

朗新科技 (300682.SZ) 聚焦产业互联网，运营服务高增长

2020 年 11 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）
应璘（联系人）

chenbaojian@kysec.cn

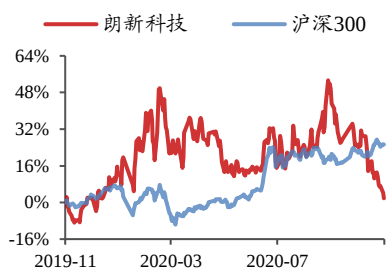
yingying@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790120100007

日期	2020/11/17
当前股价(元)	14.96
一年最高最低(元)	35.90/14.80
总市值(亿元)	152.78
流通市值(亿元)	103.80
总股本(亿股)	10.21
流通股本(亿股)	6.94
近 3 个月换手率(%)	89.51

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内领先的公共事业服务商，技术领先客户优质盈利能力稳定

朗新科技以 B2B2C 作为战略核心，基于技术、客户优势打造行业业务中台，持续为 B 端赋能。一方面，公司作为电网信息化领域龙头，将持续受益于电燃领域用户侧信息化改革；另一方面，公司收购易视腾邦道科技深度参与智慧家庭、公共服务业务运营，分别绑定中国移动和支付宝，盈利模式清晰，业绩确定性强。我们预测公司 2020-2022 年的净利润分别为 6.69、8.51、10.72 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 23X、18X、14X，较行业可比公司估值均值低，给予“买入”评级。

● 以 B2B2C 作为战略核心，基于中台搭建持续发力公共事业信息化

1) 在智慧能源领域，随着国网和南网积极响应国家电力体制改革要求进行数字化转型，电力信息化总收入到 2024 年将达到 712 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率达 18.2%，而公司作为电力信息化龙头有望持续获得订单，率先受益；2) 在公共服务领域，邦道科技深度绑定支付宝业态，与支付宝直连的生活缴费平台市占率第一，占据国内线上生活缴费的 40% 市场份额，并不断构建数字生活服务新的场景，具备全面的“互联网+服务”和“互联网+运营”的能力，业务增长的可持续性和确定性强；3) 在智慧家庭领域，易视腾科技围绕新电视产业链，与未来电视、中国移动深度合作。公司收入主要来源于运营服务和智能终端，业务增量稳定且确定性高，盈利模式明确，未来向增值服务发力有望持续增加公司收入。

● 未来：本地生活应用场景不断延伸，拓宽场景化支付+数字化营销市场

公司基于水电燃缴费建立起的场景化支付和数字化营销业务具有较强复制和延展性，伴随支付宝本地生活战略和数字化支付的持续推广，我们看好公司未来在停车、充电、加油、社区等多生活场景中，提升支付、数字化营销、数字化应用等业务的覆盖范围，成为全渠道的数字化营销服务提供商。

风险提示：下游信息化改造不及预期、行业竞争加剧、创新业务开展存在不确定性

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,015	2,968	3,263	4,023	4,937
YOY(%)	29.7	192.3	9.9	23.3	22.7
归母净利润(百万元)	134	1,020	669	851	1,072
YOY(%)	-3.9	663.1	-34.4	27.2	26.0
毛利率(%)	49.8	44.5	48.9	49.7	50.5
净利率(%)	13.2	34.4	20.5	21.2	21.7
ROE(%)	4.2	22.8	13.2	14.5	15.6
EPS(摊薄/元)	0.13	1.00	0.65	0.83	1.05
P/E(倍)	114.3	15.0	22.8	18.0	14.2
P/B(倍)	9.1	3.3	2.9	2.5	2.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、公司概况：公共事业服务商，收购重组实现业务多样化.....	4
1.1、公司基本介绍：收购易视腾和邦道科技，打造“产业互联网应用引擎”.....	4
1.2、公司经营情况：运营服务占比持续提升，毛利稳步提升.....	6
1.3、股权激励和商誉：股权激励助力公司扩张，邦道科技商誉减值风险低.....	8
2、以 B2B2C 作为战略核心，基于中台搭建实现能力复用.....	8
2.1、智慧能源业务：能源信息化空间增量，深耕传统发力新业态未来可期.....	9
2.2、公共服务业务：深度绑定支付宝业态，服务平台定位清晰.....	10
2.3、智慧家庭业务：三方合作紧密稳固，毛利提升未来增长确定性高.....	13
2.4、整体战略：平台思维打造产业互联网引擎，创造价值分成形成多角色商业运营.....	16
3、未来：本地生活应用场景不断延伸，拓宽场景化支付+数字化营销市场.....	16
3.1、支付宝战略升级到“数字生活开放平台”.....	16
3.2、电燃营销侧改革持续推进，公司主营业务拓展性强.....	17
4、盈利预测与投资建议.....	19
4.1、核心假设.....	19
4.2、盈利预测与投资建议.....	19
5、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1：公司 2010 起业务拓展加速.....	4
图 2：公司主营业务涵盖软件服务、运营服务和智能终端.....	5
图 3：公司股权结构明晰.....	5
图 4：公司营业收入波动增长.....	6
图 5：归母净利润受并购影响波动较大.....	6
图 6：运营服务收入占比持续提升.....	7
图 7：公司主营业务毛利率分化.....	7
图 8：2019 年起公共服务领域收入占比逐渐增大.....	7
图 9：2020 年上半年公司毛利率有所提升.....	8
图 10：2020 年上半年公司费用率上涨.....	8
图 11：B2B2C 模式连接企业端和消费端.....	9
图 12：2017-2024 年预计中国电力信息化市场总收入稳定增长.....	10
图 13：公司智慧能源及创新业务覆盖面广.....	10
图 14：邦道科技业务从生活缴费拓展到公共服务各方面.....	11
图 15：邦道科技和蚂蚁集团在移动支付领域深度绑定.....	12
图 16：公司定位公共事业服务平台.....	12
图 17：邦道科技 2019 年利润较承诺业绩完成率达 165.5%.....	13
图 18：易视腾科技发展迅速.....	13
图 19：2017Q4-2019 易视腾科技净利润快速增长.....	14
图 20：2019 年公司增值业务毛利率提升最快.....	14
图 21：易视腾业务主要涵盖运营服务和终端销售.....	14
图 22：2020Q1 易视腾科技收入主要来源于用户服务和终端销售.....	15

图 23: 公司与未来电视、中国移动深度合作	15
图 24: 易视腾 2019 年研发投入增长 90%	15
图 25: 朗新科技打造产业互联网引擎	16
图 26: 支付宝业态不断丰富	17
图 27: 电力营销进入“互联网+电力营销”建设阶段	18
图 28: 十四五规划时期电力营销重点发展方向	18
表 1: 2019 年公司对易视腾和邦道科技收购完成	6
表 2: 公司商誉的减值风险低	8
表 3: 可比公司估值（数据来源于 20201117）	20

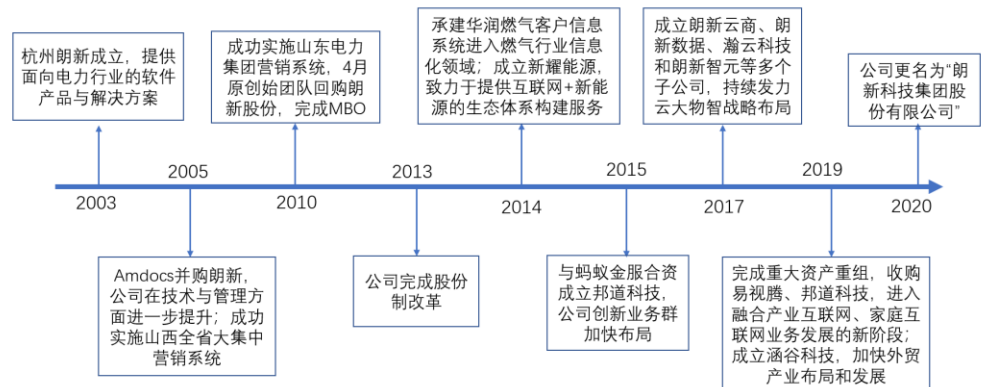
1、公司概况：公共事业服务商，收购重组实现业务多样化

1.1、公司基本介绍：收购易视腾和邦道科技，打造“产业互联网应用引擎”

朗新科技是一家专注于公用事业领域业务信息化系统的技术与服务提供商。公司创立于2003年，总部位于江苏省无锡市，于2017年8月在深圳证券交易所上市。公司注册资本7.25亿元，总资产57.72亿元，净资产48.55亿元，在无锡、北京、杭州等城市设有8大研发中心，分支机构遍布全国31个省区，员工4000多名。公司聚焦产业互联网，采用新一代信息技术打造“产业互联网应用引擎”，以B2B2C的业务模式，服务能源、广电、公共服务、城市服务等领域，助力产业创新与升级，创造并分享新的客户价值，提升客户体验。

公司历史沿革：2003年杭州朗新成立，提供面向电力行业的软件产品与解决方案；2011年公司更名为朗新科技有限公司，致力于成为智能电网和新能源时代领先的技术与服务提供商；2013年完成股份制改革；2015年与蚂蚁金服合资成立邦道科技，创新业务群加快布局；2017年成立朗新数据、瀚云科技等多个子公司，持续发力“云大物智”战略布局；2019年6月完成对易视腾科技、邦道科技的并购重组；2020年2月更名为朗新科技集团股份有限公司。

图1：公司2010起业务拓展加速



资料来源：公司官网、开源证券研究所

主营业务：公司主营业务主要包括三部分：软件服务、运营服务和智能终端。整体来看，公司通过软件服务和智能终端产品帮助客户完成信息化与产业互联网基础服务能力的建设与升级；通过持续的运营服务保障客户服务能力的持续提升，改善最终用户的体验。目前，公司业务已覆盖智慧能源、智慧家庭、公共事业三大领域，并且能够为其提供一体化的信息化产品解决方案。

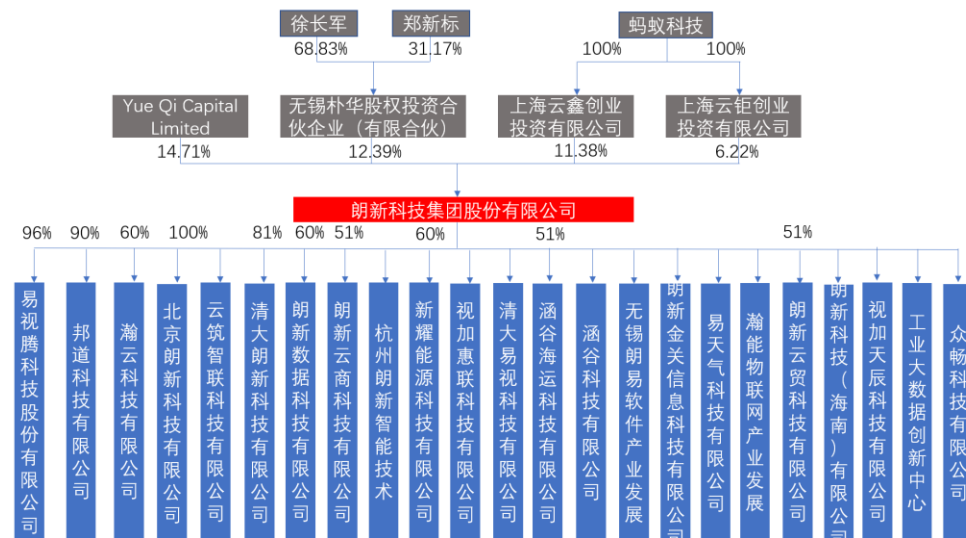
图2: 公司主营业务涵盖软件服务、运营服务和智能终端



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

股权结构和子公司: 截止到 2020 年三季报, 公司前十大股东合计拥有 6.75 亿股, 占总股本 66.16%。公司的战略投资者包括 IDG 和蚂蚁金服等, 其中 IDG (Yue Qi Capital Limited) 持股 14.71%, 蚂蚁金服与公司深度合作, 近年来通过投资创业平台总计持有公司股份 17.6%, 成为公司第二大股东。2019 年, 公司通过收购同一控制下企业易视腾科技和联营企业邦道科技, 深入开拓互联网电视和公共事业网络缴费市场, 将公司业务由原来以软件业务为主拓展为软件业务和运营业务并重的结构, 实现公司 B2B2C 战略的落地。

图3: 公司股权结构明晰



资料来源: Wind、开源证券研究所

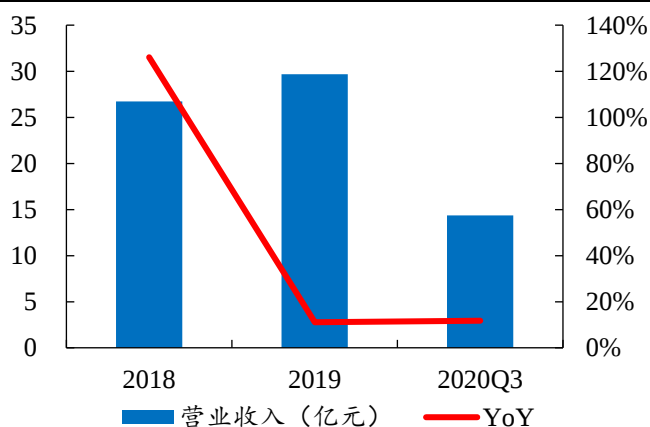
表1: 2019 年公司对易视腾和邦道科技收购完成

时间	事件	相关文件公告
2019.06	公司收购易视腾科技股份有限公司 96% 的股份及邦道科技有限公司 50% 的股权，过户手续及相关工商变更备案登记已完成	《关于发行股份购买资产暨关联交易之标的资产过户完成的公告》（公告编号：2019-068）
2019.03	公司更新了收购事宜，从原来收购易视腾 100% 的股份变为收购 96% 的股份	《关于发行股份购买资产暨关联交易方案调整的公告》（公告编号：2019-020）
2018.12	拟发行股份购买徐长军等 21 名股东所持有的易视腾科技 100% 股权和上海云钜、无锡朴元所持有的邦道科技 50% 股权	《发行股份购买资产暨关联交易预案(修订稿)》
2015.10	公司与蚂蚁金服的全资子公司上海云钜，邦道核心团队无锡朴元共同投资设立邦道科技，专门运营公用事业相关互联网业务，邦道科技股东朗新科技与上海云钜、无锡朴元的股权比例为 4: 4: 2	
2014.06	公司开始扩展公用事业缴费业务，与蚂蚁金服签署了《业务合作协议》，建设基于互联网的公用事业电子账单处理和支付平台	
2013.05	支付宝与公司签署《战略合作协议》，根据协议支付宝和朗新科技就公用事业及物联网应用领域进行合作	
2012.07	朗新科技及子公司北京朗新收购了易视腾科技的视频通信及智能电网输电检测业务相关资产	

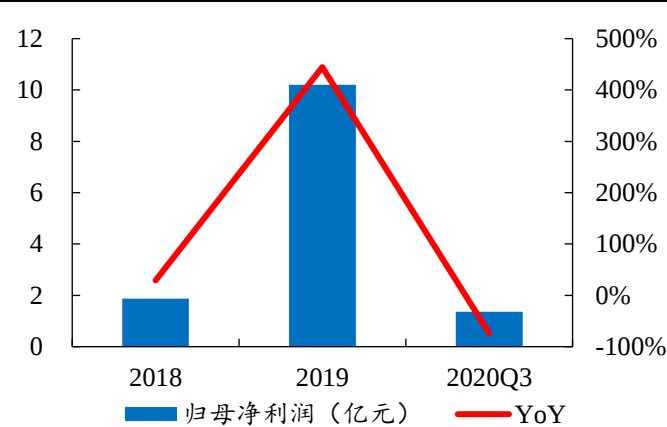
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司经营情况：运营服务占比持续提升，毛利稳步提升

营业收入和净利润：2019 年公司实现营业收入 29.68 亿元，同比增长 11.1%，归母净利润 10.2 亿元，同比增长 444.4%，扣除因重大资产重组收购邦道科技产生的一次性投资收益 4.99 亿元以后，归属于上市公司股东的净利润约为 5.2 亿元，同比增长约 178%。2020 年前三季度，公司实现营业收入 14.35 亿元，同比增长 11.78%；实现归母净利润 1.36 亿元，同比下降 73.69%，下降系 2019 年前三季度公司净利润含因重大资产重组收购产生的一次性投资收益所致。

图4：公司营业收入波动增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

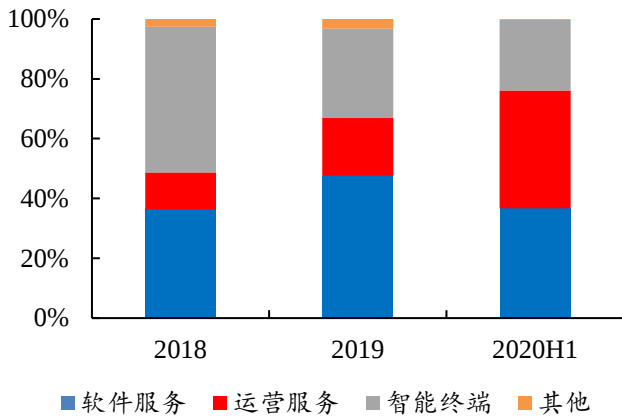
图5：归母净利润受并购影响波动较大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

业务拆分：公司产品主要包括软件服务、运营服务和智能终端研发销售，其中运营服务的收入占比持续提升，主要系公司逐渐发力公共服务和互联网电视所致。分产品毛利率来看，软件服务的毛利率小幅波动，运营服务的毛利率稳步上升，2020 年

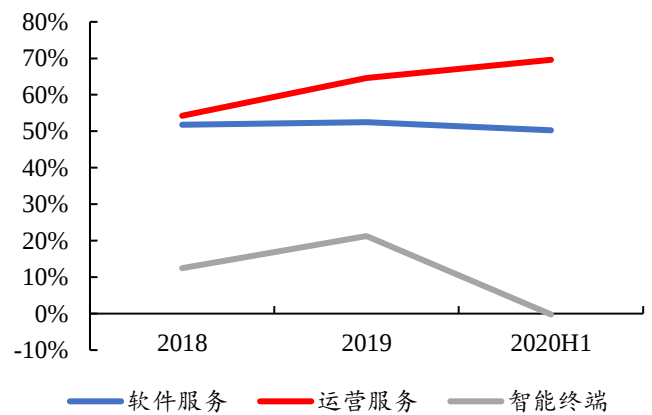
上半年智能终端的毛利率波动较大，主要系疫情期间电信运营商新增互联网电视用户终端安装需求减少且原材料价格上涨所致。

图6: 运营服务收入占比持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

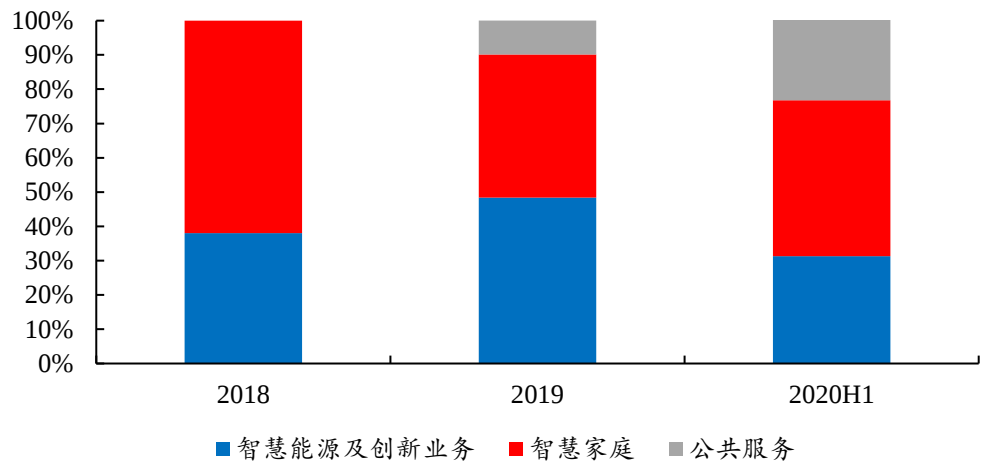
图7: 公司主营业务毛利率分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

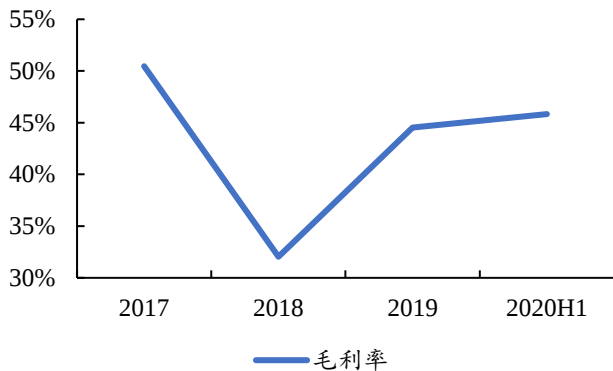
分行业来看，公司业务主要聚焦于智慧能源、智慧家庭、公共事业，其中智慧能源及创新业务相关分部负责电力与燃气业务、工业互联网、城市互联网等业务；智慧家庭相关分部负责互联网电视运营与技术服务、互联网电视智能终端业务；公共服务相关分部负责互联网生活缴费和互联网运营服务。随着公司收购易视腾科技和邦道科技，深入开展互联网电视和公共事业网络缴费市场，智慧家庭和公共服务业务占比大幅提升。

图8: 2019年起公共服务领域收入占比逐渐增大

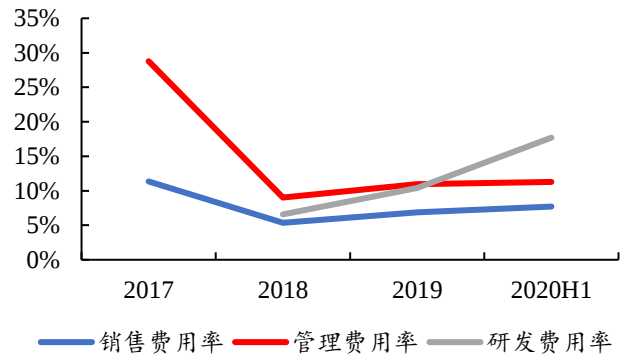


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

毛利率和费率: 2020年上半年公司毛利率较2019年同期大幅上升，主要系软件服务和运营服务比重和产品毛利率都在提升所致。就费用率而言，受公司加大市场业务拓展力度、扩大研究开发和进行股权激励影响，2020年上半年公司期间费用率小幅上涨。

图9：2020 年上半年公司毛利率有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年上半年公司费用率上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权激励和商誉：股权激励助力公司扩张，邦道科技商誉减值风险低

2020 年 7 月，公司公布 2020 年度限制性股票激励计划，提出向 700 余人的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术/业务人员共授予 2819 万份限制性股票（其中第一类 65 万股授予副董事长和财务总监，第二类 2,754 万股授予中层管理人员、核心技术和业务人员），以激发管理团队的积极性，提高经营效率，降低代理成本，促进公司业绩扩张。

2019 年公司收购邦道科技产生商誉 11.14 亿元，占年末公司总商誉的 96.03%，对公司影响重大。根据收购时邦道科技承诺完成的净利润，2019-2021 年邦道科技预计实现净利润不低于 1.25、1.55 和 2 亿元，其中 2019 年公司实际实现净利润 2.07 亿元，较承诺业绩完成率达 165.5%，并且随着公司逐步扩大自身在公共事业缴费等数字生活服务领域的开拓，预计公司的营业收入具有可实现性，商誉减值风险低。

表2：公司商誉的减值风险低

	2018	2019	2020	2021
朗新科技总商誉（亿元）	0.31	11.6		
收购邦道科技实现商誉（亿元）		11.14		
收购邦道科技实现商誉占比		96.03%		
邦道科技承诺完成净利润（亿元）		1.25	1.55	2
邦道科技实际完成净利润（亿元）		2.07		
实际业绩完成率=实际业绩/承诺业绩		165.5%		

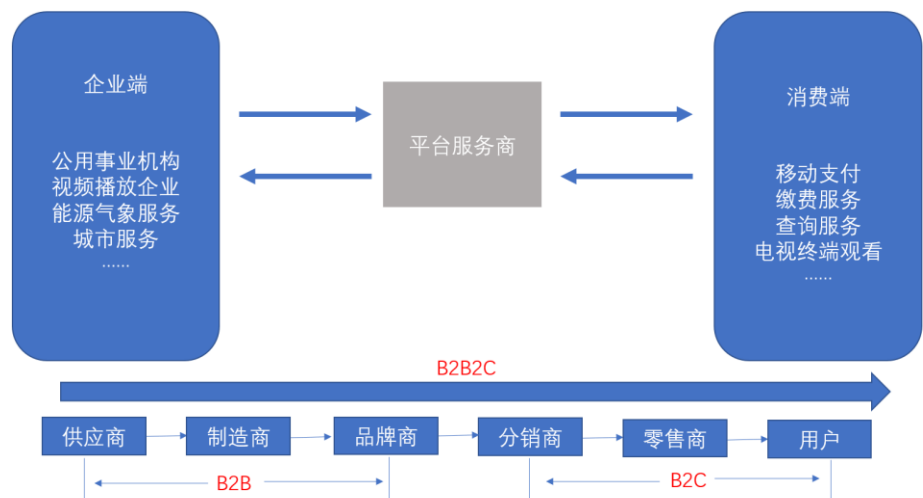
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、以 B2B2C 作为战略核心，基于中台搭建实现能力复用

B2B2C 概念最早出现在电子商务领域，后逐渐演变为代运营的代名词，它指的是一种新的网络通信销售方式，是英文"business to business to Customer"的简称。第一个 B 指广义的卖方(即成品、半成品、材料提供商等)，第二个 B 指交易平台，即卖方与买方的联系平台，同时提供优质的附加服务，C 即指买方，B2B2C 即通过统一的经营管理对商品和服务、消费者终端同时进行整合，同时面向 B 端和 C 端，作为广大供应商和消费者之间的桥梁，为供应商和消费者提供优质的服务，一方面赋能机构，另一方面服务好最终用户，分享客户价值。

B2B2C 是产业互联网的引擎和核心落地方式。产业互联网本质是通过数字化改造为企业降本增效，实现产品的多层次营销，而 B2B2C 通过行业信息化给 B 端赋能，服务 C 端，是产业互联网的理想落地方式。与 2B 或者 2C 相比，这种模式将全产业链联系在一起，实现伙伴式的协作关系，为多方赋能。在挖掘和实现 B 端信息化之后，服务 C 端，将传统的对手型交易关系转变为互利的合作关系，不依赖于客户 CAPEX 和 OPEX 开支，而是通过创造价值分成，形成多角色商业运营，提高业绩，提升客户体验，实现业务的可持续增长。2019 年，我国产业互联网整体交易规模达 48 万亿元，中商产业研究院预测，2021 年我国产业互联网交易规模将达 60 万亿元，给 B2B2C 模式服务商提供持续市场增量。

图 11: B2B2C 模式连接企业端和消费端



资料来源：公司公告、开源证券研究所

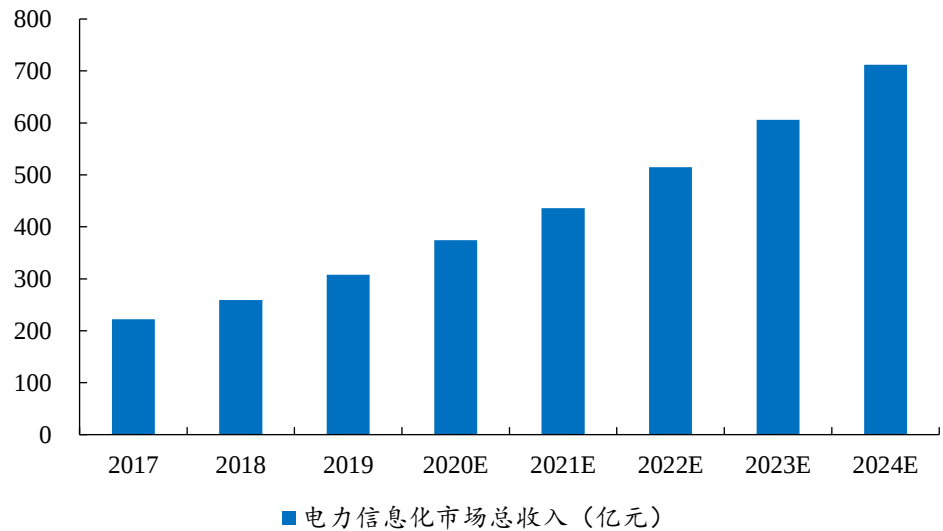
2.1、智慧能源业务：能源信息化空间增量，深耕传统发力新业态未来可期

能源信息化能够降本增效，成为当前能源体系建设的重点。中国经济正处于转变经济发展方式、优化经济产业结构、转换增长动能的关键时期，中国互联网产业的发展重点正在由消费互联网转向产业互联网。能源信息化正逐渐应用于能源的生产、传输和消费各环节中，成为当前能源体系建构的主要抓手。能源信息化以能源生产监测环节中基础性数据采集和对信息通信类技术的应用为主，其目的在于解决能源能耗过高、生产成本居高不下、耗能设备多等问题，降低生产成本。

从存量上来看，国网公司和南网公司积极响应国家电力体制改革的要求进行数字化转型，实现对内降本增效，对外拓展创新，给电力信息化网络构建带来稳定的存量改造需求；**从增量上看，**国网公司在能源数据中心、企业云基础设施建设、数据中台和业务中台、工业物联网、人工智能和区块链、5G 应用、充电桩等领域部署的多个重大建设任务和燃气、综合能源、新基建领域数字化的拓展都给整个行业带来了巨量的增量需求。

电力信息化总收入到 2024 年将达到 712 亿元。根据中商产业研究院的数据，中国电力信息化市场的总收入由 2014 年的 141 亿元增至 2019 年的 308 亿元，年复合增长率为 16.9%，预计于 2024 年将进一步增至 712 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率为 18.2%，市场空间较大。

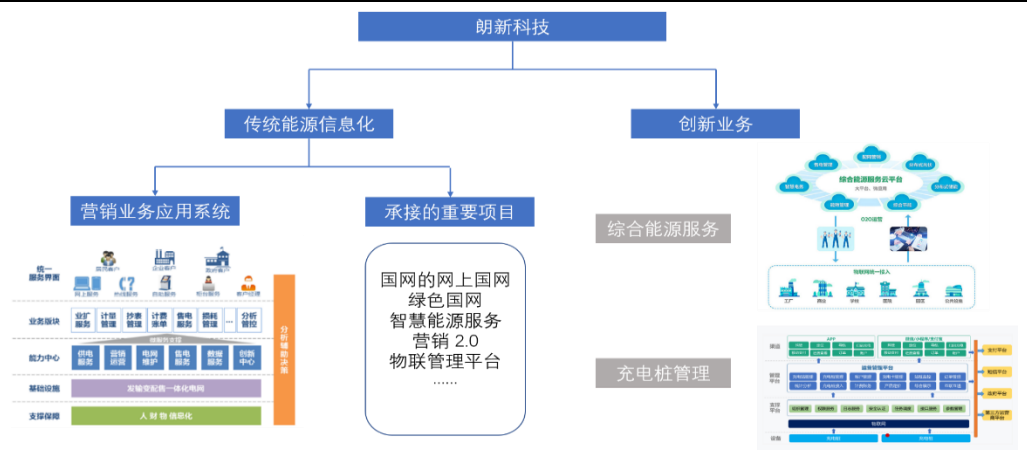
图12: 2017-2024 年预计中国电力信息化市场总收入稳定增长



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

朗新科技是最早进入电力、燃气等能源行业信息化领域的企业之一，在能源领域长期耕耘，利用全面的系统布局能力，为能源行业提供包括咨询规划、业务规范、软件开发、系统建设、运维支撑、互联网运营在内的全面的技术服务，为其更好地融入产业互联网提供助力。在电力和燃气领域，公司是电力信息化领域业务覆盖最广的企业，为包括国家电网、南方电网在内的大型能源企业客户提供营销类核心业务系统及解决方案，公司服务的电力客户覆盖全国 22 个省/自治区/直辖市，服务超过 2.4 亿电力终端用户，通过优质服务和业务共创增强了公司在市场上的竞争力和客户粘性，2020 年一季度，公司电网业务中标及新签合同总金额相比 2019 年同期增加了 46.9%，在国网的网上国网、绿色国网、智慧能源服务、营销 2.0、物联管理平台等重大项目中都获得了良好的项目机会和市场份额，发展态势良好；在新能源业务领域，公司与电力能源等客户已经形成了稳固的合作关系，并且在综合能源、电动汽车充电桩运营、市场化售电等典型业务上形成了一系列成熟落地的解决方案和信息化平台支撑，有望在政策和市场的协同推进下，实现加速增长。

图13: 公司智慧能源及创新业务覆盖面广



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

2.2、公共服务业务：深度绑定支付宝业态，服务平台定位清晰

邦道科技创立于 2015 年，为朗新科技子公司，蚂蚁金服生态企业。公司是一家专注于公共事业实现互联网+的科技企业，以 B2B2C 为主要模式，聚焦公共服务行业的移动支付与互联网营销整体解决方案，一方面连接 B 端电力、燃气、水务和广电等公司客户，另一方面在 C 端为居民提供线上缴费、订单推送等服务，实现企业和居民的互通相连。公司业务从水电燃生活缴费延伸到公共服务机构互联网运营、公共出行、智慧停车等领域，具备全面的“互联网+服务”和“互联网+运营”的能力，是公共服务行业互联网服务和运营的领跑者。

在移动支付和生活缴费领域，公司与支付宝深度协同的公共事业缴费云平台累计用户数超过 3 亿户，日活跃用户数超过 1,000 万户，连接的公共服务机构超过 4000 家，保持着市场领先地位，与支付宝直连的生活缴费平台市占率第一，占据国内线上生活缴费的 40% 市场份额。公司通过对接支付宝 C 端用户和第三方公共服务机构，实现公共服务缴费的线上支付，并在运营过程中根据交易流量按比例收取的服务费来盈利（支付宝收取服务费后，与邦道科技进行分成）；**在互联网运营方面**，公司为上百家水电燃等公共事业机构提供全方位互联网产品和运营服务，助力公共事业机构实现互联网化转型，重塑业务流程和服务体验，提升企业数字化经营管理能力，2019 年实现收入超过 1 亿元，成为公共服务行业互联网运营的创新者与领跑者；**同时公司积极开展相关业务服务**，社区服务、智慧停车、新能源汽车充电领域的平台和运营服务方案已在全国各地持续落地中。

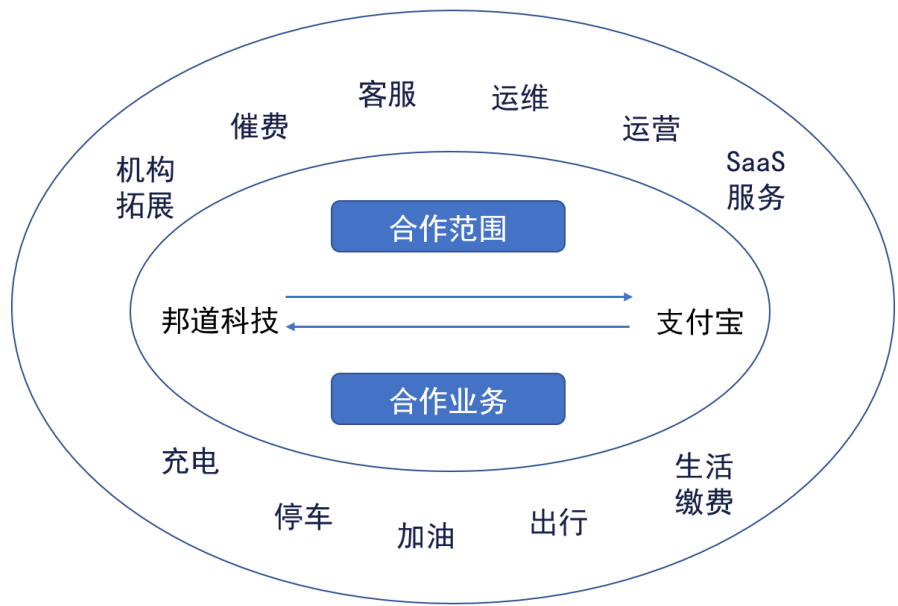
图14：邦道科技业务从生活缴费拓展到公共服务各方面



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司 B 端优势显著，与蚂蚁集团深度绑定。公司 B2B2C 的业务模式，核心优势在于 2B、2C 双轮驱动，和蚂蚁集团的战略协同性强。蚂蚁集团希望提升平台上的用户活跃度，所以要丰富 B 端场景。公司则是基于服务 B 端的优势，帮助 B 端构建互联网连接和运营的能力，实现降本增效，同时可以帮助蚂蚁构建更多场景，连接并激活更多的 C 端用户。在此基础上，**公司与蚂蚁集团深度绑定，能够借力蚂蚁集团，实现业绩的加速增长。**目前，朗新科技与蚂蚁集团在数字生活方面，除了公共事业以外，还在车主服务（停车、充电等）、城市服务、社区服务等多个领域开展合作，业务机会广阔。

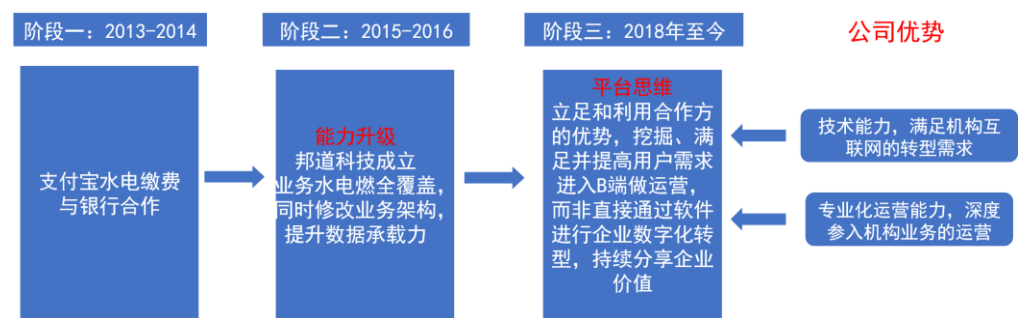
图15: 邦道科技和蚂蚁集团在移动支付领域深度绑定



资料来源：公司公告、开源证券研究所

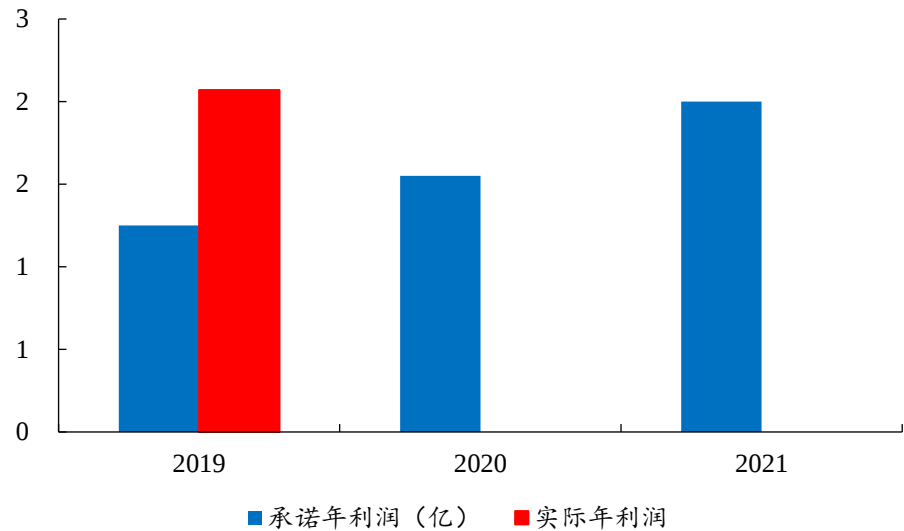
公司定位明确，优势清晰，通过互联网共建实现价值最大化。早期支付宝利用自身在 C 端的巨大优势开展水电费缴纳服务时主要是与银行合作，但业务的扩大化发展和服务的复杂化使得其转向与 ISV（独立软件开发商）进行合作，试图在打通 B 端和 C 端的同时发挥各自优势。于是，在 2015 年，蚂蚁集团和电力信息化领域的领先者朗新科技共同出资成立了邦道科技，并创造性的决定公司业务水电燃全覆盖，同时修改业务架构，提升数据承载力；2018 年之后，随着业务的逐渐成熟和承载机构、客户的逐渐扩展，邦道科技重新定位于公共事业服务平台，打通用户服务，延展用户需求，利用共建模式和平台思维，将合作方核心能力（例如支付能力）往产品化方向发展，为用户增长做助力，并帮助 B 端做运营，解决 B 端解决不了的一部分数据化的问题，持续分享客户价值。

图16: 公司定位公共事业服务平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

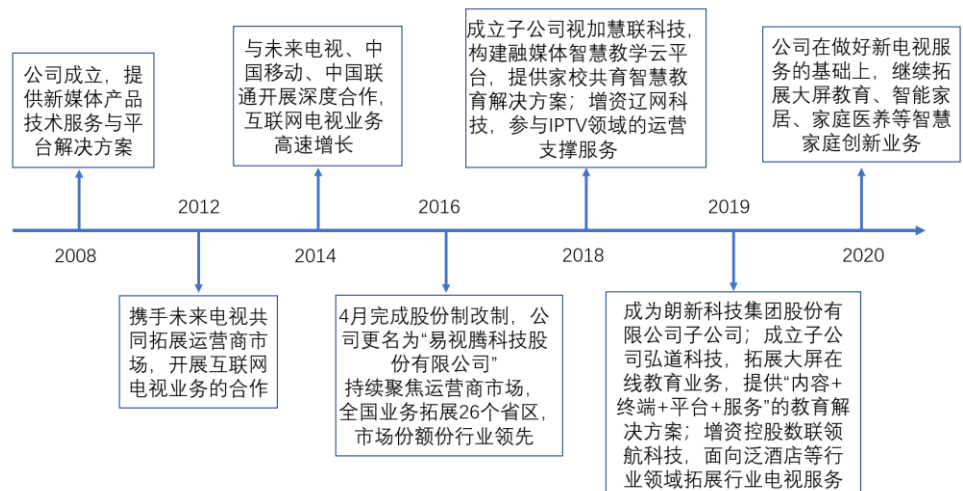
基于公司技术优势和深度绑定蚂蚁金服生态平台，公司的业务增长的可持续性和确定性强，2019-2021 年承诺年利润分别不低于 12,500 万元、15,500 万元和 20,000 万元，2019 年公司实现利润 2.07 亿，较承诺业绩完成率达 165.5%，收入增速在 70% 以上，公司成长性高。

图17：邦道科技 2019 年利润较承诺业绩完成率达 165.5%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、智慧家庭业务：三方合作紧密稳固，毛利提升未来增长确定性高

易视腾科技成立于 2008 年，是最早进入互联网电视（OTT）领域的技术服务提供商之一，2014 年与未来电视、中国移动开展深度合作，专注于以互联网电视为主的核心技术的研发及产品与服务的推广。公司紧密围绕互联网电视产业链，在 OTT 平台系统的总体依托下，以 OTT 智能终端为硬件入口，向用户提供丰富的各类增值业务。截至 2019 年底，易视腾服务的互联网电视在线用户数超过 5000 万，日活用户数超过 2,000 万户，在中国移动运营商互联网电视业务领域的市场份额约 40%，保持着市场领先优势。目前公司在做好互联网电视基础服务的基础上，正在影视内容、智能家居、在线教育、家庭医养等领域面向家庭用户开展增值服务，提高平台用户的增值变现能力。

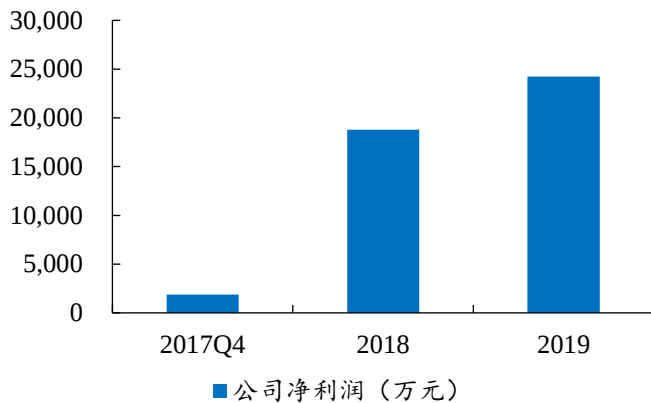
图18：易视腾科技发展迅速


资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司主营业务收入主要来源于运营服务和智能终端，毛利主要来自于运营服务，

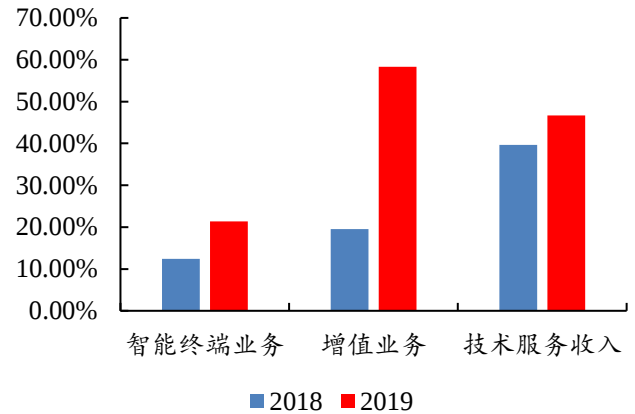
未来发展增量稳定且确定性高，盈利模式明确。

图19: 2017Q4-2019 易视腾科技净利润快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 2019 年公司增值业务毛利率提升最快

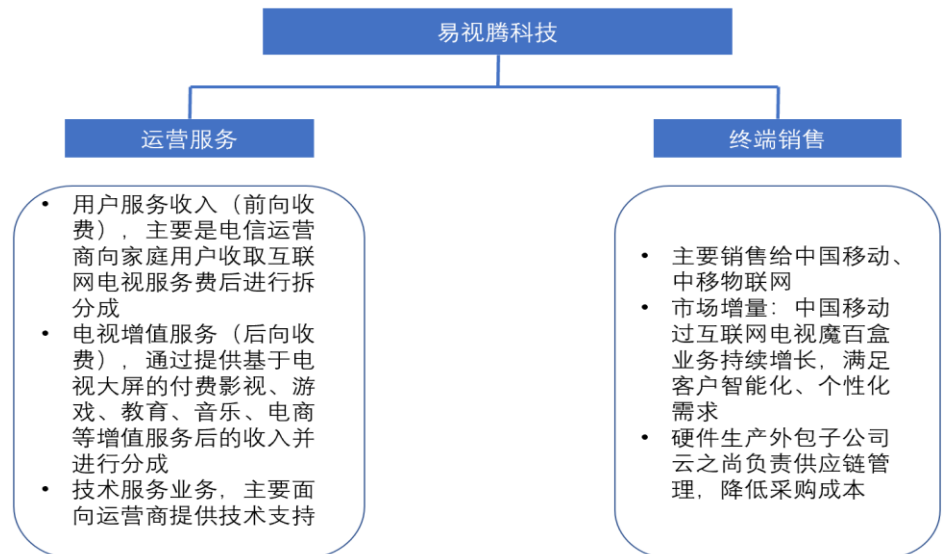


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

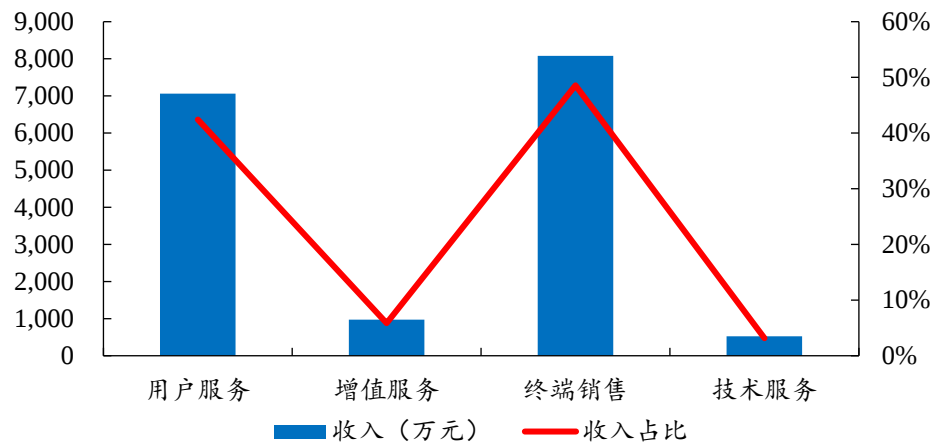
就运营服务而言, 公司的运营服务收入主要包括基础服务收入和增值服务收入, 都是根据业务获得分成收入。在用户基础服务收入方面, 公司基于与运营商、牌照方的合作, 根据中国移动互联网电视的月活用户情况, 在运营商收取宽带费用后进行分成。在增值服务收入方面, 公司通过自身在互联网增值服务上的后向收费分成获得收入。由于前期推进业务形成了较大的用户基数, 易视腾科技在此基础上不断挖掘付费视频、大屏教育、健康医养、游戏娱乐等增值业务场景与服务价值, 预计后续该类收入将实现稳步增长。

就智能终端而言, 终端产品为易视腾的平台运营业务完成最初的用户沉淀, 随着平台业务的发展和终端市场生态的完善, 目前公司互联网电视业务运营支撑的 5000 多万在网用户大部分使用的是第三方终端产品。终端产品对集团整体毛利的贡献较低, 但公司未来将保持在智能终端领域的投入, 满足用户个性化、智能化的需求。

图21: 易视腾业务主要涵盖运营服务和终端销售



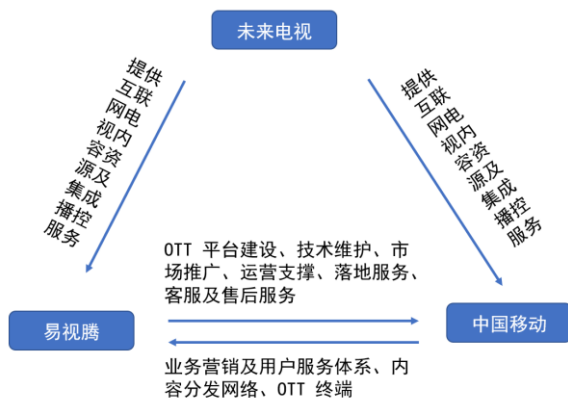
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图22：2020Q1 易视腾科技收入主要来源于用户服务和终端销售


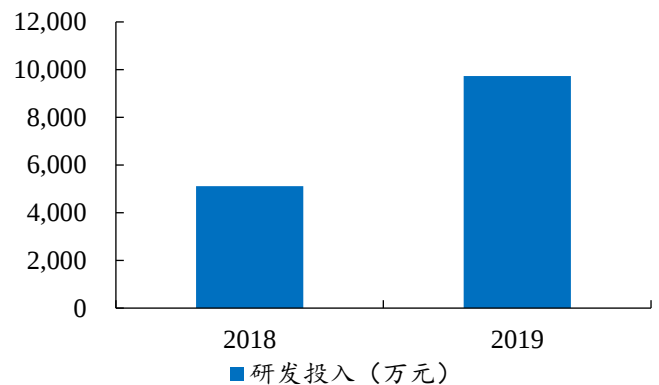
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司与运营商、牌照方的合作紧密稳固，三方相互依存。自 2012 年起，易视腾科技、未来电视及中国移动就建立起了合作关系，并延续至今。在合作中采用“OTT 牌照方+电信运营商+技术服务商+地方广电企业”的合作方式，其中未来电视提供互联网电视内容资源及集成播控服务，中国移动提供业务营销、内容分发网络、OTT 终端，公司作为技术服务提供商负责互联网电视平台建设、系统维护、运营支撑等保障家庭用户的正常收视，保障业务规范、高效的运营和良好的用户体验。三方各司其职，深度合作，基于各自优势深度互补，实现业务服务链条的紧密连接。

技术实力雄厚，未来向增值服务发力持续增加公司收入。在提供基础服务的同时，公司进一步发力增值服务，不断拓展付费视频、大屏教育、健康医养、游戏娱乐等增值业务场景与服务价值，并在这一过程中基于自身的技术实力深化与运营商的合作关系，提升内部价值链上各环节的专业能力，创造新的客户价值。公司的技术优势在于大屏推荐引擎，即将大屏内容和客户画像对接，更好的服务客户需求，能够在基础服务向增值服务的转化过程中发挥更大的作用。基于这一战略，公司研发投入不断增加，2019 年研发投入增长 90%。

图23：公司与未来电视、中国移动深度合作


资料来源：公司公告、开源证券研究所

图24：易视腾 2019 年研发投入增长 90%


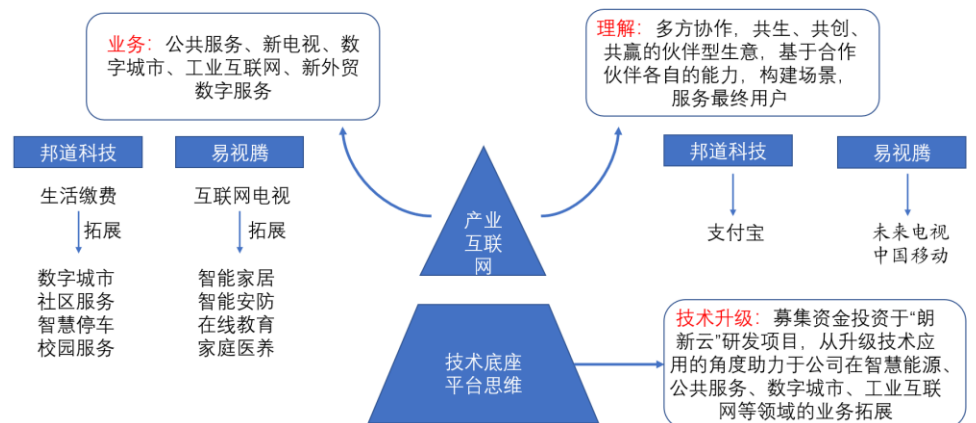
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、整体战略：平台思维打造产业互联网引擎，创造价值分成形成多角色商业运营

公司依托技术底座和中台能力，利用 B2B2C 模式，加快发展在公共服务、智慧家庭、城市互联网等领域的以运营服务为主的新型产业互联网业务。公司对于产业互联网的理解是：多方协作，共生、共创、共赢的伙伴型生意，基于合作伙伴各自的能力，构建场景，服务最终用户。基于这一理解，公司从软件服务企业转变为平台思维指导下的技术与服务提供商，纵向布局、横向成型，从生活缴费扩展到数字城市、社区服务、智慧停车、新能源充电，从互联网电视延伸到影视内容、智能家居、在线教育、家庭医养等，不再依赖客户的 CAPEX 和 OPEX 开支，而是通过建立服务平台持续提升客户价值。

2020 年 5 月，公司发行可转债募集资金投资于“朗新云”研发项目，以升级技术更好地服务于“产业互联网”战略。朗新云研发项目通过加快推进公司云计算技术储备，将全面服务于公司产业互联网业务的发展战略，从升级技术应用的角度助力于公司在智慧能源、公共服务、数字城市、工业互联网等领域的业务拓展，从而对公司主营业务发展提供强有力支持，强化公司核心竞争力，提高公司可持续发展能力。

图25：朗新科技打造产业互联网引擎



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、未来：本地生活应用场景不断延伸，拓宽场景化支付+数字化营销市场

3.1、支付宝战略升级到“数字生活开放平台”

邦道科技作为支付宝 ISV，将支付宝支付接口进行进一步开发、拓展、升级，为消费者提供多方面服务，例如数字化精准营销、预付费支付等，且由于业务具有较强复制性，不同的生活场景可持续被扩张。

从生活缴费拓展到停车、充电、社区服务等，邦道科技与支付宝合作延伸至更多公共服务领域。公司早已在生活缴费领域和支付宝达成深度合作，经过多年耕耘，拥有成熟的核心技术团队和经验丰富的管理团队，并积极进行技术复用，将业务从生活缴费 ISV 拓展到停车 ISV。目前，公司的停车管理平台已在 Top50 的物业集团

中接入 13 家物业集团，覆盖停车场 5000 个。停车业务拓展表明公司在拥有成熟的公共事业解决方案和与支付宝融合合作的基础上，能够快速响应市场需求，利用已有的成熟技术和管理运营，与支付宝进行多市场合作，不断提高公司价值。

图26: 支付宝业态不断丰富



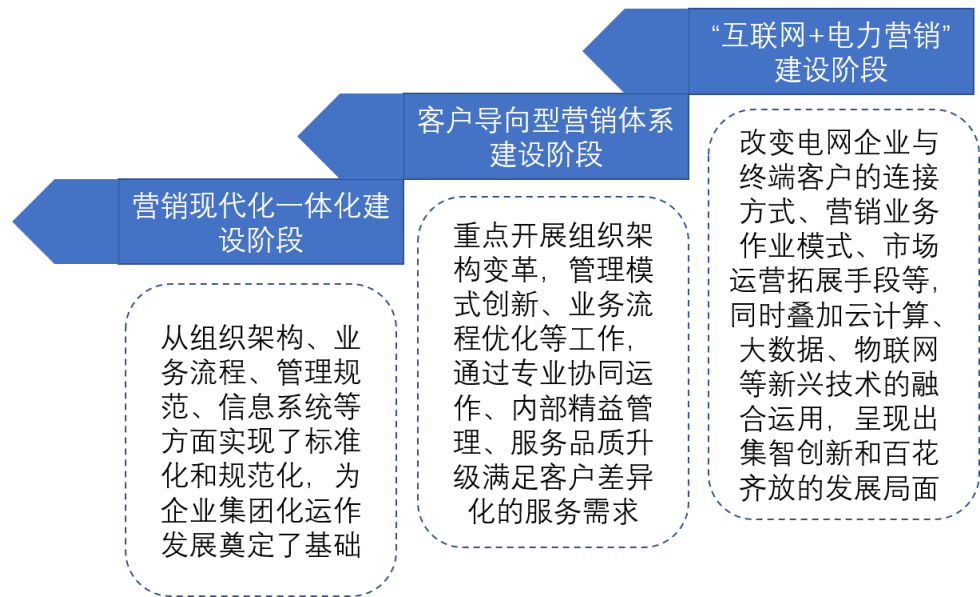
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

充电、加油站等新场景也在布局，叠加互联网运营服务提升业务天花板，加速成为全渠道的营销服务商。邦道科技在加油、充电等场景化支付领域也有布局，一方面通过不断扩大场景化支付涉及的领域来增多平台交易量，另一方面通过互联网数字化营销与数字化应用来提升收入空间。邦道未来有望利用在“水燃领域”成功的数字化营销经验和营销应用设计积累，在多领域完成从品牌到渠道再到业务的深入运营，成为全渠道的互联网营销服务商。

3.2、电燃营销侧改革持续推进，公司主营业务拓展性强

十四五规划下国网和南网都提出了售电营销侧改革新路径。在我国电力体制改革的持续推进下，“厂网分离”驱动电网企业的主要利润来源从发电侧转向售电侧，而新一轮“管住中间，放开两头”的电力体制改革再次冲击电网企业的盈利模式，营销的重要性逐渐增强。十一五以来，我国电力营销主要经历了三个阶段：营销现代化一体化建设阶段、客户导向型营销体系建设阶段和“互联网+”电力营销建设阶段，分别在市场、客户和技术的影响下实现营销体系改革。目前，在售电侧持续市场化的大趋势下，南方电网 2019 年提出定位“五者”（新发展理念实践者、国家战略贯彻者、能源革命推动者、电力市场建设者、国企改革先行者），转型“三商”（智能电网运营商、能源产业价值链整合商、能源生态系统服务商），国家电网 2020 年也提出“建设具有中国特色国际领先的能源互联网企业”的新战略，在这一系列的战略实施下，营销体系也要相应的进行改革，数字化转型升级和综合能源服务成为两大电力公司的主要的发展方向。

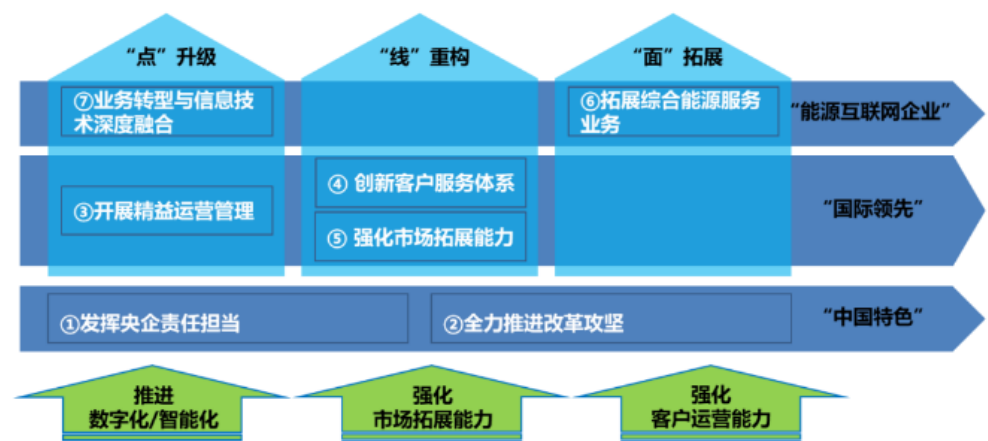
图27: 电力营销进入“互联网+电力营销”建设阶段



资料来源：朗新研究院、开源证券研究所

在两大电力企业提出十四五规划，强调市场改革的背景下，预计电力营销一方面仍将延续“互联网+”电力营销的发展态势，向数字化和智能化演进，另一方面需要更加重视市场拓展能力和客户运营能力，创新客户服务体系，提升客户满意度和利润贡献度，强化市场拓展能力，支撑增供扩销和开辟新业态。总体来看，业务相对稳定，做法持续优化，转型、升级、创新将是当前乃至未来一个时期内电力营销发展的主旋律。

图28: 十四五规划时期电力营销重点发展方向



资料来源：朗新研究院

公司在电力营销领域具有丰富经验，并且与主要客户合作已久，未来有望持续受益于国网南网的营销侧改革，实现业绩的平稳增长。公司业务主要集中在电网消费侧，合同来源主要是客户部和营销部，在用户和营销侧市场占据主要市场份额。随着电网公司在用户侧开展更多工作，将电网收费往多样化业务方向发展，同时通过新基建进行信息化改革，公司将继续发展电、燃等营销侧的业务拓展，利用中台能力支撑产品快速研发与交付，降低客户成本的同时提高盈利能力，持续深耕主营业务，

促进公司稳定发展。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 公司在电燃信息化领域持续推进，凭借客户和技术优势持续获得合同订单；与支付宝深化合作，邦道科技生活缴费业务稳定发展、停车充电业务持续释放增量；易视腾科技用户服务和增值业务运营带来持续增长。我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 9.9%、23.3%和 22.7%。

核心假设 2: 一方面，公司凭借规模优势，各业务毛利率稳步上涨，另一方面，公司业务结构持续优化，运营服务占比增大，整体毛利率稳步增长。

核心假设 3: 公司业务持续扩张，费用管控能力增强，期间费用率保持稳定。

4.2、盈利预测与投资建议

公司以 B2B2C 作为战略核心，基于技术、客户优势打造行业业务中台，持续为 B 端赋能。一方面，公司作为电网信息化领域龙头，将持续受益于电燃领域用户侧信息化改革；另一方面，公司收购易视腾邦道科技深度参与智慧家庭、公共服务业务，分别绑定中国移动和支付宝，盈利模式清晰，业绩确定性强。

鉴于公司当前业务收入来源差异较大，没有完全可比公司，因此采用简单的整体对比缺乏严谨性，我们认为采用分部估值和分部对标的方法更为合理。公司的业务包括软件服务、运营服务和智能终端研发销售，其中：

1) 软件服务: 主要涉及电燃系统 IT 建设，为客户提供电燃营销信息化改革，因此我们选用医疗 IT 服务商创业慧康、卫宁健康、思创医惠、久远银海作为可比公司，其行业平均 PE 为 34 倍，考虑当前电力改革阶段、公司技术优势和业务增速，给予公司 35 倍 PE 的板块估值，预计 2021 年软件服务板块贡献净利润为 4.74 亿元。

2) 运营服务: 主要包括公共服务缴费和智慧家庭用户服务，我们选取微盟集团、中国有赞和值得买等运营服务类公司作为可比公司，并以 PS 进行估值，行业平均 PS 估值 8 倍，鉴于公司业务在支付宝体系的定位和运营服务多以家庭为单位，给予公司 5 倍 PS 的板块估值；

3) 智能终端销售: 主要指的是 OTT 终端销售，我们选取业务较纯的创维数字作为可比公司，其 2021 年 PE 为 12 倍，鉴于公司终端业务较创维数字小，规模效应有限，给予公司该板块 10 倍 PE 估值。

综上，我们预测公司 2020-2022 年的净利润分别为 6.69、8.51、10.72 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23X、18X、14X，较行业可比公司估值均值低，给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值 (数据来源于 20201117)

业务类型	证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
软件服务	300451.SZ	创业慧康	161.14	3.7	5.08	6.53	43.6	31.4	24.6			
	300253.SZ	卫宁健康	354.86	5.1	6.84	9.41	69.3	52.0	37.8			
	300078.SZ	思创医惠	89.98	2.16	3.28	4.5	41.8	27.5	20			
	002777.SZ	久远银海	70.37	1.93	2.62	3.41	36.7	26.7	20.6			
运营服务	2013.HK	微盟集团	25.48B	-2.07	1.03	2.64				11.3	7.7	5.8
	8083.HK	中国有赞	30.7B	-4	-2.89	-1				15.7	9.9	6.7
	300785.SZ	值得买	84.69	1.65	2.05	2.44				9.6	7.3	5.7
行业平均										12.2	8.3	6.1
智能终端销售	000810.SZ	创维数字	94.11	5.87	7.6	9.24	16.0	12.4	10.2			
	300682.SZ	朗新科技	152.78	6.69	8.51	10.72	22.8	18.0	14.2			

资料来源: 贝格数据、开源证券研究所 (思创医惠、微盟集团、中国有赞、创维数字来源 Wind 一致预测)

5、风险提示

- 1) 下游信息化改造进度不及预期的风险。**下半年疫情仍然存在不确定性, 可能会对电燃信息化招标带来不确定性
- 2) 行业竞争加剧的风险。**随着国内信息化改革的推进, 考虑到越来越多的公司进入到公共事业领域, 行业竞争态势可能加剧。
- 3) 创新业务开展存在不确定性的风险。**公司不断开展新业务和新业态, 技术的研发和产品服务的推进可能存在市场不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3669	4368	4970	6147	7154
现金	1303	1854	2558	2513	3395
应收票据及应收账款	1531	1998	1881	2901	2968
其他应收款	52	130	70	177	126
预付账款	27	52	35	72	59
存货	389	307	399	457	578
其他流动资产	367	28	28	28	28
非流动资产	478	1557	1597	1652	1711
长期投资	189	109	164	225	290
固定资产	37	46	42	45	48
无形资产	17	73	68	64	60
其他非流动资产	235	1328	1323	1318	1313
资产总计	4148	5926	6567	7799	8864
流动负债	1385	1149	1150	1540	1545
短期借款	280	5	5	77	5
应付票据及应付账款	442	451	454	642	683
其他流动负债	663	693	691	821	856
非流动负债	83	36	36	36	36
长期借款	58	0	0	0	0
其他非流动负债	25	36	36	36	36
负债合计	1468	1185	1186	1576	1581
少数股东权益	1001	102	141	190	253
股本	429	680	1021	1021	1021
资本公积	859	2523	2183	2183	2183
留存收益	614	1600	2223	2989	3954
归属母公司股东权益	1678	4639	5241	6032	7031
负债和股东权益	4148	5926	6567	7799	8864

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3	560	689	-151	909
净利润	112	1080	708	901	1135
折旧摊销	10	28	32	38	46
财务费用	-5	-47	-30	-24	-38
投资损失	-58	-534	-135	-161	-186
营运资金变动	-128	-88	114	-904	-47
其他经营现金流	72	121	-0	-0	-1
投资活动现金流	-54	383	63	69	82
资本支出	24	100	-14	-7	-5
长期投资	-38	304	-54	-60	-64
其他投资现金流	-67	787	-5	2	12
筹资活动现金流	191	-393	-48	-35	-36
短期借款	280	-275	0	0	0
长期借款	58	-58	0	0	0
普通股增加	12	251	341	0	0
资本公积增加	407	1664	-340	0	0
其他筹资现金流	-567	-1975	-49	-35	-36
现金净增加额	140	550	704	-117	955

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1015	2968	3263	4023	4937
营业成本	510	1646	1668	2022	2446
营业税金及附加	6	16	19	23	28
营业费用	123	204	261	322	395
管理费用	198	325	375	451	553
研发费用	124	309	392	483	592
财务费用	-5	-47	-30	-24	-38
资产减值损失	17	-2	0	0	0
其他收益	25	102	32	38	46
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	58	534	135	161	186
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	126	1134	744	946	1193
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	125	1135	744	947	1193
所得税	13	55	36	46	58
净利润	112	1080	708	901	1135
少数股东损益	-22	60	39	50	63
归母净利润	134	1020	669	851	1072
EBITDA	117	1108	710	911	1152
EPS(元)	0.13	1.00	0.65	0.83	1.05

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	192.3	9.9	23.3	22.7
营业利润(%)	-15.5	803.8	-34.4	27.1	26.1
归属于母公司净利润(%)	-3.9	663.1	-34.4	27.2	26.0
获利能力					
毛利率(%)	49.8	44.5	48.9	49.7	50.5
净利率(%)	13.2	34.4	20.5	21.2	21.7
ROE(%)	4.2	22.8	13.2	14.5	15.6
ROIC(%)	4.5	21.9	12.2	13.5	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	35.4	20.0	18.1	20.2	17.8
净负债比率(%)	-31.6	-38.2	-47.0	-38.7	-46.2
流动比率	2.6	3.8	4.3	4.0	4.6
速动比率	2.1	3.5	3.9	3.6	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	0.9	1.7	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	1.9	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	1.00	0.65	0.83	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.55	0.67	-0.15	0.89
每股净资产(最新摊薄)	1.64	4.54	5.13	5.91	6.88
估值比率					
P/E	114.3	15.0	22.8	18.0	14.2
P/B	9.1	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	131.8	12.2	18.1	14.3	10.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

21 / 23

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn