

星网锐捷 (002396)

传统业务前景依旧光明，K米打开长期成长空间

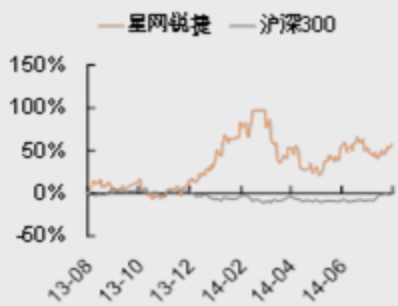
强烈推荐 (维持)

现价：27.57 元

主要数据

行业	平安计算机
公司网址	www.star-net.cn
大股东/持股	福建省电子信息(集团)有限责任公司/28.22%
实际控制人/持股	福建省电子信息(集团)有限责任公司/28.22%
总股本(百万股)	351
流通 A 股(百万股)	351
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	96.79
流通 A 股市值(亿元)	96.79
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	26.75

行情走势图



相关研究报告

- 《业绩增长势头良好，K米发展加速在即》
- 《业绩保持稳步增长，互联网娱乐平台打开想象空间》

证券分析师

符健 投资咨询资格编号
S1060513060002
010-59730720
fujian296@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 全面转型为解决方案型公司，可持续发展能力进一步提升

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。目前公司所有产品线均已实现从硬件提供商向解决方案提供商的转型，以客户需求为导向，打造更具特色、更具竞争力的产品和解决方案，市场竞争力稳步提升，2005-2013 年公司净利 CAGR 超过 30%。

■ 国产化替代进程加速推进，企业网设备发展动力十足

企业网行业极具发展前景，公司营收有望保持较快增长。从趋势上看，我国薄弱的信息化基础和迫切的信息化建设需求决定了网络设备市场的长期发展；从细分领域上看，企业网拥有比电信网更广阔的市场空间和更高的毛利率；从机遇上看，信息安全问题上上升至国家层面将引发国产网络设备市场快速发展。公司技术实力领先，并凭借突出的市场聚焦能力和定制化解决方案，极具竞争优势。此外，公司依托在教育行业的优势，打造数字化校园移动交互平台“微哨”，目前已覆盖全国 49 所高校约 100 万学生，发展前景较为光明。

■ 用移动互联网重新定义 KTV，长期成长空间极具期待

12 年全国 KTV 改造和新增包厢达 88.4 万间，同比增长 38%，行业增长动力依旧可观。但 KTV 娱乐形式十多年来一成未变，导致核心客户群流失，传统 KTV 亟待转型。手机点歌应用不仅能提升点歌的便捷度，还通过联网使 KTV 娱乐形式实现由“单机版”向“网络版”的跳跃式发展。国内 90% 的量贩式 KTV 为单体店，重度分散的行业格局决定了一个统一的手机点歌应用的必要性。而 K 米不仅拥有星网锐捷凭借在 KTV 信息化领域的绝对优势为其打造的护城河，还具备为 KTV 商家创造收银的能力，有望成为行业内统一的手机点歌应用的不二之选。

网络音乐拥有比网络视频更旺盛的市场需求，并与网络视频有相近的发展起点，待版权、盈利模式等问题解决后，网络音乐行业蕴含的巨大潜力将显现，并有望催生出同网络视频行业规模类似的百亿级市值的上市公司。K 米顺应网络音乐行业社交化和 O2O 化的发展趋势，有望在千亿级的音乐市场中占领一席之地，未来增长潜力可观，潜在市值空间达到 100 亿。

■ 维持“强烈推荐”评级，目标价 38 元：

暂不考虑 K 米平台对于收入和利润的贡献，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.89、1.18 和 1.55 元。随着国产替代进程加速和云计算产业兴起，公司未来收入将保持快速增长姿态。参照可比公司 15 年平均估值水平，我们认为公司股价低估明显，维持“强烈推荐”评级，目标价 38 元，对应 15 年 33 倍 PE。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,787	3,276	4,010	4,947	6,171
YoY(%)	5.4	17.5	22.4	23.3	24.7
净利润(百万元)	224	239	312	415	543
YoY(%)	25.2	6.9	30.3	33.2	30.9
毛利率(%)	46.3	47.0	47.9	48.7	49.4
净利率(%)	8.0	7.3	7.8	8.4	8.8
ROE(%)	12.0	11.9	14.1	16.5	18.6
EPS(摊薄/元)	0.64	0.68	0.89	1.18	1.55
P/E(倍)	43.3	40.5	31.1	23.3	17.8
P/B(倍)	5.2	4.8	4.4	3.8	3.3

正文目录

一、国内领先的网络信息技术及综合解决方案供应商	7
二、国产化替代进程加速推进，企业网设备发展动力十足	10
2.1 企业级网络设备市场前景广阔，信息安全升温加速国产替代进程	10
2.2 领先的技术实力+精确把握用户需求，构筑核心竞争力	15
2.3 依托校园网络设备优势，微哨打造数字化校园移动交互平台	18
2.4 市场占有率不断提升，企业网业务营收有望保持较快增长	21
三、云计算产业加速推进，网络终端将显著受益	22
3.1 云计算浪潮兴起，中国市场极具潜力	22
3.2 政策扶持+政府推动，云计算热度快速提升	24
3.3 云计算带来发展良机，瘦客户机前景广阔	26
3.4 定制服务+强强联合，打造瘦客户机亚太领军企业	27
3.5 网络终端业务蓄势待发，有望受益云计算普及进程加速增长	30
四、用移动互联网重新定义 KTV，长期成长空间极具期待	31
4.1 KTV 行业亟待转型，手机点歌模式注入活力	31
4.2 KTV 市场重度分散，必将催生出统一的点歌应用	34
4.3 作为 K 场 O2O 模式的领先者，K 米是手机点歌应用的不二之选	36
4.4 商业模式清晰，变现能力极强	41
4.5 顺应网络音乐发展趋势，K 米在千亿级规模的音乐市场中徜徉	43
4.6 潜在市值空间巨大，保守估计潜在市值有望超 100 亿	47
五、维持“强烈推荐”评级，目标价 38 元	48
5.1 关键假设	48
5.2 盈利预测：净利润年化复合增速将超过 30%	48
5.3 相对估值：估值显著低于行业平均水平，未来估值水平提升空间巨大	49

5.4 重申“强烈推荐”评级，目标价 38 元	50
六、风险提示	50

图表目录

图表 1：公司及子公司布局五大战略领域	7
图表 2：营业收入连年稳定增长（百万元）	7
图表 3：净利保持快速增长（百万元）	7
图表 4：企业网业务室公司最主要的收入来源	8
图表 5：业务结构逐步变化，新业务崭露头角	9
图表 6：综合毛利率不断提升，持续的研发投入对管理费用率形成压力	9
图表 7：全球信息化市场持续增长（亿美元）	10
图表 8：中国信息化发展尚处于新兴阶段	10
图表 9：2020 年中国 ICT 市场规模将超过 6000 亿美元（亿美元）	11
图表 10：网络设备市场可细分为电信级和企业级两个市场	11
图表 11：企业级网络设备在规模上优于电信级网络设备（亿元）	12
图表 12：网络设备商相互对比，企业网设备商拥有更高的毛利	12
图表 13：思科设备广泛应用于中国各要害部门	13
图表 14：外资厂商占据国内企业网设备市场约 50% 的份额	14
图表 15：棱镜门事件后，受国企推迟订单影响，思科收入下降近 10%	15
图表 16：公司十分重视企业网业务的研发投入	15
图表 17：Newton 18000 系列交换机可部署在数据中心、园区网及相关的融合场景	16
图表 18：有效解决应用场景的问题，是“智分”方案的最大优势	17
图表 19：公司为运营商、金融、政府、教育和企业等各行业构建端到端的网络解决方案	18
图表 20：公司在教育网络设备市场占有率居首	18
图表 21：已有的市场基础将对潜在市场产生示范效应	19
图表 22：微哨具备上网认证、消息中心、社交平台、信息查询、应用开发等功能	20
图表 23：微哨已与 49 所高校达成合作	20
图表 24：企业网业务收入不断增长（百万元，%）	22
图表 25：企业网业务毛利率逐步上升（%）	22
图表 24：终端设备是云计算产业发展中必备的硬件设备之一	22
图表 27：全创造和分享的数字信息高速增长，2011 年已达到近 2 ZB (Zettabytes)	23
图表 25：全球云计算市场平稳增长（亿美元，%）	24
图表 26：我国公有云市场高速增长（亿元，%）	24
图表 28：国家多项政策扶持云计算产业	25
图表 29：地方政府纷纷进行云计算战略部署	25
图表 30：与传统 PC 相比，瘦客户机具有突出的应用优势	26

图表 31：中国瘦客户机出货量连年增长（百万台，%）	27
图表 32：公司瘦客户机 07 年国内市占率近三成	28
图表 33：公司瘦客户机 13 年 Q4 国内市占率超五成	28
图表 34：公司瘦客户机业务全球市占率逐步上升	28
图表 35：根据客户（电信营业厅）需求提供个性化解决方案	29
图表 36：公司与国际巨头在云计算领域开展战略合作	29
图表 39：13 年网络终端业务收入出现下滑（百万元，%）	30
图表 40：网络终端业务毛利率呈上升趋势（%）	30
图表 37：KTV 改造和新增包厢连年增长（万间，%）	31
图表 38：KTV 信息化市场规模增速迅猛（亿元，%）	31
图表 39：大众 KTV 遭遇增长瓶颈	32
图表 40：手机点歌不仅仅是点歌方式的转变	32
图表 41：联网娱乐平台打造 KTV 多元化娱乐方式	33
图表 42：网游上市后迅速颠覆游戏市场（亿元）	34
图表 43：部分大型连锁 KTV 已有自身品牌的手机点歌应用，但功能参差不齐	34
图表 44：KTV 市场充分竞争，缺少有突出影响力的巨头（家）	35
图表 45：K 米功能完善，O2O 模式渐成	36
图表 46：K 米商家分布于全国各地	37
图表 47：K 米 APP 集点歌、遥控器、屏幕互动、录音分享等功能于一体	37
图表 48：2012 年视易在 KTV 视频点播市场中竞争力居首	38
图表 49：视易在 KTV 视频点播市场份额居首	38
图表 50：星网视易在 KTV 信息化行业竞争力第一	38
图表 51：发展点歌 APP，K 米具有极强的护城河	39
图表 52：K 米与金鹰网联合举办的《我是歌手》KTV 挑战赛为商家带来明显的效益提升	39
图表 53：联网 K 歌赛和店内 K 歌赛使 KTV 开房率平均提升近 20%	40
图表 54：好乐迪和钱柜的毛利率分别保持在 55% 和 30% 以上	41
图表 55：移动支付可应用于量贩式 KTV 前台收银和超市收银等场景	42
图表 56：K 米盈利模式清晰，发展前景可期	42
图表 57：市场需求上，网络音乐比网络视频更为旺盛（万人）	43
图表 58：版权问题基本解决后，网络视频行业大幅反超网络音乐行业（亿元，%）	43
图表 59：保守估计 13 年网络音乐的潜在市场空间为 270 亿元	44
图表 60：音乐社交潜在用户庞大（亿人）	45
图表 61：数字音乐与线下 KTV 结合，将引爆千亿级市场	45

图表 62：K 米未来可向各类音乐业务发散，充满想象空间	46
图表 63：K 米注册用户数将加速增长（万人）	47
图表 64：可比互联网公司估值	47
图表 65：星网锐捷盈利预测（百万元）	48
图表 67：可比公司 PE 比较	49

一、国内领先的网络信息技术及综合解决方案供应商

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全面的应用解决方案。

公司产品线丰富，五大业务线均以提供系统解决方案为经营战略。公司主要业务包括企业网业务、云计算业务、支付业务、数字娱乐业务和融合通信业务。

公司与子公司各司其职，业务发展拥有独立空间。母公司自身负责通信业务，子公司锐捷网络负责企业级网络设备业务，升腾资讯负责瘦客户机、电子支付等业务，星网视易负责 KTV 解决方案、数字标牌等业务，子公司均由母公司控股。

图表 1：公司及子公司布局五大战略领域

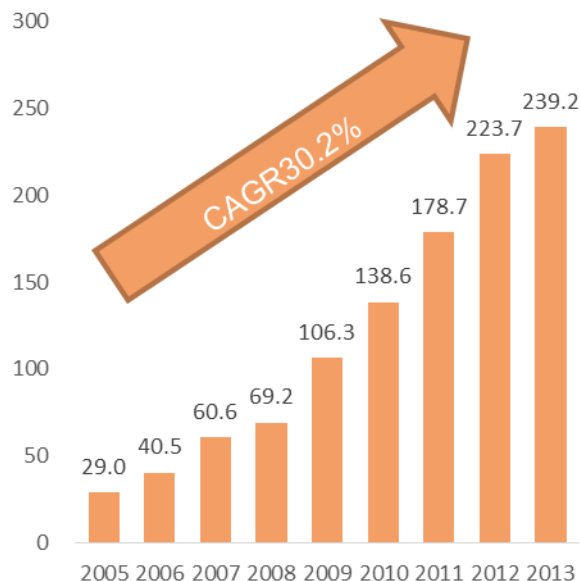
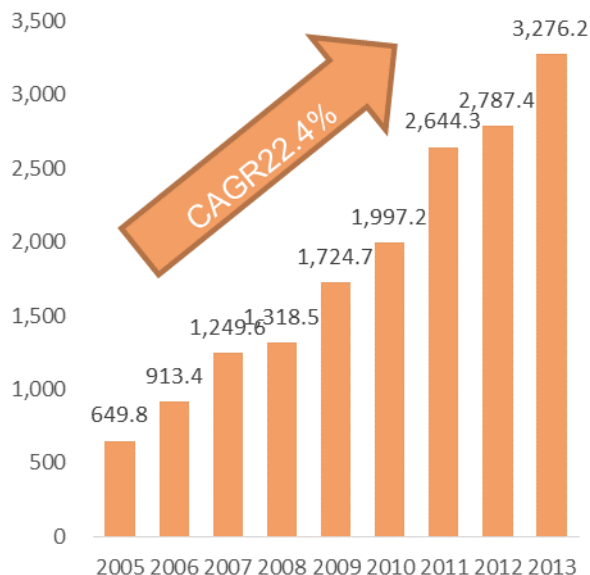


资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司业绩连年保持稳定增长。2005-2013 年公司营收 CAGR 为 22.4%，净利 CAGR 为 30.2%，13 年实现营业收入 32.8 亿元，实现净利润 2.4 亿元。

图表 2：营业收入连年稳定增长（百万元）

图表 3：净利保持快速增长（百万元）

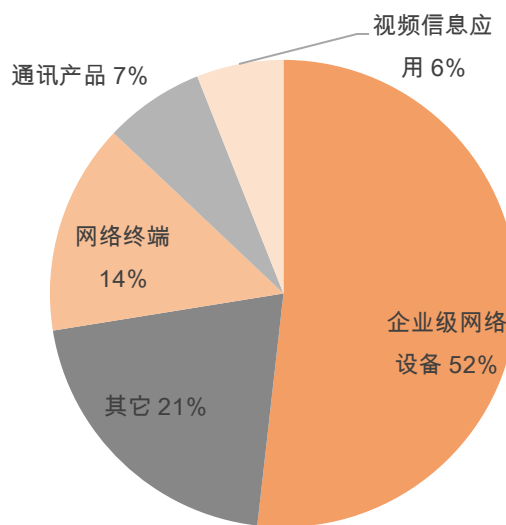


资料来源：公司年报、平安证券研究所

资料来源：公司年报、平安证券研究所

企业级网络设备业务是公司最主要收入来源。2013年，公司营收中的52%来源于企业级网络设备，14%来源于网络终端（瘦客户机），7%来源于通讯产品，6%来源于视频信息应用，余下的21%包括了电子支付、智能楼宇、安防等其他各类业务。

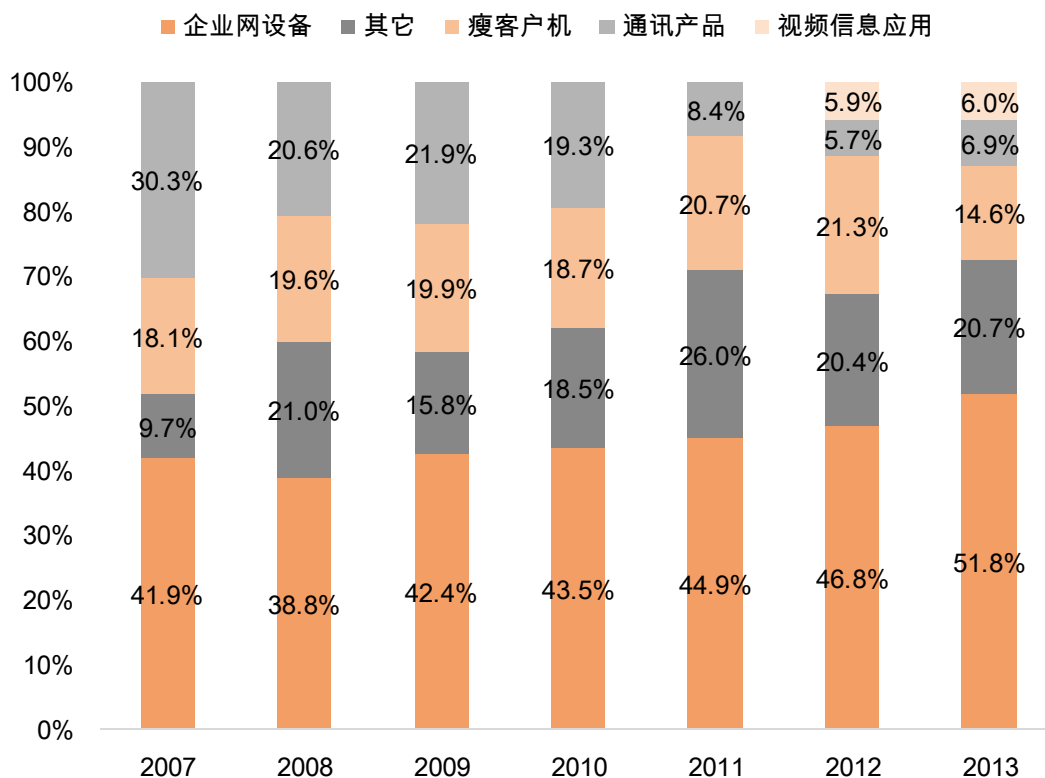
图表 4：企业网业务是公司最主要的收入来源



资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司各业务比重逐步变化，新业务崭露头角。从2007年至今的业务结构变化情况来看，企业网业务一直占据公司第一大收入来源，且业务占比呈上升趋势；通信产品占比缩水最大，已从07年的30%跌落至13年的7%；瘦客户机业务占比相对稳定，但13年其公司将统计口径改为网络终端，标志着公司在该领域的战略转型；12年开始将视频信息应用业务单独统计，目前业务占比保持在6%的水平，未来将是公司重点发展的领域。

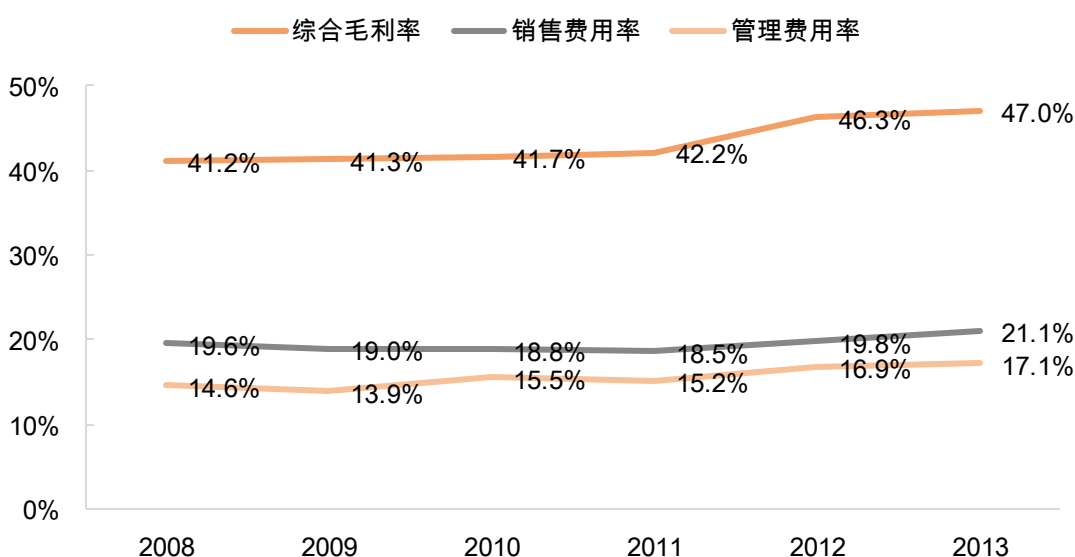
图表 5: 业务结构逐步变化, 新业务崭露头角



资料来源: 公司年报、平安证券研究所 (注释: 其他类业务主要包括支付、安防等业务)

综合毛利率不断提升, 持续的研发投入对管理费用率形成压力。公司 13 年综合毛利率为 47.0%, 保持持续上升趋势, 主要源于产品结构的不断调整以及各产品线不断加强的成本控制。费用率方面, 销售费用率基本稳定在 19% 左右的水平, 13 年因公司加大市场拓展力度而略有提升; 公司的管理费用以研发费用为主, 呈逐年上升趋势, 反映了公司对技术创新的重视。

图表 6: 综合毛利率不断提升, 持续的研发投入对管理费用率形成压力



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

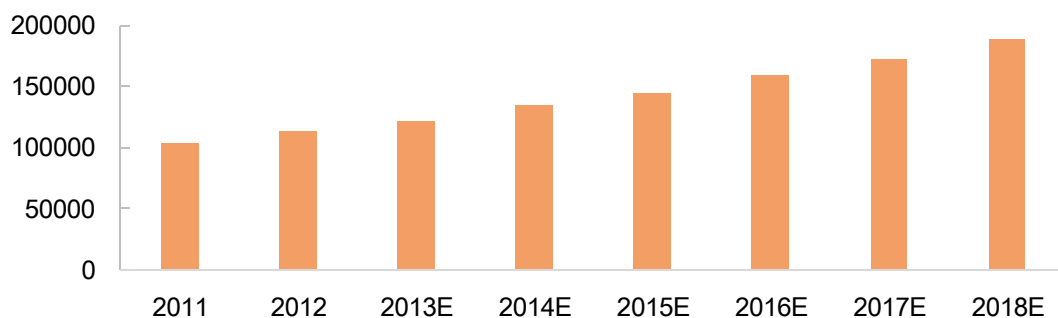
二、国产化替代进程加速推进，企业网设备发展动力十足

2.1 企业级网络设备市场前景广阔，信息安全升温加速国产替代进程

■ 趋势上，我国薄弱的信息化基础和迫切的信息化建设需求决定了网络设备市场的长期发展

全球信息化产业规模稳定增长。ICT（信息通信技术）产业发展情况可以用于衡量一个国家或地区的信息化发展水平。根据华为的一份调研显示，2013年ICT市场总空间预计将达到1,239亿美元，到2018年将增长至1,937亿美元，13年到18年的CAGR为9.3%，保持稳定增长。

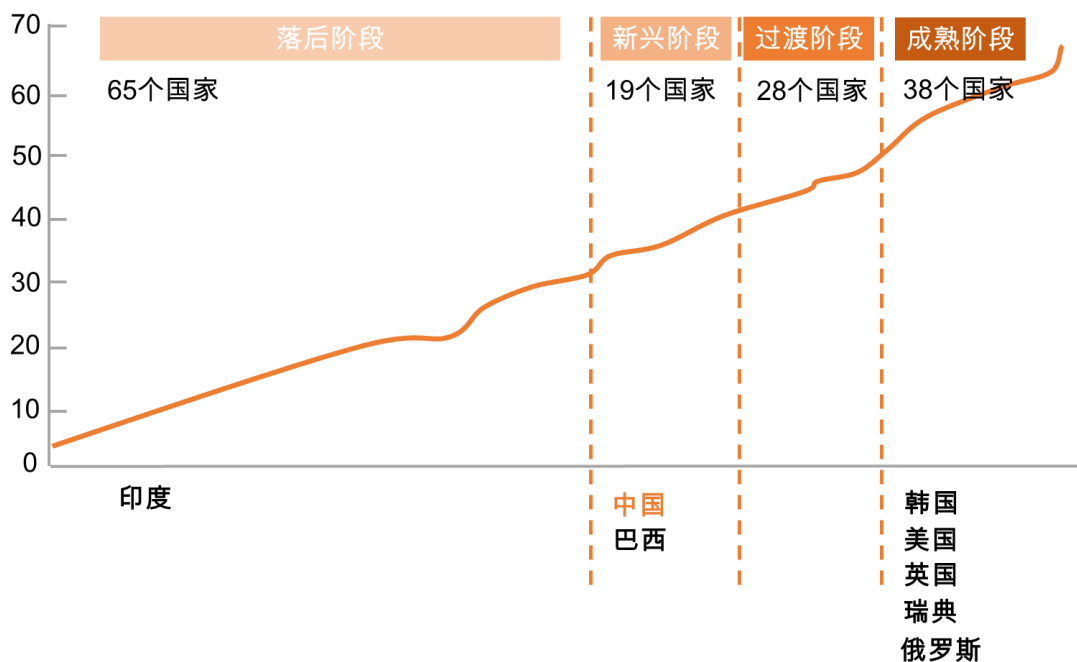
图表 7：全球信息化市场持续增长（亿美元）



资料来源：通信产业网、平安证券研究所

但与此同时，我国的信息化发展水平还相对滞后。根据国际电信联盟发布的《2012年衡量信息社会发展》报告，按照由11个指标汇集而成的信息和通信技术发展指数来衡量，韩国是信息通信技术最发达的国家，中国78名，显然仍处于中下游水平。而世界经济论坛发布的《2012年全球信息技术报告》，用6个一级指标和23个二级指标来衡量150个国家的数字化（Digitization）发展阶段，其中中国处于新兴阶段，意味着中国在信息服务的能力和可靠性上仍低于标准值。

图表 8：中国信息化发展尚处于新兴阶段

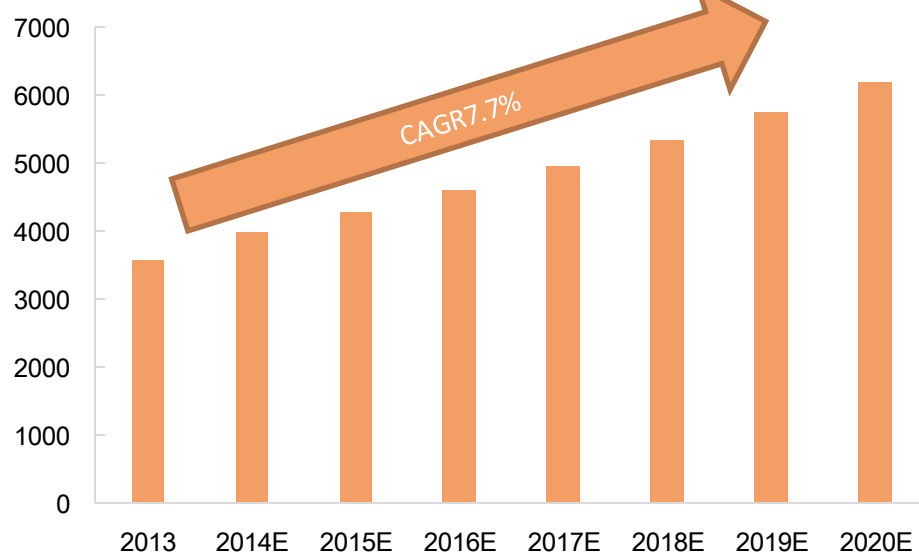


资料来源：世界经济论坛：《2012年全球信息技术报告》、平安证券研究所

增长助力，需求拉动，国内信息化发展前景广阔。在全球掀起信息化发展浪潮，国内加快转变经济发展方式的背景下，十八大将信息化与工业化、城镇化、农业现代化并行同步提出，表明其在经济社会发展中的地位和作用，国内信息化产业也迎来了新的发展阶段。此外，随着政府一系列产业信息化扶持政策的出台以及我国经济的发展，信息化已经成为行业发展必不可缺的一环，政府与企业信息化应用的范围也越发广泛、深入。

IDC 预计 2014 年中国 ICT 总体市场规模将达到 3,967 亿美元，比 2013 年增长 11.1%，预计到 2020 年中国 ICT 市场总量将达到 6023 亿美元，2013-2020 年 ICT 市场累计总量规模将达到 3.8 万亿美元，年均增长率达到 7.7%。在国内信息化规模不断增长的进程中，提供路由器和交换机等信息化设备的星网锐捷将受益。

图表 9：2020 年中国 ICT 市场规模将超过 6000 亿美元（亿美元）

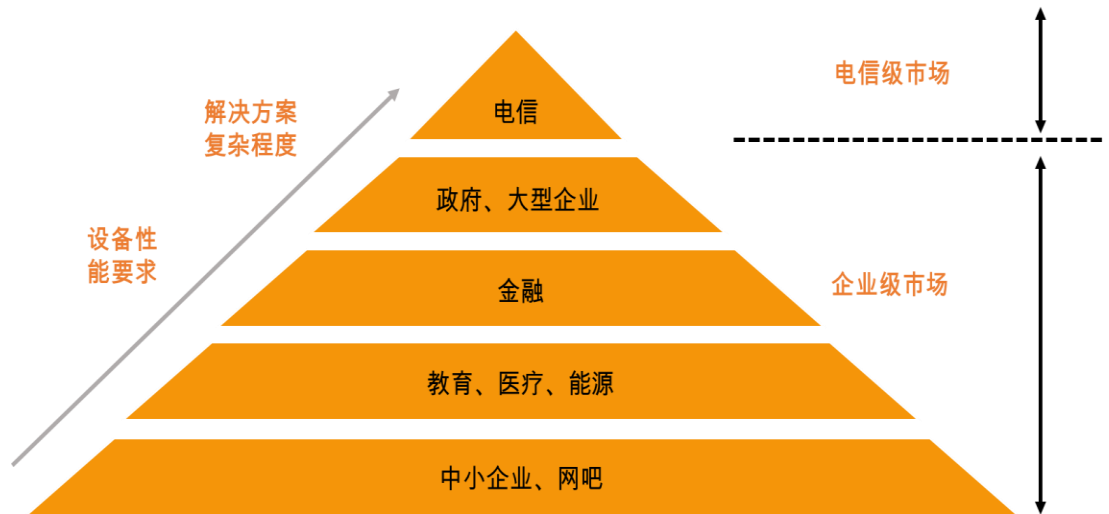


资料来源：IDC、平安证券研究所

■ 细分领域上，企业级比电信级更具成长空间

网络设备分为电信级和企业级。网络设备泛指构建整个网络所需的数据传输、路由、交换等设备。广义网络设备包含路由器、交换机、网络安全设备等，狭义网络设备仅指路由器和交换机。网络设备市场按照解决方案复杂程度、设备性能要求、单一客户价值量等特点划分，主要分为电信级网络设备市场和企业级网络设备市场。

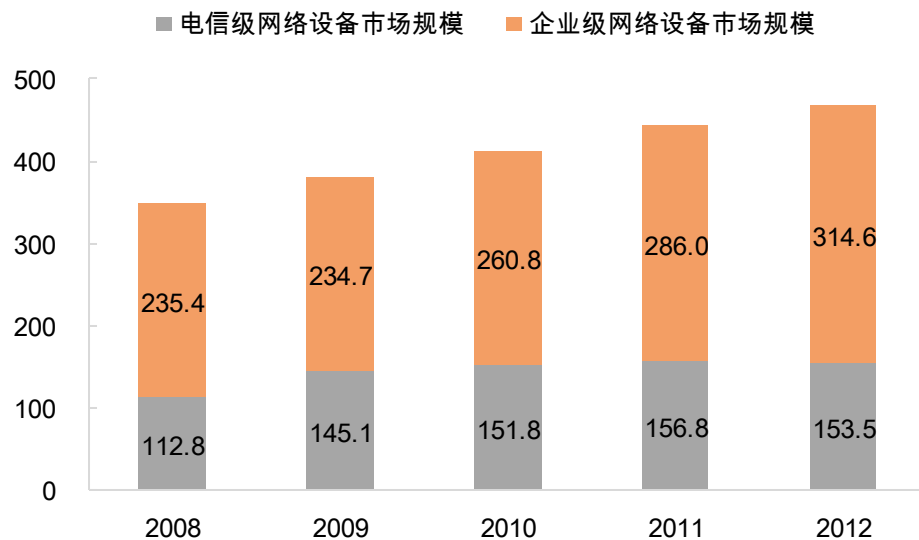
图表 10：网络设备市场可细分为电信级和企业级两个市场



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

企业级网络设备具有更为广阔的市场前景。从规模来看，根据计世资讯的统计和预测，2012年中国企业级网络设备市场规模达到314.6亿元，而电信级网络设备2012年的市场规模仅为153.5亿元，规模不及企业级的一半。

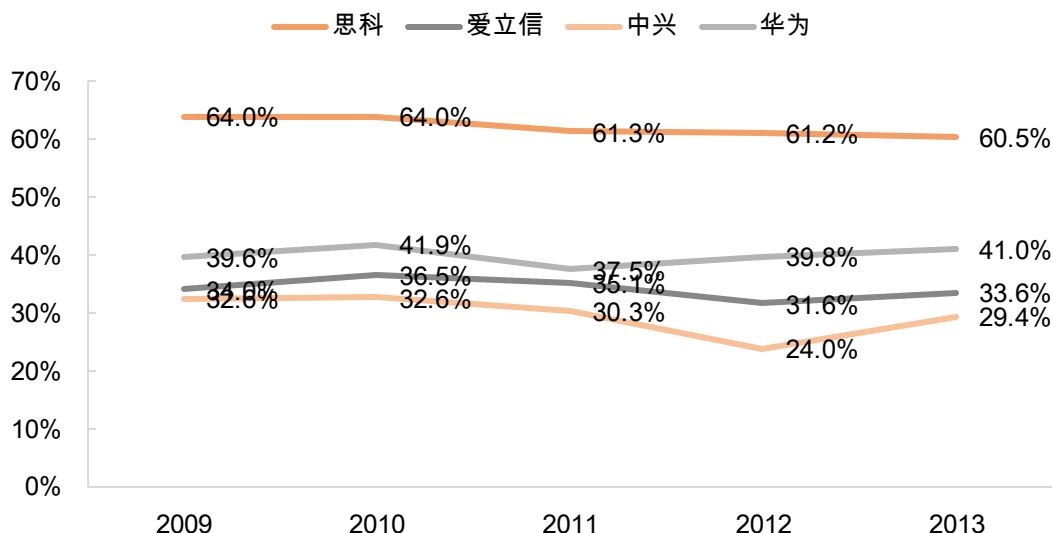
图表 11：企业级网络设备在规模上优于电信级网络设备（亿元）



资料来源：计世资讯、平安证券研究所

企业网设备的拥有更为诱人的高毛利。企业网行业的龙头企业思科一直以来毛利率都维持在60%以上，而电信设备行业的龙头企业华为和爱立信的毛利率只有30%-40%左右，而中兴则相对更低，一般只有30%，不到企业网设备商毛利率的一半。

图表 12：网络设备商相互对比，企业网设备商拥有更高的毛利



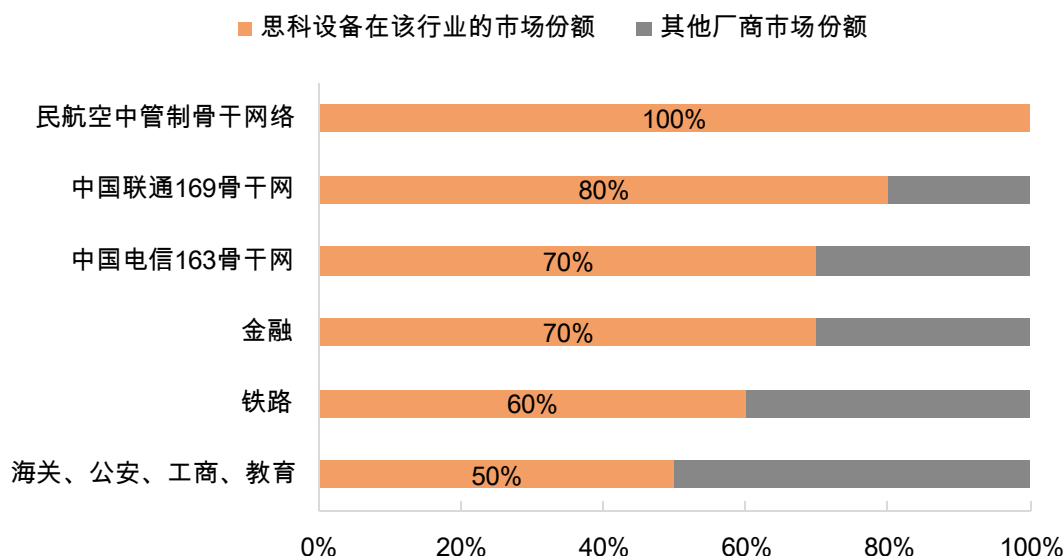
资料来源：Wind、华为年报、平安证券研究所

■ 机遇上，信息安全问题上升至国家层面将引发国产网络设备市场持续快速增长

“棱镜门”事件曝光，矛头直指思科等外资网络设备商。2013年6月“棱镜门”事件爆发，引起全球范围内的担忧。而“爆料者”斯诺登在接受香港媒体《南华早报》的采访时称，美国自2009年就开始对中国的进行监控，并提及美国国家安全局通过攻击骨干网直接获取数十万台电脑的通信情况，而骨干网就类似一个大型的“网络路由器”，矛头直指以思科为代表的外资网络设备商。

思科设备广泛应用于中国要害部门，信息安全形势堪忧。而据资料显示，思科2012年在中国骨干网拥有超高的市场份额，其占据着中国电信163骨干网70%以上的份额，而在中国联通169骨干网的份额更是达到了80%以上。此外，思科的网络设备还广泛用于中国的金融、政府、铁路、民航、医疗、军警等要害部门，根据中国产业信息网2013年的数据，在金融行业，中国四大银行及各城市商业银行的数据中心全部采用思科设备，思科占有中国金融行业70%以上的份额；在海关，公安、工商、教育等领域，思科的份额则超过了50%；在铁路，思科的份额达到了60%；在民航，空中管制骨干网络全部为思科设备。

图表 13：思科设备广泛应用于中国各要害部门

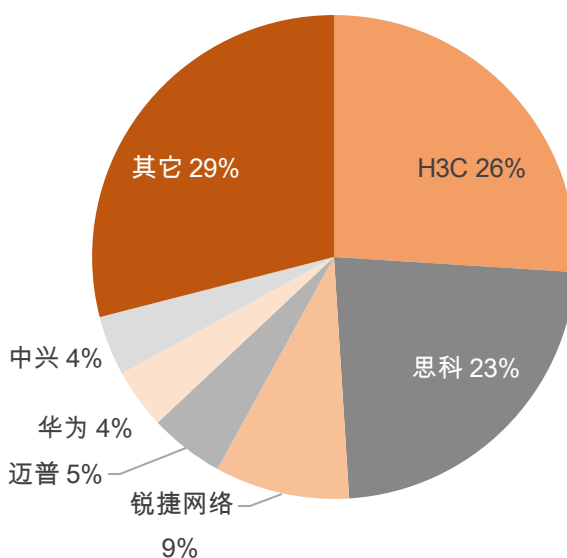


资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

信息安全上升致国家战略高度。2014年2月27日由习近平总书记亲自担任组长的中央网络安全和信息化领导小组宣告成立，这一最高规格的信息安全领导机构标志了中国的信息安全产业已经被提升到了国家战略的高度，更彰显了政府在维护中国的国家利益、推动信息产业有序发展的决心。

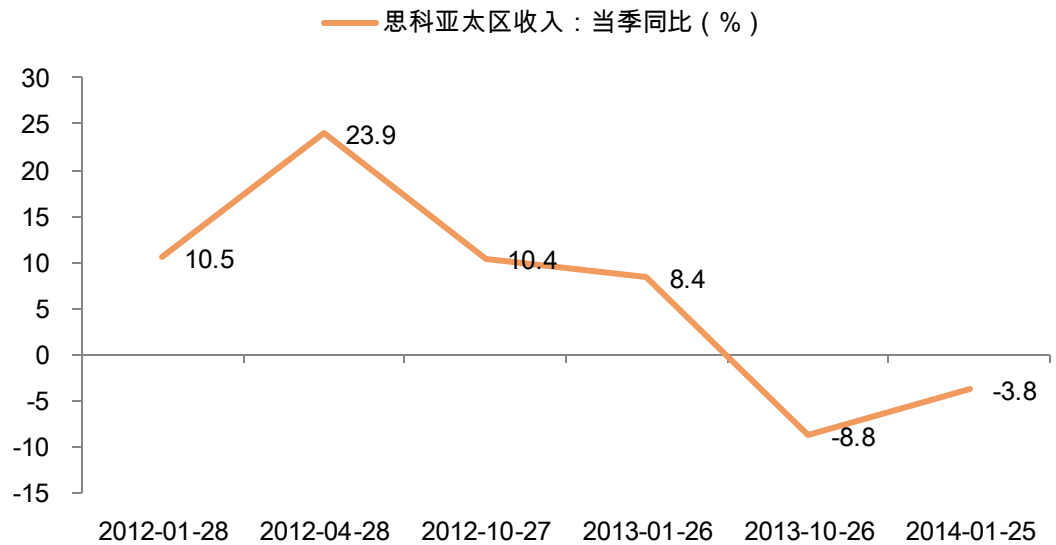
网络设备国产化替代进程有望加速。随着网络安全问题的持续发酵，国内网络设备客户开始出现“去思科化”的现象。作为思科在国内的传统用户之一，中国电信在2013年7月结束了2013年第一批IP设备集采，项目包括高端的核心路由器、单列的数据中心交换机、大量的中低端IP产品。但与往年不同的是，作为保留的传统优势项目，思科在核心路由市场彻底败北、颗粒无收，2013年底思科在亚太区的收入开始出现8.8%的下滑。而根据计世资讯的数据，2011年的国内企业网设备市场，被外资厂商H3C、思科等占据约一半的市场份额。随着国产化替代的加速推进，以锐捷网络为首的国内企业网设备商将逐步取代外资厂商的份额，未来增长空间值得期待。

图表 14: 外资厂商占据国内企业网设备市场约50%的份额



资料来源：计世资讯、平安证券研究所

图表 15: 棱镜门事件后, 受国企推迟订单影响, 思科收入下降近10%



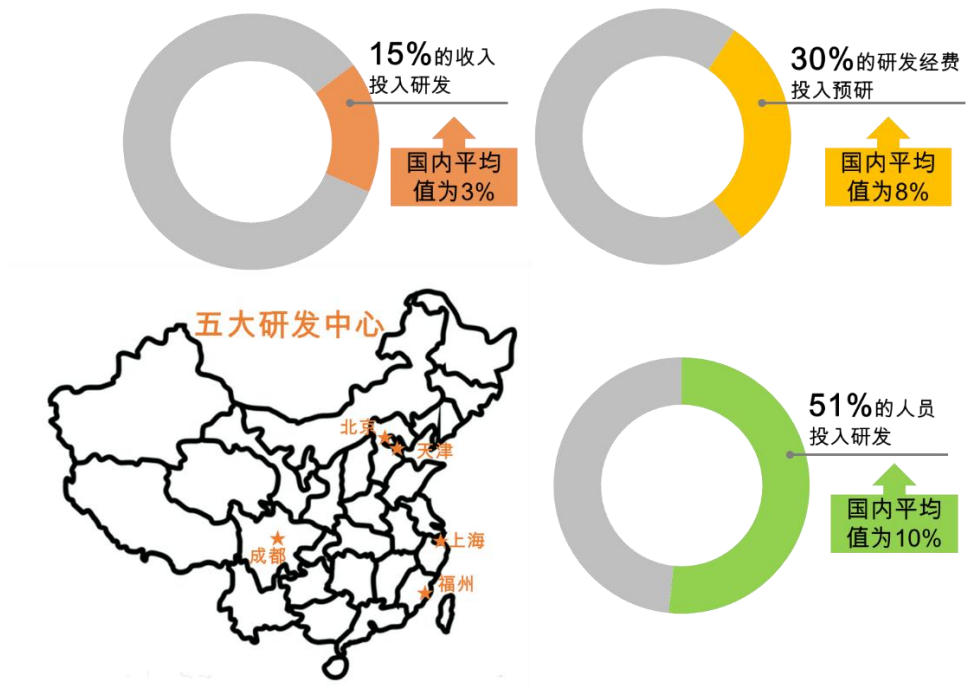
资料来源：Wind、平安证券研究所

2.2 领先的技术实力+精确把握用户需求, 构筑核心竞争力

■ 技术实力在业界处领先地位

注重研发投入, 是数据通讯领域中国首批“创新型企业”。公司十分注重自主研发和技术创新, 锐捷网络研发投入占销售收入的 15%, 其中 30% 的研发经费用于预备研发, 超过 50% 的人员投入到研发领域, 各方面的研发投入力度均远超全国平均水平。2012 年, 星网锐捷累计专利申请总数达 1435 项, 其中企业网业务领域的专利申请量 1158 件, 占公司专利申请总量的 80% 以上, 代表了公司的核心研发实力。2008 年, 锐捷网络等 91 家企业被科技部、国务院国资委和中华全国总工会正式命名为中国首批“创新型企业”, 成为数据通信领域唯一一家上榜企业, 享受到国家在政策支持、资源配置以及人才培养等多方面的倾斜。

图表 16: 公司十分重视企业网业务的研发投入

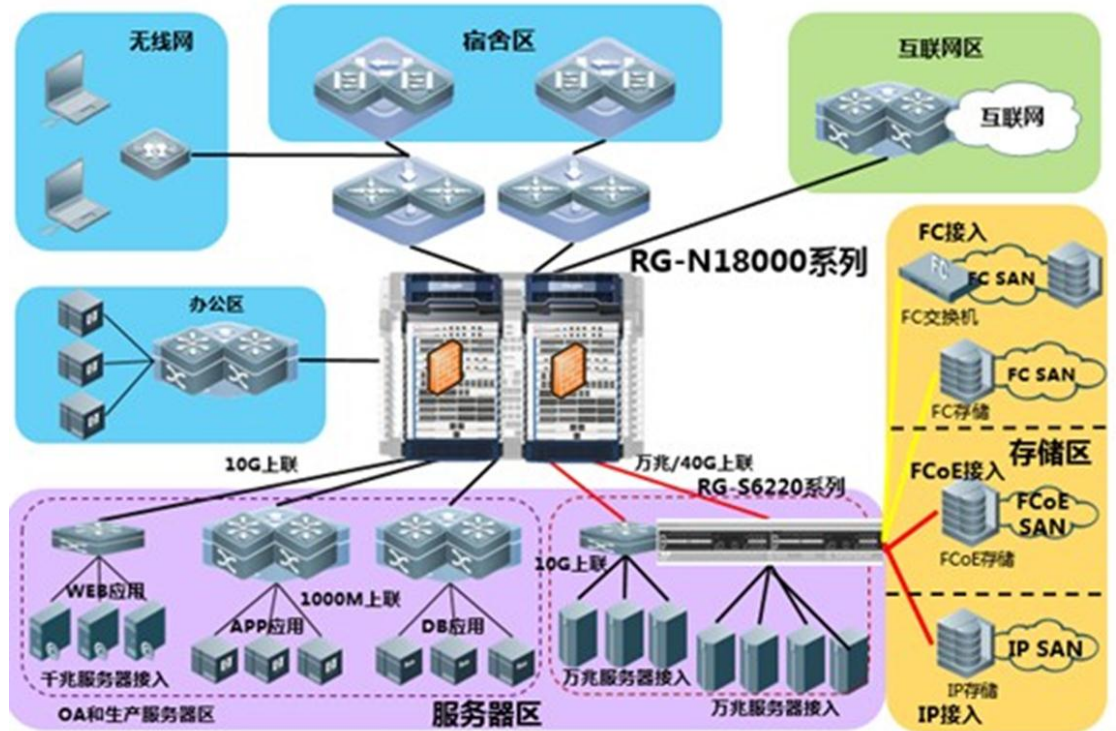


资料来源：公司官网、平安证券研究所

企业网产品在业界处于技术领先地位。在企业 and 数据中心网络领域，全球首推可同时支持云数据中心和云园区网核心交换机 Newton 18000 系列核心交换机，可以降低 60% 的维护成本及 30% 的组网成本，使用户的新业务开展和业务升级效率提升 90%，引领企业网建设的新方向；在无线网领域，于 2013 年发布第二代无线智分解决方案，一举奠定了锐捷网络在无线宿舍网市场无可争议的领先地位，并于 2014 年 7 月升级到第三代，用户容量和速度提升 8 倍，用户体验进一步优化，继续保持领先优势。

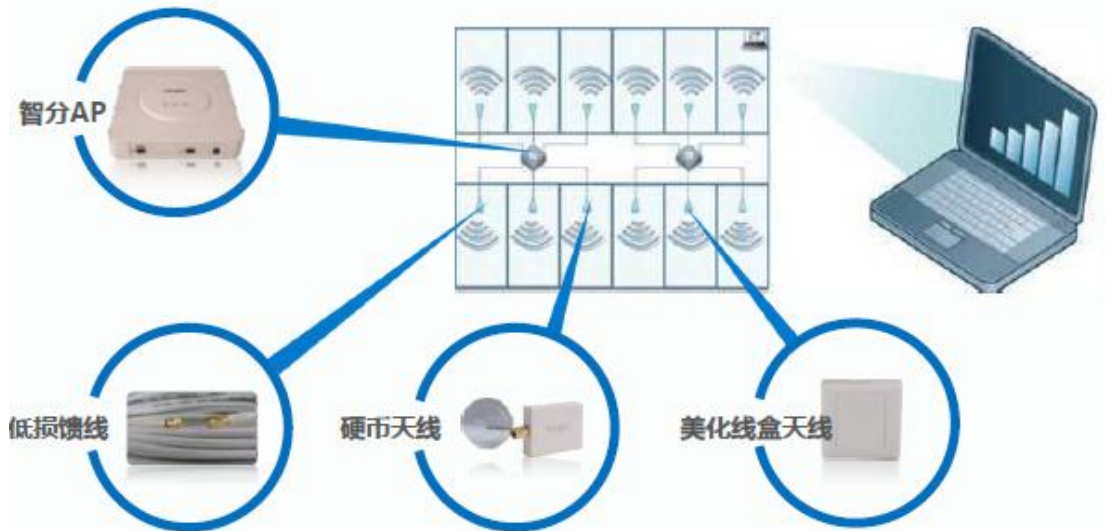
图表 17: Newton 18000 系列交换机可部署在数据中心、园区网及相关的融合场景

大型园区网&数据中心网络核心



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表 18：有效解决应用场景的问题，是“智分”方案的最大优势



资料来源：公司官网、平安证券研究所

■ 凭借出色的市场聚焦能力和定制化解决方案，打造在细分领域的领先优势

聚焦用户需求，在细分领域形成领先优势。公司在不断尝试中发现，针对客户需求所研发的产品更受欢迎。公司发展企业网业务十余年，积累了丰富的行业经验企业客户资源，深知企业客户分散的

需求特征，围绕客户需求为创新的突破口，深耕细分领域，在教育、金融等行业形成了突出的竞争优势，其中教育行业市场份额位居第一。

以定制化解决方案带动产品销售，客户粘性大大增强。公司已完成从硬件提供商向解决方案提供商的转型，通过研发整体方案来解决客户所面临的网络问题，直接带动产品的销售，比以前单纯销售纯硬件带来的销量更高，客户黏性也大大增强。

图表 19：公司为运营商、金融、政府、教育和企业等各行业构建端到端的网络解决方案



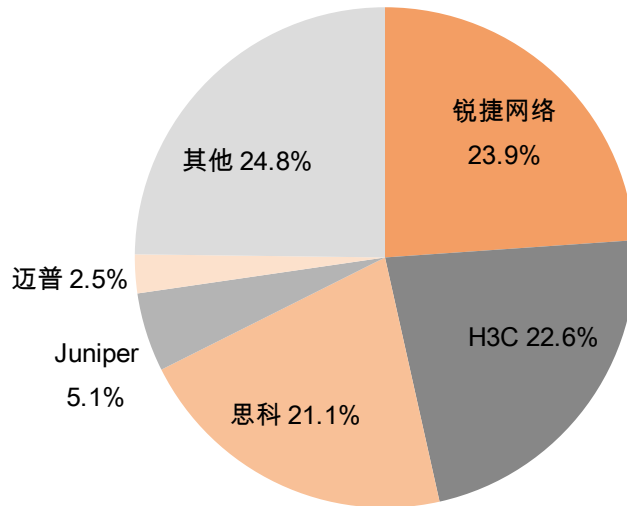
资料来源：公司官网、平安证券研究所

2.3 依托校园网络设备优势，微哨打造数字化校园移动交互平台

■ 教育是公司企业网业务的传统优势领域

公司是教育行业的第一品牌。公司是最早进入教育行业信息化市场的网络设备提供商之一，在其他竞争对手集中力量于电信、政府、金融等核心市场，仅仅向教育行业推销设备的阶段，公司就看到了教育行业市场的可持续发展机遇，投入了优势的研发力量，开发教育行业定制化解决方案，解决了该行业困扰多年的计费和管理难题。积累至今，公司在教育行业已经形成了强大的行业品牌优势和突出的性价比优势。据计世资讯的统计，2011 年中国教育网络设备市场主要由锐捷网络、H3C、思科三家瓜分，市场份额分别为 24%、23%和 21%。随着国产替代进程的不断推进，国外厂商的市场份额将逐渐被挤占，锐捷网络发展前景广阔。

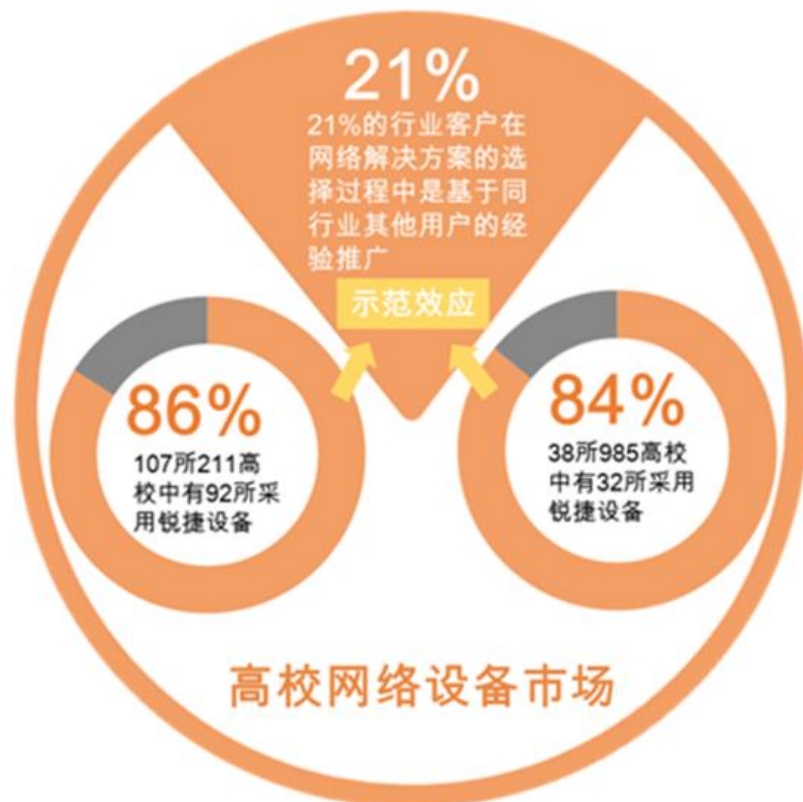
图表 20：公司在教育网络设备市场占有率居首



资料来源：计世资讯、平安证券研究所

抢占先机后的连锁反应进一步提升市场影响力。据赛迪研究的统计，行业客户在网络解决方案的选择过程中有 21% 是基于同行业其他用户的经验推广，公司的网络设备市场覆盖率在“985 工程”和“211 工程”学校里占的比例最高，分别达到 84% 和 86%。而 985 和 211 高校是整个教育市场最具有示范意义的客户群，因此公司不仅目前在教育市场占有率领先，而且在未来的成长潜力和市场影响力也超过其他厂商。

图表 21：已有的市场基础将对潜在市场产生示范效应



资料来源：公司官网、平安证券研究所

■ 微哨：打造真正的数字化校园移动交互平台

移动互联网改变教育，公司致力于打造真正的数字化校园移动交互平台。随着移动互联网的崛起，它改变了用户的信息消费模式，在这种信息消费模式的驱动下，带来的是大量传统行业变革。而作为国之根本的教育行业，在新的技术浪潮下，也具有非常强烈的变革意愿。在此背景下，锐捷网络经过成熟思考和反复论证，将互联网的诸多技术和认证计费系统相融合，推出了“数字化校园统一交互平台-微哨”。微哨平台旨在为高校用户提供一个基于网络实名制的个人学习空间，强调知识分享、信息交互和碎片化学习，给高校用户打造属于自己的交互平台。

图表 22：微哨具备上网认证、消息中心、社交平台、信息查询、应用开发等功能



资料来源：公司官网、平安证券研究所

借助主业优势迅速推广，一年时间已初具规模。微哨可在所有使用锐捷网络设备的高校使用，并作为学生上网认证的入口，用户粘性极强。除此之外，作为一款可在校园局域网中使用应用，微哨不耗费外网流量，更受追求经济实用的学生群体的偏好。目前，微哨的合作高校已达 49 家，按平均每所高校 2 万名在校生估算，目前覆盖学生数近 100 万。

图表 23：微哨已与49所高校达成合作

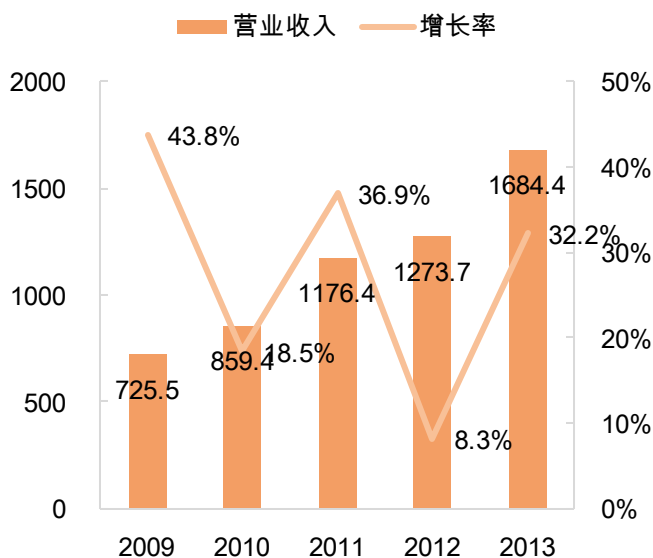


资料来源：公司官网、平安证券研究所

2.4 市场占有率不断提升，企业网业务营收有望保持较快增长

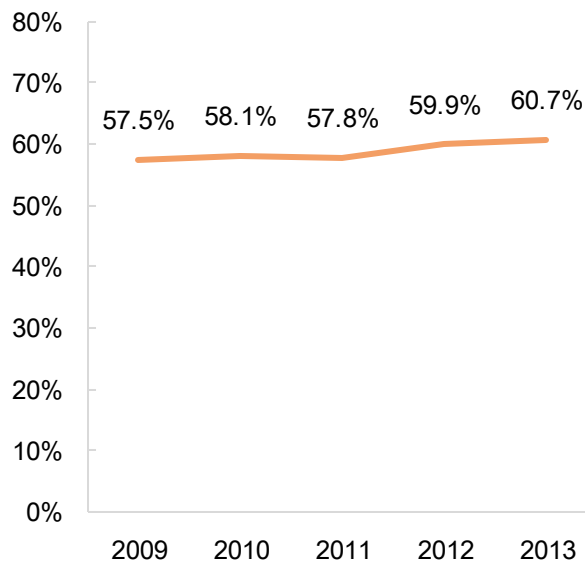
企业网业务营收保持较快增长，毛利率居于高位并逐步上升，未来业绩保持较高增长是大概率事件。2013 年公司企业网业务实现营收 16.8 亿元，同比增长达到 32.2%，毛利率水平继续保持高位并进一步上升，为 60.7%。考虑到 IT 国产化替代将对行业产生长期影响，企业网业务未来保持较高增长将是大概率事件。

图表 24: 企业网业务收入不断增长 (百万元, %)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

图表 25: 企业网业务毛利率逐步上升 (%)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

渠道拓展渐入佳境，市场占有率不断提升。公司在 2013 年启动‘纵横四海’市场战略，从“纵”“横”两个方面，将市场不断做深做强同时拓展行业覆盖面，从而在行业突破上取得了重大进展，进入了国家电网、交通部，以及大型互联网企业，如百度、腾讯、阿里等，在省以及省以下的企业网市场把行业全面打开，进入所有的网络设备市场。在低端的市场也大力发展合作伙伴，把原来以网吧、酒店为主的市场全面拓开。2013 年锐捷网络销售收入增长超过 30%，其中有 91% 的生意是跟合作伙伴共同完成的。随着市场占有率的不断提升，企业网设备业绩有望再上新台阶。

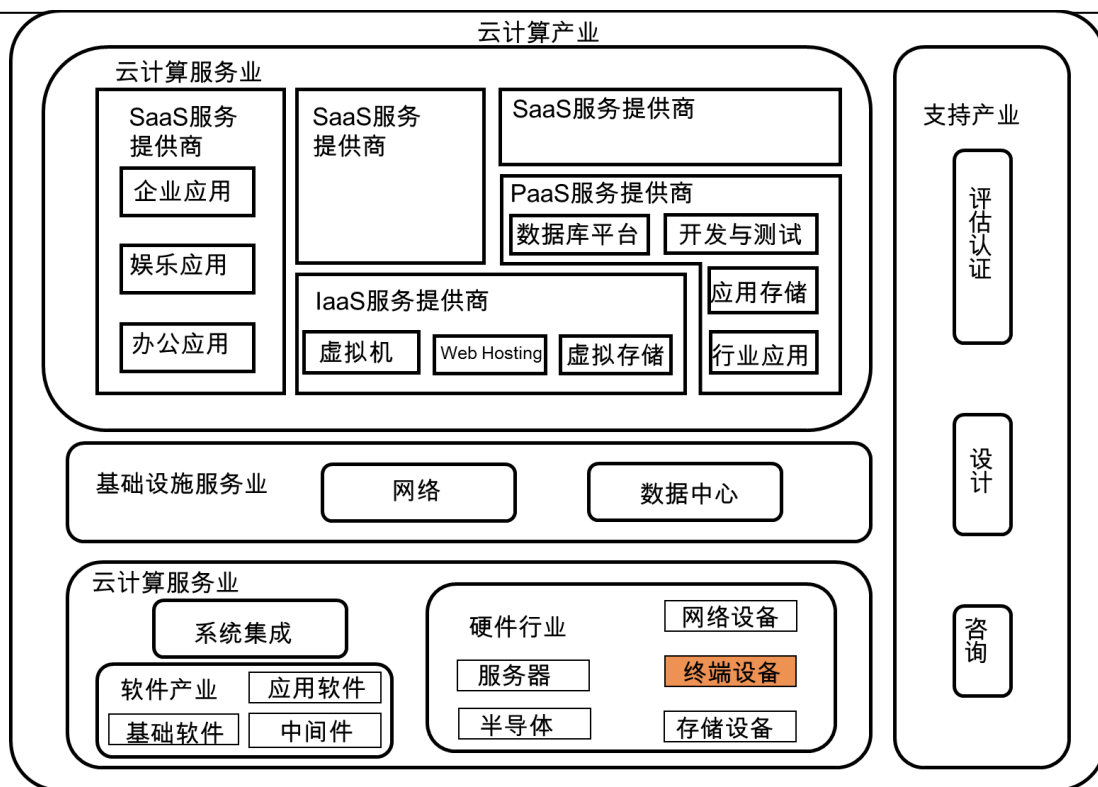
三、云计算产业加速推进，网络终端将显著受益

3.1 云计算浪潮兴起，中国市场极具潜力

云计算是一种通过网络统一组织和灵活调用各种 ICT 信息资源，实现大规模计算的信息处理方式。云计算利用分布式计算和虚拟资源管理等技术，通过网络将分散的 ICT 资源（包括计算与存储、应用运行平台、软件等）集中起来形成共享的资源池，并以动态按需和可度量的方式向用户提供服务。用户可以使用各种形式的终端通过网络获取 ICT 资源服务。

云计算产业由云计算服务业、云计算制造业、基础设施服务业以及支持产业等组成。其中，终端设备是云计算产业发展中必备的硬件设备之一。

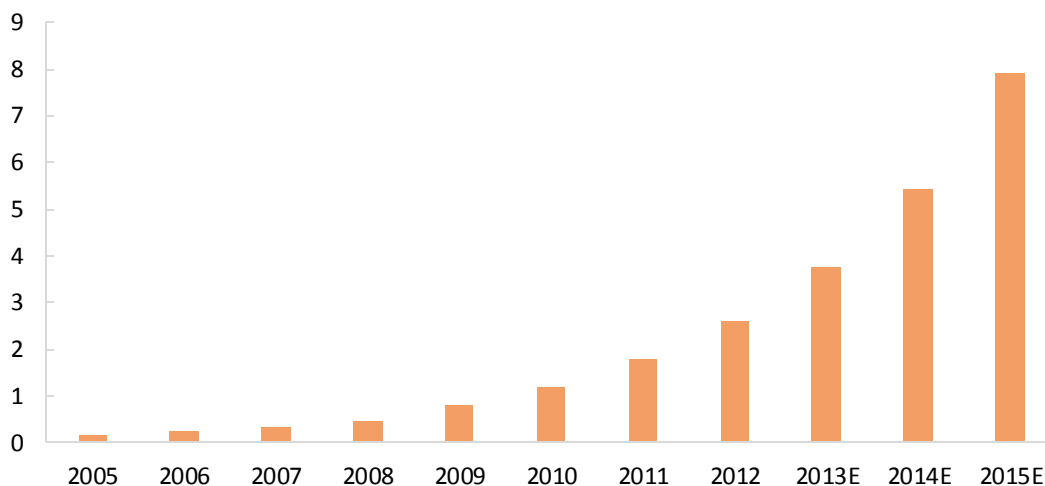
图表 26: 终端设备是云计算产业发展中必备的硬件设备之一



资料来源：工信部电信研究院、平安证券研究所

大数据时代来临，带动云计算需求增长。根据互联网女皇的报告，全球数字信息总量2011年已达到近2 ZB，已进入大数据时代。而随着社会信息处理需求急剧增加，传统ICT资源构建方式的低效和高成本弊端日益突出。而云计算具有专业化、规模化和显著的成本优势，顺应了用户降低费用、提高业务灵活性等方面的需求，从而发展进程得以加快。

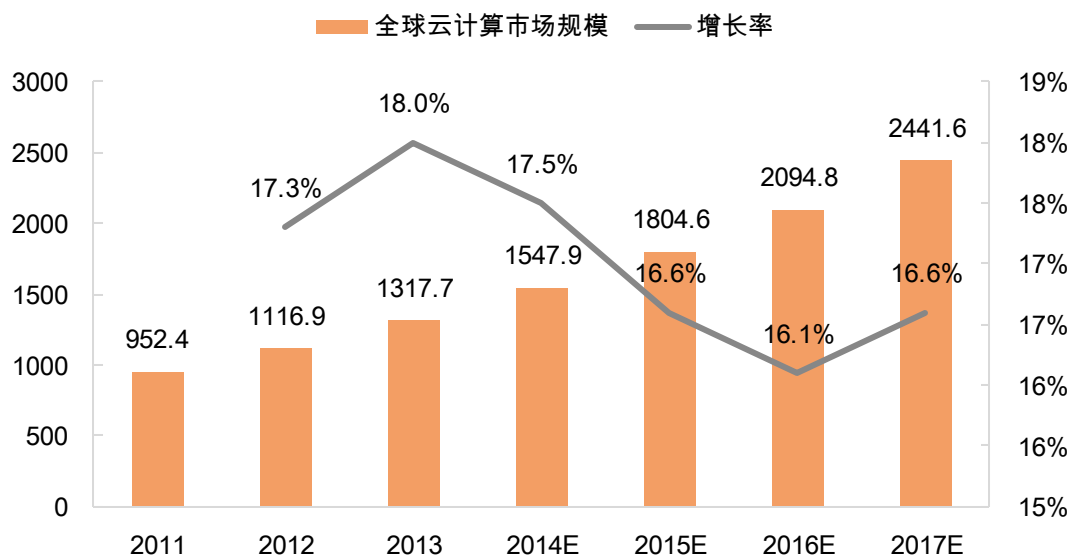
图表 27：全创造和分享的数字信息高速增长，2011年已达到近2 ZB (Zettabytes)



资料来源：KPCB、平安证券研究所 (注释：1ZB= 10¹²GB)

全球云计算市场快速平稳增长。2013年全球云服务市场约为1317亿美元，年增长率为18%，据预测，未来几年云服务市场仍将保持15%以上的增长率，2017年将达到2442亿美元。

图表 28：全球云计算市场平稳增长（亿美元，%）

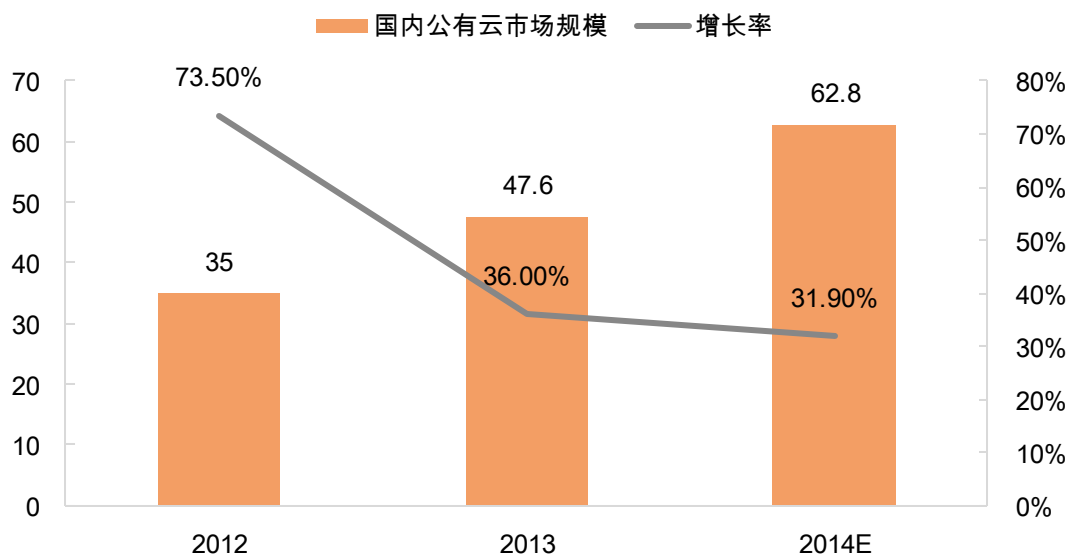


资料来源：Gartner、平安证券研究所

中国占全球云计算市场份额呈上升之势。2013年，欧美等发达国家占据了云服务市场的主导地位，其中，美国、西欧分别占据了全球50%和23.5%的市场份额；虽然中国市场所占份额仅为4%，但近几年一直呈上升之势，2012年和2011年中国市场所占全球的份额分别为3.7%和3.2%。

我国云计算市场正处于高增长的产业发展初期。据工信部电信研究院的估计，2013年我国公共云服务市场规模约为47.6亿人民币，增速较2012年有所放缓，但仍达到36%，远高于全球平均水平。

图表 29：我国公有云市场高速增长（亿元，%）



资料来源：工信部电信研究院、平安证券研究所

3.2 政策扶持+政府推动，云计算热度快速提升

国家出台多项政策扶持云计算产业。国家层面也已看到云计算是全球信息技术发展进程中不可逆转的趋势，从2010年至今，国务院、工信部、科技部、财政部相继出台了一系列支持云计算产业发展的

的政策，政策深度逐渐从战略方向的把握走向推进实质性应用。2014年7月25日，李克强总理在考察浪潮集团时当场承诺，将要像支持高铁、核电一样，加强对中国云计算装备的推广。

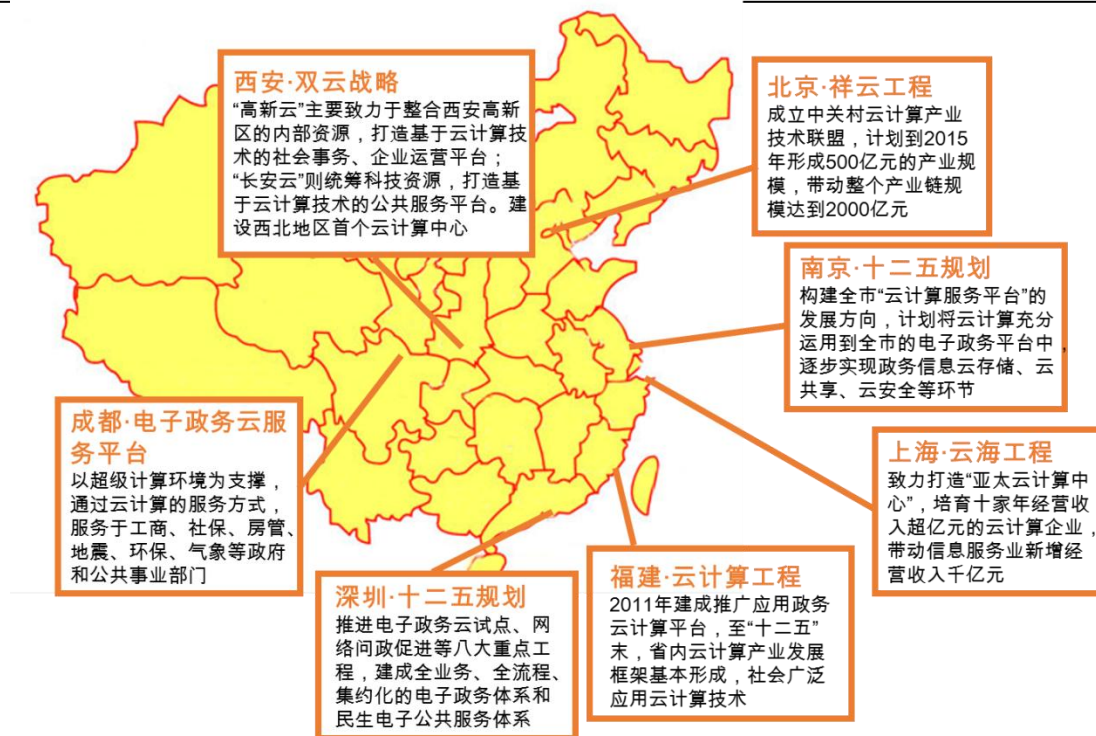
图表 30：国家多项政策扶持云计算产业

时间	政策	发布部门	政策内容
2010年10月	《关于加快培育发展战略性新兴产业的意见》	国务院	将云计算纳入战略性新兴产业
2010年10月	《关于做好云计算服务创新发展试点示范工作的通知》	发改委	确定北京、上海、杭州和深圳、无锡五城市先行开展云计算服务创新发展试点示范工作，并于2011年10月陆续下拨6.6亿的云计算专项扶植资金
2011年12月	《关于加快发展高技术服务业的指导意见》	国务院	将云计算列入重点推进的高技术服务业
2012年	《政府采购品目分类目录（试用）》	财政部	增加了C0207“运营服务”，包括：软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务三类，分别对应云服务中的SaaS、PaaS和IaaS服务
2012年5月	《通信业“十二五”发展规划》	工信部	将云计算定位为构建国家级信息基础设施、实现融合创新、促进节能减排的关键技术和重点发展方向
2012年5月	《互联网行业“十二五”发展规划》	工信部	提出推动云计算服务商业化发展，构建公共云计算服务平台，并专门设立云计算应用示范工程
2012年5月	《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》	工信部	将“云计算创新发展工程”列为八个重大工程之一，强调以加快中国云计算服务产业化为主线，坚持以服务创新拉动技术创新，以示范应用带动能力提升，推动云计算服务模式发展
2012年7月	《“十二五”战略性新兴产业发展规划》	国务院	将云计算作为新一代信息技术产业的重要发展方向和新兴业态加以扶持，并将物联网和云计算工程作为中国“十二五”发展的二十项重点工程之一
2012年9月	《中国云科技发展“十二五”专项规划》	科技部	是中国首个部级云计算专项规划，对于加快云计算技术创新和产业发展具有重要意义

资料来源：平安证券研究所

我国高度重视云计算产业发展，地方政府也成为我国云计算的主要推动者。北京、上海、成都、武汉、深圳等多个地方都发布了地方云计算战略规划，如北京发布的“祥云工程”，上海发布的“云海计划”等，积极探索云计算在电子政务和公共服务中的应用。

图表 31：地方政府纷纷进行云计算战略部署



资料来源：平安证券研究所

3.3 云计算带来发展良机，瘦客户机前景广阔

瘦客户机是天生的“云终端”。瘦客户机是指采用专用嵌入式处理器、精简版操作系统和本地闪存接口的，基于PC工业标准设计的小型专用商用PC。瘦客户机的体积只有普通PC机六至八分之一大小，内无硬盘，操作系统中只安装网络浏览器等用户必需的少量软件，并且不在前端自行安装。随着“云计算”技术的推广应用和客户端的“弱化”趋势，瘦客户机成为云计算特别是企业私有云天生的“云终端”。根据IDC的抽样调研，2010年中国大型企业所建设的私有云平台中，有三分之一市场是以瘦客户机为基础的交付模式。

图表 32：与传统PC相比，瘦客户机具有突出的应用优势

信息化大集中

面对行业信息化应用呈现出的“大集中”发展态势，瘦客户机/服务器（Thin Client/Server）模式因其信息共享、性能共享、节约IT资源和成本等特点很好地满足了信息化大集中的需求。

系统安全、稳定

瘦客户机没有光驱、软驱、硬盘，数据仅保存在服务器上，不在网络中流动，没有被截获的危险。用户不能随意为系统添加新软件，也不能随意复制和带走企业内部的重要软件和保密数据，便于保障信息安全。

管理高效、节约

系统的安装、调试、管理、维护、升级可以集中完成而无需在单个客户端PC上进行，因此与标准PC部署相比，可以显著提高管理效率，并大量节约管理成本。此外，瘦客户机运行功耗远低于普通PC，可以直接节省电力成本。

拥有强大资源

瘦客户机与高性能的服务器相连，利用服务器上的CPU和资源完成运算，理论上可以达到服务器的运算能力。

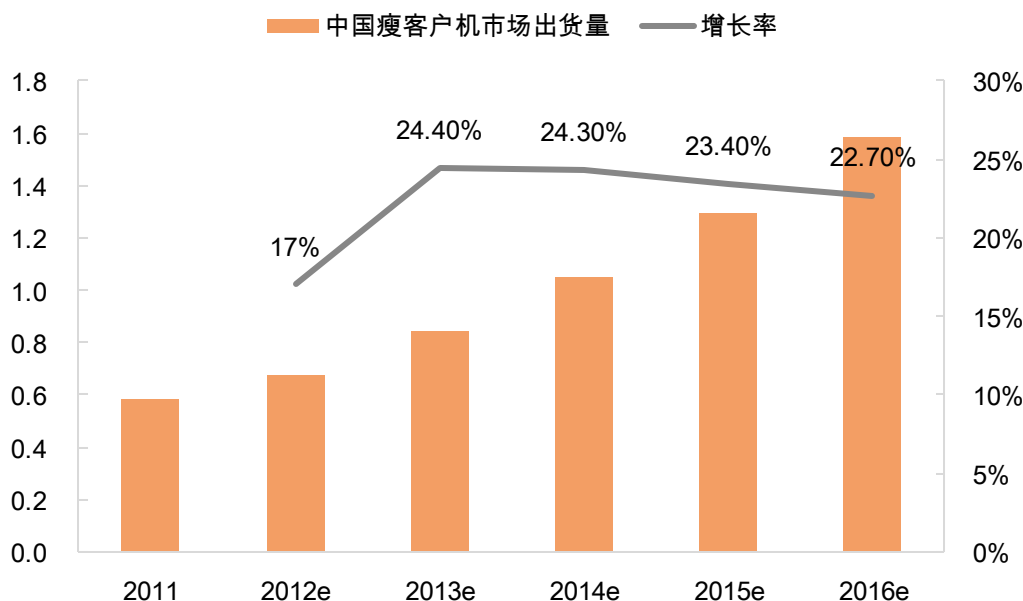
高可靠性

无移动部件赋予了瘦客户机超越传统PC的可靠性，减少了维护次数并缩短了停机时间，尤其适合在农村等有灰尘和温度问题的环境中使用。

资料来源：公司招股书、平安证券研究所

云计算产业兴起，带动瘦客户机市场高速发展。IDC预计，随着云计算产业的不断发展及成熟，未来将更为有效的催动瘦客户机市场高速发展。中国瘦客户机市场2012年度总出货量有望达到71万台，销售额将近2.1亿美元。预计到2016年，这一市场总出货量将达165万台，销售额将突破4亿美元。

图表 33：中国瘦客户机出货量连年增长（百万台，%）



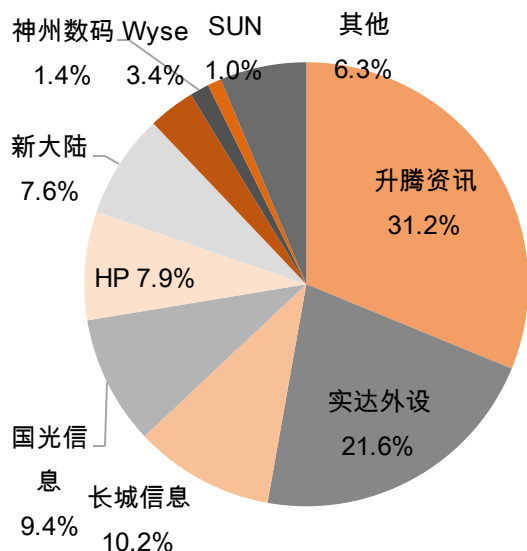
资料来源：IDC、平安证券研究所

3.4 定制服务+强强联合，打造瘦客户机亚太领军企业

■ 亚太领先的瘦客户机整体解决方案制造商

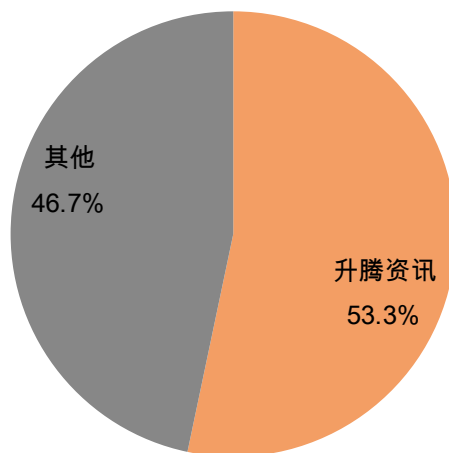
公司的控股子公司升腾资讯，现已拥有包括瘦客户机、支付POS、智能机具产品、桌面管理软件、行业PAD在内的多条产品线，其产品与解决方案被广泛应用于全球40多个国家的金融、保险、通讯、政府、教育、企业等信息化建设领域。其瘦客户机业务常年稳居国内市场份额首位，并且根据IDC的数据，2013年第四季度，升腾资讯占据中国瘦客户机市场份额的53.3%，使其在2013年第四季度以33.8%的市场份额位居亚太地区（不含日本）第一位。

图表 34：公司瘦客户机07年国内市占率近三成



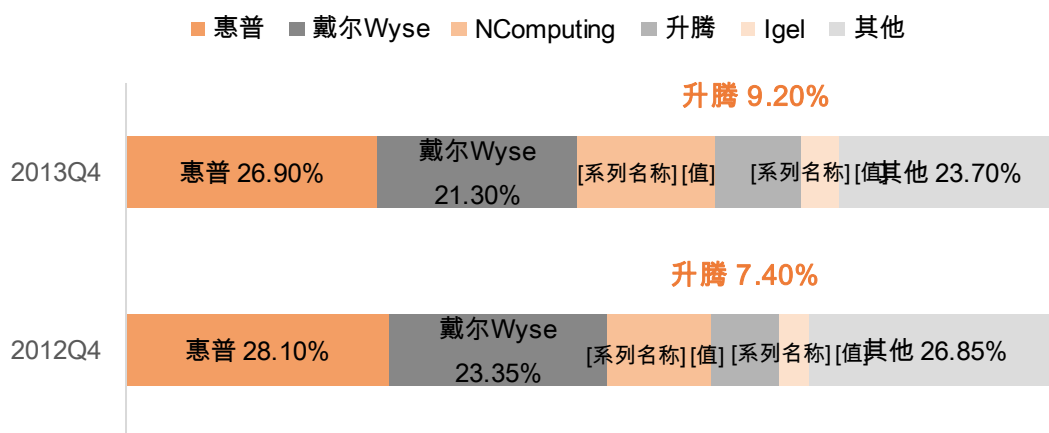
资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

图表 35：公司瘦客户机13年Q4国内市占率超五成



资料来源：IDC、平安证券研究所

图表 36：公司瘦客户机业务全球市占率逐步上升



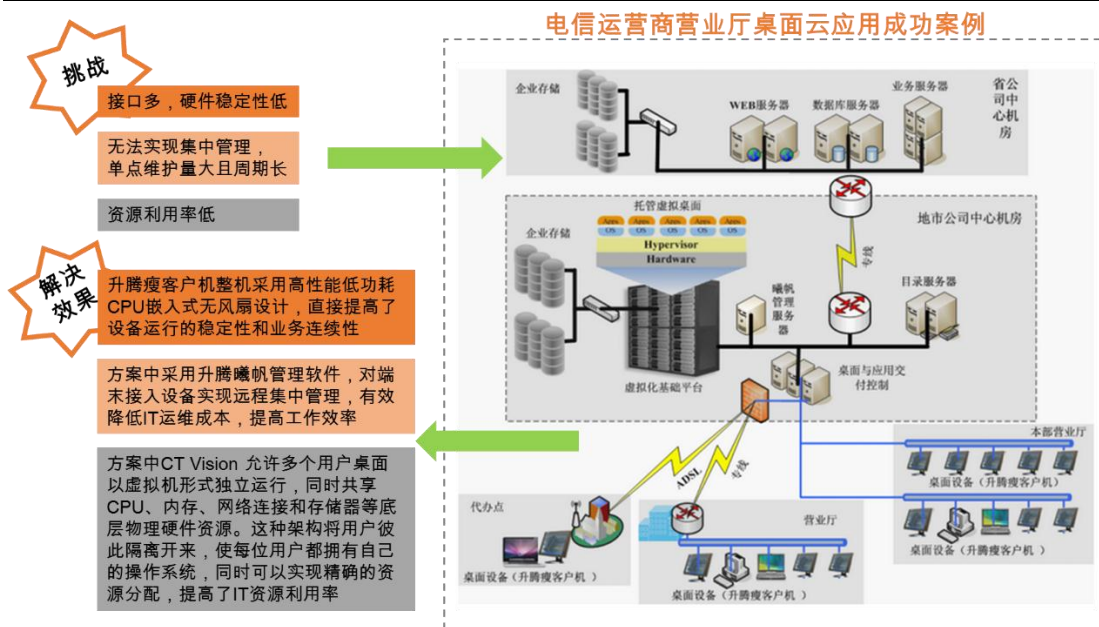
资料来源：IDC、平安证券研究所

■ 定制服务彰显核心竞争力，战略联盟拓展云计算市场

牢牢把握客户需求，个性化解决方案打造核心竞争力。公司从事瘦客户机行业十余年，积累了金融、教育、政府、医疗等各行业的市场开拓经验，能够准确了解和把握本土行业客户的需求，为其提供

个性化的解决方案。正所谓，客户体验好才是好产品。国外厂商的产品在中国市场往往会遇到“水土不服”的现象，很多时候客户的需求很难传达到它的研发团队，不能帮客户做及时调整。个性化解决方案是公司能够超越惠普、戴尔等国外厂商稳居国内市场份额首位的重要原因。


图表 37：根据客户（电信营业厅）需求提供个性化解决方案



资料来源：升腾资讯官网、平安证券研究所

公司通过战略合作巩固市场地位。公司在云计算领域与Vmware、Citrix、华为、Intel、AMD、Microsoft等国内外知名厂商进行战略合作，并不断推进，已形成越来越紧密的产业链伙伴关系。与国内外知名厂商强强联合，有助于公司继续巩固市场地位，并在海外市场取得进一步增长。

图表 38：公司与国际巨头在云计算领域开展战略合作

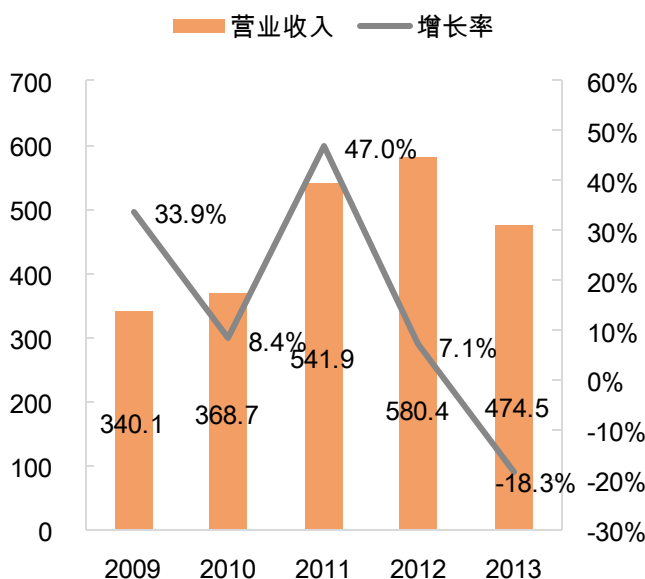
<p>VMware</p>  <ul style="list-style-type: none"> · 牵手VMware结成战略合作伙伴联盟 · 联手VMware推出VMware View, 为中国客户打造量身定制的桌面虚拟化解决方案, 共同缔造“云桌面” · 国内首家通过VMware View 4.5 Ready认证的瘦客户机厂商 	<p>华为</p>  <p>与升腾共同于桌面云领域持续发力, 致力于将云计算商用价值完美传递</p>
<p>微软</p>  <ul style="list-style-type: none"> · 连续10年微软金牌合作伙伴 · 携手推出中国第一台Windows瘦客户机 · 共同发起“Win2000终端应用联盟”建立联合实验室 	<p>英特尔</p>  <ul style="list-style-type: none"> · 携手举办“新品发布会”, 共同推进瘦客户机行业发展。 · 第一代Intel平台的瘦客户机D3810刚面市, 就在中国国际金融展上夺得了金融行业优秀实用设备大奖。
<p>AMD</p>  <ul style="list-style-type: none"> · 建立升腾-AMD (星网锐捷-AMD) 联合技术中心 · 联手推出新一代节能环保型瘦客户机 	<p>2X Software Ltd.</p>  <p>2X Software在平台与应用程序发布上, 是在远程操作和云计算的解决方案中的全球领导者。2X产品的可靠性和拓展性上受到了世界上几千家的企业的爱戴。</p>

资料来源: 升腾资讯官网、平安证券研究所

3.5 网络终端业务蓄势待发, 有望受益云计算普及进程加速增长

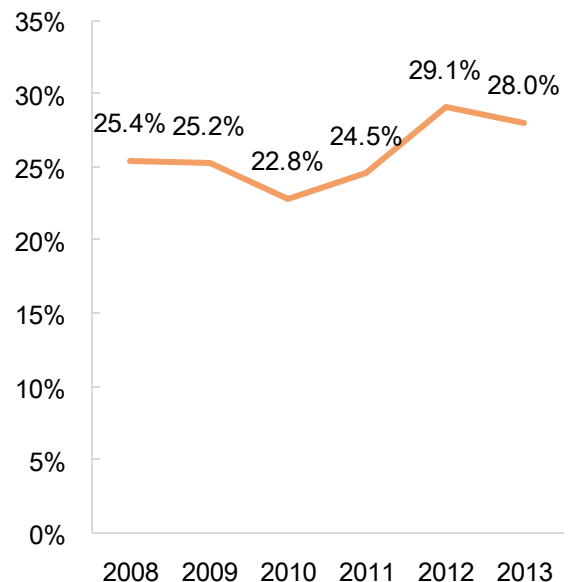
云计算业务尚处投入期, 拖累网络终端收入增长。2013年网络终端业务收入同比下降18.3%, 毛利率也小幅下滑, 主要源于云计算业务处在投入期。2013年, 网络终端业务实现收入4.75亿元, 同比下降18.3%。

图表 39: 13年网络终端业务收入出现下滑 (百万元, %)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

图表 40: 网络终端业务毛利率呈上升趋势 (%)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

随着云计算的不断升温，以及国产替代进程的加速，我们预计公司瘦客户机的销量有望快速增长，网络终端业务收入有望重回快速增长轨道。随着 2014 年云计算不断普及深入，瘦客户机的销量将随之加速增长。

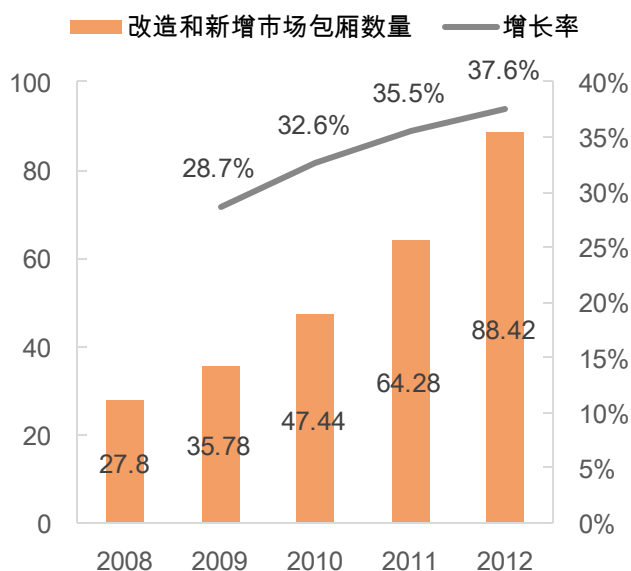
四、用移动互联网重新定义 KTV，长期成长空间极具期待

4.1 KTV 行业亟待转型，手机点歌模式注入活力

■ 饱和的不是 KTV 市场，而是僵化过时的 K 歌体验

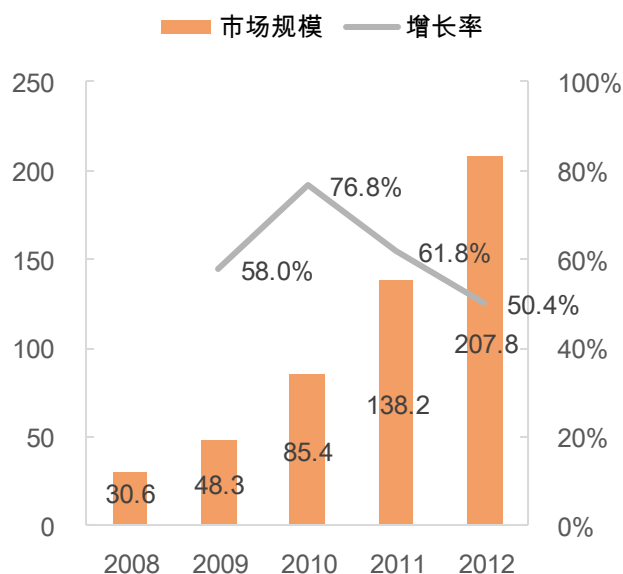
KTV 行业依旧是朝阳行业。随着生活水平和消费能力的提高，国人对精神生活的需求也越来越强烈，KTV 已与吃饭、看电影并列为国人三大社交场合，其对国人休闲娱乐生活的重要性不容小觑。KTV 从业者也看到了这一行业的广阔前景，对 KTV 的投资一直保持着高速增长，改造和新增市场包厢规模由 2008 年的 27.80 万间增至 2012 年的 88.42 万间，CAGR 达到 34%。

图表 41：KTV 改造和新增包厢连年增长（万间，%）



资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

图表 42：KTV 信息化市场规模增速迅猛（亿元，%）



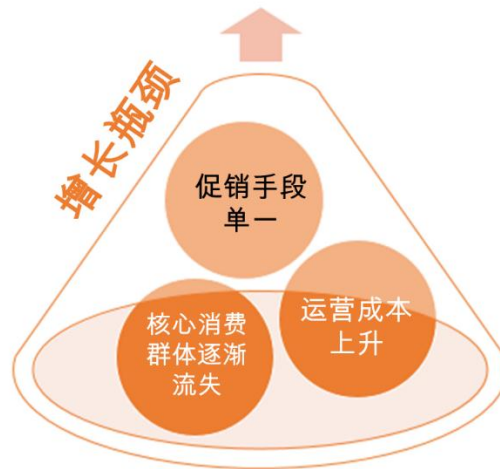
资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

行业竞争白热化，传统经营模式弊端凸显。KTV 自 90 年代初进入我国，经过夜总会、传统练歌房、量贩式 KTV 等形式，现已发展成为一个成熟的、多种经营模式并存的市场，不断加入的新从业者，使行业竞争日趋白热化。为争取客源，除开面向高端客户的会所类 KTV，普通 KTV 依旧用老套的经营思路，主要靠包厢装修和促销来吸引消费者，利润大为减少。钱柜在其 2011 年财报中称：“中国 KTV 产业价格竞争激烈，由于同业采削价竞争影响，故仍呈现亏损状态。”而近两年房租的飞速上涨则无限放大了老套经营带来的弊端，使得众多 KTV 利润进一步被压榨，其后果便是表面上生意兴隆的 KTV，实则叫好不叫赚。

娱乐形式多年一成未变，KTV 行业亟待转型。无论 KTV 企业采用了什么样的包厢装潢，设置了什么样的价位，顾客进入到包厢后所接受的服务一直是逐首点歌后逐首唱歌，这种单调的形式十多年来一成未变。单调和一成不变的形式使得热衷新潮事物、追求新鲜感的年轻人逐渐对 KTV 产生厌倦，部分年轻客流开始转向桌游、酒吧、密室逃脱等新兴娱乐场合。作为以 20-30 岁年轻人为主要消费

力量的 KTV 场所，不能有效把握年轻消费者的需求将会给自身发展带来增长瓶颈，因此转型需求迫切。

图表 43：大众 KTV 遭遇增长瓶颈



资料来源：平安证券研究所

■ 转型之路在何方？

讨论 KTV 的转型，可以先看 KTV 的发展历程。KTV 场所的核心设施中，更新换代形式最为显著的是点歌系统。KTV 点歌系统经历了 LD 机、点歌器、打碟电脑点歌系统、全电脑 KTV 系统、机顶盒 KTV 系统五个时代，当前已呈现向手机点歌系统发展的趋势。

随着技术发展，点歌系统越来越便捷。第一代 LD 机，唱歌前要先写纸条申请；第二代点歌器，把所有歌曲编号制成歌本，客人在包房按编号点歌；第三代打碟电脑点歌系统，用电脑点歌替代点歌器，仍用 LD 放歌的系统；第四代全电脑 KTV 系统，点歌和放歌实现全自动化，效率明显提高；第五代机顶盒全电脑 KTV 系统，用机顶盒代替点歌器，拿电视当显示器，全套系统由网络连接的机顶盒自动管理，极大地提高经营效率，安全性和稳定性也更好。而最新的手机点歌方式，用户拿起手机动手指便能完成点歌和音量控制等功能，并且能通过手机客户端保存歌单，下次去 K 歌时免去找歌的繁琐程序，便捷性进一步提高，从而带来更好的用户体验。

图表 44：手机点歌不仅仅是点歌方式的转变



资料来源：《KTV点歌系统发展史》、平安证券研究所

手机点歌，由“单机版”向“网络版”的跳跃式发展。前五个发展阶段解决的问题都只是点歌方式的便捷度，其相应娱乐形式均是跟随配乐唱歌，没有进一步的互动形式。而手机点歌系统除了能进一步提升点歌的便捷度，还能借助移动互联网将信息进行同步，在联网的基础上开展各类娱乐项目，将各类互动扩展到包厢内外乃至互联网上。

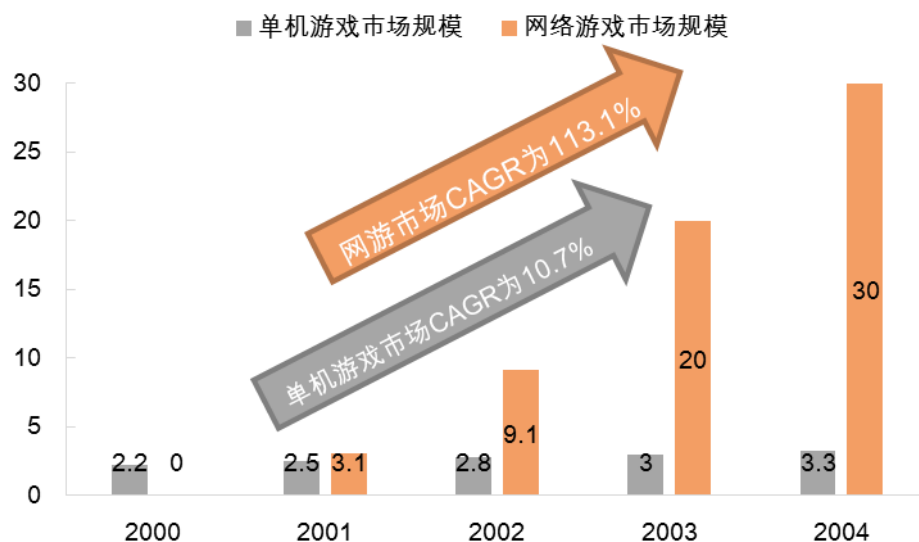
图表 45：联网娱乐平台打造KTV多元化娱乐方式



资料来源：公司官网、平安证券研究所

类似于单机游戏向网络游戏发展的过程，联网 KTV 将带来行业的颠覆。2000 年网游首次进入中国，到 2001 就首次超过了单机电脑游戏市场规模。到 2002 年末，国内网络游戏市场规模已经达到 9.1 亿元，网络游戏运营商近 90 家，网络游戏产品近 110 种，短短两年时间，中国的主流游戏市场已经被网络游戏完全占领。网络游戏的成功源于其克服了单机游戏的两大弊端，一是只能在同一设备中保存玩家信息和游戏进度，二是无法与海量玩家竞赛及互动。

图表 46：网游上市后迅速颠覆游戏市场（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、2010《中国电脑游戏产业报告》、平安证券研究所

手机点歌系统不仅能将消费者的点歌信息和歌声进行记录，还可以提供平台使消费者和包厢内外、线上线下的 K 歌爱好者进行比赛及互动。这种娱乐形式能产生与网游相似的效果，消费者自我表现和自我实现的需求得以激发，从而极大地提升用户的参与度和粘性。手机点歌带领 KTV 进入真正的联网时代，具备更强的便捷性和娱乐性，使 KTV 逐渐摆脱依靠装修和降价来吸引消费者的经营模式，成为 KTV 行业转型的方向。

4.2 KTV 市场重度分散，必将催生出统一的点歌应用

KTV 市场重度分散，每十家量贩式 KTV 中有九家是单体店。2012 年我国共 8268 家量贩式 KTV，而其中仅 950 家为连锁型，单体型 KTV 占到整个量贩 KTV 市场近九成。并且连锁型量贩多集中在二线城市，由此可知三、四线城市的单体型 KTV 占比会更高。

部分 KTV 已开发自身独立的手机点歌 APP，但功能参差不齐。目前，不少 KTV 场所将 APP 开发服务外包给其他公司完成并投入使用，如大歌星、麦乐迪等大型连锁 KTV 已有了自身独立的手机点歌应用，但功能并不完善。而多数连锁型 KTV 以及大量单体型 KTV 并没有这类应用。

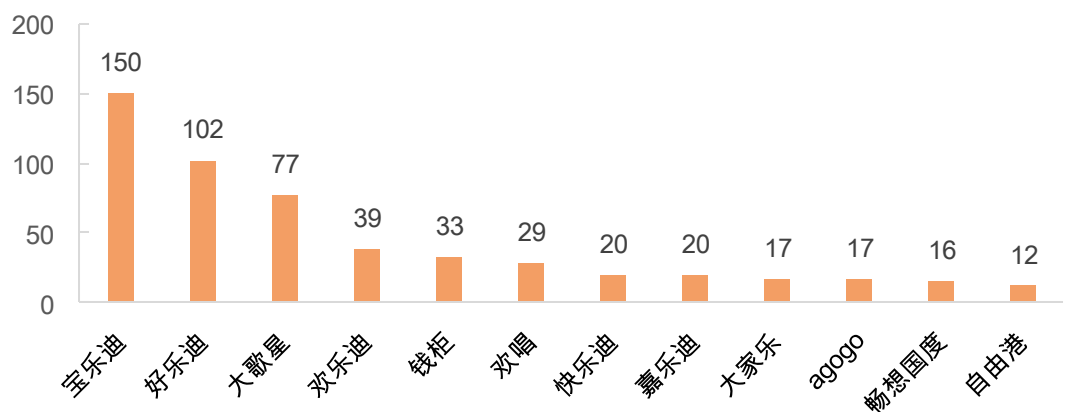
图表 47：部分大型连锁 KTV 已有自身品牌的手机点歌应用，但功能参差不齐



单体型 KTV 因有限的影响力和资金实力，无法独立开发点歌应用。但若单体型 KTV 不采用手机点歌，其相对于连锁型 KTV 的弱势将进一步加深。在此进退两难的情境中，单体型 KTV 对一款在各类 KTV 品牌有极高适用性的手机点歌系统的渴望将尤为强烈。这样一个统一的点歌系统，不仅将是单体店们的救命稻草，还将是它们联手抗衡大型连锁店的有力武器。

此外，对于大型连锁 KTV，自建手机点歌应用也未必是最佳选择。即使把范围缩小到连锁量贩 KTV 行业，其依旧是一个充分竞争的市场，全国门店数最高的 KTV 品牌宝乐迪也只有 150 家左右的门店，占连锁量贩 KTV 市场的 15%，且这些门店分布在全国近 100 个城市，平均每个城市只有 1 到 2 家，在本地休闲娱乐市场的影响力微乎其微。消费者对 K 歌消费有“刚需”，但对某一家特定的 KTV 品牌则相对没有高粘性，在这种情况下，连锁店采用行业内影响力最大的手机点歌应用将为其带来更为广阔的客源。

图表 48: KTV 市场充分竞争，缺少有突出影响力的巨头（家）



资料来源：《全国连锁KTV排行榜》、平安证券研究所

KTV 行业分散的格局决定了大多数 KTV 商家尤其是单体型 KTV 商家，有使用统一手机点歌 APP 的强烈需求，由此将催生出一款在行业中有绝对影响力的手机点歌 APP。

4.3 作为 K 场 O2O 模式的领先者，K 米是手机点歌应用的不二之选

■ K 米——KTV 娱乐神器

K 米是星网视易开发的一套 KTV 移动互联系统，其核心是一款基于 KTV 娱乐的手机应用软件，已实现的功能包括在 KTV 内的手机点歌、包厢互动、录音下载、微博分享、参加 KTV 活动，挑战 K 米达人榜功能；同时，K 米用户在离开 KTV 后还能够继续获取 KTV 优惠信息、进行预订包厢、练唱评分，实现与 KTV 的互动。此外，用户还可以将通过 KTV 场所或 K 米手机软件录音后的内容展示在 K 米网上，由此实现线上到线下全方位的 O2O 娱乐互动模式。

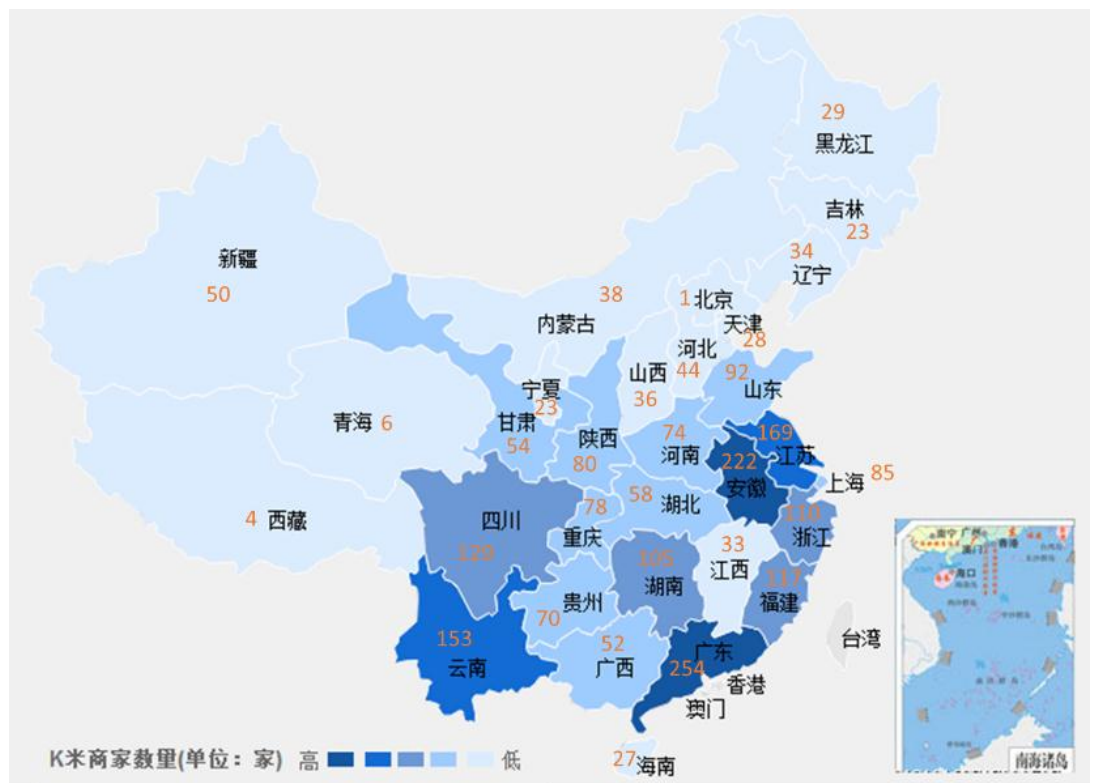
图 表 49：K 米功能完善，O2O 模式渐成



资料来源：星网视易官网、平安证券研究所

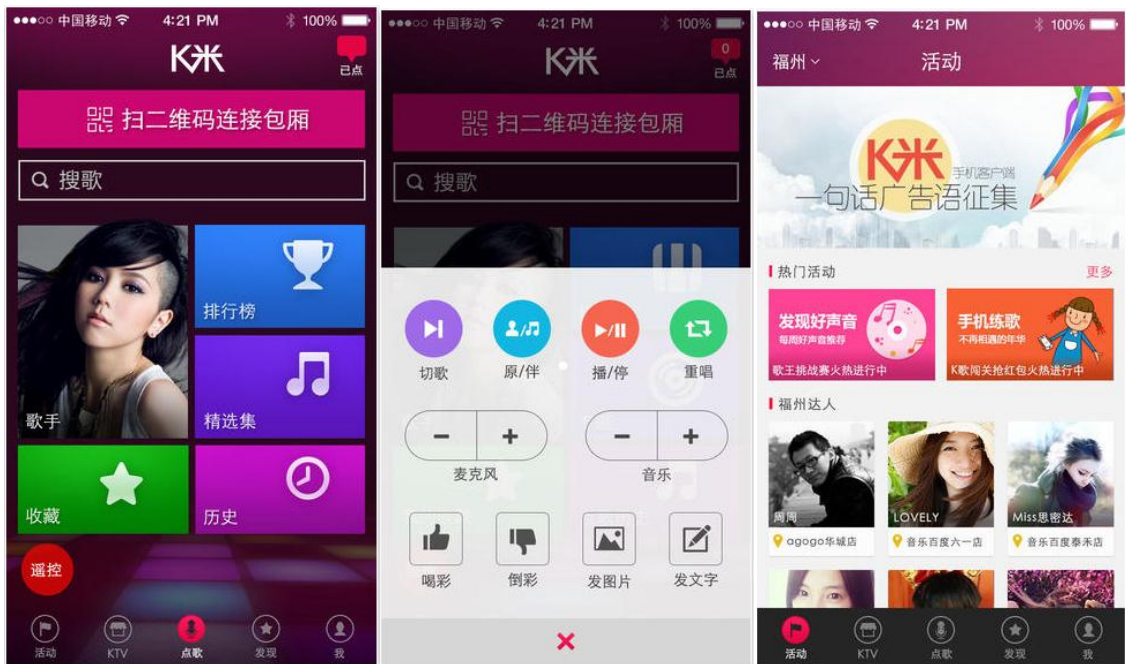
业务发展迅速，已覆盖全国超过 2400 家 KTV，注册用户近 300 万。K 米自 2013 年推出，覆盖的 KTV 门店数已从 13 年底的 1000 家发展到 2014 年 8 月的 2407 家，分布于全国各地，在全国联网 K 场中份额达到 90% 以上。2014 年 5 月，K 米 APP 注册用户已近 300 万。

图表 50: K米商家分布于全国各地



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表 51: K米APP集点歌、遥控器、屏幕互动、录音分享等功能于一体



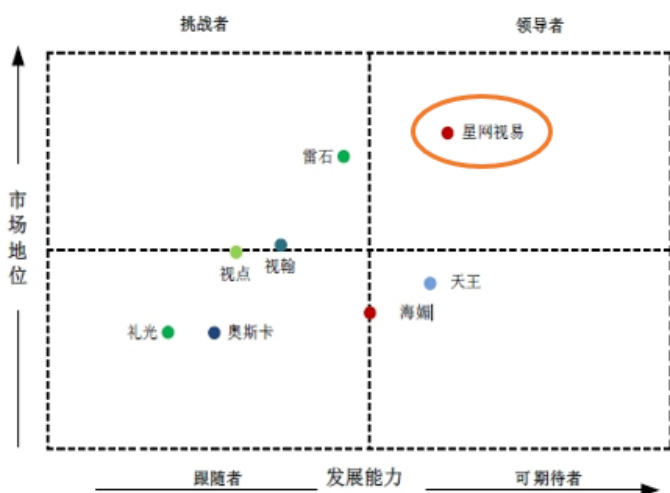
资料来源: K米网、平安证券研究所

■ 主业优势筑起强大护城河，互动模式带给商家真效益

1) 公司在 KTV 信息化领域的领先地位为 K 米的发展打造强大护城河

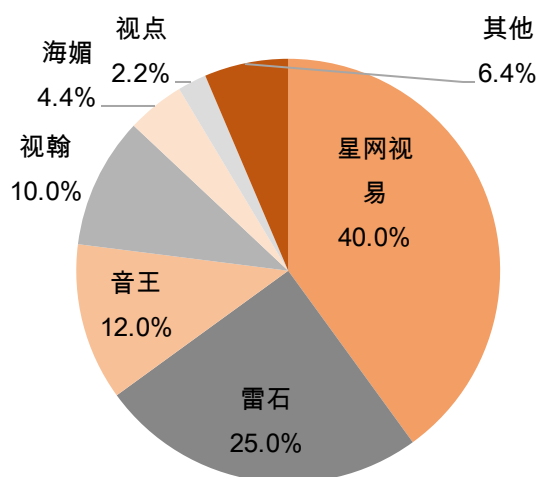
星网视易是 KTV 视频点播领域的行业霸主。星网视易是星网锐捷成员企业，是国内最大的 KTV 视频应用产品和系统解决方案提供商，连续多年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一的宝座。根据赛迪顾问 2013 年发布的《中国 KTV 信息化产业发展研究报告》，围绕当前各 KTV 整体解决方案提供商、各 KTV 软件开发商的公司资金实力、产品与服务创新能力、行业发展把握能力及其在当前行业中的市场影响力、品牌知名度与市场占有率等多角度进行综合评估，视易在市场地位和发展能力上均居行业首位。

图表 52: 2012年视易在KTV视频点播市场中竞争力居首



资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

图表 53: 视易在KTV视频点播市场份额居首



资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

图表 54: 星网视易在KTV信息化行业竞争力第一

信息化方案提供商		视易	雷石	视点	视翰	海媚	奥斯卡	天王	礼光	前沿
产品组合的全面性	排名	1	2	3	4	5	6	7	8	8
	点播系统硬件 (10分)	9	8.7	8	8.5	8.5	7.5	7	8	7
	点播系统软件 (10分)	9	8.5	8	8	8	6	7	8	7
	管理系统 (10分)	8	7	7	7	6	5.5	6	5	5
	智控系统 (5分)	4	0	2.5	2.5	0	0	0	0	0
	嵌入式视频服务器 (10分)	9	5	5	5	5	5	5	5	7
	手机APP (5分)	4.5	4.5	3	0	2	0	0	0	0
	远程资源推送 (5分)	4	4	0	0	0	0	0	0	0
	联网维护平台 (5分)	4	0	0	0	0	0	0	0	0
方案二次开发能力 (10分)	9	8.8	7.5	7.5	6.5	6.5	6	5	5	
综合能力	产品创新能力 (10分)	9	8	7	7	7	6.5	6.5	5	5
	需求定制开发能力 (10分)	9.5	9	8.5	8.5	8	8	7	6	6
	快速售后能力 (10分)	9	7	7	7	6	6	6	5.5	5.5
综合得分		88	70.5	63.5	61	57	51	50.5	47.5	47.5

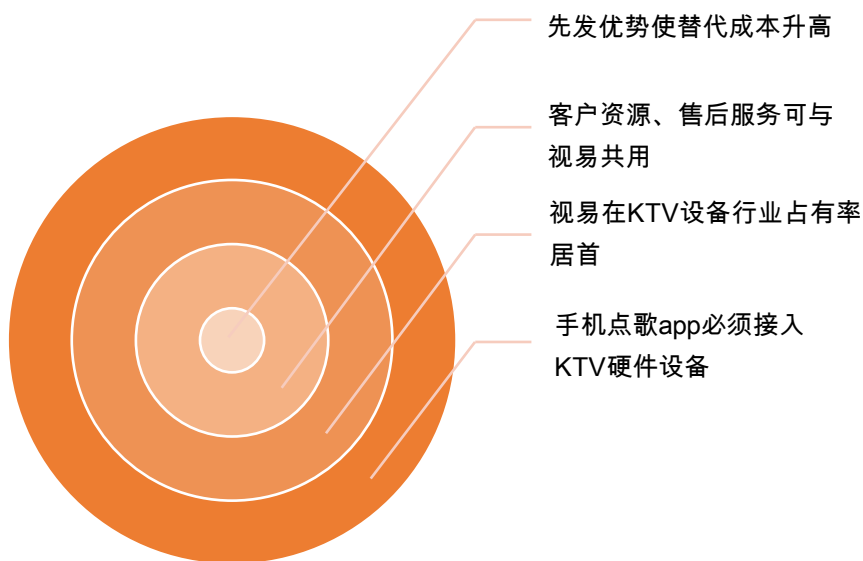
资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

依托主业优势，K 米推广顺风顺水。手机点歌 APP 必须要和 KTV 硬件设备进行对接，而硬件设备生产的高投入筑起的壁垒使得手机 APP 开发商难以进入。视易的 KTV 系统在市场上的高占有率可

以轻而易举地为 K 米导入大量线下用户。同时，公司在 KTV 行业积累了丰富的客户资源，公司目前连锁量贩 KTV 客户包括好乐迪、钱柜、Agogo、宝乐迪等，这些品牌均已开始接入 K 米系统。此外，K 米的销售渠道和售后服务团队均可与视易共用，减少人员开支。

先发优势将使强者愈强。在 KTV 手机点歌应用还基本处于空白状态时，公司率先进入，已形成一定的市场占有率，KTV 系统更新换代时间较长，替代成本高，一旦商家采用 K 米系统，竞争对手便很难再将商家抢走；且公司的领先优势将产生“马太效应”，越多的商家进入到 K 米平台并获益，将带动更多的商家主动使用 K 米。

图表 55：发展点歌APP，K米具有极强的护城河



资料来源：平安证券研究所

K 米在各类竞争者中领先优势明显。目前在整个 KTV 娱乐平台市场存在三类竞争者，分别是线下 KTV 设备提供商、线上 KTV 互联网企业、线下大型连锁 KTV。相较于同属 KTV 设备提供商的雷石、海媚等企业，公司用有更高的市场份额、更快的推广速度以及更完善的 K 歌平台服务；相较于唱吧、9158 等 KTV 互联网企业，公司拥有强大的线下 KTV 客户资源和硬件设备壁垒；相较于大歌星、麦乐迪等大型连锁 KTV，公司有更广阔的用户基础和更完善的 K 歌平台服务。

2) 互动模式提升顾客粘性，给 KTV 商家带来实实在在的效益

基于 K 米在线下 KTV 举办的联网 K 歌赛有效提升包厢开房率。K 米联网 K 歌赛是根据 KTV、第三方（赞助商、传媒公司）的需求在单店、同一品牌多家连锁店或不同品牌多家 KTV 场所间来举办的基于互联网的个人身份唱歌比赛。K 米的打分功能能够激发选手的打榜欲望，从而在提升 KTV 场所口碑的同时还能提高包厢开房率，促进酒水消费，进而转化为 KTV 收益。目前，95%的 K 米场所已开展店内 K 歌赛，80%K 米场所已参加并开展联网 K 歌赛。

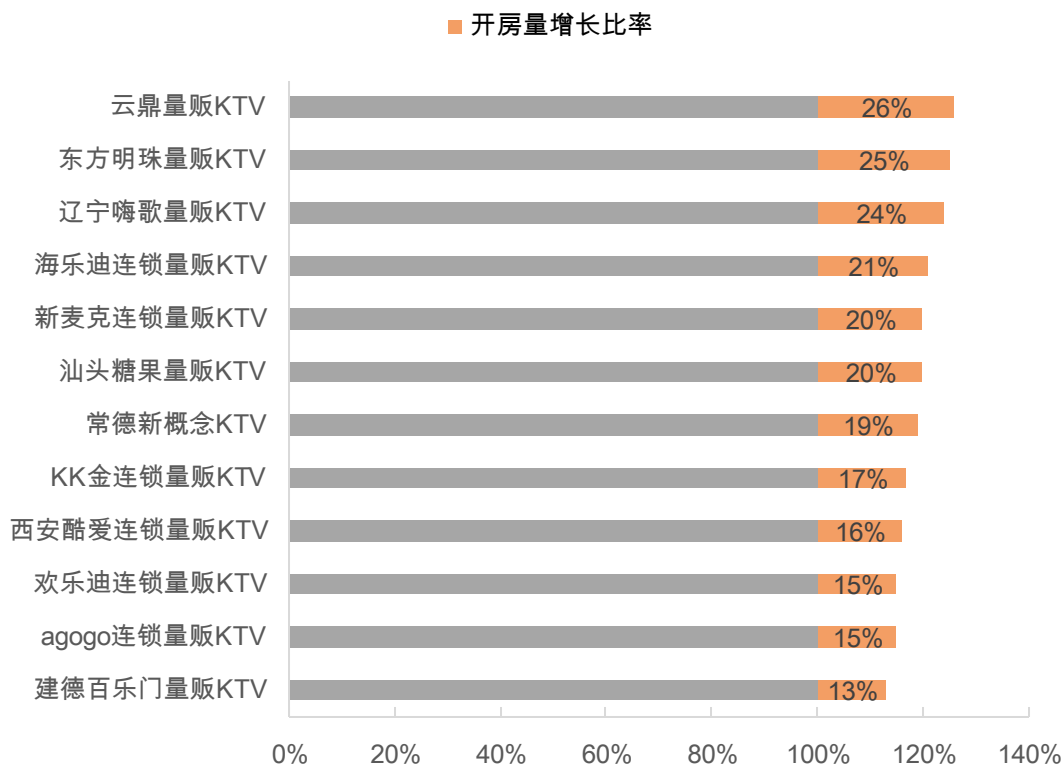
图表 56：K米与金鹰网联合举办的《我是歌手》KTV挑战赛为商家带来明显的效益提升



资料来源：公司资料、平安证券研究所

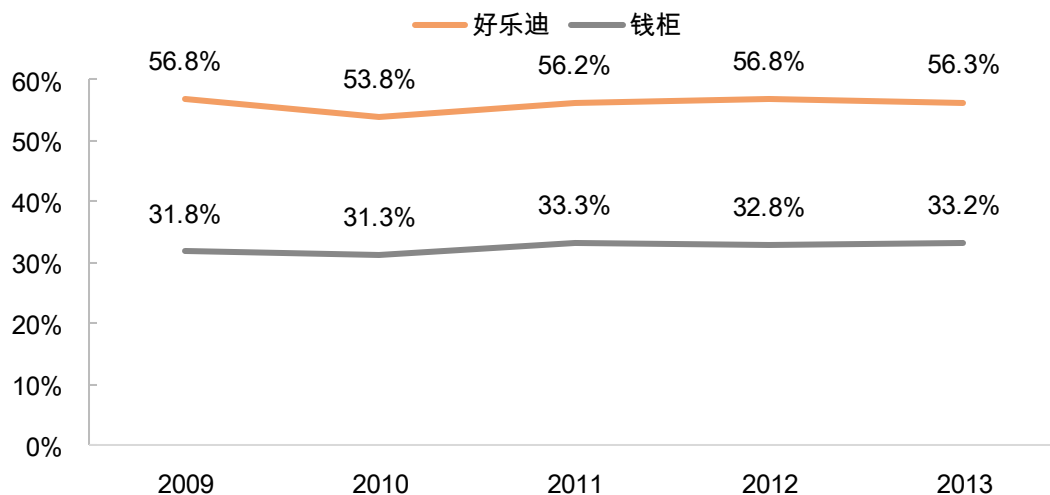
K米带来的盈利空间对KTV商家极具吸引力。根据K米官方提供的数据，目前使用K米系统进行店内K歌赛和联网K歌赛的KTV商家均获得了一定程度的包厢开房率提升，标杆商家中开房率提升最高者达到26%。当前全国KTV包含酒水在内的消费总额每年约4000亿元，全国KTV包厢总数在100万间左右，平均每间包厢每年获得的收入为40万元。参考好乐迪和钱柜分别保持在55%和30%以上的毛利率，保守估计全国KTV平均毛利率为30%，进而平均每间包厢每年的利润为12万元。以K米为商家带来10%的开房率提升，K米每年将为每间包厢贡献1.2万的利润。而每间包厢升级为K米系统的成本为7000元，商家升级K米系统后的第一年每间包厢便能直接获利5000元，以3年的系统更新周期计算，K米系统可以为KTV行业带来至少96亿元的利润提升。

图表 57：联网K歌赛和店内K歌赛使KTV开房率平均提升近20%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表 58：好乐迪和钱柜的毛利率分别保持在55%和30%以上



资料来源：wind、平安证券研究所

4.4 商业模式清晰，变现能力极强

■ 拓展期传统盈利模式：传统卖系统方式

目前，K 米还处于推广期，暂不盈利，K 米带来的主要收入来源是与其配套的 KTV 系统。KTV 商家平均 3-4 年对 KTV 系统进行一次更新，需要更新系统的 KTV 和新建的 KTV 都有购买 K 米系统的需求，并且由于 K 米能为 KTV 商家带来的巨大经营效益，部分商家更新系统的频率有望加快。

■ 长期 O2O 平台盈利模式：广告营销、增值服务

从长期来看，K 米的盈利模式主要以广告营销、增值服务和移动支付分成为主。

1) O2O 模式主要依靠广告营销和移动支付实现变现

直接连接 KTV 管理系统，实现在线预订。在线预订相比于电话预定有更好的用户体验，酒店、电影票在线预订市场的蓬勃发展也反映出这一趋势，未来 KTV 在线预订包厢服务将成为标配。解决 KTV 行业在线预订的关键问题是如何连接 KTV 商家的管理系统，而 K 米依托星网视易产品的优势，更易于做到这一点。便捷的预订方式将为商家导入更多的消费者，K 米可从中分成。

海量 KTV 商家信息，催生竞价排名机制。随着入驻 K 米的商家越来越多，商家通过在 K 米的商家搜索平台上竞价排名可以获得大量潜在用户，提升 KTV 商家知名度。

真实用户信息，实现移动端精确广告定位。K 米可以获取用户点歌、录歌行为的数据，从而了解用户对歌星、音乐类型的偏好，可以根据广告商的要求精准投放到用户。

移动支付已成支付手段发展必然趋势，签约支付宝打造 O2O 闭环。对 KTV 商家来说，移动支付可降低运营成本，对顾客来说，移动支付更为便捷。2014 年 3 月星网视易和支付宝签署合作协议，将使星网视易经营多年的 KTV 场所解决方案及 K 米平台上可以进行移动支付，为消费者提供预订、点单、支付等服务，实现 KTV 场所 O2O 的闭环。K 米未来有望从中获取分成。

图表 59：移动支付可应用于量贩式 KTV 前台收银和超市收银等场景



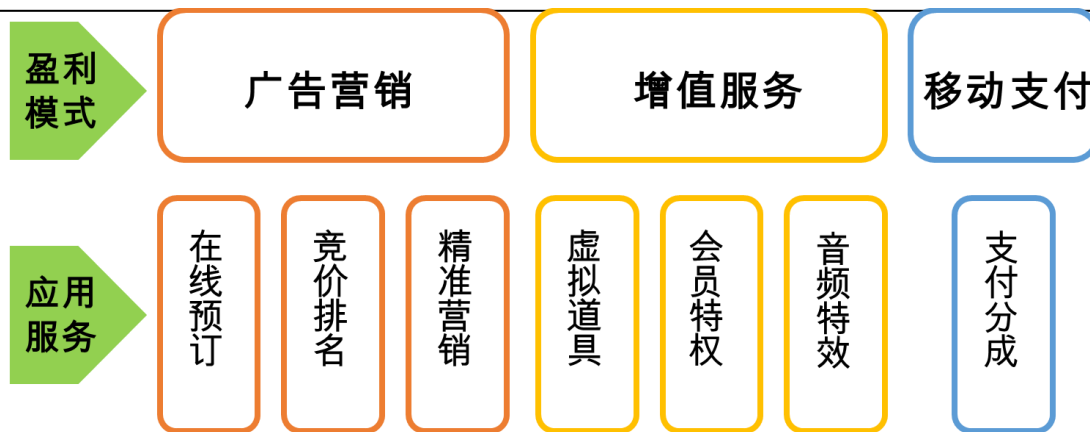
资料来源：平安证券研究所

2) K 米线上平台拓展增值服务

造星平台衍生出虚拟物品巨大盈利空间。K 米上举行的各类 K 歌比赛将催生出一大批草根歌手，这些歌手为了成名有打榜的需求，而 K 米上的其他用户有音乐欣赏、追星等需求，从而衍生出用赠送虚拟物品提升歌手人气的商业模式。

会员特权、音频特效满足用户在社交平台上的自我表现需求。随着 K 米功能的进一步完善和丰富，会员身份可以拥有更多特权，K 米从中收取会员费；为用户提供声音美化、声音特效等服务，满足其各种自我展示的个性化需求。

图表 60：K 米盈利模式清晰，发展前景可期



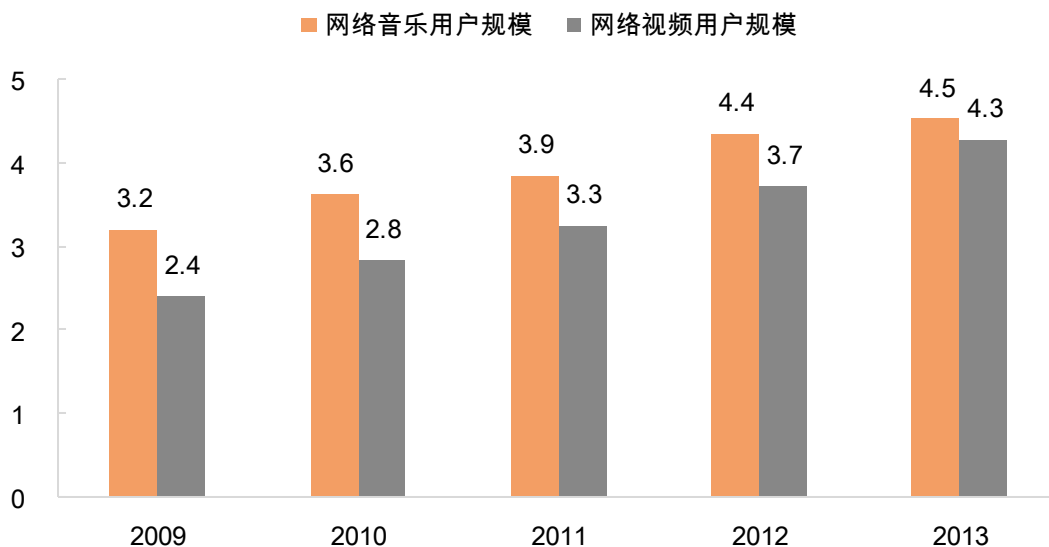
资料来源：平安证券研究所

4.5 顺应网络音乐发展趋势，K 米在千亿级规模的音乐市场中徜徉

■ 以网络视频行业为标杆，网络音乐市场极具爆发潜力

网络音乐市场需求更为旺盛。从市场需求来看，网络音乐比网络视频拥有更为广阔的用户规模，据中国互联网信息中心的报告，网络音乐在用户规模上一直高于网络视频，2014 年 6 月我国网络音乐用户规模达到 4.9 亿，而网络视频用户规模为 4.4 亿。

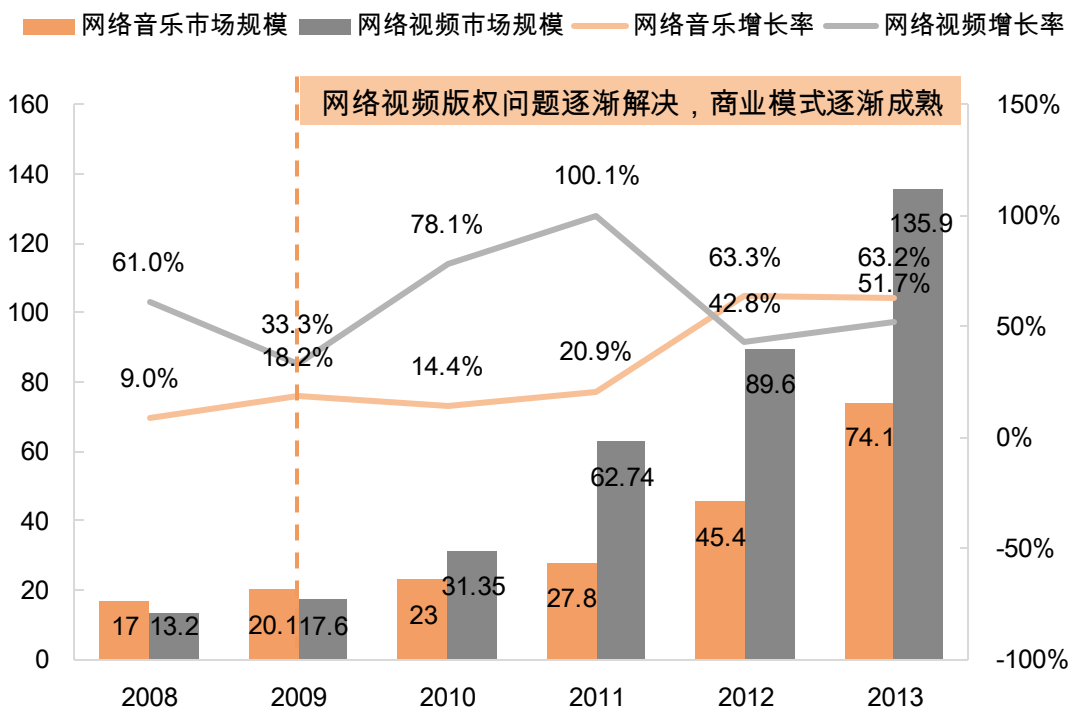
图表 61：市场需求上，网络音乐比网络视频更为旺盛（万人）



资料来源：CNNIC、平安证券研究所

二者市场规模曾非常接近，但网络视频版权规范化后规模迅速反超。从市场规模来看，08-09 年时网络音乐和网络视频的市场规模较为接近，并且网络音乐的规模相对更大。但 2009 年 4 月，国家广电总局下发《关于加强互联网视听节目内容管理的通知》网络视频行业版权环境开始得以完善，2010 年后随着网络视频行业版权问题基本解决、商业模式逐渐成熟，网络视频市场规模开始进入高速增长期，到 2013 年已反超网络音乐市场近一倍。

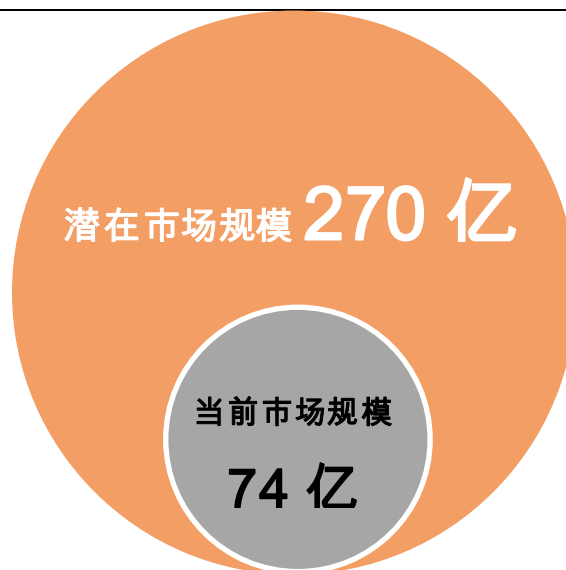
图表 62：版权问题基本解决后，网络视频行业大幅反超网络音乐行业（亿元，%）



资料来源：艾瑞咨询、文化部、平安证券研究所

网络音乐市场潜力无限，有望诞生出百亿级市值的上市公司。结合上文所述，网络视频和网络音乐对应的均是用户娱乐的需求，并且网络音乐需求更旺盛，因此网络音乐市场有望在版权问题逐步解决、盈利模式逐步清晰后达到甚至超越网络视频的市场规模。当前中国移动彩铃服务的月功能费为5元，以此保守估计网络音乐服务包月费5元，按13年网络音乐用户规模4.5亿估算，网络音乐一年的潜在市场规模达到270亿，而这还仅仅是基本的音乐服务包月费，没有考虑其他增值服务，网络音乐市场的潜力可想而知。目前网络视频市场已造就一大批大公司，其中已上市的乐视网和优酷土豆市值分别为340亿元和35.5亿美元，我们有理由相信未来的网络音乐市场也将诞生出一批百亿级市值的上市公司。

图表 63：保守估计13年网络音乐的潜在市场空间为270亿元

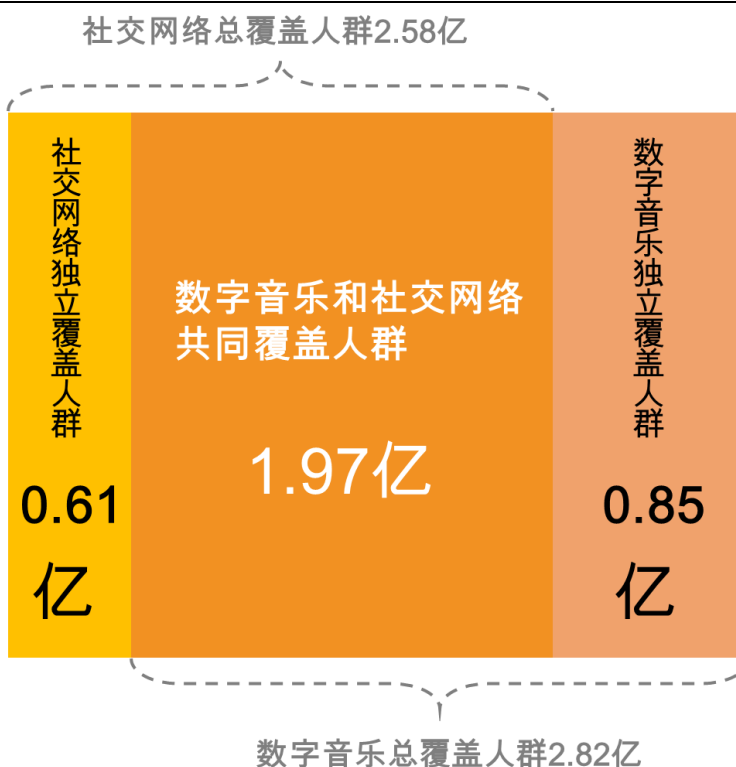


资料来源：CNNIC、平安证券研究所估算

■ 社交和线下是未来网络音乐的两个爆点，K米在浩瀚的音乐产业海洋有望占据重要一席

音乐社交潜在用户庞大，将成为未来移动音乐服务的主流形式。据艾瑞咨询的网民连续用户行为研究，2011年11月中国数字音乐服务与社交网络共同覆盖人群占据两者总覆盖人群的57.4%，达到了1.97亿人，数字音乐和社交网络各自独立覆盖的人群分别为0.85亿人和0.61亿人。这表明，中国既是音乐用户又是社交网络用户的基数很庞大，社交音乐概念在中国市场中前景诱人。此外，由于音乐独有的情感属性，使其与社交有着天然的联系，而移动互联网随时在线、随时分享、随时沟通的特点也促成了音乐的社交化趋势，融入社交元素的音乐应用也获得了用户粘性的提升。易观国际在《2012年中国移动音乐行业年度研究报告》中认为，音乐社交是未来移动音乐服务的主流形式。

图表 64：音乐社交潜在用户庞大（亿人）



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

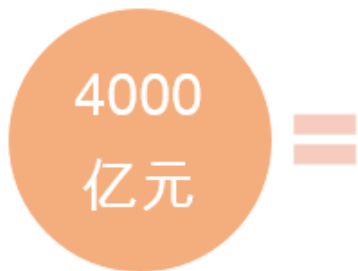
音乐 APP 的爆发力在线下。音乐 APP 虽然拥有极庞大的用户群体，但缺乏成功的商业模式。而与线下 KTV 结合的 O2O 模式给音乐 APP 带来了巨大想象空间，用户可以在音乐 APP 上听歌、在线 K 歌、保存歌单、作品分享、获取 KTV 优惠信息，也可以在 KTV 中直接使用 APP 点歌、录歌、作品分享、下载歌曲，从而将消费端转移到线下，依托千亿级产值的 KTV 市场挖掘利润空间。

图表 65：数字音乐与线下KTV结合，将引爆千亿级市场

网络音乐潜在市场规模



KTV行业市场规模



泛音乐产业市场总规模



运营商无线音乐收入规模

资料来源：中国唱片工作委员会、文化部、平安证券研究所

手握社交和 O2O 两大法宝，K 米在浩瀚的音乐产业海洋中有望占据重要一席。一方面，KTV 娱乐形式本身就具有浓厚的社交属性，且 K 米支持录音作品线上分享、位置服务，将使 K 米成为一个兴趣型社交平台。另一方面，K 米在与线下 KTV 结合上拥有的得天独厚的优势，为在整个音乐行业中建立了一片战略根据地，向各类音乐业务发散皆成为可能，有望成长为百亿级市值的音乐上市公司。

图表 66：K 米未来可向各类音乐业务发散，充满想象空间

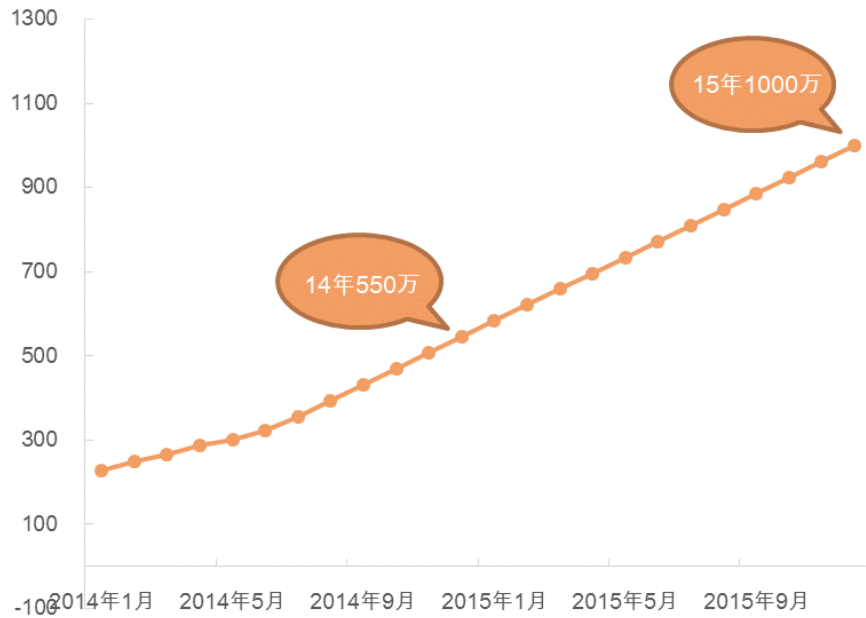


资料来源：平安证券研究所

4.6 潜在市值空间巨大，保守估计潜在市值有望超 100 亿

预计 2015 年用户将达到 1000 万。截止到 2014 年 5 月，K 米注册用户数达到 300 万，覆盖 KTV 商家 1985 家，平均每家 KTV 为 K 米贡献 1511 个注册用户。当前 K 米所覆盖的 KTV 商家数平均每月新增超过 180 家，考虑到 2014 年 8 月的全国巡展将 K 米推广起到促进作用，覆盖商家增速将进一步加快，预计 14 年底将覆盖约 3600 家 KTV，注册用户约 550 万，15 年底将覆盖约 6600 家 KTV，注册用户接近 1000 万。

图表 67：K 米注册用户数将加速增长（万人）



资料来源：公司资料、平安证券研究所

按 2014 年 3 月 K 米 200 万注册用户和 100 万月活跃用户的比例估算，到 2015 年 K 米月活跃用户有望突破 500 万。长期来看，由于业务涉及线上和线下，K 米的市场空间将大于仅涉及线上的唱吧，唱吧目前月活跃用户超 3500 万，保守估计 K 米的月活跃用户可达 3500 万。在商业模式上，K 米的 O2O 发展路径主要盈利模式为广告营销和增值服务、移动支付分成，因而对 K 米的估值可参考国内主要的互联网企业。

图表 68：可比互联网公司估值

公司	市值 (亿元)	月活跃用户数 (亿人)	人均价值 (元)
大众点评网	124.0	1.00	124.0
9158	57.6	0.11	533.3
YY	255.4	0.92	276.7
58 同城	249.9	1.30	192.2
新浪微博	253.6	1.29	196.6
搜房网	304.4	0.70	434.9
陌陌	124.0	0.40	310.0
平均	-	-	295.4

资料来源：公司年报、wind、雪球、艾瑞咨询、平安证券研究所（注：1 美元=6.2 元人民币；1 港元=0.8 元人民币）

K米市值有望超过 100 亿元。类比互联网公司平均每个用户的价格，以 2015 年 500 万月活跃用户计算，K 米估值将达到近 15 亿元；考虑到未来 KTV 系统将逐步更新换代，K 米线上用户逐步增长，K 米市场份额和影响力将进一步提升，参照唱吧当前 3500 万月活跃用户量，未来 K 米估值有望超过 100 亿元。

五、维持“强烈推荐”评级，目标价 38 元

5.1 关键假设

综合前文所述，我们认为对于公司未来的预测重在把握三大传统业务领域的增长，以及向移动互联网转型的潜在爆发式价值。我们的主要假设如下：

- 1、传统业务：
 - a) 企业级网络设备：公司抓住国产化替代机遇，在巩固传统细分市场优势的同时，与合作伙伴一齐开拓市场，提升市场占有率，预期未来增速将保持在 30%以上。
 - b) 瘦客户机：受益于云计算产业的不断普及，公司不断完善云计算的整体解决方案，与国内外厂商深入合作，有望实现不错的增长。
 - c) 视频信息应用：随着 K 米的推广速度进一步加快，将带动线下 KTV 系统的销售快速增长，贡献一定规模的收入。
- 2、我们判断 K 米仍处于初级阶段，14 年以市场拓展为主，结合当前 K 米覆盖商家的推广速度，15 年下半年开始有望为公司做出利润贡献，虽然 K 米未来想象空间巨大，但实质性贡献利润的时间点和规模仍存在较大不确定性，我们暂不考虑公司 K 米业务对于公司收入和利润的贡献。
- 3、毛利率方面，公司产品技术实力和市场份额领先，毛利有望继续保持上升趋势。
- 4、费用方面，公司管理费用率和销售费用率有望逐年降低。
- 5、公司目前享受的政府补贴和税收优惠政策仍会持续。

5.2 盈利预测：净利润年化复合增速将超过 30%

受益于国产化替代进程加速和云计算发展，我们判断公司传统业务将进入一个稳定增长阶段，预计公司 2014 年-2016 年的收入增速将分别达到 20.9%、22.1%、22.9%。

根据以上假设和盈利分析，我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.89 元、1.18 元和 1.55，公司未来三年年化净利复合增速将高达 31.4%。

图表 69：星网锐捷盈利预测（百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
收入				
企业级网络设备	1,684.4	2,189.8	2,846.7	3,700.7
瘦客户机	474.5	664.3	896.7	1,210.6
通讯产品	225.7	225.7	225.7	225.7
视频信息应用	195.7	664.3	896.7	1,210.6
YoY				
企业级网络设备		32%	30%	30%

瘦客户机	-18%	40%	35%	35%
通讯产品	46%	0%	0%	0%
视频信息应用	23%	20%	20%	20%
总收入	3,276.2	4,010.4	4,946.8	6,171.0
YoY	17.5%	22.4%	23.3%	24.7%
净利润	239.2	311.5	415.0	543.1
利润率	7.3%	7.8%	8.4%	8.8%
EPS (元)	0.68	0.89	1.18	1.55

资料来源：Wind、平安证券研究所

5.3 相对估值：估值显著低于行业平均水平，未来估值水平提升空间巨大

考虑到公司全面向行业解决方案提供商转型以及公司的部分主营业务，其估值水平可以参照教育信息化企业、行业解决方案提供商、信息安全相关软件企业等，如拓维信息、启明星辰、航天信息、宝信软件等。

图表 70：可比公司PE比较

公司名称	收盘价		EPS			PE				CAGR	PEG	市值
	8-25	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	-3/2013	-2013	亿元
东土科技	12.31	0.20	0.26	0.35	0.43	61.64	47.81	34.84	28.88	28.76%	2.14	21.08
润和软件	21.05	0.34	0.47	0.71	0.89	62.80	45.07	29.75	23.58	38.61%	1.63	48.46
紫光股份	29.68	0.49	0.71	1.04	1.51	60.60	41.80	28.63	19.60	45.67%	1.33	61.16
东方国信	24.07	0.35	0.52	0.76	1.04	69.25	46.10	31.76	23.19	44.01%	1.57	62.49
立思辰	22.77	0.21	0.38	0.52	0.69	106.90	59.64	43.99	33.06	47.88%	2.23	66.78
汉得信息	13.57	0.27	0.35	0.46	0.59	49.83	38.58	29.62	23.13	29.15%	1.71	72.79
拓维信息	20.29	0.10	0.27	0.41	0.51	206.62	75.06	50.04	39.87	73.05%	2.83	81.75
启明星辰	21.35	0.29	0.41	0.57	0.78	72.42	51.50	37.28	27.36	38.33%	1.89	88.63
新大陆	21.23	0.43	0.65	0.89	1.25	49.17	32.76	23.73	17.03	42.40%	1.16	108.33
北信源	24.29	0.25	0.36	0.48	0.61	95.60	66.95	50.68	40.02	33.67%	2.84	64.81
宝信软件	30.49	0.80	0.96	1.18	1.37	38.27	31.76	25.93	22.25	19.82%	1.93	111.02
航天信息	22.44	1.18	1.30	1.55	1.85	18.97	17.28	14.44	12.13	16.05%	1.18	207.21
平均值		0.51	0.71	0.95	1.23	64.45	44.70	33.0	25.42	41.58%	2.04	
星网锐捷	27.57	0.68	0.89	1.18	1.55	40.5	31.1	23.3	17.8	31.61%	1.28	96.79

资料来源：wind，平安证券研究所

根据 Wind 盈利一致预期，公司无论是 PE 估值水平还是 PEG 水平都接近可比企业最低值，我们认为公司目前的估值折价主要源于市场对于星网锐捷后续转型战略以及 K 米的认识严重不足。我们对公司 14 年全年业绩实现快速增长持非常乐观态度，随着后续定期报告逐渐确认公司业绩的成长性，以及公司转型行业解决方案提供商战略的稳步推进，市场有望重新认识公司的潜在成长能力和巨大成长空间。

我们认为未来 6 个月公司估值逐渐向 15 年行业平均 PE 估值水平靠拢是一件大概率事件。按照 15 年平均 33 倍的 PE 估值水平，我们暂时得出公司合理股价应为 38 元。

5.4 重申“强烈推荐”评级，目标价 38 元

我们认为公司合理价值应为 38 元，对应 2015 年 PE 约为 33 倍，目前公司股价对应 2015 年动态 PE 仅为 23.3 倍，我们认为公司存在较大上涨空间，重申“强烈推荐”评级，目标价 38 元。

六、风险提示

- 1) 国产化替代进程慢于预期
- 2) K 米推广速度低于预期

资产负债表					利润表				
单位:百万					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	2596	2972	3702	4563	营业收入	2787	3276	4010	4947
现金	1411	1299	2171	2687	营业成本	1498	1735	2090	2537
应收账款	607	631	783	966	营业税金及附加	28	29	36	44
其他应收款	27	23	34	42	营业费用	552	690	835	1018
预付账款	16	16	21	25	管理费用	470	561	697	873
存货	453	529	612	743	财务费用	-15	-17	-18	-30
其他流动资产	82	475	82	101	资产减值损失	17	19	24	29
非流动资产	492	649	535	494	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	31	0	0	投资净收益	2	7	6	7
固定资产	152	445	400	353	营业利润	239	264	353	483
无形资产	73	93	93	93	营业外收入	131	173	203	236
其他非流动资产	235	79	42	47	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3089	3621	4237	5057	利润总额	368	436	554	718
流动负债	880	1194	1417	1700	所得税	42	43	55	72
短期借款	62	12	12	12	净利润	326	392	499	646
应付账款	336	510	627	761	少数股东损益	102	153	188	231
其他流动负债	482	672	778	927	归属母公司净利润	224	239	312	415
非流动负债	47	23	23	23	EBITDA	247	305	405	524
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.68	0.89	1.18
其他非流动负债	47	23	23	23					
负债合计	927	1217	1440	1722					
少数股东权益	304	394	582	813	主要财务比率				
股本	351	351	351	351	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
资本公积	793	793	793	793	成长能力				
留存收益	714	865	1071	1377	营业收入(%)	5.4	17.5	22.4	23.3
归属母公司股东权益	1858	2009	2215	2521	营业利润(%)	10.7	10.7	33.5	37.0
负债和股东权益	3089	3621	4237	5057	归属于母公司净利润	25.2	6.9	30.3	33.2
					获利能力				
					毛利率(%)	46.3	47.0	47.9	48.7
					净利率(%)	8.0	7.3	7.8	8.4
					ROE(%)	12.0	11.9	14.1	16.5
					ROIC(%)	24.9	20.8	47.9	63.5
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.0	33.6	34.0	34.1
					净负债比率(%)	6.70	0.98	0.83	0.69
					流动比率	2.95	2.49	2.61	2.68
					速动比率	2.43	2.04	2.17	2.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.95	0.98	1.02	1.06
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.44	4.10	3.68	3.66
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.68	0.89	1.18
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.30	2.58	1.74
					每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.72	6.31	7.18
					估值比率				
					P/E	43.26	40.47	31.07	23.32
					P/B	5.21	4.82	4.37	3.84
					EV/EBITDA	35	29	22	17

现金流量表				
单位:百万				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	419	458	904	612
净利润	326	392	499	646
折旧摊销	23	58	71	71
财务费用	-15	-17	-18	-30
投资损失	-2	-7	-6	-7
营运资金变动	54	-28	351	-81
其他经营现金流	31	59	7	12
投资活动现金流	-194	-382	56	-16
资本支出	185	120	0	0
长期投资	-12	0	-43	0
其他投资现金流	-21	-262	12	-16
筹资活动现金流	-115	-203	-87	-79
短期借款	-20	-50	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	17	0	0	0
其他筹资现金流	-112	-152	-87	-79
现金净增加额	110	-128	872	516

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	