

通信

2017 年 06 月 09 日

星网锐捷 (002396)

—— 21 倍低估值企业级网络设备龙头，推荐买入

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2017 年 06 月 08 日

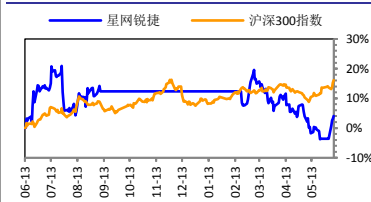
收盘价 (元)	18.25
一年内最高/最低 (元)	22.19/16.5
市净率	3.4
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	9679
上证指数/深证成指	3150.33/10148.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	5.31
资产负债率%	27.20
总股本/流通 A 股 (百万)	539/530
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《申万通信点评：推荐四大主题：通信大数据/通信基础设施/信息安全/互联网转型》2015/07/14

《星网锐捷(002396)--去年布局，今年蓄势，明年突破》2011/04/07

证券分析师

顾海波 A0230515090007
guh@swsresearch.com

研究支持

贾金健 A0230116080002
jiajj@swsresearch.com

联系人

贾金健
(8621)23297818x010-66500586
jiajj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 本文首先从历史财务角度分析切入，三张表数据健康验证优秀质地；然后试图解决市场争议最大的两个问题：子公司锐捷网络在企业级网络设备领域的成长性以及公司跨界整合效果；最后分业务判断增速并采用两种方法给予公司估值。
- **历史数据验证优秀质地。**通过回顾历史财务数据，并选择可比公司比较后发现：公司费用控制优秀，销售费用率、管理费用率呈下降趋势，应收账款和存货健康；具有较高附加值的软件业务占总营收 1/4，研发实力突出，16 年资本化支出下降幅度较大；公司资金管理专业，现金流稳健充裕，盈利能力突出。公司历史财务数据分析结果具有吸引力，企业优秀往往具有惯性。
- **子公司锐捷网络成长性强。**公司作为企业级网络设备龙头，优势在于提供“扎根行业、深入场景”的差异化、定制化解决方案，受主要面向电信级市场的其他龙头华为、华三竞争影响较小。公司产品在众多细分领域做到极致用户口碑与体验，无线产品在交通、金融、教育等行业稳居首位，未来仍有巨大发展空间，公司连续实现 30% 增长（2015/2016 年营收增速 29.69%/30.53%）同时证明了公司企业级网络设备业务具有高成长性。
- **资本运作稳扎稳打，跨界整合协同效果逐渐增强。**公司已形成完整的创业创新模式和跨界整合能力，通过两年跨界整合，公司资本运作在保持稳健的基础上越来越成熟，拟收购两家子公司少数股东权益，业绩承诺可靠程度高。公司在网络业务、云计算、支付产品、数字娱乐、智慧通讯、智能家庭等领域，形成了以拥有自主知识产权的硬件为载体，软件和解决方案为核心的竞争力，业务协同性逐渐提高。
- **21 倍低估值企业级网络设备龙头公司。**基于子公司业务高成长性以及公司各业务协同性逐渐提高的原因，我们认为公司估值不应低于系统集成商以及单一的网络设备制造商。当前公司 21 倍 PE 明显低于行业 30 倍平均水平，作为领域龙头公司被低估。
- **首次覆盖给予“买入”评级。**假设收购升腾资讯和星网锐捷少数股权交易方案 2017 年 Q3 完成，Q4 该部分权益并表。预测公司 2017/2018/2019 年营收 71/84/103 亿，归母净利润 4.58/6.15/8.12 亿元，2017 年按照 Q4 并表计算股本 5.50 亿，2018、2019 按照股本 5.83 亿计算，2017/2018/2019 年 EPS 为 0.85/1.14/1.51。PE 估值法给予行业平均 30 倍估值目标市值 136 亿元，DCF 估值计算公司目标市值 125 亿元，谨慎性原则取较少者 125 亿，对应目标价 23.20。

风险提示：企业级网络设备毛利率下滑，整合效果不达预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,688	796	7,086	8,427	10,257
同比增长率 (%)	25.93	11.62	24.59	18.92	21.72
净利润 (百万元)	319	-19	458	616	815
同比增长率 (%)	21.77	-	43.37	34.50	32.31
每股收益 (元/股)	0.59	-0.03	0.85	1.14	1.51
毛利率 (%)	43.3	34.8	41.9	41.5	41.2
ROE (%)	11.1	-0.6	13.0	13.0	14.7
市盈率	31		22	16	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

假设收购升腾资讯和星网易视少数股权交易方案 2017 年 Q3 完成，Q4 该部分权益并表。公司目标价 23.20 元，对应市值 125 亿元，给予“买入”评级。预测公司 2017/2018/2019 年营收 71/84/103 亿，归母净利润 4.58/6.15/8.12 亿元，2017 年按照 Q4 并表计算股本 5.50 亿，2018、2019 按照股本 5.83 亿计算，2017/2018/2019 年 EPS 为 0.85/1.14/1.51。PE 估值法给予行业平均 30 倍估值目标市值 136 亿元，DCF 估值计算公司目标市值 125 亿元，上涨空间 29%，给予“买入”评级。

关键假设点

2017/2018/2019 年公司各业务线营收增速：企业级网络设备增速 30%/19%/23%；视频信息应用增速 23% /13%/12%；通讯产品增速 30%/30%/30%；网络终端增速 15%/16%/18%；防灾减灾信息服务业务增速 30%/30%/30%。

有别于大众的认识

市场对企业级网络设备市场成长性存在疑虑。我们认为公司优势在于提供“扎根行业、深入场景”的差异化、定制化解决方案，在众多细分领域做到极致用户口碑与体验，无线产品在交通、金融、教育等行业稳居首位，未来仍有巨大发展空间，企业级网络设备业务连续实现 30% 增长（2015/2016 年营收增速 29.69%/30.53%）验证高成长性。公司业务需求分散，市场竞争结构更优：公司受主要面向电信级市场的其他龙头华为、华三竞争影响较小，同时相较于电信级市场相关厂商多受限于运营商需求影响及价格控制，以及存在上游原材料供给问题，公司面临行业类客户，议价能力更高，产业链供应更流畅，公司应收账款周转率呈升高趋势能够佐证。同时公司业务需求分散，受单一行业业务增速受限影响弱，业务成长持续性更强。

市场认为公司业务线较多较分散，不宜给高估值。我们认为公司是 A 股上市公司中企业级网络设备领域绝对龙头，同时通过两年跨界整合，在网络业务、云计算、支付产品、数字娱乐、智慧通讯、智能家庭等领域，形成了以拥有自主知识产权的硬件为载体，软件和解决方案为核心的竞争力，业务协同性逐渐提高。基于此，公司估值不应低于系统集成商以及单一的网络设备制造商。当前公司 21 倍 PE 明显低于行业 30 倍平均水平。

股价表现的催化剂

无线业务在教育、金融、医疗、轨交等细分领域业务增长超预期；

跨界整合效果超预期。

核心假设风险

企业级网络设备毛利率下滑；

整合效果不达预期。

目录

1. 历史数据验证优秀质地	6
1.1 费用控制优秀，应收、存货健康	6
1.2 研发实力突出，16 年研发资本化开支下降	8
1.3 现金流充裕，盈利能力强	10
2. 子公司锐捷网络成长性强	11
2.1 企业级网络设备龙头	11
2.2 无线业务快速发展	13
2.3 细分应用场景优势突出	15
3. 稳扎稳打的跨界整合能力	21
4. 21 倍估值龙头公司，推荐买入	23
4.1 预测公司三年营收增速 25%/19%/22%	23
4.2 两种方法给予目标市值 125 亿元	25
5. 附件	27
5.1 公司外延概况	27
5.2 金融行业产品应用案例	28

图表目录

图 1: 星网锐捷营收和净利润水平及增速.....	6
图 2: 海能达（左）与中兴通讯（右）增速对比	6
图 3: 公司将技术与应用融合，不断取得产品技术突破.....	8
图 4: 公司业务毛利率水平基本保持稳定.....	9
图 5: 拥有软件类业务的旗下公司	9
图 6: 中国网络设备市场份额，2016Q2	12
图 7: 中国网络设备市场规模，2016Q2（百万美元）	12
图 8: 商业 WiFi 市场成长迅速.....	14
图 9: 锐捷商业 WiFi 解决方案架构	14
图 10: 2020 年金融 IT 应用投资规模预计达到 1528 亿元.....	17
图 11: 预计 2020 年我国医疗信息化花费规模达 430.55 亿元.....	18
图 12: 锐捷网络智慧医疗解决方案架构	19
图 13: 2010-2016 年轨道交通发展情况.....	19
图 14: 车地桥接组网示意图.....	20
图 15: 锐捷跨界布局	23
表 1: 公司销售费用率及管理费用率呈现下降趋势.....	6
表 2: 公司平均薪酬同比增速控制较优，福利处于较高水平.....	7
表 3: 公司库存管理优秀	7
表 4: 公司应收账款周转率 2016 年达到上市来高点.....	8
表 5: 营业外收入主要为增值税返还，具有可持续性	9
表 6: 无形资产及开发支出同比下降 12%	10
表 7: 资本化研发投入占比同比下降 4.37 个百分点.....	10
表 8: 公司现金流稳健充裕.....	10
表 9: 杜邦分析.....	11
表 10: 电信级与企业级交换机设备的区别.....	12
表 11: 锐捷针对互联网企业对网络虚拟化、自动化、可视化需求打造解决方案..	13
表 12: 三通两平台建设进展及目标	15

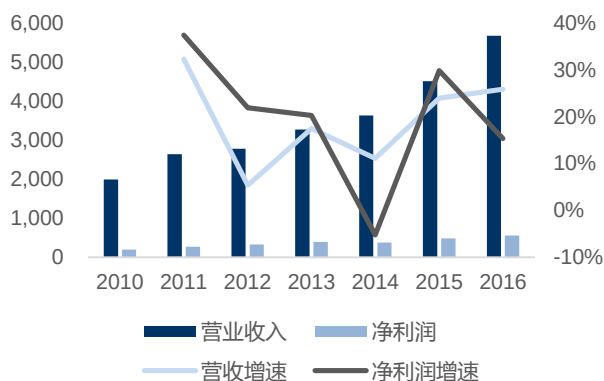
表 13: 锐捷三通两平台部署案例	16
表 14: 2017 年数字校园综合解决方案测试结果, 锐捷解决方案最丰富	16
表 15: 锐捷云课堂已推出到 3.0 版本	17
表 16: MMIS 方案已参与项目列表	21
表 17: 公司分业务及相应子公司历史营收	22
表 18: 星网视易业绩预测	24
表 19: 升腾资讯业绩预测	24
表 20: 四创软件近年来业绩快速增长	25
表 21: 公司 2017 年 21 倍估值明显低于行业均值	25
表 22: FCFF 估值关键假设	26
表 23: FCFF 估值结果	26
表 24: 公司在金融行业有大规模成功应用案例	28

1. 历史数据验证优秀质地

1.1 费用控制优秀，应收、存货健康

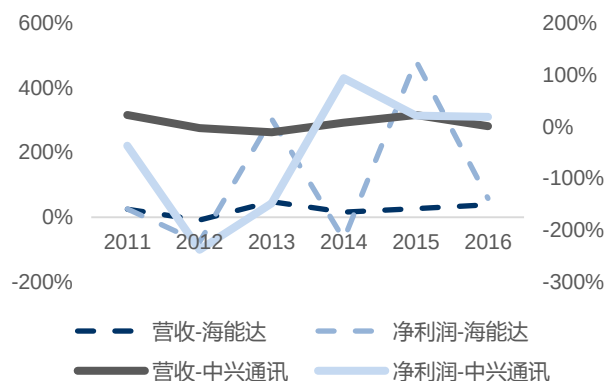
公司管理水平优秀，营收增速与净利润增速一致性较高。公司自 2010 年上市以来，整体业务水平呈现稳步增长趋势，2016 年营收增速 25.93%，归母净利润增速 21.77%。

图 1：星网锐捷营收和净利润水平¹及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：海能达（左）与中兴通讯（右）增速对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：不考虑中兴通讯 2016 年罚款因素

销售费用率及管理费用率呈现下降趋势。预判公司 2017-2019 年销售费用率及管理费用率保持在较低水平，原因在于公司重心从扩大规模向支持核心伙伴转移，近两年加强对核心伙伴的支持成为锐捷合作伙伴政策重点，2016 年锐捷 80% 收入来自于合作伙伴贡献，公司已建立体系化的渠道架构和培训体系，凭借不断壮大的合作伙伴力量卖锐捷产品，而不是仅仅依赖于公司销售及服务人员。

表 1：公司销售费用率及管理费用率呈现下降趋势

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售费用	552	690	791	907	1,091	1,296	1,528	1,787
销售费用率	19.8%	21.1%	21.7%	20.1%	19.2%	17.8%	17.4%	16.8%
销售费用中薪酬	271	375	424	505	621	751	901	1,072
YOY	9.6%	38.5%	13.2%	19.2%	22.8%	21.0%	20.0%	19.0%
销售费用中薪酬占比	49.0%	54.3%	53.6%	55.7%	56.9%	57.9%	59.0%	60.0%
销售费用中非薪酬	282	316	367	401	470	545	627	715
YOY	15.8%	12.1%	16.1%	9.5%	17.2%	16.0%	15.0%	14.0%
销售人员数量	1,429	1,540	1,649	1,791	1,993			
YOY		7.7%	7.1%	8.6%	11.3%			
管理费用	470	561	631	799	957	1,145	1,359	1,600
管理费用率	16.9%	17.1%	17.3%	17.7%	16.8%	15.7%	15.5%	15.1%
管理费用中薪酬	325	394	459	576	697	844	1,013	1,205

¹ 本文中图表金额数据如无特殊说明均以百万为单位

YOY	23.8%	21.4%	16.5%	25.5%	21.0%	21.0%	20.0%	19.0%
管理费用中薪酬占比	69.1%	70.2%	72.8%	72.1%	72.8%	73.7%	74.5%	75.3%
管理费用中非薪酬	145	167	171	223	260	302	347	395
YOY	3.7%	15.2%	2.6%	29.8%	16.8%	16.0%	15.0%	14.0%
技术人员数量	2,680	2,932	3,230	3,614	3,944			
YOY		9.4%	10.2%	11.9%	9.1%			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

两种方法计算员工薪酬，平均薪酬同比增速控制较优。采用现金流量表、资产负债表项目，以及利润表项目分别计算公司员工薪酬，两种计算方法结果较为匹配。2016 年公司员工平均薪酬水平达到 17 万元，同比增速 7.9%，同比增速控制较优。在地域、员工数量、业务类型、国资背景等维度选择可比公司比较，星网锐捷薪酬福利处于较高水平。

表 2：公司平均薪酬同比增速控制较优，福利处于较高水平

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
星网锐捷					
现金流量表+资产负债表计算薪酬（百万）	610	793	899	1,120	1,307
利润表中薪酬（百万）	595	769	883	1,082	1,318
员工平均薪酬（万）	11	13	14	16	17
员工平均薪酬增速		22.1%	6.2%	13.2%	7.9%
榕基软件					
员工平均薪酬（万）	7	9	9	8	9
员工平均薪酬增速		32.2%	-3.9%	-6.5%	15.4%
中兴通讯					
员工平均薪酬（万）	15	16	18	20	23
员工平均薪酬增速		3.1%	10.6%	16.2%	13.1%
烽火通信					
员工平均薪酬（万）	11	12	14	15	16
员工平均薪酬增速		6.1%	15.2%	6.3%	7.3%
浪潮信息					
员工平均薪酬（万）	12	14	15	16	21
员工平均薪酬增速		15.6%	1.5%	7.4%	31.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

库存管理优秀。2016 年公司库存同比下降 23.39%，销量同比增长 13.02%。

表 3：公司库存管理优秀

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存货	445.87	490.22	453.28	529.12	690.33	941.19	1,034.96
营业成本	1,164.67	1,529.08	1,498.00	1,735.09	2,003.43	2,453.11	3,223.14

资料来源：Wind，申万宏源研究

应收款项健康，应收账款周转率今年持续上升至上市来高点。公司应收账款管理能力优秀，我们选择在所在领域的龙头公司海能达和中兴通讯，2016 年星网锐捷应收账款周转率达到 5.80，优于中兴通讯 3.95 和海能达 1.88。

表 4：公司应收账款周转率 2016 年达到上市来高点

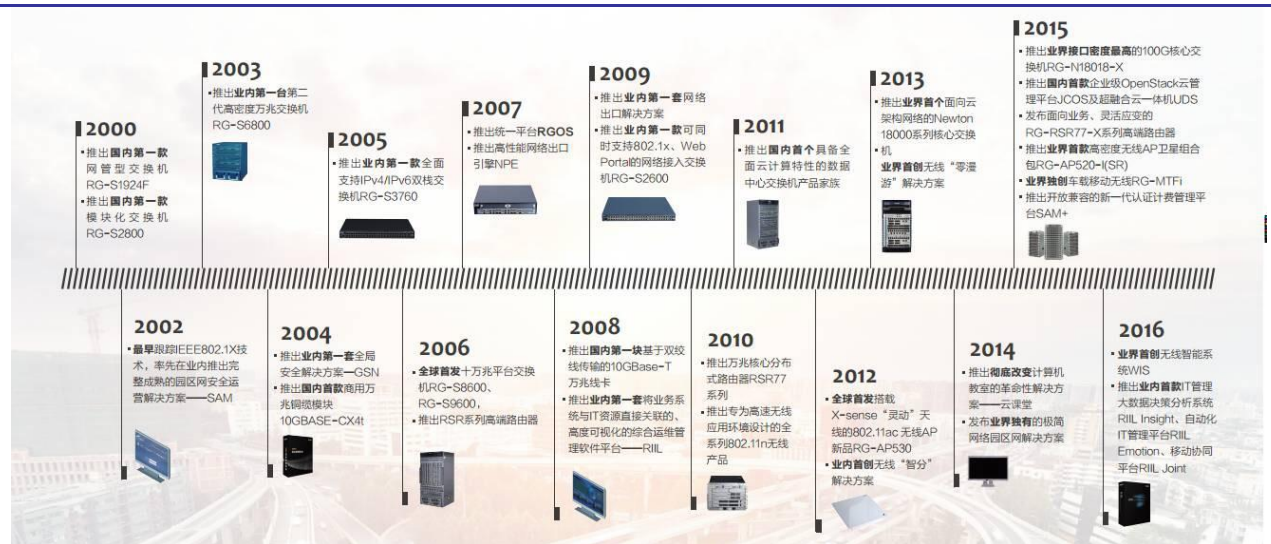
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
应收票据	4.3	58.3	73.3	199.9	79.7	82.0	160.7
应收账款	466	568	607	631	963	960	1,002
预付款项	28.3	44.6	16.2	16.1	20.7	88.4	70.5
营业收入	1,997	2,644	2,787	3,276	3,642	4,517	5,688
应收账款周转率	4.84	5.11	4.75	5.30	4.57	4.70	5.80

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 研发实力突出，16 年研发资本化开支下降

创新不停歇，连续数年研发投入占营收 13% 以上。公司旗下主要子公司锐捷网络秉承“自主创新”的经营理念，将技术与应用充分融合，不断取得产品技术突破。在交换机、路由器、数据中心、应用交付、云计算、安全、网关、无线、认证计费、IT 管理等领域均有丰富的产品类型，能够为客户提供一揽子的整体解决方案。2016 年公司研发投入占营收占比 13.87%。公司研发投入 30% 左右用于先进技术的前期研发，保证持续研发投入巩固行业龙头地位。

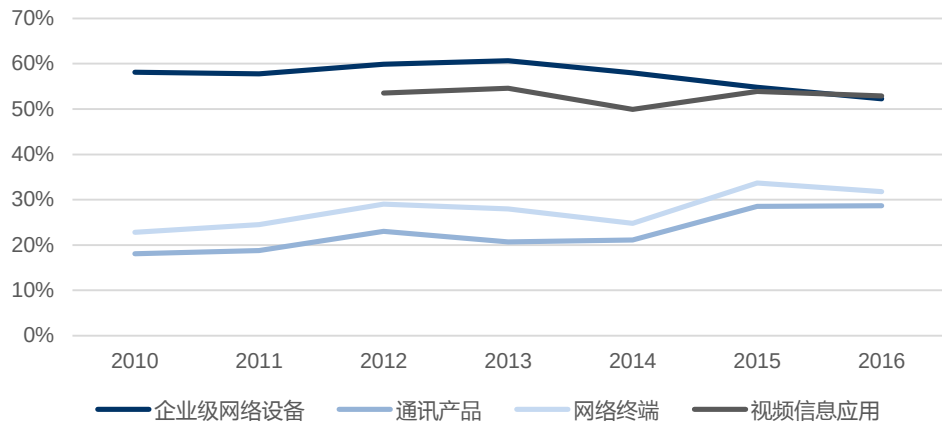
图 3：公司将技术与应用融合，不断取得产品技术突破



资料来源：公开资料，申万宏源研究

毛利率基本保持稳定。公司几大业务近年来毛利率水平基本保持稳定。营收占比达到一半的企业级网络设备业务毛利率在 50% 以上。

图 4：公司业务毛利率水平基本保持稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

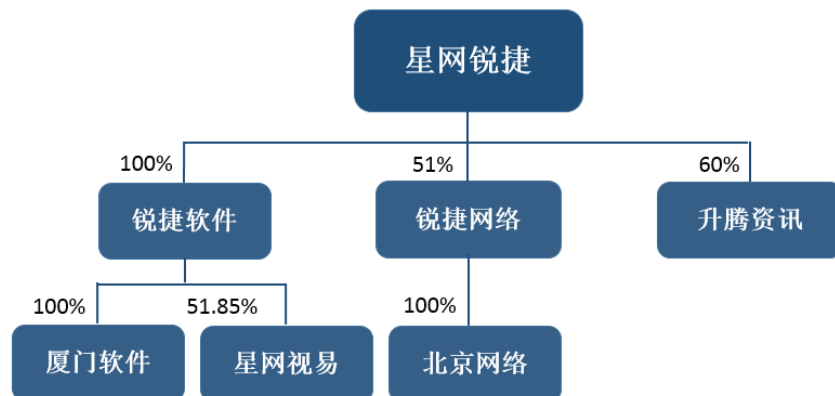
具有较高附加值的软件业务占总营收 1/4。2016 年公司增值税返还 1.91 亿元，主营业务收入 56.88 亿元，计算得出具有较高附加值的软件业务营收占比达到 24%。该部分收入主要来自锐捷软件、厦门软件、星网视易、锐捷网络、北京网络、升腾资讯等，预测 2017-2019 年增值税返还与对应业务收入增长保持同步。

表 5：营业外收入主要为增值税返还，具有可持续性

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,642	4,517	5,688	7,086	8,427	10,257
营业外收入/营业收入	5.73%	4.82%	4.17%	4.5%	4.5%	4.5%
营业外收入	208.67	217.76	237.27	318.87	379.22	464.57
增值税返还	135.23	165.72	191.05			
其他政府补助	66.75	48.14	41.50			
其中：递延收益转入	55.19	23.15	17.05			
本期直接计入	11.56	24.99	24.45			
其他	6.69	3.90	4.72			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：拥有软件类业务的旗下公司



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：锐捷网络软件业务包括：精准营销、网络管理、公有云、认证计费、安全、云桌面等；升腾资讯包括：云教室/云桌面解决方案；厦门软件拥有娱乐、导航、管理软件；星网视易提供视频信息应用，包括 KTV 数字娱乐、酒店视频点播等

无形资产及开发支出同比下降 12%，资本化研发投入占比同比下降 4.37 个百分点。2016 年公司无形资产和开发支出之和同比下降，是公司上市以来首次同比下滑。2016 年公司资本化研发投入占研发投入比例 2.34%，比 2014、2015 年分别下降 5.14、4.37 个百分点。

表 6：无形资产及开发支出同比下降 12%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
无形资产	5.75	73.38	93.40	93.05	232.87	203.45
开发支出	27.10	34.76	28.76	48.84	12.77	13.89
同比		229.19%	12.96%	16.15%	73.12%	-11.52%
营收增速		5.41%	17.54%	11.16%	24.02%	25.93%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：资本化研发投入占比同比下降 4.37 个百分点

	2014	2015	2016
研发投入金额	540.56	653.73	788.67
研发投入占营业收入比例	14.84%	14.47%	13.87%
研发投入资本化的金额	40.42	43.88	18.47
研发资本化金额增速		8.55%	-57.91%
资本化研发投入占研发投入的比例	7.48%	6.71%	2.34%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 现金流充裕，盈利能力强

现金流稳健充裕。公司 2016 年报货币资金及其他流动资产（主要为银行理财产品）共计 21.17 亿元。在营收规模、业务类型、行业地位等维度选择可比公司：海能达 6.28 亿，杰赛科技 8.99 亿，浙大网新 10.22 亿，瑞斯康达 5.30 亿；比较发现公司现金流稳健充裕。

表 8：公司现金流稳健充裕

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
货币资金	1,250.76	1,299.96	1,411.10	1,298.53	1,355.68	1,888.86	2,001.01
其他流动资产				272.56	92.55	46.97	116.06
总和	1,250.76	1,299.96	1,411.10	1,571.09	1,448.23	1,935.83	2,117.07
经营活动产生的现金流量净额	21.77	180.15	418.75	458.08	198.56	923.72	543.50
投资活动产生的现金流量净额	-85.41	-59.96	-194.15	-382.48	90.25	-363.84	-198.38

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2014 年及 2016 年经营活动现金净额同比下滑主要在于支付货款/应付票据到期款和职工薪酬费用增加所致

资金管理专业。公司在保证正常生产经营的情况下，使用闲置自有资金进行保本型短期理财产品投资。2017年3月31日公告，公司及各控股子公司计划使用不超过10亿元人民币进行投资理财（2016年底公司及控股子公司货币资金余额20.01亿元）。粗略估计，公司2014/2015/2016年理财产品年回报率平均为4.93%/3.78%/3.19%。

2016年净资产收益率同比提升。受持续研发投入及员工薪酬费用增加影响，2016年公司销售净利率由2015年10.69下降到9.80，同时由于资产周转率和权益乘数提升使得2016年净资产收益率由2015年11.02提高到11.62。预测未来随着费用控制能力提高，销售净利润水平回升后公司盈利能力将更加突出。

表 9：杜邦分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
净资产收益率 (ROE) (%)	13.94	10.89	12.50	12.37	11.64	11.02	11.62
同比增长率	-50.84	-21.91	14.82	-1.03	-5.93	-5.30	5.44
因素分解：							
销售净利率	9.74	10.11	11.70	11.98	10.21	10.69	9.80
净利润/利润总额	84.88	90.01	88.65	90.02	91.58	91.40	90.30
利润总额/息税前利润	102.10	105.71	104.51	104.29	102.74	101.53	101.37
息税前利润/营业总收入	11.23	10.63	12.63	12.76	10.85	11.52	10.71
归属母公司股东的净利润/净利润 (%)	71.27	66.83	68.61	60.96	65.04	54.32	57.31
权益乘数	1.86	1.61	1.65	1.74	1.81	1.94	2.02
资产周转率	1.08	1.00	0.95	0.98	0.97	0.98	1.03

资料来源：申万宏源研究

2. 子公司锐捷网络成长性强

2.1 企业级网络设备龙头

公司持股 51%的子公司锐捷网络营收贡献超过一半，成长性高。锐捷网络是企业级网络设备龙头，2016 年营收增长 31.81%，超过母公司整体业务 25.93%的增速水平。据 IDC 报告《中国 WLAN 市场季度跟踪报告（2015 年第 2 季度）》数据显示，公司在企业级 WLAN 市场占有率排名第一，市场份额提升至 23.34%。

企业级设备与电信级设备呈现差距缩小趋势。网络设备市场有电信级和企业级之分。电信级网络必须符合通信行业的高可靠标准，以可运营为核心，为用户提供 7X24 小时不间断可用服务的网络，因此电信级网络设备在解决方案复杂程度、设备性能要求、单一客户价值量等方面均高于企业级网络设备。与此同时，随着互联网技术在各行各业应用的深化，企业级设备与电信级设备的差距正在缩小。Juniper 公司高管在接受采访时说道，近几年政府、银行、企业等客户都要求提供越来越严格的服务，企业所需服务的严格程度和服务素质并不比运营商差多少，因而电信级服务和企业级服务的界限已变得越来越模糊。

表 10：电信级与企业级交换机设备的区别

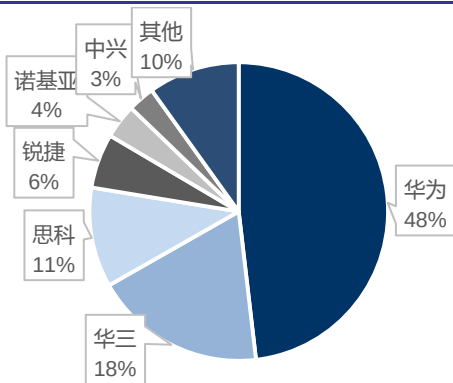
	电信级设备	企业级设备
设计平台	单设备模块化设计，故障影响局部，且易于定位	共享硬件平台设计，故障影响全局，不易于定位
制造主体	通常由一个厂家开发制造	通常由多厂家系统集成
设备配置	低速连接，电缆多，连接关系复杂，硬件配置复杂	高速连接，电缆少，硬件配置简单
维护要求	业务较单一，软件配置简单，容易配置和维护	业务种类丰富，软件配置复杂，技术水平要求高
资源共享	资源专用，在小容量的时候成本高	资源共享度高
业务可扩展性	设备业务处理流程较固定，接口扩展困难，难以实现业务的扩展	采用标准架构、标准接口，业务扩展非常容易，如业务种类增加非常方便
安全性	私有设计，专有连接，私有接口，安全性好，抗攻击能力强，	趋向开放性和标准化，容易遭到攻击

资料来源：中国移动通信企业标准，申万宏源研究

互联网流量暴增以及用户对无线接入的需求是企业级网络设备市场主要驱动力，未来市场空间数百亿美元。在国内，庞大的中小企业对网络的需求，政府大力推动智慧城市建设，金融、医疗等领域数字化变革等需求因素推动企业级网络设备市场不断发展。据 Grand View 发布的《2016 至 2024 年企业级网络市场分析预测报告》显示，预计到 2024 年，全球企业级网络市场（包含以太网交换机、企业路由器、WLAN、网络安全等）规模将达 646.3 亿美元。从细分领域来看，到 2024 年，以太网交换机市场规模预计将达到 235.4 亿美元，年复合增长率为 4.5%，其中 40GE 以太网交换机将是增长的主要力量；WLAN 在新标准 802.11ac/ad/ax 以及新技术 MU-MIMO 推动下实现更快速的增长，预计年复合增长率将超过 8%。

锐捷优势在于细分企业级市场，受全市场龙头华为、华三、思科的挑战有限。IDC 报告显示，2016H1 中国网络设备市场规模增加 6 千万美元，同比增长 27%。行业龙头华为增长主要来自于电信级路由器、企业级数据中心交换机市场。相比较而言，锐捷产品定位在中低端，客户往往具有定制化需求（教育、金融、医疗等行业），受行业龙头影响有限。根据 IDC 数据统计，锐捷在中国网络设备市场（包括企业级和电信级）份额占比由上市初 2010 年的 3.25% 提升至 5.90%（2016Q2 数据）。

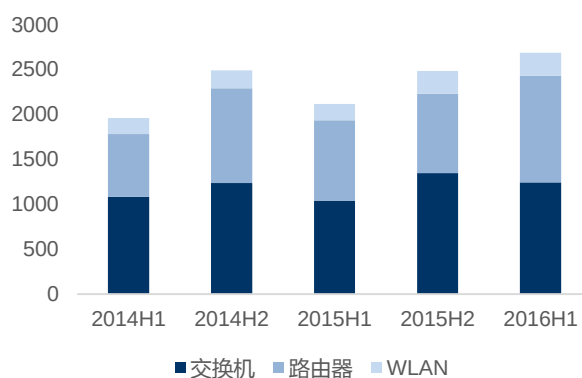
图 6：中国网络设备市场份额，2016Q2



资料来源：IDC 2016Q2，申万宏源研究

注：网络设备包括交换机、路由器和 WLAN，该图统计包括了电信级和企业级网络设备

图 7：中国网络设备市场规模，2016Q2（百万美元）



资料来源：IDC 2016Q2，申万宏源研究

公司业务需求分散，市场竞争结构更优。在通信行业中，公司作为所在企业级网络设备领域的龙头公司，市场竞争结构更优：一方面，公司受到华为、华三等企业的竞争压力小，在教育、轨交等细分领域公司产品市占率更高，产品技术及口碑更好；另一方面，相较于电信级市场厂商多受限于运营商需求及价格控制，以及上游原材料供给问题（例如光通信受光棒、光芯片等上游供应限制），星网锐捷面临行业类客户，议价能力更高，产业链供应更流畅。同时公司业务需求分散，受单一行业业务增速受限影响更弱。

锐捷与大型互联网公司合作，助 IDC 网络虚拟化、自动化和可视化运维。国产化趋势加上互联网行业高速发展，锐捷在传统产品领域拥有良好发展机遇。锐捷之前产品集中在 CDN 场景和 IDC 里的 TOR 交换机，从 2016 年开始，公司与大型互联网公司展开合作，数据中心安装器核心交换机。同时针对互联网企业对网络自动化和可视化的新的需求，锐捷均有相应的解决方案，助力锐捷未来业务基础。16 年最新的计世资讯对国内虚拟化云技术的市场统计中，锐捷网络获得了 75% 以上垄断性市场份额的占有率，充分说明了公司在虚拟化云技术上所获得的认可。

表 11：锐捷针对互联网企业对网络虚拟化、自动化、可视化需求打造解决方案

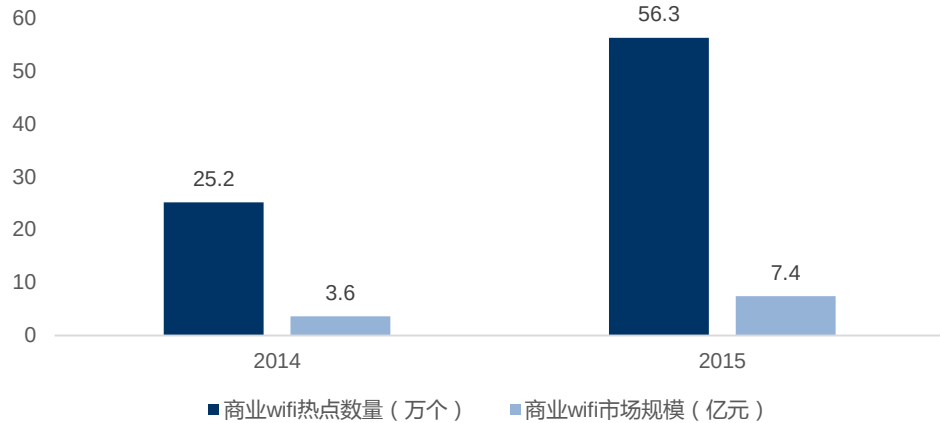
需求	锐捷解决方案
网络虚拟化	基于 OpenStack、KVM、Docker 等虚拟化技术在生产业务规模应用，支持 IDC 内以及 IDC 之间的扩展，采用 Underlay 网络和 Overlay 网络进行分离，实现业务与基础物理网络的脱耦
网络自动化	将网络平台基于 SDN+Netconf 方式实现 Overlay 网络业务配置自动化
可视化运维	基于 SDN+OpenFlow 1.3 技术，满足随路监测可视化、旁路监测可视化、会话延迟可视化、Buffer 可视化等需求

资料来源：公开资料，申万宏源研究

2.2 无线业务快速发展

无线局域网市场成长迅速。据 Dell'oro 报告预测，2015-2020 年全球无线局域网基础设施市场年均复合增长率将达 6%，2020 年整个市场规模达到 124 亿美元，而其中的增长主要来自于企业级无线，其五年的年均复合增长将达到 10%。就国内市场而言，商户 wifi、智慧城市和无线城市建设、家庭无线终端接入等需求带动无线市场快速成长。2009 年底开始，三大运营商逐步构建各自的 WLAN 网络，作为蜂窝移动网络的补充；后续商业 Wifi 开始大规模出现。从细分市场考虑，轨道交通，机场、商场等公共场所对 Wifi 需求巨大。

图 8：商业 WiFi 市场成长迅速



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

锐捷在中国企业级 WLAN 市场排名前二，与众多合作伙伴打造无线城市运营生态圈。锐捷无线方案已经应用在众多场景中：无线城市——天津滨海公共 wifi 新区全覆盖，无线上饶一期重点街区覆盖，鄂尔多斯智慧伊旗民运会赛区覆盖，武汉公益 wifi 一期，无线贵阳伊旗，深圳智慧罗湖二期，广州智慧南沙伊旗，上海地铁 13 号线，苏州公交 wifi；商超——保利广州中环广场，厦门中华城，苏宁云商，永辉超市；机场——厦门高崎 T4 航站楼；虚拟运营商——广讯盈科 wifi 营销；地铁——重庆地铁、上海地铁；公交——北京公交等。锐捷与包括百度、树熊网络、芝麻科技、迈外迪、虎扑体育等广告商、新传媒、互联网企业合作，建立无线城市运营生态圈。

图 9：锐捷商业 Wifi 解决方案架构



资料来源：公开资料，申万宏源研究

2.3 细分应用场景优势突出

公司优势在于善于抓住细分市场痛点，为客户解决定制化产品需求。据公开资料披露，2009 年公司在医疗及金融行业业绩同比增长即超过 200%和 50%，在教育行业连续十余年位居市场占有率排名首位。公司先寻找市场用户痛点，再打造产品和解决方案的做法，比纯粹通过技术创新更高效。

一、教育行业：连续十余年市占率第一，云课堂成为成长主动力

2012 年，教育部公布第一批教育信息化试点单位名单，教育信息化正式拉开序幕。《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》和《教育信息化十年发展规划(2011-2020 年)》发布实施后，2012 年 11 月，教育部正式公布第一批教育信息化试点单位名单，“教学点数字教育资源全覆盖”项目启动，旨在为农村边远地区教学点提供设备和资源，帮助其开齐开足国家规定的课程。

教育信息化工作成绩斐然，2017 年继续加快推进“三通两平台”建设。“三通两平台”建设取得显著进展：23 个省已基本建成教育资源公共服务平台，15 个省全面或基本建成省级教育数据中心，覆盖城乡的教育信息化体系初步形成。2017 年 1 月教育部印发《2017 年教育信息化工作要点》，提出 2017 年“三通两平台”的建设目标。

表 12：三通两平台建设进展及目标

项目	建设总目标	进展（截至 2016 年 6 月）	2017 年目标
宽带网络校校通	从根本上解决校园宽带接入	全国中小学互联网接入比例 87.5%，全国普通教师全部配备多媒体教学设备的中小学比例 56.6%	接入宽带 10M 以上中小学达到 70%，多媒体教室达到 80%，普通教师全部配备多媒体教学设备的学校比例 60%
优质资源班班通	把更多更好的优质教育资源让每一个班级都用得到	全国 6.4 万个教学点全面完成“教学点数字教育资源全覆盖”项目建设，其中 2.5 万接通互联网，其余通过卫星接收；教学点配备多媒体教学设备 6.4 万套	开发 266 学时的农村中小学教学资源，免费播发使用。开展职业教育资源库 16 个项目立项建设和 5 个项目升级改造
网络学习空间人人通	促进教学方式与学习方式变革	全国超过 30%的学校开通网络学习空间，数量从 2012 年 60 万个增长到 4200 万个	网络学习空间开通数量超过 7500 万个，实现 90%以上教师和 60%初中以上学生开通和应用网络学习空间
教育管理公共服务平台	建设国家和省两级数据中心，实现学生、教师和学校资产等信息入库	两级（国家、省）、五级（国家、省、市、县、校）应用格局基本形成，全国学生、教职工、教育机构等管理信息系统和国家级数据中心基本建成，全国学校“一校一码”、学生学籍“一人一号”基本实现	平台进一步完善，基础数据实现有序共享，印发《教育部教育数据管理暂行办法》
教育资源公共服务平台	形成面向师生、面向社会的资源服务云模式	2012 年底上线运行与 26 个地方平台互联互通	实现与全部省级平台及一批市县级平台、企业平台互联互通，服务用户超过 7000 万人，支持全国 200 万上班级实现班班通

资料来源：教育部，申万宏源研究

锐捷三通两平台网络解决方案，实现教育城域网到数字校园到智慧课堂全覆盖。锐捷网络推出由捷云数据中心、“智简”教育城域网、“睿思”RASC 智慧校园组成的统一运维、安全可靠的方案架构，帮助众多教育机构实现教育信息化。2017 年初中央电化教育馆公布的“2017 年数字校园综合解决方案”测试合格名单显示，锐捷网络中小学云课堂解决方案、中小学智慧校园解决方案、中小学办公和云多媒体解决方案多组方案²获得合格认证。

表 13：锐捷三通两平台部署案例

案例	解决方案
朝阳区教育信息中心	部署锐捷 RIIL-BMC 运行监控系统，搭建面向关键业务保障的教育城域网运维管理平台
三亚市教育城域网	部署锐捷 RG-WALL1600XA 防火墙，兼顾核心网性能及安全
深圳实验高中	2 台锐捷十万兆 RG8610 交换机互为备份，打造高速稳定的网络骨干
杭州源清中学	66 间教室每间部署一台无线 AP，提供无线教学环境
舟山市沈家门第一小学	部署 RCD6000 云课堂主机及瘦终端，实现云课堂教学

资料来源：公开资料，申万宏源研究

表 14：2017 年数字校园综合解决方案测试结果，锐捷解决方案最丰富

申报项目	公司	上市代码	解决方案
多媒体教室	青岛海信电器股份有限公司	600060.SH	海信智慧课堂系统解决方案
	锐捷网络股份有限公司	002396.SZ	锐捷网络中小学云办公和云多媒体解决方案
	武汉三好教育科技股份有限公司	834912.OC	云课堂智慧教室解决方案
	武汉三好教育科技股份有限公司	834912.OC	智慧教室解决方案
校园网	锐捷网络股份有限公司	002396.SZ	锐捷网络中小学智慧校园解决方案
	锐捷网络股份有限公司	002396.SZ	锐捷中小学云课堂解决方案
桌面云网络教室	中国长城计算机深圳股份有限公司	000066.SZ	长城云教室解决方案
	中兴通讯股份有限公司	000063.SZ	中兴教育云桌面解决方案 uSmartView

资料来源：公开资料，申万宏源研究

注：限于篇幅，没有列出非上市公司，不影响结论

连续十余年教育行业占有率第一，锐捷云课堂在全国范围内已形成规模化应用。锐捷深耕教育领域十余年，凭借连续多年教育行业占有率第一的技术和市场优势，锐捷网络针对传统计算机教室管理、体验和建设成本等问题退出锐捷云课堂，将云计算技术和教育场景紧密结合。据计世资讯《2015-2016 年中国云课堂（虚拟化计算机教室）解决方案市场研究报告》统计，2015 年锐捷网络云课堂在中国虚拟化计算机教室解决方案中份额 77.1%（2014 年 75.2%），连续两年位列厂商排名第一。目前共有 3,000+ 学校，6,000+ 云课堂教室和 250,000+ 台云终端采用锐捷相关解决方案。教育部中央电化教育馆与锐捷网络签订云课堂相关战略合作协议，在中小学互动课堂教学实践、云课堂环境下的创新教学课题、中小学计算机教室标准、教师培训等方面展开全方位深入合作。未来云课堂业务有望持续高速增长。

² <http://www.ncet.edu.cn/u/cms/www/201701/13140716cy5u.pdf>

表 15: 锐捷云课堂已推出到 3.0 版本

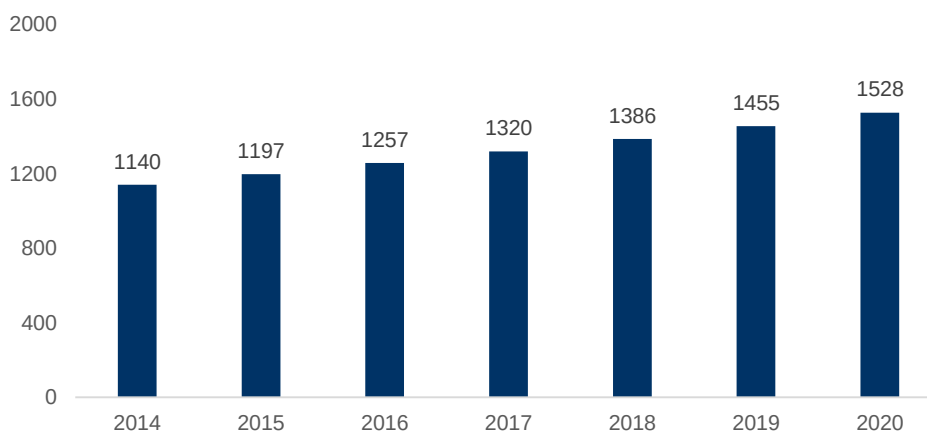
解决方案	推出时间	特点
云课堂 1.0	2014 年	将桌面虚拟化技术用在计算机教室，机房运维管理效率提升 40 倍，能耗降低 80%
云课堂 2.0	2015 年	拥有云课堂主机、终端、多媒体教学管理软件和服务中心一套解决方案，通过云计算技术将计算资源集中收集到云主机，40 台终端同时开机进入界面不到 60 秒时间完成
云课堂 3.0	2016 年	综合耗能比 PC 节省 85%（一间教室 6 年节省约 4.6 万电力成本），实现教学集中、管理智能、维护简单，全新功能提升学习效率和主动性

资料来源：公开资料，申万宏源研究

二、金融行业：在银行、保险等有众多大规模应用案例

金融信息化快速发展，2020 年 IT 应用投资规模预计达到 1528 亿元。我国金融业的 IT 投入是其信息化建设的主要资金来源，据前瞻产业研究院发布的《金融信息化行业市场前景与投资预测分析报告》数据显示，2014 年和 2015 年我国金融业 IT 应用投资规模分别为 1140 亿元、1197 亿元，之后每年将以 5% 的速度增长，预计到 2020 年，其规模为 1528 亿元。

图 10: 2020 年金融 IT 应用投资规模预计达到 1528 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

公司在金融行业有大规模成功应用案例³，口碑优秀。公司产品不仅应用在银行、保险局域网/数据中心建设，其推出的银行网点来宾无线营销解决方案能为银行营业网点用户提供优质的 WiFi 使用体验，用户通过身份认证后即可访问互联网，同时银行可实现网点的精准营销（金融产品广告推送等）、数据收集与分析等功能。公司多次独家中标银行网络设备采购项目，

内在优势和外在机遇合力提升公司在金融行业市占率。一方面，受益于金融信息化快速发展，我国金融业的 IT 投入是其信息化建设的主要资金来源；另一方面，一直以来锐捷以“场景化创新”为理念，陆续推出大量契合行业特点的 WLAN 创新产品和解决方案，成

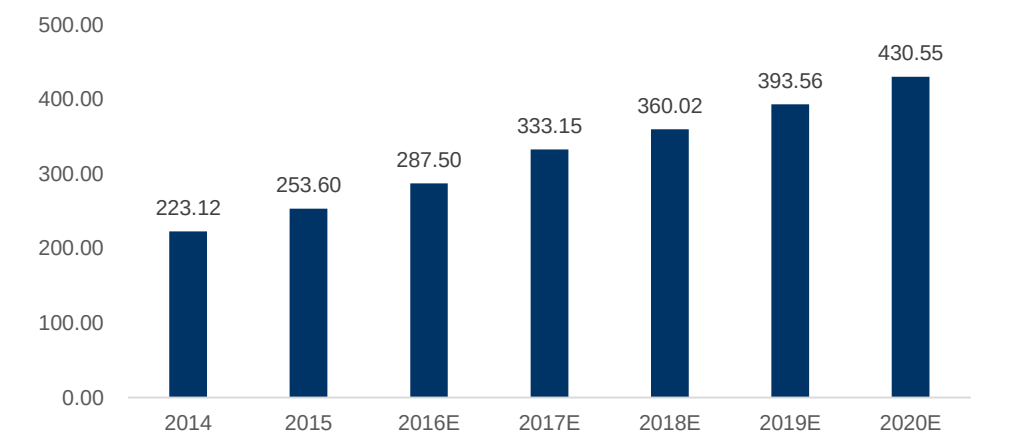
³ 参见附件 5.2 中表 23

就了全场景无线实力派的市场地位。IDC 数据显示，锐捷在金融细分场景中，WLAN 产品的市场占有率排名第一。

三、医疗行业：无线医疗带来巨大机遇

新技术运用与医疗改革推动医疗信息化发展，预计 2020 年我国医疗 IT 总花费 430.55 亿元，2015-2020 年期间复合增速 11.2%。一方面，随着移动医疗等医疗模式的兴起，医学影像存档与传输等新兴技术借此东风迅速发展并投入使用，“医疗数字化”逐渐成为数字化医院的发展重心。另一方面，随着我国医疗卫生改革稳步推进，分级诊疗等政策措施为医疗信息化带来了新的增长动力，预计区域卫生信息系统和公共卫生信息系统的建设将持续走热。根据中商产业研究院数据统计，2014 年和 2015 年我国医疗行业 IT 总花费规模分别为 223.12 亿元和 253.6 亿元，预计到 2020 年我国医疗行业 IT 总花费规模将达到 430.55 亿元，2015-2020 年期间复合增长率为 11.2%

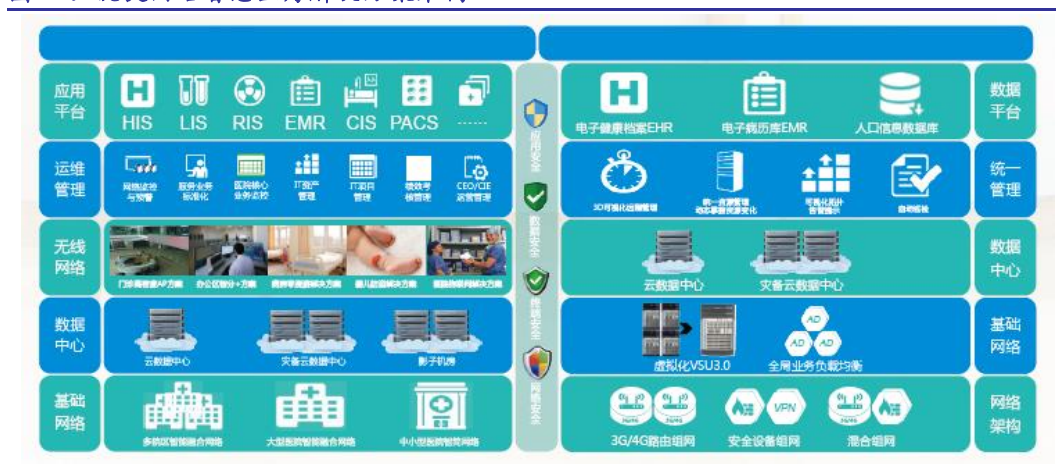
图 11：预计 2020 年我国医疗信息化花费规模达 430.55 亿元



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

公司自 2006 年起深耕医疗信息化，多年来医疗行业销售业绩以 100%速度增长。自公司 2006 年进入医疗行业以来，已积累了大量可复制的成功经验：公司自 2007 年开始对复旦大学附属华山医院进行持续的网络改造，截止 2014 年华山医院网络规模已达到信息点超过 2,000 多个，实时在线终端达到 1,500 台，服务器、安全、存储、网络设备等超过 200 多套，同时上线了 HIS、PACS、LIS、PASS、医生工作站、电子病历、OA 办公、移动护理等 50 多套应用系统；公司中标的鄂州市区域卫生信息化建设项目于 2012 年 2 月正式启动建设，历时一年多，建成了市级区域卫生信息平台 and 市中心医院信息平台，完成了全市卫生专网建设任务（包括鄂州市 3 家医院、26 个乡镇卫生院、6 家社区卫生服务中心、200 余家村卫生室和社区卫生服务站的信息化系统成功上线，并接入到市级区域卫生信息平台）。公司深耕医疗信息化多年，经验充足行业认可度高。

图 12：锐捷网络智慧医疗解决方案架构



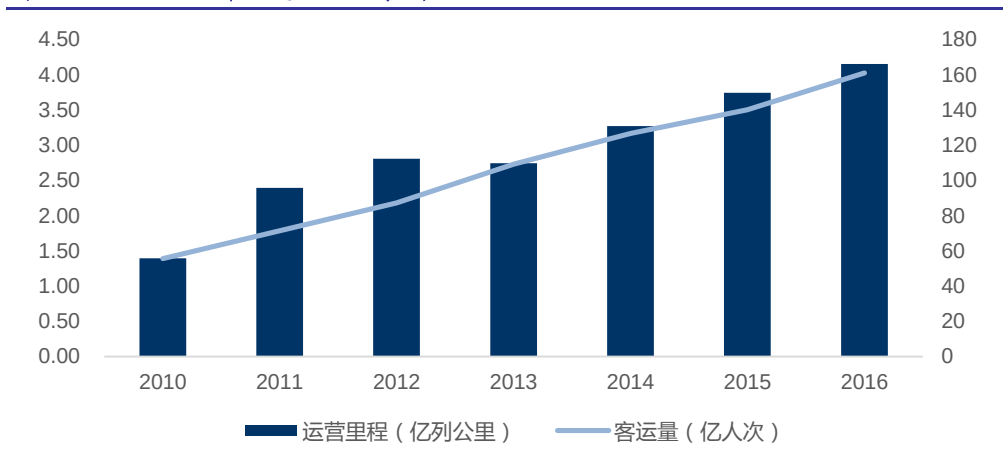
资料来源：公开资料，申万宏源研究

公司“智慧医疗网络解决方案”为医疗机构构建端到端网络解决方案，未来发展空间巨大。截至2016年6月，公司自主研发的数字化医院网络解决方案已服务于全国2,300余家医院（全国医院存量2.8万个），在全国三级甲等医院应用400余家（全国三级医院2,175家），而且结合一线医护人员需求推出的区域卫生信息化解决方案也已在30余个省市卫生信息平台规模应用。另外，共有64,696台锐捷AP，被部署在551所医疗机构（全国医疗卫生数达99万个）；超112,926间病房、数千个门急诊、输液和手术室，已被无线覆盖，服务上亿病患；216家医院已采用公司的医疗IT运营管理解决方案，其中40%以上为三级甲等医院。

四、轨交行业：国内轨道交通无线上网设备与解决方案龙头

3月25日，中国城市轨道交通协会发布《城市轨道交通2016年度统计和分析报告》。《报告》指出，截至2016年年底，中国大陆地区共30个城市开通运营城市轨道交通，共计133条线路，全年城轨交通完成投资3847亿元，在建线路总长5636.5公里，均创历史新高。同时，交通运输部数据表明，近七年来，轨道交通运营里程和客运量持续快速增长。

图 13：2010-2016 年轨道交通发展情况



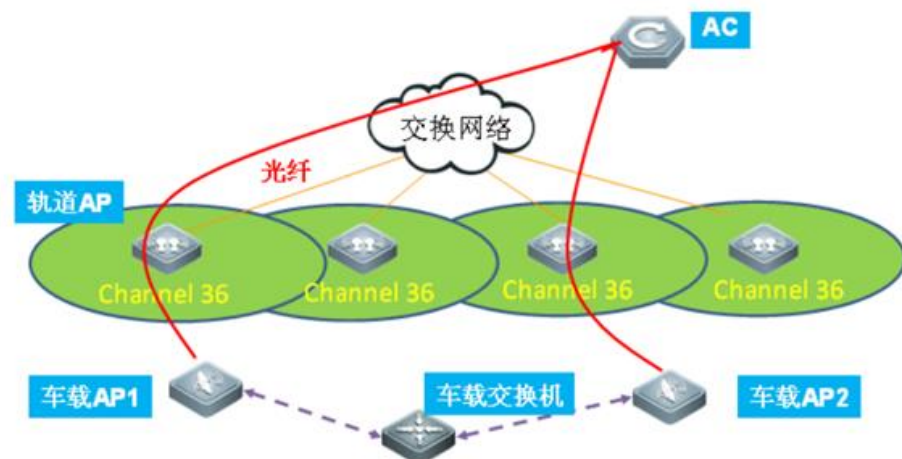
资料来源：交通运输部，申万宏源研究

国际数据公司（IDC）的最新数据显示，在交通类通信市场份额排名中，星网锐捷位列第一。作为国内轨道交通通信的龙头企业，与北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、武汉、长沙、青岛等全国多地轨道交通运营单位展开深度合作，如长春轻轨三期建设项目，沈阳路局哈大高铁客专项目等。星网锐捷提供的主要产品如下：

（1）轨道交通乘客信息系统（PIS）

这是业内首套关注地铁行车增值运营，实现全车摄像头并发监控的 PIS 解决方案。指挥中心可实时调度列车车厢摄像头及站台屏蔽门监测点的监控画面，对车厢内外进行无死角远程监控，确保行车安全。同时，还可以为 PIS 系统提供互联网扩展接口，给了地铁公司在未来运营增值业务的可能。主要创新点有：12 路摄像头实时并发直播，安全监控无死角，及时应对突发事件，突破了传统上只能实时监控单节车厢（2 路）的局限；充分利用第五代 IEEE802.11ac 技术的性能优势，完美解决了 802.11a/b/g 技术在行车中轨旁切换高丢包、大时延的问题；车载 AP 与轨旁 AP 无线互联，使地铁在高速运行中保持与地面的不间断实时通信，保证车地间信息的可靠传输；研发出“站区快速切换”的专利技术，同时通过“专利技术+定制优化”的手段提供组播保障。

图 14：车地桥接组网示意图



资料来源：交通运输部，申万宏源研究

（2）地铁移动互联网系统（MMIS）

该方案致力于提升乘客在轨道交通场景下进站、上车、乘车、下车、离站、全程智简的上网体验，运营平台可以支撑百万用户级超高并发用户接入与超大规模无线接入网的管理，并已申请创新专利。它提供了真正的新一代可运营 WiFi，单列车平均带宽 400Mbps 以上，丢包率不高于 0.1%，时延小于 10ms，在业内处于领先水平，并提供可视化业务监控，具有“高、全、低、易”的特点，即带宽与安全性高、数据信息全、延时与成本低、使用与后期维护易。因此，该解决方案已成功应用于全国各地铁项目。

表 16: MMIS 方案已参与项目列表

项目	
上海地铁民用通信 WLAN 系统	南昌地铁集团地铁大厦新建网络建设
重庆地铁民用通信 WLAN 系统	福州地铁公司地铁大厦新建网络建设
深圳地铁民用通信 WLAN 系统	成都地铁公司办公无线网络建设
广州地铁民用通信 WLAN 系统	北京地铁运营公司列检系统网络建设
长沙地铁民用通信 WLAN 系统	青岛地铁公司安保中心网络建设
昆明地铁民用通信 WLAN 系统	武汉地铁车库车辆段网络系统建设
武汉地铁民用通信 WLAN 系统	沈阳浑南轻轨网络建设
青岛地铁民用通信 WLAN 系统	12306 网站银联支付系统网络建设
北京地铁西郊线 PIS 系统建设	高铁哈大线网络建设
长春轨道交通网络办公网建设	高铁天建站、沈阳北站交通枢纽网络

资料来源：公开资料, 申万宏源研究

(3) 高铁移动互联网运营解决方案

除城市轨道交通外，今年高铁依旧发展迅猛。交通运输部 4 月 25 日的分析报告指出，2017 年一季度全社会完成营业性客运量 47.9 亿人，同比下降 1.7%，但铁路客运量 7.3 亿人，同比增长 9.6%。高铁出行高速增长，客运量占铁路客运量比重超过 45%。而高铁是智能手机用户使用移动互联网频率较高的场所。

Wi-Fi 覆盖后，一方面，乘客可通过 Wi-Fi 上网打发时间，另一方面，可帮助铁路企业提升服务水平，并且可以通过广告营销、数据挖掘等方式获得新的盈利点。在以上趋势背景下，高铁列车乘客 Wi-Fi 网络的建设势必会得到大力推广，而星网锐捷已经针对高速列车乘客上网的需求，推出了极具特色的高铁移动互联网运营解决方案，同时该解决方案满足铁总的 153 号文件的相关要求。

此方案中，每节车厢部署一台单车服务器进行无线覆盖，车厢之间通过无线桥接或网线互联，一辆列车中部署一台中心服务器，列车通过中心服务器的 4G 链路连接互联网，中心服务器在场站内采用千兆级无线网络同步本地存储信息。用户只需通过微信、短信等多种便捷的认证方式便能实现接入认证。

3. 稳扎稳打的跨界整合能力

公司已形成完整的创业创新模式和跨界整合能力。当上市公司体系内有较好发展前景的业务模式，公司与核心团队共同组建新公司运营新业务，完成创业期进入低风险稳定成长后公司再与少数股东协商进行并购。这样的好处是相较于收购外部企业风险小，整合难度小；同时公司发挥创新创业平台优势，激发新业务管理层在未来与公司保持一致的利益取向。

从 2015 年起强化资本运作，完善战略布局。公司通过投资设立、合并等方式逐步控股或参股多家优秀的公司，通过收购少数股东股权，对子公司加强控制，增强子公司与上市公司的利益一致性，并促进公司不同细分业务间的协同效应，进而推动业绩增长。从资本

运作角度分析，公司行动偏谨慎，近年来并购效果良好，有效降低在相关业务领域投资风险，加快公司发展速度。2015 年公司收购的德明通讯、四创软件均有效完成业绩承诺。

拟收购两家子公司少数股东权益，公司对此次并购标的公司控制较强，业绩承诺可靠程度高，2017-2019 年新增归母净利润 0.71、0.87、1.08 亿元。2017 年初公司公告收购资产草案，拟收购子公司星网视易和升腾资讯少数股东权益。星网视易的前身为星网锐捷视讯产品事业部，升腾资讯是由星网锐捷的前身福建实达网络科技有限公司与 Funrise Pacific Limited 共同出资组建的，均已在公司体系内运行多年；同时，标的公司管理层也多为星网锐捷多年的骨干员工，母公司与子公司管理层利益取向较为一致，对这些子公司有较强的控制力，不会出现公司整合的风险。因此，标的公司管理层作出的业绩承诺可靠程度高，收购标的公司的剩余股权能有效地提高母公司的利润水平。按公司业绩承诺指引，收购两家少数股东权益后 2017-2019 年能新增归母净利润 0.71、0.87、1.08 亿元。

表 17：公司分业务及相应子公司历史营收

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	1,725	1,997	2,644	2,787	3,276	3,642	4,517	5,688
企业级网络设备	725	859	1,176	1,274	1,684	1,792	2,278	3,003
锐捷网络					1,689	1,806	2,343	3,058
通讯产品	374	382	221	155	226	298	488	776
德明通讯							204	419
防灾减灾信息服务							206	281
四创软件							206	281
视频信息应用				159	196	218	231	212
星网视易				161	197	219	245	229
网络终端	340	369	542	580	474	558	531	619
升腾资讯				791	699	817	705	828
其它	270	365	680	555	672	732	782	796

资料来源：公司公告，申万宏源研究

跨界布局智慧圈产业，扩展企业盈利能力，智慧教育布局体现外延布局成效。公司已在智慧教育、智慧家庭、智慧水务、智慧物流、智慧安防等领域提前布局，打造外延“智慧”圈，增加新的利润增长点，多方位扩展企业盈利能力。控股子公司锐捷网络参股的**卓智网络**是国内最大的高校智慧校园网络运营服务商和解决方案提供商，已在 20 多个省市投资建设百余所高校网络，并与高校深度合作物联网、大数据的研发及应用，与教育部、工信部、人社部、科技部、IT 与教育领域知名企业机构开展长期战略合作。公司愿景是未来 5 年覆盖中国 60%以上的高校网络服务，结合数据资源布局、物联网平台覆盖，发掘更广泛的数据价值。公司参股卓智网络，不仅契合公司长期战略方向，其渠道、客户优势与公司传统技术、管理优势发挥协同作用，锐捷极简校园网方案从 1.0 解决校园网扁平化架构方案已经升级到 4.0 极简无线极简运维方案。

采购、生产模式体现母公司及子公司协同整合作用。公司采购模式为星网锐捷汇总子公司采购需求，统一对外招标，选取合适供应商，再由子公司与中标的供应商完成合同的

签订等采购剩余环节。该采购模式充分发挥了星网锐捷采购平台统筹协调资源的能力，通过规模化采购，提高了对原材料供应商的议价能力，有效降低了采购成本；生产模式亦同。

五大战略性产业布局。公司战略中强调将持续发展下一代网络、云计算、智慧通信、物联网和智慧社区五大战略性产业，在各产业链中打造出有竞争力的综合解决方案。

图 15：锐捷跨界布局



资料来源：申万宏源研究

4.21 倍估值龙头公司，推荐买入

4.1 预测公司三年营收增速 25%/19%/22%

1、预测企业级网络设备 2017/2018/2019 年营收增速 30%/19%/23%。

子公司锐捷网络是企业级网络设备领域龙头企业，其无线产品解决方案在交通、金融、教育等多行业稳居首位，年平均增长 70%，远超 15% 的市场平均复合增长率，体现了公司的稀缺性和高壁垒。中短期公司业绩增长驱动力主要来自无线城市包括轨道交通，以及医疗、教育信息化对无线设备的巨大需求；未来 5G、物联网的发展对公司形成持续利好。考虑到传统网络设备（包括电信级和企业级）行业 12%-18% 增速，以及公司在教育、轨交等细分领域高增长趋势，预测企业级网络设备 2017/2018/2019 年营收增速 30%/19%/23%。

2、预测视频信息应用 2017/2018/2019 年营收增速 23%/13%/12%。

2017 年 1 月公司公告拟购买星网视易 48.15% 股权，完成后成为全资子公司。星网视易业绩承诺在 2017/2018/2019 年三个会计年度扣非归母累计净利润不低于 2.47 亿元；根据收益法预测 2017/2018/2019 年净利润分别为 0.69/0.82/0.95 亿元。

星网视易作为数字影音娱乐解决方案供应商，市场范围覆盖中国及东南亚，为国内 KTV 市场的主流供应商，另外公司在就酒吧、影吧和家庭解决方案方面有突破点，业绩承诺大概率完成，基于此我们假设视频信息应用业务 2017/2018/2019 年营收增速 23%/13%/12%。

表 18：星网视易业绩预测

	2017E	2018E	2019E	2020E	CAGR
预测营业收入	281.27	317.42	354.77	401.35	12.58%
收益法预测业绩	69.27	81.54	95.33	109.95	16.65%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3、预测通讯产品 2017/2018/2019 年营收增速 30%/30%/30%。

2015 年公司完成对德明通讯（上海）有限公司 65%股权收购，进入 4G 通讯应用领域。德明通讯业绩承诺在 2015/2016/2017 年扣非归母净利润不低于 0.45/0.55/0.65 亿元，2015-2017 年 CAGR 达到 20%。公司 2015/2016 年实际盈亏 0.49/0.58 亿元，完成度 108%/105%，预测德明通讯大概率超额完成 2017 年业绩承诺。结合该业务历史平均增速以及未来 5G 和物联网发展带来的行业性机会，预测 2017/2018/2019 年营收增速 30%/30%/30%。

4、预测网络终端 2017/2018/2019 年营收增速 15%/16%/18%。

2017 年 1 月公司公告拟购买升腾资讯 40%股权，完成后成为全资子公司。升腾资讯业绩承诺在 2017/2018/2019 年三个会计年度扣非归母累计净利润不低于 3.675 亿元；根据收益法预测 2017/2018/2019 年净利润分别为 0.94/1.18/1.54 亿元。

升腾资讯专注于网络终端和支付 POS 业务。2015 年 IDC 统计报告显示，升腾瘦客户机占中国市场总销量 46%，连续超过 10 年蝉联中国瘦客户机市场销量第一，5 年亚太区销量第一，并在此基础积极发展桌面云与云计算终端。同时升腾资讯支付 POS 业务处于国内领先地位。截至 2017 年 2 月 8 日，公司已签署正在履行中的合同金额 3.90 亿元（2016 年营收 4.19 亿元）。业绩承诺大概率完成，基于此我们假设网络终端业务 2017/2018/2019 年营收增速 15%/16%/18%。

表 19：升腾资讯业绩预测

	2017E	2018E	2019E	2020E	CAGR
预测营业收入	890.10	1,034.51	1,225.77	1,418.18	16.80%
收益法预测业绩	94.08	118.42	154.40	191.66	26.77%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5、预测防灾减灾信息服务业务 2017/2018/2019 年营收增速 30%/30%/30%。

公司持股 40%的子公司四创软件为政府提供防灾减灾信息化全面解决方案，经过十多年发展，公司在国内水利、防汛、海洋与渔业、气象、国土等细分市场建立了一

定的竞争优势和领先地位；公司在防汛水利领域产品覆盖率全国最高。参考公司历史业绩增速，我们预测防灾减灾信息服务业务 2017/2018/2019 年营收增速 30%/30%/30%。

表 20：四创软件近年来业绩快速增长

	2013A	2014	2015	2016
营业收入	137.00		205.74	281.19
营收增速				36.67%
净利润	20.28	38.24	49.46	73.70
净利润增速		88.54%	29.35%	49.01%

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

4.2 两种方法给予目标市值 125 亿元

采用 PE 估计公司 136 亿市值。公司是 A 股上市公司中企业级网络设备领域绝对龙头，其无线产品解决方案在交通、金融、教育等多行业稳居首位，年平均增长 70%，远超 15% 的市场平均复合增长率，体现了公司的稀缺性和高壁垒。同时公司通过两年跨界整合，在网络业务、云计算、支付产品、数字娱乐、智慧通讯、智能家庭等领域形成以拥有自主知识产权的硬件为载体，软件和解决方案为核心的竞争力，业务协同性逐渐提高。中短期公司业绩增长驱动力主要来自无线城市包括轨道交通，以及医疗、教育信息化对无线设备的巨大需求；未来 5G、物联网的发展对公司形成持续利好，公司业务协同性将更会加突出。基于此，公司估值不应低于系统集成商以及单一的网络设备制造商。通过与可比公司估值比较，公司 2017 年 21 倍估值明显低于行业平均水平。结合未来 3 年预测公司 CAGR 超 30%，我们给予公司行业平均 30 倍 PE 估值，目标价 25.20，对应市值 136 亿元。

表 21：公司 2017 年 21 倍估值明显低于行业均值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	总股本（亿股）	收盘价	EPS			PE		
		2017/6/6	2017/6/6	2017/6/6	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
300166.SZ	东方国信	131	6.56	20.01	0.53	0.69	0.93	38	29	22
600498.SH	烽火通信	229	10.46	21.84	0.73	1.01	1.26	30	22	17
000938.SZ	紫光股份	544	10.42	52.22	1.07	1.29	1.52	49	40	34
300038.SZ	梅泰诺	120	3.17	37.95	0.57	1.76	2.24	67	22	17
000034.SZ	神州数码	160	6.54	24.45	0.67	0.68	0.77	36	36	32
	平均值							44	30	24
002396.SZ	星网锐捷	97	5.39	18.00	0.59	0.85	1.14	31	22	16

资料来源：申万宏源研究

注：可比公司预测 EPS 取自 Wind 一致性预测

DCF 估值计算公司内在价值 23.23 元，对应市值 125 亿元。采用申万模型自动抓取的无风险利率 3.29%，取股票市场溢价 4%，Beta 值 1.34，计算得到公司 WACC 为 7.39。预测半

显性阶段收入增速，永续阶段收入增速，FCFF 模型得出公司每股内在价值 23.20 元，对应市值 125 亿元。

表 22: FCFF 估值关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC
显性阶段	3	—		—	7.39%
半显性阶段	6	17%	趋于稳态	趋于稳态	溢价项
递减过渡阶段	6	递减	趋于稳态	趋于稳态	0
永续	After 15 年	3%	7.39%	6.0%	

资料来源：申万宏源研究

表 23: FCFF 估值结果

百万元，元，百万股	价值	比例
显性半显性价值	1,411	11%
终值	9,694	74%
核心企业价值	11,105	85%
加：非核心长期投资	33	0%
货币资金	2,001	15%
交易性金融工具净值	0	0%
企业总价值	13,139	100%
减：付息债务	153	1%
少数股东权益价值	818	6%
少数股东权益	818	
少数股权 PB	1.00	
股权价值	12,168	93%
总股本	539	
每股价值	2016 年末 22.57	
最新每股价值	2017/4/10 23.20	

资料来源：申万宏源研究

谨慎性原则考虑，取两种估值方法结果中较少值，预测公司合理市值 125 亿元，对应目标价格 23.20 元，6 月 5 日收盘价 18.00 元，上涨空间 29%。

5. 附件

5.1 公司外延概况

公司加速在“智慧+”等行业布局，逐步参控股多家业内领跑公司。在国家政策支持与市场趋势的双轮推动下，公司进一步升级业务模式，把握市场发展脉络，不断挖掘新增增长点。通过一系列资本运作进军智慧城市、智慧水务、智慧物流、智慧校园等“智慧+”细分行业，延伸拓展了公司的产业链，拓宽了公司的业务范围和业务渠道，有助于公司持续快速发展。同时，公司以一定比例控股或参股多家企业，有利于逐步形成完善的产业布局的同时，节省自有资金。

智慧水务。2015年3月，公司收购四创软件40%股权，四创软件是国内优秀的防灾减灾信息与应用服务提供商，致力于防汛水利、海洋渔业、气象、国土电力的行业信息化；四创软件又于2016年6月投资设立子公司浙江智水，控股比例55%，以布局城市智慧水务及智慧乡村业务，着眼于智慧城市建设，并瞄准其中的水电智慧化细分市场发力，有利于丰富公司现有的业务，提高公司的整体竞争力。

智慧物流。公司控股子公司升腾资讯于2015年7月投资设立腾云宝，持股45%，以推进国内首个聚焦于社区内“最后一百米”的多元化智慧物流平台——“腾云社区”的发展速度。“腾云社区”全面从升腾资讯原有的传统IT业务中剥离，正式进入互联网领域，并向全国范围开始推广。腾云宝的成立是星网锐捷及升腾资讯由传统IT行业领域向移动互联网领域探索转型的重要一步。后续升腾资讯平移剥离了腾云宝45%股权。

智慧教育。公司在2015年7月以15%比例参股卓智科技，卓智科技是中国最大的高校智慧校园网络运营服务商和解决方案供应商，而锐捷网络已连续多年位居中国教育行业市场占有率排名首位。依靠星网锐捷的支持，卓智科技全力发展大数据、物联网，打造信息、资源、科技、教育生态一体化的智慧教育产业，在智慧教育全生态的战略布局上，可产生一定的协同作用。

无线通讯。2015年4月，收购德明通讯65%股权，德明通讯专注于无线通讯产品的设计、研发、生产和销售，与上市公司在通讯业务上具有较强的互补性，有助于进一步丰富和完善上市公司的通讯业务产品线，可以为客户提供从无线通讯模块到无线应用终端产品、从企业级统一通信到电信级4G LTE应用的完整解决方案，提升通讯业务板块的整体解决方案提供能力。

互联网+娱乐。公司控股子公司星网视易于2015年5月投资设立了专门从事围绕KTV领域的互联网创业子公司凯米网络，持股53.60%。凯米网络的业务模式和发展前景获得资本市场高度认同，于2015年12月按投后3.75亿元估值完成A轮7,500万元融资。凯米公司于2016年6月在深圳前海自贸区投资成立2家全资子公司凯米技术与凯米科技。后续星网视易平移剥离凯米网络53.60%股权。

云支付。升腾资讯于 2016 年 7 月设立杰博实信息技术有限公司，杰博实是一家专注于云支付解决方案与服务的互联网公司。杰博实将利用互联网 POS 等智能设备以及对应的云服务，打造面向实体商户的移动支付、消费管理和营销服务解决方案与平台，致力于为商户提供智能云收银、会员积分、优惠券、微信营销、CRM、行业应用、投资理财、微贷、大数据分析等全方位智能商业服务。

此外，公司通过逐步收购少数股东股权的动作，加强业务协同。2017 年 2 月，将旗下控股公司升腾资讯与星网视易变为全资子公司。从短期看，此次交易对方的业绩承诺，将有效增厚母公司净利润；从长期看，全资控股有利于统筹决策，并促进不同子公司业务间的协同效应，进一步提升上市公司的竞争力。

5.2 金融行业产品应用案例

表 24：公司在金融行业有大规模成功应用案例

机构类型	名称	项目	备注
金融监管机构及政策性银行	中国人民银行征信中心	征信中心 PCS 系统项目	采用了新一代 RG-S8600E 系列云架构网络核心价换机，采用 40G 接口搭建高速网络，能够提供 384 个 10GE 全线速接口。
	中国国家开发银行	分行互联网建设项目	独家中标，所有 37 家一级分行，2 家二级分行，涉及高中低端有线、无线设备共计 5400 余台。
	中国农业发展银行	总行互联网接入项目	采用 RG-S6220 全万兆交换机作为核心及汇聚,8 台 RG-S6000C 交换机作为接入，RG-RSR30-X 路由器作为互联网路由器。
大型国有商业银行	中国建设银行	北京数据中心生产网项目	2 台 RG-N18000 云架构交换机，多台 RG-S6220 和 RG-S6000 的数据中心 TOR 级别设备
		一级分行 SFB 网络改造项目	参与了 17 家一级分行，提供近 60 台高端路由和高端交换设备
		全行 WLAN 建设项目	获得 67%的份额，提供了超过 13000 多台/套无线设备，2 个月内完成。
	中国农业银行	2013-2014 年全行网络安全准入项目	超过 13 家分行选择，应用安全准入交换机超过 2 万台。
		2016 年合肥客服中心项目	提供包括 MCP、ELOG、SNC、EG 等产品总计超过 37000 台/套，完成 24000 个网点交付上线任务。
	中国工商银行	二级分行局域网改造项目	四家分行将所有二级分行的核心交换机替换为 S8600 系列 10 万兆级核心交换机
	中国银行	云南、贵州分行 1#网核心改造项目	采用 RG-S8600E 系列高端交换机、RG-RSR77-X 系列高端路由器、RG-RSR50 系列汇聚路由器、RG-S5750E 系列交换机
	股份制银行	中信银行	813 机房数据中心项目
		全国网点无线营销项目	42 家一级分行，1200 多个网点，近 5000 台 AP
光大银行		全国 802.1X 安全准入项目	共计采购 4000 多台二三层交换机
	华夏银行	3G/4G 建设项目	成功应用于天津、苏州、南京、常州等分行
城商银行	北京银行	灾备中心项目	共 100 多台设备，其中高端交换机 16 台

和农信	江苏邮政	省内网改项目	16 台 S8606 高端交换机, 16 台 RSR7708 高端路由器, 数百台 RSR20-14E 路由器交换一体机和 3G 路由器
	中国邮政储蓄银行	总行云核心项目	构成了邮储银行两地三中心的 SDN 云架构
保险行业	中国人寿	全国扁平化网络建设项目	全面服务于人寿全国 3000 多个分公司
		金融街总部大楼项目	A 座和 B 座总计 5000 多个信息点
	中国人寿	大外网建设项目	超过 10000 台无线 AP、3000 多台安全网关设备以及配套的高端 VPN 网关、集群式 AC 控制器和认证平台。
	中国人保	分公司网络改造项目	协助 35 个省完善辖内局域网及广域网建设, 设备占比超过 30%
	太平洋保险	全国扁平化改造项目	应用于 20 家分公司以及下属的支公司
	中华联合财产保险公司	北京数据中心	重点打造外网安全边界和各分区内网安全边界

资料来源: 申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,517	5,688	7,086	8,427	10,257
营业总成本	4,209	5,319	6,554	7,774	9,383
营业成本	2,453	3,223	4,120	4,933	6,035
营业税金及附加	36	54	67	80	97
销售费用	907	1,091	1,261	1,466	1,723
管理费用	799	957	1,114	1,308	1,548
财务费用	-8	-16	-9	-13	-20
资产减值损失	22	10	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	13	0	0	0
营业利润	315	382	532	653	874
营业外收支	214	235	319	379	462
利润总额	528	617	851	1,032	1,335
所得税	45	60	84	102	132
净利润	483	557	767	930	1,203
少数股东损益	221	238	309	314	388
归属于母公司所有者的净利润	262	319	458	616	815

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,068	4,448	5,839	7,832	9,678
现金及等价物	1,889	2,001	2,857	4,353	5,523
应收款项	1,191	1,296	1,542	1,779	2,101
存货净额	941	1,035	1,323	1,584	1,938
其他流动资产	47	116	116	116	116
长期投资	107	141	141	141	141
固定资产	458	464	434	404	374
无形资产及其他资产	711	696	695	695	694
资产总计	5,344	5,750	7,110	9,072	10,887
流动负债	1,906	2,015	2,415	2,866	3,478
短期借款	118	120	21	21	21
应付款项	1,711	1,798	2,296	2,747	3,359
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	64	34	34	34	34
负债合计	1,969	2,049	2,448	2,900	3,512
股本	539	539	550	583	583
资本公积	846	846	1,029	1,577	1,577
盈余公积	115	140	176	225	289
未分配利润	1,114	1,354	1,776	2,344	3,095
少数股东权益	759	818	1,126	1,440	1,828
股东权益	3,374	3,701	4,658	6,169	7,372
负债和股东权益合计	5,344	5,750	7,106	9,069	10,884

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	483	557	767	930	1,203
加：折旧摊销					
减值	111	119	31	31	31
财务费用	-1	-10	-9	-13	-20
非经营损失	-19	-19	0	0	0
营运资本变动	289	-98	-36	-46	-64
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	924	544	753	902	1,150
资本开支	108	97	0	0	0
其它投资现金流	-34	-15	0	0	0
流					
投资活动现金流	-364	-198	0	0	0
吸收投资	149	25	194	581	0
负债净变化	-19	-18	-99	0	0
支付股利、利息	203	247	-9	-13	-20
其它融资现金流	-5	0	0	0	0
流					
融资活动现金流	-79	-240	104	594	20
净现金流	483	118	856	1,496	1,169

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.59	0.85	1.14	1.51
每股经营现金流	1.71	1.01	1.40	1.67	2.13
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.85	5.35	6.55	8.77	10.28
关键运营指标(%)					
ROIC	16.7	17.5	27.5	33.3	41.0
ROE	10.0	11.1	13.0	13.0	14.7
毛利率	45.7	43.3	41.9	41.5	41.2
EBITDA Margin	8.6	8.2	7.8	8.0	8.6
EBIT Margin	6.6	6.2	7.4	7.6	8.3
收入同比增长	24.0	25.9	24.6	18.9	21.7
净利润同比增长	8.5	21.8	43.4	34.4	32.4
资产负债率	36.9	35.6	34.4	32.0	32.3
净资产周转率	1.73	1.97	2.01	1.78	1.85
总资产周转率	0.85	0.99	1.00	0.93	0.94
有效税率	8.7	9.9	9.9	9.9	9.9
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	40.1	32.9	22.9	17.1	12.9
P/B	4.0	3.6	3.0	2.2	1.9
EV/Sale	2.1	1.7	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	24.4	20.3	15.7	11.2	7.7

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。