

证券研究报告—深度报告

信息技术

通信

星网锐捷 002396

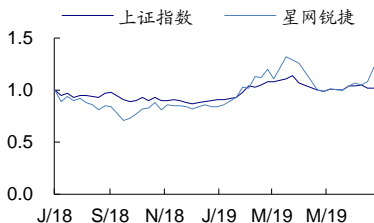
买入

合理估值： 19.4-38.7 元 昨收盘： 26.25 元

(维持评级)

2019年07月30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)	583/549
总市值/流通(百万元)	15,311/14,421
上证综指/深圳成指	2,937/9,266
12个月最高/最低(元)	29.13/14.03

相关研究报告:

《星网锐捷-002396-2018 年报点评: 业绩符合预期, 网络终端业务表现抢眼》——2019-04-03
 《星网锐捷-002396-2018 年三季报点评: 业绩接近预告上限, 全年预增 10%-50%》——2018-10-26
 《星网锐捷-002396-2018 年中报点评: 业绩接近预告上限, 长期展望稳定》——2018-08-30
 《星网锐捷-002396-跟踪报告: 业务发展步入快车道, 子公司协同效应逐渐增强》——2018-06-15
 《星网锐捷-002396-2018 年一季报点评: 一季度同比减亏, 上半年业绩指引略超预期》——2018-04-26

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

证券分析师: 汪洋

电话: 010-88005317
 E-MAIL: wangyang7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517090001

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

低估值二线 ICT 方案供应商

公司业务相对多元, 包括企业级网络设备、智能终端、通讯产品、视频信息应用等六大板块, 涉及 WLAN、云计算、4G 通信等多个领域; 从业务实施主体来看, 六大业务板块分别由锐捷网络、升腾资讯、星网视易、德明通讯四大子公司形成有力支撑:

● 锐捷网络: WLAN 稳居前列, 白牌交换机助力高成长

锐捷网络在国内企业级 WLAN 市场和以太网交换机市场占有率位居第三和第四, 具有较强的竞争力。近年来, 随着 SD-WAN 等技术在数据中心逐渐应用, 对于白牌交换机的需求非常旺盛, 锐捷网络是阿里巴巴、腾讯等巨头核心供应商, 白牌交换机有望成为新的增长点。

● 升腾资讯: 云终端增长迅速, 智能 POS 成为新发力点

升腾资讯在国内瘦客户机市场占有率达到 48.6%, 连续 17 年位居第一。瘦客户机对商用 PC 的替代体量巨大, 未来成长趋势乐观。在移动支付快速发展的大背景下, 公司已成为全球第三大 POS 供应商。此外, 公司云终端、桌面云、智慧营业厅等产品在金融、政府、教育等行业取得广泛应用。

● 星网视易: 国内领先的 KTV 方案供应商

星网视易连续十一年在中国 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。公司均拥有完备的点歌系统解决方案, 通过与 K 米合作, 转型成为了基于互联网的增值服务运营商。

● 低估值二线 ICT 供应商, 维持“买入”评级

公司属于低估值二线蓝筹, 在企业级网络设备、云桌面、智能 POS 等细分领域处于市场前列, 各项业务稳健发展, 呈现百花齐放之势。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 110.10/130.15/150.84 亿元, 归母净利润分别为 7.04/8.36/9.55 亿元, 同比增速为 21%/19%/14%, 当前股价对应的动态 PE 分别为 22/18/16 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示:

白牌交换机毛利率较低带来的冲击; 公司业务多元且协调性不强, 对估值形成一定压制; 宏观经济下行, 企业 IT 信息化进程放缓, 对需求的影响。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,705	9,132	11,010	13,015	15,084
(+/-%)	35.5%	18.5%	20.6%	18.2%	15.9%
净利润(百万元)	472	581	704	836	955
(+/-%)	47.8%	23.1%	21.1%	18.7%	14.2%
摊薄每股收益(元)	0.81	1.00	1.21	1.43	1.64
EBIT Margin	9.8%	9.3%	9.0%	9.0%	8.9%
净资产收益率(ROE)	14.7%	15.8%	17.3%	18.5%	1%
市盈率(PE)	26.7	26.0	21.5	18.1	15.8
EV/EBITDA	13.2	11.3	17.6	15.4	13.9
市净率(PB)	4.5	4.1	3.7	3.3	3.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司属于低估值二线蓝筹，在企业级网络设备、云桌面、智能 POS 等细分领域处于市场前列，各项业务稳健发展，呈现百花齐放之势。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 110.10/130.15/150.84 亿元，归母净利润分别为 7.04/8.36/9.55 亿元，同比增速分别为 21%/19%/14%，当前股价对应的动态 PE 分别为 22/18/16 倍，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，随着 SDN、SD-WAN 等技术在数据中心逐渐应用，对于白牌交换机的需求日趋旺盛，白牌交换机具有灵活、高效、成本低等优势；

第二，越来越多企业意识到，加大 IT 基础设施投资将带来工作与生产效率的提升，从而对企业级网络设备的需求将保持平稳增长；

第三，瘦客户机具有功耗小、安全性高、成本低等特点，对传统商用 PC 的替代体量巨大，特别在智慧营业厅、商场等应用广泛，未来成长趋势乐观。

与市场的差异之处

第一，公司业务相对多元，四大子公司业务属于四个不同行业，我们分别阐述了各个子公司的主要业务、客户、竞争优势、市场地位及未来成长空间，使大家对公司有一个系统全面了解；

第二，选取了深信服和紫光股份作为可比公司，分别从营收、净利润、毛利率、净利率、ROE、资产负债率、期间费用等多个角度进行了纵横向比较分析，以突出公司的优劣势；

第三，分别采用相对估值法和绝对估值法对公司进行估值，估算出公司的合理价值区间。

股价变化的催化因素

第一，阿里、腾讯的数据中心近年拓展迅速，公司如果能入围其数据中心交换机和路由器的集采招标，将对股价产生正面催化作用；

第二，科创板上市公司持续监管办法中指出，达到一定规模的上市公司，可以分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市，如果公司子公司登陆科创板，将对股价产生正面催化作用。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，白牌交换机毛利率较低，对公司整体毛利率造成冲击。白牌交换机不强调品牌，产品通用性变强，客户对于产品的主导性和溢价能力增强；

第二，公司业务多元，但整体协调性不强，对估值形成一定压制。公司业务涉及网络设备、智能终端、移动支付、视频信息应用等多个板块，每个板块协同性不强，很难形成规模效应，也对公司整体估值形成一定压制；

第三，宏观经济下行，企业 IT 信息化改造升级进程放缓。随着国内整体宏观经济处于下行趋势，企业加强对于成本端的管控，IT 信息化改造升级进程放缓，可能对公司业务开展造成一定影响。

内容目录

投资摘要.....	2
估值与投资建议.....	6
相对估值法（PE）.....	6
DCF 绝对估值法（FCFF）.....	6
估值的敏感性分析.....	7
投资建议.....	7
公司概况：四大子公司支撑起六大业务板块.....	8
锐捷网络：WLAN 稳居前列，白牌交换机助力高成长.....	10
国内领先的数字通信方案商，母公司利润贡献主体.....	10
企业级 WLAN 市场增长平稳，公司份额稳居前列.....	11
国内数据中心发展景气，白牌交换机需求旺盛.....	12
升腾资讯：云终端增长迅速，智能 POS 或将成为新的发力点.....	16
打造智能终端+POS 终端双主业，超额完成对赌.....	16
国内瘦客户机销量第一，云终端产品增长迅速.....	16
移动支付业务维持高景气度，智能 POS 或将成为新的发力点.....	19
星网视易：国内领先的 KTV 方案提供商.....	20
德明通讯：从通用终端向定制化产品转型，提升盈利能力.....	21
财务分析：行业可比公司比较分析.....	23
营收、净利润规模及增速分析.....	23
主营业务毛利率、净利率分析.....	25
ROE、资产负债率分析.....	25
期间费用率分析.....	26
盈利预测.....	28
风险提示.....	29
附表：财务预测与估值.....	30
国信证券投资评级.....	31
分析师承诺.....	31
风险提示.....	31
证券投资咨询业务的说明.....	31

图表目录

图 1: 星网锐捷历史 PE-Band	6
图 2: 公司营收结构图 (2018)	8
图 3: 公司各业务近五年营收构成情况 (亿元)	8
图 4: 公司股权结构图	9
图 5: 公司各行业客户情况	9
图 6: 星网锐捷十大产品线	10
图 7: 锐捷网络近五年业绩及增速情况	11
图 8: 锐捷网络近五年营收及利润占比 (按合并比例)	11
图 9: 全球前五大企业级 WLAN 供应商	12
图 10: 锐捷网络 WLAN 产品一览	12
图 11: 全球数据中心流量预测 (2016-2021)	13
图 12: 国内 IDC 市场规模及预测	13
图 13: 中国近五年网络市场规模	13
图 14: SDN 网络架构	14
图 15: 锐捷网络数据中心产品一览	15
图 16: 锐捷网络超大规模数据中心解决方案 25G/100G	15
图 17: 升腾资讯近年营收及利润情况	16
图 18: 国内瘦客户机市场出货量预测 (2019-2023)	17
图 19: 国内瘦客户分行业市场分布	17
图 20: 升腾资讯瘦客户机产品	18
图 21: 升腾资讯智慧营业厅典型产品	18
图 22: 中国线下扫码支付交易规模 (2017Q1-2019Q1)	19
图 23: 升腾资讯智能 POS 产品	19
图 24: 全球 POS 终端出货量排名 (2017)	19
图 25: K 米 APP 汇集多种功能	21
图 26: 星网视易部分产品	21
图 27: 星网视易近年营收及利润情况	21
图 28: 德明通讯主打产品	22
图 29: 德明通讯近年营收及利润情况	22
图 30: 公司近年营收及增长情况	23
图 31: 国内可比公司近年营收规模情况 (亿元)	24
图 32: 国内可比公司近年营收增长情况	24
图 33: 公司近年净利润及增长情况	24
图 34: 国内可比公司近年净利润规模情况 (亿元)	25
图 35: 国内可比公司近年净利润增长情况	25
图 36: 国内可比公司近年毛利率情况 (%)	25
图 37: 国内可比公司近年净利率情况 (%)	25
图 38: 国内可比公司近年平均 ROE 情况 (加权, %)	26
图 39: 国内可比公司近年资产负债率情况 (%)	26
图 40: 国内可比公司近年研发费用率情况	26

图 41: 国内可比公司近年销售费用率情况 (%)	26
图 42: 国内可比公司近年管理费用率情况 (%)	27
图 43: 国内可比公司近年财务费用率情况 (%)	27
表 1: 可比公司 PE 估值对比 (2019 年 7 月 25 日)	6
表 2: 估值假设	7
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析	7
表 4: 星网锐捷六大业务板块及实施主体	8
表 5: 公司前五大客户情况 (2018 年)	9
表 6: 升腾资讯业绩对赌完成情况	16
表 7: 瘦客户机与传统 PC 的比较	17
表 8: 星网视易部分 KTV 合作客户	20
表 9: 星网视易业绩对赌完成情况	21
表 10: 网络设备可比公司一览表	23
表 11: 公司主要业务未来三年收入预测与拆分	28

估值与投资建议

我们采用相对和绝对估值两种方法来估算公司的合理价值区间，由于估值参数选取具有一定主观性，估值区间仅供参考，不作为投资依据。

相对估值法（PE）

星网锐捷是一家集网络设备、智能终端等产品的企业级 ICT 方案提供商，国内 ICT 市场正处于快速发展期，公司近年业绩增长迅速，可作为成长股看待。我们选取紫光股份、深信服作为可比公司，使用 PE 法对公司进行相对估值。

从可比公司估值来看，星网锐捷 2019-2021 年的 PE 均处于可比公司中最低水平，可比公司 2019 年平均估值范围为 36 倍，星网锐捷仅仅 22 倍。我们认为，市场给予深信服 19 年 56 倍估值，主要跟公司行业地位、盈利能力及增速均领先有关（具体可参考财务分析部分），紫光股份 19 年 29 倍估值也高于公司，主要因为紫光旗下新华三在 WLAN、企业级交换机等领域市占率领先星网锐捷。市场给予星网锐捷 19 年 22 倍估值，与其业务多元且增速平稳有关。

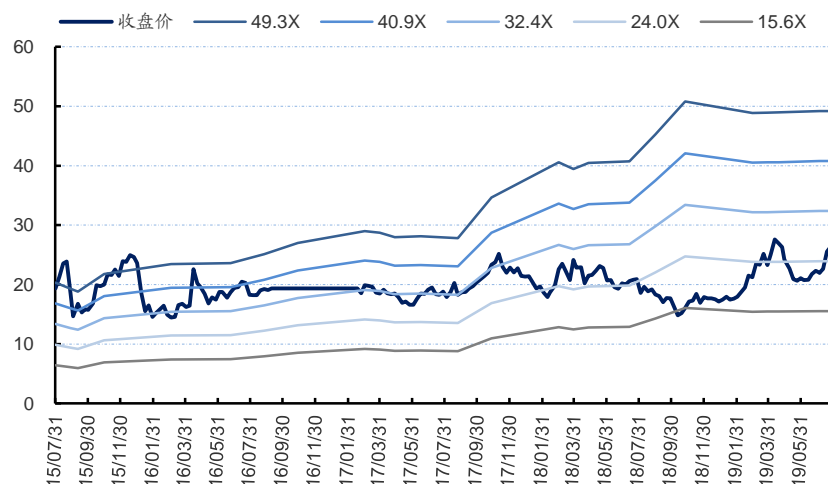
表 1: 可比公司 PE 估值对比 (2019 年 7 月 25 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	当前股价 (元/股)	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000938	紫光股份	34	30.25	1.04	1.31	1.67	29	23	18
300454	深信服	76	97.68	1.75	2.24	2.91	56	44	34
002396	星网锐捷	26	25.92	1.21	1.43	1.64	22	18	16
	平均	45					36	28	22

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

参考星网锐捷历史 PE-Band，我们可以看到，公司历史的估值区间在 16-32 倍之间波动，估值中枢为 24 倍。

图 1: 星网锐捷历史 PE-Band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据 PE 估值，我们认为，星网锐捷 2019 年的合理估值区间为 16-32 倍，对应的股价为 19.36-38.72 元/股（EPS 为 1.21 元/股）。

DCF 绝对估值法（FCFF）

采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 33.09 元/股。

表 2: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	1.30	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	7.50%	3%-9%
公司股价	26.25	
发行在外股数(百万股)	583	
股票市值(E)	15311	
债务总额(D)	111	
Kd	6.50%	4.5%-6.5%
T	10.00%	10%
Ka	12.25%	
有杠杆 Beta	1.31	
Ke	12.32%	
E/(D+E)	70%	
D/(D+E)	30%	
WACC	10.38%	

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%，则我们计算得出公司股价区间在 26.63-44.81 元，估值中枢为 33.09 元/股。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

		WACC				
	33.09	9.4%	9.9%	10.38%	10.9%	11.4%
	3.5%	44.81	40.87	37.52	34.63	32.13
	3.0%	42.34	38.85	35.84	33.23	30.94
永续增	2.5%	40.24	37.10	34.38	31.99	29.88
长率	2.0%	38.42	35.58	33.09	30.89	28.94
	1.5%	36.83	34.23	31.94	29.91	28.09
	1.0%	35.43	33.04	30.92	29.03	27.33
	0.5%	34.19	31.98	30.00	28.23	26.63

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

投资建议

综合上述两种估值方法，我们认为公司合理股价在 19.36-38.72 元/股区间，敏感性分析估值中枢价格为 33.09 元/股。

公司属于低估值二线蓝筹，在企业级网络设备、云桌面、智能 POS 等细分领域处于市场前列，各项业务稳健发展，呈现百花齐放之势。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 110.10/130.15/150.84 亿元，归母净利润分别为 7.04/8.36/9.55 亿元，同比增速分别为 21%/19%/14%，当前股价对应的动态 PE 分别为 22/18/16 倍，维持“买入”评级。

公司概述：四大子公司支撑起六大业务板块

星网锐捷股份有限公司成立于 2000 年，于 2010 年 6 月在深交所上市，当前市值 122 亿元。公司是国内领先的 ICT 应用方案供应商，连续 16 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、视频信息应用、智慧通讯六大业务板块，涉及 WLAN、云计算、4G 通信等多个领域；从业务实施主体来看，公司的六大业务板块分别由锐捷网络、升腾资讯、星网视易、德明通讯四大子公司形成有力支撑。

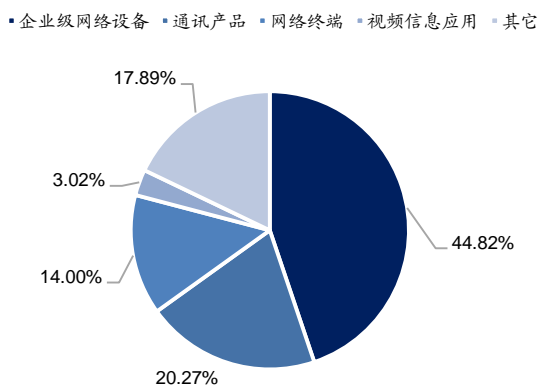
表 4：星网锐捷六大业务板块及实施主体

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
视频信息应用业务	星网视易	100%	2017 年
智慧通讯及智慧社区业务	锐捷网络	51%	
4G 应用业务	德明通讯	65%	2015 年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

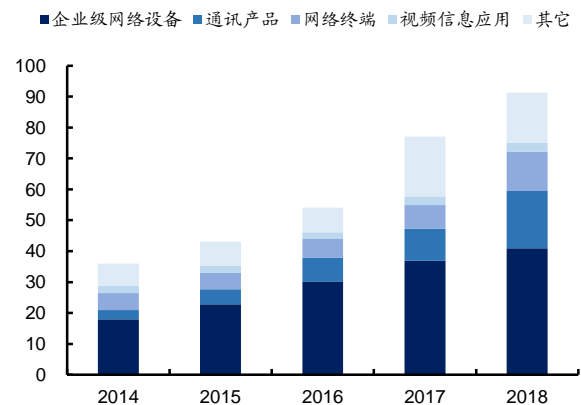
从业务结构来看，2018 年，公司最核心的收入来自企业级网络设备业务，占比超过 44%，其次是通讯产品，占比超过 20%；从各业务成长性来看，2018 年，通讯产品、网络终端增速都超过 60%。

图 2：公司营收结构图（2018）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

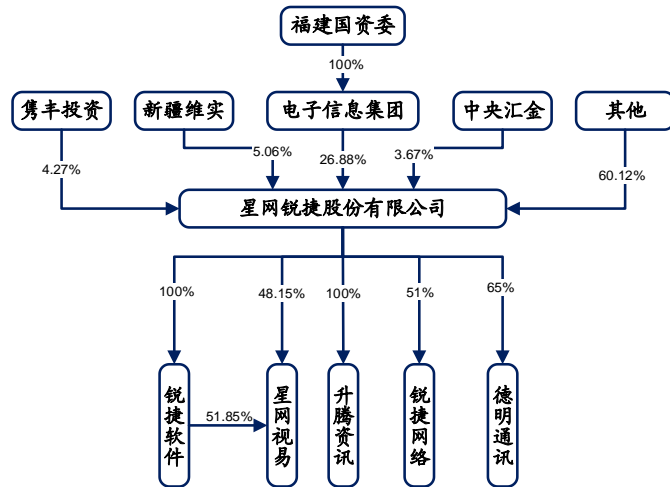
图 3：公司各业务近五年营收构成情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。电子信息集团持股比例为 26.88%，为控股股东。

图 4: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

客户方面, 公司客户以政企客户为主, 涉及政府、交通、金融、高校、企业、运营商等。总体来看, 公司的客户集中度不高, 2018年, 前五大客户营收占比达到 26.80%, 其中第一大客户营收占比为 6.81%。

图 5: 公司各行业客户情况



资料来源: 锐捷网络, 国信证券经济研究所整理

表 5: 公司前五大客户情况 (2018年)

序号	客户名称	销售金额 (万元)	销售占比
1	客户一	62,202.64	6.81%
2	客户二	57,766.99	6.33%
3	客户三	52,044.29	5.70%
4	客户四	40,578.57	4.44%
5	客户五	32,134.35	3.52%
	合计	244,726.97	26.80%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

锐捷网络：WLAN 稳居前列，白牌交换机助力高成长

星网锐捷目前持有锐捷网络 51% 股权，锐捷网络是上市公司利润的贡献主体，也是网络业务、智慧通讯及智慧社区业务、教育网络解决方案业务的实施主体。锐捷网络在交换机、无线 WLAN、云桌面等细分领域处于行业领先地位。

国内领先的数字通信方案商，母公司利润贡献主体

锐捷网络成立于 2000 年，是中国数据通信解决方案领导品牌。公司产品覆盖交换机、无线、云桌面、路由器、智慧教室、出口网关等 10 条产品线，在全球拥有 6 大研发中心，41 个分支机构，5000 余名员工，8000 多家合作伙伴，业务范围覆盖亚洲、欧洲、美洲、非洲等 30 多个国家和地区。同时，锐捷网络在北京奥运会、APEC 峰会等重要赛事中为新华社提供报道平台支撑。

图 6：星网锐捷十大产品线



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

在交换机领域，各行各业，数以亿计的用户通过锐捷的交换机连接着网络，锐捷交换机出货量超过 300 万台，**企业级交换机在中国市场排名第四，路由器 router 在中国市场排名第五**。2000 年，锐捷在国内首先推出拥有自主知识产权的网管型交换机；2006 年，锐捷推出十万兆平台交换机，迎接 100G 网络应用的变革；2015 年，锐捷推出当时业界接口密度最高的 100G 核心交换机。

在无线领域，锐捷网络在国内企业级无线局域网解决方案中位居前列。据 IDC 统计，**2018 年，锐捷网络在中国企业 WLAN 市场占有率第三，仅次于华为和新华三**。截至 2018 年底，锐捷网络出货 500 多万台 AP，连接 5 亿终端，并在全国多地建设 200 余个无线城市，覆盖 27 个省份。

在云桌面 (VDI) 领域，据 IDC 统计，锐捷在企业级终端 VDI 市场排名第 1 位，公司的云课堂覆盖人数超过 1.4 亿，**连续 13 年取得教育行业网络解决方案第一名，服务 122 所 211 高校，全国高校覆盖率达 95%**。2014 年，公司推出计算机教室的云课堂解决方案，2016 年，将 VDI 智能桌面虚拟化技术实现商用，推出云办公解决方案，2018 年成为微软核心合作伙伴。

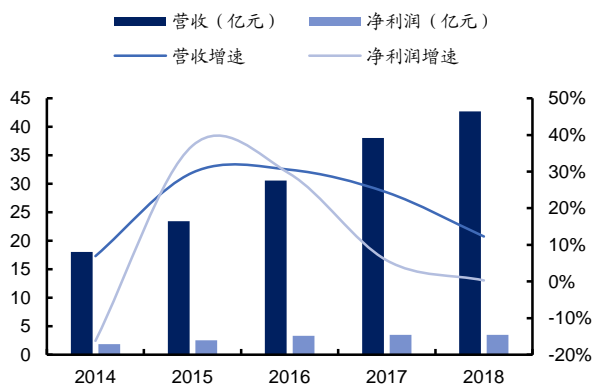
锐捷网络近年营收规模保持中高速增长，是盈利能力最强和成长性最快的子公司之一。2018 年，锐捷网络实现收入 42.69 亿元，净利润 3.5 亿元，为上市公司贡献净利润超过三成。

锐捷网络近两年营收仍保持快速增长，但受产品毛利率下滑、人员规模扩张等因素影响，净利润增速有所放缓。

从营收占比来看，近五年来，锐捷网络营收占母公司的 23%-25% 之间，基本保持平稳；从净利润占比来看，近五年来出现一定波动性，2014-2016 年呈现占

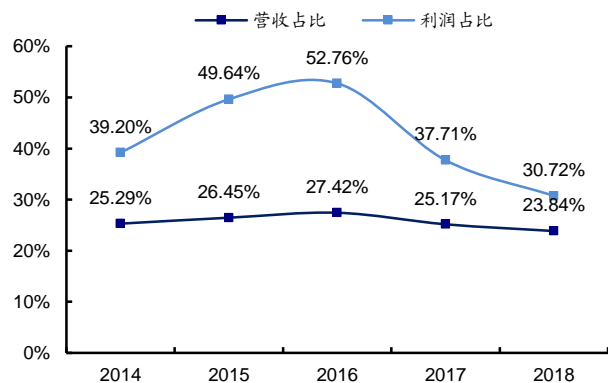
比上升的趋势，2015 年净利润占比达到 52.76%。随着公司收入规模的不断扩大，以及完成对升腾资讯和星网视易少数股东权益的收购，锐捷网络的净利润占比近三年略有下降。

图 7：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整理

图 8：锐捷网络近五年营收及利润占比（按合并比例）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企业级 WLAN 市场增长平稳，公司份额稳居前列

伴随着网络办公的日益常态化，以及企业业务的多元化，人员规模扩大，对网络的要求越来越高，企业级 WLAN 市场不断发展壮大。

企业级 WLAN 市场保持平稳增长，需求相对消费领域更加旺盛。据 IDC 统计，2018 Q4，企业级无线局域网市场收入同比增长 8.9%，全年同比增长 4.3%，相对平稳。第四季度，企业级细分市场同比增长 10.3%，达到 17 亿美元，全年增长 7.1%，达到 61 亿美元。

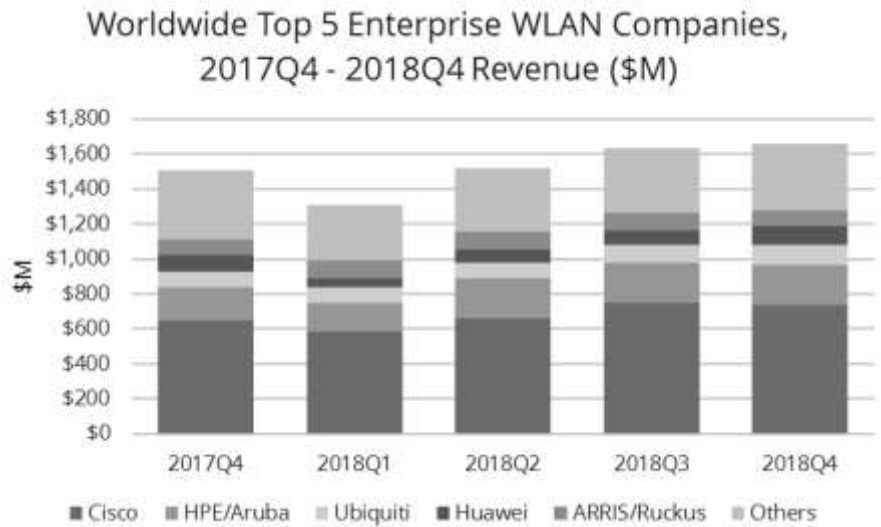
消费者 WLAN 第四季度该收入同比增长 6.9%，达到 11 亿美元，但是从全年来看，消费者 WLAN 市场仅增长 0.2%。

企业级 WLAN 保持平稳增长，主要原因为企业开始意识到投资 WLAN 基础设施可以带来技术和业务效率的提升。随着 2019 年市场重点的转移，新的 WiFi 标准进入市场，企业仍将继续投资基于软件的管理平台。

从地域来看，2018 Q4，中东和非洲地区的 WLAN 市场增长强劲，同比增长 20.0%，全年相比增长 10.9%。在该季度，阿拉伯联合酋长国表现突出，第四季度同比增长 25.5%。亚太（不包括日本）地区在该季度同比增长 7.3%，全年增长 7.6%。其中中国表现突出，同比增长 6.1%，全年增长 9.9%；印度同比增长 53.9%，全年增长 37.1%。日本该季度同比增长 18.2%，全年增长 26.0%。

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 44.7%，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，新华三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 9: 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整理

锐捷网络在企业级WLAN方面具有完备的产品,包括各类接入点、无线控制器、基站、天线、大数据终端等。在互联网企业、金融企业、轨道交通、工业园区、体育场馆等获得广泛应用。

图 10: 锐捷网络 WLAN 产品一览



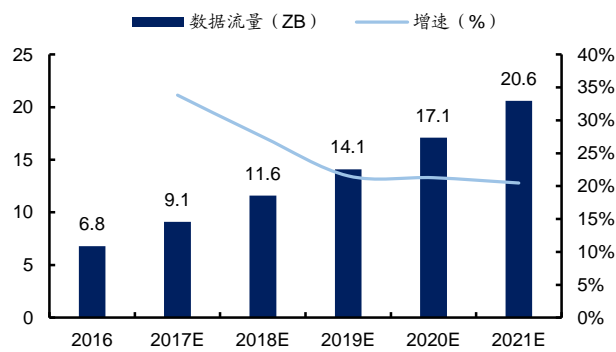
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

国内数据中心发展景气, 白牌交换机需求旺盛

在数据流量爆发式增长的大背景下, 数据中心作为互联网数据集中汇聚和交互的地方, 在可预见的 3-5 年内, 我们很难看到行业发展的瓶颈。

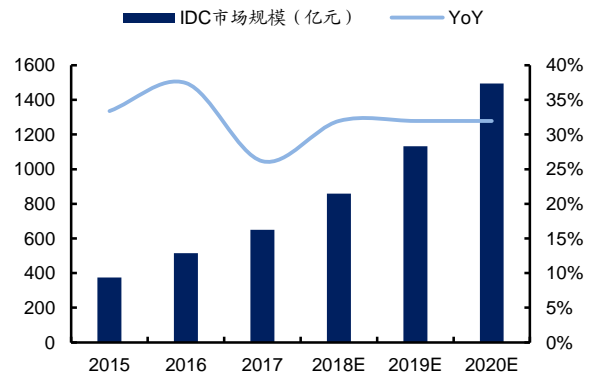
自 2008 年开始, 绝大部分数据流量都发生在数据中心之中, 据 Cisco 在《Global Cloud Index 2016-2021》中预测, 2016 年, 全球数据中心流量已经达到 6.8 ZB, 预计在 2020 年达到 20.6 ZB, 增长 3 倍, 年复合增速高达 25%, 其中超过七成的数据发生在数据中心内部。

图 11: 全球数据中心流量预测 (2016-2021)



资料来源: Cisco、国信证券经济研究所整理

图 12: 国内 IDC 市场规模及预测



资料来源: Cisco、国信证券经济研究所整理

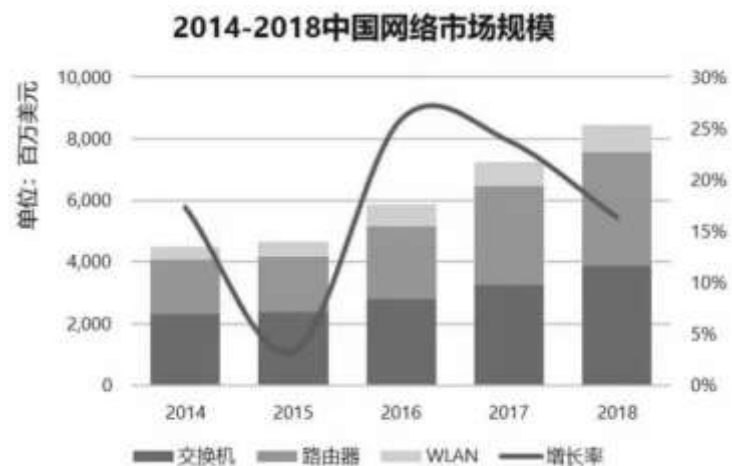
IDC 作为云计算行业的基础资源提供方，在下游云计算、移动互联网客户需求的强劲拉动下，在可预见的 3-5 年内仍将保持高景气度。

据信通院测算，2017 年国内 IDC 全行业收入为 650.4 亿元，同比增长 26%，其中传统 IDC 业务收入为 512.8 亿元（剔除云服务）。2012-2017 年行业规模复合增长率为 32%，预计行业未来保持高速增长，到 2020 年市场规模将达到 1500 亿。

数据中心的高速发展，将拉动上游交换机的需求，特别是白牌交换机。

据 IDC 统计，2018 年中国网络市场规模为 83.5 亿美元（约合人民币 567.8 亿元），同比增长 16.4%，其中互联网、政府、金融和通信成为拉动网络市场稳健发展的主要行业。

图 13: 中国近五年网络市场规模



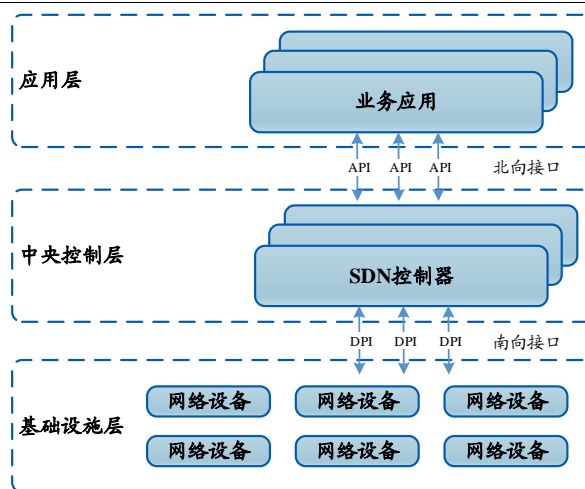
资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

从产品增速来看，中国交换机市场同比增长 18.5%，增长主要来自数据中心，数据中心交换机占比达到 41.4%，低于全球比例的 44.4%，仍处于数据中心快速发展阶段。路由器市场同比增长 15.7%，主要增长来自于运营商方面。得益于用户和流量的驱使，运营商在网络覆盖和优化方面会继续规模扩张和差异化转型。

近年来，随着 SDN、SD-WAN 等技术在数据中心逐渐应用，对于白牌交换机的需求非常旺盛。自 2012 年，Google 公司的 B4 网络成功部署 SDN 技术解决

流量调度问题后，SDN 技术便开始备受关注。据 IDC 预测，从 2014 年至 2020 年，SDN 市场规模年复合增长率为 53.9%，到 2020 年达到 125 亿美元。

图 14: SDN 网络架构



资料来源：CSDN，国信证券经济研究所整理

白牌交换机也被称为白盒交换机，通常与 SDN 一起使用，具有灵活和高效的特点，并且可以显著降低网络成本。

白牌交换机通常用作机架顶部交换机或作为 SDN 部署的一部分，它支持 OpenFlow 等行业标准，通用性更强，价格也更优惠。

白牌交换机和传统交换机相比，可以通过 ONOS（开放式网络操作系统）控制器来编程，非常便捷，而传统的交换机功能十分有限，需要登录交换机并更改规则之后，才能生效。

此外，白牌交换机最大的亮点是具有强大的开放性，对于用户而言，白牌交换机的操作系统、软件等方面都有更多的选择。

因此，白牌交换机通常比传统的 2/3 层交换机的性能更好，所以软件定义网络（SDN）的兴起使白牌交换机成为众所周知的传统网络硬件的低成本替代解决方案。

展望未来，SD-WAN 将成为趋势。越来越多的用户和厂商开始使用和关注 SD-WAN 市场，预计未来三年复合增长率超过 100%。

锐捷网络是阿里巴巴、腾讯等互联网巨头数据中心白牌交换机的核心供应商，具有成熟的网络解决方案。锐捷的数据中心交换机包含 RG-N18000-X、RG-N18000、RG-S6520、RG-S6510、RG-S6220-H、RG-S6000C 等系列，支持 SDN、VXLAN 等云数据中心特性，是面向下一代云数据中心的交换机；数据中心交换机包含核心、万兆 TOR、千兆 TOR 等，除了数据中心场景，也可以根据业务需求部署于城域网、高端园区、融合网络等场景。

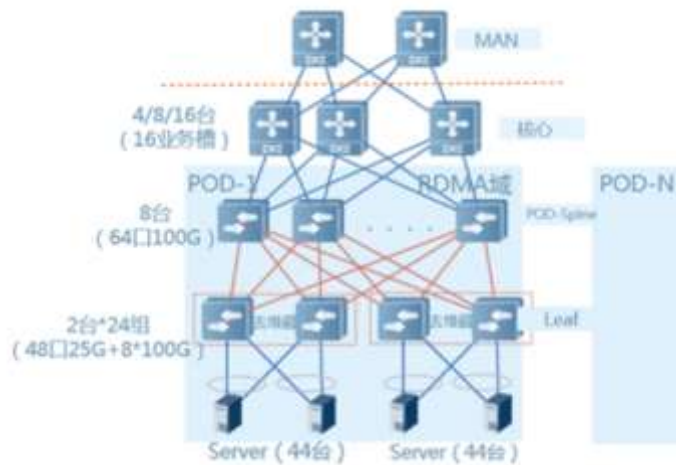
图 15: 锐捷网络数据中心产品一览



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

锐捷 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“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始会员之一，参加第一届中国 SDN 高峰论坛，在此后的每年都会参加“中国 SDN 大会”和“全球 SDNFV 大会”，分享并测试展示最新的 SDN 研究成果和方案，截止目前，已经形成覆盖园区、数据中心和广域网络，基于场景，面向业务的特色 SDN 解决方案。

图 16: 锐捷网络超大规模数据中心解决方案 25G/100G



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

目前，白牌交换机营收占比仍有限，但随着市场规模的进一步扩大，我们认为，白牌交换机有望成为公司新的增长点。

升腾资讯：云终端增长迅速，智能 POS 或将成为新的发力点

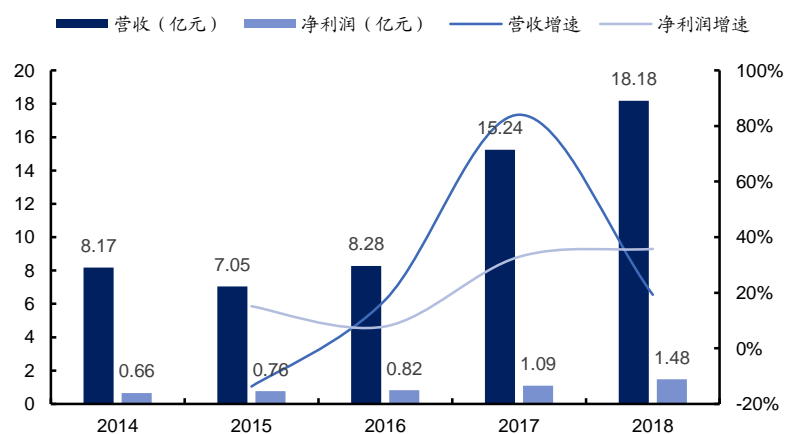
升腾资讯是公司网络终端业务和支付终端业务的实施主体。2017 年，上市公司以 5.45 亿元收购升腾资讯剩余 40% 股权，实现 100% 控股。

打造智能终端+POS 终端双主业，超额完成对赌

升腾资讯主营业务包括智能网络终端和支付 POS 终端两大产品线，智能网络终端包括瘦客户机、云终端和桌面云等，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 余名研发人员。与 VMware、Citrix、华为、Microsoft、Intel 等知名 IT 巨头建立全方位、深层次的合作。产品与解决方案被广泛应用于全球 40 多个国家的金融、保险、通讯、政府、教育、企业等信息化建设领域，受到行业客户的广泛认可。

近五年来，受益于智能 POS 和智慧营业厅等领域的快速发展，升腾资讯利润保持平稳快速增长。2018 年，升腾资讯实现收入 18.18 亿元，同比增长 19.29%，净利润 1.48 亿元，同比增长 35.78%。

图 17：升腾资讯近年营收及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017-2018 年，升腾资讯均超额完成对赌业绩，目前公司经营状况良好，我们认为其完成 2019 年业绩承诺的概率很大。

表 6：升腾资讯业绩对赌完成情况

	2017	2018	2019
承诺扣非归母净利润	9408.01	11842.22	15440.07
实际扣非归母净利润	10445.05	14516.90	N/A
完成率	111%	123%	N/A

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 7: 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

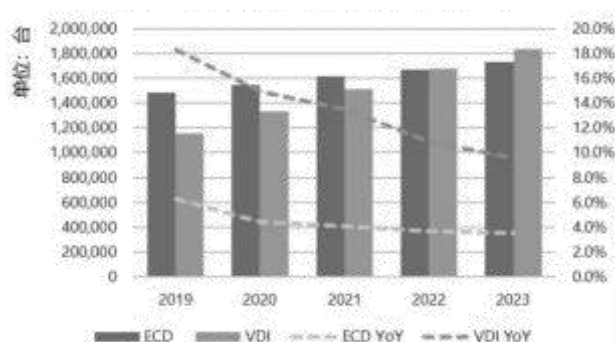
资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

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, 2018 年, 升腾资讯瘦客户机出货量达 67.9 万台, 在国内市占率达到 48.6%, 连续 17 年位居中国市场第一, 连续 7 年蝉联亚太市场 (除日本外) 第一。

中国瘦客户机市场保持平稳增长, 出货量稳步提升。据 IDC 报告, 2018 年全年中国瘦客户机市场总出货量突破 237.5 万台, 同比增长 17.8%。其中传统瘦客户机 (X86 架构 Windows 或者 Linux 操作系统) 出货量达到 139.6 万台, 同比增长 21.8%; VDI 产品 (ARM 架构搭载 Android 操作系统) 出货量增至 97.9 万台, 同比增长 12.5%。

从品牌分布来看, 2018 年传统瘦客户机市场前五名为升腾、华为、国光、AOC 和 H3C, 合计占市场份额高达 80.7%。升腾占据金融行业霸主且政教行业增长较快。华为在政教, 金融, 制造业, 零售和医疗等行业都实现了高速增长; AOC 集中投入政教一体机市场。H3C 在政教和医疗行业取得进展而国光在银行业有大单斩获。2018 年全年, VDI 市场三甲被锐捷、深信服和 AOC 夺得, 合计市场份额达到 67.6%。锐捷持续加强投入和研发, 集中深耕教育和开拓企业办公场景, 连续 4 年称雄 VDI 市场; 深信服凭借其雄厚的技术背景和庞大企业客户资源稳居第二, 并成为增速最快的品牌。

图 18: 国内瘦客户机市场出货量预测 (2019-2023)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 19: 国内瘦客户分行业市场分布



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

IDC 预计, 2019 年中国瘦客户机市场规模将超过 264.2 万台, 同比增长 11.2%。其中传统瘦客户机出货量 148.4 万台, 同比增长 6.3%; VDI 产品出货量 115.8 万台, 同比增长 18.3%。

瘦客户机产品对商用 PC 的替代体量巨大，未来成长趋势乐观。IDC 预计，2019 年瘦客户机仅占企业级终端市场的 8.5%，到 2023 年会达到 10.5%，市场增长潜力可期。

图 20：升腾资讯瘦客户机产品



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

除了瘦客户机外，升腾资讯云终端、桌面云、智慧营业厅等产品在金融、政府、教育等行业应用广泛。云终端是公司桌面云的配套产品，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。

公司拥有众多国产芯片的桌面整机，产品覆盖龙芯、兆芯、众志芯等方案，公司完全自主研发桌面云系统以及多款桌面云整机产品入围 2018 年中央政府采购名录。此外，公司“智慧营业厅整体解决方案 2.0”及“电子政务智能化解决方案”覆盖了金融、保险、政府、教育等多行业应用场景，在国内已服务近 260 多家金融总行、总公司、省级信用联社客户以及 400 多家政府部门，800 多家大中型企业等。

图 21：升腾资讯智慧营业厅典型产品



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

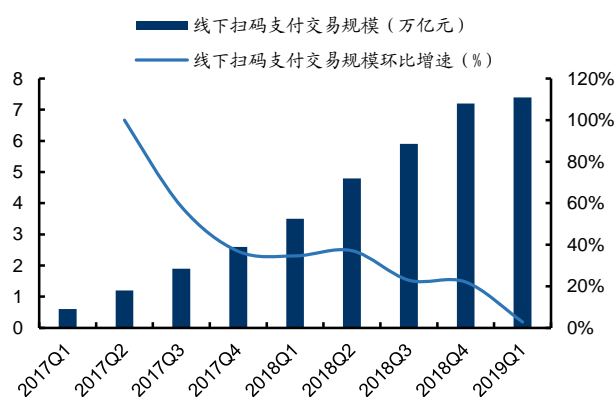
移动支付业务维持高景气度，智能 POS 或将成为新的发力点

随着扫码支付、NFC 支付等支付方式不断兴起，国内移动支付市场交易规模不断创新高。据艾瑞咨询统计，2019Q1 国内线下扫码支付交易规模达到 7.4 万亿，环比增长 3%。

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 2018 年，升腾资讯累计销售的 POS 终端超过 2000 万台，其中智能 POS 和 mPOS 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 22: 中国线下扫码支付交易规模 (2017Q1-2019Q1)



资料来源: iResearch, 国信证券经济研究所整理

图 23: 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整理

根据尼尔森发布的全球 POS 终端出货量报告，升腾资讯已跃升为全球第三大 POS 供应商，仅次于 Ingenico 和新大陆。

图 24: 全球 POS 终端出货量排名 (2017)

POS Terminal Shipments 2017				
'17	'16	Manufacturer/Headquarters	Units	Chg.
1	1	Ingenico France ¹	10,932,400	4%
2	3	Newland China	8,662,908	48%
3	6	Centerm China	7,437,081	165%
4	2	Verifone U.S.	6,237,360	3%
5	4	Pax Technology China	5,906,417	28%
6	8	Itron Electronics China	3,778,670	60%
7	7	BBPOS Hong Kong	3,057,390	12%
8	10	Dspread Technology China	3,008,000	61%
9	5	Xinguodu Technology (Nexgo) China	2,219,764	-36%
10	11	Castles Technology Taiwan	2,000,700	33%

资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

公司在保持第三方支付市场领先优势的同时，在**银联、商业银行市场取得重大突破**，产品在多家全国性银行取得规模销售，实现了商业银行市场与第三方支付运营商市场双足鼎立的市场结构，为今后的发展打下了坚实的基础。

星网视易：国内领先的 KTV 方案提供商

星网视易是上市公司视频信息应用业务板块的实施主体，2017 年上市公司以 4.82 亿元收购星网视易剩余 41.85% 股权后，实现 100% 控股。

星网视易成立于 2004 年 6 月，是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商，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。现有员工人数近 700 人，技术人员占比超过 70%，市场覆盖全中国及东南亚。

星网视易连续十一年在中国 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 8：星网视易部分 KTV 合作客户

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整理

2015 年，星网视易推出了“K 米”APP，除了向 KTV 行业提供整体解决方案外，还转型成为了基于互联网的增值服务运营商。2018 年 3 月，K 米获得腾讯音乐和美团点评领投 B 轮 1.2 亿。目前 K 米 APP 用户已突破 8000 万，连接全国 2 万家 KTV，覆盖 60 万个包厢，全力打造聚会娱乐的泛娱乐聚合平台。

无论在大型 KTV，还是在家庭娱乐房，星网视易均拥有完备的点歌系统解决方案，产品包括点歌机、服务器、点歌台、墙板等。截至 2018 年底，公司推出的“多唱”点歌机用户达 1000 万，“视易娱加”打造 100+大型酒吧标杆场所。

图 25: K 米 APP 汇集多种功能



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所整理

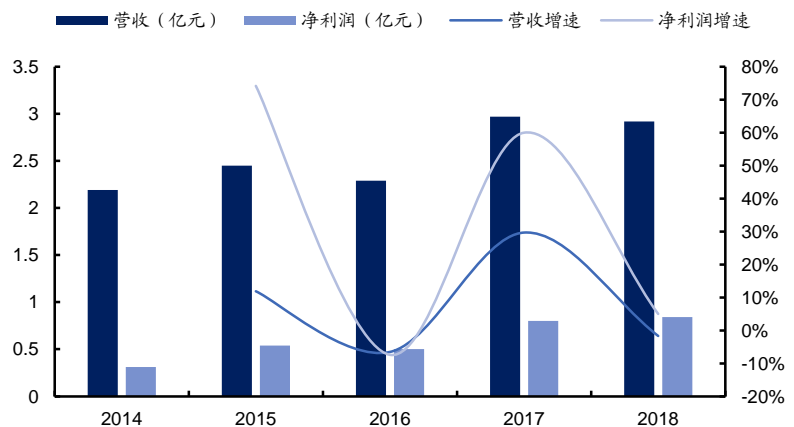
图 26: 星网视易部分产品



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所整理

近五年来, 星网视易的收入波动较大。2018 年, 星网视易实现收入 2.92 亿元, 同比下降 1.68%, 净利润 0.84 亿元, 同比增长 5%。

图 27: 星网视易近年营收及利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年和 2018 年, 星网视易累计完成扣非净利润 1.47 亿元, 占 2017-2019 年承诺净利润的 59.59%。

表 9: 星网视易业绩对赌完成情况

	2017	2018	2019
承诺扣非归母净利润	6927.05	8154.38	9532.63
实际扣非归母净利润	6983.09	7734.65	N/A
完成率	101%	95%	N/A

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

德明通讯: 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。

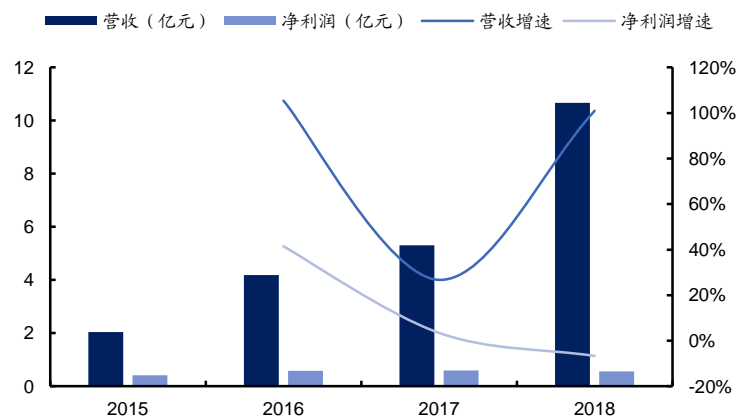
图 28: 德明通讯主打产品



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

近年来，德明通讯收入保持中高速增长，规模不断扩大。未来，随着物联网、车联网行业不断发展，通讯模块业务有望成为公司新的增长点。

图 29: 德明通讯近年营收及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析：行业可比公司比较分析

星网锐捷业务相对多元，包括网络设备、智能终端、视频信息应用等多个板块，A 股中很难找到与其业务完全重合的标的。深信服、紫光股份旗下新华三在企业级网络设备、智能终端等方面与公司具有一定可比性，因此我们选择这两家公司，从营收、净利润、毛利率、净利率、ROE、资产负债率、期间费用率等多个维度进行纵横向比较分析，供大家参考。

表 10：网络设备可比公司一览表

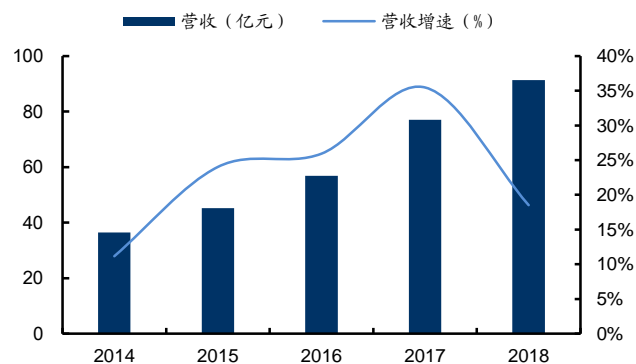
公司名称	注册地	市值(亿元)	公司简介
星网锐捷	福州	151	成立于 2000 年，专注于企业级网络设备、网络终端、视频信息应用的 ICT 应用方案提供商
紫光股份	北京	618	成立于 1999 年，专注于 IT 基础架构产品服务及解决方案、IT 产品分销与供应链管理的服务商
深信服	深圳	394	成立于 2000 年，专注于企业级安全、云计算与 IT 基础架构的产品和服务供应商

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（市值数据采用 2019 年 7 月 23 日收盘价）

营收、净利润规模及增速分析

从收入规模及增速来看，星网锐捷近五年来营收保持不断增长，2014-2017 年，受益于企业级 WLAN、智能 POS、迷你 KTV 等行业的旺盛需求，公司收入增速不断创新高，2018 年略有放缓。

图 30：公司近年营收及增长情况

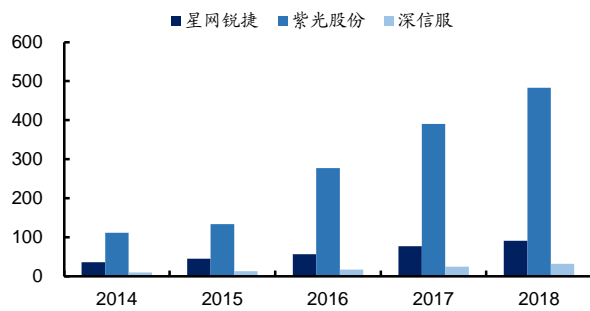


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从国内可比公司营收规模来看，紫光股份遥遥领先，即便剔除其 IT 分销业务的收入，也远高于另外两个公司。星网锐捷处于中游，深信服收入体量则相对较小。2018 年，星网锐捷实现收入 91.32 亿元，同比增长 18.51%。

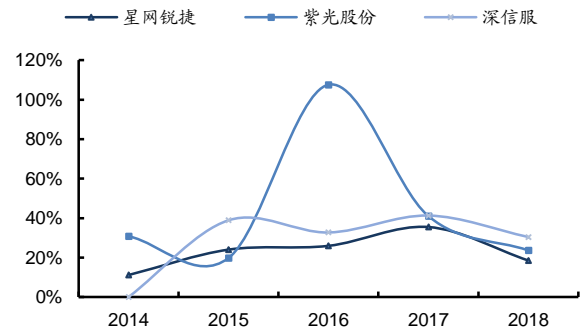
从国内可比公司营收增速来看，深信服保持中高速增长且较为稳定，紫光股份增速波动较大，2016-2017 年增速较快的原因是新华三并表。星网锐捷增速相对较慢，但较为平稳。

图 31: 国内可比公司近年营收规模情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

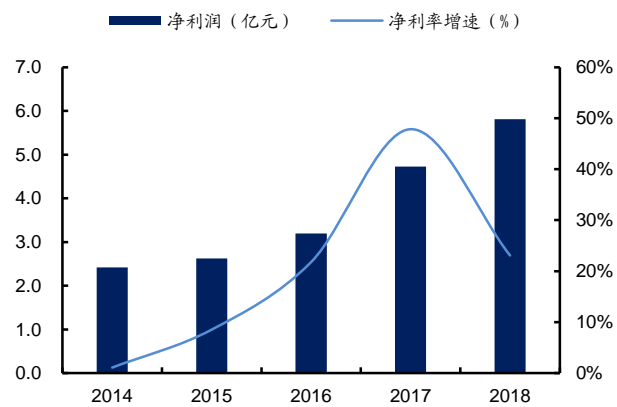
图 32: 国内可比公司近年营收增长情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从归母净利润规模及增速来看, 星网锐捷近五年来净利润体量不断增长, 2014-2017 年增速不断创新高, 2018 年略有放缓, 实现归母净利润 5.81 亿元, 同比增长 23.08%。公司 2017 年净利润增长较快与收购并表有关。

图 33: 公司近年净利润及增长情况

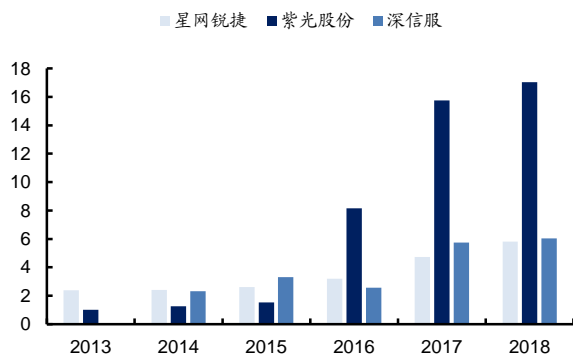


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内可比公司净利润规模来看, 紫光股份在收购新华三之后, 净利润规模增长较快, 领先其他同行。星网锐捷净利润体量与深信服基本相当, 深信服于 2017 年超过星网锐捷, 位居第二位。

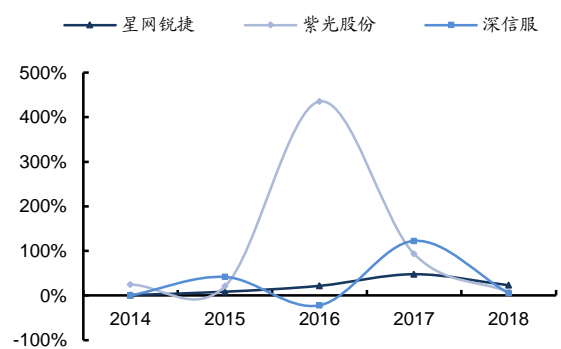
从国内可比公司净利润增速来看, 2018 年, 紫光股份波动较大, 2016-2017 年增速较快的原因是新华三并表, 深信服 2016 年受股权激励费用影响, 出现负增长, 星网锐捷则相对平稳。

图 34: 国内可比公司近年净利润规模情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 国内可比公司近年净利润增长情况



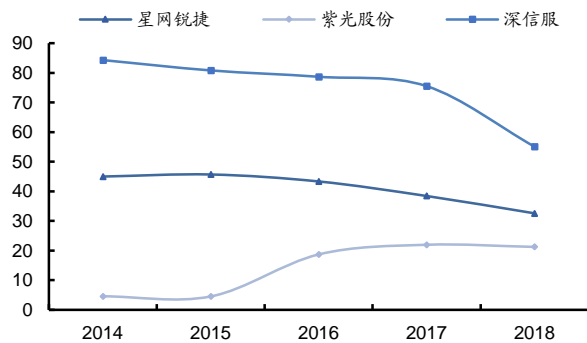
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

主营业务毛利率、净利率分析

从整体毛利率来看,深信服遥遥领先同行,主要跟其产品中软件占比较高有关,虽然 2018 年略有下降,但始终保持在 55%以上;星网锐捷处于中游水平,保持在 30-50%之间;紫光股份 IT 分销业务毛利率较低(18 年毛利率为 7.2%),拉低了整体毛利率,其 IT 基础架构产品 18 年毛利率在 37%左右。

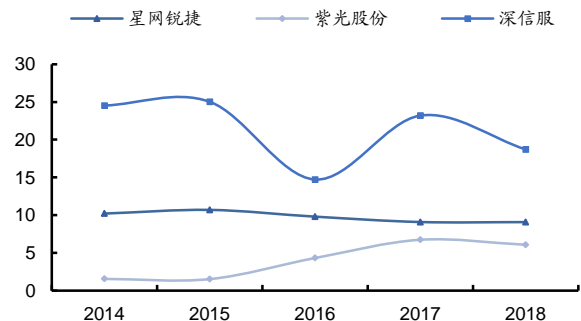
从整体净利率来看,深信服仍然领先,维持在 15%-25%之间。星网锐捷处于中游水平,维持在 10%左右。紫光股份相对较低,但自 2016 年新华三并表之后,略有提高,目前维持在 6%左右。

图 36: 国内可比公司近年毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 国内可比公司近年净利率情况 (%)



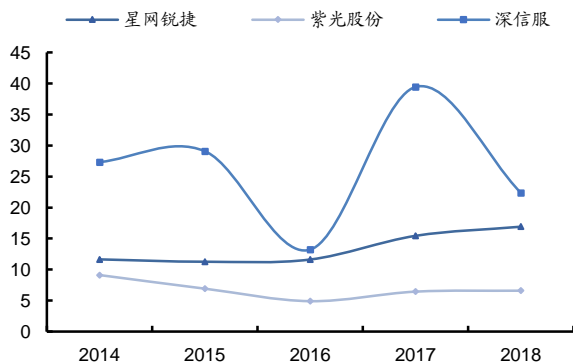
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE、资产负债率分析

从可比公司近年加权 ROE 来看,深信服处于领先,除 2016 年以外,均维持在 20%以上。星网锐捷处于行业中游,近两年有所提升,保持在 17%左右。紫光股份相对较低,维持在 5-10%之间。

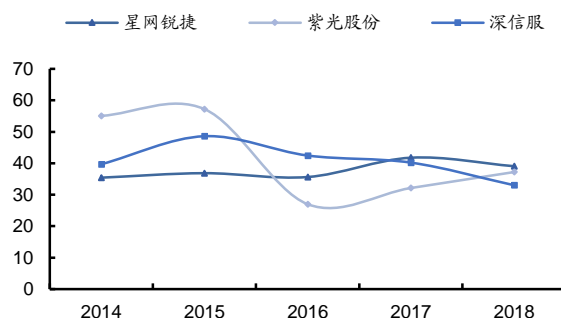
从资产负债率来看,三家可比公司均比较健康,2018 年均在 40%以下。紫光股份近年下降明显,星网锐捷比较稳定,保持在 30-40%之间,深信服上市之后略有下降。

图 38: 国内可比公司近年平均 ROE 情况 (加权, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 国内可比公司近年资产负债率情况 (%)



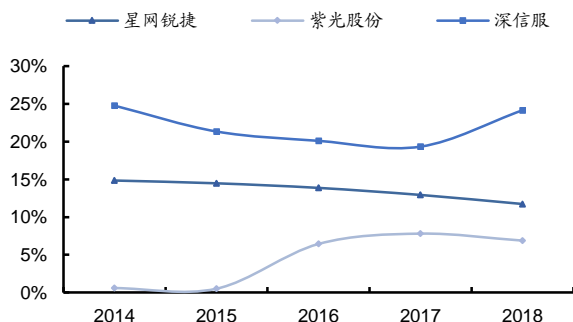
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

期间费用率分析

从近年研发费用率来看,深信服一直处于较高位置,维持在 20%以上,星网锐捷也相对稳定,保持在 10%-15%之间,紫光股份则相对较低,收购新华三之后有所上升,目前保持在 7%左右。

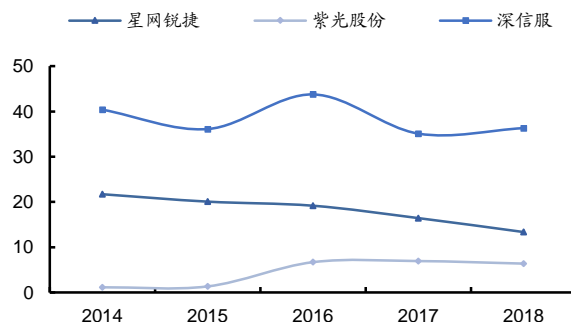
从近年销售费用率来看,深信服高于同行,维持在 35%-40%之间。星网锐捷近年呈现稳步下降的态势,5 年间下降了约 8pct,体现了公司良好的费用管控能力,紫光股份最低,目前保持在 6%左右。

图 40: 国内可比公司近年研发费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 国内可比公司近年销售费用率情况 (%)

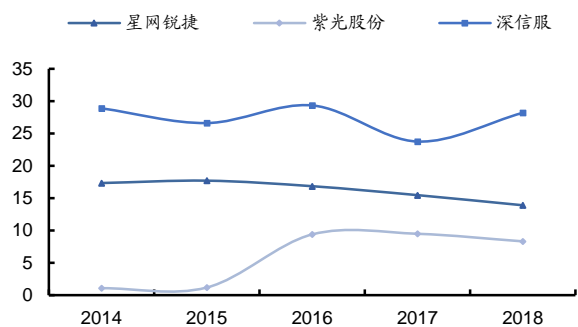


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从近年管理费用率来看,星网锐捷处于稳中有降的态势,从 2014 年的 17.32% 下降至 2018 年的 13.88%,目前处于行业中游水平。紫光股份最低,维持在 9% 左右,深信服则相对较高,基本维持在 28% 左右。

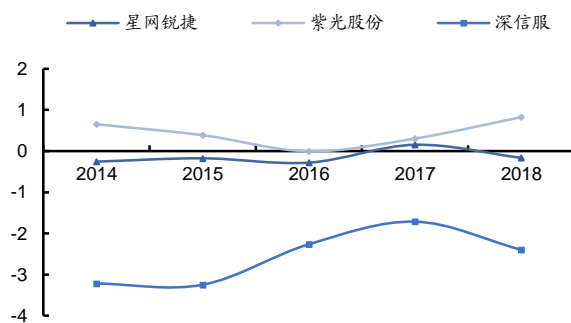
从近年财务费用率来看,星网锐捷处于行业中游水平,深信服由于利息收入较高,近年管理费用一直为负。

图 42: 国内可比公司近年管理费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 国内可比公司近年财务费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设:

1、企业级网络设备业务: 受益于数据中心白牌交换机、WLAN 无线网络设备等旺盛需求, 预计公司 2019-2021 年企业级网络设备业务实现收入分别为 47.06/52.71/57.98 亿元; 由于新产品毛利率相对较低, 但目前占比较小, 可能会略微拉低整体毛利率水平, 预计 2019-2021 年毛利率分别为 47%/46%/45%;

2、网络终端业务: 国内瘦客户机市场未来保持平稳增长, 智能 POS 渗透率已比较高, 云桌面、智慧营业厅等业务保持中高速增长。预计公司 2019-2021 年网络终端业务实现收入分别为 17.26/22.43/28.04 亿元, 考虑近年部分产品降价, 毛利率略有下滑, 预计 2019-2021 年毛利率分别为 22%/21%/20%;

3、通讯产品业务: 公司通讯产品业务波动性较大, 2018 年海外订单较好, 实现较高速增长, 我们认为 2019-2021 年仍将维持正常增速水平, 实现收入分别为 24.99/32.49/40.61 亿元, 毛利率保持稳定, 维持在 15%;

4、视频信息应用业务: 国内 KTV 设备市场已相对饱和, 正向基于互联网的增值服务发展, 我们认为公司处于行业龙头地位, 通过与 K 米合作, 将保持平稳增长, 预计 2019-2021 年收入分别为 3.32/3.81/4.19 亿元, 毛利率维持在 50% 左右;

5、其他业务: 公司其他业务相对稳定, 预计未来三年保持平稳增长。

表 11: 公司主要业务未来三年收入预测与拆分

项目	2018A	2019E	2020E	2021E
企业级网络设备营收(亿元)	40.92	47.06	52.71	57.98
企业级网络设备毛利率	47.86%	47%	46%	45%
网络终端营收(亿元)	12.78	17.26	22.43	28.04
网络终端毛利率	22.30%	22%	21%	20%
通讯产品营收(亿元)	18.51	24.99	32.49	40.61
通讯产品毛利率	14.85%	15%	15%	15%
视频信息应用营收(亿元)	2.76	3.32	3.81	4.19
视频信息应用毛利率	50.61%	50%	50%	50%
其他业务营收(亿元)	16.34	17.48	18.70	20.01
其他业务毛利率	19.35%	20%	20%	20%

资料来源: 国信证券经济研究所分析师预测

根据上述假设, 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 110.10/130.15/150.84 亿元, 归母净利润分别为 7.04/8.36/9.55 亿元, 同比增速分别为 21%/19%/14%。

风险提示

- 1、**白牌交换机毛利率较低，对公司整体毛利率造成冲击。**由于数据中心白牌交换机不强调品牌，软硬件解耦后，产品通用性变强，客户对于产品的主导性和溢价能力增强，白牌交换机的毛利率水平低于传统企业级网络设备毛利率，因此随着规模增大，可能对公司整体毛利率水平产生负面影响；
- 2、**公司业务多元，整体协调性不强，对估值形成一定压制。**公司业务涉及网络设备、智能终端、移动支付、视频信息应用等多个板块，每个板块协同性不强，很难形成规模效应，也对公司整体估值形成一定压制；
- 3、**宏观经济下行，企业 IT 信息化改造升级进程放缓。**随着国内整体宏观经济处于下行趋势，企业加强对于成本端的管控，IT 信息化改造升级进程放缓，可能对公司业务开展造成一定影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1634	1992	2136	2394	营业收入	9132	11010	13015	15084
应收款项	1964	2473	2964	3355	营业成本	6157	7529	9067	10695
存货净额	1542	2155	2490	2894	营业税金及附加	60	72	86	99
其他流动资产	349	342	396	502	销售费用	1220	1486	1757	2036
流动资产合计	5489	6963	7986	9145	管理费用	226	929	928	909
固定资产	567	651	708	753	财务费用	(15)	(18)	(20)	(21)
无形资产及其他	107	203	299	395	投资收益	120	62	78	87
投资性房地产	704	704	704	704	资产减值及公允价值变动	(29)	(23)	(27)	(26)
长期股权投资	131	166	211	270	其他收入	(707)	0	0	0
资产总计	6999	8688	9908	11267	营业利润	867	1051	1248	1426
短期借款及交易性金融负债	92	111	108	104	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	1907	2643	3115	3582	利润总额	869	1052	1249	1427
其他流动负债	672	1092	1203	1369	所得税费用	40	48	57	66
流动负债合计	2671	3847	4426	5055	少数股东损益	247	300	356	407
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	581	704	836	955
其他长期负债	64	64	73	85					
长期负债合计	64	64	73	85	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2735	3910	4500	5140	净利润	581	704	836	955
少数股东权益	586	712	883	1077	资产减值准备	1	(29)	0	0
股东权益	3678	4066	4525	5051	折旧摊销	114	86	100	116
负债和股东权益总计	6999	8688	9908	11267	公允价值变动损失	29	23	27	26
					财务费用	(15)	(18)	(20)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(445)	12	(287)	(256)
每股收益	1.00	1.21	1.43	1.64	其它	129	155	172	193
每股红利	0.47	0.54	0.64	0.74	经营活动现金流	410	950	847	1035
每股净资产	6.31	6.97	7.76	8.66	资本开支	(195)	(259)	(279)	(283)
ROIC	36%	22%	24%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(294)	(294)	(324)	(343)
毛利率	33%	32%	30%	29%	权益性融资	124	0	0	0
EBIT Margin	16%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(275)	(317)	(376)	(430)
收入增长	19%	21%	18%	16%	其它融资现金流	213	19	(3)	(4)
净利润增长率	23%	21%	19%	14%	融资活动现金流	(214)	(298)	(379)	(434)
资产负债率	47%	53%	54%	55%	现金净变动	(98)	358	144	258
息率	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	货币资金的期初余额	1732	1634	1992	2136
P/E	26.0	21.5	18.1	15.8	货币资金的期末余额	1634	1992	2136	2394
P/B	4.1	3.7	3.3	3.0	企业自由现金流	874	787	656	859
EV/EBITDA	11.3	17.6	15.4	13.9	权益自由现金流	1087	800	647	849

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032