

伟乐科技 (832781)

公司研究

新三板行业

公司深度报告

2016. 2. 19/评级(推荐)

分析师 于建科
 执业证书编号: S1220515090003
 TEL: (86755) 83456386
 E-mail: yujianke@foundersc.com

投资要点

※我们有别于市场的观点:

中国 AVS+标准推动设备更换潮: 目前中国正在大力推广 AVS+标准, 实施广播电视地面无线数字化覆盖工程, 并划拨专项款 48 亿用于该项目。其中, 预计用于购买 AVS+设备的款项约为 10 亿, 伟乐在 AVS+设备上, 技术领先, 并且在国内市场中, 只有数码视讯等少数竞争对手, 预计能拿到 20%的份额, 价值 2 亿元。公司已中标青海等地区千万级的合同。

全面的产品线与丰富的客户资源: 在收购美国 Sencore 公司之后, 公司整合了其在海外的技术专利、销售渠道和大客户等资源, 形成了全面的产品线和客户资源, 从而具备了提供不同档位的的产品满足中、高、低端不同客户的需求。同时, 收购北京 OTT 团队, 形成互联网高清视频端到端解决方案, 布局未来行业演变趋势。

加大固定资产与研发投入, 聚焦高毛利业务: 公司已将部分研发、经营和生产部门搬入刚落成不久的惠州伟乐科技园区, 未来将对公司的整体管理, 持续发展构成坚实的物质基础。公司采取研发为主, 运营为辅, 生产外包的经营模式, 专注于产业链中具备高附加值的环节。主要生产毛利率高的企业级产品, 舍弃毛利率低, 回款难的家用机顶盒业务。未来将继续加大研发投入, 形成自己的技术优势。

消化、整合并购资源, 实现营收、盈利双增长。: 伟乐公司 2014 年因收购工作耗费较大资源, 产生较多的中介费用、财务费用, 同时公司大幅增加研发投入, 导致当年净利润下降幅度较大, 公司营业收入增长缓慢。但从 2015 年开始, 在顺利整合美国 Sencore 公司的技术与客户资源后, 将激发公司在国内外市场份额的持续增长, 从已经拿到的合同来看, 预计销售及利润将大幅度增长。

风险提示: 并购整合速度与效果低于预期, 国内 AVS+市场份额增长低于预期。

盈利预测:

单位/百万	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	102.0	305.0	378.0	475.0
(+/-) (%)	+5.5	+200.0	+24.5	+26.2
净利润	12.3	30.0	49.0	74.0
(+/-) (%)	-48.5	+143.9	+63.3	+51.0
EPS(元)	0.24	0.46	0.78	1.13
P/E	48	25	15	10

数据来源: wind 方正证券研究所

务必阅读最后特别声明与免责条款

目录

1. 广电视听设备，政策与技术双驱动	4
1.1 广电视听设备概况：高清视频压缩需求刺激设备更新.....	4
1.2 广电视听设备产业现状	5
1.2.1 发达国家数字化成熟，发展中国家方兴未艾.....	5
1.2.2 中国广电视听设备产业蓄势待发	6
1.3 AVS+：视频编码新方向，中国自主标准。	8
2. 伟乐科技，视听新贵	10
2.1 全国营收增长迅速、逐渐聚焦高附加值业务.....	10
2.2 公司的核心竞争力	12
2.2.1 全面的产品线与丰富的客户资源	12
2.2.2 先进的研发体系支撑出色的研发效率.....	13
2.2.3 核心产品契合视频传输互联网化、高清化及技术标准升级趋势.....	15
2.2.4 专业的管理团队，国际化的视野	17
2.3 未来发展计划	17
2.3.1 抓住政策机遇，拓展国内市场	18
2.3.2 整合并购资源，全方位突破	18
3. 公司估值	18

图表目录

图表 1: 视听设备及服务提供商的业务范围.....	4
图表 2: 视听传输体系.....	5
图表 3: 全球部分国家模拟信号关闭时间表.....	5
图表 4: 全球各主要地区广播电视发展趋势.....	6
图表 5: 中国电视数字化进程.....	7
图表 6: 中国电视数字化用户规模增长趋势.....	7
图表 7: 中国 IPTV 用户数 (万户).....	8
图表 8: 中国互联网、手机视频用户 (万人).....	8
图表 9: AVS+优势.....	9
图表 10: 中国政府推行 AVS+时间表.....	9
图表 11: 伟乐公司服务范围.....	10
图表 12: 伟乐公司 2013-2015H 营收.....	11
图表 13: 公司业务收入结构变化.....	11
图表 14: 伟乐公司产品线.....	12
图表 15: 伟乐公司客户分布图.....	13
图表 16: 伟乐公司研发成果.....	14
图表 17: 伟乐公司研发体系.....	14
图表 18: 伟乐公司研发流程.....	15
图表 19: 伟乐公司研发效率与主板主要同类业务企业对比.....	15
图表 20: 伟乐有线电视+互联网高清视频端到端解决方案.....	16
图表 21: 伟乐 AVS+编码器、解码器和转码平台.....	17
图表 22: 伟乐公司核心管理团队成員.....	17

1. 广电视听设备，政策与技术双驱动

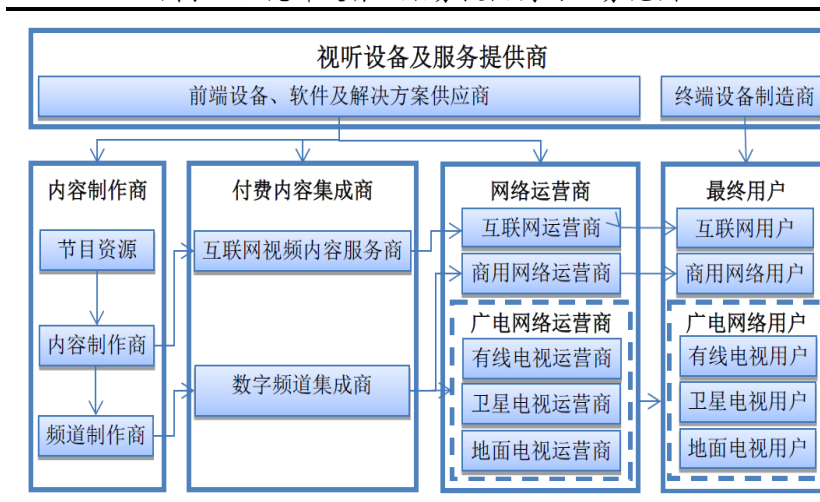
1.1 广电视听设备概况：高清视频压缩需求刺激设备更新

广播电视是通过无线电波或通过导线向广大地区播送音响、图像节目的传播媒介。只播送声音的，称为声音广播；播送图像和声音的，称为电视广播。

广播的发展趋势是从声音到影像再到高清视频，从模拟信号到数字信号，从单向传播到双向互动，从只有大企业或者国家单位经营，到各种互联网视频网站、电信运营商纷纷介入，其形式与内容都日趋复杂。

广播的主要运行原理如图表 1 所示，无论是早期的模拟型号电视还是现在流行的数字高清电视，或者是如今流行的 IPTV、OTT 等新的视听内容提供商，其从内容制作商最初节目采集到后期编辑，再到节目分发与节目接收，都需要各种视听设备来发送、承载、接收信号。并且，随着其传播的内容越来越多，参与者与需求者与日俱增，对视听支撑设备的性能要求也是不断上升。

图表 1：视听设备及服务提供商的业务范围



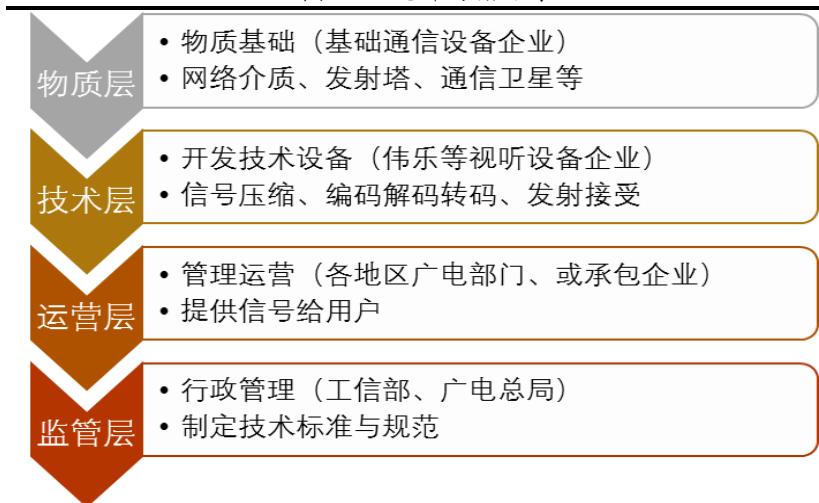
资料来源：公开资料，方正证券研究所

广播电视传输是将电视台播控中心播出的电视节目经适当的传输通道传送到接收端（即电视观众家中的电视机或机顶盒）的过程。

电视传输方式主要有三种，地面、卫星和有线。有线方式是指传输媒介为有线通道，如电缆、光缆等；地面、卫星的传输媒介为无线电波。

而在电视节目的传输体系中，又可以分为四个层次，如图表 2 所示。其中，技术层：包括与传输有关的标准、视音频的压缩调制技术、信号发射接受技术等，由视听设备企业提供软硬件解决方案。

图表 2：视听传输体系



资料来源：公开资料，方正证券研究所

随着节目采集拍摄器材清晰度和用户终端分辨率的快速提高，高清视频的普及是大势所趋。但是，高清音视频信号数字化后数据带宽很高，通常在 20MB/秒以上，会占用大量的硬盘存储空间和网络传输带宽，计算机很难对之进行保存和处理。因此，视频压缩是计算机处理视频的前提。技术层主要的核心问题就在于如何将高清视频高效压缩、编码解码以实现快速、及时、低损耗地传输信号。

国内外的视频传输标准典型代表有：ITU-T 的标准 H. 261、H. 263、H. 264，ISO/IEC 制定的 MPEG 系列标准，中国自主技术标准 AVS 系列。

1.2 广电视听设备产业现状

1.2.1 发达国家数字化成熟，发展中国家方兴未艾

目前，欧洲、北美和日本纷纷制定了由模拟向数字转换的计划，并出台了最终关闭模拟信号的时间表，以政府干预的手段推动数字化转换的进程，全球部分国家关闭模拟信号的时间表如下：

图表 3：全球部分国家模拟信号关闭时间表

时间	主要国家
2007-2008 年	芬兰、瑞典、挪威、意大利
2009 年	美国
2010 年	澳大利亚、韩国、法国、西班牙、德国、丹麦
2011 年	日本
2012 年	英国、波兰、爱尔兰
2015 年	瑞士、中国

资料来源：公开资料，方正证券研究所

发达国家无论是从技术还是数字化电视的用户数量来看，目前都处于一个比较成熟的阶段。而发展中国家由于经济、技术受限，电视数字化转换起点较低，但随着社会经济水平的发展和中产阶级数量的扩大，数字电视市场规模和产品需求近年来持续增加。

据 Digital TV Research 预计，2016 年全球数字电视机家庭数量将比 2010 年增长一倍，达到 11.90 亿户，全球将有 30 多个国家完全普及数字电视。其中，拉丁美洲数字电视用户有望突破 9,300 万户，中东地区和非洲数字电视用户有望增加到 7,720 万户（数据来源：中国商务部西亚非洲司）。

图表 4：全球各主要地区广播电视发展趋势

地区	发展现状	未来需求
美国、西欧、日本	基本完成数字化转换，付费电视的商业模式日趋成熟，高清数字电视产品需求增长迅速，高清市场迎来发展高潮。在欧美等发达国家，数字广播电视已经由政府政策引导、实现全网标清播出为特点的第一阶段，进入以网络融合为特点的第二阶段。	电视和电信运营商双向进入，基于网络融合的多样化产品和功能需求不断出现，其中智能、高清产品市场需求日益显现。HEV 新标准的提出与推广，预计未来对高清视频传输的视听设备需求将非常旺盛。
东南亚、拉丁美洲	全球主要的有线数字电视新兴市场，数字电视产业私有化程度高，中小运营商数量众多且分布广泛，数字化转换浪潮即将兴起。	中小运营商因技术水平有限，对具备集成能力的生产企业依赖程度高，系统产品和集成服务需求日益显现。
中东、非洲	中东和北非是全球最大的卫星电视市场，西非和东非是全球主要的 DVB-T/T2 地面数字电视市场。	西非、东非地区许多中小国家开始规划建设基于 DVB-T2 标准的国家级数字电视网，或者对现有基于 QAM 或 DVB-T 技术的网络进行升级改进，前端设备、大功率发射机、地面机顶盒以及相关技术服务的市场需求将明显增长。

资料来源：公开资料，方正证券研究所

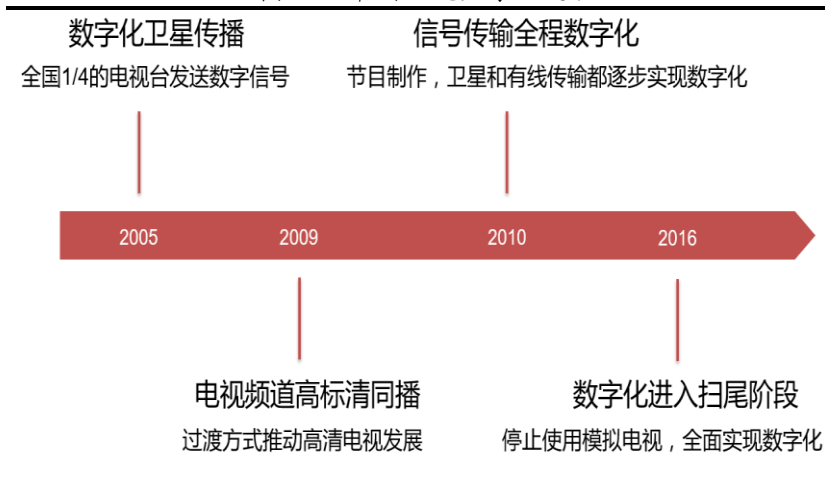
国外互联网电视/视频行业。

根据 Digital TV Research 预测，全球的 IPTV 市场增长迅速，预计 2016 年全球 IPTV 用户数将接近 1.26 亿户，市场规模高达 235 亿美元。互联网电视方面，2016 年全球收入规模将从 2010 年的 34.80 亿美元增长到 215.20 亿美元，有 5.20 倍成长空间，用户数将从 2010 年的 1.77 亿增加到 4.15 亿。其中，美国达到 77.20 亿美元，占比 35.80%，中国市场规模将超越日本，排名第三，是唯一的发展中国家。

1.2.2 中国广视听设备产业蓄势待发

为满足人民群众的高清视听需求，快速有效地促进我国高清电视发展，中国政府正在不断的进行数字化电视的推广，从 2005 年开始实现了数字化的卫星传播，到 2015 年顺利完成向数字化电视的过渡，基本全面实现数字化时代。

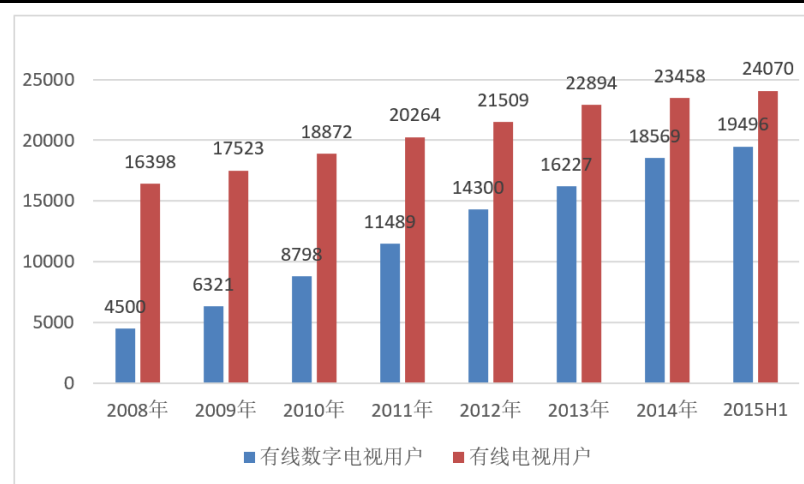
图表 5：中国电视数字化进程



资料来源：公开资料，方正证券研究所

我国有线电视行业发展迅猛，数字化转换进入最后阶段。数据显示，截至 2015 年上半年，有线电视家庭用户总数达到 24070 万户，家庭入户率达到 54.70%，电视家庭用户覆盖率达到 56.90%。

图表 6：中国电视数字化用户规模增长趋势



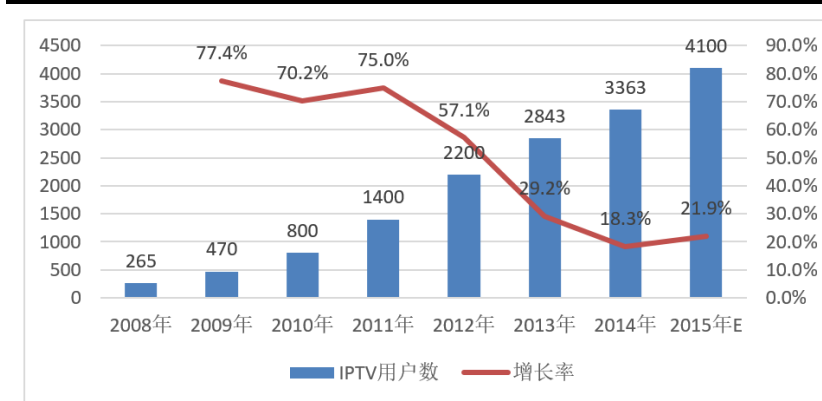
资料来源：国家统计局，方正证券研究所

国内互联网电视、视频行业。

从“十二五”开始，我国广播电视传输网络的数字化进程进一步提速，并取得重大进展，以广电和电信双向进入、网络互动点播为主要特征的三网融合必将成为国内数字视听行业发展的趋势。

国内市场方面，随着政策逐渐开放，盈利模式愈发清晰，IPTV 将进入快速发展期，2014 年用户数可达 3363 万，预计 2015 年 6 月，将达到 4100 万户；OTT TV 方面，据 Digital TV Research 预计，国内收入将从 2010 年的 5000 万美元增长到 2016 年的 13.80 亿美元，增长近 27 倍，用户数将从 2011 年的 2000 万突破到 1 亿以上

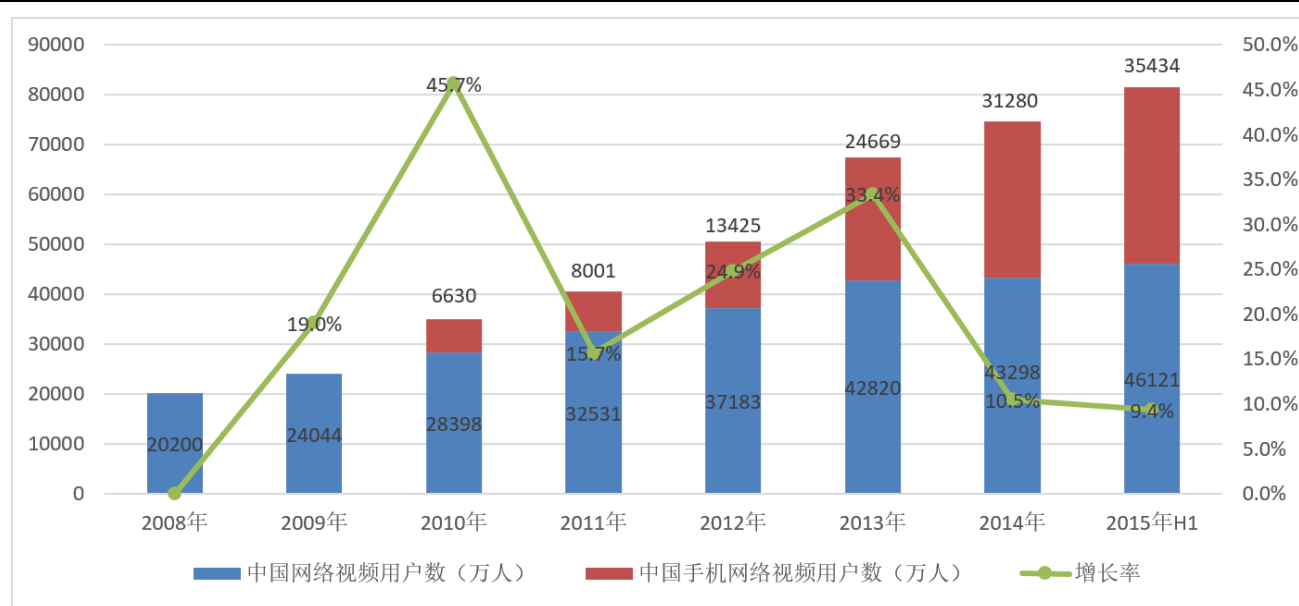
图表 7: 中国 IPTV 用户数 (万户)



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

互联网、手机视频方面, 随着我国互联网网速的提升, 电脑、手机终端设备性能的提高, 视频网站开始爆炸式增长, 2008年后市场初具规模并高速增长, 手机视频在2010年之后也飞速增长, 截至2015年6月, 中国网络视频用户规模达4.61亿, 手机视频用户规模达3.54亿。

图表 8: 中国互联网、手机视频用户 (万人)



资料来源: CNNIC, 方正证券研究所

综上所述, 随着我国地面数字电视、卫星数字电视、有线数字广播电视和IPTV的全面推进, 总体用户规模增长迅速, 体量巨大, 前端设备的市场需求也必将进一步放大。

同时, 涉及数字视频通讯系统的非广电商用领域如互联网视频网站、酒店、宾馆等对数字视听尤其是高清视频的需求也进一步提升, 与之相关的编解码器等设备及系统集成方案需求也迅速增加, 因此未来一段时间内国内数字视听行业设备市场潜力巨大。

1.3 AVS+: 视频编码新方向, 中国自主标准。

国际上音视频编解码标准主要有两大系列：ISO/IEC JTC1 制定的 MPEG 系列标准；ITU 针对多媒体通信制定的 H.26x 系列视频编码标准和 G.7 系列音频编码标准。由于技术陈旧及收费较高等原因，曾经最通行的 MPEG-2 即将退出历史舞台。而 MPEG-4 出台的专利许可政策被认为过于苛刻令人无法接受，导致被众多设备厂商、运营商围攻，陷入无法推广产业化的困境。

而 AVS 是一套由中国自主制定的，包含系统、视频、音频、媒体版权管理在内的完整标准体系，为数字音视频产业提供更全面的解决方案。通过简洁的一站式许可政策，解决了 AVC 专利许可问题死结，是开放式制订的国家、国际标准，易于推广。

图表 9：AVS+优势

经济优势	节省专利费约 10 亿美元。
	推动民族工业产业化，规模化，提高国内企业盈利能力。
技术优势	高效压缩，编码效率比 MPEG-2 高 2-3 倍。
	占用带宽小，契合高清趋势。
	技术简洁，芯片实现简易。

资料来源：公开资料，方正证券研究所

为推进 AVS+ 自主创新技术在广播电视领域的规模化应用，促进产业发展，降低企业成本，工业和信息化部与国家新闻出版广电总局联合发布《广播电视先进视频编解码（AVS+）技术应用实施指南》。

按照“快速推进、平稳过渡、增量优先、兼顾存量”的原则，明确了分类、分步骤推进 AVS+ 在卫星、有线、地面数字电视及互联网电视和 IPTV 等领域应用的时间表：

图表 10：中国政府推行 AVS+ 时间表

项目	时间	内容
卫星传输数字电视	2014 年 01 月 01 日起	各电视台新上星的高清数字电视频道应采用 AVS+
卫星传输数字电视	2014 年 12 月 31 日前	已上星的高清数字电视频道应转换为采用 AVS+ 标准。
卫星直播电视	2014 年 05 月 31 日前	直播卫星高清频道开路技术试验
卫星直播电视	2014 年 07 月 01 日起	开始部署支持 AVS+ 高清解码的直播卫星户户通机顶盒
地面数字电视	2014 年 07 月 01 日起	地面数字电视高清视频应采用 AVS+，新部署的地面数字电视机顶盒应支持 AVS+ 标准解码。
有线数字电视	2014 年 07 月 01 日起	有线数字电视网络内新部署的高清机顶盒应支持 AVS+ 解码。有线数字电视网络中新增加的高清频道，视频应优先采用 AVS+ 标准
互联网电视和 IPTV	2014 年 07 月 01 日起	企业应将自有平台新增视频内容优先采用 AVS+ 编码格式进行传输、分发和接收。存量视频内容应逐步转换为 AVS+ 编码格式。终端应同步具备相关格式的接收和解析能力。

资料来源：公开资料，方正证券研究所

典型的 AVS+ 产品主要包括编码器、转码器、专业解码器、综合接收终端、解码芯片和统计复用器等。预计未来五年，由于 AVS+ 和 HEV 等技术标准变革，加上各国政府主导的产业战略升级，整个视听支撑设备市场将会迎来设备更换热潮，为众商家带来了广大的市场空间。

2. 伟乐科技，视听新贵

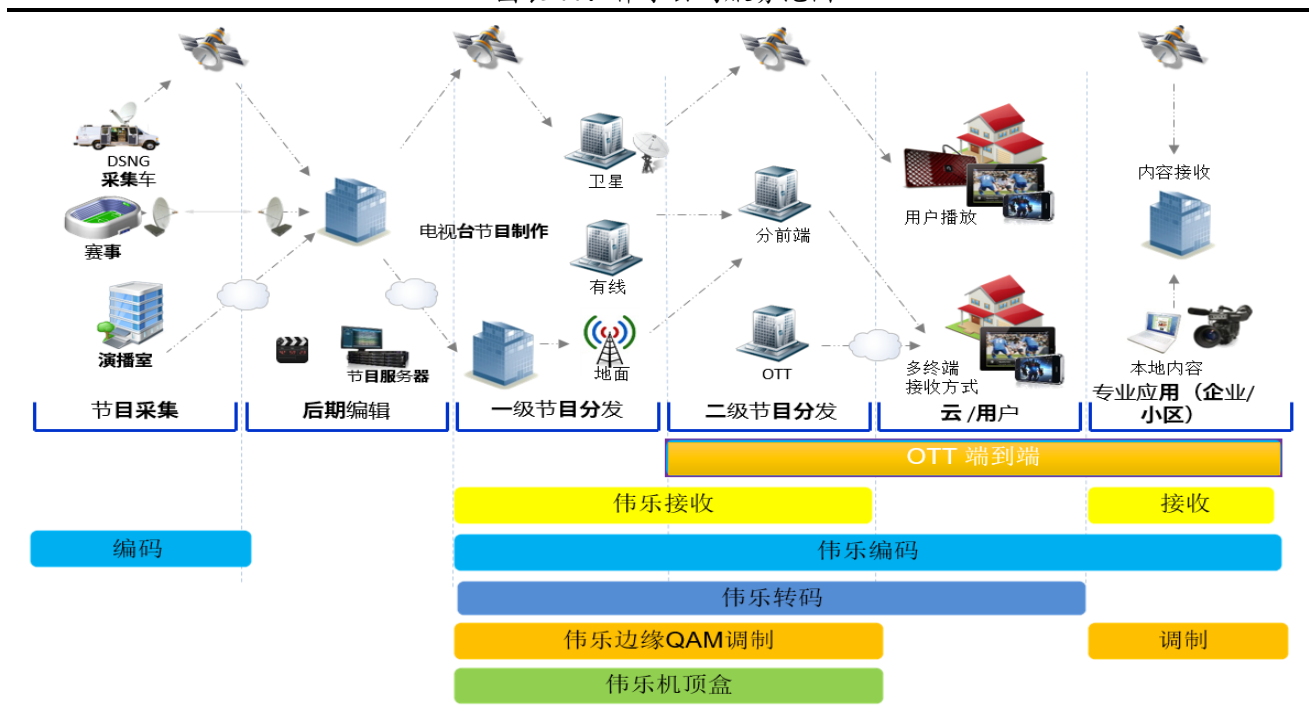
2.1 全国营收增长迅速、逐渐聚焦高附加值业务

伟乐公司是一家由留学归国人员创办的高科技创新型企业。公司成立于 2005 年，总部位于惠州市，并已在全球设有八个客户服务分支机构，在 90 个国家为超过 2000 多个专业视听客户提供产品及服务。

公司从事数字视听前端设备、终端设备、系统软件和平台软件的研发、生产、销售和相关服务。基于齐全的产品线、强大的自主研发和持续创新能力，公司为国内外众多广电网络运营商、电视台、新媒体、互联网运营商和企业级客户提供各类“一站式数字视听整体解决方案”，是国内领先的数字视听整体解决方案提供商。

公司主要产品及解决方案综合运用了各类先进的数字视听处理及传输技术，包括但不限于满足 DVB、ATSC、ISDB、AVS+ 等系列标准要求的各种视听接收、编码、解码、转码、复用、加扰、解扰、调制等技术，这些技术被广泛融入公司产品和软件的设计，使公司产品 and 软件能应用于全球的各类主流数字电视及网络视频应用领域，为公司的市场拓展起到了较大的贡献。

图表 11：伟乐公司服务范围

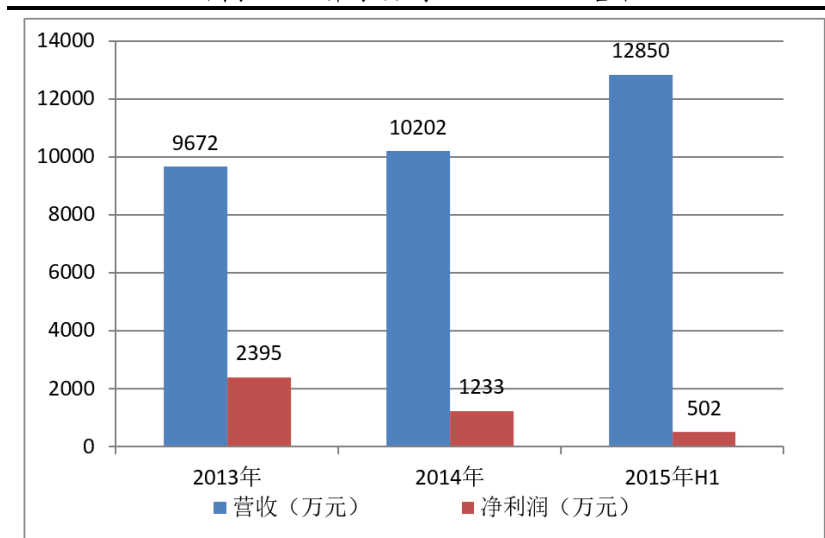


资料来源：公司资料，方正证券研究所

如图表 12 所示，伟乐公司近年来营收增长迅速，但是利润总值

有所下降，主要原因是：（1）2014 年度为收购 Sencore Holding 公司聘请凯腾律师、德勤会计师对目标企业进行了详细的尽职调查并支付了费用，使得 2014 年度的中介机构费用较 2013 年大幅增加；（2）公司加大了对最新音视频编码技术和 AVS+ 等产品的研发力度，使得近两年研发费用较 2013 年大幅增长；（3）为增强 OTT TV 和互联网视频等新兴产品所需配套软件的开发，2014 年公司增加了软件开发团队的人员数量。上述因素使得 2014 年的管理费用较 2013 年增加约 928.42 万元。

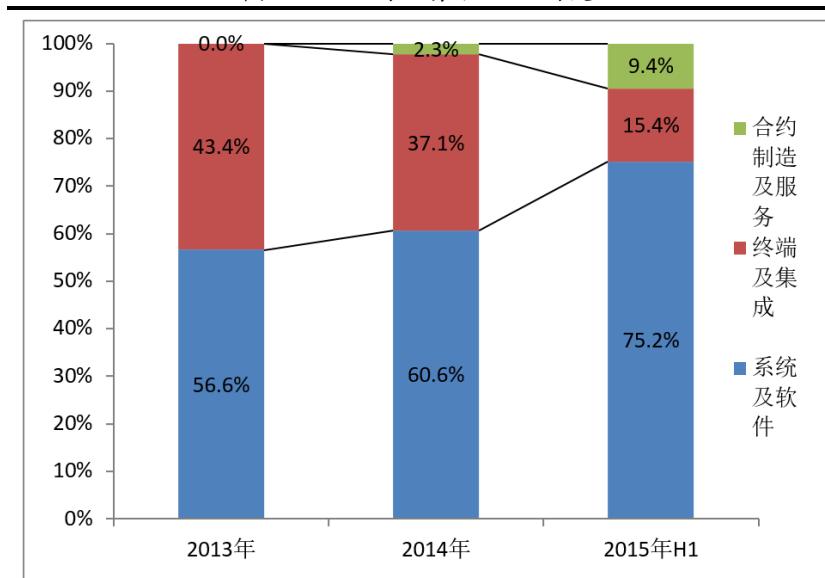
图表 12：伟乐公司 2013-2015H 营收



资料来源：wind，方正证券研究所

如图表 13 所示，近三年来，伟乐公司坚持聚焦高技术含量、高附加值、高毛利率业务的发展方针，在不断增加高毛利率业务如系统及软件的比例的同时，减少低毛利率业务如终端及集成的比例。其中：2015 年 H1 系统及软件的毛利率为 53.1%；终端及集成的毛利率为 28.1%；合约制造及服务的毛利率为 41.4%。

图表 13：公司业务收入结构变化



资料来源：wind，方正证券研究所

2.2 公司的核心竞争力

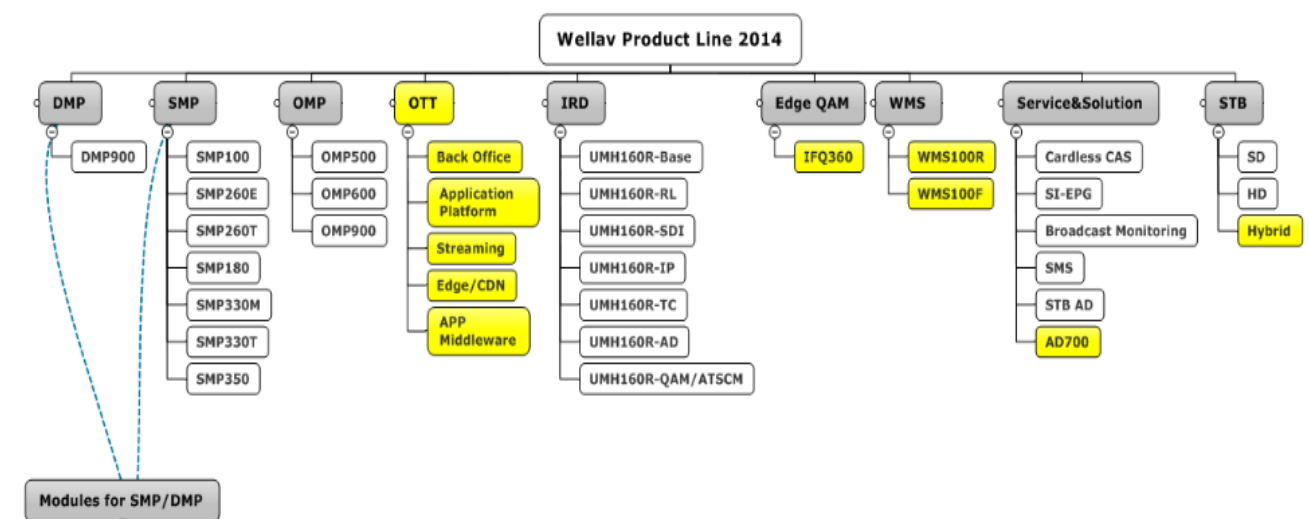
2.2.1 全面的产品线与丰富的客户资源

收购美国 Sencore 公司后，形成了中、美双基地、双品牌的营销格局，产品及品牌可以覆盖高、中、低各类型客户。凭借 Sencore 拥有的行业顶级品牌效应以及美国大部分一线客户资源，为公司拓展全球高端客户尤其是美国客户带来明显的品牌及客户资源优势。

1、公司产品线齐全，产品质量和性能优异，同时具有个性化产品定制优势。直接面向包括有线、地面、卫星的数字广播电视和互联网电视、视频等数字视听网络运营商提供软硬件产品和整体解决方案的数字视听设备及系统解决方案提供商。产品覆盖数字视听前端设备、系统软件、终端设备等全系列数字视听设备产品，可为各种视听应用领域提供完整支持平台及解决方案。按产品或服务大类可划分为：①数字视听前端设备及系统软件；②终端设备及集成；③数字视听设备的合约制造及相关服务。

其中：①数字视听前端设备主要包括：编码器、解码器、复用器、调制器、加扰器、多媒体平台等；系统软件主要是配套的 OTT 软件、视频监控系统等软件；②终端设备及集成主要是第四代数字机顶盒、电视盒子等；③合约制造及相关服务主要是本公司及子公司 Sencore 为其他制造商提供的数字视听设备 ODM/OEM 代工业务，以及为运营商客户提供的产品延长质保期服务等。

图表 14：伟乐公司产品线



资料来源：公司资料，方正证券研究所

2、营销网络及客户资源优势客户分布于 5 大洲 90 多个国家，超过 2000 家用户，拥有超过 90% 的用户美誉度。

公司建立了覆盖全球的销售和售后服务网络，在北京、香港、美国、墨西哥、乌拉圭、菲律宾、罗马尼亚等地设立了子公司或分支机构。同时，公司综合运用“现场安装、培训及问题解决”、“24 小时热线服务”、“远程诊断、设备配置服务”和“在线问题解决和技术培训服务”等多种服务手段，保障在第一时间为用户提供服务和技术指导。

经过近 10 年的国际业务拓展，公司在全球大部分国家和地区拥有数字电视系统客户及系统集成成功实施案例。这些客户及案例有利于提升公司产品及系统方案的认知度及美誉度，为公司业务推广带来客户资源优势。

具影响力的客户认可：国际足联（FIFA）：公司为 2010 年南非世界杯、2012 年欧洲杯、2014 年巴西世界杯以及其他众多国际足球活动提供视听产品。公司为以下知名企业提供 ODM 产品：美国思科，全球最大的电讯设备生产企业；华为，全球第二大通信设备生产企业；美国哈雷，全球知名专业视听产品生产企业；德国 Kathrein，全球最大的卫星接收产品生产企业。

值得注意的是，在公司营收实现增长的同时，前五大客户占公司营收从 2013 年的 42% 降到 2014 年的 27%，客户分散，有利于降低商业风险，并扩大增长潜力。

图表 15：伟乐公司客户分布图



资料来源：公司资料，方正证券研究所

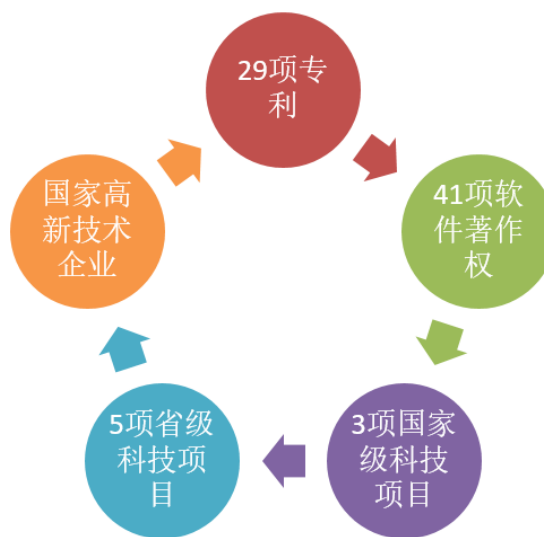
2.2.2 先进的研发体系支撑出色的研发效率

伟乐公司主要采用自主创新的研发模式，是国家高新技术企业、双软企业，广东省数字电视系统设备及软件工程研发中心。

公司拥有专业的数字电视系统集成实验室、前端实验室、以及终端实验室。在数字视听前端、终端、及平台软件领域具有领先的技术及深入的知识及行业经验。

自主研发和掌握了主要的数字视听平台相关技术，其中大部分技术处于国际或国内领先水平。拥有广东惠州、北京、美国三个研发中心，超过 120 名研发工程师。

图表 16：伟乐公司研发成果



资料来源：公开资料，方正证券研究所

1、公司研发体系

截至 2015 年 5 月，公司研发体系的构成情况如图表 17 所示：主要由前端部、终端部、硬件部和中试部等四个部门组成。这样的架构有利于提高专业分工水平和员工的工作效率，为新产品开发的快速推进及提高新产品质量、降低成本服务奠定基础。

图表 17：伟乐公司研发体系

部门	部门职能
前端部	负责公司核心产品“数字电视前端设备”的逻辑及软件开发。
终端部	负责数字电视前端、终端的电子硬件设计及外观、结构、包材设计。
硬件部	负责数字电视前端、终端的电子硬件设计及外观、结构、包材设计
中试部	负责新产品软、硬件功能、性能及指标测试。

资料来源：公开资料，方正证券研究所

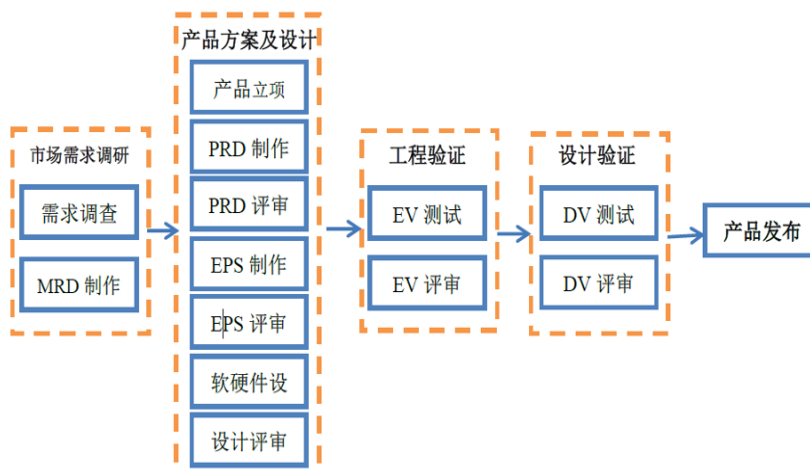
2、公司的研发流程

伟乐公司现有的研发体系和研发投入，确保公司每年有稳定的新产品平台、新技术平台输出，并有规范的研发流程机制确保核心技术应用于科技成果的转化。其直接体现在公司已掌握了数字视听设备前端、终端设备的多项核心技术，并拥有信号接收、解码、编码、转码、ASI/IP 互转、加扰、解扰、复用和 QAM/COFDM 调制所需的各项核心技术。

公司在研发新品时，运用矩阵式管理方法，成立跨部门项目组，在保证对产品整体技术研发的把控之余，提高各研发小组的执行力。

公司新产品开发过程主要包括市场需求调研阶段、产品方案及设计阶段、工程验证阶段和设计验证阶段，具体研发流程如下图所示：

图表 18：伟乐公司研发流程

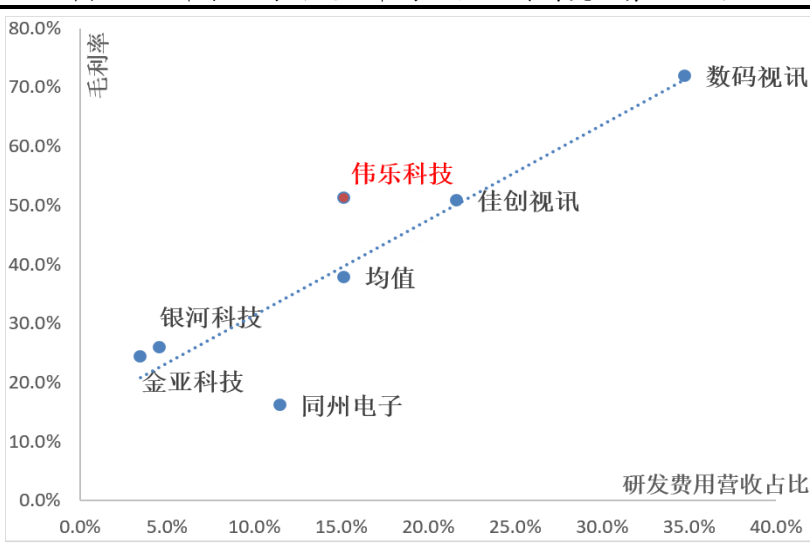


资料来源：公司资料，方正证券研究所

在未来发展方向上，伟乐公司基于对公司现状和行业未来发展趋势的分析，全面布局数字视听设备的前端和终端产品，同时注重下一代更高性能数字视听前端设备的优化升级、OTT 应用开发以及包括 H.265、AVS+ 在内的新的国际视听标准编解码产品的研发。

公司先进的研发体系架构，不断增强公司技术实力，使公司在技术上保持领先优势，在研发效率大幅领先主板上市同类企业，我们以产品毛利率/研发费用营收占比作为研发效率对比指标。

图表 19：伟乐公司研发效率与主板主要同类业务企业对比



资料来源：wind，方正证券研究所

2.2.3 核心产品契合视频传输互联网化、高清化及技术标准升级趋势

视频传输行业发展方向：有线为主，高清为王，互联网大势所趋。

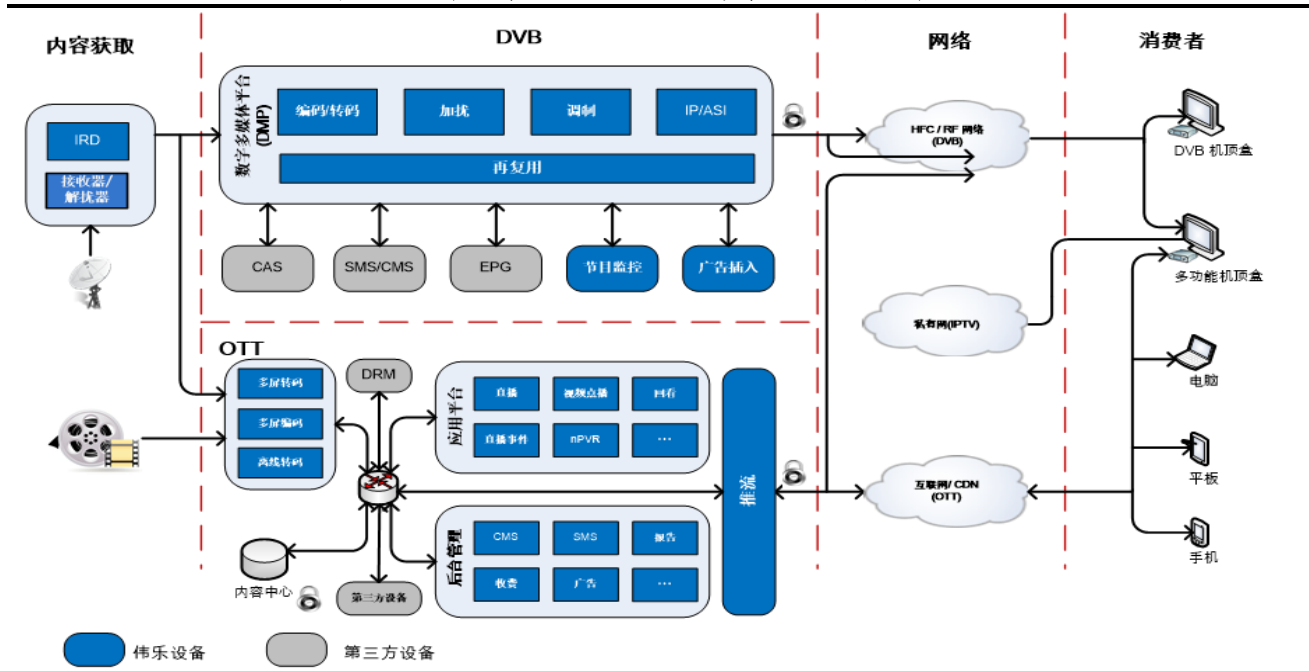
技术发展的趋势不可阻挡，光纤到户使得网络带宽增长迅速，1080P、4K 高清视频需求旺盛，越来越多的用户通过互联网看电视，OTT 将越来越普及。

1、伟乐顺应趋势，拥抱变化，在传统高清视频传输解决方案的

基础上同时推出 OTT 方案。

中嘉有线是台湾最大的有线运营商，拥有百万级别的用户群，一直以来都由伟乐科技为其提供 DVB+OTT 的解决方案。从图表 20 可以看出，伟乐公司基本覆盖了这个解决方案的所有产品，使得其提供的产品在兼容性好，一体化强。自合作以来，用户对伟乐的解决方案及实施效果相当满意。

图表 20：伟乐有线电视+互联网高清视频端到端解决方案



资料来源：公司资料，方正证券研究所

2、AVS+全套设备，满足中国视听技术新标准。

2014 年以来，视频传输行业国内最大的商机就是随着国家强制 AVS+标准的实施，随着其在国内的全面推广，市场对 AVS+编码、解码及转码技术迸发出巨大的需求。

广电总局在 2012 年印发的《地面数字电视广播覆盖网发展规划》中明确要在 2020 年基本建成全国地面数字电视广播覆盖网，并且提出分三步走的步骤。2013-2015 年争取在全国县级（含）以上城镇以高标清方式播出地面数字电视，2018 年底前全国地级（含）以上城市地面电视完成向数字化过渡，2020 年底之前全面完成地面电视数字化的过渡。政府已划拨专门款项 48 亿用于该项目。其中，预计用于购买 AVS+设备的款项约为 10 亿。

2014 年，伟乐凭借长期积累的技术优势，最快速地响应市场需求，推出了基于 DMP 平台的 AVS+转码产品，其优势在于一个机框就可以实现 10 路的高清转码，契合机房小型化，设备精简环保化趋势。这项基于硬件的解决方案，凭借其强稳定性、高集成度，很快得到了包括歌华有线、广东省网和福建省网等有线运营商的大力支持和超过 15 个省级单位的使用。

在国内市场中，伟乐公司只有数码视讯等少数竞争对手，估计能拿到地面数字化项目 20%的份额，价值 2 亿元。公司已中标青海等地

区千万级的合同

图表 21：伟乐 AVS+编码器、解码器和转码平台



资料来源：公开资料，方正证券研究所

2.2.4 专业的管理团队，国际化的视野

伟乐公司核心管理团队多数为长期在数字视听行业内从事管理、研发、生产和市场开拓的资深人士，技术、市场、投资经历配置合理，专业结构合理，从业经验丰富。相比其他企业，公司管理团队的全球化视角更为突出，拥有宽广的国际视野和丰富的行业经验

图表 22：伟乐公司核心管理团队核心成员

高管	职位	履历	优势
邹伟华	总经理、公司创始人	清华大学计算机学士学位及宾西法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士学位，曾作为软件工程师成功开发出中国第一台家用卫星电视接收机，也曾任职于高盛投资银行部为中国移动、Nokia 中国、中国航信等企业的上市、兼并、重组提供服务。	丰富的创业管理经验，熟悉技术、管理和投资，具备跨专业复合背景，在把握行业发展方向方面具有独特优势。
朱毅	副总经理，分管销售及市场推广	拥有国际关系学院国际新闻学士学位及宾西法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士学位，曾担任德国博林格制药美国分公司市场总监，曾任职于贝恩咨询公司为跨国公司在华提供管理策略咨询。	在美国拥有七年销售及市场推广经验，有利于公司海内外并购资源的整合及市场推广、品牌打造。
杨雪松	总工程师，分管产品研发	毕业于北京航空航天大学，毕业后一直进行电视技术产品的开发及开发管理工作，曾长期担任其他数字电视产品公司的技术总监、副总经理等职	拥有深厚的技术积累与丰富的研发管理经验。
郝为民	副总经理，分管生产及运营	西北理工大学工商管理硕士学位，加入公司前曾在富士康、博世等知名公司担任生产经理、运营经理等职务	对精益生产及品质控制有丰富的经验。

资料来源：公开资料，方正证券研究所

2.3 未来发展计划

伟乐公司在立足传统优势的基础上，加大研发投入，不断向着智能化、一体化的趋势迈进。整合并购企业，发挥协同优势。

2.3.1 抓住政策机遇，拓展国内市场

加大国内市场投入，提升国内市场份额。伟乐公司技术水平、公司规模均处于行业第二名，且与第一名水平相当，但是国内销售额与第一名差距很大，具有较大增长空间。

国内视听支撑平台市场规模在未来将继续稳步增长，核心编码压缩技术 AVS+的推出，将推动政府对地面电视、卫星电视覆盖的持续投入；与此同时，互联网视听支撑平台市场高速增长；传统电视台、电视运营商为应对竞争也加大支撑平台投入。

总之，视频内容及视频清晰度增加，降低带宽技术的需求旺盛，将带动未来五年数字视听设备及系统大规模的更新及升级需求。

2.3.2 整合并购资源，全方位突破

充分利用美国 Sencore 平台，扩展美国市场及高端客户市场，扩展视听业务，再结合伟乐公司本身的产品线，全面覆盖中高低端产品。

1、利用传统电视台、运营商升级新一代数字视听系统的时机，形成公司业务增长动力。近年来，东南亚、非洲、南美等区域的传统电视台、运营商从模拟信号系统升级到新一代数字视听系统的需求广泛；数字电视从标清到高清，再到超高清（4K）的步伐加快。同时，宾馆、学校、企业、小区等企业级数字视听解决方案亦不断涌现。传统电视台、运营商、企业升级新一代数字视听系统，为数字视听行业带来业务增长动力。企业级数字视听解决方案（酒店、学校、企业、居民区）

2、利用 IPTV、OTT 等新媒体技术变革趋势，拓展数字视听行业的新兴业务范围。针对个人、企业的家庭关爱、视听会议、远程教育等视听产品及支撑平台网络视听（IPTV、OTT 等）支撑平台业务将快速增长，OTT 让每个人、每个单位均可以构建自己的网络电视台，使得互联网运营商对视听处理设备及系统的需求不断增加。未来互联网上超过 70% 的内容为视频内容，这将使得各类运营商对视频核心处理技术及视听产品的需求将无处不在。

3. 公司估值

公司拥有业界领先的视听支撑技术，具备为客户量身定制高清视频传输整体解决方案的能力。目前，广电视频传输行业正处于技术标准更新换代的阶段，国内 AVS+标准正获国家大力推行，国外 H.265 标准也在不断上线中，趁此良机，公司有望凭借出色的技术能力，抢占市场份额，拓展业务，业绩增长潜力巨大。按照我们给予公司的盈利预测，参考目前二级市场给予通信设备行业的平均估值，我们给予公司推荐评级。

特别鸣谢：感谢实习生杨镇标对本文的贡献。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com