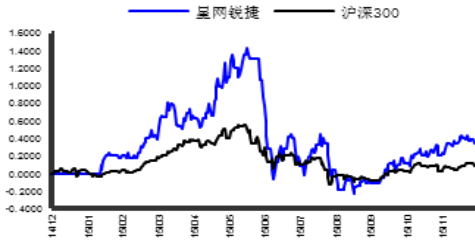


研究所  
 证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
 联系人：陶斯然 S0350114090005  
 联系方式：18616354001, taosr@ghzq.com.cn  
 联系人：邵伟 S0350115070032  
 联系方式：18817875606, shaow@ghzq.com.cn

## K米，线下娱乐场景金矿空间巨大 ——星网锐捷（002396）调研简报



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
星网锐捷	12.0	52.5	35.1
沪深300	5.8	18.3	6.5

### 事件：

近期，我们对公司进行了调研。

### 我们的观点：

■ **KTV 线下娱乐消费场景空间巨大，公司卡位优势明显。**公司在 KTV 信息系统市场占据 40% 以上的份额，由此卡位巨大的 KTV 线下娱乐消费市场，而 KTV 线下消费是一个超 2000 亿元的市场。线下 KTV 屏幕媲美户外媒体的户外广告屏幕价值，也兼具场景价值，配合 K 米，有利于精准定位目标人群。当前，公司仅依靠线下 KTV 的自发推广已累计 2000 余万下载量，其中月活跃用户为 100 万左右，线下渠道价值明显。

■ **内容合作为 KTV 带来增量价值。**K 米除在“智”、“娱”、“赢”三方面对 KTV 行业解决方案进行全面升级外，引入了模仿秀、游戏、多屏互动、虚拟舞台等新的娱乐模式，大大增强了用户在 KTV 消费的时间和粘性。公司通过为 KTV 带来增量价值而获益，根据老版本 K 米实际运营情况，K 米预计可为 KTV 提高 10%-20% 的收入。

■ **K 米倾向于独立发展，互联网公司机制帮助公司腾飞。**K 米于 2015 年 6 月份独立分拆成立子公司，且于近期进一步引入外部投资，意在引入更多合作伙伴，与 BAT 合作利用互联网思维打造强大的 O2O 品牌。

■ **并购基金助力 K 米布局内容生态。**公司于今年 5 月份成立并购基金，首期规模 1 亿元，服务于 K 米生态内容的完善，助力 K 米成为领先的 O2O 娱乐平台。

■ **O2O 业务处于开拓期。**公司控股子公司升腾资讯推出的“腾云社区”旨在打造“互联网+社区生活服务”的社区 O2O 平台，用以解决快递物流“最后一百米”的痛点；K 米本质上为 O2O 的泛娱乐平台，深挖屏幕价值和场景价值，未来发展前景广阔。

■ **三季度业绩同增 26.7%。**公司前三季度实现营业收入 25.7 亿元，同增 13.5%，来自于公司自身传统业务的内生增长及收购四创软件和德明通讯并表。其中四创软件主要为防灾减灾信息与应用服务提供商，产品遍及 17 个省份；德明通讯在海外 4G 定制化应用市场

### 市场数据

2015/12/29

当前价格(元)	24.56
52周价格区间(元)	13.91-62.14
总市值(百万)	13240.57
流通市值(百万)	12933.05
总股本(万股)	53911.12
流通股(万股)	52659.00
日均成交额(百万)	499.27
近一月换手(%)	94.53

### 相关报告

### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

具有领先优势，上述两家公司的收购拓展了公司的产品条线，新增了利润增长点。

■ **盈利预测与评级。**公司掌握极具价值的 KTV 线下屏幕渠道的同时，通过 K 米将用户引流至线上，实现用户线上线上娱乐闭环，我们看好公司未来在线上深挖用户价值、在线下深挖场景和屏幕价值的空间，鉴于 K 米尚处于创业期未贡献收入，存在不确定性。因此，不考虑 K 米情况下，预计公司 2015-2017 年净利润分别为 2.59/3.52/4.48 亿元，EPS 分别为 0.48/0.65/0.83，对应 2015 年 12 月 29 日股价 PE 分别为 51/38/30 倍，给予“增持”评级。

■ **风险提示。**商业模式不可行风险；K 米业务拓展低于预期风险；法律风险；KTV 市场萎缩风险；战略合作终止风险；

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3642	3764	4229	4727
增长率(%)	11.2%	3.4%	12.3%	11.8%
净利润（百万元）	242	259	352	448
增长率(%)	1.1%	7.1%	35.9%	27.3%
摊薄每股收益（元）	0.69	0.48	0.65	0.83
ROE(%)	9.6%	14.8%	15.6%	17.1%

表 1: 星网锐捷盈利预测表

证券代码:	002396.SZ				股价:	24.56	投资评级:	增持	日期:	2015/12/29
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值		2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	10%	15%	16%	17%	EPS		0.69	0.48	0.65	0.83
毛利率	45%	42%	41%	41%	BVPS		6.11	4.76	5.25	5.87
期间费率	40%	29%	30%	30%	<b>估值</b>					
销售净利率	7%	7%	8%	9%	P/E		35.7	51.1	37.6	29.6
<b>成长能力</b>					P/B		4.0	5.2	4.7	4.2
收入增长率	11%	3%	12%	12%	P/S		2.4	3.5	3.1	2.8
利润增长率	1%	7%	36%	27%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>							<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.93	0.84	0.83	0.83	营业收入		3642	3764	4229	4727
应收账款周转率	3.41	3.72	3.65	3.59	营业成本		2003	2183	2485	2807
存货周转率	2.90	36.50	36.50	36.50	营业税金及附加		34	35	39	44
<b>偿债能力</b>					销售费用		791	785	897	1005
资产负债率	35%	31%	32%	32%	管理费用		631	305	343	383
流动比	2.37	2.47	2.56	2.64	财务费用		(9)	(21)	(26)	(31)
速动比	1.86	2.43	2.52	2.60	其他费用/(-收入)		6	0	40	40
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润		198	476	531	559
现金及现金等价物	1356	2108	2649	3141	营业外净收支		208	0	0	0
应收款项	1067	1013	1159	1317	利润总额		406	476	531	559
存货净额	690	61	69	78	所得税费用		34	71	62	50
其他流动资产	114	162	230	203	净利润		372	404	469	509
<b>流动资产合计</b>	<b>3227</b>	<b>3343</b>	<b>4106</b>	<b>4739</b>	少数股东损益		130	146	117	61
固定资产	424	393	366	340	归属于母公司净利润		242	259	352	448
在建工程	1	58	78	124	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	93	93	84	74	经营活动现金流		199	1219	658	659
长期股权投资	20	581	581	581	净利润		372	404	469	509
<b>资产总计</b>	<b>3914</b>	<b>4467</b>	<b>5101</b>	<b>5687</b>	少数股东权益		130	146	117	61
短期借款	12	12	12	12	折旧摊销		71	45	42	39
应付款项	869	873	1049	1181	公允价值变动		0	0	0	0
预收帐款	83	84	92	105	营运资金变动		(374)	625	30	50
其他流动负债	398	382	451	495	投资活动现金流		90	(482)	78	(3)
<b>流动负债合计</b>	<b>1363</b>	<b>1351</b>	<b>1604</b>	<b>1794</b>	资本支出		25	(71)	(35)	(59)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		12	(561)	0	0
其他长期负债	24	24	24	24	其他		54	151	113	56
<b>长期负债合计</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	筹资活动现金流		(251)	160	(88)	(112)
<b>负债合计</b>	<b>1387</b>	<b>1375</b>	<b>1628</b>	<b>1818</b>	债务融资		0	0	0	0
股本	351	539	539	539	权益融资		8	225	0	0
股东权益	2527	3092	3473	3870	其它		(259)	(65)	(88)	(112)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3914</b>	<b>4467</b>	<b>5101</b>	<b>5687</b>	现金净增加额		38	898	648	544

## 【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。