

大视频时代运营商 AIGC 龙头

2022 年 12 月 05 日

➤ **由 AI 大视频向 AIGC 元宇宙视频会议进军。**公司自 2009 年成立以来，通过其“大视频”以及 AI 战略的不断推进，于 2019 年提供超高清业务平台建设服务、4K 高清转码服务；**在 AIGC 带来各类数据自动生成文字、语音、图形乃至三维建模的浪潮下**，公司于 2020 和 2022 年持续打造 VR 视频能力平台，并在元宇宙中实现 VR 能力引擎化。明确的战略规划于 2021 年成功吸引国有混改基金强势入场，目前已成为持股 7.33% 的第二大股东。

➤ **运营商及 AIGC 送来东风，业务有望振翅而起。5G 流量跃迁式上升，有望打破 4G 时代下，上层聚焦、下层分散的“二八定律”。**在 4G 时代由于运营商在应用层话语权缺失，而互联网公司在不同应用领域占据主导地位，流量入口呈聚焦化。随着 5G 的到来，超高清视频、云游戏、车联网等应用开始以更为成熟的姿态进入实际使用领域，**而手握全新移动互联网通信渠道的运营商则再次在流量传输端掌握了先机。**通过：1) 依托用户套餐提升获客能力；2) 强化版权和应用生态圈布局；3) 依托网络禀赋&技术禀赋，发力“5G 超高清”、AR/VR 等领域的三步大棋，**落地推广+独家内容的“两手抓”的商业模式。**以中国移动为例，咪咕 2022 年 10 月 MAU 达到 7030 万人，世界杯期间有望创新高，通过热点赛事实现用户留存策略初见峥嵘。**在元宇宙具备打破距离和场景限制的特性下，结合 AIGC 自动形成文字、图像、音视频乃至 3D 的功能，云宇宙视频会议将是重要的落地场景。**在元宇宙具备沉浸式的视觉效果、多元化的社交互动、去中心化及分布式组织结构等功能下，通过 AIGC 虚拟人与元宇宙会议作为打破距离和场景限制的直接方式，有望快速落地。

➤ **四大业务构建运营商等优质客户+AIGC 会议全覆盖。**公司已形成融合媒体生态系统、高新视频技术平台、AI 视频大数据平台的三大业务板块。**1) 融媒体运营管理平台：**通过对视频全生命周期的深度介入，实现基于 AI 视频内容生产运营分发体系。据 2021 年报，公司获得阿里云市场服务商认证，并获得阿里云市场传媒行业云的首页推荐；持续推进互联网电视平台、运营商政企客户的重点场景和澎湃等主流应用的市场渗透率。**2) 高新视频技术平台：**公司高清视频解决方案顺利落地，在技术支撑和赛事运营等方面对 2021 年欧洲杯/东京奥运会/北京冬奥会以及 2022 年世界杯等各种大型体育赛事和活动直播的顺利进行提供全力保障。**技术土壤迎来元宇宙之风，端到端 VR 视频应用平台放量在即。**据公司 2022 年半年报，公司成功中标咪咕视讯 2022-2024 年 VR 能力系列订单，整体中标金额超 2000 万元；而控股公司时未科技于 2022 年 11 月连续中标百度希壤元宇宙项目和中国商飞工业元宇宙项目。**3) AI 视频大数据平台：**通过智能视频云平台技术，实现可支撑百万路摄像头，并以云化接入为主，私有化接入为辅的混合型大型视频汇聚系统。

➤ **投资建议：**公司作为以“大视频+AI”为核心战略的行业龙头，在超高清视频产业以及运营商借助 5G 良机全面升级视频的背景下，有望迎来新一轮发展高峰。同时公司长久的技术储备，助力公司落地元宇宙视频会议的重要场景，对应调整相关盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.48、1.51、2.52 亿元，当前股价对应 22/23 年 PE 为 90X/29X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险；子公司投资项目建设进度不及预期；运营商客户收入占比较高。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	362	388	713	1,034
增长率 (%)	10.4	7.0	84.0	45.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	66	48	151	252
增长率 (%)	-8.5	-26.5	213.9	66.5
每股收益 (元)	0.24	0.18	0.56	0.93
PE	66	90	29	17
PB	2.6	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 12 月 5 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

16.17 元


分析师 吕伟

执业证书: S0100521110003

电话: 021-80508288

邮箱: lvwei_yj@mszq.com


分析师 马天诣

执业证书: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

相关研究

1.网达软件 (603189.SH) 2022 年三季度报点评: 业绩短期承压, 三大业务稳步推进-2022/11/16

目录

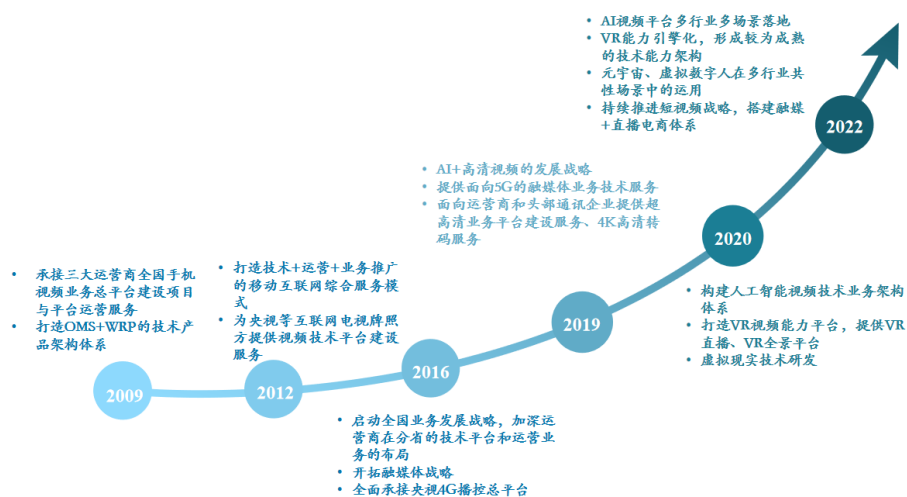
1 大视频时代运营商 AIGC 龙头	3
1.1 互联网视频解决方案龙头，长期布局“大视频+AI”	3
1.2 长期深耕运营商市场，提前卡位 AIGC 元宇宙会议	4
2 运营商及元宇宙送来东风，业务有望振翅而起	7
2.1 流量跃迁式上升，运营商野望再现	7
2.2 AIGC 快速迭代下，助力元宇宙视频会议迅速落地	10
3 三大业务构建运营商等优质客户+元宇宙全覆盖	13
3.1 融合媒体生态系统：为智能化视频运营平台打造	13
3.2 高新视频领域：从视频编解码走向无处不视频的愿景	15
3.3 AI 视频大数据平台：构建视频汇聚和企业数字化中台	19
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	24
4.3 投资建议	24
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 大视频时代运营商 AIGC 龙头

1.1 互联网视频解决方案龙头，长期布局“大视频+AI”

网达软件成立于 2009 年，是国内超高清视频解码以及互联网视频平台运营的龙头企业，公司于 2016 年 9 月 14 日在 A 股成功上市，主营业务为融合媒体运营平台项目、移动多媒体软件及服务。自 2018 年公司承建运营商世界杯的直播平台项目起，随着其“大视频”以及 AI 战略的不断推进，分别于 2019 年落地面向运营商和头部通讯企业提供超高清业务平台建设服务、4K 高清转码服务；2020 和 2022 年持续打造 VR 视频能力平台，并在元宇宙中实现 VR 能力引擎化，形成较为成熟的技术能力架构。

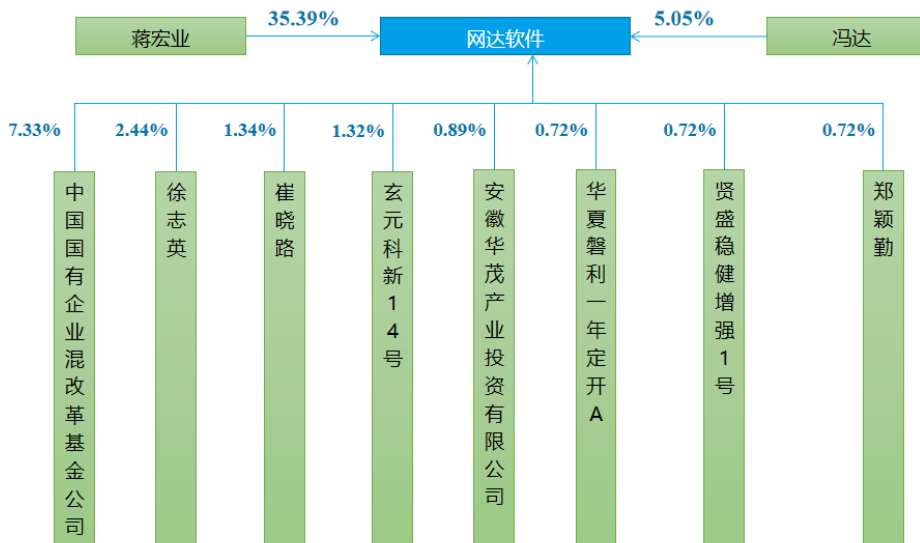
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

股权结构稳定，国有背景基金强势入场。截至 2022 年三季度，公司总股本为 2.70 亿股，前十大股东合计持股 55.74%。公司第一大股东以及实际控制人为蒋宏业先生，直接持有公司 35.39%股份。第二大股东为中国国有企业混合所有制改革基金有限公司，作为经国务院批准设立的国家级私募股权投资基金，自 2021 年成为公司的第二大股东，直接持有公司 7.33%股份。

图2：公司股权架构



资料来源：wind，民生证券研究院；（注：截至 2022 年三季度）

1.2 长期深耕运营商市场，提前卡位 AIGC 元宇宙会议

1.2.1 运营商：融媒体为基，大视频+AI 两翼齐飞

公司深度覆盖运营商视频业务全生命周期。公司采取“大视频+AI”战略，打造高新视频技术平台、AI 视频大数据平台、融合媒体生态系统三大传统业务板块和 VR 视频应用平台新兴板块，为移动运营商及旗下视频平台的视频业务提供全生命周期服务。

- 1) 超高清解编码平台可以帮助运营商在转播过程中实现实时转码、精准翻译、自适应画质增强、远程交互等功能；
- 2) 融媒体平台助力运营商旗下视频平台提供高效的内容、渠道、平台、经营、管理一体化的媒体信息生产发布平台；
- 3) 视频大数据分析平台可以帮助运营商对视频数据资源进行整合分析，应用于用户业务；
- 4) VR 平台可以面向个人和企业提供 VR 视频支撑，将 VR 的点直播能力面向市场用户开放，满足 5G 时代 VR 点直播需求。

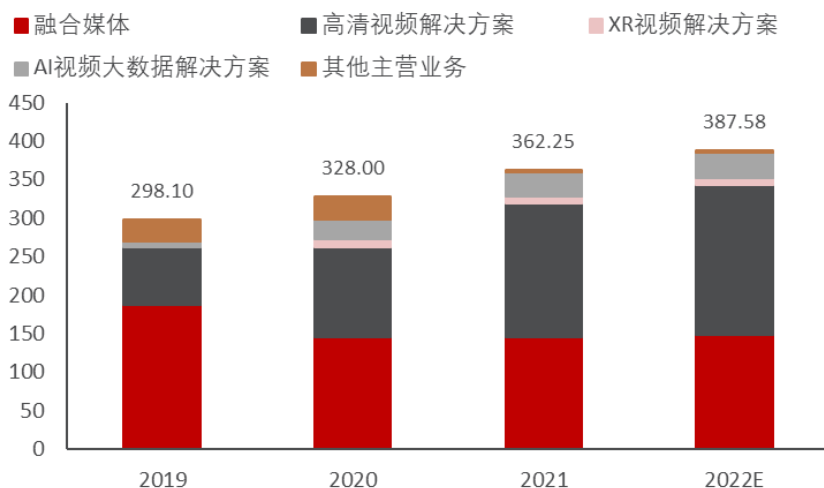
图3：公司深度覆盖运营商视频相关业务



资料来源：民生证券研究院绘制

公司以融媒体业务实现经营安全垫，大视频+AI 分享 5G 发展新机遇，推动公司进入业务增长快车道。公司融媒体业务是立身之本，积累大量优质头部客户，2021 年收入约 1.5 亿元，未来有望在现有基础上开拓云厂商和融媒市场业务进一步提高收入。自 2019 年起，超高清视频业务和 AI 视频大数据业务为公司带来增长新契机，公司已从为运营商提供传统 4K 视频技术服务，发展为运营商、广电、华为等提供 8K 超高清视频技术服务及相关 AI 视频大数据产品，大视频+AI 收入占比从 2019 年的约 25% 迅速增长至 2021 年的超 50%，考虑到运营商等主要客户 5G 时代将重点加码超清视频相关业务，相关收入有望未来持续高增。未来公司将持续贯彻发展新大 B 扩大市场份额，研发新技术推进新产品落地的驱动战略。

图4：公司业务拆分 (百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院预测

1.2.2 AIGC 快速迭代，为元宇宙会议加速

公司持续探索虚拟现实 (VR) /增强现实 (AR) 与产业结合与创新，在 AIGC 快速迭代下，落地视听内容元宇宙会议新模式。公司重点打造国内领先的企业级产品级的 VR 应用，VR 平台已经在运营商领域得到应用，承建了中国移动云 VR 客户端、VR 视频运营平台、云 VR 视频能力服务等平台项目。在 AIGC 已经形成对文本、图像、音视频乃至 3D 建模智能生成的背景下，未来公司将以元宇宙会议系统为切入点不断将视频技术与元宇宙万亿市场相结合，持续完善包括人机交互、人工智能、数字孪生在内的元宇宙相关技术，形成基于 XR 平台-内容-应用场景的行业应用生态链，协助企事业单位打造虚拟数智化运行管理平台。截至 2022 年 12 月，公司元宇宙相关业务已经拿下多个重磅标杆，如中国移动（浙江）创新研究院与东方卫视合作天宫实验舱直播项目、某地市公安大脑元宇宙虚拟会商系统项目、百度希壤元宇宙项目和中国商飞工业互联网项目等。我们认为，公司与中国移动等通信巨头合作不断打磨 VR 等元宇宙技术，并通过自有应用如元宇宙会议系统复用变现，能够有效保持公司在元宇宙领域的先发优势。

图5：时未科技元宇宙会议系统



资料来源：中国证券网，民生证券研究院

2 运营商及元宇宙送来东风，业务有望振翅而起

2.1 流量跃迁式上升，运营商野望再现

4G 时代，随着移动互联网的提速降费工作推进以及智能终端的大规模覆盖，推动了内容端应用的快速崛起。在这一趋势下，掌握流量入口以及用户需求的互联网公司得以高速发展，而运营商由于在内容端发展的节节失利，逐渐在这一领域被边缘化，只能固守在流量管道。根据艾瑞咨询最新数据显示，2022 年 10 月由运营商主导的各类移动 APP 月活数据皆不如其他互联网公司产品，以综合视频为例，中国移动咪咕月活仅 7000 万左右，不到 top1 抖音的 10%，排名仅 13 名，作为 4G 的主流应用：音乐、阅读等都是大幅落后。

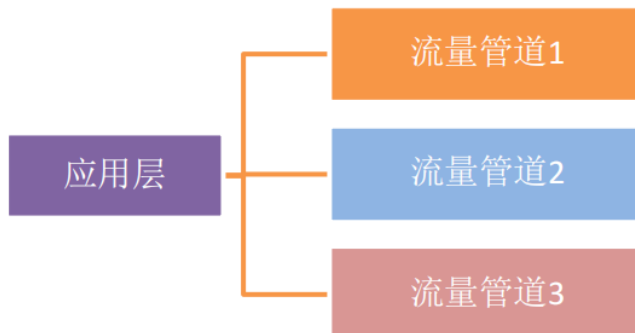
表1：运营商旗下 APP 市占率较低（月活排名低于前三十数据不公开）

类别	运营商	APP	月度独立设备数 (万台)
综合视频	中国移动	咪咕视频	7030
	中国电信	天翼视讯	-
	中国联通	沃视频	-
	TOP1	抖音	80057
移动音乐	中国移动	咪咕音乐	2752
	中国电信	爱音乐	-
	中国联通	爱听 4G	-
	TOP1	酷狗音乐	26514
综合阅读	中国移动	咪咕阅读	187
	中国电信	天翼阅读	-
	中国联通	沃阅读	-
	TOP1	番茄小说	6332
漫画	中国移动	咪咕圈圈	-
	中国电信	爱动漫	-
	中国联通	-	-
	TOP1	快看漫画	3704
游戏中心	中国移动	咪咕快游	-
	中国电信	爱游戏	-
	中国联通	沃游戏	-
	TOP1	4399 游戏盒	854
支付	中国移动	和包支付	-
	中国电信	翼支付	1360
	中国联通	沃钱包	-
	TOP1	支付宝	78525

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

4G 时代，互联网大厂纷纷超前卡位应用和流量管道，整体呈现出上层聚焦，下层分散的“二八定律”。由于运营商在应用层话语权缺失，而各大互联网公司在不同应用领域占据了主导地位，因此应用的流量入口呈聚焦化，而流量则因为缺乏专属应用的引导能力而呈分散化状态，从而为作为运营商的流量资费业务增加更大的竞争压力。

图6：4G 时代流量缺乏引导而分散化



资料来源：民生证券研究院绘制

随着 5G 的到来，超高清视频、云游戏、车联网等应用开始已更为成熟的姿态进入用户的实际使用领域，而手握全新移动互联网通信渠道的运营商则再次在流量传输端掌握了先机。以此为基础，在 5G 向用户渗透的过程中自传输端向应用端展开逆袭，已成为三大运营商的共同战略。从战略布局来看，在推动基站建设以及终端覆盖等同时，随着 5G 的到来，超高清视频、云游戏等 2C 应用加速发展，运营商有望重新获得优势地位：1) 依托用户套餐通过免会员费、免流量的方式显著提升了获客能力；2) 强化版权布局，加紧应用生态圈的构建；3) 依托网络禀赋 & 技术禀赋，发力“5G 超高清”、AR/VR 等领域。

表2：中国移动 5G 生态重点布局

产品	简介
咪咕视频	平台储备超 1035 万条视频，超 10000 部精彩大片，超 1200 路音视频直播，以及超 9000 场 LiveShow。内容覆盖体育、影视、综艺、直播等多个领域，其中以体育为特色，拥有世界杯、五大联赛、NBA、CBA 等头部赛事版权优势，在 2021-2022 年间协同中央广播电视总台成功完成东京奥运会及北京冬奥会的转播。
咪视通	咪视通聚合海量头部新热影视综艺及特色体育内容，为家庭用户提供丰富正版内容及高清流畅的综合类视频服务，并结合 5G、4K、8K、AI、VR 等技术，打造超高清、多场景、沉浸式的极致观影体验。
移动云 VR	移动云 VR 是中国移动面向用户推出的专注于 VR 内容线上观看、VR 游戏线上体验的产品，通过 5G+8K+VR 先进技术，为用户打造全场景、沉浸式、端到端的“内容+产品+终端”的视觉新服务。全场景内容覆盖，海量内容行业第一。移动云 VR 依托中国移动“双千兆”前沿技术优势和旗下咪咕公司丰富的数字内容 IP 优势，聚焦巨幕影院、全景视频、VR 直播、VR 游戏、VR 应用五大内容场景，覆盖影视、知识、体娱、直播、游戏五大垂类内容生态，内容时长已达 6.5 万小时，稳居行业规模第一。

资料来源：咪咕官网，民生证券研究院

从商业模式来看，目前初见其形的模式呈推广 + 独家内容的“两手抓”：

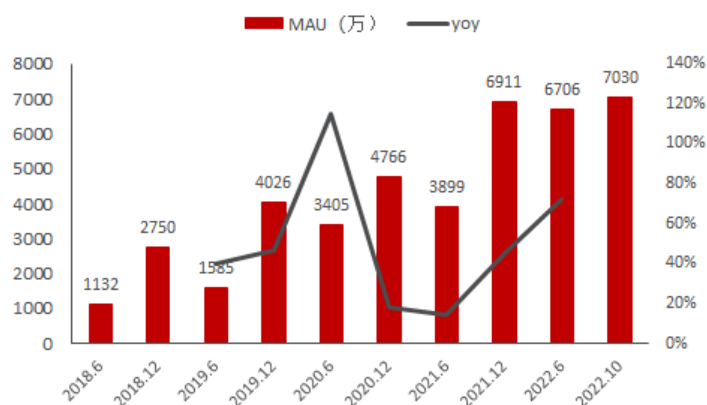
- 1) 以 5G 套餐为带动, 优先将自身应用涵盖入套餐中, 将应用服务收入与流量资费融合, 从而实现覆盖根据地的快速上升。根据三大运营商公布的 5G 套餐内容, 运营商的 5G 套餐普遍包含自身应用, 以免会员费、免流量的方式提升他们的获客能力, 同时也引入其他互联应用层网公司的应用产品, 以达到进一步增强自身流量的使用粘性。在这当中, 超高清视频等作为目前 5G 应用最为明确的方向, 已成为三大运营商的首要孵化应用。以此为起点, 伴随着运营商以 5G 套餐为基础逆转自身在应用层的劣势, 由其主导的应用将推动分散化的流量向自身流量管道聚焦。

表3: 运营商 5G 套餐包含内容端权益

运营商	套餐权益
移动	套餐包含 5G 畅玩包, 可免费畅享咪咕视频、咪咕音乐、咪咕快游中的各类 VR 专享、超高清视频、至臻音乐、云游戏等。
联通	包含 5G 专属内容 VR (巨幕影院、全景视频、3D)、4K 超清、AR、视频彩铃、5G 阅读、5G 游戏、AI 互动、多视角观看等
电信	电信视讯 APP 包含天翼云游戏、云 VR、超高清等, 以及其他厂商产品如爱奇艺、腾讯视频等。

资料来源: 运营商官网, 民生证券研究院

- 2) 落实独家核心内容, 在特殊时期迎来质变, 并在后续实现用户留存率稳步上升。以中国移动为例, 面向超高清与沉浸互动体验, 打造以“小屏+大屏+VR 屏”三角产品为矩阵的全维度产品体系, 以体育为核心切入口, 持续构建内容领先生态。自 2018 年世界杯以来, 咪咕视频持续深耕体育内容布局, 拥有世界杯、五大联赛、NBA、CBA 等头部赛事版权, 在 2021-2022 年间协同中央广播电视总台成功完成东京奥运会、北京冬奥会、世界杯等热点赛事的转播, 咪咕 2022 年 10 月 MAU 达到 7030 万人, 世界杯期间有望创新高, 通过热点赛事实现用户留存的策略较为成功。

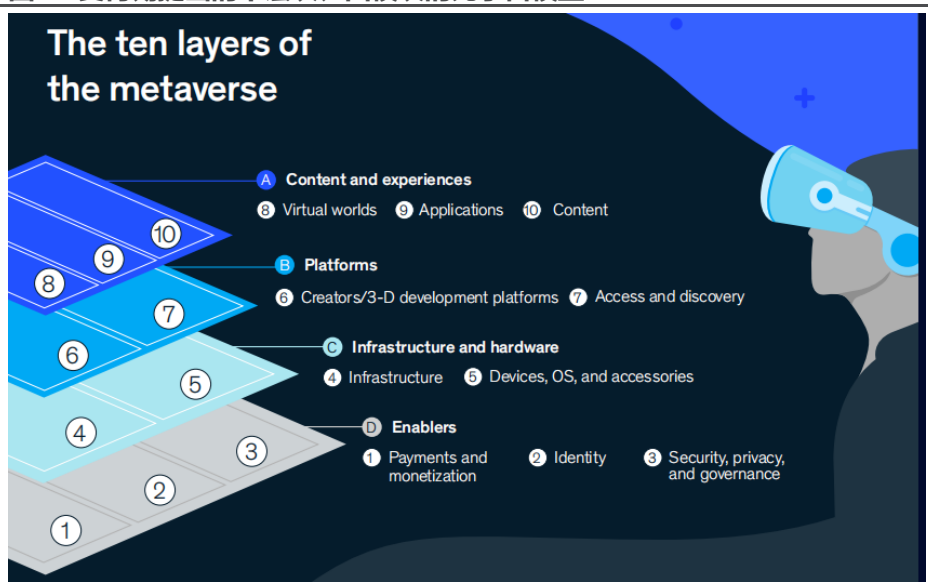
图7: 咪咕视频 MAU (万人)


资料来源: 艾媒数据, 中国移动招股说明书, 民生证券研究院

2.2 AIGC 快速迭代下，助力元宇宙视频会议迅速落地

据麦肯锡《元宇宙中的价值创造》，元宇宙由支付和货币化、身份、安全隐私管理、基础设施、设备操作系统和配件、创作者/3D 开发平台、访问探索、虚拟世界、应用、内容等十个层次构成，分别构建内容和体验、平台、基础设施和硬件，以及促成因素四个功能模块，目的是提供具备沉浸式的视觉效果、多元化的社交互动、去中心化及分布式组织结构特性，在不同于现实的空间中，人们以虚拟身份自由地创作和交易。结合麦肯锡报告，我们认为元宇宙功能核心是打破人类活动距离和场景的限制，将极大提高各类经济、文化等活动的效率。

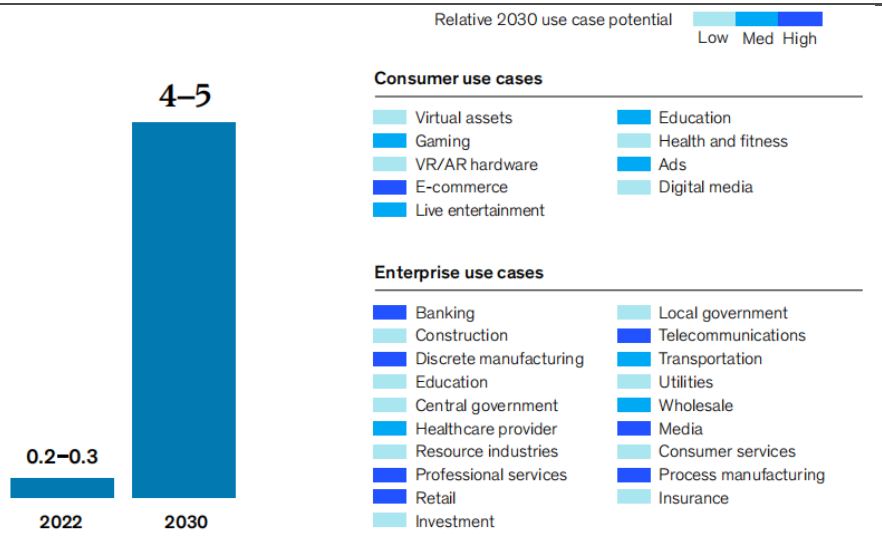
图8：麦肯锡提出的十层次、四模块的元宇宙模型



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

元宇宙建设如火如荼，市场规模 2030 年有望达到 5 万亿美元。据麦肯锡《元宇宙中的价值创造》，从供给端，行业龙头、创业者等不同玩家不断加码元宇宙，2022 年上半年已经有超过 1200 亿美元流入元宇宙领域，是 2021 年 570 亿美元的两倍多。除资本之外，Meta、微软、英伟达、苹果和 Alphabet 等科技巨头全面布局元宇宙十个层次，元宇宙已经成为科技巨头的重要战略方向。从需求端，麦肯锡调研得出，59%的消费者在日常活动向虚拟世界的转变感到兴奋，元宇宙落地得到保障。良好的供需格局促进元宇宙市场规模迅速扩大，麦肯锡预测 2022 年元宇宙市场规模 0.2-0.3 万亿美元，2030 年元宇宙市场规模将达到 5 万亿美元，其中电子商务占比最大达到 2-2.6 万亿美元。

图9：麦肯锡预测 2030 年元宇宙市场规模将达到 5 万亿美元



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

在 AIGC 快速进化下，虚拟人与元宇宙会议作为打破距离和场景限制的直接方式有望快速落地。自 2014 年生成对抗网络（GAN）首次将 AI 绘画技术推向世界，目前已逐步形成以深度学习模型 CLIP 结合去噪扩散模型 Diffusion 的模式，并于今年迅速迭代至在几分钟甚至数十秒即可生成媲美专业画师的作品。

图10：AI 作画应用 Midjourney 生成的绘画作品《太空歌剧院》



资料来源：澎湃，民生证券研究院

表4: AI 作图模型

AI 作图的模型	特点	出现时间
GAN(Generative AdversarialNetwork)	不稳定、分辨率低、只会模仿无法原创	2014 年
CAN(Creative AdversarialNetworks)	表达抽象、能够原创	2017 年
DALL-E(OpenAI)	文字转绘画、绘画水平一般	2021/2/1
CLIP+VQGAN	可文字转绘画、开源、绘画水平一般	2021/4/1
Disco Diffusion (CLIP+Diffusion)	可文字转绘画、开源、原创性、图片精美、渲染时间长	2022/2/1
Midjourney	可文字转绘画、付费、适合人像、突出细节	2022/3/1
DALL-E2(OpenAI)	可文字转绘画、付费、限制较多、对复杂文字理解准确、艺术性不高、渲染快	2022/4/1
Stable Diffusion	可文字转绘画、免费开源、原创性、灵活度高、图片精美、真实感、艺术性、渲染快	2022/8/1
Imagen(Google)	有限公开, 理论上比 DALL-E2 效果好	2022/11/1

资料来源: PANews, 民生证券研究院

而主打交互感和沉浸感为核心的元宇宙视频会议, 其本质是通过虚拟人模拟自身+虚拟场景模拟现实的模式, 与 AIGC 的实际能力保持高度统一性。据甲子光年《虚拟人应用与实践报告》, 虚拟人在是贯穿元宇宙全场景的生产力和生产工具, 是元宇宙发展的重要基础; 而元宇宙会议在锚定以会议为核心, 对于强场景、强互动的沉浸式体验是首要需求。根据网达软件公众号, 后疫情时代, 人们对线上办公、生活的需求飙升, 元宇宙会议系统可以通过全新技术手段打破时空的限制, 实现强场景、强互动的沉浸式体验: 随时随地加入到虚拟会议室开会, 全员参会可能性更高, 支持多终端接入线上会议, 满足多类型、多场景、跨部门的会商需要, 未来有望催生千亿级元宇宙市场。通过梳理, 一场大型的元宇宙会议应该同时具备文字、图像、音频、视频、3D 建模以及代码等六大功能。而大型会议存在海量的定制化需求, 仅靠人工推动并不现实, 而通过 AIGC 准确且高效的生产, 将是未来的主要方向。

表5: AIGC 与元宇宙会议技术高度一致

AIGC 技术	在会议中的应用
AI 生成文字	剧情设计、剧本、情节叙事
AI 生成图像	人物、头像、道具设计
AI 生成音频	人物配音、音效、音乐
AI 生成视频	场景动画、人物动作、特效
AI 生成 3D	人物 3D 模型、会议场景、元宇宙场景
AI 生成代码	地图编辑器、会议主程序

资料来源: PANews, 民生证券研究院

3 三大业务构建运营商等优质客户+元宇宙全覆盖

公司主要面向运营商、媒体以及金融等行业，为客户提供专业领先的互联网多媒体业务。公司坚持以客户需求为导向，为客户提供全方位的开发和保障，形成了合作良好的客户关系，目前覆盖的客户领域包括：运营商客户；中国网络电视台、澎湃新闻等在内的广电媒体；国家电网、华为、太平洋保险等在内的金融集团。

公司围绕大视频技术，落子于融媒体运营管理平台、高新视频领域、AI 行业视频分析平台、XR 视频解决方案等四大业务体系，形成融合媒体生态系统、高新视频技术平台、AI 视频大数据平台的三大主要业务板块。四大技术体系交融贯通，实现优质客户领域和元宇宙的共振。

图11：公司主要客户



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.1 融合媒体生态系统：为智能化视频运营平台打造

为大型移动互联网视频产品，打造高度智能化的视频运营平台，实现效能和体验倍增。以综合性、聚合性、区域性融媒体平台为定位，以客户端 APP 为主，微信矩阵、微博矩阵、网站及社交自媒体号等多传播途径为辅，形成统一用户数据、统一运营的新型融媒平台，对接省级/县级融媒体中心，支持公有云端部署，构建直播、点播、短视频、互动、图文、音频、融媒号、政务服务、社交、电商、节目海选、付费打赏等应用场景，借助大数据系统完成内容精准推送、精准投放，形成粉丝积累、用户转化、商业变现的新媒体生态闭环。融媒体运营管理平台通过对视频生产——视频运营——视频分发——视频交互等全生命周期的深度介入，实现基于人工智能的视频内容生产运营分发体系。

公司融合媒体生态系统以云原生架构技术构建融媒产品流水线研发体系。公司为了提高融媒业务系统的开发效率，保持系统领先性，采用云原生架构技术对系统进行全面升级，构建移动优先、全部云化的研发流水线体系，建立了需求管理、系统设计、代码研发、功能测试、集成运维等基于云服务进行开发管理的系列规范，产品覆盖从资源到中间件到运营管理体系的融媒体全生命周期。在融媒体资源领域，公司做到媒资库、标签库、版权库和介质库全统一，使近百种内容格式的复合管理以及高速准确的检索管理成为可能；在中间件领域，公司可以提供跨平台引擎、实现便捷、高效的客户端一次性开发、多平台/多终端的 WRP 客户端中间件，基本满足各类适配需求；在运管系统领域，公司运管系统可以及逆行大规模、高并发、跨地域的移动互联网多媒体海量内容的组织运行和包装，以及多屏多门户的统一发布和管理。

图12：公司融媒体生态产品线覆盖融媒体全生命周期



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司在传统融媒体运维基础上拓展融媒市场商业模式。公司主要通过网络营销解决方案、电子商务解决方案和最新的视频+电商解决方案帮助客户利用融媒体变现。其中网络营销解决方案是为客户提供自主制作营销活动的系统方案，如：1) 视频观看过程中，通过红包、抽奖、小游戏、大转盘等营销活动进行话费或流量奖励；2) 电子商务解决方案是通过建设垂直电商平台实现商品、订单、购物车、用户、支付、搜索、互动等电商功能，达到线上线下联动的效果；3) 视频+电商解决方案是通过搭建大型媒体企业专属直播电商平台的软件系统，和自有媒体传播矩阵结合，更具自有品牌标识，构建私域流量池，实现直播连麦互动、带货直播、直播互动活动等一系列完整的直播和变现活动。

图13：公司视频+电商解决方案在咪咕直播的应用



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司加强与头部云厂商合作，积极拓宽融媒业务合作渠道。一方面公司加强与云厂商的优势互补，逐渐把媒资系统、运营系统、直播管理系统、社交互动系统改造为云 SaaS 服务，据 2021 年报，公司获得阿里云市场服务商认证，所发布的产品和服务已获得了阿里云云市场传媒行业云的首页推荐；另一方面公司持续推进百万级以上用户互联网电视平台、运营商政企客户的智慧乡村、党建、沿街商铺、医院病房、企业宿舍五大重点场景、澎湃等主流应用的市场渗透率。

图14：公司重点合作客户



资料来源：咪咕 APP，电网头条 APP，澎湃 APP，安徽卫视 APP，民生证券研究院绘制

3.2 高新视频领域：从视频编解码走向无处不视频的愿景

公司通过超高清视频编解码能力，以视频为信息枢纽核心、打造无处不视频的行业解决方案。公司网达软件作为 AVS 组织会员，积极参与了组织的各项活动并推动 AVS 技术在 4K/8K 超高清编转码器应用，提前布局未来可以在 8K/5G 场

景应用的音视频信源编码标准 AVS3，通过高效并行编码架构技术对 AVS2/AVS3 编解码库的优化与性能提升，最高支持 8K/AVS3/H265/HDR10@50fps 的实时编解码。同时公司作为 UWA 成员，网达编转码产品已全面支持 UWA 发布的高动态范围的视频技术标准 HDRVivid，能够为观众带来更逼真的画面、更丰富的色彩还原、更多的暗部细节及更好的亮部处理。公司将 AVS 相关技术和 UWA 相关技术相结合，为客户提供技术先进的超高清视频解决方案。

图15：超高清视频解决方案



资料来源：民生证券研究院绘制

公司高清视频解决方案顺利在多个标杆项目落地。公司高清视频解决方案主要包括大屏解决方案、作手机视频解决方案、视频直播解决方案等，能够将高清视频相关能力带到各类常用视频观看终端。公司作为咪咕视讯编转码产品的主要供应商，在技术支撑和赛事运营等方面对 2021 年欧洲杯/东京奥运会/北京冬奥会以及 2022 年世界杯等各种大型体育赛事和活动直播的顺利进行提供全力保障。

图16：咪咕使用前沿技术保障世界杯直播

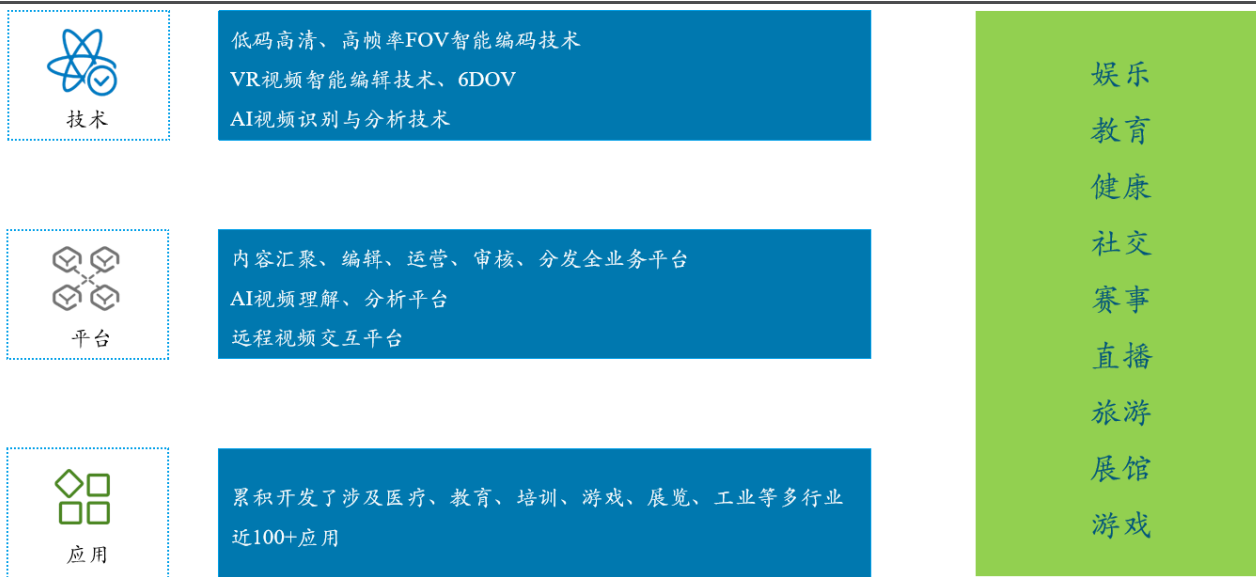


资料来源：东方网，民生证券研究院

公司持续推动视频技术产品复用化、引擎化,为VR等前沿领域创造生长土壤。

据2022年9月8日Wind平台纪要,公司具备视频技术领域全系关键技术,围绕超高清视频编解码、人脸识别与人体识别、虚拟现实、大数据分析、AI人工智能视觉互动等技术获得国家专利24项,软件著作权174项,软件产品36项。充足的技术储备和丰富的直播解编码业务经历赋予了公司将视频技术整合、创新、适配打造VR视频相关能力。公司持续推进已有技术在VR视频领域的复用化,把涉及VR视频采集、VR内容生产、VR运营、VR场景编排、VR互动能力、VR视频播放控制等技术进行整合打包,形成VR能力引擎,进行接口能力输出,支撑多应用场景下的VR业务应用。据公司2022年半年报,公司成功中标“咪咕视讯2022-2024年VR软件定制开发支撑服务项目”,中标金额2090万元,深度合作赋能运营商5G场景下VR技术创新应用。

图17: 公司 VR 相关能力



资料来源：民生证券研究院绘制

技术土壤迎来元宇宙之风，端到端 VR 视频应用平台放量在即。受益于高度复杂场景下的直播考验带来的业务能力和技术储备，公司天然具备从现实照进虚拟世界的“土壤”。公司 2020 年投资控股的时未科技是虚拟数字人和元宇宙 Metaverse 会议系统领先厂商，具备在党建、娱乐、医疗、教育、工业、广告和会展等 20 多个行业近 100 多个客户服务经验和落地应用案例。公司 VR 视频技术与时未科技产生正向协同，既能够通过视频技术、云技术等帮助使用虚幻 5 等高端引擎的数字人更好更流畅地呈现，也能够让公司元宇宙会议系统音视频更流畅、效果更好，同时融媒体技术能够让虚拟人和元宇宙会议系统功能更强大，如多格式文件传输以及咨询、聊天、查询、转账、付款、推荐、娱乐等功能。2022 年 11 月时未科技连续中标百度希壤元宇宙项目和中国商飞工业元宇宙项目，公司 VR 视频应用平台有望迎来放量。

图18: 时未科技元宇宙会议系统

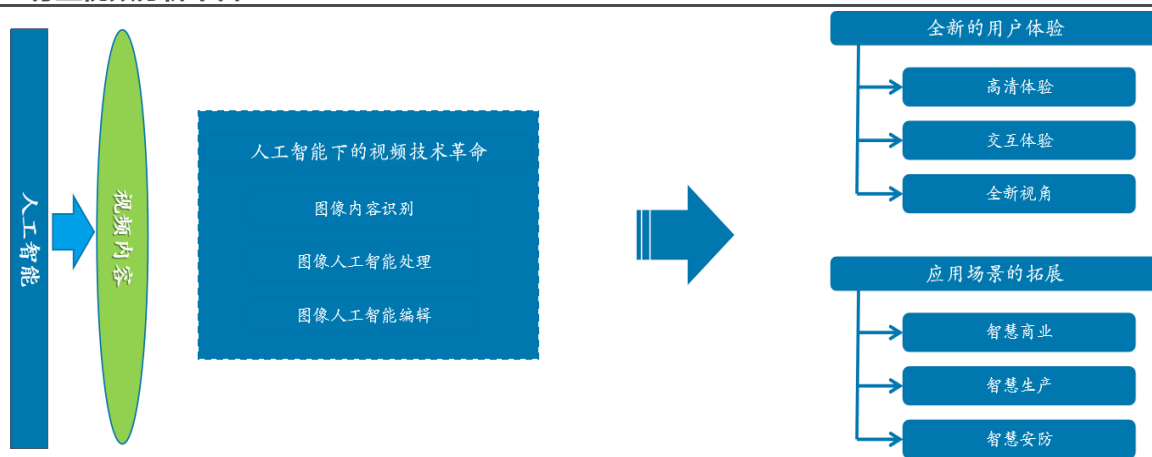


资料来源：网达软件微信公众号，民生证券研究院

3.3 AI 视频大数据平台：构建视频汇聚和企业数字化中台

智能视频云平台技术，提供支撑百万路级视频流汇聚的软件系统。公司聚焦行业视频智能分析，充分运用公司在高并发处理、多协议支持、人工智能识别，实时编转码等技术优势，实现支撑百万路摄像头国标 28181 等协议的云化接入为主，私有化接入为辅的混合型大型视频汇聚系统。在具有视频接入、视频转码、智能分析、数据统计等完善的系统功能模块的同时，面向大型应用场景如智慧城市、智慧安防、企业数据中心等，提供视频流应用汇聚的软件解决方案。通过平台资源调度实现海量视频的智能分析，并利用数据分析系统提供相关业务的数据统计与分析结果，将行业客户大量的视频数据真正有效的使用起来。

图19：AI 行业视频分析平台



资料来源：民生证券研究院绘制

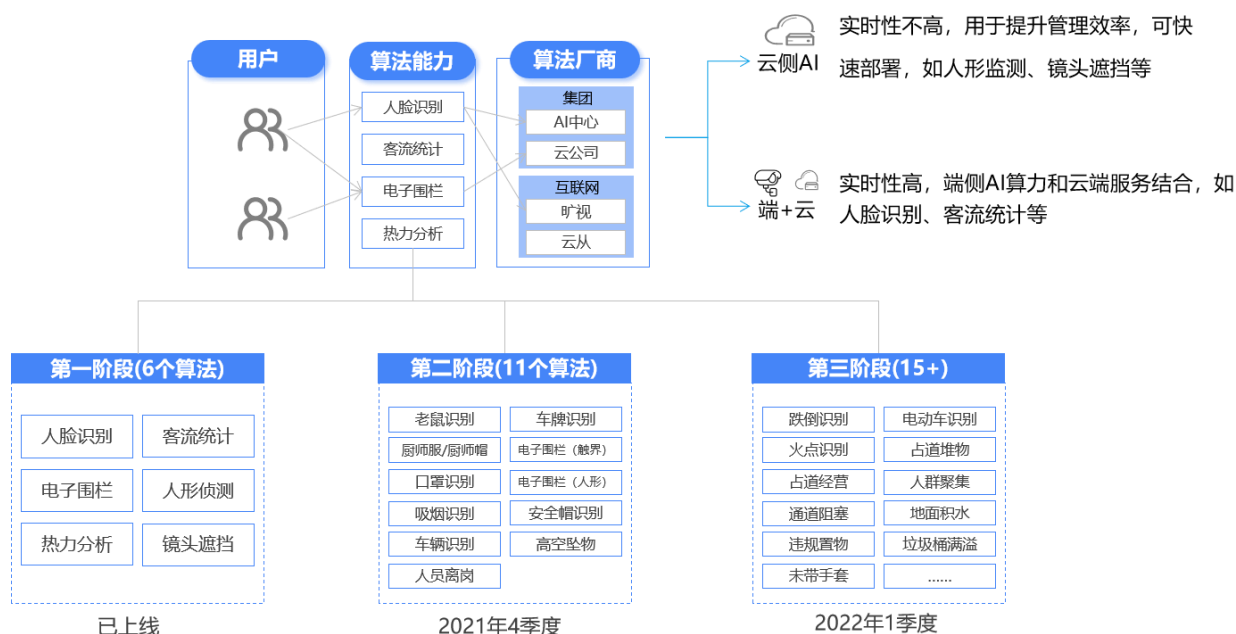
图20：智能 MIX 视频云平台



资料来源：民生证券研究院绘制

丰富 AI 视频应用场景，建设可快速扩展、取用的 AI 应用超市。公司基于 AI 视频分析，搭建算法超市，汇聚八十多种分析算法，积极扩展近二十类行业应用场景，包括智慧社区、数字乡村、平安校园、明厨亮灶、智慧商户、科技防疫、智慧工地、智慧医卫、智慧网点、智慧停车、垃圾分类、智慧园区、智慧养老、智慧物流、智慧法务、智慧城市、智慧交管、智慧运输等，深化了客流分析、人脸考勤、离岗告警、车流统计、违停监测、秸秆焚烧、高空抛物、口罩识别、电动车入电梯、夏季防溺水、车辆违停、厨师着装识别、老鼠识别、垃圾暴露、垃圾桶满溢、抽烟监测等应用落地实例，实现真正 AI 赋能生产的应用效果。

图21：智能 MIX 视频云平台 AI 超市



资料来源：民生证券研究院绘制

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

网达软件是国内大视频+AI 龙头，保持传统融合媒体业务稳定增长同时积极开拓高清视频、AI 视频大数据、元宇宙等创新业务，根据年报数据和行业理解，我们对公司涉及的不同业务做出如下假设与预测：

- 1) **融合媒体**：公司以云原生为技术底座，构建融媒产品流水线研发体系，同时搭建融媒+直播电商体系，提升融媒市场变现能力，结合公司加强与头部云厂商合作，积极拓宽融媒业务合作渠道，收入和毛利率有望同时加强，我们预计业务 22 年起业务开始回暖，由于疫情导致订单确收延迟，23 年增速较高，24 年起恢复平稳增长，未来三年收入增速分别为：2%、37%、15%；预计未来三年毛利率为 38%、42%、45%；预计未来三年收入占比分别为 38%、28%、23%。

表6：融合媒体业务盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	187.22	144.51	144.53	147.43	201.97	232.27
YoY		-22.81%	0.02%	2.00%	37.00%	15.00%
成本	108.21	70.12	75.79	91.40	117.14	127.75
毛利	79.01	74.39	68.74	56.02	84.83	104.52
毛利率	42.20%	51.48%	47.56%	38.00%	42.00%	45.00%
收入占比	62.81%	44.06%	39.90%	38.04%	28.33%	22.47%
毛利占比	56.79%	43.70%	40.26%	32.84%	25.58%	20.08%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

- 2) **高清视频解决方案**：公司作为 AVS/UWA 双会员，超高清视频解编码能力行业领先，不仅相关产品和服务被应用于 2021 奥运会、2022 冬奥会和 2022 世界杯等国际重大赛事直播，还积极参与到中国超高清音视频产业的发展及“百城千屏”相关标准的制定我们预计业务未来将保持高增速，由于疫情导致订单确收延迟，23 年增速较高，24 年起维持平稳快速增长，未来三年收入增速分别为：12%、96%、63%；预计未来三年毛利率为 50%、52%、55%；预计未来三年收入占比分别为 50%、54%、60%。

表7：高清视频解决方案盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	74.76	117.68	173.78	194.98	382.16	622.92
YoY		57.40%	47.67%	12.20%	96.00%	63.00%
成本	35.74	51.72	93.67	97.49	183.44	283.43
毛利	39.02	65.96	80.11	97.49	198.72	339.49
毛利率	52.19%	56.05%	46.10%	50.00%	52.00%	54.50%
收入占比	25.08%	35.88%	47.97%	50.31%	53.60%	60.26%
毛利占比	28.05%	38.74%	46.92%	57.15%	59.92%	65.21%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

- 3) **XR 视频解决方案**: 公司持续推进 VR 能力的引擎化, 把 VR 视频采集、VR 内容生产等技术进行整合打包形成 VR 能力引擎, 进行接口能力输出, 未来公司虚拟人、元宇宙会议等业务有望放量, 公司 22 年中标咪咕 2090 万元的 VR 项目, 由于疫情导致订单确收延迟, 23 年增速较高, 24 年起维持平稳快速增长, 未来三年收入增速分别为: 5%、85%、65%; 预计未来三年毛利率为 50%、56%、56%; 预计未来三年收入占比分别为 2.5%、2.5%、2.9%。

表8：XR 视频解决方案盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	0.00	10.09	9.29	9.76	18.05	29.79
YoY			-7.86%	5.00%	85.00%	65.00%
成本	0.00	6.40	4.80	4.88	7.94	13.11
毛利	0.00	3.69	4.49	4.88	10.11	16.68
毛利率		36.59%	48.33%	50.00%	56.00%	56.00%
收入占比	0.00%	3.08%	2.57%	2.52%	2.53%	2.88%
毛利占比	0.00%	2.17%	2.63%	2.86%	3.05%	3.20%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

- 4) **AI 视频大数据解决方案**: 公司基于智能视频云平台技术提供支撑百万路级视频流汇聚的软件系统, 为近二十类企业建设数字化中台产品能力, 公司已中标全国唯一渔船渔港精密智控建设试点工程, 金额达到 9000 万, 由于疫情导致订单确收延迟, 23 年增速较高, 24 年起维持平稳快速增长, 未来三年收入增速分别为: 2%、230%、35%; 预计未来三年毛利率为 37%、35%、41%; 预计未来三年收入占比分别为 8%、15%、14%。

表9：AI 视频大数据解决方案盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	7.58	25.30	31.95	32.59	107.55	145.19
YoY		233.93%	26.32%	2.00%	230.00%	35.00%
成本	3.63	15.38	15.37	20.53	69.91	85.66
毛利	3.95	9.92	16.58	12.06	37.64	59.53
毛利率	52.11%	39.20%	51.89%	37.00%	35.00%	41.00%
收入占比	2.54%	7.71%	8.82%	8.41%	15.08%	14.05%
毛利占比	2.84%	5.82%	9.71%	7.07%	11.35%	11.44%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表10：网达软件收入拆分（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
融合媒体	187.22	144.51	144.53	147.43	201.97	232.27
YoY		-22.81%	0.02%	2.00%	37.00%	15.00%
成本	108.21	70.12	75.79	91.40	117.14	127.75
毛利	79.01	74.39	68.74	56.02	84.83	104.52
毛利率	42.20%	51.48%	47.56%	38.00%	42.00%	45.00%
收入占比	62.81%	44.06%	39.90%	38.04%	28.33%	22.47%
毛利占比	56.79%	43.70%	40.26%	32.84%	25.58%	20.08%
高清视频解决方案	74.76	117.68	173.78	194.98	382.16	622.92
YoY		57.40%	47.67%	12.20%	96.00%	63.00%
成本	35.74	51.72	93.67	97.49	183.44	283.43
毛利	39.02	65.96	80.11	97.49	198.72	339.49
毛利率	52.19%	56.05%	46.10%	50.00%	52.00%	54.50%
收入占比	25.08%	35.88%	47.97%	50.31%	53.60%	60.26%
毛利占比	28.05%	38.74%	46.92%	57.15%	59.92%	65.21%
XR 视频解决方案	0.00	10.09	9.29	9.76	18.05	29.79
YoY			-7.86%	5.00%	85.00%	65.00%
成本	0.00	6.40	4.80	4.88	7.94	13.11
毛利	0.00	3.69	4.49	4.88	10.11	16.68
毛利率		36.59%	48.33%	50.00%	56.00%	56.00%
收入占比	0.00%	3.08%	2.57%	2.52%	2.53%	2.88%
毛利占比	0.00%	2.17%	2.63%	2.86%	3.05%	3.20%
AI 视频大数据解决方案	7.58	25.30	31.95	32.59	107.55	145.19
YoY		233.93%	26.32%	2.00%	230.00%	35.00%
成本	3.63	15.38	15.37	20.53	69.91	85.66
毛利	3.95	9.92	16.58	12.06	37.64	59.53
毛利率	52.11%	39.20%	51.89%	37.00%	35.00%	41.00%
收入占比	2.54%	7.71%	8.82%	8.41%	15.08%	14.05%
毛利占比	2.84%	5.82%	9.71%	7.07%	11.35%	11.44%
其他主营业务	28.54	30.43	2.69	2.82	3.23	3.56
YoY		6.62%	-91.16%	5.00%	14.50%	10.00%
成本	11.40	14.14	1.86	2.68	2.91	3.20
毛利	17.14	16.29	0.83	0.14	0.32	0.36
毛利率	60.06%	53.53%	30.86%	5.00%	10.00%	10.00%
收入占比	9.57%	9.28%	0.74%	0.73%	0.45%	0.34%
毛利占比	12.32%	9.57%	0.49%	0.08%	0.10%	0.07%
总营业收入	298.10	328.00	362.25	387.58	712.97	1033.72
YoY		10.03%	10.44%	6.99%	83.95%	44.99%
营业成本	158.99	157.75	191.49	216.99	381.34	513.15
总毛利	139.11	170.25	170.75	170.59	331.63	520.58
毛利率	46.67%	51.91%	47.14%	44.01%	46.51%	50.36%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

由于公司所处行业与媒体视频强相关，选取芒果超媒、网宿科技、风语筑、淳中科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，目前可比公司 2022-2024 年的平均 PE 为 41X、29X、27X。我们认为，公司作为国内“大视频+AI”行业龙头，从视频业务发展至元宇宙业务，持续中标标杆项目，22 年受疫情压制严重，收入确认或存在不确定性，而考虑到今年连续中标核心项目，明年有望回归高增速，23 年/24 年等于或小于行业平均估值。

表11：网达软件可比公司盈利预测

代码	公司简称	当前股价	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300413.SZ	芒果超媒	27	1.14	1.36	1.57	23	20	17
300017.SZ	网宿科技	5.68	0.08	0.1	0.09	72	57	61
603466.SH	风语筑	12.2	0.27	0.62	0.79	45	20	16
603516.SH	淳中科技	15.7	0.66	0.82	1.03	24	19	15
	平均值					41	29	27
603189.SH	网达软件	16.17	0.18	0.56	0.93	90	29	17

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：可比公司采用 Wind 一致预期）

4.3 投资建议

公司作为以“大视频+AI”为核心战略的行业龙头，在超高清视频产业以及运营商借助 5G 良机全面升级视频的背景下，有望迎来新一轮发展高峰。同时公司长久的技术储备，助力公司落地元宇宙视频会议的重要场景，对应调整相关盈利预测，预测公司 2022-2024 年归母净利润为 0.48、1.51、2.52 亿元，当前股价对应 22/23 年 PE 为 90X/29X。维持“推荐”评级。

表12：盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	362	388	713	1,034
增长率 (%)	10.4	7.0	84.0	45.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	66	48	151	252
增长率 (%)	-8.5	-26.5	213.9	66.5
每股收益 (元)	0.24	0.18	0.56	0.93
PE	66	90	29	17
PB	2.6	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 5 日收盘价）

5 风险提示

- 1) 行业竞争加剧的风险。**随着 5G、人工智能的不断推进，技术升级及客户信息化需求旺盛。行业内新入企业不断增加，国内外具有核心技术的厂商将在可预计的未来继续保持对相关技术和产品的研发投入和生产经营，以不断抬高视频编转码、智能人像识别、视频云服务等技术自主研发及相关产品的生产销售门槛，市场竞争加剧。
- 2) 子公司投资项目建设进度不及预期。**公司子公司投资建设合肥网达移动互联网研发产业园，因投资额较大，建设周期较长，未来将导致公司现金流减少，财务费用增加，存在难以稳定持续获得资金和合理有效利用资金的风险。
- 3) 运营商客户收入占比较高。**公司对电信运营商的销售比例偏高，在宏观环境不景气以及公司对其业务需求开发深度的影响，如公司未来不能有效开拓其他客户，公司未来面临的竞争压力可能会有所增加，从而对公司经营业绩造成一定的不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	362	388	713	1,034
营业成本	191	217	381	513
营业税金及附加	0	0	1	1
销售费用	17	21	29	39
管理费用	37	44	61	85
研发费用	57	69	99	137
EBIT	57	40	148	261
财务费用	-0	-7	-7	-7
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	9	4	7	2
营业利润	70	52	162	269
营业外收支	-0	1	1	1
利润总额	70	52	163	271
所得税	4	4	12	19
净利润	66	48	151	252
归属于母公司净利润	66	48	151	252
EBITDA	80	75	209	346

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	569	592	613	686
应收账款及票据	285	170	313	453
预付款项	0	0	1	1
存货	34	36	63	84
其他流动资产	439	439	459	478
流动资产合计	1,327	1,237	1,448	1,702
长期股权投资	37	41	48	50
固定资产	97	135	177	215
无形资产	37	42	40	31
非流动资产合计	547	658	655	647
资产合计	1,874	1,896	2,103	2,350
短期借款	60	60	60	60
应付账款及票据	56	59	94	112
其他流动负债	58	59	100	139
流动负债合计	173	179	254	312
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	10	10	10
非流动负债合计	8	10	10	10
负债合计	181	189	265	322
股本	270	270	270	270
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,693	1,707	1,838	2,028
负债和股东权益合计	1,874	1,896	2,103	2,350

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.44	6.99	83.95	44.99
EBIT 增长率	-20.74	-29.24	267.83	75.50
净利润增长率	-8.54	-26.53	213.87	66.48
盈利能力 (%)				
毛利率	47.14	44.01	46.51	50.36
净利率	18.10	12.43	21.20	24.35
总资产收益率 ROA	3.50	2.54	7.19	10.71
净资产收益率 ROE	3.87	2.82	8.22	12.41
偿债能力				
流动比率	7.66	6.93	5.70	5.46
速动比率	7.35	6.61	5.30	5.01
现金比率	3.29	3.31	2.41	2.20
资产负债率 (%)	9.66	9.97	12.58	13.70
经营效率				
应收账款周转天数	238.98	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	64.07	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.24	0.21	0.36	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.18	0.56	0.93
每股净资产	6.28	6.33	6.82	7.52
每股经营现金流	-0.13	0.73	0.34	0.78
每股股利	0.10	0.07	0.23	0.38
估值分析				
PE	66	90	29	17
PB	2.6	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	47.86	50.73	18.19	10.79
股息收益率 (%)	0.62	0.45	1.43	2.37

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	66	48	151	252
折旧和摊销	23	35	61	85
营运资金变动	-121	118	-113	-124
经营活动现金流	-35	197	90	209
资本开支	-172	-142	-48	-74
投资	-70	0	0	0
投资活动现金流	-229	-142	-48	-74
股权募资	734	0	0	0
债务募资	-15	0	-1	0
筹资活动现金流	712	-32	-21	-63
现金净流量	448	23	21	73

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权架构	4
图 3: 公司深度覆盖运营商视频相关业务	5
图 4: 公司业务拆分 (百万元)	5
图 5: 时未科技元宇宙会议系统	6
图 6: 4G 时代流量缺乏引导而分散化	8
图 7: 咪咕视频 MAU (万人)	9
图 8: 麦肯锡提出的十层次、四模块的元宇宙模型	10
图 9: 麦肯锡预测 2030 年元宇宙市场规模将达到 5 万亿美元	11
图 10: AI 作画应用 Midjourney 生成的绘画作品《太空歌剧院》	11
图 11: 公司主要客户	13
图 12: 公司融媒体生态产品线覆盖融媒体全生命周期	14
图 13: 公司视频+电商解决方案在咪咕直播的应用	15
图 14: 公司重点合作客户	15
图 15: 超高清视频解决方案	16
图 16: 咪咕使用前沿技术保障世界杯直播	17
图 17: 公司 VR 相关能力	18
图 18: 时未科技元宇宙会议系统	18
图 19: AI 行业视频分析平台	19
图 20: 智能 MIX 视频云平台	19
图 21: 智能 MIX 视频云平台 AI 超市	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 运营商旗下 APP 市占率较低 (月活排名低于前三十数据不公开)	7
表 2: 中国移动 5G 生态重点布局	8
表 3: 运营商 5G 套餐包含内容端权益	9
表 4: AI 作图模型	12
表 5: AIGC 与元宇宙会议技术高度一致	12
表 6: 融合媒体业务盈利预测 (百万元)	21
表 7: 高清视频解决方案盈利预测 (百万元)	22
表 8: XR 视频解决方案盈利预测 (百万元)	22
表 9: AI 视频大数据解决方案盈利预测 (百万元)	22
表 10: 网达软件收入拆分 (百万元)	23
表 11: 网达软件可比公司盈利预测	24
表 12: 盈利预测与财务指标	24
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026