



投资评级：买入（维持）

通信配套服务/通信设备/通信

星网锐捷（002396）

——拓展企业级网络设备应用领域，多项新产品快速增长

主要观点：

◆公司近五年业绩保持稳定增长。2017年一季度营业收入为7.96亿元，同比增长11.62%，归母净利润为-1,859.24万元，同比下降83.83%，同时公司预计2017年上半年归母净利润为5008.8万元-5779.4万元，同比增长30%-50%。我们认为公司一季度业绩属于季节性波动，不影响全年业绩的增长。公司2012-2016年营业收入CAGR为19.52%，归母净利润CAGR为9.31%。此外，公司毛利率、费用率、ROA、ROE财务指标也较为稳定，我们认为公司未来业绩仍将保持稳定增长的良好态势。

◆我国网络设备市场保持高速增长，公司在寡头垄断竞争格局下市占率居前。我国网络设备市场保持较高增长速度，2016年上半年市场规模为26.89亿美元，同比增长27%。从市场竞争情况来看，我国网络设备市场处于寡头垄断市场，华为、华三、思科三强占据约75%的份额，且历年基本稳定。在这样的市场结构下，公司2016Q2国内市场份额为5.94%（统计中包括电信级网络设备），居第四位。此外在路由器、交换机、无线产品三个细分领域中，公司在无线产品上优势较大，2015Q2份额达到23.34%，跃居行业首位。

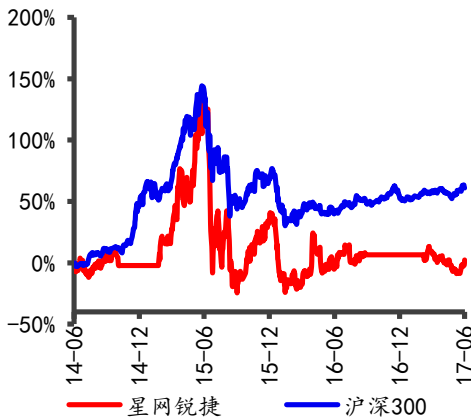
◆进一步巩固教育行业网络解决方案龙头地位，大力拓展政府和医疗领域产品应用。公司在教育行业具有传统优势，连续11年市占率居教育行业首位，产品和解决方案应用于112所211高校，在2300余所高校中地覆盖率高达95%。此外，公司新推出云课堂解放方案，采用无线技术、云计算等手段进行智慧教室的建设。公司在立足于教育行业的同时，也积极进行其他行业的布局，目前公司业务已涉及政府、公共安全、能源电力、交通、运营商、中小企业、医疗卫生等多个行业，其中在政府、医疗等行业中具有领先优势。

◆Cpay开启“终端+应用+平台”新模式。公司2016年推出Cpay云支付解决方案，2017年初推出升级版Cpay2.0，开启“终端+应用+平台”新模式。公司子公司升腾资讯在POS机领域具有长期耕耘，智能POS机在2016年实现14.82万台的销售，居行业前列，Cpay解决方案的推出有助于推动公司支付领域软硬件产品收入的提升。

主要数据(截止6月16日收盘)：

当前股价	18.70元
总市值	101亿元
流通市值	99.17亿元
总股本	5.39亿股
流通股本	5.30亿股
第一大股东	福建省电子信息（集团）有限责任公司
第一大股东持股比例	28%

近三年股价表现：



长城国瑞证券研究所

分析师：黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

研究助理：李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区深田路46

号深田国际大厦19-20楼

长城国瑞证券有限公司



相关研究:

公司研究:星网锐捷(002396)
——夯实主业,深耕移动互联_黄
文忠_2015.11.23

◆K 米搭建互联网+聚会娱乐新生态。公司在 KTV 聚会娱乐市场具有 16 年的市场经验,于 2015 年成立 K 米,开展 O2O 服务,目前 K 米已接入线下 14,000 家 KTV 的联网运营,而在线下,K 米 APP 已经凝聚 5,000 多万场景活跃用户。K 米连接用户、商家、第三方服务商,并向线下 KTV 提供“管理、流量、内容、广告”四大核心价值,构建了互联网+聚会娱乐新生态。

投资建议:

在公司现有企业级网络设备、网络终端以及通讯产品等业务保持较快增长的前提假设下,我们预计公司 2017、2018 以及 2019 年的 EPS 分别为 0.743、0.927 和 1.153 元,对应 P/E 分别为 25.17 倍、20.17 倍和 16.22 倍。目前通信配套服务行业最新市盈率(TTM,整体法,剔除负值)为 53.76 倍,考虑到公司企业级网络设备在教育、政府、医疗行业的龙头地位以及云课堂、云支付、K 米等新产品的快速增长,我们认为公司的估值仍具有较大的上升空间,因此维持其“买入”评级。

风险提示:

市场竞争风险;新产品研发风险;新业务发展不及预期风险等。

主要财务数据及预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5687.66	7233.92	9022.96	11467.71
增长率(%)	25.93%	27.19%	24.73%	27.09%
归母净利润(百万)	319.46	400.68	499.81	621.63
增长率(%)	21.77%	25.42%	24.74%	24.37%
EPS(元)	0.593	0.743	0.927	1.153
毛利率	43.33%	43.22%	43.07%	42.79%
净资产收益率(摊薄)	11.08%	12.58%	14.03%	15.42%

资料来源:公司公告、长城国瑞证券研究所



目 录

1 主营业务突出，收入和利润稳定增长.....	6
2 企业级网络设备快速增长，在教育、政府、医卫领域保持领先.....	9
2.1 我国网络设备市场保持高速增长，公司在寡头垄断竞争格局下市占率居前.....	10
2.2 进一步巩固教育行业网络解决方案龙头地位，大力拓展政府和医疗领域产品应用.....	12
3 网络终端、云支付、视频信息应用等业务带来新增长点.....	16
3.1 瘦客户机维持行业领先地位，云终端等产品重要性提升.....	16
3.2 云支付产品崭露头角.....	19
3.3 互联网+KTV 打造泛娱乐聚合平台	20
盈利预测.....	22



图目录

图 1: 星网锐捷主要子公司及其业务情况.....	6
图 2: 2012-2016 年公司营业收入构成.....	7
图 3: 2012-2016 年公司毛利润构成.....	7
图 4: 近 5 年公司营业收入及其增长情况.....	7
图 5: 近 5 年公司归母净利润及其增长情况.....	7
图 6: 近 5 年公司毛利率和费用率情况.....	8
图 7: 近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况.....	8
图 8: 公司企业级网络设备营业收入及其增长情况.....	9
图 9: 公司企业级网络设备毛利润及毛利率情况.....	9
图 10: 锐捷网络主要产品.....	9
图 11: 2014 年-2016 年上半年我国网络设备市场规模.....	10
图 12: 2016 年 Q2 我国网络设备市场份额分布.....	10
图 13: 2011-2017 年我国 WLAN 产品市场规模及预测.....	10
图 14: 2014 年和 2015Q2 我国 WLAN 产品市场份额分布.....	10
图 15: WIS π 实现用户体验“数字化”.....	11
图 16: 锐捷网络极简创新之路.....	12
图 17: 2009-2015 年教育行业信息化市场规模.....	12
图 18: 公司智慧云课堂解决方案实例.....	13
图 19: 2009-2016 年政府行业信息化投资规模.....	14
图 20: 2009-2015 年医卫行业信息化投资规模.....	15
图 21: 锐捷网络智慧医疗解决方案架构.....	15
图 22: 公司网络终端营业收入及其增长率和毛利率.....	16
图 23: 公司网络终端主要产品收入及毛利率变化情况.....	16
图 24: 全球瘦客户机市场份额.....	17
图 25: 全球瘦客户机出货量及变化情况.....	17
图 26: 我国私有云市场规模及增长情况.....	18
图 27: 我国公有云细分市场规 模变化情况.....	18
图 28: 威讯桌面云解决方案组成结构图.....	18
图 29: 公司支付终端收入构成及其增长率.....	19
图 30: 公司支付终端销售量情况.....	19
图 31: Cpay2.0 云支付解决方案主要构成.....	20
图 32: 公司视频信息应用营业收入及其增长率和毛利率.....	20
图 33: 星网视易主要产品收入及毛利率变化情况.....	20
图 34: K 米主要产品基本功能.....	21



表目录

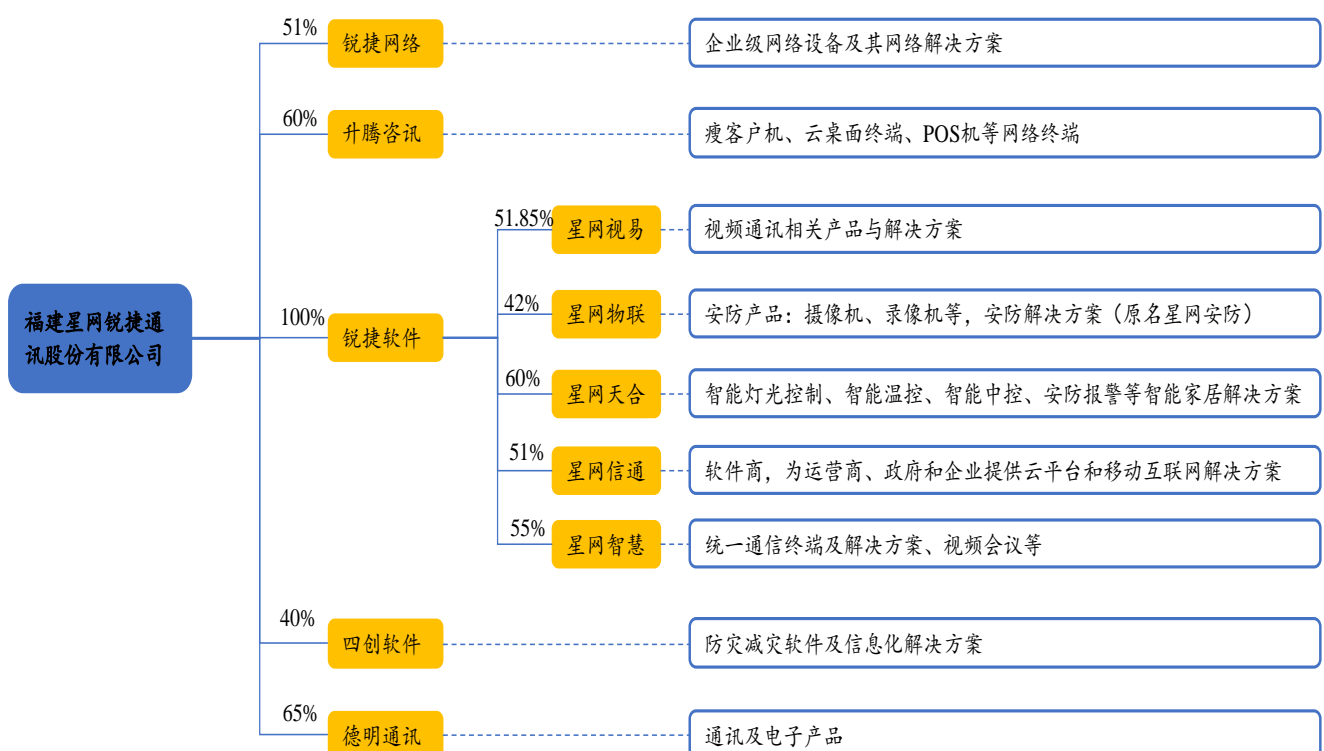
表 1: 智慧云课堂解决方案和传统平板解决方案对比.....	13
表 2: 公司网络终端产品基本情况.....	16

1 主营业务突出，收入和利润稳定增长

公司成立于1996年11月，于2010年6月上市，主要业务是为企业级客户（包括政府机构、学校、医院等）提供信息化解决方案，产品包括网络通讯设备、云计算终端、支付POS、桌面云、无线接入、宽带接入、统一通信、视频信息应用、减灾防灾信息化及服务等领域。公司为客户提供包括软件、硬件以及服务的综合性解决方案，在教育、金融、医疗、政府、交通、中小企业等行业信息化建设中具有领先优势。

公司主营业务突出，业务更加多元化。公司的业务结构按产品划分为企业级网络设备、网络终端、通讯产品、视频信息应用、防灾减灾等。从子公司业务来看，网络设备收入主要来自锐捷网络，网络终端收入主要来自升腾资讯，视频应用主要来自星网视易，防灾减灾信息服务来自四创软件，德明通讯的收入主要归入通讯产品中。从产品营收及毛利占比情况来看，近五年来企业级网络设备在公司营业收入和毛利润占比中一直居于首位，2016年贡献了53%的收入和64%的利润，由于公司分别于2015年3月和8月并表四创软件、德明通讯，通讯产品和防灾减灾信息服务占比有所提高。此外网络终端产品、视频信息应用等其他产品占比基本稳定，公司业务呈现更加多元化趋势。

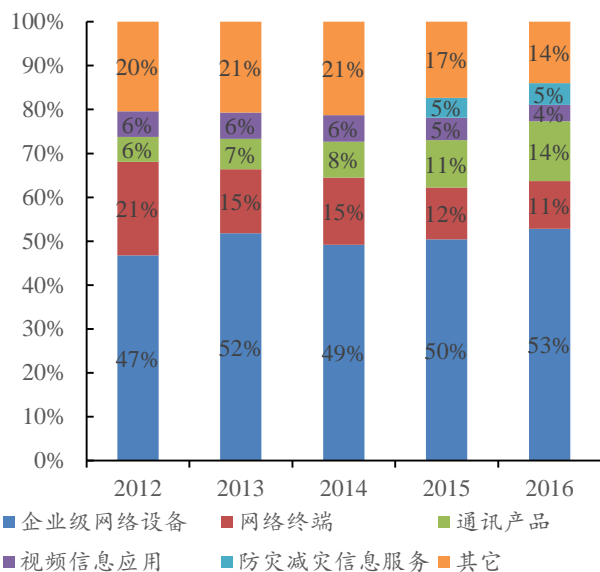
图 1：星网锐捷主要子公司及其业务情况



资料来源：公司公告、公司官网、长城国瑞证券研究所

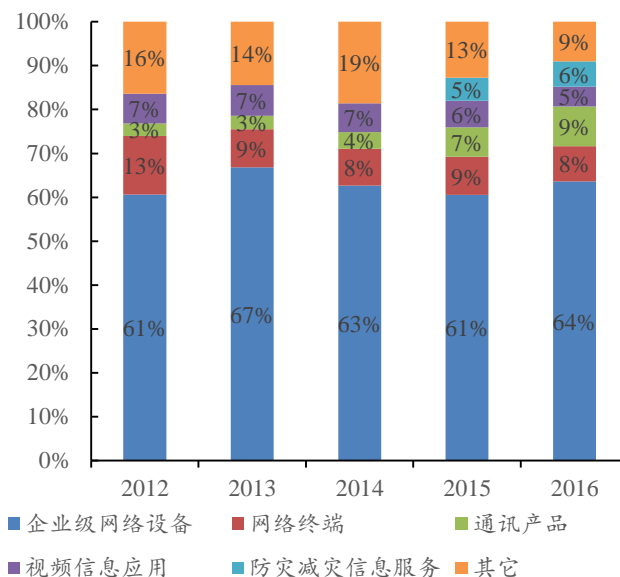


图 2：2012-2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

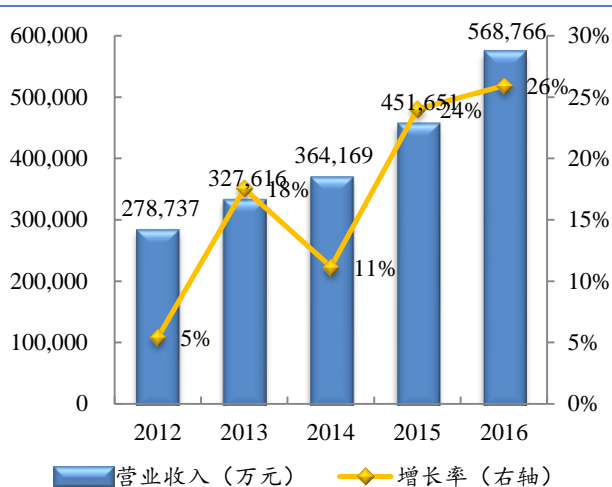
图 3：2012-2016 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

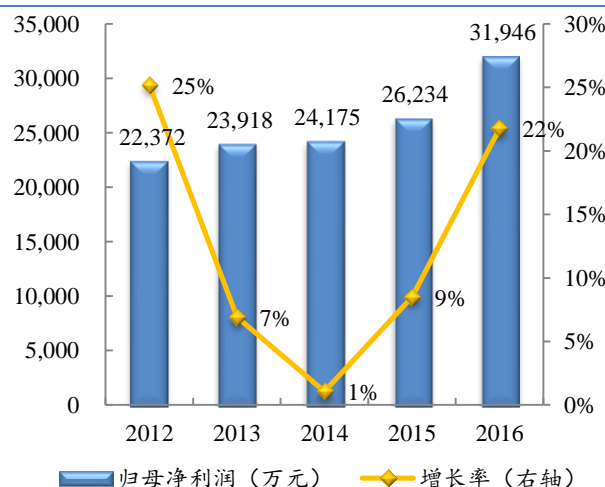
主要财务指标保持稳健增长。公司 2017 年一季度营业收入为 7.96 亿元，同增 11.62%，归母净利润为 -1,859.24 万元，同比下降 83.83%。公司预计上半年归母净利润为 5008.8 万元-5779.4 万元，同比增长 30%-50%。回顾公司 2011 年以来的财务数据可以发现，公司业绩存在明显的季节性周期，一季度业绩受本期预付采购货款、本期支付上期末应付采购货款以及发放上年度计提的绩效工资等因素的影响通常为全年低点，归母净利润也均为负值，但不影响公司全年业绩的增长。2016 年营业收入为 568.88 亿元，同比增长 25.93%，2012-2016 年 CAGR 为 19.52%；2016 年归母净利润为 3.19 亿元，同比增长 21.77%，2012-2016 年 CAGR 为 9.31%。此外，从毛利率、费用率、ROA、ROE 的角度来看，公司近 5 年的各项财务指标十分稳定。我们认为，总体而言公司近五年业绩良好，收入和利润稳定增长，未来仍将保持良好发展态势。

图 4：近 5 年公司营业收入及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

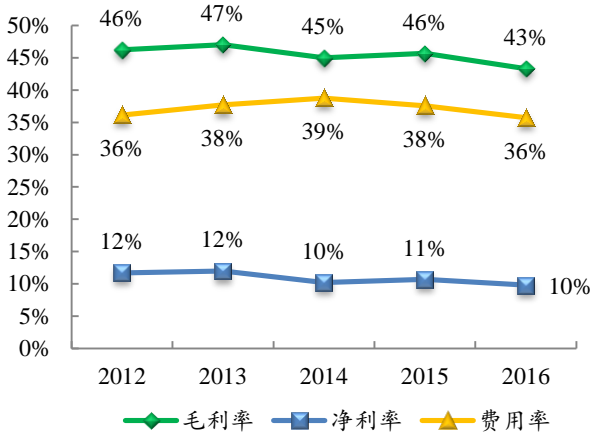
图 5：近 5 年公司归母净利润及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

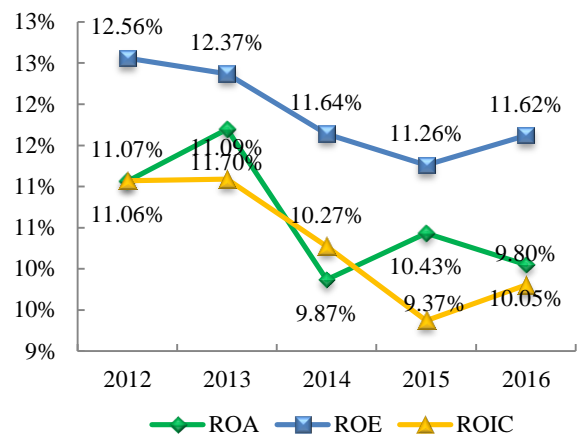


图 6: 近 5 年公司毛利率和费用率情况



资料来源: 公司公告、长城国瑞证券研究所

图 7: 近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况

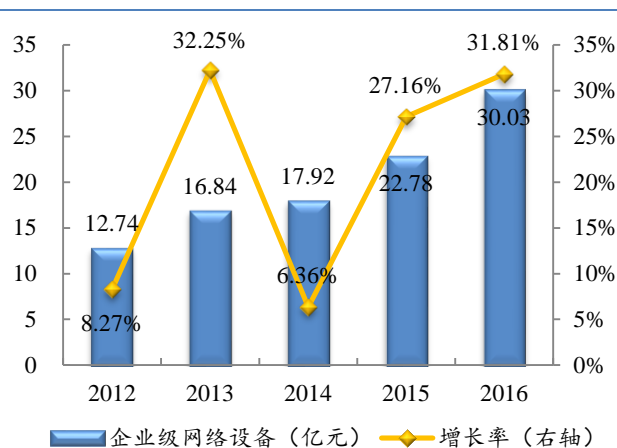


资料来源: 公司公告、长城国瑞证券研究所

2 企业级网络设备快速增长，在教育、政府、医卫领域保持领先

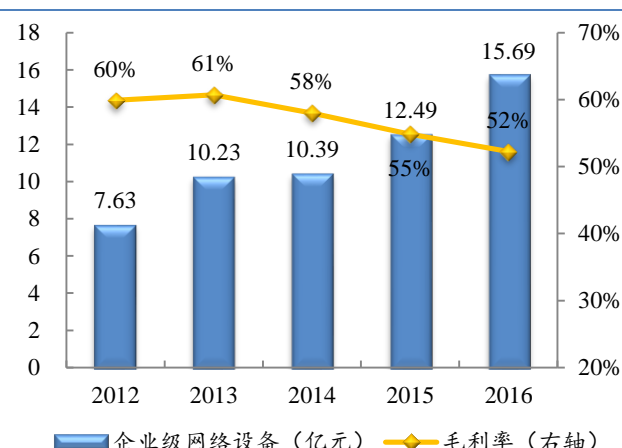
2016 年企业级网络设备实现营业收入 30.03 亿元，同比增长 31.81%，实现毛利润 15.69 亿元，同比增长 25.62%。2012-2016 年企业级网络设备收入 CAGR 为 23.91%，毛利润 CAGR 为 19.74%，保持快速增长势头。公司的企业级网络设备收入主要来自锐捷网络，公司目前持股 51%。

图 8：公司企业级网络设备营业收入及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 9：公司企业级网络设备毛利润及毛利率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

锐捷网络成立于 2000 年，截至 2016 年 10 月，共有 40 个分支机构，4000 余名员工，2500 多家合作伙伴。锐捷网络十分重视研发，研发投入占总收入比重约 15%，研发人员占总员工 50% 以上，并在在福州、北京、上海、成都、天津 5 地设立了研发中心。锐捷网络专攻企业级网络设备和相关软件产品，通过提供行业解决方案的方式开展销售，目前锐捷网络的业务已经覆盖政府、公共安全、能源电力、交通、教育、运营商、中小企业、医疗卫生等多个行业领域，并在政府、教育、医疗行业具有较高的市场占有率。

图 10：锐捷网络主要产品

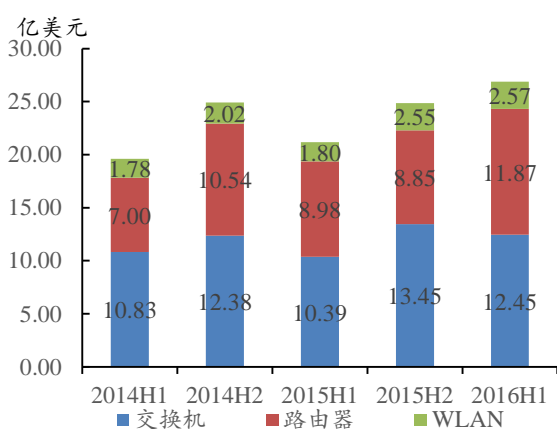


资料来源：锐捷网络官网、长城国瑞证券研究所

2.1 我国网络设备市场保持高速增长，公司在寡头垄断竞争格局下市占率居前

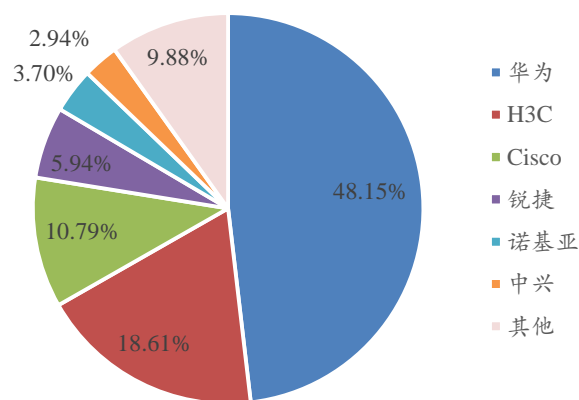
我国网络设备市场保持较高增长速度，2016 年上半年市场规模为 26.89 亿美元，同比增长 27%，其中 WLAN 同比增速高达 42.77%。从市场竞争情况来看，我国网络设备市场处于寡头垄断市场，华为、华三、思科三强占据约 75% 的份额，且历年基本稳定。根据 IDC 统计，2016 年第二季度，我国网络设备市场中（包括电信级和企业级市场），华为以 48.15% 的市占率高居榜首，华三以 18.61% 居于次席，思科以 10.79% 位居第三，排名第四位的锐捷网络市占率为 5.94%。我们认为在寡头垄断的市场竞争环境中，公司能保持市占率位居前列，体现了公司在产品、技术、服务上具有一定的竞争优势。

图 11：2014 年-2016 年上半年我国网络设备市场规模



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

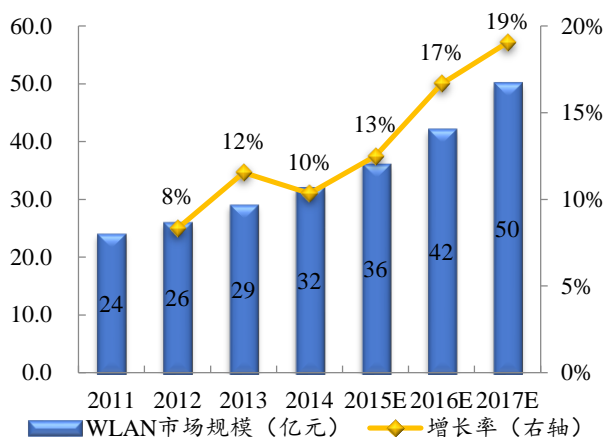
图 12：2016 年 Q2 我国网络设备市场份额分布



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

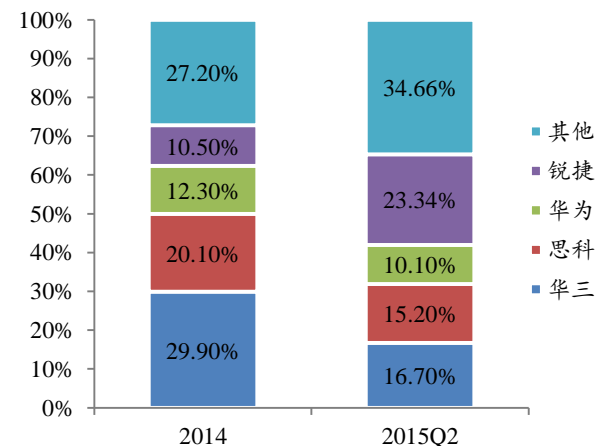
公司在 WLAN 细分市场中居于领导地位。在网络设备的三个细分市场中，我国 WLAN 产品市场规模近几年来保持较快增长，公司在该领域具有领先的优势。根据中国产业信息网统计数据，2014 年公司 WLAN 产品市占率仅为 10.5%，居行业第四，而到 2015 年随着公司无线产品销售迅速增长，公司市占率迅速上升。根据 IDC 跟踪报告，公司在 2015Q1、2015Q2 市占率分别排名第二和第一，其中 2015Q2 市占率达到 23.34%。

图 13：2011-2017 年我国 WLAN 产品市场规模及预测



资料来源：中国产业信息网、长城国瑞证券研究所

图 14：2014 年和 2015Q2 我国 WLAN 产品市场份额分布



资料来源：中国产业信息网、长城国瑞证券研究所

公司的无线解决方案从地铁切入，自主研发的“车载 Wi-Fi 专利技术”在 2016 年获得全面覆盖，在公交、地铁、普快等交通行业的 WLAN 市场中占有率排名第一，市场份额达到 63%，典型项目包括上海地铁 WiFi 网络、北京公交 WiFi (16WiFi) 等；同时公司还发布的 WIS 无线智能平台，可完成从网络规划设计到实施部署，再到智能网优、体验对焦以及巡检运维等一系列工作，截至 2017 年 4 月 20 日，WIS 所管辖并发 AP 数量已经突破 100 万，并发用户数突破 200 万，累计接入用户数近 3000 万。我们认为，随着智能手机等移动终端的普及，公众对无线网络的需求不断提升，预计无线网络的覆盖范围将进一步扩大，公司将从无线网络的规模建设中直接受益，继续维持较高的市占率。

图 15：WIS π 实现用户体验“数字化”



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

公司率先提出极简网络解决方案，体现差异化策略。公司 2013 年提出极简网络的理念，以 Newton1800 系列交换机为核心，一机一网，支持 10 万级终端同时在线，将所有的业务聚集核心，管理好核心即管理好整个网络，运维成本节约约 60%。在此基础上，公司先后推出极简 2.0、极简 3.0、极简 4.0 版本，迭代式精进，不断创新。极简网络有助于解决独立建网成本高、分散数据安全保护困难、运维管理效率低等痛点，可应用于园区网、城域网、广域网、生产网、工业网等多种类型的网络建设，公司以 Newton1800 系列为核心的极简网络，已服务全国 1000 多张网络，广泛应用在园区、无线城市、地铁等场景，在教育、政府、医疗、企业等行业的基础网络中也逐步发挥作用。我们认为，极简网络由公司率先提出，适用于中小型网络建设，体现出公司差异化发展策略，对于维持公司市场份额具有重要意义。



图 16：锐捷网络极简创新之路

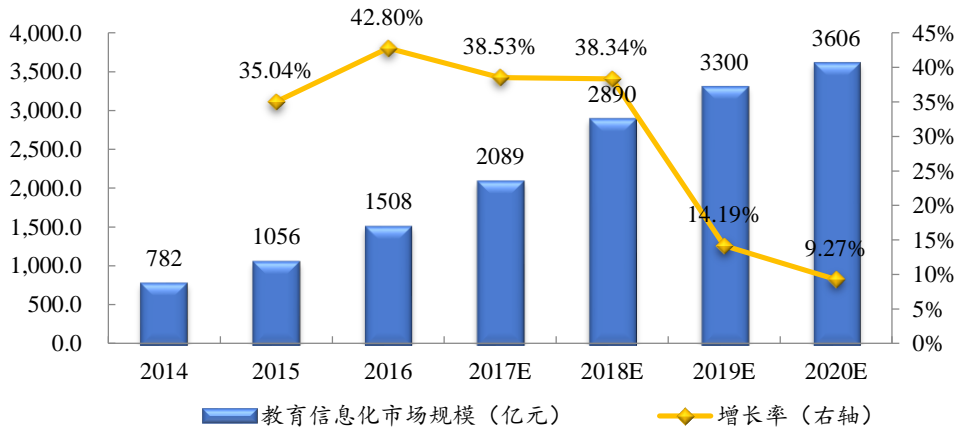


资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

2.2 进一步巩固教育行业网络解决方案龙头地位，大力拓展政府和医疗领域产品应用

教育行业是公司产品应用的传统优势领域。根据中国产业信息化统计数据，2016 年我国教育行业信息化市场规模为 1508 亿元，同比增长 42.80%，保持快速增长。《教育信息化“十三五”规划》指出要完成“三通工程”建设，全面提升教育信息化基础支撑能力（三通工程包括：宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通），同时提出积极利用云计算、大数据等新技术，创新资源平台、管理平台的建设、应用模式。三通工程建设以及云化趋势地不断推进将带来教育行业 IT 支出地进一步提高。

图 17：2009-2015 年教育行业信息化市场规模



资料来源：中国产业信息网、长城国瑞证券研究所

公司连续 11 年在教育行业网络解决方案中市占率居首，产品和解决方案应用于 112 所 211 高校，在 2300 余所高校中地覆盖率高达 95%，同时公司的基础教育解决方案广泛应用于 700 余个校校通工程，600 余个区域教育城域网、50000 余所中小学及中职校园网、60000 余间无线教学课堂。教育行业是公司的传统优势领域，公司产品和解决方案已经实现了对高职院校、中小学的广泛覆盖。

公司在做好存量市场的维护和服务的同时，还积极的推出新的产品和解决方案。公司 2016 年在云课堂（虚拟化计算机教室）解决方案领域具有 75.7% 的市场占有率，连续三年居行业首位，处于绝对的领先地位。截止目前，锐捷云课堂已经在全国范围内覆盖了 9,000 多所学校，1.1 万间云课堂教室和 50 万台云终端。公司提供的智慧云课堂解决方案不仅能实现传统的多媒体教学，还具有业界领先的全自动高清录播系统，通过统一平台实现课程资源共享、远程监视、远程互动，另外，云课堂配备智能物联网控制器，通过 Zigbee 连接 LED 灯、空调、窗帘、投影、音响等设备，实现智能控制。目前，全国共有 650 万间教室，一间完整的智慧教室建设需要投入至少 80 万，整个行业对应 5.2 万亿的市场空间。

除了云课堂之外，公司 2015 年针对教育行业推出了云办公方案，截至目前已经部署超过 200 所学校、1.7 万台云终端，该产品已向政府、企业、医疗等行业推广。作为教育行业网络解决方案龙头，公司紧跟技术发展趋势，云解决方案已覆盖教学、办公等环节，我们认为在网络建设中，云计算仍处于发展初期，未来空间广阔，公司以教育领域为抓手，逐步向其他领域拓展，云解决方案将成为公司增长的重要驱动因素。

图 18：公司智慧云课堂解决方案实例



资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

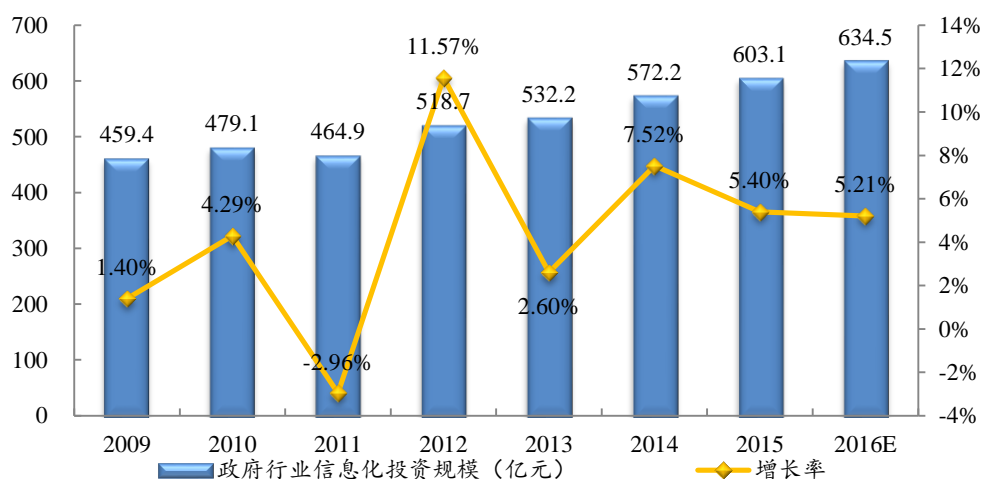
表 1：智慧云课堂解决方案和传统平板解决方案对比

对比项	智慧云课堂解决方案	传统平板解决方案
建设效果	好	一般
连接稳定性	高	低
书写体验	“真实”书写	屏幕书写
视力保护	有	无
设备管理维护	小	大
损坏率	低	高（年损坏率 15%）
软件功能	丰富；体验好	缺失；体验差
售后保障	强（3 年质保）	弱（1 年质保）
移动性	中	强

资料来源：公司宣传资料、长城国瑞证券研究所

公司在政府行业市场占有率稳步提升。政府行业信息化投资具有较大的市场规模，近年来保持稳定的增长势头，2015 年政府行业信息化投资规模为 603.1 亿元，2009-2015 年 CAGR 为 4.64%。锐捷网络于 2008 年初成立政府行业部，截至 2015 年，公司在该细分行业领域的市占率由 1.7% 上升为 32%，成为了电子政务专网第一品牌，电子政务外网解决方案也在全国 20 多个省和 100 多个地市成功应用。截至 2016 年 10 月，锐捷网络为超过 70 家部委提供解决方案和产品，应用范围覆盖 32 个省、自治区、直辖市，地方政府用户已经超过了 5000 家，搭建了 25 个省级电子政务外网、19 个省级电子政务内网。公司还积极参与智慧城市建设，成为福州、济南、广州等 23 个云数据中心，天津、贵阳、合肥等 19 个无线城市建设的主要供应商之一。我们认为，经过多年的发展，政府行业已成为公司产品应用的优势行业之一，政府信息化投资规模巨大，同时对信息安全要求较高，作为国有控股企业，公司在获取订单中具有一定的优势。此外，云数据中心和无线城市建设的推进也将为公司在政府领域带来较好的发展前景。

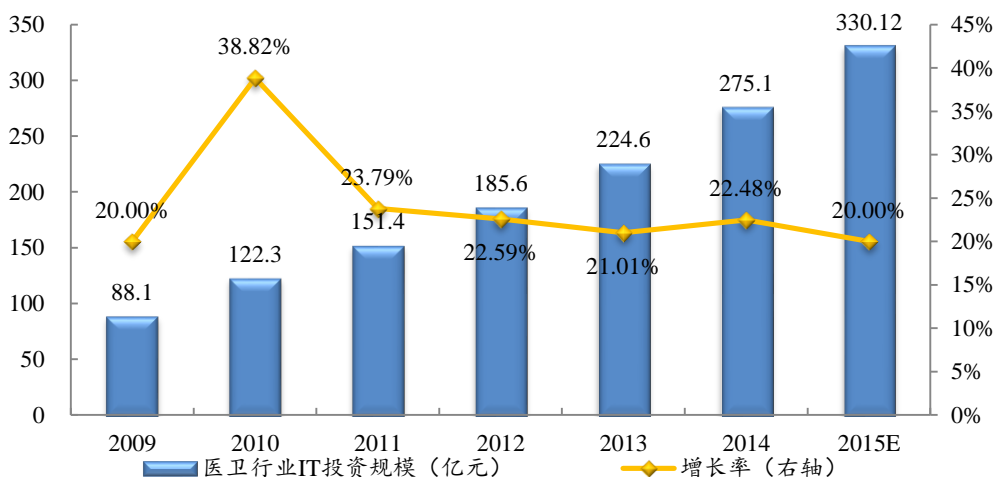
图 19：2009-2016 年政府行业信息化投资规模



资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

医卫行业是公司产品应用的另一优势领域。近年我国医卫行业信息化投资快速发展，2014 年总投资规模 275.1 亿，2009-2014 年复合增长率为 25.57%。公司在医疗卫生信息化建设领域具有长期探索和实践经验，数字化医院网络解决方案已服务于全国 2300 多家医院，其中三甲医院 400 多家，在三甲医院中的市场份额约 30%；公司的区域卫生信息化解决方案已经在全国 30 多个省及市卫生平台规模应用；医疗运维管理解决方案已服务于 216 家医院，24 个省市卫生信息平台；无线产品方面，截至 2016 年 10 月，公司的产品在 551 所医疗机构使用，共配备了 6.47 万台锐捷 AP，让超过 11.29 万间病房以及数千个门诊、手术室实现无线覆盖。典型应用案例包括复旦大学附属华山医院、北京大学第三医院、苏州大学附属儿童医院、甘肃省卫计委、青海省卫计委等。

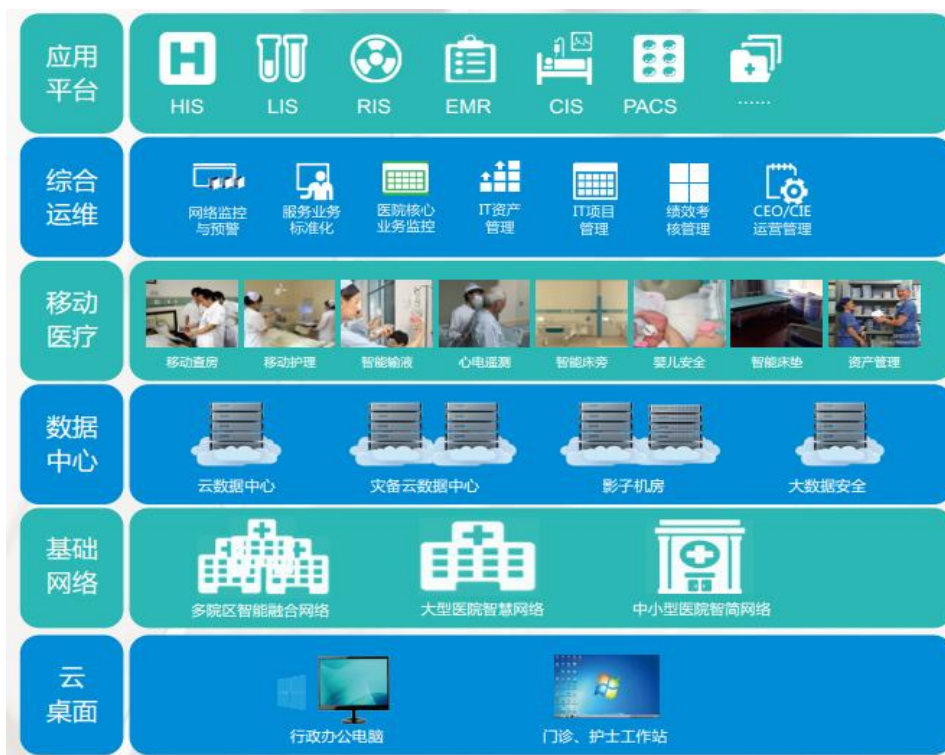
图 20：2009-2015 年医卫行业信息化投资规模



资料来源：计世资讯、长城国瑞证券研究所

在医卫行业，公司提出“智启医疗，云联健康”的理念，将物联网、大数据技术用于信息化建设，有助于客户创新医疗模式，提升病患服务体验。我们认为，随着物联网、大数据等新兴技术的不断发展，医疗卫生机构的信息化水平将不断提高，公司在医疗卫生行业网络建设中长期积累的优质客户资源和良好业界口碑，将成为公司未来业绩增长的重要推动力量。

图 21：锐捷网络智慧医疗解决方案架构



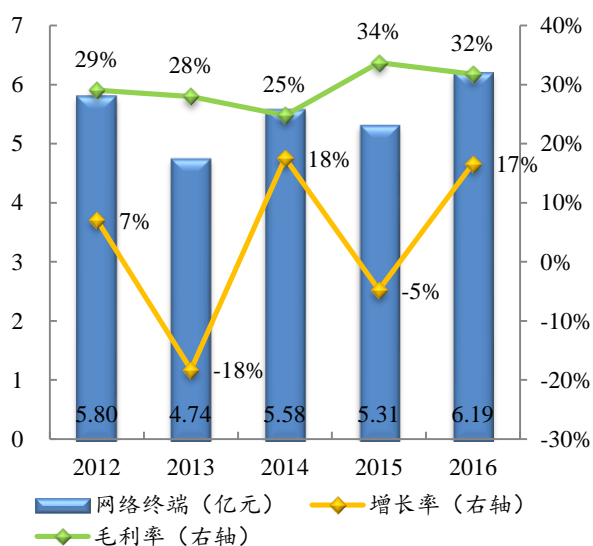
资料来源：公司宣传资料、长城国瑞证券研究所

3 网络终端、云支付、视频信息应用等业务带来新增长点

3.1 瘦客户机维持行业领先地位，云终端等产品重要性提升

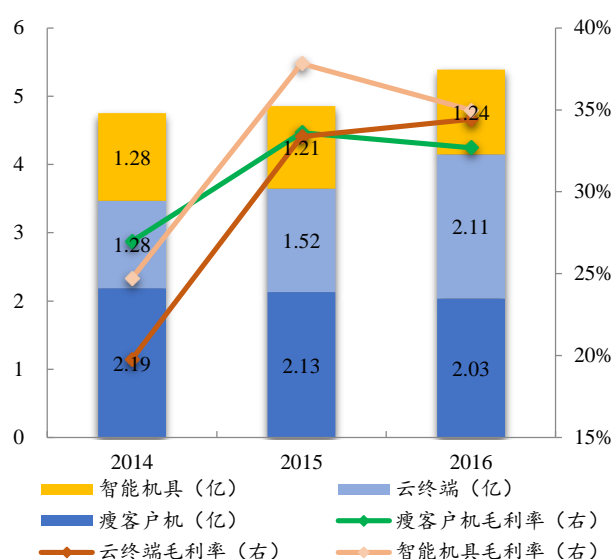
公司的网络终端业务收入主要来自子公司升腾资讯，2016 年该项业务实现营业收入 6.19 亿元，同比增长 17%，2012-2016 年复合增长率 1.64%。公司的网络终端产品主要包括瘦客户机、云终端、智能机具及外设三个部分，这三类产品合计收入占网络终端业务收入的 85% 以上，从各部分的收入及毛利率情况来看，2014-2016 年，来自云终端的收入不断增长，智能机具收入基本稳定，瘦客户机收入有所下滑。

图 22：公司网络终端营业收入及其增长率和毛利率



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 23：公司网络终端主要产品收入及毛利率变化情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

表 2：公司网络终端产品基本情况

产品	简介	应用领域
 瘦客户机	瘦客户机是使用专业嵌入式处理器、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。	广泛用于金融（包含银行、保险、证券）、邮政、运营商、政府等行业客户和商业客户。
 云终端	云终端产品以低功耗的硬件平台，配套桌面云解决方案，满足用户桌面虚拟化的业务需求。	全面满足教育、企业、通讯、政府等行业内多种场景需求。

智能机具



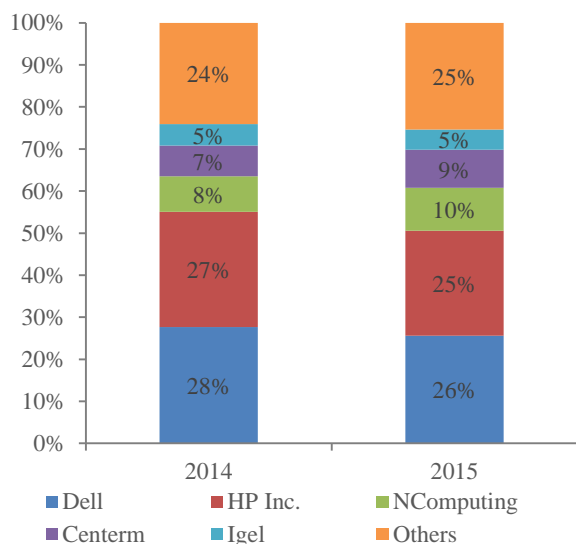
主要产品包括：信息交互终端、集成读卡器、集成键盘、集成高拍仪及双录设备等各类柜面智能机具产品。

广泛应用于金融、保险、移动、政府、医疗等行业，满足用户在营业厅环境中各种场景，如金融磁卡和 IC 卡读取、二代证核验、指纹仪比对、文档扫描、影像拍摄及留存等。

资料来源：升腾资讯官网、长城国瑞证券研究所

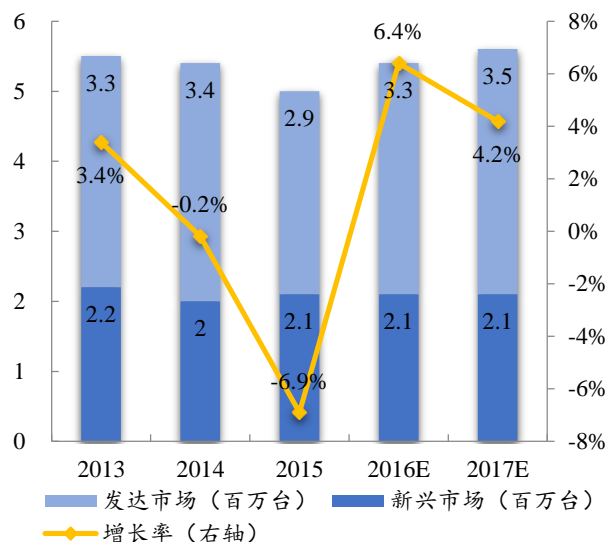
公司瘦客户机市场份额保持领先。根据 IDC 统计，2015 年升腾资讯在全球瘦客户机市场中市占率居第四位，由 2014 年的 7% 提升到 9%。2016 年升腾在亚太市场(不包括日本)和中国市场的市场份额分别为 29.6%、43.6%，居行业首位。按照 IDC 预测，2017 年全球瘦客户机出货量增长率为 4.2%，增长主要来自发达市场，新兴市场增长不明显，我们认为公司该产品在国内具有较高的市占率，未来收入将基本稳定。

图 24：全球瘦客户机市场份额



资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

图 25：全球瘦客户机出货量及变化情况

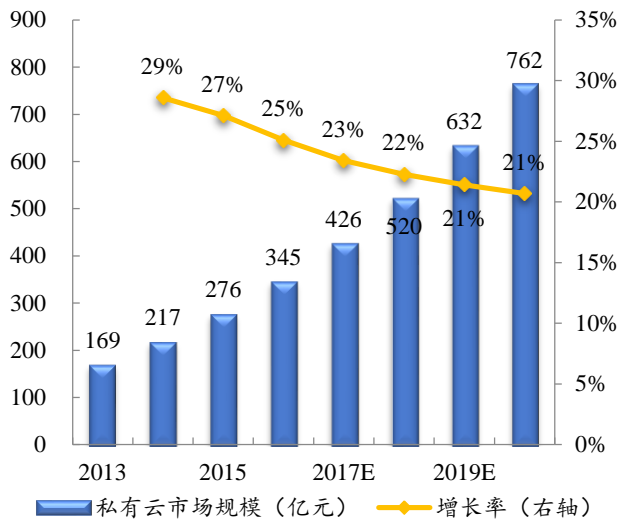


资料来源：IDC、长城国瑞证券研究所

云终端及相关解决方案将成为业绩增长亮点。据信息通信研究院，2016 年我国私有云市场规模达到 344.8 亿，2011-2016 年 CAGR 为 26.93%，预计 2020 年市场规模将达到 762 亿，2016-2020 年 CAGR 为 21.94%，在私有云市场中，70% 以上为硬件产品；公有云方面，2016 年市场规模 147.6 亿，2012-2016 年 CAGR 为 43.30%，其中 IaaS 市场规模达 65 亿，2012-2016 年 CAGR 为 88.94%。

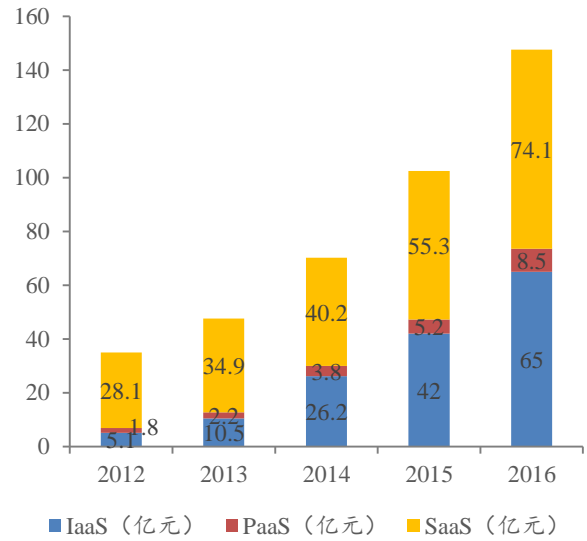


图 26：我国私有云市场规模及增长情况



资料来源：信通院、长城国瑞证券研究所

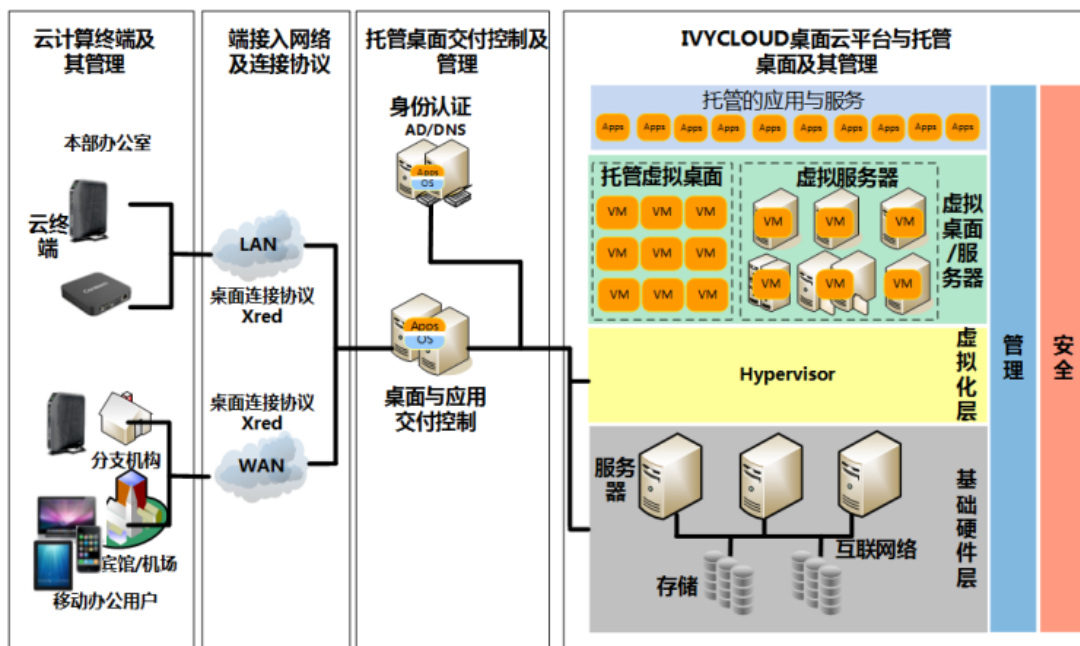
图 27：我国公有云细分市场规 模变化情况



资料来源：信通院、长城国瑞证券研究所

公司年报中计入网络终端中的云终端收入主要来自于升腾资讯（锐捷网络也有云终端产品）。升腾资讯的云终端产品能够全面满足电子教室、企业办公、政府大厅等多种场景需求，2015 年和 2016 年云终端收入增长率分别为 18.25%和 39.27%，保持快速增长，在云终端的基础上，升腾 2015 年推出了威讯桌面云解决方案和桌面“云教室”解决方案，通过解决方案推进云终端销售的增长。我们认为，在云计算市场高速增长背景下，未来三年升腾资讯云终端业务营业收入有望维持 20%-30%左右的年均增速。

图 28：威讯桌面云解决方案组成结构图

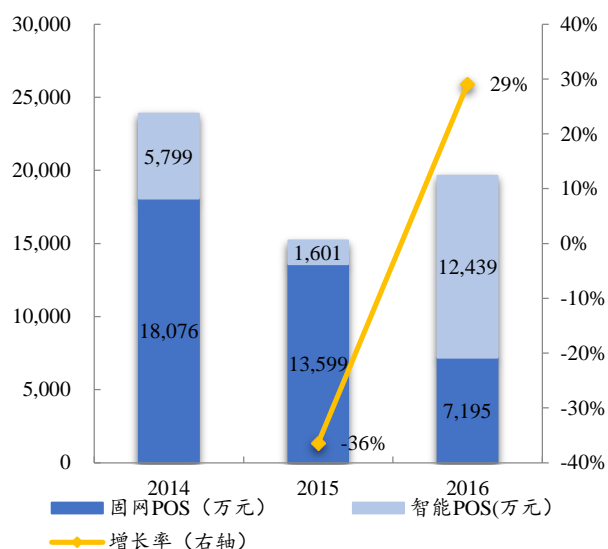


资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

3.2 云支付产品崭露头角

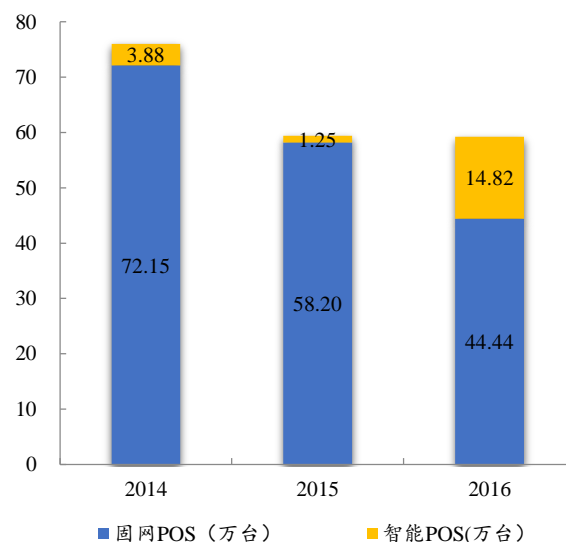
智能 POS 销量显著提升。公司进入支付终端制造行业的时间较早，2006 年成为当时全国唯一一家通过了中国银联总公司《支付易终端金融功能技术规范 V1.7》和《支付易终端金融功能技术规范 V2.0》认证的企业。公司的支付终端产品包括固网 POS 和智能 POS 两类，最近 3 年，固网 POS 在收入和销量上均不断下降，智能 POS 的重要性不断提高。2016 年是智能 POS 爆发元年，公司实现销量 14.82 万台，是 2015 年的 11 倍，2016 年行业龙头新大陆智能 POS 销售量约为 25 万台（新大陆 POS 机销量超过 800 万台），我们认为相对于其他 POS 产品而言，公司在智能 POS 产品与行业龙头差距不大，随着电子支付的增多以及 POS 机的更新换代，预计智能 POS 的出货量将进一步提升，公司支付终端业务有望继续保持高增长。

图 29：公司支付终端收入构成及其增长率



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 30：公司支付终端销售量情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

推出 Cpay 系列云支付整体解决方案，“终端+应用+平台”新模式开拓市场。公司 2016 年 5 月推出 Cpay 云支付解决方案，通过“智能 POS 终端+智能云平台”的模式帮助银行深入行业布局；2017 年 2 月推出 Cpay2.0，以“智能云终端+智能云应用+智能云平台”的模式在业界又一次领跑，其中智能云终端指智能 POS/云 POS，智能云应用包括 ePay+、ePOS+、Q 哥点餐等行业应用，智能云平台集成了终端运维管理平台、融合支付平台等。Cpay2.0 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、安全的综合管理平台，目前该平台连接 100 万优质商户，覆盖 8000 万实体用户。

图 31: Cpay2.0 云支付解决方案主要构成

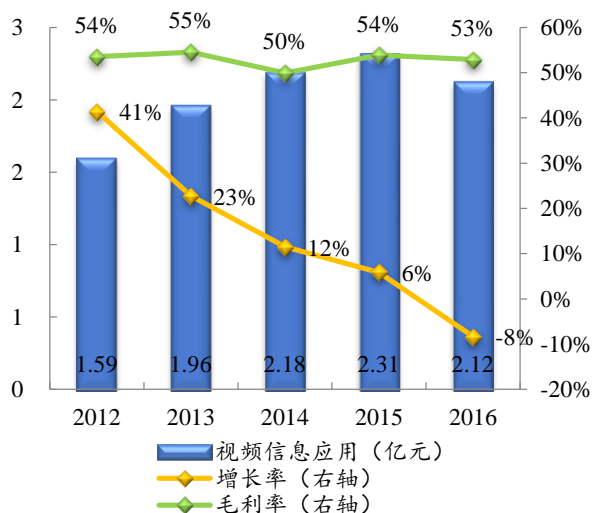


资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

3.3 互联网+KTV 打造泛娱乐聚合平台

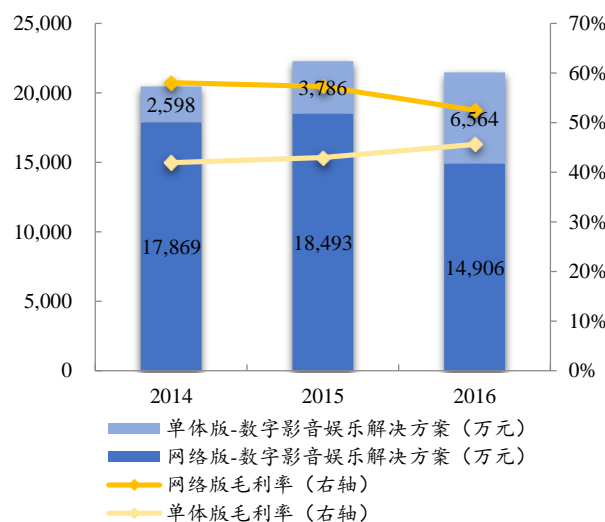
2016 年，公司视频信息应用业务实现营业收入 2.12 亿，该项业务收入主要来自子公司星网视易。星网视易前身是星网锐捷视讯产品事业部，2004 年注册成立，由公司全资子公司福建星网锐捷软件有限公司控股，公司已发布公告，拟通过支付现金和发行股份的方式购买星网视易剩余 48.15% 的股权，实现全资控股。星网视易是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商，市场覆盖全中国及东南亚，已成为集芯片方案提供、软件研发、硬件设计、客户服务于一体，覆盖视频应用产业链上下游的技术驱动型企业。星网视易主要产品为数字影音娱乐解决方案，其中包括网络版和单体版两种类型，网络版具有较高的毛利率，占据了收入的主要部分。

图 32: 公司视频信息应用营业收入及其增长率和毛利率



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 33: 星网视易主要产品收入及毛利率变化情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



K米搭建互联网+聚会娱乐新生态。公司在KTV聚会娱乐市场具有16年的市场经验，于2015年5月成立子公司福建凯米网络科技有限公司（简称K米，公司通过控股子公司星网互娱持股53.60%），除向KTV行业提供整体解决方案外，还进行基于互联网的增值服务运营。在线下，K米占据70%KTV聚会娱乐场景的娱乐系统及管理系统永久运营权，目前已接入线下14,000家KTV的联网运营，拥有50万间联网包厢，100万块联网聚会娱乐场景大屏，占据联网KTV市场90%的份额，主要客户包括好乐迪、银乐迪、V-Show、Muse-K等国内一线KTV商家。在线上，K米APP已经凝聚5,000多万场景活跃用户，微信粉丝高达1,100万。K米连接用户、商家、第三方服务商，并向线下KTV提供“管理、流量、内容、广告”四大核心价值，通过O2O方式构建互联网+聚会娱乐新生态。

图 34：K米主要产品基本功能



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所



盈利预测

单位：百万元

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5687.66	7233.92	9022.96	11467.71	货币资金	2001.01	2782.63	3470.80	4411.21
减：营业成本	3223.14	4107.18	5136.83	6560.64	应收和预付款项	1296.11	1611.63	2010.39	2555.53
营业税金及附加	53.88	68.53	85.48	108.63	存货	1034.96	844.92	1056.73	1349.63
营业费用	1090.60	1387.10	1730.14	2198.92	其他流动资产	116.16	116.16	116.16	116.16
管理费用	957.41	1217.70	1518.85	1930.38	长期股权投资	32.64	28.37	24.10	19.83
财务费用	-15.97	-42.70	-61.74	-78.19	投资性房地产	9.19	7.46	5.72	3.98
资产减值损失	9.52	17.43	17.43	17.43	固定资产	464.46	370.37	276.27	182.17
投资收益	13.25	-4.27	-4.27	-4.27	无形资产	612.16	575.15	538.14	501.13
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	183.04	123.35	114.43	114.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	5749.73	6460.03	7612.75	9254.08
营业利润	382.32	474.41	591.70	725.62					
其他非经营损益	234.97	300.28	374.55	476.03	短期借款	20.81	180.59	143.59	251.12
利润总额	617.29	774.69	966.25	1201.65	应付和预收款项	1266.81	1879.61	2320.24	2922.37
所得税	59.89	75.58	94.17	117.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	557.40	699.11	872.08	1084.64	其他负债	761.51	98.70	98.70	98.70
少数股东损益	237.94	298.44	372.27	463.01	负债合计	2049.12	2158.90	2562.53	3272.18
归母净利润	319.46	400.68	499.81	621.63	股本	539.11	539.11	539.11	539.11
					资本公积	846.38	846.38	846.38	846.38
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	1494.49	1799.67	2176.49	2645.15
经营活动现金流	535.91	919.41	448.22	477.81	归母股东权益	2883.08	3185.16	3561.98	4030.65
投资活动现金流	-198.38	271.15	338.21	429.84	少数股东权益	817.53	1115.97	1488.24	1951.25
融资活动现金流	-240.10	103.88	-98.25	32.75	股东权益合计	3700.61	4301.13	5050.22	5981.90
现金流量净额	110.02	1294.44	688.18	940.41	负债和股东权益	5749.73	6460.03	7612.75	9254.08

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

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：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%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：行业超越整体市场表现；
- 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。

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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。