

立昂技术 (300603)

证券研究报告

2020年02月20日

通信+MCN，两帆并发，扬帆起航

立昂技术以信息技术服务起家，致力向云生态综合服务提供商转变。

立昂技术致力于为广大运营商提供通信、网络、信息技术等服务，是新疆领先的信息技术服务商，公司在19年1月完成对沃驰科技和合一互联100%股权收购，拓宽公司在移动增值电信领域、互联网数据中心领域以及MCN平台的业务。12月，子公司沃驰科技旗下青橙玩家获得金麦奖（杭州市政府、省商务厅、浙报集团主办，阿里巴巴旗下内贸平台1688参与评审）的短视频带货最佳运营奖。公司股东结构清晰，截至19年9月30日，公司实际控制人兼董事长王刚合计持有公司总股数26.31%，金泼、钱焯锋分别为子公司沃驰科技和合一互联的负责人，分别持有公司股份11.06%及4.04%股份。2019年公司公布全年业绩预告有高增长弹性，稳定市场信心，2019年预计归母净利润为1.22亿-1.34亿元，同比增长193.95%-223.95%。19年1月并表后，19H1信息服务业务营收占比下降至28.74%，IDC服务和新增的运营业务占比分别为32.19%和22.30%。

通信、安防、IDC——受益5G建设浪潮，将迎来持续向上景气周期。

新疆2017、2018年集中安防项目仍处于质保期内，随着3-5年的质保期之后，疆内安防运维市场预计将放量增长，公司作为新疆本土份额最大公司之一将持续受益；5G赋能视频物联网，势必给安防行业带来新的发展契机，公司积极推进安防+AI，联合商汤、依图共同开拓市场，有望打开更广阔空间。公司通过收购合一互联快速拓展IDC业务，目前公司上架的IDC机柜可售与已售机柜合计约有8000个左右，未来三五年有望扩充至3—5万个机柜，部署地点集中在一线城市，未来成长空间广阔。

MCN——行业风口快速增长，加大投入，立足电商直播打造流量矩阵。

公司通过收购沃驰科技致力打造“渠道推广”+“数字营销”+“游戏发行平台”+“IP孵化”的泛娱乐生态型文化企业。旗下的青橙玩家目前已经成为新浪微博、秒拍、腾讯微视、头条抖音、火山、西瓜视频、酷狗音乐等各大平台的MCN机构，有“胡桃佳子U”等头部主播资源，日均曝光量突破一千万次，单日最大曝光量突破六千万。公司通过打造自有流量矩阵、明星合作（笑果文化旗下艺人程璐、思文、卡姆等）、MCN平台合作（如涵合作）等，并在19年底与阅文合作开拓移动阅读业务快速成长。

投资建议：公司一季度增长较强，杭州沃驰的移动阅读业务及电商带货受疫情影响整体业务量快速提升，后续与如涵合作、开拓新渠道带货等表现值得期待，叠加通信、安防、IDC业务景气度持续提升，我们预计公司19-21年归母净利润分别为1.32/4.06/5.59亿元，同比增长219%/208%/38%，对应估值为90x/29x/21x，而我们选取的6家可比公司19-20年平均PE为154x/52x/38x，我们给予公司20年52x目标估值，对应目标价75.4元，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、行业监管、技术更新、应收账款等风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	973.20	668.72	1,279.32	1,853.29	2,335.20
增长率(%)	168.26	(31.29)	91.31	44.87	26.00
EBITDA(百万元)	87.68	84.72	176.26	500.41	675.62
净利润(百万元)	80.37	41.35	132.00	406.33	558.77
增长率(%)	126.55	(48.55)	219.19	207.83	37.52
EPS(元/股)	0.29	0.15	0.47	1.45	1.99
市盈率(P/E)	148.24	288.10	90.26	29.32	21.32
市净率(P/B)	27.90	26.01	16.21	11.43	8.25
市销率(P/S)	12.24	17.82	9.31	6.43	5.10
EV/EBITDA	37.12	26.88	64.94	22.69	15.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	42.39元
目标价格	75.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	281.06
流通A股股本(百万股)	173.31
A股总市值(百万元)	11,913.99
流通A股市值(百万元)	7,346.82
每股净资产(元)	8.63
资产负债率(%)	30.65
一年内最高/最低(元)	44.86/15.26

作者

唐海清 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《立昂技术-季报点评:业绩持续超预期，卡位新疆安防区域渠道优势》 2017-10-29
- 《立昂技术-公司点评:业绩超预期，订单奠基公司全年高增长》 2017-04-25
- 《立昂技术-公司点评:中标喀什一体化联合作战平台，本地化渠道卡位优势显著》 2017-04-16



内容目录

1. 公司介绍：业务范围多元化，并购实现高增长	4
1.1. 高管介绍：团队经验丰富.....	4
1.2. 股权结构：股东结构清晰，头部券商持股看好.....	5
1.3. 企业并购：寻找业务增长点，完善产业体系.....	6
1.4. 财务分析：立足信息服务技术，拓展 IDC、增值电信业务，利润增长显著.....	7
2. 安防 AI 运维有望推动产业再次迎来春天	15
3. 5G 时代，通信技术服务迎来向上景气周期	17
3.1. 通信网络技术服务介绍.....	17
3.2. 通信技术服务：迎来向上景气周期.....	18
4. 数据洪流之下，IDC 业务有望迎来高增长	20
4.1. 广州大一互联及公司 IDC 业务介绍.....	20
4.2. IDC：基础设施需求有望引来高增长.....	21
5. MCN 业务快速增长，立足电商直播打造流量矩阵	23
5.1. 杭州沃驰及青橙玩家介绍.....	23
5.2. MCN：空间广阔、行业风口.....	26
6. 盈利预测：受益 5G，公司各项业务弹性可期	28
7. 风险提示	30

图表目录

图 1：立昂技术发展时间表.....	4
图 2：立昂技术股权结构.....	6
图 3：立昂技术 2015-2019Q1-Q3 营业收入及增速.....	7
图 4：立昂技术 2015-2019H1 分产品营收.....	8
图 5：立昂技术 2015-2019H1 分产品营收占比.....	8
图 6：立昂技术 2017Q1-2019Q3 单季度营收及增速.....	9
图 7：立昂技术 2015-2019 归母净利润及增速.....	9
图 8：立昂技术 2015-2019 扣非归母净利润及增速.....	10
图 9：立昂技术 2017Q1-2019Q4E 单季度归母净利润及增速.....	10
图 10：立昂技术 2016-2019H1 分业务毛利率情况.....	11
图 11：立昂技术 2016-2019Q1-Q3 毛利率、净利率情况.....	11
图 12：立昂技术 2017Q1-2019Q3 单季度毛利率及净利率情况.....	12
图 13：立昂科技 2016-2019Q1-Q3 期间费用情况.....	13
图 14：立昂技术 2016Q1-2019Q3 单季度期间费用情况（单位：%）.....	13
图 15：立昂技术 2016-2019Q1-Q3 经营性现金流情况.....	14
图 16：立昂技术 2016Q1-2019Q3 单季度经营性现金流情况.....	14
图 17：公司的安防系统工程收入.....	15

图 18: 立昂技术安防及相关运维产品	16
图 19: 商汤科技技术能力	17
图 20: 依图科技 AI 技术能力	17
图 21: 中国财政公告安全支出 (亿元)	17
图 22: 新疆公共安全支出 (亿元)	17
图 23: 通信网络技术服务业务构成	18
图 24: 通信网络技术服务市场规模 (单位: 亿元)	18
图 25: 中国电信业固定资产投资	19
图 26: 大一互联的云计算 IDC 产品和服务	20
图 27: 我国云计算市场规模呈持续快速增长 (单位: 亿元)	22
图 28: 2013-2018 年移动互联网流量	22
图 29: 2017.12-2019.11 移动互联网接入当月流量及当月 DOU	22
图 30: 2014-2021 年中国 IDC 市场规模及增速	23
图 31: 青橙玩家股权穿透	23
图 32: 2019 年 12 月金麦奖榜单, 青橙玩家获奖	24
图 33: 青橙玩家旗下主播, 头部为胡桃佳子等	24
图 34: 合作艺人新浪微博账号	24
图 35: 公司旗下主播在各大平台均有深厚的粉丝基础	25
图 36: MCN 市场规模	26
图 37: 头部 MCN 营收规模	27
图 38: MCN 变现形式	27
图 39: 短视频产业链	28
表 1: 立昂技术高管介绍	5
表 2: 立昂科技收购历程	6
表 3: 大一互联自有机柜及租用机柜	20
表 4: 大一互联外租机柜涉及的主要机房布局情况	21
表 5: 大一互联历史业绩	21
表 6: 沃驰科技历史业绩	23
表 7: MCN 行业发展	26
表 8: 短视频发展历程	27
表 9: 盈利预测假设表	29
表 10: 可比公司估值法	29

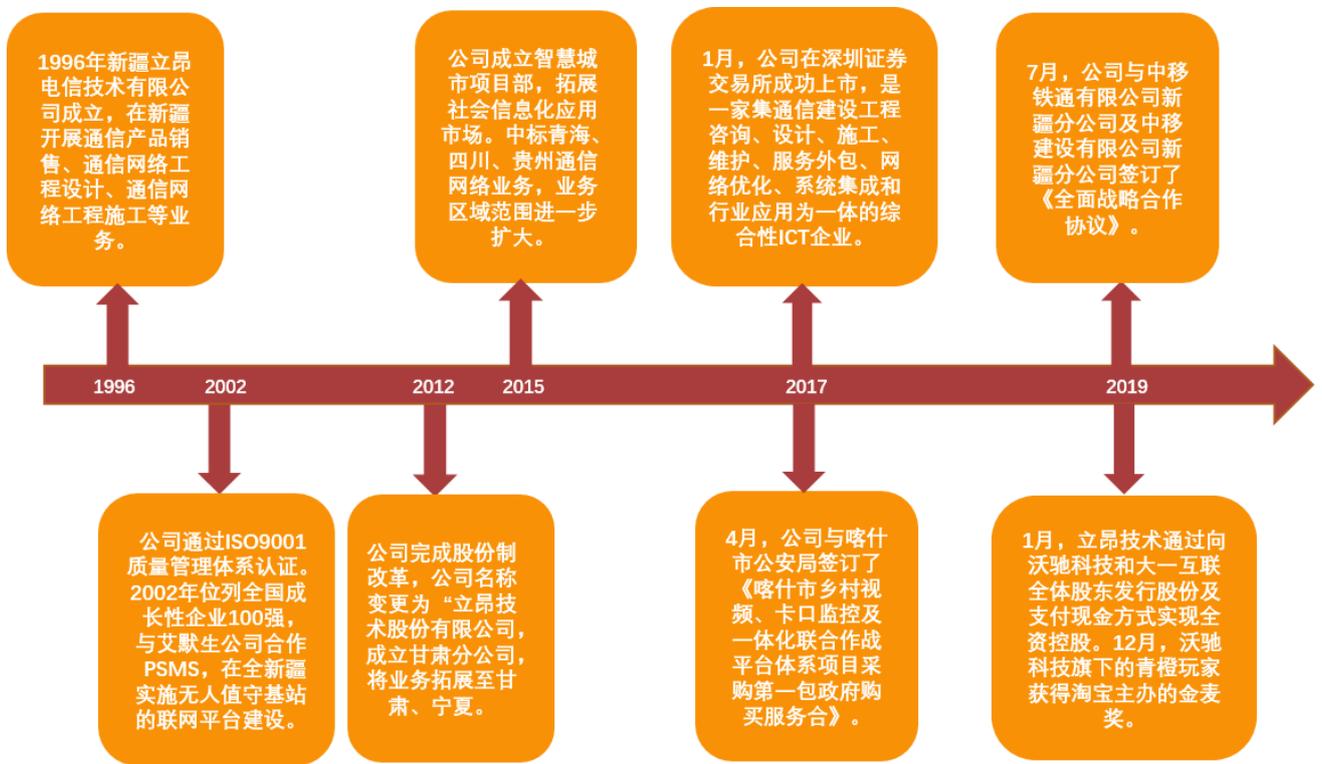
1. 公司介绍：业务范围多元化，并购实现高增长

立昂技术是一家集通信建设工程咨询、设计、施工、维护、服务外包、网络优化、系统集成和行业应用为一体的综合性 ICT (IT 信息技术+通讯技术) 企业。2017 年 1 月，公司在深圳证券交易所成功上市。

立昂技术致力于为广大运营商提供通信、网络、信息技术等服务，并基于需方业务需求提供安防系统一体化服务，是新疆领先的信息技术服务商。业务涉及新疆、宁夏、甘肃、青海、贵州、四川等地，具备满足多种少数民族语言需求的技术服务能力。根据 2019 半年报，目前公司的营收主要来自于通信网络技术服务、IDC 和安防。公司主要业务还包括近期大规模投入发展的 MCN 业务，主要是依赖于子公司沃驰科技控股的青橙玩家。

公司在 2019 年 1 月完成对沃驰科技和大一互联 100% 股权收购，拓宽公司在移动增值电信领域、互联网数据中心领域以及 MCN 平台的业务。12 月，子公司沃驰科技旗下青橙玩家获得金麦奖。

图 1：立昂技术发展时间表



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.1. 高管介绍：团队经验丰富

公司高管团队行业经验丰富。公司凝聚了一批技术领先的人才以及具有行业引领能力的管理人才组成核心团队。公司核心团队稳定，具备前瞻性的战略布局能力，丰富的创意以及高效的执行力，不断追赶并超越行业领先者。

表 1：立昂技术高管介绍

姓名	职务	介绍
王刚	董事长	1964 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，MBA 硕士学位，民主建国会成员。曾荣获中国电子信息行业优秀企业家、2011 年度通信网络外包维护服务领军人物等荣誉称号。1996 年 1 月创办立昂，历任立昂有限董事长兼总经理、立昂股份总经理。2012 年 11 月至今，任立昂股份董事长。
葛良娣	董事	1969 年出生，中国国籍，澳大利亚永久居留权，MBA 硕士学位。曾就职于新疆天山毛纺织股份有限公司；曾任职立昂有限董事；现任北京瑞邦投资管理有限公司执行董事兼经理、新疆立通通用设备制造有限公司执行董事。2012 年 11 月至今，任立昂股份董事。
金泼	技术董事	1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，2004 年 8 月至 2005 年 12 月横店集团数字娱乐公司副总经理；2006 年 1 月至 2007 年 1 月视频网站爆米花运营总监；2007 年 1 月至 2012 年 5 月杭州平治信息技术有限公司副总裁；2012 年 6 月至 2015 年 7 月杭州上岸网络科技有限公司联合创始人；2015 年 8 月至 2016 年 3 月杭州沃驰科技有限公司执行董事；2016 年 3 月至 2018 年 12 月杭州沃驰科技股份有限公司董事长；2018 年 12 月至今杭州沃驰科技有限公司董事长。2019 年 2 月至今，任立昂技术董事。
姚爱斌	副总裁	1965 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任乌鲁木齐县石油燃料有限公司副总经理、新疆中油化工企业集团副总经理、立昂有限财务总监。2012 年 11 月至今，任立昂股份董事兼财务总监，2014 年 12 月至今，任立昂股份副总裁。
钱炽峰	技术董事	1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2000 年 4 月至 2001 年 4 月易卖商务网市场经理；2001 年 4 月至 2002 年 1 月亚商在线商品经理；2002 年 7 月至 2006 年 7 月世纪龙信息网络有限责任公司销售主管；2006 年 7 月至 2012 年 8 月广东省电信有限公司广州分公司策划经理；2012 年 9 月至今广州大一互联网络科技有限公司董事长。2019 年 2 月至今，任立昂技术董事。
周路	技术总裁	1980 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，EMBA 硕士学位，曾任立昂有限董事长秘书、系统集成部经理、市场部总监。2012 年 11 月至今，任立昂股份董事，2014 年 12 月至 2019 年 2 月，任立昂股份副总经理。2019 年 2 月至今，任立昂技术总裁。
关勇	独立董事	1955 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，中国共产党党员，毕业于西北政法学院、苏州大学，获经济行政法专业研究生学历，毕业于东北财经大学，获 EMBA 硕士研究生学位，新疆元正律师事务所创始人（1998 年），主任，乌鲁木齐仲裁委员会仲裁员。2019 年 2 月至今，任立昂技术独立董事。
姚文英	独立董事	1967 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。1990.11-2004.8 乌鲁木齐职业大学教师；2004.9--至今新疆财经大学教师。2019 年 2 月至今，任立昂技术独立董事。
宁玲	监事会主席	1968 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，助理会计师。曾就职于新疆和静钢铁厂、新疆钢铁技校和钢分校。2012 年 11 月至今，任立昂股份监事会主席。
马鹰	副总经理	1973 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1998 年 8 月至 2012 年 11 月历任立昂有限网络维护部技术员、项目经理、部门经理。2012 年 11 月至 2015 年 12 月任网络维护部总监；2019 年 2 月至今，任立昂股份副总经理。
田军发	技术总工程师	1963 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工程师。曾就职于乌鲁木齐市电信局高级工程师，曾任新疆通信规划设计院副院长。2012 年 11 月至今，任立昂股份董事；2014 年 12 月至 2019 年 2 月，任立昂股份总经理，负责公司日常管理工作。2019 年 2 月至今，任立昂技术总工程师。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 股权结构：股东结构清晰，头部券商持股看好

截至 2019 年 9 月 30 日，公司实际控制人兼董事长为王刚。王刚以 73.99%的份额控股新疆利润投资有限责任公司，合计持有公司股份 0.72 亿股，占公司总股数 26.31%。

金泼、钱炽峰任公司技术董事，分别为子公司沃驰科技和大一互联的负责人，分别持有公司股份 11.06%及 4.04%股份。葛良娣任公司董事，持有公司股份 6.76%。

国金证券控股的宁波梅山保税港区国金鼎兴三期股权投资基金中心居于前十大股东行列，持有公司股份 2.23%。

图 2：立昂技术股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 企业并购：寻找业务增长点，完善产业体系

公司拥有大一互联、沃驰科技等全资子公司，在安防、IDC 和通信业务领域建立了较为完善的产业体系。

根据重组公告，金泼及其一致行动人承诺沃驰科技 2018 年度、2019 年度、2020 年度扣除投资收益后归母净利润分别为 1 亿元、1.25 亿元以及 1.5 亿元。钱炽峰及其一致行动人承诺大一互联 2018 年度、2019 年度、2020 年度经审计的合并报表中扣非归母净利润分别不低于 3600 万元、4320 万元及 5184 万元。

根据 2019 年 4 月公司公告，2018 年度，沃驰科技实现的归母净利润 1.04 亿元，剔除非经常损益以及投资收益后，实际实现净利润为 1.0064 亿元，业绩承诺实现程度为 100.64%，完成承诺业绩。大一互联实现的归母净利润 6400 万元，剔除股份支付以及募投项目广纸云净利润后，实际实现的净利润为 3800 万元，业绩承诺实现程度为 108.12%，完成承诺业绩。

- **大一互联**：成立于 2006 年，主要从事信息技术领域内的互联网网络服务和网络商业应用研究；是位居国内前列数据中心（IDC）服务提供商，是一家集研发、运维、服务于一体的高科技 IT 企业。
- **沃驰科技**：成立于 2011 年，是一家专业的移动应用支付服务商，目前主营业务是通过和电信运营商合作，借助其移动通信网络以各大基地的计费能力，构建基于移动互联网的支付平台，为移动应用的终端用户提供安全、便捷的支付服务。同时，公司围绕支付 SDK，全面拓展娱乐文化业务领域，实现公司的快速发展，将公司打造成“渠道推广”+“数字营销”+“游戏发行平台”+“IP 孵化”的泛娱乐生态型文化企业。
- **汤立科技**：成立于 2017 年，由立昂技术和商汤科技共同以货币出资方式设立，汤立科技定位为提供人工智能产品和集成解决方案的科技型公司，并形成市场销售规模。初期以拓展安防市场为重点，目标是成长为国内一流的智能安防产品服务提供商。

表 2：立昂科技收购历程

时间	收购子公司	收购价格	主要业务
2018 年	大一互联	5 亿	IDC 服务
2018 年	沃驰科技	11.98 亿	电信增值业务
2018 年	汤立科技	零元转让	计算机系统

资料来源：公司公告，天风证券研究所

其中，子公司沃驰科技与中国移动、中国电信、中国联通三大运营商深度合作，拥有的三大电信运营商有效计费代码超过 300 个，为三大运营商移动基地平台提供阅读、视频、动漫、音乐、游戏等内容，并帮助运营商基地平台运营、推广对应的内容，吸引消费者在运营商的移动平台上消费。

沃驰科技不仅围绕电信运营商基地开展数字阅读、视频、动漫等增值电信业务，同时构建自有平台开拓数字阅读服务。未来，随着用户付费阅读观念进一步成熟，文学、影视、动漫等源头价值将被逐步挖掘，沃驰科技的业务收入也将随行业发展继续高速增长，为公司发展提供充足的动力支持。

1.4. 财务分析：立足信息服务技术，拓展 IDC、增值电信业务，利润增长显著

营业收入：立昂技术 2016-2018 年公司三年营业收入复合增速达到 35.77%。其中 2017 年实现营收 9.73 亿，同比增长 168.26%，主要系 17 年作为公司上市后的开局之年其主营业务快速增长，导致营业收入大幅提高。2018 年实现营收 6.69 亿元，同比下降 31.29%。公司 19 年前三季度实现营收 8.63 亿元，同比上升 83.53%，主要系收购的大一互联、沃驰科技两个子公司 IDC 服务和增值电信服务效益较好，收入增加所致。

图 3：立昂技术 2015-2019Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

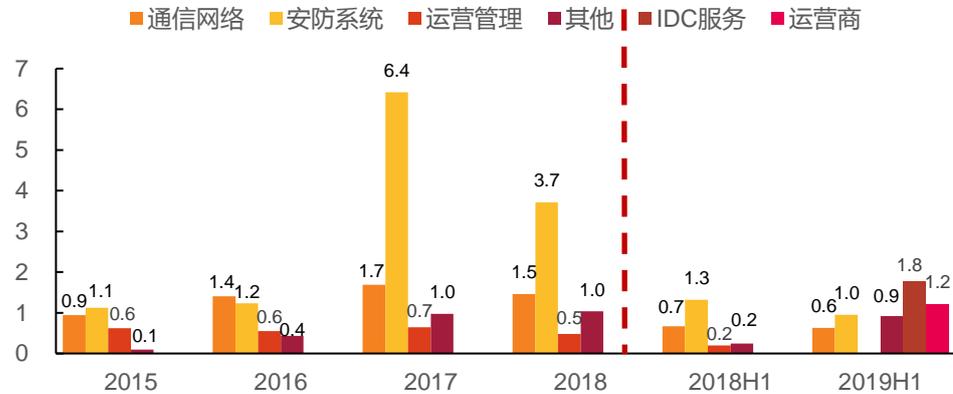
分业务来看，通信网络和安防系统在 15 年-17 年均有一大幅度增长，两年复合增长率分别为 33.96%和 139.14%，但在 18 年业务收入分别为 1.46 亿元和 3.72 亿元，同比减少 13.62%和 42.25%。这两块业务在 19 年 H1 收入分别为 0.63 亿元和 0.95 亿元，同比减少 5.94%和 28.41%。而运营管理业务收入整体呈波动下降趋势，在 18 年收入为 0.48 亿，同比下降 26.22%，19 年 H1 没有来自运营管理的收入，同比下降 100%。

从收入结构来看，16 年-18 年包括通信网络、安防系统、运营管理在内的信息服务业务收入占总收入比例分别为 88.16%、89.98%和 84.49%；19 年 1 月沃驰和 19 年 H1 沃驰和大一完成并表后，19H1 信息服务业务占比下降至 28.74%，IDC 服务和新增的运营商业务占比分别为 32.19%和 22.30%。

- 1) 通信网络：**作为公司传统主营业务，在近两年虽然占总营业收入比重有所下降，但从 15 年以来总体稳定增长，利润率也保持比较稳定的水平。公司与新疆三大通信运营商合作密切，通信工程业务在新疆市场份额占比逐年提升，订单情况稳定，公司通信信息服务类业务稳步前行。
- 2) 安防系统：**安防系统收入占比成总体上升趋势，2018 年占比 55.56%。业绩驱动因素主要来自区域需求增长和应用拓展两方面。目前智能安防和信息安全都处于高速发展期，尤其随着各地“雪亮工程”的大规模展开，以及《网络安全法》的正式实施，后续会为这两个方向的持续发展提供强有力政策支撑。

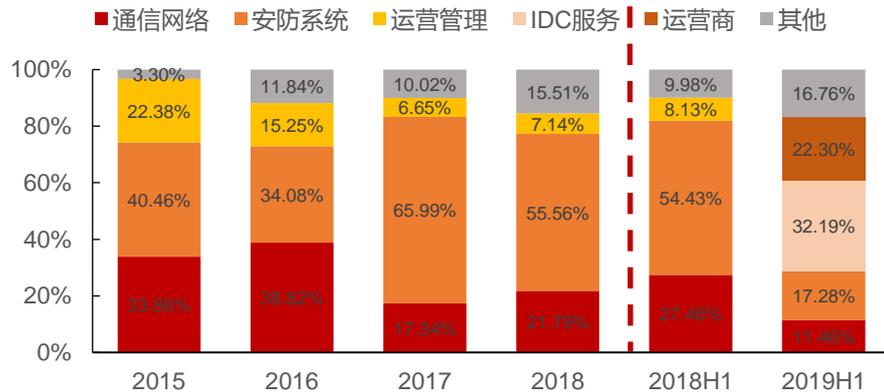
- 3) **运营管理**：由于利润率持续下降，公司这部分业务持续收缩，从 15 年的占比 22.38% 到 18 年占比仅为 7.14%，19H1 没有来自此业务的收入。
- 4) **IDC 服务、运营商服务**：收购沃驰和大一后，公司新增移动增值业务、增值电信服务业务、机房服务业务。IDC 服务在 19H1 营收占比 32.19%，运营商服务占比 22.3%。

图 4：立昂技术 2015-2019H1 分产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：立昂技术 2015-2019H1 分产品营收占比

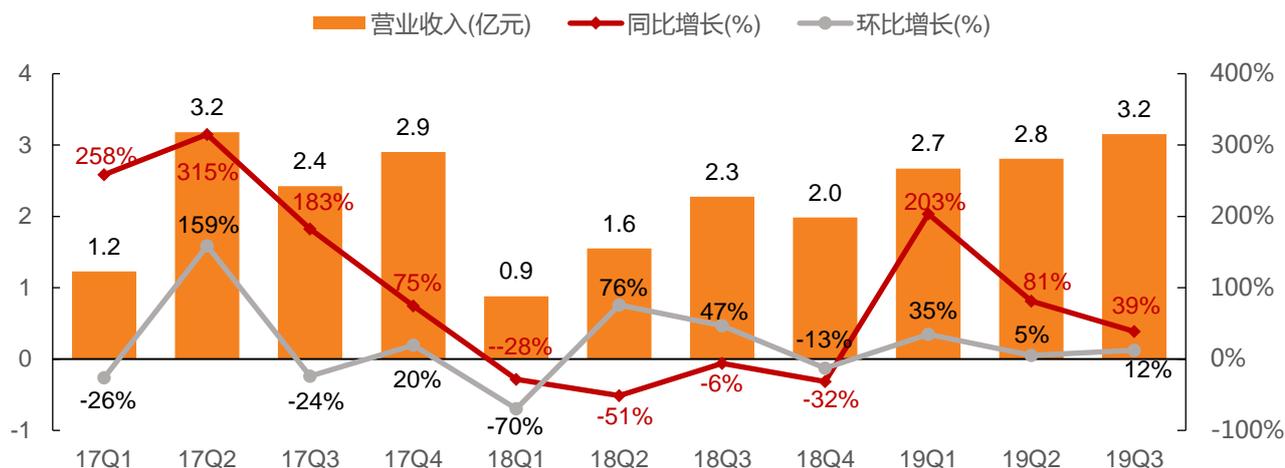


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分季度看，17-18 年公司营收受新疆地区冬季天气影响，呈周期波动的趋势。

- 17-18 年期间公司主营业务收入主要来源于新疆地区，受新疆地区冬季天气影响因素，大部分工程未开工，一季度收入均显著低于后三季度，其中 2018 年各季度收入占全年营业收入的比重分别为：13.17%、23.16%、34.01%、29.66%，2017 年各季度收入占全年营业收入的比重分别为：12.62%、32.66%、24.91%、29.81%。
- 2019 年营业收入整体情况：19Q1 营业收入总额为 2.67 亿元，同比增长 203.33%。营收大幅增长，主要系本期新增移动增值业务、增值电信服务业务、机房服务业务。19Q2、19Q3 分别实现营业收入 2.8 亿元、3.2 亿元，同比增长 81%、39%，环比增长 5.07%、12.43%。主要系 IDC 业务和增值电信业务收入同比增长；

图 6：立昂技术 2017Q1-2019Q3 单季度营收及增速

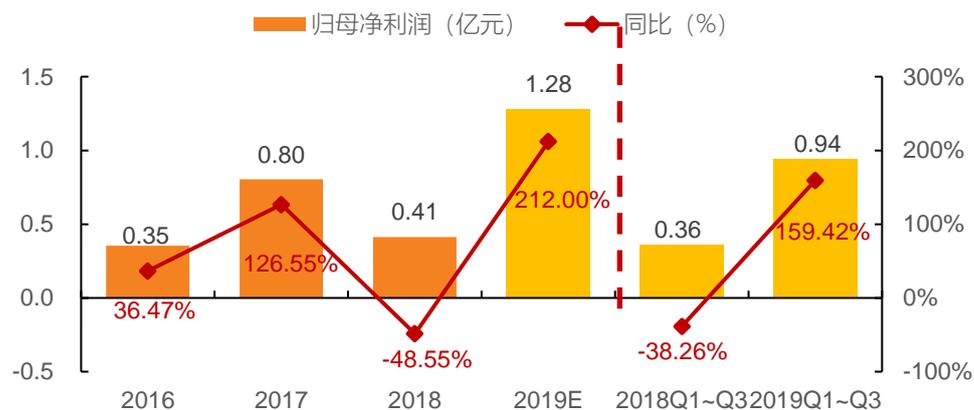


资料来源：公司公告，天风证券研究所

净利润：2017 实现归母净利润 0.80 亿元，同比上升 126.55%，实现扣非归母净利润 0.74 亿，同比上升 154.34%，主要系公司安防系统业务快速增长以及其毛利率提高所致。

- 2018 年实现归母净利润 0.41 亿元，同比下降 48.55%，实现扣非归母净利润 0.35 亿，同比下降 51.97%。主要系营收增速同比大幅下降所致。
- 2019 年前三季度公司实现营收归母净利润 0.94 亿元，同比增长 159.42%。实现扣非归母净利润 0.90 亿，同比增长 167.31%，主要系收购新增 IDC 服务和增值电信业务两个板块，新增板块效益较好，对本报告期净利润贡献明显，促使企业经营业绩有大幅增长。
- 公司公布全年业绩预告有高增长弹性，稳定市场信心。公司预计 2019 年全年实现归母净利润 1.22 亿-1.34 亿元，同比增长 193.95%-223.95%。按 2019E 归母净利润中值 1.28 亿元计算，同比增长 212%。

图 7：立昂技术 2015-2019 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：立昂技术 2015-2019 扣非归母净利润及增速

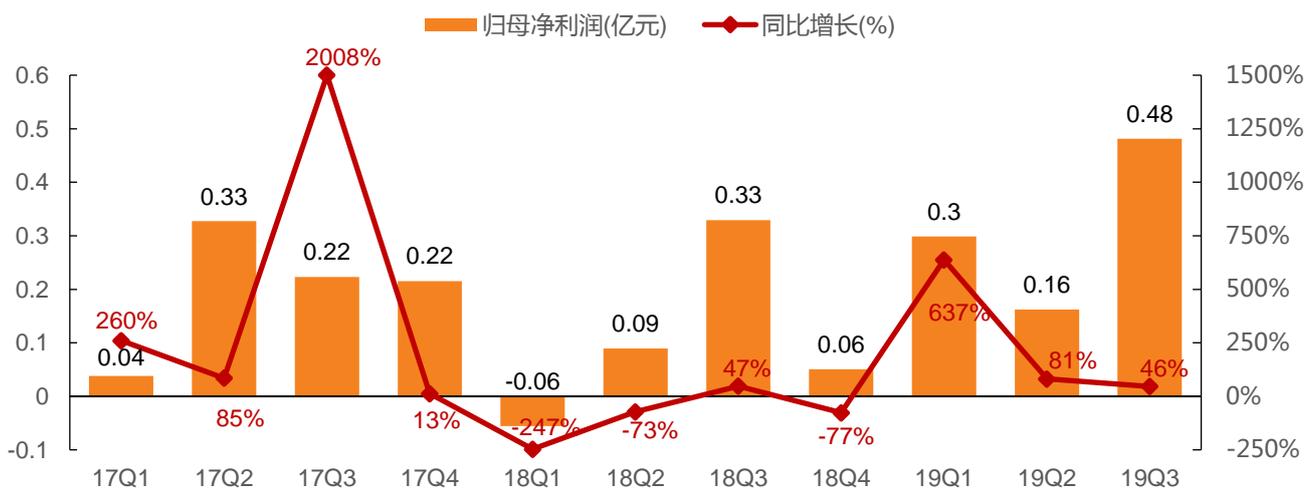


资料来源：公司公告, 天风证券研究所

分季度看，公司近年业绩与季节周期性变化以及子公司收购相关。

- 公司 17Q3 归母净利润同比增长率骤增，主要系安防市场需求增加，接到的大额订单较上年同期增加，业务量增长。
- 2018 年各季度分别实现归母净利润-0.06 亿元、0.09 亿元、0.33 亿元和 0.05 亿元，18Q4 归母扣非净利润 0.016 亿元，业绩有所下滑。
- 19Q1 收购大一互联、沃驰科技，新增板块效益较好，归母净利润为 0.3 亿元，同比增长 637%，扣非归母净利润为 0.295 亿元，同比增速 541%，对应同期营收增速 203%。
- 19Q2 归母净利润 0.16 亿元，同比增长 81%，环比减少 45.8%；扣非归母净利润 0.14 亿元，同比增长 63%，环比减少 54%。主要系 19Q2 管理费用增加所致。
- 19Q3 归母净利润 0.48 亿元，同比增长 46%，环比增长 197%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增长 47%，环比增长 248%。主要系 IDC 业务和增值电信业务收入增长，收入增加所致。

图 9：立昂技术 2017Q1-2019Q4E 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告, 天风证券研究所；注：17 年 Q3 归母净利润大幅上升，为减少异常值对净利趋势影响，将数据进行调整以突显趋势

毛利率：安防系统业务占比上升且毛利率提升；通信网络毛利率基本保持稳定；运营管理毛利率显著下降；**整体毛利率稳定增长：**2017-2018 年公司毛利率稳定增长，2018 年公司综合毛利率 25.9%，同比上升 6.1pcts。19H1 毛利润 1.82 亿元，综合毛利率同比上升 13.1pcts

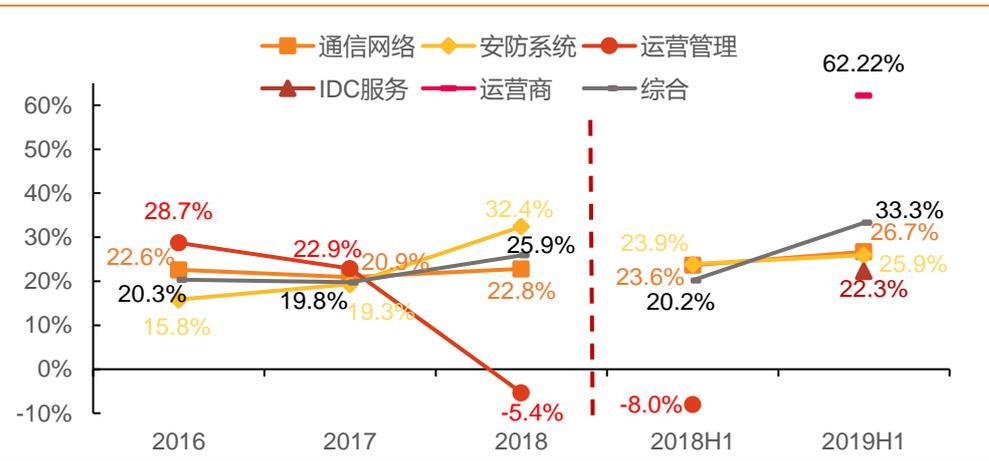
至 33.3%，呈继续上升态势。

2019Q1-Q3 综合毛利率 34%，同比上升 8.85pcts，综合净利率 11.15%，同比上升 3.43pcts。

主要原因为：

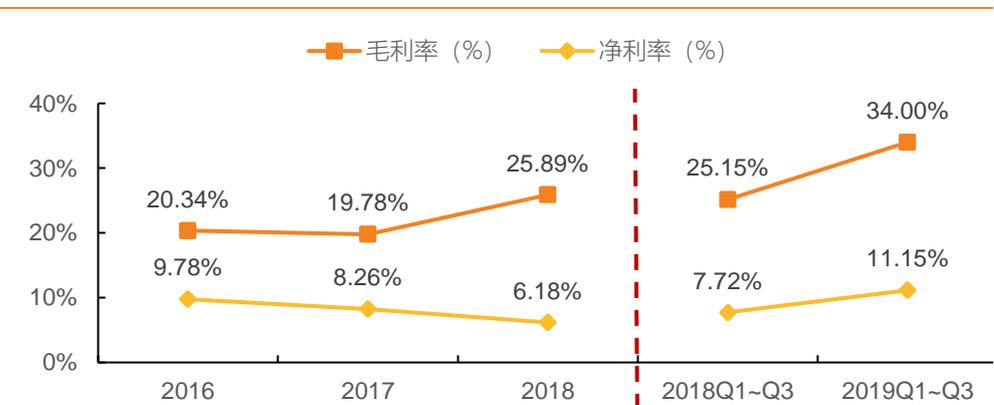
- 1) 运营管理毛利率逐年下降，18H1 运营管理毛利率为负，19H1 没有开展相关业务，为毛利率的提升提供空间，助推综合毛利率更上一台阶；
- 2) 19 年新增运营商业务毛利率为 62.22%，拉动综合毛利率整体提升。

图 10：立昂技术 2016-2019H1 分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：立昂技术 2016-2019Q1-Q3 毛利率、净利率情况



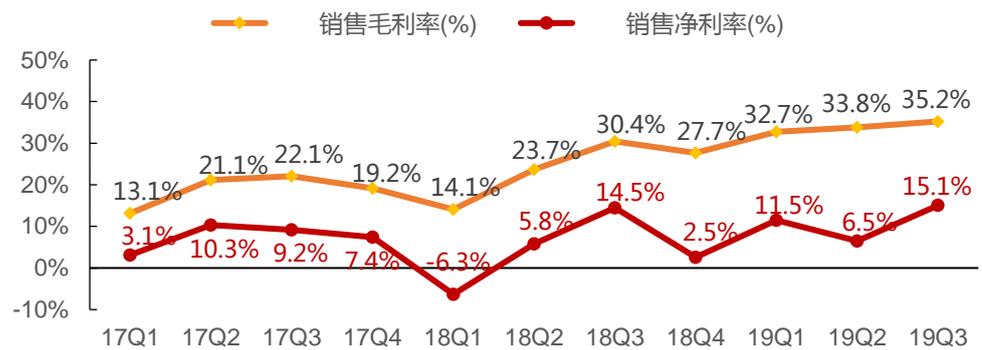
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分季度看，19Q1-19Q3 销售毛利率呈上升趋势，主要受益于公司“通信信息综合服务+安防系统工程+IDC 机房集成”的各方协同发展。17Q1-18Q4 销售净利率呈现周期性波动，在一季度较低，其他季度有所回升。

- 19Q1 销售毛利率为 32.7%，同比上升 18.6pcts。19Q1 销售净利率为 11.5%，同比上升 17.8pcts，主要是由于新增移动增值业务、增值电信服务业务利润率较高。
- 19Q2 毛利率 33.8%，同比增长 10.1pcts，环比增长 1.1pcts。19Q2 净利率 6.46%，环比降低 5pcts，主要由于 19Q2 管理费用增加所致。
- 19Q3 销售毛利率为 35.2%，同比上升 4.8pcts，环比上升 1.4pcts。19Q3 净利率 15.1%，同比上升 0.6pcts，环比上升 8.6pcts，主要由于管理费用、研发费用、财务费用有所

下降。

图 12：立昂技术 2017Q1-2019Q3 单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

期间费用率：2018 年公司四项费用率为 12.13% (YOY+4.55pcts)，较往年水平有所增长，2019Q1-Q3 公司四项费用率为 13.42% (YOY+2.53pcts)，主要由于：

1) **销售费用率：**2018 年公司销售费用 0.18 亿元 (YOY-7.46%)，销售费用率 2.71% (YOY+0.7pcts)，主要系本期公司业务量减少，项目前期费用同比下降。

2019Q1-Q3 公司销售费用 0.18 亿元 (YOY+76.88%)，销售费用率 2.11% (YOY-0.07pcts)。销售费用同比增长主要系收购的大一、沃驰两个子公司发生的销售费用所致。

2) **管理费用率：**2018 年公司管理费用 0.37 亿元 (YOY+28.39%)，管理费用率 5.53% (YOY+2.57pcts)。主要系本年研发中心投入使用，折旧、水电、物业等成本以及为重组支付的中介费用较大。

2019Q1-Q3 管理费用 0.55 亿元 (YOY+121.48%)，管理费用率 6.48% (YOY+1.21pcts)，管理费用率同比上升，主要系收购的大一、沃驰两个子公司发生的管理费用所致。

3) **研发费用率：**2018 年公司研发费用 0.2 亿元 (YOY-19.37%)，研发费用率 2.95% (YOY-0.44pcts)。主要系本期研发投入减少。

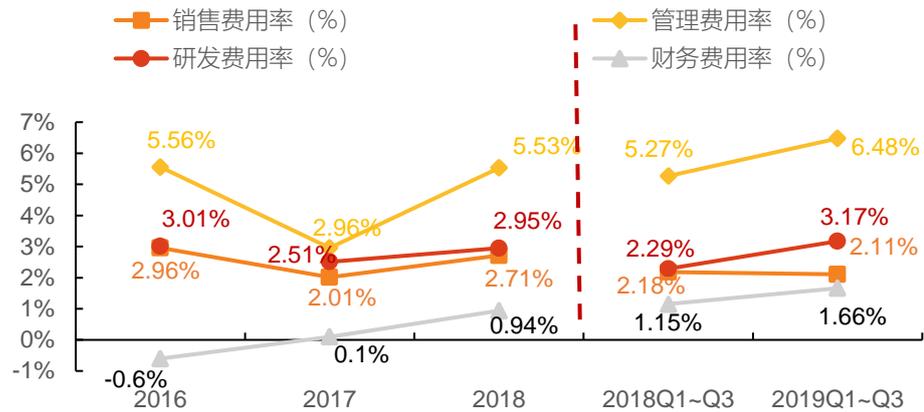
2019Q1-Q3 研发费用 0.27 亿元 (YOY+154.42%)，研发费用率 3.17% (YOY+0.88pcts)，主要系收购的大一、沃驰两个子公司发生的研发费用所致。

4) **财务费用率：**2018 年公司财务费用 627 万元 (YOY+561.22%)，财务费用率 0.94% (YOY+0.93pcts)，主要系应收账款回款能力弱，为保证正常运营资金，增加银行贷款，财务费用同比增加；

2019Q1-Q3 财务费用 0.14 亿元 (YOY+164.09%)，财务费用率 1.66% (YOY+0.51pcts)。

主要系增加的银行借款导致利息增加所致。

图 13：立昂科技 2016-2019Q1-Q3 期间费用情况

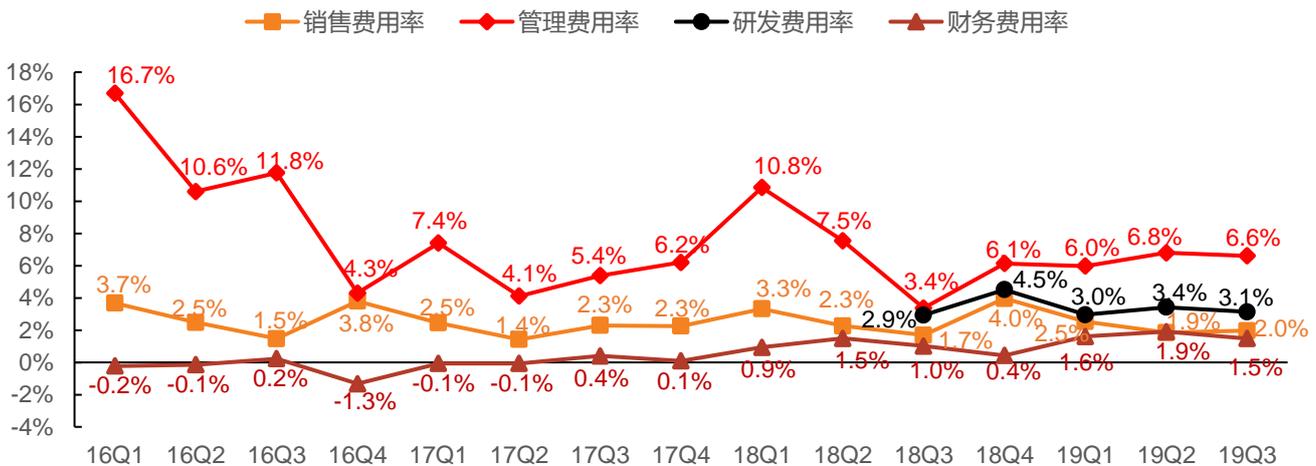


资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2018 年实行新会计准则，将研发费用从管理费用中拆分

分季度看：

- **销售费用率** 18Q3-18Q4 的销售费用分别为 380 万元和 790 万元，因公司本期业务量减少，销售费用增速高于营收增速，销售费用率明显提升。18Q4-19Q3 销售费用率增速不及营收，故销售费用率持续下降至 2%；
- **管理费用** 自 18Q3 不再包含研发费用，18Q4-19Q3 管理费用维持在 500-800 万元，管理费用率随营收增速波动，占营收比例相对稳定，在 6%-7%之间；
- **研发费用** 18Q3-18Q4 的研发费用分别为 670 万元和 890 万元，研发费用率有所提升；19Q1-19Q3 保持在 780 万-1000 万，收购的两家公司有研发费用，增速与营收增速相当，故研发费用率相对稳定；
- **财务费用率** 整体维持在较低水平。19 年财务费用有所回升，主要系公司融资额度增加，利息费用随之增加。

图 14：立昂技术 2016Q1-2019Q3 单季度期间费用情况（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2018Q3 开始公司季报将管理费用与研发费用拆分

现金流量表项目：公司现金流情况在 2016-2018 年逐年下降，2018 年经营性现金流量净额为-2.41 亿元，同比下降 1938%。

从现金流入来看，2018 年经营活动现金流入同比减少 20.40%，主要原因系（1）政府财政

及资金阶段性困难，部分前期政府相关业务不能及时回款，应收账款回款能力弱；（2）新疆地区安防市场的投资规模较上年减少，公司业务量减少。

从现金流出来看，2018年经营活动现金流出同比增加19.48%，主要原因系为（1）保证业务正常运行，本期支付本期及上期尚欠的劳务、材料款。经营活动产生的现金流量净额同比减少-1,938.14%，主要原因系本期业务量有所减少，回款能力弱，支出增加，项目多在下半年完成或尚未完工，尚未收到款项。

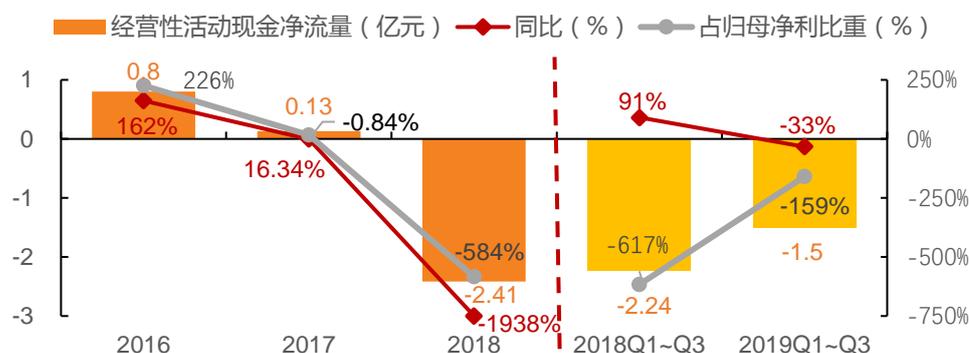
与归母净利润相比，2017-2018年公司经营活动现金流不能覆盖当期归母净利润。

2019Q1-Q3经营活动现金流净额-1.5亿元，同比增长33.11%。主要系：今年受环境影响，项目有所减少，购买商品、接受劳务支付的现金有所减少。

分季度看：

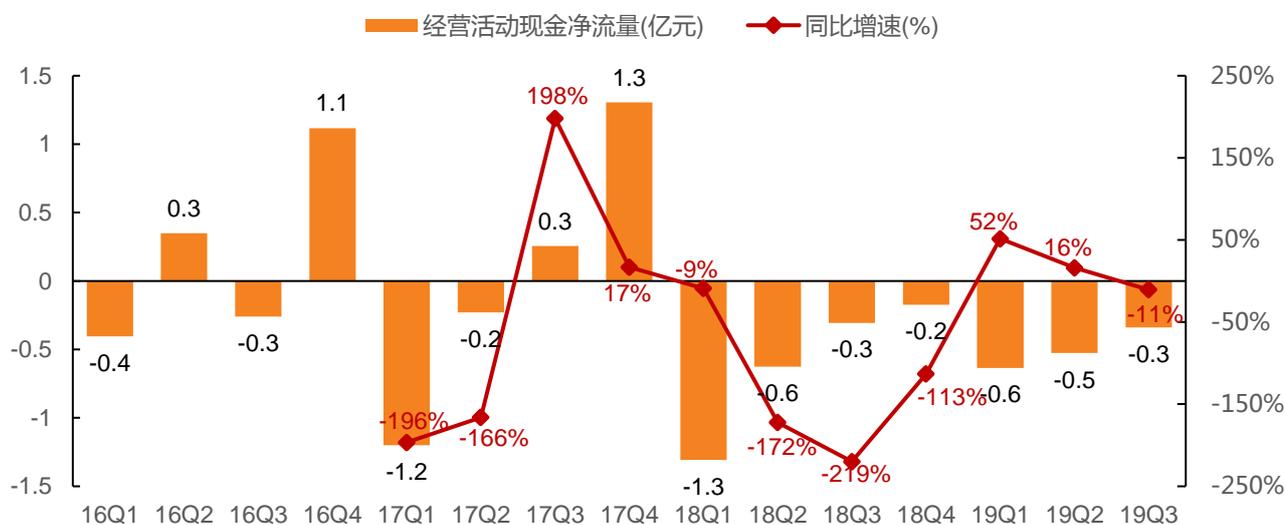
- 19Q1 经营活动现金流明显少于归母净利润，主要系本期经营规模扩大，与经营活动相关的净现金流出增加；
- 19Q2、19Q3 经营性现金流净额改善，现金流出同比减少40.02%、11%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

图 15：立昂技术 2016-2019Q1-Q3 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：18年经营性现金流大幅下降，为减少异常值影响，调整数据以突显趋势

图 16：立昂技术 2016Q1-2019Q3 单季度经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 安防 AI 运维有望推动产业再次迎来春天

公司信息技术业务包含三大块：**通信网络技术服务、IDC 和安防**。其中：1) 通信网络技术服务包括通信网络设计、网络建设、网络运维、网络优化、室内分布等服务，服务对象主要是中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔、广电网络等；2) 安防系统服务主要是通过网络技术和软件技术，提供从摄像到图像显示和记录的独立完整的数据存储、分析系统，为社会公共安全管理提供智能视觉监控、视频分析、辅助刑事侦察服务；3) IDC 业务主要为客户提供机柜租用、带宽租用等 IDC 基础服务及内容分发网络 (CDN)、数据同步、云计算、网络安全等增值服务。

立昂技术是新疆本地的核心安防系统服务商，是目前疆内本土行业里份额占比最大的公司之一。安防系统服务主要是通过网络技术和软件技术，提供从摄像到图像显示和记录的独立完整的数据存储与分析系统，为社会公共安全管理提供智能视觉监控、视频分析、辅助刑事侦察服务。

图 17：公司的安防系统工程收入



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司在稳抓安防系统建设的同时，积极向安防智能运维服务转型，**将安防智能运维服务作为公司发展的下一个战略目标。**公司安防业务不仅是公安领域，还面向政企、教育，公安、金融等多个领域的场景化需求进行深化设计，形成了丰富和细化的场景化解决方案。比如在教育领域，公司结合 AI、大数据等技术手段，为校园提供出入管理、陌生人预警、黑名单比对报警等功能，提升校园安全保障能力；在交通领域，结合车辆出入口及校内超速、违停等现状，用科技赋能形成车辆管理业务闭环，提升校园管理水平和效率等。不仅参与了大量的集成类的建设，还投入到了一些细分领域，包括识别、各种结构化等等。业务分布涉及西北、西南、华东、华南等多地区。

图 18：立昂技术安防及相关运维产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

立昂技术不单只是传统安防的建设者，而其正向 AIoT 体系的开拓者迈进，面对安防项目广阔的市场空间，前瞻性的预见运维服务有望成为安防产业的下一个春天。

首先，新疆 2017、2018 年集中安防项目仍处于质保期内，运营收入尚未放量。目前公司运营项目包括乌鲁木齐多个区县平安城市运维、全疆城市高空指挥系统运维，全疆 18 个口岸人脸识别运维等，在 3-5 年的质保期之后，疆内安防运维市场将放量增长。公司通过提供维修保养服务、升级扩容服务、综合安全托管服务实现从搭建到运维的平稳过渡，以目前单个摄像头的运维费用计算，单就公安系统来讲年运维费用将超过 7 亿元。依托着独特的地理优势，公司还将积极参与到中亚邻国的安防建设中，让立昂成为安防系统的代名词，将维稳责任从国家提升到世界的高度，未来，安防业务将是公司收入的重要组成部分。

其次，安防是 AI 的最佳落脚点，5G 赋能视频物联网，势必将给安防行业带来新的发展契机，公司积极推进安防+AI，有望打开更广阔空间。

2018 年，公司跟人工智能全球顶尖算法厂商商汤成立一个合资公司汤立，商汤占 51%，立昂占 49%，“渠道+技术”强强联手，剑指全国智能安防市场。公司希望把商汤领先的算法、最新技术通过承接做具体解决方案，将其落地到具体的应用当中去。比如司法领域，培训中心、监狱需要有基于人脸识别的解决方案，在运营商、金融行业也是有一些基于人脸识别的考勤系统，对于厂房企业、学校点名系统，汤立也计划承接其中 AI 的技术部分，由实体公司来做开发，变成一个解决方案，能够有交付的能力。

近期，公司和全球顶尖 AI 算法商依图科技合作，已经在把一些算法培植到具体的应用，从简单的人脸识别，再到如今步态识别和行人再识别，基于大数据、云计算、视频结构化等技术，为公安提供更有效的解决方案。未来几年以视频为核心的物联网市场空间非常广阔，公司会在视频物联方面开拓属于自己的一片天。公司还针对教育、水利、金融等多个领域的场景化需求进行深化设计，形成了丰富和细化的场景化解决方案。比如在教育领域，公司结合 AI、大数据等技术手段，为校园提供出入管理、陌生人预警、黑名单比对报警等功能，提升校园安全保障能力；在交通领域，结合车辆出入口及校内超速、违停等现状，用科技赋能形成车辆管理业务闭环，提升校园管理水平和效率等。

图 19：商汤科技技术能力



资料来源：商汤科技官网，天风证券研究所

图 20：依图科技 AI 技术能力

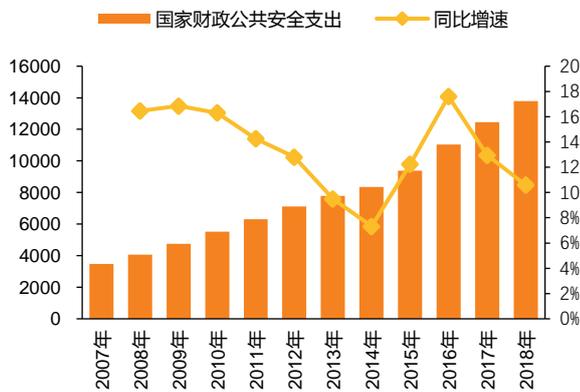


资料来源：依图科技官网，天风证券研究所

据国家统计局数据，从全国公共安全支出来看，2018 年达到 13781 亿元，2007 年以来，基本是每年保持两位数的增速（2013 年 9.49%，2014 年 7.33%），国家对公共安全一直很重视，并且经常性保持相应支出的快速增长。从新疆来看，从 2009 年开始，新疆大幅增加财政对公共安全领域的支出，直到 2017 年，每年增速均保持在 10% 以上，2018 年新疆的公共安全支出已达 567 亿元，针对社会稳定，反对暴力恐怖袭击，坚持对维稳安防工作的重视，强调稳定是新疆一切发展的基础。

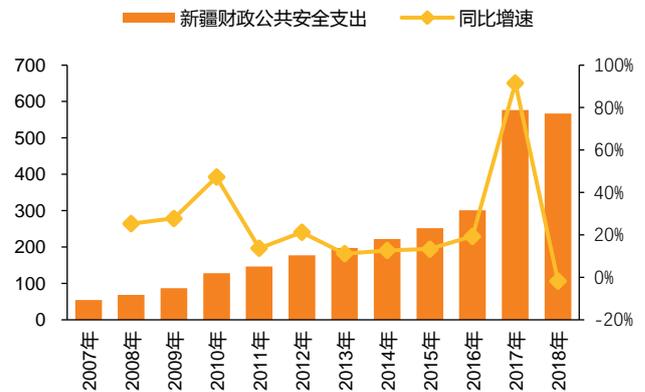
公司安防业务驱动因素主要来自区域需求增长和应用拓展两方面。目前智能安防和信息安全都处于高速发展期，尤其随着各地“雪亮工程”的大规模展开，以及《网络安全法》的正式实施，后续会为这两个方向的持续发展提供强有力政策支撑。一方面，为贯彻落实西部大开发和“一带一路”战略，中央、国务院及有关部委提出了一系列支持新疆稳定和发展的重大政策，从规划引导、产业发展、重大项目安排、资金配置和对口援疆等方面，都加大了对新疆地区的支持和倾斜。

图 21：中国财政公告安全支出（亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 22：新疆公共安全支出（亿元）



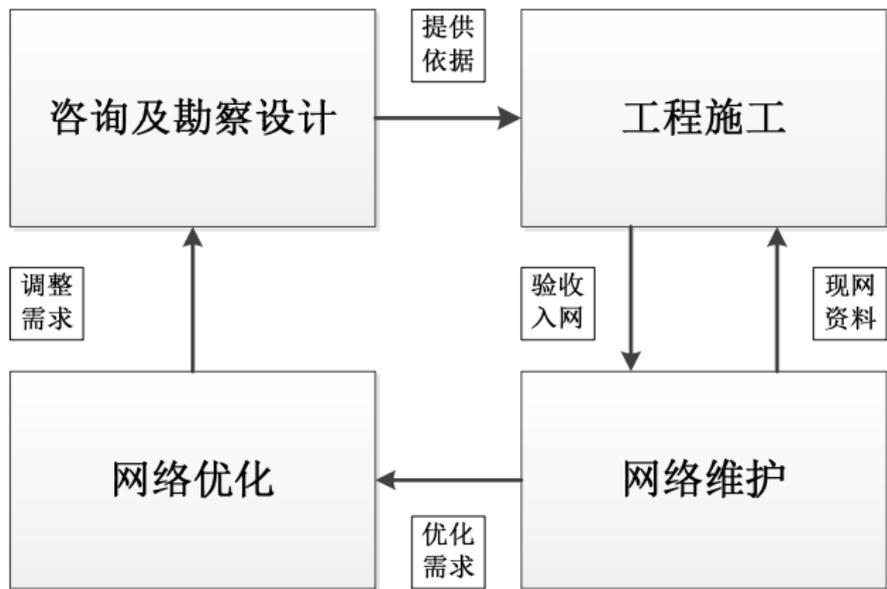
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3. 5G 时代，通信技术服务迎来向上景气周期

3.1. 通信网络技术服务介绍

通信网络技术服务是指为通信运营商提供各种技术服务及系统解决方案，服务对象主要是中国移动、中国电信、中国联通、中国铁塔、广电网络等，以保证电信网、广播电视网和互联网等公众信息网络平稳运行，服务内容主要包括通信网络设计、网络建设、网络运维、网络优化、室内分布等服务。

图 23：通信网络技术服务业务构成



资料来源：吉大通信招股说明书，天风证券研究所

公司已拥有建设部—通信工程施工总承包贰级资质、工信部通信信息网络系统集成企业乙级资质，也是新疆维吾尔自治区计算机信息系统集成甲级企业，具备较强的开展信息技术服务的能力（公司通信工程施工总承包壹级资质正在申请中）。

过去 5 年里，新疆信息传输、计算机服务及软件业固定资产投资低于全国平均水平（最高不足平均水平的 80%），新疆核心区 5G 的商用已确定，未来新疆通信基础建设发展后劲十足。而公司作为疆内通信技术服务的领导者，历经 20 多年的发展，在业内具有良好的口碑，在基站的建设方面，FDD 模式基站于 2019 年预计建设 20000 个，而新疆 5G 建设共需 8-10 万座基站，假设全以基站升级为主，市场规模约 45 亿左右，依托公司对通信技术的不断创新与核心技术的逐步掌握，可实现 4G 到 5G 的平滑过渡，且公司通信工程业务市场份额的占有率逐年提高。

2019 年 3 月，公司与中国移动通信集团新疆有限公司签订了《2019 年-2021 年网络综合代维维护采购框架协议》，合同预估额为 1.376 亿元。随着运营商大力推进 5G 建设，以及公司积极扩张新疆以外市场，预计公司通信技术服务市场将迎来持续向上周期。

3.2. 通信技术服务：迎来向上景气周期

中国通信网络技术服务行业市场规模呈持续增长态势，从 2007 年的 403 亿元，增长至 2017 年的 2669 亿元，呈稳步增长态势，随着 4G 技术深度融合以及 5G 技术的快速崛起，通信行业将迎来新一轮的投资高峰。通信行业的高速增长的大背景将会驱动通信网络技术服务进入新一轮的增长期，为通信网络技术服务行业带来新的发展契机。

图 24：通信网络技术服务市场规模（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

通信网络技术服务于运营商的固定资产投资紧密相关，根据工信部发布的全国电信业统计公报来看，电信业固定资产开支在 2015 年达到 4539 亿元高峰。2016 年电信固定资产略回落到 4350 亿元，同比下降不到 5%，2016 年三大运营商资本开支里不再包括中国铁塔的资本开支，中国铁塔独立出来。从历史数据看，整个通信技术服务市场规模占固定资产开支的 40%左右。预计随着 5G 建设，新一轮大规模的网络建设将于 2020 年展开，电信固定资产投资将重新上升，通信网络技术服务市场有望迎来向上景气周期。

图 25：中国电信业固定资产投资



资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 数据洪流之下，IDC 业务有望迎来高增长

4.1. 广州大一互联及公司 IDC 业务介绍

IDC 作为云时代的重要基础设施，迎来了全球范围内投资建设的持续高景气，市场需求保持长期稳定的快速增长。在 5G 时代海量数据存储需求的背景下，公司通过收购大一互联快速拓展 IDC 业务，凭借资本市场赋予的竞争优势与 IDC 运维的管理经验等，有望助力大一互联在 IDC 领域实现快速增长，未来 IDC 业务有望成为公司的一个快速利润增长点。根据 2 月 10 日立昂技术投资者关系活动记录表披露，公司已着手启动建设自建机房 10,000 柜（毛利率较租用机房高 15%）的相关项目，并通过将机房灾备中心新建至新疆等方式提高公司 IDC 业务市场竞争力，公司还积极研讨为 IDC 提供绿色动力及整体解决方案等相关服务内容。

大一互联是一家专业从事互联网数据中心（Internet Data Center，IDC）运营及其他互联网综合服务的提供商，与中国电信、中国联通、中国移动等基础电信运营商保持着密切合作关系，并在广州拥有自建高品质 IDC 机房。大一互联 IDC 业务包括基础业务（带宽租用、机柜和机位租用、IP 租赁）和增值业务（机房模块定制、云优化服务、互联网专线、流量清洗、多云互联等）两大类。

图 26：大一互联的云计算 IDC 产品和服务



资料来源：大一互联官网，天风证券研究所

大一互联在 IDC 业务上有其核心竞争优势：

- ①**运营商合作优势**：大一互联是广东直接参与运营和支撑广东电信各大数据中心的高新企业，与普通的 IDC 企业不同的是，除了代理运营商机房服务客户外，大一互联整合多方基础运营商资源，与运营商共同合作及运营机房。
- ②**BGP 网络优势**：大一互联构建了真正的 BGP 多线网络。BGP 多线网络打通南北通信障碍，以保证不同网络运营商用户的高速访问，有效保证企业业务的连续性，使企业更好的触达终端用户。
- ③**资源优势**：大一互联自有和租用机柜年度累计达 8000 多台的规模。其中租用机房资源中的华新园一期机房，是目前华南地区最大的中立数据中心。大一互联凭借着运营 IDC 机房的丰富经验，在有效的控制建设及运维成本上，为客户提供了更具品质的数据中心服务。

表 3：大一互联自有机柜及租用机柜

种类	项目	2018 年 1-9 月	2017 年度	2016 年度
自有机柜	期间累计可使用数量（柜）	1980	216	-
租用机柜	期间累计采购数量（柜）	8807.25	5858.83	4645.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：大一互联外租机柜涉及的主要机房布局情况

租赁机房	机房总面积 (平方米)	机房机柜总数量 (柜)	每个机构平均占有面积 (平方米/柜)	每平方米存放的机柜数量 (柜/平方米)
佛山信息大厦	3000	300	10.00	0.10
广州较场西机房	3000	200	15.00	0.07
广州七星岗机房	8560	718	11.92	0.08
广州人民中机房	15673	800	19.59	0.05
佛山德胜机房	15500	2500	6.20	0.16
广州旗锐机房	23000	3400	6.76	0.15
广州中能机房	3100	313	9.90	0.10
联通科学城机房	4200	500	8.40	0.12
潮州联通数据中心	2000	200	10.00	0.10
东莞名气通机房	22000	2000	11.00	0.09
广州华新园机房	60000	5000	12.00	0.08
智慧城机房	14000	1145	12.23	0.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前公司上架的 IDC 机柜可售与已售机柜合计约有 8000 左右，未来三五年将扩充至 3—5 万个机柜，部署地点将集中在北上广深这些一线城市，也除了自身扩建，公司或将通过收购的方式增加可售机柜的数量。而且，公司已着手启动建设自建机房 10,000 柜（毛利率较租用机房高 15%）的相关项目，并通过将机房灾备中心新建至新疆等方式提高公司 IDC 业务市场竞争力，公司还积极研讨为 IDC 提供绿色动力及整体解决方案等的相关服务内容，从而完备现有的“安防+通信+IDC 解决方案”一体化服务。我们认为，一方面 IDC 行业持续快速增长；另一方面，公司自建 IDC 机柜数量以及上架数量增加。二者将共同驱动公司 IDC 业务持续成长，未来空间广阔。

大一互联在立昂科技收购前，营收保持稳定，而公司于 2018 年三季度披露的归母净利润为负。根据 2019 年 4 月公司公告，2018 年度大一互联的归母净利润为 0.64 亿元，完成业绩承诺。

表 5：大一互联历史业绩

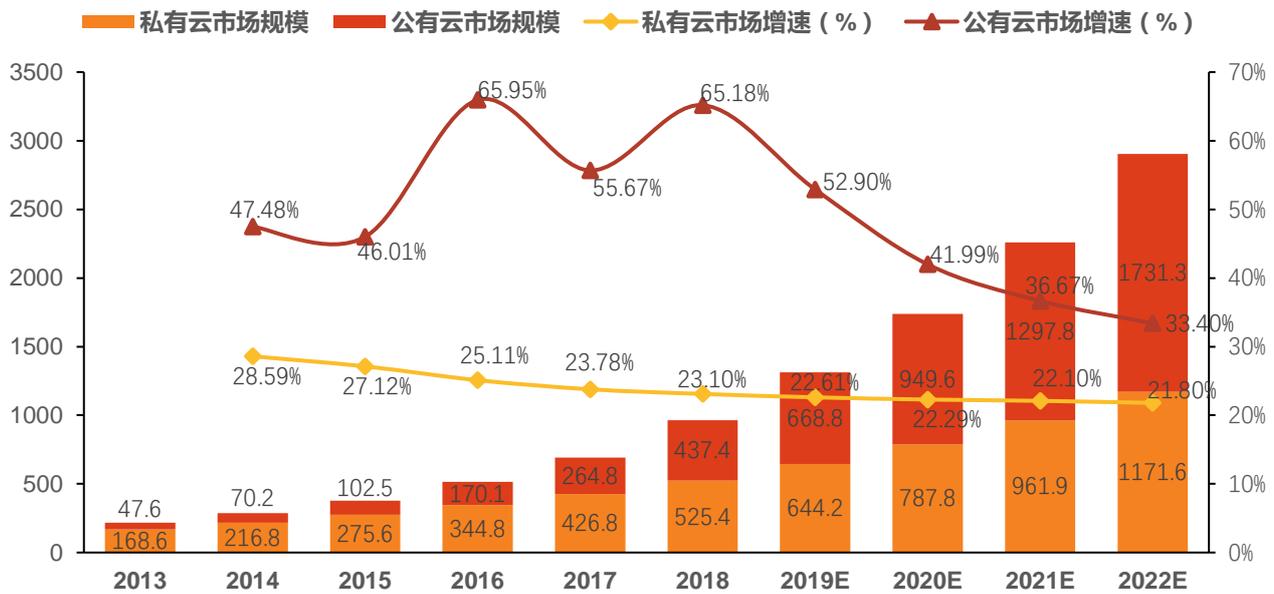
	2016 年年报	2017 年年报	2018 年三季报
营业收入（亿元）	0.83	1.45	1.60
归母净利润（亿元）	0.16	0.24	-0.08

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. IDC：基础设施需求有望引来高增长

根据中国信通院发布的《云计算发展白皮书（2019 年）》显示，2018 年中国云计算整体市场规模达 962.8 亿元，同比增长 39.2%。其中，公有云、私有云市场规模分别为 437 亿元和 525 亿元。展望 2019-2022 年，公有云市场规模仍将维持快速增长态势，预计 2020 年市场规模有望达到 1731 亿元，2020 年有望超 2900 亿元。

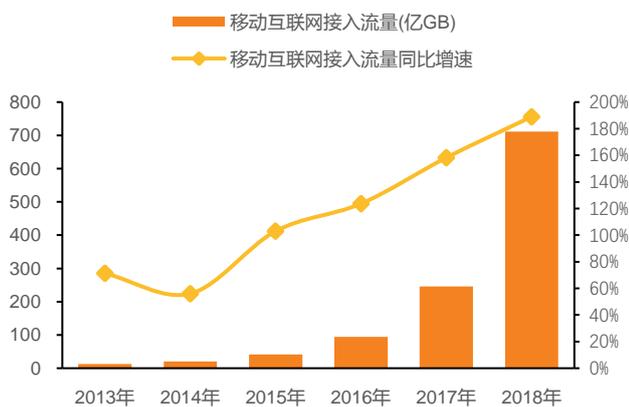
图 27：我国云计算市场规模呈持续快速增长（单位：亿元）



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

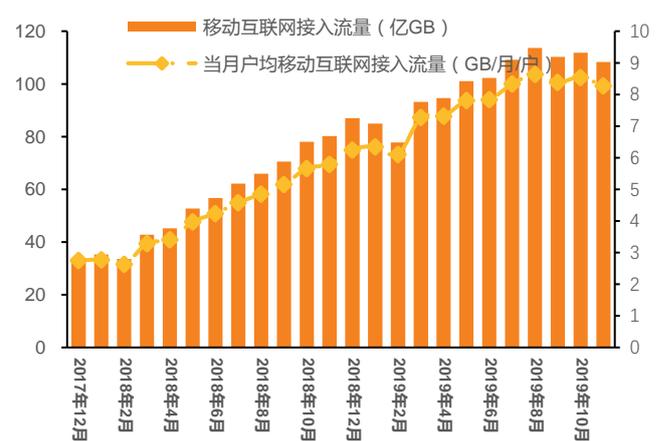
从移动互联网流量情况来看，根据工信部发布的《2018 年通信业统计公报》和《2019 年 1-11 月份通信业经济运行情况》的数据显示，2018 年，各种线上线下服务加快融合，移动互联网业务创新拓展，带动移动支付、移动出行、移动视频直播、餐饮外卖等等应用加快普及，刺激移动互联网接入流量消费保持高速增长。

图 28：2013-2018 年移动互联网流量



资料来源：工信部、天风证券研究所

图 29：2017.12-2019.11 移动互联网接入当月流量及当月 DOU



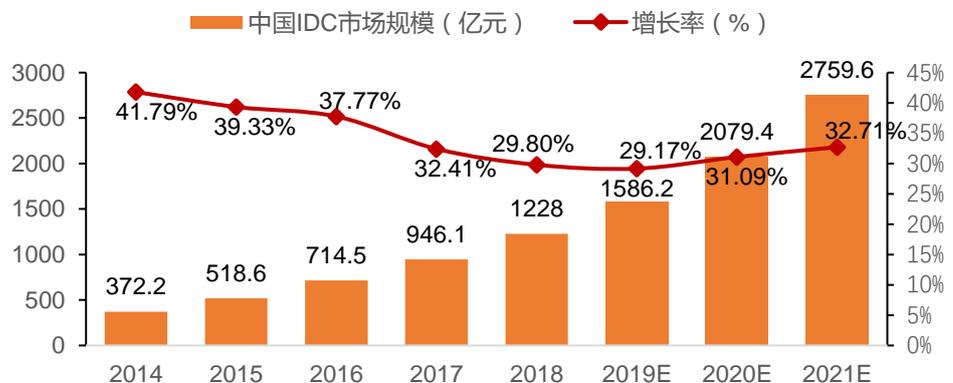
资料来源：工信部、天风证券研究所

2018 年，移动互联网接入流量消费达 711 亿 GB，比上年增长 189%，增速较上年提高 26.9 个百分点。2019 年 1-11 月，移动互联网累计流量达 1107 亿 GB，同比增长 77.4%；其中通过手机上网的流量达到 1101 亿 GB，同比增长 78.8%，占移动互联网总流量的 99.5%。11 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 8.27GB，同比增长 42.7%。

目前，互联网行业仍是 IDC 服务的主要客户群体。我们认为，在智能终端、VR、物联网、线上办公、视频会议、直播等应用更快发展的驱动下，数据存储、云计算及互联网流量大幅增加，将进一步拉动对 IDC 基础设施需求的增长。

从行业数据来看，根据科智咨询最新发布的数据显示，2018 年全球 IDC 业务市场整体规模达到 6253.1 亿元人民币，较 2017 年增长 23.6%，中国 IDC 业务市场总规模达 1228 亿元，同比增长 29.8%，并且未来几年仍有望保持快速增长态势。

图 30：2014-2021 年中国 IDC 市场规模及增速



资料来源：科智咨询, 天风证券研究所

我国 IDC 业务市场规模持续保持快速增长态势。预计 2021 年，中国 IDC 业务市场规模将超过 2700 亿元，同比增长 30% 以上。随着进入 5G 时代，新兴应用不断普及和丰富，流量有望进入新一轮上升周期，IDC 作为承载数据的重要实体，已逐步成为互联网流量计算、存储及流量吞吐的核心基础资源，未来将持续受益流量快速增长。

5. MCN 业务快速增长，立足电商直播打造流量矩阵

5.1. 杭州沃驰及青橙玩家介绍

公司未来将会在 MCN 业务领域加大投入，增加公司的核心竞争力。沃驰科技在立昂科技收购前，营收和利润都保持稳定地大幅增长，根据 2019 年 4 月公司公告，2018 年度沃驰科技的归母净利润为 1.04 亿元，完成业绩承诺。

表 6：沃驰科技历史业绩

	2015 年年报	2016 年年报	2017 年年报	2018 年三季报
营业收入 (亿元)	0.31	1.49	2.40	2.07
归母净利润(亿元)	0.07	0.38	0.85	0.74

资料来源：公司公告, 天风证券研究所

青橙玩家分别于 18 年 7 月和 19 年 5 月获得来自沃驰科技的天使轮融资和来自立昂技术的股权融资，立昂技术间接持有青橙玩家 61.89% 股份。

图 31：青橙玩家股权穿透



资料来源：企查查, 天风证券研究所

青橙玩家以音视频内容生产为核心，进行直播、短视频等文化娱乐内容的创意生产。公司目前已经成为新浪微博、秒拍、腾讯微视、头条抖音、火山、西瓜视频、酷狗音乐等各大平台的 MCN 机构，日均曝光量突破一千万次，单日最大曝光量突破六千万。公司曾获金麦奖（杭州市政府、省商务厅、浙报集团主办，阿里巴巴旗下内贸平台 1688 参与评审）以及短视频带货最佳运营奖。

图 32：2019 年 12 月金麦奖榜单，青橙玩家获奖



资料来源：金麦奖、天风证券研究所

图 33：青橙玩家旗下主播，头部为胡桃佳子等



资料来源：公司官网、天风证券研究所

杭州沃驰重视 MCN 平台的搭建，通过全案服务解决上游广告主的投放 ROI 需求以及中下游自有网红/明星体系和合作的大中小 MCN 机构的对接问题，解决中小型客户的行业痛点。目前公司与笑果文化合作，已确定三位脱口秀演员，卡姆、思文、程璐，是年轻人比较愿意接受的、喜闻乐见的脱口秀的艺人，借助与艺人合作快速做大粉丝基数。

图 34：合作艺人新浪微博账号



资料来源：新浪微博，天风证券研究所

公司旗下艺人和各大头部平台均有稳定的合作对接，包括淘宝、抖音、快手、微博等。从整体行业的角度出发，现有的电商平台都在套用这种新的营销模式，电商带货模式发展空间广阔。根据 2 月 10 日公司披露的投资者交流公告显示，公司目前在 MCN 业务上组建了两个团队，一个是做淘宝直播，一个是做抖音短视频。在 MCN 短视频这一块，目前公司日均曝光量已突破 2000 万，较之前同比上涨超 30%。受疫情影响，1 月以来所有的红人无法集体办公，编导和摄像无法为红人跟拍，需要红人自己在家完成一些内容的制作，但随着整体复工情况持续推进，我们认为公司整体 MCN 业务量将持续增长。阿里 Q3 财报首次公布了淘宝直播业务数据。2019 年 12 月，观看淘宝直播的月活跃用户和淘宝直播带动的 GMV，都同比增长超过一倍，我们长期看好电商带货赛道的成长空间。

图 35：公司旗下主播在各大平台均有深厚的粉丝基础



资料来源：抖音，快手，新浪微博，天风证券研究所

移动阅读业务快速成长，自 19 年 10 月起与阅文开始对接。阅文此前一直没有做新媒体的分销，阅文从去年 10 月份开始接分销体系，根据 2 月 10 日投资者交流纪要披露，杭州沃驰与其对接了近两个月，11 月份公司正式上线阅文的电子书籍，12 月份其给沃驰带来了 3000 多万的收入。疫情期间，移动阅读线上用户市场大幅提升，预计将为公司移动阅读业务带来新的增长空间。公司得益于本次流量红利，截至目前，2 月份现有的销售收入约为 800 万。流量红利仍在释放，相信公司在后期仍会有明显的增长。

5.2. MCN：空间广阔、行业风口

MCN 全称多频道网络, 相当于内容生产者和 YouTube 之间的中介。MCN 不生产内容, 只是将众多力量薄弱的内容创作者聚合起来建立频道, 帮助他们解决推广和变现的问题, 最后再以一定的比例与创作者分成。

MCN 是一种多频道网络的产品形态, 基本组织架构包含运营、商业变现, 将 PGC/UGC/PUGC 内容联合起来, 在制作、交互推广、合作管理、资本等方面的有力支持下, 保障内容的持续输出, 可以最终实现商业的稳定变现。基于内容行业, 以 MCN 为“名片”切入, 专注于内容生产和运营为基础, 发展为不同业务形态的组织机构。

2019 年 MCN 机构个数仍然是不断增加的一年, 根据 2019 中国 MCN 行业发展白皮书, MCN 行业的发展可分为四个阶段, 目前已经进入了进化期。

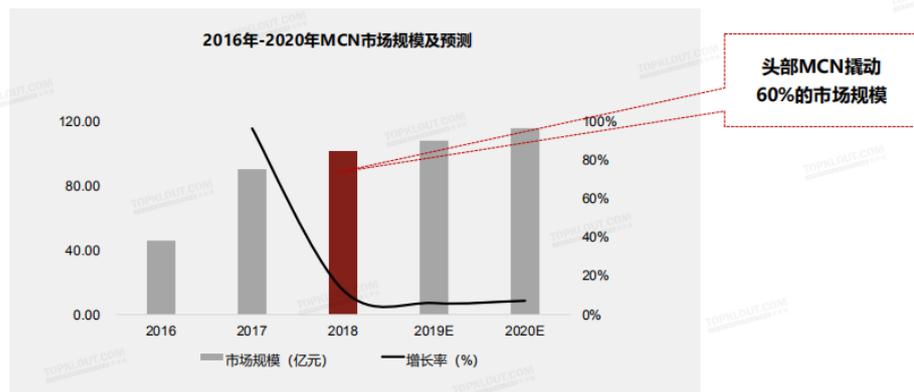
表 7: MCN 行业发展

阶段	时间	发展情况
萌芽期	2012-2013	短视频行业起步, 微博、微信等平台生态商业化战略部署。
发展期	2015-2016	在资本风口下, 短视频 PGC 创业浪潮兴起, 出现了从单一账号到多账号矩阵的孵化模式, 开始进行电商、付费等多种商业尝试。
快速上升期	2017-2018	各大平台转型并推出“内容补贴”战略, 同时吸引了大批包括直播公会在内的红人机构转型 MCN, 在短视频行业高速增长、资本、内容创作者以及流量平台多方面因素影响下, 行业迎来快速增长。
进化期	2018-2019	一方面, 原有 MCN 强化内部效率与核心竞争力, 去除流量红利之后的竞争与发资料来源: 天风证券研究所展, 会诞生出大的公司; 另外一方面, 依托新平台崛起, 新 MCN 还在不断涌现。

资料来源: 克劳锐, 天风证券研究所

MCN 市场规模快速提升, 形成超百亿市场, 头部、腰部、尾部格局分化。2018 年, MCN 市场规模 101.8 亿元, 其中头部 MCN 占据 60% 以上份额, 连续三年提升, 预期 2019 年至 2020 年将保持小幅增长。

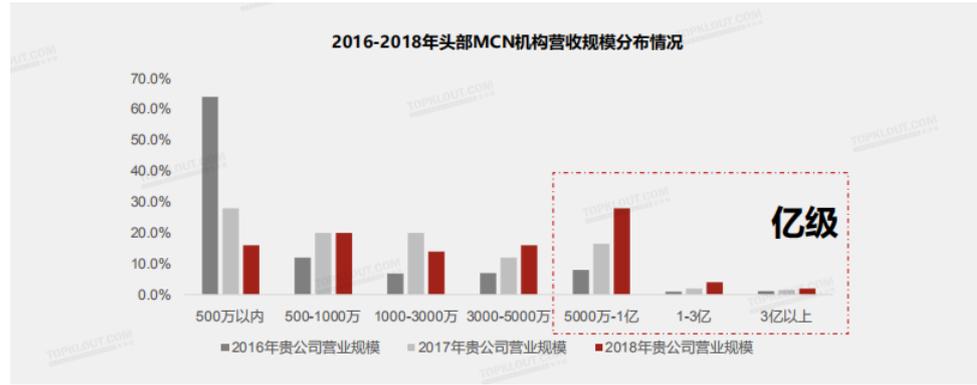
图 36: MCN 市场规模



资料来源: 克劳锐, 天风证券研究所

头部 MCN 营收规模占比近三年逐年提升, 并于 2018 年达到亿级规模。MCN 掌握头部网红资源, 网红对 MCN 的助力核心围绕流量、商业化资源、内容三大维度展开, 包括曝光机会、流量引导、分发渠道及内容开发、专业技巧等。

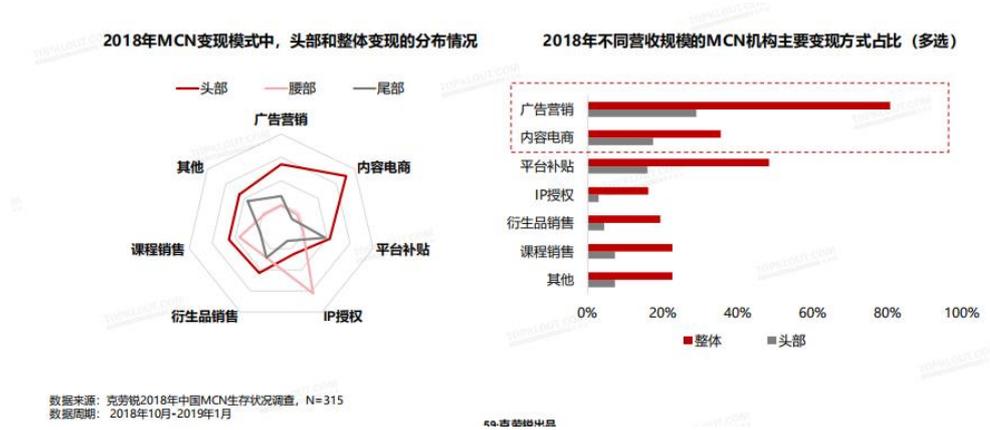
图 37：头部 MCN 营收规模



资料来源：克劳锐, 天风证券研究所

MCN 变现形式多样化，内容电商潜力较大。部分 MCN 目前仍以广告营销变现为主，但内容电商的潜力持续释放，在变现方式中所占比重较高。

图 38：MCN 变现形式



资料来源：克劳锐, 天风证券研究所

MCN 行业的发展也得益于短视频渠道的崛起，短视频从粗放发展至黄金发展期，2019 短视频迎来快速增长的元年。

随着西瓜视频、抖音等短视频平台的崛起，短视频内容创作生态和商业变现模式逐渐成熟，用户观看短视频习惯已养成，中国短视频行业步入黄金发展期，“平台+内容+技术”引发全民狂欢，2019 短视频行业快速增长。

表 8：短视频发展历程

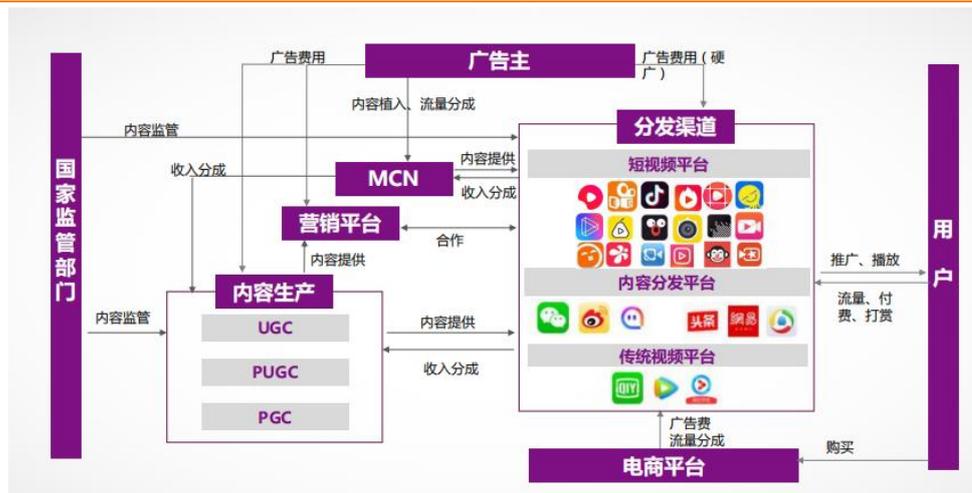
	2011 以前：酝酿期	2011-2013：起步期	2014-2017：快速崛起期	2018-至今：黄金发展期
内容	微电影出现，UGC 自发生产内容 《一个馒头引发的血案》等出现	UGC 内容稳定增长，PGC 萌芽 PGC 进军短视频市场	内容创业新风口，PUGC 内容生态崛起 papi 酱走红网络，短视频成内容创业新风口	多内容形态并存，深耕垂类、精品内容 垂类内容、Vlog、微综艺、微剧多元发展
平台	视频平台成立，流量开始升温 视频网站成立初期，鼓励 UGC、生产扩充内容	短视频平台涌现，移动短视频时代到来 智能手机、4G 普及，短视频随移动互联网时代到来	短视频红利初显，资本大肆进入、平台加紧布局 字节跳动、腾讯、百度等互联网巨头加速布局短视频	市场细分、差异凸显，短视频步入黄金期 西瓜、抖音等平台崛起，内容创作生态和商业模式逐步成熟

用户	网络视频用户猛增，规模突破 3 亿	用户行为移动、碎片化，短视频走进大众视野	人口红利释放，短视频用户规模大幅增长	全民狂欢时代到来，用户短视频习惯养成
	网络的普及，用户开始在网观看视频的习惯	移动互联网时代，用户视频消费呈现移动化、碎片化的特点	短视频用户规模显著增长、短视频日使用时长大幅增加	短视频平台用户稳定增长，使用黏性提高，深度浸入生活

资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

充分竞争加剧提升短视频产业商业化进程。短视频的产业链主要包括内容生产、营销平台、MCN、广告组和电商平台的分发渠道，向用户推广、播放，获取用户的流量、付费以及打赏，同时整个短视频产业链也受到国家监管部门的内容监管。

图 39：短视频产业链



资料来源：艺恩咨询，天风证券研究所

6. 盈利预测：受益 5G，公司各项业务弹性可期

核心假设：

- 新疆 2017、2018 年集中安防项目仍处于质保期内，随着 3-5 年的质保期之后，疆内安防运维市场预计将放量增长，公司作为新疆内本土份额最大公司之一将持续受益；
- 5G 赋能视频物联网，势必将给安防行业带来新的发展契机，公司积极推进安防+AI，联合商汤、依图共同开拓市场，有望打开更广阔空间；
- 公司通过收购大一互联快速拓展 IDC 业务，目前公司上架的 IDC 机柜可售与已售机柜合计约有 8000 个左右，未来三五年有望扩充至 3—5 万个机柜，部署地点集中在一线城市，未来成长空间广阔；
- MCN 业务将加大投入，公司通过打造自有流量矩阵、明星合作（笑果文化旗下艺人程璐、思文、卡姆等）、MCN 平台合作（如涵合作可期）等；
- 移动阅读业务 19 年底与阅文合作开始合作，助力运营商业收入快速成长

表 9：盈利预测假设表

		2019E	2020E	2021E
安防	业务收入 (亿元)	4.28	5.35	6.42
	同比增长率%	15.00%	25.00%	20.00%
	业务毛利 (亿元)	1.41	1.82	2.25
	毛利率%	33.00%	34.00%	35.00%
通信	业务收入 (亿元)	1.53	1.99	2.49
	同比增长率%	8.00%	30.00%	25.00%
	业务毛利 (亿元)	0.34	0.44	0.55
	毛利率%	22.00%	22.00%	22.00%
IDC	业务收入 (亿元)	2.60	3.90	5.07
	同比增长率%	-	50.00%	30.00%
	业务毛利 (亿元)	0.60	0.90	1.17
	毛利率%	23.00%	23.00%	23.00%
运营商服务	业务收入 (亿元)	2.80	5.60	7.56
	同比增长率%	-	100.00%	35.00%
	业务毛利 (亿元)	1.74	3.58	4.91
	毛利率%	62.00%	64.00%	65.00%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们采用可比公司估值法，对应公司通信、安防、IDC 及 MCN 业务选择 6 家可比公司，包括星期六、中广天择、值得买、壹网壹创、杰赛科技、三维通信等，目前该 6 家可比公司 19-20 年平均 PE 为 154x/52x/38x。

投资建议：公司一季度增长较好，杭州沃驰的移动阅读业务及电商带货受疫情影响整体业务量快速提升，后续与如涵合作、开拓新渠道带货等表现值得期待，叠加通信、安防、IDC 业务景气度持续提升，我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 1.32/4.06/5.59 亿元，同比增长 219%/208%/38%，对应估值为 90x/29x/21x，而我们选取的 6 家可比公司 19-20 年平均 PE 为 154x/52x/38x，我们给予公司 20 年 52x 目标估值，对应目标价 75.4 元，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值法

证券简称	总市值 (亿元)	2019E 净利润	2020E 净利润	2021E 净利润	2020E 增速	2019PE	2020PE	2021PE
星期六	206.63	1.80	3.87	6.91	115.00%	114.79	53.39	29.90
中广天择	37.12	0.07	0.84	1.26	1100.00%	530.21	44.18	29.46
值得买	109.33	1.20	1.41	1.60	17.50%	91.11	77.54	68.33
壹网壹创	207.71	2.16	3.26	4.77	50.97%	96.16	63.70	43.57
杰赛科技	100.18	2.25	2.36	2.90	4.89%	44.52	42.45	34.55
三维通信	94.86	1.99	2.88	3.78	45.04%	47.69	32.88	25.10
					平均	154.08	52.36	38.48

资料来源：wind、天风证券研究所；备注：值得买、壹网壹创、三维通信已覆盖标的采用天风最新盈利预测，其他采用 wind 一致预期。

7. 风险提示

➤ 市场竞争加剧的风险

近年来，随着国家对信息技术服务业以及移动互联网的重视，不断加大在该领域的投入，本行业市场规模持续稳定增长，行业前景向好，已经有越来越多的企业进入到该行业，未来可能会有更多的竞争者进入该领域，导致行业内竞争加剧。

由于市场的需求旺盛以及政策的持续向好，未来可能会有更多的投资者进入这一领域，IDC 服务行业未来可能面临竞争加剧的情况。

➤ 行业监管的风险

我国的数字内容行业受到工信部、文化和旅游部、国家广播电视总局和国家版权局的共同监管。随着产业的快速发展，监管部门逐步加强了对行业的监管力度，针对运营单位的业务资质、内容、审查备案程序等不断出台相关的管理制度，并对数字内容的合法合规性进行持续且强力的监管和审查，持续关注公司运营商服务相关行业的监管力度。

➤ 技术更新的风险

信息技术产业具有技术进步快、产品生命周期短、升级频繁、继承性较强的特点，技术和产品经常出现新的发展方向，信息技术企业必须准确把握行业技术和应用发展趋势，持续推出适应市场需求的新产品。

➤ 应收账款的风险

随着公司尤其是沃驰的业务规模快速扩大，客户数量持续增多，行业变化、市场竞争加剧、客户经营状况的恶化等可能导致公司的应收账款规模扩大的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	271.54	124.75	553.29	568.12	1,308.31
应收票据及应收账款	523.28	682.02	977.38	1,324.16	1,575.85
预付账款	3.64	8.28	6.61	13.38	14.50
存货	172.21	131.48	170.57	306.82	216.37
其他	14.64	21.57	28.37	35.34	52.67
流动资产合计	985.31	968.10	1,736.22	2,247.82	3,167.70
长期股权投资	0.00	2.45	2.45	2.45	2.45
固定资产	51.68	151.36	171.63	211.96	251.32
在建工程	93.22	0.15	36.09	69.65	71.79
无形资产	8.10	9.16	8.40	7.63	6.87
其他	150.45	170.96	116.26	145.89	144.37
非流动资产合计	303.45	334.08	334.84	437.59	476.81
资产总计	1,384.26	1,389.00	2,137.01	2,768.17	3,723.02
短期借款	47.00	116.00	120.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	797.95	636.39	1,039.21	1,366.48	1,922.99
其他	79.72	156.03	121.65	158.27	175.64
流动负债合计	924.67	908.42	1,280.87	1,624.75	2,198.64
长期借款	31.00	22.00	120.00	100.00	80.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.50	0.50	1.17	1.06	0.91
非流动负债合计	32.50	22.50	121.17	101.06	80.91
负债合计	957.17	930.92	1,402.03	1,725.80	2,279.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	102.50	102.50	281.06	281.06	281.06
资本公积	121.28	121.28	121.28	121.28	121.28
留存收益	318.74	349.85	453.92	761.31	1,162.42
其他	(115.43)	(115.54)	(121.28)	(121.28)	(121.28)
股东权益合计	427.09	458.08	734.98	1,042.36	1,443.48
负债和股东权益总	1,384.26	1,389.00	2,137.01	2,768.17	3,723.02

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	80.37	41.35	132.00	406.33	558.77
折旧摊销	5.83	17.42	4.55	6.87	9.27
财务费用	2.96	9.76	10.74	9.82	1.15
投资损失	0.00	1.25	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(220.93)	(347.35)	133.20	(171.79)	385.35
其它	144.91	36.23	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	13.13	(241.34)	280.49	251.23	954.53
资本支出	73.61	28.55	59.33	80.11	50.15
长期投资	0.00	2.45	0.00	0.00	0.00
其他	(133.64)	(67.45)	(98.47)	(176.91)	(95.90)
投资活动现金流	(60.03)	(36.44)	(39.13)	(96.80)	(45.75)
债权融资	84.00	214.47	267.49	236.65	226.87
股权融资	82.29	(6.38)	162.08	(9.82)	(1.15)
其他	(111.57)	(15.25)	(242.39)	(366.43)	(394.31)
筹资活动现金流	54.73	192.84	187.18	(139.59)	(168.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7.83	(84.94)	428.54	14.83	740.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	973.20	668.72	1,279.32	1,853.29	2,335.20
营业成本	780.70	495.56	842.52	1,148.67	1,414.31
营业税金及附加	4.26	4.57	7.42	10.75	13.54
营业费用	19.61	18.15	30.70	41.14	49.04
管理费用	53.23	36.97	82.90	100.82	119.10
研发费用	0.00	19.70	41.07	58.38	72.86
财务费用	0.95	6.27	10.74	9.82	1.15
资产减值损失	33.55	44.93	103.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.25)	0.00	0.00	0.00
其他	(7.91)	(4.14)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	88.81	47.97	160.97	483.72	665.20
营业外收入	0.04	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.84	0.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.01	47.76	160.97	483.72	665.20
所得税	7.64	6.40	28.97	77.40	106.43
净利润	80.37	41.35	132.00	406.33	558.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	80.37	41.35	132.00	406.33	558.77
每股收益(元)	0.29	0.15	0.47	1.45	1.99

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	168.26%	-31.29%	91.31%	44.87%	26.00%
营业利润	154.71%	-45.99%	235.59%	200.50%	37.52%
归属于母公司净利润	126.55%	-48.55%	219.19%	207.83%	37.52%
获利能力					
毛利率	19.78%	25.89%	34.14%	38.02%	39.44%
净利率	8.26%	6.18%	10.32%	21.92%	23.93%
ROE	18.82%	9.03%	17.96%	38.98%	38.71%
ROIC	123.15%	-732.79%	48.55%	155.29%	116.07%
偿债能力					
资产负债率	69.15%	67.02%	65.61%	62.34%	61.23%
净负债率	-43.91%	19.59%	-38.89%	-31.80%	-74.92%
流动比率	1.17	1.16	1.41	1.43	1.48
速动比率	0.98	1.02	1.27	1.25	1.38
营运能力					
应收账款周转率	2.52	1.11	1.54	1.61	1.61
存货周转率	9.05	4.40	8.47	7.76	8.93
总资产周转率	0.98	0.48	0.73	0.76	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.15	0.47	1.45	1.99
每股经营现金流	0.05	-0.86	1.00	0.89	3.40
每股净资产	1.52	1.63	2.62	3.71	5.14
估值比率					
市盈率	148.24	288.10	90.26	29.32	21.32
市净率	27.90	26.01	16.21	11.43	8.25
EV/EBITDA	37.12	26.88	64.94	22.69	15.70
EV/EBIT	39.76	33.84	66.66	23.01	15.92

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com