

科创板重点标的解析之四——当虹科技

计算机行业首席分析师：王文龙

2019年3月

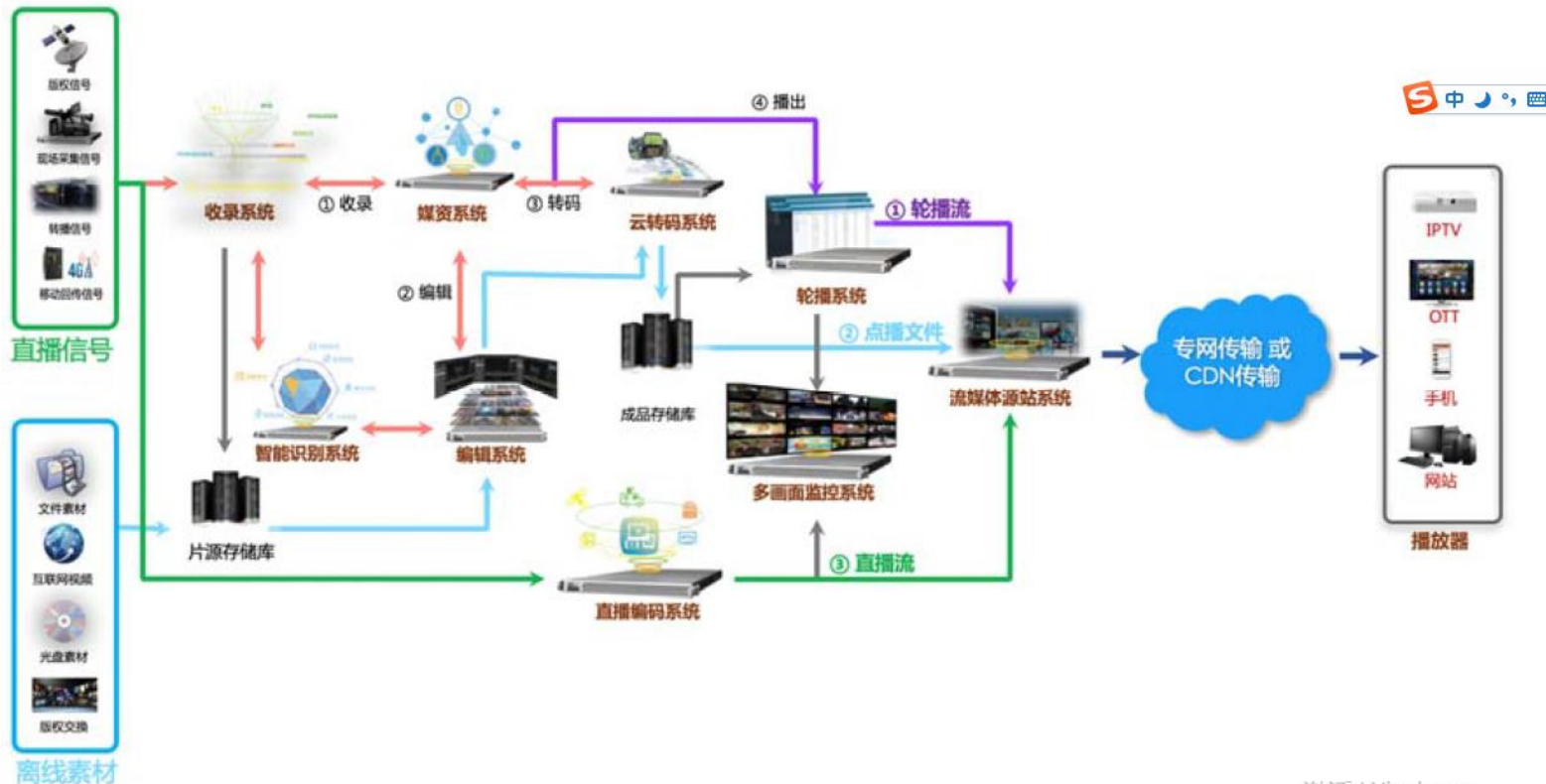
智能视频类业务——面向广电市场

（一）智能视频解决方案

智能视频解决方案面向客户为传媒行业客户，主要是广电。

- 1、视频直播产品：**采集、加工、播出、转码、加密、分发、呈现及监测，可以部署在独立服务器、私有云、公有云、混合云等多种计算基础架构环境。具体是指多码实时发布、直播间导播多机位切换、24小时轮播系统等。
- 2、内容生产产品：**针对点播内容，提供直播和摄制信号的收录、拆条、编辑、技术审核、内容审核、多屏转码、加密以及媒资内容管理的综合解决方案。用于收录节目的生产系统，可以做文字叠加等效果，也可以按主题形成资源包，针对轮播和点播观看者。
- 3、互动运营产品：**通过跟踪、推选、匹配，集用户管理、内容管理、展示管理、业务管理、分发管理、互动管理、认证鉴权计费、广告管理、内容防篡改、大数据分析等功能于一体，为多屏终端用户提供多样性、个性化的业务模式。
- 4、当虹云：**基于公有云提供上述功能。但从公司对外采购云服务规模看，18年1548万，17年594万，16年286万，云服务主要提供的仍是租赁，盈利空间较窄。

公司业务开展内容



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公共安全类业务——面向公安政企市场

(二) 公共安全 (客户为公安等)

- ✓ **公共安全产品：**视频编转码和图像处理、人像识别、移动视频等算法，为公安、司法、政企安防客户提供人像大数据实战应用平台、移动视频警务等产品与服务，针对不同场景进行工程化落地，致力于发展智慧警务与智慧安防业务。用CPU+GPU服务器进行视频结构化，前端配合人像抓拍，后端搭配人像比对、图像增强等算法实现实战平台多种应用功能，包括布控、移动警务等。



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司业务开展内容

盈利模式：

- ✓ 销售具有差异化的独立或嵌入式智能视频处理软件，匹配不同硬件（硬件为外采，主要为服务器、显卡等）
- ✓ 销售以视频处理能力为核心的多功能视频云服务。

销售模式：

- ✓ 全国销售网络逐渐全面，直销占比逐渐提升。

公司以直销为主

| 销售模式 | 2018年 | | 2017年 | | 2016年 | |
|-------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 直接销售 | 10,984.39 | 53.96% | 6,911.04 | 49.73% | 3,393.39 | 33.43% |
| 非直接销售 | 9,370.79 | 46.04% | 6,987.38 | 50.27% | 6,757.93 | 66.57% |
| 合计 | 20,355.19 | 100.00% | 13,898.42 | 100.00% | 10,151.33 | 100.00% |

公司产品销售比例结构

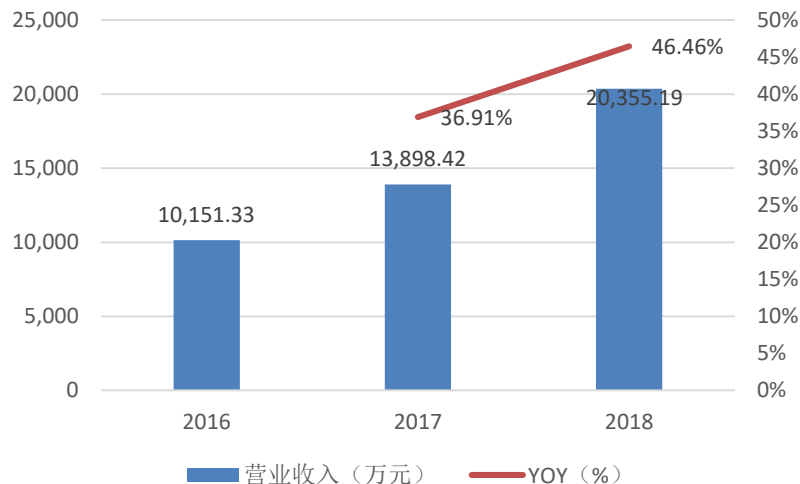
| 项目 | 2018年 | | 2017年 | | 2016年 | |
|-------------------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 智能视频解决方案收入 | 18506.32 | 91.00% | 12941.47 | 93.29% | 9544.66 | 94.08% |
| 其中：视频直播产品 | 9394.83 | 46.20% | 5619.38 | 40.51% | 4436.82 | 43.73% |
| 内容生产产品 | 5375.72 | 26.43% | 4815.92 | 34.72% | 4825.7 | 47.57% |
| 互动运营产品 | 1072.84 | 5.28% | 2086.14 | 15.04% | 145.38 | 1.43% |
| 公共安全产品 | 2662.93 | 13.09% | 420.03 | 3.03% | 136.75 | 1.35% |
| 技术服务收入 | 1829.36 | 9.00% | 930.33 | 6.71% | 600.7 | 5.92% |
| 其中：当虹云服务 | 1674.41 | 8.23% | 838.88 | 6.05% | 585.49 | 5.77% |
| 其他技术服务 | 154.95 | 0.76% | 91.45 | 0.66% | 15.21 | 0.15% |
| 合计 | 20335.68 | 100.00% | 13871.8 | 100.00% | 10145.36 | 100.00% |

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

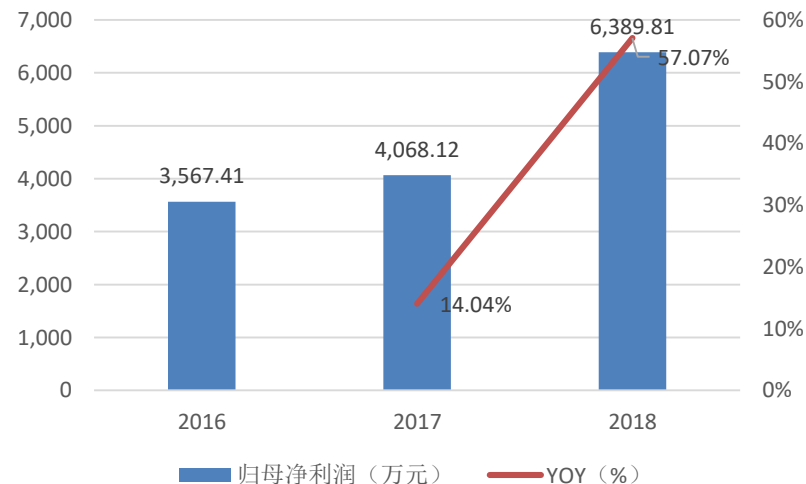
公司业绩情况

- ✓ 公司收入和利润保持较快增速。
- ✓ 公司2016-2018年分别实现营业收入1.02亿元、1.39亿元和2.04亿元，同比增速分别达到37%和46.5%。
- ✓ 净利润方面，18年公司利润增加更为显著。公司2018年实现6390万元归母净利润，较2017年同比增加57%，17年同比增速仅为14%。

公司2016-2018年营业收入情况 (单位: 万元)



公司2016-2018年归母净利润情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 太平洋证券整理

产业链结构简单，向上成本可控，向下产品输出直接

1、上游均为成熟行业，对下游不具备议价力，成本可控。

2、公司客户质量优秀、结构上分散、存在采购周期

七大互联网电视集成播控平台牌照商（未来电视、百视通、华数、芒果TV、CIBN互联网电视、银河互联网电视、南方新媒体）、IPTV 国家级及省二级播控平台、中国移动、中国电信、中国联通、苏宁体育、优酷、阿里体育、腾讯等行业优质客户。

从集中度看，公司下游客户分散，前五大客户仅占收入规模的20%左右，近三年的重叠度较低。主要以IPTV客户为主

公司产业链



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司部分订单一览

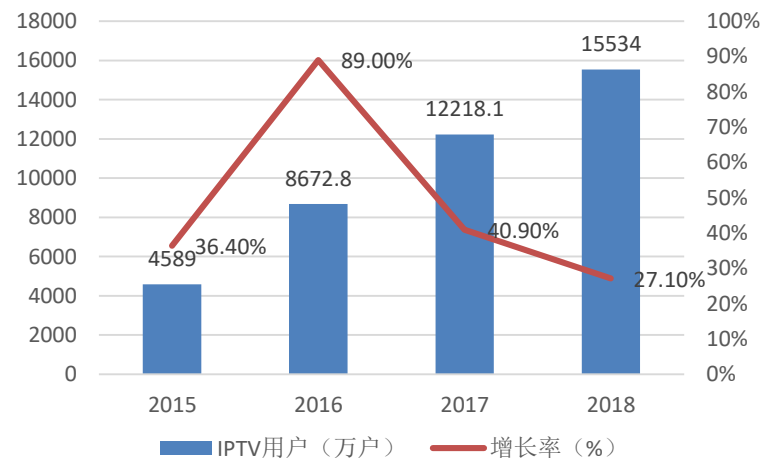
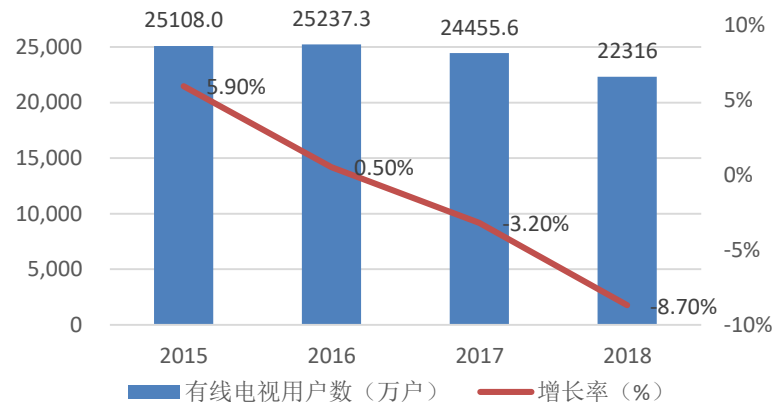
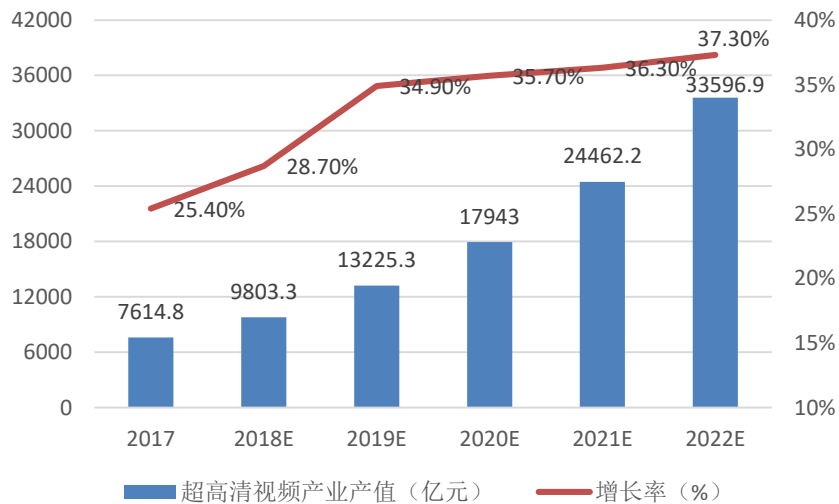
| | 采购方 | 项目或产品名称 | 价格 (万元) |
|----------|----------------------|----------------------------|-----------|
| | 广西广电 | 融合媒体云平台 | 495.5(报价) |
| | 云南无线数字电视文化传媒 有限公司 | DTMB+OTT新媒体平台之信源扩容编码及监控项目 | 263.12 |
| | 广东广播电视台 | 多媒体智能交互平台智能快速拆条系统及电视交互盒子开发 | 205 |
| 智能视频解决方案 | 未来电视有限公司 | 直播视频编转码系统和多画面监控系统 | 202.18 |
| | 南方新媒体 | 运营平台系统、launcher Apk | 180 |
| | 广东广播电视台 | 4K超高清电视编码传输系统 | 114.8 |
| | 湖北广电网络 | 4K-NVOD播出系统 | 109 |
| | 黑龙江龙网视传媒有限公司 | 在线编转码系统扩容 | 108 |
| | 河南嗨看电视传媒有限公司 | IPTV播控平台在线编转码设备扩容 | 95 |
| | 天翼视讯 | 天翼直播平台一期建设 (编码器采购) | 79.8 |
| | 华数传媒网络有限公司 | 离线云转码服务 | 41.978 |
| | 广州市花都区广播电视台 | 非编网络及播控系统升级改造 | 25.8 |
| 公共安全产品 | 海关总署 | 缉私人脸识别布控系统 | 69 |
| | 武汉市公安局视侦支队 | 驻车信息采集设备 | 165 |

资料来源：中国招标网，太平洋证券整理

产业链结构简单

3、行业下游快速变化，业务进入上升周期

下游市场正发生快速变化，传统有线电视市场用户数开始萎缩，取而代之的是IPTV用户量，但传统有线电视市场用户数下降速度慢于IPTV增长，整体用户数叠加向上。公司的产品中内容生产、互动类依赖于IPTV的增长较大，而视频直播产品则受综合影响和客户结构。



数据来源：2018年第四季度中国有线电视行业发展公报、赛迪顾问，太平洋证券整理

行业壁垒：存在一定技术壁垒，客户粘性导致行业入门难度较大

- ✓ 行业采用AVS2标准。AVS工作组2002年成立，2006年第一版标准，2016年第二版标准面向4K高清，提升编码效率一倍，目前开始AVS3的制定，面向8K和5G，目标是提升1倍编码效率，目前已完成的基准档次提升30%，后续可落地智慧医疗、安防、工业互联网。
- 1. 客户粘性，广电相对具有投入能力，播放稳定性是核心，然后是内容清晰度和兼容性。因此，长期服务厂商如果获得信赖，产品上不出大问题，整体粘性较强。
- 2. 技术能力，转码能力

股权设计：实际控制人具有高话语权，核心董监高持股比例

- ✓ 大股东孙彦龙持有大连虹昌99.9%，持有大连虹途19.04%（大连虹途为员工持股平台，其余股份均为员工持有），持有大连虹势99.99%的份额。
- ✓ 大连虹昌、大连虹途和大连虹势分别持有当虹科技20.99%、15.55%和14.93%，孙彦龙具有51.47%的投票权，实际穿透后持股38.88%。员工持有12.59%。
- ✓ 团队人员构成有待提高：195人，研发128人。30岁以下68人，30-40，93人。

行业可比公司为数码科技、佳创视讯

- ✓ 竞争对手17年均出现广电业务收入平稳或下滑，利润下滑的情况，**公司17年毛利率向下波动明显，属于行业情况：**
- ✓ 数码视讯和佳讯飞鸿为主要可比公司，捷成股份仅20%业务相关，因此下面用数码科技和佳创视讯比较。

公司产品毛利情况

| 项目 | 2018年 | | 2017年 | | 2016年 | |
|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 毛利占比 | 毛利率 | 毛利占比 | 毛利率 | 毛利占比 | 毛利率 |
| 视频直播产品 | 50.38% | 67.29% | 40.99% | 66.40% | 42.99% | 72.54% |
| 内容生产产品 | 33.87% | 79.07% | 40.40% | 76.37% | 55.01% | 85.34% |
| 互动运营产品 | 5.21% | 60.92% | 15.39% | 67.17% | 0.26% | 13.14% |
| 公共安全产品 | 8.98% | 42.32% | 4.08% | 88.32% | 1.08% | 58.88% |
| 技术服务收入 | 1.56% | 10.69% | -0.86% | -8.43% | 0.67% | 8.32% |
| 合计: | 100.00% | 61.71% | 100.00% | 65.62% | 100.00% | 73.79% |

| 2017年 | 数码科技 | | 佳创视讯 | | 当虹科技 | |
|-----------|------------|------------|-----------|--------|-----------|-----------|
| 营业收入 (万元) | 135,015.80 | | 24,318.60 | | 13,898.40 | |
| 净利润 (万元) | 4,493.30 | | -7,948.00 | | 4,068.10 | |
| 毛利率 | 数字电视系统及服务 | 新媒体技术服务与应用 | 系统软件产品 | 系统集成设备 | 软件销售 | 外购第三方产品销售 |
| | 64.77% | 37.74% | 66.00% | 14.56% | 81.96% | 14.06% |
| 销售费用率 | 13.78% | | 16.31% | | 12.96% | |
| 管理费用率 | 14.73% | | 17.02% | | 10.85% | |
| 研发投入/营业收入 | 17.94% | | 21.53% | | 19.62% | |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。