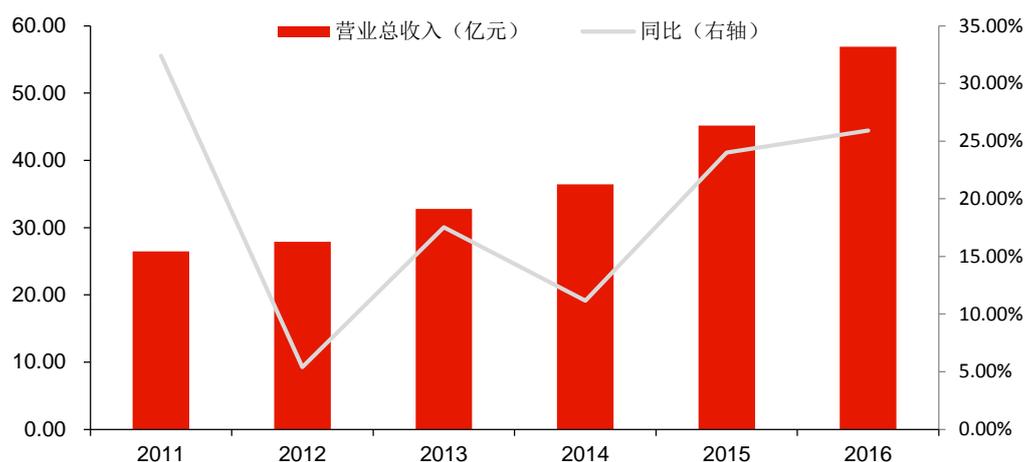
业务	产品
网络终端	桌面云解决方案、瘦客户机解决方案、智慧营业厅解决方案、Cpay2.0 云支付整体解决方案
企业级网络设备	交换机、路由器、企业级 WLAN 解决方案、云课堂解决方案
通讯产品	无线模块、便携式无线猫等无线通信终端产品
视频信息应用	点歌机、点歌系统、K 米
防灾减灾信息服务	面向水灾害、海洋灾害等防灾减灾解决方案与信息服务

资料来源：公司官网, 华泰证券研究所

### 经营状况：收入持续增长，毛利保持稳定

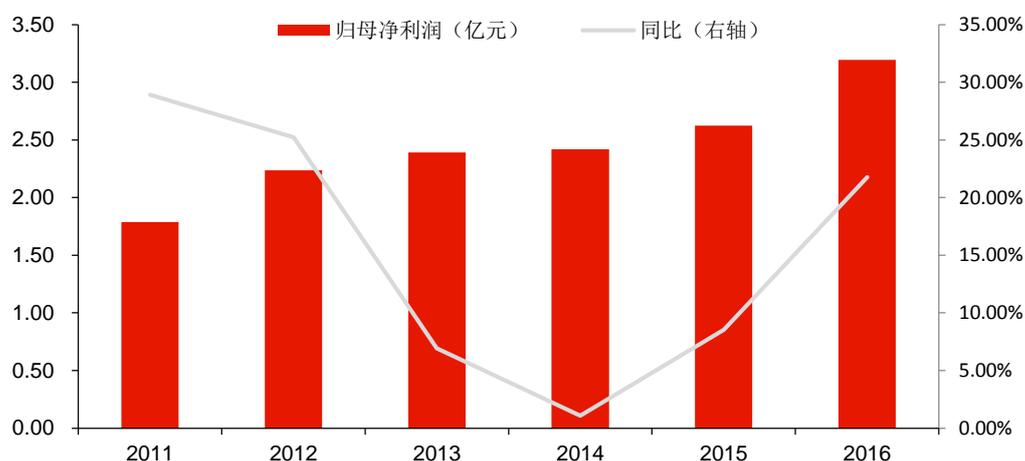
**营业收入和归母净利润保持稳定增长。**虽然在 2015 年之前，公司的营业收入增速随着主营业务所在行业的调整呈现波动性，特别是归母净利润增速在 2014 年之前持续下降，公司的业绩指标仍然保持不断向好发展。2015 年之后，公司的营业收入和归母净利润均进入快速上升通道，我们认为这是公司基于应用场景、直切用户痛点的锐捷式创新开始发力，公司开始角力跨界整合，推出的企业级 WLAN 解决方案、云课堂整体解决方案迎来收获期并释放利润，预计未来将继续助力公司业绩可持续增长。2016 年，公司实现营业收入 56.88 亿元，同比增长 25.93%，归母净利润 3.19 亿元，同比增长 21.77%。

**图表4： 营业总收入及增长率**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

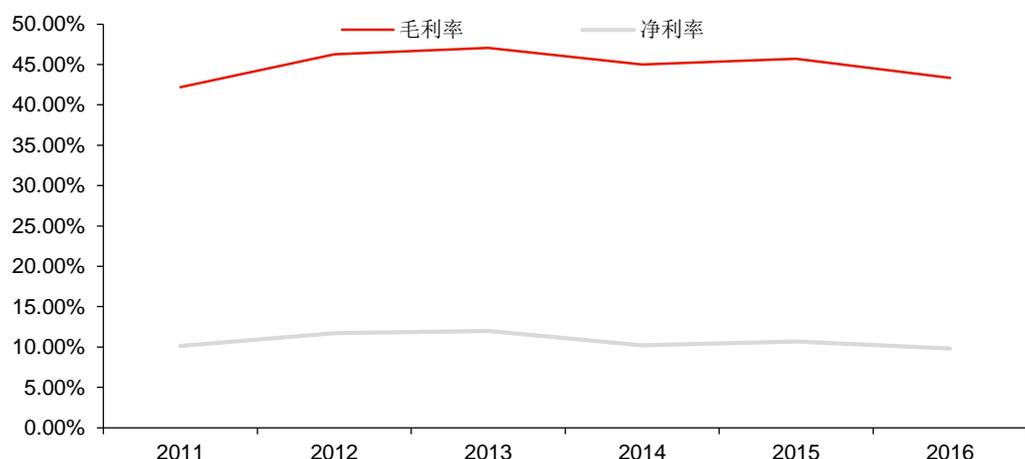
**图表5： 归属母公司股东的净利润及增长率**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**毛利率、净利率维持在较高水平。**近几年，公司的毛利率和净利率分别维持在45%和10%左右，体现出了公司优良的管理运营水平和较高的知识产权附加值。

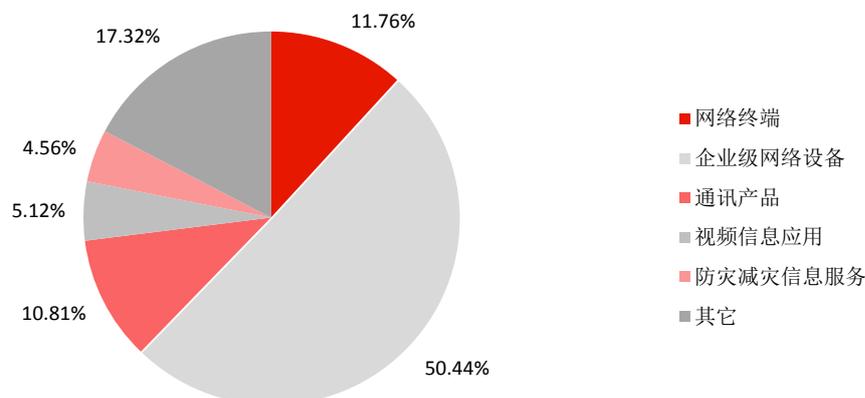
**图表6： 公司毛利率及净利率**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

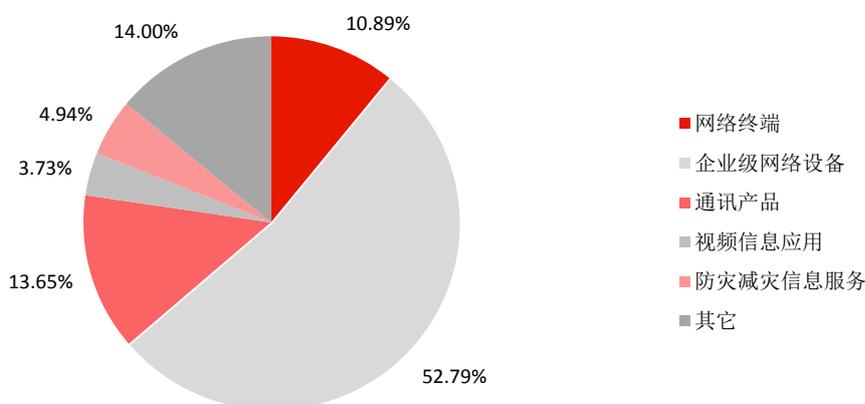
**企业级网络设备收入占比提高。**企业级网络设备是公司的核心业务，2016年营收30.03亿元，同比增长31.81%，占总营业收入的52.79%，这一数字相较2015年的50.44%进一步提高。这是由于公司推出的企业级WLAN系列解决方案已经打开市场空间并释放利润，该项业务在2016年创收10亿，占企业级网络设备总收入的三分之一，并且仍然处于上升通道，业绩有待进一步释放，看好该业务后续继续推动公司业绩整体上行。

图表7：业务收入占比（2015年）



资料来源：2015年年报，华泰证券研究所

图表8：业务收入占比（2016年）



资料来源：2016年年报，华泰证券研究所

## 企业级 WLAN 业绩释放，后续将保持高增长

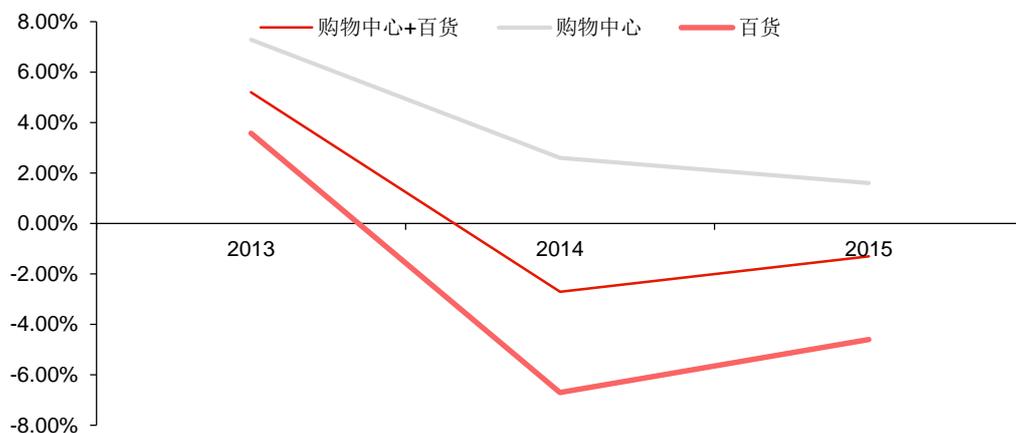
### 我国企业级 WLAN 市场空间广阔

随着互联网技术的快速发展,企业级 WLAN 网络由单纯地提供 WiFi 接入向垂直行业拓展,衍生出面向商业广场、酒店、办公场所、医院、校园、产业园等行业的解决方案,基于对 WiFi 接口数据的深度挖掘,提供诸如室内定位、广告推送、O2O 营销等诸多个性化增值服务。面向垂直行业的企业级 WLAN 网络正在快速发展期,市场空间广阔。

### 部分百货/购物中心借力“互联网+”快速增长

电商挤压,百货/购物中心进入漫长低谷。赢商网选取全国排名前列的 86 家百货/购物中心进行跟踪统计研究,结果显示,样本门店在 2013-2015 年的销售总额增速分别为 5.2%/-2.7%/-1.3%,处于下行通道。进一步细分,百货在 2014 年收入出现大幅下滑,2015 年降幅收窄;购物中心收入增速由 2013 年的 7.29% 降至 2015 年的 1.6%。

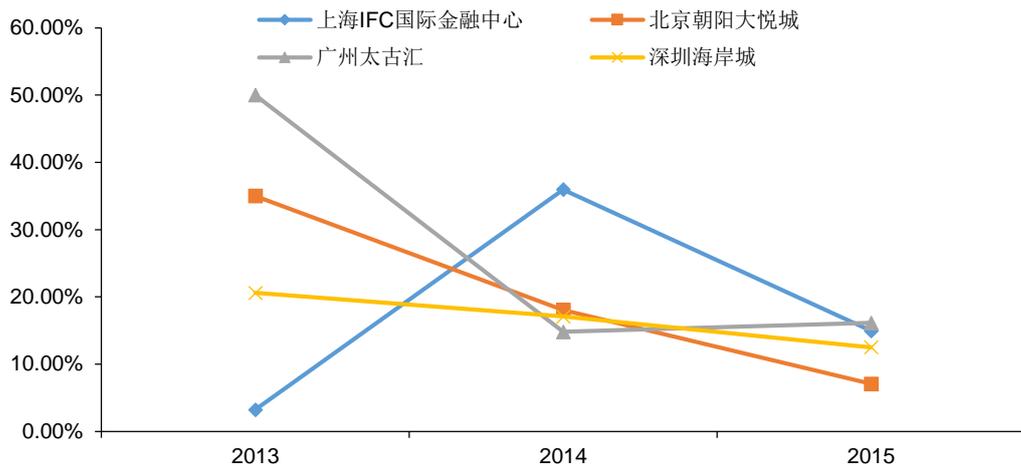
图表9: 样本商场分业态销售额增速



资料来源:赢商网,华泰证券研究所

部分商业借力“互联网+”精细化运营快速增长。在百货/购物中心整体业绩承压的情况下,部分商业获得了逆市的业绩表现,销售额连续几年高速增长,如上海的 IFC 国际金融中心、北京的朝阳大悦城、广州的太古汇、深圳的海岸城等。除了区位优势明显、商业定位明确等因素外,基于“互联网+”的精细化运营为这些百货/购物中心销售额的快速增长添注了强劲的动力。

**图表10： 部分商场销售额增速**



资料来源：赢商网，华泰证券研究所

**图表11： 我国一二三线城市购物中心项目统计**



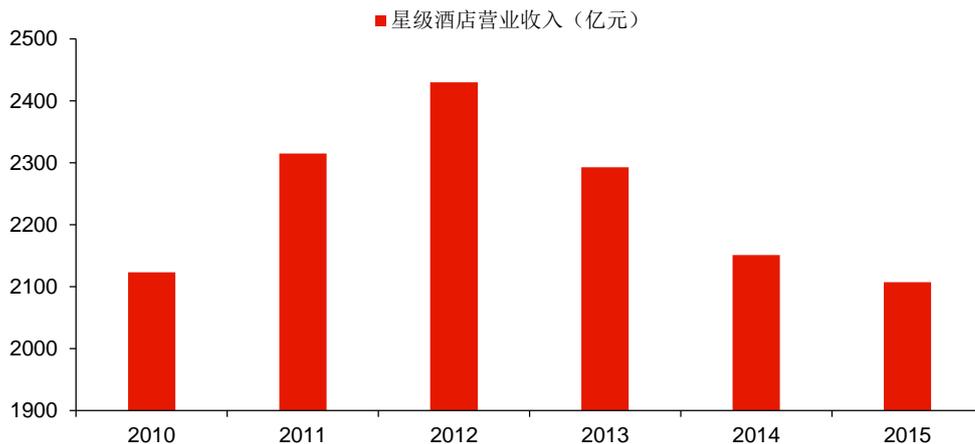
资料来源：搜铺网，联商网，华泰证券研究所

**成功经验可以复制，商业广场 WiFi 专网百亿级市场正在打开。**除了可以提供高速率、无死角的 WiFi 接入服务外，WiFi 专网还可以为商业广场提供灵活多样的 O2O 营销方式，分析线上客户的喜好、地理位置、浏览记录等等，掌握线下顾客的情况，从而进行精准营销。搜铺网商业地产研究院发布的《全国已开业购物中心数据盘点(不含港澳台)》显示，截止至 2016 年第一季度，全国一二三线城市有 3547 个建筑面积在 2 万平方米以上的购物中心项目正在营业，并且随着城市化进程的加快，我国购物中心数量仍在快速增加，仅 2015 年一年，全国就有 408 个 3 万平方米以上的大中型购物中心开业，这一数字较 2014 年进一步增加。国内购物中心 WiFi 专网 O2O 营销尚处于起步阶段，覆盖率不足 30%，布置在 2 万平方米以上购物中心的 WiFi 专网设备价格按照五百万估算，仅已开业购物中心就有百亿市场空间，随着新购物中心不断开业，这一数字还会持续扩大。

**业绩承压，WiFi 专网助力酒店提高客户黏性**

**竞争白热化，酒店业绩承压较大压力。**受短租公寓、度假村、民俗村的兴起以及酒店业内部的激烈竞争，我国酒店行业承受较大压力，Wind 数据显示，我国星级酒店营业收入自 2013 年开始已经连续 3 年呈现下降趋势。

图表12: 我国星级酒店营业收入统计



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**WiFi 专网助力酒店提供星级体验, 增量发展空间和存量替代空间有望同时打开。**目前, 我国酒店 WiFi 网络以提供无线接入为主, 随着行业竞争白热化, 酒店 WiFi 专网开始被赋予诸如网络营销、大数据挖掘处理、客户关系管理等功能。中国饭店协会联合上海盈蝶酒店管理咨询有限公司发布的《2016 中国酒店连锁发展与投资报告》显示, 截止 2016 年 1 月 1 日, 我国有限服务酒店达到 21481 家, 同比增加 31.18%, 客房总数为 1969145 间, 同比增加 29.08%, 智能酒店 WiFi 专网增量发展空间和对于已有 WiFi 网络的存量替代空间有望同时打开。

### 企业级 WLAN 市场将保持高速增长

我们预计未来三年我国企业级 WLAN 市场规模将保持年化 35% 以上的速度增长。一方面由于人们已经养成了牢固的 WiFi 依赖, 另一方面又受益于 WiFi 接口数据可以与互联网技术深度融合, 衍生出了众多面向行业的企业级 WiFi 专网解决方案, 为行业用户提供除 WiFi 接入之外的个性化增值服务。据 IDC 统计, 我国无线网络设备市场近几年保持高速增长, 2016 年上半年同比增长 42.6%, 市场规模达到 2.6 亿美元, 2016 年第三季度, 企业级无线设备市场同比增长 55.7%, 我们认为市场规模快速增长的趋势可持续。2016 年我国企业级无线设备市场总额约 40 亿人民币, 前面我们初步估算, 仅面向商业广场的 WiFi 专网未来就有百亿市场空间, 面向酒店、办公场所、医院、校园、产业园等行业的解决方案市场同样广阔, 市场空间至少可以支撑未来三年我国企业级 WLAN 持续放量, 预计未来三年我国企业级 WLAN 市场规模将保持年均 35% 以上的速度增长。

### 技术驱动, 锐捷网络 WLAN 业务已经获得市场认可

#### 重研发, WLAN 业务技术领先

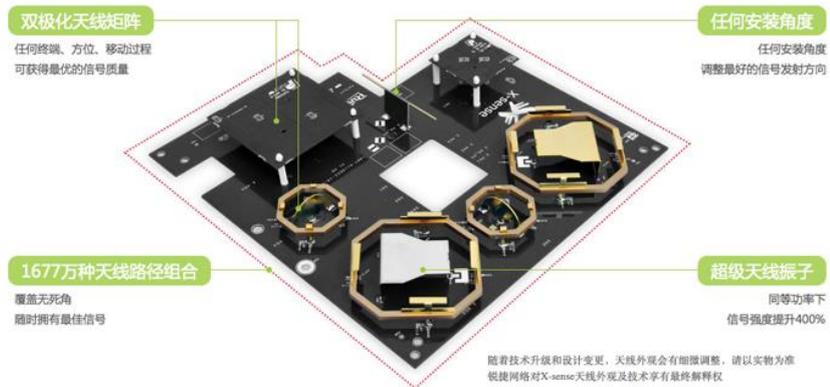
**以人为本, 面向行业, 注重研发。**公司是一家以自主创新为核心竞争力的企业, 多年来公司持续将营业收入的 10% 以上投入研发, 2016 年, 公司共有研发人员 3305 人, 同比增长 7.44%, 研发费用投入占营业收入的 13.87%, 研发人员与研发费用投入的持续增加, 有效提升了公司的核心竞争力。子公司锐捷网络不满足于做 WiFi 设备的集成商, 组建了 200 人的团队, 研发出了大容量、高带宽、零漫游、可定位的 WLAN 基础网络, 从工作、生活、学习和娱乐四大方向, 提供 BYOD、云办公、智慧医疗、智慧交通、智慧旅游、智慧社区、智慧教育、互动娱乐等一系列解决方案, 确保良好的用户体验。

图表13: 公司企业级 WLAN 产品定位



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表14: X-sense 灵动天线



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

具有自主知识产权的智能天线和虚拟运营平台是核心竞争力。会思考的 X-Sense 灵动天线可随终端而动进行无死角信号覆盖, 通过基于终端类型的动态信号补偿、自适应动态路径以及 X-Speed 等技术的应用, 能够在日常的无线干扰环境中有效提升 30% 的接入性能。研发人员面向细分行业场景的差异化需求, 开发出面向场景的定制化虚拟运营平台, 可根据用户 WiFi 流量、用户定位等信息提供诸如历史轨迹绘制、目标自动寻路、室内定位导航、本地业务推送、精准客户营销等多种增值服务。

**锐捷网络 WLAN 业务已经获得市场认可**

IDC 报告显示, 锐捷网络 2015 年中国企业级 WiFi 网络设备市场份额超过 24%, 已经在商业广场、酒店、大型体育场馆等领域全面开花。

- 智慧商业广场解决方案应用大数据提升商场运营, 通过基于简单、易管、性能卓越的 Wi-Fi 上网体验, 帮助商家实现快速加粉, 将用户体验链条从线上延伸至线下, 全力激发消费者购物需求, 为后期持续营销提供支撑, 打造城市 O2O 生活 Mall。该方案在国内已经有了众多成功的案例, 为福州市泰禾广场搭建的 MCP 无线营销平台, 帮助商家微信公众号平均每天吸粉 700+, 如果有活动日吸粉 1000 以上, 两周年活动吸粉 2200 余人, 7 个月吸粉 13.7 万人, 为后续活动推广及广告推送奠定坚实基础。帮助广州保利中环购物中心在“互联网+”时代掘金 O2O, 监控客流量、进店率、顾客驻店时长等并进一步挖掘数据价值, 评估橱窗广告的有效性, 为商户调整店铺、招租、

开展活动提供决策依据，让精准营销更具效率，提升了整体的运营能力，塑造了广州O2O购物中心新体验。

图表15： 锐捷 RBIS 商业智能管理系统



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

- 星级酒店“怡”网解决方案以宾客为中心，打造酒店新体验从客人和酒店接触的每一个点进行分析和优化，通过细化每一个场景，帮助酒店提升客房的智能化水平，提高宾客的入住体验，增加回流客源。锐捷网络已经为上海凯宾斯基、三亚中亚国际大酒店、合肥福朋喜来登酒店、广州星河湾大酒店等众多酒店提供整套酒店网络解决方案。帮助长沙华晨豪生大酒店为客人提供“五星级”的 Wi-Fi 服务，实现信号随终端而动、缓存信息内容加速、高密度接入、云营销等，提升酒店竞争力。为铂涛集团旗下的中端连锁酒店麗枫酒店提供整套酒店网络解决方案，在提升顾客入住体验的同时进行用户认证接入和营销推广。

图表16： 为长沙华晨豪生大酒店提供“五星级”Wi-Fi 服务



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

- 锐捷已经成为我国大型体育场馆建设项目和重大赛事的网络保障服务第一品牌，相继承建了北京奥运村、北京奥林匹克森林公园、天津奥林匹克中心体育场等基础网络。在3月23日，世界杯预选赛“中韩之战”中，锐捷网络用实力为国足助力，为贺龙体育中心5.5万观众提供了高品质Wi-Fi覆盖，助力国足取胜。
- “极简无线解决方案”、“中小学无线校园解决方案”、“移动互联网实验室解决方案”三项无线解决方案是锐捷网络面向教育行业网络服务的重要组成部分。锐捷网络连续11年获得“教育行业网络解决方案市场占有率第一”，无线解决方案在锐捷网络开拓教育行业市场过程中起到了重要作用，光无线教学课堂一项在全国范围内就建设了60000余间。

**图表17： 公司车载 Wi-Fi 产品**



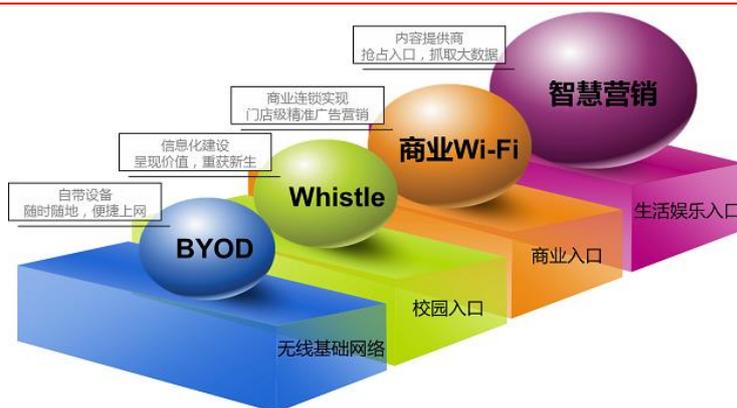
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

- 在交通行业，锐捷网络已经为首都国际机场、广州白云国际机场、厦门高崎国际机场、呼和浩特白塔国际机场等民航机场，重庆、上海等地铁网，北京西站候车大厅，郑州铁路局下辖的近百列火车提供无线解决方案，市场占有率全国第一。特别是在高速移动的列车上提供安全、可靠、易用的 WiFi 网络是行业难题，体现了锐捷网络的技术实力。
- 锐捷网络在金融领域 WLAN 市场占有率第一，中标建行南湖数据中心园区无线网项目、中信银行全国网点生产无线项目、广东工行网点营销项目、内蒙华夏银行网点来宾上网系统项目等。除此之外，在政务 WLAN 领域，锐捷网络承建贵阳无线城市项目等，可谓多点开花。

### 与传统通信设备巨头错位竞争，业务发展可持续

与主流设备厂商差异化定位，深耕垂直行业市场。市场担心随着企业级 WiFi 市场规模的扩大，华为等传统通信设备巨头进一步发力会挤压星网锐捷的市场份额，我们认为星网锐捷和传统通信设备巨头属于错位竞争，传统通信设备巨头在企业级 WiFi 市场的发力不会影响星网锐捷的市场份额。星网锐捷专注于研发深入垂直行业的企业级 WiFi 解决方案，推出专门针对金融、学校、商场、酒店等行业的解决方案。要做到这一点，需要对行业需求、行业痛点有充分的理解，星网锐捷在这方面有多年的积累，产品已经建立了良好的口碑和规模效应，传统通信设备巨头在这方面并没有优势。

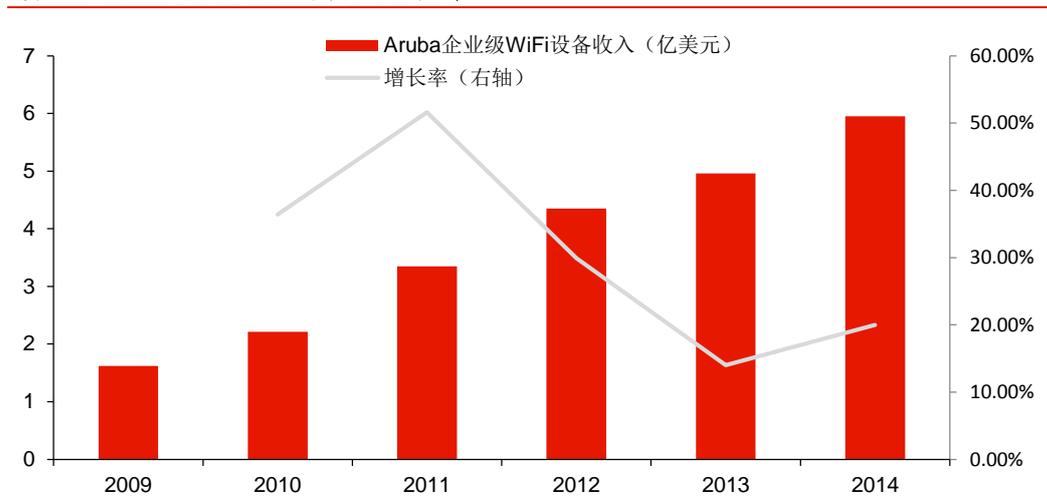
**图表18： 公司企业级 WLAN 产品深挖行业需求提供丰富的增值服务**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

国际市场先例验证了专注于行业 WiFi 的企业在和传统通信设备巨头的对抗中有强大的竞争力和顽强的生存能力。Aruba 和 Ruckus 是两个专注于行业 WiFi 的国外企业，其在和思科、惠普、摩托罗拉等主流设备厂商竞争中，从 2011 年起，全球市场份额一直保持在前五的位置。特别是 Aruba，其企业级 WiFi 设备收入自 2010 年以来一直保持着 30% 左右的速度高速增长，在全球企业级 WiFi 设备市场多年保持 30% 速度增长的情况下，市场占有率能够稳定在 10-13% 的水平，稳居行业第二，仅次于第一思科，高于惠普、摩托罗拉等主流通信设备厂商。2015 年 3 月 3 日，惠普宣布收购 Aruba，即是看中了 Aruba 在企业级 WiFi 设备领域多年的耕耘，对于垂直行业的深入理解，产品影响力和客户黏性。Aruba 和 Ruckus 的成功显示出了专注于行业 WiFi 的企业面对传统通信设备巨头强大的竞争力和顽强的生存能力。我们认为 Aruba 和 Ruckus 的成功能够在星网锐捷身上复制，在国内市场中，星网锐捷面对国内传统通信设备巨头的冲击能够保持竞争力并充分占有市场份额。

图表19: Aruba 企业级 WiFi 设备收入及增长率



资料来源: Aruba 历年年报, 华泰证券研究所

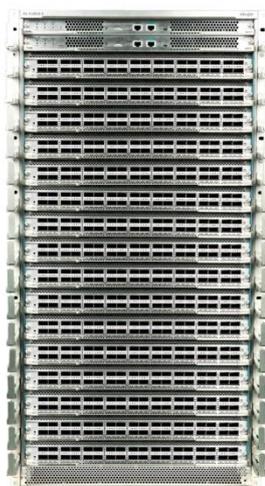
我们认为未来三年我国企业级 WLAN 市场规模将保持年均 35% 以上的速度增长，公司产品技术领先，并且深耕面向应用场景的定制化解决方案，在与华为、华三等传统公司竞争中市场份额有保证，看好该业务 2018 年实现营业收入翻番，即达到 20 亿元。受益于企业级 WLAN 产品的高毛利率，公司企业级网络设备总体毛利率在未来三年将保持在 50% 以上。

## 全面布局，多主业齐头并进

### 深耕传统企业级网络设备

**传统企业级网络设备市场空间增速稳定。**锐捷网络在企业级网络设备已经深耕多年，传统业务包括企业级交换机、路由器等。据 IDC 统计，2016 年上半年，我国交换机市场规模为 12.4 亿美元，同比增长 19.8%，路由器市场规模为 11.9 亿美元，同比增长 32.2%，增长动力主要来自于互联网、政府、电力等行业的需求。IDC 预测，2017 年我国企业级路由器市场规模预计达到 70 亿人民币。

图表20： 公司云架构数据中心核心交换机产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表21： 公司核心骨干路由器产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**内重研发，外耕市场，与产业巨头豪抢份额。**面对华三、思科、华为三个老牌传统企业的竞争，锐捷网络坚持自主研发，其高端交换机和路由器产品已经达到国际先进水平，同时注重客户渠道拓展，无论是产品技术还是市场份额已经挤进第一阵营。目前，锐捷网络设备已经得到了我国教育、金融行业的充分认可，特别是在教育行业，锐捷网络连续 11 年获得“教育行业网络解决方案市场占有率第一”称号，在全国 112 所 211 高校、2300 余所高校中覆盖率高达 95%，已经在全国建成 600 余个教育城域网、700 余个校校通工程。据 IDC 统计，2015 年我国市场，锐捷网络在企业级交换机、路由器行业均排名第四。

### 瘦客户端行业龙头，亚太区市场份额第一

**竞争优势明显，瘦客户机挤压传统 PC 机市场。**瘦客户机是使用专业嵌入式处理器、小型本地闪存、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。瘦客户机工作于网络环境，其运行的程序、数据都集中在服务器端，系统的安装、调试、管理、维护、升级都由系统管理员在服务器端统一实现。相较于传统 PC 机，瘦客户机具有成本低、易于部署、便于集中式管理、易于升级维护等优点，竞争优势明显。据 IDC 数据，传统 PC 出货量已经连续 5 年下滑，以 2016 年前三季度统计数据为例，全球 PC 出货量为 6800 万台，同比下降 3.9%，而瘦客户机市场持续增长，2015 年亚太区出货 168 万台，同比增长 20.3%，这一数据在 2019 年预计达到近 200 万台。

**图表22： 公司瘦客户机产品**

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**行业龙头，稳居亚太区瘦客户机市场第一。**星网锐捷业务子公司升腾资讯是中国瘦客户机市场的开创者和领导者，凭借其高度的安全性、集中管理和对跨平台操作的支持，升腾资讯瘦客户机已连续 15 年中国销量第一，并牢牢占据了亚太瘦客户机市场领先地位。据 IDC 统计，升腾资讯瘦客户机 2015 年在中国的市场份额高达 46%，远远领先第二名。升腾资讯以瘦客户机为基础外延出系列桌面云产品，以及深入银行、保险、证券等行业的办公平台产品，包括金融柜面、自助服务、移动终端三个品类。

### 顺应时代发展，布局云支付

**互联网金融催生云支付。**在互联网金融兴起之前，银联将各家银行捆绑在一起，商家可以用单台 POS 机处理各家银行的刷卡付费服务，随着互联网金融的兴起，商家重新面临支付过于复杂的问题，不仅需要同时处理刷银行卡、扫二维码、手机输入金额支付等多种支付方式，还需要同时处理多个资金账户，过于繁琐。面对这一问题，云支付应运而生。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。商家可以利用单台智能 POS 机同时处理传统刷银行卡支付、微信支付、支付宝支付、闪付等多种支付方式，还可统一后台资金归集，避免商家处理多个资金账户，部分智能 POS 机还有商家会员管理，处理各种会员打折、优惠券的支付管理等功能。目前市面上有 2500 万台传统 POS 机，随着互联网金融的快速发展，预计未来三年会全部被智能 POS 机所取代，市场空间广阔。

图表23: 公司智能 POS 机产品



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表24: 公司云支付架构



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

抢跑云支付, “终端+应用+平台”三箭齐发。升腾资讯在成立之初便将支付机具作为重点发展方向, 在电话 POS 领域取得了成功, 具有丰富的支付机具开发经验。公司敏锐地捕捉到市场发展方向, 领跑业界推出了 Cpay2.0 云支付整体解决方案, 包括“智能云终端+智能云应用+智能云平台”三部分。智能云平台是 Cpay2.0 云支付整体解决方案的核心内容, 方案从顶层设计的视角, 以布局支付场景、创新管理和营销模式为重点, 对终端、应用、支付服务、开发者平台、商户服务、精准营销等主要业务实施融合管理, 为银行、第三方支付机构等金融机构打造智能、开放、安全的全新综合管理平台。智能云终端是 Cpay2.0 云支付方案的销售产品, 包括智能 POS、mPOS, 销量已经遥遥领先。

### KTV 点播设备市场第一, 上线 K 米进军 KTV 行业 O2O 市场

图表25: 公司 KTV 点播设备产品



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**KTV 点播系统行业优势明显。**星网视易是国内最早从事 KTV 点播系统开发的企业之一，产品覆盖大型连锁量贩、酒吧、夜总会等，连续 8 年 KTV 娱乐点播市场第一，积累了雄厚的客户基础。近年来，随着行业的发展成熟，该业务板块毛利有所下降。公司积极开拓新市场，进军面向部队的文娱设施、面向家庭的点歌系统，特别是后者在 2016 年增速很快，单年销售几万台。

**上线 K 米进军 KTV 行业 O2O 市场。**随着互联网技术的快速发展，部分互联网企业推出诸如唱吧等线上唱歌、分享、点评软件，对传统 KTV 产业形成冲击。为了应对挑战，星网视易利用铺设在全国的千家联网 KTV 的视易点歌机、远程资源维护、锋云服务器等线下资源，将线上线下打通，推出了新型 KTV 娱乐解决方案—K 米。K 米平台已经实现对全国 1200 多家 KTV 的资源整合，独家线下资源是其对抗互联网企业 O2O 的核心竞争力，相较于互联网推出的 online to offline 唱歌 APP，K 米具备 offline to online 的业务形态，实现诸如线上订包房、线上点歌、线上线下联合 K 歌挑战活动等功能。

我们认为公司业务范围广、优势业务多，可有效规避行业起落风险，业绩增长有保障，预计公司未来三年整体营业收入将保持 25%左右的增速。公司将继续深挖客户需求与痛点，持续为产品注入知识产权附加值，预计公司未来三年整体毛利率将保持在 45%左右。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

根据星网锐捷 2016 年年报披露的产品收入口径拆分，一共有 5 项业务。我们对公司的各项业务收入及盈利能力有下面的判断。

**企业级网络设备：**企业级 WLAN 解决方案和云课堂解决方案已经受到市场认可，随着未来市场空间进一步打开，这两项业务将进一步释放业绩并引领整个企业级网络设备业务增长；传统企业级交换机、路由器业务将继续保持稳定增长。

**网络终端：**公司已经在云支付领域抢跑，未来市场空间广阔，有望成为新的增长点；瘦客户机业务将继续保持行业龙头地位。

**视频信息应用：**随着传统 KTV 娱乐点播设备毛利率下降，公司开发了面向部队的文娱设施、面向家庭的点歌系统两项新业务。其中面向家庭的点歌系统在 2016 年增长很快，售出几万台，预计 2017 年将继续增长；独家中标空军、海军文娱设施，项目在 2017 年开始执行并确认利润。

**通讯产品：**除了无线模块、便携式无线猫等传统无线通信终端产品，德明通讯还是美国最大二手车市场解决方案供应商，另外其是阿里巴巴、美的、京东等智能冰箱解决方案提供商，收入稳定增长有保障。

**防灾减灾信息服务：**已经在业界建立了技术优势，预计后续将继续增厚公司利润。

图表26：星网锐捷分业务收入预测

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>网络终端</b>	474.5	557.7	531.1	619.4	771.8	967.9	1,209.8
增长率 (YoY)	-	17.5%	-4.8%	16.6%	24.6%	25.4%	25.0%
毛利率	28.0%	24.8%	33.7%	31.8%	32.1%	32.1%	31.1%
<b>企业级网络设备</b>	1,684.4	1,791.6	2,278.1	3,002.7	3,963.6	5,160.6	6,708.8
增长率 (YoY)	-	6.4%	27.2%	31.8%	32.0%	30.2%	30.0%
毛利率	60.7%	58.0%	54.8%	52.2%	53.1%	53.2%	52.1%
<b>通讯产品</b>	225.7	298.1	488.3	776.1	1,009.8	1,314.7	1,709.1
增长率 (YoY)	-	32.1%	63.8%	59.0%	30.1%	30.2%	30.0%
毛利率	20.6%	21.1%	28.5%	28.7%	29.1%	29.0%	30.1%
<b>视频信息应用</b>	195.7	218.3	231.1	211.9	233.3	262.0	293.4
增长率 (YoY)	-	11.5%	5.9%	-8.3%	10.1%	12.3%	12.0%
毛利率	54.6%	49.9%	53.9%	52.9%	50.1%	48.3%	50.2%
<b>防灾减灾信息服务</b>	-	-	205.7	281.2	365.8	472.6	609.7
增长率 (YoY)	-	-	-	36.7%	30.1%	29.2%	29.0%
毛利率	-	-	52.8%	50.5%	49.3%	51.2%	52.1%
<b>其它</b>	672.2	731.5	782.2	796.2	812.2	830.0	845.8
增长率 (YoY)	-	8.8%	6.9%	1.8%	2.0%	2.2%	1.9%
毛利率	32.8%	36.1%	33.7%	27.9%	29.0%	29.0%	30.0%
<b>总收入</b>	3,252.4	3,597.2	4,516.5	5,687.7	7,156.5	9,007.9	11,376.7
增长率 (YoY)	-	10.6%	25.6%	25.9%	25.8%	25.9%	26.3%
毛利率	47.0%	44.8%	45.7%	43.3%	44.4%	44.9%	44.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计 2018 年，公司营业总收入将超过 90 亿元，受益于企业级 WLAN 解决方案和云课堂解决方案业绩的充分释放，企业级网络设备营业收入将超过 50 亿元，网络终端营业收入达到 10 亿元，通讯产品营业收入超过 13 亿，视频信息应用、防灾减灾信息服务以及其他业务的营业收入在 17 亿左右。

## 投资建议

图表27: 可比上市公司一致预期 PE 估值

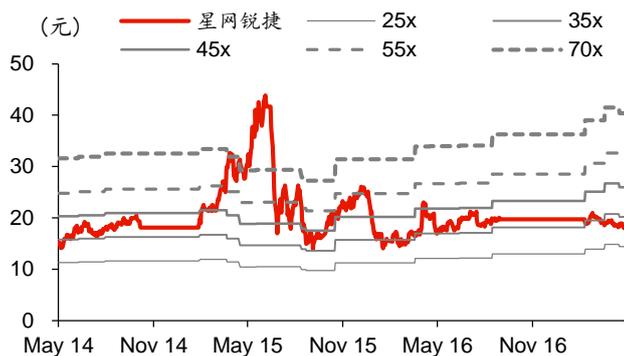
	2016	2017E	2018E	2019E
紫光股份	107.66	44.96	38.48	-
亿联网络	41.42	42.83	32.39	23.98
航天发展	96.30	49.45	40.88	35.54
大唐电信	-	76.04	41.66	33.44
烽火通信	35.42	22.75	18.10	14.64
平均	70.20	47.21	34.30	26.90

资料来源: Wind (2017年5月2日数据), 华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级。公司业务覆盖面比较广, A股市场没有高度类似的同行业公司, 与通信设备制造企业相比, 公司的估值水平处于较低水平。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.50/5.46/6.46 亿元, 对应的 PE 分别为 22/18/15x。几家可比上市公司在 2017 年的一致预期 PE 估值平均值为 47x, 我们进行保守估计, 认为公司 17 年 PE 的合理估值范围区间在 28-30x, 合理价格区间为 23.52-25.20 元。首次覆盖给予“买入”评级。

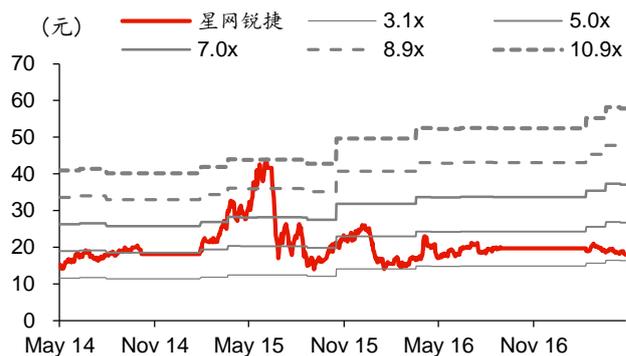
## PE/PB – Bands

图表28: 星网锐捷历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表29: 星网锐捷历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

- 1、企业级交换机、路由器市场波动。
- 2、收购标的公司业绩不达预期。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,068	4,448	5,582	7,017	8,745
现金	1,889	2,001	2,435	2,873	3,663
应收账款	960.04	1,002	1,138	1,559	1,843
其他应收账款	59.62	61.77	78.89	101.89	126.80
预付账款	88.40	70.50	87.00	108.52	137.19
存货	941.19	1,035	1,168	1,458	1,843
其他流动资产	130.13	278.13	674.87	916.48	1,133
非流动资产	1,276	1,301	1,312	1,318	1,307
长期投资	24.41	32.64	32.64	32.64	32.64
固定投资	454.81	453.70	469.03	484.56	496.08
无形资产	232.87	203.45	187.24	168.61	140.98
其他非流动资产	563.54	611.70	623.23	632.51	637.51
资产总计	5,344	5,750	6,894	8,335	10,052
流动负债	1,906	2,015	2,414	2,959	3,624
短期借款	37.51	20.81	100.00	100.00	100.00
应付账款	763.09	825.46	994.36	1,240	1,568
其他流动负债	1,105	1,169	1,320	1,618	1,956
非流动负债	63.59	33.69	42.21	46.03	40.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	63.59	33.69	42.21	46.03	40.58
负债合计	1,969	2,049	2,457	3,005	3,664
少数股东权益	759.36	817.53	1,104	1,451	1,863
股本	539.11	539.11	539.11	539.11	539.11
资本公积	846.38	846.38	846.38	846.38	846.38
留存公积	1,229	1,494	1,948	2,494	3,140
归属母公司股	2,615	2,883	3,333	3,879	4,525
负债和股东权益	5,344	5,750	6,894	8,335	10,052

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	923.72	543.50	557.84	526.78	863.92
净利润	482.93	557.40	736.75	892.93	1,058
折旧摊销	90.27	113.02	103.07	110.49	118.06
财务费用	(7.93)	(15.97)	(10.55)	(12.14)	(18.28)
投资损失	(6.85)	(13.25)	(13.36)	(15.06)	(12.13)
营运资金变动	289.16	(97.73)	(279.14)	(513.67)	(317.58)
其他经营现金	76.13	0.03	21.07	64.22	35.95
投资活动现金	(363.84)	(198.38)	(112.66)	(100.95)	(92.54)
资本支出	108.66	97.03	80.00	80.00	80.00
长期投资	45.34	29.87	(8.11)	2.76	(1.00)
其他投资现金	(209.84)	(71.48)	(40.77)	(18.20)	(13.53)
筹资活动现金	(79.21)	(240.10)	(11.59)	12.82	18.38
短期借款	25.28	(16.70)	79.19	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	188.05	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	53.40	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(345.94)	(223.39)	(90.78)	12.82	18.38
现金净增加额	483.24	117.62	433.58	438.65	789.76

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,517	5,688	7,157	9,008	11,377
营业成本	2,453	3,223	3,977	4,961	6,272
营业税金及附加	36.30	53.88	67.79	85.33	107.77
营业费用	906.62	1,091	1,360	1,711	2,162
管理费用	798.89	957.41	1,202	1,513	1,911
财务费用	(7.93)	(15.97)	(10.55)	(12.14)	(18.28)
资产减值损失	21.74	9.52	15.51	14.55	14.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	13.25	13.36	15.06	12.13
营业利润	314.63	382.32	557.62	749.14	940.44
营业外收入	217.76	237.27	266.00	248.00	240.00
营业外支出	4.01	2.30	5.00	5.00	5.00
利润总额	528.38	617.29	818.62	992.14	1,175
所得税	45.45	59.89	81.86	99.21	117.54
净利润	482.93	557.40	736.75	892.93	1,058
少数股东损益	220.59	237.94	286.52	347.25	411.40
归属母公司净利润	262.34	319.46	450.24	545.68	646.49
EBITDA	396.96	479.38	650.14	847.50	1,040
EPS (元)	0.49	0.59	0.84	1.01	1.20

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	24.02	25.93	25.83	25.87	26.30
营业利润	58.73	21.52	45.85	34.35	25.54
归属母公司净利润	8.52	21.77	40.94	21.20	18.48
获利能力 (%)					
毛利率	45.69	43.33	44.42	44.92	44.87
净利率	5.81	5.62	6.29	6.06	5.68
ROE	10.03	11.08	13.51	14.07	14.29
ROIC	18.57	19.80	25.13	27.47	30.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.85	35.64	35.63	36.05	36.45
净负债比率 (%)	5.98	5.83	4.07	3.33	2.73
流动比率	2.13	2.21	2.31	2.37	2.41
速动比率	1.63	1.68	1.82	1.87	1.89
营运能力					
总资产周转率	0.98	1.03	1.13	1.18	1.24
应收账款周转率	4.29	5.18	6.00	6.00	6.00
应付账款周转率	3.59	4.06	4.37	4.44	4.47
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.59	0.84	1.01	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.71	1.01	1.03	0.98	1.60
每股净资产 (最新摊薄)	4.85	5.35	6.18	7.20	8.39
估值比率					
PE (倍)	37.20	30.55	21.67	17.88	15.09
PB (倍)	3.73	3.38	2.93	2.52	2.16
EV_EBITDA (倍)	21.51	17.81	13.13	10.07	8.21

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com