

2016年04月12日

星网锐捷 (002396.SZ)

K米融合VR,引领KTV行业进入泛娱乐时代

■数字娱乐业务发展迅速,具备发展KTV行业O2O生态的核心线下资源优势。有别于BAT互联网公司O2O布局的高投入甚至说是烧钱模式,星网锐捷互联网业务布局基于线下的竞争优势。据公司网站数据,子公司星网锐捷连续8年稳坐KTV娱乐点播系统市场第一,在VOD产品的市场份额达到40%以上。因此K米拥有进入KTV垂直细分领域的独家系统(点播系统、收银、管理系统)接口权。在互联网时代,这些系统接口权正是BAT巨头们进入此领域重要门槛之一。2015年K米在获得A轮7500万融资之后,全面发力KTV市场,仅一年多的时间收获了3000万高黏度用户,以及全国范围7000多家KTV,28万间高质量的量贩式包厢。

■融合VR/AR、直播、电影、游戏等,引领KTV行业进入泛娱乐时代,带来资产价值重估。随着移动互联网的飞速发展,传统量贩式KTV被推到了行业兴衰发展的风口浪尖。公司不断加大创新力度,2015年K米发布新一代“魔云6”从“智、娱、赢”三个方面对KTV行业解决方案引入了模仿秀、游戏、多屏互动、虚拟舞台等全新的娱乐模式。其中虚拟舞台使用了增强现实技术(AR),融合3D,在屏幕上把虚拟世界套在现实世界并进行互动,已经在经营性KTV逐步推广应用。并加入移动直播形式,使得K场内外观看直播互动,与湖南卫视《我是歌手》等合作,成为娱乐选秀、K歌大赛的线下海选通道。15年10月,K米又联手1905数字娱乐平台,将私人影院加入到KTV场景。打造娱乐互动、私人影院、在线交易、联网K歌赛、游戏等KTV的泛娱乐生态。我们预计公司未来有望加大与VR、直播视频领域公司的深度合作,相关资产重估逻辑打开。

■安全+互联网,互联网转型潜力被低估。星网锐捷是国内政企网络设备解决方案市场有竞争力的品牌,多年与思科、华为、华三等品牌竞争,技术研发实力、渠道销售能力以及品牌影响力逐步增强,在教育、金融、电信、政府等部门拥有较多优质客户,传统业务长期受益于信息安全和国产替代。我们在上一篇星网锐捷深度报告《安全+互联网,被低估的优质企业》中,建议投资者从安全和互联网两个角度去理解星网锐捷。此篇报告我们重点阐述公司移动互联网跨界融合的能力,其互联网领域的潜力或被市场低估,公司在互联网+文化娱乐领域已经取得较大突破。

■投资建议:星网锐捷是“安全+互联网”领域的优质企业,数字娱乐业务具备线下核心资源优势,融合VR/AR、直播、电影、游戏等,引领KTV行业进入泛娱乐时代,带来资产价值重估。我们预计2016-2017年EPS分别为0.60元和0.74元,对应2016年动态PE为30倍,估值处于历史较低水平,有较强的安全边际。维持买入-A的投资评级,6个月目标价28元,建议投资者重点关注。

■风险提示:企业网业务国产替代进程缓慢;K米推广低于预期的风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,641.7	4,516.5	5,627.4	6,719.7	7,907.0
净利润	241.8	262.3	327.0	406.7	489.1
每股收益(元)	0.45	0.49	0.60	0.74	0.89
每股净资产(元)	3.98	4.85	5.54	5.99	6.53

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	40.1	37.0	30.1	24.2	20.1
市净率(倍)	4.5	3.7	3.2	3.0	2.8
净利润率	6.6%	5.8%	5.8%	6.1%	6.2%
净资产收益率	14.7%	14.3%	12.7%	14.1%	15.1%
股息收益率	1.1%	0.4%	1.3%	1.7%	2.0%
ROIC	23.7%	28.9%	22.8%	26.0%	27.6%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

通信终端及配件

投资评级 **买入-A**

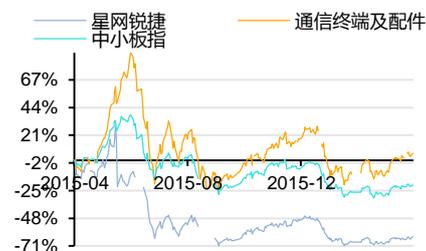
维持评级

6个月目标价: **28.00元**
股价(2016-04-11) **17.99元**

交易数据

总市值(百万元)	9,698.61
流通市值(百万元)	9,473.35
总股本(百万股)	539.11
流通股本(百万股)	526.59
12个月价格区间	14.03/61.95元

股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.25	8.83	-32.66
绝对收益	20.98	5.27	-46.08

李伟

分析师

SAC执业证书编号: S1450515080003
liwei3@essence.com.cn
010-83321038

陈宁玉

报告联系人

cheny@essence.com.cn
021-35082003

石泽葵

报告联系人

shizr@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

星网锐捷:业绩低于预期,持续推进互联网转型	2015-08-24
星网锐捷:设立产业投资基金,打造娱乐O2O平台	2015-05-31
星网锐捷:互联网战略加速,锐捷扬帆起航	2015-04-27
星网锐捷:安全+互联网,被低估的优质企业	2015-04-01
星网锐捷:开启资本运作之路	2015-02-09

内容目录

1. 互联网转型在数字娱乐领域取得突破	4
1.1. 五大业务各具特色优势	4
1.2. “互联网+文化娱乐”取得突破	5
2. KTV 经历互联网化的产业变革	7
2.1. KTV 产业面临转型升级，娱乐消费市场潜力巨大	7
2.2. 移动互联网重新定义 KTV 的娱乐模式	8
3. 整体布局数字娱乐 O2O 平台	10
3.1. 星网锐捷领跑 KTV 娱乐行业	10
3.2. 引入 VR/AR/直播视频，将娱乐进行到底	12
3.3. 联手院线将私人影院植入 KTV	14
3.4. K 米实现 O2O 闭环，形成共赢生态	14
4. 从 VOD 到数字娱乐 O2O 平台，资产价值重估	16
5. 盈利预测及投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 星网锐捷五大业务线各有特色	4
图 2: 2015 年星网锐捷各业务收入结构	5
图 3: 2015 年星网锐捷各业务毛利贡献	5
图 4: 星网锐捷互联网产品示例	6
图 5: 数字娱乐领域取得突破	6
图 6: 星网锐捷互联网产品示例	7
图 7: KTV 点歌系统的发展史	8
图 8: KTV 点歌系统的发展史	11
图 9: 2010-2015 年星网锐捷营收及净利润情况	11
图 10: 2012 年中国 KTV 行业 VOD 产品市场份额	11
图 11: K 米 APP 手机界面	12
图 12: K 米梦工场运用 VR 技术叠加酷炫 3D 视频特效	13
图 13: K 场内外观看直播互动	13
图 14: K 米与合作方打造 O2O 选秀平台	13
图 15: K 米支付平台	14
图 16: K 米支付平台	15
图 17: 魔云视频广告服务	15
图 18: 魔云互联网音乐榜时时推送最流行音乐	15
图 19: K 米联网平台生态	16
图 20: 星网锐捷历史估值	18
表 1: 全国连锁 KTV 排行榜	7
表 2: KTV 信息化细分领域	8

表 3: 星网视易发展历程.....	10
表 4: 星网锐捷的优势.....	16
表 5: 星网锐捷盈利预测.....	18

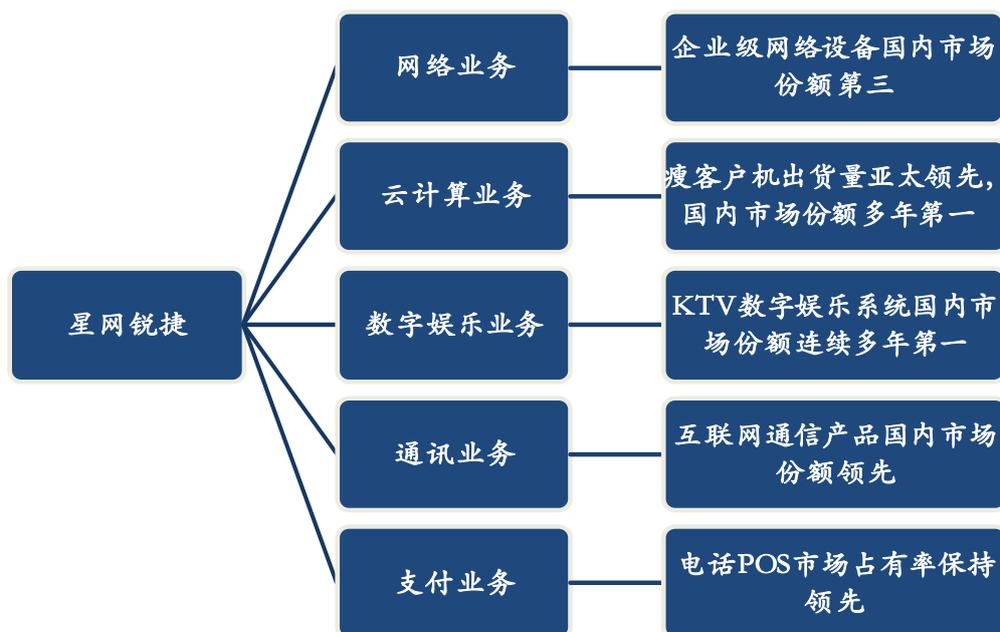
1. 互联网转型在数字娱乐领域取得突破

1.1. 五大业务各具特色优势

我们在上一篇星网锐捷深度报告《安全+互联网，被低估的优质企业》中，建议投资者从安全和互联网两个角度去理解星网锐捷，特别是互联网领域的潜力或被市场低估。整体来看，公司形成了网络业务、云计算业务、支付业务、数字娱乐业务及融合通信业务五大战略领域的布局，并且在各个业务领域都形成了独特的优势。同时利用资本市场收购延伸了产业链，主要业务发展方向是在企业级网络、云计算桌面终端、统一通信、数字娱乐、物联网、系统软件开发、智慧社区和数字家庭的产业链中，为客户提供有竞争力的综合解决方案，并且基于新技术，新的市场需求的变化，不断寻求创新，跨界思维，已经具有较强的将传统信息化解决方案与移动互联网跨界融合的能力。

公司战略布局五大业务，各个领域独具特色。公司通过经营战略层面统一规划，建立了母子协同分工、一体化经营的业务架构。企业级网络设备领域，子公司锐捷网络在2011年中国企业网市场排名中位居国内厂商综合排名第一位，国内国际厂商综合排名第三位，已连续7年成为企业网市场的民族领先品牌。根据IDC的统计，锐捷网络在2015年第二季度的WLAN企业级网络市场的市场占有率全国第一、以太网交换机市场占有率全国第四。云计算业务领域，2012年统计显示，升腾资讯连续14年中国瘦客户机市场销量第一名，全球瘦客户机销量排名前五。在数字娱乐领域，子公司星网视易是中国最大的KTV视频应用产品和系统解决方案提供商，连续8年稳坐KTV娱乐点播市场第一，近两年引领KTV行业互联网转型。支付业务上，公司在电话pos市场占有率继续保持领先，推出基于拉卡拉云平台及互联网的POS+ V8等互联网POS+系列产品，赢得市场的认可。通信业务上，融合通信产品以及针对移动互联网时代大中型企业的统一通信解决方案—智信也独具特色。

图 1：星网锐捷五大业务线各有特色



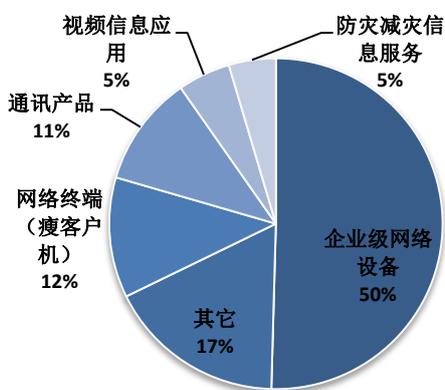
资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

公司持续提高研发投入，自主创新打造核心竞争力。星网锐捷现有研发人员 3076 人，占公司总人数的 40.65%，每年持续将 10% 以上的销售收入投入研发，2015 年研发投入达到 6.54

亿元占营业收入的 14.47%。2015 年全年共申请专利 467 项，其中发明专利 394 项，公司累计获得专利总数达 1215（有效 861）项，增强了公司在技术上的领先优势，产品的市场竞争力稳步提升。

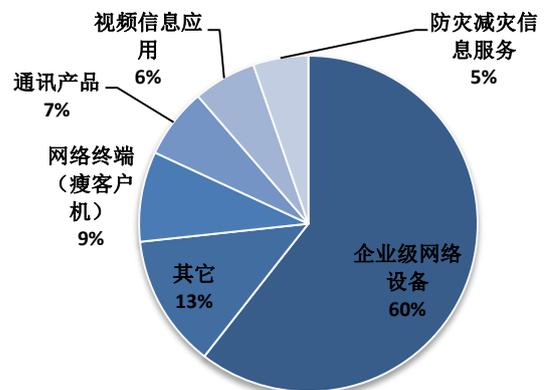
企业级网络设备业务是主要收入来源，新业务占比不断提升，有望成为新的增长动力。2015 年公司实现营业收入 45.17 亿元，较上年增长 24.02%；营业利润 3.15 亿元，较上年增长 58.73%；归属于上市公司股东的净利润 26.23 亿元，较上年增长 8.52%。2015 年，子公司锐捷网络净利润较上年增长 36.61%，福建星网视易净利润较上年增长 76.43%。公司在企业级网络设备领域竞争力较强，并且受益于国家信息安全战略调整迎来国产替代机遇，目前该业务是公司的主要收入来源，占总收入的一半，贡献了 60%的毛利。除此之外，公司在下一代网络、云计算、三网融合、物联网、数字娱乐及智能家居五大战略领域的竞争力持续提升，并且每个领域都对应较大的市场空间，新的业务的不断开拓将为打开新的成长空间。本篇报告我们将重点讨论互联网转型给公司带来的盈利能力和发展潜力，以及对公司价值的提升。

图 2：2015 年星网锐捷各业务收入结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2015 年星网锐捷各业务毛利贡献



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. “互联网+文化娱乐”取得突破

互联网应用产品 K 米携同微哨、智信实现多面开花。受益于星网锐捷较多的行业解决方案，公司的互联网业务实现快速发展。数字娱乐领域，公司在市场占有率领先的 KTV 系统软件基础之上衍生出了重量级互联网产品 K 米 APP，来实现 KTV 领域的互动娱乐、活动运营、预订/支付、精准营销、娱乐社交、增值运营。针对教育行业和企业用户推出了微哨和智信。微哨主要是学校内部具有官方性质的数字化校园移动交互平台，顺应了国家对教育信息化的要求，方便用户随时随地获取校园信息，打通了教师之间、学生之间、教师与学生之间等等各类的虚拟组织之间的互动与交流。而智信是星网锐捷针对移动互联网时代大中型企业的统一通信解决方案。公司在互联网领域有较强的实力，移动互联网（KTV、教育等）、移动支付、融合通信等都非常有特色。

基于线下优势，布局 KTV 数字娱乐线上入口。有别于 BAT 互联网公司 O2O 布局的高投入甚至说是烧钱模式，星网锐捷互联网业务布局基于线下的竞争优势，通过自然延伸发展到线上，线上线下会一同发力，通过适度的投入，更加注重用户体验，以此来打造生态系统，为用户和商家都带来价值。KTV 数字娱乐业务，前期公司重点布局改造线下，使其能够支持线上的 K 米，线上线下业务已经形成良性互动，线上业务不断完善和内容的丰富也对线下业务

的发展起到了良好的促进作用。线下KTV 信息化解决方案继续保持领先优势。

图 4：星网锐捷互联网产品示例



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

产业投资基金助力 K 米成为领先的 O2O 娱乐平台。2015 年，K 米运营公司“福建凯米网络科技有限公司”成立并完成首轮融资，加大 K 米的推广力度。之后又成立产业投资基金，同样将服务于 K 米的产业生态投资，进一步增强公司对文化娱乐、TMT 行业的投资能力，符合公司的战略发展方向，通过兼并收购及合作的方式，助力 K 米打造领先的 O2O 娱乐平台。截至目前，K 米用户数超过 3000 万，联网 KTV 数 7000 多家，联网包厢 28 万多个。这标志着公司在数字娱乐行业的商业模式已经具备雏形。随着覆盖门店和用户数达到一定规模，我们预计 2016 年 K 米有望启动 B 轮融资，在商业模式和合作伙伴上有望取得突破。

图 5：数字娱乐领域取得突破



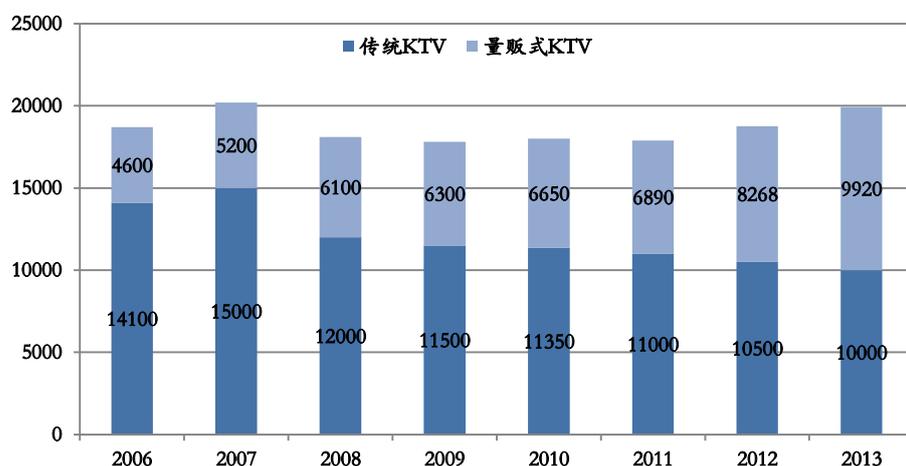
资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

2. KTV 经历互联网化的产业变革

2.1. KTV 产业面临转型升级，娱乐消费市场潜力巨大

中国 KTV 行业集中度较低，向规模化、连锁化发展成为行业发展趋势。中国 KTV 行业主要经历了从歌厅、夜总会、规模化连锁量贩 KTV、量贩与夜总会混合型经营等多种模式的变化。休闲娱乐产业市场呈现出的巨大潜力，一些国际知名的连锁机构也落户中国。智研数据统计显示，2013 年我国 KTV 数量约 19920 家。其中，量贩式 KTV 数量全国有 9920 家，传统 KTV 企业数量有下降的趋势，向规模化连锁化发展成为行业发展趋势。从行业发展来看，在 KTV 门店增长进入瓶颈，行业集中度较低，行业竞争激烈。加上租金、人工等成本的不断上涨，商家竞争手段不再是仅扩张门店数量，更注重加强内部管理水平，通过规模化效应来缩减成本开支。KTV 规模化连锁化经营，在采购方面有很大的优势，同时在品牌塑造、整体营销方面比单店的优势明显。

图 6：星网锐捷互联网产品示例



资料来源：智研数据，安信证券研究中心

表 1：全国连锁 KTV 排行榜

品牌排名	KTV 品牌	门店数量	成立时间	总部
1	宝乐迪	226	2010	中国青岛
2	好乐迪	102	1993	中国台湾
3	大歌星	82	2010	北京
4	欢乐迪	48	2003	重庆
5	方糖	35	—	江西南昌
6	钱柜	33	1989	中国台湾
7	欢唱	29	1998	福建福州
8	快乐迪	20	2001	辽宁沈阳
9	嘉乐迪	20	2004	浙江温州
10	大家乐	17	2002	中国青岛
11	agogo	17	2003	福建福州
12	畅想国度	16	2008	广州深圳
13	自由港	12	2004	中国上海
14	麦乐迪	9	2000	中国北京

资料来源：《全国连锁 KTV 排行榜》，公开资料整理，安信证券研究中心

传统的 KTV 行业正面临着转型升级。一方面，用户体验需要提升：例如，面对众多的 KTV 场所以及名目繁杂的价格表，难以挑选合适的，电话预订高峰时沟通不畅，热门 KTV 门店到店仍需排队等位，包房点单时间较长等。另一方面，商户同样面临诸多挑战：非黄金时段的包房利用率低；缺乏高效、健康的引流渠道；消费者通过电话预约等方式的预约到店率低且难以管控；KTV 包间内的消费是先付费后享用，用户消费买单不便利等。

随着移动互联网的飞速发展，传统量贩式 KTV 被推到了行业兴衰发展的风口浪尖，但数字娱乐产业市场仍有巨大发展潜力。从行业分类来看，高档会所、夜总会并非单纯的 KTV 场所，可能提供其它服务收入很高，而量贩式 KTV 的黄金消费群体是 25-35 岁的年轻人，娱乐和社交的需求几乎刚需。2013 年全国量贩式 KTV 数量达到 9920 家，其带动的酒水、小吃、消耗品、音响设备等相关市场规模总计达 4000 亿元。人民生活水平的提高使得其在文化、精神生活方面的支出成倍增长，娱乐产业发展前景广阔。但 2014 年传统 KTV 模式发展进入瓶颈期，单纯的 KTV 促销模式效果减小，消费者更加注重唱歌体验，包括点歌系统、包房内互动等品质、服务和环境等，消费需求的变化将引领行业发生变化。

2.2. 移动互联网重新定义 KTV 的娱乐模式

KTV 点歌系统随着网络和信息技术的进步，不断发展和演进。随着时代的飞速发展和新技术的不断更新，KTV 点歌系统从最初的是 LD 机发展到如今的第五代机顶盒全电脑 VOD 系统，KTV 行业信息化市场需求不断增长。KTV 信息化是指通过计算机硬件、软件、外部配套设备，融合网络通讯、音视频处理、流媒体、移动互联、云计算等信息技术，在满足消费者娱乐需求的同时，更加智能、便捷、高效地提升 KTV 经营管理水平的整体解决方案。特别是云计算、移动互联网等新技术将成为驱动行业快速发展的核心动力。KTV 市场已经开始真正进入移动互联网时代，手机 APP 与点播系统多屏互动将带来全新的用户体验。

图 7: KTV 点歌系统的发展史



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

表 2: KTV 信息化细分领域

KTV 信息化细分领域	简单介绍	相关公司
视频点播系统	KTV 点播系统要求有可靠的稳定性、高安全性、易维护性、互动性强、软件界面时尚美观、良好的用户操作体验等。	星网视易、雷石、视翰、视点、海媚、奥斯卡、礼光等
管理系统	提供一套注重业务全流程的细节管控，前端业务操作与管控，后端统计报表集中管理与分析	星网视易、雷石、海媚、精特、视点、视翰、坚度、奥斯卡等
点播外设产品	外部设备种类繁多，有点播触摸屏、读卡器类、综合控制类、还有音响系统、灯光系统等	广州先歌电子、广州铂锐、北京汇冠、深圳山鹰科技、深圳微触科技、深圳传视界、星

移动互联产品	手机、平板电脑 APP 应用系统	网视易等 星网视易、雷石、视翰、海媚、唱吧、9158、一起唱等
整体解决方案	包括 KTV 点播、管理、外设、移动互联网领域的硬件和软件的整体解决方案	星网视易、北京雷石、北京视翰处于领先

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

移动互联发展带动手机 KTV 系统成为新的发展趋势。随着 3G/4G 移动通信网络的发展，移动互联网发展迅速，截止 2015 年 10 月，中国移动互联网用户总数达到 9.5 亿户，其中使用手机上网的用户再创新高达到 9.05 亿户，对移动电话用户的渗透率达到 69.5%。互联网及移动互联在各个行业不断渗透，一些前瞻性的供应商也率先在中国 KTV 信息化产业实现互联网及移动互联网的转型。开始利用智能手机端的 APP 用户端软件来实现在 KTV 场所外练歌、唱歌、学歌。利用手机 APP 娱乐软件实现在包厢点歌、播控、互动、娱乐分享、歌曲上传等系列移动娱乐应用。真正开启了移动互联用户端同线上线下的完美结合与应用，大大提升了用户的娱乐体验，也让用户在移动互联娱乐的变革推动中感受到了全新的音视频与互动娱乐体验。

多方竞争，抢占 KTV 行业 O2O 市场。比较突出的 KTV 手机 APP 来自三类厂商：一是供应商为代表的星网视易的 K 米、K 歌助手，北京雷石的 KK phone 等软件。二是互联网公司进军 KTV 行业，唱吧、9158 和一起唱等。三是部分大型 KTV 企业自主投入开发 APP 增强竞争力，有麦乐迪、钱柜、大歌星等系列 KTV 自有 APP 用户端。目前各方均处于探索阶段，通过线上线下相结合的布局抢占 KTV 行业 O2O 市场。

信息化整体解决方案提供商在行业市场竞争中优势明显，移动互联网时代星网锐捷 KTV 相关资产价值需重估。KTV 信息化产业链中最为关键的环节是信息化整体解决方案提供商，其作为软硬件和上下游资源的整合厂商，引领 KTV 场所方案选型的方向和潮流，目前解决方案供应商中星网视易、北京雷石、北京视翰三家处于领先地位。同比前十家方案提供商，他们在基础点播和管理系统的差异不大，但在信息化产品、嵌入式专业服务器的应用及基于移动互联网的互动娱乐与联网服务平台的建设上差距明显，综合竞争力是未来取胜的关键。

3. 整体布局数字娱乐 O2O 平台

3.1. 星网视易领跑 KTV 娱乐行业

星网视易是 KTV 娱乐行业的领跑者。星网锐捷子公司星网视易从 1998 年开始研发视频通讯相关产品与解决方案，现有员工人数近 700 人，技术人员占比 70%，市场覆盖全中国及东南亚。截至 2015 年 3 月，已申请专利三百余项，获得授权专利 121 项，已经登记软件著作权 42 项，登记软件版权 16 项，获得软件产品登记证书 27 项，申请商标 35 个。公司是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商，中国最大的 KTV 视频应用产品和系统解决方案提供商，连续 8 年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一，成为 KTV 娱乐行业的领跑者。

表 3：星网视易发展历程

时间	星网视易大事记
1996 年	星网锐捷视讯产品事业部开始专注于 VOD 领域的系统开发
2000 年	推出第一台基于 STB 的 KTV 娱乐系统，此后星网视易陆续在关键的 KTV 经营技术上获得专利
2002 年	实达网络的 VOD 事业部成立，视易开始了视频通讯产品事业的征程；11 月，获得国家建设部邀请，参与数字小区标准的制定。
2004 年	视易捷辰酒店多媒体系统批准登记并颁发相应《软件产品登记证书》；视易星云 KTV 娱乐系统获得《视易星云 KTV 娱乐系统软件产品登记证书》
2005 年	视易系列数字机顶盒获得《中国国家强制性产品评语》(3C 认证)；连续三年，中国电子政务 IT100 强；截至 05 年底发布产品两千余种，进入电信 IPTV 的核心应用领域，为在视频信息应用领域长足发展奠定基础
2006 年	形成完善的系列化视频信息应用产品线；中国电子企业最有价值品牌
2007 年	视易数字娱乐系统市场占有率第一，荣获“中国 KTV NO1”称号；率先进入商用 KTV 信息化管理市场；DMB 联网信息发布系统遍地开花，广泛应用于中国各类银行营业厅。
2008 年	魔界 KTV 数字娱乐系统面市，引领中国 KTV 娱乐的发展；家庭高清数字娱乐系统面市，K-BOX 多媒体移动播放器面市；数字娱乐系统市场占有率再次第一，DMB 联网信息发布系统金融市场占有率第一；成功转型为集硬件、软件、服务于一体的综合型解决方案服务商
2009 年	视易成立数字娱乐、数字标牌、网络影音三大事业部，形成三大产业相互促进的视频信息应用完整布局；受邀成为全国文化娱乐场所标准化技术委员会委员，成为娱乐行业标准的制定者；数字标牌连续两年蝉联行业第一，并取得传媒、运营商等新兴行业突破
2010 年	发布全国首款 3D 智能 KTV 娱乐互动平台“魔方”；荣获“2010 年度中国信息化百佳解决方案奖”
2011 年	公司研制、总后政治部文化工作站监制的“军营 KTV”点歌机，成为全军首套点歌机；数字标牌推出全行业信息发布解决方案，成为信息发布的全新运营平台
2012 年	魔云新品重拳出击，打造云端娱乐，上市仅数月全国门店破百；星网视易荣获 2012 年中国数字娱乐最具影响力品牌奖
2013 年	数字娱乐获“年度中国 KTV 信息化行业品牌价值第一名”与“年度中国视频信息应用行业品牌价值第一名”奖；数字家居获“年度中国数字楼宇对讲十强品牌”奖；推出 K 米产品
2014 年	“中国文化艺术行业协会”在京成立，星网视易成为常务理事；携手支付宝，星网视易 K 米 O2O 促进 KTV 行业融合升级，数字娱乐“魔云 5.0”震撼上市；数字家居获“2013 年中国安防最具影响力十大品牌”大奖
2015 年	成立 K 米公司以及产业基金，推出魔云 6 系统，线下线下用户取得突破

资料来源：星网视易，安信证券研究中心

国内 KTV 信息化系统解决方案综合评比第一，综合竞争力突出。公司长期重视技术创新和研究，在音视频编解码方面、操作系统方面、通信协议等方面都有很深厚的研究和技術。作为 KTV 信息化系统解决方案供应商覆盖 KTV 视频点播系统、管理系统、外设系统和 KTV 移动互联产品各个领域，在产品组合的全面性和产品能力方面（包括硬件、软件、管理系统、智控系统、嵌入式视频服务器、手机 APP、远程资源推送、联网维护平台、二次开发能力、产品创新能力、定制开发能力、快速销售能力 12 个项目）的综合评比中名列首位。用户不仅看重点播系统，特别是高端会所更看重管理系统软件，多个领域一站式的產品与服务，提升了综合的竞争力。

图 8: KTV 点歌系统的发展史

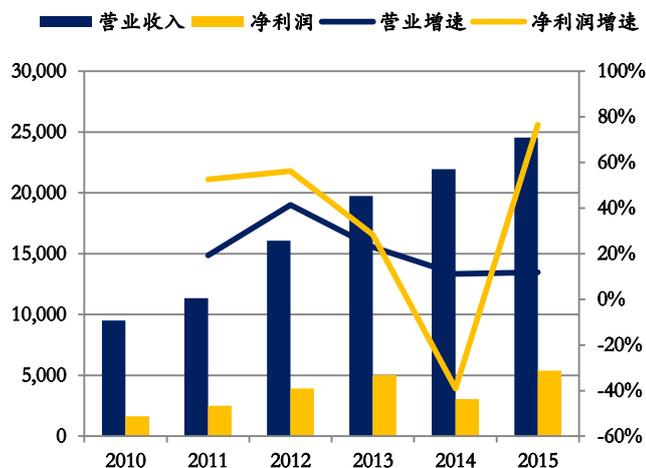
品牌	产品组合全面性							
	硬件	软件	管理系统	智控系统	嵌入式视频服务器	手机APP	远程资源推送	联网维护平台
视易	9	9	8	4	9	4.5	4	4
雷石	8.7	8.5	7	0	5	4.5	4	0
视点	8	8	7	2.5	5	3	0	0
视翰	8.5	8	7	2.5	5	0	0	0
海媚	8.5	8	6	0	5	2	0	0
奥斯卡	7.5	6	5.5	0	5	0	0	0
天王	7	7	6	0	5	0	0	0
精特	6	6	8	3	5	0	0	0
礼光	8	8	5	0	5	0	0	0
前沿	7	7	5	0	7	0	0	0

资料来源: 赛迪顾问, 安信证券研究中心

通过技术创新推动 KTV 行业信息化的浪潮。星网视易得益于母公司星网锐捷的技术和资金优势, 不断推出新产品、新方案, 满足用户的需求, 保持市场份额的领先地位。自 2008 年的“魔界系统”产品推出后几乎占据整个 KTV 行业, 2010 年“魔方系统”继续带动 KTV 行业向高清与 3D 应用发展, 2012 年推出“魔云系统”以云计算技术优势再次将互动娱乐、移动点播、精准营销、微博分享与移动社交等应用引入 KTV 行业, 2014 年升级版“魔云 5.0”震撼上市, 之后推出“魔云 6.0”公司不断通过技术创新推动 KTV 行业信息化的浪潮。

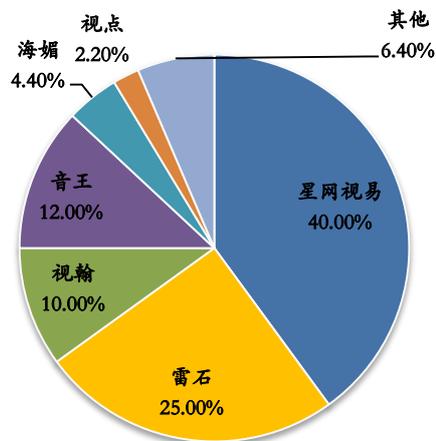
星网视易不断加大新产品投入力度, 市场份额位居行业前列。星网视易连续多年实现销售收入和利润高速增长, 其中数字娱乐领域的销售收入则连续五年在公共数字娱乐领域位居行业第一。从 2015 年来看, 星网视易收入同比增长 11.87%, 毛利率较上年提升, 净利润同比增长 76.43%。我们预计这与公司推出 K 米产品并且努力布局线下 KTV 软件有直接关系。在行业变革时期加大投入抢占入口将物有所值, 预计公司将不断加大互联网业务的布局。

图 9: 2010-2015 年星网视易营收及净利润情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 10: 2012 年中国 KTV 行业 VOD 产品市场份额



资料来源: 赛迪顾问, 安信证券研究中心

领先的 KTV 系统市场占有率成为 O2O 平台线下的核心竞争优势。公司连续 8 年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一, 据统计公司在 VOD 产品的市场份额达到 40%, 具有绝对的优势。魔云

系统推出后发展十分迅速，截至 2015 年 3 月，全国已有近 5000 家魔云场所。以上海为例，上海大约有 2000 家 KTV 场所，其中近 1700 家会所，300 家量贩式 KTV，据统计，上海的高端会所中 7 成以上用的是星网视易的产品，中端估计也在 5 成以上，量贩式 KTV 的市场份额已经成为第一，并且上升势头迅猛。**截至 2015 年底，联网 KTV 数 7000 多家，联网包厢 26 万多个，K 米用户数超过 2000 万。最新官方网站数据显示，目前联网包厢 28 万多个，K 米用户数达到 3000 万。**从各个行业 O2O 发展来看，携程、滴滴打车等最终还是要实现线下的消费创造价值，一方面导入流量，另一方面扩充消费场景。星网视易的线下商家的渠道优势，将成为其拓展娱乐业务 O2O 的核心竞争力。

3.2. 引入 VR/AR/直播视频，将娱乐进行到底

公司在 KTV 移动互联网领域前瞻性布局。星网视易率先推出了同时支持 IOS 与 android 系统的 K 米点歌、K 歌助手、爱 K 歌等 APP 应用，之后又推出了针对企业级用户的 360 系列基于 iphone/ipad 的 APP 移动管理系统。移动互联网领域的拓展实现了魔云 K 米平台化产品的全面对接，打造了横跨 K 场、手机、电视屏的 O2O 娱乐新平台，实现了“从线下到线上，再从线上到线下”的全新用户体验。2016 年 3 月，锐捷网络牵手 K 米发布 KTV 云商业 Wi-Fi 解决方案。K 米云商业 Wi-Fi 解决方案采用了锐捷网络定制版的 MCP 营销云平台，集成了“微信连 Wi-Fi”功能，在用户连接无线网络的同时，就成为了 KTV 公众号的粉丝。不仅能快速解决当前 KTV 无线网络建设与应用的各种问题困扰，并且轻松实现与用户的微信互动和精准营销。

K 米实现 KTV 互动娱乐、活动运营、预订/支付、精准营销、娱乐社交、增值运营的功能。 K 米系统可以与 KTV 包厢互动，不但可以实现点歌、切歌、呼叫服务等基础功能，还可以实现精准 K 歌评分、线上预订 KTV 包厢、超市点单等功能。在娱乐社交方面，用户通过 K 米进行线上邀约、建立虚拟包厢、将聚会点滴分享到微信朋友圈、微博等平台，得到二次曝光的机会，从而加固体验与回忆。在 PK 竞技方面，用户不但能在线上进行 K 歌打榜，也能通过 K 米参加全国联网 K 歌赛。整体来看，K 米不仅仅是实现了预定包厢、控制点歌，而以用户体验为中心，用互联网的思维，提升了用户参与度，延长了在 KTV 包房的消费时间。

图 11：K 米 APP 手机界面



资料来源：K 米，安信证券研究中心

移动视频直播全面爆发，K 米借助 VR 等视频技术引领 KTV 行业进入视频时代。2015 年斗鱼 TV 等游戏直播如火如荼，2016 年初，映客、花椒引领移动视频直播开始崛起。2015 年 6 月，“视易 K 米新品发布会”中视易 K 米向与会者展示从“智”，“娱”，“赢”三个方对 KTV 行业解决方案引入了模仿秀，游戏、多屏互动，虚拟舞台等全新的娱乐模式。其中虚拟舞台使用了增强现实技术（AR），这是一种实时地计算摄影机影像的位置及角度并加上相应图像的技术，这种技术的目标是在屏幕上把虚拟世界套在现实世界并进行互动。AR 属于 VR 的一种，涉及 3D 技术。最新的 KTV 解决方案已经在经营性 KTV 逐步推广应用。我们预计公司未来有望加大与 VR 与直播视频领域公司的深度合作。

(<http://irm.cninfo.com.cn/ircs/interaction/viewQuestion.do?questionId=4652952>)

图 12: K 米梦工场运用 VR 技术叠加酷炫 3D 视频特效



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

图 13: K 场内外观看直播互动



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

图 14: K 米与合作方打造 O2O 选秀平台



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

成为各大卫视及娱乐节目的海选通道，造势营销，K 米梦工场延伸产品价值。K 米让 KTV 成为各大卫视娱乐选秀、K 歌大赛的线下海选通道，从而成为城市娱乐风向标，丰富用户娱乐体验同时提升市场竞争力、品牌知名度，构建行业竞争壁垒。用户通过手机微信等软件，分享精彩视频到朋友圈。在传播精彩的同时帮助 K 场进行品牌营销，通过互联网去中心化实

现病毒式营销。以活动营销为契机，整合各类行业资源为K场所用，如酒水、汽车、房地产、珠宝、服装、鲜花店等。同时虚拟包房和在线点单远程送礼，有利于重复购买，扩大了消费人群。

3.3. 联手院线将私人影院植入 KTV

K米联手 1905 数字娱乐平台，打造 K 影院新风尚。2015 年 10 月，一九零五（北京）技术服务有限公司与福建星网视易信息系统有限公司达成战略合作，将 1905 数字娱乐平台与 K 米 KTV 系统强强联合，致力于打造全新娱乐业务单元。一九零五（北京）技术服务有限公司是 CCTV-6 电影频道的官方网站 1905 电影网的子公司，其核心产品 1905 数字娱乐平台依托于电影频道节目中心的资源优势和自主知识产权的操作系统，着眼于私人影院一体式方案。目前，处于风口浪尖处的私人影院，面临着版权、许可证等根本问题。而 1905 数字娱乐平台拥有电影网 7000 余部正版版权电影，并且超过 90%是独家版权。

娱乐互动、私人影院、在线交易、联网 K 歌赛、游戏等多项智慧 KTV 的 O2O 增值服务，正是 KTV 互联网化中极具想象力并具有造血能力的重要因素。移动互联网“倒逼”KTV 行业做出改革，只有创新才能为行业带来新的生命力。K 米与 1905 数字娱乐平台在双方优势领域展开深度合作，推出 1905K 米数字娱乐一体化平台，为 KTV 提供“影 K”升级改造方案，将私人影院与 KTV 真正结合，成为为新一代娱乐风向标。不排除 K 米与更多的院线进行合作，丰富 KTV 的娱乐含义，挖掘更多潜在的数字娱乐消费需求。

3.4. K 米实现 O2O 闭环，形成共赢生态

牵手支付宝、微信、银联等支付合作方，实现 K 米 O2O 完整闭环。从 2014 年 3 月，星网视易率先与支付宝签署合作协议，推出 KTV 场所及“K 米”平台上进行移动支付，为消费者提供预订、点单、支付等功能，后续陆续增加了微信、银联、财付通等合作方，完成了 K 米 O2O 战略的完整闭环。伴随着互联网技术的发展，O2O 的模式在各个行业不断渗透，滴滴快递的出现宣告了出租车 O2O 时代的到来，携程去哪引领了酒店行业的 O2O 发展，以 K 米为代表的互联网应用必将开启 KTV 行业的 O2O 新模式。随着 K 米 O2O 平台功能的不断丰富，将会吸引更多用户，增强平台的黏性。

图 15: K 米支付平台



资料来源：星网视易，安信证券研究中心

K 米 O2O 平台将实现线下线上娱乐、社交、互动、虚拟消费、第三方合作共赢联盟。K 米的理念是实现互动娱乐、活动运营、预订/支付、精准营销、娱乐社交、增值运营。对线上用户来说，K 米可以实现社交分享，参与活动，订房、点单以及家庭 K 歌娱乐等创新功能，提升了客户体验；对 KTV 商家，稳步提升了 KTV 店的上座率，还可以组织多样线上线下结合的营销活动提升人气。K 米远程资源管理、远程维护节省了维护成本，K 米订房、联网信息发布也可以增加商家收入。对第三方运营商来说，K 米及其整体平台提供了一个推星推歌的新渠道，是最直接的音乐和娱乐营销平台，未来还有望成为新型娱乐平台。K 米打造的 KTV 娱乐生态圈将大大提升 KTV 产业的外延和产值，并革新应用方式与新消费方式。

图 16: K 米支付平台



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

图 17: 魔云视频广告服务



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

图 18: 魔云互联网音乐榜时时推送最流行音乐



资料来源：星网锐捷，安信证券研究中心

加速 KTV 的跑马圈地, 强大的线下生态链支持 K 米迅猛发展。2014 年 6 月, 全国 40% 的 KTV 使用魔云系统, 拥有联网 K 场数共 2200 家, 占全国联网 K 场数的 90%, 联网包厢数超 10 万个, 联网屏幕超 50 万块, APP 注册用户达 300 万, 公司安排 K 米巡展活动来加快 k 米的推广和普及。2015 年 3 月, 全国已有近 5000 家魔云场所。截至 2015 年底, 联网 KTV 数 7000 多家, 联网包厢 26 万多个, K 米用户数超过 2000 万。最新官方网站数据显示, 目前联网 KTV 数 7000 多家, 联网包厢 28 万多个, K 米用户数达到 3000 万。

4. 从 VOD 到数字娱乐 O2O 平台，资产价值重估

星网锐捷旗下的星网视易，目前已经是国内最大的 KTV 信息化解决方案供应商，其在全国 KTV 市场占有率超过 40%，在上海等地的高端会所占有率更高达 65%。同时它还掌握了整个 K 歌娱乐模式最基本、也最重要的核心——KTV 点播系统与管理系统。

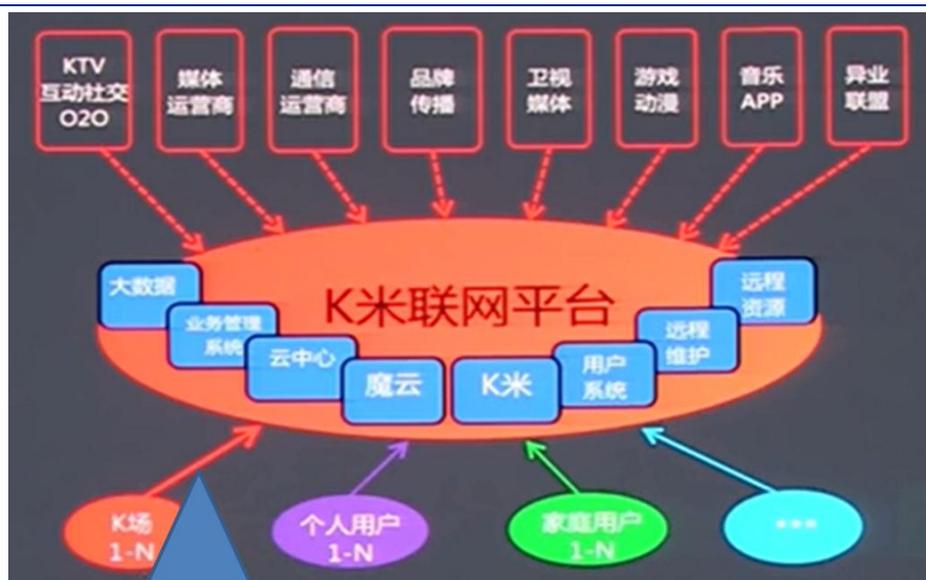
表 4：星网锐捷的优势

市场地位	
1	国内最大的视频应用产品和系统解决方案提供商
2	“中国文化艺术行业协会”常务理事
3	中国娱乐行业标准制定者
4	连续 8 年稳坐 KTV 娱乐点播市场第一
5	中国视频信息应用行业品牌价值第一名
6	全球首创的“魔云”互联网云娱乐点歌系统，让 KTV 没有点不到的歌
7	“K 米” O2O 手机 KTV，打通 KTV 的线上线下运营，促进 KTV 行业融合升级

资料来源：星网视易，安信证券研究中心

相比互联网和 KTV 商家，星网锐捷进军 KTV 行业 O2O 生态链优势明显。前面我们分析到进军 KTV 行业 O2O 领域的有三类企业，一是供应商为代表的星网视易的 K 米，北京雷石的 KK phone 等借助线下优势向线上发展；二是互联网厂商唱吧、9158 和一起唱利用线上优势拓展线下实体店；三是部分大型 KTV 企业像麦乐迪、钱柜、大歌星等自主投入开发 APP 实施线上线下的融合。这里我们将 K 米与其他两类进行比较分析：首先唱吧等互联网企业在线上具有较强的优势（3 亿在线用户），也更解年轻用户需求，但线下拓展实体店投入较大，如何迅速规模化是最大问题，O2O 模式最终还是要落地到线下，没有线下业态线上流量很难转化为线下消费。而 KTV 行业集中度较低，商家自主开发的 APP 黏性较小，用户下次换一家 KTV 就要重新下载注册，用户体验很差。未来能够与商家现有系统无缝融合的独立统一第三方 APP 将成为 KTV 行业 O2O 的重要利器。占绝对份额的线上 KTV 系统是 KTV 产业链的核心，K 米与线下 KTV 结盟能够和 KTV 点播产品实现自然的互联，这是竞争对手所不具备的。

图 19：K 米联网平台生态



资料来源：星网视易，安信证券研究中心

K 米获 A 轮融资 7500 万，全面发力 KTV 市场。“一起唱”因 C+轮融资失败成为 O2O 死亡

名单的一家创业公司，可以看出融资烧钱并非 KTV O2O 的长远选择。而相对应的 K 米在获得 A 轮 7500 万融资之后，全面发力 KTV 市场，仅一年多的时间收获了 3000 万高黏度用户，以及全国范围 7000 多家 KTV, 28 万间高质量的量贩式包厢。正因为 K 米公司坚持不断创新，技术积累和产品迭代速度都超越行业平均水平。**更重要的是，K 米拥有进入 KTV 垂直细分领域的独家系统（点播系统与收银/管理系统）接口权。而在互联网时代，这些系统接口权，正是 BAT 巨头们进入此领域重要门槛之一。**从 BAT 布局竞争角度，星网锐捷旗下 K 米和占国内 40% 份额的 KTV 点播系统对互联网巨头完善 O2O 场景布局的价值凸现。

从 B2B 向 B2C 转变，商业模式值得期待。公司在 KTV 行业的线上线下业务已经形成良性互动，K 米产品的推出改变了公司以前 B2B 的商业模式，开始了向 B2C 转变，开始以用户体验为中心，向互联网和移动互联网方向转型。公司的战略是打造一个全新娱乐 O2O 的平台。未来的盈利模式有望获得订单分成，随着用户达到一定规模，也将积累更多用户和商家的数据资源，线上线下的广告营销以及增值业务（包括积分、虚拟道具、会员特权、优惠券等），另外 K 米也是最直接的音乐和娱乐营销平台，未来还有望成为新型娱乐平台。想象空间较大，未来商业模式建立之后，随着用户数的增加，有望打造一个百亿级别的市场，可能是 O2O 领域可行性最高的商业模式之一。我们判断近期 K 米市场价值和商业模式有望得到重估。

5. 盈利预测及投资建议

星网锐捷是国内企业级网络领先企业，在教育、金融和政府领域竞争优势明显，有望充分受益于企业信息化和信息安全战略带来的国产替代化进程。目前在企业级网络、云计算桌面终端、统一通信、数字娱乐等领域各具竞争优势，已经具有较强的将传统信息化解决方案与移动互联网跨界融合的能力。在数字娱乐领域公司通过融合 VR/AR、直播、游戏、影院等技术和合作方，引领 KTV 行业进入泛娱乐时代，有望打造一个百亿级别的市场。

买入-A 评级，目标价 28.00 元，建议投资者积极关注。我们预计 2016-2017 年净利润增速分别为 3.27 亿和 4.06 亿，EPS 分别为 0.60 元和 0.74 元，对应 2016 年动态 PE 为 30 倍，估值处于历史较低水平，有较强的安全边际。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价 28 元，建议投资者重点关注。

表 5：星网锐捷盈利预测

单位 (万元)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,787.37	3,276.16	3,641.69	4,516.51	5,627.45	6,719.73	7,907.01	9,287.59
增速	5.41%	17.54%	11.16%	24.02%	24.60%	19.41%	17.67%	17.46%
净利润 (百万元)	223.72	239.18	241.75	262.34	327.03	406.72	489.11	579.14
增速	21.96%	6.91%	1.08%	8.52%	24.66%	24.37%	20.26%	18.41%
毛利率	46.26%	47.04%	44.99%	45.69%	42.86%	43.34%	43.56%	43.84%
销售费用率	19.81%	21.07%	21.71%	20.07%	20.67%	20.60%	20.60%	20.60%
管理费用率	16.86%	17.14%	17.32%	17.69%	16.27%	16.50%	16.50%	16.50%
财务费用率	-0.52%	-0.51%	-0.26%	-0.18%	-0.52%	-0.52%	-0.51%	-0.50%
净利率	8.03%	7.30%	6.64%	5.81%	5.81%	6.05%	6.19%	6.24%
ROE	15.08%	16.32%	14.71%	14.31%	12.67%	14.11%	15.08%	15.77%
EPS (元)	0.41	0.44	0.45	0.49	0.60	0.74	0.89	1.06
PE	43.35	40.55	40.12	36.97	30.12	24.22	20.14	17.01

资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：星网锐捷历史估值



资料来源：wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

- 1、企业网业务国产替代低于预期的风险；
- 2、K 米推广低于预期的风险；
- 3、业务整合风险；
- 4、市场系统性风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,641.7	4,516.5	5,627.4	6,719.7	7,907.0	成长性					
减:营业成本	2,003.4	2,453.1	3,215.6	3,807.1	4,462.4	营业收入增长率	11.2%	24.0%	24.6%	19.4%	17.7%
营业税费	33.6	36.3	49.0	58.2	67.0	营业利润增长率	-24.9%	58.7%	-2.8%	33.3%	25.5%
销售费用	790.7	906.6	1,163.2	1,384.3	1,628.8	净利润增长率	1.1%	8.5%	24.7%	24.4%	20.3%
管理费用	630.8	798.9	915.5	1,108.8	1,304.7	EBITDA 增长率	-14.2%	51.9%	-19.9%	31.1%	24.5%
财务费用	-9.3	-7.9	-29.4	-35.1	-40.0	EBIT 增长率	-23.6%	62.4%	-9.9%	34.7%	26.6%
资产减值损失	21.0	21.7	34.7	22.1	10.0	NOPLAT 增长率	-3.5%	31.1%	0.3%	24.6%	20.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	27.3%	9.3%	13.8%	13.5%
投资和汇兑收益	26.8	6.8	27.0	33.0	37.0	净资产增长率	5.2%	33.5%	17.7%	11.7%	12.6%
营业利润	198.2	314.6	305.7	407.4	511.2	利润率					
加:营业外净收支	207.7	213.8	247.1	280.2	315.7	毛利率	45.0%	45.7%	42.9%	43.3%	43.6%
利润总额	405.9	528.4	552.9	687.6	826.9	营业利润率	5.4%	7.0%	5.4%	6.1%	6.5%
减:所得税	34.2	45.4	49.8	61.9	74.4	净利润率	6.6%	5.8%	5.8%	6.1%	6.2%
净利润	241.8	262.3	327.0	406.7	489.1	EBITDA/营业收入	7.1%	8.7%	5.6%	6.2%	6.5%
						EBIT/营业收入	5.2%	6.8%	4.9%	5.5%	6.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	43	35	29	25	22
						流动资产周转天数	97	80	68	70	74
						流动营业资本周转天数	306	291	282	274	268
						应收账款周转天数	81	77	70	72	73
						存货周转天数	61	65	58	52	52
						总资产周转天数	372	369	364	343	328
						投资资本周转天数	157	149	140	131	126
						投资回报率					
						ROE	14.7%	14.3%	12.7%	14.1%	15.1%
						ROA	9.5%	9.0%	8.3%	9.2%	9.9%
						ROIC	23.7%	28.9%	22.8%	26.0%	27.6%
						费用率					
						销售费用率	21.7%	20.1%	20.7%	20.6%	20.6%
						管理费用率	17.3%	17.7%	16.3%	16.5%	16.5%
						财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
						三费/营业收入	38.8%	37.6%	36.4%	36.6%	36.6%
						偿债能力					
						资产负债率	35.4%	36.9%	34.2%	34.5%	34.5%
						负债权益比	54.9%	58.4%	52.1%	52.6%	52.7%
						流动比率	2.37	2.13	2.36	2.40	2.45
						速动比率	1.86	1.64	1.93	1.94	1.97
						利息保障倍数	-20.26	-38.66	-9.41	-10.60	-11.77
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	0.07	0.24	0.30	0.36
						分红比率	43.6%	13.4%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	1.1%	0.4%	1.3%	1.7%	2.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	371.7	482.9	327.0	406.7	489.1	EPS(元)	0.45	0.49	0.60	0.74	0.89
加:折旧和摊销	73.5	90.3	39.0	41.2	43.8	BVPS(元)	3.98	4.85	5.54	5.99	6.53
资产减值准备	20.2	20.7	34.7	22.1	10.0	PE(X)	40.1	37.0	30.1	24.2	20.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	3.7	3.2	3.0	2.8
财务费用	0.7	-0.5	-29.4	-35.1	-40.0	P/FCF	55.4	-76.1	171.0	107.8	71.1
投资损失	-26.8	-6.8	-27.0	-33.0	-37.0	P/S	2.7	2.1	1.8	1.5	1.2
少数股东损益	130.0	220.6	176.1	219.0	263.4	EV/EBITDA	35.0	31.7	28.8	22.2	17.9
营运资金的变动	-107.6	353.7	-79.8	-176.0	-189.1	CAGR(%)	19.0%	15.9%	21.0%	19.3%	18.4%
经营活动产生现金流量	198.6	923.7	440.7	445.0	540.2	PEG	2.1	2.3	1.4	1.3	1.1
投资活动产生现金流量	90.2	-363.8	-6.1	-27.0	-23.0	ROIC/WACC	2.0	2.4	1.9	2.2	2.3
融资活动产生现金流量	-250.9	-79.2	47.9	-128.3	-156.7	REP	2.8	2.5	2.1	1.6	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编：200122

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034