

主业向好，外延可期，大数据布局清晰

——初灵信息（300250）深度报告

2016年05月18日

强烈推荐/首次

初灵信息

深度报告

报告摘要：

初灵信息是国内领先的信息接入设备供应商，主营大客户接入系统和广电宽带接入系统。2015年起，公司通过收购“博瑞得”和“视达科”100%股权，实现了“信息接入产品+大数据服务”双头并进的良好发展格局。

传统主业稳中向好，盈利能力改善。2015年，公司传统主业完成新品研发并量产，使得大客户接入系统和广电宽带接入系统毛利率分别提升20pct和5pct。考虑到中国移动大力发展政企专线，广电国网获基础电信业务牌照，国内的信息接入需求将保持旺盛，可支撑公司传统主业稳定增长。

公司大数据外延不断，大数据全产业链布局渐入佳境。公司通过收购博瑞得和视达科，布局“数据接入—大数据挖掘、处理和分析—大数据应用”全产业链，并成功卡位“通信”和“广电”两个大数据优质领域。

◆ **博瑞得：专注于移动互联网数据采集、分析与应用，技术强，份额领先。**

鉴于博瑞得已覆盖运营商40%以上的省级公司，且运营商的大数据经营已进入实质性阶段，加之中国移动将开始发力大数据的采集汇聚，我们认为博瑞得完成2016年4,130万元的业绩承诺是大概率事件。

◆ **视达科：国内领先的互动媒体平台提供商，客户横跨“四方”，增长可期。**

视达科已覆盖广西广电、芒果TV、CNTV等客户，平台用户有望超6,000万，可为其带来稳定的平台扩容、终端授权及运营分成收入。此外，公司近期又陆续中标天威视讯、安徽广电、贵州有线等项目。我们认为，受益“客厅经济”爆发，视达科有望由平台建设向运营分成和大数据应用方向延伸，预计可以完成2016年4,860万元的业绩承诺。

公司盈利预测及投资评级。

- ◆ 我们预计公司2016-2018年EPS分别为1.10元、1.38元和1.48元，对应PE 44.9倍、35.8倍和33.4倍，参考行业可比公司估值，给予公司6个月目标价69.65元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	231.23	366.39	447.90	548.80	610.29
增长率(%)	14.03%	58.45%	22.25%	22.53%	11.21%
净利润(百万元)	36.42	68.88	127.65	160.09	171.27
增长率(%)	13.75%	89.11%	85.33%	25.42%	6.98%
净资产收益率(%)	7.92%	8.80%	13.47%	14.77%	13.92%
每股收益(元)	0.40	0.73	1.10	1.38	1.48
PE	123.33	67.53	44.96	35.79	33.44
PB	9.80	5.94	6.06	5.29	4.65

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

阎贵成

010-66554039

yangc@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116040051

张志峰

010-66554067

zhangzf@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	35.86-109.95
总市值(亿元)	56.5
流通市值(亿元)	26.35
总股本/流通A股(万股)	11453/5341
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	6.39

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司是国内领先的信息接入和大数据服务提供商	5
1.1 业绩快速增长，逐步退出低毛利板块，盈利能力将持续改善	5
1.2 大股东非公开发行大份额认购，彰显发展信心	5
2. 传统主业稳中向好，毛利率不断提升	6
2.1 公司的传统主业产品结构不断优化，收入触底回升	6
2.2 国内信息接入行业市场需求保持旺盛，支撑传统主业稳中向好	7
3. 公司外延转型积极，大数据全产业链布局渐入佳境	8
3.1 收购博瑞得，大数据转型序幕开启，抢占通信大数据采集入口	8
3.1.1 博瑞得移动互联网数据采集技术实力强劲，市场份额领先	8
3.1.2 电信运营商大数据经营蓄势待发，数据采集投入将不断加大	9
3.1.3 博瑞得卡位通信大数据采集入口，将享运营商数据经营红利	12
3.2 收购视达科，进军互动媒体平台业务，完善大数据应用布局	13
3.2.1 互动媒体日渐成为社会通信传媒的主角	14
3.2.2 视达科客户横跨“四方”，互动媒体平台业务国内领先	14
3.2.3 受益“客厅经济”爆发，互动媒体平台市场需求旺盛	16
3.2.4 卡位大数据应用，优势互补，大数据布局更上一层楼	21
4. 大数据市场空间巨大，公司打开业绩增长新空间	25
4.1 中国大数据软件及应用市场规模将超千亿	25
4.2 国内大数据市场万事皆备，东风渐起	25
4.3 公司大数据转型的决心坚定，业绩成长空间被打开	27
5. 盈利预测及估值	27
6. 风险提示	28

表格目录

表 1: 公司传统两大主营业务	6
表 2: 博瑞得拥有的核心技术	9
表 3: 互动媒体与互动媒体平台	14
表 4: 互动媒体的主要业务类型	14
表 5: 视达科主要客户	15
表 6: 视达科的三种盈利模式、毛利及其营收占比（2015年1-7月）	16
表 7: 国内 7 家互联网电视牌照商（OTT 牌照商）	18
表 8: 三大电信运营商在 IPTV、OTT TV 方面的布局	19
表 9: 我国主要的大数据产业支持政策	26
表 10: 同类型上市公司市盈率比较表	28
表 11: 公司盈利预测表	29

插图目录

图 1: 公司历年营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)	5
图 2: 公司 2015 年营业收入构成.....	5
图 3: 公司的实际控制人.....	6
图 4: 公司传统主业毛利触底回升 (单位: 百万元)	7
图 5: 公司传统主业的毛利率均明显提升	7
图 6: 公司大客户接入系统产品分布 (CNCR 标注)	7
图 7: 广电有线双向改造情况 (单位: 亿户)	8
图 8: 公司广电宽带接入系统产品分布 (CNCR 标注)	8
图 9: 中国电信灯塔大数据行业应用平台“5+1+1”产品战略.....	10
图 10: 中国联通“沃指数”	11
图 11: 中国移动近期部分大数据集采项目列表	12
图 12: 电信运营商与合作伙伴的传统商务模式	12
图 13: 通信大数据“里应外合”商务模式	13
图 14: 中国通信大数据产业及细分市场的市场规模 (单位: 亿元)	13
图 15: OTT、DVB+OTT、IPTV+OTT 业务示意	15
图 16: 视达科互动媒体平台软件的典型案例	16
图 17: 电视用户平均使用时长变化情况	17
图 18: 智能电视用户的消费意愿	17
图 19: 直播观众平均到达率变化趋势	17
图 20: 人均每日直播收视时长变化趋势 (单位: 分钟)	17
图 21: 智能电视用户应用使用行为	18
图 22: IPTV 集成播控总平台与分平台的关系	19
图 23: 我国 IPTV 用户发展情况 (单位: 万户)	20
图 24: 我国智能电视销量及累计存量 (单位: 万台)	20
图 25: 我国 OTT 机顶盒销量及累计出货量 (单位: 万台)	20
图 26: 上市公司将与视达科广泛协同	21
图 27: 博瑞得+视达科, 完善大数据产业链.....	21
图 28: 国内的收视率调查产业链	22
图 29: 索福瑞的收视率调查业务	22
图 30: 收视率调查由固定样本向跨屏、多终端、大数据分析方向发展.....	23
图 31: 思华科技基于互动媒体平台业务发展大数据精准营销应用	23
图 32: Netflix 大数据推荐系统 CINEMATCH	24
图 33: 大数据与《纸牌屋》	24
图 34: 中国大数据市场发展阶段分析	25
图 35: 中国大数据产业市场规模 (单位: 亿元)	25
图 36: 2015 年和 2018 年中国大数据产业细分市场占比	25

图 37: 贵阳大数据交易所可交易数据类型27

图 38: 贵阳大数据交易所部分会员单位27

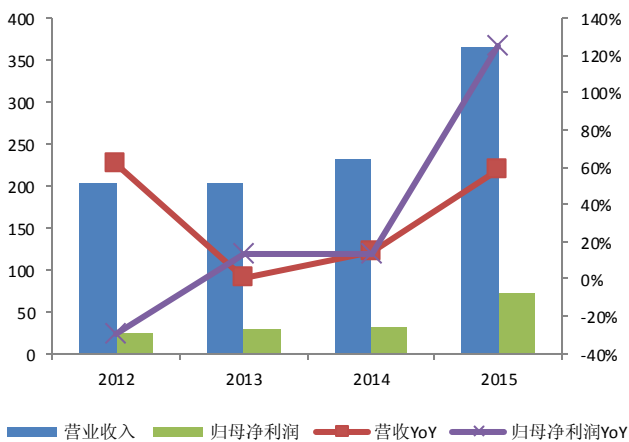
1. 公司是国内领先的信息接入和大数据服务提供商

杭州初灵信息技术股份有限公司 (以下简称“公司”) 成立于 1999 年 12 月, 主要从事信息接入方案的设计及相应设备的研发、生产与销售, 产品主要包括大客户接入系统和广电宽带接入系统。2015 年 2 月和 2016 年 4 月, 公司先后收购深圳市博瑞得科技有限公司 (以下简称“博瑞得”) 和北京视达科科技有限公司 (以下简称“视达科”) 100% 股权, 切入通信大数据市场和互动媒体平台行业, 不断完善大数据产业链, 实现了“信息接入产品+大数据服务”双头并进的良好发展格局。

1.1 业绩快速增长, 逐步退出低毛利板块, 盈利能力将持续改善

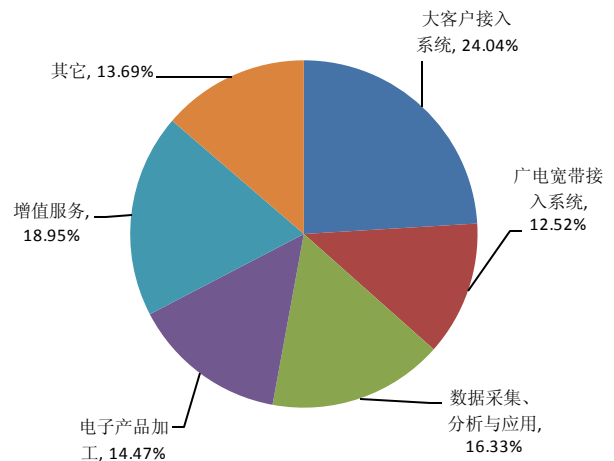
2015 年, 公司实现营业收入 3.67 亿元、归母净利润 7,161 万元, 较 2014 年分别增长 58% 和 124%。其中, 大客户接入系统收入占比 24.04%、数据采集、分析与应用占比 16.33%、电子产品加工占比 14.47%, 广电宽带接入系统占比 12.52%。

图 1: 公司历年营业收入及归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 公司 2015 年营业收入构成



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

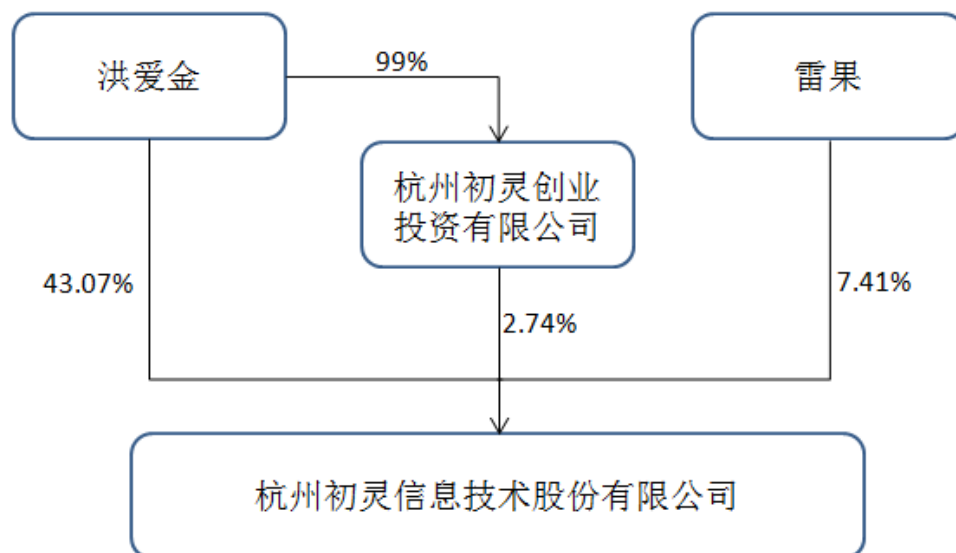
为了突出公司主业, 改善盈利能力, 2015 年底, 公司转让了控股子公司上海禄森电子有限公司 42% 的股权 (转让后持股比例降至 18%)。上海禄森电子有限公司主营产品为电子产品加工, 毛利率仅 4%, 公司完成股权转让后, 将有利于改善盈利能力。

1.2 大股东非公开发行大份额认购, 彰显发展信心

公司的前三大股东分别为洪爱金、雷果、杭州初灵创业投资有限公司, 持股比例分别为 43.07%、7.41% 和 2.74%。同时, 洪爱金持有杭州初灵创业投资有限公司 99% 的股份。因此, 洪爱金直接和间接合计持股 45.78%, 对公司具有绝对控制力。

2016 年 4 月, 公司完成了发行股份及支付现金购买视达科并募集配套资金等相关交易。其中, 为募集配套资金, 共计发行 605.47 万股, 募集金额约 2.5 亿元, 公司大股东、实际控制人洪爱金认购了 242.19 万股, 认购金额约 1 亿元, 占比本次募集规模的 40%。我们认为, 大份额认购, 彰显了大股东对公司未来发展的信心。

图 3：公司的实际控制人



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 传统主业稳中向好，毛利率不断提升

2.1 公司的传统主业产品结构不断优化，收入触底回升

公司的传统主营业务为信息接入产品，主要包括：大客户接入系统、广电宽带接入系统。2015 年，上述两项业务的收入分别占比公司营业收入 24.04%和 12.52%。

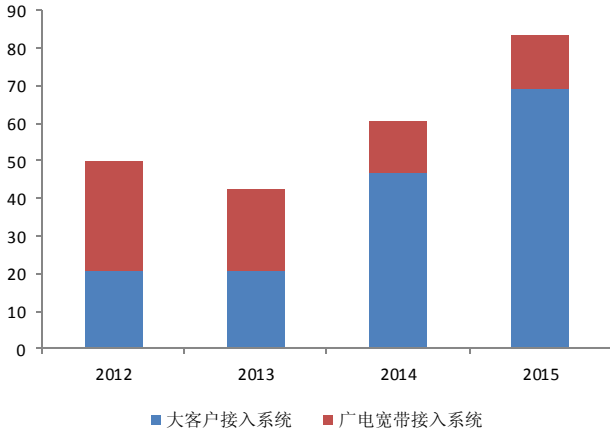
表 1：公司传统两大主营业务

产品大类	功能描述	主要产品	主要客户
大客户接入系统	用于组建大客户专用通信网，又称为专网或专线，完成各种数据在接入网和传输网之间的物理层协议转换及最后一公里的数据传送	协议转换器 光端机 光纤收发器 MSAP	电信运营商 集团客户
广电宽带接入系统	利用广电现有同轴电缆网络，实现广电网络的双向数据传输，协助广电运营商实现互动电视，同时能为公众用户提供互联网宽带接入	EOC 局端 EOC 终端 EPON OTT	广电运营商 机顶盒厂商

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

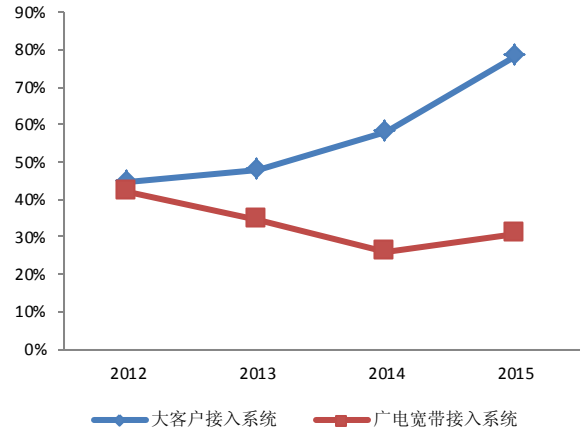
2013 年以来，公司的传统主业触底回升。2015 年，大客户接入系统和广电宽带接入系统合计毛利达 8,326 万元，较 2014 年增长 38.01%。其中，得益于公司推出适应市场需求的新产品，使得业务结构优化，大客户接入系统毛利率提升 20 个百分点，达到 78.37%，2015 年实现毛利 6,905 万元，较 2014 年大幅增长 48.17%。

图 4: 公司传统主业毛利触底回升 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司传统主业的毛利率均明显提升

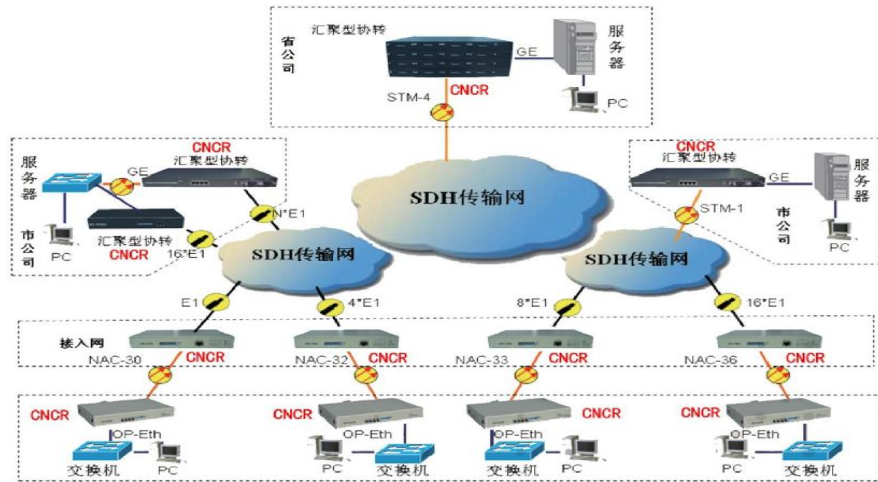


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.2 国内信息接入行业市场需求保持旺盛, 支撑传统主业稳中向好

- ◆ **大客户接入方面:** 银行、政府、石化、券商、连锁商超等集团客户的分支机构/营业网点众多, 需要组建总部和分支机构/营业网点互联的 SDH/MSTP 专网。例如, 近年来, 中国移动的政企客户数据专线快速发展, 2015 年更是大增 95.3%;

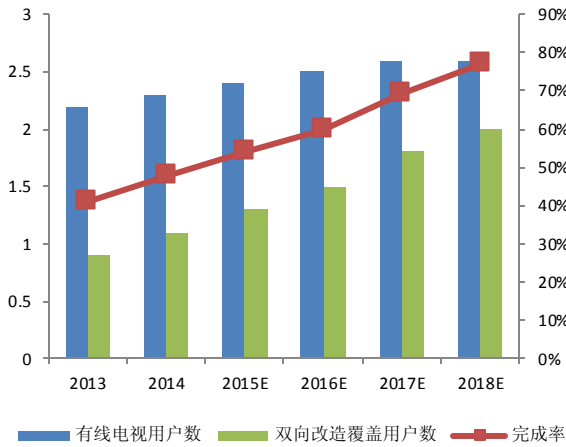
图 6: 公司大客户接入系统产品分布 (CNCR 标注)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

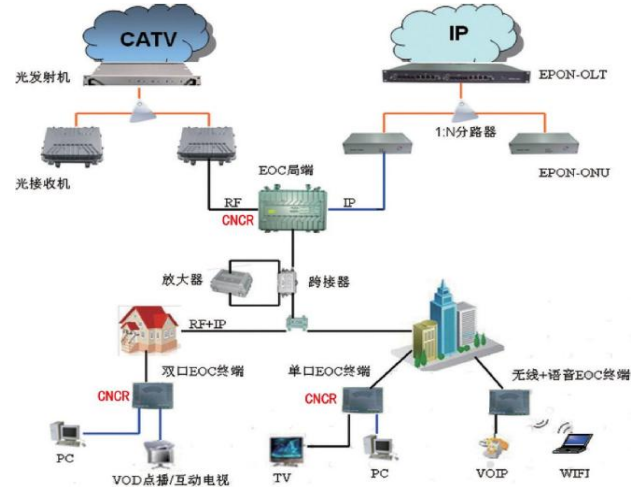
- ◆ **广电宽带接入方面:** 广电有线运营商不断加快双向改造, 旨在应对 OTT 互联网电视竞争以及提供家庭互联网宽带接入业务。数据显示, 2015 年上半年, 我国有线电视家庭用户达到 2.4 亿户, 家庭入户率 54.70%, 双向网络覆盖用户 1.23 亿户, 约占有线电视用户总量的 51.25%, 仍有巨大的提升空间。2016 年 5 月 5 日, 工信部向中国广播电视网络有限公司 (以下简称“广电国网”) 颁发了《基础电信业务经营许可证》, 包括因特网接入业务、国内因特网虚拟专网业务等, 标志着广电国网正式成为我国第四家基础电信运营商。我们认为广电双向改造将会提速, 需求旺盛。

图 7: 广电有线双向改造情况 (单位: 亿户)



资料来源: 格兰研究, 东兴证券研究所

图 8: 公司广电宽带接入系统产品分布 (CNCR 标注)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 公司外延转型积极, 大数据全产业链布局渐入佳境

2014 年起, 公司开始从信息接入向大数据采集、分析与应用方向转型。2015 年, 公司收购了博瑞得 100% 股权, 切入通信大数据采集、分析与应用领域; 2016 年, 公司收购了视达科 100% 股权, 进军互动媒体平台行业, 布局广电大数据应用。收购完成后, 公司进一步完善了“数据接入—大数据挖掘、处理和分析—大数据应用”产业链, 预计博瑞得和视达科未来将可以给公司贡献 60% 以上的净利润。

3.1 收购博瑞得, 大数据转型序幕开启, 抢占通信大数据采集入口

2015 年 1 月, 公司通过非公开发行股份和支付现金方式, 以 3.5 亿元收购了博瑞得 100% 股权, 开启了“数据接入—大数据挖掘、处理和分析—大数据应用”转型之路。博瑞得承诺 2015-2017 年净利润分别为 3,590 万元、4,130 万元、3,860 万元。

2015 年, 博瑞得实现净利润 3,851.75 万元, 扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 3,664.97 万元, 高于 2015 年度承诺的 3,590 万元, 完成业绩承诺。

考虑到博瑞得在运营商数据采集领域具有优势, 且目前运营商的大数据经营已进入实质性商业阶段, 因此, 博瑞得 2016 年完成业绩承诺是大概率事件。此外, 博瑞得 2017 年承诺净利润 3,890 万元, 未计算增值税退税收入 (2016 年预计 857 万元), 我们认为, 公司可以持续获得增值税退税, 2017 年完成业绩承诺也是大概率事件。

3.1.1 博瑞得移动互联网数据采集技术实力强劲, 市场份额领先

博瑞得是国内领先的数据采集与分析服务供应商, 专注于移动互联网信息采集、分析及应用, 从事数据采集与分析业务超过 10 年, 技术积淀较深。其产品包括数据采集、大数据分析和应用三大块。博瑞得拥有成熟全面的网络 (2G\3G\WLAN\LTE 等) 数据采集、解码、分析技术, 且专业从事数据采集和云计算技术, 为客户提供网络监测维护优化解决方案, 可以帮助运营商改善网络质量、降低网络运维成本。

4G 时代，数据流量大爆发，业务更复杂，需要统一无线与核心网业务。博瑞得根据 3G/4G 时代 IP 化的特点，重点研发了相关技术和产品。与竞争对手比，博瑞得更专注于 PS 分组域的数据采集，技术实力强劲，尤其在数据采集（DPI）、数据存储和处理（云计算、数据清洗、数据挖掘）、数据应用（事前关联、无线定位等）方面有较强的技术积累。因此，我们认为 4G 的发展将为博瑞得带来很好的发展机遇。

表 2：博瑞得拥有的核心技术

名称	技术说明
DPI	深度数据包检测技术，在应用层和网络层进行数据业务性能和质量检测应用方案，即运用该技术管理带宽和控制通信的复杂性以及安全性
事前关联	可实现呼叫进行过程中完成高效、精确的信令数据实时关联。多接口信令数据事件关联在现网商用系统实测成功率最高可达 99%，平均可达 97.5%
高精度的时间同步	采用 NTP 协议，能通过 IP 连接以 NTP 方式取得时间信号。在时间源和网络工作正常情况下，系统保证时间戳与网络时间源之间的偏差小于 1 毫秒
动态增量扫描	可大幅降低硬件采集设备的手工资源调整工作强度，实现自动化分配调整
云计算	博瑞得自主研发了适用于数据采集分析的云计算平台，采用了业界主流的 HADOOP/HBASE 开源技术，并根据通信业特点开发了任务定制引擎等
全流程信令关联	可实现 CS 域的 A 口和 ABIS 口的全流程关联，PS 域的 GB 口、GN 口、GI 口的全程关联分析。可以真正的实现语音和数据业务的端到端分析优化

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

博瑞得市场份额领先，竞争优势明显。主要客户包括中国移动、中国电信、中国联通，以及华为、中兴等主要设备厂家。公司凭借在 3G 时代对无线和核心网技术、市场的沉淀，全面进入中国联通 23 省（含集团平台）、中国电信 9 省、中国移动 6 省的市场。在运营商移动互联网数据采集设备领域，博瑞得市场份额领先。

博瑞得产品在市场上具有一定的特殊性，一旦部署进入运营商省级通信网（通过总部采购或通过省公司招标）将占有先发优势，很可能获得该省长期的扩容和升级合同。

3.1.2 电信运营商大数据经营蓄势将发，数据采集投入将不断加大

目前，国内三大电信运营商均已启动了大数据发展规划，其中大数据业务发展较快、路径相对明确、已进入实质运营阶段的是中国电信和中国联通。中国移动发展相对较慢，目前总部层面以规划为主，进展相对略慢，不过部分省公司进展较快。

◆ 中国电信：定位“大数据基础设施运营和数据资源提供商”，推出“灯塔平台”

2015 年 11 月，中国电信发布“天翼大数据”品牌，定位“大数据基础设施运营和数据资源提供商”，持开放合作态度。中国电信大数据转型进入实质阶段。

不仅如此，中国电信北京研究院还推出了“灯塔大数据行业应用平台”，该平台拥有完整的大数据技术解决方案，共收集了 600 亿条数据，覆盖 1.8 亿的行业字典规模，每日处理 1 亿条数据。目前，灯塔大数据行业应用平台主推“5+1+1”产品战略，即：5 大产品方向（市场研究、精准营销、人力资源、金融征信、地理洞察），1 个流量入口（App Store），1 个能力平台（灯塔大数据行业应用平台）。

图 9：中国电信灯塔大数据行业应用平台“5+1+1”产品战略



资料来源：中国电信，东兴证券研究所

◆ **中国联通：强化大数据平台能力，攻坚数据采集汇聚与存储，推出“沃指数”**

中国联通的大数据发展策略为：以一体化运营为目标，基于统一的数据中心及所具备的基础应用，由对内应用开始，逐步扩展至对外合作和运营。

为实现这一目标，2012-2013年，中国联通开始采集底层以前没采集的数据；2014-2015年，主要打造大数据平台能力，开始专注做内部应用，同时尝试对外合作，目前已基本建成了一个覆盖全国3亿用户数据的大数据平台，该平台包含2000个数据节点，数据量已达4PB。为不断增强大数据平台能力，中国联通将持续加大投入，2016年目标为4400个节点，存储量150PB，2017年将达到6000个节点、220PB。

2015年12月，中国联通发布大数据产品“沃指数”，标志大数据转型进入实质阶段。

该指数包含“行业指数”和“市场洞察”两部分。其中，行业指数是综合各类指标，通过多方面反映行业属性特征及变动趋势的一种综合指数，当前包括旅游指数、户外媒体价值指数、投资指数、APP指数等。市场洞察是基于客户个性化需求而研发的各类大数据信息整合模型，能够对客户产品类市场的需求、竞品情况、消费者整体行为或分化特点等信息进行系统收集和综合分析。目前，“沃指数”涵盖了3000余个用户标签，能够轻松识别3.8亿条URL、6万个互联网产品、约3000个手机品牌、8.2万个终端型号，据此可为城市规划、公共服务、交通出行、旅游监控、抢险救灾、商业选址、广告投放、信用控制、金融风控等9个方面提供决策依据。

图 10: 中国联通“沃指数”


资料来源: 中国联通, 东兴证券研究所

此外, 2016 年 1 月, 中国联通还与西班牙电信成立“智慧足迹数据科技有限公司”, 中国联通持有合资公司 55% 的股份, 双方拟共同在中国市场, 利用匿名、聚合、外推的网络数据, 快速提供有价值的位置和轨迹洞察等大数据应用服务。

◆ 中国移动: 集团层面进展相对较慢, 部分省公司开展较好, 未来空间巨大

2014 年, 中国移动提出了“三条曲线”的发展模式, 认为公司应该更加注重第三条曲线——数字化服务曲线的发展。所谓“三条曲线”, 即: 第一条曲线是以语音和短彩信为代表的传统移动通信业务, 简称“语音业务曲线”, 第二条曲线是“流量业务曲线”, 第三条曲线是向发展数字化服务转型, 称之为“数字化服务曲线”。

中国移动认为, “语音业务曲线”已经达到顶峰并且开始下降, “流量业务曲线”虽然在 4G 带动下也在增长, 但未来随着各家 4G 回归同一起跑线自然会饱和, 所以要保持企业的可持续发展, 更需要注重第三条曲线“数字化服务曲线”的发展。

虽然中国移动的战略规划较早, 但受制于公司的分省 BOSS 以及各省 BOSS 的支撑公司不尽相同等原因, 数据汇聚进展较缓慢, 呈现出“中国移动集团层面的统一规划仍以大数据平台研发建设和内部应用为主, 部分省公司进展较快”的现象。例如, 2014 年成立中移(苏州)软件技术公司, 负责云计算、大数据和 IT 支撑系统的研发; 2014-2015 年, 中国移动总部制定了“大数据、超细分、微营销、精服务”市场策略, 要求各省公司通过大数据实现客户精准画像, 从而助力内部精确营销。

目前, 中国移动部分省公司已对外开展大数据应用, 例如: 四川移动与中国城市规划设计研究院合作, 以成都地区作为试点, 基于用户的位置信息, 分析居民出行的方向特征、时间特征和各个区域间的交通联系, 支撑城市规划设计中的交通规划、用地布局 and 公共设施配置, 解决上下班高峰拥堵、公共设施布局不合理等问题。

我们认为, 虽然中国移动的大数据转型进展相对滞后, 但随着 4G 大规模建设进入尾声, 以及电信联通的高歌猛进, 中国移动必将很快跟进, 博得空间巨大。实际上, 中国移动采购与招标网显示, 2016 年以来中国移动有关大数据的招标项目开始增多。

图 11：中国移动近期部分大数据集采项目列表

采购需求单位	公告类型	标题	时间
广东移动	采购公告	肇庆分公司 2016 年-2017 年“大数据微营销”服务支撑公开招标项目_...	2016-5-11
江苏移动	采购公告	无锡移动信令大数据分析优化与支撑服务采购项目_比选公告	2016-5-9
广东移动	采购公告	中国移动广东公司东莞分公司 2016-2018 年大数据生产应用支撑公开招...	2016-5-5
广东移动	采购公告	中国移动广东公司江门分公司 2016 年基于大数据的互联网业务集成支撑服务...	2016-5-4
甘肃移动	采购公告	中国移动甘肃省 2015 年基于大数据分析的精准营销平台研发及应用非集采项...	2016-5-3
云南移动	采购公告	中国移动云南公司大数据精准营销运营服务采购公开比选项目_比选公告	2016-4-27
广东移动	采购公告	2016-2017 年大数据平台三期优化维护服务项目_比选采购_变更公告...	2016-4-27
广东移动	采购公告	2016-2017 年大数据平台三期优化维护服务项目_比选公告	2016-4-27
广东移动	采购公告	中国移动广东公司茂名分公司 2016 年大数据支撑服务项目_比选公告	2016-4-26
上海移动	采购公告	中国移动上海公司 2016 年精准营销及位置和征信大数据软件开发项目 PDR...	2016-4-26
四川移动	采购公告	2015 年 BASS 系统硬件及系统软件扩容改造及 2016 年企业级大数据中...	2016-4-25
甘肃移动	采购公告	中国移动甘肃省 2015 年基于大数据分析的精准营销平台研发及应用非集采项...	2016-4-25
贵州移动	结果公示	中国移动贵州公司省 15 大数据（大数据 1.0）共享平台项目包 2（三次）_...	2016-4-22
四川移动	采购公告	2016 年企业级大数据中心 O 域数据梳理及建模技术支持服务项目_比选公告	2016-4-20

资料来源：中国移动采购与招标网，东兴证券研究所

3.1.3 博瑞得卡位通信大数据采集入口，将享运营商数据经营红利

电信运营商与合作伙伴的传统商业合作模式是：运营商向合作伙伴采购硬件、软件和服务，然后向客户提供电信服务并收费。该模式下，合作伙伴只赚取设备、软件和服务的销售费用，营收严重依赖运营商的资本开支，长期来看增长空间有限。

图 12：电信运营商与合作伙伴的传统商务模式



资料来源：东兴证券研究所

上述商业模式能够维持的基础是：电信运营商的语音、宽带、流量等传统业务相对比较简单，无需复杂的设备和技术支持，客户的定制化需求非常有限。

通信大数据业务与电信运营商的传统业务有很大不同，数据量庞大，对采集分析及安全管理的技术要求高，客户的需求也复杂多样，而三大电信运营商在现有的体制下，缺乏大数据思维，基本没有能力独立开展大数据业务。电信运营商在通信大数据业务的运营上，将“里应外合”，以“授权开放+合作共赢”模式为主，独立运营为辅。实际上，中国电信在“天翼大数据”品牌发布时就宣称：在中国电信看来，大数据产业链比较长，中国电信必须聚焦自己的核心优势，成为产业链的一环，将自身定位为“大数据基础设施运营和数据资源提供商”就是最好的例证。

所谓“授权开放+合作共赢”，是指电信运营商向合作伙伴（包括独立的第三方大数据公司和运营商与第三方合资的大数据公司）进行数据授权，然后由合作伙伴为客户提供大数据服务并收费，之后按一定比例与运营商进行收益分成。该模式下，我们认为电信运营商将可以基于数据授权获得约 40% 的分成，其余 60% 归合作伙伴。

图 13：通信大数据“里应外合”商务模式

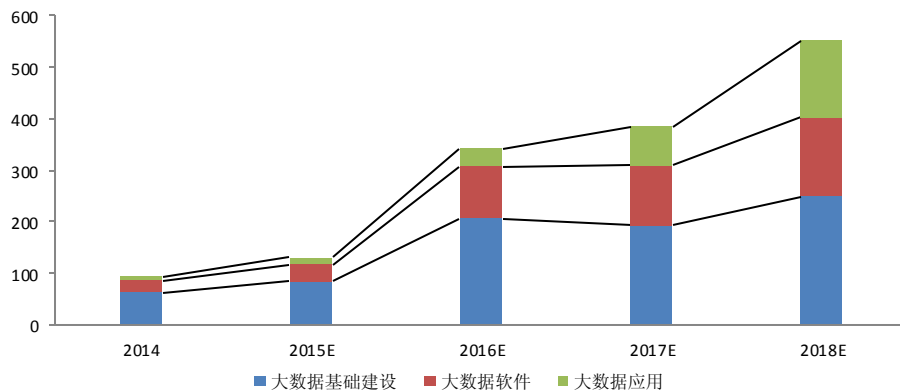


资料来源：东兴证券研究所

我们认为，通信大数据产业中最可能的合作伙伴应该是各类通信行业应用软件厂商，例如大数据采集、大数据挖掘等应用软件服务商。原因是，这些应用软件厂商具有天然的卡位优势，他们既是行业应用软件的开发提供者，也是运营维护者，更是大数据的接触者。行业应用软件本身就是重要的数据来源，虽然软件公司不拥有数据，但可以直接接触到数据，且天然拥有大数据思维和大数据技术，加之客户关系良好，从信息系统建设延伸至大数据运营顺理成章，既可以独立运营，也可以合资成立公司。

考虑到博瑞得卡位通信大数据采集入口，很有可能成为电信运营商大数据经营的合作伙伴，分享通信大数据市场的红利。我们预计，2016 年，通信大数据产业市场规模将达 342 亿元，较 2015 年增长 163%，其中，大数据软件将占比 29.5%，市场规模达到 101 亿元，大数据应用占比 10%，市场规模将达 34 亿元。

图 14：中国通信大数据产业及细分市场的市场规模（单位：亿元）



资料来源：贵阳大数据交易所，艾瑞咨询，赛迪顾问，东兴证券研究所

3.2 收购视达科，进军互动媒体平台业务，完善大数据应用布局

2016 年 2 月，公司通过非公开发行股份和支付现金相结合方式，以 6.6 亿元收购了视达科 100% 股权，进军互动媒体平台业务，完善了公司的大数据应用布局。视达科承诺 2016-2018 年净利润分别为 4,860 万元、6,280 万元和 7,480 万元。

目前，视达科客户包括广西广电、芒果 TV、CNTV、福建移动、三星等，这些存量客户可为其带来稳定的平台扩容、终端软件及运营分成收入。近期，视达科又陆续中标天威视讯、安徽广电、贵州有线等项目。因此，我们预计视达科可以完成 2016 年 4,860 万元的业绩承诺。考虑到 4 月才并表，预计全年可贡献净利润 3,500 万元以上。

3.2.1 互动媒体日渐成为社会通信传媒的主角

互动媒体可以让用户通过电脑、手机、电视等终端，通过网络获取音视频、文字、图片等信息，并能够与后端系统进行互动，基于自身喜好获取内容。因其具有时效性高、交互式体验强、内容可定制且多元化等优势，已逐渐成为当今社会通信传媒的主角。要发展互动媒体，就必须建设互动媒体平台来管理和承载这些互动媒体业务。

表 3：互动媒体与互动媒体平台

名称	描述
互动媒体	可以让用户利用电脑、手机、电视/机顶盒等多种终端，通过互联网、广电网等获取文字、图片、音视频等信息，并能与后端系统进行互动的新媒体
互动媒体平台	根据互动媒体业务特点开发的专用系统软件，所有开展互动媒体业务的运营主体都必须建设互动媒体平台来管理和承载互动媒体业务

资料来源：公司公告，互联网，东兴证券研究所

互动媒体业务类型多样，应用场景也非常丰富，主要包括“互动电视（即交互数字电视）、OTT TV（即互联网电视）、IPTV、手机电视、网络视频”等视听类业务。

表 4：互动媒体的主要业务类型

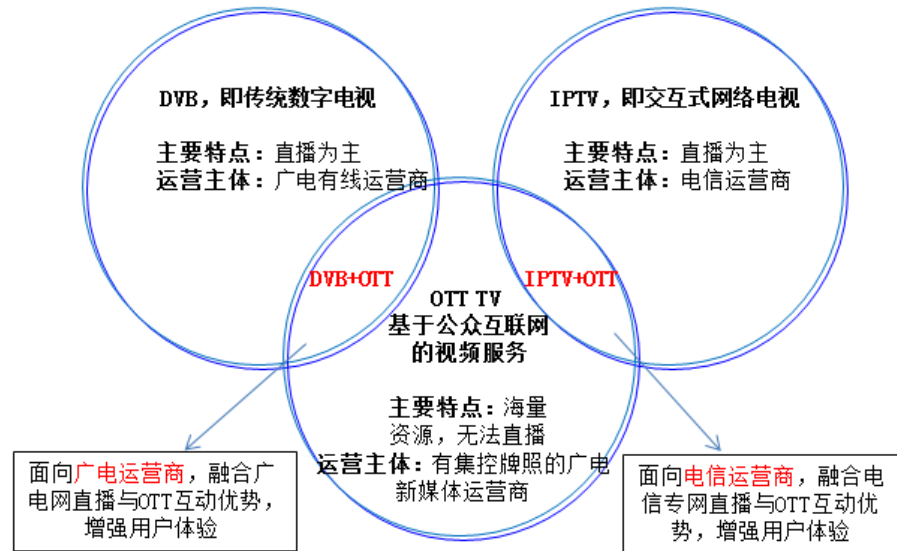
业务名称	运营主体	特征描述
互动电视	广电有线运营商 如歌华有线，广西广电等	以电视机和高清交互式机顶盒为终端，向用户提供高清视频点播、回看、应用等服务
OTT TV	广电新媒体运营商+终端厂商 如芒果 TV+TCL 等	以互联网为传输，通过绑定特定编号的智能电视一体机或智能机顶盒，经由集成播控平台向用户提供视音频及相关增值服务
IPTV	电信运营商+广电新媒体运营商 如中国电信+IPTV 集成播控牌照方 CNTV	通过 IP 机顶盒，以宽带 IP 网络作为传输网向电视用户提供多媒体视频和信息服务
手机电视	电信运营商+广电新媒体运营商 如中国移动+手机电视集成播控牌照方 CNTV	通过移动网络提供视频服务，让用户可以通过手机终端随时随地获得音视频内容服务
网络视频	互联网企业、网络电视台等 如爱奇艺、优酷土豆等	基于互联网提供视频服务，终端类型包括 PC、Pad 和智能手机等

资料来源：公司公告，互联网，东兴证券研究所

3.2.2 视达科客户横跨“四方”，互动媒体平台业务国内领先

视达科是国内领先的互动媒体平台提供商，主要从事互动媒体平台支撑系统软件，媒体服务平台软件，应用客户端软件的设计、开发和技术服务。一方面为广电、电信等运营商提供 OTT TV、DVB+ OTT、IPTV+OTT 等系统解决方案及视频运营服务，另一方面还为机顶盒厂商提供终端软件授权服务，将适用于网络电视机顶盒的智能网络媒体终端平台软件销售给机顶盒厂商，授权机顶盒厂商使用其终端软件。

图 15: OTT、DVB+OTT、IPTV+OTT 业务示意



资料来源: 公司公告, 互联网, 东兴证券研究所

视达科是国内少数能够跨广电有线运营商、广电新媒体运营商、电信运营商和智能终端厂商“四方”提供互动媒体业务平台系统软件服务的企业。客户包括广西广电、安徽广电、中广传播、芒果 TV、福建移动、云南移动、新疆电信、吉林联通、湖南电信、湖南有线等运营商, 还包括三星、飞利浦、长虹、创维、海尔、TCL 等在内的互联网电视终端厂商以及华为、中兴、海美迪、清华同方等机顶盒终端厂商。

表 5: 视达科主要客户

名称	描述
广电有线运营商	广西广电、湖南有线、天威视讯、安徽广电、贵州广电等
广电新媒体运营商	芒果 TV、CNTV 等
电信运营商	福建移动、云南移动、新疆电信、吉林联通、湖南电信等
智能终端厂商	三星、索尼、长虹、创维、海尔、TCL 等电视终端厂商 华为、中兴、海美迪、百度、开博尔、清华同方等机顶盒终端厂商

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

视达科具有为国内外大型客户提供 OTT、DVB+OTT、IPTV+OTT 解决方案的成功经验。例如, 为芒果 TV 定制开发了 OTT 全业务平台, 该平台已经与广电有线运营商、三大电信运营商等达成平台运营合作, 激活用户超过 1,000 万户, 活跃用户超 800 万; 为广西广电搭建了 DVB+OTT 全媒体播控平台, 用户量突破 100 万户; 联合柬埔寨通信传媒集团 SuperNet, 在柬埔寨搭建了 IPTV+OTT 平台, 该平台利用移动通信网络, 大面积覆盖移动手机用户, 是柬埔寨唯一移动端 OTT 业务平台, 支持中、英、柬三国语言, 应用商城存储丰富 APP, 如游戏乐园、在线购物、远程教育等。

图 16: 视达科互动媒体平台软件的典型案例



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

视达科的盈利模式主要有三种: 一是通过为客户搭建平台软件获得收入, 例如为广电有线运营商开发、维护、扩容互动媒体平台; 二是收取客户端软件设计授权费用和根据客户需求进行终端软件适配开发, 收取开发费用, 例如为三星、创维、TCL 等终端厂商提供 OTT 中间件及应用, 为芒果 TV 在各型号的机顶盒、智能电视、酒店系统等终端的针对性适配开发; 三是通过运营服务分成获得收入, 例如参与芒果 TV 的运营分成, 为 OTT 平台引入一些内容资源、应用软件等, 按用户量参与分成。

2015 年 1-7 月, 三种盈利模式中, 终端软件和运营服务的毛利率均超过 80%, 平台开发的毛利率也接近 55%。其中, 平台开发和终端软件的累计收入占比视达科营业收入近 95%, 是公司的最主要收入来源, 未来运营服务收入占比将不断提升。

表 6: 视达科的三种盈利模式、毛利及其营收占比 (2015 年 1-7 月)

盈利模式	描述	计算基础	典型客户	毛利率	营收占比
平台开发	收取互动媒体平台建设、维护、扩容费用	按建设量 或用户量	广西广电 CNTV	54.62%	45.38%
终端软件	授权使用智能网络媒体终端平台软件和进行终端软件适配	按用户量 或建设量	三星 芒果 TV	100%	49.07%
运营服务	参与运营服务并获得分成, 或将内容、片源等引入后参与分成	按终端量	芒果 TV 福建移动	80.46%	5.55%

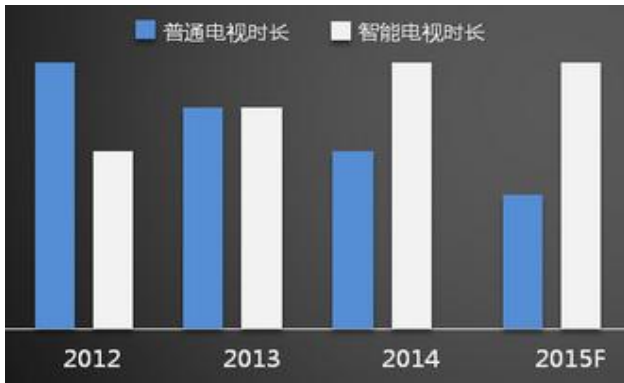
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2.3 受益“客厅经济”爆发, 互动媒体平台市场需求旺盛

OTT TV 分流 PC 端视频网站用户, 电视屏回暖, 成为客厅经济的首选载体。由于智能电视具有超清、大屏、全家互动、海量资源等特点, 观赏体验更佳, 用户正在回归电视屏。奥维云网 2015 年数据显示: 用户购买智能电视后, 35%的以 PC 和移动端

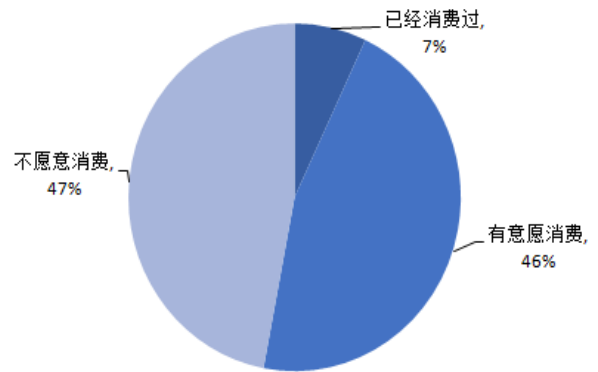
为主的用户重回电视屏, 80%的用户看电视时长增加, 用户使用智能电视的平均时长逐年上升, 2015年达到3.5小时。此外, AC尼尔森统计数据显示: 53%的智能电视用户有意愿在智能电视上消费, 其中7%的用户已经消费过。

图 17: 电视用户平均使用时长变化情况



资料来源: 奥维云网, 海信, 东兴证券研究所

图 18: 智能电视用户的消费意愿



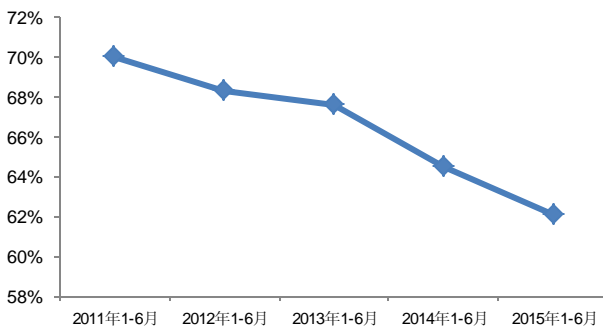
资料来源: AC尼尔森, 东兴证券研究所

我们认为, 经过近几年的市场培育, **客厅经济已进入快速变现通道**, 电视入口争夺战将愈发激烈。广电有线运营商、广电新媒体运营商、电信运营商和智能终端厂商“四方”正全力争夺, 互动媒体平台开发、终端授权、合作运营业务迎发展良机。

◆ **广电有线运营商: DVB+OTT 改造动力强, 视达科广西广电项目成标杆**

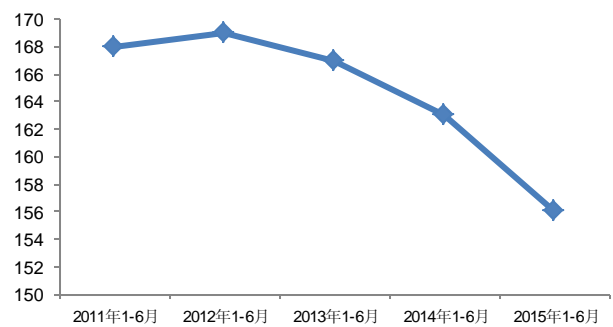
互动媒体已逐渐成为社会通信传媒的主角, 传统广播电视的信息传递方式受到了明显冲击。根据央视索福瑞的最新数据, 从总体观众的收视总量上看, **传统电视直播观众的流失已呈现不可逆转的趋势**: 2015年上半年直播观众的平均到达率由2011年同期的70%下降至62.1%, 大降7.9个百分点; 2015年上半年观众收看直播时间为156分钟, 较2011年同期下降12分钟, 较2014年大降7分钟, 降幅明显加大。全球领先的数字娱乐数据分析公司Rovi 2015年8月的调查数据显示: 中国的有线电视用户中, 约有2%已经退订有线电视服务, 另外21%的用户有强烈意愿退订有线电视。

图 19: 直播观众平均到达率变化趋势



资料来源: 央视索福瑞, 东兴证券研究所

图 20: 人均每日直播收视时长变化趋势 (单位: 分钟)



资料来源: 央视索福瑞, 东兴证券研究所

观看直播节目和视频点播是智能电视用户的两大主要需求。海信《2015 电视与未来

年度报告》显示，观看直播节目和视频点播是智能电视用户的两大主要需求，分别占比 32% 和 31%。鉴于 DVB 和 OTT 之间并不是单纯的竞争关系，二者在内容上具有明显的互补性，DVB 具有高清直播源，但业务单一，缺乏交互性；OTT TV 受限于广电政策，无法提供直播节目，但其有互联网海量的视频资源，且便于开展视频点播（含回看、时移）和增值业务。因此，广电有线运营商向 DVB+OTT 转型已成行业共识。

图 21：智能电视用户应用使用行为



资料来源：海信，东兴证券研究所

视达科为广西广电搭建的 DVB+OTT 平台，成为了广电业内参考。以此为标杆，视达科已与天威视讯（深圳广电）、湖南有线、安徽广电、贵州广电签订了协议。我们预计，随着 DVB+OTT 模式在广电内的全面铺开，未来的业绩增长空间值得期待。

◆ 广电新媒体运营商：平台建设及合作运营意愿强，视达科可深耕芒果 TV、CNTV

广电新媒体运营商主要包括拥有互联网电视、IPTV 集成播控牌照的运营商及各省/地市的网络电视台。获得互联网电视集成牌照者为中央电视台（CNTV）、芒果 TV、百视通、华数、南方传媒、中国国际广播电台和中央人民广播电台 7 家。

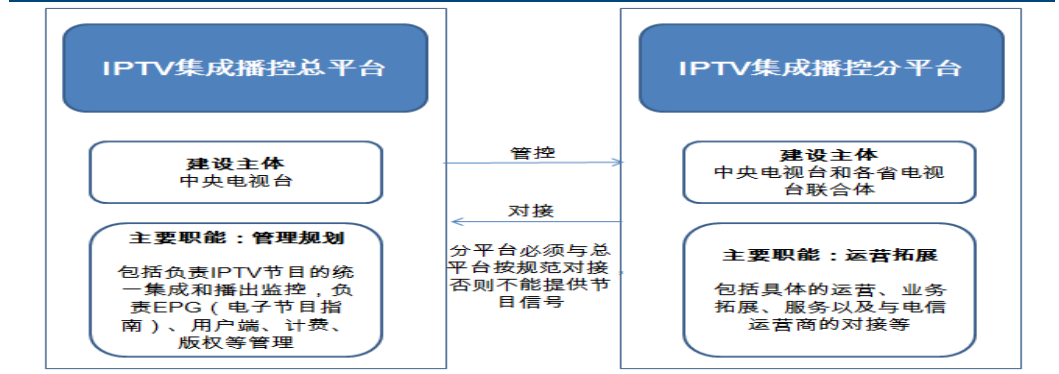
表 7：国内 7 家互联网电视牌照商（OTT 牌照商）

序号	牌照方	内容平台播出呼号	运营主体
1	央视国际	中国网络电视台-互联网电视	未来电视有限公司
2	百视通	东方网络电视	百视通新媒体股份有限公司
3	杭州华数	华数互联网电视	华数传媒网络有限公司
4	南方传媒	云视听	南广影视互动技术有限公司
5	湖南电视台	芒果 TV	快乐阳光互动娱乐传媒公司
6	中国国际广播电台	CIBN 互联网电视	国广东方网络（北京）公司
7	中央人民广播电台	央广 TV	央广新媒体文化传媒公司

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

IPTV 集成播控平台实行两级构架，分为 IPTV 中央集成播控总平台与地方分平台。中央设立 IPTV 集成播控总平台，由中央电视台（CNTV）组织建设；中央电视台与各省电视台根据当地实际情况，组成联合体建设 IPTV 集成播控分平台。

图 22: IPTV 集成播控总平台与分平台的关系



资料来源：广电总局，东兴证券研究所

广电新媒体运营商在互动媒体平台上的投资包括：互联网电视集成播控平台、IPTV 集成播控平台及网络电视互动媒体平台的建设、运维、扩容等。此外，广电新媒体运营商一般倾向于与平台提供商开展合作运营，借力平台提供商将其内容引入到其它平台，以扩大自身的客户规模及收入来源，同时允许平台供应商获得运营分成。

视达科是 CNTV 中国 IPTV 集成播控总平台的建设方，考虑到 IPTV 集成播控平台实行两级构架，视达科搭建了 IPTV 集成播控总平台，有望顺势拿到更多地方 IPTV 集成播控分平台的建设项目，同时，还可参与 IPTV 的运营分成。此外，视达科是芒果 TV 互联网电视技术服务提供商，为其量身打造的 OTT 平台，已与广电网络、中国移动、中国电信、中国联通等多家运营商达成了平台运营合作，活跃用户超过 800 万户。芒果 TV 作为 7 家互联网电视牌照商之一，拥有湖南卫视优势内容资源，位居全国新媒体第一阵营，视达科与芒果 TV 的运营分成收入有望保持较快增长。

◆ 电信运营商：IPTV+OTT、OTT TV 加速发展，视达科有望参与建设与合作运营

三大电信运营商积极发展 IPTV+OTT、OTT TV 业务，希望加快布局“智慧家庭”。中国电信大力发展 IPTV+OTT 业务，推出智慧家庭产品“悦 me”；中国联通 2015 年 3 月，成立“TV 增值业务运营中心”，加快推进电视商城等 TV 屏应用服务，计划在 2-3 年之内，达到宽带总量 50% 以上的 IPTV 用户增长；中国移动因没有 IPTV 牌照，推出了“魔百和”互联网电视业务，并成立咪咕文化科技公司，全面发展 OTT TV。

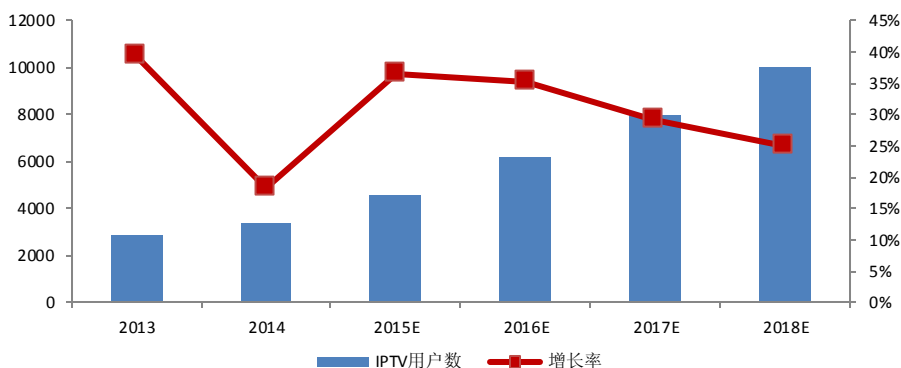
表 8: 三大电信运营商在 IPTV、OTT TV 方面的布局

运营商	业务布局
中国电信	大力发展 IPTV+OTT 业务，推出智慧家庭产品“悦 me”，以智能终端和智能应用为核心，为用户提供家庭信息化一揽子的解决方案
中国联通	2015 年 3 月，成立“TV 增值业务运营中心”，加快推进电视商城等 TV 屏应用服务，计划在 2-3 年之内，达到宽带总量 50% 以上的 IPTV 用户增长
中国移动	2014 年 5 月推出“魔百和”互联网电视业务 2015 年，成立咪咕文化科技有限公司，推进 OTT TV 业务；2016 年将聚焦 OTT TV 业务，计划发展“魔百和”客户 1500 万、智能网关客户 500 万

资料来源：三大电信运营商，东兴证券研究所

得益于三网融合加速, 电信联通大力推广, IPTV 快速发展。2015 年底, 我国 IPTV 用户达 4590 万户, 较 2014 增长 36.45%, 预计 2018 年 IPTV 用户将突破 1 亿户。

图 23: 我国 IPTV 用户发展情况 (单位: 万户)



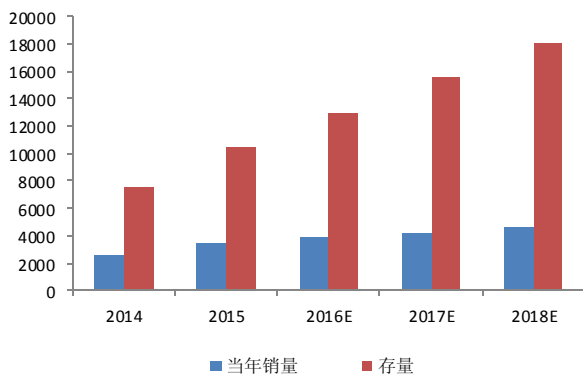
资料来源: 工信部, 东兴证券研究所

电信运营商要想发展 IPTV 业务, 必须与中央电视台负责的 IPTV 中央集成播控总平台对接, 要想发展 OTT TV 业务, 必须与包括芒果 TV 在内 7 家互联网电视牌照方合作。因此, 视达科作为 IPTV 集成播控总平台、芒果 TV OTT 平台的建设及合作运营方, 未来很有可能与三大电信运营商合作, 获得其互动媒体平台建设权及合作运营权。

◆ 智能终端厂商: 智能电视及智能机顶盒放量增长, 终端软件授权需求强烈

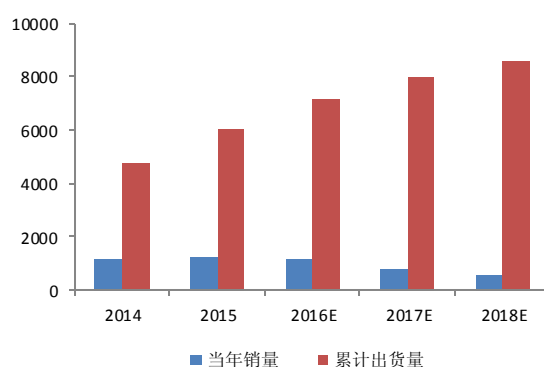
智能终端厂商既包括传统的家电企业, 如创维、海信等, 也包括互联网公司, 如乐视、小米、BAT 等。目前, 我国的智能电视、OTT 机顶盒快速普及。2015 年, 国内智能电视销量达 3412 万台, 存量突破 1 亿台, 预计 2016 年销量将达 3960 万台, 增长 16%; 2015 年, 国内 OTT 机顶盒销量达 1213 万台, 累计出货量 6010 万台, 预计随着智能电视销量增长, 2016 年 OTT 机顶盒销量将略有下滑, 达 1162 万台。

图 24: 我国智能电视销量及累计存量 (单位: 万台)



资料来源: 奥维云网, 格兰研究, 东兴证券研究所

图 25: 我国 OTT 机顶盒销量及累计出货量 (单位: 万台)



资料来源: 奥维云网, 格兰研究, 东兴证券研究所

在自有内容和电视直播始终是短板的情况下, 智能终端厂商要想在 OTT TV 领域取得成功, 加快推广智能电视/机顶盒是必不可少的, 同时还需要广泛地与广电有线运营

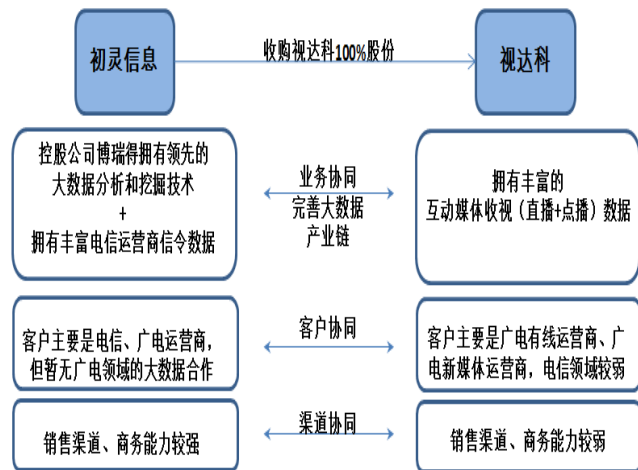
商、广电新媒体运营商合作。这就需要获得智能网络媒体终端平台软件授权。

视达科是芒果 TV 互联网电视技术服务提供商，芒果 TV 作为 7 家互联网电视牌照商之一，拥有丰富的内容资源（如湖南卫视独播资源），可以助力视达科在终端软件授权领域获得较高市场份额。目前，视达科客户已包括创维、海尔、TCL、长虹、三星、华为、中兴、海美迪、开博尔、清华同方等智能电视/机顶盒终端厂商。

3.2.4 卡位大数据应用，优势互补，大数据布局更上一层楼

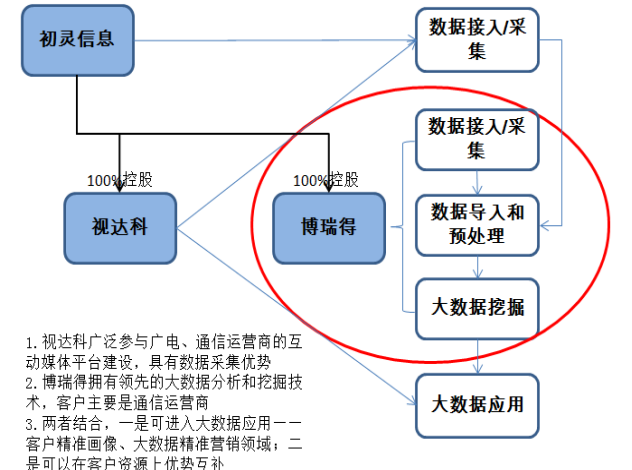
公司收购视达科，一是可以业务协同，博瑞得的大数据分析能力与视达科互动媒体平台可以有效结合，一方面视达科广泛参与广电、电信运营商的互动媒体平台建设，具有面向最终用户的数据采集基础，另一方面博瑞得拥有领先的大数据分析和挖掘技术和电信运营商信令数据，两者结合，可以进入大数据应用领域，帮助客户通过大数据挖掘对用户进行精准画像，进而更精准地向用户推送内容，实现精准营销；二是可以实现客户及渠道协同，初灵信息与视达科同属一条产业链，可以在客户资源上优势互补，博瑞得有望通过视达科扩展与广电和芒果 TV 在大数据方面的合作，视达科有望通过博瑞得扩展与通信运营商的合作，进而将进一步完善公司“数据连接—大数据处理和挖掘—大数据应用”的大数据全产业链条。

图 26：上市公司将与视达科广泛协同



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 27：博瑞得+视达科，完善大数据产业链

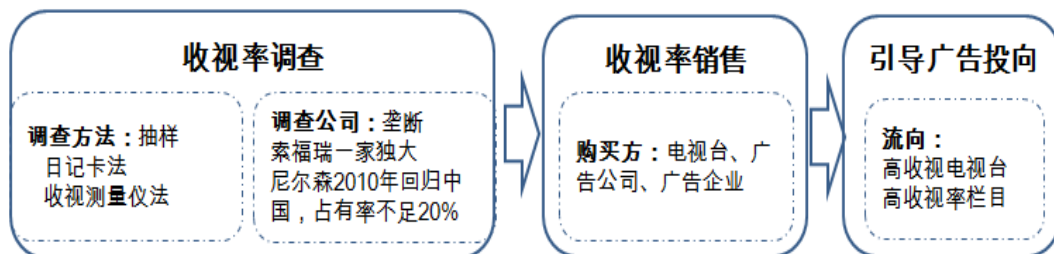


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司基于互动媒体平台、智能电视/机顶盒终端授权软件的全量数据采集优势，可以开展“数字广告收视率”、“程序化广告购买”业务，提供大数据精准营销服务。

收视率作为电视行业的通行货币，是电视台、广告商和企业衡量节目及收视市场的最重要指标。目前，收视率的统计方法主要有两种：一是“日记卡法”，由样本户中 4 岁以上家庭成员每天填写各自的收视日记卡，调查员每周一次上门收集数据并进行统计；二是“收视测量仪法”，即在样本户家中安装类似机顶盒的仪器，每个家庭成员分别按下遥控器上代表个人信息的按钮，测量仪会把收看电视的所有信息以每分钟为单位段储存下来，然后通过电话线每天传回数据，调查公司及时进行统计归类。

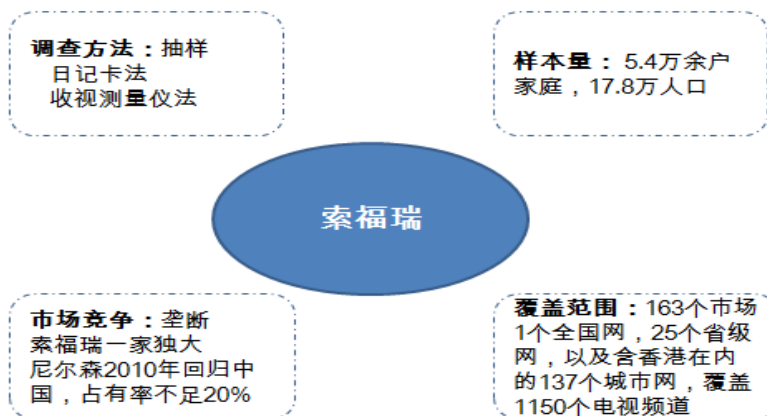
图 28：国内的收视率调查产业链



资料来源：央视索福瑞，东兴证券研究所

目前，国内的收视率调查业务被央视-索福瑞垄断。由于收视率基本可以左右广告投向，直接关乎各电视台、电视节目的广告收入，因此业界对于索福瑞一家独大、节目评价体系不完善、样本量小（收视率调查的样本量仅覆盖 5.4 万家庭，17.8 万人口）、无法跨屏去重、收视率数据不准确甚至造假等的争议一直不断。

图 29：索福瑞的收视率调查业务



资料来源：央视索福瑞，东兴证券研究所

随着电脑、手机、PAD 等新媒介的出现，多屏互动日益成为主流，传统的收视率抽样调查方法已不再那么适用。因此，一些新的调查方法也被纳入收视率调查体系当中。例如，尼尔森携手腾讯推出“中国数字广告收视率”，旨在为中国数字广告客户提供更加全面的、可与电视收视率比较的数字广告触达目标受众的衡量标准。这一数字广告收视率将具备“跨屏去重”能力，可以让广告主在电脑、手机、平板或移动 APP 广告投放监测中识别不同“屏幕”前的同一受众，从而更为准确地掌握广告触达频次。美国时代华纳基于机顶盒获取的收视数据，建立了广告销售系统，广告主只要明确了其广告预算、期望的收视率及目标受众，系统就能反馈最为匹配的广告方案。此外，央视-索福瑞也在尝试跨平台多终端受众收视率测量体系的测试与拓展。

图 30: 收视率调查由固定样本向跨屏、多终端、大数据分析方向发展



资料来源: 央视索福瑞, 东兴证券研究所

目前, 国内与视达科类似也开展互动媒体平台业务的上海思华科技, 已经向大数据精准营销方向转型。思华科技基于为华数提供支撑平台, 目前推出“精准广告投放平台方案”、“大数据智能分析方案”, 可见 OTT 播控平台业务的可拓展性非常好。

图 31: 思华科技基于互动媒体平台业务发展大数据精准营销应用



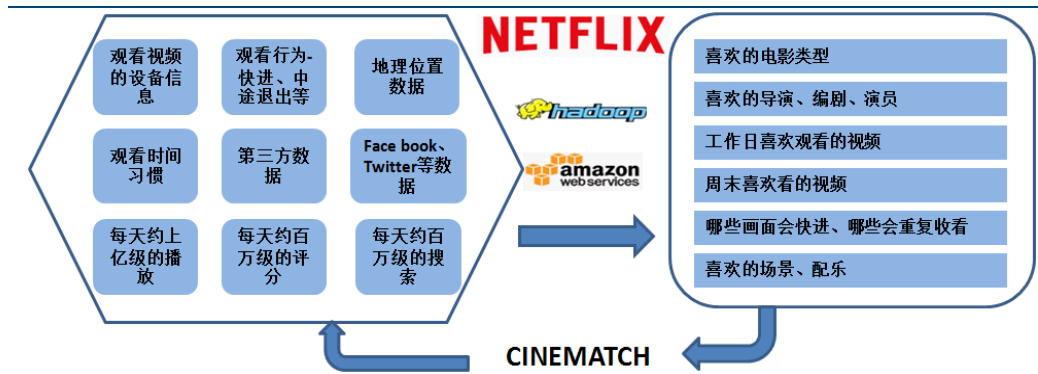
资料来源: 思华科技网站, 东兴证券研究所

Netflix 的成功证明了点播/收视行为大数据在内容推荐和内容定制上意义重大。

Netflix 是视频内容集成商进军 OTT TV 的最成功代表。公司以 DVD 实物租赁起家, 2007 年起发展在线视频业务, 之后逐步将业务重心从 DVD 租赁向流媒体视频服务转移。Netflix 的模式是网站提供付费视频点播服务, 采取包月制或按次收费, 目前国内众多视频网站正对此模式转型。2012 年, Netflix 的流媒体订阅用户数量超过美国最大的有线电视运营商 Comcast, 成为美国最大的 OTT TV 服务商。

Netflix 的成功因素很多，但其中很重要的一点是公司高度重视用户点播/收视行为大数据在内容推荐和内容定制方面的作用。Netflix 拥有一个推荐系统 Cinematch，这个系统基于用户视频点播的基础数据如评分、播放、快进、时间、地点、终端等，通过大数据分析，计算出用户可能喜爱的影片，并为他提供定制化的推荐。该推荐系统带来了良好的用户体验，公司 75% 的客户是由推荐系统带来的。

图 32：Netflix 大数据推荐系统 CINEMATCH



资料来源：互联网，东兴证券研究所

不仅如此，Netflix 还基于大数据分析进行内容制作。让该公司名声大噪的电视剧《纸牌屋》就是大数据的杰作，Netflix 通过数据分析准确把握了用户的脉搏。

图 33：大数据与《纸牌屋》



资料来源：互联网，东兴证券研究所

目前，国内视频网站纷纷向 Netflix 模式转型，通过自制/定制内容来争夺付费用户。例如，优酷网自制剧《万万没想到》、乐视网自制剧《太子妃升职记》、爱奇艺独家引入《太阳的后裔》后，付费会员骤增 50%，创收 1.9 亿元。我们认为，用户点播/收视行为在影视游戏等精准推荐/量身定制方面的大数据应用空间巨大。

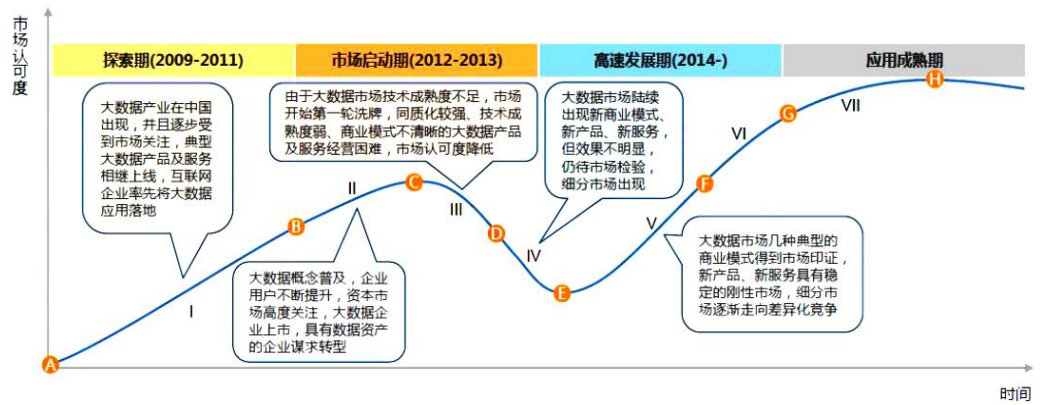
视达科卡位广电有线运营商，可以采集直播收视数据，同时又是芒果 TV 和 CNTV 两大优质集成播控平台的建设方与合作运营方，拥有收视率/点播率、用户行为数据的采集优势，结合博瑞得的电信运营商信令大数据及其大数据挖掘技术，数字广告收视率、程序化广告购买、精准推荐及内容定制数据服务发展值得期待。

4. 大数据市场空间巨大, 公司打开业绩增长新空间

4.1 中国大数据软件及应用市场规模将超千亿

我国的大数据市场, 正式起步于 2009 年, 经过近几年的发展磨砺, 目前已进入高速发展期。随着十三五规划将大数据上升至国家战略层面, 未来市场空间巨大。

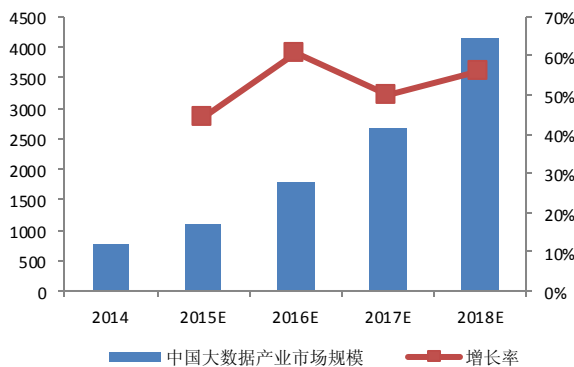
图 34: 中国大数据市场发展阶段分析



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

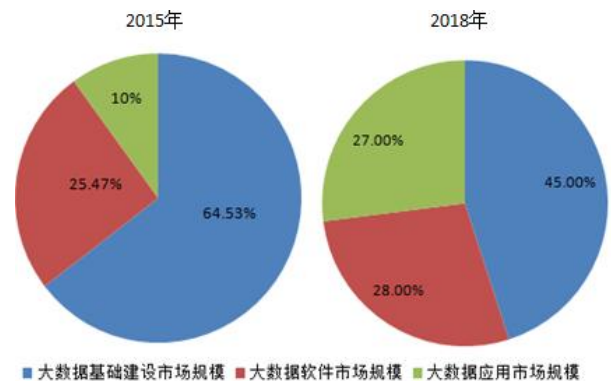
2015 年, 我国的大数据产业市场规模已经达到 1105.6 亿元, 较 2014 年增长 44.15%, 其中大数据基础设施建设、大数据软件和大数据应用分别占比 64.53%、25.47%和 10%。预计到 2018 年, 中国大数据产业市场规模将达 4163 亿元, 其中大数据软件和大数据应用的市场规模累计占比将提升至 55%, 达到 2290 亿元。

图 35: 中国大数据产业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 贵阳大数据交易所, 东兴证券研究所

图 36: 2015 年和 2018 年中国大数据产业细分市场占比



资料来源: 贵阳大数据交易所, 东兴证券研究所

4.2 国内大数据市场万事皆备, 东风渐起

• 国家政策: 高度重视, 大数据产业将享巨大的政策红利

我国政府高度重视大数据发展。2015 年 8 月, 《国务院关于印发促进大数据发展行动纲要的通知》(国发〔2015〕50 号)发布, 明确了大数据发展的指导思想、发展目标

和发展任务, 标志着大数据已成为重要战略资源, 大数据发展将享政策红利。

2016年3月,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》发布, 提出“实施国家大数据战略”, 正式将大数据提升至国家战略层面, 明确要把大数据作为基础性战略资源, 全面实施促进大数据发展行动, 要深化大数据在各行业的创新应用, 探索与传统产业协同发展新业态、新模式, 加快完善大数据产业链。

表 9: 我国主要的大数据产业支持政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016年3月	全国两会	《十三五规划纲要》	实施国家大数据战略: 促进大数据发展行动, 深化大数据在各行业的创新应用, 加快完善大数据产业链
2016年1月	发改委	《关于组织实施促进大数据发展重大工程的通知》	重点支持大数据示范应用、重点支持大数据共享开放、重点支持基础设施统筹发展、重点支持数据要素流通
2015年8月	国务院	《大数据发展行动纲要》	明确了大数据发展的指导思想、发展目标和发展任务
2015年7月	国务院	《关于运用大数据加强对市场主体服务和监管的若干意见》	提高大数据运用能力, 健全政府运用大数据的工作机制, 将运用大数据作为提高政府治理能力的重要手段
2015年6月	工信部	加快推进云计算与大数据标准体系建设	加快推进云计算与大数据标准体系建设
2015年3月	国务院	互联网+行动计划	推动移动互联网、云计算、大数据等与现代制造业结合

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

◆ 法律法规: 首部大数据地方法规诞生, 大数据产业驶入法治轨道

立法是促进大数据产业发展, 维护市场效率与公平的有效保障。全国人大代表邵志清在今年两会提案呼吁制定“大数据法”, 规范数据的共享开放和市场数据的交易流通。目前, 工信部正在推进大数据的标准体系建设, 包括起草大数据信息安全法律法规, 编写《大数据标准化白皮书》, 启动大数据相关国家标准等的立项和研制工作。

2016年1月15日, 贵州省十二届人大常委会第二十次会议高票表决通过了《贵州省大数据发展应用促进条例》(以下简称“条例”), 全国首部大数据地方法规在贵州诞生, 填补了地方大数据立法空白。条例对数据采集、数据权属、数据共享开发、数据交易、数据安全等基本问题做了宣示性、原则性、概括性和指引性规定, 把大数据产业纳入了法治轨道。条例的发布, 一方面将会对今后国家层面的大数据立法提供重要的实践支持, 另一方面也将通过立法引领来推动大数据产业的蓬勃发展。

◆ 交易环境: 大数据交易所、交易中心和资产评估机构陆续成立

2015年4月, 全国首家大数据交易所——贵阳大数据交易所挂牌运营, 面向全国提供数据交易服务, 包括数据交易、结算、交付、安全保障、数据资产管理和融资等综合配套服务。2015年7月, 中关村成立首家大数据资产评估中心——中关村数海数据资产评估中心。2016年1月, 贵阳市政府、中国标准化研究院、清华大学数据科学研究院、德勤华永会计师事务所等共同成立了“数据资产评估实验室”, 为企业数据资产进行评估、定价, 让数据产生价值, 促进大数据交易市场发展。2016年3月, 浙报传媒设立浙江大数据交易中心的申请获批, 注册资本1亿元。2016年4月, 中国联通作为股东之一的上海数据交易中心有限公司成立, 注册资本2亿元。

大数据交易所、大数据资产评估机构的陆续成立, 必将促进大数据产业快速发展。数据显示: 截至 2015 年 12 月, 贵阳大数据交易所交易金额已突破 6000 万元, 会员数量超过 300 家, 数据源公司超过 100 家, 已发生实际交易的会员超过 70 家。

图 37: 贵阳大数据交易所可交易数据类型


资料来源: 贵阳大数据交易所, 东兴证券研究所

图 38: 贵阳大数据交易所部分会员单位


资料来源: 贵阳大数据交易所, 东兴证券研究所

4.3 公司大数据转型的决心坚定, 业绩成长空间被打开

我们认为, 公司大数据转型布局较早, 目前已基本形成“数据接入—大数据挖掘、处理和分析—大数据应用”全产业链, 且成功卡位“通信”和“广电”两个大数据分析与应用领域的优质领域, 将受益“国家大数据战略”红利, 业绩成长空间被打开。

此外, 公司大数据转型的决心坚定, 外延可期。根据公司 2015 年年报披露的信息来看, 2016 年, 公司将进一步完善大数据战略布局, 坚定发展大数据分析与应用、数据源新业务, 将从运营商大数据应用逐步向行业大数据应用发展, 如征信、互联网广告等。同时, 公司将继续积极寻求优质的投资项目, 通过收购兼并、合作投资、结成伙伴等资本手段进行合作, 拓宽业务范围, 快速进入与现有业务关联的领域。因此, 我们认为, 公司的大数据外延路径仍处开放阶段, 值得期待。

5. 盈利预测及估值

考虑到公司并表博瑞得、视达科的影响, 我们认为两个子公司可以完成 2016 年的业绩承诺。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 4.48 亿元、5.49 亿元和 6.10 亿元, 归母净利润分别为 1.27 亿元、1.59 亿元和 1.70 亿元, EPS 分别为 1.10 元、1.38 元和 1.48 元, 对应 PE 分别为 44.9 倍、35.8 倍和 33.4 倍。

考虑到博瑞得、视达科与公司传统业务差异较大, 我们选取了三类公司进行估值比较。

A 股上市公司中, 亨通光电、烽火通信与公司传统业务有一定可比性, 2016 年平均 PE 为 22.4 倍, 东方国信、天源迪科与博瑞得主营业务相似, 2016 年平均 PE 为 46.4 倍, 佳创视讯和数码视讯主营业务与视达科类似, 2016 年平均 PE 为 140.5 倍。

基于 2016 年盈利预测, 我们认为公司传统主业将贡献 40% 的净利润, 博瑞得贡献 32% 的净利润、视达科贡献 28% 的净利润。按上述比例将公司 2016 年 EPS 拆分后,

三项业务分别对应 EPS 为 0.44 元、0.35 元和 0.31 元, 然后再乘以相应 PE, 不考虑溢价, 给予公司 6 个月目标价 69.65 元, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

表 10: 同类型上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2014EPS	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2014PE	2015PE	2016PE	2017PE
600487	亨通光电	11.90	0.83	0.46	0.63	0.79	14.31	25.79	18.76	15.14
600498	烽火通信	23.13	0.54	0.63	0.89	1.10	42.61	36.84	26.09	21.03
	平均 PE								22.43	
300166	东方国信	23.07	0.49	0.40	0.51	0.71	47.46	57.08	45.06	32.44
300047	天源迪科	16.35	0.19	0.19	0.34	0.49	85.29	83.89	47.79	33.19
	平均 PE								46.43	
300264	佳创视讯	22.46	0.08	0.03	0.09	0.16	272.90	719.87	239.70	138.05
300079	数码视讯	8.22	0.26	0.16	0.20	0.25	31.21	51.73	41.22	32.92
	平均 PE								140.46	
300250	初灵信息	49.28	0.40	0.73	1.10	1.38	123.33	67.53	44.96	35.79

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

大客户接入系统毛利快速下降;

博瑞得、视达科未完成承诺业绩;

三网融合、大数据发展进度不达预期。

表 11: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	402	576	701	862	1033	营业收入	231	366	448	549	610
货币资金	206	299	384	472	596	营业成本	135	177	158	187	212
应收账款	128	189	231	283	314	营业税金及附加	2	3	4	5	6
其他应收款	3	14	18	22	24	营业费用	14	45	63	81	92
预付款项	3	4	6	8	10	管理费用	45	81	101	121	131
存货	32	55	43	51	58	财务费用	-5	-4	-2	-4	-5
其他流动资产	0	5	8	12	15	资产减值损失	5.10	8.83	8.00	6.00	5.00
非流动资产合计	89	374	355	348	341	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	4	4	4	4	投资净收益	-0.27	1.90	2.00	3.00	3.00
固定资产	23.53	12.81	12.08	10.45	8.82	营业利润	34	57	118	156	172
无形资产	1	52	47	42	37	营业外收入	9.12	17.10	18.00	15.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.23	0.65	0.20	0.20	0.20
资产总计	492	950	1056	1210	1374	利润总额	43	73	136	170	182
流动负债合计	62	110	94	109	126	所得税	6	4	8	10	11
短期借款	0	25	0	0	0	净利润	36	69	128	160	171
应付账款	33	15	13	15	17	少数股东损益	5	-3	1	1	1
预收款项	4	13	24	37	52	归属母公司净利润	32	72	127	159	170
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	34	68	123	158	174
非流动负债合计	0	26	15	15	15	BPS (元)	0.40	0.73	1.10	1.38	1.48
长期借款	0	15	15	15	15	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	62	136	109	124	141	成长能力					
少数股东权益	27	1	2	3	4	营业收入增长	14.03%	58.45%	22.25%	22.53%	11.21%
实收资本 (或股	80	98	115	115	115	营业利润增长	13.75%	67.54%	107.98%	31.79%	10.86%
资本公积	182	509	509	509	509	归属于母公司净利	76.85%	25.62%	76.85%	25.62%	7.02%
未分配利润	125	188	259	348	443	获利能力					
归属母公司股东	403	814	940	1077	1224	毛利率 (%)	41.41%	51.56%	64.66%	65.86%	65.25%
负债和所有者权	492	950	1051	1204	1368	净利率 (%)	15.75%	18.80%	28.50%	29.17%	28.06%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	6.49%	7.53%	11.99%	13.15%	12.39%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	7.92%	8.80%	13.47%	14.77%	13.92%
经营活动现金流	30	83	102	110	145	偿债能力					
净利润	36	69	128	160	171	资产负债率 (%)	13%	14%	10%	10%	10%
折旧摊销	5.17	15.20	6.88	6.88	6.88	流动比率	6.49	5.25	7.49	7.89	8.21
财务费用	-5	-4	-2	-4	-5	速动比率	5.98	4.74	7.03	7.42	7.75
应收账款减少	0	0	-42	-52	-32	营运能力					
预收帐款增加	0	0	11	13	15	总资产周转率	0.50	0.51	0.45	0.49	0.47
投资活动现金流	-3	-82	6	-3	-2	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.01	15.14	32.06	38.64	37.18
长期股权投资减	0	0	9	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	2	2	3	3	每股收益 (最新摊	0.40	0.73	1.10	1.38	1.48
筹资活动现金流	-15	70	-23	-18	-19	每股净现金流 (最新	0.16	0.74	0.74	0.77	1.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.03	8.30	8.15	9.33	10.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	18	17	0	0	P/E	123.33	67.53	44.96	35.79	33.44
资本公积增加	9	327	0	0	0	P/B	9.80	5.94	6.06	5.29	4.65
现金净增加额	13	72	85	88	124	EV/EBITDA	109.90	67.32	43.46	33.05	29.34

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 7 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

阎贵成

北京大学学士、MBA, 7 年通信产业工作经验。2008 年起在中国移动从事市场运营、策略研究工作, 涉及行业信息化、海外通信、移动转售和资费策略等。2016 年加盟东兴证券研究所, 从事通信行业研究。

张志峰

北京邮电大学硕士, 具有多年通信行业咨询工作经验, 自 2012 年起从事通信行业咨询, 涉及战略规划、网络规划、移动转售和流量经营等专题研究。2016 年加盟东兴证券研究所, 从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。