

证券研究报告·上市公司深度

通信设备

云计算时代细分市场拓展优势强，国企改革第一步落地空间大（更新）

星网锐捷 (002396)

公司 6 月 2 日公告，收到证监会批准，以发行股份及支付现金收购子公司升腾资讯和星网视易的少数股东权益。收购完成后，升腾资讯和星网视易成为上市公司全资子公司。

表：收购少数股东权益交易情况

序号	被参控公司	标的资产	现金支付/亿元	股份支付/亿元
1	隽丰投资	升腾资讯 40%	1.09	4.36
2	唐朝新	星网视易 26.06%	0.783	1.827
3	刘灵辉	星网视易 22.09%	0.663	1.547
	合计		2.536	7.734

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

福建国资优质企业，少数股东权益情况突出

公司位于福建省福州市，于 1996 年成立。公司上市以来控股股东为电子信息集团，实际控制人为福建省国资委。2016 年 12 月，公司员工达到 7728 人，技术人员总数超过 4000 人，占员工总数约 52%。截至 2016 年底，博士 18 人占比 0.23%，硕士占比 11.66%，本科占比 60.08%，团队人员结构不断优化，创新能力较强。公司多次接待中央领导视察，胡锦涛、温家宝、刘延东、张德江、孟建柱、李源潮等都曾赴公司调研，并肯定公司国内一流的 ICT 应用方案提供商的地位。

公司是国家首批**创新型企业**，旗下网络通讯研究院，拥有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后科研工作站、国际科技合作基地和福建省唯一的省级网络工程实验室；作为国家首批技术创新示范企业，星网锐捷多次承接和入选国家火炬计划、国家 863 计划项目、国家核高基重大专项，形成大批具有国内和国际领先水平的核心技术，截止 2016 年 12 月共申请专利 2371 项，是国家知识产权示范企业。同时与中科院计算所、清华大学、华中科技大学等高校建立了长期合作关系，与 Microsoft、Intel、VMware 等建立联合实验室，与 Citrix、华为、浪潮等企业实现了技术合作。

公司旗下控股子公司众多，参股比例大多在 40%到 65%之间，全资子公司较少。

维持
增持
武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

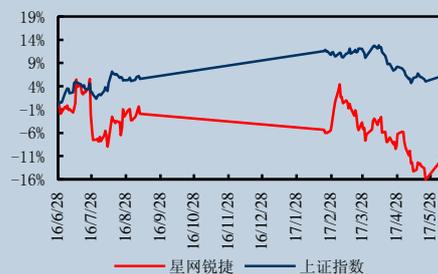
执业证书编号：S1440513090003

发布日期：2017 年 6 月 28 日

当前股价：18.25 元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	7.99/6.69	-4.15/-0.51	-9.02/-19.39
12 月最高/最低价 (元)			22.19/16.5
总股本 (万股)			53911.12
流通 A 股 (万股)			53034.64
总市值 (亿元)			98.39
流通市值 (亿元)			96.79
近 3 月日均成交量 (万)			561.25
主要股东			
福建省电子信息(集团)有限责任公司			28%

股价表现

相关研究报告

17.06.07	云计算时代细分市场拓展优势强，国企改革第一步落地空间大
17.04.28	中报业绩预告可圈可点，收购少数股东股权持续推进
17.03.31	ICT 驱动业务稳健发展，国企改革留下想象空间



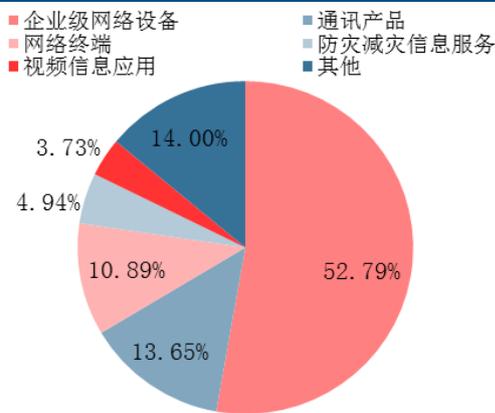
表：星网锐捷旗下部分参股控股子公司情况

序号	被参控股公司	参控关系	直接持股比例	注册资本	营业收入	净利润	是否合并报表
1	锐捷网络股份有限公司	子公司	51.00	1.24	30.58	3.30	是
2	福建升腾资讯有限公司	子公司	60.00	0.80	8.28	0.82	是
3	福建四创软件有限公司	子公司	40.00	0.51	2.81	0.74	是
4	德明通讯(上海)有限责任公司	子公司	65.00	1.00	4.19	0.58	是
5	福建星网视易信息系统有限公司	子公司	51.75	0.50	2.29	0.50	是

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

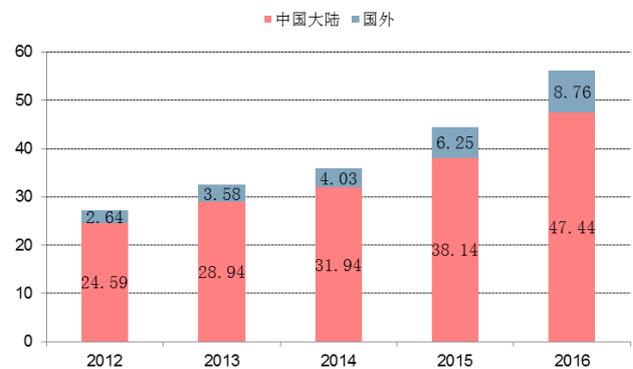
2016 年公司营收达到 56.88 亿，同比增长 25.92%，多年实现业绩稳健增长。

图：公司主营业务



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

图：星网锐捷近年海内外营收情况（单位：亿元）



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

国内一流 ICT 应用方案提供商，多个业务成为细分领域龙头

公司依靠旗下锐捷网络、升腾资讯、星网视易、德明通讯、四创软件等公司布局七大业务。

锐捷网络：数据通信解决方案领导品牌，网络设备云课堂等成为亮点

上市公司网络业务是公司最传统、最核心、最大体量的业务单元，依托于“锐捷网络”开展。锐捷网络 2003 年由实达网络切出，主要从事交换机、路由器、网关等产品和解决方案的研发、服务和销售。

锐捷网络：网络设备龙头，定制化奠定市场地位

ICT 技术储备深厚，解决方案贴近用户，客户资源优质

公司多年重视技术积累。将 15% 的销售收入投入研发，研发人员比例也占公司的 50%，公司依托星网锐捷研究院在北京、上海、成都、天津、福州等 5 地设有研发中心，拥有 1548 项发明专利，在国内网络领域位列前三，与 Broadcom、Marvell、Qualcomm、Intel、TI 等厂商建立了深层次、全方位的技术合作。

同时锐捷网络针对不同行业，力争提出行业解决方案，突出产品的差异化。公司率先在教育、金融、电信、



电子政务、中小企业等行业形成优势，后又拓展至轨道交通、港口民航、商业地产与酒店等新兴行业，推出了政务园区网解决方案、无线城市解决方案、极简校园网整体解决方案、金融数据中心解决方案、数字化医院解决方案等一系列行业解决方案。

值得一提的是，公司在 SDN 技术方面研发实力突出，公司 2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 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 高峰论坛会议，在此后的每年都参加“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。公司 SDN 产品线包括成熟的 RG-ONC 锐捷智能开放网络 SDN 控制器和 RG-NE 系列 SDN 网元等。支持最新的 OpenFlow 协议，并已经形成覆盖园区、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。

凭借优质的技术积累和贴近用户的解决方案设计，2016 年公司在网络产品、WLAN 解决方案在行业内实现了较大的领先优势。2015 年 9 月锐捷网络已被 IDC 评为“中国企业级 WLAN 市场占有率第一”的企业；2016 年 5 月被计世资讯评选为“中国园区网认证解决方案排名第一”的企业。

云课堂产品优势明显，成为公司发展品牌之一

公司依托于教育行业的用户规模，结合自身技术优势，近年发展出的云课堂产品已经成为公司名片之一。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，市场份额达到 75.2%，领先第二名高达 66 个百分点。目前，锐捷云课堂已更新至 3.0 版本，覆盖 3000 多所高职院校和中小学，并为 6000 多间计算机教室、25000 多台云终端提供优质服务。云课堂可以帮助老师快速调节教学，实现分层教学和个性化教学，帮助传统教学转型升级为智能化教学。

短期，随着“全面改薄”的逐步深入，公司云课堂产品规模有望进一步提升。而长期看，云课堂同教育市场深刻耦合，未来在线上教育、智慧教育等新教育形式落地的时代有更多想象空间。

综上，锐捷网络各项业务呈现增长之势。伴随上市公司对小股东股权整合的预期，锐捷网络的业绩成长性将会进一步体现。

升腾资讯：瘦客户机、“桌面云”布局垂直市场，支付 POS 乘智能化之风发展

上市公司之前持有升腾资讯 60% 的股权，升腾资讯管理层设立的隼丰投资持有升腾资讯 40% 的股权。2017 年 1 月 25 日，公司公告收购隼丰投资持有升腾资讯 40% 的股权的草案。6 月 2 日获得证监会批准通过。此次交易对价 5.45 亿：其中现金支付 1.09 亿元，股份支付 4.36 亿元。股份发行价格初步定为 17.61 元/股。

升腾资讯是上市公司最早最核心的布局业务之一，目前拥有 600 余位名具有丰富经验的研发人员。公司目前是亚太领先的瘦客户机、支付 POS、云终端及“桌面云”整体解决方案供应商，三大产品在市场上均有较强竞争力。

升腾资讯：瘦客户机&桌面云龙头，支付 POS 业务分羹者

2015 年 IDC 统计显示，升腾瘦客户机占中国瘦客户机市场销量的 46%，并蝉联中国瘦客户机市场销量第一 10 余年，5 年亚太区销量第一，主要面向金融单位、政府机构、教育行业等大型客户，依托在教育等行业的客



户优势，拥有较完善的垂直行业解决方案，公司产品耗能仅为传统客户机的 7.5%。2012 年升腾资讯正式成为中国云计算技术与产业联盟的成员，2015 年推出“升腾威讯”桌面云方案，实现了从云终端设备厂商向桌面云整体解决方案厂商的转型，目前产品增长良好。

另外，公司率先进入智能 POS 市场，布局处于国内领先地位。升腾资讯以 V8 为代表的智能 POS 产品得到市场认可，与拉卡拉商务服务有限公司等建立了战略合作伙伴关系。公司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。根据未经审计财务数据，2016 年智能 POS 产品线营业收入达到 1.24 亿，较 2014、2015 年分别增长 114.50%、676.89%。

升腾资讯目前已取得 154 项业务资质和 165 项知识产权。此外公司与 VMware、Citrix、华为、Microsoft、Intel 等知名 IT 巨头建立全方位、深层次的合作，将国际最先进的 IT 技术与终端应用无缝接轨，为客户提供完善的整体解决方案。

星网视易：KTV 娱乐领域龙头，向家庭娱乐等新客户切入决心明显

星网视易从 1998 年开始研发视频通讯相关产品与解决方案，是上市公司另一大核心布局。公司是 KTV 娱乐领域绝对龙头，市场覆盖全中国及东南亚，占有率超过 50%。公司也是“中国文化艺术行业协会”常务理事单位。

截至目前，公司现有员工人数近 700 人，其中技术人员占比 70%，共拥有 172 项专利、39 项商标、46 项软件著作权、17 项作品著作权和 9 项域名。现已荣获国家科技部火炬计划重点高新技术企业，福建省创新型企业，福建省企业知名字号，福建省著名商标，福建知识产权优势企业，福建省数字媒体计算企业工程技术研究中心等荣誉称号。

此次公司拟向唐朝新、刘灵辉以发行股份和支付现金方式购买其持有的星网视易的 48.15% 股权，其中现金支付 1.446 亿，股份支付 3.374 亿。发行价格定为 17.61 元。

根据客户不同，公司分设数字娱乐事业部和家庭娱乐事业部两大事业部。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解决方案。网络版解决方案包括点歌机、服务器、点歌系统和娱乐场所管理系统；单机版解决方案包括家庭点歌机点歌系统等。数字娱乐事业部通过一二级渠道合作伙伴形成销售渠道；家庭娱乐事业部通过直销和渠道销售相结合的模式进行产品销售。目前公司收入仍以数字娱乐事业部为主。

表：星网视易两大事业部布局

	数字娱乐事业部	家庭娱乐事业部
客户	KTV、影吧、酒吧	家庭、军队、小型商用、海外市场
产品类型	网络版	单机版
具体产品	点歌机、服务器、点歌系统和娱乐场所管理系统	家庭点歌机点歌系统
销售方式	渠道销售	直销和渠道销售相结合

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

公司未来发展空间仍在成长中。2015 年国内市场 KTV 数量达到 10 万家，包厢数量超过 200 万间；酒吧



数量达到 5.15 万家，而且每年以超过 10% 的速度增长。未来几年将有 3~5 万家影吧，即 30~50 万观影包的市场出现。

针对数字娱乐事业部，2017 年上半年公司将推出全新一代魔云 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，促进网络版产品的销售。此外，星网锐捷积极开拓影吧、酒吧市场，也将于 2017 年面向新市场推出针对性产品。针对家庭娱乐事业部，小型商用、家庭、文化工程、海外市场四个市场将成为星网锐捷未来核心的利润增长点：2014 年、2015 年营业收入同比增长率为 37.71%、45.72%。2016 年数据初步显示，小型商用市场同比增长 66.32%，海外市场同比增长 243.18%。目前，公司海外市场发展区域代理商共 5 家，主要地区有越南、马来西亚、台湾、新加坡、印尼，目前市场尚处于起步探索阶段。

融合通信、4G 业务、防灾减灾等业务平稳发展

融合通信业务

公司在全国超过 20 个省市和地区建立起了销售和服务网络，继续在 IPPBX、综合接入网关 IAD、AG 等 IMS 传统接入设备领域，为政企用户提供融合数据、语音和视频的通信方案和系统，实现跨运营商融合、固移融合、异地语音组网、统一总机等通信方案，是国内三大电信运营商的重要合作伙伴。同时，公司还推出了面向商务办公应用的企业级统一通讯与协同系统，以及面向智慧家庭的解决方案。目前客户包括湖北工商局、永辉超市、湖北省机要局等。

4G 业务

2015 年公司通过收购德明通讯 65% 的股权进入 4G 业务，德明通讯 2010 年开始涉入 4G LTE 产品与技术，是中国移动 2010 年试验网、2011 年规模试验网、2012 年第一轮集采的中标企业。

近年来，根据客户需求开发的定制化 4G 产品在海外市场受到客户认可，业务规模和盈利能力稳步提升。德明通讯承诺 2015~2017 年归母净利润不低于 4500 万元、5500 万元和 6500 万元。

防灾减灾业务

2001 年成立，是国内同行业最大、研发能力最强的企业。公司 2015 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；截止至 2014 年底，公司研发主导的“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，市占率第一。

同时，公司为产业用户提供防灾减灾信息与应用租赁服务，为社会公众提供防灾减灾信息与预警服务。

2015 年以来，防灾减灾信息系统业务稳步发展，同时在海洋业务领域也取得突破。海洋防灾减灾应急指挥及预报平台在国家海洋局及其四个分局、七个沿海省份成功应用，市占率全国第一。

投资建议与评级



1、公司近期收购升腾资讯和星网视易的少数股东权益事项获批，在不改变地方国资委控股的前提下，通过内部整合提升了公司的盈利能力。公司经营效率预计将会进一步提升，同时公司业绩也有大幅增厚。公司目前子公司和小股东仍然较多。此次收购如对公司治理有帮助，未来或成为公司整合的第一步。

2、子公司锐捷网络发展较快。随着云计算的落地和国产替代效应的提升，锐捷网络交换机、路由器市场规模将快速提升。公司在 SDN 等关键技术方面布局深入，在云数据中心和未来网络场景中需求或将大幅提升。云计算、网络提速降费同时也对公司瘦客户机和云桌面等产品的推广起到利好。而 WLAN、云课堂产品也将成为重要收入贡献来源。

3、公司 KTV 业务、融合通信业务、4G 业务、防灾减灾等业务发展态势良好，成为公司稳步发展的重要板块。

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 4.33 亿和 6.05 亿和 8.03 亿元，考虑发行股份对应 PE 24X、17X、13X。公司历史估值中枢在 30X 以上，随着云计算、国产替代、国企改革趋势的落地，竞争优势相对更加明显，强烈推荐！

风险提示

各项业务发展低于预期。

行业竞争加剧。



目录

福建国资优质企业，少数股东权益情况突出	1
国内一流 ICT 应用方案提供商，多个业务成为细分领域龙头	5
锐捷网络：数据通信解决方案领导品牌，网络设备云课堂等成为亮点	5
网络设备市场国内外出现分化，我国产品国内份额逐步提升	5
锐捷网络：网络设备龙头，定制化奠定市场地位	8
升腾资讯：瘦客户机、“桌面云”布局垂直市场，支付 POS 乘智能化之风发展	11
瘦客户机、“桌面云”、支付 POS 市场规模不断提升，国产替代效应明显	11
星网视易：KTV 娱乐领域龙头，向家庭娱乐等新客户切入决心明显	17
融合通信、4G 业务、防灾减灾等业务平稳发展	19
融合通信业务	19
4G 业务	20
防灾减灾业务	21
投资建议与评级	21
风险提示	22



图目录

图 1: 公司实际控制人情况	3
图 2: 公司主营业务	5
图 3: 星网锐捷近年海内外营收情况 (单位: 亿元)	5
图 4: 全球交换机市场前五大厂商 2015~2016 市场规模	6
图 5: 2016 年我国交换机市场品牌关注比例	6
图 6: 我国 2016 年交换机市场结构	6
图 7: 我国路由器市场品牌关注比例 (2015 年 1 月)	6
图 8: 802.11 WLAN 标准发展	7
图 9: 2016Q1 和 Q2 中国企业级 WLAN 市场关注品牌排名	7
图 10: 锐捷网络产品列表	8
图 11: 锐捷网络营收和利润情况 (单位: 亿元)	10
图 12: 锐捷网络净利润率情况	10
图 13: 锐捷网络基于 SDN 的云园区网方案	10
图 14: 锐捷网络基于 SDN 的云数据中心方案	10
图 15: 瘦客户机应用行业	12
图 16: 中国瘦客户机市场发展情况预测	12
图 17: 云桌面解决方案架构	13
图 18: 桌面云客户类型分析	13
图 19: 2008-2015 年中国 POS 机数量规模和增速	14
图 20: 近年我国非现金交易和移动交易规模	14
图 21: 升腾资讯桌面云解决方案	16
图 22: 升腾资讯智能 POS——V8	16
图 23: 升腾资讯营收和净利润情况	17
图 24: 升腾资讯各产品线毛利率情况	17
图 25: 星网视易 KTV 解决方案	18
图 26: 星网视易近年收入利润水平和毛利率情况	19
图 27: 星网视易近年市场分拆收入情况	19
图 28: 星网视易未来收入利润水平和毛利率情况预测	19
图 29: 星网视易未来市场分拆收入情况预测 (单位: 万元)	19
图 30: 星网锐捷融合通信业务产品线	20
图 31: 德明通讯客户分布	20
图 32: 德明通讯产品线	21



表目录

表 1: 公司发展历史沿革	1
表 2: 公司十大股东情况（截至 2017 年一季报）	3
表 3: 星网锐捷旗下参股控股子公司情况	4
表 4: WLAN 标准一览	7
表 5: 锐捷网络成功案例	8
表 6: 瘦客户机与普通 PC 机的对比.....	11
表 7: 央行刷卡手续费改革前后情况说明	14
表 8: 智能 POS 市场主要参与者及其产品概况	15
表 9: 星网视易两大事业部布局	18



福建国资优质企业，少数股东权益情况突出

公司位于福建省福州市，于 1996 年成立。2005 年 9 月 5 日经国家商务部批准，由福建星网锐捷通讯有限公司整体变更设立为外商投资股份有限公司，2010 年 6 月 23 日于深交所上市。

表 1：公司发展历史沿革

年	相关事件
2000	实达集团与香港一家上市公司投资的实达网络科技有限公司宣告成立，注册资本 5000 万元，首期投入资金 2 亿元。
2002	福建省电子信息集团成为“实达网络”的新控股股东。10 月，实达网络在瘦客户机事业部的基础上成立控股子公司——升腾资讯。
2003	电子信息集团注资 5000 万元将注册资金增加至 1 亿元。实达网络宣布网络产品子品牌——“锐捷网络”；通讯终端品牌“星网数码”。10 月实达网络正式启用“星网锐捷”新品牌。年内在教育、金融、电信、电子政务、中小企业等行业和网络设备、通讯数码、NC 等领域确立了全面领先地位，成为国内主流的三大网络通讯厂商之一。星网数码、锐捷网络、升腾资讯、升腾软件快速发展，年销售额同比增长 60%，突破 8 亿元。公司搬迁至金山橘园洲“星网锐捷科技园”。
2004	吴邦国等领导先后参观，公司发展顺利。视易事业部推出“视易星云 KTV 系统”，销量屡创新高。
2005	股份制改造完成。锐捷网络扩大了教育市场领先优势，在金融、医疗、中小企业等市场迅猛发展。升腾资讯在 12 月创下了终端单月销量突破 11000 台的历史新纪录。星网数码开启战略转型。星网视讯事业部先后推出了一系列视易星云 KTV 娱乐系统。星网锐捷 VOD、GPS 新业务实现开门红。
2006	胡锦涛参观考察公司，成为创新型企业试点。升腾资讯以 10.5 万台的年销量登顶中国瘦客户机市场第一品牌，其 2006 年度市场占有率近 30%。AMD 同公司结成战略合作伙伴，推出产品并成立联合技术中心。
2007	继续做大做强现有的锐捷网络、升腾终端、星网通讯、GPS 四条产品线，全年利润总额首次突破亿元大关，其中锐捷网络利润超过八千万元，锐捷网络操作系统 RGNOS 10.1 发布，升腾终端产品销量首次突破十万台，星网通讯 ADSL 产品全年销量突破 200 万台，实现翻番。GPS 业务成为福建各移动公司最主要的 GPS 终端供应商。
2008	八条产品线充分发挥“软件、硬件、服务三位一体”的核心竞争力。锐捷网络为奥运村、天津奥体中心等网络基础平台提供了可靠的安全保障，升腾资讯瘦客户机服务奥运媒体中心。正式被命名为首批“创新型企业”，是福建省 3 家“创新型企业”之一。升腾资讯 ePOS 年销量同比增长 10 倍，占据了国内固网支付终端市场 59% 份额。GPS 事业部完成了在全国市场的战略布局。公司 DMB 销售额逾 2 千万；NGN 接入设备实现规模化商用，无线监控产品成功打入欧美市场销售突破万台，新业务三小龙 10 倍高增长。
2009	温家宝参观考察。选择锐捷网络作为新华社网络产品及解决方案供应商，完成国庆六十周年大典任务。星网通讯挥师欧洲、东南亚、俄罗斯、非洲等主要市场的基础上，成功突围印度市场，ADSL 销量近 300 万台。星网视易成为娱乐行业标准的制定者，机顶盒月销量突破万台大关。
2010	深交所挂牌上市。星网锐捷推出“云端应用整体解决方案”和下一代数据中心与云计算交换机产品 RG-S6200-48XS，更与 VMware 结成战略联盟。电信市场中标中移动 IMS 接入网设备项目招标，4 个系列产品综合排名第一。升腾资讯成功入选国家“核高基重大专项”，同时为世博售票保驾护航，增长率达到 178.99%。星网视易推出全球首款 3D 高清智能娱乐系统“魔方”。星网锐捷积极投身智慧城市的建设。
2011	刘延东参观视察。海西科技园奠基开工。成为第 26 届世界大学生运动会基础网络平台整网解决方案供应商。深度布局云计算产业，推出基于 100G 平台的下一代数据中心与云计算交换机，同时中标阿里巴巴云计算数据中心项目，承担超过 1 亿在线用户的并发访问量；2011 年全新推出的服务品牌 Better Net。升腾资讯蝉联亚太区（不包括日本）瘦客户机销量排名第一；跨足“桌面云”领域，加强与华为、VMware 等国际巨头在云计算领域的战略合作，与 VMware 联合发布首款为中国用户量身定制的桌面虚拟化解决方案——升腾 CT Vision。星网视易全年机顶盒销量突破 12 万台，数字娱乐最高单月销售直逼 2 万台。星网锐捷与运营商合作在新一代 VoIP 业务方案研究与开发、网络设备应用解决方案、物联网无线报警标准化应用、物联网智能交通领域均成为其重要的合作伙伴并参与标准制定；星网锐捷致力于在 3G 与物联网应用领域持续拓展，为与运营商合作向纵深化发展奠定了基础。星网锐捷安防科技有限公司正式成立。



- 2012 锐捷网络再次中标新华社伦敦奥运会移动报道平台；融合通信产品线在国内已有 20 多个省级电信运营商大规模商用，海外市场持续快速增长，全年累计销售超过 100 万线。升腾资讯正式成为中国云计算技术与产业联盟的成员；瘦客户机与嵌入式智能系统市场荣获微软“价值商业伙伴”奖牌；支付 POS 整体累计出货量突破 300 万台大关。星网视易全球率先推出魔云移动互联网云娱乐系统。
- 2013 供应链平台及安防科研基地全面进驻星网锐捷海西科技园。
- 锐捷网络实现 88% 地市市场覆盖，在教育、金融、政府等传统优势行业上保持高速增长的同时，在运营、交通、能源、军工、传媒、互联网和公共事业等领域全面突破，全年实现订单额 20 亿，利润超 2 亿元，利润增长 1 倍。全球首推可同时支持云数据中心和云园区网的核心交换机 Newton、业界最高性能无线 AP 和“云课堂”；先后大份额中标中移动、电信、国家电网的集采项目，独家中标建行总行、中国银行总行项目，核心交换机中标马来西亚最高学府，为全球客户带来锐捷创新价值；同时作为国内唯一参与者进入欧盟 FIRE 计划、战略联盟浪潮集团、成为国产主机系统联盟副理事长单位。
- 升腾资讯新在金融行业屡屡突破；与 Citrix System 在桌面虚拟化领域建立了重要合作伙伴产业联盟。
- 视易数字娱乐业务全年机顶盒销量突破 20 万台，联网 KTV 场所突破 1500 家，同比增加 200%，覆盖所有一线城市。推出 KTV 娱乐神器——K 米，客户端用户数突破百万，高居市场占有率第一。
- 2014 完成对睿云联（厦门）网络通讯技术有限公司的并购，进一步提升公司统一通信与协同产品的市场竞争优势。以自有资金 2.4 亿元收购四创软件 40% 的股权，进军新兴的防灾减灾信息化市场。年末启动并购德明通讯，切入 4G 及通讯上游市场。
- 锐捷网络中标百度数据中心网络设备招标 50% 份额，帮助百度建设万兆架构；在海关总署金关工程二期建设项目中成功揽获十五个分关的建设。成功发布极简网络解决方案、全新下一代高性能防火墙、睿易 O2O 营销云平台解决方案等多款业界领先产品和解决方案。
- 升腾资讯“面向云计算的虚拟桌面技术合作研究”项目顺利验收，拿下国家电网辽宁试点项目，斩获“巴西 CAIXA 银行采购项目”和英国政府项目的终端大单，为产品在拉美及欧洲市场的开拓迈出重要一步。
- 魔云 5.0 系统全面升级；K 米全国联网 K 市场份额达到 90% 以上，APP 注册用户超过 300 万，与支付宝就软件系统/终端集成达成合作。企业通信在运营商市场份额实现进一步提升，成功落地多个万线级统一通信大项目，推出智信 UC，为 5 万家政企用户实现了员工无障碍沟通协作。
- 星网安防全年实现营业额 80% 增长，远超行业 25% 的平均增长率，再次跻身中国安防国内 50 强企业。
- 2015 根据 IDC，锐捷网络以 23.34% 的占有率领跑中国企业级 WLAN 市场，发布多款业界领先产品。
- 升腾资讯联合拉卡拉组建战略联盟，推出拉卡拉云平台及互联网 POS+ V8 等互联网 POS+ 系列产品。同时桌面云在斯里兰卡 People's bank 采购、印尼雅加达教育等项目实现了海外金融、教育市场突破。
- 星网视易推出全新“K 米 魔云 6”系统；线下联网 KTV 已超过 7000 家，服务超过 5 万家娱乐场所；单机版产品销往全球 20 多个国家和地区，跻升家用点歌机行业前三强，全年销售额同比增长 30%。旗下子公司凯米网络成立，并与 BAT 等达成合作，构建 KTV O2O 平台。K 米 APP 用户突破 2500 万，覆盖人群过亿。
- 成立福建星网智慧科技股份有限公司，聚焦党政军、园区、旅游、中小企业等行业，致力于成为国内领先的 ICT 设备供应商、方案提供商和系统集成商。
- 腾云宝、星微门、星智装等品牌陆续发布。
- 四创软件在防汛业务领域保持优势以外，在海洋业务领域取得了重大突破，单个项目中标合同额超过 3000 万元。
- 入股及支付现金购买德明电讯 65% 股份。德明通讯在海外市场表现抢眼，北美市场年出货量首超百万，成为北美后装车市场的主要提供商之一；在北欧和东欧多个国家与移动运营商深度合作，产品销售超过 1 亿元人民币，在多个国家的相关产品线市场占有率超过 70%。
- 2016 锐捷网络全年销售额同比增长 30%；教育市场超 40% 大幅增长，国际、交通、商贸地产酒店、企业、公共安全等均超过 80% 增长，SMB 连续 4 年增长超 50%；取得了阿里、爱奇艺、苏宁、里约奥运、无线城市等众多重大市场突破。自主研发的“车载 Wi-Fi 专利技术”在 2016 年获得全面覆盖，公交、地铁、普快、大巴、轮船、航空等交通行业的企业级 WLAN 市场占有率排名第一，市场份额达到 63%；发布的 WIS 无线智能服务，实时在线用户数突破 100 万，销量连续 3 年超过 100% 增长的云课堂步入 3.0 时代，市场份额达 77.1%。



升腾资讯云 POS 销量突破 50 万台；与英特尔携手推出业内首创金融柜面专用可信智能终端；IVYCloud 威讯云企业版实现从虚拟化到云计算的转身，桌面云 2.0 方案覆盖全国近 20 个省市，实现销售额 200% 增长；腾云社区开通近三千个腾云小站；成立子公司“江苏杰博信息技术有限公司”强力进军云支付平台技术服务与收单外包服务市场。

星网智慧携手中移动，推出云视讯，迅速覆盖至全国 27 个省市自治区的 350 余个政企行业客户，近 6000 个会场。

星网视易积极助力文化部推动 KTV 行业转型升级，服务超过 5 万家娱乐场所；K 米 APP 用户突破 5000 万，连接超 10000 家线下联网 KTV，深度战略合作阿里音乐、滴滴出行、百度糯米等

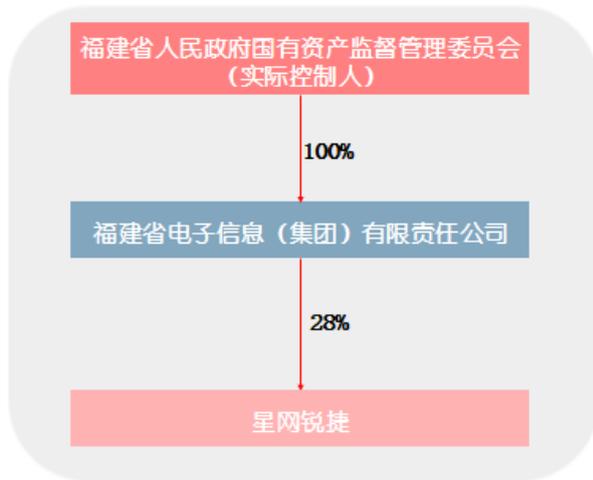
四创软件在进一步稳固原有防汛领域领先地位的同时，大力拓展海洋市场。推出的四创防灾云服务台风朋友圈分享版，也成为移动互联网+大数据平台服务民生的一大创新，在台风“莫兰蒂”期间，来自全球的总访问量突破 739 万次，截止年底该平台已在全国 20 多个省市单位成功运用。

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，作为移动运营商曲线进入固网运营市场的重要项目，已成功中标美国第一大运营商 Verizon，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，迅速获得市场认可，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。

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

公司上市以来控股股东为电子信息集团，实际控制人为福建省国资委。

图 1：公司实际控制人情况



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

表 2：公司十大股东情况（截至 2017 年一季度）

股东名称	占总股本比例 (%)
福建省电子信息（集团）有限责任公司	28.00%
新疆维实创业投资股份有限公司	8.58%
FINET INVESTMENT LIMITED	5.00%
中央汇金资产管理有限责任公司	3.97%
福建石油化工集团有限责任公司	1.31%
中国银行股份有限公司-华夏新经济灵活配 置混合型发起式证券投资基金	1.02%
北京和谐成长投资中心（有限合伙）	0.69%
丁俊明	0.53%
福建省招标采购集团有限公司	0.51%
中融国际信托有限公司-中融-日进斗金 22 号证券投资单-资金信托	0.51%

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

公司是国家首批**创新型企业**，旗下网络通讯研究院，拥有国家级企业技术中心、院士工作站、博士后科研工作站、国际科技合作基地和福建省唯一的省级网络工程实验室；作为国家首批技术创新示范企业，星网锐捷多次承接和入选国家火炬计划、国家 863 计划项目、国家核高基重大专项，形成大批具有国内和国际领先水平的核心技术，截止 2016 年 12 月共申请专利 2371 项，是国家知识产权示范企业。同时与中科院计算所、清华大学、华中科技大学等高校建立了长期合作关系，与 Microsoft、Intel、VMware 等建立联合实验室，与 Citrix、华为、浪潮等企业实现了技术合作。

2016 年 12 月，公司员工达到 7728 人，技术人员总数超过 4000 人，占员工总数约 52%。截至 2016 年底，博士 18 人占比 0.23%，硕士占比 11.66%，本科占比 60.08%，团队人员结构不断优化，创新能力较强。公司研发投入占比销售收入的 10%。仅 2016 年即获得“2016 中国品牌价值评价”电子企业前十名、2016 年工业企



业质量标杆、中国软件业务收入前百家企业、福建工业设计协会副会长单位及理事会副会长单位、2015 年度国家知识产权示范企业认证等多个荣誉。

公司多次接待中央领导视察，胡锦涛、温家宝、刘延东、张德江、孟建柱、李源潮等都曾赴公司调研，并肯定公司国内一流的 ICT 应用方案提供商的地位。

公司旗下控股子公司众多，参股比例大多在 40%到 65%之间，全资子公司较少。

表 3：星网锐捷旗下参股控股子公司情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	注册资本	营业收入	净利润	是否合并报表
1	锐捷网络股份有限公司	子公司	51.00	1.24	30.58	3.30	是
2	福建升腾资讯有限公司	子公司	60.00	0.80	8.28	0.82	是
3	福建四创软件有限公司	子公司	40.00	0.51	2.81	0.74	是
4	德明通讯(上海)有限责任公司	子公司	65.00	1.00	4.19	0.58	是
5	福建星网视易信息系统有限公司	子公司	51.75	0.50	2.29	0.50	是
6	北京福富软件技术股份有限公司	联营企业	37.37		3.29	0.03	
7	睿云联(厦门)网络通讯技术有限公司	联营企业			0.21	-0.03	
8	上海爱伟迅数码科技有限公司	子公司					是
9	宁波谦石星网股权投资管理有限公司	联营企业	30.00				
10	福建随行软件有限公司	子公司					是
11	福建星网信通软件有限公司	子公司					是
12	星网锐捷(香港)有限公司	子公司	100.00				是
13	浙江知水信息技术有限公司	子公司					是
14	福建腾云宝有限公司	联营企业					
15	江苏杰博实信息技术有限公司	子公司					是
16	福建星网智慧科技股份有限公司	子公司					是
17	浙江四创智水信息技术有限公司	子公司					是
18	福建星网智慧软件有限公司	子公司					是
19	厦门星网锐捷软件有限公司	子公司					是
20	北京博雅天安信息技术有限公司	子公司					是
21	福建凯米网络科技有限公司	子公司					是
22	福建星网隼丰信息技术有限公司	子公司					是
23	厦门星网天合智能科技有限公司	子公司					是
24	福建星网锐捷安防科技有限公司	子公司					是
25	深圳凯米网络科技有限公司	子公司					是
26	福建星网互娱网络科技有限公司	子公司	51.85				是
27	福建星网锐捷软件有限公司	子公司	100.00				是
28	福建省公共资源交易公共服务平台有限公司	子公司					是
29	北京星网锐捷网络技术有限公司	子公司					是

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

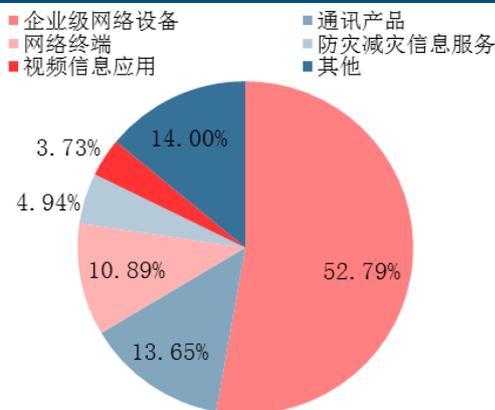


公司依靠旗下子公司布局网络通讯、交换机、云计算终端、瘦客户机、支付 POS、“桌面云”、无线接入、宽带接入、统一通信、视频信息应用、减灾防灾信息化等各多个领域，同时也积极拓展移动互联网、云计算、物联网、下一代网络、智慧园区、大数据等新兴市场。通过多元化的发展，公司现已形成网络业务、云计算业务、支付业务、数字娱乐业务、融合通信业务、4G 业务、防灾减灾信息等发展方向，产品形态丰富，全面涵盖软件、硬件和服务。

同时，公司积极拓展海外市场，产品已销往俄罗斯、印度、东南亚、非洲、美国等国家，国外份额持续提升，产品在全球竞争力逐步提升。

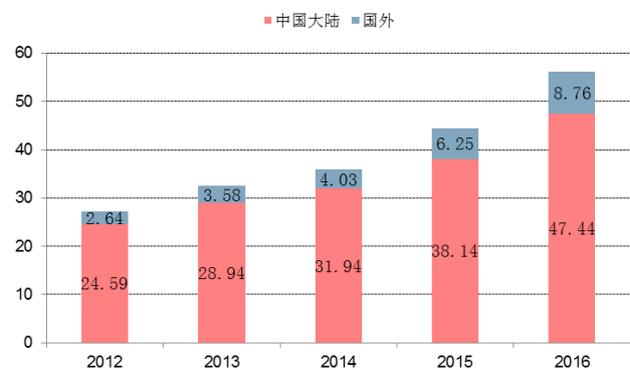
2016 年公司营收达到 56.88 亿，同比增长 25.92%，多年实现业绩稳健增长。

图 2：公司主营业务



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

图 3：星网锐捷近年海内外营收情况（单位：亿元）



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

国内一流 ICT 应用方案提供商，多个业务成为细分领域龙头

公司依靠旗下锐捷网络、升腾资讯、星网视易、德明通讯、四创软件等公司布局七大业务。

锐捷网络：数据通信解决方案领导品牌，网络设备云课堂等成为亮点

上市公司网络业务是公司最传统、最核心、最大体量的业务单元，依托于“锐捷网络”开展。锐捷网络 2003 年由实达网络切出，主要从事交换机、路由器、网关等产品和解决方案的研发、服务和销售。

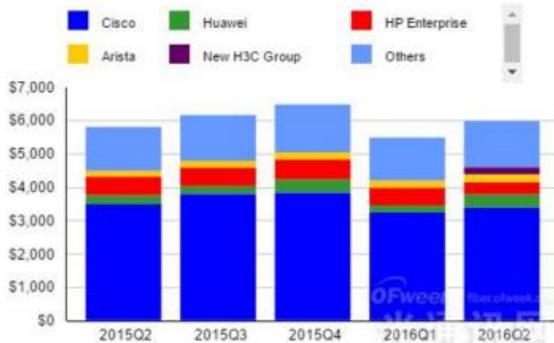
网络设备市场国内外出现分化，我国产品国内份额逐步提升

我国交换机&路由器市场增长快于全球，国产品牌认同度高

需求侧，随着网络的不停建设，基础网络设备的规模不断提升，造成了交换机市场容量的提升。IDC 预计 2016 年 Q3，全球以太网交换机市场营收达 62.9 亿美元，环比增加 2%；而我国交换机市场增速达到 12.9%，超过全球水平。另外，随着 SDN（软件定义网络）和 NFV（网络功能虚拟化）趋势的落地，支持以上功能的交换机渐渐成为市场主流。另外，随着数据中心的快速建设，数据中心中的网络交换机的数量和品质都有进一步提升的空间。

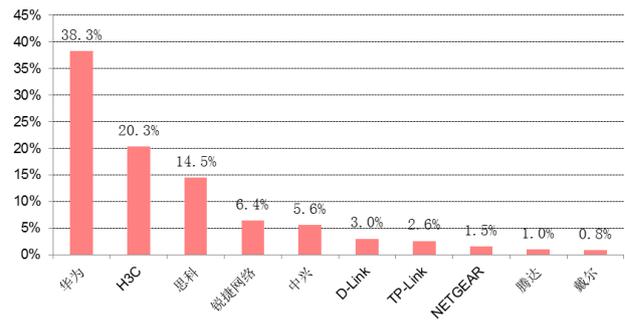
供给侧，目前交换机市场仍存在巨头垄断情况，但巨头垄断出现松动迹象，并购出现。思科最新的 N9000 系列已经兼容 SDN，但其 ACI 产品通过定制方法提供，实则继续封闭产品线，2016Q2 出现下滑。而华为在此方面继续发力，以太网交换机营收增长 44%。Arista 以太网交换机 2016Q2 营收增长 35.4%。从全球市场引燃同时随着“白盒交换机”的兴起，长尾效应逐步提升，中小厂商或在未来参与交换机市场的竞争趋势初现。另外，博通以 59 亿美元收购博科，体现市场竞争的加剧。

图 4：全球交换机市场前五大厂商 2015~2016 市场规模



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

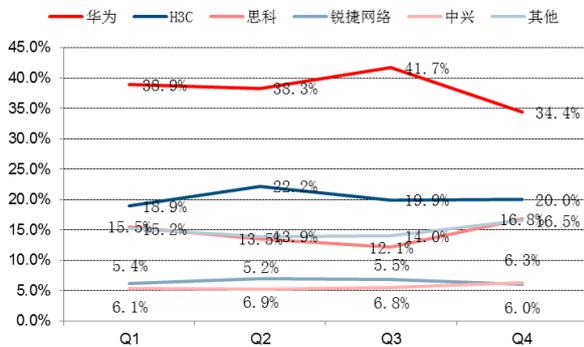
图 5：2016 年我国交换机市场品牌关注比例



资料来源：ZOL，中信建投证券研究发展部

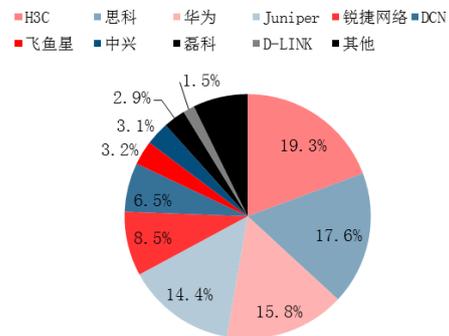
我国交换机市场相比全球市场，国产品牌从 2014 年开始上扬，受关注度高。特别在国内国产替代的大背景下，国产交换机市场比例依然较高。

图 6：我国 2016 年交换机市场结构



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图 7：我国路由器市场品牌关注比例（2015 年 1 月）



资料来源：ZOL，中信建投证券研究发展部

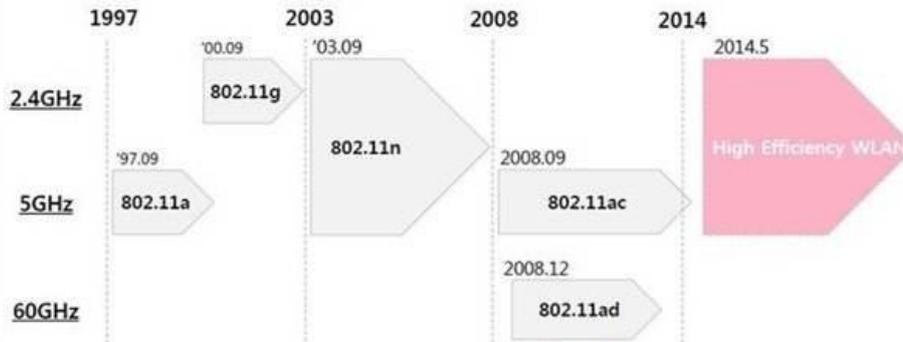
同时，随着企业和服务提供商加强其基础架构产品，路由器营收增加了 2.6%，达到 35.6 亿美元。国内市场的品牌分散度更加突出。

WLAN 市场升级迅速，国产品牌认同度高

近年来，WLAN 的技术发展迅速，802.11 标准由 802.11b、802.11a、802.11g 逐步升级为 802.11n，目前 802.11ac 已经全面商用。2014 年，802.11ac 占全球 1.76 亿接入点出货量的 18%；2016 年，802.11ac 已经成为接入点的主流标准。2016 年也出现了第二个增强版本，因为通过 Wi-Fi 联盟认证的 802.11ac (wave2) 无线设备即将上市。



图 8：802.11 WLAN 标准发展



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

表 4：WLAN 标准一览

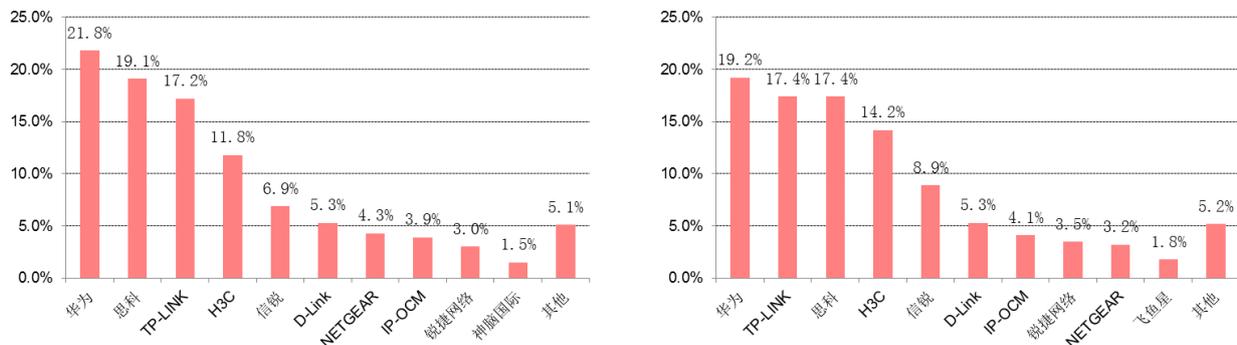
发布日期	标准	频段 (GHz)	带宽 (MHz)	调制	高级天线技术	最大数据速率
1997	802.11	2.4	20	DSSS,FHSS	不适用	2Mbps
1999	802.11b	2.4	20	DSSS	不适用	11 Mbps
1999	802.11a	5	20	OFDM	不适用	54 Mbps
2003	802.11g	2.4	20	DSSS,OFDM	不适用	54 Mbps
2009	802.11n	2.4,5	20,40	OFDM	MIMO, 最多 4 个空分码流	600 Mbps
2013	802.11ac	5	40,80,160	OFDM	MIMO, MU-MIMO,最多 8 个空分码流	6.93 Gbps
2012	802.11ad	60	2160	SC,OFDM	波束成形	6.76 Gbps

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

近年 WLAN 市场渐渐成为 ICT 市场的子市场,独立的 WLAN 解决方案商龙头基本已被大型 ICT 厂商收购。2015 年之前,思科、Aruba、Ruckus Wireless、HP (H3C)、华为、Ubiquiti 是市场的引导者,而在经历了一系列收购后,企业级 WLAN 市场中前四位 (Cisco、HPE+Aruba、Brocade+Ruckus、华为) 已经不再有独立的 WLAN 解决方案提供商。

我国 WLAN 市场呈现巨头分散情况,同时客户对于国内自主品牌的认可度逐步提升,国外品牌市场空间逐步减小。

图 9：2016Q1 和 Q2 中国企业级 WLAN 市场关注品牌排名



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部



锐捷网络：网络设备龙头，定制化奠定市场地位

ICT 技术储备深厚，解决方案贴近用户，客户资源优质

公司多年重视技术积累。将 15% 的销售收入投入研发，研发人员比例也占公司的 50%，公司依托星网锐捷研究院在北京、上海、成都、天津、福州等 5 地设有研发中心，拥有 1548 项发明专利，在国内网络领域位列前三，与 Broadcom、Marvell、Qualcomm、Intel、TI 等厂商建立了深层次、全方位的技术合作。

2016 年，公司承担的“十二五”863 计划信息技术领域“云计算数据中心大容量虚拟交换系统”课题通过验收，是公司研发实力的体现。课题完成了云计算数据中心大容量虚拟交换系统研制。成果在阿里巴巴、腾讯、百度、国家互联网应急协调中心、中科院高能所、清华大学等单位规模实施，获得用户的广泛好评，取得了显著的社会和经济效益。随着互联网+国家战略层面的逐步推进、大数据发展行动纲要的实施、云计算进入 2.0 时代，云数据中心基础设施的市场规模将逐渐显现，课题成果也具有更加广阔的市场应用前景。

图 10：锐捷网络产品列表

交换机	路由器	无线	云计算	出口网关	安全	认证计费	云课堂	IT管理产品
SDN	核心路由器	放装型无线接入点	云管理平台	网络核心服务	大数据安全平台	安全管理系列	主机系列	软件产品
数据中心交换机	汇聚路由器	场景化部署无线解决方案	统一交付系统	行为管理	数据中心安全	运营管理系列	终端系列	
网关认证计费业务模块	接入路由器	无线控制器		流控	出口安全		配件系列	
园区网交换机	移动路由器	无线管理与应用			网站安全		教学管理软件系列	
	路由器应用软件	云平台						
		天线						

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

同时锐捷网络针对不同行业，力争提出行业解决方案，突出产品的差异化。公司率先在教育、金融、电信、电子政务、中小企业等行业形成优势，后又拓展至轨道交通、港口民航、商业地产与酒店等新兴行业，推出了政务园区网解决方案、无线城市解决方案、极简校园网整体解决方案、金融数据中心解决方案、数字化医院解决方案等一系列行业解决方案。

表 5：锐捷网络成功案例

行业	解决方案	客户代表
政务	政务网络运维管理解决方案	国家信息中心、国家审计署、广东省信息中心、河南省统计局
	政务专网：广域网&园区网方案	海关总署、环境保护部、国家发改委、新华社
	政务云数据中心	辽宁省信息中心、福州市政务云计算平台、南京市江宁区政府数据中心、中科院高能所
	无线城市	智慧泰州、智慧南京、平安广州、贵阳无线城市
教育	锐捷在教育	高教职教、普教、锐捷大学，IT 专业教学服务提供商
金融	数据中心	中国建设银行、北京银行、中信银行、汉口银行
	骨干网	广东银监局、中国建设银行、中信银行西藏分行、宁夏银行
	局域网	中国工商银行、中国邮政集团、中国工商银行北京分行管理支行
	接入网	中国人寿、中国建设银行、中国光大银行、湖北省邮政
	WLAN	建行南湖数、中信银行、广东工行、内蒙华夏银行
	3G/4G	中国银行黑龙江分行、中国农业银行、中国邮政储蓄银行、山西中行
电力	风电场远程维护	中国南方电网
	多业务广域网	神华神东万州
	国家电网站端零运维	国家电网

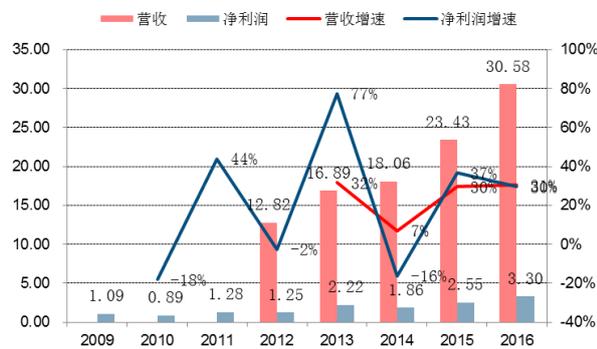


能源	电力行业	神华国华、神华万州
	能源行业	大庆油田、中国石油
运营商		高校宽带运营、行业信息化、运营商自建网、广电自建网
互联网	基于 SDN 的 CDN 动态内容回源加速网络方案	360、七牛云存储
	互联网企业办公网	阿里巴巴
	互联网仓储无线网络	百度、腾讯
	商业 Wi-Fi	K 米
医疗卫生	数字化医院	华山医院、苏州大学附属儿童医院、上海胸科医院、襄阳市中心医院
	移动医疗	解放军 302 医院、厦门中医院、青海大学附属医院、沈阳胸科医院
	云数据中心	
	安全等保	辽宁中医院、北京大学第六医院
	运营管理	北医三院、南京鼓楼医院、广东省妇幼保健院、上海第十人民医院
	区域卫生	广东省基层医疗卫生机构、青海省卫生厅、甘肃省基层医疗卫生机构、鄂州市区域卫生信息化平台
大型企业	无限工厂	南京高精传动设备制造集团有限公司、柳州医药现代物流配送中心、五粮液、玛丝菲尔
	IT 运维	青岛啤酒、中国石油东方地球物理公司、中国南车股份有限公司
	总分型企业	云南建工集团、四川华西集团
公共安全	公安行业	北京 APEC 安防监控项目、平安广州、宁夏公安厅、福建省公安厅
	检察院行业	中华人民共和国最高人民检察院、广东省深圳市福田区人民检察院、内蒙古自治区检察院、辽宁省检察院
	法院行业	中华人民共和国最高人民法院、河北省高级人民法院、海南省高级人民法院、辽宁省高级人民法院
	司法行业	福建省监狱管理局、山东省潍坊市司法局、云南省小龙潭监狱、贵州金西监狱
交通	民航	首都国际机场、广州白云国际机场、厦门高崎国际机场、呼和浩特白塔国际机场
	轨道交通	上海地铁、重庆地铁
机场	智慧机场	首都国际机场、广州白云国际机场、厦门高崎国际机场、呼和浩特白塔国际机场
	文化场馆	济南文化艺术中心、苏州博物馆、苏州美术馆、北京市新少年宫
	体育场馆	广州亚运会、大连体育中心、南京青奥体育公园、首届青运会
	智慧园区	深圳中小企业上市总部基地、清华科技园、杭州利尔达物联网科技园、天津海泰产业园
	会展中心	2016 腾讯全球合作伙伴大会、北京国家会议中心、杭州云栖小镇国际会展中心
商贸	购物中心	广州保利中环购物中心、泰禾广场
	门店连锁	丽枫酒店、长沙华晨豪生大酒店

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

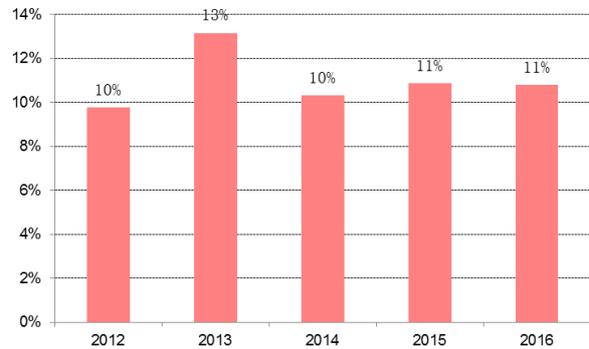
锐捷网络一直是公司最重要的利润来源，营收连续多年保持增长，净利润率保持稳定。

图 11: 锐捷网络营收和利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

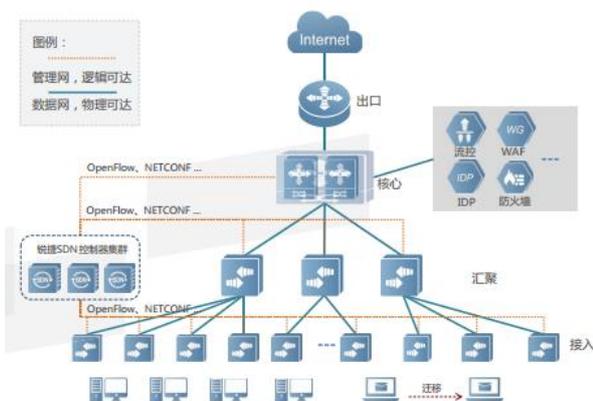
图 12: 锐捷网络净利润率情况



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

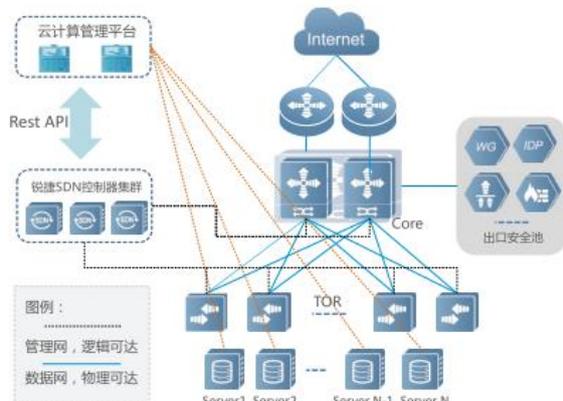
值得一提的是, 公司在 SDN 技术方面研发实力突出, 公司 2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 的技术储备和产品预研, 2012 年作为“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始会员之一, 参加第一届中国 SDN 高峰论坛, 在此后的每年都参加“中国 SDN 大会”和“全球 SDNFV 大会”, 分享并测试展示最新的 SDN 研究成果和方案。公司 SDN 产品线包括成熟的 RG-ONC 锐捷智能开放网络 SDN 控制器和 RG-NE 系列 SDN 网元等。支持最新的 OpenFlow 协议, 并已经形成覆盖园区、数据中心和广域网络, 基于场景, 面向业务的特色 SDN 解决方案。

图 13: 锐捷网络基于 SDN 的云园区网方案



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

图 14: 锐捷网络基于 SDN 的云数据中心方案



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

凭借优质的技术积累和贴近用户的解决方案设计, 2016 年公司在网络产品、WLAN 解决方案在行业内实现了较大的领先优势。2015 年 9 月锐捷网络已被 IDC 评为“中国企业级 WLAN 市场占有率第一”的企业; 2016 年 5 月被计世资讯评选为“中国园区网认证解决方案排名第一”的企业。

同时公司客户优质。锐捷网络已经在北京奥运会、里约奥运会、伦敦奥运会等重要赛事中负责新华社报道平台建设, 并在深圳大运会、广州亚运会、青奥会等赛事中负责网络建设, 并拥有国家电网、国家信息中心、交通部等优质客户资源。另外, 中国移动政企客户 2015 年集团客户 WLAN 网络设备集采工作中, 星网锐捷就成功跻身于三大重点企业之一。

云课堂产品优势明显, 成为公司发展品牌之一



公司依托于教育行业的用户规模，结合自身技术优势，近年发展出的云课堂产品已经成为公司名片之一。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，市场份额达到75.2%，领先第二名高达66个百分点。目前，锐捷云课堂已更新至3.0版本，覆盖3000多所高职高校和中小学，并为6000多间计算机教室、25000多台云终端提供优质服务。云课堂可以帮助老师快速调节教学，实现分层教学和个性化教学，帮助传统教学转型升级为智能化教学。

近两年，云课堂产品发展迅速同国内“全面改薄”的政策提出有一定关系。“全面改薄”是全面改善贫困地区义务教育薄弱学校基本办学条件的简称，明确写入2014年《政府工作报告》。报告指出，加大农村贫困地区薄弱学校的改造力度，除了对教育的基础保障，还要求推进农村学校教育信息化，稳步推进农村学校宽带网络、数字教育资源、网络学习空间建设。要为确需保留的村小学和教学点配置数字教育资源接收和播放设备，配送优质数字教育资源。加快学籍管理等教育管理信息系统应用，并将学生、教师、学校资产等基本信息全部纳入信息系统管理，底线要求包括提供可供开展多媒体教学的教室。“全面改薄”政策自2014年开展，2018年结束，整体规划金额超过千亿。

短期，随着“全面改薄”的逐步深入，公司云课堂产品规模有望进一步提升。而长期看，云课堂同教育市场深刻耦合，未来在线上教育、智慧教育等新教育形式落地的时代有更多想象空间。

综上，锐捷网络各项业务呈现增长之势。伴随上市公司对小股东股权整合的预期，锐捷网络的业绩成长性将会进一步体现。

升腾资讯：瘦客户机、“桌面云”布局垂直市场，支付POS乘智能化之风发展

上市公司之前持有升腾资讯60%的股权，升腾资讯管理层设立的隽丰投资持有升腾资讯40%的股权。2017年1月25日，公司公告收购隽丰投资持有升腾资讯40%的股权的草案。6月2日获得证监会批准通过。此次交易对价5.45亿：其中现金支付1.09亿元，股份支付4.36亿元。股份发行价格初步定为17.61元/股。

升腾资讯是上市公司最早最核心的布局业务之一，目前拥有600余位名具有丰富经验的研发人员。公司目前是亚太领先的瘦客户机、支付POS、云终端及“桌面云”整体解决方案供应商，三大产品在市场上均有较强竞争力。

瘦客户机、“桌面云”、支付POS市场规模不断提升，国产替代效应明显

瘦客户机市场增速高于传统PC，搭载云桌面版本增速惊人

相比传统PC，瘦客户机拥有体积小巧、功耗散热低、噪声小、平均无故障时间长、硬件维护成本低、系统安全性强等特点。IDC数据显示，目前瘦客户机的应用需求主要集中在金融、教育和政府以及制造业，医疗和零售行业增速也很快。

表6：瘦客户机与普通PC机的对比

功能	瘦客户机	传统终端
无风扇设计，铜管散热，降低硬件系统故障率	支持	不支持
无硬盘，闪存设计，降低硬件系统故障率	支持	不支持



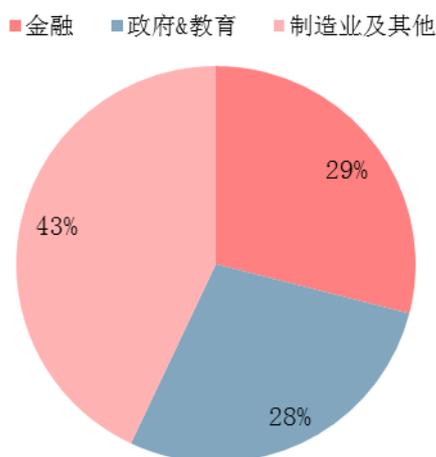
操作系统可以实现即使被病毒感染，机器重启后恢复初始状态，并且管理员安装的各类程序不丢失	支持	不支持
节能环保，电源≤50W	支持	不支持
体积 7.62 x 21.51CM，重量≤2.2kg	轻巧	笨重
与显示器整合，便于标准化	支持	不支持
故障排查难易程度	直接更换机器	较难
重装操作系统耗时	很短	较长
业务系统发布、升级难易程度	直接更新远程服务器上的应用客户端	一台台升级
系统补丁升级	系统简化、漏洞很少、基本不打补丁	经常要打系统补丁
业务系统应用环境对本地操作系统的影响	远程桌面访问应用客户端，无需重装本地系统	需要重装操作系统
专用的客户端管理程序	有	一般没有
磁盘安全性	闪存已焊接到主板上，无法取出	容易被盗取
主机安全性（防盗）	离开中心环节基本无利用价值	容易造成资源流失或偷梁换柱
本地支持复杂的功能应用	将处理复杂应用的工作交由远程服务器完成	支持复杂应用

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

根据 IDC，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%。而 2016 年前三季度，我国瘦客户机同比增长率为 8.2%。相比商用台式机不到 1% 的疲软增速，瘦客户机市场增长较快。国内瘦客户机出货量从 2007 年的 39.7 万台增加到 2015 年的 99.08 万台，复合增速达 12.11%。而 IDC 预计到 2020 年，我国瘦客户机市场年增速仍将维持在 4% 上下。

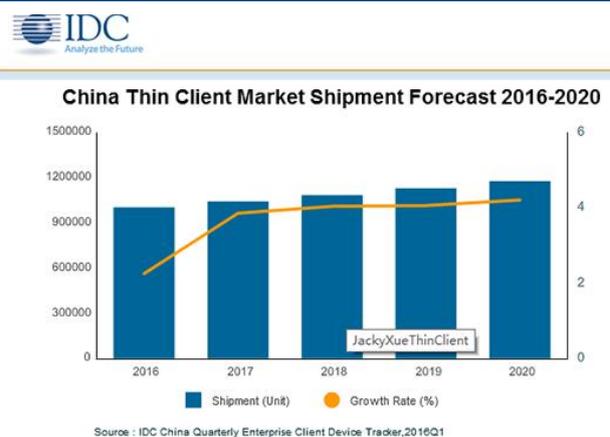
另一方面，随着云计算技术的初步普及，瘦客户机市场也存在着结构性变化。2016 年前三季度企业级终端虚拟桌面基础架构（VDI）的瘦客户机市场出货量已超过 39 万台，同比增幅达到 186%，成为瘦客户机新的发展趋势。

图 15：瘦客户机应用行业



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图 16：中国瘦客户机市场发展情况预测



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

云桌面提升数据安全，网络提速有助推广

云桌面指通过瘦客户端设备联网使用云端资源的产品，具有集中化管理、安全性提高、部署成本低等优势。

完整的云桌面系统由机房 IT 硬件、云操作系统、云桌面系统及其管理系统和接入终端组成。

云桌面作为云的一部分，参与厂商大致包括云计算厂商和基础设施厂商两种。云计算厂商，包括公有云和私有云厂商，一般通过云计算技术切入市场提供软件，通过第三方采购终端等硬件设备。而基础设施厂商一般为客户提供私有云服务，建立小型的云桌面系统。

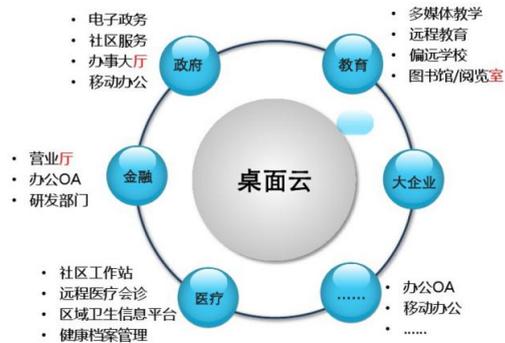
国外厂商由于进入市场如 VMware、Citrix、微软等由于较早进入市场和庞大的客户资源，拥有一定先发优势。而我国厂商如华为、中兴、深信服也在云桌面市场发展较快。另外，国内从事虚拟化技术研发的厂商在百余家，各家都拥有自己的云桌面产品。

由于云桌面接入终端可以以瘦客户机为硬件实现，所以云桌面的市场同瘦客户机市场有较高契合度。

图 17：云桌面解决方案架构



图 18：桌面云客户类型分析



资料来源：ZTE，中信建投证券研究发展部

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

但随着云计算的深入人心，云桌面未来在企业级的应用场景预计将会逐渐增多。目前我国有线、无线网络建设逐步完善，为桌面云市场的快速拓展奠定了硬件基础。另一方面移动办公场景增加，对云桌面需求提升。另外，相比传统 PC，云桌面在大规模部署情况下成本优势明显。国际咨询机构 TechNavio 数据显示，全球桌面云市场从 2014 年到 2019 年期间，预计年复合增长率将保持在 32.47%。

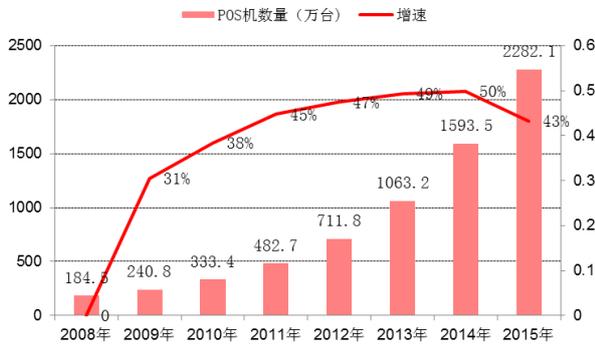
POS 市场因移动支付迎来新机遇，对比美韩缺口巨大

支付 POS 市场近年发展迅速源于三个原因：

(1) 用户习惯逐步培养增大 POS 需求量。余额宝等新事物的出现养成了用户信用卡消费的习惯。中国人民银行截止 2015 年末的统计显示，全国银行卡在用发卡数量超过 54 亿张，银行卡联网特约商户超过 1600 万户，代表了传统 POS 机厂商的市场空间。非现金支付规模达到 3448.9 万亿元，同比增长 89.77%。这导致了 POS 需求数量的提升。

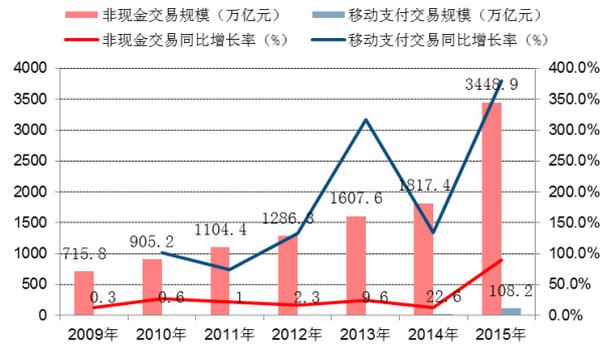


图 19: 2008-2015 年中国 POS 机数量规模和增速



资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

图 20: 近年我国非现金交易和移动支付规模



资料来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券研究发展部

(2) 移动支付推动 POS 升级, 价格提升。2015 年, 以微信、支付宝为代表的移动支付快速推广, 当年我国移动支付交易规模达到 108.2 万亿元, 同比增长 378.76%。移动支付开始助推智能 POS 的落地。集成第三方支付等功能的智能 POS 开始高速发展, POS 市场的单价和门槛提升。

表 7: 传统 POS 与智能 POS 对比

	传统 POS	智能 POS
开放性	封闭的, 无法与其他设备关联	开放的, 与收银系统, ERP 管理系统, 会员系统连接, 帮助商户建立数据通信
搭载系统	嵌入式操作系统与专用的处理芯片	安卓通用型操作系统
收款服务	单一的刷卡收款方式, 其他收款方式需要增加外接设备	所有付款方式集为一体, 包括闪付、扫码、第三方支付等
附加功能	无	容纳一个商家所需要的大部分业务需求, 可以收集客户数据, 线上推广店铺
窗口体验	独立的收银体系, 升级困难, 有价格优势	机具体积小, 使用方便, 但是价格微小

资料来源: 公开资料, 中信建投证券研究发展部

(3) 政策松绑鼓励刷卡消费行为。2016 年 9 月 6 日开始, POS 机刷卡手续费新规定开始实施。信用卡封顶取消, 刷借记卡费率降低, 民生类商户在本次刷卡手续费调整措施正式实施起 2 年的过渡期内, 按照费率水平保持总体稳定的原则, 实行发卡行服务费、网络服务费优惠。

表 7: 央行刷卡手续费改革前后情况说明

费率类别	收费区间		不同行业
	借记卡	贷记卡	
调整前	发卡机构 清算机构 收单机构	0.7% 0.1% 0.2%	政府根据商户行业进行管控
调整后	发卡机构 清算机构 收单机构	不高于 0.35%, 封顶不高于 13 元 0.0325% 与商户自主协商	各行业收单费率将趋于一致 由市场定价

资料来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券研究发展部



目前市场参与者众多，但市场未来空间巨大。数据显示，中国每万人所拥有的 POS 机数量小于 20，美国则为 179 台，韩国更高达 625 台。未来随着用户习惯的培养和政策的支持，市场空间巨大。

表 8：智能 POS 市场主要参与者及其产品概况

类型	公司名称	公司所产智能 POS 特点	智能 POS 图示
银联旗下机构	银联商务	智能 POS 终端打造为可受理“全支付”模式的微型电脑：不仅支持传统磁条卡刷卡、IC 卡插卡和 NFC 手机近场支付，终端背面内置的二维码扫描，还支持手机上各类扫码支付。	
专业智能 POS 厂商	拉卡拉	集全支付，全受理，会员营销于一体。叠加的拉卡拉便民服务和互联网金融增值服务，一站式满足商户转账、还款、理财、贷款等各类金融所需，POS+ 的各种定制化应用，助力商户实现智能化的店铺经营。	
	快钱	拥有全能支付、轻松贷款、便捷理财、便民服务、多种应用等五大高校功能；提供深度定制的安卓智能操作系统等，超越传统 POS 体验；提供 SDK+ 开放接入及开发者支持计划等。	
	掌贝	在线下终端，商户通过智能 POS 及智慧平台服务移动互联网消费者，完成线下和线上同步数据化经营。同时，所有智能 POS 上的消费记录将有效沉淀为商户大数据，实现与消费者的无缝链接。其营销手段有效提升新老顾客的复购率，助力实体店铺实现互联网化经营和消费管理。	
	微智全景	中国首款通过银联最新安全体系认证的全触屏互联网 POS 机，可支持在各种行业的支付服务中，支持移动支付、银行卡支付方式，与主流电商平台无缝连接，商户可实现手机卡券、团购提货、在线预订、外卖订单等多种业务，是线下商户连接互联网商机的终端神器。	
	优博讯	可为多个行业提供更加高效、便捷、安全的终端解决方案。安全、简便的完成门店收银、交通/活动检票，确认付费之类的操作应用。	

传统 POS 转型 新大陆
厂商

“易收银”YPOS: 产品采用低余设计, 去除不需要扩展功能, 强化无线信号、电池等功能, 并提供相应的防“切机”方案。通过央行及银联相关安全认证要求, 为客户提供高品质的收单设备。



新国都

配有开放智能的 Android 系统, 客户可在此系统上开发定制化 APP, 极大限度的拓展 POS 终端的使用可能性。NIC 开放智能终端不仅可作为自助终端用于公共支付、自助银行等使用, 可作为简易收银终端。



证通电子

KS8223 是一款基于 WIFI/BLE 移动网络 (全联通), 智能手持终端, 具有支持全渠道收单业务、支持微信、支付宝等第三方支付、支持多应用、易于第三方开发环境、维护方便等特点。



资料来源: 公开资料, 中信建投证券研究发展部

升腾资讯: 瘦客户机&桌面云龙头, 支付 POS 业务分羹者

2015 年 IDC 统计显示, 升腾瘦客户机占中国瘦客户机市场销量的 46%, 并蝉联中国瘦客户机市场销量第一 10 余年, 5 年亚太区销量第一, 主要面向金融单位、政府机构、教育行业等大型客户, 依托在教育等行业的客户优势, 拥有较完善的垂直行业解决方案, 公司产品耗能仅为传统客户机的 7.5%。2012 年升腾资讯正式成为中国云计算技术与产业联盟的成员, 2015 年推出“升腾威讯”桌面云方案, 实现了从云终端设备厂商向桌面云整体解决方案厂商的转型, 目前产品增长良好。

图 21: 升腾资讯桌面云解决方案

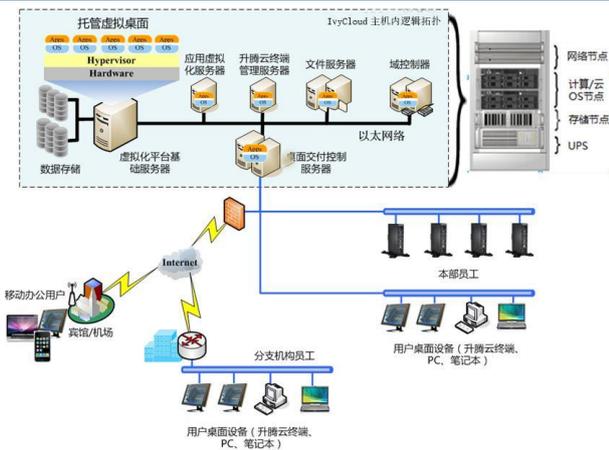


图 22: 升腾资讯智能 POS——V8



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

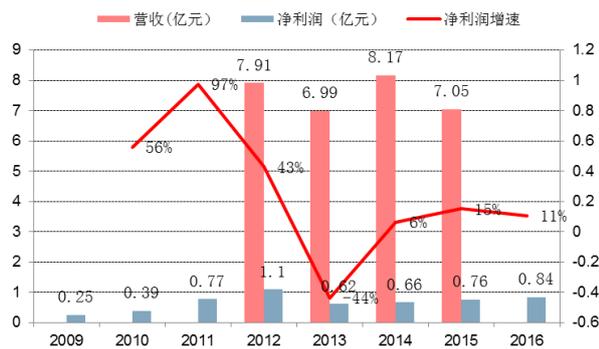
另外, 公司率先进入智能 POS 市场, 布局处于国内领先地位。升腾资讯以 V8 为代表的智能 POS 产品得到市场认可, 与拉卡拉商务服务有限公司等建立了战略合作伙伴关系。公司还推出了智能云支付平台, 涵盖了终端运维管理、应用管理、商户平台、全支付渠道等功能, 助力银行、第三方支付运营商快速打造面向实体商



户的移动支付、消费管理和营销服务平台。根据未经审计财务数据，2016 年智能 POS 产品线营业收入达到 1.24 亿，较 2014、2015 年分别增长 114.50%、676.89%。

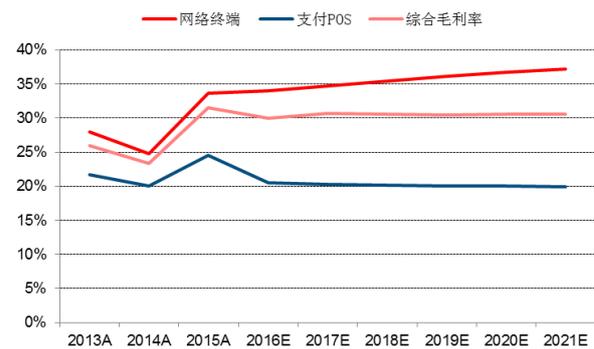
升腾资讯目前已取得 154 项业务资质和 165 项知识产权。此外公司与 VMware、Citrix、华为、Microsoft、Intel 等知名 IT 巨头建立全方位、深层次的合作，将国际最先进的 IT 技术与终端应用无缝接轨，为客户提供完善的整体解决方案。

图 23：升腾资讯营收和净利润情况



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

图 24：升腾资讯各产品线毛利率情况



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

星网视易：KTV 娱乐领域龙头，向家庭娱乐等新客户切入决心明显

星网视易从 1998 年开始研发视频通讯相关产品与解决方案，是上市公司另一大核心布局。公司是 KTV 娱乐领域绝对龙头，市场覆盖全中国及东南亚，占有率超过 50%。公司也是“中国文化艺术行业协会”常务理事单位。

截至目前，公司现有员工人数近 700 人，其中技术人员占比 70%，共拥有 172 项专利、39 项商标、46 项软件著作权、17 项作品著作权和 9 项域名。现已荣获国家科技部火炬计划重点高新技术企业，福建省创新型企业，福建省企业知名字号，福建省著名商标，福建知识产权优势企业，福建省数字媒体计算企业工程技术研究中心等荣誉称号。

此次公司拟向唐朝新、刘灵辉以发行股份和支付现金方式购买其持有的星网视易的 48.15% 股权，其中现金支付 1.446 亿，股份支付 3.374 亿。发行价格定为 17.61 元。

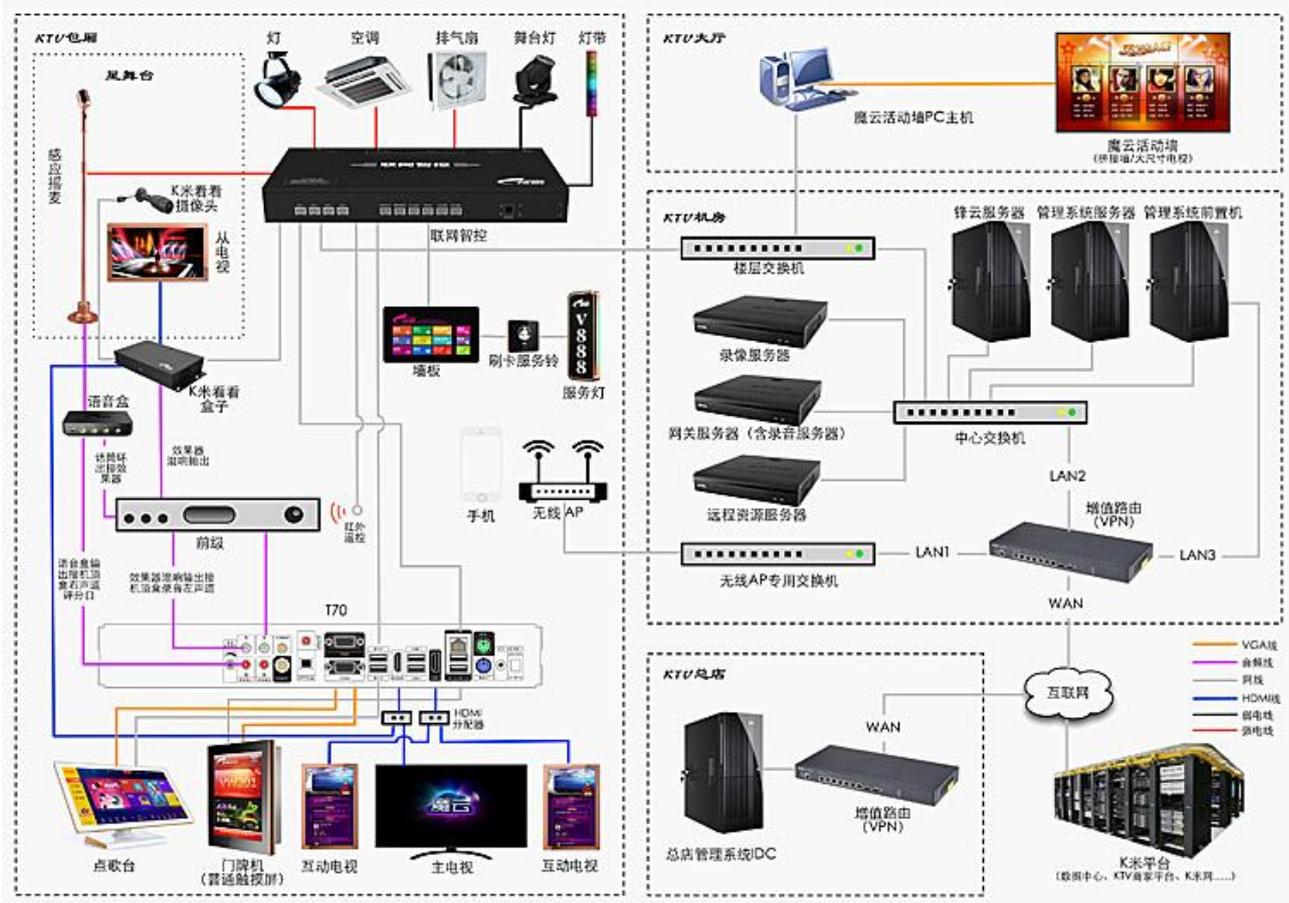
根据客户不同，公司分设数字娱乐事业部和家庭娱乐事业部两大事业部。数字娱乐事业部面向 KTV、影吧、酒吧三大市场提供网络版解决方案；家庭娱乐事业部面向家庭、军队、小型商用、海外市场提供单体版解决方案。网络版解决方案包括点歌机、服务器、点歌系统和娱乐场所管理系统；单机版解决方案包括家庭点歌机点歌系统等。数字娱乐事业部通过一二级渠道合作伙伴形成销售渠道；家庭娱乐事业部通过直销和渠道销售相结合的模式进行产品销售。目前公司收入仍以数字娱乐事业部为主。

表 9：星网视易两大事业部布局

	数字娱乐事业部	家庭娱乐事业部
客户	KTV、影吧、酒吧	家庭、军队、小型商用、海外市场
产品类型	网络版	单机版
具体产品	点歌机、服务器、点歌系统和娱乐场所管理系统	家庭点歌机点歌系统
销售方式	渠道销售	直销和渠道销售相结合

资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

图 25：星网视易 KTV 解决方案

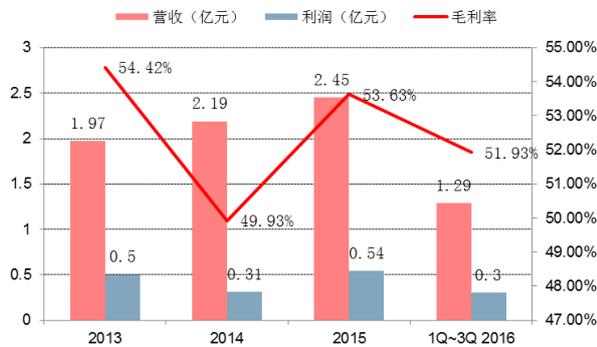


资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

随着移动互联网时代的到来，星网视易推出了“K米”APP，并于 2015 年 4 月成立子公司——福建凯米网络科技有限公司，向 2C 娱乐市场发力。此次收购前，星网视易已将持有的凯米网络 53.60% 股权作价 2940 万元转让给福建星网互娱网络科技有限公司。

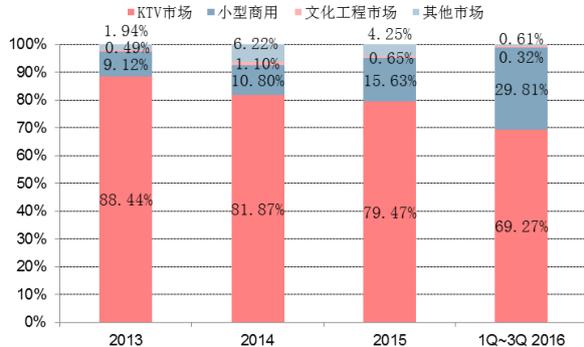


图 26: 星网锐捷近年收入利润水平和毛利率情况



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

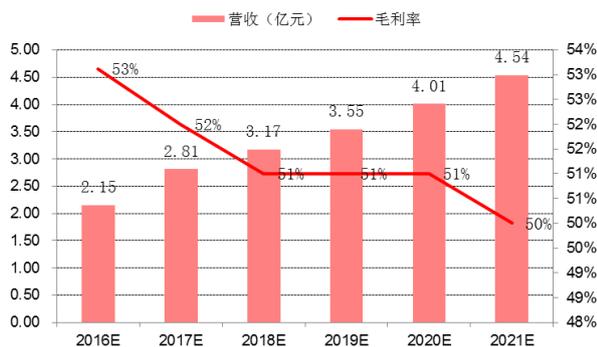
图 27: 星网锐捷近年市场分拆收入情况



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

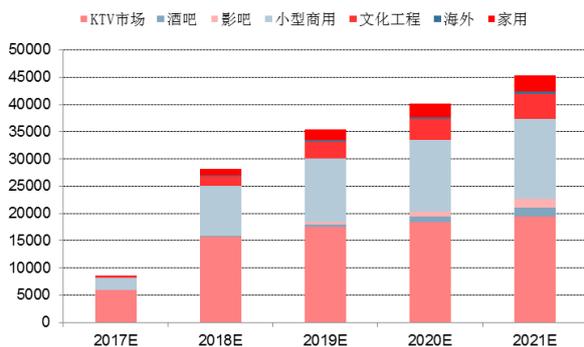
公司未来发展空间仍在成长中。2015 年国内市场 KTV 数量达到 10 万家, 包厢数量超过 200 万间; 酒吧数量达到 5.15 万家, 而且每年以超过 10% 的速度增长。未来几年将有 3~5 万家影吧, 即 30~50 万观影包的市场出现。

图 28: 星网锐捷未来收入利润水平和毛利率情况预测



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

图 29: 星网锐捷未来市场分拆收入情况预测 (单位: 万元)



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

针对数字娱乐事业部, 2017 年上半年公司将推出全新一代魔云 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, 促进网络版产品的销售。此外, 星网锐捷积极开拓影吧、酒吧市场, 也将于 2017 年面向新市场推出针对性产品。针对家庭娱乐事业部, 小型商用、家庭、文化工程、海外市场四个市场将成为星网锐捷未来核心的利润增长点: 2014 年、2015 年营业收入同比增长率为 37.71%、45.72%。2016 年数据初步显示, 小型商用市场同比增长 66.32%, 海外市场同比增长 243.18%。目前, 公司海外市场发展区域代理商共 5 家, 主要地区有越南、马来西亚、台湾、新加坡、印尼, 目前市场尚处于起步探索阶段。

融合通信、4G 业务、防灾减灾等业务平稳发展

融合通信业务

公司在全国超过 20 个省市和地区建立起了销售和服务网络, 继续在 IPPBX、综合接入网关 IAD、AG 等 IMS 传统接入设备领域, 为政企用户提供融合数据、语音和视频的通信方案和系统, 实现跨运营商融合、固移



融合、异地语音组网、统一总机等通信方案，是国内三大电信运营商的重要合作伙伴。同时，公司还推出了面向商务办公应用的企业级统一通讯与协同系统，以及面向智慧家庭的解决方案。目前客户包括湖北工商局、永辉超市、湖北省机要局等。

图 30：星网锐捷融合通信业务产品线



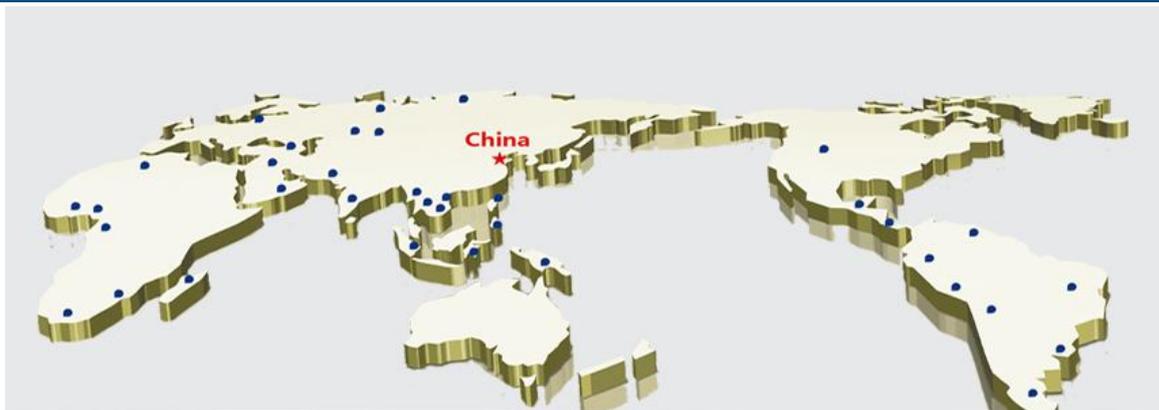
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

4G 业务

2015 年公司通过收购德明通讯 65% 的股权进入 4G 业务，德明通讯 2010 年开始涉入 4G LTE 产品与技术，是中国移动 2010 年试验网、2011 年规模试验网、2012 年第一轮集采的中标企业。

德明通讯自 2011 年起逐步将销售客户的重心从进入周期短、品质要求相对较低、需求量较大、竞争环境复杂的南美、东南亚等第三世界国家（如印度、巴西、秘鲁等国）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）。

图 31：德明通讯客户分布



资料来源: 上市公司, 中信建投证券研究发展部

近年来，根据客户需求开发的定制化 4G 产品在海外市场受到客户认可，业务规模和盈利能力稳步提升。德明通讯承诺 2015~2017 年归母净利润不低于 4500 万元、5500 万元和 6500 万元。



图 32：德明通讯产品线



资料来源：上市公司，中信建投证券研究发展部

防灾减灾业务

2001 年成立，是国内同行业最大、研发能力最强的企业。公司 2015 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；截止至 2014 年底，公司研发主导的“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，市场占有率第一。

同时，公司为产业用户提供防灾减灾信息与应用租赁服务，为社会公众提供防灾减灾信息与预警服务。

2015 年以来，防灾减灾信息系统业务稳步发展，同时在海洋业务领域也取得突破。海洋防灾减灾应急指挥及预报平台在国家海洋局及其四个分局、七个沿海省份成功应用，市场占有率全国第一。

投资建议与评级

1、公司近期收购升腾资讯和星网视易的少数股东权益事项获批，在不改变地方国资委控股的前提下，通过内部整合提升了公司的盈利能力。公司经营效率预计将会进一步提升，同时公司业绩也有大幅增厚。公司目前子公司和小股东仍然较多。此次收购如对公司治理有帮助，未来或成为公司整合的第一步。



2、子公司锐捷网络发展较快。随着云计算的落地和国产替代效应的提升，锐捷网络交换机、路由器市场规模将快速提升。公司在 SDN 等关键技术方面布局深入，在云数据中心和未来网络场景中需求或将大幅提升。云计算、网络提速降费同时也对公司瘦客户机和云桌面等产品的推广起到利好。而 WLAN、云课堂产品也将成为重要收入贡献来源。

3、公司 KTV 业务、融合通信业务、4G 业务、防灾减灾等业务发展态势良好，成为公司稳步发展的重要板块。

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 4.33 亿和 6.05 亿和 8.03 亿元，考虑发行股份对应 PE 24X、17X、13X。公司历史估值中枢在 30X 以上，随着云计算、国产替代、国企改革趋势的落地，竞争优势相对更加明显，强烈推荐！

风险提示

各项业务发展低于预期。

行业竞争加剧。



分析师介绍

武超则：通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2016 年《新财富》连续四年最佳分析师通信行业第一名。2014 年-2016 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

报告贡献人

闫慧辰 18511548561 yanhuichen@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622