

企业级 ICT 布局引领增长，混改推进值得期待

公司动态

公司是国内领先的 ICT 应用方案提供商，通过内生外延结合式发展，形成了以企业级网络业务为核心，延伸云计算、支付、数字娱乐、融合通信、无线、防灾减灾等七大业务板块，全面布局 ICT 产业链。我们看好公司在企业级 ICT 产业方面的发展潜力和公司后续的混改预期。

◆企业级网络市场前景广阔，锐捷网络差异化定位凸显核心竞争力

公司最为重要的子公司锐捷网络作为国内企业级网络设备龙头，采取“深入场景进行创新，为企业级客户量身定制多种解决方案”的差异化竞争策略，受主要面向电信级市场的其他龙头华为、华三竞争影响较小。过去两年已连续实现30%左右的高速增长，彰显了公司在企业级网络设备领域的高成长性。差异化竞争还体现在锐捷网络创新性地提出了“极简网络”的理念，简化复杂业务流程，在中小企业客户市场获得了快速突破。另外，锐捷2011年便开始投入研发资源进行SDN方面的技术储备和产品预研，目前在SDN方面的技术储备已处于领先地位。

◆围绕 ICT 产业体系持续布局，多领域齐头并进

在持续打造企业级网络设备业务竞争力的基础上，公司积极拓宽经营领域。子公司星网视易深耕数字娱乐，打造了KTV娱乐神器——K米；子公司升腾资讯专注瘦客户机、云终端以及POS业务，是国内领先的桌面云解决方案及支付POS提供商；通过收购四创软件进军防灾减灾信息化市场；收购德明通讯跻身无线通讯领域。公司依托企业级网络业务的核心优势，不断拓展 ICT 多个细分领域，为长期稳定增长奠定了坚实基础。

◆混改持续推进，后续仍然具备较大想象空间

公司作价10亿收购升腾资讯40%和星网视易48.15%的全部剩余股权已过证监会审核。收购完成后，管理层由持有核心业务子公司股份变为直接持有上市公司股份，同时减少上市公司少数股东权益，大幅增厚上市公司业绩，为地方国企改革树立新典范。随着混改的逐步推进，另外三家子公司锐捷网络、德明通讯以及四创软件剩余股权的收购也有望持续推进。

◆首次覆盖给予“增持”评级，目标价 22.5 元

假设年内完成收购，我们预计2017-2019年EPS（摊薄后）分别为0.80元、0.98元和1.22元，对应PE分别为24X/20X/16X，我们看好公司在企业级 ICT 产业方面的发展潜力和公司后续的混改潜力，首次覆盖给予“增持”评级，目标价22.5元。

◆风险提示：新业务发展不及预期；收购标的盈利不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,517	5,688	7,215	9,096	10,954
营业收入增长率	24.02%	25.93%	26.86%	26.06%	20.42%
净利润（百万元）	262	319	469	574	708
净利润增长率	8.52%	21.77%	46.79%	22.43%	23.40%
EPS（元）	0.45	0.55	0.80	0.98	1.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.03%	11.08%	13.81%	14.46%	15.14%
P/E	43	36	24	20	16

增持（首次）

当前价/目标价：19.52/22.50 元

目标期限：6个月

分析师

田明华（执业证书编号：S0930516050002）

0755-82541645

tianminghua@ebsecn.com

联系人

石崎良

021-22169327

shiqil@ebsecn.com

市场数据

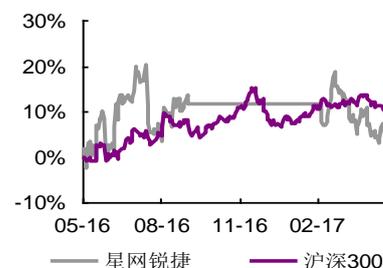
总股本(亿股)：5.39

总市值(亿元)：105.23

一年最低/最高(元)：16.50/22.19

近3月换手率：59.54%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.35	-3.27	-17.74
绝对	16.11	1.57	-0.89

目 录

1、 国内领先的 ICT 解决方案提供商	5
1.1、 多元化布局 ICT 产业链，业务覆盖七大板块	5
1.2、 研发实力强劲，历史财务数据优秀	6
1.3、 地方优质国资企业，混改具备想象空间	8
2、 企业级网络设备前景广阔，锐捷网络具备较强竞争力	9
2.1、 全球范围内企业级网络设备市场发展迅猛	9
2.2、 自主可控大背景下，国产替代前景广阔	10
2.3、 锐捷网络优势突出，差异化定位凸显核心竞争力	10
3、 围绕 ICT 产业链持续布局，多领域齐头并进	14
3.1、 星网视易——深入打造数字娱乐业务	14
3.2、 升腾资讯——桌面云解决方案及支付 POS 提供商	16
3.3、 收购四创软件 40% 股权，进军防灾减灾信息化市场	20
3.4、 收购德明通讯 65% 股权，跻身无线通讯市场	21
4、 盈利预测	24
4.1、 关键假设及盈利预测	24
5、 估值水平与投资评级	25
5.1、 相对估值	25
5.2、 投资评级	25
6、 风险分析	26

图表目录

图 1：星网锐捷七大业务板块.....	6
图 2：星网锐捷分业务毛利率水平.....	6
图 3：星网锐捷主要子公司及孙公司.....	7
图 4：2015 年公司主营业务营收占比情况.....	7
图 5：2016 年公司主营业务营收占比情况.....	7
图 6：2012 年-2016 年公司营业收入及增速.....	8
图 7：2012 年-2016 年公司归母净利润及增速.....	8
图 8：星网锐捷控股股东及实际控制人情况.....	8
图 9：2012-2016 全球交换机、路由器、WLAN 市场规模（单位：百万美元）.....	9
图 10：中国企业级网络市场主要厂商市场份额（2016，Q2）.....	11
图 11：锐捷网络极简网络发展.....	12
图 12：基于 SDN 的 CDN 动态内容回源加速网络方案.....	13
图 13：SDN 广域网链路负载均衡网络方案.....	13
图 14：云课堂增强版解决方案.....	13
图 15：云课堂计算机教室解决方案.....	13
图 16：医疗物联网解决方案.....	14
图 17：魔云 6 KTV 点歌系统.....	15
图 18：多唱 K 吧.....	15
图 19：星网视易 2012-2016 年营业收入及增速.....	16
图 20：星网视易净利润及增速（基于业绩承诺预测）.....	16
图 21：2015 年中国瘦客户机市场主要厂商市场份额.....	17
图 22：中国云计算规模（单位：亿元）.....	18
图 23：POS 发展阶段.....	19
图 24：升腾资讯 2012-2016 年营业收入及增速.....	19
图 25：升腾资讯净利润及增速（基于业绩承诺预测）.....	19
图 26：四创软件 2015-2016 营业收入及增速（单位：亿元）.....	21
图 27：德明通讯产业链构成.....	22
图 28：德明通讯主要产品.....	23
图 29：德明通讯 2014-2016 年营业收入及增速.....	23
图 30：德明通讯 2014-2016 年净利润及增速.....	23
表 1：星网锐捷发展历史概览.....	5
表 2：星网锐捷主要子公司介绍.....	7
表 3：锐捷网络解决方案介绍.....	12
表 4：四创软件分行业解决方案.....	20

表 5：德明通讯产品功能介绍.....	22
表 6：星网锐捷分业务盈利预测.....	24
表 7：可比公司的估值比较.....	25

1、国内领先的 ICT 解决方案提供商

1.1、多元化布局 ICT 产业链，业务覆盖七大板块

福建星网锐捷通讯股份有限公司(原实达网络有限公司)成立于 1996 年,公司于 2005 年实现股份制改革,成立星网锐捷通讯股份有限公司。星网锐捷于 2010 年 10 月成功上市。公司是国内领先的 ICT 应用方案提供商,以网络、通讯技术作为依托,业务覆盖包括教育、政府、金融、娱乐及运营商等众多领域。

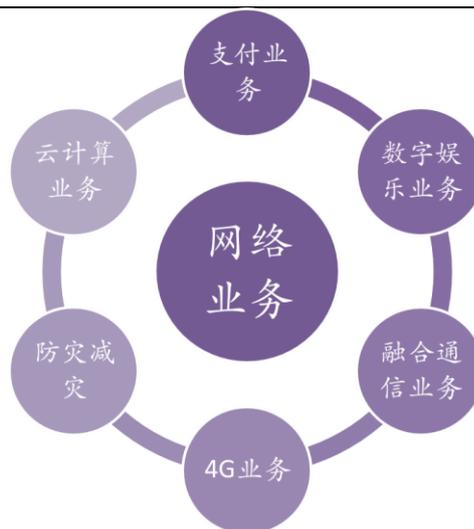
表 1: 星网锐捷发展历史概览

时间	事件
2000 年	实达网络有限公司成立。
2002 年	福建电子信息集团控股实达网络; 升腾资讯正式成立; 升腾软件公司正式成立; 公司无线通信系列产品国内市场占有率达 40%以上。
2003 年	公司启用新品牌“星网锐捷”。
2004 年	公司被信息产业部评为中国软件产业最大规模前 100 家企业"第 55 名"
2005 年	星网锐捷通讯股份有限公司成立; 星网视讯推出了视易星云 KTV 娱乐系统系列产品; 星网锐捷涉足 VOD、GPS 新业务。
2006 年	升腾资讯登顶中国瘦客户机市场第一品牌,其 2006 年度市场占有率近 30%; 锐捷网络在国内率先推出新一代 IPV6 高端核心路由交换机。
2008 年	星网锐捷下一代网络工程实验室成为福建省唯一一家网络通信省级工程实验室; 升腾资讯 ePOS 占据了全国固网支付终端市场 59%市场份额。
2010 年	公司成功在深交所挂牌上市; 公司成为亚运会和世界大学生运动会的主要网络解决方案及服务供应商; 星网视讯推出全球首款 3D 高清智能娱乐系统"魔方"。
2011 年	锐捷网络深度布局云计算产业; 升腾与 VMware 联合发布桌面虚拟化解决方案—升腾 CT Vision; 升腾资讯再次蝉联亚太区(不包括日本)瘦客户机销量排名第一。
2012 年	升腾资讯正式成为中国云计算技术与产业联盟的成员; 星网视讯全球率先推出魔云移动互联网云娱乐系统,首创 K 场、手机、互联网三端的无缝对接。
2013 年	锐捷网络全球首推可同时支持云数据中心和云园区网的核心交换机 Newton、业界最高性能无线 AP 和“云课堂”; 星网视讯推出 K 米。
2014 年	完成对睿云联(厦门)网络通讯技术有限公司的并购; 收购四创软件 40%的股权,进军新兴的防灾减灾信息化市场; 收购德明通讯 60%股权,切入 4G 及通讯上游市场; K 米全国联网 K 场份额达到 90%以上,APP 注册用户超过 300 万; 锐捷网络以 23.34%的占有率领跑中国企业级 WLAN 市场。
2015 年	星网锐捷成立全新控股子公司—福建星网智慧科技股份有限公司; 公司陆续发布腾云宝、星微门、星智装等品牌。
2016 年	锐捷网络中国企业级 WLAN 市场占有率排名第一,市场份额达到 63%; 升腾资讯云 POS 销量突破 50 万台,发布桌面云系统—IVYCloud 威讯云企业版,开启公有云运营服务深耕教育行业; K 米 APP 用户已突破 5000 万,成为中国最大的 K 歌聚会娱乐增值服务运营; 德明通讯自主研发的基于 4G VoLTE 的 VoLTE 固定台产品,实现了对传统 PSTN 产品的完全替换,在车联网领域,德明已占据美国二手车市场定位系统 60%以上份额。
2017 年	收购升腾资讯和星网视讯分别 40%和 48.15%股权

资料来源: 公司官网

围绕 ICT 产业链多元化布局,业务领域延伸至七大板块。星网锐捷通过 20 多年的发展以及通过投资设立与并购的方式,形成了以网络业务为核心,云计算业务、支付业务、数字娱乐业务、融合通信业务、4G 业务、防灾减灾信息与应用服务七大板块,全面布局 ICT 产业链。

图 1：星网锐捷七大业务板块



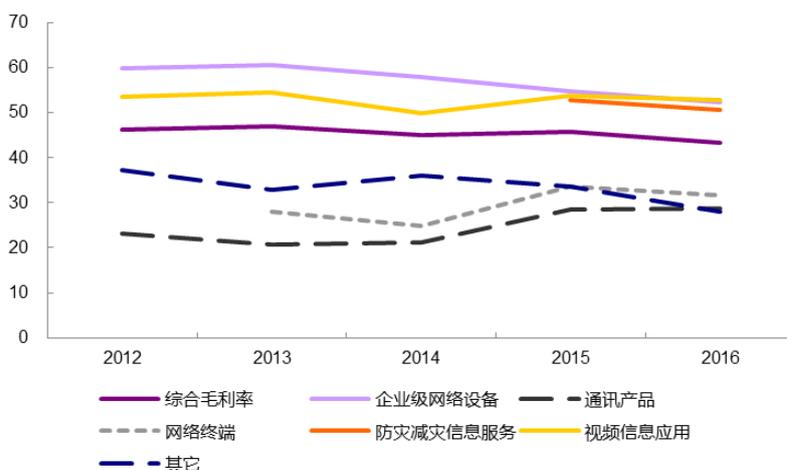
资料来源：公司公告

1.2、研发实力强劲，历史财务数据优秀

星网锐捷研发实力强劲。作为国家首批创新型企业，星网锐捷拥有由福州研究院、武汉研究中心、北京研究中心、上海研究中心、厦门研究中心和成都研究中心六个网络通讯研究中心所组成的网络通讯研究院，拥有3000多人的高素质研发团队和国家级企业技术中心、博士后工作站、国际科技合作基地以及省级工程实验室--福建省下一代网络工程实验室，多次承接国家火炬计划、国家和省级技术创新项目、国家863计划项目。2016年公司研发投入占营收比为13.87%。公司研发投入30%左右用于先进技术的前期研发。

毛利率长期保持较高水平。星网锐捷企业级网络设备毛利率保持在50%以上，持续为公司带来稳定收入。公司的综合毛利率也保持在40%以上，盈利能力保持强劲。

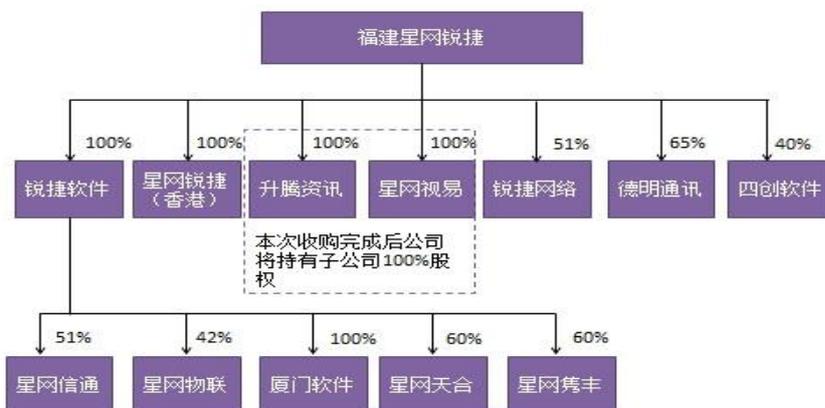
图 2：星网锐捷分业务毛利率水平



资料来源：wind 资讯

公司围绕 ICT 产业链全面布局，营业收入持续稳定增长。星网锐捷通过投资设立与并购多家子公司，围绕 ICT 产业链全面布局。

图 3：星网锐捷主要子公司及孙公司



资料来源：公司公告

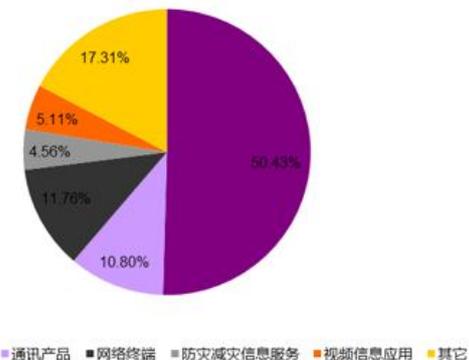
表 2：星网锐捷主要子公司介绍

子公司	设立方式	涉及业务
锐捷网络	投资设立，51%股权	企业级网络业务
德明通讯	收购，65%股权	4G 通信业务
星网信通	投资设立，51%股权	通信相关业务
星网视易	收购，100%股权（收购完成后）	数字娱乐业务
星网互娱	投资设立，51.85%股权	数字娱乐业务
升腾资讯	投资设立，100%股权（收购完成后）	瘦客户机、云计算业务
四创软件	收购，40%股权	防灾减灾信息化
锐捷软件	投资设立，100%股权	软件及其他业务
锐捷安防	投资设立，60%股权	安防监控

资料来源：公司公告

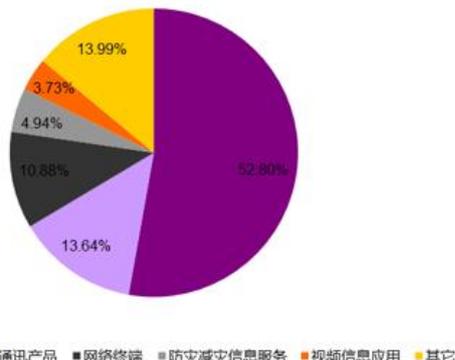
公司收入来源包括企业级网络设备、通讯产品、网络终端、视频信息应用、防灾减灾信息服务等多项业务。企业级网络设备收入设备占总体营收 50%以上，是公司的主要收入来源。

图 4：2015 年公司主营业务营收占比情况



资料来源：wind 资讯

图 5：2016 年公司主营业务营收占比情况



资料来源：wind 资讯

近年来公司业绩优秀，营收与归母净利润持续增长。难能可贵的是，公司 2012 年-2016 年营业收入复合增长率达到 19.52%。

图 6：2012 年-2016 年公司营业收入及增速



资料来源：wind 资讯

图 7：2012 年-2016 年公司归母净利润及增速

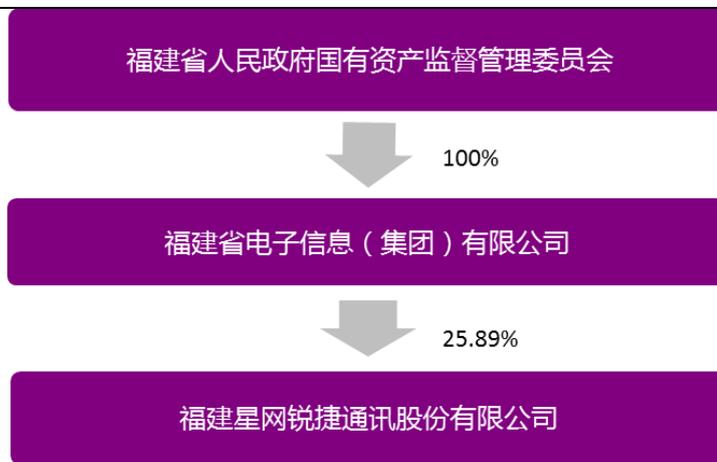


资料来源：wind 资讯

1.3、地方优质国资企业，混改具备想象空间

公司控股股东为电子信息集团，福建省国资委持有本公司控股股东 100% 股权，为公司实际控制人。

图 8：星网锐捷控股股东及实际控制人情况



资料来源：公司公告

已定增收购子公司管理层所持少数股权，后续国企改革仍然具备空间。星网锐捷近期定增收购子公司升腾资讯和星网视易的管理层及自然股东持少数股权事项已过证监会审核。此次收购完成后，管理层由持有核心业务子公司股份变为直接持有上市公司股份，同时减少上市公司少数股东权益，大幅增厚上市公司业绩，为地方国企改革树立新典范。随着国企改革的逐步推进，上市公司不排除未来也将按此类似模式进行股权改革。另外三家子公司

锐捷网络、德明通讯以及四创软件剩余股权的收购也有望持续推进，有助于进一步焕发企业活力，提高企业的运营效率与效益。

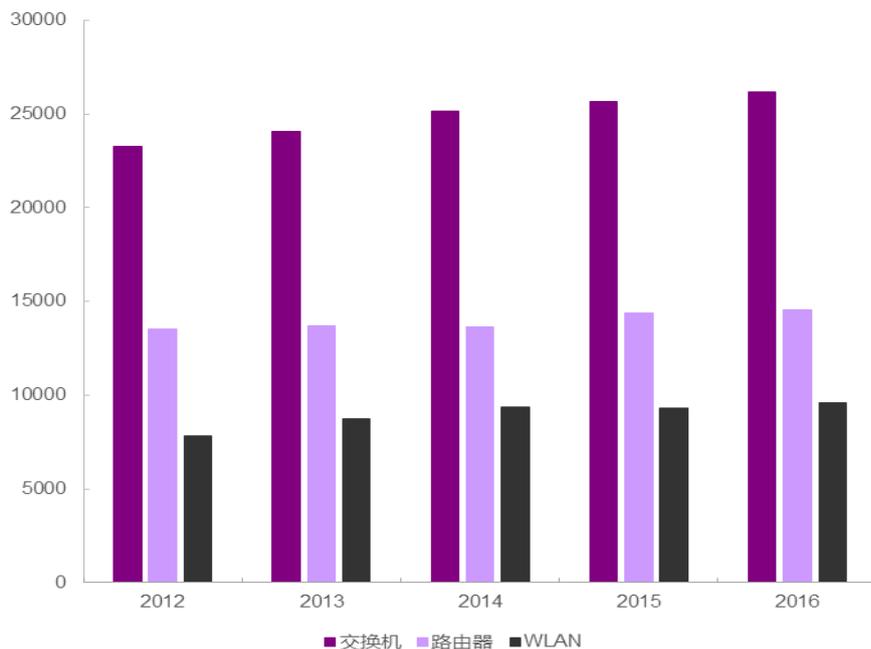
2、企业级网络设备前景广阔，锐捷网络具备较强竞争力

2.1、全球范围内企业级网络设备市场发展迅猛

根据 KPCB 公布的 2017 年《互联网趋势》报告，2016 年全球互联网用户达到 34 亿，渗透率为 46%；互联网使用率稳步增长，同比增长 4%；2016 年中国移动互联网用户数量突破 7 亿，同比增长 12%，中国移动互联网用户每日在线时长合计超过 25 亿小时，同比增长 30%。网络设备市场将直接受益于互联网普及率的提高。

根据 IDC 统计数据显示，2016 年全球交换机市场规模达 261 亿美元，路由器市场规模为 145.8 亿美元，WLAN 市场规模为 96 亿美元。全球交换机、路由器以及 WLAN 市场规模近几年稳定增长，2012 年-2016 年全球交换机和路由器年复合增长率分别达到 6.77%和 9.62%。

图 9：2012-2016 全球交换机、路由器、WLAN 市场规模（单位：百万美元）



资料来源：IDC

同时，随着移动办公和 BYOD 成为各行业发展趋势，企业级网络逐渐成为“刚需”。根据 Dell'oro 报告预测，2015-2020 年全球无线局域网基础设施市场年均复合增长率将达 6%，2020 年整个市场规模达到 124 亿美元，而其中的增长主要来自于企业级无线，其五年的年均复合增长将达到 10%。Grand View 报告预测，到 2024 年全球企业级网络规模将达到 646.3 亿美元，

到 2024 年以太网交换机规模将达到 235.4 亿美元，年复合增长率为 4.5%，其中 40GE 以太网交换机将是增长的主要力量。

从区域来看，亚太地区成为企业级网络市场主要的增长点，其中印度、日本和中国市场将是最重要的推动力。亚太市场的中小企业，多数业务基于网络实现；同时，政府大力推动智慧城市建及金融行业数字化变革，带动企业级网络市场快速发展。

2.2、自主可控大背景下，国产替代前景广阔

从国内市场来看，根据 IDC2016 年第三季度的研究报告显示，2016 年上半年，中国网络市场同比增长 27%，其中，国内交换机市场规模为 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%；WLAN 市场规模达到 2.6 亿美元，同比大增 42.6%。

伴随国家信息安全上升到国家战略层面，国产化对网络安全保障信有着非常重要的作用，而自主可控则成为国产化过程中的重要一环。尤其是政府、军队、金融、轨交等重要企业，更是把自主可控作为评价的首要标准。自主可控大背景下，企业级网络设备市场国产化替换空间广阔，国产替代将成为必然趋势。

预计，随着云计算、大数据、移动互联网的兴起以及网络设备国产化的浪潮下，我国相关企业将充分受益，进一步提升市场份额。

2.3、锐捷网络优势突出，差异化定位凸显核心竞争力

锐捷网络是中国市场占有率前三的企业级网络设备及解决方案提供商，主要从事交换机、路由器、网关等产品和解决方案的研发、服务和销售。公司扎根行业、深入场景进行产品设计和创新，为互联网、运营商、政府、金融、能源、制造、教育、医疗卫生、文化体育、交通等行业用户构建端到端的解决方案，创造全新价值。

重视研发投入，跻身国内市场前列。锐捷网络是国家首批创新型企业，在全球拥有 5 大研发中心，基本形成了以研发中心为核心、开放合作的自主创新体系。锐捷自主研发的产品涵盖了交换机、路由器、无线、云数据中心、云桌面、安全、网关、IT 管理、认证计费、智慧教室、移动应用平台等 11 条产品线。锐捷网络贴近用户应用的创新成果，广泛应用于政府、运营商、金融、教育、医疗、互联网、能源、交通、商业、制造业等行业信息化建设领域，以自主创新打造企业核心竞争力。

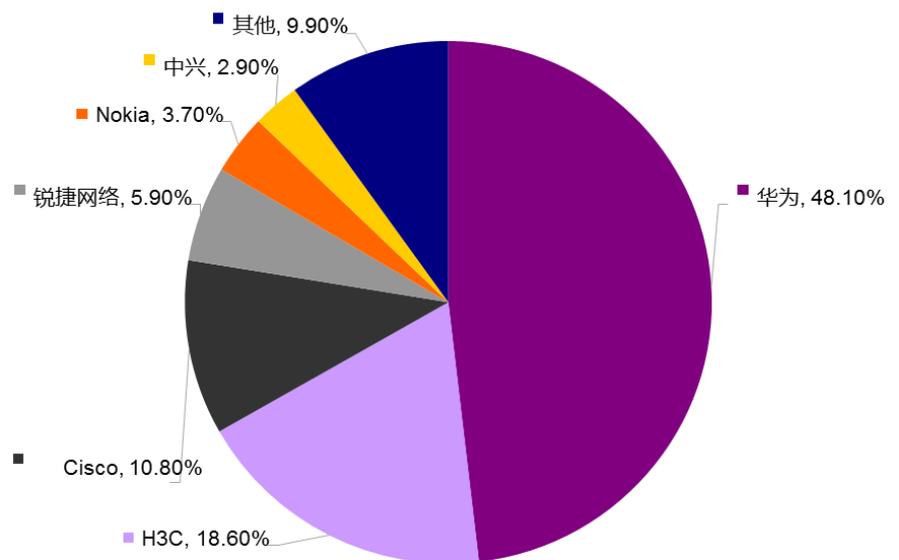
公司注重研发投入，公司共有员工 4000 余名，其中研发人员 2000 多名，公司每年销售收入的 15% 投入到研发之中，30% 的研发经费投入到高端技术的预研。研发人员与研发费用投入的持续增加，有效提升了公司的核心竞争力。公司拥有 1548 项发明专利，居全国企业第 22 位，在网络通讯领域位列前三甲。2016 年，公司全年共申请专利 222 项，其中发明专利 183 项，外观设计专利 14 项，实用新型专利 25 项。锐捷网络“G 比特企业级无线接入技术研发及产业化”项目突破了企业级无线接入设备高带宽、高稳定性和

高安全性的三大技术高地，获得福建省政府颁发的 2015 年度福建省科技进步一等奖。

依托技术与品牌优势，公司产品与解决方案逐步渗透，市场份额在国内企业中保持领先。我国网络设备市场由华为、华三、思科三强领导，且历年数据基本稳定，长期保持 80% 左右的市场份额。激烈的市场竞争中，公司 2016Q2 国内市场份额为 5.94%，居第四位。此外，根据 IDC 发布的《中国 WLAN 市场季度跟踪报告(2015 年第 2 季度)》显示，锐捷网络以 23.34% 的占有率领跑中国企业级 WLAN 市场。

2016 年，在市场增长乏力的大环境下，锐捷网络实现持续逆势大幅增长，全年销售额同比增长 30%。公司自主研发的“车载 Wi-Fi 专利技术”在 2016 年获得全面覆盖，公交、地铁、普快、大巴、轮船、航空等交通行业的中国企业级 WLAN 市场占有率排名第一，市场份额达到 63%；公司发布的 WIS 无线智能服务，实时在线用户数突破 100 万，销量连续 3 年增长超过 100%；其发布的增长云课堂步入 3.0 时代，市场份额达 77.1%，锐捷网络的创新产品与解决方案，已渗透进用户生活的每个方面。

图 10：中国企业级网络市场主要厂商市场份额（2016，Q2）



资料来源：IDC

迎合客户需求，行业解决方案众多，差异化定位凸显核心竞争力。锐捷网络深入场景进行创新，为企业级客户量身定制多种解决方案，涉及交换机、路由器、无线等，涉及制造业、互联网、金融、能源、政府等多个行业，产品差异化优势凸显。公司已为各级政府、800 多家金融企业、2300 余所高校、主要的电力能源企业和 60 余家省市公安用户等提供定制的行业解决方案。

表 3：锐捷网络解决方案介绍

方案	简介	优势
锐捷网络交换机解决方案		
ServiceChain 方案	利用 SDN 的思路赋予网络出口弹性，形成安全资源池化，让用户按需调用	解决了传统网络出口存在的单点故障、性能瓶颈、资源利用率低、功能伸缩性差、运维复杂等问题。
极简网关认证方案	应用于校园网准入认证场景	解决了校园网准入认证的性能不足与网络中断问题，简化运维、提升用户上网体验。
极简设备网方案	应用在弱电新建和改造场景	主要解决大功率终端供电，需单独部署供电系统带来的部署成本高、供电不稳定、运维管理难等问题。
锐捷网络路由器解决方案		
极简广域网方案	应用在金融、政府等行业的广域网，构建从省级至接入点的一体化极简网络	充分满足广域网业务高可靠、高效率，低运维成本的需求。
视频传输解决方案	应用于政府骨干网的视频会议，基于 VDA 技术，创造性地建立业务流处理模型	解决网络中业务干扰和流量突发问题，保障远程视频会议。
极简出口方案	应用于园区网出口场景	通过分布式多业务的网关设备，解决网络出口性能与容量瓶颈问题，简化整个出口结构。
锐捷网络无线解决方案		
无线 NEW 办公解决方案	应用在制造业、互联网、金融、能源、政府和服务业等行业的办公网	带来数字化的先锋办公，云架构、轻运维的灵活办公和强防御、高隔离的安全办公
医疗物联网解决方案	面向医疗行业应用，通过室内物联网基站、ISCP 物联平台，收集和处理各种物联网业务数据	构建智能化的医疗健康业务平台，全面提升医疗服务质量
智分+解决方案	应用在小开间、高密度、多个段的场景中	充分满足宿舍网超高性能和超高并发需求
地铁移动互联网系统 (MMIS) 解决方案	锐捷网络首次采用 802.11ac 技术满足高性能的车地带宽	锐捷研发出了“快速漫游切换”专利技术，达到 ms 级车地快速切换，确保切换过程中数据（趋零）丢包
高密度会展无线解决方案	针对各类会议、展览、演唱会场景	同时满足超高密度、高并发、高性能的无线网络需求，提供专业的服务保障团队
场馆无线解决方案	应用在机场、车站、港口、体育馆等部署区域空旷、接入点偏高、接入数量大场景	锐捷推出了专门面对场馆的 RG-AP520 (DA)，并提供 RBIS 和 MCP 系统实现客流量分析和数据挖掘
零漫游 2 代解决方案	专门针对移动医护业务发布的无线解决方案，综合考虑了医疗行业未来的关键业务问题	保障移动医护业务区域安全性的内外网隔离、对病患进行精准定位的物联网融合等。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

率先提出极简解决方案，快速拓展中小市场。锐捷网络创新性地提出了“极简网络”的理念，简化复杂业务流程。公司极简网络方案包括极简网关认证、极简设备网、极简出口广域网方案、设备传输五大业务。其中，极简广域网解决方案已经广泛应用在金融、政府等行业的广域网，构建从省级至接入点的一体化极简网络。锐捷网络围绕极简需求，基于场景需求不断创新。

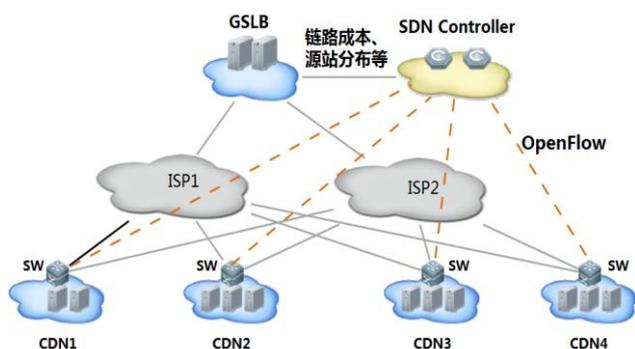
图 11：锐捷网络极简网络发展



资料来源：锐捷网络官网

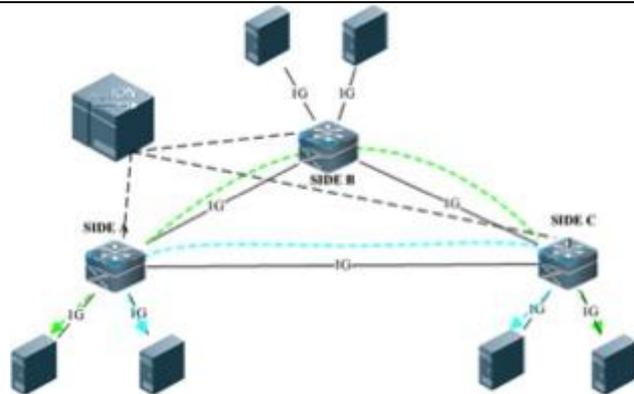
SDN 技术实力突出，成功应用于产品及解决方案。锐捷 2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 方面的技术储备和产品预研,2012 年作为“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始会员之一,参加第一届中国 SDN 高峰论坛,在此后的每年都会参加“中国 SDN 大会”和“全球 SDNFV 大会”,分享并测试展示最新的 SDN 研究成果和方案。锐捷网络已经形成覆盖园区、数据中心和广域网络,基于场景,面向业务的特色 SDN 解决方案。2016 年 2 月,锐捷网络旗下的 RG-N18010 交换机已经正式通过天地互连-全球 SDN 测试认证中心的 OpenFlow v1.3 一致性测试,并荣获由 ONF 颁发的 OpenFlow v1.3 一致性认证。

图 12: 基于 SDN 的 CDN 动态内容回源加速网络方案



资料来源: 锐捷网络官网

图 13: SDN 广域网链路负载均衡网络方案



资料来源: 锐捷网络官网

积极推出新产品及解决方案,云课堂解决方案居行业首位。锐捷网络“云课堂”通过云计算及桌面虚拟化等技术,解决了计算机教室、多媒体教室、老师办公室等教育场景中“效率低、成本高、管理弱、维护难、体验差”的问题,锐捷网络云课堂省市覆盖率超过 97%,每天近 16 万用户实时在线。根据计世资讯 (CCW Research) 发布了《2015 年-2016 年中国云课堂 (虚拟化计算机教室) 解决方案市场研究报告》,锐捷网络云课堂在 2015 年中国虚拟化计算机教室解决方案市场中份额为 77.1%,连续两年位列厂商排名第一。截至 2016 年中旬,锐捷云课堂在全国范围内已经形成规模化应用,共有 3000 多所学校,6000 余间云课堂教室和 250000 余台云终端采用了相关解决方案。随着云课堂 4.0 成功进入主课教学,将进一步巩固锐捷网络的优势地位。

图 14: 云课堂增强版解决方案



资料来源: 锐捷网络官网

图 15: 云课堂计算机教室解决方案



资料来源: 锐捷网络官网

长期深耕医疗卫生行业，医疗信息化建设带来发展契机。锐捷网络深入“互联网+医疗”战略布局，全面建设医疗信息化服务体系，根据用户需求，形成完整的“智慧医疗网络解决方案”架构体系。锐捷网络自主研发的数字化医院网络解决方案已服务于全国 2300 余家医院，在全国三级甲等医院应用 400 余家，结合一线医护人员需求推出的区域卫生信息化解决方案也已在 30 余个省及市卫生信息平台规模应用。同时，截至 2016 年 6 月 25 日，551 所医疗机构部署锐捷 AP，超 112926 间病房、数千个门急诊、输液和手术室覆盖锐捷无线；同时，医疗 IT 运营管理系统已服务于 216 家医院，24 个省及市卫生信息平台，其中 40% 以上为三级甲等医院。锐捷网络坚持场景创新，进一步形成以信息网络为基础的智慧医疗服务体系。

图 16：医疗物联网解决方案



资料来源：锐捷网络官网

3、围绕 ICT 产业链持续布局，多领域齐头并进

公司围绕 ICT 产业链全面布局，业务领域延伸至多个细分领域。公司通过投资及外延方式，形成了以企业级网络业务为核心，云计算业务、支付业务、数字娱乐业务、融合通信业务、4G 业务、防灾减灾信息与应用服务等众多业务板块。其中，公司依靠重要控股子公司升腾资讯、星网视易、德明通讯、四创软件等拓展数字娱乐、网络终端、云支付、防灾减灾、无线通讯等多项业务，各自细分业务领域优势明显。

3.1、星网视易——深入打造数字娱乐业务

星网视易作为成为国内最主要的 KTV 数字影音娱乐解决方案提供商之一，是星网锐捷布局数字娱乐业务的关键所在。星网视易通过软件、硬件、服务三位一体的方式，为广大用户提供数字影音娱乐解决方案，数字娱乐业务下游主要包括 KTV、影吧、酒吧、家庭、小型商用、文化工程、海外七大细分市场。星网视易目前下设两大事业部，分别为数字娱乐事业部和家庭娱乐事业部。其中数字娱乐事业部面向 KTV、影吧、酒吧三大市场提供网络版

—数字影音娱乐解决方案；家庭娱乐事业部面向家庭、军队、小型商用、海外市场提供单体版—数字影音娱乐解决方案。

数字娱乐业务发展情景广阔。根据国家统计局的统计，2015 年全国文化及相关产业增加值为 7,235 亿元，较 2014 年增加 11%，估计到 2020 年中国娱乐消费的市场将达到 5 万亿。而数字影音娱乐作为文化娱乐产业的细分行业，发展前景广阔。伴随着收入增长是人们对于文化、娱乐生活更好的追求，根据支付宝的统计数据显示，2015 年国内市场 KTV 数量达到 10 万家，包厢数量超过 200 万间，总收入达到 3500 亿元，数字娱乐业务将直接受益于文化娱乐产业的发展。

随着消费者对于数字影音娱乐需求的提升，以及娱乐经营场所的竞争加剧，传统的 KTV、酒吧等已经不能满足消费者的需求，娱乐经营场所面临转型升级。以 KTV 为例，一方面，KTV 同质化严重，竞争加剧，人力成本提高，另一方面，消费者开始更加注重唱歌体验，包括点歌系统、包房内互动等服务品质和环境的要求。为了更好的应对竞争以及转型升级，KTV 企业需要通过 KTV 信息化手段，通过提升 KTV 内部软硬件水平，借助融合网络通讯、音视频处理、移动互联、云计算等信息技术，提升自身经营管理水平的同时，充分满足消费者娱乐需求。这一需求给数字影音娱乐解决方案提供商带来了广阔的市场空间。

深耕数字娱乐业务，产业链整合能力突出。星网锐捷专注于研发数字影音娱乐相关产品，目前已经成为数字影音娱乐解决方案供应商，市场范围覆盖中国及东南亚。星网锐捷在 KTV 市场处于领先水平。通过多年的发展，公司形成了点歌机、信息化增值设备、点歌系统、管理系统在内的一整套完整的数字影音娱乐解决方案，有效的提高了客户黏性；另一方面，星网锐捷具有很高的品牌认可度，多年的发展，星网锐捷已经成为国内最主要的 KTV 数字影音娱乐解决方案提供商之一。2014 年-2016 年，星网锐捷年均销售 KTV 机顶盒 14 万台，数字影音娱乐产品销售市场覆盖全国 22 个省、4 个自治区，在 KTV 市场占有重要地位。

图 17：魔云 6 KTV 点歌系统



资料来源：公司官网

图 18：多唱 K 吧

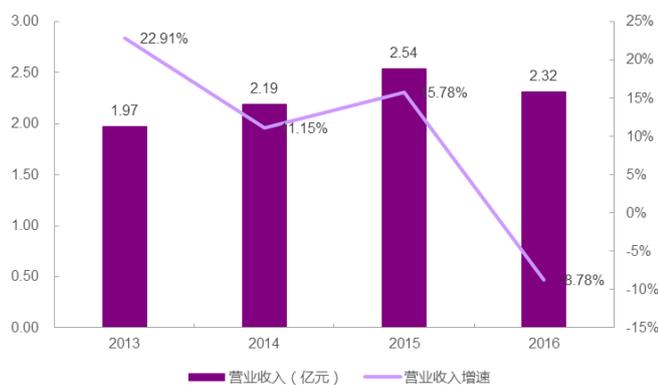


资料来源：公司官网

把握互联网发展趋势，强势进军移动互联网领域。为更好的应对 KTV 转型，把握住互联网发展趋势，星网视易于 2013 年推出 KTV 娱乐神器——K 米，打造横跨 KTV、手机、电视屏幕的 O2O 娱乐新平台，客户端用户数突破百万，高居市场占有率第一；截止 2016 年，K 米 APP 用户已突破 5000 万，连接超 10000 家线下联网 KTV，成为中国最大的 K 歌聚会娱乐增值服务运营商，深度战略合作阿里音乐、滴滴出行、百度糯米等，同时引入电影、游戏、AR、直播等元素打造 KTV 聚会泛娱乐生态。

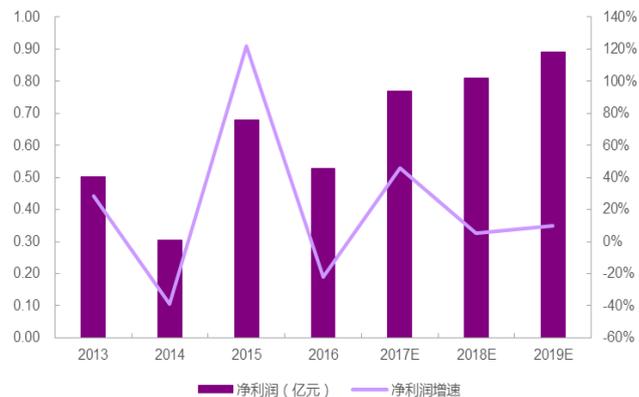
K 米属于 KTV 聚会娱乐增值服务运营商，占据线下 70%KTV 聚会娱乐场景的娱乐系统及管理系统永久运营权，K 米目前已接入线下 14000 家 KTV 的联网运营，拥有 50 万间联网包厢、100 万块联网聚会娱乐场景大屏，占据联网 KTV 市场 90% 的份额，K 米产品主要包括娱乐 KTV、智慧 KTV、K 米魔云 6，其中 K 米魔云 6 创新功能超过 100 项。以 K 米为例的移动互联网业务有望成为公司业务新的增长点。

图 19：星网视易 2012-2016 年营业收入及增速



资料来源：wind 资讯

图 20：星网视易净利润及增速（基于业绩承诺预测）



资料来源：wind 资讯

依托星网视易多年的经验积累以及强大的研发实力和品牌认可度，加上公司 2017 年计划推出魔云 7 系统，公司营业收入 2017 年有望实现进一步增长。

2017 年 6 月 2 日，公司收到中国证监会通知，公司发行股份及支付现金购买星网视易少数股东权益事项获证监会无条件审核通过。此次收购完成后，星网视易将成为公司全资子公司，加码数字娱乐业务。根据业绩承诺，2017-2019 年扣非净利润不低于 2.47 亿，公司利润持续增厚。

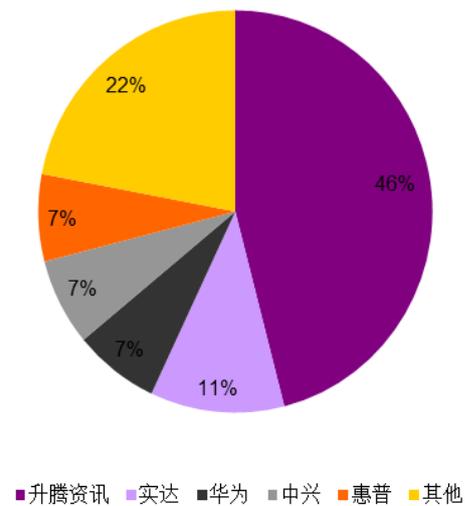
3.2、升腾资讯——桌面云解决方案及支付 POS 提供商

升腾资讯有限公司成立于 2002 年，是星网锐捷控股的核心子公司。升腾资讯是国内领先的云终端、瘦客户机、支付 POS 及“桌面云”整体解决方案供应商。

公司主打产品-瘦客户机采用嵌入式处理器、精简版操作系统和本地闪存接口，是基于 PC 工业标准设计的小型专用商用 PC。与传统 PC 相比，瘦客户机具有信息集中、系统安全、管理高效、高可靠性等应用优势。

根据 IDC 2015 年的统计数据显示，目前国内的瘦客户品牌主要有升腾资讯、实达、华为，升腾资讯作为行业内最早从事瘦客户机研发的企业之一，在瘦客户机市场占有率达到 46%。

图 21：2015 年中国瘦客户机市场主要厂商市场份额

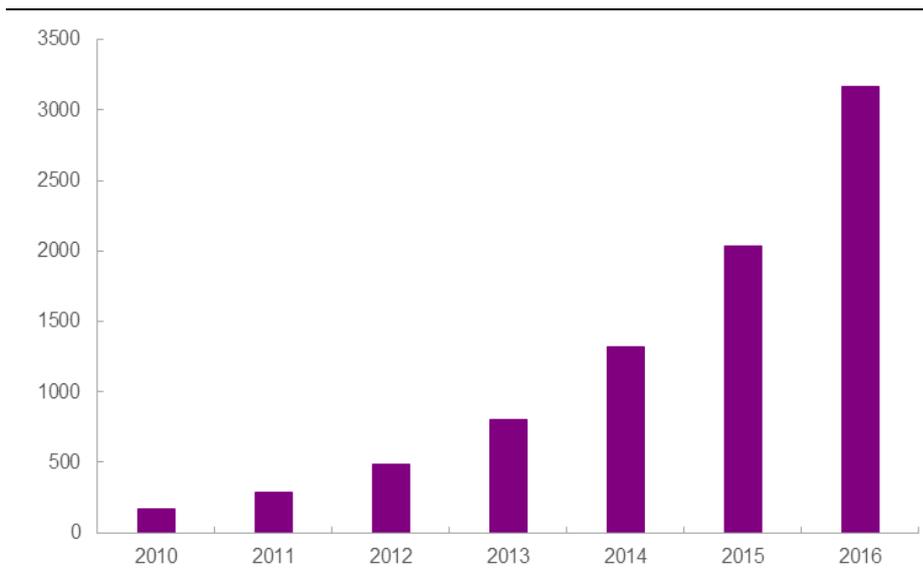


资料来源：IDC

作为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。

云终端：云终端是伴随着云计算技术的发展而出现，云计算的发展给云终端发展带来了无线潜力。根据 Gartner 研究报告显示，截至 2015 年末，全球云计算市场规模已达 1750 亿美元，预计到 2016 年将达 2030 亿美元，同比增长 16.5%，到 2019 年有望突破 3000 亿美元。根据《中国公有云平台白皮书》数据，2016 年国内的云服务市场达 3167.5 亿元左右，同时未来增速将保持在 65% 左右，云终端市场在全球云计算潮流的大趋势下，也将保持高速发展。

图 22：中国云计算规模（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

国际咨询机构 TechNavio 数据显示,全球桌面云市场从 2014 年到 2019 年期间,预计年复合增长率将保持在 32.47%。另外桌面云将在技术、应用、盈利模式上呈现新的发展趋势。

与瘦客户机相比,云终端进一步提升了数据的安全性、节省了硬件维护成本、节能减排,因此云终端的应用范围更广。目前,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。

2014 年-2016 年,升腾资讯云终端(含桌面云解决方案)成功入围中国电信、中国人寿等大型客户,并与华为、福建省星云大数据应用服务有限公司等客户建立合作关系,其云终端业务复合增长率达到 48.09%。凭借对云计算的深刻理解和对市场的精准把握,2016 升腾资讯在多领域取得突破性进展:打造拥有自主知识产权的桌面云系统—IVYCloud 威讯云企业版,实现从虚拟化到云计算的转身,开启公有云运营服务;深耕教育行业,桌面云 2.0 方案覆盖全国近 20 个省市,实现销售额 200%增长。

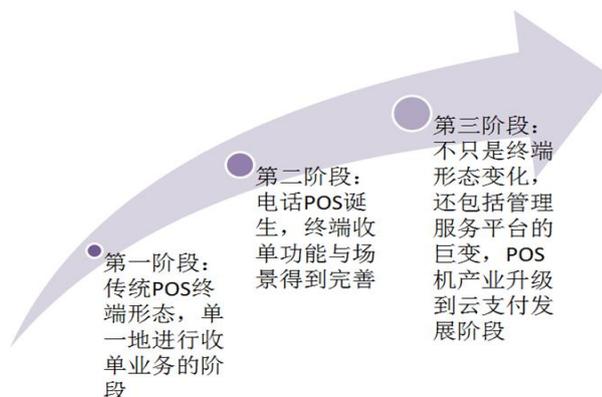
POS 机:从国内市场来看,中国人均 POS 机享有量呈现快速增长的趋势,但是与国外发达国家相比,仍然存在一定差距,预计未来几年,仍将以每年 30%的速度增加。

POS 行业发展主要由如下三种趋势(1)银行卡产业保持平稳增长态势:据中国银联发布的《中国银行卡产业发展报告(2016)》显示,2015 年银联网络转接交易金额 53.90 万亿元,占全球银行卡清算市场份额进一步提高。

(2)移动支付市场暴增,用户支付习惯改变:2015 年以来移动支付的交易规模呈现爆发式增长态势,根据中国电子商务研究中心数据显示,2015 年中国第三方移动支付市场交易总规模达 9.31 万亿元,同比增长 57.30%。(3)创新支付技术,POS 产品更新替代迎来新机遇,以 ApplePay、SamsungPay 为代表的 NFC 支付,以支付宝、微信为代表的扫码支付在消费市场快速发展,得到了消费者的认可。支付 POS 行业迎来更新换代的机遇,传统 POS 不能适应 NFC 支付及扫码支付的新功能,以智能 POS 为代表的新一代 POS

产品将融合新的支付技术，成为 POS 市场的主要支付设备，获得移动支付市场的巨大利润。

图 23: POS 发展阶段



资料来源：公司公告

升腾资讯支付 POS 产品经过多年的发展，已经成长为国内领先的电子支付产品供应商，电话 POS 领域市场占有率位居国内第一。在智能 POS 领域，升腾资讯提前布局，率先进入智能 POS 市场，C960E 智能 POS 产品成为业内首个通过银联智能销售点终端认证智能 POS。截至 2016 年底，各款终端产品累计销量超过 750 万台。其中智能 POS 销量业内遥遥领先，电话 POS 市场占有率、行业覆盖率都位居国内第一。

在智能 POS 基础上，升腾资讯进一步开发了 Cpay 智能云平台，银行、第三方支付运营商、垂直行业合作伙伴、服务商可以通过云支付服务、精准营销、生态圈、大数据、会员管理等商业模式、科技创新，从终端到云端全面实现“终端开放、支付开放、商户开放、数据开放”，为用户与实体商业提供全新的连接与互动方式。

升腾资讯大力投资研发 POS 产品。针对支付 POS 产品，升腾资讯成立了新技术部、上海软件部、深圳软件部，在支付 POS 领域的技术和研发能力达到了同行业先进水平，同时对区块链、大数据等新技术在支付行业的运用进行前瞻性预演。

图 24: 升腾资讯 2012-2016 年营业收入及增速



资料来源：wind 资讯

图 25: 升腾资讯净利润及增速 (基于业绩承诺预测)



资料来源：wind 资讯

此次收购中，公司承诺 2017-2019 年实现扣非归母累计净利润不低于 3.68 亿元，收益法下预测公司 2017-2019 年分别实现净利润 0.94 亿元、1.18 亿元和 1.54 亿元。随着市场规模扩大以及公司市场份额的巩固，公司盈利水平有望进一步提升，业绩承诺将大概率完成。

3.3、收购四创软件 40% 股权，进军防灾减灾信息化市场

星网锐捷于 2014 年收购四创软件 40% 的股权，进军防灾减灾信息化市场。

四创软件致力于国内防灾减灾事业，并为政府提供防灾减灾信息化全面解决方案。与国内同行业内其他企业相比，四创软件是规模最大、研发实力最强、服务范围最广的高新技术企业。

公司产品涉及防汛水利行业、海洋渔业、气象行业以及国土电力行业，四大行业下面同时又细分多个子行业，针对不同场景，公司推出与之相适应的解决方案。

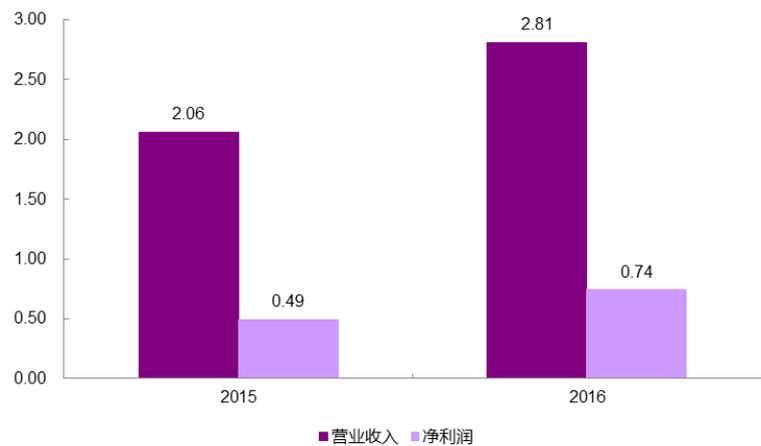
表 4：四创软件分行业解决方案

行业	细分行业	解决方案
防汛水利行业	防汛行业	汛情监测与预警、防汛综合业务、防汛事务管理、防汛专题研究、民生类、移动指挥类
	抗旱行业	旱情信息服务、旱情评测预估、抗旱资源调度、抗旱综合业务管理
	水利工程行业	水库工程、灌区工程、堤防/水系工程
	水文行业	水文信息服务、水文统计分析、水文水资源评价、水文综合管理、流域水文专题应用
	水土保持行业	水土保持业务应用系统
	水资源行业	水资源信息服务、水资源业务管理、水资源调配支持决策、水资源应急管理、移动指挥类
海洋渔业	海洋行业	海洋防灾减灾、海域使用管理、渔业管理、海洋资源类、海洋环境、公众服务类
气象行业	气象行业	气象灾害防御、专业气象服务公众气象服务
国土电力行业	国土行业	地质灾害灾情预警与评估
	电力行业	智能发电调度一体化系统

资料来源：公司官网

四创软件在进一步稳固原有防汛领域领先地位的同时，大力拓展海洋市场。公司承建温州智慧海洋项目，率全国之先将“智慧城市”覆盖到海洋领域，该项目建成后有望成为全国智慧海洋的标杆。

图 26：四创软件 2015-2016 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告

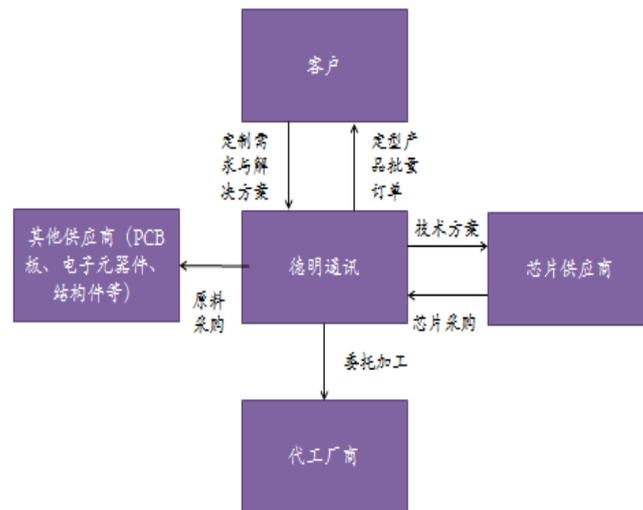
四创软件整体盈利水平增长强劲。股权收购方案中，管理层承诺 2014-2016 年累计净利润不低于 1.55 亿元。四创软件 2014-2016 年度实际累计实现扣非归母净利润 1.58 亿元，超业绩承诺 322.34 万元。2016 年实现营业收入 2.81 亿元，同比增长 36.67%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 49%。

3.4、收购德明通讯 65% 股权，跻身无线通讯市场

星网锐捷于 2015 年 9 月收购德明通讯 65% 股权，跻身无线通讯市场。德明通讯成立于 2003 年，公司一直从事无线通讯终端的研发、设计及生产。在无线通讯技术方面，德明通讯一直紧跟业界先进水平，较为全面的掌握了从 2G 到 3G 无线通讯应用技术，2010 年开始涉入 4G LTE 产品与技术，2011 年起集中主要精力投入 4G LTE 领域。

德明通讯将自身的发展方向定位为“非手机类”移动通信终端领域，通过为客户提供非标准化定制无线通讯终端解决方案，确立自身独特的竞争优势。公司主要产品包括无线多功能网关、电信级无线覆盖设备、远程信息处理终端、便携式无线接入设备以及通讯相关模块。

图 27：德明通讯产业链构成



资料来源：公司公告，光大证研究所

德明通讯上游企业主要包括芯片供应商、电子元器件企业、线路板企业及材料供应商等，下游企业主要为以移动通讯运营商、移动服务提供商和移动设备厂商为代表的定制化无线通讯终端需求方。

表 5：德明通讯产品功能介绍

产品	功能
无线多功能网关	针对企业和家庭用户提供的综合网关，通过 LTE、EVDO 或者 UMTS 无线网络接入互联网，通过 Wi-Fi 接入客户端，满足用户的无线上网需求
电信级无线覆盖设备	具备较为广阔的网络传输能力，能够实现楼宇级的网络覆盖。
远程信息处理终端	远程信息处理终端目前主要应用于车载系统
便携式无线接入设备	通过 LTE、EVDO 或者 UMTS 网络接入互联网，让用户迅速的建立 Wi-Fi 热点
通讯相关模块	专门针对 M2M (machine to machine) 应用设计的无线工业模块，涵盖 LTE、EVDO、UMTS、CDMA 2000、GSM/GPRS 等无线通讯网络制式

资料来源：公司公告

德明通讯产品主要包括无线多功能网关、电信级无线覆盖设备、远程信息处理终端、便携式无线接入设备以及通讯相关模块。其中，无线多功能网关是针对企业和家庭用户提供的综合网关；电信级无线覆盖设备有别于无线多功能网关，其最主要的特性在于具备较为广阔的网络传输能力，能够实现楼宇级的网络覆盖。

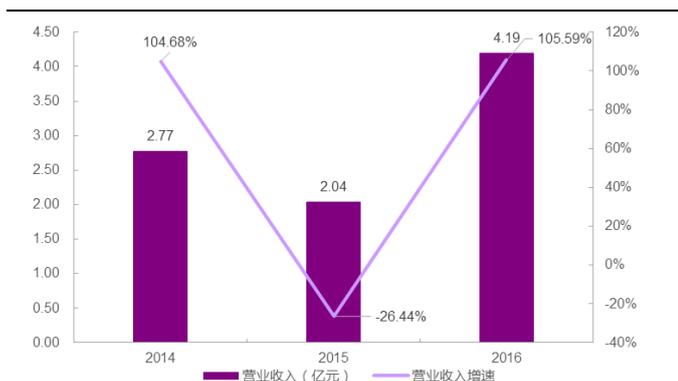
图 28：德明通讯主要产品



资料来源：公司官网

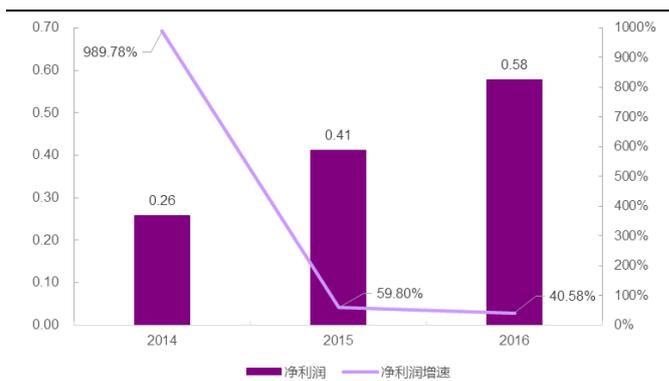
2015 年，德明通讯在海外市场表现抢眼，北美市场年出货量首超百万；2016 年由德明通讯自主研发的基于 4G VoLTE 的 VoLTE 固定台产品，实现了对传统 PSTN 产品的完全替换，作为移动运营商曲线进入固网运营市场的重要项目，已成功中标美国第一大运营商 Verizon，预计 2017 年出货量可达 200 万台以上。

图 29：德明通讯 2014-2016 年营业收入



资料来源：wind 资讯

图 30：德明通讯 2014-2016 年净利润 (亿元)



资料来源：wind 资讯

公司整体盈利增长强劲，超额完成业绩承诺。根据公司收购方案，交易对方承诺德明通讯在 2015-2017 年扣非归母净利润分别不低于 0.45 亿元、0.55 亿元和 0.65 亿元。德明通讯 2015、2016 年分别实现扣非归母净利润为 0.48 亿元，0.58 亿元，超额完成业绩承诺。

4、盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

1、企业级网络设备：鉴于企业级网络业市场持续繁荣，同时考虑公司自身业务的良好发展，公司主营业务将持续继续增长，我们预计 2017~2019 年，公司企业级网络设备收入增速分别为 30%、28%、20%；毛利率稳定在 52% 左右。

2、通讯产品：德明通讯并表后通讯业务增长明显，我们预计 2017~2019 年，公司通讯产品收入增速分别为 50%、45%、35%；毛利率稳定在 25% 左右。

3、网络终端：公司网络终端业务收入较为稳定，我们预计公司 2017~2019 年网络终端业务收入增速分别为 16%、13%、10%；毛利率稳定在 28% 左右。

4、防灾减灾信息服务：公司防灾减灾信息服务业务保持稳定，预计收入增速分别为 38%、35%、30%；毛利率稳定在 50% 左右。

5、视频信息应用：预计 2017-2019 年收入增速分别为 8%、8%、5%；毛利率稳定在 50% 左右。

6、其他业务：预计 2017-2019 年收入增速均为 2%；毛利率稳定在 25% 左右。

表 6：星网锐捷分业务盈利预测

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5687.66	7215.40	9096.07	10953.51
增长率	25.93%	26.86%	26.06%	20.42%
毛利	2464.53	3033.59	3840.20	4619.19
主营毛利率	43.33%	42.04%	42.22%	42.17%
企业级网络设备				
收入	3002.74	3903.56	4996.56	5995.87
增长率	31.81%	30.00%	28.00%	20.00%
毛利	1568.66	2029.85	2598.21	3117.85
毛利率	52.24%	52.00%	52.00%	52.00%
通讯产品				
收入	776.15	1164.23	1688.13	2278.97
增长率	58.96%	50.00%	45.00%	35.00%
毛利	222.59	291.06	422.03	569.74
毛利率	28.68%	25.00%	25.00%	25.00%
网络终端				
收入	619.44	718.55	811.96	893.16
增长率	16.63%	16.00%	13.00%	10.00%
毛利	196.69	201.19	227.35	250.08
毛利率	31.75%	28.00%	28.00%	28.00%
防灾减灾信息服务				
收入	281.19	388.04	523.86	681.01
增长率	36.67%	38.00%	35.00%	30.00%
毛利	142.12	194.02	261.93	340.51

毛利率	50.54%	50.00%	50.00%	50.00%
视频信息应用				
收入	211.90	228.85	247.16	259.52
增长率	-8.30%	8.00%	8.00%	5.00%
毛利	112.02	114.43	123.58	129.76
毛利率	52.86%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务				
收入	796.24	812.16	828.41	844.98
增长率	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利	222.45	203.04	207.10	211.24
毛利率	27.94%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：光大证券研究所

我们测算公司 2017-2019 年营业收入分别为 72.15 亿元、90.96 亿元、109.54 亿元，归母净利润分别为 4.69 亿元、5.74 亿元、7.08 亿元。

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

我们选取网络通信设备 3 家公司作为可比公司：烽火通信、紫光股份、中兴通讯。

表 7：可比公司的估值比较

公司名称	收盘价		EPS			PE			市值 亿元
	2017/6/28	16 年	17 年	18 年	16 年	17 年	18 年		
烽火通信	25.12	0.73	0.98	1.23	34.41	25.63	20.42	263	
紫光股份	58.5	1.07	1.29	1.52	54.67	45.35	38.49	610	
中兴通讯	23.83	-0.57	1.06	1.23	-41.81	22.48	19.37	941	
		平均			15.76	31.15	26.09		
星网锐捷	19.52	0.55	0.8	0.98	35.49	24.40	19.92	105	

资料来源：wind 一致预期；光大证券研究所

结合可比公司 2017 年平均 PE 为 31 倍，考虑到公司业务布局较为多元，保守起见我们给予 17 年 28 倍 PE，对应目标价 22.5 元。

5.2、投资评级

假设年内完成剩余股权收购，按全年并表计算，我们预计 2017-2019 年 EPS（摊薄后）分别为 0.80 元、0.98 元和 1.22 元，对应 PE 分别为 24X/20X/16X，我们看好公司在企业级网络领域的竞争实力以及 ICT 多领域布局的市场前景，同时看好公司的混改潜力，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 22.5 元。

6、风险分析

1、企业级网络设备增长不达预期的风险；

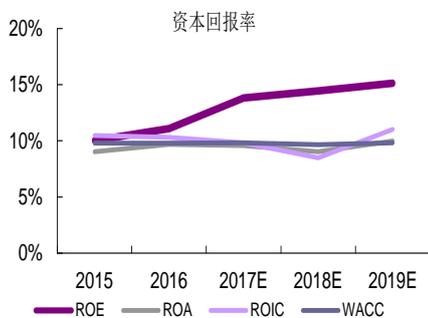
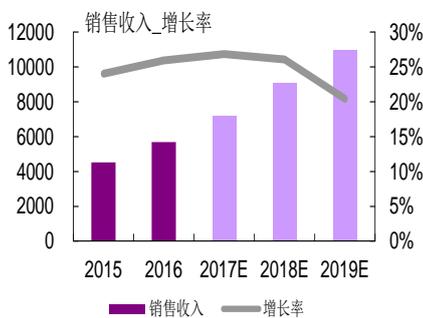
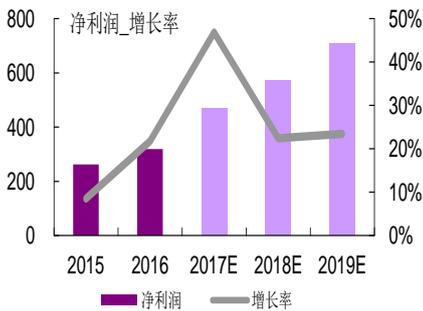
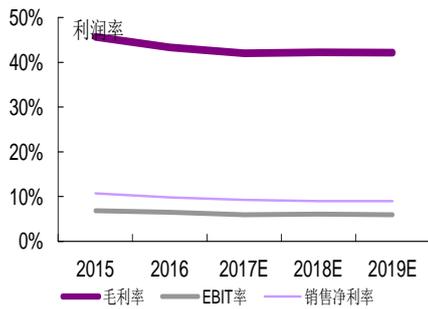
如果企业级网络设备行业竞争加剧，可能导致产品毛利率下降的风险

2、新业务发展不及预期的风险；

如果星网视易 K 米平台变现如果低于预期，将对星网视易的业务发展带来风险；新的支付方式不断出现，对支付 POS 业务发展带来一定风险

3、收购标的盈利不达预期。

如果防灾减灾信息化落地程度低于预期，将对四创软件盈利造成影响；如果 4G 投资下降，5G 进度如果低于预期，将对德明通讯业绩造成影响



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,517	5,688	7,215	9,096	10,954
营业成本	2,453	3,223	4,182	5,256	6,334
折旧和摊销	90	113	85	84	84
营业税费	36	54	65	82	99
销售费用	907	1,091	1,371	1,728	2,081
管理费用	799	957	1,154	1,455	1,753
财务费用	-8	-16	-15	14	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	13	13	13	13
营业利润	315	382	459	551	659
利润总额	528	617	744	911	1,093
少数股东损益	221	238	201	246	275
归属母公司净利润	262.34	319.46	468.93	574.09	708.40

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	5,344	5,750	7,003	9,075	9,851
流动资产	4,068	4,448	5,966	8,123	8,982
货币资金	1,889	2,001	2,246	3,184	3,043
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	960	1,002	2,024	2,565	3,089
应收票据	82	161	164	210	270
其他应收款	60	62	74	364	548
存货	941	1,035	1,495	1,888	2,205
可供出售投资	82	109	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	24	33	33	33	33
固定资产	455	454	382	309	236
无形资产	233	203	193	184	174
总负债	1,969	2,049	2,589	3,841	3,632
无息负债	1,852	1,930	2,589	3,188	3,632
有息负债	118	120	0	653	0
股东权益	3,374	3,701	4,414	5,234	6,218
股本	539	539	583	583	583
公积金	962	987	1,034	1,091	1,138
未分配利润	1,114	1,354	1,776	2,293	2,955
少数股东权益	759	818	1,018	1,265	1,540

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	924	544	200	331	551
净利润	262	319	469	574	708
折旧摊销	90	113	85	84	84
净营运资金增加	42	453	948	1,954	-482
其他	529	-342	-1,302	-2,281	241
投资活动产生现金流	-364	-198	142	13	13
净资本支出	-108	-97	14	0	0
长期投资变化	24	33	0	0	0
其他资产变化	-280	-134	128	13	13
融资活动现金流	-79	-240	-97	594	-705
股本变化	188	0	44	0	0
债务净变化	58	2	-120	653	-653
无息负债变化	524	78	659	599	444
净现金流	483	118	245	938	-141

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.02%	25.93%	26.86%	26.06%	20.42%
净利润增长率	8.52%	21.77%	46.79%	22.43%	23.40%
EBITDA/EBITDA 增长率	62.52%	21.11%	10.42%	23.55%	15.95%
EBIT/EBIT 增长率	79.51%	19.91%	21.82%	28.26%	18.45%
估值指标					
PE	43	36	24	20	16
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	29	25	25	23	18
EV/EBIT	38	33	30	26	21
EV/NOPLAT	41	36	33	29	23
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	4	4	3	2	3
盈利能力 (%)					
毛利率	45.69%	43.33%	42.04%	42.22%	42.17%
EBITDA 率	8.81%	8.48%	7.13%	6.99%	6.73%
EBIT 率	6.81%	6.49%	5.96%	6.07%	5.97%
税前净利润率	11.70%	10.85%	10.32%	10.02%	9.98%
税后净利润率 (归属母公司)	5.81%	5.62%	6.50%	6.31%	6.47%
ROA	9.04%	9.69%	9.57%	9.04%	9.99%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.03%	11.08%	13.81%	14.46%	15.14%
经营性 ROIC	10.48%	10.32%	9.83%	8.48%	11.03%
偿债能力					
流动比率	2.13	2.21	2.29	2.08	2.40
速动比率	1.64	1.69	1.72	1.60	1.81
归属母公司权益/有息债务	22.21	24.12	-	6.08	-
有形资产/有息债务	39.44	42.42	-	12.98	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.45	0.55	0.80	0.98	1.22
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.58	0.93	0.34	0.57	0.95
每股自由现金流(FCFF)	0.40	-0.19	-0.77	-2.32	2.04
每股净资产	4.49	4.95	5.83	6.81	8.03
每股销售收入	7.75	9.76	12.38	15.61	18.79

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田明华，厦门大学工学硕士，曾在华为技术有限公司无线网络部工作1年，2011年开始在买方从事TMT研究工作，主要覆盖通信和移动互联网行业，2014年至今先后在光大证券和西南证券专注通信互联网行业研究，2015年带领研究团队获得第九届卖方分析师“水晶球”通信行业公募第2名，重点研究领域包括无线通信、光通信、北斗及卫星通信、云计算、大数据、流量经营以及物联网领域。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com