

证券研究报告—深度报告

信息技术

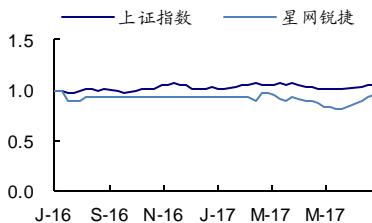
通信

星网锐捷 002396
增持

昨收盘: 19.77 元 (首次评级)

2017年07月10日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	539/530
总市值/流通(百万元)	10,658/10,485
上证综指/深圳成指	3,218/10,564
12个月最高/最低(元)	22.07/16.41

证券分析师: 程成

 电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

联系人: 王齐昊

 电话: 0755-22940673
 E-MAIL: wangqh@guosen.com.cn

联系人: 马成龙

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

静水流深的 ICT 方案供应商

在通信产业投资趋势向下的背景下, 多元主业结构的公司具有更强的风险抵御能力; 星网锐捷在企业级 WLAN、网络终端、KTV 解决方案等细分领域保持领先地位, 近年来受益于移动支付、互联网教育、迷你 KTV 等新兴领域的蓬勃发展, 各项业务呈现百花齐放之势; 16 年公司业绩增速达到近四年最高水平, 目前估值处于近三年最低区间, 值得重点关注:

● 企业级 WLAN 市场领导者, 加码教育网络解决方案

控股子公司锐捷网络在中国 WLAN 市场和以太网交换机市场占有率位居第二和第四, 连续十五年复合增速超过 35%, 是公司利润贡献主体。此外, 锐捷网络已经在互联网教育和高校校园网市场处于领先地位, 其云课堂产品市占率连续多年排名第一, 校园网产品覆盖高校达 2300 余所, 成为新的业务亮点。

● 亚太区瘦客户机龙头, 智能 POS 或将成为新的发力点

子公司升腾资讯是亚太区瘦客户机市场龙头企业, 15 年市占率达到 46%。在移动支付市场迅猛发展的促进下, 智能 POS 终端迎来高速发展期, 将成为升腾资讯最重要的增长引擎。截至 2016 年底, 升腾资讯累计销售的 POS 终端超过 750 万台, 其中智能 POS 和电话 POS 销量业内遥遥领先。

● 国内最大 KTV 行业解决方案商之一, 覆盖 40 多个国家和地区

子公司星网视易连续 9 年在中国 KTV 联网娱乐平台市场占有率第一, 覆盖 40 多个国家和地区, 产品应用在 6 万多家娱乐场所, 1.4 万家联网 KTV, K 米 app 用户超过 6000 万。近年来, 随着唱吧、多唱 K 吧等迷你 KTV 产品的风靡发展, 或将打开星网视易新的成长空间。

● 看好公司在各个细分领域的发展, 首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元, 净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元, 摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍 (若考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后, 17-19 年备考净利润分别为 4.51/5.38/6.47 亿元, 摊薄后当前股价对应的 PE 为 26/21/18 倍), 首次覆盖, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4517	5688	7,180	9,152	11,769
(+/-%)	24.0%	25.9%	26.2%	27.5%	28.6%
净利润(百万元)	262	319	379	446	530
(+/-%)	8.5%	21.8%	18.8%	17.6%	18.8%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.59	0.70	0.83	0.98
EBITMargin	6.3%	6.4%	6.3%	6.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	10.0%	11.1%	12.8%	14.5%	16.6%
市盈率(PE)	53.47	33.3	28.0	23.9	20.1
EV/EBITDA	28.4	27.0	26.4	22.2	18.9
市净率(PB)	3.81	3.69	3.58	3.46	3.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (未考虑收购)

投资逻辑梳理

1) 通信产业投资趋势向下的背景下，多元主业结构抵御风险能力更强

2015年三大运营商资本开支合计超过4385亿元，通信产业投资迎来新高之际，国内也已基本建成全球最大4G网络。2016-2018年将是三大运营商为5G建设作储备的关键时期，资本开支进入下降通道。在通信产业投资趋势向下的背景下，传统通信行业竞争必将加剧，单一业务的公司面临的挑战更甚。星网锐捷业务相对多元，涉及企业网络设备、云计算、视频应用等多个领域，具有更强的风险抵御能力，业绩波动性更小。

2) 迷你KTV、桌面云、智能POS迎来高速发展期，多主业百花齐放

星网锐捷在企业级WLAN、网络终端、KTV解决方案等多个领域保持领先地位。近年来，受益于移动支付、互联网教育、迷你KTV等新兴领域的蓬勃发展，公司各项业务呈现百花齐放之势。

表 1: 星网锐捷行业地位及各业务潜在增长点

主营业务	实施主体	行业地位	潜在增长点
企业级网络设备、互联网教育解决方案	锐捷网络	国内企业级WLAN市占率第二 以太网交换机市占率第四 云课堂解决方案市占率第一	亚太区企业级WLAN市场增速超过16%、互联网教育行业市场增速达到30%
网络终端	升腾资讯	亚太区瘦客户机市占率第一 智能POS出货量位居前列	云终端和智能POS市场保持快速增长
视频信息应用	星网视易	连续8年KTV娱乐点播市场第一	迷你KTV市场增速达到90%以上
通讯产品	德明通讯	定制化通讯产品受到欧美等公司青睐	向M2M模块、车联网拓展
软件业务	四创软件	防灾减灾产品覆盖位居行业前列	向其国内他区域拓展

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师整理

3) 业绩增速达到近四年最高水平，估值处于近三年最低区间

公司内生与外延相结合的发展战略逐渐发挥成效，营收和净利润增速逐年提升，2016年业绩增速达到近四年最高水平，估值处于近三年最低区间（26x-32x），且远低于申万通信行业58倍市盈率。

4) 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 子公司升腾资讯、星网视易17-19年均能完成利润承诺；
- 德明通讯17年完成利润承诺，且18-19年保持10%的业绩增速；
- 四创软件17-19年保持15%的业绩增速。

表 2: 各子公司未来三年净利润预测

单位（万元）	2016	2017E	2018E	2019E
锐捷网络	33000	39600	47520	57024
升腾资讯	8214	9408	11842	15440
星网视易	5021	6927	8154	9532
德明通讯	5800	6500	7150	7865
思创软件	7370	8476	9747	11209
其他		1000	1100	1200
合计（按持股比例加权）		45146	53777	64650

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师预测

基于上述假设，我们预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元，净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元，摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍；考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后，17-19 年备考净利润分别为 4.51/5.38/6.47 亿元，摊薄后当前股价对应的 PE 为 26/21/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

5) 风险提示

- 企业级 WLAN 市场竞争加剧的风险；
- 视频信息应用行业增长不及预期的风险。

内容目录

领先的 ICT 方案商：五大子公司支撑起七大业务板块	6
企业级 WLAN 市场领导者，加码教育网络解决方案	7
中国数据通信领导品牌，公司利润贡献主体.....	7
亚太区企业级 WLAN 市场增速领先全球，公司市场份额稳居前列.....	8
加码教育网络解决方案业务，成为细分市场龙头.....	9
云终端增长迅速，智能 POS 或将成为新的发力点	11
打造网络终端+POS 终端双主业，客户结构稳定.....	11
国内瘦客户机销量第一，云终端产品增长迅速.....	12
移动支付业务维持高景气度，智能 POS 或将成为新的发力点.....	14
国内最大 KTV 行业解决方案商之一，覆盖 40 多个国家和地区	14
从通用终端向定制化产品转型，提升盈利能力	16
业绩增速达到近四年最高水平，估值处于近三年最低区间	17
盈利预测与投资建议	19
风险提示	20
附表：财务预测与估值（未考虑本次收购并表）	21
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 公司营收结构图 (2016-12-31)	6
图 2: 公司各业务近五年营收及增速情况 (亿元)	6
图 3: 公司股权结构图	7
图 4: 星网锐捷大事记	7
图 5: 锐捷网络近五年业绩及增速情况	8
图 6: 全球前五大企业级 WLAN 供应商	9
图 7: 锐捷网络云课堂产品	9
图 8: 锐捷网络产品在教育行业应用情况	9
图 9: 高校智慧运营解决方案	10
图 10: 锐捷网络与运营商合作共建高校校园网	10
图 11: 中国互联网教育市场交易规模预测	10
图 12: 升腾资讯产品结构	11
图 13: 升腾资讯近三年业绩及毛利率情况	11
图 14: 中国瘦客户机市场规模及预测	13
图 15: 升腾资讯云终端产品	13
图 16: 中国移动支付市场交易规模 (2015Q3-2016Q3)	14
图 17: 升腾资讯智能 POS 产品	14
图 18: 星网视易各产品营收及增长情况	16
图 19: 星网视易多唱 K 吧产品	16
图 20: 德明通讯主打产品	17
图 21: 德明通讯承诺利润完成情况	17
图 22: 公司近五年营收及净利润情况	18
图 23: 公司近五年期间费用情况	18
图 24: 公司近三年历史估值情况	19
图 25: 公司近五年研发费用情况	19
表 1: 星网锐捷行业地位及各业务潜在增长点	2
表 2: 各子公司未来三年净利润预测	2
表 3: 星网锐捷七大业务板块及实施主体	6
表 4: 升腾资讯 2016 年前五大客户情况	12
表 5: 瘦客户机与传统 PC 的比较	12
表 6: 星网视易产品市场定位	15
表 7: 星网视易部分客户及占有率	15
表 8: 各子公司未来三年净利润预测	20

领先的 ICT 方案商: 五大子公司支撑起七大业务板块

星网锐捷股份有限公司成立于 1996 年, 于 2010 年 6 月在深交所上市, 当前市值 107 亿元。公司是国内领先的 ICT 应用方案供应商, 连续 13 年入选中国软件业务收入百强企业。

从经营范围来看, 公司业务相对多元, 包括网络业务、支付业务、云计算业务、数字娱乐业务等七大业务板块, 涉及云计算、通信、数字娱乐等多个领域; 从业务实施主体来看, 公司的七大业务板块分别由锐捷网络、升腾资讯、星网视易、德明通讯、四创软件五大子公司形成有力支撑。

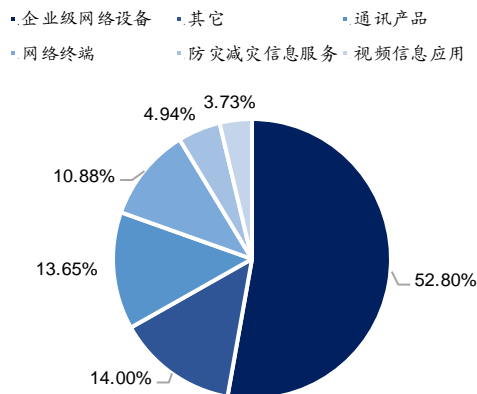
表 3: 星网锐捷七大业务板块及实施主体

主营业务	实施主体	持股比例	并购时间
网络业务	锐捷网络	51%	
云计算业务	升腾资讯	100%	2017 年
支付业务	升腾资讯	100%	2017 年
数字娱乐业务	星网视易	100%	2017 年
融合通信业务	锐捷网络	51%	
4G 业务	德明通讯	65%	2015 年
软件业务	四创软件	40%	2015 年

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

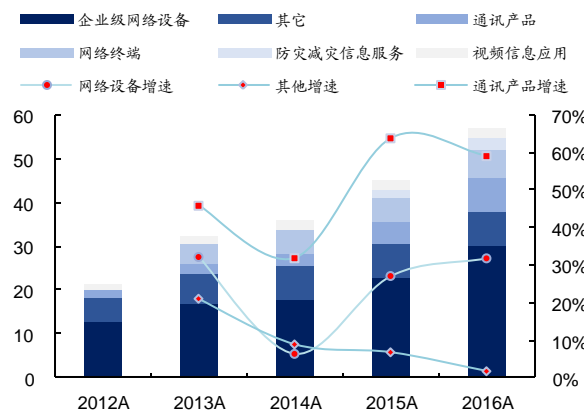
从业务结构来看, 公司当前最核心的收入来自企业级网络设备业务, 占比超过 50%, 其他业务规模相对较小; 从各业务成长性来看, 通讯产品由于基数相对较低, 增速最快, 近两年保持在 60% 左右; 其次是网络设备, 近两年增速维持在 30% 左右。

图 1: 公司营收结构图 (2016-12-31)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

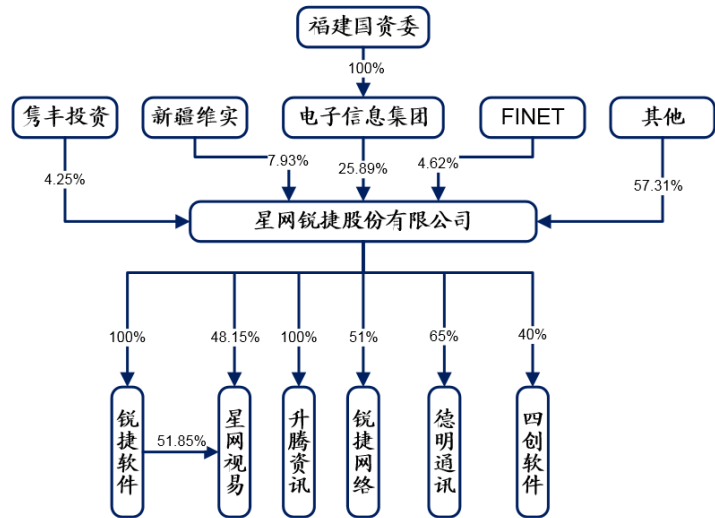
图 2: 公司各业务近五年营收及增速情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

从股权结构来看, 公司属于国有控股企业。公司控股股东为福建省电子信息(集团)有限公司, 实际控制人为福建国资委。考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益摊薄后, 电子信息集团持股比例降至 25.89%, 仍为控股股东。

图 3: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告 (增发摊薄后), 国信证券经济研究所分析师归纳整理

企业级 WLAN 市场领导者，加码教育网络解决方案

中国数据通信领导品牌，公司利润贡献主体

锐捷网络成立于 2000 年，是中国数据通信方案领导品牌。公司产品覆盖交换机、路由器、网关、智慧教室等 11 条产品线，在全球拥有 5 大研发中心，40 个分支机构，4000 多家合作伙伴，业务范围覆盖亚洲、欧洲、美洲等 30 多个国家和地区。同时，锐捷网络在北京奥运会、里约奥运会等重要赛事中为新华社提供报道平台支撑。

锐捷网络在很多细分领域处于领先地位。截至 16 年底，公司发明专利拥有量居全国第 22 位，在网络通讯领域位列前三甲。据 IDC 统计，锐捷网络在中国 WLAN 市场占有率位居第二，中国以太网交换机市场占有率位居第四。

图 4: 星网锐捷大事记



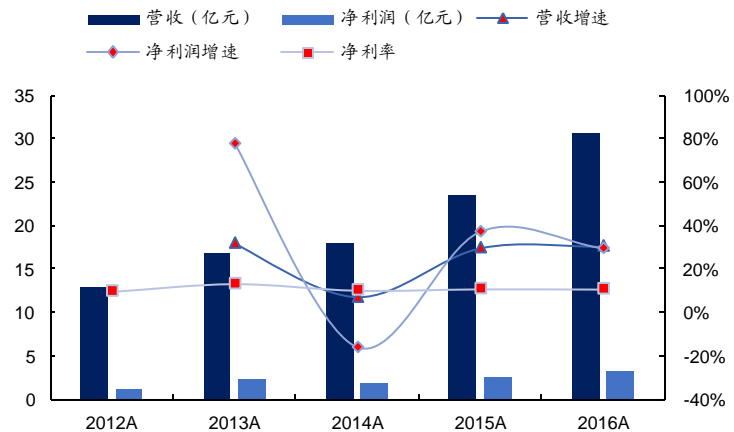
资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

自上市以来，锐捷网络一直是公司利润的贡献主体，也是公司网络业务、融合通信业务和教育网络解决方案业务的实施主体。

锐捷网络连续十五年复合增速超过 35%，是盈利能力最强和成长性最快的子公司之一。公司目前持有锐捷网络 51% 股权，2016 年锐捷网络实现净利润 3.3 亿元，为上市公司贡献利润占比达到 53%。

锐捷网络近两年业绩增速显著提升，净利率保持稳定。经历 2014 年企业网络设备市场激烈竞争之后，2015-2016 年，锐捷网络业绩增速迅速回升，营收和净利润增速均达到了 30% 左右，显著高于行业平均增速。在净利率方面，由于锐捷网络良好的费用控制能力，净利率近 4 年均稳定在 10% 以上。

图 5：锐捷网络近五年业绩及增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

亚太区企业级 WLAN 市场增速领先全球，公司市场份额稳居前列

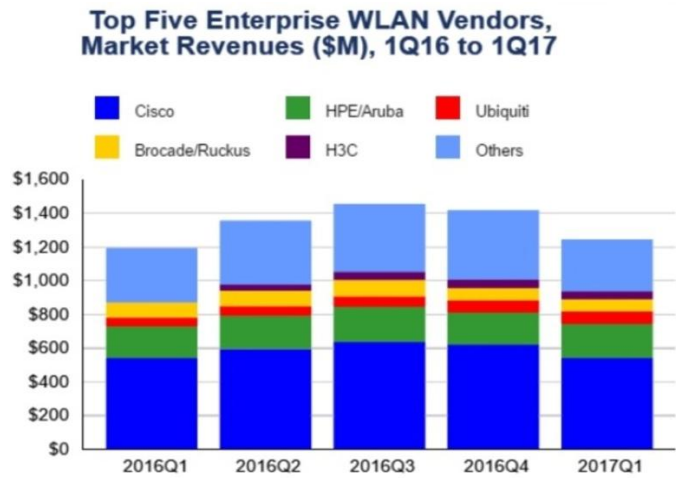
伴随着互联网的快速普及，网络办公已经成为企业主流办公形式，随着企业业务的多元化发展，人员规模的扩大，对网络的要求越来越高，企业级 WLAN 市场逐渐成长起来。

企业级 WLAN 市场保持快速发展，亚太区市场增速领先全球。据 IDC 统计，2017Q1 全球企业级 WLAN 市场规模同比增长 4.4%，达到 12.4 亿美元，其中亚太区（不包括日本）企业 WLAN 市场增速抢眼，同比增长 16.2%，增速远远高于全球增速，预计未来仍将保持快速增长。

为了抢占市场份额，全球企业级 WLAN 市场收购重组步伐加快，格局不断发生变化。2015 年之前，企业级 WLAN 市场中，思科、HPE、Rucks Wireless、Ubiquiti 等处于领先地位，2015 年 HP 通过收购 Aruba，2016 年 Brocade 通过收购 Rucks Wireless 之后，跻身四强。

锐捷网络在国际和国内 WLAN 市场份额稳居前列。据 IDC 统计，全球前五大企业级 WLAN 供应商中，思科市场占有率为 43.4%，位居第一，国内供应商中新华三、锐捷网络、华为等稳居前列；在中国企业级 WLAN 市场中，H3C 和锐捷网络位居前两位，锐捷网络在交通、金融、教育等多个细分行业市场份额第一。

图 6: 全球前五大企业级 WLAN 供应商



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

根据 Dell'Oro 的最新报告显示,2020 年企业级 WLAN 市场的营收将增长 60%,企业级云无线管理 (AC) 市场的营收更将增长近 120%。我们认为,随着无线网络市场规模的快速增长,锐捷网络作为市场领导者,业绩将显著受益于行业的成长,企业级 WLAN 业务也将成为锐捷网络未来业绩的重要支撑。

加码教育网络解决方案业务,成为细分市场龙头

除了在企业级网络市场拥有领先优势之外,锐捷网络近几年积极拓展教育网络解决方案等新业务,推出“云课堂”、“电子教室”、“极简校园网解决方案”等产品,目前已经处于细分行业领先地位。

据 CCW Research 发布的《中国云课堂解决方案市场研究报告》显示,锐捷网络云课堂产品市占率达到 77.1%,排名第一。

截至 2017 年 4 月,锐捷网络基础教育解决方案已广泛应用于全国 600 余个教育城域网、700 余个校校通工程、50000 余所中小学及幼儿园、11000 余间云课堂教室。

图 7: 锐捷网络云课堂产品



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 8: 锐捷网络产品在教育行业应用情况



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所分析师归纳整理

此外,锐捷网络推出的“极简校园网解决方案”已获得广泛应用。公司服务的中国高校达 2300 余所,部署 AP 累计近 50 万台,其中涉及约 50 万高校宿舍,

通过和三大运营商合作共建的高校已超过 500 所。

图 9: 高校智慧运营解决方案



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

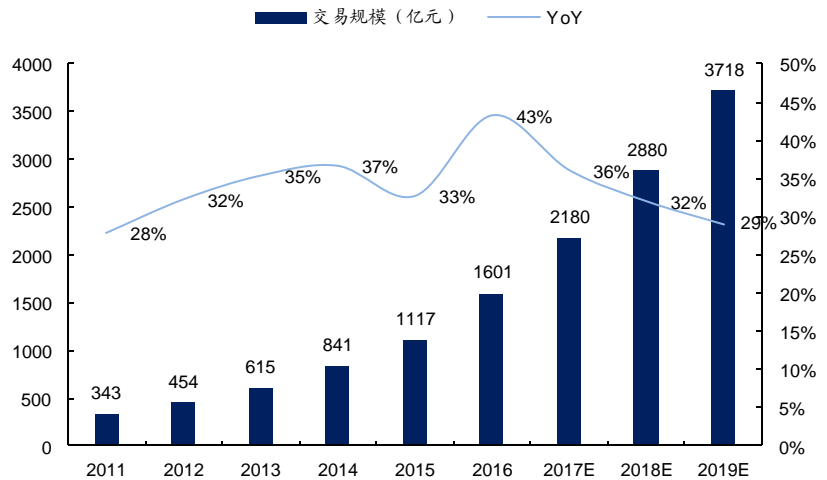
图 10: 锐捷网络与运营商合作共建高校校园网



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

互联网教育市场未来三年依然保持高景气度，行业增速达到 30%。据易观智库统计，2016 年中国互联网教育市场规模将达到 1601 亿元，同比增长 43.3%，预计到 2019 年，市场交易规模将达到 3718 亿元。

图 11: 中国互联网教育市场交易规模预测



资料来源：易观智库，国信证券经济研究所分析师归纳整理

我们认为，受下游需求的拉动，锐捷网络作为教育网络解决方案龙头企业，业绩将显著受益于互联网教育市场的快速发展，教育网络解决方案也将成为锐捷网络新的业绩增长点。

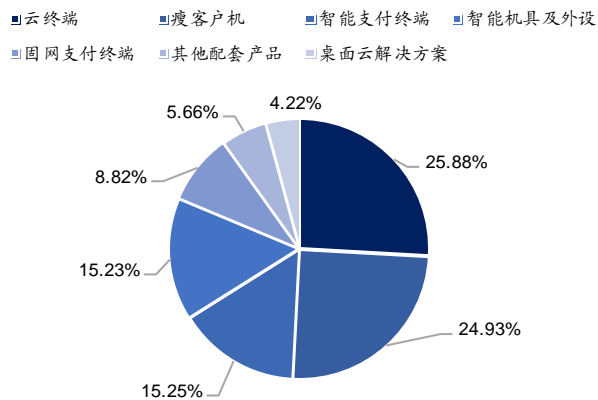
云终端增长迅速，智能 POS 或将成为新的发力点

升腾资讯是公司网络终端业务和支付终端业务的实施主体。公司持有升腾资讯 60% 股权，目前计划以 5.45 亿元收购剩余 40% 股权已获证监会审核通过。

打造网络终端+POS 终端双主业，客户结构稳定

升腾资讯主营业务包括网络终端和支付 POS 终端两大产品线，网络终端包括瘦客户机、云终端和智能机具，支付 POS 分为固网 POS 和智能 POS。其中，云终端、瘦客户机和智能支付终端为主导产品，三者合计占营收 66%。

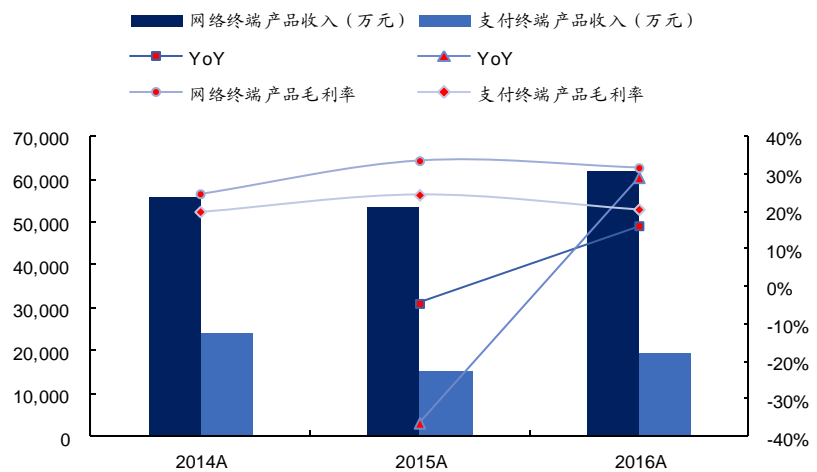
图 12: 升腾资讯产品结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

根据升腾资讯近三年的财报数据不难看出: 收入结构方面, 网络终端营收占比远高于支付终端, 前者在 70% 以上; 收入增速方面, 网络终端和支付终端均在 15 年下滑, 16 年回升; 毛利率方面, 网络终端产品毛利率较高, 近两年维持在 30% 以上, 支付终端产品维持在 20% 以上。

图 13: 升腾资讯近三年业绩及毛利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

升腾资讯客户结构稳定, 为未来业绩保持平稳增长奠定基础。升腾资讯前五大客户为电信、金融等领域知名企业, 且不存在对单一客户过度依赖的情况, 通

过与前几年对比可以发现客户较为稳定。

表 4: 升腾资讯 2016 年前五大客户情况

客户名称	金额 (万元)	占比
拉卡拉支付股份有限公司	13,198.73	15.95%
华为技术有限公司	7,374.04	8.91%
北京方正世纪信息系统有限公司	6,106.15	7.38%
中国建设银行股份有限公司	4,988.07	6.03%
中国人寿保险 (集团) 公司	4,735.34	5.72%
合计	36,402.34	43.98%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

国内瘦客户机销量第一, 云终端产品增长迅速

瘦客户机是一种采用嵌入式处理器、精简版操作系统和本地闪存接口的小型专用商务 PC。由于具有功耗小、安全性高等特点, 近年在金融、运营商、政府等领域应用非常广泛。

表 5: 瘦客户机与传统 PC 的比较

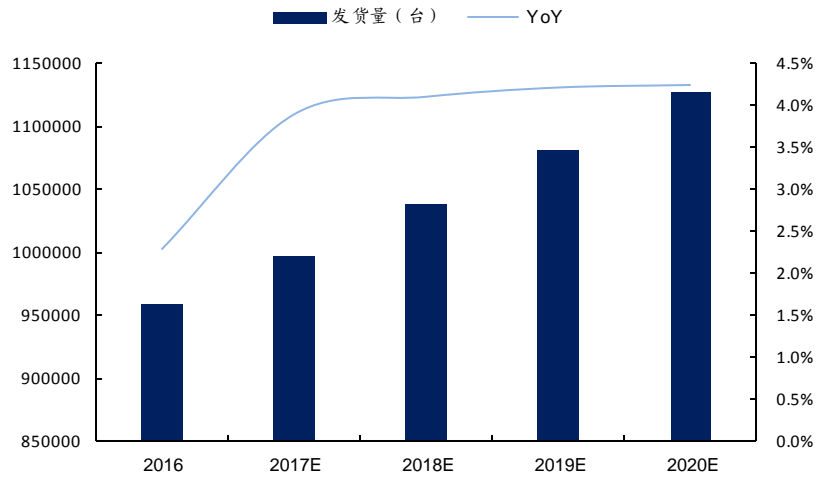
	瘦客户机	传统 PC
管理性	可管理性强, 终端用户可以使用所有资源或被限制在少数几个程序	用户自由度较大, 以行政管理为主, 无法做到桌面管理
硬件要求	本地硬件要求低, 需服务器端配置较好	对硬件要求高 (处理器、内存、硬盘等)
网络要求	只需传输屏幕变化信息及鼠标键盘信息, 对网络要求低	完整数据传输, 进行数据传输时对网络要求高
安全性	无数据流动且屏幕信息经过高位加密, 无内部光驱和软驱, 系统安全性高	数据存在截获可能, 较易受病毒入侵
升级周期	终端设备性能要求不高, 只需对服务器进行升级, 生命周期 5-10 年	对硬件要求较高, 升级压力较大, 生命周期 3-5 年
使用环境	网络环境, 冷管散热	网络及非网络均可, 风扇散热

资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

升腾资讯是国内最早从事瘦客户机研发和销售的企业, 据 IDC 统计, 2015 年升腾资讯在国内瘦客户机市场市占率达到 46%, 销量保持领先。按此数据推算, 15 年国内瘦客户机市场规模在 4.63 亿元左右。

未来三年国内瘦客户机市场仍将保持平稳增长。据 IDC 最新数据, 2016Q1 国内瘦客户机出货量为 18.4 万台, 同比增长 1.7%, 销售额达到 48.3 万美金。预计到 2020 年中国瘦客户机市场的年复合增长率维持在 4% 以上。

图 14: 中国瘦客户机市场规模及预测



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

升腾资讯另一主打产品为云终端, 16 年云终端产品营收占比达到 26%, 为收入占比最高的终端产品。

云终端是公司云桌面的配套产品, 本身不具备处理器和硬盘, 通过桌面虚拟化技术, 实现不同云终端同时运用一台主计算机的软、硬件资源和外部设备资源。与瘦客户机相比应用范围更广, 能够满足电子教室、公众办公、政务大厅等场景需求。

我们认为, 未来三年, 云终端产品仍将是升腾资讯最重要的增长引擎之一。15-16 年, 升腾资讯云终端产品同比分别增长 18% 和 39%。据 IDC 预测, 2017 年国内云终端产品增速将超过 50%, 未来五年的复合增长也将超过 23%。

图 15: 升腾资讯云终端产品

C92 系列, 适用于多媒体教室



C33 系列, 适用于营业厅、办事大厅



C10 系列, 适用于企业办公



C33A 系列, 适用于办公桌面



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

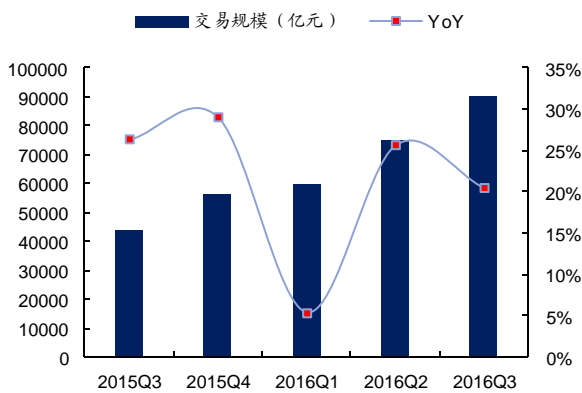
移动支付业务维持高景气度，智能 POS 或将成为新的发力点

随着扫码支付、NFC 支付等支付方式的不不断兴起，国内移动支付市场交易规模不断上涨。据易观智库统计，2016Q3 国内移动支付交易规模达到 90419 亿元，环比增长 20.50%。

在移动支付市场迅猛发展的促进下，智能 POS 终端迎来高速发展期。智能 POS 支付终端是移动互联网与 POS 的融合产品，除了满足多种支付功能外，还能实现订单的归集、管理、经营分析等功能。

智能 POS 产品或将成为公司新的发力点。截至 2016 年底，升腾资讯累计销售的 POS 终端超过 750 万台，其中智能 POS 和电话 POS 销量业内遥遥领先。升腾资讯相继推出的 C960 系列、V8 系列多款产品获得市场广泛认可。

图 16: 中国移动支付市场交易规模 (2015Q3-2016Q3)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 17: 升腾资讯智能 POS 产品



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

与拉卡拉深度合作，不仅是公司智能 POS 产品业绩快速增长的动力，也是市场对公司产品的认可。升腾资讯第一大客户拉卡拉是国内首批获得第三方支付牌照的企业，在支付领域拥有十多年经验，积累大量客户资源。据易观智库统计，截至 2016 年底，拉卡拉智能 POS 市场规模处于领先地位，相关出货渠道中市场覆盖率第一。

我们认为，智能 POS 终端产品和云终端产品是升腾资讯未来 2-3 年业绩的主要增长点，也是公司实现业绩承诺的重要支撑(根据收购预案，升腾资讯承诺 17-19 年扣非累计净利润不低于 3.675 亿元)。

国内最大 KTV 行业解决方案商之一，覆盖 40 多个国家和地区

星网视易是上市公司数字娱乐业务板块的实施主体，上市公司全资子公司锐捷软件拥有星网视易 58.15% 股权。目前上市公司计划以 4.82 亿元收购星网视易剩余 41.85% 股权，已经获得证监会审核通过。

星网视易成立于 2004 年 6 月，专注于数字影音娱乐相关产品，自主开发机顶盒软硬件、娱乐系统、管理系统等，广泛应用在 KTV、影吧、酒吧、夜总会等休闲娱乐场所。

表 6: 星网视易产品市场定位

	客户	产品
数字娱乐事业部	KTV、影吧、酒吧	网络版数字影音产品
家庭娱乐事业部	家庭、军队、小型商用、海外市场	单体版影音数字产品

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

星网视易连续 9 年在中国 KTV 联网娱乐平台市场占有率第一，市场覆盖 40 多个国家和地区。目前，星网视易产品应用在 6 万多家娱乐场所，1.4 万家联网 KTV。

表 7: 星网视易部分客户及占有率

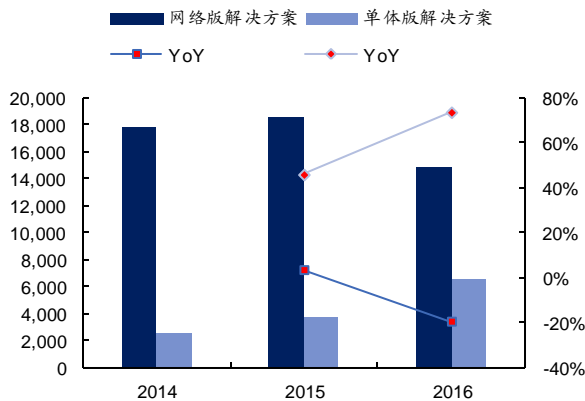
区域市场	连锁量贩品牌	视易项目数	视易包间数
东北	快乐迪	21	620
西北	新疆 SOHO	6	430
华北	东方之珠	16	1338
华东	爱尚连锁	40	1600
华东	海乐汇	31	2201
华东	汇乐迪	20	1365
华东	乐够、钻石钱柜	24	1390
华东	银乐迪	24	1510
华东	好乐迪	49	3430
华东	宝乐迪	77	3116
华东	欢乐迪	39	3557
华南	快乐钱柜	16	1360
华南	深圳酷党	13	1359

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司产品主要通过渠道商分销的方式销售。目前网络版产品的销量占比较大，2016 年网络版产品占比达到 69%，但单体版增速更快。

随着人们生活水平的日益提升，K 歌逐渐成为好友聚会、休闲放松的一种娱乐方式，逐渐融入人们的生活。近年来，随着唱吧、多唱 K 吧等迷你 KTV 产品的风靡发展，商场、电影院等公共场所一批迷你 KTV 逐渐兴起。2017 年我国迷你 KTV 市场规模预计将达到 31.8 亿元，同比增长 92.7%。

图 18: 星网视易各产品营收及增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 19: 星网视易多唱 K 吧产品



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

此外, 为了满足消费者随时随地对音乐的追求, 公司推出了 K 米 APP, 为终端用户提供移动互联网下 KTV 预定、支付、社交新体验服务, 赚取服务费。

截至目前, K 米已接入线下 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 APP 用户已经突破 6000 万, 微信粉丝高达 1100 万。

我们认为, 虽然传统 KTV 市场增长放缓, 但未来随着迷你 KTV 和 K 米等产品的兴起, 将打开星网视易新的成长空间。

从通用终端向定制化产品转型, 提升盈利能力

2015 年, 公司以 3.22 亿元收购德明通讯 65% 股权, 进军无线终端产品设计与研发领域。通过收购德明通讯, 为上市公司带来“无线通讯模块”、“4G LTE”应用终端产品线和海外运营商市场三大新增长点。

德明通讯自设立以来一直从事无线通讯终端的研发、设计和生产, 是中国移动 2010 年试验网、2011 年规模试验网、2012 年第一轮集采中标企业。产品远销美国、波兰、乌兹别克、印度、巴西、俄罗斯等 30 多个国家和地区。

2012 年起, 德明通讯明确了以“定制”“非标准化”产品作为主要发展方向。客户结构方面, 也逐渐从周期短、品质要求相对较低、需求量大的南美、东南亚等第三世界国家转向产品导入周期长、品质要求高、竞争环境有序、利润率更高的欧美地区。

德明通讯的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及通讯相关模块。

由于德明通讯大部分产品是针对客户需求定制化产品, 因此公司各产品营收占比和前几大客户相对不稳定。

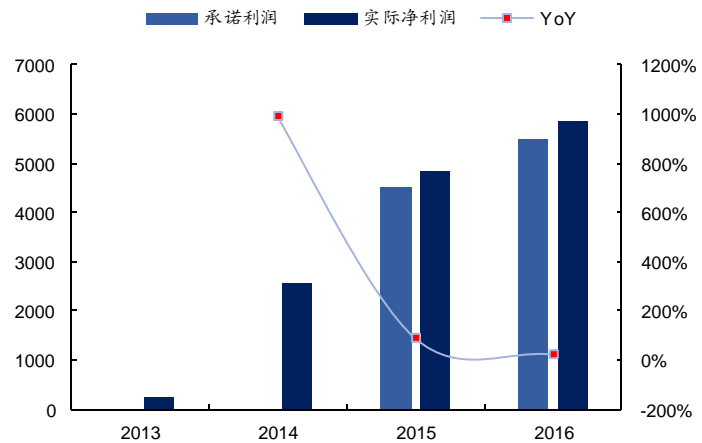
图 20: 德明通讯主打产品



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所分析师归纳整理

尽管 14 年德明通讯定位的转变使得公司的业绩出现较大波动，但 15、16 年公司均超额完成利润承诺。15、16 年德明通讯完成扣非后净利润分别为 4830.01 万元、5848.10 万元，累计完成承诺利润 10678.11 万元。因此，德明通讯 17 年完成利润承诺为大概率事件。

图 21: 德明通讯承诺利润完成情况



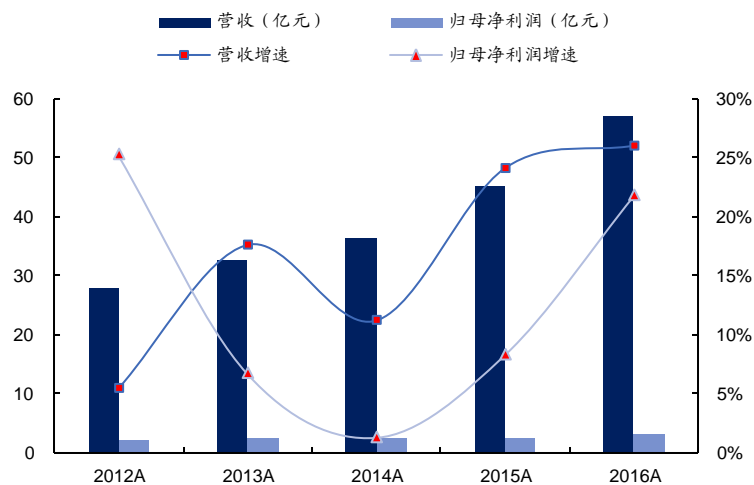
资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

业绩增速达到近四年最高水平，估值处于近三年最低区间

公司内生与外延相结合的发展战略逐渐发挥成效，近两年公司营收和净利润增速显著提升，盈利能力显著提高。2016 年，公司实现营收 56.88 亿元，同比增长 25.93%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 21.77%。营收和净利润增速均

达到近四年以来最高水平。

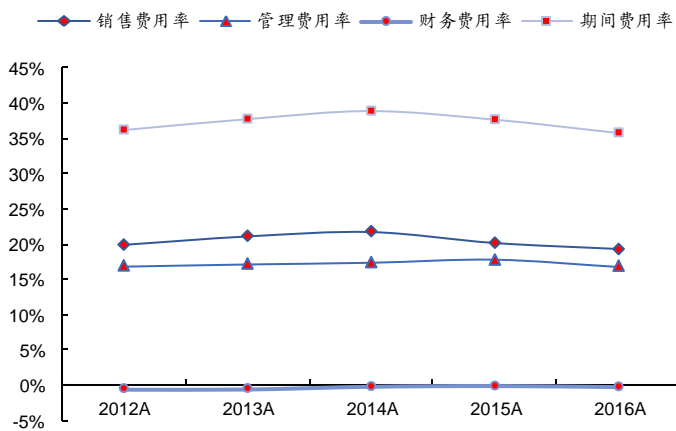
图 22: 公司近五年营收及净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司期间费用控制良好, 销售费用率和管理费用率稳中有降。14-16 年间, 公司销售费用率和管理费用率的下降带动公司整体期间费用率下降 3.08 个百分点。

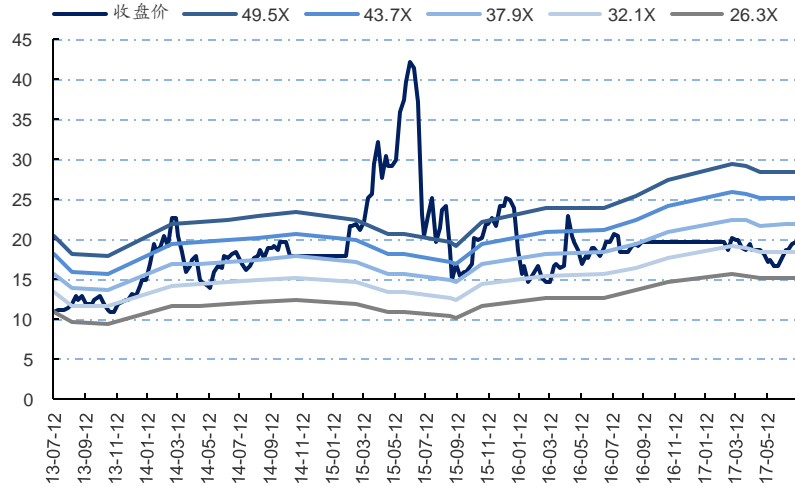
图 23: 公司近五年期间费用情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

从公司近三年的 PE Band 数据来看，公司当前的估值处于近三年最低区间（26x-32x）。

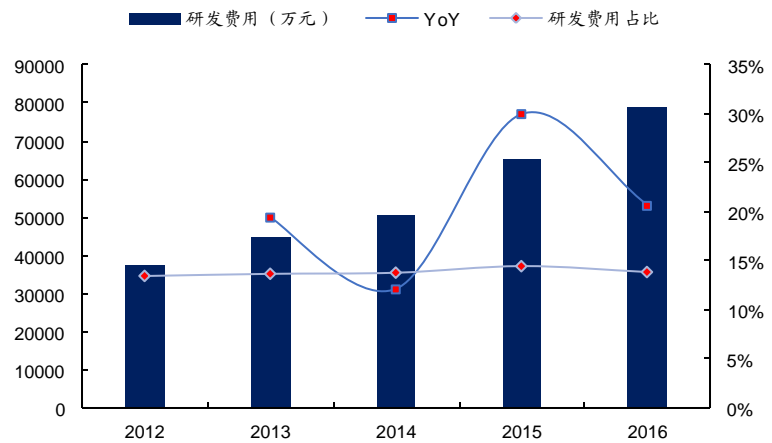
图 24: 公司近三年历史估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司非常注重产品研发，近五年投入研发的费用随着营收不断增长，每年维持在营收的 13% 左右。

图 25: 公司近五年研发费用情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

盈利预测与投资建议

核心假设:

- 1、子公司升腾资讯、星网视易 17-19 年均能完成利润承诺
- 2、德明通讯 17 年完成利润承诺，且 18-19 年保持 10% 的业绩增速
- 3、四创软件 17-19 年保持 15% 的业绩增速

表 8: 各子公司未来三年净利润预测

单位 (万元)	2016	2017E	2018E	2019E
锐捷网络	33000	39600	47520	57024
升腾资讯	8214	9408	11842	15440
星网视易	5021	6927	8154	9532
德明通讯	5800	6500	7150	7865
思创软件	7370	8476	9747	11209
其他		1000	1100	1200
合计 (按持股比例加权)		45146	53777	64650

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师预测

基于上述假设, 我们预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元, 净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元, 摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍; 若考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后, 17-19 年备考净利润分别为 4.51/5.38/6.47 亿元, 摊薄后当前股价对应的 PE 为 26/21/18 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- 1、企业级 WLAN 市场竞争加剧的风险;
- 2、视频信息应用行业增长不及预期的风险。

附表：财务预测与估值（未考虑本次收购并表）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2001	2201	2421	2663	营业收入	5688	7180	9152	11769
应收款项	1224	1546	1970	2533	营业成本	3223	4065	5169	6646
存货净额	1035	1313	1673	2154	营业税金及附加	54	68	87	111
其他流动资产	188	237	302	389	销售费用	1091	1436	1830	2354
流动资产合计	4448	5297	6366	7739	管理费用	957	1157	1472	1891
固定资产	464	504	536	563	财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
无形资产及其他	203	295	387	479	投资收益	13	13	13	13
投资性房地产	601	601	601	601	资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	33	41	49	57	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5750	6739	7940	9439	营业利润	382	498	627	789
短期借款及交易性金融负债	120	442	806	1212	营业外净收支	235	235	235	235
应付款项	1204	1528	1947	2506	利润总额	617	733	862	1024
其他流动负债	691	884	1126	1449	所得税费用	60	71	84	99
流动负债合计	2015	2854	3878	5167	少数股东损益	238	283	332	395
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	319	379	446	530
其他长期负债	34	34	34	34					
长期负债合计	34	34	34	34	现金流量表（百万元）				
负债合计	2049	2888	3912	5201	净利润	319	379	446	530
少数股东权益	818	882	957	1047	资产减值准备	(14)	(1)	0	0
股东权益	2883	2969	3071	3191	折旧摊销	107	57	63	69
负债和股东权益总计	5750	6739	7940	9439	公允价值变动损失	10	10	10	10
					财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
					营运资本变动	(245)	(134)	(188)	(248)
					其它	68	66	75	89
					经营活动现金流	245	376	406	450
					资本开支	(142)	(197)	(197)	(197)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(150)	(205)	(205)	(205)
					权益性融资	25	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(247)	(293)	(345)	(409)
					其它融资现金流	485	322	364	406
					融资活动现金流	17	29	19	(3)
					现金净变动	112	200	220	242
					货币资金的期初余额	1889	2001	2201	2421
					货币资金的期末余额	2001	2201	2421	2663
					企业自由现金流	48	137	214	317
					权益自由现金流	533	495	605	739

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.59	0.70	0.83	0.98
每股红利	0.46	0.54	0.64	0.76
每股净资产	5.35	5.51	5.70	5.92
ROIC	10%	10%	12%	14%
ROE	11%	13%	15%	17%
毛利率	43%	43%	44%	44%
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%
收入增长	26%	26%	27%	29%
净利润增长率	22%	19%	18%	19%
资产负债率	50%	56%	61%	66%
息率	2.3%	2.7%	3.2%	3.8%
P/E	33.4	28.1	23.9	20.2
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	27.1	26.5	22.2	19.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	简洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	丛明浩 13901062999		