



海通证券
HAITONG

证券研究报告
(优于大市, 维持)

《星网锐捷深度研究：云网络+云桌面共振发力，二十年厚积薄发》

朱劲松（首席分析师）

SAC号码：S0850515060002

余伟民（高级分析师）

SAC号码：S0850517090006

2020年2月17日

- **1、财务指标优异，激励机制突出。**星网锐捷是福建电子信息集团下属的核心上市企业，自2010年上市以来，过去10年公司收入复合增速21%，归母净利润复合增速24%；18年ROE 16.9%，高于行业平均水平；资产负债率39%，处于行业偏低水平。目前国资持股26.88%，核心员工及持股平台合计持股超过 10%，同时子公司锐捷网络、星网智慧等剩余股权均在子公司高管团队，激励机制突出。
- **2、技术实力领先，行业地位突出，发展后劲足。**自96年成立以来，公司不断融合创新科技、专注构建智慧化应用场景。目前公司技术人员占比超过50%，位居行业前列。核心业务企业交换机国内仅次于华为、华三；云交换机、云课堂、瘦客户机、云桌面、智能POS等稳居行业第一。上市公司的业务事业部形式更进一步激发了子公司的潜力，并孵化出K米等行业独角兽。
- **3、迎中国云计算浪潮，云交换/桌面龙头加速向上。**目前全球5G商用快速推进，ICT设备面临新一轮升级换代；全球云计算资本开支回暖，步入至少两年的新一轮上升周期。星网锐捷的云交换机位居国内前列、19年突破运营商高端市场；云桌面锐捷网络和升腾资讯布局多年，迎来加速向上拐点。我们认为未来公司的核心主业将更加突出，并提供持续驱动力；伴随着拆分子公司细则落地，细分业务的价值也有望得到重新评估。
- **4、投资建议：**基于云计算数据中心市场交换机、云桌面终端、智能POS等产品逐步步入收获期和快速增长，我们预计公司19年-21年归母净利润为6.22亿元、8.56亿元和10.98亿元，对应EPS为1.07元、1.47元和1.88元，参考可比公司估值，给予20年PE 30-35x，对应合理价值区间44.10元-51.45元，“优于大市”评级。
- **风险提示：**公司新业务开展不及预期。

1. 再认识：财务指标优异、激励机制突出
2. 业务分析：行业地位领先、技术引领行业
3. 价值重估：云交换/桌面龙头，迎中国云计算浪潮
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

星网锐捷：财务指标好、估值低于行业



► 财务指标对比：

- 1；PE来看，基于Wind一致预期19年星网锐捷PE为33倍，普遍低于行业可比公司；2019年归属上市公司股东盈利增速（在2018年有大额投资收益、基数相对较高的情况下）与A股ICT行业细分龙头可比公司平均水平接近；
- 2；18年人均产值106万元（高于一般信息安全、软件开发类企业；浪潮信息、中科曙光、紫光股份等企业服务器业务偏组装或分销性质，不具有可比性。人均利润6.8万元（略优于通信设备类主要企业）；
- 3；星网锐捷2018年ROE 16.9%、净利润率9.1%、均显著优于参考可比企业中位数水平。

表：星网锐捷财务指标（Wind一致预期，截止2020年2月14日）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	19年PE(倍)	19年利润E(亿元)	增速	18年收入(亿元)	增速	18年利润(亿元)	增速	18年员工(万)	18年人均产值(万元)	18年人均利润(万元)	18年ROE	18年毛利率	18年净利率	18年经营净现金流/净利润	18年资产负债率
000063.SZ	中兴通讯	1819.2	36.30	50.12	-	855.13	-21%	-69.84	-	6.82	125.31	-10.23	-26.1%	32.9%	-8.1%	132.0%	74.52%
600498.SH	烽火通信	285.1	29.87	9.55	13.1%	242.35	15%	8.44	2.29%	1.50	161.10	5.61	8.7%	23.3%	3.7%	41.6%	63.24%
002583.SZ	海能达	149.9	24.78	6.05	26.9%	69.35	30%	4.77	94.72%	0.84	82.20	5.65	8.1%	47.3%	6.9%	20.3%	59.15%
300454.SZ	深信服	753.2	108.3	6.95	15.3%	32.24	30%	6.03	5.19%	0.46	70.84	13.25	22.4%	73.3%	18.7%	156.4%	33.03%
002912.SZ	中新赛克	174.0	61.2	2.85	39.0%	6.91	39%	2.05	54.73%	0.11	63.88	18.92	17.0%	78.7%	29.6%	110.4%	39.37%
000977.SZ	浪潮信息	611.0	69.3	8.82	33.9%	469.41	84%	6.59	54.05%	0.46	1009.91	14.17	8.7%	11.0%	1.4%	202.0%	63.63%
603019.SH	中科曙光	431.4	81.4	5.30	23.1%	90.57	44%	4.31	39.43%	0.27	331.03	15.74	12.5%	18.3%	5.2%	146.6%	69.24%
000938.SZ	紫光股份	858.0	45.1	19.03	11.7%	483.06	24%	17.04	8.86%	1.35	358.78	12.65	6.6%	21.2%	6.1%	285.8%	37.21%
300628.SZ	亿联网络	545.7	44.8	12.17	42.9%	18.15	31%	8.51	44.13%	0.08	215.60	101.13	26.9%	61.8%	46.9%	80.3%	6.68%
600588.SH	用友网络	1068.7	118.5	9.01	47.3%	77.03	21%	6.12	57.33%	1.64	47.09	3.74	10.3%	70.0%	10.5%	333.7%	49.73%
002410.SZ	广联达	470.1	118.4	3.97	-9.6%	28.62	23%	4.39	-7.02%	0.62	45.83	7.03	14.1%	93.4%	15.1%	103.1%	41.45%
	平均值	651.5	67.1	12.2	24.4%	215.7	29%	-0.1	35%	1.3	228.3	17.1	10%	48%	12%	147%	49%
	中位数	545.7	61.2	8.8	25.0%	77.0	30%	6.0	42%	0.6	125.3	12.7	10%	47%	7%	132%	50%
002396.SZ	星网锐捷	226.9	33.0	6.87	18.1%	91.32	19%	5.81	23.08%	0.86	106.05	6.75	16.9%	32.6%	9.1%	102.2%	39.07%

星网锐捷：收入利润稳增长、研发资本化低



财务指标对比：

- 1；十年维度：星网锐捷收入复合增速21%、归母净利润复合增速24%，持续稳健成长，与参考可比ICT细分龙头公司平均水平或中位数水平相当（亿联网络及2016年完成收购新华三的紫光股份CAGR相对偏高。）
- 2；18年公司研发投入10.71亿元，收入占比11.7%；公司的研发费用资本化比例占比2.8%，远低于行业平均水平。

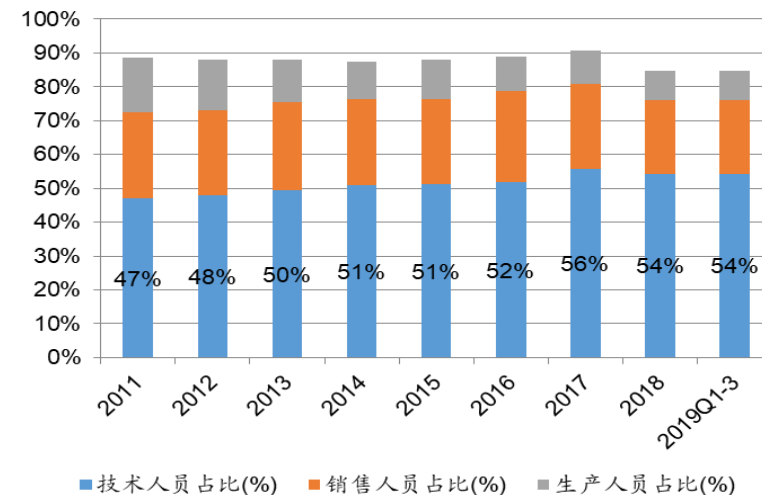
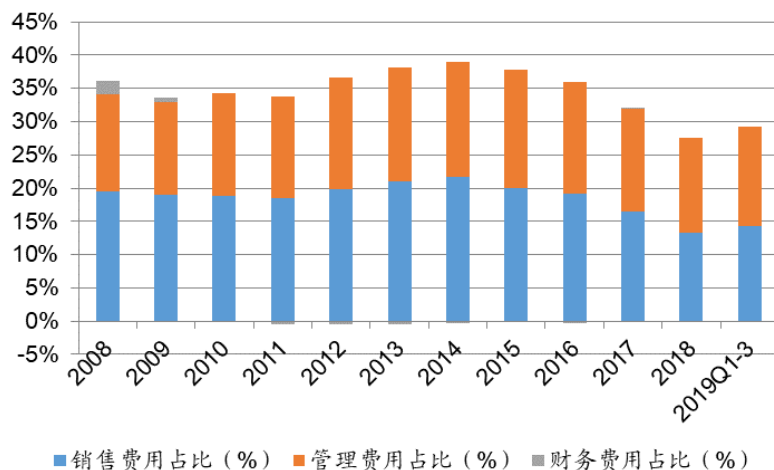
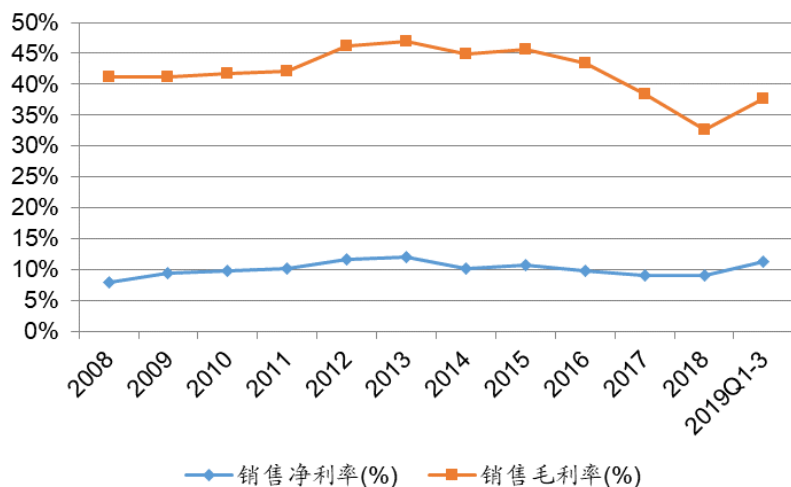
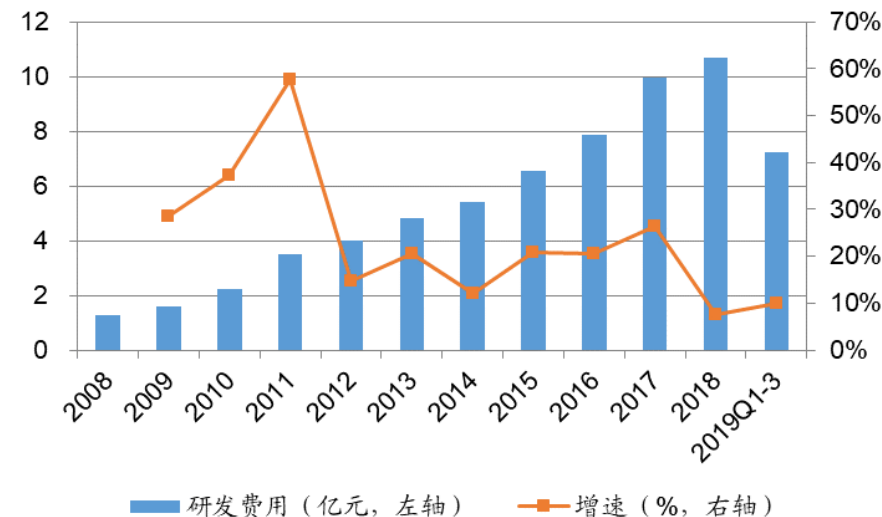
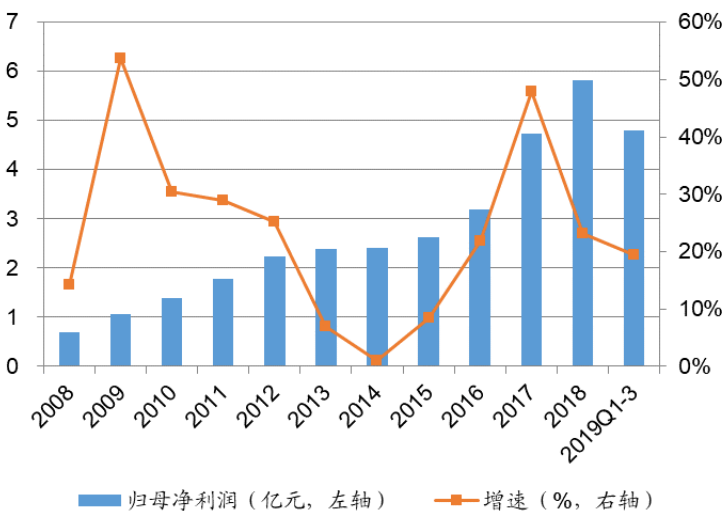
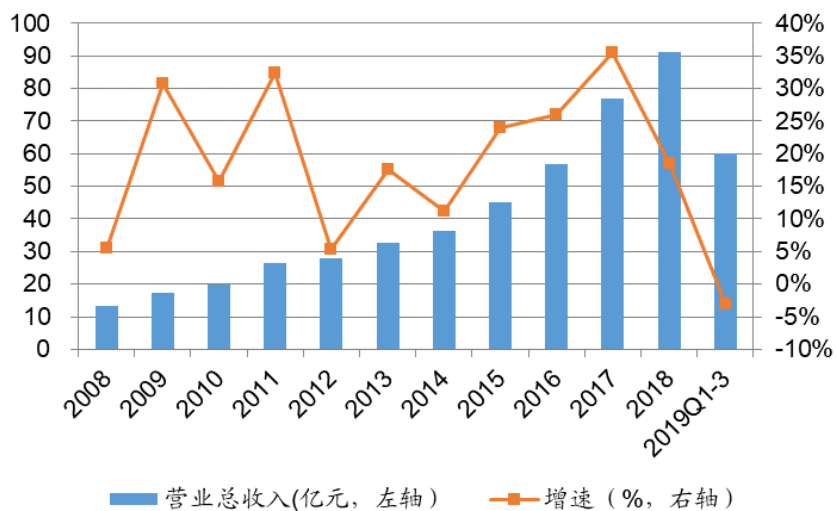
表：星网锐捷及可比公司收入利润指标（Wind一致预期，截止2020年2月14日）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	19年PE(倍)	18年收入(亿元)	18年利润(亿元)	18年研发支出(亿元)	18年研发投入比	18年资本化研发费用(亿元)	18年研发费用资本化率	18年资本化研发净利润比	10年收入CAGR	10年归母净利润CAGR
000063.SZ	中兴通讯	1819.2	36.30	855.13	-69.84	109.06	12.8%	20.12	18.4%	-28.8%	6.8%	-%
600498.SH	烽火通信	285.1	29.87	242.35	8.44	25.40	10.5%	2.45	9.6%	29.0%	21.6%	17.0%
002583.SZ	海能达	149.9	24.78	69.35	4.77	10.72	15.5%	4.20	39.2%	88.1%	27.6%	26.9%
300454.SZ	深信服	753.2	108.3	32.24	6.03	7.79	24.2%	0.00	0.0%	0.0%	35.7%	26.9%
002912.SZ	中新赛克	174.0	61.2	6.91	2.05	1.67	24.2%	0.00	0.0%	0.0%	27.2%	27.2%
000977.SZ	浪潮信息	611.0	69.3	469.41	6.59	18.94	4.0%	0.39	2.1%	5.9%	47.3%	41.9%
603019.SH	中科曙光	431.4	81.4	90.57	4.31	7.24	8.0%	2.17	30.0%	50.4%	34.1%	38.9%
000938.SZ	紫光股份	858.0	45.1	483.06	17.04	33.23	6.9%	0.00	0.0%	0.0%	28.7%	49.5%
300628.SZ	亿联网络	545.7	44.8	18.15	8.51	1.37	7.6%	0.00	0.0%	0.0%	38.9%	53.4%
600588.SH	用友网络	1068.7	118.5	77.03	6.12	14.86	19.3%	1.85	12.5%	30.3%	16.1%	4.5%
002410.SZ	广联达	470.1	118.4	28.62	4.39	8.03	28.0%	0.75	9.4%	17.2%	28.8%	21.3%
	平均值	651.5	67.1	215.7	-0.1	21.7	14.6%	2.9	11.0%	17.5%	28.4%	27.9%
	中位数	545.7	61.2	77.0	6.0	10.7	12.8%	0.8	9.4%	5.9%	28.7%	26.9%
002396.SZ	星网锐捷	226.9	33.0	91.32	5.81	10.71	11.7%	0.30	2.8%	5.2%	21.4%	23.7%

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

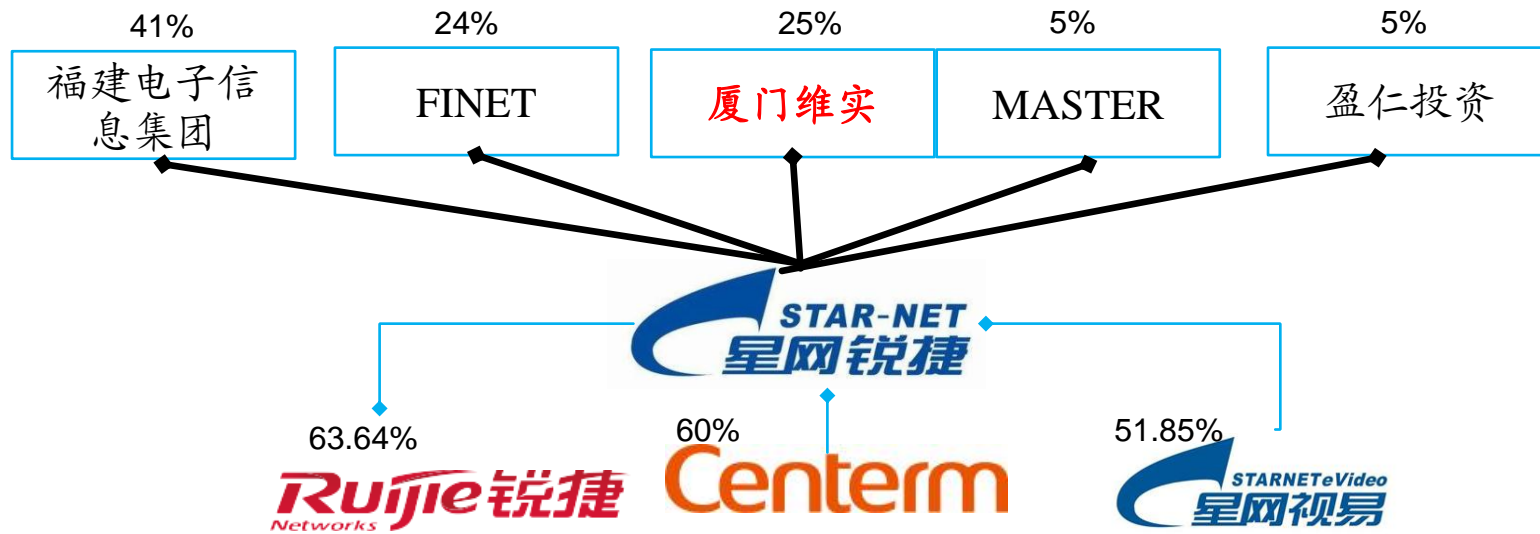
星网锐捷：收入利润稳步增长

图：星网锐捷收入、净利润、研发投入等情况



高管、子公司领导高比例持股，奠定发展之基

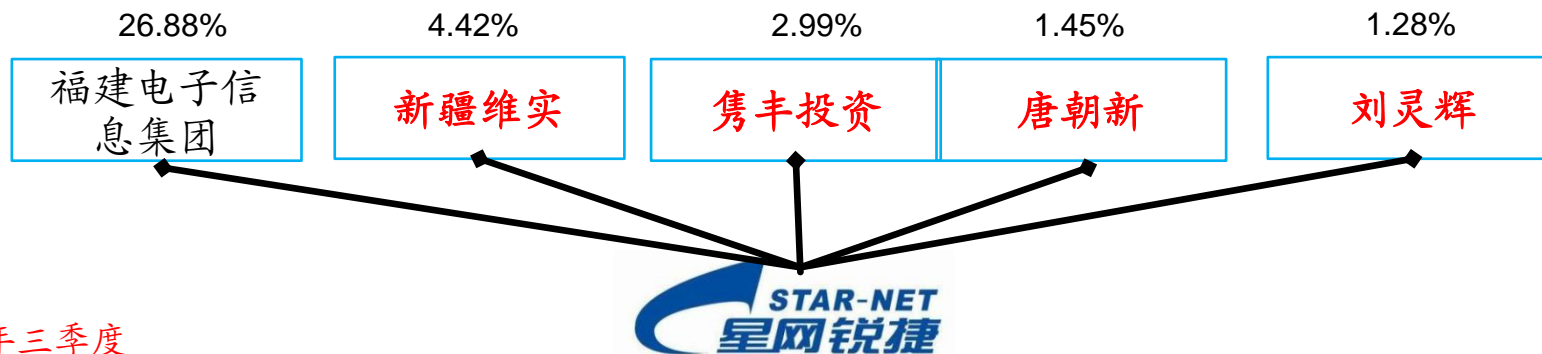
2005年改制



- 维实为高管及员工持股平台。
- FINET和MASTER等为财务投资者。
- 原股本为13153万股，2010年6月发行4400万股上市。
- 上市后2010年H1，电子信息集团持股28.22%，维实持股18.73%。

- 上市初期，上市公司持有锐捷网络63.64%、升腾资讯60%和星网视易51.85%的股权

2010年上市



- 2017年8月完成子公司升腾资讯、星网视易剩余股权并购，隽丰投资、刘灵辉、唐朝新由持有子公司股份变为持有上市公司股份。
- 19年6月外资财务投资者FINET和MASTER等减持完公司股份。
- 锐捷网络、德明通讯、星网智慧的剩余股权主要在子公司管理层手中。

2019年三季度

发展历程：行业地位突出、事业部机制促发展



▶ 我们认为公司高管及核心员工作为创业团队，积极把握前瞻技术，同时并购子公司剩余股份将子公司激励和上市公司发展深度绑定，公司正快速步入新一轮加速成长期。

图：星网锐捷发展历程

公司前身“福建实达终端设备有限公司”成立

启动“星网锐捷”新品牌

网络产品品牌成立，“锐捷网络”

维实投资持股25%

改为股份有限公司

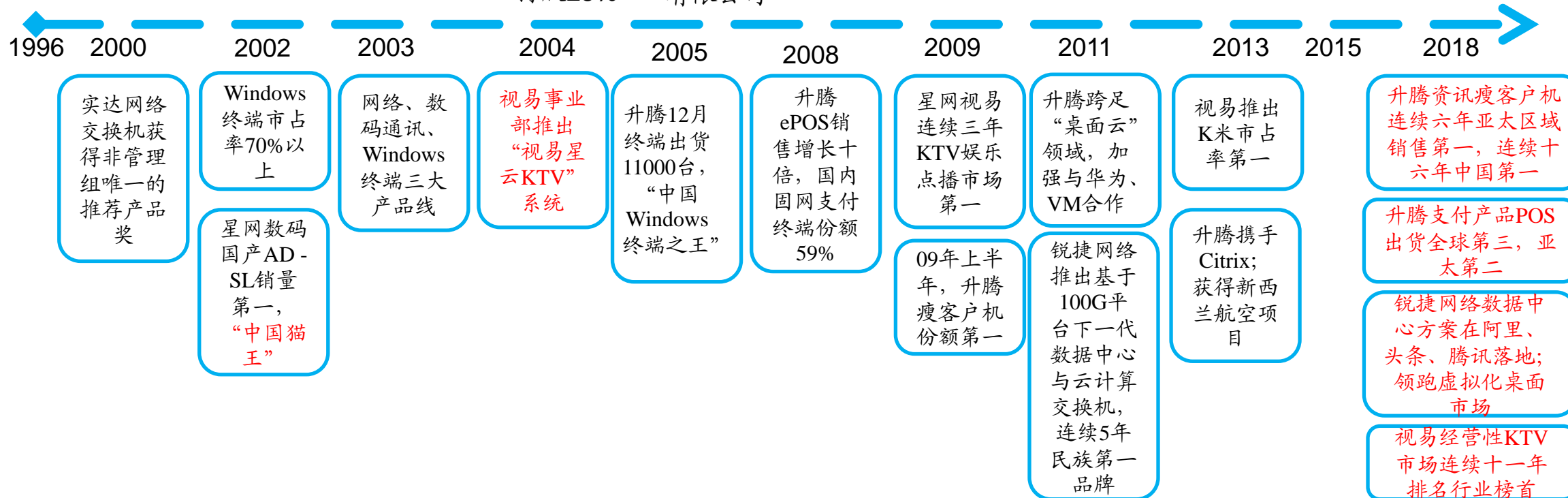
2010年上市，社会公众持股25%

并购四创软件60%股权

并购德明通讯65%股权

星网智慧科技成立

17年完成升腾资讯、星网视易剩余股权并购



团队创业共赢，国有控股市场化运营



- ▶ 2010年星网锐捷上市，员工持股平台【维实投资】合计持股比例18.73%；截止19年Q3持股比例为4.42%。
- ▶ 2017年公司完成并购子公司升腾资讯和星网视易剩余股权，截止19年Q3隽丰投资持股2.99%，唐朝新持股1.45%，刘灵辉持股1.28%。
- ▶ 目前锐进投资持有锐捷网络剩余49%股权。

表：星网锐捷高管团队

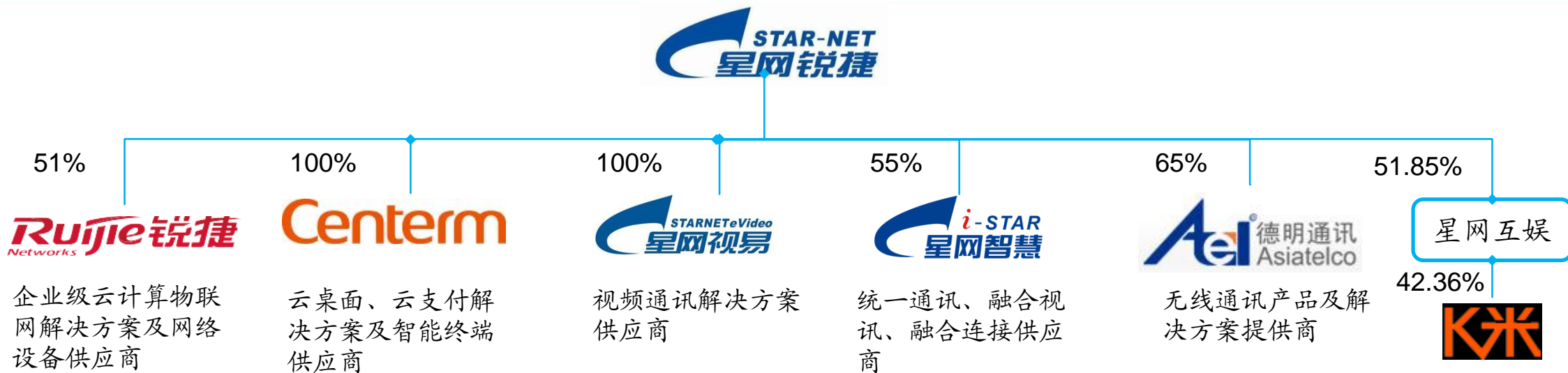
姓名	职务	任职日期	持股（维实）	备注
黄奕豪	董事长，曾任实达集团常务副总裁	20081027	5.48%	
林腾蛟	副董事长、董事、阳光控股董事局主席	20081027		
阮加勇	副董事长、总经理，曾任实达集团副总裁	20081027	3.40%	
郑维宏	董事、网络通讯研究院院长，曾任实达网络研究院院长等职	20081027	3.20%	
杨坚平	董事、财务总监，曾兼任实达集团财务处处长、硬件产业财务总监	20111219	2.40%	
黄爱武	董事、星网锐捷党委书记，福建省电子信息集团总经理助理	20180517		
宿利南	董事、福建省电子信息集团党委书记、董事长	20180517		
赖国有	副总经理、曾任福建实达网络科技有限公司副总经理	20081027	2.00%	
郑炜彤	副总经理、曾任福建实达网络科技有限公司副总经理	20081027	1.68%	
刘万里	副总经理、董事会秘书	20111229		
刘忠东	锐捷网络总经理，曾担任实达网络市场总监兼副总经理	20081027	1.80%	锐进投资30%
郑宏	升腾资讯总经理，曾担任实达电脑上海分公司总经理	20111229	0.80%	隽丰投资30.64%
刘灵辉	星网视易总经理，曾担任实达网络视讯事业部总经理	20111229	0.40%	星网锐捷1.28%
唐朝新	星网锐捷总经理助理		1.00%	星网锐捷1.45%
魏和文	星网智慧总经理，曾任实达电脑总工程师	20150306	0.54%	

资料来源：Wind、招股说明书，海通证券研究所

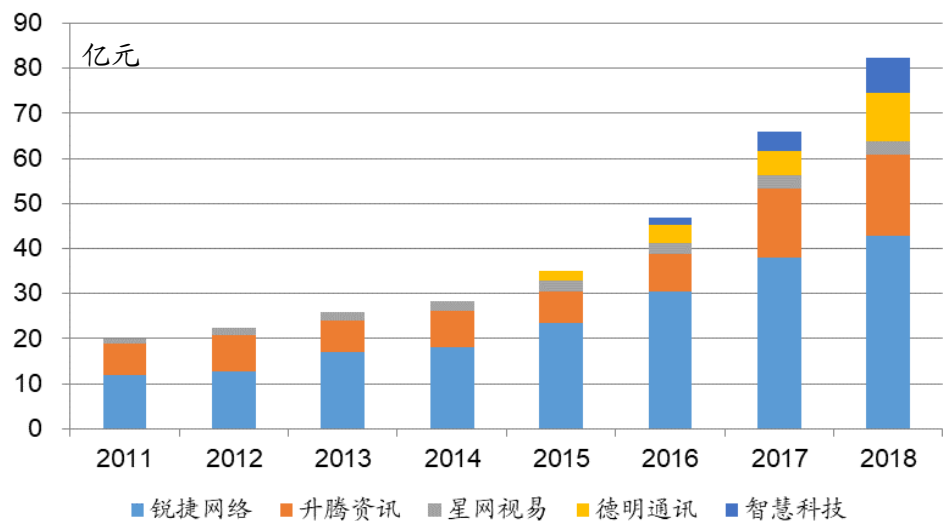
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 再认识：财务指标优异、激励机制突出
2. 业务分析：行业地位领先、技术引领行业
3. 价值重估：云交换/桌面龙头，迎中国云计算浪潮
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

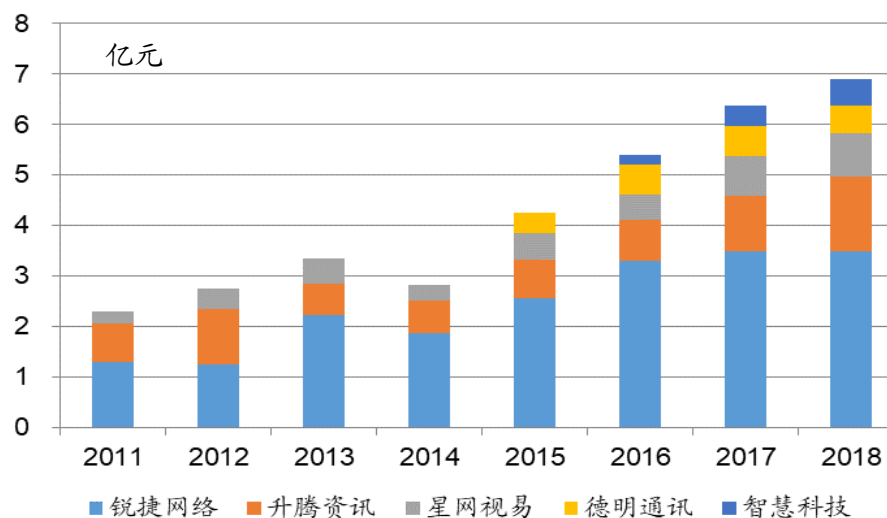
星网锐捷：融合创新科技、构建智慧未来



图：星网锐捷分公司收入



图：星网锐捷分公司净利润

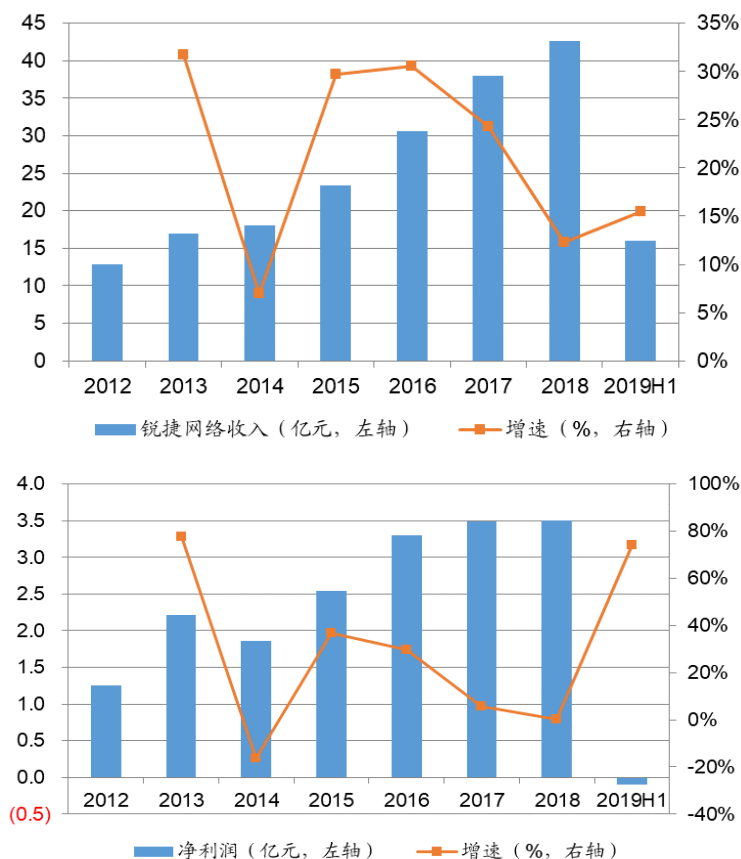


锐捷网络-发力场景创新，驱动数字未来

▶ 锐捷网络是国内领先的数据通信解决方案提供商：从2000年推出第一款国产模块化交换机和全系列千兆交换机产品，带领国产网络品牌的成功崛起；到2011年率先发布中国首个全面具备云计算特性的数据中心交换机产品家族，成为云计算网络平台的领航者。

▶ 2017-2019年H1，锐捷网络收入38亿元（+24%）、43亿元（+12%）和16亿元（+15%）；净利润为3.49亿元、3.50亿元和-0.1亿元。

图：锐捷网络收入及净利润情况



图：锐捷网络产品线

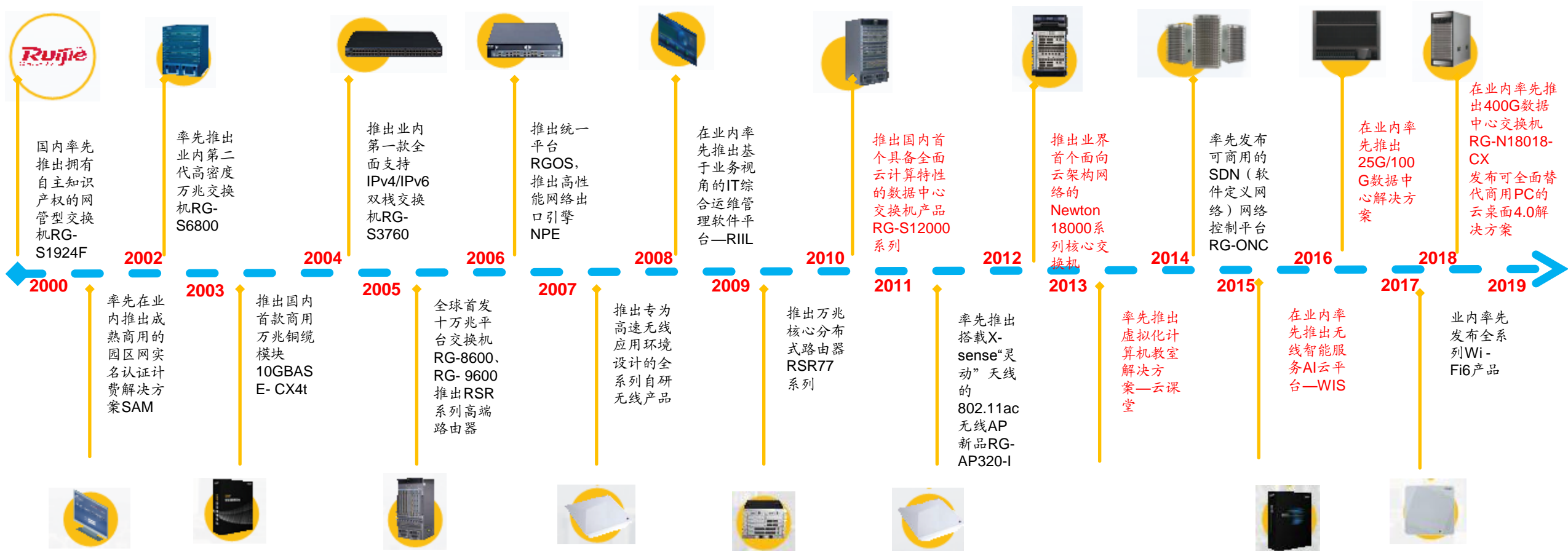


资料来源：锐捷网络官网，海通证券研究所

锐捷网络：创新脚步、永不停歇

▶ 公司现有员工数5000余名；6大研发中心，41个分支机构，8000余家合作伙伴，30多个国家与地区覆盖。

▶ 公司每年将15%的销售收入用于研发，30%的研发经费投入预研、50%的人员投入研发；与Broadcom、Marvel、Qualcomm、Intel、TI等厂商建立深层次、全方位的技术合作。



锐捷网络：高端交换机突破中移动，云桌面份额持续领先



▶ 针对数据中心对于交换机的需求，锐捷网络不断针对性的推出下一代数据中心与云计算交换机产品，并在运营商、阿里、腾讯等获得了较好的份额。2019年12月5日，2019-20年中移动高端路由器交换机集采结果出炉；交换机1档（锐捷70%，华为30%）；交换机2档（华为70%、锐捷30%）；【锐捷网络】实现中国移动高端交换机突破。

▶ 自2014年以来，锐捷网络不断推出新产品，云桌面市场份额持续排名行业第一。

表：锐捷网络发展历程简表

时间	内容
2010年	电子政务外网解决方案服务全国16个省，市场份额超过70% 携多项创新科技推出下一代数据中心与云计算交换机产品RG-S6200 锐捷网络SAM安全运营系统在教育行业认证计费排名中，以34.1%排名第一
2011年	自主研发的下一代数据中心解决方案中标阿里巴巴计算中心项目 中国企业网市场排名中，国内厂商第一，国内国际综合第三，连续5年民族第一品牌 教育行业网络设备销售统计中，23.7%份额排名第一，连续6年排名首位。 中标中移动交换机集采项目，二层和三层低端交换机排名第一 携多项创新科技推出基于100G平台下一代数据中心与云计算交换机产品RG-S12000
2012	大份额中标中移动交换路由集采项目，二、三层交换机第一份额 教育行业网路产品市占率连续7年排名首位
2013	正式发布全球第一台同时支持云数据中心和云园区网的核心交换机Newton 18000
2014	推出极简网络、无线智分三代、云课堂等为代表的“简网络、云体验”系列产品和解决方案
2015	14-15年中国云课堂（虚拟化计算机教室）解决方案锐捷网络份额75.2%，排名第一 14-15年中国园区网认证解决方案市场锐捷市占率41.2%，份额第一 15年Q2中国企业级WLAN市占率23.34%，排名第一
2016	成功落地阿里巴巴完整数据中心 云课堂蝉联市占率第一，份额77.1%；云课堂3.0解决方案发布
2017	中标阿里巴巴多场景、多架构的数据中心网络建设项目 通过腾讯万兆IDC测试，年内成功交付2个万兆数据中心网络 云课堂蝉联国内市占率第一，份额75.7% 中标京东、头条等数据中心项目
2018	17年中国企业级终端VDI市场份额38.4%，排名第一；3月累计出货超过90万台 中国移动2018年数据中交换机集采份额70% 18年Q2锐捷云终端市场分45.3%，保持份额第一。
2019	18年中国企业终端VDI市场蝉联第一 电信中低端路由交换机集采，交换设备份额第一，路由器份额第三 发布全新云办公4.0解决方案，可全面替代商用PC 锐捷数据中心400G解决方案正式亮相

表：近期中国移动集采招标情况

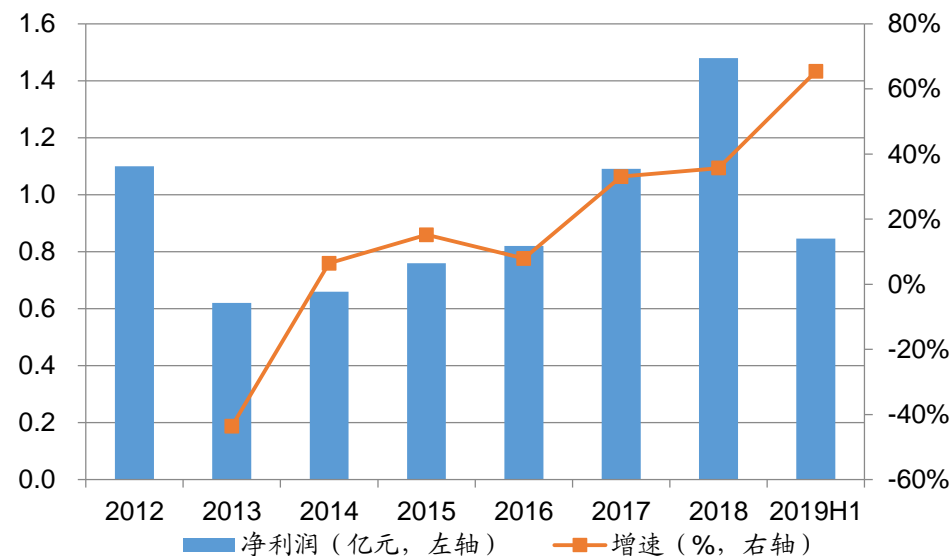
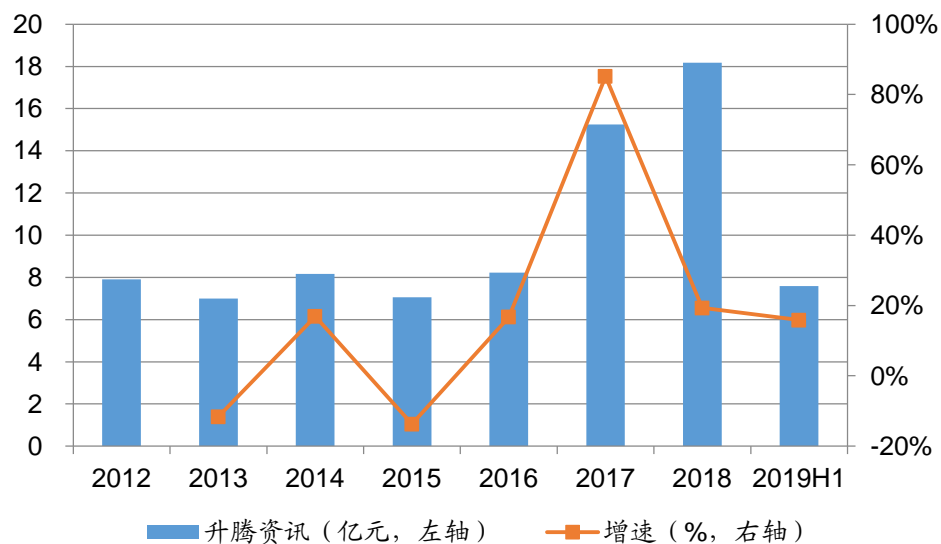
时间	标题	招标内容	内容（台数）	份额1	份额2	份额3
2016/9/12	2016年度低端路由器和低端交换机产品	低端路由器	37221	华三（50%）	锐捷（30%）	中兴（20%）
		低端三层交换机	32320	锐捷（50%）	烽火（30%）	华三（20%）
		二层交换机	86032	锐捷（50%）	烽火（30%）	中兴（20%）
2018/8/8	2018年至2019年低端路由器和低端交换机	低端路由器1档	20791	中兴（50%）	华为（30%）	新华三（20%）
		低端路由器2档	46277	锐捷（50%）	迈普（30%）	烽火（20%）
		低端三层交换机	41003	迈普（50%）	中兴（30%）	烽火（20%）
		二层交换机	97439	中兴（50%）	华为（30%）	烽火（20%）
2018/11/8	2018年数据中心交换机产品	出口交换机（典配1,2）	1361	锐捷（70%）	中移全通（30%）	
		接入交换机典配3）	5466			
2019/8/30	2019年至2020年高端路由器和高端交换机	高端路由器10T档（3档）	26			
		高端路由器2T档（5档）	5541	中兴（50%）	新华三（30%）	华为20%
		高端路由器400G档（6档）	1858	华为（70%）	中兴（30%）	
		BRAS	107			
		高端交换机1档（三层高端1档）	1667	锐捷（70%）	华为（30%）	
		高端交换机2档（三层高端2档）	2995	华为（70%）	锐捷（30%）	

升腾资讯：创新升华价值、诚信腾飞事业



- ▶ 升腾资讯是亚太领先的云终端、瘦客户机、支付POS及“桌面云”整体解决方案供应商，桌面云及端末信息化时代的重要领导者。现已拥有包括云终端、瘦客户机、支付POS、智能机具产品、桌面管理软件、行业PAD在内的多条产品线，其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。未来，升腾还将继续专注于桌面云和云支付两大嵌入式领域，致力提供全面适用的整体化解决方案，为客户提供便利。
- ▶ 2017-2019H1，升腾资讯的收入分别为15亿元（+85%）、18亿元（+19%）和7.6亿元（+16%）；净利润分别为1.09亿元（+33%）、1.48亿元（+36%）和0.85亿元（+65%）。

图：升腾资讯收入及利润情况



升腾资讯：携手行业巨头，市场地位领先

表：升腾资讯发展历程及产品

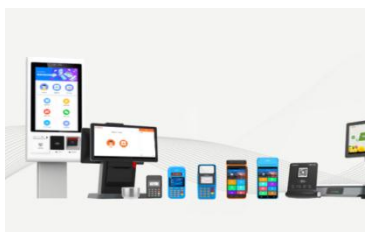
时间	内容
1998年	中国第一台具有自主知识产权的Windows终端——升腾2000诞生了
1999年	升腾终端获得了微软嵌入式技术的授权，成为国内最早取得WIN CE授权的终端产品。
2000年	由微软、升腾资讯、美国国家半导体公司联合组织的Windows 2000终端应用联盟在京宣告正式成立，升腾终端作为主推产品受到普遍关注。
2001年	升腾WIN终端已占据全国终端市场70%的市场份额。
2002年	星网锐捷整合了原瘦客户机事业部所有资源优势，斥巨资成立了终端专业子公司——福建升腾资讯有限公司
2003年	升腾终端成为“两会”唯一指定终端品牌为两会代表提供专业化信息服务。
2004年	升腾资讯荣膺微软2004年度Windows Embedded金牌合作伙伴。
2005年	升腾终端销量增长168%，图形终端市场占有率超过50%；智能产品跻身主流供应商行列，全年实现销量增长482%，ePOS产品跻身国内前三强。
2006年	升腾资讯荣膺微软（中国）解决方案合作伙伴最佳迁移奖。 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年度瘦客户机总体市场占有率近30%，图形终端市场占有率达50%。
2007年	升腾再次成为微软金牌合作伙伴；升腾资讯成为“2007最佳固网支付终端”大奖得主。
2008年	升腾资讯连续四年获得“微软金牌合作伙伴”称号，在瘦客户机行业尚属首例。 升腾瘦客户机与升腾ePOS产品双双获得中国行业销量冠军，市场占有率全国第一。
2009年	IDC《2008年中国瘦客户机市场跟踪报告》出炉，升腾以16.8万台的年销量，稳居行业销量第一。
2011年	升腾与华为在“桌面云”领域开展深度合作，共推云计算商用价值的完美呈现；与VMware跨界合作，探寻后PC时代最适宜中国用户的桌面虚拟化产品；与Intel紧密协作，成为其在中国瘦客户机行业唯一的战略合作伙伴；与微软加强在嵌入式技术上的联合研发和市场推广，连续多年成为其嵌入式金牌合作伙伴，并与其共建嵌入式联合实验室。
2012年	升腾资讯连续14年中国瘦客户机市场销量第一名；全球瘦客户机销量排名前五；连续10年微软金牌合作伙伴。 荣获微软“价值商业伙伴”奖牌，并成为独家亮相于Citrix Synergy2012的中国瘦客户机厂商。
2013年	升腾e动终端成功入围中国银行前段设备选型项目，在国有四大行中取得新突破；在成都农商行终端及管理软件集采项目中，打破竞争对手长期垄断；“智慧营业厅解决方案”打造未来银行智能化雏形；先进支付主力产品云POS—C960E成为业内首家获得银联智能销售点终端安全认证的产品，并成为核心合作伙伴拉卡拉的又一战略产品。 升腾资讯与全球领先虚拟化解决方案供应商Citrix System在桌面虚拟化领域建立了重要合作伙伴产业联盟；在新西兰航空单点登录项目中，首次击败国际知名IT同行竞争对手
2014年	升腾资讯荣获华为优秀供应商奖。升腾资讯荣获思杰中国区2014年度最佳SI合作伙伴奖。
2015年	IDC 2014年度报告显示，升腾瘦客户机销量位居亚太地区（除日本）和中国地区第一 升腾资讯获得2014年度华为优秀供应商奖项。
2016年	IDC2015年度报告显示，升腾继续稳居亚太区（除日本）瘦客户机市场第一。数据还显示，升腾瘦客户机在中国市场占据了绝对的领先地位，市场份额达46%，大幅领先于第二名。
2017年	2016年升腾资讯在亚太瘦客户机市场继续稳居亚太头把交椅。2016年升腾在中国区瘦客机市场占比超过43%以上，与第二名形成较大差距。
2018年	升腾资讯中标招商银行、建设银行、中国邮政储蓄的三大银行的智能POS采购项目，创造了智能POS连续入围三大总行的辉煌记录。 瘦客户机2017年升腾资讯以31.2%的份额蝉联亚太区榜首，超出第二名近19%，成为当之无愧的亚太最大瘦客户机厂商。 升腾在2017年桌面云（端到端）整体解决方案市场占有率第一名，以31%市场份额遥遥领先其他桌面云厂商，领先第二名高达20%。 数据显示升腾资讯2017年POS出货量达7,437,081台，晋升为全球第三大POS供应商，亚太第二大POS供应商。



桌面云产品



智能终端产品



云支付产品

升腾资讯：云支付行业领导者

▶ 升腾云支付产品包括智能POS、mPOS、扫码POS及相关金融产品等云支付POS终端，升腾为银行、第三方支付运营商等金融机构提供支付终端和解决方案。截至2018年底，各款终端产品累计销量超过2000万台。其中智能POS销量业内遥遥领先，电话POS市场占有率、行业覆盖率都位居国内第一。

图：升腾云支付相关产品



手持智能POS Q60

Q60是一款基于Android系统，搭载了四核高性能主控CPU、5.5英寸彩色液晶显示屏的手持智能扫码POS。

[点击查看详细 >>](#)



智能称重收款机 R9

R9是一款基于安卓系统智能称重收银一体机。智能收银机搭载安卓智能秤，提供自助称重、自助结算、小票打印等服务...

[点击查看详细 >>](#)



手持智能POS K9

业内功能最强智能POS, K9以智能终端为载体结合互联网和云平台，提供支付、征信、金融、便民、会员营销管理、...

[点击查看详细 >>](#)



智能收款机 R6

R6是一款基于安卓系统的智能收款终端，搭载高性能处理器，稳定流畅、高效安全。可融合点单、智能收银、会员管...

[点击查看详细 >>](#)



手持智能POS V8

智能POS销量之王V8采用安卓操作系统，高性能处理器，高清屏幕、多点触控、操作流畅，功能强大、应用丰富、业...

[点击查看详细 >>](#)



智慧自助终端 P20

P20是一款基于Android8.1定制系统的智慧自助终端，采用大屏幕超薄设计，极具时尚简约。适用于自助收银、自助...

[点击查看详细 >>](#)



升腾智能多媒体支付终端 C960F

升腾C960F是升腾多媒体支付终端系列全新一代的高端机型，搭载Android操作系统，更快的四核CPU与更大的屏幕带...

[点击查看详细 >>](#)



刷脸支付终端 P10

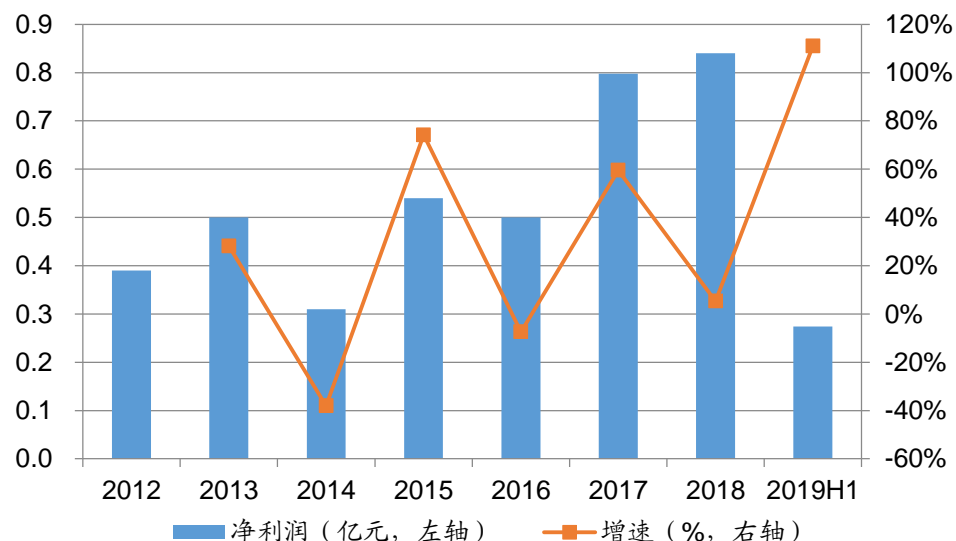
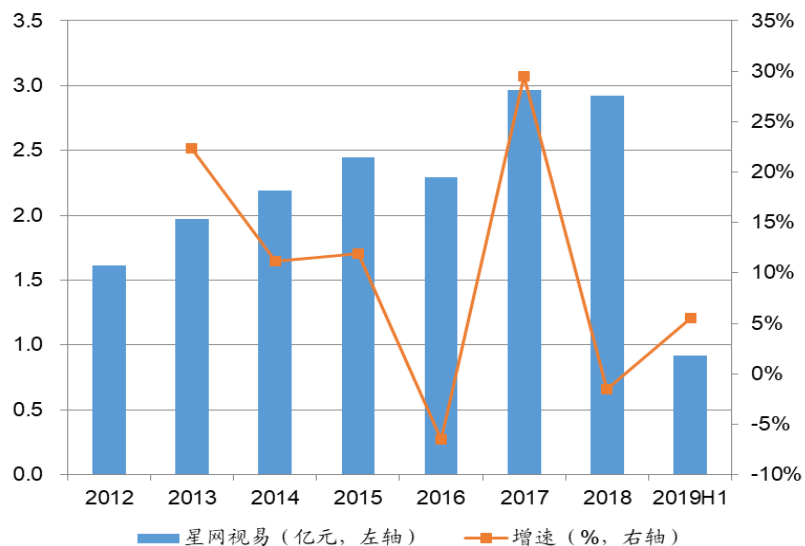
P10是一款基于Android深度定制化系统的刷脸支付终端。采用大屏幕超薄一体化桌面设计，搭载高清触摸屏，极具时...

[点击查看详细 >>](#)

星网视易：中国视频信息应用专家

- ▶ 星网视易是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商；多年来星网视易始终秉承“科技创新，融合应用”的经营理念，坚持以自主创新和行业应用为基础，致力于音视频技术、人机交互技术、芯片设计技术、嵌入式软硬件一体化技术的研究和产品化，深耕多个音视频行业应用市场，已成为集芯片方案提供、软件研发、硬件设计、客户服务于一体，覆盖视频应用产业链上下游的技术驱动型企业。
- ▶ 现有员工人数近700人，技术人员占比70%，市场覆盖全中国及东南亚。
- ▶ 2017-2019H1，星网视易的收入分别为2.97亿元（+30%）、2.92亿元（-2%）和0.92亿元（+6%）；净利润分别为0.80亿元（+60%）、0.84亿元（+5%）和0.27亿元（+111%）。

图：星网视易收入及净利润情况







星网视易：视讯事业部专注KTV市场，龙头地位突出



表：星网视易发展历程

时间	内容
1996年	星网锐捷视讯产品事业部开始专注于VOD领域的系统开发
2000年	推出第一台基于STB的KTV娱乐系统
2002年	实达网络的VOD事业部成立，视易开始了视频通讯产品事业的征程
2004年	视易星云KTV娱乐系统获得《视易星云KTV娱乐系统软件产品登记证书》
2005年	视易系列数字机顶盒获得《中国国家强制性产品评语》
2006年	中国电子企业最有价值品牌；星网视易已形成完善的系列化视频信息应用产品线
2007年	视易数字娱乐系统市场占有率第一，荣获“中国KTV NO1”称号。
2008年	魔界KTV数字娱乐系统面市，星网视易全面引领中国KTV娱乐的发展 数字娱乐系统市场占有率再次第一；DMB联网信息发布系统市场占有率第一
2009年	视易成立数字娱乐、数字标牌、网络影音三大事业部，形成三大产业相互促进的视频信息应用完整布局 视易连续三年稳坐数字娱乐点播市场第一品牌；数字标牌连续两年蝉联银行行业市场占有率第一
2010年	星网视易数字标牌2010年度评选——星网锐捷独揽四项大奖
2011年	星网视易公司研制、总后政治部文化工作站监制的“军营KTV”点歌机，成为全军首套点歌机 星网锐捷数字标牌推出全行业信息发布解决方案，进一步提升七大应用价值，成为信息发布的全新运营平台
2012年	星网视易荣获2012年中国数字娱乐最具影响力品牌奖
2013年	赛迪《中国KTV信息化产业发展研究报告》：星网视易行业竞争力排名位列第一 星网视易数字娱乐获“年度中国KTV信息化行业品牌价值第一名”与“年度中国视频信息应用行业品牌价值第一名”奖
2014年	星网视易数字家居荣获2014-2015年度数字家庭金凤凰奖 携手支付宝，星网视易K米O2O促进KTV行业融合升级
2015年	成立“K米公司”（凯米），加速移动互联扩张；K米7500万融资助力重构KTV聚会娱乐生态 战略合作各运营，星网视易家庭娱乐产业取得重大突破，跻升家用点歌机行业前三
2016年	连续9年保持KTV娱乐市场份额第一位置，拥有超过11000家联网KTV，助力文化部推动KTV行业转型升级 K米APP线上用户突破5000千万，月活过1000万，公众号粉丝超1100万
2017年	视易线下联网KTV场所突破2万家，同比增长100%，K米立足KTV聚会娱乐增值服务运营，实现3千万营收 新品齐放，紧握风口——“多唱K吧”掘金共享经济，“娱加酒吧”打造行业标杆，“小商用方案”市场占有率NO.1
2018年	连续十一年蝉联经营型KTV市场占用率首席，业绩增长15%，联网KTV用户达8000万 “多唱”点歌机用户达1000万，同比增长43%，斩获“十佳锐意进取品牌”行业大奖

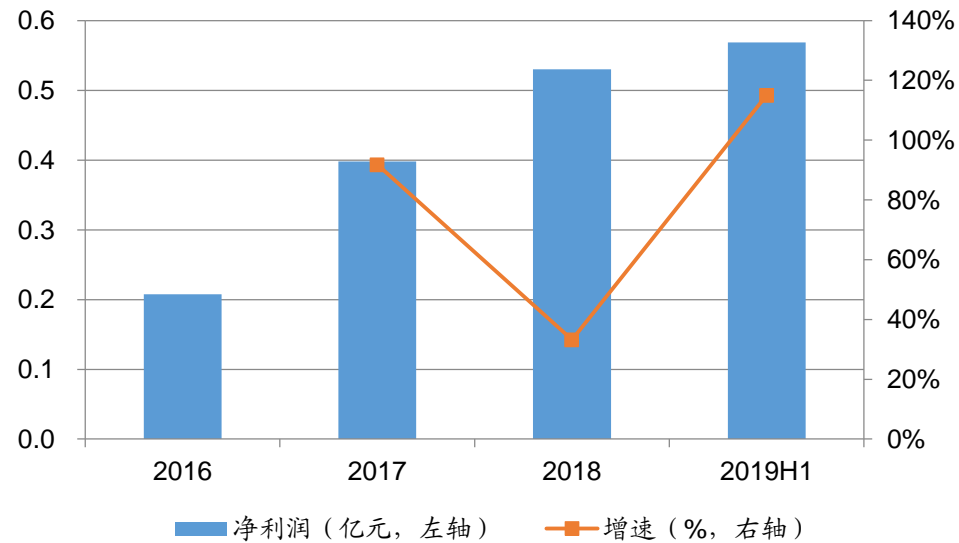
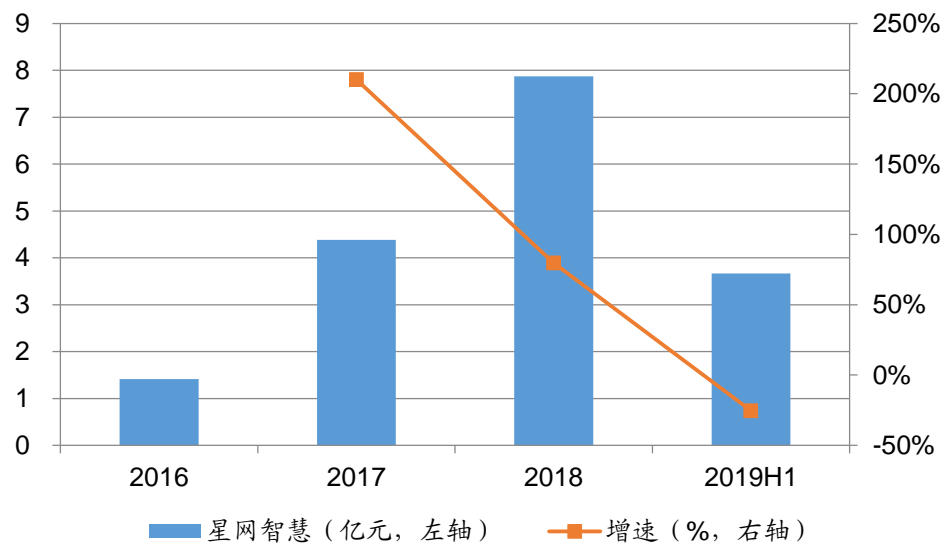
解决方案	硬件产品	软件平台
大型连锁量贩	KTV点歌机	KTV点歌系统
夜总会	KTV服务器	KTV管理系统
酒吧	增值产品	KTV平台系统
量贩	配套外设	手机KTV
小型KTV		
迷你KTV		
经典案例	 <p>魔云互联网云娱乐点歌系统</p>	 <p>多唱K吧-互联网+音乐新时尚</p>
家用KTV	小型商用KTV	高清播放器
K10家用点歌机	D50商用点歌机	K30高清播放器
K20S家用点歌机	D66商用点歌机	K50高清播放器
K73家庭尊享版	D80商用点歌机	
 <p>视易家用KTV点歌机-K20S</p>	 <p>D66小型商用点歌机</p>	 <p>KTV影院随心乐享-K50</p>

星网智慧：融合创新科技，构建智慧未来



- ▶ 星网智慧业务主营统一通信（IPPBX、IAD、IPPHONE）、融合视讯（视频会议产品、多媒体桌面终端产品）、融合连接（智能家庭网关、智能企业网关）。为政府、军队、各类不同规模的企业提供以融合视讯技术为核心的智慧通信应用。公司将每年收入的10%投入研发、研发人员占比超过40%。
- ▶ 2017-2019H1，星网智慧的收入分别为4.38亿元（+210%）、7.87亿元（+80%）和3.66亿元（-25%）；净利润分别为0.40亿元（+92%）、0.53亿元（+33%）和0.57亿元（+115%）。

图：星网智慧收入及净利润情况



星网智慧：融合创新科技，构建智慧未来

表：星网智慧发展历程

时间	内容
1996年	福建星网锐捷通讯股份有限公司成立
1998年	星网锐捷的Modem用户已达500万，奠定“中国猫王”地位
1999年	星网智慧公司成立，星网锐捷旗下面向智慧通信领域的控股子公司
2000年	进入VoIP领域，第一台集成VoIP相关协议功能的路由器发布
2001年	3000系列IP话机第一版，首套VoIP网络话机发布
2002年	完成了ADSL市场的中盘布局，成为国产ADSL第一品牌
2005年	通讯产品线无线公话迅速占领全国十多个省/市/自治区，其中福建、江西、湖北、云南等地占领了60%以上的市场份额
2007年	发展了欧美、中东、亚太等发达国家市场，以IP话机、IP视频终端、IP视频对讲终端，以及办公、住宅小区全IP通讯解决方案
2010年	以总份额第一名，中标入围中国移动CM-IMS接入设备（IP-PBX/IAD/AG）
2012年	海外市场持续快速增长，全年累计销售超过100万线，并一举夺得CENA2012最佳模拟网关提供商，成为国内领先的融合通信设备及方案提供商
2013年	在融合通信领域，除了保持IAD和IPPBX的国内领先优势外，在融合通信服务器（UCS）、多业务网关（VBOX）、多媒体终端（MMT）三个方向，跻身国内主流统一通信解决方案厂商，成为国内电信运营商和政企用户在企业级融合通信解决方案领域的首选合作伙伴
2015年	福建星网智慧科技股份有限公司正式成立，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聚焦三大市场推出了面向商务办公应用的企业级统一通信与协同（UCC）的星网智信、面向智慧家庭的NexHome和面向海外的IP智能通讯终端的三大解决方案
2016年	大刀阔斧向融合通信转型，从“统一通信”向“智慧通信”演进 携手中移动，推出专属场景视讯协作产品——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
2017年	荣获“2016-2017年度中国融合通信应用创新企业”殊荣，与中国移动达成战略合作伙伴合作
2018年	2018年PT展ICT风云奖揭晓：星网智慧荣膺“2017~2018年度中国融合通信领军企业”，“2017~2018年度中国视频会议突出贡献奖”
2019年	星网智慧凭借在融合视讯领域的突出表现，荣获“2018-2019年度中国视频会议行业领军企业”奖。

图：星网智慧产品



融合通信网关 融合通信终端 融合通信应用



NexUC 3000系列网络话机
新一代高品质IP话机



NexUC 3390旗舰版视频话机
方寸之间，自有天地



NexUC Desktop
应用桌面计算机的通信软件



NexUC S8000统一通信服务器系列
中大容量音视频软交换服务器(IP-PBX)



多功能智清 智清视讯终端 智清视讯应用



NexVM 3600非凡版远程会诊
花少钱，跑少路，看好病



NexVM 3630常态版同步课堂
远程互动教学专业终端



NexVM M9000融合通信服务器
融合通信，智慧服务



智能物联网网关 智能物联网终端 智能物联网应用



H810E智能网关
综合体验，智能终端



MC325行业摄像系列
精准定位，自动跟踪



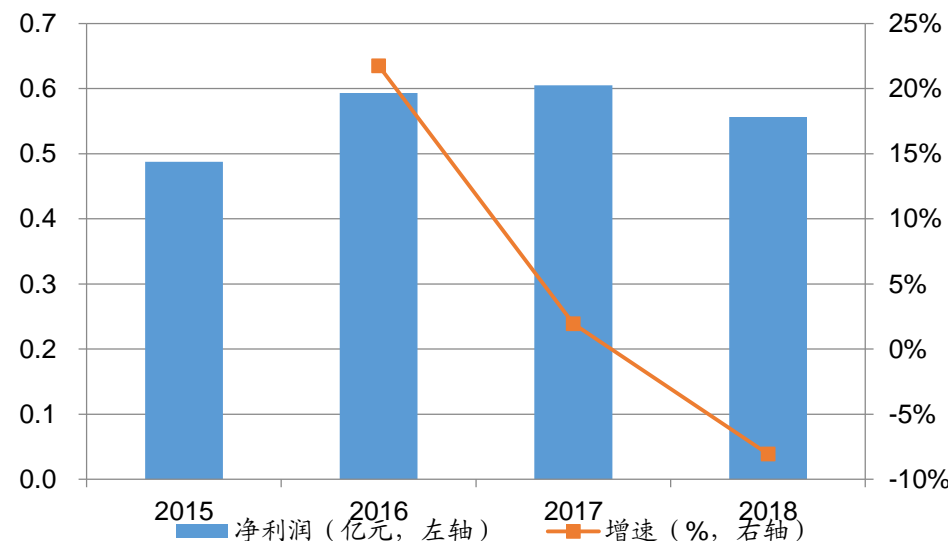
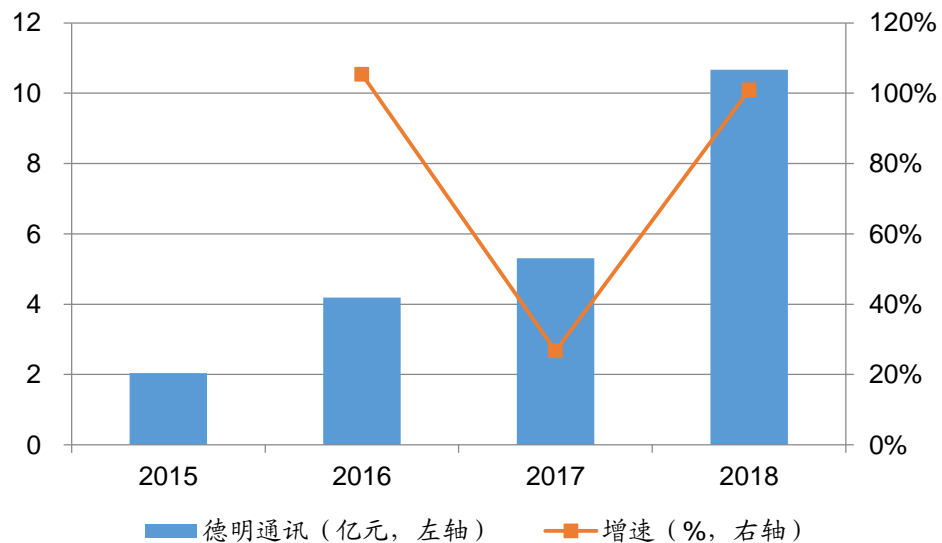
NexVM 3530-P智能会议伴侣
智能会议，智慧相伴

德明通讯：专注无线通讯，发力海外市场

▶ 德明通讯一直从事无线通讯终端的研发、设计及生产。2017-2018，德明通讯的收入分别为5.31亿元（+27%）、10.67亿元（+101%）；净利润分别为0.60亿元（+2%）、0.56亿元（-8%）。



图：德明通讯收入及净利润情况

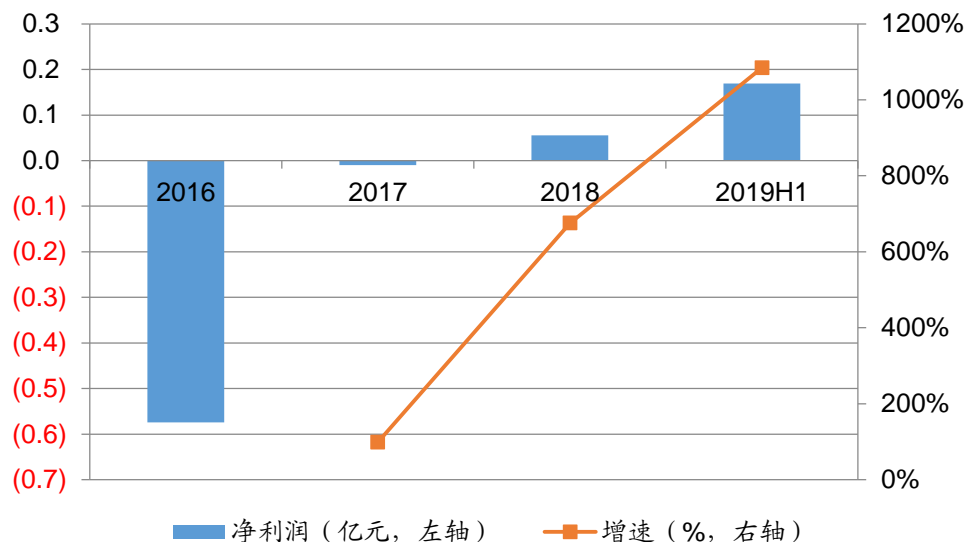
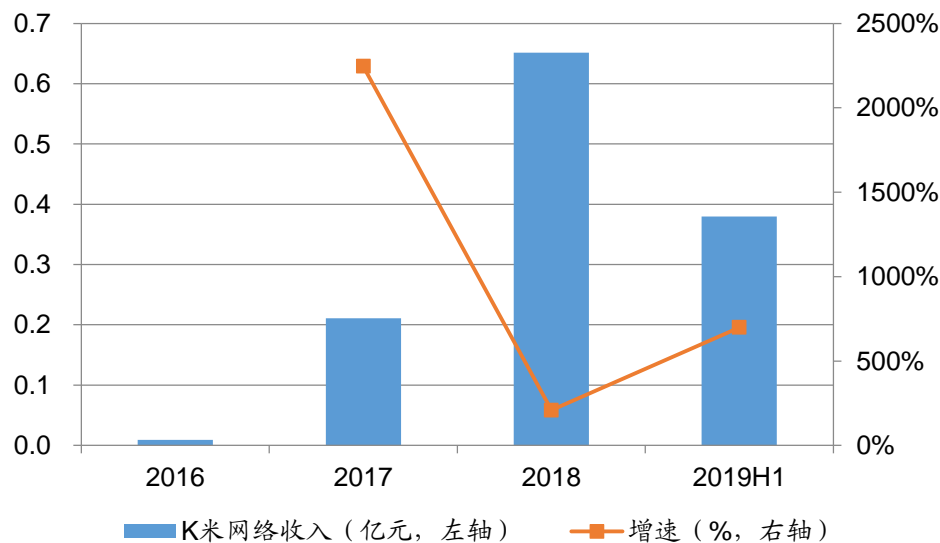


凯米网络：KTV增值服务解决方案 让KTV没有难做的生意



- ▶ K米网络是中国最大的KTV聚会娱乐增值服务运营商，占据线下70% KTV聚会娱乐场景的娱乐系统及管理系统永久运营权，成立于2014年。2018年3月，K米获得腾讯音乐&美团点评B轮融资。目前K米服务的KTV娱乐场所已超6万家，全国联网商家达2.3万家，占据联网KTV市场90%份额，覆盖60多万间联网包厢，用户数突破1.2亿，成为KTV聚会娱乐场景的独角兽。
- ▶ 2017-2019H1，凯米网络的收入分别为0.21亿元（+2246%）、0.65亿元（+209%）和0.38亿元（+699%）；净利润分别为-0.01亿元（+98%）、0.06亿元（+675%）和0.17亿元（+1084%）。

图：凯米网络收入及净利润情况



凯米网络：提效降本，让消费者乐享欢聚，让商家经营更有方

▶ K米网络产品主要有：智慧KTV产品（聚焦KTV场景，K米定制智慧KTV增值服务解决方案。推出在线预订、在线超市、电子会员卡、CRM管理、KTV场景综合支付解决方案等）和娱乐KTV产品（基于点播系统，运用互联网迭代技术，不断开发更新KTV娱乐内容。赋能商家KTV包厢互动，游戏PK，主题paty订制、KTV直播、AR梦工厂等丰富的互联网增值娱乐项目）。

图：凯米网络产品情况



在线预订

在线超市

电子会员卡

K米互动游戏

大屏包厢送祝福

KTV梦工厂

CRM&优惠券

综合支付解决方案

K米直播

K米主题聚会定制

星网锐捷：并购分析

- ▶ 2015年9月，星网锐捷完成德明通讯65%股权收购（剩余股权在公司高管手中）；15-17年德明通讯净利润分别为0.49亿元、0.59亿元和0.60亿元；累计扣非归母净利润1.66亿元超过承诺目标1.65亿元。
- ▶ 2017年8月，星网锐捷完成升腾资讯40%和星网视易48.15%剩余股权收购，升腾资讯承诺17-19年累计扣非归母净利润不低于3.675亿元，星网视易承诺不低于2.47亿元。
- ▶ 17-18年，升腾资讯扣非归母净利润为1.0445亿元和1.4517亿元（合计2.4962亿元），星网视易为0.6983亿元和0.7735亿元（合计1.4718亿元）。19年升腾资讯扣非归母净利润需超过1.1788亿元，星网视易需超过0.9982亿元。19年上半年升腾资讯净利润0.85亿元（+65%），星网视易净利润0.27亿元（+111%）；参考历史公司下半年业绩远高于上半年，我们认为升腾资讯和星网视易业绩望超业绩承诺。

表：并购完成承诺情况

标的（单位：亿元）	完成时间	对价	股权对价	股权价格	扣非归母净利润完成值2015（亿元）	扣非归母净利润完成值2016（亿元）	扣非归母净利润完成值2017（亿元）	扣非归母净利润完成值2018（亿元）	扣非归母净利润完成值2019（亿元）	累计扣非归母净利润目标（年份）
德明通讯65%股权	20150902	23.22亿元	2.25亿元	17.94元	0.4830	0.5848	0.5951			1.65亿元（15-17年）
升腾资讯40%股权	20170822	25.45亿元	4.36亿元	17.61元			1.0445	1.4517		3.675亿元（17-19年）
星网视易48.15%股权	20170822	4.82亿元	3.37亿元	17.61元			0.6983	0.7735		2.47亿元（17-19年）

注：德明通讯15-17年净利润分别为0.4874亿元、0.5934亿元和0.6049亿元；
升腾资讯17-18年净利润分别为1.0909亿元和1.4811亿元；星网视易净利润为0.7978亿元和0.8427亿元

资料来源：20150725发行股份及支付现金购买资产报告书，20170525发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书，海通证券研究所

星网锐捷：研发创新筑根基，厚积薄发成就产品龙头



- ▶ 行业里面来看，星网锐捷各个产品均位居行业前三地位，充分体现了星网锐捷公司整体的技术和产品实力，下一代云交换机、云桌面等产品位居行业领导者，奠定未来发展根基。
- ▶ 对比行业龙头公司，星网锐捷员工数0.86万人，但研发相关人员占比接近54%。持续投入背景下，公司的技术储备深厚。
- ▶ 我们认为公司研发投入大、驱动能力强，各个业务条线在所处领域基本上已经或即将成为行业龙头。伴随着云计算需求的快速增长，公司深厚积累正逐步进入兑现期。

表：研发人员对比情况（Wind一致预期，截止2020年2月14日）

	证券简称	总市值 (亿元)	19年PE	19年利润 E(亿元)	18年研发支 出(亿元)	员工(万)	18年研发 人员占比
000063.SZ	中兴通讯	1819.2	36.30	50.12	109.06	6.82	38.06%
600498.SH	烽火通信	285.1	29.87	9.55	25.40	1.50	41.86%
002583.SZ	海能达	149.9	24.78	6.05	10.72	0.84	40.93%
300454.SZ	深信服	753.2	108.3	6.95	7.79	0.46	50.22%
002912.SZ	中新赛克	174.0	61.2	2.85	1.67	0.11	75.32%
000977.SZ	浪潮信息	611.0	69.3	8.82	18.94	0.46	39.03%
603019.SH	中科曙光	431.4	81.4	5.30	7.24	0.27	51.50%
000938.SZ	紫光股份	858.0	45.1	19.03	33.23	1.35	63.24%
300628.SZ	亿联网络	545.7	44.8	12.17	1.37	0.08	48.34%
600588.SH	用友网络	1068.7	118.5	9.01	14.86	1.64	31.65%
002410.SZ	广联达	470.1	118.4	3.97	8.03	0.62	38.47%
	平均值	651.5	67.1	12.2	21.7	1.3	47.15%
	中位数	545.7	61.2	8.8	10.7	0.6	41.86%
002396.SZ	星网锐捷	226.9	33.0	6.87	10.71	0.86	54.37%

表：星网锐捷产品行业地位

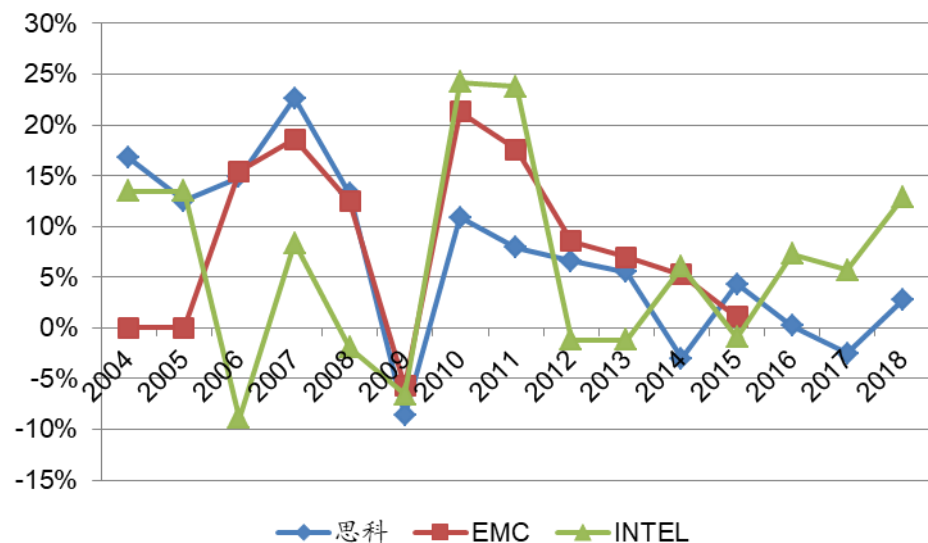
	产品	行业地位	竞争对手
锐捷网络	企业交换机	领导者	华为、华三、思科等
	云交换机	领导者	天弘、华三等
	WLAN	第三	华为、华三、深信服等
	云课堂	第一	深信服等
升腾资讯	瘦客户机	第一	实达电脑、长城信息等
	云桌面	第一	云端信息等
	智能POS	全球第三	新大陆，新国都等
星网视易	KTV系统	第一	北京雷石、阳光视翰等
	K米	第一	独角兽
智慧科技	统一通信	领导者	亿联网络

1. 再认识：财务指标优异、激励机制突出
2. 业务分析：行业地位领先、技术引领行业
3. 价值重估：云交换/桌面龙头，迎中国云计算浪潮
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

ICT基础架构三驾马车：网络、计算、存储

- ▶ 网络（数据传输）、计算（数据处理）、存储（数据保存）是ICT技术架构的三驾马车，也是信息社会的基石。网络技术的进步和需求提升成就了思科（企业网）、华为（运营商网）；计算成就了英特尔（计算芯片）、亚马逊（云计算）；存储成就了EMC、三星、美光等领先企业。
- ▶ 三者作为一个整体，相互配合、相互演进。以国内市场为例，3G（2009年）/4G（2013&2015）牌照发放，衍生出移动互联网、高清直播等新兴产业，驱动国内交换机和服务器需求快速增长。

图：全球高科技企业收入增速



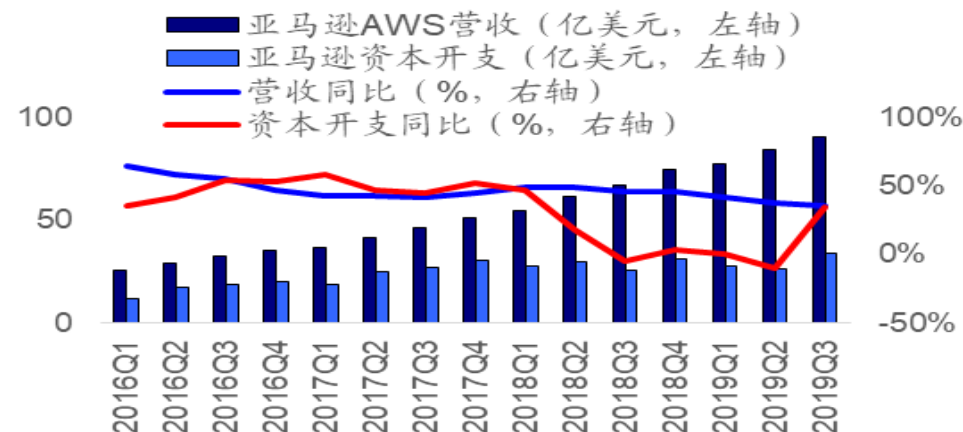
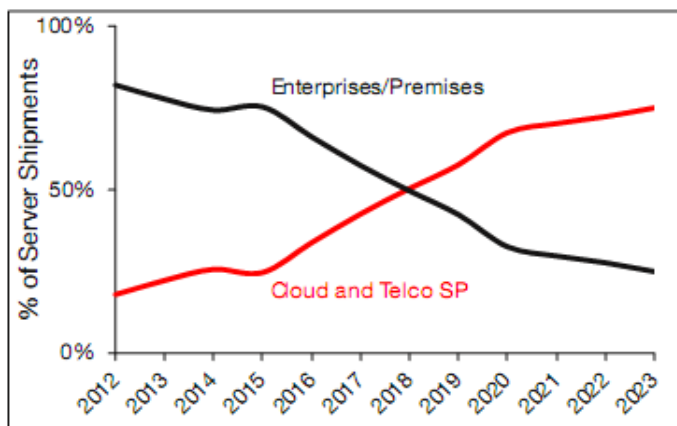
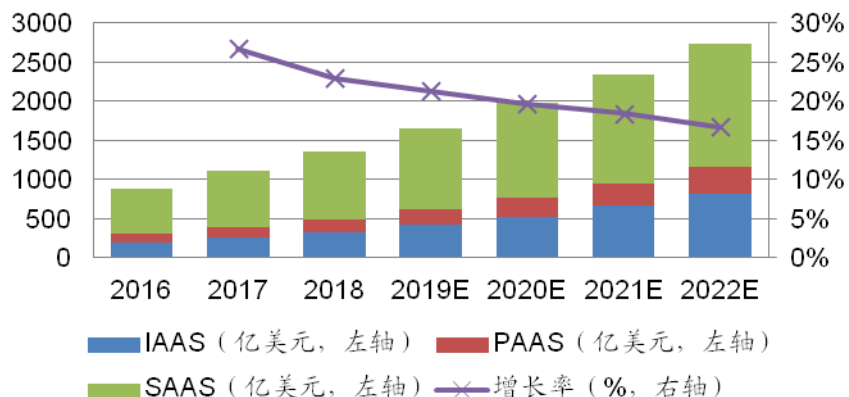
资料来源：WIND，海通证券研究所

全球云计算需求回暖，中国发展空间大

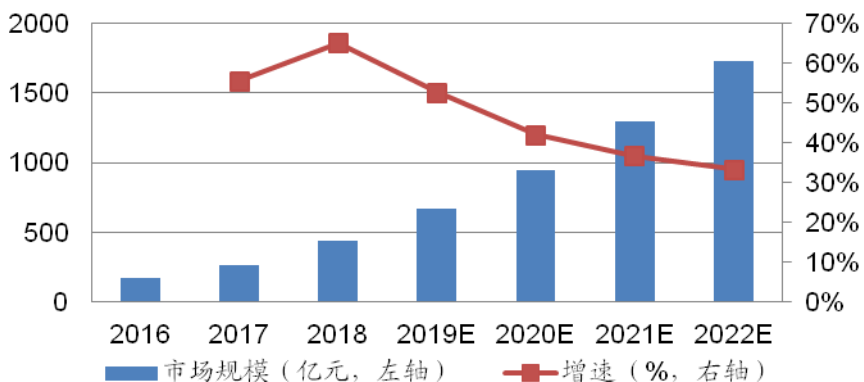
▶ 根据Wind，整体来看，全球龙头AWS和国内龙头阿里对比，2018年收入大约为阿里的6倍，资本开支为阿里的3倍；此外北美微软、谷歌等资本开支较高，国内发展空间较大。（资料来源：左侧图来源《云计算发展白皮书》、中间来自Arista官网、右侧来自Wind）

图：全球云计算市场情况

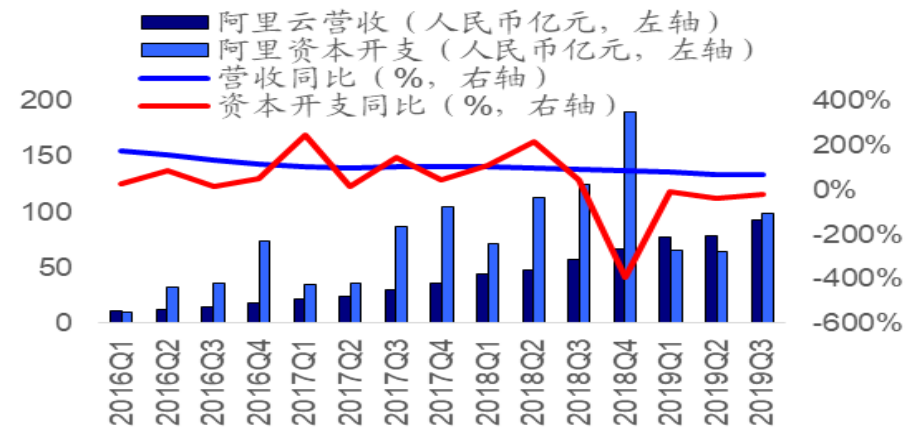
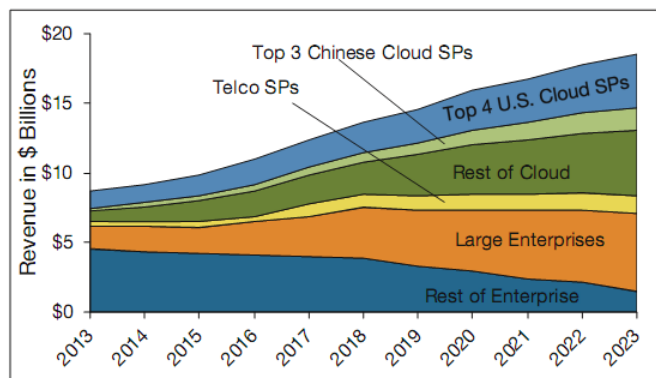
全球云计算市场规模及增速



中国公有云市场规模



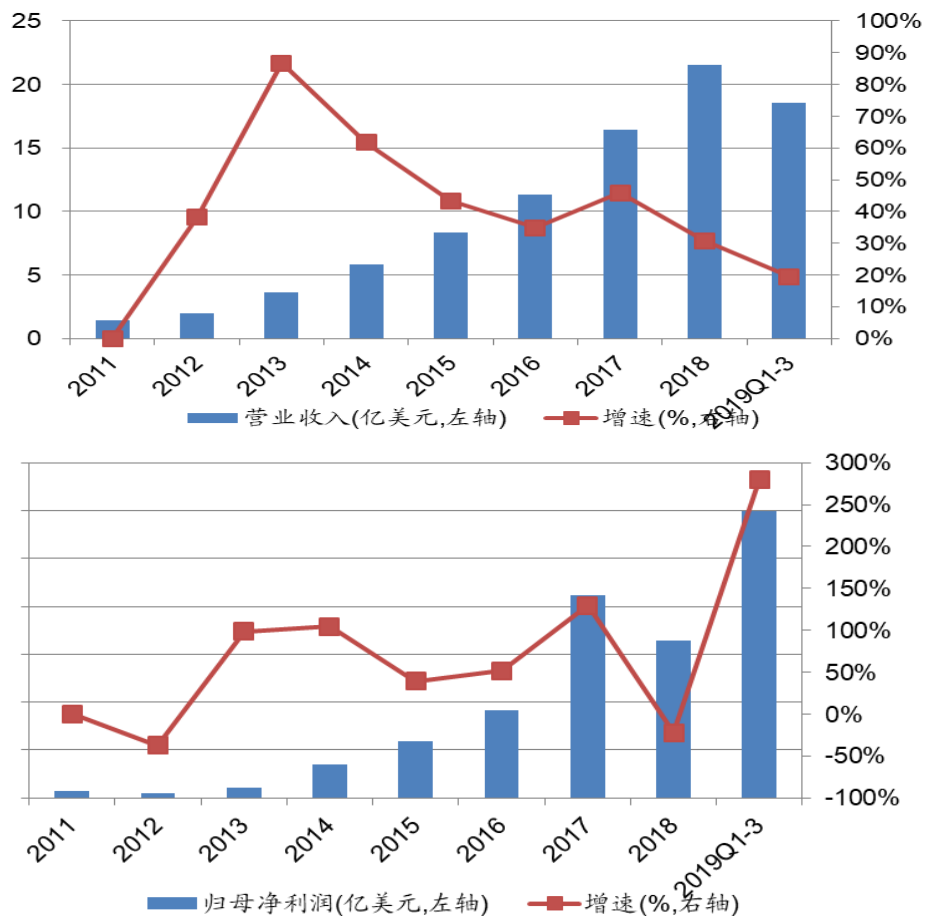
Data Center Ethernet Switch Revenue



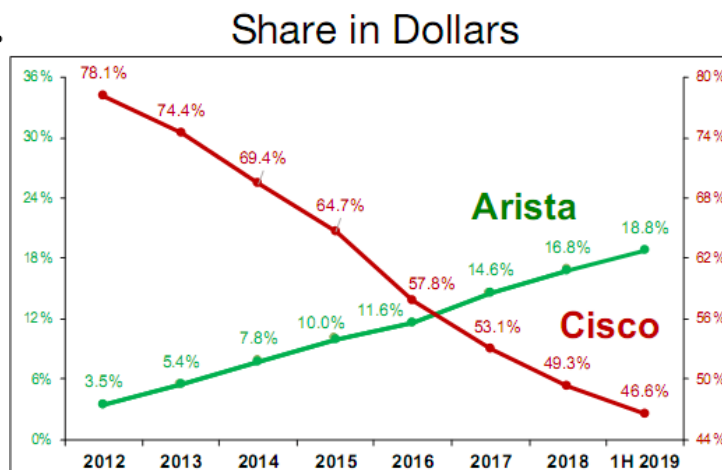
把握数据中心机遇，锐捷网络有望成为中国版Arista

➤ 美国Arista把握数据中心机遇，收入/利润增速远超思科（18年主要是专利纠纷和解费用影响利润）。

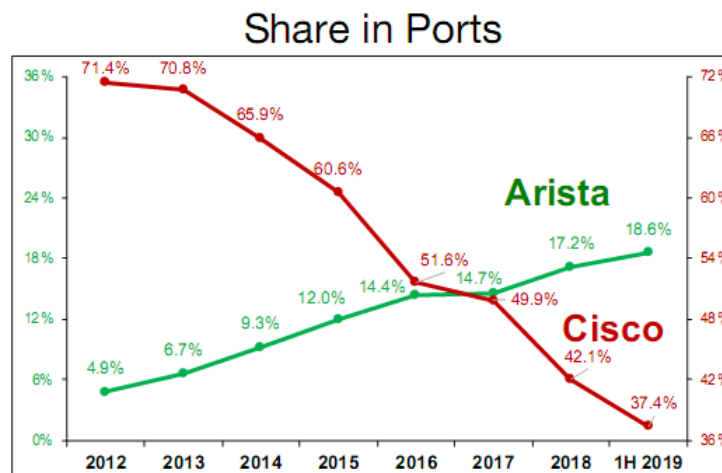
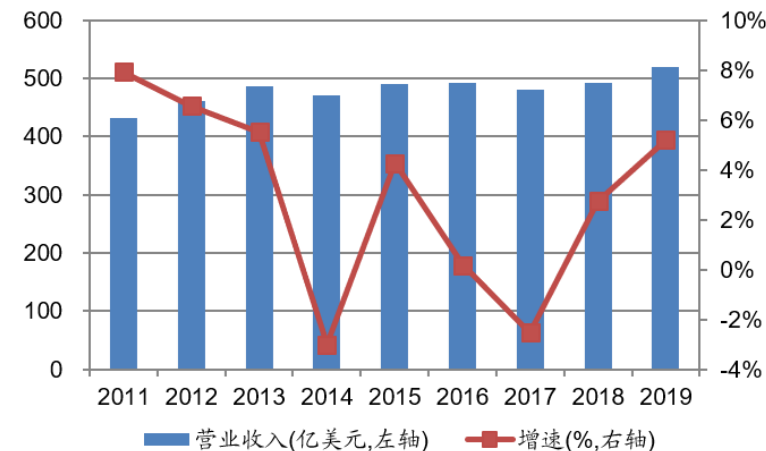
图：Arista收入净利润情况



图：High Speed Data Center Switching Market



图：思科收入净利润情况



企业云桌面：解决商用PC痛点，优化IT运维系统

▶ 我们认为传统PC桌面面临的主要挑战：

▶ 1； 运维管理复杂：传统PC桌面系统崩溃重装、软件兼容性问题处理、软件更新和新系统上线等问题复杂多样，IT部门工作低效而繁琐；

▶ 2； 数据安全性差：电脑数据易泄露、本地电脑数据丢失恢复耗时耗力、本地重要数据无法备份等；

▶ 3； 资源得不到灵活应用：企业业务对桌面的可用性、兼容性等提出了更高的要求，资源需要得到灵活配置。

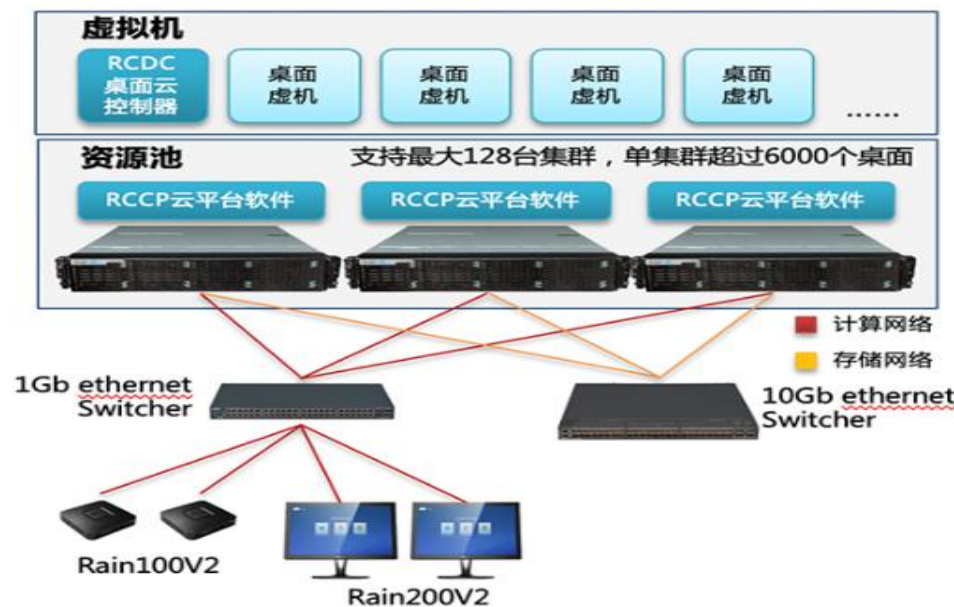
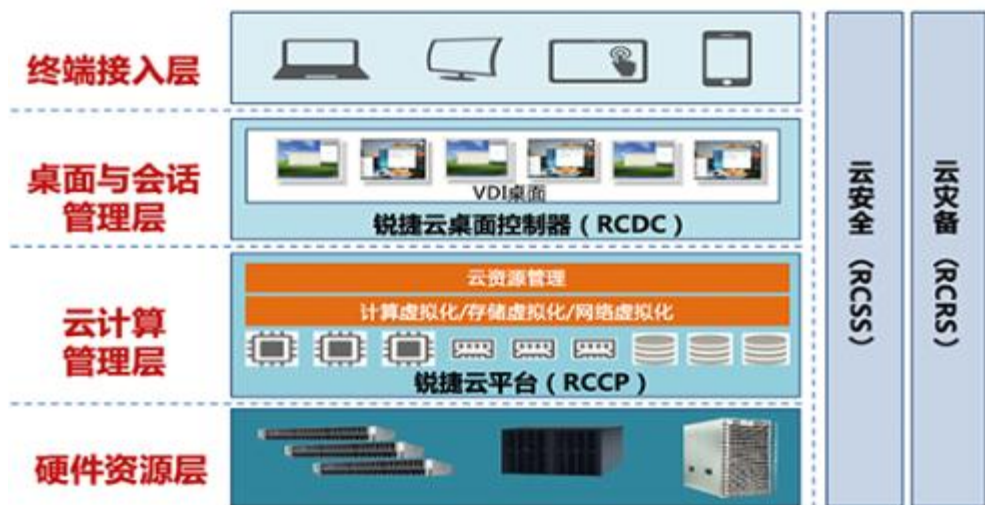
图：企业云桌面应用场景



锐捷办公桌面云：超融合架构解决行业痛点

- ▶ 锐捷办公桌面云整体基于超融合架构设计，从终端层强控制、传输层加密、资源层弹性可靠解决企业桌面办公安全可靠建设。集中算力与存储实现资源充分使用，集中批量统一管理提升管理效率、敏捷的IT服务响应，双集中模式实践提质增效。相比传统PC的CPU平均利用率仅为5%~20%，锐捷办公桌面云CPU利用率可控制在60%以上，综合成本投入有效控制减少，运维成本降低80%；使用年限在5年以上。
- ▶ 据锐捷网络官网援引全球权威ICT市场研究机构IDC发布《2018年中国企业级终端VDI市场跟踪报告》的数据显示，锐捷网络云桌面市场份额位居第一，累计交付云终端超过120万台，持续领跑桌面虚拟化市场。通过自主研发的EST3.0新一代桌面协议，让桌面云传输效率比传统云桌面方案提高5倍，打造超越PC的使用体验，让企业办公更轻松。

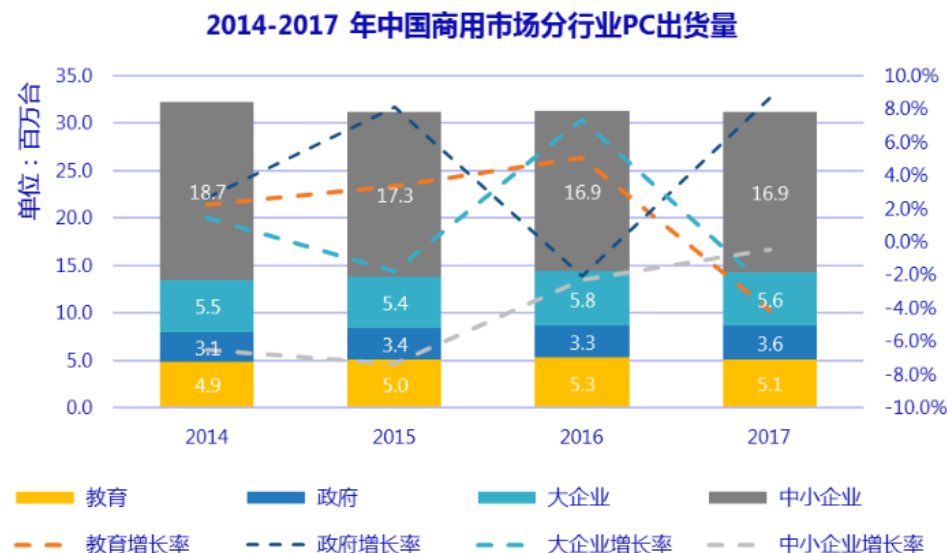
图：锐捷办公桌面云超融合架构



PC出货量持续降低，云桌面渗透率不断提升

- ▶ 根据电子发烧友网援引IDC相关数据，2017年中国PC市场（不含工作站）整体出货5333万台，其中消费市场2217万台，同比去年下滑8.1%，但降幅有所收窄。商用市场出货3116万台，同比下滑0.6%。而根据快科技网援引IDC预测数据显示，2018年中国PC市场预计最终销售5200万台左右，2019年预计出货量5060万台左右。
- ▶ 19年下半年以来，锐捷网络先后与上海兆芯、天津麒麟、天津飞腾等完成了产品兼容认证。根据锐捷网络官方微信公众号援引IDC数据显示，PC的出货量持续走低，2019年Q2同比下降10.6%。在此背景下，云桌面作为企业桌面的典型应用正越来越被客户认可。2019年Q2中国企业级终端VDI市场份额锐捷网络第一，累计交付云终端超过120万台，连续5年领导桌面虚拟化市场。根据锐捷网络官网资料，2018年第二季度锐捷网络以45.3%的市场份额（中国企业级终端VDI），继续领跑虚拟化桌面市场。

图：2014-2017年行业PC出货量



锐捷网络：发力云桌面业务

► 云计算、虚拟化技术正在成为信息化创新的有力引擎。2013年，锐捷云课堂通过云计算及桌面虚拟化技术，一举解决了计算机教室中“效率低、成本高、管理弱、维护难、体验差”等问题，成为教育信息化市场的新宠。此后，锐捷陆续在多个场景推出云桌面解决方案，推进桌面云化进程。

图：锐捷网络云桌面业务

- 2013年
云课堂1.0 重新定义计算机教室
- 2014年
云课堂2.0, 打造一堂充满互动的信息技术课
- 2015年
云课堂3.0, 一间能上上课的计算机教室
- 2016年
云课堂4.0, 全场景, 更专业
云办公1.0, 开启办公云桌面时代
- 2017年
云课堂增强版, 进入高校计算机机房
云办公2.0, IDV架构, 快如闪电
- 2018年
数字学习中心, 一室多用, 提升信息教室价值
课堂桌面云1.0, 资源池化, 让资源使用更灵活、更有效
云办公3.0, 融合VDI与IDV架构, 让云桌面适用更多场景
- 2019年
极简数字学习中心, 融合计算, 剑指新课改
课堂桌面云2.0, 深入场景, 提升教学使用体验
云办公4.0, 更高配置、更强兼容



挑战PC，给课堂和办公场景带来巨大变革



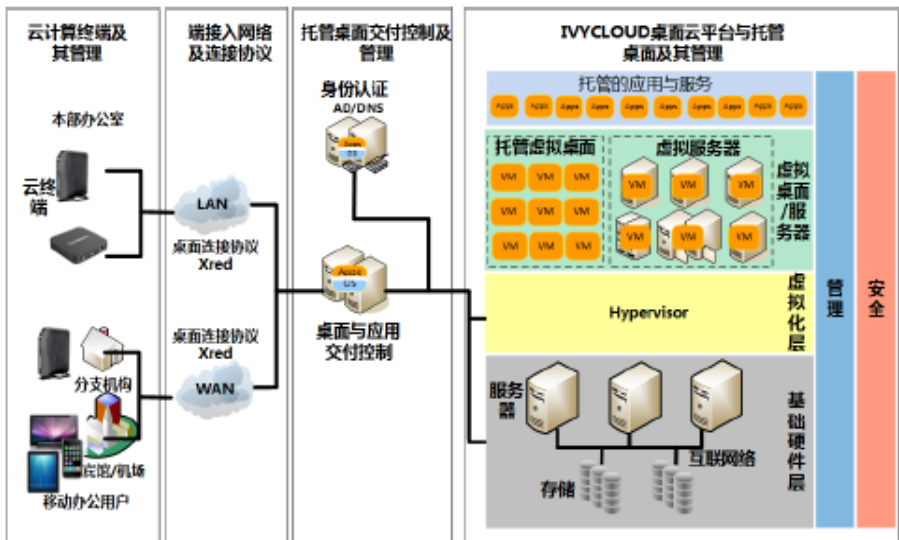
升腾资讯：行业地位领先，携手华为发力安可

- ▶ 升腾资讯18年瘦客户机产品出货量达67.9万台，占国内市场份额48.6%，已连续17年位居中国市场第一。自2015年推出完全自主的桌面云系统-升腾威讯云桌面以来，公司逐步打造自研云桌面协议+自研桌面云系统，实现“存储硬件+芯片服务器+云平台+芯片终端”国产一体化，发力安全自主可控，2017-2018年，公司桌面云方案连续两年获得中国桌面云（端到端）方案市场占有率第一。在2019华为全联接大会上，升腾威讯云发布了首款鲲鹏桌面云方案。
- ▶ 2019年3月升腾成为安可工委会员，升腾长期以来与龙芯、兆芯、北大众志、飞腾、航天等国内优秀品牌就国产化方向保持深度合作。升腾威讯桌面云技术领先，具有四大产品新特性：1，自研Xreo云桌面连接协；2，自研桌面云系统；3，vGPU虚拟化；4，中国“芯”。
- ▶ 2019年7月2日，公司公告完成公司类型变更；原财务投资者/外资股东FINET等减持完公司股份。身份变更有利于公司丰富业务类型（如军方、涉密等相关业务），我们认为这也进一步为公司安可项目推进扫清了障碍。

图：升腾资讯紧密合作华为

图：升腾威讯云解决方案

图：升腾资讯合作伙伴



时间	事件
2008	与华为首次“试水”。2008年正值华为桌面云创立之初，双方尝试首次合作，以升腾提供FI945云终端的形式，帮助华为形成初期的桌面云方案产品，双方在此顺利合作的基础上，展开了对未来合作的规划。
2013	为华为“量身定制”。升腾就华为桌面云用户特性与华为展开讨论，并为华为设计专属的CT系列云终端，同时尝试扩展相关终端软件以提升用户体验，提供完整的终端方案，该系列产品创下销量新高成为“爆品”。
2014	加设华为为合作驻点促进协作效率。双方在桌面云与云终端领域密切配合，升腾于华为总部专设专员驻点，在升腾总部的开发、计划等多个部门设华为为专门接口，每个季度互通技术参数与合作规划，确保升腾与华为的合作配合达到最佳。
2016	合作规模持续扩大，超过10万台。2016年是双方合作里程碑式的一年，升腾与华为就桌面云业务的年合作规模持续扩大超过10万台大关，占华为桌面云90%以上产品份额。此后，双方就国内外以及不同行业桌面云应用场景特点，展开下一代云终端产品规划。
2018	亮相华为全联接大会、华为核心供应商大会。连续8年受邀参加华为全联接大会，分享最佳桌面云案例。同时，在2018年华为核心供应商大会上，以唯一受邀的云终端厂商参会亮相
2019	亮相2019华为全联接大会，发布了首款鲲鹏桌面云方案。

升腾威讯桌面云

智桌面 慧融合

技术领先，
产品4大新特性

- 1 自研XRED云桌面连接协议
- 2 自研桌面云系统
- 3 vGPU虚拟化
- 4 中国“芯”

业界首个全国产化桌面云方案，
多种方式助力国产化业务平滑迁移



升腾率先发布全国产化桌面云方案，支持云电脑、云桌面、云应用等多种模式，助力用户无风险业务迁移。

一款桌面云产品好用的关键是接入协议

升腾自研云桌面实时高清图像编码算法的应用，是保证用户体验的关键技术，技术水平PK国际主流厂商：

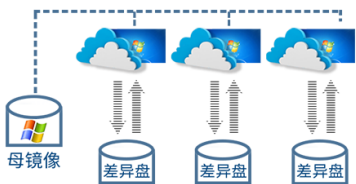
- 操作更流畅
- 图像更清晰
- 使用更稳定



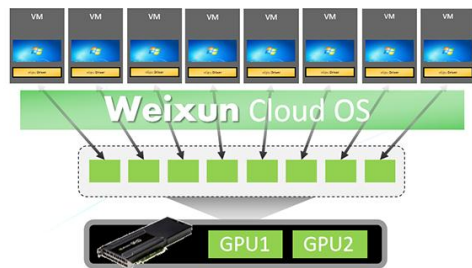
一款桌面云产品走向市场的关键是落地部署

升腾自研桌面链式克隆技术，能够实现大批量快速发布桌面，大幅度提升部署效率。

- 一屏管理
- 一站运维
- 一键部署



在桌面云场景中，
最关键和必不可少的技术就是显卡虚拟化技术



国内首家同时支持英伟达、AMD显卡虚拟化技术，升腾vGPU虚拟化桌面云方案在3D、多媒体等场景带来流畅的体验。



资料来源：升腾资讯官网，海通证券研究所
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 再认识：财务指标优异、激励机制突出
2. 业务分析：行业地位领先、技术引领行业
3. 价值重估：云交换/桌面龙头，迎中国云计算浪潮
4. 主业拆分及业绩预测、投资建议

拆分细则出炉，利好公司业务发展提速



- ▶ 2019年12月13日，证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（简称《若干规定》），明确了分拆试点的条件，规范了分拆上市流程，加强了对分拆上市行为的监管。较此前的征求意见稿，正式发布的《若干规定》有多项关键内容的调整，包括把10亿元的盈利门槛调低至6亿元；允许最近三年内使用募资规模不超过子公司净资产10%的子公司分拆；放宽了子公司董事、高管的持股限制等。
- ▶ 伴随分拆细则落地，我们认为若锐捷网络、星网智慧、德明通讯及凯米网络未来能够分拆上市，则上市公司的价值有望得到重估。

表：分拆上市意见稿

分拆条件	应当满足的7大类条件
1;	上市公司股票上市已满3年。
2;	上市公司最近3个会计年度连续盈利
	最近3个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后，归属上市公司股东的净利润累计不低于10亿元人民币（净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。
3;	最近1个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的50%
	最近1个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的30%。
4;	上市公司及其控股股东、实际控制人最近36个月内未受到过中国证监会的行政处罚；上市公司及其控股股东、实际控制人最近12个月内未受到过证券交易所的公开谴责。上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告。
5;	上市公司最近3个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产、最近3个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产。
6;	上市公司及拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联人员持有所属子公司的股份，不得超过所属子公司分拆上市前总股本的10%。
7;	本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；上市公司与拟分拆所属子公司不存在同业竞争，且资产、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职；



表：分拆上市正式稿

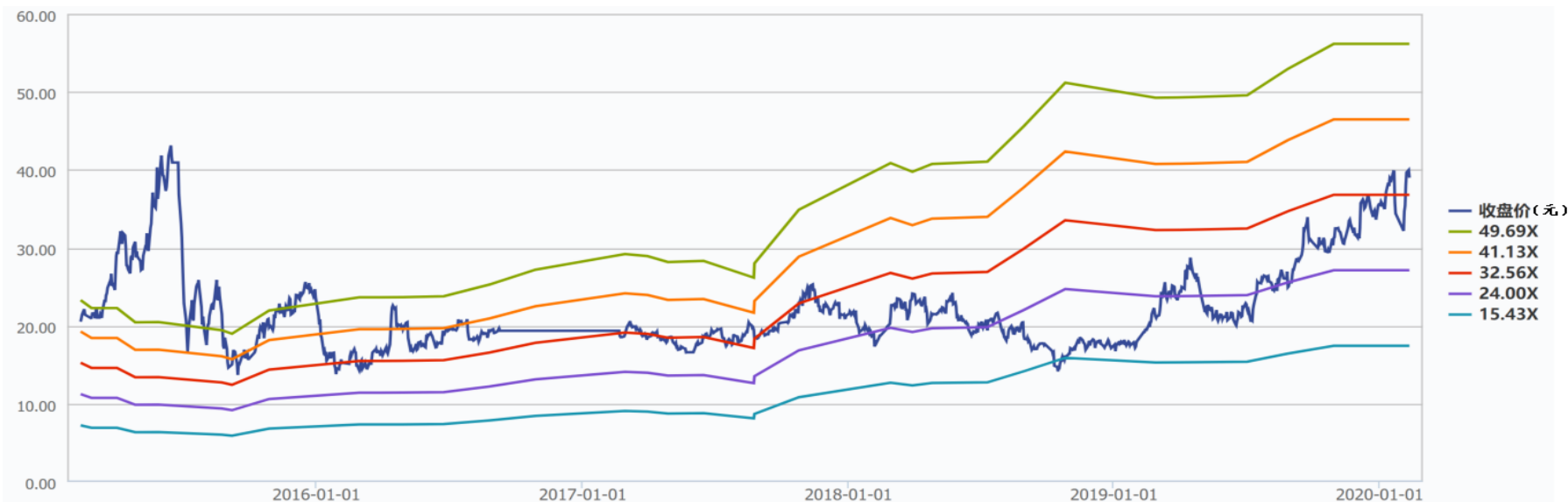
分拆条件	应当满足的7大类条件
1;	上市公司股票上市已满3年。
2;	上市公司最近3个会计年度连续盈利
	最近3个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后，归属于上市公司股东的净利润累计不低于6亿元人民币（本规定所称净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算）。
3;	最近1个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的50%
	最近1个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过上市公司合并报表净资产的30%。
4;	上市公司及其控股股东、实际控制人最近36个月内未受到过中国证监会的行政处罚；上市公司及其控股股东、实际控制人最近12个月内未受到过证券交易所的公开谴责。上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告。
5;	上市公司最近3个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产、最近3个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产。但拟分拆所属子公司最近3个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产10%的除外
6;	上市公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的10%；上市公司拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的30%。
7;	本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；上市公司与拟分拆所属子公司不存在同业竞争，且资产、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职；

星网锐捷：收入利润稳增长、价值重估正当时



- 历史来看，星网锐捷合理估值区间中枢在30xPE。18年Q1-19年Q3，单季度收入增速（64.03%、39.06%、20.19%、-4.93%、-1.78%、-7.58%和-0.06%），归母净利润增速（64.08%、76.10%、30.00%、-11.08%、7.71%、31.96%、13.23%），毛利率（23.48%、29.36%、35.21%、36.63%、28.64%、38.34%和41.38%）。
- 此外，受毛利率较高产品比重提升影响，公司毛利率19年显著增长；展望未来我们认为交换机业务、云桌面业务占比有望提升至50%以上，并为公司发展提供持续动力，我们认为未来盈利贡献占比达到80%以上，估值有望进一步提升。

图：星网锐捷PE-Band



星网锐捷：分项业务预测

图：星网锐捷收入分拆

产品类型（亿元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
企业级网络设备	36.90	40.92	49.63	61.14	73.72
毛利率	50.91%	47.86%	47%	46%	45.50%
通讯产品	10.37	18.51	14.13	16.21	18.63
毛利率	25.33%	14.85%	23.19%	23.61%	24.03%
网络终端	7.68	12.78	16.61	21.60	28.08
毛利率	25.93%	22.30%	27%	27%	27%
视频信息应用	2.73	2.76	3.50	4.20	4.85
毛利率	52.01%	50.61%	51.86%	52.24%	51.92%
其他	19.38	16.34	14.71	16.18	17.79
毛利率	24.69%	19.35%	22.02%	20.69%	21.35%
合计	77.05	91.32	98.58	119.33	143.07
增速	35.5%	18.5%	8.0%	21.0%	19.9%
毛利率	38.4%	32.6%	36.7%	36.3%	36.3%

资料来源：WIND，海通证券研究所

星网锐捷：可比公司估值



► 基于公司业务结构变化，修改可比公司为：紫光股份、浪潮信息、中科曙光、烽火通信、深信服、迪普科技和亿联网络。

表：可比公司估值情况

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(X)			PB (X)
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2020E
000938.SZ	紫光股份	42.00	858	0.83	0.93	1.14	50	45	37	2.82
000977.SZ	浪潮信息	47.39	611	0.51	0.68	1.00	93	69	47	5.61
603019.SH	中科曙光	47.92	431	0.48	0.59	0.79	100	81	60	8.79
600498.SH	烽火通信	24.35	285	0.72	0.82	1.01	34	30	24	2.41
300454.SZ	深信服	184.20	753	1.48	1.70	2.22	125	108	83	15.01
300768.SZ	迪普科技	40.49	162	0.50	0.62	0.76	81	66	54	9.08
300628.SZ	亿联网络	91.03	546	1.42	2.03	2.60	64	45	35	9.72
						平均	78	63	49	7.63
002396.SZ	星网锐捷	38.90	227	1.00	1.07	1.47	39	36	26	4.55

资料来源：WIND，海通证券研究所

注：收盘价日为2020年2月14日，可比公司EPS采用Wind一致预期

- ▶ **投资建议：**基于云计算数据中心市场交换机、云桌面终端、智能POS等产品逐步步入收获期和快速增长，我们预计公司19年-21年归母净利润为6.22亿元、8.56亿元和10.98亿元，对应EPS为1.07元、1.47元和1.88元，参考可比公司估值（2020年平均估值为49x），给予20年PE 30-35x，对应合理价值区间44.10元-51.45元，“优于大市”评级。
- ▶ **估值方法2：**我们预计2020年公司的PB为4.55x，可比公司平均PB为7.63x；以目标合理价值区间测算，对应20年PB为5.16-6.02x，仍低于可比公司平均PB。
- ▶ **盈利预测下修说明：**参考wind，2016-2018年星网锐捷非经常损益分别为0.36亿元、0.74亿元和1.25亿元；2016-2019年前三季度非经常损益分别为0.19亿元、0.26亿元、0.86亿元和0.46亿元。2018年公司的非经常损益中包含了9332万元的凯米网络股权的投资收益，1.16亿元的政府补助等，我们预计这些项目2019年将会显著减少；同时考虑到公司19年发展云网络和云桌面的费用支出，对2019年业绩进行了适度下修。
- ▶ **风险提示：**公司新业务开展不及预期。

附录一：财务报表预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.07	1.47	1.88
每股净资产	6.31	7.23	8.54	10.26
每股经营现金流	1.02	1.95	2.18	2.71
每股股利	0.11	0.14	0.15	0.17
价值评估 (倍)				
P/E	39.03	36.46	26.50	20.67
P/B	6.17	5.38	4.55	3.79
P/S	2.48	2.30	1.90	1.59
EV/EBITDA	38.34	29.42	19.39	13.68
股息率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	32.6%	36.7%	36.3%	36.3%
净利润率	6.4%	6.3%	7.2%	7.7%
净资产收益率	15.8%	14.8%	17.2%	18.4%
资产回报率	8.3%	7.9%	8.9%	9.4%
投资回报率	16.6%	21.9%	30.4%	37.5%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	18.5%	8.0%	21.0%	19.9%
EBIT增长率	-3.0%	39.1%	50.2%	35.7%
净利润增长率	23.1%	7.0%	37.6%	28.2%
偿债能力指标				
资产负债率	39.1%	35.4%	35.2%	34.1%
流动比率	2.1	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.5	1.7	1.8	2.0
现金比率	0.6	0.8	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	73.2	73.2	73.2	73.2
存货周转天数	86.1	86.1	86.1	86.1
总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.3
固定资产周转率	17.4	15.7	17.2	20.3

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9132	9858	11933	14307
营业成本	6157	6244	7600	9115
毛利率%	32.6%	36.7%	36.3%	36.3%
营业税金及附加	60	75	88	105
营业税金率%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	1220	1398	1623	1860
营业费用率%	13.4%	14.2%	13.6%	13.0%
管理费用	226	266	298	358
管理费用率%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%
EBIT	427	593	891	1210
财务费用	-15	-38	-55	-76
财务费用率%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	29	35	31	42
投资收益	120	10	10	10
营业利润	867	937	1285	1654
营业外收支	2	10	10	10
利润总额	869	947	1295	1664
EBITDA	552	695	1007	1339
所得税	40	49	64	83
有效所得税率%	4.6%	5.1%	5.0%	5.0%
少数股东损益	247	276	375	483
归属母公司所有者净利润	581	622	856	1098

资料来源: WIND, 海通证券研究所

估值日期: 2020年2月14日

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

附录一：财务报表预测



资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1634	2296	3215	4424
应收账款及应收票据	1914	1978	2394	2871
存货	1542	1473	1793	2151
其它流动资产	399	445	473	506
流动资产合计	5489	6192	7876	9952
长期股权投资	131	131	131	131
固定资产	565	689	703	706
在建工程	2	52	92	122
无形资产	107	102	93	79
非流动资产合计	1510	1676	1722	1742
资产总计	6999	7869	9598	11694
短期借款	41	0	0	0
应付票据及应付账款	1907	1772	2227	2649
预收账款	83	92	109	132
其它流动负债	639	861	977	1147
流动负债合计	2671	2725	3313	3928
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	64	64	64	64
负债总计	2735	2789	3376	3992
实收资本	583	583	583	583
普通股股东权益	3678	4218	4984	5982
少数股东权益	586	862	1237	1720
负债和所有者权益合计	6999	7869	9598	11694

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	581	622	856	1098
少数股东损益	247	276	375	483
非现金支出	154	136	147	171
非经营收益	-120	-19	-20	-20
营运资金变动	-268	120	-88	-153
经营活动现金流	594	1136	1269	1579
资产	-210	-258	-151	-140
投资	-1	0	0	0
其他	-267	-90	-110	-130
投资活动现金流	-478	-348	-261	-270
债权募资	20	-41	0	0
股权募资	124	0	0	0
其他	-280	-84	-90	-100
融资活动现金流	-137	-125	-90	-100
现金净流量	-21	663	919	1209

资料来源：WIND，海通证券研究所

估值日期：2020年2月14日

分析师声明

朱劲松

余伟民

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

通信研究团队:

通信行业首席分析师

朱劲松

SAC执业证书编号: S0850515060002

电话: 010-50949926

Email: zjs10213@htsec.com

通信行业高级分析师

余伟民

SAC执业证书编号: S0850517090006

电话: 010-50949926

Email: ywm11574@htsec.com

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

投资评级说明

	类别	评级	说明
<p>1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;</p> <p>2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。