

# 开发科技 (920029.BJ)

## 深耕智能计量技术二十余年，立足欧洲推进全球布局

优于大市

### 核心观点

公司深耕智能计量市场二十余年，海外收入占比超过 90%。开发科技前身为深科技计量系统事业部，公司主营业务包括智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI 系统软件，公司较早开拓欧洲市场并参与多个欧洲国家大规模智能电表部署项目，公司目前已成功将超过 9000 万套智能计量终端推向全球 40 多个国家。2024 年公司营收规模 29.33 亿元，同比增长 15%，其中境外营收 26.6 亿元，营收占比超过 90%，同比增长 27%。2024 年公司实现归母净利润 5.9 亿元，同比增长 21%。

**全球智能计量市场稳步增长，新兴市场潜力大。**根据 Markets and Markets 预测数据，全球智能计量市场规模将从 2023 年 231.71 亿美元增至 2028 年 363.87 亿美元，CAGR 为 9.5%。分地区来看：1) **欧洲市场**，根据 Berg Insight 数据，欧洲国家智能电表用户基数将从 2024 年 2 亿户增长至 2028 年达到 2.48 亿户，渗透率达到 78%。欧洲市场已率先进入新一代智能电表换代周期，增量用户规模及原有设备的升级换代驱动欧洲智能计量市场规模持续增长；2) **中国市场**，国网与南网加快新一代智能电表部署。从国家电网智能电表招标量来看，2024 年招采总量达到 8939 万台，同比增长超过 25%，中标总金额达到 249.2 亿元；3) **亚洲其他市场**，人口基数大叠加智能电网建设带动电表需求提升，预计市场规模从 2022 年 9.04 亿美元提升至 2027 年 12.07 亿美元，CAGR 为 6%；4) **南美及非洲市场**，智能电表需求潜力大。智能计量系统应用优势主要体现在减少窃电行为，提高供电稳定性，满足社会用电需求等方面。

**公司以欧洲市场为起点，扩大新兴市场布局。**1) **欧洲市场方面**，公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品寿命周期验证，成为少数能在境外高端市场与埃创集团 (Itron)、兰吉尔 (Landis+Gyr) 等国际顶尖厂商同台竞技的中国智能计量企业，公司 2023 年智能电表欧洲市场营收为 16.57 亿元，欧洲市场占有率为 12.1%；2) **新兴市场方面**，公司持续对中东、中亚、南美、东南亚、非洲等市场进行部署，为沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦、乌拉圭、巴西、巴基斯坦等多个国家供应智能计量终端及 AMI 系统软件产品。

**风险提示：**境外市场经营及开拓风险、客户开拓不及预期、需求不及预期。

**投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.34/9.37/10.55 亿元，同比增长 42%/12%/13%，对应当前 PE 为 17/15/13 倍，综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 102-112.3 元之间，相对于公司目前股价有 3%-13%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,550	2,933	3,574	4,103	4,589
(+/-%)	42.4%	15.0%	21.9%	14.8%	11.9%
净利润(百万元)	486	589	834	937	1055
(+/-%)	165.7%	21.1%	41.5%	12.4%	12.6%
每股收益(元)	3.50	4.24	6.00	6.74	7.60
EBIT Margin	22.4%	22.8%	24.1%	23.9%	24.4%
净资产收益率 (ROE)	38.0%	32.5%	27.7%	22.2%	21.7%
市盈率 (PE)	28.4	23.5	16.6	14.8	13.1
EV/EBITDA	24.5	21.5	16.6	14.8	13.1
市净率 (PB)	9.13	6.53	3.53	3.06	2.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：徐文辉

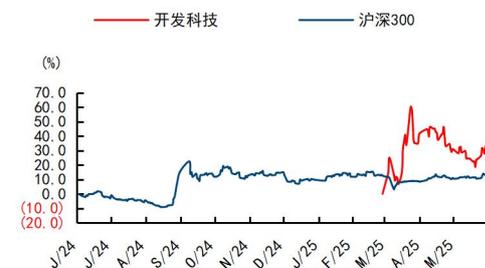
021-60375426

S0980524030001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	102.00 - 112.30 元
收盘价	99.51 元
总市值/流通市值	13821/3164 百万元
52 周最高价/最低价	124.00/70.79 元
近 3 个月日均成交额	471.83 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

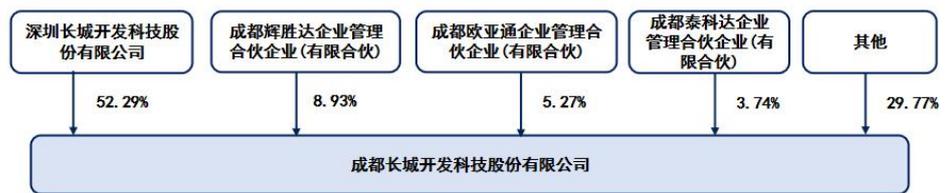
## 公司概况

### 公司深耕智能计量技术二十余年

开发科技前身为深科技计量系统事业部，1998年起与意大利国家电力公司 ENEL 合作，并开展具备自动抄表功能的全球第一代智能电表项目研发及大规模部署。公司于 2016 年开始独立运营，成为深科技下属专业从事智能计量业务的子公司，公司较早开拓欧洲市场，参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲国家大规模智能电表部署项目，公司成功将超过 9000 万套智能计量终端推向全球 40 多个国家。2024 年公司营收规模 29.33 亿元，同比增长 15%，其中境外营收 26.6 亿元，境外营收占比超过 90%。同比增长 27%。

**公司股权结构相对集中，实控人为国务院国资委。**截至 2025 年一季报，公司第一大股东为深科技，持有公司 52.29% 的股份，公司及控股股东深科技的实际控制人皆为国务院国资委。成都辉胜达、成都欧亚通、成都泰科达 3 个合伙企业为实施员工持股计划的主体，分别持有公司 8.93%、5.27%、3.74% 的股权。

图1：公司股权结构（截至 2025 年一季报）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**公司管理层产业经验丰富。**公司董事长莫尚云先生历任深科技财务部经理、财务负责人 2014 年 1 月起担任开发科技副总裁，具备丰富行业实践和管理经验。公司总经理张森辉先生历任东莞新科电子厂经理、IBM 科技总监、深科技市场部总监、深科技计量系统事业部总经理，熟悉行业技术与市场发展。公司其他高管亦从业多年，产业经验较为丰富。

表1：开发科技核心管理人员

姓名	学历	现职位	个人简历
莫尚云	硕士	董事长	1966 年生，曾任深圳蛇口龙电总会计师，深科技财务部经理、财务负责人，现任开发科技董事长。
张森辉	硕士	总经理	1969 年生，历任东莞新科电子厂经理、IBM 科技总监、深科技市场部总监、深科技计量系统事业部总经理，现任开发科技总经理。
夏志强	本科	董事会秘书	1973 年生，在深科技历任助理工程师、工程师、高级工程师、高级主管、经理、高级经理，现任开发科技副总经理，董事会秘书。
莫锦峰	本科	财务负责人	1976 年生，历任深圳易拓科技会计、成本主管，飞兆半导体应收账款主管、深科技高级主管，现任开发科技财务负责人。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 公司以智能电表产品为起点，完善能源管理体系

开发科技主营业务包括智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI 系统软件，其中公司智能计量终端业务 2024 年营收规模 28.9 亿元，营收占比达到 98.5%，主要客户包括以色列国家电力公司，沙特电表公司、欧洲企业督凯提（DUCATI），国家电网，韩国电信公司，英国能源公司 E.ON 等全球主要电力、电网公司。公司产品能够与超过 30 余家全球主流厂商的电水气表、采集设备、AMI 系统软件等产品适配，公司的智能电表能够与 FLONIDAN、GWI 等厂家的水、气表集成，收集水、气表所计量的数据，作为通讯装置将电水气数据合并传输至能源供应商，为业务同时涵盖电水气等多种能源的客户提供有效的解决方案。

表2: 开发科技主要业务结构

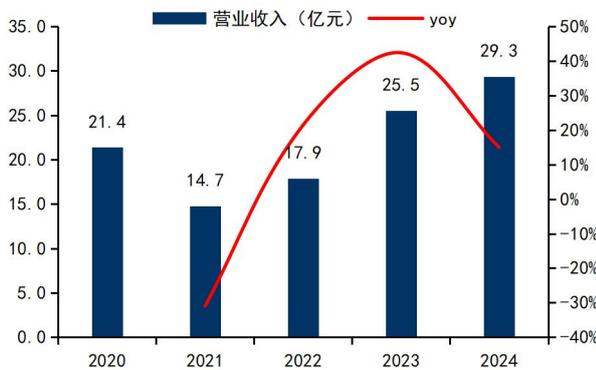
业务类型	产品	具体产品应用	2024 年营收规模（占比）
智能计量终端	智能计量表	智能电表、智能气表、智能水表	28.9 亿元（98.5%）
	智能计量表核心单元	智能电表核心单元，智能气表核心单元	
	智能计量表组配件及配套终端	通信模块、集中器、各类结构件	
AMI 系统软件	AMI 系统软件	前置机系统、计量信息管理系统、预付费系统、密钥管理系统、工商管理系统、网络管理系统。	0.24 亿元（0.8%）
服务及其他收入			0.19 亿元（0.7%）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 公司营收与利润稳步增长

开发科技 2024 年营业收入 29.3 亿元，同比增长 15%；2024 年归母净利润 5.9 亿元，同比增长 21%；2025Q1 公司实现营业收入 8.1 亿元，同比增长 35%，环比下降 0.3%。2025Q1 实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 60%，环比增长 73.6%。

图2: 开发科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 开发科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 开发科技归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 开发科技单季归母净利润 (单位: 亿元)

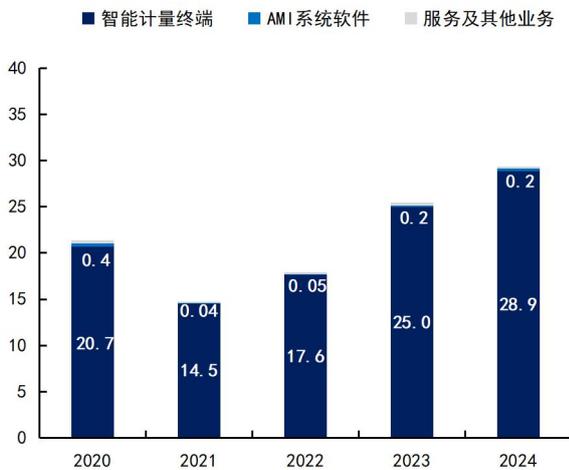


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收结构来看, 公司第一大业务为智能计量终端, 2021-2024 年实现稳步增长, 2024 年实现营业收入 28.9 亿元, 占总营收比例 98.5%, 同比增长 15.7%。AMI 系统软件为公司第二大业务, 该业务 2024 年营收为 0.2 亿元, 营收占比达到 0.8%。

地区结构来看, 出口为公司主要收入来源, 2024 年公司境外地区营收 26.6 亿元, 占比 91%, 同比增长 27%。境内地区营收 2.7 亿元, 占比 9%, 同比下降 40%。

图6: 开发科技业务营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 开发科技地区营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

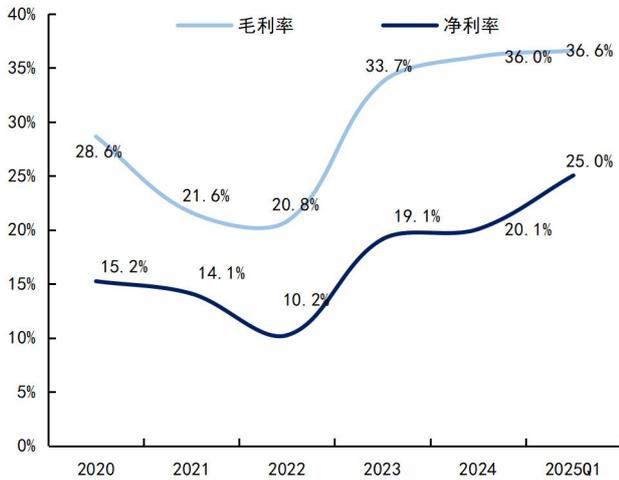
**利润率整体上升, 费用率整体较为平稳。**2024 年公司毛利率 36%, 同比上升 2.3ct, 2025Q1 毛利率 36.6%, 同比下降 1.4pct; 2024 年公司净利率 20.1%, 同比上升 1pct, 2025Q1 净利率 25%, 环比上升 3.9pct。

费用率方面 2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.3%/2.7%/5.5%/-1.2%, 销售费用率同比上升 0.2pct, 管理费用率同比上升 0.35pct, 研发费用率同比上升 0.8pct, 财务费用率同比下降 0.24pct。

公司经营活动现金流整体呈现净流入。2024 全年实现公司经营活动现金流净额 4.75 亿元, 2025Q1 实现 1.1 亿元。

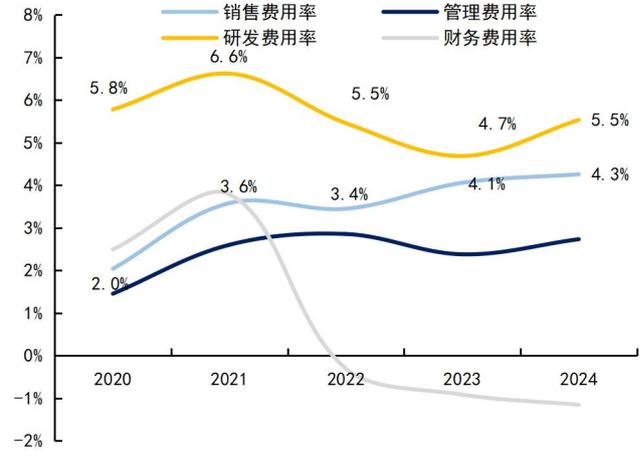
公司资产负债率总体较为稳定。2024 年为 35.8%，同比上升 1.7pct，2025Q1 由于公司成功上市，资产负债率有所下降，为 27.8%。

图8: 开发科技毛利率、净利率变化情况



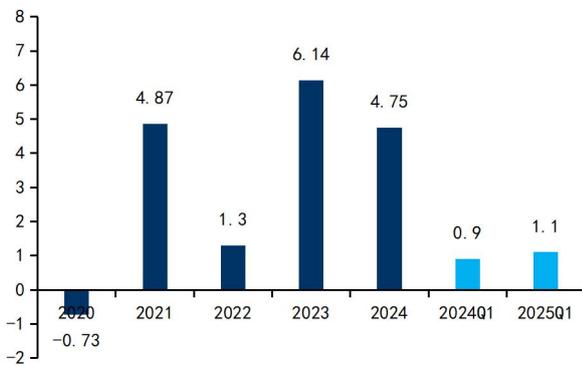
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 开发科技三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 开发科技经营性现金流净额情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 开发科技资产负债情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 全球智能计量市场稳步增长，新兴市场潜力大

### 2028 年全球智能计量市场规模将达到 364 亿美元

从全球市场整体来看，在全球电力需求稳定增长的背景下，各国能源体系变革加快，全球智能配用电解决方案和产品采购量随之显著增加，电力系统结构变化带来的新特性以及充电桩等应用场景的扩展也进一步带动了智能电网市场规模加速扩大。智能计量市场也随之稳步增长，根据 Markets and Markets 预测数据，全球智能计量市场规模将从 2023 年的 231.71 亿美元增至 2028 年的 363.87 亿美元，CAGR 为 9.5%。

图12: 2021-2028E 全球智能计量市场规模（亿美元）



资料来源: Markets and Markets, 国信证券经济研究所整理

智能电表领域来看，Frost & Sullivan 预测全球智能电表市场规模将从 2022 年的 78 亿美元增长至 2027 年的 107 亿美元，CAGR 为 6.5%。

图13: 2021-2028E 全球智能电表市场规模（亿美元）



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

从全球各大地区电网部署进程来看，全球智能电网建设进程可以分为三个阶段：一为美国、欧盟、中国及部分发达国家或地区，智能电网投资处于领先阶段；二为东欧、亚洲及拉美部分国家，处于智能电网改造和大规模投资建设期；三为拉美及非洲，现处于智能电网建设初期。

## 欧洲市场：智能电表用户数较广

欧洲是全球智能计量技术的先驱以及全球智能电网发展最先进的地区之一，智能电表用户基础较广。根据 Berg Insight 数据，欧洲国家智能电表用户基数将于 2028 年达到 2.48 亿户，渗透率达到 78%。用户基数不断扩大的同时，欧盟对于数据传输及时性、隐私安全性的要求愈发严格，欧洲市场已率先进入新一代智能电表换代周期，增量用户规模及原有设备的升级换代驱动欧洲智能计量市场规模持续增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2023 年欧洲智能电表市场规模为 19.4 亿美元，占全球电表市场规模比例约为 25%。

图14：2021-2028E 欧洲国家智能电表用户数（亿户）



资料来源：Berg Insight、国信证券经济研究所整理

图15：2020-2023 欧洲智能电表市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

## 中国市场：国网与南网加快新一代智能电表部署

为进一步催化新型电力系统在“源、网、荷、储”等不同环节的建设、升级需求，以国家电网和南方电网为主的电网投资主体纷纷加大投资力度，加快建设新型电力系统。其中，南方电网于 2021 年 5 月印发《南方电网公司建设新型电力系统行动方案（2021—2030）白皮书》，提出 2025 年前初步具备新型电力系统基本特征，2030 年前基本建成新型电力系统，2060 年前全面建成新型电力系统并不断发展。国家电网于 2021 年 7 月印发《构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021—2030 年）》，提出 2035 年基本建成新型电力系统，2050 年全面建成新型电力系统。

电表的智能化升级是电网升级的重要一环，随着新型电力系统建设的加速，国家电网及南方电网均加快了新一代智能电表的部署，2020 年定型的新版电表在负荷监测、自动报警、远程控制、智能交互、使用寿命等方面实现了大幅跃升，2020-2026 年间为新版电表的主要换装期，在此期间新版 AMI 智能电表将稳健上量，构建起我国新型电力系统及智能电网的用户端数据交互体系。从国家电网智能电表招标量来看，2024 年招采总量达到 8939 万台，同比增长超过 25%，中标总金额达到 249.2 亿元。

图16: 国家电网智能电表招采数量（万台）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

### 亚洲其他市场：智能电网建设带动电表需求提升

整体来看，亚洲人口基数较大，同时受智能电网建设需求拉动，智能电表用户基数增长明显，根据 Berg Insight 预测，2021-2027 亚洲智能电表的用户基数将从约 7.6 亿户增长到约 11 亿户，CAGR 为 6.2%。

东南亚的印尼、菲律宾、泰国和马来西亚等国依据各国的新能源发电资源优势制定了具体的可再生能源系统发展规划，智能计量市场潜力较大，2022 年东南亚主要国家智能计量市场规模为 9.04 亿美元，预计至 2027 年市场规模达到 12.07 亿美元，CAGR 为 6%。

中亚具有丰富的清洁能源储量且地区内能源系统整体发展水平较低以及各国资源禀赋差异较大，在国外投资以及全球能源变革的推动下，哈萨克斯坦等中亚国家陆续推出可再生能源发展规划，作为新型电力系统的重要基础设施，以智能计量终端为代表的智慧能源解决方案在中亚具有较强的潜在市场。

中东地区由于地理位置和经济发展水平等因素，人均用电量较高，对于清洁、高效的智慧能源体系有极高需求，在沙特阿拉伯等国能源体系改革部署陆续推进的背景下，预计中东地区智慧能源解决方案市场将进入快速发展期。2022 年中东主要国家智能计量市场规模为 5.34 亿美元，预计至 2027 年市场规模达到 7.36 亿美元，CAGR 为 6.6%。

### 南美及非洲：智能电表需求潜力较大

对于南美及非洲地区而言，智能计量系统应用优势主要体现在减少窃电行为，提高供电稳定性，满足社会用电需求等方面。

南美洲方面，以巴西、哥伦比亚为代表的南美洲国家具备丰富的水能资源，南美洲的新型电力系统发展方向主要集中在高效利用新能源发电资源方面，随着水电站建设推进以及巴西等南美洲国家电网建设时间表出台，预计南美洲将会进入新型电力系统建设快速发展期。智能电表的渗透率及装机数量亦将在新型电力系统建设的带动下大幅增长，BergInsight 数据显示，南美洲智能电表现有渗透率较低，2022 年仅为 6.2%，未来存在较大的替代市场空间，年出货量有望从 2022 年的约 190 万台增长到 2028 年的 610 多万台。

非洲方面，与中国合作的加深下，对非洲智慧能源体系的起步发展起到了极大作用，推动了埃塞俄比亚、埃及、加纳等国加快智能电网相关项目规划以及落地。

## 公司以欧洲市场为起点，扩大新兴市场布局

公司是全球最早参与智能电表研发及部署的企业之一，1998 年起便与意大利国家电力公司 ENEL 合作开展了具备自动抄表功能的全球第一代智能电表项目的研发及大规模部署。二十多年来，公司以欧洲市场为起点持续深耕全球智能计量市场，参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目，累计向欧洲出口超过 5000 万套智能计量终端。

表3: 各地区市场情况及公司部署进展

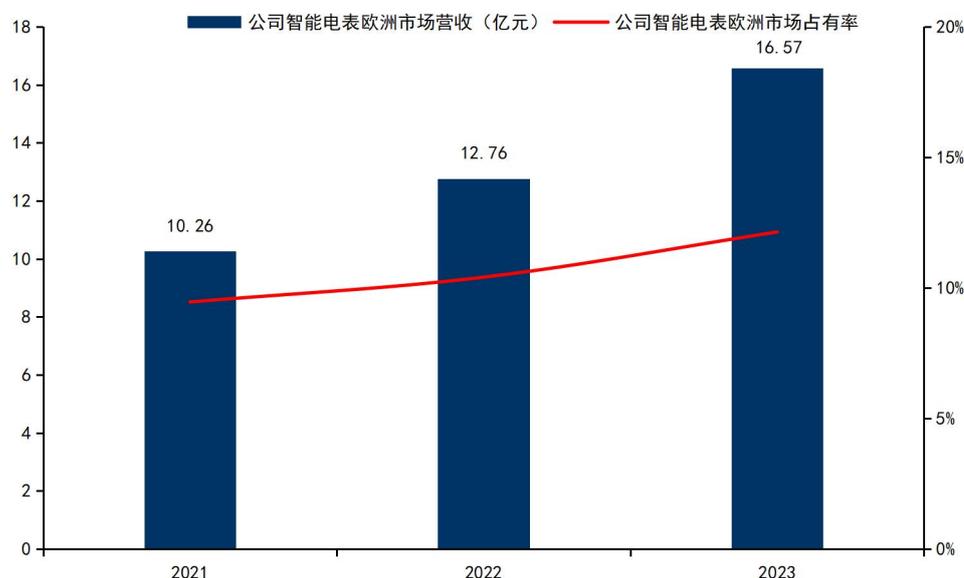
地区及国家	市场总容量	2023 年公司部署及出货情况	市占率	市场部署总量 剩余空间	市场竞争对手	市场部署及更新换代情况
<b>欧洲市场</b>						
意大利	约 3720 万台	AMI 电表全市场总部署量约 3000 万台，公司对应出货量约 1400 万台	47%	19%	Flextronics 等全球性厂商	2016 年起开始大规模部署，预计 2028-2030 年开启下一轮更新换代
奥地利	约 630 万台	市场总部署量约 500 万台，公司对应出货量约 160 万台	32%	21%	Honeywell、Sagemcom 等全球性厂商	2015 年起开始大规模部署，预计 2027-2030 年开启下一轮更新换代
英国	约 3240 万台	市场总部署量约 2200 万台，公司对应出货量约 140 万台	6%	32%	Itron、Landis+Gyr、EDMI 等全球性厂商	2018 年起开始大规模部署，预计 2030-2032 年开启下一轮更新换代
葡萄牙	约 660 万台	总部署量约 500 万台，公司对应出货量约 130 万台	26%	24%	Landis+Gyr 等全球性厂商	2014 年起开始大规模部署，预计 2026-2028 年开启下一轮更新换代
荷兰	约 870 万台	总部署量约 540 万台，公司对应出货量约 170 万台	31%	38%	Landis+Gyr、Sagemcom 等全球性厂商	2017 年起开始大规模部署，预计 2029-2031 年开启下一轮更新换代
西班牙	约 2980 万台	公司已中标并签署合作合同，目前正推进产品研发测试中	-	-	-	2024-2025 开启本轮部署
<b>国内市场</b>						
中国	-	2023 年国家电网招标量超过 7100 万台，公司中标数量超过 130 万台	2%	-	许继电气、炬华科技等境内厂商	2020-2026 年为本轮更新换代周期
<b>新兴市场</b>						
沙特阿拉伯	约 1250 万台	总部署量约 1000 万台，公司对应出货量约 300 万台	30%	20%	林洋能源、三星医疗等境内厂商	2020 年开始大规模部署
乌拉圭	约 160 万台	总部署量约 130 万台，公司对应出货量约 130 万台	99%	19%	少量当地厂商	2018 年开始大规模部署，预计 2030-2032 年开启下一轮更新换代
乌兹别克斯坦	约 1000 万台	总部署量约 860 万台，公司对应出货量约 200 万台	23%	14%	部分当地厂商	2018 年开始大规模部署，预计 2030-2032 年开启下一轮更新换代
巴西	约 9000 万台	公司 2022 年已开始大批量出货	-	-	-	2022 年开始部署
巴基斯坦	约 3200 万台	公司已中标并签署合作合同，2024 年已开始大批量出货	-	-	-	2024 年开始部署
印度尼西亚	约 8400 万台	公司 2023 年已开始大批量出货	-	-	-	2023 年开始部署
约旦	约 240 万台	公司已中标并签署合作合同，2024 年初已完成小批量出货	-	-	-	2024 年开始部署

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理，注：按照智能电表 15 年寿命周期推算更新换代时点

公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品生命周期验证，是目前唯一一家将自主品牌智能电表打入英国市场的境内企业，成为少数能在境外高端市场与埃创集团（Itron）、兰吉尔（Landis+Gyr）等国际顶尖厂商同台竞技的中国智

能计量企业，公司 2023 年智能电表欧洲市场营收为 16.57 亿元，欧洲市场占有率为 12.1%。欧洲市场国家部署情况来看，意大利、奥地利、葡萄牙、荷兰市场占有率均超过 25%，英国市占率约 6%。

图17: 公司智能电表欧洲市场营收及欧洲市场占有率



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

基于欧洲市场验证的成熟产品、技术和部署经验，公司利用“一带一路”合作框架带来的项目资源优势，持续对中东、中亚、南美、东南亚、非洲等市场进行部署，为沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦、乌拉圭、巴西、巴基斯坦等多个国家供应智能计量终端及 AMI 系统软件产品，并持续中标多个国家的大型智能电表部署项目。从各个市场部署情况来看，公司在沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦市占率超过 20%，在乌拉圭市占率达到 99%。

竞争对手情况来看，公司在境外的竞争对手主要包括全球能源管理领域领导者兰吉尔 (Landis+Gyr)，智能计量产品头部企业埃创集团 (Itron)，国内同行业竞争对手包括海兴电力、林洋能源、西力科技、炬华科技等上市公司，公司目前营收规模整体位于国内前列。

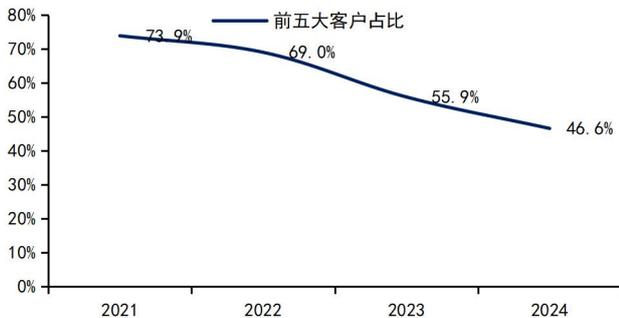
表4: 行业竞争对手情况

公司	总部地址	公司介绍	2024 年营收 (亿元)
开发科技	中国	公司主营业务是智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI 系统软件, 公司较早开拓欧洲市场, 参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目。	28.9
埃创集团 (Itron)	美国	公司主要产品为电、气、水、热能源有关计量产品及智能仪表和高级计量架构整体解决方案, 是全球仪表计量、AMR (自动抄表) /AMI (高级计量架构) 和软件解决方案的主要供应商之一,	175.7
兰吉尔 (Landis +Gyr)	瑞士	公司是全球主要的电表供应商之一, 主要产品为能源计量仪表, 包括电表、水表、燃气表、热量表和先进计量表通讯技术及设备, 并且提供计量数据管理、配电自动化、个人能源管理, 电网管理与监控、系统实施与集成、外包管理等服务。兰吉尔 (Landis+Gyr) 主要在北美、欧洲、中东、非洲及亚太地区销售	144*
海兴电力	中国	海兴电力为电力行业用户提供基于物联网架构的智能配用电整体解决方案、智能微网产品及电力行业相关工程和运维服务。海兴电力与公司可比业务领域为智能用电产品, 主要产品包括单/三相智能表、智能 AMI 表、智能预付费表、国内用电终端 (智能网关、采集器、集中器)	45.3
林洋能源	中国	林洋能源主要从事智能、节能、新能源三个板块业务, 其智能板块主营产品覆盖智能电表、用电信息采集终端、智能用电信息管理系统解决方案、电力运维服务、微电网及储能系统解决方案、智能配用电产品解决方案、多表合一采集系统等	27.0
西力科技	中国	西力科技前身为杭州电度表厂, 是一家专业从事智能电表、用电信息采集终端、电能计量箱等电能计量产品的研发、生产和销售的公司	5.9
炬华科技	中国	炬华科技主要产品包括智慧计量与采集系统、智能电力终端及系统、智能流量仪表及系统、智能配用电产品及系统、物联网传感器及配件等泛在物联网产品及解决方案	16.4

资料来源: 公司招股说明书, wind, 国信证券经济研究所整理, 注\*: 兰吉尔营收数据为 2023 年, 美元兑人民币汇率为 1:7.2, 开发科技、海兴电力、林洋能源、西力科技、炬华科技均选取智能电表业务营收进行对比

客户情况来看, 伴随公司在全球市场持续拓展, 公司前五大客户营收占比不断下降, 2024 年公司前五大客户营收占比 46.58%, 具体来看, 公司第一大客户为以色列国家电力公司, 占比 10.55%, 沙特电表公司、督凯提、国家电网及韩国电信公司营收占比分别为 10.3%/9.3%/8.5%/7.9%。

图18: 公司 2021-2024 年前五大客户占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司 2024 年前五大客户具体营收及占比

客户	销售金额 (亿元)	占比
以色列国家电力公司	3.09	10.55%
沙特电表公司	3.01	10.28%
督凯提 (DUCATI)	2.73	9.30%
国家电网	2.5	8.52%
韩国电信公司	2.33	7.93%
合计	13.66	46.58%

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### ◆ 盈利预测

**智能计量终端：**该业务主要包含智能计量表（电/水/气）、智能计量表核心单元（电、气）和智能计量表组配件及配套终端（通信模块、集中器、各类结构件等），目前美国、欧盟、中国及部分发达国家或地区，智能电网投资处于领先阶段，东欧、亚洲及拉美部分国家，处于智能电网改造和大规模投资建设期。为拉美及非洲，现处于智能电网建设初期。全球智能计量终端需求潜力较大，公司以欧洲市场为起点，通过多年市场深耕所积累的经验及口碑、技术、资质及本地化服务等优势，在境外市场保持较高的中标率，同时积极拓展新兴市场及国内市场，公司智能计量终端业务有望实现稳步增长。基于此，我们假设 2025-2027 年公司智能计量终端业务收入增速分别为 22%/15%/12%，毛利率方面，假设 2025-2027 年该业务毛利率分别为 36%/35%/35%。

**AMI 系统软件：**公司目前已向乌兹别克斯坦、沙特阿拉伯、巴基斯坦、孟加拉国、菲律宾、乌拉圭、塞内加尔、加纳等十余个国家提供 AMI 系统。在拓展市场过程中，公司根据客户所处国家或地区的市场需求情况、竞争对手情况等对产品定价和毛利率进行调整，基于此，我们假设 2025-2027 年公司 AMI 系统软件业务收入增速分别为 25%/0%/0%，毛利率稳定，假设 2025-2027 年该业务毛利率分别为 60%/60%/60%。

公司 2025-2027 年营业收入预测如下：

表5：开发科技营收预测拆分（单位：亿元、%）

收入分类预测(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>智能计量终端</b>					
营业收入	24.97	28.89	35.24	40.53	45.39
增长率	41.63%	15.70%	22.00%	15.00%	12.00%
毛利率	33.20%	35.26%	36.00%	35.00%	35.00%
<b>AMI 系统软件</b>					
营业收入	0.18	0.24	0.30	0.30	0.30
增长率	260.00%	33.33%	25.00%	0.00%	0.00%
毛利率	44.14%	88.41%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>服务及其他</b>					
营业收入	0.32	0.17	0.20	0.20	0.20
增长率	45.45%	-46.88%	17.65%	0.00%	0.00%
毛利率	61.04%	85.11%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>合计</b>					
营业收入	25.5	29.33	35.74	41.03	45.89
增长率	42.38%	15.02%	21.87%	14.79%	11.85%
毛利率	33.7%	36.0%	36.3%	35.3%	35.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 35.7/41.0/45.9 亿元，同比增长 21.9%/14.8%/11.9%，2025-2027 年公司毛利率分别为 36.3%/35.3%/35.3%。

费用率方面，我们假设 2025-2027 年销售费用率为 4.0%/3.7%/3.5%，管理费用率为 2.2%/2.0%/1.8%，研发费用率为 5.2%/4.9%/4.8%，所得税税率为 13%/13%/13%，股利分配比率为 40%/40%/40%。

表6: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	42.4%	15.0%	21.9%	14.8%	11.9%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本/营业收入	66.3%	64.0%	63.7%	64.7%	64.7%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
销售费用率	4.1%	4.3%	4.0%	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用率	2.4%	2.7%	2.2%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用率	4.7%	5.5%	5.2%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
营业税金及附加/营业收入	0.2%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	13.4%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比率	0.0%	35.4%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

### 未来三年业绩预测

表7: 公司未来三年业绩预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	29.33	35.74	41.03	45.89
营业成本 (亿元)	18.76	22.76	26.54	29.71
销售费用 (亿元)	1.25	1.43	1.52	1.61
管理费用 (亿元)	0.80	0.79	0.82	0.83
研发费用 (亿元)	1.62	1.86	2.01	2.20
财务费用 (亿元)	-0.34	-1.05	-1.06	-1.04
营业利润 (亿元)	6.76	9.58	10.77	12.13
利润总额 (亿元)	6.75	9.58	10.77	12.13
归属于母公司净利润 (亿元)	5.89	8.34	9.37	10.55
EPS (元)	4.24	6.00	6.74	7.60
ROE	32%	28%	22%	22%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

按照上述假设条件, 预计公司2025-2027年实现归母净利润8.34/9.37/10.55亿元, 同比增长42%/12%/13%, EPS分别为6.0/6.7/7.6元。

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 102-112.3 元。

### 绝对估值：102-112.3 元

无风险利率取 2.5%，股票风险溢价取 6.0%，由此计算得出的 WACC 为 8.86%。

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.5%	Ka	9.1%
股票风险溢价	6.0%	有杠杆 Beta	1.1
公司股价（元）	87.25	Ke	9.1%
发行在外股数（百万）	139	E/(D+E)	95%
股票市值(E, 百万元)	13821	D/(D+E)	5%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	8.86%
Kd	5%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值法，得出公司价值区间为 102-112.3 元。

表9：公司 FCFF 估值表（百万元，元/股，%）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	863	981	1119	1234	1298	1358	1385	1412	1441	1469	
所得税税率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT*(1-所得税税率)	751	853	973	1073	1129	1181	1205	1229	1253	1278	
折旧与摊销	33	35	36	36	36	36	36	36	36	36	
营运资金的净变动	(66)	(95)	(93)	(51)	(38)	(31)	(20)	(20)	(20)	(21)	
资本性投资	(60)	(30)	0	0	0	0	0	0	0	0	
FCFF	657	763	916	1059	1128	1187	1221	1245	1269	1294	19243
PV(FCFF)	604	644	710	754	738	713	674	631	591	554	8235
核心企业价值（百万元）	14848										
减：净债务（百万元）	0										
股票价值（百万元）	14848										
每股价值（元/股）	106.91										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值的敏感性分析（元）

	109.73	WACC 变化				
		8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%
永续增长率变化	2.4%	118.44	114.49	110.83	107.31	104.03
	2.2%	116.07	112.31	108.81	105.44	102.30
	<b>2.0%</b>	<b>113.85</b>	<b>110.26</b>	<b>106.91</b>	<b>103.68</b>	<b>100.66</b>
	1.8%	111.77	108.33	105.12	102.01	99.11
	1.6%	109.81	106.50	103.42	100.43	97.64

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

### 相对估值：102-114 元

我们选取主营业务及主要产品与开发科技相近的海兴电力、炬华科技和三星医疗作为可比公司。其中：1) 海兴电力主营产品包括智能电能表、智能用电终端、智能超声波水表、智能网关等；2) 炬华科技主营产品包括智慧计量与采集系统、智能电力终端及系统、智能流量仪表及系统、智能配用电产品及系统等；3) 三星医疗主营产品包括智能电表、高端关口表、智能终端、电力箱、通信模块、AMI/MDM等系统集成解决方案。三家公司与开发科技业务产品相近，具有可比性。

同行业可比公司海兴电力、炬华科技、三星医疗 2025 年 PE 估值分别为 10.9/10.3/10.8 倍，开发科技产品主要面向海外市场客户，成长性优于可比公司，我们给予开发科技 2025 年 17-19 倍 PE，对应目标价为 102-114 元。

表 3：可比公司估值表（2025 年 6 月 27 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
603556.SH	海兴电力	25.18	122	2.05	2.31	2.55	12.3	10.9	9.9	优于大市
300360.SZ	炬华科技	15.61	80	1.29	1.52	1.74	12.1	10.3	9.0	无评级
601567.SH	三星医疗	22.03	311	1.6	2.04	2.53	13.8	10.8	8.7	优于大市
	平均						12.7	10.7	9.2	
920029.BJ	开发科技	99.51	138	4.24	6.00	6.74	23.5	16.6	14.8	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测，注：炬华科技盈利预测取自 wind 一致预测

### 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

综合上述绝对估值与相对估值的结果，我们认为公司股票合理估值区间在 102-112.3 元之间，对应 2025 年动态市盈率 17-19 倍，相对于公司目前股价有 3%-13% 溢价空间。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.34/9.37/10.55 亿元，同比增长 42%/12%/13%，对应当前 PE 为 17/15/13 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在102-112.3元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资本成本 $K_e$ 对公司估值影响较大,我们在计算 $K_e$ 时采用的无风险利率为2.5%、股票风险溢价6.0%的取值都有可能偏低、导致 $K_e$ 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处智能计量表行业当前保持稳健增长,但是远期可能面临行业增长减慢甚至下滑的可能,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了海兴电力、炬华科技和三星医疗为可比公司进行比较,选取了可比公司2025年平均PE做为相对估值的参考,同时考虑公司具备较高的成长性,最终给予公司2025年17-19倍估值,相对当下股价有3%-13%溢价空间,上述估值存在以下风险:选取的可比公司下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,可能存在给予目标公司估值过高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司2025-2027年我们预计实现营收35.7/41.0/45.9亿元,同比增长21.9%/14.8%/11.9%,可能存在对公司产品销量及行业需求预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司2025-2027年毛利率36.3%/35.3%/35.3%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 若海外市场开拓不及预期,行业竞争加剧可能也存在未来几年业绩高估的风险。

### 经营风险

**境外市场经营风险:**公司在境外市场的竞争对手既包括全球能源管理领域的领导者兰吉尔(Landis+Gyr)等大型国际企业,也包括国内的出口企业、境外本地电表企业等,这些竞争对手可能在资金、技术、管理水平或其他资源方面具有优势,使公司面临激烈的市场竞争风险。另一方面,公司境外业务受各地经济环境、政府投资计划、汇率、地缘政治等因素的影响,若公司主要境外市场环境(包括但不限于地缘政治、经济、贸易政策等)发生较大变化,或我国出口政策产生较大变化,或我国与这些国家或地区之间发生较大贸易争端,或地缘政治冲突影响公司客户经营行为等,相应情形可能对公司的境外业务产生重大影响。

**境外市场开拓风险:**各国政府通常对电力行业实施严格监管,相关部门统一制定行业标准,对电表及系统产品实施集中招标,使得公司面临资金、技术、资质认

证等一系列进入门槛。如果公司无法达到各国市场在上述方面的要求，则面临境外市场开拓失败的风险，影响公司未来持续发展。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	691	1306	2805	3303	3912	<b>营业收入</b>	<b>2550</b>	<b>2933</b>	<b>3574</b>	<b>4103</b>	<b>4589</b>
应收款项	788	1001	1077	1236	1383	营业成本	1691	1876	2276	2654	2971
存货净额	411	523	561	655	732	营业税金及附加	4	20	29	33	37
其他流动资产	30	45	46	53	59	销售费用	103	125	143	152	161
<b>流动资产合计</b>	<b>1931</b>	<b>2894</b>	<b>4500</b>	<b>5268</b>	<b>6118</b>	管理费用	61	80	79	82	83
固定资产	339	368	395	390	354	研发费用	120	162	186	201	220
无形资产及其他	7	7	6	6	6	财务费用	(23)	(34)	(105)	(106)	(104)
其他长期资产	20	28	36	41	46	投资收益	(4)	(7)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(12)	(32)	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>2297</b>	<b>3296</b>	<b>4938</b>	<b>5706</b>	<b>6524</b>	其他收入	(12)	45	30	30	30
短期借款及交易性金融负债	0	178	0	0	0	营业利润	555	676	958	1077	1213
应付款项	434	611	686	800	895	营业外净收支	8	(0)	0	0	0
其他流动负债	176	237	325	375	418	<b>利润总额</b>	<b>563</b>	<b>675</b>	<b>958</b>	<b>1077</b>	<b>1213</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>765</b>	<b>1158</b>	<b>1010</b>	<b>1175</b>	<b>1313</b>	所得税费用	75	87	125	140	158
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(1)	0	0	0
其他长期负债	19	21	16	16	16	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>486</b>	<b>589</b>	<b>834</b>	<b>937</b>	<b>1055</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>784</b>	<b>1179</b>	<b>1026</b>	<b>1191</b>	<b>1329</b>	<b>净利润</b>	486	589	834	937	1055
少数股东权益	2	2	2	2	2	资产减值准备	(9)	(39)	(20)	(20)	(20)
股东权益	1511	2115	3910	4513	5193	折旧摊销	26	30	33	35	36
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2297</b>	<b>3296</b>	<b>4938</b>	<b>5706</b>	<b>6524</b>	公允价值变动损失	27	(8)	(10)	(10)	(10)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	(23)	(34)	(105)	(106)	(104)
每股收益	3.50	4.24	6.00	6.74	7.60	营运资本变动	58	(133)	(66)	(95)	(93)
每股红利	0.00	1.50	2.40	2.70	3.04	其它	26	36	(81)	(76)	(74)
每股净资产	10.89	15.24	28.16	32.50	37.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>614</b>	<b>475</b>	<b>689</b>	<b>771</b>	<b>894</b>
ROIC	35%	29%	24%	20%	20%	资本开支	(60)	(37)	(60)	(30)	0
ROE	38%	32%	28%	22%	22%	其它投资现金流	(4)	(8)	(18)	(15)	(15)
毛利率	34%	36%	36%	35%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(64)</b>	<b>(45)</b>	<b>(78)</b>	<b>(45)</b>	<b>(15)</b>
EBIT Margin	22%	23%	24%	24%	24%	权益性融资	29	16	1169	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	25%	25%	25%	负债净变化	(177)	124	(178)	0	0
收入增长	42%	15%	22%	15%	12%	支付股利、利息	0	0	(208)	(333)	(375)
净利润增长率	166%	21%	42%	12%	13%	其它融资现金流	(177)	124	(178)	0	0
资产负债率	34%	36%	21%	21%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(125)</b>	<b>174</b>	<b>888</b>	<b>(228)</b>	<b>(271)</b>
息率	0.0%	1.5%	2.4%	2.7%	3.1%	<b>现金净变动</b>	<b>426</b>	<b>604</b>	<b>1500</b>	<b>498</b>	<b>608</b>
P/E	28.4	23.5	16.6	14.8	13.1	货币资金的期初余额	226	691	1306	2805	3303
P/B	9.1	6.5	3.5	3.1	2.7	货币资金的期末余额	691	1306	2805	3303	3912
EV/EBITDA	24.5	21.5	16.6	14.8	13.1	企业自由现金流	520	443	657	763	916
						权益自由现金流	363	597	571	855	1007

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032