

企业级市场取得突破，K米平台前景广阔

■**事件概要：**(1) 官网报道，2016年7月28日，视易K米以“梦想合伙人”为主题的新品发布会在福州召开，K米发布了K米“智慧解决”方案。(2) 公司预告显示，预计2016年上半年归属母公司净利润增长30%-80%。

■**K米用户高增长，技术与模式创新引领KTV进入直播互动时代，K米平台价值凸显。**控股子公司星网视易深耕KTV行业信息化市场15年，多年市场份额第一。2015年5月，星网视易与福州创乐共同投资成立凯米网络运营K米，之后完成A轮7500万融资，全面发力KTV市场。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。2016年7月底，发布K米“智慧KTV运营解决方案”，通过“智能运营+精准营销+娱乐增值”矩阵，实效解决KTV运营难题。官方网站数据显示，目前K米用户已达5000万，联网KTV达到10000多家，联网包房35万多个（2015年底数据为2000万、7000多家和26万）。随着用户数的快速增长，融合AR、直播、电影、游戏、支付等技术的泛娱乐平台，未来市场前景广阔。

■**国内领先的政企网络解决方案提供商，细分领域不断取得突破，支撑主业快速增长。**旗下锐捷网络企业级网络产品线齐全，涵盖交换机、路由器、网关、防火墙、无线全产业链，多年与思科、华为、华三等品牌竞争，研发实力和品牌影响力逐步提升。2008-2015年公司企业级网络设备收入复合增长率达24%。ZDC统计显示，2015年国内以太网交换机市场，信息安全背景下国产化浪潮导致思科份额从14年的20%跌落至15年15%。以锐捷网络为首的第二阵营相对第一阵营有更大的提升空间。2015年9月的IDC报告显示，锐捷网络在中国企业级WLAN市场占有率排名跃居第一。另外，锐捷网络推出面向下一代数据中心与云计算的线速级产品，智能开放网络SDN控制器、云架构网络核心交换机获全球SDN测试认证中心OpenFlow v1.3一致性认证，积极从网络设备切入云计算发展。

■**业绩增长有望超预期，被低估的优质企业。**根据公司业绩预告，2016H1公司归属母公司净利润增速30%-80%，主要原因：企业级网络设备业务快速增长，四创软件和德明通讯并表利润增厚。星网锐捷母子公司协同发展，布局五大战略领域，并且在各领域具有突出的竞争优势。其子公司锐捷网络、升腾资讯、德明通讯、星网视易、四创软件分别专注于企业级网络设备、网络终端、物联网通讯产品、KTV数字娱乐、防灾减灾领域，公司持续设立子公司布局新领域，引入新的激励机制为新业务发展奠定基础。

■**投资建议：**星网锐捷是“安全+互联网”领域的优质企业，企业级网络产品创新向SDN和云架构发展，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，前景广阔。我们预计2016-2017年EPS分别为0.61元和0.75元，2016年PE为31倍，估值处于历史较低水平，有较强的安全边际（2015年7月9日大股东增持均价预计18元/股左右）。维持买入-A的投资评级，目标价28元。

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**28.00元**
股价（2016-08-08）**18.77元**

交易数据

总市值(百万元)	10,119.12
流通市值(百万元)	9,884.09
总股本(百万股)	539.11
流通股本(百万股)	526.59
12个月价格区间	14.03/26.47元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.29	-3.88	6.94
绝对收益	-5.73	0.08	-10.13

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

石泽蕊

报告联系人

shizr@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

星网锐捷：K米融合VR，引领KTV行业进入泛娱乐时代	2016-04-12
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

■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	0.61	0.75	0.91
每股净资产(元)	3.98	4.85	5.21	5.66	6.21
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	41.9	38.6	30.9	24.9	20.7
市净率(倍)	4.7	3.9	3.6	3.3	3.0
净利润率	6.6%	5.8%	5.8%	6.1%	6.2%
净资产收益率	14.7%	14.3%	13.4%	14.9%	15.8%
股息收益率	1.0%	0.3%	1.3%	1.6%	1.9%
ROIC	23.7%	28.9%	22.8%	28.9%	30.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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%	-1.7%	15.3%	14.8%
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%	10.9%	12.4%	13.2%
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%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	43	35	29	25	22
货币资金	1,355.7	1,888.9	2,363.4	2,653.1	3,013.6	流动营业资本周转天数	97	80	68	70	74
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	306	291	282	274	268
应收账款	987.0	1,019.7	1,269.2	1,500.1	1,765.1	应收账款周转天数	81	77	70	72	73
应收票据	79.7	82.0	154.2	184.1	216.6	存货周转天数	61	65	58	52	52
预付账款	20.7	88.4	56.2	56.2	56.2	总资产周转天数	372	369	364	343	328
存货	690.3	941.2	872.2	1,032.6	1,210.4	投资资本周转天数	157	149	133	118	116
其他流动资产	93.7	48.2	47.9	47.9	47.9	投资回报率					
可供出售金融资产	45.9	82.3	80.0	80.0	80.0	ROE	14.7%	14.3%	13.4%	14.9%	15.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	9.0%	8.3%	9.2%	9.9%
长期股权投资	19.5	24.4	25.0	25.0	25.0	ROIC	23.7%	28.9%	22.8%	28.9%	30.2%
投资性房地产	11.1	10.2	11.0	11.0	11.0	费用率					
固定资产	423.8	454.8	451.7	467.2	486.0	销售费用率	21.7%	20.1%	20.7%	20.6%	20.6%
在建工程	0.6	3.2	8.5	17.5	20.3	管理费用率	17.3%	17.7%	16.3%	16.5%	16.5%
无形资产	93.0	232.9	226.7	220.9	215.5	财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	44.2	455.1	453.2	453.2	453.2	三费/营业收入	38.8%	37.6%	36.4%	36.6%	36.6%
资产总额	3,914.1	5,343.9	6,039.1	6,768.8	7,620.8	偿债能力					
短期债务	12.2	37.5	41.6	40.8	39.8	资产负债率	35.4%	36.9%	35.6%	35.7%	35.6%
应付账款	639.8	839.6	969.1	1,147.4	1,344.8	负债权益比	54.9%	58.4%	55.2%	55.5%	55.2%
应付票据	264.5	391.3	484.5	573.7	672.4	流动比率	2.37	2.13	2.36	2.40	2.45
其他流动负债	398.9	552.4	514.8	514.8	514.8	速动比率	1.86	1.64	1.93	1.94	1.97
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-20.26	-38.66	-9.41	-10.60	-11.77
其他非流动负债	24.0	63.6	52.6	52.6	52.6	分红指标					
负债总额	1,386.8	1,969.4	2,067.5	2,334.1	2,629.3	DPS(元)	0.20	0.07	0.24	0.30	0.36
少数股东权益	381.8	759.4	935.4	1,154.4	1,417.8	分红比率	43.6%	13.4%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	351.1	539.1	539.1	539.1	539.1	股息收益率	1.0%	0.3%	1.3%	1.6%	1.9%
留存收益	1,794.7	2,075.3	2,269.2	2,513.3	2,806.7						
股东权益	2,527.4	3,374.5	3,743.8	4,206.8	4,763.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	371.7	482.9	327.0	406.7	489.1	EPS(元)	0.45	0.49	0.61	0.75	0.91
加:折旧和摊销	73.5	90.3	39.0	41.2	43.8	BVPS(元)	3.98	4.85	5.21	5.66	6.21
资产减值准备	20.2	20.7	34.7	22.1	10.0	PE(X)	41.9	38.6	30.9	24.9	20.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	3.9	3.6	3.3	3.0
财务费用	0.7	-0.5	-29.4	-35.1	-40.0	P/FCF	57.8	-79.4	175.6	110.8	73.1
投资损失	-26.8	-6.8	-27.0	-33.0	-37.0	P/S	2.8	2.2	1.8	1.5	1.3
少数股东损益	130.0	220.6	176.1	219.0	263.4	EV/EBITDA	35.0	31.7	29.7	22.8	18.4
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	2.2	2.4	1.5	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	2.4	2.5
融资活动产生现金流量	-250.9	-79.2	-179.9	-128.3	-156.7	REP	2.8	2.5	2.4	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	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034