

日期: 2019年12月23日
行业: 软件和信息技术服务业



分析师 胡纯青
Tel: 021-53686150
Email: huchunqing@shzq.com
执业证书编号: S0870518110001

IPO发行价 RMB50.48 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	20
发行后总股本 (百万股)	80
发行方式	战略配售
	网下询价
	上网定价
保荐机构	中信证券

主要股东 (2019.12.11)

大连虹昌企业管理合伙企业 (有限合伙)	15.75%
大连虹途企业管理合伙企业 (有限合伙)	11.66%
大连虹势企业管理合伙企业 (有限合伙)	11.20%

收入结构 (2019Q3)

智能视频解决方案	91.99%
技术服务	7.27%

专业的智能视频解决方案提供商

■ 投资摘要

公司在智能视频尤其是中高端视频编转码领域具备较强竞争优势。公司是一家专业提供智能视频解决方案及视频云服务的高新技术企业。公司在高质量视频编转码、智能人像识别、全平台播放、视频云服务等领域具备深厚的技术积累与丰富的应用成果，尤其是在视频编转码领域，公司深度参与国产 AVS2 视频标准的产业化进程，是国内 AVS2 超高清实时编码器的核心供应商；同时，公司也是全球少数几家采用 CPU+GPU 视频编转码算法的企业之一，能够在低码率的情况下实现较高画质的视频编转码，从而为客户有效节约带宽成本和能源消耗。智能视频下游市场需求旺盛，国产视频编码标准开始进入广电市场。视频编转码本身无法脱离下游行业而单独存在，其规模与下游行业的视频处理需求紧密相关。视频编转码产品的主要下游应用市场中，IPTV、互联网视频、广电等行业正在向超高清化演进，对包括视频编转码在内的智能视频处理的需求日益提升；AVS2 成为我国 4K 超高清唯一指定的编码标准，未来随着适配 AVS2 的设备逐步替代现有设备，也会成为公司业务新的业绩增长点。

募集资金净额 9.3 亿主要用于现有技术升级及前沿技术开发

公司本次募投资金全部围绕公司现有的主营业务展开，包括视频编转码技术及智能安防系统升级、前沿技术研发以及补充公司流动资金。

风险提示

包括但不限于技术创新不足、人才流失、产业政策变化、税收优惠变化等风险。

盈利预测

我们预计 2019-2021 年实现收入 2.95 亿元、4.19 亿元、5.80 亿元，同比增长 45.31%、41.81%、38.17%，归母净利润分别为 0.89 亿元、1.23 亿元、1.62 亿元，同比增长 39.05%、38.15%、32.04%，相应的稀释后每股收益为 1.11 元、1.53 元和 2.03 元。

数据预测与估值: (按最新股本摊薄)

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	203.55	295.77	419.45	579.54
年增长率	46.46%	45.31%	41.81%	38.17%
归母净利润	63.90	88.85	122.75	162.07
年增长率	57.07%	39.05%	38.15%	32.04%
每股收益 (元)	0.80	1.11	1.53	2.03
PE	113.92	81.94	59.31	44.92

资料来源: Wind 上海证券研究所

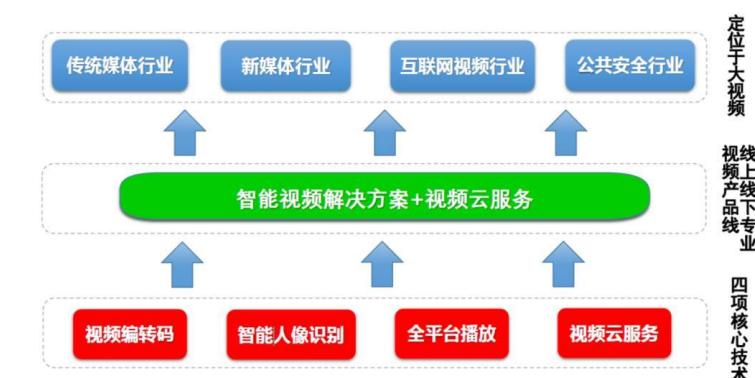
一、技术领先的智能视频解决方案提供商

1.1 公司在视频编转码领域具备较强竞争优势

公司成立于 2010 年，是一家定位于大视频领域，提供智能视频解决方案及视频云服务的高新技术企业。公司在高质量视频编转码、智能人像识别、全平台播放、视频云服务等领域具备深厚的技术积累与丰富的应用成果，尤其是在视频编转码领域，公司深度参与国产 AVS2 视频标准的产业化进程，是国内 AVS2 超高清实时编码器的核心供应商；同时，公司也是全球少数几家采用 CPU+GPU 视频编转码算法的企业之一，能够在低码率的情况下实现较高画质的视频编转码，从而为客户有效节约带宽成本和能源消耗。

公司作为软件开发企业，不直接生产硬件，主要通过采购服务器、显卡、摄像头等硬件进行组装，并嵌入自主研发的软件以实现产品功能。公司产品主要面向传媒文化和公共安全等行业。在传媒文化领域，公司的视频直播产品围绕直播信号生产和传播链条，提供采集、加工、播出、转码、加密、分发、呈现及监测的一站式端到端的解决方案。公司在传媒领域深耕多年，具有较强的技术优势。公司进入公共安全领域相对较晚，产品主要依托公司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。

图 1 公司核心技术、产品及定位



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2019 年前三季度，公司实现营业收入 11,851.43 万元，较上年度同期增长 15.07%；净利润为 1,659.68 万元，较上年度同期增长 12.22%。公司业绩持续增长一方面是因为公司加大了与电信运营商的合作，增加了电信运营商在平台建设等业务的产品销售；

另一方面，公司加强了对 4K 超高清实时转码技术的推广工作，使得公司与苏宁体育（PPTV）等优质客户的业务合作更加深入。公司业绩存在季节性特征，主要集中在四季度确认，公司预计 2019 年全年预计实现营业收入 28,000 至 30,000 万元，同比增加 37.56%-47.38%；预计本年净利润 8,000 万元至 9,000 万元，同比增幅约 25%至 40%。

图 2 公司近年收入、利润及增长概况（百万元）



图 3 公司近年净利润率、毛利率概况（%）



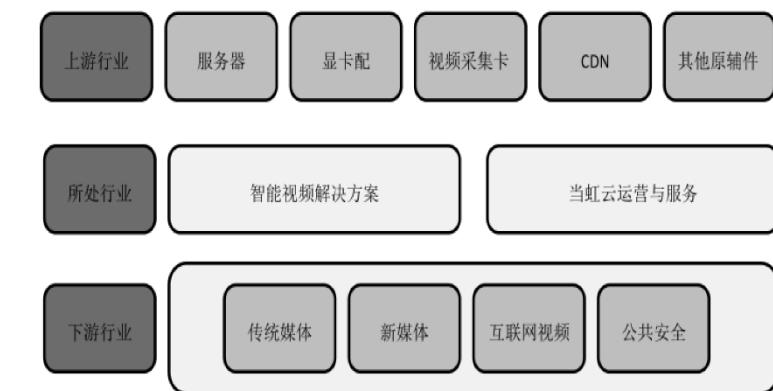
数据来源：公司公告 上海证券研究所

数据来源：公司公告 上海证券研究所

1.2 下游市场规模稳步增长，公司产品需求有望持续提升

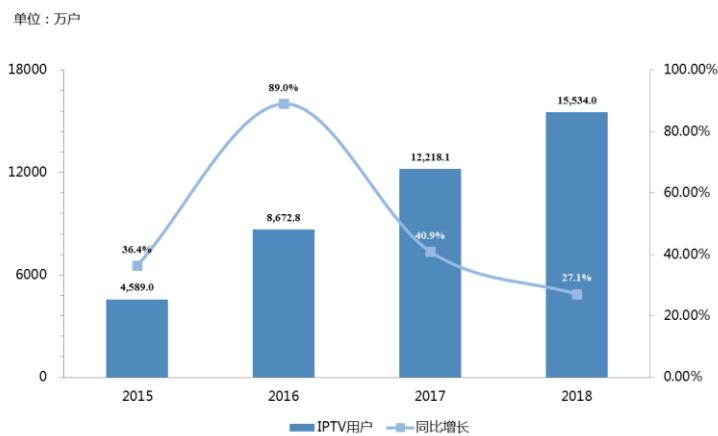
公司专注于智能视频解决方案与视频云服务，业务较为细分，贯穿视频内容的采集、生产、传输、分发与播放等环节。其中，视频编转码产品是公司的核心产品，产品覆盖收录（视频码流到视频文件）、实时转码（视频码流到视频码流）、离线转码（视频文件到视频文件）、解码播放（视频文件到视频码流）等应用场景，亦可与视频内容识别等其他非编转码产品/功能相结合，应用场景十分广泛。视频编转码本身无法脱离下游行业而单独存在，其规模与下游行业的视频处理需求紧密相关。视频编转码产品的主要下游应用市场包括传媒文化与公共安全行业，其中 IPTV、互联网视频、广播电视等行业为公司编转码产品目前主要的应用子行业，且这些行业正在向超高清化演进，对包括视频编转码在内的智能视频处理的需求在未来有望逐步提升。

图 4 公司在产业链中所处位置



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

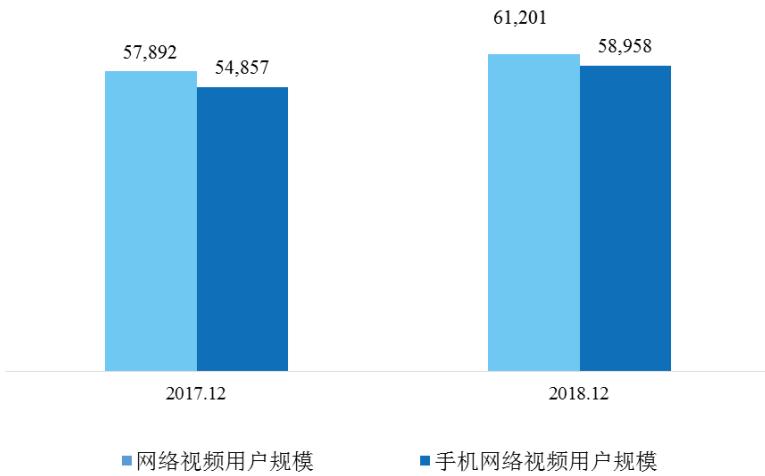
IPTV 市场用户规模持续增长：根据《2018 年通信业务统计公报》，2018 年 **IPTV** 用户净增 3,315.9 万户，同比增长 27.1%，总量达到 1.55 亿户。电信运营商继续深挖家庭市场，发力融合业务，推动 **IPTV** 用户的持续增长。此外，电信运营商对 **IPTV** 的资本投入有望持续上升：预计 2020 年，85%的数据流量将来自视频，届时视频业务即将成为电信运营商在语音、短信、数据之后的第四种基本业态。国内外的高端运营商已经开始积极布局，采用参股、并购上游视频内容提供商等方式整合大视频产业链，而 4K/8K/VR/AR 等新的视频业务形态也为运营商领域提供了新的战略机会。在运营商未来发展的战略蓝图中，大视频业务将是运营商拓展智慧家庭市场的核心和入口，依托视频这一开放平台，运营商有望进行业务融合，构建可持续盈利发展的生态系统。目前，公司已覆盖国内 31 个 **IPTV** 运营商（不含港澳台）中的 25 个、三大电信运营商，在部分 **IPTV** 运营商的编转码设备总量中占比超过 50%，市场覆盖率相对较高。

图 5 **IPTV** 用户增速（万户）

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

互联网视频行业保持持续增长。根据 CNNIC 《中国互联网络发展状况统计报告》，2018 年网络视频用户规模达 6.12 亿，较 2017 年底增加 3,309 万，占网民总体的 73.9%。手机网络视频用户规模达到 5.90 亿，较 2017 年末增加 4,101 万，占手机网民的 72.2%。稳定增长的用户规模有望带动互联网视频企业对公司产品的需求提升，而公司产品又将帮助互联网平台在大型综艺、体育赛事直播方面取得更好地用户体验。未来，互联网视频领域或将成为公司在传媒文化领域最主要的业务增长点。

图 6 互联网视频用户规模 (万)



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

在广播电视领域，随着 5G 与超高清视频行业的高速发展，对于超高清视频内容的生产、分发与播放需求预计也将大幅提升，其中超高清视频编码设备为行业核心设备之一。根据《中国超高清视频产业发展白皮书》，2017 年国内超高清视频编码设备销售收入为 1 亿元，预计 2022 年销售收入将达 119 亿元，出口 40 亿元；2017 年，我国内容服务营收约为 400 亿元。预计 2022 年国内超高清内容服务行业规模将达 732 亿元，假设超高清内容生产软件与设备投入占内容服务行业投入的 5%，预计投入将不低于 35 亿元。根据工信部、国家广电总局、中央广播电视台印发的《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》：到 2020 年，中央广播电视台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，

实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年；4K 超高清视频用户数达 1 亿；到 2022 年，实现 4K 电视终端全面普及，8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5%，超高清节目制作能力超过 3 万小时/年；超高清视频用户数达到 2 亿。

仅以电视台、IPTV 的超高清落地为例，至 2020 年，仅央视就已计划完成全部 16 个频道的 4K 化播出上星，并将在全国各地有线网络和 IPTV 进行落地，每个超高清频道由 1 个省级电视台收录+3 个有线网络落地+3 个运营商 IPTV 落地 $x2$ (异地灾备) 构成，每台超高清编转码设备价格在 30~80 万元左右，保守估计，仅落地编转码解决方案就在 $16 * 31 * (1+3+3*2) * 30~80$ 万元不等，约为 15~40 亿元。另外，各省级电视台也将陆续开设 4K 超高清频道，目标市场容量将进一步扩大。公司为广播级超高清实时编码器等产品的供应商，系央视 4K 频道的重点协作企业，未来将继续受益于超高清视频产业的不断推进。

1.3 AVS 成为 4K 超高清指定编码标准，国产替代效应显现

目前，国际电联的 H.26x 系列标准、国际标准化组织运动图像专家组的 MPEG 系列标准是当下最主流的视频编解码标准。这两类视频编解码标准的一揽子专利均归属于境外公司，两组织对企业用户按终端数收取专利授权费用，且费用有上涨的趋势。（最新一代 H.265 标准的专利费用上涨情况尤其严重）

而早在 2002 年，为了防止国际专利对我国音视频产业发展可能带来的制约，我国未雨绸缪，成立了数字音视频编解码技术标准工作组，开始了自主可控的视频编解码标准 AVS 系列的探索工作。到今天，我国已经推出了 3 代 AVS 标准，包括适配于 4K 超高清内容的 AVS2 标准，以及基本完成编码标准的制定、未来将适配于 8K 超高清内容的 AVS3 标准。AVS 标准目前主要应用于国内广播电视等大屏幕视频领域。

图 7 视频编解码标准的几个阶段



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2018年9月，国家广播电视台向各省广电局、中央广播电视台办公厅和总局直属各单位印发了《4K超高清电视技术应用实施指南（2018版）》，以推进4K超高清电视发展，指导电视台和有线电视、卫星电视、IPTV、互联网电视等规范开展4K超高清电视直播和点播业务，保障4K超高清电视制播、传输、接收及显示质量。《实施指南》明确指出：4K超高清视频编码采用AVS2标准。公司作为广播级AVS2超高清实时编码器等产品的供应商，随着未来AVS2机顶盒逐步替换现有设备，公司相关业务收入有望出现显著增长。

1.4 公司市场地位及竞争情况

公司凭借先进的技术实力和完备的产品体系，通过坚持不懈的市场和品牌建设、客户及渠道拓展，已在视频领域，特别是技术门槛和要求更高的广播电视行业取得领先的市场地位。公司已覆盖国内主要的IPTV运营商、三大电信运营商、主流互联网视频公司、公安司法等公共安全行业用户，其中包括七大互联网电视集成播控平台牌照商、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。公司与上述客户系商业合作关系，向其提供产品和服务，多数履行招投标程序，双方的合作关系具有可持续性。

而在全球范围内，在中高端编转码产品上构成公司主要竞争对手的企业包括Ateme、Harmonic、Envivio和AWS Elemental等，虽然这些境外公司普遍技术储备丰厚，但是，在政府倡导信息安全和相关软硬件国产化的背景下，叠加公司产品具备更高的性价比、更好的快速响应能力及本地化服务能力，使得国外厂商在国内的市场份额呈逐步下降趋势。

1.5 公司的竞争优势

1、领先的研发能力和持续的技术储备：

公司技术储备丰厚，截至2019年7月，公司已获得30项发明专利、103项软件著作权，曾获得中国广播电视台设备工业协会科技创新优秀奖、中国电影电视技术学会科学技术奖等荣誉。公司重视对研发人员的相关激励措施，已颁布了专利、软件著作权申请的相关激励

制度。公司研发投入占比较高且持续，2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年上半年，公司研发费用分别为 1,996.36 万元、2,726.26 万元、3,660.99 万元和 2,074.79 万元，占当期营业收入的比例分别为 19.67%、19.62%、17.99% 和 26.57%。

2、产品标准化的智能视频解决方案能力优势：

公司将视频处理内容标准化为视频直播产品、内容生产产品、互动运营产品和公共安全产品。每类产品中包含功能差异的子系统，子系统又可根据客户需求提供低中高配置的型号。公司将复杂的视频处理过程进行标准化，打造以功能为特点的系统并归集组建为产品，极大的促进项目的模块化和可复制化，推动业务的开展和项目落地。

3、扎实的市场基础和稳定的合作伙伴：

公司在传媒文化领域的核心客户覆盖中国网络电视台等七大互联网视频牌照商、国家新闻出版广电总局、省级广播电视台客户、市县级广播电视台客户和中移动等三大电信运营商。同时，公司与阿里体育有限公司、优酷信息技术（北京）有限公司、深圳市腾讯计算机系统有限公司等互联网客户存在紧密的合作关系。

4、完备高效的产品服务体系：

公司已经在全国范围的主要区域建立起相对完善的市场销售和技术服务体系；公司拥有专业高效的技术服务团队，能够提供 7×24 小时支持服务，对用户的突发事件能够在最短时间内及时响应和处理。

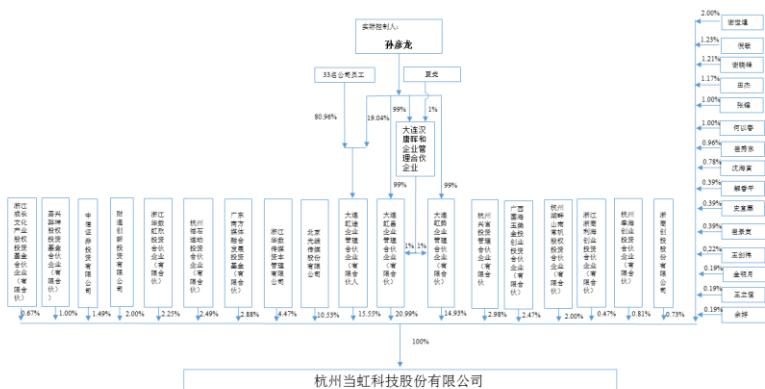
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司成立于 2010 年 5 月，注册资本为 50 万元，由虹软集团旗下公司 100% 持股。2015 年 6 月，虹软集团将其持有的公司 74.13% 的股权转让给孙彦龙控制的公司，孙彦龙变更为公司的实际控制人。2017 年 8 月，公司完成股份制变更。

公司目前不存在控股股东，实际控制人为孙彦龙先生。孙彦龙先生通过直接和间接的形式，合计持有公司可支配表决权的股份比例为 51.47%。

图 8 发行前公司股权结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

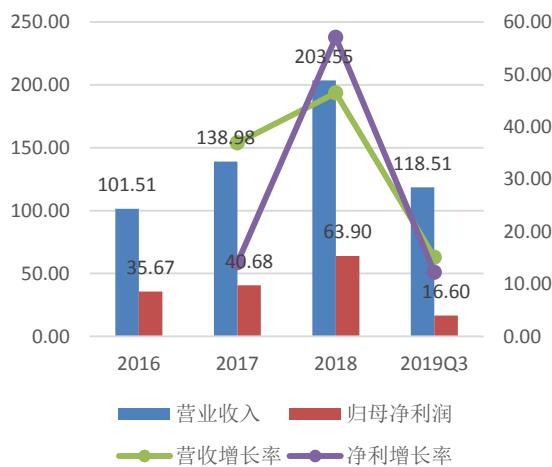
公司的经营模式主要为自主研发独立及嵌入式智能视频处理软件并进行销售，同时为客户提供以视频处理能力为核心的多功能视频云服务。公司的核心技术和主要知识产权应用于实时转码、离线转码、快编等主要产品中，上述核心技术和知识产权为公司产品提供关键功能支持。在剔除第三方外购产品和其他业务收入后，公司报告期内核心技术和主要知识产权对应产品的营业收入合计贡献年均超过 90%。

2016-2019Q3,公司主营业务收入分别为1.02亿元、1.39亿元、2.04亿元、1.19亿元,2017-2019Q3分别同比增长36.91%、46.46%、15.07%。公司主营业务收入分为智能视频解决方案收入及技术服务收入。智能视频解决方案收入包括来自视频直播产品、内容生产产品、互动运营产品及公共安全产品的收入;技术服务收入主要指当虹云服务及其他技术服务收入。2016年至2018年,公司智能视频解决方案收入分别为0.95亿元、1.29亿元和1.85亿元,占总营业收入的比值为94.08%、93.29%和91.00%。其中,视频直播产品的收入占比始终超过40%,是公司收入的主要支柱之一;内容生产产品收入占比从47%下降至26%;公共安全产品收入占比从1%上升至13%。

2016-2019Q3, 公司归母净利润分别为 0.36 亿元、0.41 亿元、0.64 亿元、0.17 亿元, 2017-2019Q3 归母净利润同比增长 14.04%、57.07%、12.22%。

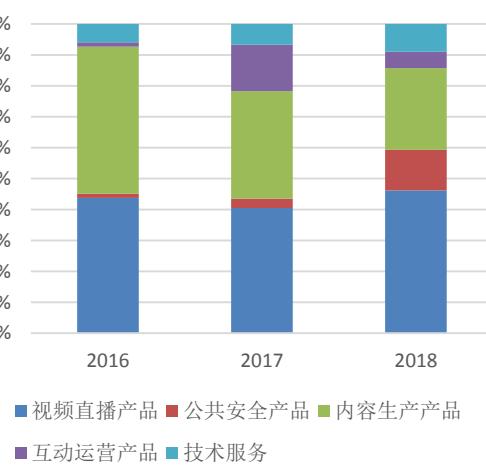
由于公司收入及利润主要于 Q4 确认，前三季度业绩并不能充分地反应公司全年的业绩增长情况。根据订单情况，公司预计 2019 年全年预计实现营业收入 2.8-3 亿元，同比增加 37.56%-47.38%；预计全年净利润 0.8-0.9 亿元，同比增长约 25%-40%。

图9 公司近年收入及利润增长概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图10 公司主营业务收入结构



数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2016-2018，公司主营业务毛利率分别为 73.81%、65.69%、和 61.71%，毛利率有所下滑。

公司毛利的主要来源为视频直播产品和内容生产产品，两者毛利贡献合计超过 75%。公司毛利率下滑主要是因为毛利相对较高的内容生产产品毛利占比下滑，而低毛利的公共安全产品毛利占比提升所致。

2016 年以后，公司视频直播产品毛利率下滑，主要是因为基于个别项目，外购第三方产品销售收入占比提高，其毛利率水平较低，导致整体毛利率下滑。公共安全产品毛利率波动较大，主要是因为公司进入该领域不久，收入规模较小，不同年份的项目个体差异较大，导致毛利率波动大。

表1 公司分业务毛利率

项目	2016	2017	2018	2019H1
智能视频解决方案收入	77.91%	70.95%	66.75%	56.71%
-视频直播产品	72.54%	66.40%	67.29%	59.81%
-公共安全产品	58.88%	88.32%	42.32%	27.13%
-内容生产产品	85.34%	76.37%	79.07%	85.03%
-互动运营产品	13.14%	67.17%	60.92%	100%
技术服务	8.32%	-8.43%	10.69%	73.99%
合计	73.81%	65.69%	61.71%	58.29%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 公司财务指标分析

2.4.1 研发支出保持高水平，销售费用率降低

公司期间费用呈现逐年增长趋势，与销售收入的增长趋势相一致。公司销售费用率逐年降低，主要系公司工作重心转为向企业级客户提供专业级软件产品，依靠技术优势和口碑效应以实现业务增长，从而减少了销售费用的支出；公司管理费用率保持相对稳定；公司财务费用率下滑，主要系利息收入增加。

公司研发投入始终保持较高水平。2016年、2017年、2018年和2019年上半年，公司研发费用率分别为19.67%、19.62%、17.99%和26.57%。公司研发费用始终较高系公司重视研发人员的培养，2016-2018年，公司研发人员数量及薪酬开支逐年递增。

图 11 近年公司期间费用率情况

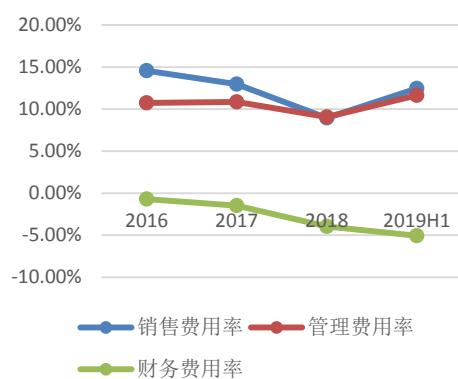


图 12 近年公司研发投入情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4.2 高速扩张期用户结构变化致使回款周期拉长

2016-2018年，公司应收账款周转率分别为6.76次/年、2.78次/年、1.94次/年。公司2017、2018年应收账款周转率较2016年明显下滑主要是因为公司进入高速扩张期，来自传统媒体、新媒体和公共安全类客户的收入占比提高，上述几类客户通常采用预算管理和集中采购制度，通常在每年上半年制定投资计划，需要通过预算、审批、合同签订、上线调试等流程，项目验收往往集中在下半年，甚至是第四季度，导致应收账款回款速度较慢。

2016-2018年，公司存货周转率分别为3.52、4.64、4.81。整体周转速度较快，主要是因为公司软件安装至服务器等硬件设备并加以安装调试的周期短，周转速度快。

公司2016-2018年经营性现金流净额为正，但低于同期净利润，主要是因为公司持续加大研发投入，尤其是在4K/8K超高清领域

和公共安全智能视频结构化等方面提前布局产品研发，研发人员逐年增长，相应的薪资支出大幅增加。同时，公司业务高速扩张，传统媒体、新媒体等账期较长的用户占比提升所致。

表 2 公司营运能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019H1
存货周转率	3.52	4.64	4.81	1.37
应收账款周转率	6.76	2.78	1.94	0.55
资产负债率	10.58%	9.79%	14.02%	6.87%
流动比率	8.70	9.88	6.91	13.91
速动比率	8.03	9.51	6.59	12.96
经营性现金流净额（万元）	525.14	1441.05	620.55	-3258.80

数据来源：Wind 上海证券研究所

2.5 募集资金投向

本次公司发行价 50.48 元，发行市盈率 65.85 倍，募集资金净额 9.30 亿元。募集资金将主要用于以下项目：

表 3 募集资金计划运用（万元）

	项目	项目总投资	计划使用募集资金金额
1	下一代编转码系统升级建设项目	18,657.05	18,657.05
2	智能安防系列产品升级建设项目	15,529.60	15,529.60
3	前沿视频技术研发中心建设项目	7,840.10	7,840.10
4	补充流动资金项目	18,000.00	18,000.00
	合计	60,026.75	60,026.75

数据来源：Wind 公司招股书 上海证券研究所

公司本次募投项目全部围绕公司现有的主营业务进行，均投入现有技术升级和前沿技术研发等科技创新领域及补充公司流动资金。

下一代编转码系统升级建设项目系在公司现有编转码技术储备上进行符合第二代 AVS 标准，并适用于 4K 超高清产业链和 H.265 产业链的下一代编转码系统的研发，从而提高公司编转码系统产品的市场竞争力，促进公司主营业务的可持续发展。

智能安防系列产品升级建设项目系在公司现有鹰眼人像系列产品的基础上，结合公司在智能视频技术领域的丰富技术积累，在移动视频、人像识别、机器深度学习、数据融合等方面升级研发智能安防系列产品，满足下游公共安全、视频监控行业日益升级的市

场需求，拓宽公司产品的市场覆盖面，为公司培养新的利润增长点，从而推动公司主营业务收入的持续稳定增长。

前沿视频技术研发中心建设项目重点进行 8K 视频压缩编码技术、5G 视频通讯云平台技术、低码高画编码技术、视频内容智能审核技术、智能视频人像结构化数据平台技术等研究领域的研究开发工作，进一步提升公司在视频处理技术方面的核心竞争力并有效提升视频处理核心技术与人工智能、大数据等新兴技术的融合，从而为公司现有产品及未来拟开发的新产品提供坚实的技术支撑。

三、盈利预测及主要假设

主要假设：1) IPTV、互联网视频领域保持较快增长速度；2) 4K 超高清视频推行顺利，各地方卫视推出 4K 高清频道，有线电视、IPTV 机顶盒等解码设备变更为适应 AVS2 标准的设备。3) 公司研发费用率维持现有水平。4) 与现有大客户保持长期合作关系。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年实现收入 2.95 亿元、4.19 亿元、5.80 亿元，同比增长 45.31%、41.81%、38.17%，归母净利润分别为 0.89 亿元、1.23 亿元、1.62 亿元，同比增长 39.05%、38.15%、32.04%，相应的稀释后每股收益为 1.11 元、1.53 元和 2.03 元。

表 4 数据预测与估值：(按最新股本摊薄)

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	203.55	295.77	419.45	579.54
年增长率	46.46%	45.31%	41.81%	38.17%
归母净利润	63.90	88.85	122.75	162.07
年增长率	57.07%	39.05%	38.15%	32.04%
每股收益 (元)	0.80	1.11	1.53	2.03
PE	113.92	81.94	59.31	44.92

资料来源：Wind 上海证券研究所

四、风险因素

包括但不限于：

技术创新不足或产品商业化进度拖延导致公司竞争力下降的风险：视频软件的技术和产品具有更替较快的特征，因此公司需要

随时关注和判断行业发展方向和技术发展趋势。若公司选择投入的研发方向及由此取得的创新成果可能会与未来的行业发展趋势和市场需求存在差异，可能导致公司的新产品无法有效满足未来的用户需求，降低公司产品及服务体系的整体竞争力。

研发人才流失风险：智能视频技术的软件开发行业属于典型的人才和技术密集型行业，产品的研究开发和技术的突破创新依赖经验丰富、结构稳定的研究团队。如果由于不可预计的因素导致公司研发人员流失，可能会造成公司研发能力减弱及经营业绩下滑等不利影响。

产业政策变化可能产生的的经营环境发生不利变化风险：智能视频技术的软件开发受到下游客户需求的影响较大。近年来，国家对传媒文化和公共安全等下游领域制订了一系列政策法规，鼓励和规范相关行业的发展。但若相关的产业政策发生变化，或者某些部门或协会在政策执行方面存在偏差，导致外部整体经营环境出现不利变化，将会影响公司的经营业绩。

税收优惠政策变化的风险：公司享受软件企业产品收入 3%以上增值税即征即退政策及重点软件企业所得税 2 免 2 减半政策。未来若上述税收优惠政策发生变化或者公司无法继续享受相关的优惠政策，则将对企业经营业绩产生不利影响。

五、估值分析

5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 126.45，19 年、20 年平均动态市盈率为 59.40 倍、28.40 倍。

表 5 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
数码科技	300079	6.24	0.06	0.10	0.14	105.81	62.40	44.57
捷成股份	300182	3.67	0.04	0.27	0.30	100.91	13.59	12.23
佳创视讯	300264	5.11	0.03	0.05	/	199.20	102.20	/
大恒科技	600288	11.58	0.12	/	/	99.88	/	/
行业平均						126.45	59.40	28.40
当虹科技	688039	91.00	0.80	1.11	1.53	113.92	81.98	59.48

数据来源：Wind 上海证券研究所

公司当前股价 91 元，对应 18、19、20 年 PE 为 113.92、81.98、

59.48 倍。公司股价略低于 2018 年 A 股可比公司静态平均市盈率，高于 2019/2020 年动态平均市盈率。由于可比公司中多为项目集成商，唯有数码科技与公司业态相近，与数码科技相比，公司 2018/2019/2020 年市盈率均相对较高。

此外，18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 0.76 元，对应 PE120.5 倍，A 股同业可比公司对应平均扣非 PE 为 132.63 倍，公司估值略低于 A 股可比上市公司。

5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PS、PEG 两种方法进行比较分析，目前公司 18、19、20 年 PS 分别为 3.58、2.46、1.74，低于同行业可比公司均值 3.92、4.03、3.25。公司 18、19、20 年 PEG 分别为 2.00、2.10、1.56，均高于同行业可比公司均值。

表 6 同行业上市公司 PS、PEG 比较

公司名称	股票代码	股价	PS			PEG		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
数码科技	300079	6.24	5.70	5.15	4.53	0.81	0.90	1.01
捷成股份	300182	3.67	1.88	2.1	1.97	/	0.02	1.12
佳创视讯	300264	5.11	6.58	4.84	/	1.74	1.15	/
大恒科技	600288	11.58	1.51	/	/	0.87	/	/
行业平均			3.92	4.03	3.25	1.14	0.69	1.06
当虹科技	688039	91	3.58	2.46	1.74	2.00	2.10	1.56

数据来源：Wind 上海证券研究所

附表

附表1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	247.08	1,237.42	1,269.50	1,370.03
应收和预付款项				
存货	142.39	174.55	275.43	346.46
其他流动资产	19.83	29.71	42.82	58.09
流动资产合计	409.99	1,442.37	1,588.43	1,775.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2.51	3.08	3.57	4.00
无形资产和开发支出	0.14	0.07	0.00	0.00
其他非流动资产	10.49	14.29	17.84	21.14
非流动资产合计	423.13	1,459.80	1,609.85	1,800.40
资产总计	423.13	1,459.80	1,609.85	1,800.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项				
长期借款	39.87	57.69	84.99	113.47
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	39.87	57.69	84.99	113.47
股本	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	220.44	1,130.44	1,130.44	1,130.44
留存收益	102.82	191.67	314.42	476.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	383.26	1,402.11	1,524.85	1,686.92
负债和股东权益总计	423.13	1,459.80	1,609.85	1,800.41

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流				
投资活动现金流	5.48	51.68	13.20	80.32
融资活动现金流	69.24	(6.00)	(6.00)	(6.00)
净现金流	75.46	990.34	32.08	100.53

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	203.55	295.77	419.45	579.54
营业成本	77.87	119.10	174.34	242.55
营业税金及附加	2.32	3.37	4.78	6.60
营业费用	18.25	23.66	29.36	35.93
管理费用	18.45	85.77	121.64	168.07
财务费用	(8.05)	(14.66)	(24.88)	(26.21)
资产减值损失	5.74	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	68.22	93.53	129.21	170.60
营业外收支净额	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	68.22	93.53	129.21	170.60
所得税	4.33	4.68	6.46	8.53
净利润	63.90	88.85	122.75	162.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	63.90	88.85	122.75	162.07
财务比率分析				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	46.46%	45.31%	41.81%	38.17%
EBIT 增长率	62.95%	74.52%	32.27%	38.40%
净利润增长率	57.07%	39.05%	38.15%	32.04%
毛利率	61.74%	59.73%	58.44%	58.15%
EBIT/总收入	62.95%	74.52%	32.27%	38.40%
净利润率	31.39%	30.04%	38.15%	32.04%
资产负债率	9.64%	3.98%	5.31%	6.34%
流动比率	10.04	24.84	18.58	15.56
净资产收益率 (ROE)	13.09%	6.34%	8.05%	9.61%
总资产周转率	0.49	0.20	0.26	0.32
应收账款周转率	1.46	1.78	1.57	1.75

分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。