

## AI 监管行业景气度向上，公司有望迎来新增量

## 博汇科技 (688004.SH) 首次覆盖

证券研究报告

2023年05月16日

## 核心结论

深耕视听大数据领域，视听信息技术行业领先者。公司业务线条完整，传媒安全、智慧教育、智能显控三大业务布局全面。营收与净利润水平受大环境影响较大。2022年公司实现营收1.64亿元，同比-42.88%，归母净利润-0.28亿元，同比-157.8%，营业利润同比下降169.00%。

视听信息技术行业蓬勃发展，网络媒介、相关政策促进行业发展。1) 行业发展蓬勃，视听信息技术应用领域广泛，视听信息技术行业蓬勃发展。在超高清视频产业高速发展、5G技术广泛使用、数字经济发展加快的时代背景下，视听信息技术行业蓬勃发展，有市场需求旺盛、政策导向强烈和产业赛道宽阔的特点，有望迎来新的增长点。2) 网络视听助力行业市场规模提升，相关政策激励行业技术更新。中国网络视听节目服务协会显示，2022年泛网络视听产业的市场规模达到7274.4亿元，同比+4.4%，其中短视频、直播为主要增量，市场规模分别为2928亿、1250亿元。3) 视听信息技术产业链完善，行业技术壁垒较高。

AI 监管行业景气度向上，公司业绩有望进一步增长。1) 深耕视听信息技术领域多年，积累众多实践经验。注重研发投入，持续保持竞争优势。2022年公司研发费用为0.48亿元，占营收比例达到29.40%。2) 积极参与行业建设，公司实力获业界认可。积极参与行业建设，不断提高业内影响力。公司积极参与业内资质评审、项目评审、赛事活动，实力获得业界认可。3) 优质客户数量众多，品牌影响力逐步扩大。目前已在全国所有省份长期派驻区域负责销售和技术人员，能够在产品完整的生命周期内及时响应。

盈利预测：我们预计公司23-25年收入分别为2.50、3.20、4.03亿元，归母净利润分别为0.50、0.70、1.00亿元，结合公司和行业发展情况，看好公司在视频AI监管领域的布局，给予公司23年50XPE，对应目标价44.40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：AI监管发生变化；政策进展不及预期；公司下游客户需求发生变化；股东减持风险。

## 核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	287	164	250	320	403
增长率	-0.3%	-42.9%	52.3%	28.3%	25.7%
归母净利润(百万元)	49	(28)	50	70	100
增长率	5.9%	-157.8%	277.5%	39.1%	42.3%
每股收益(EPS)	0.87	(0.50)	0.89	1.24	1.76
市盈率(P/E)	38.9	(67.4)	38.0	27.3	19.2
市净率(P/B)	2.6	2.7	2.5	2.3	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

## 公司评级

买入

股票代码 688004.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 33.7

## 近一年股价走势



## 分析师

邢开允 S0800519070001

13072123839

xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

赵宇阳 S0800522090002

19534078860

zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	4
关键假设 .....	4
区别于市场的观点 .....	4
股价上涨催化剂 .....	4
估值与目标价 .....	4
博汇科技核心指标概览 .....	5
一、博汇科技：深耕视听大数据领域，视听信息技术行业领先者 .....	6
1.1 视听信息领域领先企业，相关产品经验丰富 .....	7
1.2 盈利水平受疫情影响较大，三大业务均衡发展 .....	11
二、视听信息技术行业蓬勃发展，网络媒介、相关政策促进行业发展 .....	14
2.1 行业发展蓬勃，视听信息技术应用领域广泛 .....	14
2.2 网络视听助力行业市场规模提升，相关政策激励行业技术更新 .....	15
2.3 视听信息技术产业链完善，行业技术壁垒较高 .....	16
三、AI 监管行业景气度向上，公司业绩有望进一步增长 .....	17
3.1 深耕视听信息技术领域多年，积累众多实践经验 .....	17
3.2 积极参与行业建设，公司实力获业界认可 .....	18
3.3 优质客户数量众多，品牌影响力逐步扩大 .....	19
四、盈利预测及估值 .....	20
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 估值 .....	21
五、风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1：博汇科技核心指标概览图 .....	5
图 2：博汇科技发展历程 .....	6
图 3：公司主营业务概览 .....	7
图 4：传媒安全解决方案架构 .....	8
图 5：智慧教学解决方案 .....	9
图 6：智慧教学管理中心方案架构 .....	10
图 7：博汇科技营收表现 .....	11
图 8：博汇科技归母净利润变化 .....	11
图 9：公司主营业务发展均衡 .....	12
图 10：公司主营业务营收占比 .....	12

图 11: Q4 营收占全年 40%以上.....	12
图 12: 综合毛利率较为稳定 .....	13
图 13: 各业务毛利率变动.....	13
图 14: 博汇科技研发费用情况 .....	13
图 15: 博汇科技研发费用率与可比公司对比.....	13
图 16: 博汇科技销售费用情况 .....	13
图 17: 博汇科技销售费用率与可比公司对比.....	13
图 18: 博汇科技管理费用情况 .....	14
图 19 博汇科技销售费用率与可比公司对比 .....	14
图 20: 泛网络视听市场规模 .....	15
图 21: 2022 年泛网络视听市场构成 .....	15
图 22: 视听信息技术行业上下游构成情况 .....	16
图 23: 公司研发费用保持增长 .....	18
图 24: 公司研发人员数量占比保持高位.....	18
表 1: 公司十大股东情况.....	6
表 2: 传媒安全业务相关功能 .....	8
表 3: 公司智慧教育产品线.....	9
表 4: 智能显控业务产品.....	11
表 5: 视听信息技术行业应用领域广泛.....	14
表 6: 网络视听相关政策不断推出 .....	15
表 7: 视听信息技术行业技术要求 .....	17
表 8: 视听信息技术领域相关企业 .....	17
表 9: 公司技术积累丰富.....	17
表 10: 公司积极参与行业建设 .....	18
表 11: 公司参与多项业内评审、赛事.....	19
表 12: 公司客户多为国有企事业单位 .....	20
表 13: 营收预测 .....	21
表 14: 可比公司估值情况.....	21

## 投资要点

### 关键假设

1、传媒安全：22年公司该项业务受国内大环境影响，客户招投标工作延缓、停滞，订单量较上年同期有所减少，展望23年看，一方面公司22年延期订单会为公司23年收入带来增量，一方面公司在AI视频监管方面深入布局，符合AIGC目前发展趋势，同时媒体类客户是公司发展核心优势，我们预计23-25年该项业务营收增速分别为54%/30%/28%，毛利率分别为55%/56%/57%。

2、智慧教育：22年受国内大环境影响影响，校内IT建设受到搁置，公司作为教育IT产业链重要一环，受到影响较大，未来随着教育IT市场的快速发展，公司在AI监控领域有比较明显优势，我们预计23-25年该项业务收入增速分别为55%/25%/20%，毛利率分别为43%/44%/45%。

3、智能显控/其他业务：两块为公司非重点业务，预计随着公司前两项业务的增长而增长，其中智能显控业务与传媒安全智慧教育关联性更加突出，因此假设智能显控业务23-25年增速分别为35%/20%/15%，毛利率分别为47%/48%/49%；其他业务增速分别为10%/9%/8%，毛利率分别为25%/26%/27%。

公司整体业绩来看，22年由于大环境影响，相关项目订单滞后交付，且22年依然保持自然增长投入，因此期间费用率较高。展望23年公司在AIGC浪潮背景下以及智慧教育赛道解决方案加速落地的环境下，公司收入或将实现高增长，公司此前为迎接发展机遇做了较为充分的投入，预计今年业绩有望实现反转。

### 区别于市场的观点

市场认为博汇科技所在市场竞争激烈，发展空间受限。我们认为公司覆盖全媒体监管大部分主体市场，覆盖视频/互联网/移动互联网内容日常监管，有望从三方面受益：a. AIGC内容丰富度提升，监管需求随之增长；b. 多模态/SAM为监管赋能，从目前人工审核+判别式AI，升级到生成式AI多模态监管，大幅替代人工，并将商业模式从产品模式升级到SAAS/服务模式；c. 依托服务监管，拓展MAAS模式，未来有潜力从2G市场拓展到2B，海阔天空。

### 股价上涨催化剂

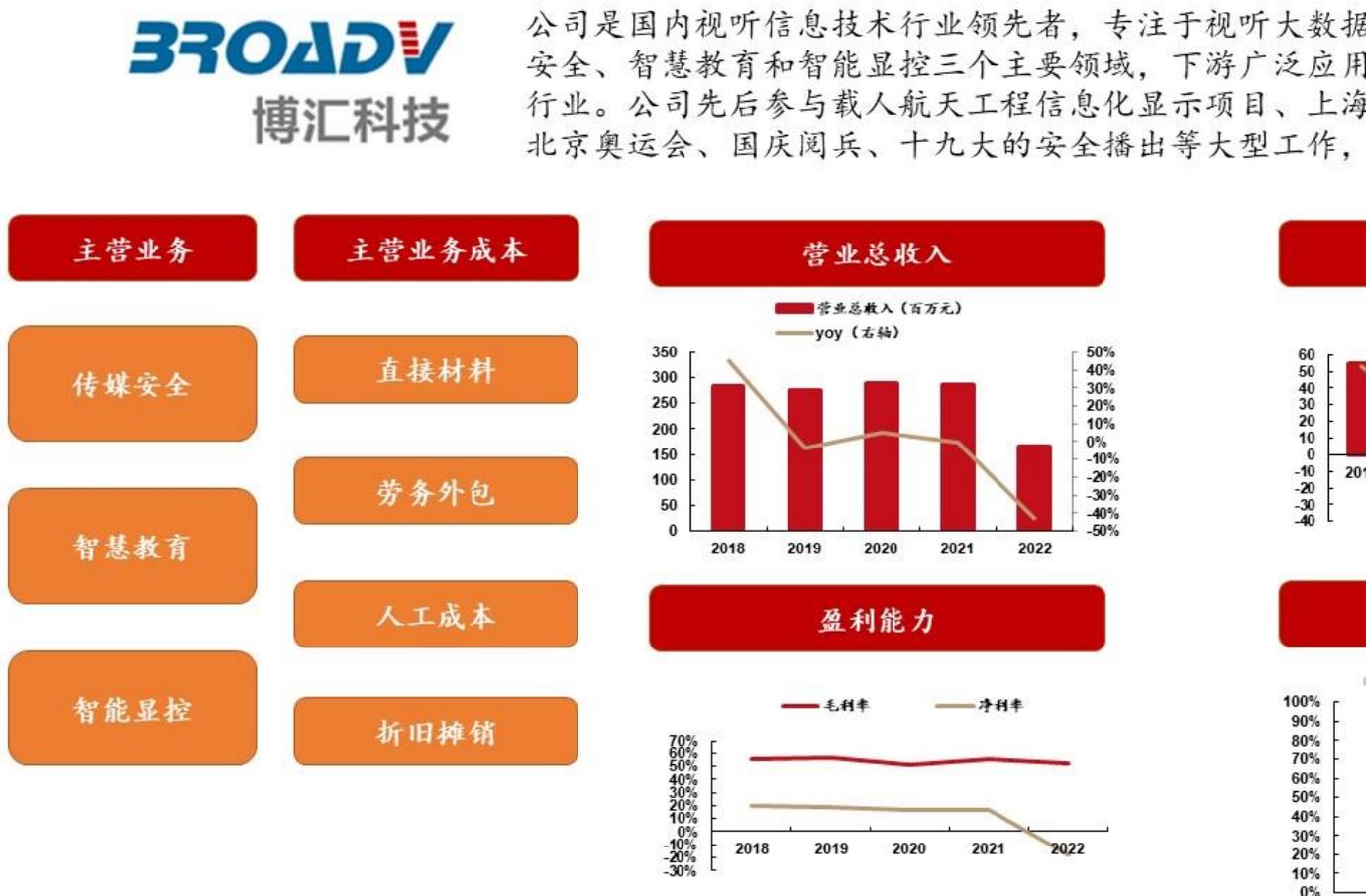
- 1、大模型多模态发展，相关监管要求加强。
- 2、网信办近日发布《生成式人工智能服务管理办法(征求意见稿)》，我国数据安全产业发展政策进一步得到规范。
- 3、23年公司业绩有望反转。

### 估值与目标价

我们预计公司23-25年收入分别为2.50、3.20、4.03亿元，归母净利润分别为0.50、0.70、1.00亿元，结合公司和行业发展情况，看好公司在视频AI监管领域的布局，给予公司23年50XPE，对应23年目标价44.40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 博汇科技核心指标概览

图 1：博汇科技核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

## 一、博汇科技：深耕视听大数据领域，视听信息技术行业领先者

**公司深耕视听大数据领域。**公司成立于1993年，是专注于视听大数据领域的信息技术企业，历经三十年的发展，主营业务已涵盖传媒安全、智慧教育、智能显控三个领域，为传媒、教育以及政企等行业用户提供视听信息技术智能应用的产品与服务。

**国内视听信息技术行业领先者，参与多个重大项目。**公司先后参与了载人航天工程信息化显示项目、上海进博会安保指挥调度工作、中央广播电视总台5G+4K媒体应用实验室建设、人民日报“中央厨房”可视化展示工作，圆满完成了北京奥运会、国庆阅兵、十九大的安全播出保障任务。此外，公司还参与了多项行业标准的制订工作，多次获得省级和行业协会相关科技奖项。

图2：博汇科技发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书、西部证券研发中心

**公司股权结构稳定。**董事长孙传明、总经理郭忠武分别持有17.61%、6.53%的股份，为公司实际控制人。

表1：公司十大股东情况

序号	股东	持股比例
1	孙传明	17.61%
2	北京数码视讯科技股份有限公司	11.23%
3	郭忠武	6.53%
4	郑金福	6.06%
5	北京博聚睿智投资咨询中心	5.72%

	股东	持股比例
6	陈恒	4.26%
7	王荣芳	1.41%
8	韩芳	1.40%
9	杨秋	1.25%
10	王艳秋	1.00%

资料来源：wind、西部证券研发中心

截至 2023 年一季度

### 1.1 视听信息领域领先企业，相关产品经验丰富

公司专注于视听大数据领域，依托多年的技术积累，拥有完善的研发、销售和服务体系，通过整合运用视听大数据采集、分析和可视化等核心技术，为客户提供视听信息技术解决方案。公司主营业务涵盖了传媒安全、智慧教育和智能显控。

图 3：公司主营业务概览



资料来源：公司官网、西部证券研发中心

#### 1、传媒安全——监管媒体内容合规

传媒安全领域，主要面向电视台、广电运营商、电信运营商等各类播出机构，通过视听大数据技术的运用，实现全业务、全流程、端到端的服务质量监测，满足运维需求。面向政府媒体监管部门提供技术手段，通过对媒体内容进行全面采集、智能分析，为视听行业健康有序发展保驾护航。主要解决方案包括：广播电视安播监管解决方案、IPTV 业务监测监管解决方案、互联网新媒体监管解决方案、运营高端到端运维解决方案、新媒体播控全要素运维解决方案、台站智能运维管理解决方案。

图4：传媒安全解决方案架构



资料来源：公司公众号、西部证券研发中心

表2：传媒安全业务相关功能

主要功能	功能特点介绍
广播电视安播监管解决方案	广播电视安播监管面向各级广电局，覆盖 DVB-C、DVB-S/S2、DTMB、FM、AM 等全部广播电视信号形式，采用分布式部署架构，以技术指标监测、节目质量监看、异态报警分析为核心，全面掌握辖区广播电视安全播出态势。
IPTV 业务监测监管解决方案	博汇科技 IPTV 业务监测监管解决方案覆盖 IPTV 集成播控平台、运营商核心节点、用户终端等关键监测环节；提供 EPG 核查、节目监看、内容分析、运行统计、异态报警、违规取证等多业务功能；实现传播秩序、播出质量、内容合规性和业务可用性的多维度监管；形成覆盖省市县全域、三大电信运营商的多层次监管体系。
互联网新媒体监管解决方案	博汇科技互联网新媒体监管解决方案通过对互联网网站、微信公众号、微博账号、手机客户端、互联网电视、短视频平台、自媒体平台等监管对象海量视听数据的采集，利用大数据和人工智能技术，高效地实现对媒体中敏感、有害、违规内容的自动化、智能化分析研判，保障互联网新媒体健康有序发展，维护清朗的网络环境。
运营商端到端运维解决方案	针对广电运营商、IPTV/OTT 运营商的直播、点播、回看、EPG 等业务，从信源、传输到用户终端环节，提供涵盖技术质量、运行状态、服务性能智能监测运维的端到端解决方案，有效保障播出安全、提升运营商服务质量。
新媒体播控全要素运维解决方案	博汇科技新媒体播控全要素运维解决方案，聚焦综合信号监测、链路监测、设备网管、切换控制等运维核心业务，实现节目调度、实时监测、运维分析等功能的标准化、数据化、可视化、协同化、智能化，切实发挥新媒体播控平台信源管控能力，确保高可靠、高质量的新媒体服务。
台站智能运维管理解决方案	博汇科技台站智能运维管理解决方案面向全国各级发射台站，提供科学先进、稳定高效的自动化、智能化运维保障系统，依托多元采集、数字聚合、关联分析、机器学习技术，打造“数字化、网络化、智慧化”新型绿色台站，促进台站向“有人留守、无人值班”的现代化管理模式转变，为台站安全播出保驾护航。

资料来源：公司公众号、西部证券研发中心

## 2、智慧教育

博汇科技基于多年视听行业积累以及教育信息化建设的实践与思考，依托“博汇乐课”产品线，提供“教、学、评、管”完整的智慧教学解决方案，实现教学环境智能化升级，一体化教学、管理与服务平台建设，协助高校用户打造以“教育信息化创新应用”为核心的智慧教学新生态，助力教育数字化转型。

用户已遍及北京、山东、青海、江苏、安徽、内蒙、辽宁、陕西、四川等省市区域，陆续打造了清华大学、北京大学、中国科学院大学、南京航空航天大学、山东大学、山东第一医科大学、渤海大学、青海大学、朝阳师范高等专科学校等一系列本科院校和高职高专院校标杆项目。

图 5：智慧教学解决方案



资料来源：公司公众号、西部证券研发中心

表 3：公司智慧教育产品线

智慧教育模块	介绍
智慧教室解决方案	通过云课堂智慧教学终端，可打造阶梯型智慧教室、研讨型智慧教室和讲授型智慧教室等多类型智慧教室，满足课堂互动教学、多视窗教学、远程互动教学、小组研讨教学和线上线下混合教学的教学新模式，融合资源、平台、环境和终端，升级智慧课堂环境，打造数字化、网络化、智能化的新型教学空间。
智慧教学平台解决方案	从课堂教学、校本资源、教学管理三个方面，提供互动教学、校本资源、教学督导、教学空间管理、大数据可视化等子系统，满足校本资源管理、备课研讨、在线教学、督导评课、在线学习、大数据分析等功能应用，帮助学校打造集“教学、资源、评价、管理”于一体的智慧教学云平台，推动网络教学空间升级。
智慧管理中心解决方案	围绕教学环境、教学资源，实现统一的调度、控制和大数据呈现，为高校信息化管理人员带来更加便捷高效的工作体验。系统综合运用分布式显控、全网络化编解码、视窗智能交互、信息流智能分析、大数据可视化呈现等技术，协助用户灵活开展教室运行管控、教学巡课督导、智慧监考协助、教学融合管理、领导指挥决策等活动，推动教学空间信息化建设的集约化治理，充分发挥信息化治理在教育教学、管理和服务改革发展中所发挥的作用。

资料来源：公司财报、西部证券研发中心

“博汇乐课”——面向教育信息化行业。基于多年视听技术积累以及对教育信息化建设的

实践与思考而打造的教育信创产品线，主要是面向高等院校，提供“教、学、评、管”完整的智慧教学解决方案，可实现智能化校园建设和一体化的教学、管理与服务平台建设。目前，“博汇乐课”已形成“云课堂”、“云教学”、“云资源”和“云管理”四个产品系列，打造教育教学新型基础设施，全面助力高校教育数字化转型。

智慧教学管理中心主要用于教室管控、电子监考、巡课督导、数据可视化场景。基于可视化大屏环境，可以实现教学空间的集中管控，灵活开展远程监看、物联控制和综合运维等活动，保障教育信息化建设成果正常运行，提升高校的数字化运营管理水平。

图6：智慧教学管理中心方案架构



资料来源：公司公众号、西部证券研发中心

### 3、智能显控

博汇科技基于二十余年视听信息技术的研究和探索，依托“博汇画面云”产品线，拥有视听信息的接入采集、编码转码、传输分发、录制管理、智能分析、调度呈现等核心处理能

力，面向指挥调度、会商研判、协同办公等应用场景，整合运用超高清、人工智能、信息安全技术，为军队、政企等行业用户打造沉浸式视听空间，支撑智能化视听应用。

表 4：智能显控业务产品

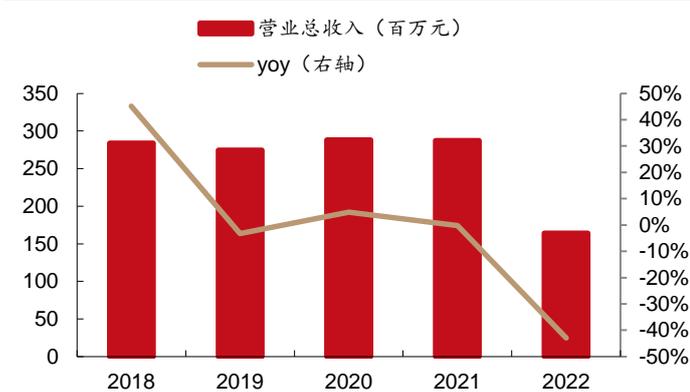
智能显控业务链条	介绍
大屏显示控制解决方案	充分考虑显示资源和信号资源在业务流中的作用以及人机交互关系，从平台性和模块化角度规划全分布式系统架构，提供编码节点、显控节点、分发节点、录像节点、中控节点、调度节点、坐席节点以及管理节点等产品，可通过业务定义系统，可根据建设规模和空间特征构建系统，为行业用户提供兼容性强的、简单高效的、可灵活扩展的解决方案。
坐席协作解决方案	基于坐席显示屏的主机管理与交互协作，通过分布式节点的部署，将多台主机信号统一接入并调取到坐席显示屏，在不降低主机安全级别和操作体验的前提下，实现业务交互“一张网”，桌面操作“一套键鼠一面屏”；同时，通过坐席与坐席、坐席与拼接大屏之间的智能联动，整体提高协同办公、会商研讨、指挥调度等业务能力与效率。
指挥调度解决方案	面向机动指挥二代车标准设计，采用嵌入式插卡架构、全网络化数据交换、带宽自适应远程传输、资源控制统一目录、可视化显控调度等技术措施，为用户提供集矩阵切换、拼接显示、音频处理、录制存储、KVM控制、设备中控、多网互联、可视化管理等功能为一体的可视化交互管理系统，能够与固定指挥和多个机动空间灵活互联互通，提升机动环境中资源调度能力和指挥效率。

资料来源：公司官网、西部证券研发中心

## 1.2 盈利水平受疫情影响较大，三大业务均衡发展

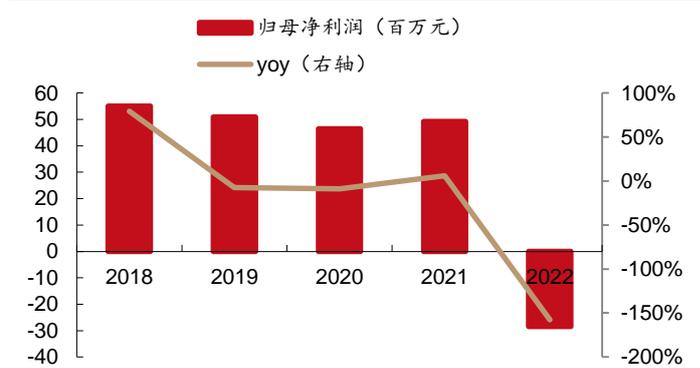
营收与净利润水平受大环境影响较大。2022年，受大环境影响，客户招投标工作延缓，公司业务拓展受阻，订单量有所下降；同时部分在执行项目交货延期。报告期内，公司实现营业收入16401.51万元，较上年同期-42.88%，其中主营业务收入16382.35万元，同比-42.78%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.28亿元，较上年同期-157.80%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.33亿元，较上年同期下-173.58%。随着大环境改善，市场需求增加，公司有望业绩快速恢复。

图 7：博汇科技营收表现



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 8：博汇科技归母净利润变化

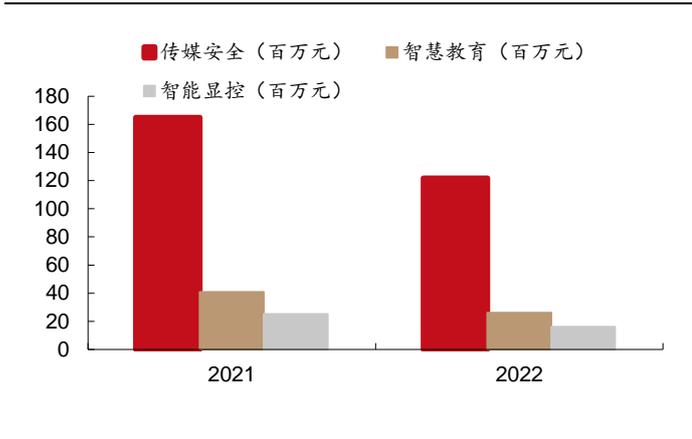


资料来源：wind、西部证券研发中心

三大主要业务发展均衡，为公司贡献主要利润。公司深耕视听大数据领域多年，相关产品已经完善。同时，公司紧随网络视听、新媒体业务的发展浪潮，依托传媒安全和信息化视听两大研发中心，通过整合运用视听大数据采集、分析和可视化等核心技术，构建了以具有自主知识产权的软硬件产品，不断调整业务结构。

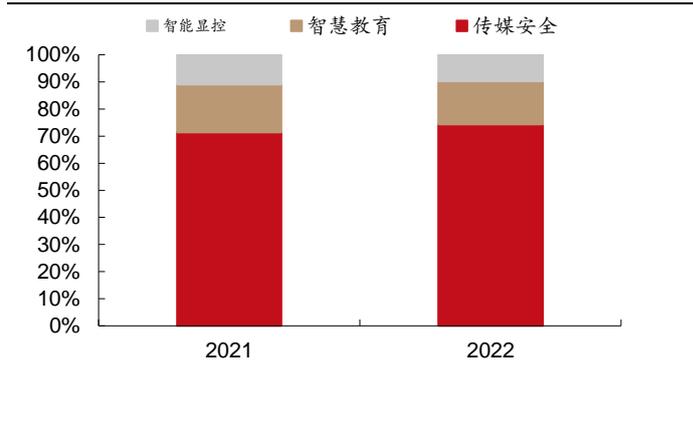
目前，公司主营业务已经呈现三足鼎立的趋势，为传媒、教育以及政企等行业用户提供视听信息技术智能应用产品和服务。

图 9：公司主营业务发展均衡



资料来源：wind、西部证券研发中心

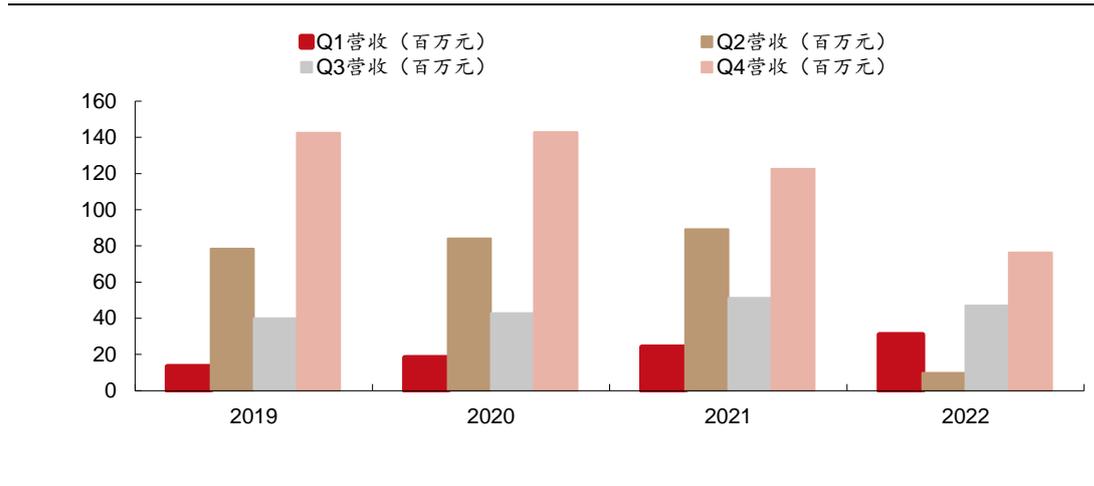
图 10：公司主营业务营收占比



资料来源：wind、西部证券研发中心

**公司营收受季节影响，Q4 业绩比重超过 40%。**由于公司下游主要客户为具备政府属性的公共服务部门，属国家财政拨款单位，且多数产品需以招投标形式面向市场进行采购，一般情况下，该部分客户需要在上年年底制定采购预算，并于当年年初进行调研、交流、发布招标信息，而订单集中在下半年。公司 Q4 业绩比重超过 40%，具有明显的季节性特征。

图 11：Q4 营收占全年 40%以上

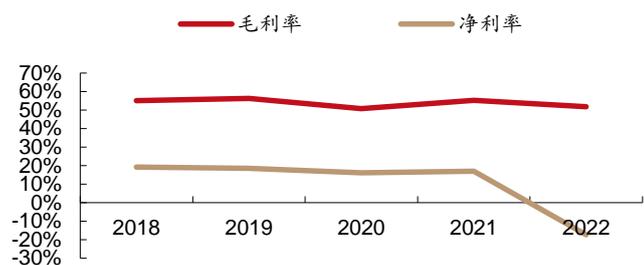


资料来源：wind、西部证券研发中心

**公司综合毛利率较为稳定。**公司近五年综合毛利率一直保持在 50%以上。三大主营业务的毛利率受疫情、需求的影响，毛利率会有所波动，其中智慧教育毛利率呈现上升趋势，2022 年达到 43.09%；传媒安全毛利率保持在 50%+。

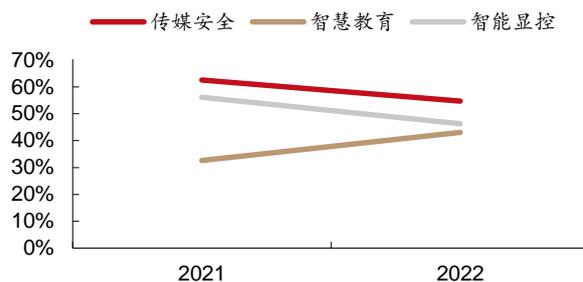
**净利率存在季节性、大环境影响。**2018-2021 年公司净利率保持在 18%左右。受下游政府客户预算管理制度和采购流程的影响，公司主营业务收入主要集中在 H2 特别是 Q4，存在明显的季节性特征。此外，2022 年部分项目受大环境影响，财务指标下滑较大。

图 12: 综合毛利率较为稳定



资料来源: wind、西部证券研发中心

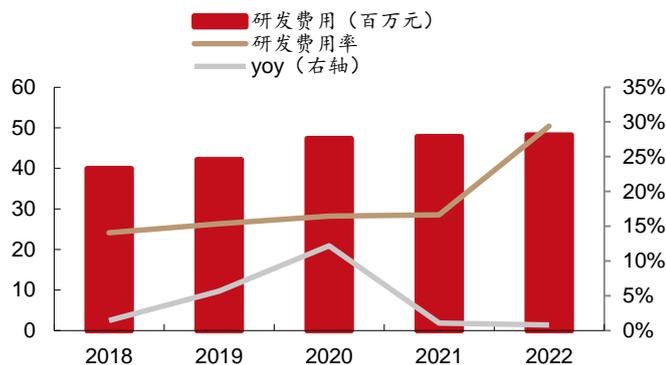
图 13: 各业务毛利率变动



资料来源: wind、西部证券研发中心

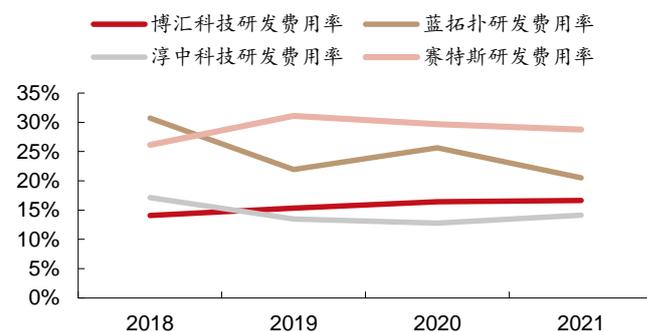
公司注重研发、销售，相关费用逐年增长。公司作为视听技术领先企业，始终注重研发投入，研发费用率逐年提升。2022 年研发费用达到 0.48 亿元，同比+0.80%。同时，公司不断拓展销售渠道，销售费用有所增长，2022 年销售费用为 0.58 亿元，在同业比较中销售费用率较高。

图 14: 博汇科技研发费用情况



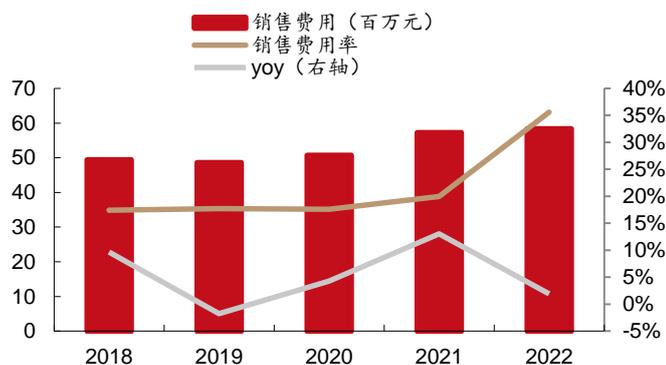
资料来源: wind、西部证券研发中心

图 15: 博汇科技研发费用率与可比公司对比



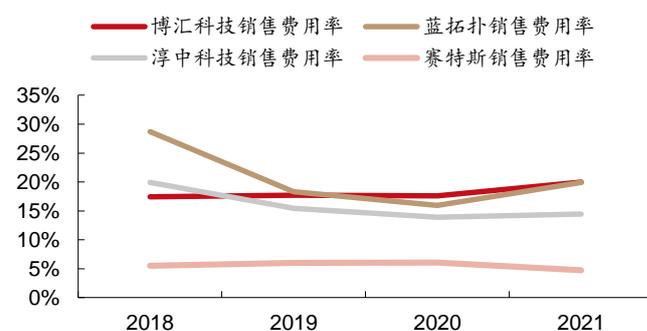
资料来源: wind、西部证券研发中心

图 16: 博汇科技销售费用情况



资料来源: wind、西部证券研发中心

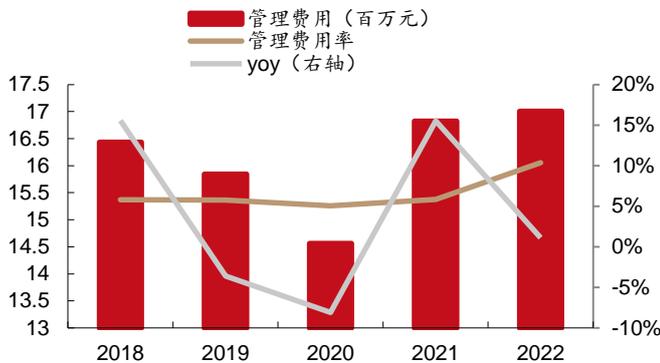
图 17: 博汇科技销售费用率与可比公司对比



资料来源: wind、西部证券研发中心

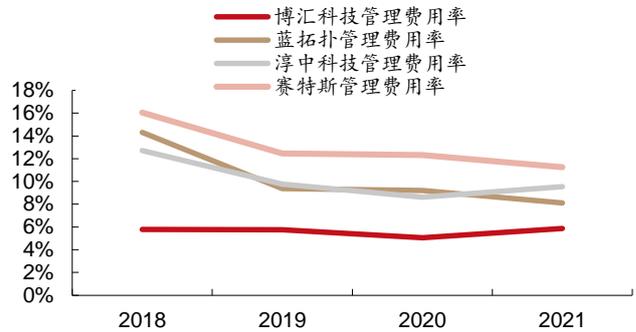
公司管理水平较高。公司管理费用控制良好，运营效率较高，在同业比较中管理费用率较低。

图 18: 博汇科技管理费用情况



资料来源: wind、西部证券研发中心

图 19 博汇科技销售费用率与可比公司对比



资料来源: wind、西部证券研发中心

## 二、视听信息技术行业蓬勃发展，网络媒介、相关政策促进行业发展

### 2.1 行业发展蓬勃，视听信息技术应用领域广泛

视听信息技术行业是软件与信息技术服务业的一个细分领域，是指利用音视频信息采集、处理、传输、存储及管理、呈现以及人机交互、数据分析、可视化等信息化技术，为采集、处理和呈现信息提供相关产品和技术支持的行业领域。是提升信息传输及呈现质量、提高工作效率、提升综合竞争力、丰富人民群众文化生活的重要手段。

**视听信息技术应用领域广泛。**根据面向的客户主要可划分为媒体视听信息技术和专业视听信息技术两大应用领域。媒体视听信息技术领域主要面向各类视听节目监管机构 and 播出机构，提供信息技术产品和解决方案，根据职能的不同还可以继续划分为视听业务运维平台领域以及媒体内容安全领域；专业视听信息技术则融合信息服务数据处理技术，主要在政务商务会议、展览展示、军队安防等场景中提供数据监测、处理、可视化、协同指挥、报表发布等信息技术解决方案。

表 5: 视听信息技术行业应用领域广泛

应用领域	面向客户	主要功能及应用场景
媒体视听信息技术	主要面向广电局、公安局、网信办、IPTV/OTT 运营商、各级广电网络公司、新媒体播控平台、互联网视频内容提供商、电台和电视台等各类视听节目监管机构 and 播出机构提供信息技术产品和解决方案。	1、可以确保自身业务运行中的音视频信息系统不会因偶然或恶意的原因而遭到破坏、更改、泄露，保障系统连续可靠正常运行，信息服务不中断； 2、协助监管部门实施针对专网视听内容和网络视听内容的抓取、分析、处理，以保障媒体传播内容的合法合规性。
专业视听信息技术	主要在政务商务会议、展览展示、军队安防、能源电力、教育信息化、环保、交通等应用场景中为客户提供数据监测、处理、可视化、协同指挥、报表发布等信息技术解决方案。	用户可以增强呈现和交流效果、提高工作效率；以各种创新的方式获得视觉、听觉的体验和享受。具体应用场景的需求： 1、会议室及控制室信息化：系统互联互通、网络化、超清化、个性化、人机友好化、人工智能等；2、文化展示及旅游：效果呈现、

应用领域	面向客户	主要功能及应用场景
		内容互动等；3、应急指挥：紧急状态下的应急指挥及协调需求，实现快速布置应急救援行动的目标；4、教育信息化：实现学校音视频数据的统一可视化管理，并针对特定数据流进行智能 AI 分析和教学评估分析。

资料来源：招股说明书、西部证券研发中心

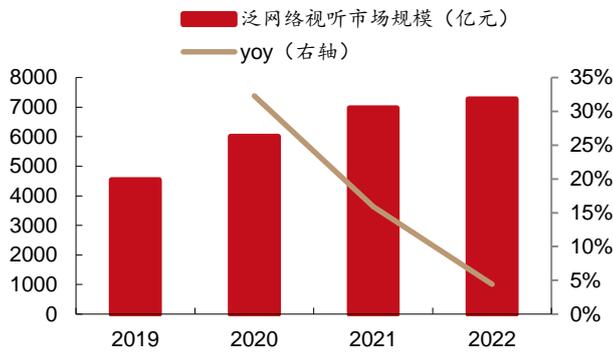
**视听信息技术行业蓬勃发展。**在超高清视频产业高速发展、5G 技术广泛使用、数字经济发展加快的时代背景下，视听信息技术行业处于蓬勃发展期，有市场需求旺盛、政策导向强烈和产业赛道宽阔的特点，有望迎来新的增长点。

## 2.2 网络视听助力行业市场规模提升，相关政策激励行业技术更新

**网络媒体发展迅猛，泛网络视听市场规模庞大。**在移动互联网时代，我国网络视频、短视频、网络直播等网络视听媒体快速发展，各类网络视听节目受众规模巨大。中国网络视听节目服务协会显示，2022 年网络视听用户规模达 10.40 亿，超过即时通讯的 10.38 亿，成为第一大互联网应用。

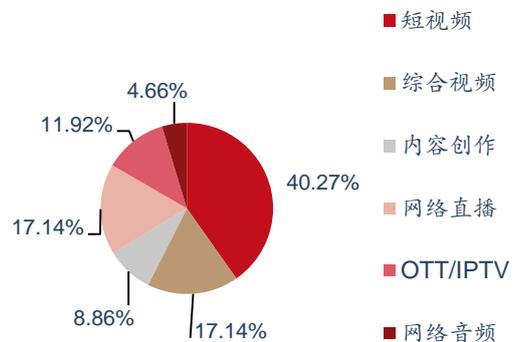
中国网络视听节目服务协会显示，2022 年泛网络视听产业的市场规模达到 7274.4 亿元，同比+4.4%，其中短视频、直播为主要增量，市场规模分别为 2928 亿、1250 亿元，OTT/IPTV 业务市场规模超过 867 亿元。

图 20：泛网络视听市场规模



资料来源：中国网络视听节目服务协会、西部证券研发中心

图 21：2022 年泛网络视听市场构成



资料来源：中国网络视听节目服务协会、西部证券研发中心

**相关政策不断推出，激励行业技术更新。**视听信息技术是提升信息传输及呈现质量、丰富人民群众文化生活的重要手段。国家十四五规划明确指出“加快提升超高清电视节目制播能力，推进电视频道高清化改造，推进沉浸式视频、云转播等应用”，“推进媒体深度融合，做强新型主流媒体”。《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》、《“百城千屏”活动实施指南》、《高动态范围电视系统显示适配元数据技术要求》等政策规章如期落实，为行业有序快速发发展开辟良好环境。

表 6：网络视听相关政策不断推出

时间	政策	政策内容
2019 年 3 月	超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）	按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。
2021 年 3 月	国家十四五规划	加快 5G 网络规模化部署，用户普及率提高到 56%，推广升级千兆光纤网络。加快提升超高清电视节目制播能力，推进电视频道高清化改造，推进沉浸式视频、云转播等应用。推进媒

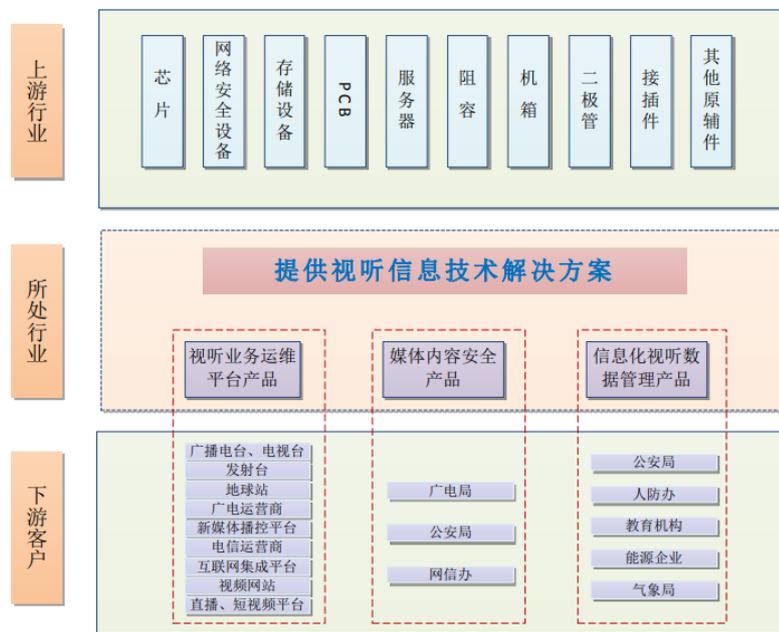
时间	政策	政策内容
2021年7月	《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》	体深度融合，做强新型主流媒体。完善应急广播体系，实施智慧广电固边工程和乡村工程。实现重点领域5G应用深度和广度双突破，构建技术产业和标准体系双支柱，进一步提升网络、平台、安全等基础能力，逐步形成5G应用“扬帆远航”的局面。
2022年1月	《“百城千屏”活动实施指南》	新建或引导改造国内大屏为4K/8K超高清大屏（以下简称公共大屏），丰富超高清视音频服务场景，加速推动超高清视音频在多方面的融合创新发展。
2022年1月	《高动态范围电视系统显示适配元数据技术要求》	规定了超高清电视高动态范围（HDR）在制作、传输、接收、显示等各个环节HDR视频显示适配的技术要求。能够规范和促进我国超高清视频产业发展。
2022年6月	《关于进一步加快推进高清超高清电视发展的意见》	目标到2025年底，全国地级以上电视台和有条件的县级电视台全面完成从标清到高清转化，标清频道基本关停，高清电视成为电视基本播出模式，超高清电视频道和节目供给形成规模。

资料来源：政府网站、西部证券研发中心

### 2.3 视听信息技术产业链完善，行业技术壁垒较高

**视听信息技术行业产业链完善。**视听信息技术行业的上游主要包括芯片、PCB、接插件、阻容、二极管、机箱、服务器、存储设备、网络安全设备等硬件设备及配件生产制造厂商。下游客户包括IPTV/OTT运营商、各级广电网络公司、新媒体播控平台、互联网视频内容提供商、电台和电视台等播出机构等以及广电局、公安局、网信办、人防办公室、气象局、教育机构、能源企业等。

图 22：视听信息技术行业上下游构成情况



资料来源：招股说明书、西部证券研发中心

**视听信息技术行业技术壁垒较高。**该行业属于技术密集型产业，产品研发和技术创新要求企业具备较强的技术实力。随着行业技术的不断发展，企业需要保持较高的技术投入并准确把握技术与行业发展趋势。此外，行业下游客户众多，需求不尽相同，企业只有深入垂直行业、在充分了解用户需求的基础上，才能研发出匹配用户真实需求的产品和解决方案。

随着4K、8K超高清技术的普及应用和清晰度提升，市场对企业信号生成、传输、处理和显示系统的技术都有更高的要求。博汇科技作为视听信息技术的领先者，有着三十年音视频技术研

发能力和长期的行业实践积累，能够在新的技术迭代中较好地保持竞争力。

表 7：视听信息技术行业技术要求

技术要求	说明
高可靠性	保证提供连续可靠的视听数据采集、分析、管理服务。
高准确性	在视听内容分析、质量分析中保持高准确度。
高清晰度、低延时	通过提供较好的画质和较低的交互延迟提升用户使用体验。
高安全性	防止视听数据在传输分发过程中被截取或篡改内容。
高兼容性	适配不同类型的视听数据传播渠道、编码格式、传输协议等。
强应用性	不同行业下游客户对产品的技术需求也不尽相同，在深入垂直行业，充分了解用户需求的基础上，才能研发出匹配用户真实需求的产品和解决方案。

资料来源：招股说明书、西部证券研发中心

**视听信息技术产业市场格局已经形成。**在视听信息技术产业领域，由于相关产品对技术要求较高，市场基本被博汇科技、北京蓝拓科技科技股份有限公司、赛特斯信息科技股份有限公司、任子行网络技术股份有限公司、北京淳中科技股份有限公司等占据。

表 8：视听信息技术领域相关企业

主要企业	公司介绍	相关产品
北京蓝拓科技股份有限公 司	成立于1999年，主要从事广播电视信号和音视频监测硬件产品的研发、生产、销售和技术服务业务，并以此为基础提供完整的广播电视监测系统集成服务。公司立足于广播电视监测和应急广播领域，专注音视频技术，可向广播电视、IPTV、OTT、互联网等全媒体行业提供个性化解决方案。	播出运维监测；广播电视监管；应急广播系统；测试测量平台
赛特斯信息科 技股份有限公 司	2007年成立于美国马里兰州，2008年，赛特斯南京公司成立。公司坚持以自主研发的涵盖云、网、端的软件定义通信软硬件产品为基础，致力于帮助电信运营、商、广电及政企行业客户构建软件定义化、云化、智能化的信息网络基础设施，打造应用和场景驱动的下一代网络的整体解决方案。	互联网视听节目监管；互联网电视集中监管；IPTV 业务综合监管；舆情监测；移动互联网视听节目监管系统
北京淳中科技 股份有限公 司	成立于2010年，是专注于分布式大屏控制技术研究与大屏应用产品制造的研发型企业。公司是全球领先的专业视音频显控产品及解决方案的供应商，为社会各类客户提供优秀的音视频解决方案，产品涵盖图像处理、矩阵切换、数字视频综合平台、显控协作、信号传输等系列产品。	分布式可视化综合管理平台；智能云卡

资料来源：各公司官网、年报、招股说明书、西部证券研发中心

### 三、AI监管行业景气度向上，公司业绩有望进一步增长

#### 3.1 深耕视听信息技术领域多年，积累众多实践经验

**公司深耕视听信息技术领域多年，技术、实验经验丰富。**公司基于强大的音视频技术研发能力和长期的行业实践积累，在边缘采集、智能分析、数据可视化、视听数据安全情报库、视听大数据感知预测等技术方面具有较强的竞争力。

表 9：公司技术积累丰富

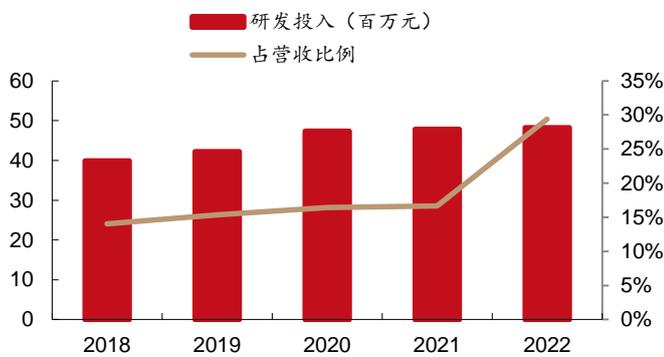
相关技术	技术说明
边缘采集技术	1、边缘采集涉及各类广播电视信号、互联网视听数据的采集技术，信道、传输协议、传输内容调制编码格式的多样化； 2、公司已经形成了成熟的技术体系和模块化的嵌入式产品以及规模化的平台产品。
智能分析技术	1、视听信号传输安全涉及较为复杂的数据分析，包括码流传输协议分析、会话信令分析、码流编码格式分析、码流内容异常分析、音频指纹和语义分析、视频内容人工智能分析，以及基于大数据积累的聚合分析和追踪分析等； 2、公司从最初的视听信号传输信道监测进入视听技术领域，逐步实现了基于智能分析技术上全栈的多层次积累，可以根

相关技术	技术说明
	据用户的行业应用和具体需求，快速组织技术模块，形成完整、成熟、稳定、针对性强的视听产品与方案。
数据可视化技术	1、公司注重信息化视听的顶层场景设计，利用大场景来体现数据资源和信号资源在业务流中的作用以及人机交互关系； 2、将多画面融合，将画面与传输链路融合，将数据标签与画面融合，将画面与空间融合，将业务呈现与大屏进行联动，将坐席、大屏以及业务呈现进行联动，在一定的视听空间内形成灵活的画面调度、资源分析、人机互动的视听数据应用方案。
视听数据安全情报库	1、通过积累的大量视听信号监测、视听内容安全信息以及对接的众多权威信息库、敏感信息发布渠道，构建视听数据安全情报库； 2、通过对情报库数据的关联归类和统计分析，可定制化输出满足不同业务需求的分析报告和报表，为决策分析提供数据支撑，并为视听大数据感知预测提供数据基础。
视听大数据感知预测技术	1、对监测数据、运维数据、媒体数据和资源数据等信息进行整合，打破信息孤岛和数据壁垒，提升海量数据的分析处理能力； 2、结合机器学习、关联分析、风险情报、可视化等手段，建立丰富的感知预警模型，提供全方面、多维度、智能化的媒体安全态势感知能力，实现媒体安全从被动防御到主动预警的智能提升，为管理部门提供价值更多的数据服务。

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

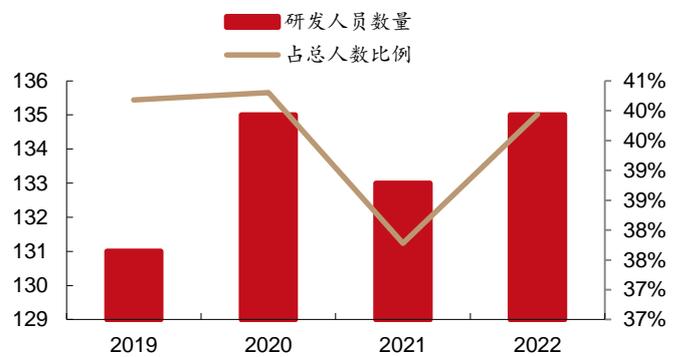
**注重研发投入，持续保持竞争优势。**公司经过多年的经验积累和技术沉淀，以自主知识产权的软硬件产品为基本架构，实现了软硬件产品功能的模块化与标准化，为客户提供定制化的视听信息技术解决方案。2022年公司研发费用为0.48亿元，占营收比例达到29.40%。作为一家技术驱动型企业，公司研发人员数量占比保持在37%以上。

图 23：公司研发费用保持增长



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

图 24：公司研发人员数量占比保持高位



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

### 3.2 积极参与行业建设，公司实力获业界认可

**积极参与行业建设，不断提高业内影响力。**公司是中国广播电视工业协会理事单位、中国广播电影电视社会组织联合会技术工作委员会会员单位、中国新闻技术工作者联合会会员单位等，累计参与制定多项国家、行业、团体标准。

表 10：公司积极参与行业建设

标准规范	发布时间	组织单位	公司参与情况
《“百城千屏”超高清视听频传播系统 专业解码器技术要求》	2022年2月		
《“百城千屏”超高清视听频传播系统 视音频编码：视频》	2022年2月	世界超高清视频产业联盟	参与撰写
《“百城千屏”超高清视听频传播系统 视音频编码：系统》	2022年2月		
《三维声音技术 第1部分：编码分发与呈现》	2022年4月		

标准规范	发布时间	组织单位	公司参与情况
《三维声音技术规范 第 3-1 部分：技术要求和测试方法 家庭影音设备》	2022 年 4 月		
《全媒体监测监管应用试点》课题	/	国家广播电视总局	参与研究
《监测监管标准体系》	/		
《广播电视与视听新媒体智慧监管白皮书》	/	国家广播电视总局	参与撰写
《有线电视标准化监测设备技术规范》	/		
《移动直播视频体验质量指标与评测方法》	/	中关村现代信息消费应用产业	参与修订
《中国视频消费用户体验白皮书》(2021-2022)	/	技术联盟视频体验联盟	参与起草

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

**参与多项评审赛事，实力获得业界认可。**公司积极参与业内资质评审、项目评审、赛事活动，实力获得业界认可。

表 11：公司参与多项业内评审、赛事

评审资质及奖项	获评时间	公司获评情况
2020 工业互联网创新峰会	2020	奖项类别：2019-2020 年度互联网产业视听大数据领域最佳创新产品 获奖项目：互联网视听节目监管系统
2020 数字经济领航者峰会	2020	奖项类别：“数字经济风帆奖” 获奖项目：“融媒体智慧监管云平台开发项目”
2021 年度第一批北京市企业技术中心创建 “专精特新”企业征集和评审工作	2021	获“北京市企业技术中心”认定 获北京市“专精特新”中小企业称号
《北京市智慧广电发展行动方案（2019 年-2022 年）》	2021	正式成为北京市智慧广电第二批重点实验室
中国国际广播电视信息网络展览会	2021	奖项类别：CCBN2021 产品创新杰出奖 获奖项目：视听内容篡改检测系统 奖项类别：CCBN2021 产品创新优秀奖 获奖项目：融媒体监测监管系统
2021 广播电视科技创新奖	2021	奖项类别：科技创新优秀奖 获奖项目：融媒体监测监管系统
首届新视听媒体融合 创新创意大赛	2022	优胜奖
高等学校智慧教室建设优秀案例征集活动	2023	奖项类别：项目特色案例奖 获奖项目：《博汇画面云高等学校智慧校园管理中心建设》、 《博汇大课堂高等学校阶梯教室建设》 奖项类别：项目优秀案例奖 获奖项目：《博汇云课堂高等学校智慧教室建设》

资料来源：公司年报、公司公众号、西部证券研发中心

### 3.3 优质客户数量众多，品牌影响力逐步扩大

**公司优质客户数量众多。**公司主营产品包括传媒安全、智慧教育、智能显控三个业务领域，下游广泛应用于传媒、教育以及政企等行业。

1、传媒行业中，公司的监测、监管产品目前已基本覆盖了国内各级监管机构、播出机构，并得到了用户的高度认可，客户主要有国家广播电视总局、中央广播电视总台、中国广电网络股份有限公司以及省市分支机构，央视和地方新媒体的 IPTV 播控平台，中国移动、中国联通和中国电信等电信运营商的省分公司，咪咕视讯、央视网等网络视听平台以及多

家政府保密单位。公司业务形成规模效应具有稳定的营收，建立起良好的品牌影响力。

2、教育行业，公司经过多年的耕耘相关业务取得了显著的成绩。用户遍及北京、山东、青海、江苏、安徽、内蒙古、辽宁、陕西、四川等省市区域，并打造了清华大学、北京大学、中国科学院大学、山东大学、山东第一医科大学、南京航空航天大学、青海大学等一系列本科院校和高职高专院校标杆项目，形成良好的市场品牌认知，业绩潜力巨大。

3、政企行业，公司与多家省级人防单位建立起合作关系，参与重点人防工程的信息化建设项目，形成了良好的品牌影响力。

表 12：公司客户多为国有企事业单位

行业	客户
传媒行业	国家广播电视总局以及全国 28 个省级广播电视局； 中央广播电视总台、中国广电网络股份有限公司以及 30 个省级广电网络公司； 央视新媒体以及 28 个省份、自治区和直辖市的 IPTV 播控平台； 三大电信运营商的 30 个省分公司；咪咕视讯、央视网等网络视听平台以及多家政府保密单位
教育行业	用户遍及北京、山东、青海、江苏、安徽、内蒙古、辽宁、陕西、四川等省市区域； 清华大学、北京大学、中国科学院大学、山东大学、山东第一医科大学、南京航空航天大学等院校
人防行业	山东、四川、陕西、湖北等省人防单位

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

**服务体系完善，客户需求黏度较大。**公司对外销售的主营产品具备技术含量高、运行周期长的特征，公司提供一系列售后服务，包括安装、调试、培训、维护以及持续的应用开发，尽最大可能解决客户需求、提升客户使用体验。

公司在业务的不断拓展过程中，十分注重服务体系的建设，目前已在全国所有省份长期派驻区域负责销售和技术人员，能够在产品完整的生命周期内及时响应，给予客户持续的技术支持和增值服务，获得了客户的一致认可。

## 四、盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

基本假设：

1、传媒安全：22 年公司该项业务受国内大环境影响，客户招投标工作延缓、停滞，订单量较上年同期有所减少，展望 23 年看，一方面公司 22 年延期订单会为公司 23 年收入带来增量，一方面公司在 AI 视频监管方面深入布局，符合 AIGC 目前发展趋势，同时媒体类客户是公司发展核心优势，我们预计 23-25 年该项业务营收增速分别为 54%/30%/28%，毛利率分别为 55%/56%/57%。

2、智慧教育：22 年受国内大环境影响影响，校内 IT 建设受到搁置，公司作为教育 IT 产业链重要一环，受到影响较大，未来随着教育 IT 市场的快速发展，22 年相关贴息教育政策将会落地，受益整个行业背景的加速发展，公司在 AI 监控领域有比较明显优势，我们预计 23-25 年该项业务收入增速分别为 55%/25%/20%，毛利率分别为 43%/44%/45%。

3、智能显控/其他业务：两块为公司非重点业务，预计随着公司前两项业务的增长而增长，其中智能显控业务与传媒安全智慧教育关联性更加突出，因此假设智能显控业务 23-25 年增速分别为 35%/20%/15%，毛利率分别为 47%/48%/49%；其他业务增速分别为 10%/9%/8%，毛利率分别为 25%/26%/27%。

公司整体业绩来看，22年由于大环境影响，相关项目订单滞后交付，且22年依然保持自然增长投入，因此期间费用率较高。展望23年公司在AIGC浪潮背景下以及智慧教育赛道解决方案加速落地的环境下，公司收入或将实现高增长，公司此前为迎接发展机遇做了较为充分的投入，预计今年业绩有望实现反转。

表 13: 营收预测

	2022	2023E	2024E	2025E
传媒安全 (百万)	121.85	187.65	243.94	312.25
yoy	-35.27%	54.00%	30.00%	28.00%
毛利率	54.70%	55.00%	56.00%	57.00%
智慧教育 (百万)	25.99	40.28	50.36	60.43
yoy	-57.02%	55.00%	25.00%	20.00%
毛利率	43.09%	43.00%	44.00%	45.00%
智能显控 (百万)	15.99	21.59	25.90	29.79
yoy	-57.44%	35.00%	20.00%	15.00%
毛利率	46.21%	47.00%	48.00%	49.00%
其他业务 (百万)	0.19	0.21	0.23	0.25
yoy	-77.81%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	-148.66%	25.00%	26.00%	27.00%
<b>总收入 (百万)</b>	<b>164.02</b>	<b>249.73</b>	<b>320.43</b>	<b>402.71</b>
<b>yoy</b>	<b>-42.88%</b>	<b>52.26%</b>	<b>28.31%</b>	<b>25.68%</b>
<b>毛利率</b>	<b>51.80%</b>	<b>52.35%</b>	<b>53.45%</b>	<b>54.59%</b>

资料来源: wind、西部证券研发中心

综上所述，我们预计公司23-25年收入分别为2.50、3.20、4.03亿元，归母净利润分别为0.50、0.70、1.00亿元。

## 4.2 估值

我们选取AI监管赛道的上市公司美亚柏科、当虹科技、人民网、新华网、中新赛克、浩瀚深度作为公司的可比公司，截至2023年5月15日，23年行业平均PE为56.69，结合公司今年业绩有望实现反转，且公司作为AI音频监管小巨头，给予50倍PE，得到公司目标价为44.40元。

表 14: 可比公司估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价	归母 23E	归母 24E	PE 2023E	PE 2024E
300188.SZ	美亚柏科	183.15	21.31	3.13	4.10	58.49	44.71
688039.SH	当虹科技	44.31	55.17	0.85	1.33	52.15	33.44
603000.SH	人民网	224.79	20.33	无预测	无预测	无预测	无预测
603888.SH	新华网	149.58	28.82	2.90	无预测	51.65	无预测
002912.SZ	中新赛克	72.40	42.40	1.72	2.61	42.09	27.74
688292.SH	浩瀚深度	56.95	36.24	0.72	0.87	79.10	65.46
<b>平均值</b>						<b>56.69</b>	<b>42.84</b>

资料来源: wind、西部证券研发中心

PS: 截至2023年5月15日收盘价

## 五、风险提示

### 1、AI 监管方向发生变化

AI 技术迅速发展，行业出现众多数据合规安全问题，AI 监管成为未来发展趋势，公司深耕媒体视频监管领域，如若监管方向发生变化，会影响公司整体业绩发展。

### 2、政策进展不及预期

公司所在 AI 监管赛道尚处在初级发展阶段，行业监管条例需要完善，如若政策进展不及预期，会影响公司整体发展。

### 3、公司下游客户需求发生变化

公司下游客户主要为媒体、政企和学校，面临多样化需求，如果下游客户需求发生变化，会影响公司整体业务进展。

### 4、股东减持风险

公司 4 月 18 日发布《股东减持计划》，由于经营发展需要，数码视讯拟通过集中竞价或大宗交易的方式合计减持其持有的公司股份不超过 1136000 股，即不超过公司总股本的 2.00%，该事件存在对股价造成波动的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	270	179	397	436	506	营业收入	287	164	250	320	403
应收款项	173	147	164	219	284	营业成本	128	79	119	149	183
存货净额	27	35	35	47	64	营业税金及附加	2	2	2	3	5
其他流动资产	137	141	10	13	12	销售费用	57	58	40	48	56
<b>流动资产合计</b>	<b>606</b>	<b>502</b>	<b>606</b>	<b>715</b>	<b>867</b>	管理费用	65	65	47	54	56
固定资产及在建工程	195	213	200	187	173	财务费用	(7)	(2)	(4)	(6)	(7)
长期股权投资	1	10	10	10	10	其他费用/(-收入)	(9)	(4)	(8)	(4)	(1)
无形资产	13	14	18	22	25	<b>营业利润</b>	<b>51</b>	<b>(35)</b>	<b>53</b>	<b>76</b>	<b>110</b>
其他非流动资产	21	84	37	44	51	营业外净收支	3	2	2	2	2
<b>非流动资产合计</b>	<b>230</b>	<b>322</b>	<b>265</b>	<b>263</b>	<b>259</b>	<b>利润总额</b>	<b>54</b>	<b>(33)</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>112</b>
<b>资产总计</b>	<b>836</b>	<b>823</b>	<b>871</b>	<b>978</b>	<b>1,126</b>	所得税费用	5	(5)	5	8	12
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>49</b>	<b>(28)</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>100</b>
应付款项	86	105	104	140	188	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>49</b>	<b>(28)</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>100</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>86</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	<b>141</b>	<b>189</b>						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他长期负债	2	3	2	2	2	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	ROE	6.7%	-3.9%	6.8%	8.8%	11.3%
<b>负债合计</b>	<b>88</b>	<b>109</b>	<b>106</b>	<b>143</b>	<b>191</b>	毛利率	55.3%	51.8%	52.3%	53.4%	54.6%
股本	57	57	57	57	57	营业利润率	17.6%	-21.3%	21.4%	23.7%	27.4%
股东权益	748	715	765	835	935	销售净利率	17.1%	-17.3%	20.2%	21.9%	24.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>836</b>	<b>823</b>	<b>871</b>	<b>978</b>	<b>1,126</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	-0.3%	-42.9%	52.3%	28.3%	25.7%
						营业利润增长率	1.9%	-169.0%	252.9%	42.4%	45.0%
						归母净利润增长率	5.9%	-157.8%	277.5%	39.1%	42.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	10.5%	13.2%	12.2%	14.6%	16.9%
						流动比	7.00	4.75	5.81	5.08	4.60
						速动比	6.70	4.42	5.47	4.75	4.26
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.87	(0.50)	0.89	1.24	1.76
						BVPS	13.17	12.58	13.47	14.71	16.47
						<b>估值</b>					
						P/E	38.9	(67.4)	38.0	27.3	19.2
						P/B	2.6	2.7	2.5	2.3	2.0
						P/S	6.7	11.7	7.7	6.0	4.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。