

初灵信息 (300250.SZ)

5G 接入助力流量增长，边缘计算驱动万物互联

首次覆盖给予“买入”评级。初灵信息是国内 5G 接入全产业链布局者。在万物互联时代，边缘计算能力和生态建设成为市场竞争焦点，公司深入布局固移智能连接 (5G+Fixed) + 数据处理 (DPI) + AI 三大边缘计算核心能力，助力企业数智化改造。公司深耕大数据产业链，已采集超过 30 个省级运营商的流量数据，DPI 技术得到运营商认可，具备龙头优势；随着 5G 行业和企业数智化应用推进，垂直行业边缘应用型 DPI (安全、物联网类) 将迎来蓬勃发展。同时，公司商誉减值风险得到释放，客户结构不断优化，新业务持续拓展，叠加股权激励的推进，业绩有望开启加速增长。

本文核心回答三个问题：

网络可视化与物联网未来空间如何？ 在“宽带中国”战略及移动互联网快速发展带动下，网络可视化市场规模增长迅速。2020 年末，我国网民规模达到 9.89 亿，互联网普及率达 70.4%，根据《2020 年中国网络可视化市场分析报告》，网络可视化行业规模预计增长至接近 300 亿元。同时，新技术的快速发展带动网络可视化产业的边界不断拓宽，物联网的扩张也有力支撑社会数字化转型。未来三到五年，网络可视化产业将迎来黄金发展期。

公司大数据接入和应用业务整体情况如何？ 公司持续布局大数据生态链，已形成大数据接入、运营商大数据应用、视频大数据应用、商业智能大数据应用四大业务板块。业务方面，公司探索从单向服务向边缘计算生态改造转型。客户方面，公司在广电转型背景下持续优化客户结构，聚焦运营商市场，多个中标项目为业务发展提供有力支撑，并积极开拓政企与大中型企业市场。产品方面，公司持续聚焦构建“5G 固移智能连接+数据处理+AI 三大边缘计算能力，并持续开发企业微信的 SaaS 微加应用，未来发展值得期待。

公司未来整体潜力如何？ 截至 2020 年底，公司商誉减值基本已计提完毕，商誉风险得到释放。同时，为促进经营目标的实现，公司通过回购股份实施股权激励计划，在 2019 年净利润 0.47 亿元的基础上，未来三年净利润的目标增长率分别为 70%，150%，250%。公司商誉减值，回购，股权激励三管齐下，有望开启加速增长。行业环境方面，5G 普及带来流量迅猛增长，带动 DPI 需求高速扩张，公司业务将会打开新的成长空间。

投资建议： 我们预计公司 2021-2023 年营收 5.8/8.5/12.3 亿元，净利润 0.78/1.22/1.66 亿元，对应 EPS 0.36/0.56/0.76 元，2021 年对应 PE 31x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 公司业务拓展不及预期，疫情影响超预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	486	408	580	846	1,226
增长率 yoy (%)	15.7	-16.1	42.2	45.9	44.9
归母净利润 (百万元)	47	-369	78	122	166
增长率 yoy (%)	-115.5	-882.5	-121.2	56.7	35.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.21	-1.68	0.36	0.56	0.76
净资产收益率 (%)	4.5	-52.3	9.9	13.6	15.6
P/E (倍)	51.0	-6.5	30.7	19.6	14.4
P/B (倍)	2.3	3.4	3.1	2.7	2.3

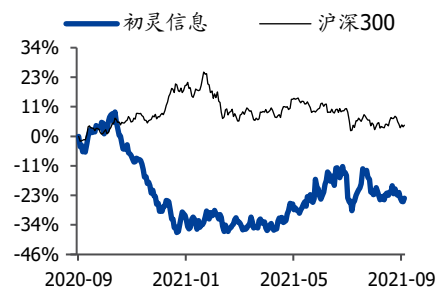
资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2021 年 9 月 23 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	计算机应用
9月23日收盘价(元)	10.92
总市值(百万元)	2,402.29
总股本(百万股)	219.99
其中自由流通股(%)	72.43
30日日均成交量(百万股)	3.81

股价走势



作者

分析师宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiagi@gszq.com

研究助理邵帅

邮箱：shaoshuai@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	590	626	723	906	1383
现金	286	295	163	238	345
应收票据及应收账款	194	138	334	354	643
其他应收款	11	9	20	22	38
预付账款	9	11	17	24	36
存货	67	88	104	182	236
其他流动资产	23	85	85	85	85
非流动资产	610	334	399	479	578
长期投资	21	71	121	171	221
固定资产	14	43	48	63	89
无形资产	55	14	5	-9	-25
其他非流动资产	520	206	225	254	293
资产总计	1199	961	1122	1385	1961
流动负债	167	252	336	489	903
短期借款	10	0	73	104	453
应付票据及应付账款	46	111	84	207	219
其他流动负债	111	141	180	178	232
非流动负债	1	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	3	3	3	3
负债合计	168	256	339	492	906
少数股东权益	2	2	1	0	-1
股本	220	220	220	220	220
资本公积	814	819	819	819	819
留存收益	37	-336	-270	-153	4
归属母公司股东权益	1029	703	781	892	1056
负债和股东权益	1199	961	1122	1385	1961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	50	73	-134	148	-111
净利润	47	-369	77	121	165
折旧摊销	4	26	9	11	17
财务费用	-6	-7	1	6	16
投资损失	-3	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-35	88	-217	13	-305
其他经营现金流	44	339	0	0	0
投资活动现金流	-40	-120	-69	-87	-112
资本支出	62	23	15	30	49
长期投资	-7	-34	-50	-50	-50
其他投资现金流	15	-131	-105	-108	-113
筹资活动现金流	-19	32	-1	-17	-19
短期借款	-10	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-10	0	0	0	0
资本公积增加	-204	5	0	0	0
其他筹资现金流	205	37	-1	-17	-19
现金净增加额	-9	-15	-204	44	-242

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	486	408	580	846	1226
营业成本	258	234	290	432	632
营业税金及附加	4	4	6	9	13
营业费用	57	71	64	85	135
管理费用	59	57	75	101	123
研发费用	78	109	81	101	147
财务费用	-6	-7	1	6	16
资产减值损失	-1	-320	0	0	0
其他收益	22	17	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	4	4	4	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	49	-360	87	136	184
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	48	-360	87	136	184
所得税	2	9	9	14	19
净利润	47	-369	77	121	165
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	47	-369	78	122	166
EBITDA	44	-343	91	146	209
EPS (元/股)	0.21	-1.68	0.36	0.56	0.76

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	15.7	-16.1	42.2	45.9	44.9
营业利润 (%)	109.8	-842.2	124.0	56.7	35.8
归属母公司净利润 (%)	-115.5	-882.5	-121.2	56.7	35.8
获利能力					
毛利率 (%)	46.9	42.5	49.9	48.9	48.4
净利率 (%)	9.7	-90.4	13.5	14.5	13.6
ROE (%)	4.5	-52.3	9.9	13.6	15.6
ROIC (%)	3.7	-53.5	8.6	12.1	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	14.0	26.6	30.3	35.5	46.2
净负债比率 (%)	-26.8	-41.4	-11.2	-14.7	10.5
流动比率	3.5	2.5	2.1	1.9	1.5
速动比率	3.0	2.0	1.7	1.4	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	4.3	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	-1.68	0.36	0.56	0.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.33	-0.61	0.67	-0.51
每股净资产 (最新摊薄)	4.68	3.19	3.55	4.06	4.80
估值比率					
P/E	51.0	-6.5	30.7	19.6	14.4
P/B	2.3	3.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	47.9	-6.0	24.8	15.0	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 9 月 23 日收盘价

内容目录

1. 投资要点.....	4
2. 由 DPI 迈向边缘计算生态，公司战略布局清晰	5
2.1 布局大数据产业链，四大业务板块协同发展	5
2.2 疫情与广电市场双重压力，业绩有所波动	7
3. 万物互联浪潮下，DPI 行业迎来黄金发展期	9
3.1 DPI 是网络可视化链条的数据处理环节	9
3.2 互联网与新基建带动网络可视化规模迅速扩张	11
3.3 5G 与物联网协同发展，社会数字化转型加快	11
4. 经营情况持续向好，公司未来发展空间广阔	12
4.1 商誉减值，回购，股权激励三管齐下，公司加速出发	12
4.2 从广电转向电信，各项业务重回正轨	13
4.3 万物互联时代，海量设备助推全量与应用型 DPI 需求	14
4.4 多点开花，新业务未来值得期待	14
4.5 企业微信的 SaaS 化，参股的物联网平台妙连	14
5. 盈利预测与投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司主要业务.....	5
图表 2: 子公司业务.....	5
图表 3: 大数据连接产品	6
图表 4: 初灵信息 DPI 产品.....	6
图表 5: 视达科 MSP 流媒体服务平台	7
图表 6: 微加+企业微信	7
图表 7: 2016-2020 年公司营业收入	8
图表 8: 2016-2020 年公司归母净利润	8
图表 9: 2018-2020 年子公司营业收入 (万元)	8
图表 10: 2016-2020 年公司毛利率	9
图表 11: 2016-2020 年公司净利率	9
图表 12: 2018-2020 年公司 SG&A	9
图表 13: 网络可视化系统结构示意图	10
图表 14: 网络可视化上下游	10
图表 15: 2015-2020 年中国网民规模及互联网普及率	11
图表 16: 物联网层级架构	12
图表 17: 2015-2025 全球物联网连接设备数量及增速	12
图表 18: 公司股权激励计划中净利润目标值	13
图表 19: 视达科中标中国电信集采项目	13
图表 20: 2015-2020 中国移动互联网流量接入情况	14
图表 21: "微加"用户情况	15
图表 22: "微加"应用模块	15
图表 23: 盈利预测	16
图表 24: 可比公司估值	17

1. 投资要点

我们区别于市场的观点：

1. 市场对网络可视化的发展空间认识不足。市场认为，网络可视化与大数据采集投入成本高，企业规模较小，限制发展建设。且市场对网络可视化的关注目前集中在汇聚分流设备，而后端的 DPI 认知度较低。我们认为，网络可视化在未来 3-5 年将处于黄金发展期，电信运营商、政府、企事业单位等领域客户的高度重视带来的市场需求的增加将降低企业规模带来的限制。在“宽带中国”战略及移动互联网快速发展带动下，根据《2020 年中国网络可视化市场分析报告》，网络可视化行业规模迅速扩张，预计 2020 年增长至接近 300 亿元。同时，随着云计算、物联网、人工智能、大数据等创新应用的发展，网络可视化产业的边际亦将不断拓宽。DPI 是网络可视化链条的数据处理环节，作用十分关键，投资建设需求与流量直接相关，在 5G 行业应用及企业数智化应用的落地，流量增长，全流量 DPI 及垂直行业应用 DPI 的增长逻辑都非常明确。

2. 市场对公司的发展潜力认识不足。市场只看到了初灵信息 2020 年的业绩下滑，考虑业务受到广电市场下行的影响。我们认为，伴随着疫情的好转以及公司客户结构的优化，公司未来业务发展将转为上升趋势。截至 2020 年底，公司商誉减值基本已计提完毕，有望开启加速增长。同时，为应对广电市场需求不足带来的压力，公司转向聚焦运营商市场，并积极布局 5G、智能产品等新兴领域，带领业务回归正轨。此外，5G 普及推动流量高速增长，随企业数值化的推进，基于企业（行业）大流量，大连接，低延时等应用场景的边缘计算应用也将逐步落地，由此带来的 5G 固移智能连接及边缘智能应用也将打开新的增长空间。公司的股权激励计划充分展示了对未来发展的信心，在 2019 年净利润 0.47 亿元的基础上，未来三年净利润的目标增长率分别为 70%，150%，250%。2021 年上半年，公司实现营业收入 1.94 元，比上年同期增长 36%，向市场展现出了强劲的发展潜力。

关键假设：

（1）网络可视化市场稳健扩张，DPI 需求量提升。“宽带中国”战略及移动互联网快速发展带动网络可视化规模迅速扩张。同时 5G 普及带来流量迅猛增长，5G 行业应用的落地，作为投资建设与流量和应用可视化直接相关的 DPI 需求将迎来高速增长。

（2）商誉减值计提完毕，新兴业务发展顺利。截至 2020 年，公司剩余商誉账面值很小，商誉减值已基本计提完毕。在 5G、智能应用等新业务领域的业务发展已初见成效，企业微信的 SaaS 微加应用不断完善。

后续业绩催化因素：

- 1) 网络基础设施建设规模不断扩大，科技创新继续扩宽网络可视化产业的边际。
- 2) 公司在运营商市场产品竞争力增强，公司进一步实现降本增效与促活增收。
- 3) 公司政企及大中型企业数智化进程中提供边缘计算生态服务能力的增强，拓展市场。

投资意见：我们预计公司 2021-2023 年营收 5.8/8.5/12.3 亿元，净利润 0.78/1.22/1.66 亿元，对应 EPS 0.36/0.56/0.76 元，2021 年对应 PE 31x，公司商誉减值，回购，股权激励三管齐下，有望开启加速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

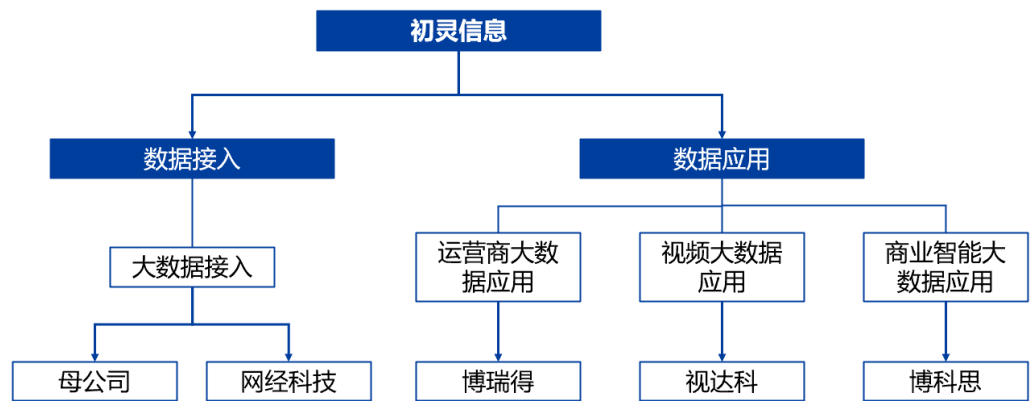
风险提示：公司业务拓展不及预期，疫情影响超预期。

2. 由 DPI 迈向边缘计算生态，公司战略布局清晰

2.1 布局大数据产业链，四大业务板块协同发展

公司持续布局“数据接入+数据挖掘+数据服务+数据变现”的大数据生态链。公司是专注于大数据接入设备的研发设计、制造和营销服务的国家高科技企业。自 2011 年上市以来，公司通过内沿式发展及外延式扩张积极布局大数据产业链，先后并购博瑞得、视达科、博科思、网经科技，围绕数据接入、数据挖掘分析、数据服务、数据应用进行融合发展。目前，公司已形成大数据接入、运营商大数据应用、视频大数据应用、商业智能大数据应用四大业务板块，为广电、运营商、银行及电力等行业客户提供产品、解决方案与技术服务。

图表 1: 公司主要业务



资料来源：公司年度报告，国盛证券研究所

四大业务板块分由不同子公司主营。重要子公司有博瑞得、视达科、博科思及网经科技，公司后续将聚焦 5G 行业及企业（行业）数智化应用的市场，优化内部资源，集成“云边端”协同的边缘计算生态，自主创新构建“智能连接、数据处理、智能应用”三大边缘计算能力。

图表 2: 子公司业务

子公司	主要业务	服务对象
网经科技	大数据接入：5G 前传、中小企业专线接入、大客户专线接入、家宽接入、语音接入	运营商
博瑞得	运营商大数据应用：大数据采集类（DPI）产品、大数据存储与计算的平台类产品、大数据运营支撑类分析应用及业务支撑类增值应用软件等产品	运营商
视达科	视频大数据应用：互动媒体平台业务支撑系统软件（BO）、媒体服务平台软件（MSP）及应用客户端软件的设计、开发、部署和技术服务	广电、新媒体、电信运营商
博科思	商业智能大数据应用：精确营销服务、SaaS 服务	运营商、企业

资料来源：公司年度报告，国盛证券研究所

数据接入及边缘智能连接能力构建主要由母公司及子公司网经科技承担，为运营商提供大中小型企业数据接入的产品系列方案。业务模式主要通过招投标形式参与广电、通信等运营商的公开招标，后续通过签订框架协议或具体合同订单提供产品和服务。主要产品包括 5G 前传、中小企业专线接入、大客户专线接入、家宽接入、语音接入等，是行业内数据连接技术和产品齐全的厂家之一。

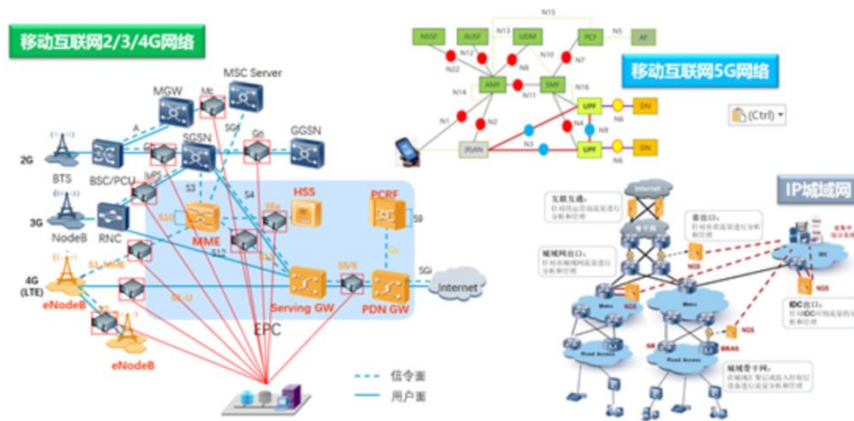
图表 3: 大数据连接产品



资料来源: 初灵信息官网, 国盛证券研究所

运营商大数据应用及边缘数据处理能力主要由子公司博瑞得承担, 主要面向国内通信运营商客户。具体业务流程为, 根据运营商对项目提出的技术规范、技术要求以及报价, 对产品进行设计、制作、采购, 将初步研发的产品送至运营商的技术部门进行产品测试, 同时将商务标书送至运营商的采购部参与竞标。博瑞得当前主要面向运营商 3G/4G/5G 无线网络, 聚焦于运营商建设、维护、市场、客服、信息化等多个部门提供大数据采集类 (DPI) 产品、大数据存储与计算的平台类产品、大数据运营支撑类分析应用及业务支撑类增值应用软件等产品, 为运营商手机业务的用户感知、网络维护、用户增值等提供技术支撑, 专业开拓运营商的数据运营业务, 深度耕耘运营商数据应用。后续除了运营商行业企业的应用之外, 将拓展政企行业的数据处理和安全业务。

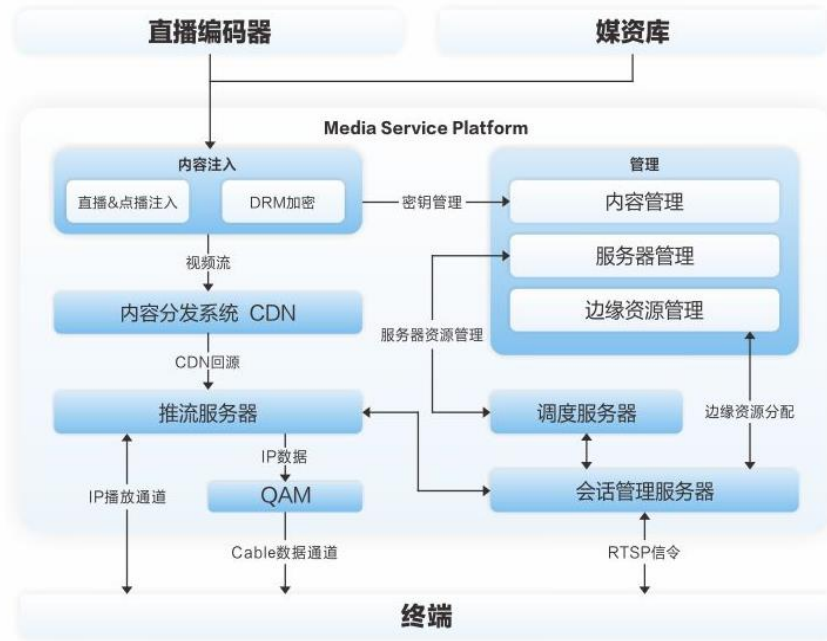
图表 4: 初灵信息 DPI 产品



资料来源: 博瑞得公司官网, 国盛证券研究所

视频大数据应用主要由子公司视达科承担, 为广电、新媒体、电信运营商等企业的互动、IPTV、OTT 等大屏电视, 提供互动媒体平台业务支撑系统软件 (BO)、媒体服务平台软件 (MSP) 及应用客户端软件的设计、开发、部署和技术服务, 致力于为广电、通信等运营商提供完备 OTT、OTT+DVB、OTT+IPTV 系统解决方案及视频智慧运营服务。视达科还结合大数据、人工智能技术, 建立为运营商用户智慧经营整体解决方案, 致力于单视频用户的降本增效, 改变原来单一项目模式, 转变为运营服务模式。同时建设边缘视频 CDN 分发能力, 及视频边缘智能能力, 落地中小企业和商户的视频应用。

图表 5: 视达科 MSP 流媒体服务平台



资料来源: 视达科官网, 国盛证券研究所

商业智能大数据应用主要由子公司博科思承担, 是为 B 端企业通用的大数据应用服务。业务的形成基于大数据人工智能的营销效率智能、人效管理的企业两大商业智能大数据应用。公司基于大数据平台/算法, 通过搭建短信、电话、信息流、微信、微信群为运营商等大客户提供精确营销服务; 同时基于企业微信搭建企业远程办公、在线学习、视频直播、流程设置、线上营销等功能, 提供精准效率智能的 SaaS 服务及为企业提供人效管理的商业智能大数据 SaaS 应用。

图表 6: 微加+企业微信

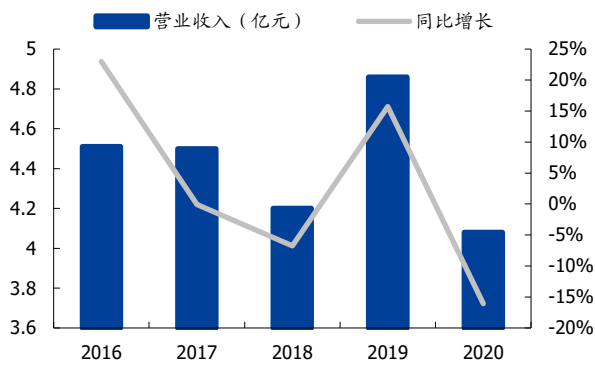


资料来源: 微加官网, 国盛证券研究所

2.2 疫情与广电市场双重压力, 业绩有所波动

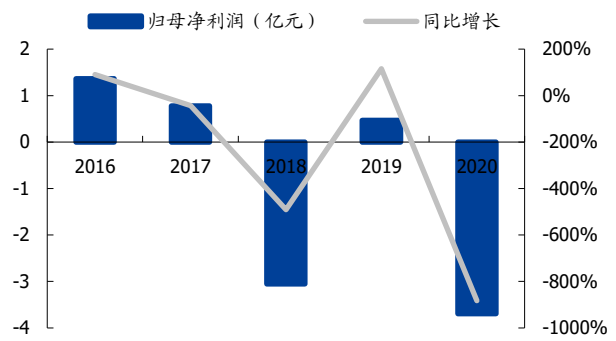
受疫情与行业发展环境影响, 公司业绩有所波动。2020 年, 受新冠疫情和所在行业发展变化等因素影响, 上半年公司及上下游企业开工率不足, 下半年公司各业务板块积极开拓市场, 但订单和项目交付等受到了较大影响; 同时公司在 5G 等产业领域仍保持较高的研发和市场投入, 导致业绩下降。2020 年公司实现营业收入 4.08 亿元, 同比下降 16.07%, 实现净利润-3.69 亿元, 同比下降 882.46%。综合客观因素和未来业务发展判断, 公司对上述子公司所在的资产组计提了商誉减值准备。

图表 7: 2016-2020 年公司营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

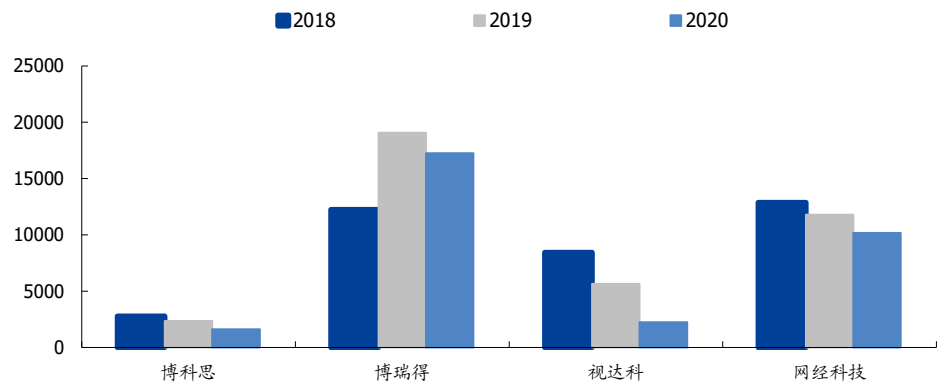
图表 8: 2016-2020 年公司归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从子公司营业收入来看,博瑞得占比最大,网经科技次之。2020年,博瑞得、网经科技、视达科与博科思分别实现营业收入1.72亿元、1.02亿元、0.22亿元、0.16亿元,分别占公司营业收入的42.25%、24.89%,5.51%、3.96%,子公司的营业收入相比2019年均有所下降。其中,受研发投入上升以及5G DPI拓展放缓的影响,网经科技和博瑞得的净利润有所下降;受疫情影响及广电市场下行影响,视达科收入大幅下降,造成业绩亏损;而博科思原有传统电信增值业务收入下降较大,整体收入下降。

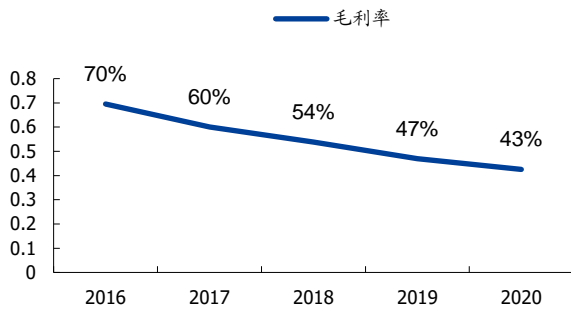
图表 9: 2018-2020 年子公司营业收入 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

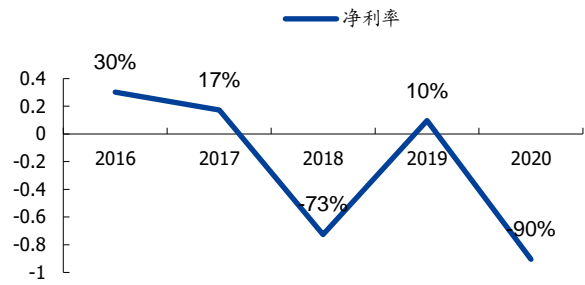
公司利率同样呈波动态势。由于2020年疫情下收入下降及较高的研发投入,公司利润率有下降趋势,但毛利率整体保持较高水平。2018-2020年,公司毛利率分别为53.78%、46.93%、42.53%,净利率分别为-72.55%、9.61%、-90.48%。

图表 10: 2016-2020 年公司毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

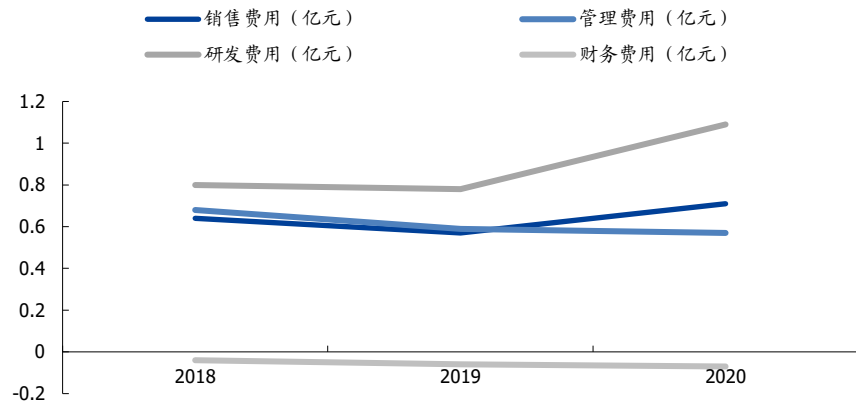
图表 11: 2016-2020 年公司净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

SG&A 方面, 公司销售费用和研发费用增加。2018-2020 年, 公司财务费用较小, 管理费用稳定下降、销售与研发费用明显上升。2020 年, 公司研发投入 1.1 亿元, 占营收比重为 26.81%。研发项目的实施在新产品研制、新技术新工艺研发、改善产品性能、提升产品质量、降本增效等方面取得了较好的效果, 从而管理成本稳定下降。同时, 为应对疫情的影响, 2020 年下半年公司为积极开拓各业务板块, 加大了营销投入。

图表 12: 2018-2020 年公司 SG&A



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 万物互联浪潮下, DPI 行业迎来黄金发展期

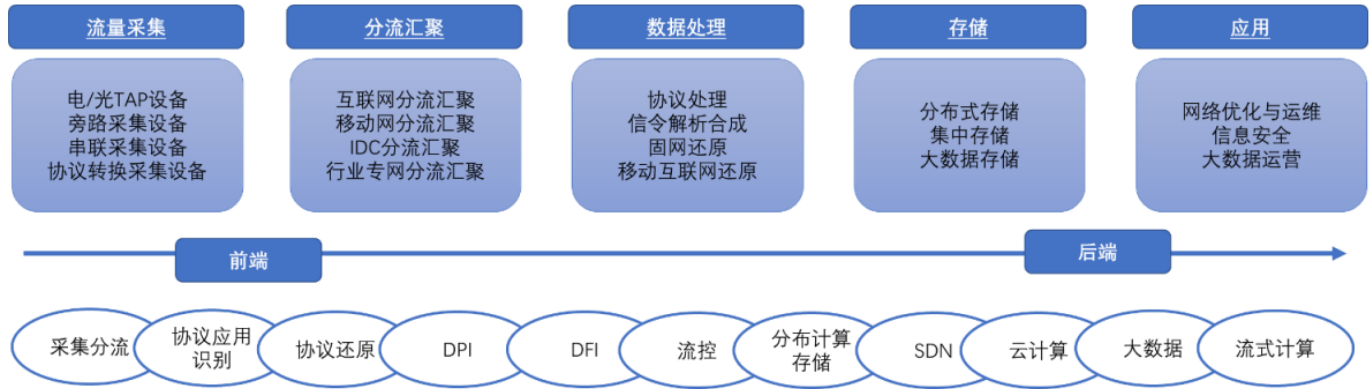
3.1 DPI 是网络可视化链条的数据处理环节

网络可视化系统以网络流量及数据的识别、采集与深度检测为基本手段, 以串接或并接的方式连接网络, 并实时识别互联网流量、采集互联网数据, 据此对网络流量及数据进行有效分析、管控及相关智能化处理, 并将可视化的数据传递给下游客户, 帮助网络的拥有者及管理者更好的分析和管控网络, 实现网络流量及数据的智能化管控、商业智能以及信息安全等一系列目标。网络可视化包括流量采集、分流汇聚、数据处理、存储、应用等环节, 涵盖采集分流、协议识别还原、DPI、DFI、流控、分布式计算存储、SDN、大数据、流式计算等技术环节。

DPI 是网络可视化链条的数据处理环节, 处于网络可视化后端。DPI (Deep Packet

Inspection) 是深度数据包检测技术,可以识别检测应用层数据。DPI 技术是网络可视化的核心基础技术之一,处于网络可视化链条中数据处理环节,连接数据采集和数据应用。DPI 通过特征匹配技术,将数据包在封装过程中所添加的各层头部信息解析并提取,然后与已有规则库中的特征信息进行匹配,从而进行流量的识别。利用 DPI 技术可以识别各种恶意应用及其内容,与第三方应用系统配合,实现网络流量分析、网络优化及安全管控。

图表 13: 网络可视化系统结构示意图

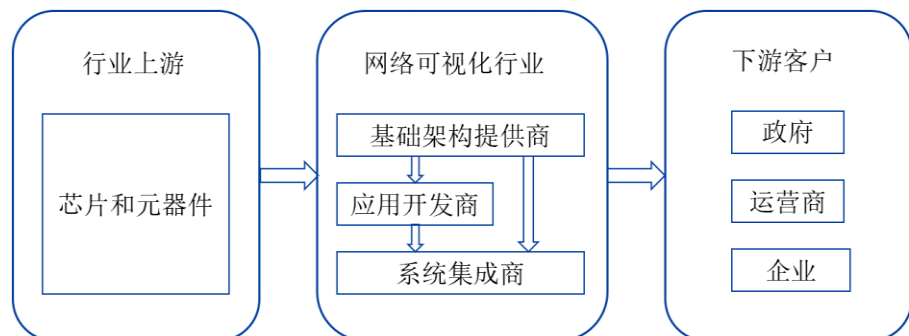


资料来源: 浩瀚深度招股书, 国盛证券研究所

网络可视化市场集中在政府、电信运营商以及企业三大主体。网络可视化的内在需求主要来源于以下三方面: 1) 信息安全与威胁加强, 面向内容的监管势在必行; 2) 互联网流量急剧增长, 运营商“智能管道”及“流量经营”成为必然; 3) 挖掘网络流量的潜在价值, 最大限度发挥大数据经营优势。基于网络可视化的上述三方面内在需求, 目前国内网络可视化产业的市场及用户主要集中在政府、运营商以及企事业单位等三大主体, 政府市场目前是该行业最大的细分市场, 占比超过 50%, 其次为运营商市场, 占比通常约 35%左右, 其余为企事业单位市场。

网络可视化市场高度重视。近年来, 网络可视化行业随着互联网产业的快速发展以及我国“网络强国”战略的实施推进而不断得到电信运营商、政府、企事业单位等领域客户的高度重视。典型的网络可视化系统由网络可视化前端与网络可视化后端组成, 前端通常负责流量及数据的识别采集, 后端负责数据的各类分析及应用, 最终满足运营商、政府、企事业单位等各领域客户对于网络优化、运营维护、大数据运营以及信息安全等方面的需求。

图表 14: 网络可视化上下游



资料来源: 浩瀚深度招股书, 国盛证券研究所

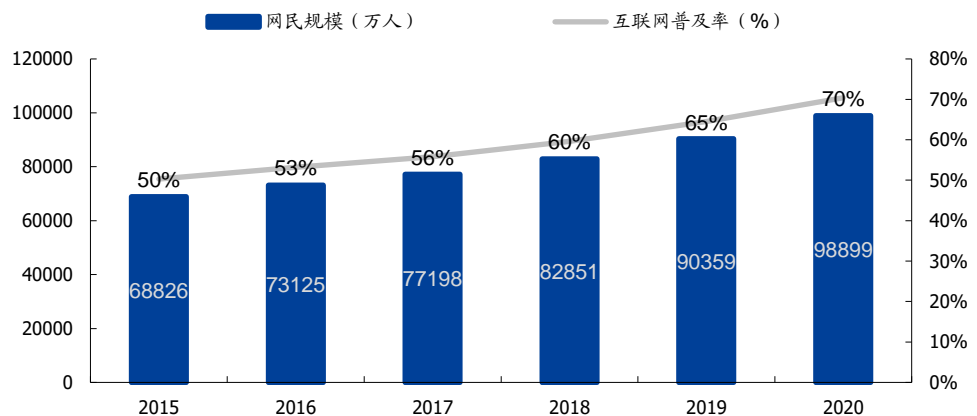
DPI 作为网络可视化重要环节, 增长明确。市场看好网络可视化, 目前表现活跃的集中

在汇聚分流设备，而后端的 DPI 是网络可视化链条的数据处理环节，投资建设需求与流量直接相关，增长前景十分广阔。

3.2 互联网与新基建带动网络可视化规模迅速扩张

互联网产业推动网络可视化市场规模迅速扩张。在“宽带中国”战略以及移动互联网快速发展带动下，我国网络基础设施建设规模不断扩大，网站内容和网络应用日新月异。根据 CNNIC 数据，截至 2020 年末，我国网民规模达到 9.89 亿，互联网普及率达 70.4%。在国内互联网基础设施以及互联网产业快速发展的背景下，我国网络可视化市场规模增长迅速。

图表 15: 2015-2020 年中国网民规模及互联网普及率



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

“新基建”带来流量数据进一步增长，推动网络可视化行业持续发展。目前，源自科技创新的“新基建”正在成为拉动我国经济快速增长的内生动力。创新作为“新基建”的重要依托，也是网络可视化的重要基础，随着云计算、物联网、人工智能、大数据等创新应用的发展，网络可视化产业的边际亦将不断拓宽。在科技创新的带动下，未来三到五年，网络可视化产业必将迎来发展的黄金时期。

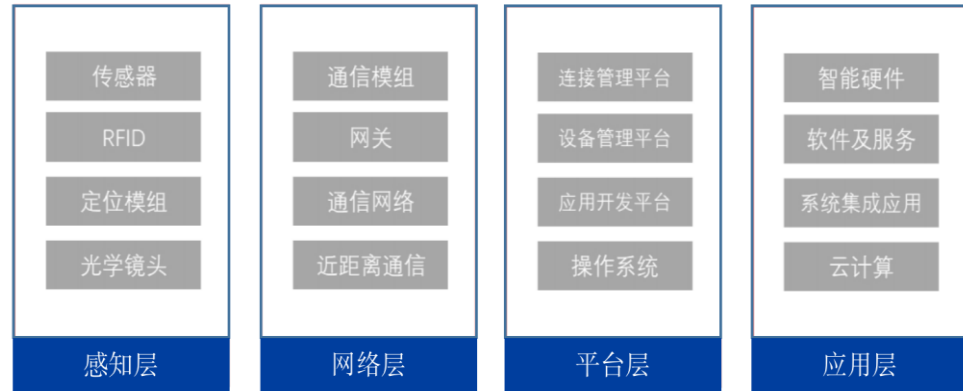
网络可视化行业技术革新不断推进。网络可视化作为新一代信息基础设施的重要组成部分，在未来行业发展进程中，技术革新将不断推进。一方面，网络大规模升级，随着 5G 移动互联网正式商用，流量进入高速增长阶段，网络扁平化、大型数据中心机房的互联，将给骨干网提出巨大挑战，200GE、400GE 以及更高速率的网络接口标准在发展之中。网络可视化产品的相关技术也要随之进行升级，带来产品更新换代需求。此外，随着大数据技术的发展，巨量数据的无穷价值及潜在应用愈发受到人们的重视。为了实现对巨量数据进行采集、处理和分析，挖掘更多价值，网络可视化系统将与大数据技术进一步融合，推进深度发展。

3.3 5G 与物联网协同发展，社会数字化转型加快

5G 网络建设与商用推进加速社会数字化转型。近年来，国家持续深入落实网络强国战略，5G、大数据、物联网、云计算、人工智能等新兴业务加速推进，各类新型信息基础设施能力不断提升，有力支撑了社会的数字化转型。大数据被作为一种基础性和战略性资源，为国家现代化治理提供基础数据和决策支撑，通过汇聚融合，打通政府及公共服务部门间的数据壁垒，实现数据流转共享。

5G 应用场景向移动物联网拓展，物联网发展迅速。物联网是通过传感器、RFID 及芯片等感知设备，按照约定协议，连接物、人、系统和信息资源，实现对物理和虚拟世界的信息进行处理并作出反应的智能服务系统。目前，在芯片、智能识别、传感器、边缘计算等物联网相关技术快速迭代演进和部分行业寻求转型升级的内在动力的共同作用下，物联网跨界融合、集成创新和规模化发展陆续取得新的突破，5G 的应用场景由移动互联网向移动物联网拓展。

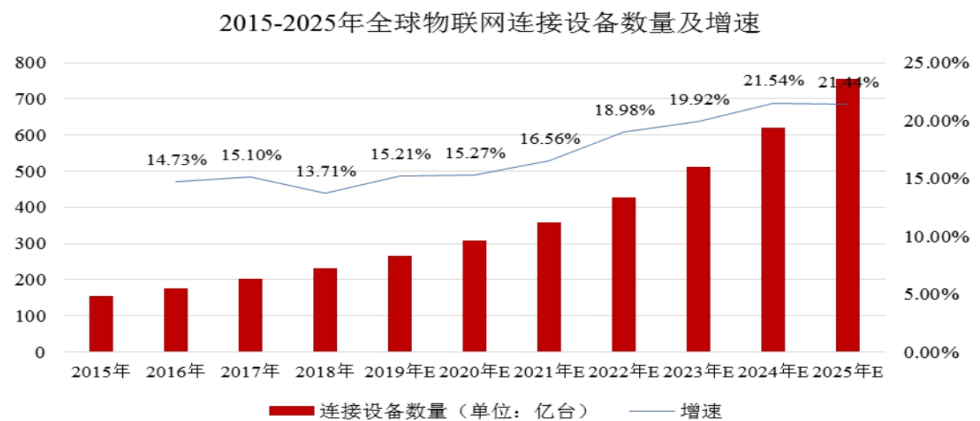
图表 16: 物联网层级架构



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

物联网行业在全球整体呈现高速增长态势。近年来，物联网技术不断升级，产业链逐渐成熟，加之受基础设施建设、基础性行业转型和消费升级等周期性因素的驱动，处于不同发展水平的领域和行业交替式地不断推进物联网的发展。全球移动通信系统协会预计到 2020 年及 2025 年全球物联网市场规模分别为 1.9 万亿美元和 4 万亿美元。与此同时，全球物联网连接设备数量快速增加，Statista 数据显示，2015-2018 年全球物联网连接设备数量由 154.1 亿台增长至 231.4 亿台，年均复合增长率超过 13%，预计 2025 年可增长至 754.4 亿台。

图表 17: 2015-2025 全球物联网连接设备数量及增速



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

4. 经营情况持续向好，公司未来发展空间广阔

4.1 商誉减值，回购，股权激励三管齐下，公司加速再出发

商誉风险已经得到较大释放。2018年，由于公司计提大额商誉减值损失，致使公司2018年净利润为-3.05亿元，同比下降491.27%。2020年，由于新冠疫情以及广电市场下行的影响，加上研发投入较大，公司营业收入存在一定波动，再度计提了商誉减值损失准备2.96亿元。截至2020年底，公司因收购子公司而产生的商誉账面原值9.01亿元，已计提商誉减值准备8.85亿元，目前账面商誉剩余0.16亿元，占总资产的1.64%。目前商誉减值已经计提完毕，我们认为后续公司业绩将朝着稳中向好发展。

为保证长远发展，公司回购股份用于员工持股与股权激励。为了促进公司健康稳定长远发展，维护广大投资者的利益，基于对公司未来发展的信心和对公司内在价值的认可，以及对公司自身财务状况、经营状况和发展战略的充分考虑，2021年1月27日，公司拟使用自有资金通过集中竞价交易方式回购部分股份，用于实施员工持股计划或股权激励计划。本次回购总金额7500万元至15000万元，回购价格不超过15元/股。截至2021年7月末，公司通累计回购股份数量为752.98万股，占公司总股本的3.4%。推进员工持股和股权激励计划有利于公司进一步完善治理结构，有效调动管理者和公司员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高员工的凝聚力和竞争力，促进公司长期可持续的健康发展。

股权激励计划展示公司对未来发展的信心。公司激励计划的制定旨在确保公司长远发展战略和经营目标的实现。激励计划授予的限制性股票归属考核年度为2021-2023年，以2019年度净利润4710.62万元为基数，公司对各年度的净利润增长率（A）进行考核，确定了净利润的目标值与触发值，根据净利润完成情况确定激励比例。2021-2023年，公司净利润的目标增长率分别为70%，150%，250%。

图表 18: 公司股权激励计划中净利润目标值

	净利润增长率目标值	净利润增长率触发值
2021年	70%	50%
2022年	150%	110%
2023年	250%	210%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 从广电转向电信，各项业务重回正轨

广电市场需求较低，公司业务重心转至电信市场。当前，公司现有视频大数据应用业务板块受到广电行业转型、广电市场下行的影响，收入不及预期。考虑到广电业务发展的不确定性，公司未来将更多转向运营商市场发展，目前电信运营商CDN方面已有部分项目中标，为公司业务发展提供了有力支撑，各项业务逐渐回归正轨。后续，公司将继续聚焦运营商市场，精减产品线，主要提供以CDN、软终端、用户经营服务等具有竞争力的解决方案，助力运营商和新媒体客户在视频业务上实现降本增效、促活增收，同时通过内部研发资源调整及统一营销队伍的整合，实现止损及转盈。

图表 19: 视达科中标中国电信集采项目

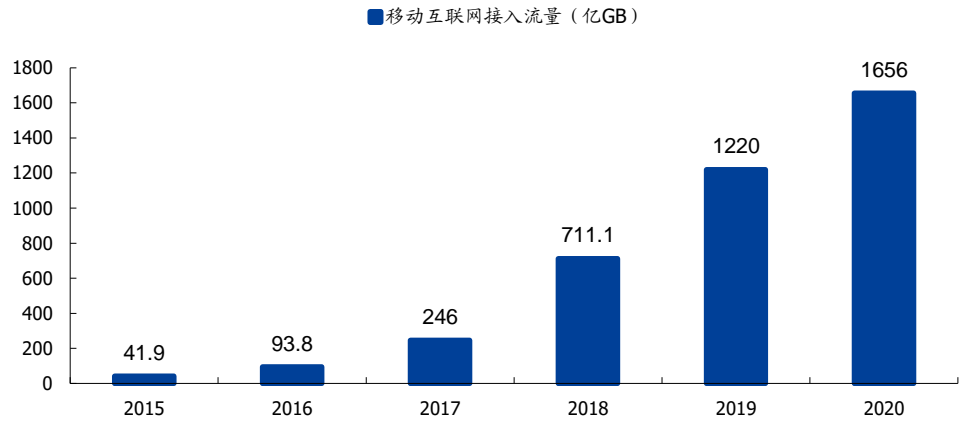
中标候选人	投标报价（元）
烽火通信科技股份有限公司	17047482.02
华为技术有限公司	20579025.19
中兴通讯股份有限公司	19353051.57
北京视达科科技有限公司	17555987.81

资料来源：中国电信，国盛证券研究所

4.3 万物互联时代，海量设备助推全量与应用型 DPI 需求

5G 普及带来流量迅猛增长。2020 年国内 5G 网络开始大规模建设，短期内将直接促进超高清视频、VR、物联网等应用的快速渗透，中长期为工业互联网、车联网发展提供基础。5G 的发展提升了设备接入和信息传输的能力，推动了边缘流量特别是行业流量的高速增长。万物互联时代下，各类互联网业务蓬勃兴起，互联网流量及数据迎来高速增长期，运营商、政府部门及企事业单位对于流量及数据的智能化应用需求更为广泛丰富。

图表 20: 2015-2020 中国移动互联网流量接入情况



资料来源: 工信部, 国盛证券研究所

流量快速增长带动 DPI 需求暴增。DPI 是对通信网络中的数据进行分析处理，DPI 的部署量与流量成正相关。进入 5G 万物互联新时代，智能终端及应用数量的呈现爆炸式增长，数据流量快速增长，运营商网络多次扩容，带动 DPI 设备需求增长。对海量数据的存储、处理、计算和分析的需求进一步助推了 DPI 需求的增长，为公司业务发展打开新空间。

4.4 多点开花，新业务未来值得期待

在继续深耕四大业务板块的基础上，公司聚焦四大运营商和中小 B 市场拓展业务。公司主营大数据接入、大数据挖掘、采集分析、视频数据运营及运营商数据应用服务，并积极拓展中小企业市场、行业大数据应用，不断发展技术涉足更广阔的大数据人工智能应用领域市场。公司将在 5G、智能应用、自主可控、新基建等多个新业务领域里持续加码，立足四大运营商，服务于大中小企业及家庭用户。

公司在数据应用及服务侧拓展新业务已见成效。在行业应用领域，公司已有四川地市的政务决策分析系统、重庆北碚区智慧园区等多个智慧城市、智慧园区类项目正在交付中；在安全领域，公司主要为信息化系统提供全流程的安全应用、服务和商密改造解决方案，已有中国联通集团的网络安全态势感知系统、中国电信物联网安全管理平台等项目正在交付中。目前博瑞得已获得 2021 年重庆市政府大数据产业发展试点示范项目推荐。公司新业务的发展已取得一定成效，未来将以技术创新为驱动，继续在 5G、智能应用等市场拓展新业务，助力公司在四大业务板块的主赛道上实现多点开花，持续增强数据应用整体解决方案能力，提升客户粘性。

4.5 企业微信的 SaaS 化，参股的物联网平台妙连

基于企业微信搭建 SaaS 微加产品，推进智慧办公与智慧党建业务。在商业智能大数据

应用板块，博科思基于企业微信推出“微加”SaaS产品——移动办公APP产品。产品定位于向大中小型企业提供云学习、云办公、云文化建设等一体的解决方案，成立以来始终聚焦于用集团大数据、智能算法的能力为企业提高人员效率管理，营销效率管理的创新探索。目前发展成熟，覆盖制造业、通信业、政府机构、能源行业、文化传媒等各行各业，积累了一汽大众、中国中铁、中国人寿、中国建设银行、中国石化、中国移动、云南白药、北京燃气集团、大连公安局、杭州人民检察院、华润燃气、FOTILE方太、Hanergy、浙江大学、温州航投、绿城集团、SF EXPRESS顺丰速运、首都航空等大批优质客户。

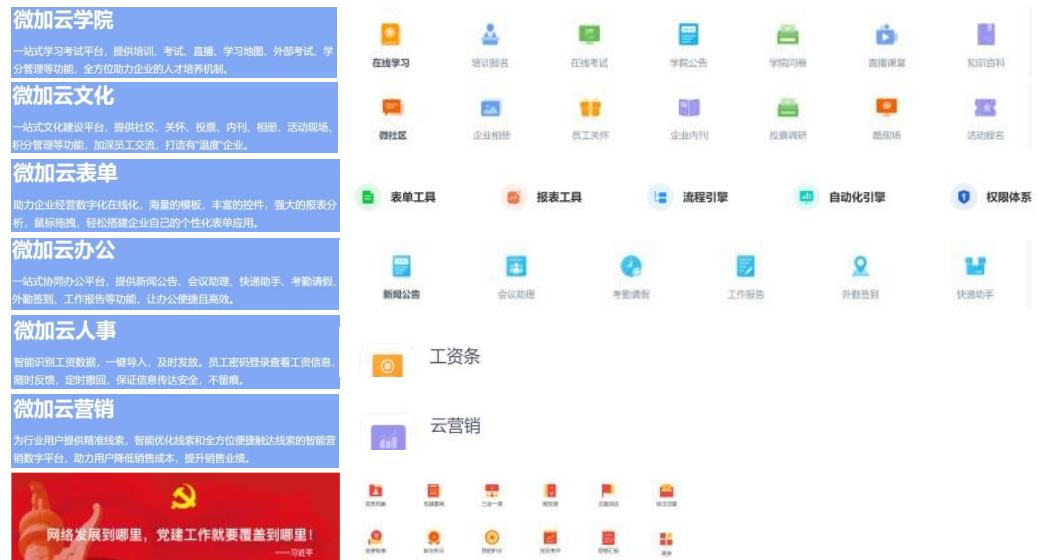
图表 21: “微加”用户情况



资料来源: 微加官网, 国盛证券研究所

持续开发微加应用提升客户价值。公司微加涵盖“微加云”和“微加智慧党建”两款产品。“微加云”是为基于企业微信打造的智慧办公平台，目前可以提供云学院、云文化、云表单、云办公、云人事、云营销 6 大类应用，具有超过 28 个特色功能，能够覆盖企业办公 80% 的问题。产品以周为迭代周期，定期优化客户的需求。“微加智慧党建”专注于党建管理信息化和移动化，将超过 26 个应用集成于企业微信，为党建管理系统建设提供一站式智慧解决方案，功能全面，简单便捷。未来，公司将在“微加”业务中继续拓展企业市场，完善企业内部办公的应用场景需求，加之疫情推动、腾讯加大投入、创新模块提升价值的带动，公司的付费率和用户价值还有很大的提升空间，“微加”的发展有望大幅增厚未来业务。

图表 22: “微加”应用模块



资料来源: 微加官网, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设

- (1) 受益万物互联时代下DPI订单增多,公司微信SaaS平台扩张,我们预计公司2021年-2023年软件和信息技术服务业营收3.6/5.9/9.5亿元。
- (2) 受益DPI订单增多,相应硬件收入增多,我们预计公司2021-2023年通信设备制造业营收2.2/2.6/2.8亿元

图表 23: 盈利预测

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	407.8	579.7	845.7	1225.6
软件和信息技术服务业	210.6	358.0	590.6	945.0
通信设备制造业	184.8	221.8	255.0	280.5
其他业务	12.38	13.62	14.98	16.48
营业收入增速	-16.1%	42.2%	45.9%	44.9%
软件和信息技术服务业	-18.9%	70.0%	65.0%	60.0%
通信设备制造业	0.3%	20.0%	15.0%	10.0%
其他业务	150.6%	10.0%	10.0%	10.0%
营业收入构成	97.0%	100.0%	100.0%	100.0%
软件和信息技术服务业	51.6%	61.7%	69.8%	77.1%
通信设备制造业	45.3%	38.3%	30.2%	22.9%
互联网和相关服务业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	3.0%	2.3%	1.8%	1.3%
营业成本	234.4	290.2	432.2	632.4
软件和信息技术服务业	120.2	168.2	289.4	472.5
通信设备制造业	101.7	122.0	142.8	159.9
其他业务	12.38	12.26	13.48	14.83
毛利率	42.5%	49.9%	48.9%	48.4%
软件和信息技术服务业	42.9%	53.0%	51.0%	50.0%
通信设备制造业	45.0%	45.0%	44.0%	43.0%
其他业务	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业毛利	173.40	289.52	413.44	593.15
YOY	-23.95%	66.96%	42.80%	43.47%
减: 销售费用	70.6	63.8	84.6	134.8
%	17.3%	11.0%	10.0%	11.0%
YOY	23.5%	-9.7%	32.6%	59.4%
减: 管理费用	57.1	75.4	101.5	122.6
%	14.0%	13.0%	12.0%	10.0%
YOY	-3.8%	32.1%	34.7%	20.8%
减: 研发费用	108.9	81.2	101.5	147.1
%	26.7%	14.0%	12.0%	12.0%
YOY	39.4%	-25.4%	25.0%	44.9%
减: 财务费用	-7.14	0.70	5.62	16.02

%	-1.8%	0.1%	0.7%	1.3%
YOY	22.1%	-109.9%	699.4%	184.9%
期间费用率	56.3%	38.1%	34.7%	34.3%
营业利润	-360.2	86.6	135.6	184.2
YOY	-842.2%	-124.0%	56.7%	35.8%
归属于母公司净利润	-368.6	78.2	122.5	166.3
销售净利率	-90.4%	13.5%	14.5%	13.6%
净利润增长率	-882.5%	-121.2%	56.7%	35.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年营收 5.8/8.5/12.3 亿元, 净利润 0.78/1.22/1.66 亿元, 对应 EPS 0.36/0.56/0.76 元, 2021 年对应 PE 31x, 我们认为, 公司商誉减值基本已计提完毕, 商誉风险得到释放。同时, 为促进经营目标的实现, 公司通过回购股份实施股权激励计划, 在 2019 年净利润 0.47 亿元的基础上, 未来三年净利润的目标增长率分别为 70%, 150%, 250%。公司商誉减值, 回购, 股权激励三管齐下, 有望开启加速增长。

图表 24: 可比公司估值

股票代码	公司名称	2021/9/23	EPS (万得一致预期)			PE (万得一致预期)		
		收盘价 (元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002912.SZ	中新赛克	34.97	1.80	2.41	2.81	19	14	12
300768.SZ	迪普科技	41.49	0.92	1.20	1.55	45	35	27
603496.SH	恒为科技	17.06	0.34	0.51	0.72	50	34	24
	平均					38	28	21
300250.SZ	初灵信息	10.92	0.36	0.56	0.76	31	20	14

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们选取了三家同为信息技术行业的可比公司, 行业平均 2021 年 PE 为 38X, 公司 2021PE 为 31X, 考虑到公司业绩快速增长, 同时叠加公司妙连, 微加等新业务开拓, 公司有望迎来业绩与估值双击, 首次覆盖, 给予“买入评级”。

6. 风险提示

1. 公司业务拓展不及预期

边缘计算生态建设尚处于推广期, 相关企业需求不确定性可能会导致公司订单状况出现波动。

2. 疫情影响超预期。

各地疫情复发, 有可能影响运营商相关订单建设以及结算进度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com