

初灵信息(300250)

点评报告

公司研究——通信设备行业

证券研究报告

# 疫情不改全年增长预期

## ——初灵信息年报&一季报点评报告

✎：分析师：张建民 执业证书编号：S1230518060001  
☎：联系人：汪洁（S1230519120002） 高宇洋  
✉：Tel: 021-80108146 Email: zhangjianming1@stocke.com.cn

### 报告导读

年报及一季报符合预期，疫情短期影响不改全年增长预期，看好业务进入上升通道，维持“买入”评级。

### 投资要点

#### □ 年报一季报业绩符合预期

公司财报：2019年收入4.86亿元，同比增长15.73%，归母净利4710.62万元，去年同期亏损3.05亿元；2020年一季度收入4100.38万元，同比下降66.53%，归母净利亏损1024.57万元，去年同期盈利1036.89万元。业绩总体符合预期。

#### □ 疫情不改全年增长预期

2019年公司开源节流双向赋能，扭亏进入上升通道，博瑞得DPI业务大幅增长57%，带动总体收入增长，此外公司积极加大组织结构改革，持续加大营销网络建设投入，费用率改善明显。一季度疫情对公司订单和项目交付造成较大影响，造成亏损，但目前来看疫情的影响将是短期的，随着二季度来的经营恢复以及博瑞得、视达科等大订单的相继斩获，我们认为全年仍将实现快速增长。

#### □ DPI预计20-22年仍高增长

5G DPI总体规模有望达到4G的3倍，设备招标今年上半年有望开始启动；疫情带动远程办公等渗透，4G DPI存在继续扩容可能；4G扩容+5G新建，我们预计DPI业务2020-2022年收入同比增速53%、67%、37%。

#### □ 其他业务发展预期均乐观

1) 大数据接入：受益5G承载网建设和运营商政企业务大发展；2) 视频大数据：开年斩获多个大订单，广电网络整合、超高清发展提速也将带来新机会；3) 商业大数据：疫情催化移动办公SaaS用户快速增长，为收入转化奠定基础。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司2020-22年归母净利润为1.30亿元、2.09亿元、2.96亿元，EPS为0.59元、0.95元、1.35元，对应PE为21倍、13倍、9倍，维持“买入”评级。

可能的催化剂：5G DPI设备规模招标等。

风险提示：疫情对于客户订单下达和公司订单交付影响超预期等。

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	485.83	704.00	1038.92	1406.66
(+/-)	15.73%	44.90%	47.57%	35.40%
净利润	47.11	130.26	209.31	296.36
(+/-)	-	176.53%	60.68%	41.59%
每股收益(元)	0.21	0.59	0.95	1.35
P/E	59.40	21.48	13.37	9.44

### 评级

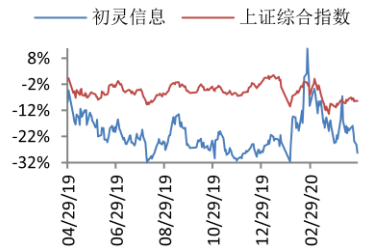
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥12.72

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2020	-0.05
4Q/2019	0.00
3Q/2019	0.09
2Q/2019	0.06



### 公司简介

初灵信息成立于1999年，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新技术企业。自2011年上市以来，在原有大数据接入的产业基础上，积极布局大数据产业链，通过内沿式发展及外延式扩张，形成了“大数据接入”、“运营商大数据”、“商业智能大数据”、“视频大数据”四大业务板块。

### 相关报告

- 1 《连获大额合同奠定业绩高增基础》 2020.03.31
- 2 《扭亏进入快速增长通道》 2020.03.04
- 3 《被忽略的DPI龙头》 2020.02.20

报告撰写人：张建民

数据支持人：汪洁，高宇洋

## 正文目录

1. 年报一季报业绩符合预期.....	3
2. 疫情不改全年增长预期 .....	3
3. DPI 预计 20-22 年仍高增长 .....	4
4. 其他业务发展预期均乐观.....	4
5. 盈利预测及估值 .....	5
6. 风险提示.....	5

## 图表目录

图 1: 公司营业总收入情况.....	3
图 2: 公司归母净利润情况 .....	3
图 3: 公司各业务收入情况 .....	4
图 4: 公司各业务占比情况.....	4
表附录: 三大报表预测值 .....	6

## 1. 年报一季报业绩符合预期

4月28日,公司发布2019年年报和2020年一季报:2019年公司实现收入4.86亿元,同比增长15.73%,归母净利4710.62万元,去年同期亏损3.05亿元;2020年一季度公司实现收入4100.38万元,同比下降66.53%,归母净利润为亏损1024.57万元,去年同期盈利1036.89万元。业绩总体符合市场预期。

## 2. 疫情不改全年增长预期

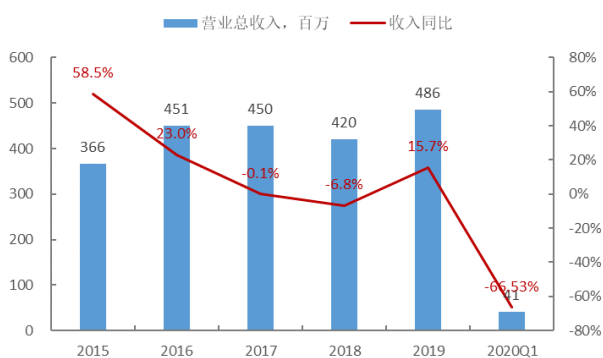
2019年公司进一步完善“大数据接入+运营商大数据应用+视频大数据应用+商业智能大数据应用”大数据产业小生态的搭建,聚焦四大业务板块协同发展,全年公司实现收入4.9亿元,同比增长17%,实现归母净利4678万元,同比增长115%,**开源节流双向赋能,业绩扭亏进入上升通道。**

运营商大数据(博瑞得DPI业务)板块是2019年收入增长的主要贡献点,2019年公司全力奋战移动、电信、联通统一DPI市场,取得预期战果,并积极跟进推出物联网、5G数据采集和应用,全年实现收入1.91亿元,同比增长55.71%;接入业务板块不断研发新产品,SD-WAN智能网关中标阿里云、mesh网关中标移动政企开拓新市场,发展稳中有升;视频大数据业务聚焦基础技术平台占位数据+算法赋能TV视频,创造新价值;商业智能大数据应用板块,继续与企业微信进行深度合作。

此外2019年公司继续加大组织结构改革,持续加大营销网络建设投入,2019年公司营销中心成立一年,整合了四大业务板块的营销网络及营销资源,设立11个大区,实现全国30个省市全面布局的格局,2019年销售费用率、管理费用率分别下降3.57pct、3.89pct。

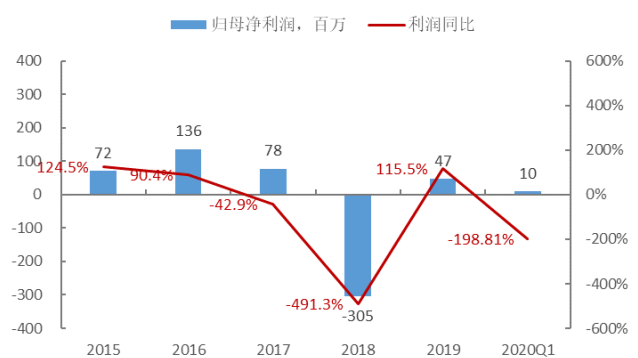
2020年一季度,由于新冠疫情的因素,公司及上下游复工延迟,公司订单和项目交付受到较大影响,营业收入同比下降66.53%,归母净利润出现亏损。但我们认为目前来看疫情的影响将是短期的,随着二季度以来的经营恢复,以及披露的博瑞得、视达科等大订单,我们认为公司全年仍将实现快速增长。

图 1: 公司营业总收入情况



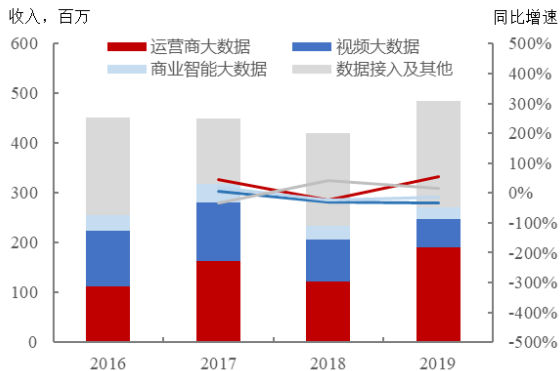
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

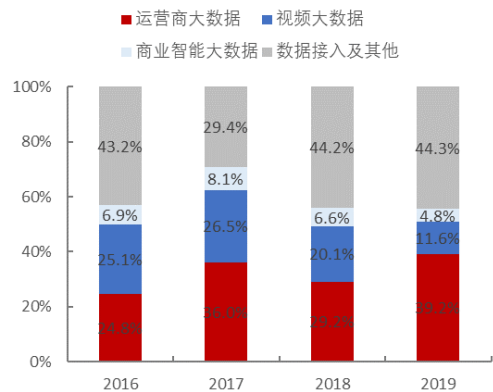
图 3：公司各业务收入情况



备注：此处运营商大数据收入=博瑞得/DPI 收入,视频大数据收入=视达科收入,商业智能大数据收入=博科思收入,数据接入及其他=总收入-其他三项收入

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：公司各业务占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. DPI 预计 20-22 年仍高增长

我们认为,DPI 业务未来仍将持续保持高增长,预计 2020-2022 年收入同比增速 53%、67%、37%,大幅增厚业绩。

#### 4G 扩容+5G 新建保障公司 2020 年 DPI 业务高增长。

1) 我们认为 5G DPI 设备相关招标上半年有望启动,2020 年预计国内建设 5G 基站 60 万左右,DPI 设备将同步部署;2019 年公司已经提前布局 5G DPI 产品的研发,并进行了现网的实际验证,将直接受益;

2) 疫情带动远程办公等应用渗透,2020 年 4G DPI 存在继续扩容可能;

3) 3 月 30 日公司公告子公司博瑞得与中国移动签订《2019 年统一 DPI 设备集中采购项目 4G 部分采购(博瑞得)供货框架协议》,协议金额 9123 万元(含税)。2016-18 年公司与中国移动发生类似业务收入为 4067、4522、6351 万元,此协议金额达 9123 万元,占公司 2018 年收入 19%。

#### 5G 时代 DPI 规模大幅增长,DPI 收入持续乐观。

我们此前进行了详细量化测算,5G DPI 市场规模将达到近 200 亿,是 4G 时期 3 倍。公司 4G DPI 市占率预计 15-20%,与华为等位列第一梯队,5G 周期 DPI 行业份额预计有望进一步向头部厂商集中。2020 年 5G 进入规模部署期,DPI 将开始明显增厚业绩,进入新一轮景气周期。

### 4. 其他业务发展预期均乐观

#### 大数据接入：受益于 5G 承载网建设和运营商政企业务大发展。

2019 年公司在 IP-RAN、IMS 项目、Mesh 网关、无源波分系列、PTN 项目、IPPBX 项目、SIP 网关项目和融合网关等项目的招投标中,陆续入围相关省市。公司原有 PTN 产品、IPPBX 项目、企业网关和政企 IMS 产品在 2019 年实现了预期增长。同时 SD-WAN 智能网关中标阿里云,打开新市场。2020 年随着 5G 时代的到来,公司将跟进最新 5G 技

术, 布局 SDN 技术、OTN, 5G CPE、5G 前传、5G 回传等产品, 积极推出新产品, 应标运营商集采, 拓展市场份额, 保持数据接入增长态势。

2020 年 4 月, 中国移动、中国电信、中国联通联合发布《5G 消息白皮书》, 5G 消息产业链主要包括运营商服务、终端用户、HUB 和 MaaP 平台, 公司的智能对话平台通过 IMS 接入产品接入 IMS 网络, 可通过开发运营商发布的标准接口协议实现和 5G 消息网关的对接, 并通过 Chatbot 实现人机交互, 将在 RCS 大背景下逐步加大融合通信的研发, 在维护现有市场的基础上积极开拓新的市场业务。

#### **视频大数据: 开年斩获多个重要订单。**

2019 年视达科进行了市场营销战略调整和组织架构调整, 实现视达科营销团队与营销中心团队融合、技术职能部门向产品事业部进行转变, 同时继续从传统媒体解决方案向智慧运营、智能运维转型, 并在 IPTV、CDN 系统研发上大力投入, 向运营商市场突破。

2020 年初, 视达科相继斩获重要合同, 与福建新媒体-福建省广播影视集团签约 IPTV 播控平台 AAA 项目合同、与中国移动(杭州)信息技术有限公司签约大屏服务软件采购合同(合同含税金额 4280 万元)、与甘肃联通签约 CDN 合同、与天威视讯签订全媒体融合平台系统开发合同(合同含税金额 590 万元)等项目。

此外, 2020 年广电网络整合、超高清产业发展提速, 也均将为公司带来新机会。

#### **商业大数据: 疫情催化移动办公 SaaS 产品用户快速增长, 为收入转化奠定基础。**

子公司博科思持续在企业营销效率和企业人效提升两个维度上投入, 并在疫情期间加入企业微信一起战疫情“战疫连”, 截至到 2020 年 3 月微加注册用户数量超 18 万户。为收入转化奠定基础, 后续公司将进一步做精做细云办公、云文化、智慧党、云表单、云营销等模块, 耕耘中小企业市场的商业智能。

## **5. 盈利预测及估值**

公司以大数据为驱动构建生态链布局, 5G 时代进入快速增长通道, 预计 2020-2022 年公司实现收入 7.04 亿元、10.39 亿元、14.07 亿元, 实现归母净利润为 1.30 亿元、2.09 亿元、2.96 亿元, EPS 为 0.59 元、0.95 元、1.35 元, 对应 PE 为 21 倍、13 倍、9 倍, 维持“买入”评级。

## **6. 风险提示**

疫情对于客户订单下达和公司订单交付影响超预期等。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	589.70	799.71	1043.26	1360.05
现金	286.44	384.59	463.45	627.94
交易性金融资产	3.90	3.90	3.90	3.90
应收账款	193.92	256.73	359.07	444.57
其它应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	8.68	17.80	26.71	36.25
存货	66.90	106.82	160.26	217.52
其他	29.86	29.86	29.86	29.86
<b>非流动资产</b>	609.54	589.85	573.54	555.66
金额资产类	59.41	59.41	59.41	59.41
长期投资	20.73	16.42	18.47	18.54
固定资产	13.71	118.98	128.95	119.63
无形资产	49.01	39.93	32.77	28.90
在建工程	138.86	28.17	6.03	1.61
其他	327.82	326.94	327.91	327.57
<b>资产总计</b>	1199.24	1389.55	1616.80	1915.70
<b>流动负债</b>	166.92	200.46	263.08	327.74
短期借款	10.02	10.22	10.42	10.63
应付款项	46.40	55.92	83.90	113.87
预收账款	28.12	40.23	59.75	80.64
其他	82.38	94.09	109.01	122.60
<b>非流动负债</b>	0.83	2.87	2.29	2.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.83	2.87	2.29	2.00
<b>负债合计</b>	167.75	203.33	265.37	329.74
少数股东权益	2.23	2.09	1.98	1.76
归属母公司股东权	1029.26	1184.14	1349.45	1584.21
<b>负债和股东权益</b>	1199.24	1389.55	1616.80	1915.70
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	单位: 百万元			
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	50.41	62.50	112.77	210.30
净利润	46.69	130.12	209.20	296.14
折旧摊销	4.03	21.59	25.73	23.69
财务费用	-5.85	-10.56	-14.54	-18.29
投资损失	-3.47	-3.05	-3.80	-3.44
营运资金变动	358.69	-38.58	-48.84	-30.59
其它	-349.68	-37.01	-54.98	-57.22
<b>投资活动现金流</b>	-40.04	0.28	-4.66	-2.71
资本支出	-41.16	-1.57	-1.03	-0.75
长期投资	-55.16	4.31	-2.05	-0.07
其他	56.29	-2.47	-1.59	-1.89
<b>筹资活动现金流</b>	-19.45	35.37	-29.25	-43.10
短期借款	-9.98	0.20	0.20	0.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-9.47	35.17	-29.45	-43.31
<b>现金净增加额</b>	-9.08	98.15	78.86	164.49

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	485.83	704.00	1038.92	1406.66
营业成本	257.81	356.08	534.20	725.06
营业税金及附加	3.90	5.66	8.35	11.30
营业费用	57.17	70.40	93.50	119.57
管理费用	59.32	73.92	98.70	126.60
研发费用	78.11	88.00	109.09	133.63
财务费用	-5.85	-10.56	-14.54	-18.29
资产减值损失	-0.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.47	3.05	3.80	3.44
其他经营收益	22.17	25.00	25.00	25.00
<b>营业利润</b>	48.53	148.56	238.43	337.22
营业外收支	-0.25	-0.69	-0.71	-0.70
<b>利润总额</b>	48.28	147.86	237.72	336.52
所得税	1.59	17.74	28.53	40.38
<b>净利润</b>	46.69	130.12	209.20	296.14
少数股东损益	-0.41	-0.14	-0.11	-0.22
<b>归属母公司净利润</b>	47.11	130.26	209.31	296.36
EBITDA	48.51	164.92	257.61	352.56
EPS (最新摊薄)	0.21	0.59	0.95	1.35
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.73%	44.90%	47.57%	35.40%
营业利润	109.83%	206.12%	60.50%	41.43%
归属母公司净利润	-	176.53%	60.68%	41.59%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.93%	49.42%	48.58%	48.46%
净利率	9.61%	18.48%	20.14%	21.05%
ROE	4.00%	11.75%	16.50%	20.18%
ROIC	4.14%	10.56%	15.01%	18.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.99%	14.63%	16.41%	17.21%
净负债比率	5.97%	5.02%	3.93%	3.22%
流动比率	3.53	3.99	3.97	4.15
速动比率	3.13	3.46	3.36	3.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.54	0.69	0.80
应收帐款周转率	2.03	3.26	3.53	3.68
应付帐款周转率	4.37	7.27	8.00	7.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.21	0.59	0.95	1.35
每股经营现金	0.23	0.28	0.51	0.96
每股净资产	4.68	5.38	6.13	7.20
<b>估值比率</b>				
P/E	59.40	21.48	13.37	9.44
P/B	2.72	2.36	2.07	1.77
EV/EBITDA	52.08	14.69	9.10	6.18

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>