



Research and
Development Center

企业网络设备竞争优势明显，深耕 ICT 垂直细分领域

—— 星网锐捷（002396.sz）深度报告

2017 年 8 月 2 日

边铁城 行业分析师

企业网络设备竞争优势明显，深耕 ICT 垂直细分领域

2017 年 8 月 2 日

本期内容提要：

- ◆ **领先的 ICT 应用方案提供商。** 公司是国内领先的 ICT 应用方案提供商，公司通过投资设立与并购多家子公司，布局企业级网络设备，通讯产品，网络终端，防灾减灾信息服务和视频信息应用等业务，其中子公司锐捷网络的企业级网络设备业务为主要收入来源。
- ◆ **锐捷网络：公司核心业务单元，企业级网络竞争优势明显。** 锐捷网络是中国数据通信解决方案领导品牌。自 2000 年成立以来，锐捷一直扎根教育、金融、政府等核心市场，利用云计算、SDN、移动互联、大数据、物联网等新技术为各行业用户提供端到端解决方案。截止 2016 年上半年，锐捷网络在企业网络设备市场的份额为 5.9%，位于第四位，而在增速最快企业级 WLAN 市场中，锐捷网络位于第二位。垂直领域方面，教育信息化业务是锐捷网络的名片，校园网络解决方案连续 11 年市占率第一，云课堂产品 2014 年市场份额达到 75.2%。
- ◆ **升腾资讯：瘦客户机和云终端的领导者，智能 POS 业务值得期待。** 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。网络终端方面，其瘦客户机产品线已连续 15 年中国销量第一。同时，升腾资讯也顺应云计算技术的发展而推出了升腾威讯桌面云系统。支付 POS 方面，智能 POS 销量业内遥遥领先，电话 POS 市场占有率位居国内第一。随着智能 POS 市场渗透率快速提升，升腾资讯的云支付产品将成为业绩的重要支撑。
- ◆ **星网视易：深耕文化娱乐行业，KTV 解决方案排头兵。** 星网视易主要业务为 KTV 娱乐解决方案，已经连续多年在全国 KTV 市场处于领先水平。连续 9 年在 KTV 市场占有率第一，市场覆盖 40 多个国家和地区。目前整体 KTV 市场正处于转型当中，自 2012 年起星网视易的收入增速逐步放缓。2017 年，星网视易推出全新一代魔云 7 数字影音娱乐解决方案，同时 K 米和多唱 K 吧等新产品有望取得突破，业绩反转可期。
- ◆ **德明通讯：乘上移动互联网终端快速增长东风，海外市场拓展加速。** 德明通讯一直专注于“非手机类”无线通讯产品的设计、研发、生产和销售，主打海外市场，产品已远销 30 多个国家和地区。2016 年由德明通讯自主研发的基于 4G VoLTE 的 VoLTE 固定台产品，实现了对传统 PSTN 产品的完全替换，中标美国第一大运营商 Verizon。在车联网领域，德明连续突破技术瓶颈，推出了小于 10 米精确定位的车载定位系统，目前已占据美国二手车市场定位系统 60% 以上份额。

证券研究报告

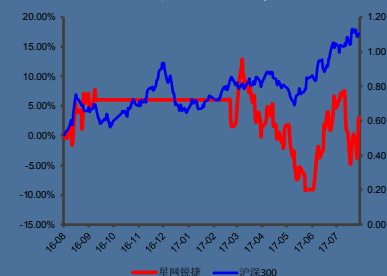
公司研究——首次覆盖

星网锐捷 (002396.sz)



首次评级

星网锐捷相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 83326721

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

蔡靖 研究助理

联系电话：+86 10 83326728

邮箱：caijing@cindasc.com

袁海宇 研究助理

联系电话：+86 10 83326726

邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

公司主要数据 (2017. 8. 1)

收盘价(元)	18.85
52 周内股价波动区间(元)	16.41-21.17
最近一月涨跌幅(%)	-2.58
总股本(亿股)	5.39
流通 A 股比例(%)	98.37
总市值(亿元)	101.62

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

- ◆ **四创软件：防灾减灾信息化专业龙头。** 四创软件作为防灾减灾信息与应用服务提供商，为政府提供防灾减灾信息化全面解决方案。涉及业务包括在水灾害领域，海洋灾害领域，气象灾害领域，地质灾害领域，移动互联网领域和防灾减灾公共服务领域。其产品分别在水利部 4 个流域委、18 个省份、超过 1600 个市、县、乡（镇）的政府单位成功应用，在防灾减灾软件市场市占率第一。
- ◆ **盈利预测和投资评级：** 不考虑此次增发收购升腾资讯和星网视易少数股东股权，我们预计公司 2017~2019 年整体营业收入分别为 74.08、94.09、118.28 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 3.56、4.44、5.55 亿元，按照当前股本计算对应的 EPS 分别为 0.66、0.82 和 1.03 元，PE 分别为 29、23、18 倍，低于行业平均水平。目前公司收购升腾资讯和星网视易的少数股东权益事项获批，收购完成后将增厚公司业绩，未来有希望继续通过收购少数股东权益来实现高效率的公司治理，增厚公司利润，因此我们首次覆盖给予“增持”投资评级。
- ◆ **风险因素：** 通讯产品竞争激烈，毛利率不及预期；视频信息应用受到 KTV 转型影响而下滑超预期；智能 POS 和多唱 K 吧等新产品市场拓展不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,516.51	5,687.66	7,407.78	9,409.11	11,828.09
增长率 YoY%	24.02%	25.93%	30.24%	27.02%	25.71%
归属母公司净利润(百万元)	262.34	319.46	356.38	444.17	554.51
增长率 YoY%	8.52%	21.77%	11.56%	24.63%	24.84%
毛利率%	45.69%	43.33%	43.54%	43.68%	43.96%
净资产收益率 ROE%	11.02%	11.62%	11.64%	12.83%	14.00%
每股收益 EPS(元)	0.59	0.59	0.66	0.82	1.03
市盈率 P/E(倍)	38.74	31.81	28.52	22.88	18.33
市净率 P/B(倍)	3.89	3.52	3.14	2.76	2.40

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2017 年 8 月 1 日收盘价

目 录

领先的 ICT 应用方案提供商	5
产品结构多元，全球竞争力提升	5
通过参股公司开展业务	5
股权结构稳定，少数股权收购持续推进	6
收入和利润稳定增长，研发投入维持高水平	6
锐捷网络：公司核心业务单元，企业级网络竞争优势明显	8
企业级网络市场快速增长	8
企业 WLAN 领域保持领先优势	9
SDN 研发能力突出，为下一代网络做准备	10
聚焦中小市场，教育业务成为名片	10
升腾资讯：瘦客户机和云终端的领导者，智能 POS 业务值得期待	11
瘦客户机及桌面云市场高于传统 PC 增长速度	11
智能 POS 即将替代传统 POS	12
瘦客户机市占率稳居第一，云终端业务快速增长	13
云支付产品占据先机	13
星网视易：深耕文化娱乐行业，KTV 解决方案排头兵	14
传统 KTV 市场低迷，亟待互联网转型	14
KTV 信息化市场的排头兵	15
K 米和多唱 K 吧等新产品拓展市场空间	15
德明通讯：乘上移动互联终端快速增长东风，海外市场拓展加速	17
移动终端市场快速增长	17
技术积累深厚，产品形态丰富	18
国际市场拓展顺利	19
四创软件：防灾减灾信息化专业龙头	20
盈利预测、估值与投资评级	20
风险因素	22

表 目 录

表 1：星网锐捷业务主要实施主体公司（截止 2017 年 7 月 27 日）	6
表 2：公司分业务盈利预测（万元）	21
表 3：A 股可比上市公司估值	22

图 目 录

图 1：2016 年星网锐捷分版块业务收入比例	5
图 2：星网锐捷海外和国内收入（亿元）	5
图 3：星网锐捷营业收入及同比增长（万元）	7
图 4：星网锐捷归母净利润及同比增长（万元）	7
图 5：星网锐捷各板块业务毛利率	7
图 6：锐捷网络分业务板块收入（亿元）	8
图 7：企业网络设备市占率	8
图 8：锐捷网络市场地位	9
图 9：锐捷教育云 RG-UDS 系列一体机	11
图 10：锐捷网络云课堂	11
图 11：VDI 系统	12
图 12：2016-2020 瘦客户端的市场预测	12
图 13：升腾云支付 POS 终端	13
图 14：2010-2016 年联网 POS 机数量及同比增长（万台）	13
图 15：星网视易魔云 7 KTV 解决方案	16
图 16：星网视易多唱 K 吧产品	16
图 17：星网视易营收及同比增长（亿元）	16
图 18：星网视易分产品销售额（亿元）	16
图 19：移动宽带网络普及率	17
图 20：2010-2016 中国物联网市场规模及预测	17
图 21：德明通讯的主要产品分类	18
图 22：德明通讯营收和同比增长（亿元）	19
图 23：德明通讯净利润和同比增长（亿元）	19
图 24：四创软件气象信息化解决方案	20
图 25：四创软件海洋信息化解决方案	20

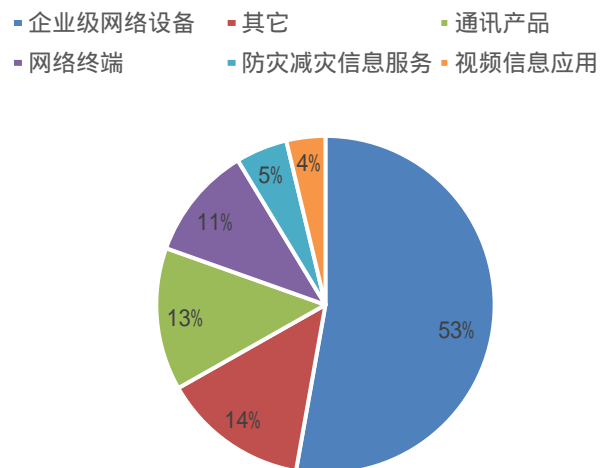
领先的 ICT 应用方案提供商

公司成立于 1996 年，是国内领先的 ICT 应用方案提供商，于 2010 年 6 月上市。公司围绕 ICT 产业链多元化布局，通过投资设立与并购的方式，业务领域延伸至七大板块：包括核心业务网络设备，以及云计算业务、支付业务、数字娱乐业务、融合通信业务、4G 业务、防灾减灾信息与应用服务。公司现有员工 8000 余人，其中研发技术人员占公司总人数的 40% 以上，每年持续将 10% 左右的销售收入投入研发，2016 年研发投入达到 7.89 亿元。

产品结构多元，全球竞争力提升

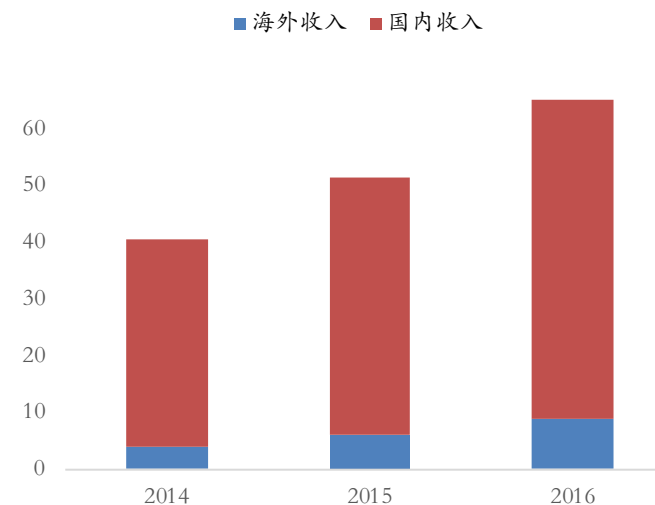
公司的七大业务板块中，企业级网络设备为主要收入来源，2016 年占据 53% 的营收份额。目前公司业务已经拓展到俄罗斯、印度、东南亚、非洲、美国等国家，2014-2016 年海外收入占比分别为 9.97%，12.15% 和 13.35%，产品在全球竞争力逐步提升。

图 1: 2016 年星网锐捷分版块业务收入比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2: 星网锐捷海外和国内收入 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

通过参股公司开展业务

公司通过投资和并购等方式控股或参股多家子公司，在网络通讯、交换机、云计算终端（瘦客户机）、支付终端、桌面云、无线接入、宽带接入、统一通信、视频信息应用、防灾减灾等领域均形成了领先优势，同时也致力于在移动互联网、云计算、物联网、下一代网络、智慧园区、大数据等新兴应用领域形成应用解决方案。

表 1: 星网锐捷业务主要实施主体公司 (截止 2017 年 7 月 27 日)

名称	持股比例	布局业务
锐捷网络	51%	企业级网络业务
升腾资讯	60%	瘦客户机、桌面云和智能 POS 业务
德明通讯	65%	4G 通信业务, 物联网模块
星网视易	51.85%	数字娱乐业务
四创软件	40%	防灾减灾信息与应用

资料来源: 2016 年报, 公司公告, 信达证券研发中心整理

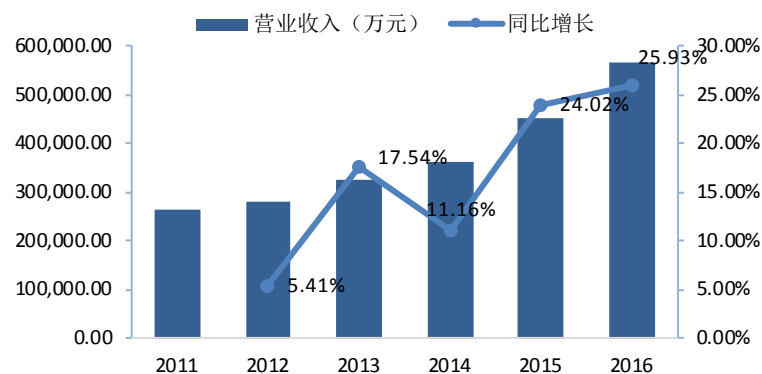
股权结构稳定, 少数股权收购持续推进

公司的最大股东为福建省国资委 100%控股福建省电子信息集团, 其持股比例为 28.00% (截止 2017 年一季度末)。此外, 前五大股东新疆维实创业投资有限公司 (公司高管持股公司)、FINET 投资有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司和福建石油化工集团持股比例分别为 8.58%、5.00%、3.97%和 1.31%。公司控股股东与其他股东持股比例相差较大, 有利于公司治理和未来外延式发展。

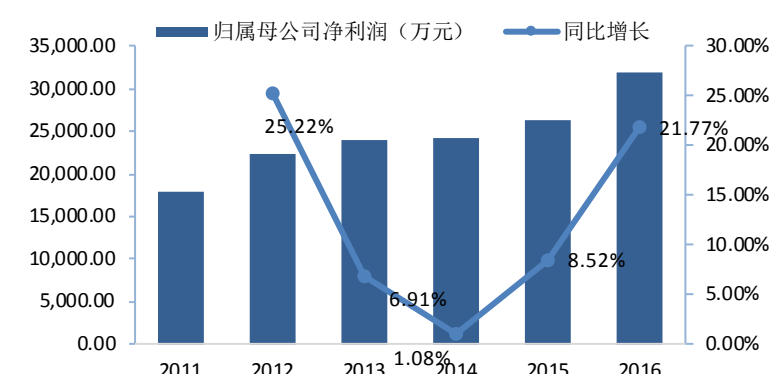
公司于 2017 年 1 月 25 日公告拟收购升腾资讯 40.00%股权和星网视易 48.15%股权, 目前已通过证监会审核。此次收购完成后, 升腾资讯和星网视易将成为星网锐捷全资子公司, 上市公司业绩将得到增厚。此外, 管理层由持有核心业务子公司股份变为直接持有上市公司股份, 整体管理效率获得提升, 上市公司资源实现更为有效的配置。我们预计锐捷网络、德明通讯以及四创软件剩余股权的收购也将逐步开展, 实现运行效率的进一步提升。

收入和利润稳定增长, 研发投入维持高水平

公司在通信行业稳扎稳打, 自 2010 年上市以来, 整体业绩呈现稳步增长趋势, 整体营收 CAGR 为 16.55%, 归母净利润 CAGR 为 12.32%。2016 年营收增速 25.93%, 归母净利润增速 21.77%。

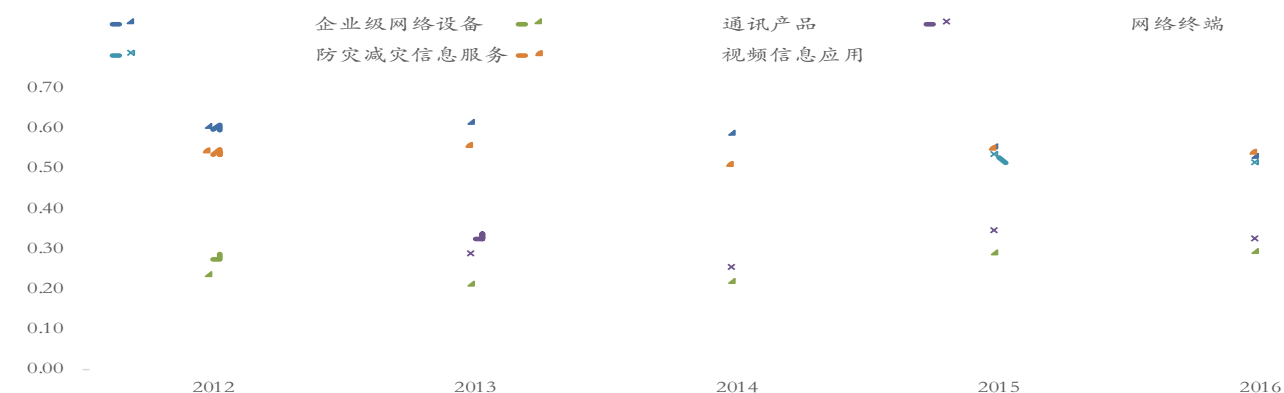
图 3: 星网锐捷营业收入及同比增长 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 星网锐捷归母净利润及同比增长 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司重视研发, 设有由福州、武汉、北京、上海、厦门和成都六个网络通讯研究中心, 拥有 3000 多人的高素质研发团队。研发投入在公司的投入比例常年达到 14% 左右, 并且研发投入 30% 左右用于先进技术的前期研发。研发的高投入保证了公司的毛利率, 子公司锐捷网络的企业级网络设备毛利率保持在 50% 以上, 公司整体的综合毛利率也保持在 40% 以上。

图 5: 星网锐捷各板块业务毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

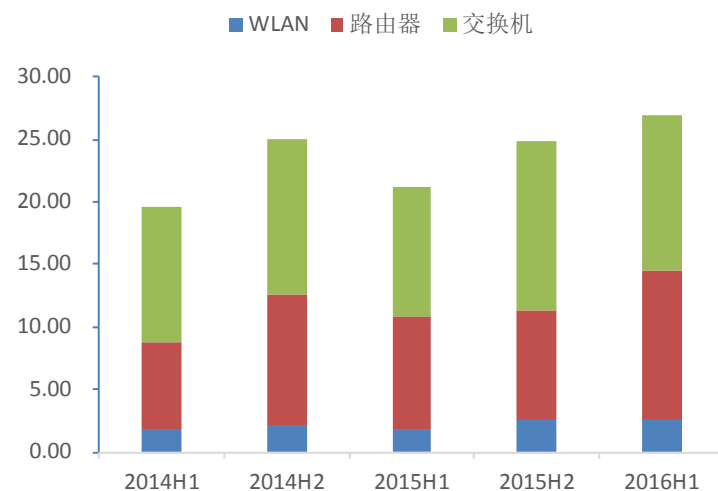
锐捷网络：公司核心业务单元，企业级网络竞争优势明显

企业网络业务是公司的核心业务单元，由子公司“锐捷网络”来运营。锐捷网络是中国数据通信解决方案领导品牌，自2000年成立以来，锐捷一直扎根教育、金融、政府等核心市场，利用云计算、SDN、移动互联、大数据、物联网等新技术为各行业用户提供端到端解决方案。其产品线包括交换机、路由器、无线、云数据中心、云桌面、安全、网关、IT管理、认证计费、智慧教室、移动应用平台等11条。锐捷网络在全球拥有5大研发中心，40个分支机构，4000多家合作伙伴，业务范围覆盖了亚洲、欧洲、美洲、非洲等30多个国家和地区。

企业级网络市场快速增长

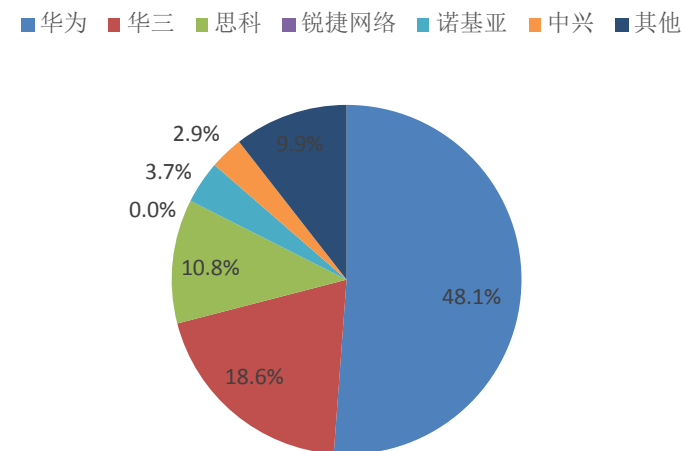
企业级网络设备主要包括路由器，交换机和WLAN等。近年来我国网络设备市场整体保持较高增长速度，据IDC的统计，2016年上半年市场规模为26.89亿美元，同比增长27%，其中WLAN市场的增速最快，为42.77%，增长驱动来自于零售、制造业、教育，政府和运输等行业。路由器市场同比增速为32.18%，驱动来自于中国移动的宽带网络建设带来的骨干网和城域网（MAN）投资，以及互联网、政府和电力部门的企业网络对路由器的需求。交换机市场的同比增速为19.82%，大部分增量市场来自加快云基础设施的投资的互联网企业和政府部门。从市场占有率来看，截止2016年上半年，华为、华三、思科三强占据了77.5%的国内网络设备市场份额，锐捷网络市占率为5.9%，位于第四位。

图6：锐捷网络分业务板块收入（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图7：企业网络设备市占率



资料来源：IDC，信达证券研发中心

企业 WLAN 领域保持领先优势

企业级网络细分市场中，无线侧是发展快最有潜力的领域。主要驱动力是：1. 无线网络逐渐开始从娱乐和办公网络扩展渗透到商业和生产网络；2. 企业员工使用移动互联网的增加以及生产与互联网逐渐融合为代表的企业数字化转型趋势显现；2. 产品更新换代较快，高密度情景的需求强烈。目前 802.11ac 产品已经开始大规模的部署，802.11ac Wave2 和 Wave3 RF 产品已经开始进入市场，总体市场份额已经超过 802.11n 产品。

据 IDC 统计，在中国企业级 WLAN 市场中，锐捷网络位于第二位，仅次于 H3C。锐捷网络的 WLAN 产品针对不同行业的细分应用，开发出了各具特色的解决方案，如“智分”、“零漫游”、“车地互联”等，一举解决了宿舍、医院、地铁等场景下无线产品体验差，难以有效支撑用户业务的难题。2016 年锐捷网络自主研发的“车载 Wi-Fi 专利技术”获得全面覆盖，公交、地铁、普快、大巴、轮船、航空等交通行业的中国企业级 WLAN 市场占有率排名第一，市场份额达到 63%；锐捷网络“G 比特企业级无线接入技术研发及产业化”项目突破了企业级无线接入设备带宽、稳定性高安全性的瓶颈，获得福建省政府颁发的 2015 年度福建省科技进步一等奖，强大的创新实力保障了锐捷网络的领先地位。

图 8：锐捷网络市场地位



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

SDN 研发能力突出，为下一代网络做准备

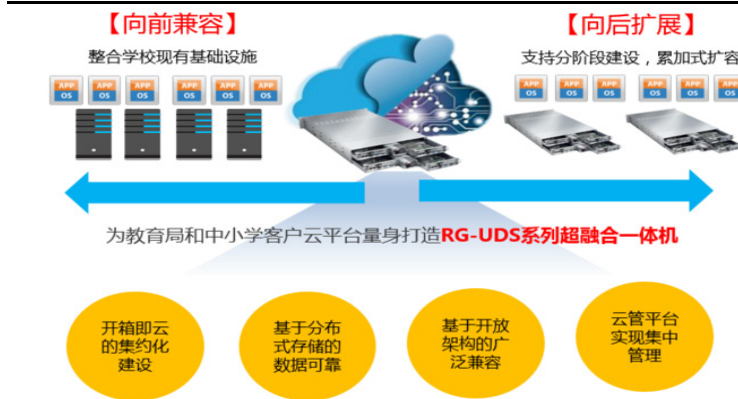
SDN 是下一代网络的基础技术，能使企业和运营商将获得对网络的可编程性、自动化和控制能力，建立高度可扩展的弹性网络。锐捷网络从 2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 方面的技术储备和产品预研，2012 年作为 12 家初始会员之一参与了“中国 SDN 和开放网络专业委员会”的发起。锐捷网络在教育、金融、政府、互联网等行业拥有大量的落地组网案例，并基于其智能开放网络平台 RG-ONP，推出了可商用的开放网络控制器 RG-ONC，以及基于场景的网络出口服务链、数据中心 Overlay、精准安全接入控制、流量可视化等解决方案，并且在多个客户场景得到验证和部署，是业界唯一一家提出该类型解决方案的厂商。目前，锐捷网络已有 10 款产品获得 OpenFlowv1.3 一致性测试权威认证，充分展现了锐捷网络在 SDN 技术标准化领域的领先性。

聚焦中小市场，教育业务成为名片。

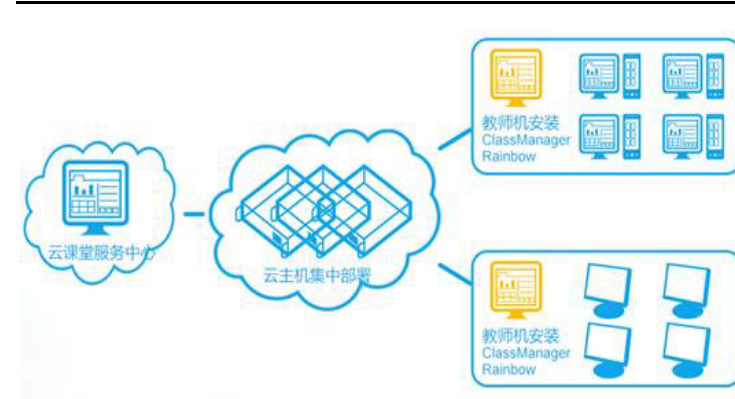
中小企业数量占全部企业总量的 99% 以上，庞大的数量规模令中小企业成为企业级网络产品的主要消费者。锐捷网络精心耕耘中小企业市场，创新性地提出了“极简网络”的理念，简化复杂业务流程。公司极简网络方案包括极简网关认证、极简设备网、极简出口广域网方案、设备传输五大业务。配合独特的锐捷云网服务，协助中小企业用户轻松拓展和精化云端业务。

教育信息化领域是锐捷网络深耕垂直领域的名片。锐捷网络连续十七年服务于教育信息化建设，提供了涵盖基础构架、安全运营、运维管理、决策分析等方面的校园网系列解决方案及相应产品体系，连续 11 年网络解决方案市场占有率第一。锐捷网络的“极简校园网解决方案”体系，所服务的中国高校达 2300 余所，部署 AP 累计近 50 万台，其中涉及约 50 万间高校宿舍。

云课堂已经成为公司的拳头产品。云课堂在 2013 年被开发出来，当年被 CBI《电脑商情报》年度创新产品，2014 年，入选中央电教馆推荐计算机房方案。2015 年，教育部中央电化教育馆与锐捷网络正式签订战略合作协议，采用战略合作形式推动以“云课堂”为代表的现代教育信息化创新应用。锐捷在突破市场时也采用了避免正面与巨头竞争的策略，首先从云南等偏远地区寻找需求和改进产品，这样不仅让“云课堂”产品能适应操作水平较低的用户，也让其方案具备了可复制性更强、普及范围广的特点。根据计世资讯最新发布的《2014 年-2015 年中国云课堂（虚拟化计算机教室）解决方案市场研究报告》显示，锐捷网络在 2014 年中国云课堂解决方案市场排名中，位列第一名。其市场份额达到 75.2%，领先第二名高达 66 个百分点。

图 9：锐捷教育云 RG-UDS 系列一体机


资料来源：it168，信达证券研发中心

图 10：锐捷网络云课堂


资料来源：天极网，信达证券研发中心

升腾资讯：瘦客户机和云终端的领导者，智能 POS 业务值得期待

公司网络终端业务和支付终端业务由升腾资讯来运营，公司持有升腾资讯 60% 股权，计划以 5.45 亿元收购剩余 40% 股权目前已获证监会审核通过。

升腾资讯有限公司成立于 2002 年，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。公司拥有福州、成都、武汉、上海和厦门等五个研究机构及 600 余位名具有丰富经验的研发人员，在加深自己的研发能力的同时，也与 VMware、Citrix、华为、Microsoft、Intel 等知名 IT 巨头建立全方位的合作，为客户提供完善的整体解决方案。

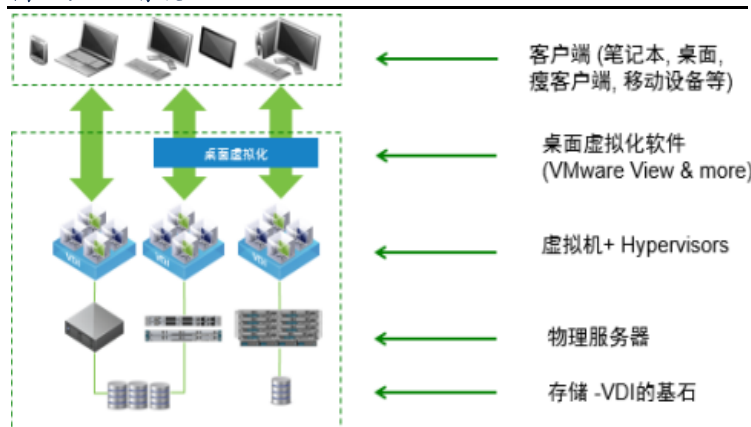
瘦客户机及桌面云市场高于传统 PC 增长速度

瘦客户机是使用专业嵌入式处理器、小型本地 DOM 电子盘、精简版操作系统的基于 PC 工业标准设计的小型行业专用商用 PC。相对于 PC 而言，瘦客户机不仅瘦客户机具有优化长期投资的特点，而且可以提供比普通 PC 更加安全可靠的使用环境，以及更低的功耗，更高的安全性和更少的占用面积。近年来在金融、运营商、政府等领域应用非常广泛，在制造业，医疗和零售行业增速较快。

根据 IDC 的统计，2016 年第一季度中国瘦客户机市场出货量为 18.4 万台，同比增长 1.7%，销售额达到 48.3 万美金，同比增长 1.9%。到 2020 年中国瘦客户机市场的年复合增长率维持在 4% 以上，高于传统 PC 的增长率。而 2016 年前三季度，企业级 VDI（虚拟桌面基础架构）瘦客户机市场出货量已超过 39 万台，同比增幅达到 186%，2017 年度的同比增长率将超过

50%，并有望突破 93 万台，而未来五年的年复合增长率将超过 23%。VDI 瘦客户机基于云计算的基础架构，没有内存条和硬盘等硬件，进一步提升了数据的安全性、节省了硬件维护成本，终端成本将下降 30% 或更多，是未来瘦客户机的演进方向。

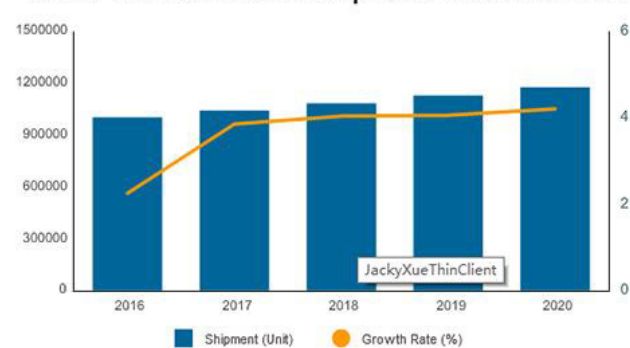
图 11: VDI 系统



资料来源: 中国网, 信达证券研发中心

图 12: 2016-2020 瘦客户端的市场预测

China Thin Client Market Shipment Forecast 2016-2020



Source: IDC China Quarterly Enterprise Client Device Tracker, 2016Q1

资料来源: IDC, 信达证券研发中心

智能 POS 即将替代传统 POS

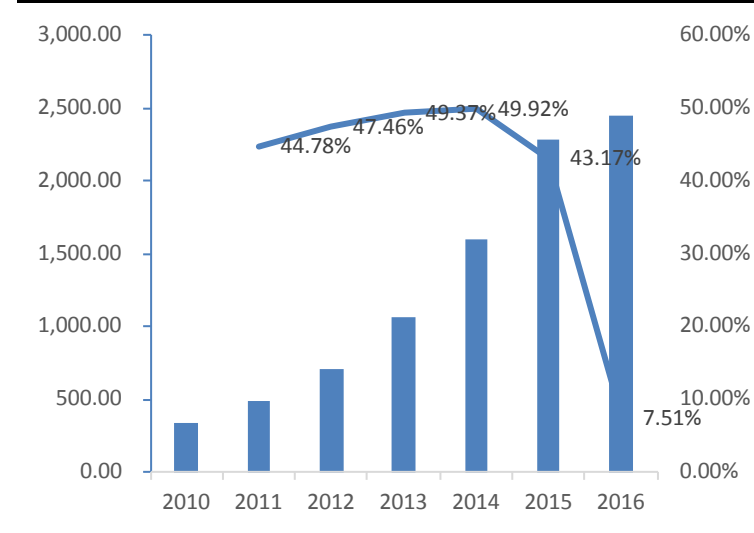
以 POS 机为主的支付机具主要应用于银行卡收单、移动收单等非现金支付领域。近年来移动支付的快速发展对收单终端提出了更高的要求，促使智能 POS 对传统 POS 的替代。相对于传统的 POS 只支持银行卡收单，智能 POS 聚集了更多的支付方式，在操作系统，盈利模式，外部开放型和增值服务方面均领先于传统 POS。

据易观国际的数据，在 2012 年-2016 年期间，我国联网 POS 终端保持着年复合 39.5% 的增长，2016 年我国银行卡跨行支付系统联网商户数已经达到 2067 万户，联网 POS 机数量达到 2282 万台。市场快速增长的主要原因是包括银行卡和移动支付等非现金支付市场的蓬勃发展。据央行统计，2016 年，全国共办理非现金支付业务 1251.11 亿笔，金额 3687.24 万亿元，同比分别增长 32.64% 和 6.91%。

智能 POS 方面，目前国内智能 POS 机市场渗透率仅为 1%，未来发展潜力巨大。移动支付和互联网金融的应用场景不断拓展，是未来传统 POS 向智能 POS 升级的主要推动力。此外，银行卡政策新规也有助于推广智能 POS。2016 年 3 月 18 日，发改委发布银行卡刷卡手续费新规，大幅降低收费水平。本次手续费率调整，被业界解读为应对二维码阵容的应变反击。费率降低，有助于商家接入集扫码、刷卡功能于一体的智能 POS 机。

图 13: 升腾云支付 POS 终端


资料来源: cctime, 信达证券研发中心

图 14: 2010-2016 年联网 POS 机数量及同比增长 (万台)


资料来源: 易观国际, 信达证券研发中心

瘦客户机市占率稳居第一，云终端业务快速增长

升腾资讯是业内最早参与瘦客户机研发的企业之一，经过十几年不断发展，目前在国内瘦客户端行业处于龙头地位，与包括 VMware、Citrix、华为、Microsoft、Intel 等知名 IT 巨头建立了全方位的合作。升腾资讯凭借其高度的安全性、集中管理和对跨平台操作的支持。升腾资讯瘦客户机已连续 15 年中国销量第一，并牢牢占据了亚太瘦客户机市场领先地位。据 IDC2015 年度报告显示，升腾继续稳居亚太区（除日本）瘦客户机市场第一，中国市场的市场份额达 46%，大幅领先于第二名。

在保持瘦客户机销售稳定的同时，升腾资讯也顺应云计算技术的发展而推出了云终端产品，并在此基础上于 2015 年 6 月正式升级成为升腾威讯桌面云系统，打破了国外厂商在该领域的垄断。2014 年-2016 年，升腾资讯云终端（含桌面云解决方案）成功入围中国电信、中国人寿等大型客户，并与华为、福建省星云大数据应用服务有限公司等客户建立合作关系，云终端业务复合增长率达到 48.09%，2016 年云终端产品（含桌面云解决方案）实现收入 24,559.93 万元，较 2013 年收入 7,561.79 万元增长了 224.79%。

云支付产品占据先机

升腾资讯云支付产品经过十几年的发展，已经成长为国内领先的电子支付产品供应商。升腾云支付产品包括智能 POS、mPOS、商用电话 POS 及相关金融产品等云支付 POS 终端。截至 2016 年底，各款终端产品累计销量超

过 750 万台。其中智能 POS 销量业内遥遥领先，电话 POS 市场占有率、行业覆盖率都位居国内第一。此外，围绕云支付生态，升腾资讯还推出了智能云支付平台，涵盖了终端运维管理、应用管理、商户平台、全支付渠道等功能，助力银行、第三方支付运营商快速打造面向实体商户的移动支付、消费管理和营销服务平台。2016 年升腾资讯智能 POS 产品线营业收入达到 1.24 亿，较 2014 年、2015 年分别增长 114.50%、676.89%，智能 POS 产品将成为支付产品线业绩的重要支撑。未来，升腾资讯将重点围绕五大国有银行、12 家全国性股份制银行、第三方支付运营商等客户，寻找重点突破口，并不断优化成本，提高性能，保持云支付市场领先地位。

本次收购中，升腾资讯承诺 2017-2019 年实现扣非归母累计净利润不低于 3.68 亿元。收购草案的收益法预计公司 2017-2019 年营收为 8.90 亿元、10.35 亿元和 12.26 亿元，净利润为 0.94 亿元、1.18 亿元和 1.54 亿元。我们判断，随着智能 POS 的渗透率快速提升和桌面云市场的快速增长，升腾资讯有望超额完成业绩承诺。

星网视易：深耕文化娱乐行业，KTV 解决方案排头兵

星网视易以软件、硬件、服务三位一体的方式，为广大用户提供数字影音娱乐解决方案。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。其主要业务领域为 KTV 娱乐解决方案，已经连续多年在全国 KTV 市场处于领先水平。

传统 KTV 市场低迷，亟待互联网转型

文化产业已经成为我国重要的新兴产业。根据国家统计局的统计，2015 年全国文化及相关产业增加值为 27,235 亿元，较 2014 年增加 11%。国家“十三五”规划明确指出，未来 5 年内，中国娱乐消费的市场将达到 5 万亿。数字影音娱乐作为文化产业的重要产业，在各细分市场也获得了长足的发展。

KTV 场所亟待信息化转型。根据支付宝的统计数据显示，2015 年 KTV 行业数量达到 10.3 万家，包厢数量 205 万间，总收入 3500 亿元，其中酒水收入占到 80%，而包厢收入占 20%。然而，随着 KTV 行业参与者不断涌现，竞争逐渐激烈 KTV 行业面临着业绩下滑、客户分流、停业关门等现象。主要原因是：1. 在互联网企业和其他娱乐形式的冲击下，KTV 对年轻一代的吸引力下降 2. 房租和人工成本不断上涨；3. 政府严控三公消费。因此各大 KTV 品牌纷纷添加互联网社交属性、直播功能等新元素，重新将年轻消费者重新吸引到 KTV 的消费中来，此外通过 KTV 信息化，借助融合音视频处理、移动互联、云计算等信息技术，KTV 的经营管理效率也能大大提高。因此，KTV 的创新信息化转型给数字影音娱乐解决方案提供商带来了广阔的市场空间。

酒吧、影吧、家庭、小型商用、文化工程和海外市场也对点歌系统存在快速增长的需求。目前我国酒吧数量达到 5.15 万家，而且每年以超过 10% 的速度增长；军队文化装备市场正在初步启动，全国共 4.5 万套点歌设备、3.5 万

套野战影音箱，将逐步覆盖各基层部队。在海外，东南亚市场是国内数字影音娱乐产品海外市场的中心地带，市场需求正快速增长。

迷你 KTV 实现对传统 KTV 的替代，市场迅速启动。迷你 KTV 外观形似电话亭、占地面积在 2 平米，一般布置在商场的人流密集处。2017 年起，迷你 KTV 在资本市场受到了巨大的关注：唱吧宣布对线下迷你 KTV “咪哒 minik”运营公司艾美科技投资数千万元人民币，友宝在线也对友唱进行了 6000 万元人民币的增资。艾媒咨询数据显示，2017 年中国线下迷你 KTV 市场规模预计将达到 31.8 亿元，较 2016 年增长 92.7%，而 2018 年线下迷你 KTV 市场规模将继续增长至 70.1 亿元，增长率达 120.4%，实现市场大爆发。

KTV 信息化市场的排头兵

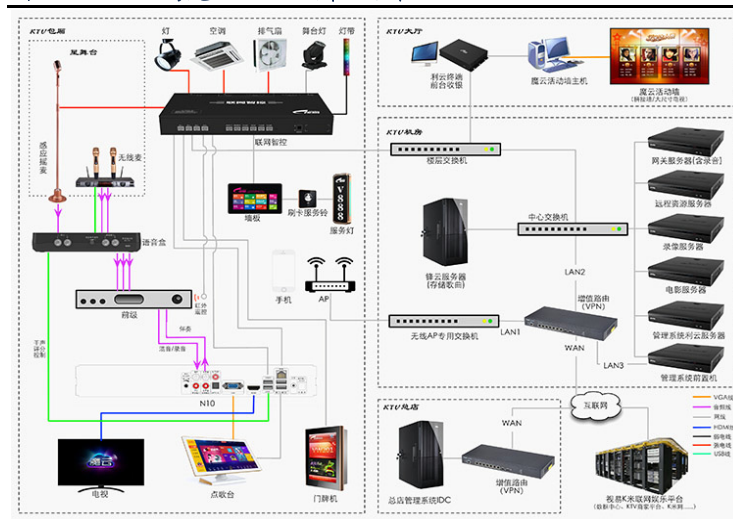
星网视易目前下设两大事业部，分别为数字娱乐事业部和家庭娱乐事业部。数字娱乐事业部面向 KTV、影吧、酒吧三大市场提供网络版数字影音娱乐解决方案；家庭娱乐事业部面向家庭、军队、小型商用、海外市场提供单体版数字影音娱乐解决方案。此外，星网视易于 2015 年 4 月成立子公司——福建凯米网络科技有限公司，并开发了 K 米 App，向 2C 影音娱乐市场发力。目前，星网视易已将持有的凯米网络 53.60% 股权作价 2940 万元转让给兄弟公司星网互娱。

自成立以来，星网视易就专注于研发数字影音娱乐相关产品，2014 年-2016 年，星网视易年均销售 KTV 机顶盒 14 万台，连续 9 年在 KTV 市场占有率第一，市场覆盖 40 多个国家和地区。但由于整体 KTV 市场正处于转型当中，自 2012 年起星网视易的收入增速逐步放缓，2016 年受新品推出进度延期的影响，销量略有下降。2017 年，星网视易推出全新一代魔云 7 数字影音娱乐解决方案，全面提升 KTV 场所的影音娱乐体验，新品的推出有望扭转业绩放缓的趋势。

K 米和多唱 K 吧等新产品拓展市场空间

K 米作为星网视易以 O2O 方式构建互联网+聚会娱乐的互联网产品，目前已经占据 70%KTV 聚会娱乐场景的娱乐系统及管理系统的永久运营权，并接入线下 14,000 家 KTV 的联网运营，占据联网 KTV 市场 90% 的份额。在线上，K 米 APP 已经凝聚 5,000 多万场景活跃用户，微信粉丝高达 1,100 万。K 米连接用户、商家、第三方服务商，并向线下 KTV 提供“管理、流量、内容、广告”四大核心价值。

星网视易的迷你 KTV 产品多唱 K 吧于 2017 年 4 月在深圳、广州、济南、哈尔滨等全国多个重点城市完成试点布局，布局范围分布一级商圈、电影院、城市综合体等人流量密集处。经过 2 个月的“小步试错”，6 月，多唱 K 吧又推出了升级版。多唱 K 吧率先使用安卓点播方案，实现真正的开放运营。除此之外，多唱 K 吧可无缝对接星网视易现有传统娱乐平台，线下全国 40 万间联网 KTV 用户，叠加 K 米线上 6600 多万的优质用户，进行双重导流。凭借星网视易在 KTV 领域多年的运营和研发经验，其迷你 KTV 产品将在市场爆发的初期占据有利竞争地位。

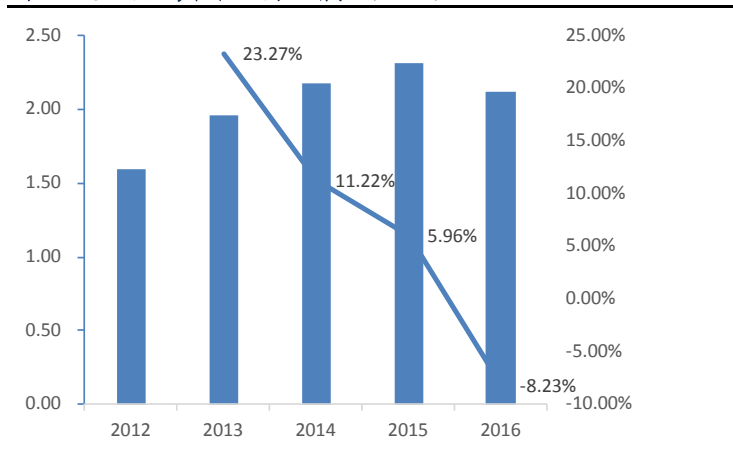
图 15: 星网视易魔云 7 KTV 解决方案


资料来源: 星网视易官网, 信达证券研发中心

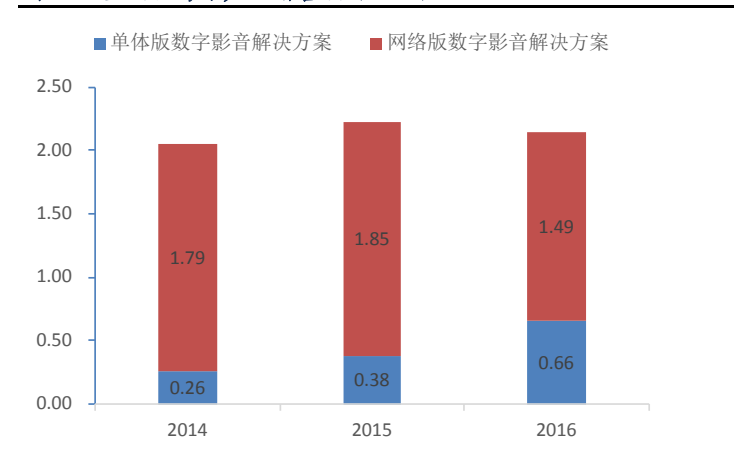
图 16: 星网视易多唱 K 吧产品


资料来源: 星网视易官网, 信达证券研发中心

公司目前营收主要还是由单体版数字影音娱乐解决方案和网络版数字影音娱乐解决方案组成。目前网络版产品的销量占比较大, 2016 年达到 69.4%, 但单体版的增速较快, 2016 年同比增速达到 73.4%。未来随着传统 KTV 场所的转型, 网络版产品将进入稳定期, 而单机版产品受到小型商用、家庭、文化工程、海外市场的拉动将成为收入增长的主力。而 K 米和多唱 K 吧等新型产品有望打开星网视易新的成长空间。

图 17: 星网视易营收及同比增长 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 星网视易分产品销售额 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

德明通讯：乘上移动互联终端快速增长东风，海外市场拓展加速

2015 年，公司作价 3.22 亿收购德明通讯 65% 的股权，进军 4G 终端和模块业务。德明通讯 2003 年由归国留学生创办于上海张江高科技园区，是国家级高新技术企业。德明通讯一直专注于“非手机类”无线通讯产品的设计、研发、生产和销售。主要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以及通讯相关模块，已远销美国、巴西、印度、波兰、印尼、巴基斯坦、乌兹别克斯坦等 30 个国家和地区，并与国内外多个运营商建立了长期战略合作关系。

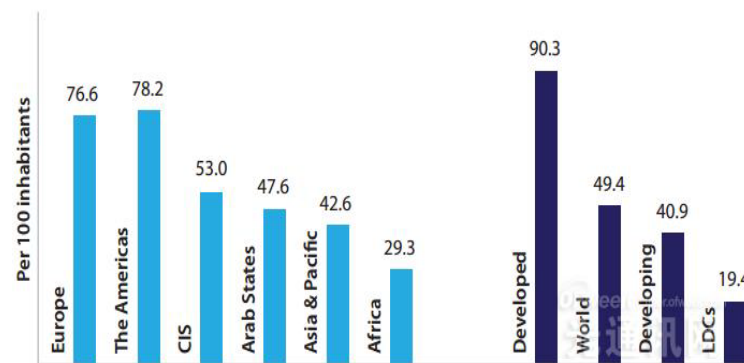
移动终端市场快速增长

移动互联网方面，根据联合国国际电信联盟（ITU）数据显示，2013-2016 年移动宽带网络（LTE）市场迅速增长，至 2016 年中已经覆盖了全球 53% 的人口。但发展较为不均衡，发达国家移动互联网普及率为 90%，发展中国家为 41%，最不发达国家则为 15%。发展中国家移动宽带的普及率相对较低，对应巨大的人口基数，将使得增量市场较为可观，而发达国家的巨大存量市场的产品更迭将推进无线终端市场的快速增长。

移动物联网方面，而根据国际电信联盟（ITU）、思科、Intel 等多个机构的预测，到 2020 年，全球联网设备将超过 200 亿个。在物联网无线接入方面，市场将随着窄带物联网标准的冻结和运营商的大力发展而快速启动，海量连接必将催生上游芯片和终端的巨大市场。

图 19：移动宽带网络普及率

Mobile-broadband subscriptions



资料来源：ITU，信达证券研发中心

图 20：2010-2016 中国物联网市场规模及预测

截止2020年	设备数量	市场总量（美元）
Gartner	260亿	1.9万亿
CISCO	500亿	
McKinsey&Company		2.7万亿
IDC	300亿	
ERICSSON	500亿	

资料来源：中国信通院，信达证券研发中心

技术积累深厚，产品形态丰富

德明通讯的主要产品为电信级无线覆盖设备、无线通讯模块、远程信息处理终端、便携式无线接入终端、无线多功能网关五大类。

图 21：德明通讯的主要产品分类



资料来源：德明通讯官网，信达证券研发中心

德明通讯经过十多年的技术积累，已全面掌握了无线通信的各代技术，当前的产品融合了 TD-LTE、FDD LTE、EVDO、WCDMA、CDMA、GSM 等蜂窝通讯技术，以及 WIFI 局域网技术、卫星电视信号处理技术、GPS 定位技术以及 VoIP 网络

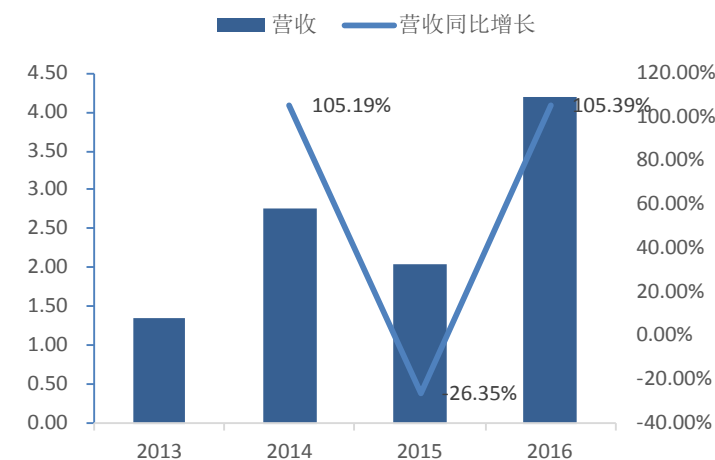
技术等。德明通讯 2010 年就开始投入 4G LTE 无线通讯终端产品的设计与研发，其自主研发的 4G LTE 无线通讯模块已被成功地应用到楼宇覆盖设备、平板电脑、路由器等领域，同时，德明通讯亦是中国移动 2010 年试验网、2011 年规模试验网、2012 年第一轮集采中标企业。

国际市场拓展顺利

德明通讯由海外归国人员创立，因此国际市场一直是德明通讯拓展的重点。目前德明通讯通过多年来与国际客户的往来合作，积累了丰富的海外市场经验和较强的客户拓展能力，产品已先后远销美国、波兰、印度、乌兹别克斯坦等多个国家与地区。自 2011 年起德明通讯逐步将销售客户的重心转向产品导入周期较长、品质要求高、竞争环境相对有序、综合利润较高的欧美地区（如美国、波兰等国），目前已经取得一定成效：2016 年由德明通讯自主研发的基于 4G VoLTE 的 VoLTE 固定台产品，实现了对传统 PSTN 产品的完全替换，中标美国第一大运营商 Verizon，公司预计 2017 年出货量可达 200 万台以上。在车联网领域，德明连续突破技术瓶颈，推出了小于 10 米精确定位的车载定位系统，目前已占据美国二手车市场定位系统 60% 以上份额，总销量超过 300 万台。

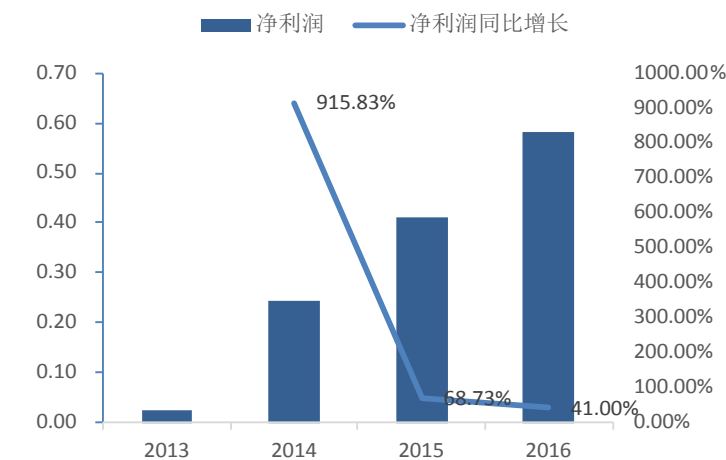
德明通讯被收购后，得到上市公司平台的支持，业务规模和净利润不断提升。根据收购方案，交易对方承诺德明通讯在 2015-2017 年扣非归母净利润分别不低于 0.45 亿元、0.55 亿元和 0.65 亿元，而德明通讯 2015、2016 年分别实现归母净利润为 0.48 亿元，0.58 亿元，超额完成业绩承诺。

图 22：德明通讯营收和同比增长（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23：德明通讯净利润和同比增长（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

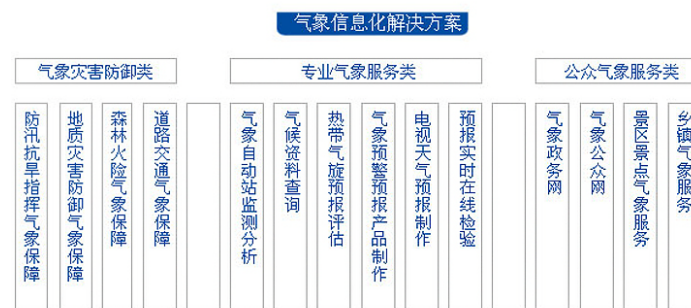
四创软件：防灾减灾信息化专业龙头

公司 2014 年通过收购四创软件 40% 股权进入防灾减灾信息与应用服务领域。四创软件为政府提供防灾减灾信息化全面解决方案，涉及业务包括在水灾害领域，海洋灾害领域，气象灾害领域，地质灾害领域，移动互联网领域和防灾减灾公众服务领域。

自 2001 年 1 月 19 日成立以来，四创软件努力打造“防灾减灾信息与应用服务”第一品牌。公司主导的“防汛指挥决策支持系统”、“山洪灾害监测预警系统”、“汛典”等系列产品分别在水利部 4 个流域委、18 个省份、超过 1600 个市、县、乡（镇）的政府单位成功应用，在防灾减灾软件市场市占率第一。

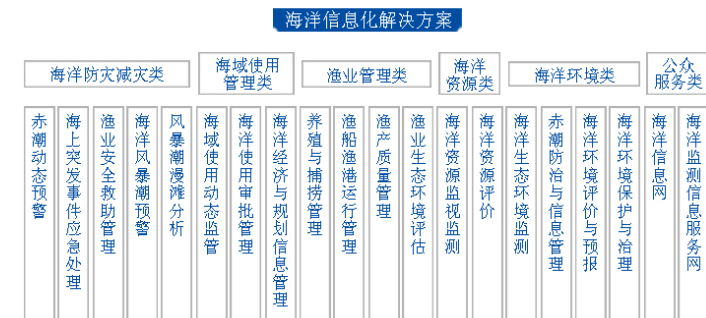
2016 年四创软件在巩固原有防汛领域领先地位的同时，大力拓展海洋市场，承建了温州智慧海洋项目，率先将“智慧城市”覆盖到海洋领域，该项目建成后有望成为全国智慧海洋的标杆。此外，2016 年重磅推出的四创防灾云服务台风朋友圈分享版，也成为移动互联网+大数据平台服务民生的一大创新，截止年底该平台已在全国 20 多个省市单位成功运用。

图 24：四创软件气象信息化解决方案



资料来源：四创软件官网，信达证券研发中心

图 25：四创软件海洋信息化解决方案



资料来源：四创软件官网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

公司分板块的收入预测基于下面的判断：

企业级网络设备：公司在教育等细分领域深耕多年，并积极向医疗、政府和运营领域拓展，此块核心业务将保持较快增速，我们预计 2017~2019 年营收增速分别为 35%、30%、25%，毛利率受竞争影响有所下滑，为 50%。

视频信息应用：整体 KTV 行业都处于转型阶段，2017 年魔云 7 新系统的上市将重振营收增长，K 米和多唱 K 吧有望取得突

破。我们预计此块业务 2017-2019 年收入增速分别为 15%、10%、10%，毛利率维持在 52%。

通讯产品：物联网和车联网的启动将激发无线通信模块的需求，因此我们预计 2017~2019 年，通讯产品营收保持较快的增速，分别为 40%、35%、30%，毛利率受 4G 终端价格下降影响，下滑到 25%。

网络终端：公司的瘦客户机和桌面云业务收入较为稳定，而云支付产品有望随着智能 POS 的渗透率的提升而快速增长，我们预计 2017~2019 年收入增速分别为 35%、30%、20%，毛利率因为云桌面等新产品出货量增加而上升到 35%。

防灾减灾信息服务：此块业务主要面向政府客户，竞争对手较少，我们预计 2017-2019 年收入增速分别为 25%、25%、25%，毛利率稳定在 50%。

其他业务： 2017-2019 年其他业务将维持 5% 的增长速度，毛利率稳定在 30%。

表 2：公司分业务盈利预测（万元）

(单位：万元)		2015	2016	2017E	2018E	2019E
	营业收入	227812.51	300274.16	405370.11	526981.15	685075.49
企业级网络设备	营业收入 YOY	27.16%	31.81%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	54.82%	52.24%	52.00%	52.00%	52.00%
	营业收入	20573.95	21190.41	24368.97	26805.86	29486.45
视频信息应用	营业收入 YOY	362.09%	3.00%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	52.80%	52.87%	52.00%	52.00%	52.00%
	营业收入	53112.40	77614.70	108660.58	146691.78	190699.32
通讯产品	营业收入 YOY	-4.77%	46.13%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	33.71%	28.68%	25.00%	25.00%	25.00%
	营业收入	48827.37	61943.99	83624.39	108711.70	130454.04
网络终端	营业收入 YOY	63.78%	26.86%	35.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	28.50%	31.75%	35.00%	35.00%	35.00%
	营业收入	23109.06	28118.81	35148.51	43935.63	54919.54
防灾减灾信息服务	营业收入 YOY	5.88%	21.68%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	53.86%	50.54%	50.00%	50.00%	50.00%
	营业收入	78215.23	79623.77	83604.96	87785.20	92174.46
其它	营业收入 YOY	6.92%	1.80%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	33.65%	27.94%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业收入	451,650.51	568,765.83	740,777.51	940,911.34	1,182,809.31

合计	营业收入 YOY	24.02%	25.93%	30.24%	27.02%	25.71%
	毛利率	45.69%	43.33%	43.54%	43.68%	43.96%

资料来源: wind,信达证券研发中心预测

公司的核心业务企业网络设备维持快速平稳增长, 通讯产品, 智能 POS 和多唱 K 吧等产品有望成为新的增长动力, 按照上述各业务板块的增长预测, 不考虑此次增发收购升腾资讯和星网视易少数股东股权, 我们预计公司 2017~2019 年整体营业收入分别为 74.08、94.09、118.28 亿元, 归属母公司股东的净利润分别为 3.56、4.44、5.55 亿元, 按照当前股本计算对应的 EPS 分别为 0.66、0.82 和 1.03 元, PE 分别为 29、23、18 倍, 低于行业平均水平。目前公司收购升腾资讯和星网视易的少数股东权益事项获批, 收购完成后将增厚公司业绩, 未来有希望继续通过收购少数股东权益来实现高效率的公司治理, 增厚公司利润, 因此我们首次覆盖给予“增持”投资评级。

表 3: A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价	市值 (亿元)	PE			EPS		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
600498.SH	烽火通信	25.47	266.49	35.04	26.77	21.21	0.73	0.95	1.20
000938.SZ	紫光股份	55.00	573.27	70.35	42.29	35.84	0.78	1.30	1.53
000063.SZ	中兴通讯	22.82	911.32	-	21.17	18.44	-0.56	1.08	1.24
002465.SZ	海格通信	11.37	262.35	46.01	37.33	28.40	0.25	0.30	0.40
000687.SZ	华讯方舟	13.10	99.22	61.59	35.67	23.89	0.21	0.37	0.55
002197.SZ	证通电子	12.39	64.39	118.34	-	-	0.10	0.00	0.00
	平均	23.36	362.84	66.27	32.64	25.55	-	-	-
002396.SZ	星网锐捷	18.85	101.62	31.81	28.52	22.88	0.59	0.66	0.82

资料来源: wind,信达证券研发中心 注: 股价、市值以 2017 年 8 月 1 日收盘价为基准, 星网锐捷 PE、EPS 为信达预测值, 其余为 wind 一致预期。

风险因素

- 1、通讯产品竞争激烈, 毛利率不及预期。
- 2、视频信息应用受到 KTV 转型影响而下滑超预期。
- 3、智能 POS 和多唱 K 吧等新产品市场拓展不及预期。

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,068.24	4,448.24	5,593.89	6,815.63	8,327.71
货币资金	1,888.86	2,001.01	2,412.52	2,827.66	3,372.17
应收票据	81.97	160.70	197.10	250.35	314.72
应收账款	960.04	1,001.87	1,358.81	1,725.92	2,169.63
预付账款	88.40	70.50	103.33	130.92	163.75
存货	941.19	1,034.96	1,342.93	1,701.58	2,128.24
其他	107.78	179.20	179.20	179.20	179.20
非流动资产	1,275.64	1,301.50	1,385.28	1,473.69	1,567.59
长期投资	24.41	32.64	32.64	32.64	32.64
固定资产	454.81	453.70	458.24	463.18	468.57
无形资产	232.87	203.45	200.22	195.87	190.40
其他	563.54	611.70	694.18	781.99	875.97
资产总计	5,343.88	5,749.73	6,979.17	8,289.32	9,895.31
流动负债	1,905.83	2,015.44	2,623.05	3,158.19	3,796.65
短期借款	37.51	20.81	20.81	20.81	20.81
应付账款	763.09	825.46	1,117.07	1,415.40	1,770.30
其他	1,105.22	1,169.17	1,485.17	1,721.98	2,005.53
非流动负债	63.59	33.69	33.69	33.69	33.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.59	33.69	33.69	33.69	33.69
负债合计	1,969.43	2,049.12	2,656.74	3,191.88	3,830.33
少数股东权益	759.36	817.53	1,082.97	1,413.81	1,826.82
归属母公司股东权益	2,615.10	2,883.08	3,239.46	3,683.64	4,238.15
负债和股东权益	5343.88	5749.73	6979.17	8289.32	9895.31

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.51	5,687.66	7,407.78	9,409.11	11,828.09
同比(%)	24.02%	25.93%	30.24%	27.02%	25.71%
归属母公司净利润	262.34	319.46	356.38	444.17	554.51
同比(%)	8.52%	21.77%	11.56%	24.63%	24.84%
毛利率(%)	45.69%	43.33%	43.54%	43.68%	43.96%
ROE(%)	11.02%	11.62%	11.64%	12.83%	14.00%
每股收益(元)	0.59	0.59	0.66	0.82	1.03
P/E	38.74	31.81	28.52	22.88	18.33
P/B	3.89	3.52	3.14	2.76	2.40
EV/EBITDA	16.63	14.28	13.06	10.65	8.66

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,516.51	5,687.66	7,407.78	9,409.11	11,828.09
营业成本	2,453.11	3,223.14	4,182.24	5,299.17	6,627.91
营业税金及附加	36.30	53.88	68.94	87.56	110.07
营业费用	906.62	1,090.60	1,420.43	1,804.19	2,268.03
管理费用	798.89	957.41	1,246.96	1,583.85	1,991.04
财务费用	-7.93	-15.97	-3.46	-3.87	-3.97
资产减值损失	21.74	9.52	37.96	37.85	47.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	13.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	314.63	382.32	454.70	600.36	787.45
营业外收入	217.76	237.27	236.77	260.02	285.72
营业外支出	4.01	2.30	2.83	2.10	1.68
利润总额	528.38	617.29	688.64	858.29	1,071.49
所得税	45.45	59.89	66.82	83.28	103.96
净利润	482.93	557.40	621.82	775.01	967.53
少数股东损益	220.59	237.94	265.44	330.84	413.02
归属母公司净利润	262.34	319.46	356.38	444.17	554.51
EBITDA	618.11	719.98	787.18	965.12	1,187.86
EPS (摊薄)	0.49	0.59	0.66	0.82	1.03

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	923.72	543.50	591.28	606.76	750.22
净利润	482.93	557.40	621.82	775.01	967.53
折旧摊销	90.27	113.02	98.15	106.44	115.97
财务费用	-0.53	-10.34	0.39	0.39	0.39
投资损失	-6.85	-13.25	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	289.16	-97.73	-164.49	-309.31	-376.67
其它	68.74	-5.59	35.40	34.23	42.99
投资活动现金流	-363.84	-198.38	-179.37	-191.23	-205.31
资本支出	-108.35	-96.61	-179.37	-191.23	-205.31
长期投资	-291.16	14.79	0.00	0.00	0.00
其他	35.66	-116.57	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-79.21	-240.10	-0.39	-0.39	-0.39
吸收投资	148.50	25.10	0.00	0.00	0.00
借款	-19.16	-18.18	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	203.22	246.84	0.39	0.39	0.39
现金净增加额	483.24	117.62	411.51	415.14	544.51

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学国家发展研究院 MBA，曾经在世界 500 强企业美国伟创力，芬兰诺基亚从事手机研发，实验室管理工作。2015 年加入信达证券，从通信行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。