

I65 软件和信息技术服务业

2022年6月12日

元道通信 IPO 投资价值报告

⑤ 公司聚焦通信服务，经营效益业内领先

元道通信成立于2008年9月，创建以来持续聚焦于通信服务业务，在我国西部、东北和华北区域布局日趋完善，并逐步向其他区域积累拓展。近年来，公司抓住发展机遇快速成长，经营效益和业绩增速均居于行业领先水平。

⑤ 通信网络建设推动行业发展，集采招标利好龙头企业

当前通信网络越来越复杂，多种技术长期共存，基站等网络设备持续增多，数据流量高速增长，推动通信技术服务行业持续发展。随着通信运营商逐渐以“集中采购”为主，未来行业集中度将进一步提高，公司可望脱颖而出，获取更大行业份额。

⑤ 募投项目可望进一步提升公司竞争优势

本次募集资金主要用于公司主营业务相关的项目。其中区域网点服务建设预计投资额4.19亿，主要为新建区域服务网点，并配置相应的人员设备等，达产后预计每年可新增营业收入5.6亿元，新增净利润3087.56万元。研发中心建设项目预计投资额为1.24亿元。本次募集资金中有3亿元用于补充流动资金。募投项目实施可望增强公司核心竞争力，满足客户不断提升的服务需求，进一步巩固竞争地位。

⑤ 盈利预测与投资建议

我们预计2022-2024年公司收入为20.37/24.63/28.97亿元，增速为25.4%/21.0%/17.6%，归母净利润分别是1.28/1.58/1.83亿元，扣非后归母净利润分别为1.17/1.44/1.67亿元。我们预计发行后公司远期整体公允价值区间为45.32-51.82亿元。对应2021年归母净利润的静态发行市盈率区间为42.48-48.57倍，对应2021年扣非归母净利润的静态市盈率区间为46.32-52.96倍；对应2022年归母净利润的动态发行市盈率区间为35.36-40.43倍，对应2022年扣非归母净利润的动态发行市盈率区间为38.71-44.26倍。截至2022年6月12日，公司所属行业的静态市盈率(I65软件和信息技术服务业)为44.33倍，近一年的平均行业静态市盈率为55.56倍。

⑤ 风险提示

盈利预测的假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险；行业竞争加剧的风险；客户高度集中的风险；劳务供应商集中度上升的风险；科技创新和产品开发失败风险；人力成本上升的风险；应收账款

发行数据	2022-6-12
发行前总股本(万股)	9118
新发行股数(万股)	3040
老股配售(万股)	0
发行后总股本(万股)	12158

分析师：彭竑

执业证书号：S1490520090001

电话：010-85556202

邮箱：penghong@hrsec.com.cn

重要提示：

本报告由署名分析师秉承专业、严谨的态度，采用专业、严谨的研究方法和分析逻辑，基于合理的数据基础和事实依据所撰写，遵守有关投资价值研究报告的各项监管要求以及业务规范。投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。

证券研究报告

及合同资产回收的风险；经营活动现金净流量波动的风险；安全生产的风险；新型冠状病毒肺炎疫情带来的风险。

附表：盈利预测简表

会计年度	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	753.28	1,224.72	1,624.51	2,036.83	2,464.28	2,897.12
增长率(%)	62.94	62.59	32.64	25.38	20.99	17.56
归属母公司股东净利润（百万元）	62.27	87.67	106.69	128.18	157.84	183.22
增长率(%)	74.10	40.79	21.70	20.13	23.14	16.08
每股收益(元)	0.82	0.97	1.17	1.05	1.30	1.51
净资产收益率(%)	19.07	17.40	17.68	11.22	9.29	9.87

资料来源：公司数据，华融证券计算整理 注：2022-2024 年以发行后总股本 12158 万股计算 EPS

目 录

一、公司聚焦通信服务，经营效益业内领先	5
1、公司聚焦通信技术服务	5
2、管理团队稳定，业务经验丰富	5
3、公司商业模式分析.....	6
4、近年业绩显著增长.....	9
二、通信技术服务市场成熟，技术推动业务持续增长	12
1、通信技术服务行业介绍	12
2、通信技术服务市场持续增长	18
3、市场格局分散，集采利好龙头	21
三、公司管理同业领先，创新提升经营效益	22
1、信息化管控，创新提升经营效益	22
2、通信服务行业因区域性而差异化	23
3、同行业上市公司对比分析.....	25
四、募投项目分析	28
五、盈利预测与估值分析	30
1、盈利预测	30
2、绝对估值	33
3、相对估值	36
4、发行区间估计	38
六、风险提示	38
1、盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险	38
2、行业竞争加剧的风险	39
3、客户高度集中的风险	40
4、劳务供应商集中度上升的风险	40
5、科技创新和产品开发失败的风险	41
6、人力成本上升的风险	41
7、应收账款及合同资产回收的风险	42
8、经营活动现金净流量波动的风险	42
9、安全生产风险	42
10、新型冠状病毒肺炎疫情带来的风险	43

图表目录

图表 1: 元道通信目前业务覆盖 30 个省（自治区、直辖市）	5
图表 2: 本次发行前公司股权结构	6
图表 3: 公司主营业务在产业链中位置	7
图表 4: 公司近三年主营构成分析	8
图表 5: 公司业务东北、西部及华北为主，覆盖全国	9
图表 6: 公司营业收入高速增长	10
图表 7: 公司净利润持续上升	10
图表 8: 公司在中国移动省级综合代维业务排名稳步提升	10
图表 9: 公司经营效益突出 盈利保持较高水平	11
图表 10: 公司近年积极拓展行业应用项目	11
图表 11: 通信技术服务和通信运营商运营服务产业链分工	12
图表 12: 通信技术服务在通信行业中的应用广泛	13
图表 13: 5G 提升网络复杂度	14
图表 14: 通信技术服务行业适用的主要法律法规	14
图表 15: 通信技术服务行业适用的主要政策性文件	15
图表 16: 2021 年公司前五大客户营收占比分布	17
图表 17: 资本开支周期波动 运维支出持续上升	18
图表 18: 基站总数突破千万 5G 建网持续推进	19
图表 19: 移动互联网 DOU 持续增长	20
图表 20: 运营商经营效益提升 有利于带动行业景气	21
图表 21: 通信技术服务行业中的合作关系	22
图表 22: 公司通信网络维护综合运营管理系統赋能业务	23
图表 23: 私营企业就业人员平均工资区域性差异明显	24
图表 24: 可比上市公司业务内容、经营模式、主要客户对比	25
图表 25: 可比上市公司营业收入及增长对比	26
图表 26: 可比上市公司毛利率及净利率对比	26
图表 27: 可比上市公司销售费用率及管理费用率对比	27
图表 28: 可比上市公司存货周转率及应收账款周转率对比	27
图表 29: 可比上市公司流动率及速动比率对比	28
图表 30: 可比上市公司资产负债率和净资产收益率对比	28
图表 31: 公司本次 IPO 融资募投项目	29
图表 32: 募投项目与公司现有主营业务、核心技术关系	29
图表 33: 2022-2024 年公司分业务板块收入预测	32
图表 34: 公司期间费用假设及预测	33
图表 35: 元道通信盈利预测	33
图表 36: 可比公司 BETA 对比	34
图表 37: 公司 DCF 估值假设	34
图表 38: 公司 DCF 模型测算	35

图表 39: DCF 估值敏感性分析 (元/股)	36
图表 40: 可比公司估值对比 (截至 2022 年 6 月 12 日)	37
图表 41: 2022-2024 年归母净利润敏感性分析 (亿元)	39
图表 42: 估值结论敏感性分析 (亿元)	39

一、公司聚焦通信服务，经营效益业内领先

1、公司聚焦通信技术服务

元道通信成立于2008年9月，创建以来持续聚焦于通信服务业务，主要面向中国移动、中国电信、中国联通等通信运营商和通信基础设施运营商中国铁塔，以及华为、爱立信等通信设备制造商提供包括通信网络维护与优化、通信网络建设在内的通信技术服务。最具优势业务是通过“集团集采”向通信运营商提供通信网络维护服务。

图表1：元道通信目前业务覆盖30个省（自治区、直辖市）

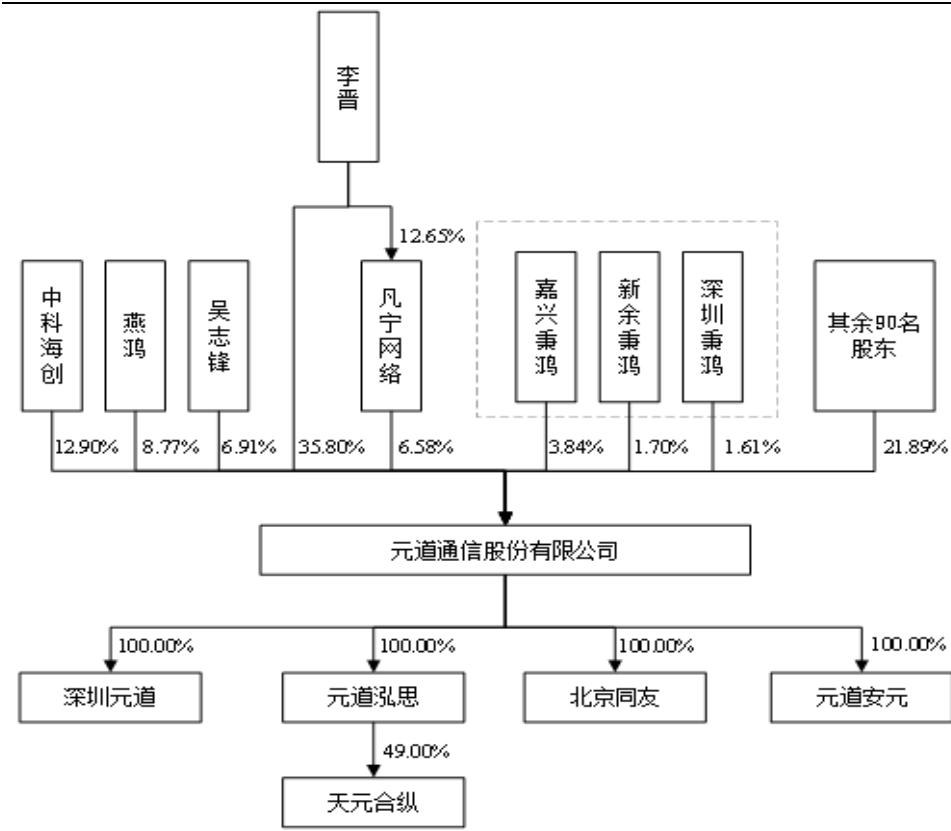


资料来源：公司官网、招股说明书、华融证券整理

2、管理团队稳定，业务经验丰富

公司自成立以来，管理团队较为稳定。董事长李晋从2000年起就从事通信技术服务，总经理燕鸿毕业于北京邮电大学，此后一直从业于通信行业。公司成立后董事长和总经理一直未变。公司其他高管也均为业内资深人士，业务经验丰富。

图表 2：本次发行前公司股权结构



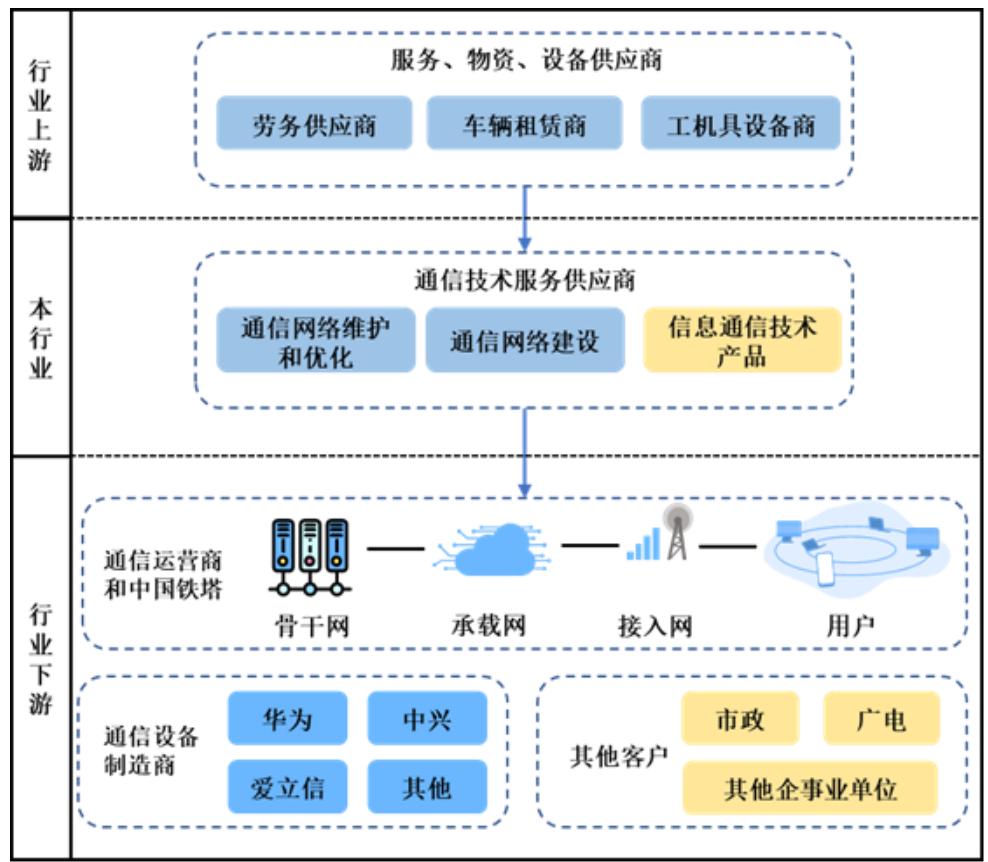
资料来源：招股说明书、华融证券整理

凡宁网络成立于 2014 年 10 月，设立时系公司员工的持股平台，合伙人主要为公司中高级管理人员及部分骨干员工，设立的主要目的为投资元道通信，目前拥有的主要资产为本公司股权。当前共有合伙人 45 位，其中董事长李晋担任普通合伙人，其余 44 位合伙人全部为有限合伙人。

3、公司商业模式分析

公司上游主要是劳务、租赁服务商和物资、设备供应商，此类行业发展成熟、竞争充分。公司下游是通信行业运营商及设备商等企业，行业集中度高。公司客户主要是三大运营商、中国铁塔和通信设备制造商，围绕客户的通信技术服务需求开展各类业务，主要盈利模式是以工作量为基础向客户收取通信技术服务费。

图表 3：公司主营业务在产业链中位置



资料来源：招股说明书、华融证券整理

(1) 通信网络维护与优化服务

公司获取业务后，与通信运营商签订框架合同，期限一般为 2-3 年，约定合同期内总预算规模、各年预算规模、服务区域、服务内容、服务单价、计价方式和考核标准等条款。在服务区域内，公司视需求自行设立服务驻点、组建服务团队以及配置车辆、仪表和发电机等必要工器具设备，并通过综合运营管理提升服务质量。

公司提供的服务以工作量计价。公司根据通信运营商向公司派发工单或事先约定工作计划，委派技术人员开展服务并记录工作量。通信运营商的代维管理部门定期同公司核对工作量并考核服务质量。公司以合同约定的服务单价、核定的工作量或服务量，根据考核标准调整后向客户收取服务费用。

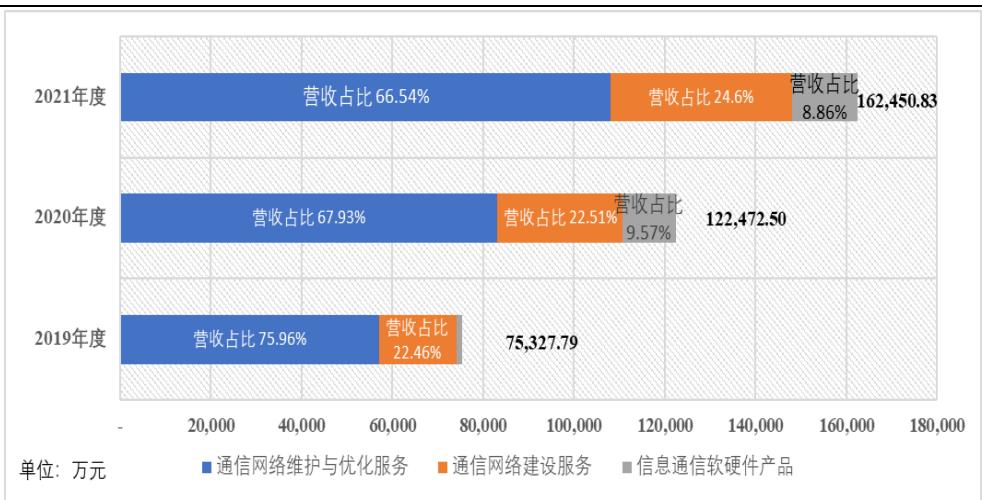
通信网络优化业务和通信网络维护业务联系紧密，均是以已建成站点为基础提供服务。

(2) 通信网络建设服务

通信网络建设项目普遍规模较大、工期较长，通信运营商通常就同一项目选择多家通信技术服务供应商，签订框架服务协议。每项具体业务合同内，通常包括若干彼此可区分的业务单元。公司以业务单元为基础实施具体服务、交付项目，通信运营商以业务单元为基础进行验收。

公司成立以来主营业务持续聚焦于通信网络维护与优化、通信网络建设服务。除上述两大业务外，公司还拓展信息通信软硬件产品业务。此类产品主要以公司综合运营管理系统中某个模块为基础，进行定制化开发后销售给客户。

图表4：公司近三年主营构成分析



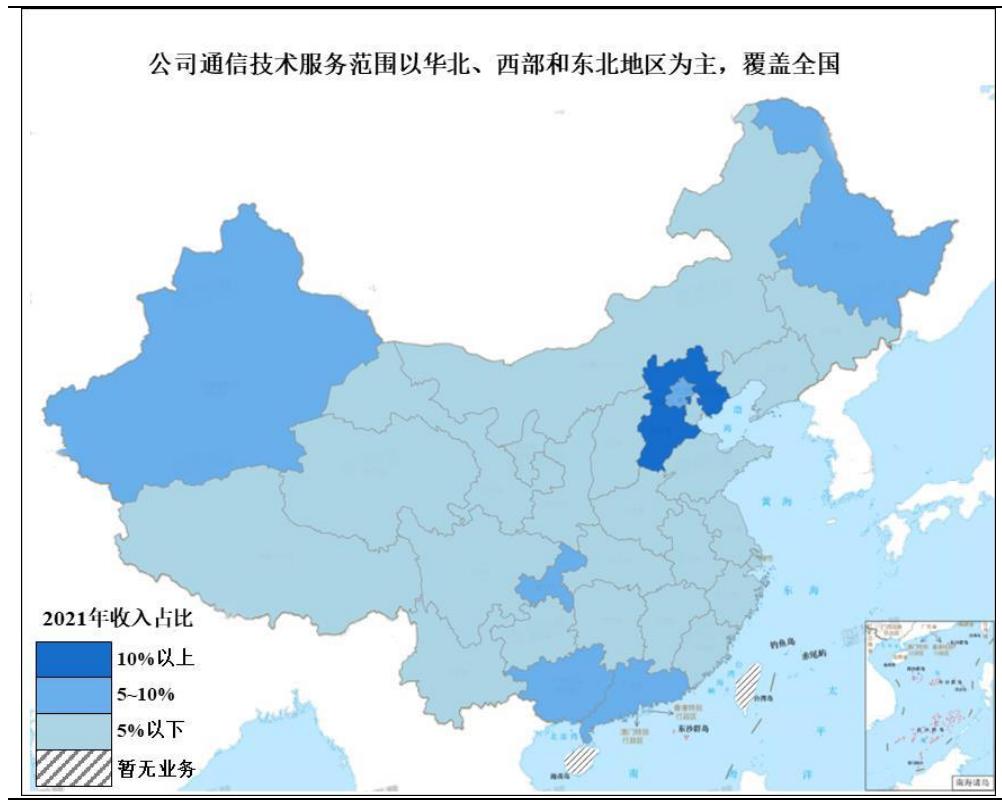
资料来源：招股说明书、华融证券整理

公司主要客户均通过公开招投标、邀请招标等方式选择通信技术服务供应商。公司由总部统一管理投标，设立投标管理中心集中负责搜集招标信息、项目情况、分析项目信息、制作标书和参与比选；公司各大区管理人员也承担部分销售职能，负责在本区域内维护客户关系、拓展业务机遇等。公司所积累的行业经验，过往所提供的高质量服务，即是对公司的市场宣传。公司所建立的“扁平化”销售体系和业务优势相匹配。公司高效的销售模式，使公司可将主要资源用于提高通信技术服务质量和增强客户满意度和提升客户黏性。

4、近年业绩显著增长

公司是行业内为数不多具备通信网络代维（综合代维、基站专业和通信线路）甲级资质、通信信息网络系统集成甲级资质企业，综合服务能力位于行业前列，业务覆盖 30 个省（自治区、直辖市），在我国西部、东北和华北区域布局日趋完善，建立了稳定的客户关系和较好的品牌形象。

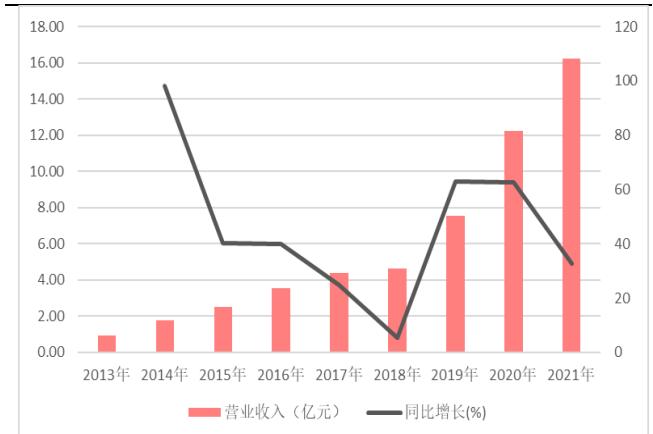
图表 5：公司业务东北、西部及华北为主，覆盖全国



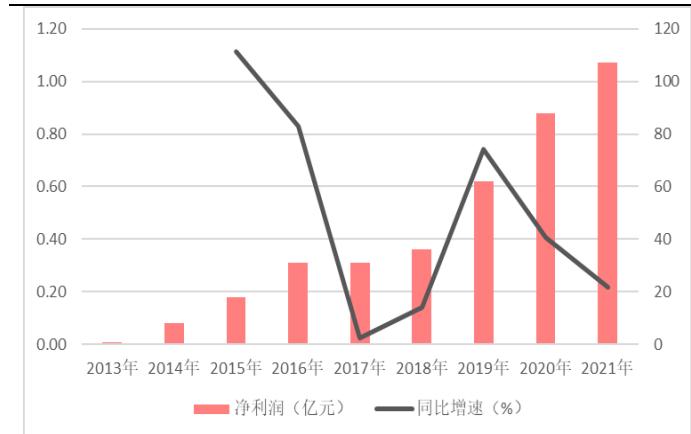
资料来源：招股说明书、华融证券整理

最近三年，公司经营业绩增长较快，营业收入从 2019 年 75327.79 万元增长至 2021 年 162450.83 万元，复合增长率达到 46.85%；净利润从 2019 年 6226.80 万元增长至 2021 年 10669.62 万元，复合增长率超过 30%。

未来，公司将继续稳步开拓新客户、新区域和新业务，进一步完善业务布局，提升整体市场竞争力。

图表 6：公司营业收入高速增长


数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 7：公司净利润持续上升


数据来源：公司公告，华融证券整理

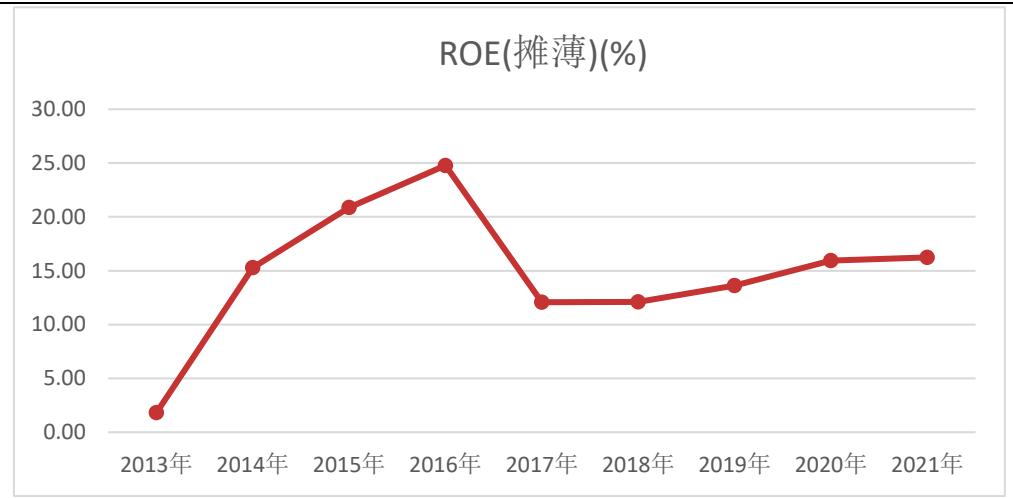
公司核心业务是为中国移动提供通信网络维护与优化业务，在中国移动省级综合代维业务排名稳步提升，目前，公司在中国移动黑龙江、河北、宁夏、重庆、新疆、北京六个省市综合代维业务中标份额分别位居行业第一、第二、第二、第二、第四和第四。

图表 8：公司在中国移动省级综合代维业务排名稳步提升

年度	服务地区 (省、自治区、直辖市)	该年度执行省级综合 代维项目		省级综合代维合同预 算 (单年)	
		数量	排名	金额 (万元)	排名
2021年	新疆、黑龙江、河北、重庆、北京、吉林、湖南、宁夏、安徽、山西、山东、湖北	12	5	36995.31	9
2020年	新疆、黑龙江、河北、重庆、北京、吉林、湖南、青海、宁夏、安徽、山西	11	6	45342.19	9
2019年	新疆、黑龙江、河北、重庆、北京、吉林、湖南、青海、宁夏、辽宁	10	6	39386.05	8
2018年	新疆、黑龙江、河北、吉林、辽宁	5	12	31812.90	12

资料来源：招股说明书、华融证券整理

公司在拓展区域业务前期投入较高，但后续稳步经营后，通过成本控制，业绩逐步释放。虽然毛利率因为行业因素并不突出，但净利率和 ROE 较为稳定，并保持较高的水平。前期拓展也为后续业绩持续增长，打下了坚实的基础。

图表 9：公司经营效益突出 盈利保持较高水平


资料来源：招股说明书、华融证券整理

公司的资产负债率适度，经营效益稳健增长，并在多年的运维经验基础上，积极拓展政企网的行业应用项目，新技术与业务运营的深度融合推动通信技术服务模式从传统向现代、由被动向主动的积极进取发展。通过IPO上市，可望进一步拓展融资渠道，有利于公司未来战略布局，打开未来成长空间。

图表 10：公司近年积极拓展行业应用项目

类别	完成的项目
智慧园区	中国联通泸州国家高新区智慧园区一期（监控、平台）项目
	中国移动设计院面向智慧园区的数字孪生系统项目
	中移建设广东全省智慧园区售前及技术支撑项目
	华发依山郡三期智能化网络巡检优化服务项目
	石家庄职业技术学院正定新区校园智能化建设项目
智慧城市	中国移动克拉玛依智慧斑马线项目
	阿克苏公安局智慧安防系统
	中移在线新疆“九大场景”智能化系统（阿克苏地区分平台建设）
	乌鲁木齐机场智能引导系统
行业数字化	中移建设广东智慧垃圾桶项目
	保县公安局数据中心建设项目
	5G+阳东区大八镇农业产业强镇示范建设服务项目
	中移建设广东肇庆警务通

资料来源：招股说明书、华融证券整理

通信技术服务市场规模巨大，第三方通信技术服务企业市场占有率普遍较低。当前我国结合新时期国情实施一系列关于支持西部地区、乡村地区发展的国家战略，为公司带来历史性发展机遇。近年来公司在中国移动省级综合代维业务排名稳步提升，公司综合代维服务合同金额、服务地区的增加也带动了公司通信网络建设业务以及中国铁塔、中国联通项目的提升。

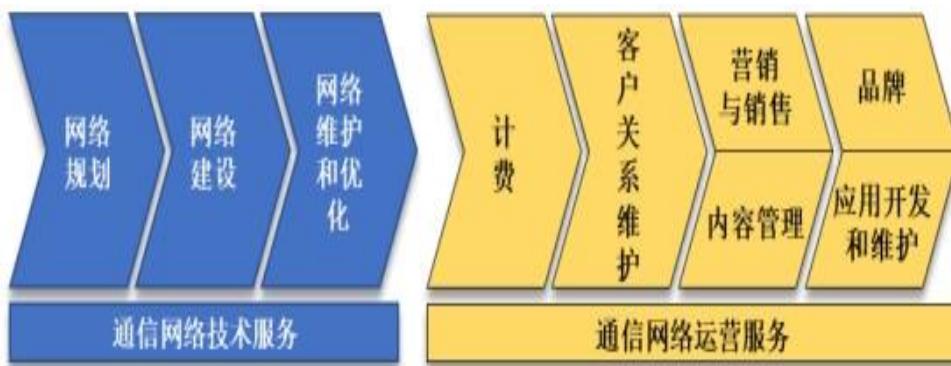
二、通信技术服务市场成熟，技术推动业务持续增长

1、通信技术服务行业介绍

通信技术服务行业最终为通信运营商提供服务，与通信行业发展息息相关。该行业诞生于上世纪 90 年代欧美地区，从承接通信运营商日常设备维护工作起步，逐渐发展壮大。进入中国后经过多年发展，产业链较为成熟。

通信网络维护与优化服务是对现有通信网络设施、设备的维护、优化，以保障通信网络稳定性、可靠性，延长通信基础设施使用寿命；通信网络建设服务则是对通信网络设施的新建、改建，以提高网络覆盖率、扩大网络承载量和提升网络速率。主要客户均通过公开招投标、邀请招标方式选择通信技术服务供应商。

图表 11：通信技术服务和通信运营商运营服务产业链分工



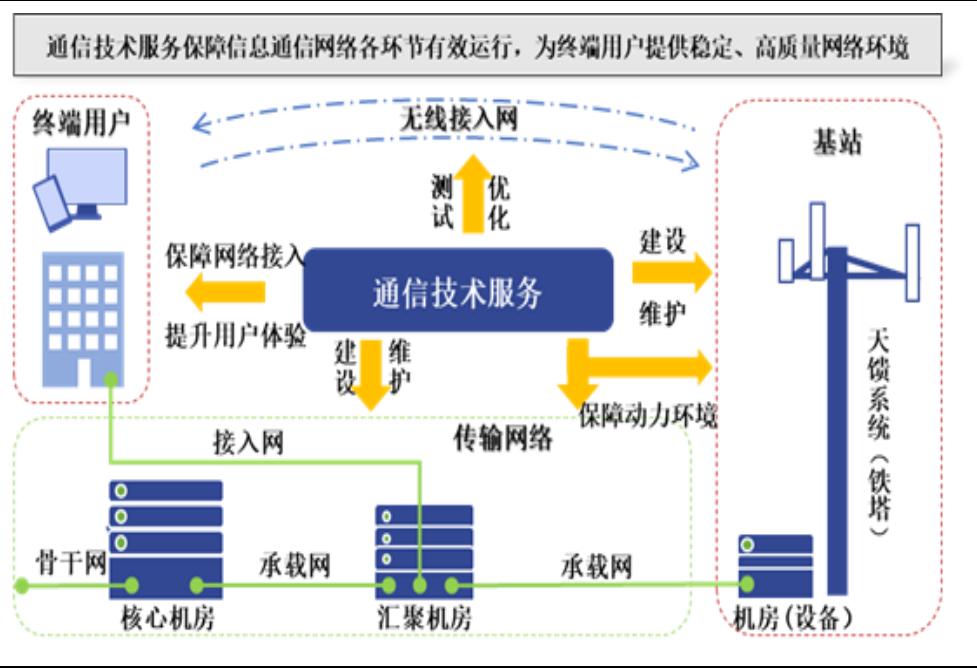
资料来源：招股说明书、华融证券整理

运营商是通信行业产业链的核心，推动产业升级和发展方向。但运营商的业务重点是通过营销发展用户，逐渐将非核心

的业务外包出来，以降低成本并提高效率。通信技术服务行业在这种大背景下应运而生，并和行业一起持续发展。

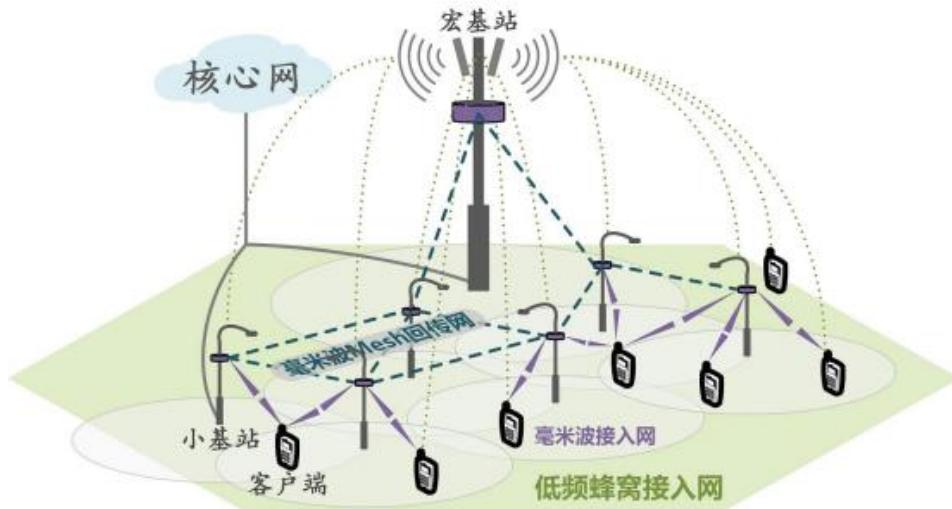
通信技术服务提供商在通信运营商网络建设前、建设中及建设后提供的各类技术服务，其中包括：建网前为网络规划和部署提供咨询服务；建网中为通信运营商或通信主设备供应商提供工程服务；建网后为通信运营商提供网络维护、网络优化服务以及为提高网络系统的利用率和高效性，围绕运维和网管提供系统集成服务的行业。

图表 12：通信技术服务在通信行业中的应用广泛



资料来源：招股说明书、华融证券整理

5G 网络组成复杂、性能强大，所承载数据量远超 4G 网络，需应用“超密集组网（UDN）”技术以解决“数据流量爆炸”问题，在传统“宏基站”周围部署大量“小基站”，并使用光纤、毫米波等手段将小基站与宏基站、核心网相连。5G 技术的普及应用将为本行业带来大量新站点建设、存量站点改造、网络工程建设以及后期设备维护业务机遇，公司作为全国性、综合型通信技术服务企业亦将从中受益。

图表 13: 5G 提升网络复杂度


资料来源：招股说明书、华融证券整理

通信技术服务行业已形成市场化竞争格局，各企业面向市场自主经营，由政府职能部门依法监管，行业协会进行自律管理。目前，本行业适用主要法律法规和产业政策情况如下：

图表 14：通信技术服务行业适用的主要法律法规

序号	颁布部门	名称	实施年度
1	生态环境部	《5G 移动通信基站电磁辐射环境监测方法（试行）》	2021 年
2	工业和信息化部	《工业通信业行业标准制定管理办法》	2020 年
3	交通运输部	《公路通信及电力管道设计规范》	2020 年
4	工业和信息化部	《5G 移动通信网核心网总体技术要求》	2020 年
5	工业和信息化部	《通信建设工程质量监督管理规定》	2018 年
6	工业和信息化部	《中华人民共和国无线电频率划分规定》	2018 年
7	工业和信息化部	《互联网域名管理办法》	2017 年
8	工业和信息化部	《电信业务经营许可管理办法》（修订）	2017 年
9	工业和信息化部	《无线电频率使用许可管理办法》	2017 年
10	国务院	《中华人民共和国电信条例》（修订）	2016 年
11	国务院	《中华人民共和国网络安全法》	2016 年

12	国务院 中央军事委员会	《中华人民共和国无线电管理条例》（修订）	2016 年
13	住房和城乡建设部	《建筑业企业资质管理规定》	2015 年
14	工业和信息化部	《通信工程建设项目招标投标管理办法》	2014 年
15	工业和信息化部	《电信服务质量监督管理暂行办法》（修订）	2014 年
16	工业和信息化部	《电信设备进网管理办法》（修订）	2014 年
17	工业和信息化部	《公用电信网间互联管理规定》（修订）	2014 年
18	工业和信息化部	《规范互联网信息服务市场秩序若干规定》	2012 年
19	国务院	《互联网信息服务管理办法》（修订）	2011 年
20	工业和信息化部	《电信网络运行监督管理办法》	2009 年
21	原信息产业部 原国家计委	《电信建设管理办法》	2002 年
22	原信息产业部	《通信信息网络系统集成企业资质管理办法》	2001 年

资料来源：招股说明书、华融证券整理

通信技术服务行业发展深受信息产业政策影响。报告期内，我国相关部门支持信息产业、通信技术行业发展的主要政策性文件如下：

图表 15：通信技术服务行业适用的主要政策性文件

序号	政策名称	主要相关内容	发布时间
1	《工业和信息化部关于提升 5G 服务质量的通告》	为切实维护用户权益，推动 5G 持续健康发展，各地通信管理局要利用好日常监测、技术检测、暗访抽查、用户测评、集中检查等方式，及时发现 5G 服务问题，督促企业落实整改，依法处理违规行为	2021 年 2 月
2	《工业和信息化部关于深化信息通信领域“放管服”改革的通告》	为进一步激发市场活力，优化营商环境，现就深化信息通信领域“放管服”改革如下：减少电信业务经营许可事项的申请材料；深化“不见面审批”；推行并行审批和检测优化；推进行政审批服务便民化；加强和规范涉企检查；不断深化“证照分离”等改革	2020 年 5 月
3	《工业和信息化部办公厅关于做好 2020 年通信业安全生产工作的通知》	要求各省通信管理局、通信运营商、中国铁塔以及各通信防雷装置检测机构，其他相关电信业务经营者，相关通信工程参建单位做好 2020 年通信业安全生产工作：提高政治站位，强化责任担当；严格落实企业主体责任，健全规范安全生产台账，落实安全生产费用，编制应急处置预案，开展安全生产教育培训，加强安全生产宣传，妥善处置生产安全事故；着力做好安全生产重点工作，防范化解重大风险，持续开展通信网络运行安全检查，持续开展通信网络运行安全检查，加强施工现场管理，整治通信建设工程安全隐患，做好新建铁塔安全管理，强化特殊时段安全生产管理；加强通信防雷管理，开展通信防雷装置自查、抽查检测，严格执行通信防	2020 年 5 月

		雷系统检测技术标准, 规范通信防雷装置检测服务行为; 履行安全生产管理责任等。	
4	《2020 年政府工作报告》	加强新型基础设施建设, 发展新一代信息网络, 拓展 5G 应用, 建设充电桩, 推广新能源汽车, 激发新消费需求、助力产业升级	2020 年 5 月
5	《工业和信息化部办公厅关于深入推动物联网全面发展的通知》	准确把握全球移动物联网技术标准和产业格局演进趋势, 推动 2G/3G 物联网业务迁移转网, 建立 NB-IoT(窄带物联网)、4G(含 LTE-Cat1, 即速率类别 1 的 4G 网络) 和 5G 协同发展的移动物联网综合生态体系, 满足不同层次的网络需求。到 2020 年底, NB-IoT 网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖, 重点区域深度覆盖; 移动物联网连接数达到 12 亿; 推动 NB-IoT 模组价格与 2G 模组趋同, 引导新增物联网终端向 NB-IoT 和 Cat1 迁移; 打造一批 NB-IoT 应用标杆工程和 NB-IoT 百万级连接规模应用场景	2020 年 5 月
6	《工业和信息化部关于推动 5G 加快发展的通知》	全力推进 5G 网络建设、应用推广、技术发展和安全保障, 充分发挥 5G 新型基础设施的规模效应和带动作用, 支撑经济高质量发展。加快 5G 网络建设部署, 加快 5G 网络建设进度。基础电信企业要进一步优化设备采购、查勘设计、工程建设等工作流程, 抢抓工期, 最大程度消除新冠肺炎疫情影响。支持基础电信企业以 5G 独立组网 (SA) 为目标, 控制非独立组网 (NSA) 建设规模, 加快推进主要城市的网络建设, 并向有条件的的重点县镇逐步延伸覆盖	2020 年 3 月
7	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	重点支持 5G、工业互联网、集成电路、工业机器人、增材制造、智能制造、新型显示、新能源汽车、节能环保等战略性新兴产业。大力提升食品包装材料、汽车零部件、核心元器件、关键电子材料等配套产业的支撑能力。支持新业态新模式, 丰富 5G+、超高清视频、增强现实/虚拟现实等应用场景, 推动发展远程医疗、在线教育、数字科普、在线办公、协同作业、服务机器人等, 带动智能终端消费	2020 年 2 月
8	《工业和信息化部办公厅关于做好疫情防控期间信息通信行业网络安全保障工作的通知》	加强重点地区网络基础设施安全防护。加强涉疫情重点保障地区网络基础设施、重要域名系统等安全防护, 利用远程检测等技术手段, 强化对重点区域的网络安全风险评估和隐患排查, 为疫情防控指挥调度、医疗救助、远程办公和人民群众生产生活提供安全可靠的基础网络服务。 加强重点用户网络安全技术支撑。组织力量为党政机关、医疗机构、公共应急、教育教学等疫情防控联控单位以及重点工业互联网企业等用户提供网络安全技术支撑	2020 年 2 月
9	《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》	到 2022 年, 突破一批面向工业互联网特定需求的 5G 关键技术, 使“5G+工业互联网”的产业支撑能力显著提升, 构建创新载体和公共服务能力; 加快垂直领域“5G+工业互联网”先导应用, 打造一批“5G+工业互联网”内网建设改造标杆、样板工程, 培育形成 5G 与工业互联网融合叠加、互促共进、倍增发展的创新态势, 促进制造业数字化、网络化、智能化升级, 推动经济高质量发展	2019 年 11 月
10	《工业互联网网络建设及推广指南》	以基础电信企业和相关科研机构为主体, 加快建设面向商用和面向试验工业互联网企业外网标杆网络。到 2020 年, 形成相对完善的工业互联网网络顶层设计, 初步建成工业互联网基础设施和技术产业体系。一是建设满足试验和商用需求的工业互联网企业外网标杆网络, 初步建成适用于工业互联网高可靠、广覆盖、大带宽、可定制的支持互联网协议第六版 (IPv6) 的企业外网络基础设施。二是建成集成网络技术创新、标准研制、测试认证、应用示范、产业促进、国际合作等功能的开放公共服务平台。三是形成先进、系统的工业	2019 年 11 月

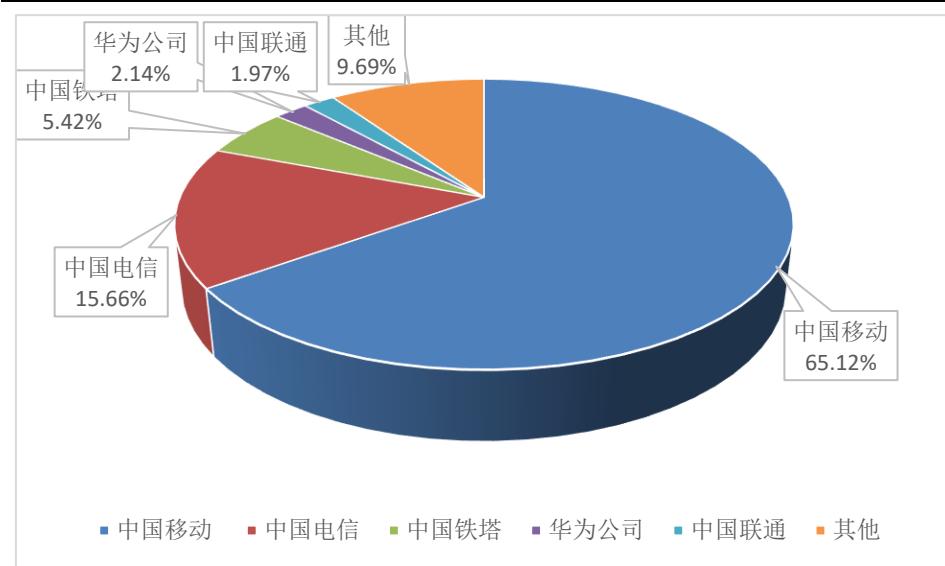
互联网网络技术体系和标准体系，在网络领域建成一批工业互联网应用创新示范项目，建立工业互联网网络改造评估认证机制，构建适应工业互联网发展的网络技术产业生态。四是初步构建工业互联网标识解析体系，建设一批面向行业或区域的标识解析二级节点以及公共递归节点，制定并完善标识注册和解析等管理办法等

资料来源：招股说明书、华融证券整理

我国始终高度重视通信产业发展，本行业受到支持鼓励。报告期内，政府相关部门出台一系列鼓励“新基建”、“互联网+”和规范通信行业招投标的产业政策，以及支持“新时期西部大开发”、“缩小城乡数字鸿沟”、“全面打赢扶贫攻坚战”的地区发展政策，均对公司业务发展产生积极影响。

通信技术服务行业的客户主要是通信运营商，客户集中度高是本行业特点。以元道通信为例，近三年报告期内，公司前五大客户（按同一控制下合并口径）的合计销售收入占当年销售收入比重分别为 89.42%、89.74% 和 90.31%。公司核心客户是第一大客户中国移动（合并口径）的销售收入占比分别为 63.32%、65.71% 和 65.12%。

图表 16：2021 年公司前五大客户营收占比分布



资料来源：招股说明书、华融证券整理

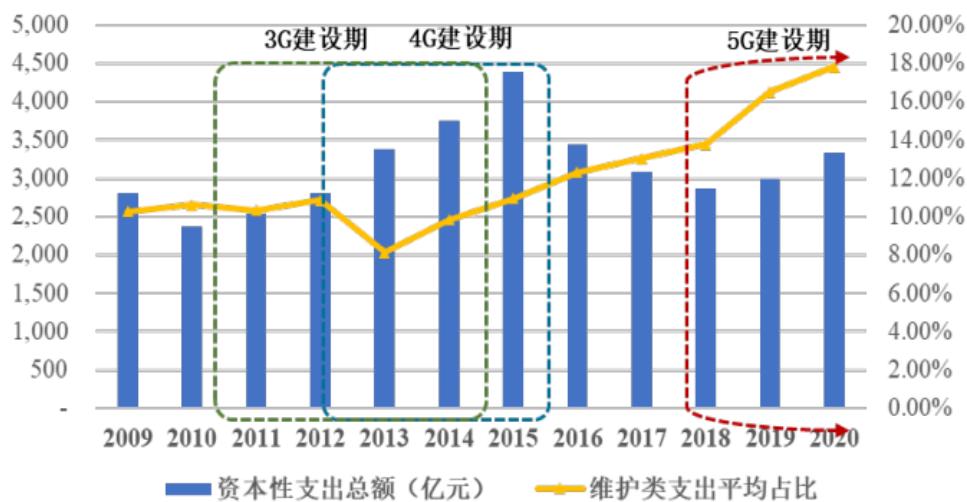
通过中标与合作，公司的技术服务能力和资质得到了大客户认可，并可望在业务中进一步积累客户关系，同时也能积累

现网业务经验和数据。与中国移动、华为等大客户的合作，也证明了公司的业务实力，有利于提升公司品牌和竞争壁垒。虽然应收账款会有一定的压力，但最终回款较有保障。新的区域拓展时，前期打下建立基础后，后续营收增速往往超过费用增长，业绩可望逐步释放。

2、通信技术服务市场持续增长

当前通信网络越来越复杂，多种技术长期共存，网元设备持续增多，数据流量高速增长，共同推动通信技术服务行业的规模增长。同时竞争使运营商更加重视通信网络运行的质量，网络维护投入不断扩大，效率和费用需要优化，优秀企业可望发展更快。

图表 17：资本开支周期波动 运维支出持续上升



资料来源：三大运营商年报、招股说明书、华融证券整理

通信行业资本开支在经过 2018 年周期底部之后，随着 2019 年 6 月 5G 牌照的发放，再度进入景气上行期。但我们认为相比于 4G 建设，5G 网建设周期相对较长，通信技术服务周期将持续更久。当前，我国已经建成全球最大的 5G 网络，未来的发展空间仍较为广阔。数字经济的作用越来越显著，新基建将可望作为重要抓手发力提振。

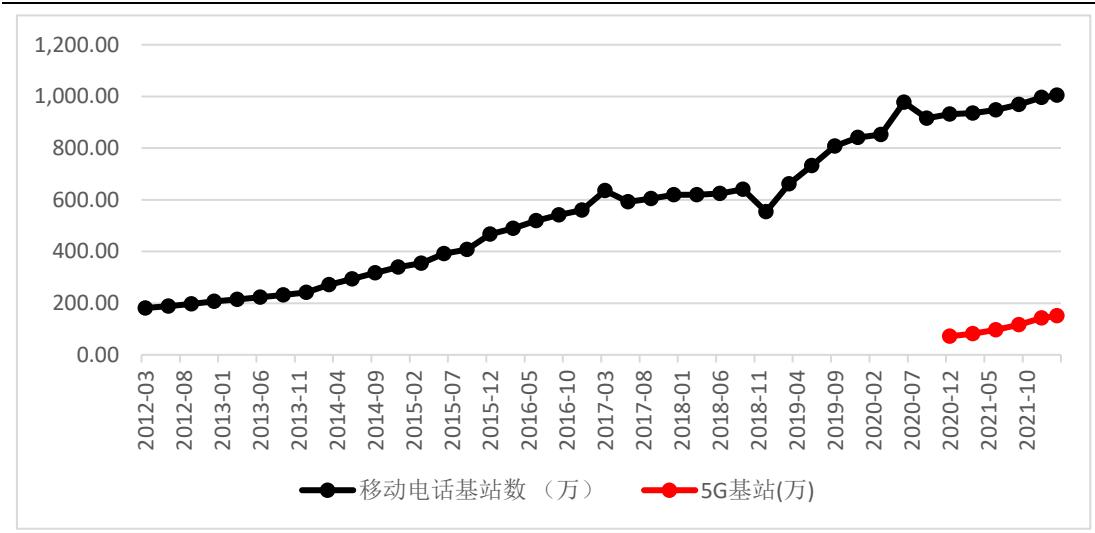
2021 年 11 月 16 日，工业和信息化部发布《“十四五”信息通信行业发展规划》。《规划》提出，“十四五”时期要

力争建成全球规模最大的5G独立组网网络，力争每万人拥有5G基站数达到26个，实现城市和乡镇全面覆盖、行政村基本覆盖、重点应用场景深度覆盖。按当前中国人口约14亿人口来推算，完成《规划》要求的5G基站覆盖目标，共计需要367万个基站。2021年我国新建5G基站超65万个，总计建成142.5万站。

今年2月28日，工信部表示，今年将扎实推进5G网络建设，5G基站要新建60万个以上。我们预计后续每年建网规模大致详尽，5G建设期较长，同时需要维护的设备持续增长。

与此前有所不同的是，5G商用的同时，多种技术制式同时并存，4G网络基本都还在应用中，甚至还有3G设备。从而网络设备规模不断扩大，优化和维护的工作更加复杂，将给通信技术服务公司带来更大的挑战和机遇。

图表18：基站总数突破千万 5G建网持续推进



资料来源：工信部、华融证券整理

随着数字经济的发展，网络流量持续增长，通信业务更加丰富的同时，对通信网络的压力也在上升，推动网络不断扩容。运营商也不甘于管道的角色，希望能提供更加定制化的差异化服务。新业务如车联网，物联网在不断探索中，给通信网络带来新的挑战。这均将提升通信服务的业务需求。

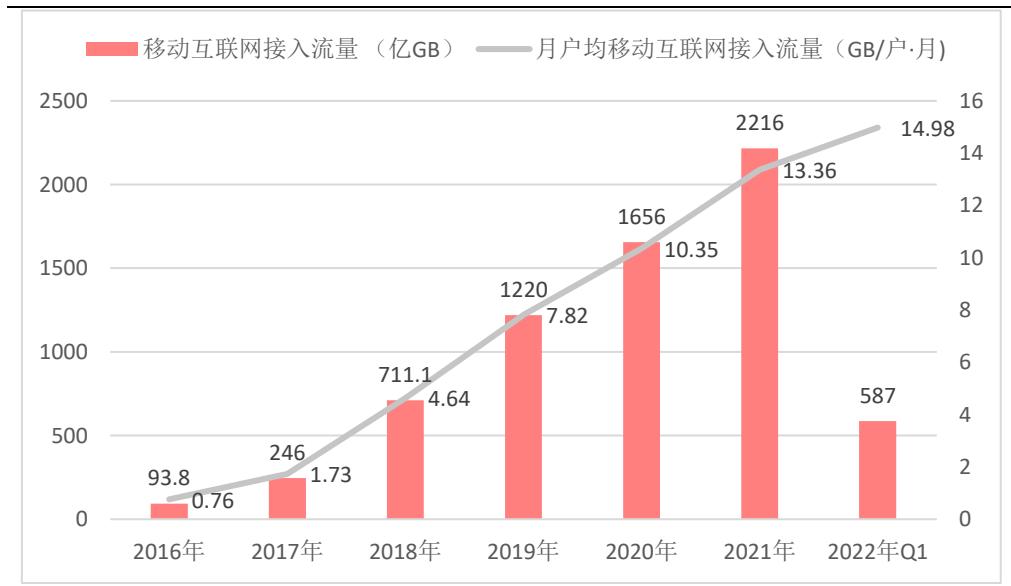
我国网络基础设施建设成效显著，千兆宽带战略持续推进。截至今年4月底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用

户总数达 5.55 亿户，比上年末净增 1876 万户。其中，100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 5.18 亿户，占总用户数的 93.4%，占比较上年末提升 0.4 个百分点；1000Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 5051 万户，比上年末净增 1595 万户。

同时，移动电话用户规模稳中有增，5G 用户快速发展。截至今年 4 月，三家基础电信企业的移动电话用户总数达 16.6 亿户，比上年末净增 1827 万户。其中，5G 移动电话用户达 4.13 亿户，比上年末净增 5771 万户，占移动电话用户的 24.8%，占比较上年末提高 3.2 个百分点。

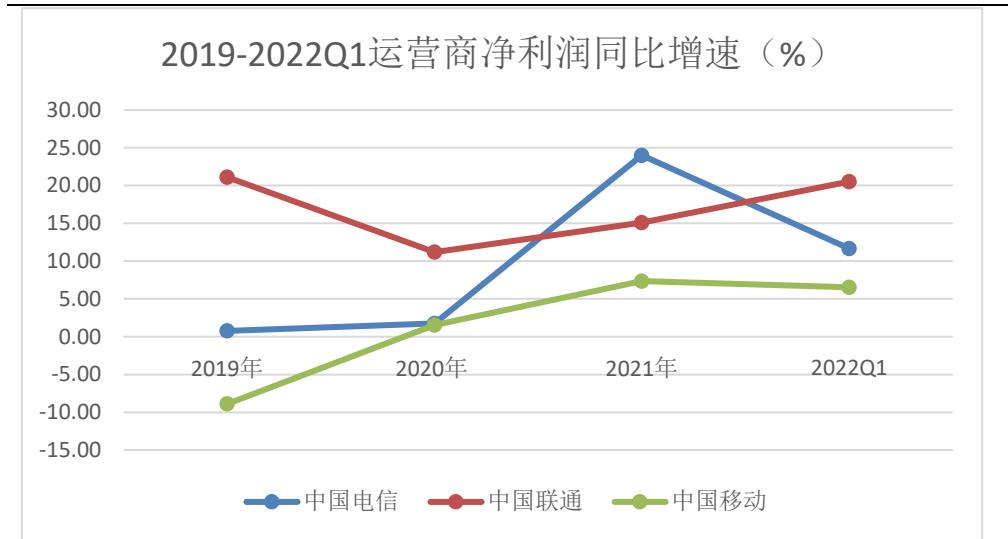
移动互联网流量较快增长，4 月 DOU 值超 15GB/户。1—4 月份，移动互联网累计流量达 804.4 亿 GB，同比增长 22.1%。截至 4 月末，移动互联网用户数达 14.2 亿户，比上年末净增 641.8 万户。4 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 15.19GB/户·月，同比增长 17.6%，比上年底高 0.47GB/户·月。

图表 19：移动互联网 DOU 持续增长



资料来源：工信部、华融证券整理

“十三五”期间，运营商多次提速降费，带动了数字经济的高速发展，但同时也阶段性的影响了运营商的当期利润水平，今年政府工作报告和《“十四五”信息通信行业发展规划》均未再提提速降费，5G 等新业务带动运营商经营效益改善。

图表 20：运营商经营效益提升 有利于带动行业景气


资料来源：三大运营商财报、华融证券整理

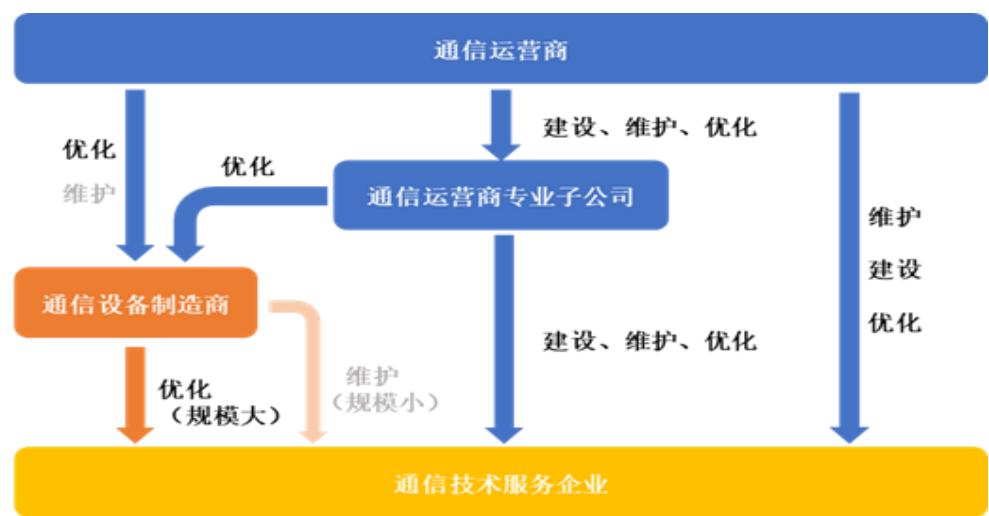
2021 年三大运营商实现营业收入为 16102.71 亿元，同比增长 10.15%。实现净利润总计为 1566.65 亿元，同比增长了 10.52%。与 2020 年相比，净利润增速均明显上升。今年 1-3 月三大运营商实现营业收入为 4349.18 亿元，同比增长了 12.37%，比 2021 年上升了 2.22 个百分点。营业收入持续增长的同时，净利润也保持增长。2022 年一季度，三大运营商实现净利润总计为 375.45 亿元，同比增长了 9.06%。

3、市场格局分散，集采利好龙头

中国通信网络用户多，网络规模大，从而使我国通信技术服务行业市场规模巨大。除中国移动集团集采外，中国移动的下属子公司、中国联通、中国电信、中国铁塔以及其他客户（广电、政企）均频繁进行招投标。

专业子公司源自通信运营商原有维护、建设部门，客户关系、业务规模、市场份额等方面行业领先；获取项目后，此类通常将项目中的具体执行环节专业分包至第三方独立通信技术服务企业。设备商也会有服务部门来交付和维护，但运营商招标会采购多家设备，更利于第三方通信服务企业长期运维。

图表 21：通信技术服务行业中的合作关系



资料来源：招股说明书、华融证券整理

由于各个区域都需要引入两家以上的供应商，第三方通信技术服务企业往往专注于若干区域市场或主要为某一运营商提供服务。通信技术服务作为服务行业，过去有资源进行创业相对容易但很难做大做强，各企业市场占有率普遍较低。

随着通信运营商逐渐以“集中采购”为主要，未来的行业门槛将逐步提高，市场份额日趋向服务质量好、历史业绩突出，团队管理能力卓越的全国性通信技术服务企业集中。而优秀的公司在行业集中度提高的过程中，可望享受更大的红利。

三、公司管理同业领先，创新提升经营效益

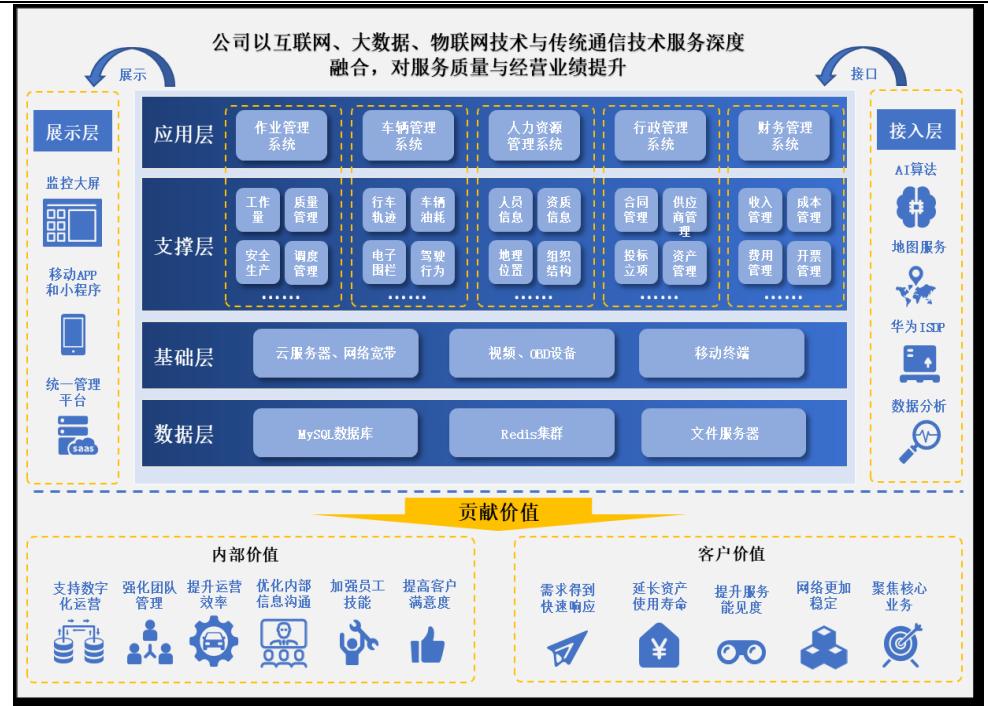
1、信息化管控，创新提升经营效益

经过从 2G 到 5G 多年发展，通信技术服务已经是较成熟的行业，通过管理创新降低经营成本是经营竞争的重点之一。作为服务性行业，人力资源和作业器具的精细化管理，是公司竞争的核心关键。

公司将互联网、数据分析等新技术与通信服务深度融合，自主研发了集业务管理、流程管理和管理支撑于一体的“通信网络维护综合运营管理系统”及“网优智能巡检系统”、“大

数据车辆智能管理云平台 2.0”、“元道经纬相机 APP”、“基站发电智能规划调度技术”等系列平台软件。

图表 22: 公司通信网络维护综合运营管理系统的赋能业务



资料来源：招股说明书、华融证券整理

通过远程管控，公司可动态掌握维护人员的作业执行情况，发现维护作业中存在问题与不足，并进行及时督导与改进，以提高服务质量和服务效率，实现对成本有效管控，提升盈利能力。而且数据经验可以积累，管理平带还可不断迭代优化。

信息化技术的运用,可使公司优化人员车辆资源调度能力、降低故障处理时限、保障安全生产环境。公司依托“通信网络维护综合运营管理系”及其系列平台软件,进一步提高管理精度、提升业务效率、降低运营成本和管控服务质量,奠定了公司在业务实施难度大地区的区位优势,实现服务区域快速扩张和经营业绩较快增长。

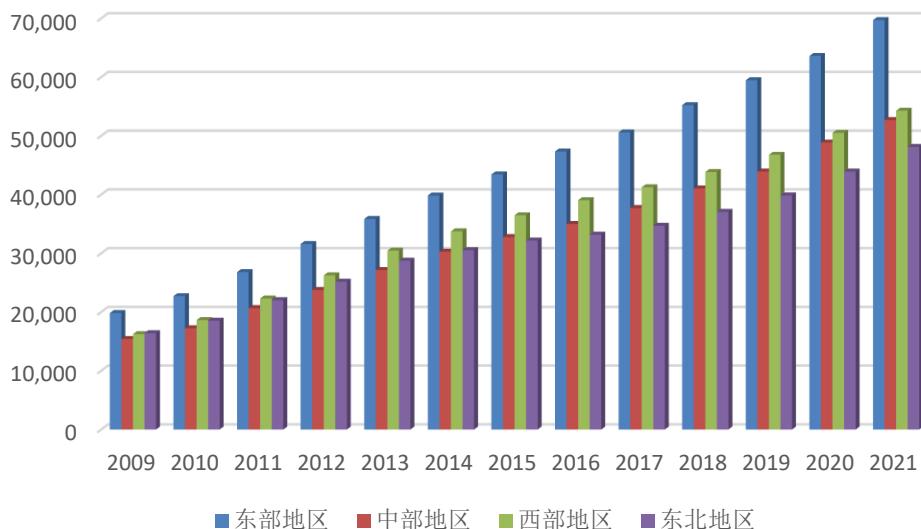
2、通信服务行业因区域性而差异化

通信技术服务主要围绕着基站和传输线路开展工作，在各区域市场特征和当地经济发展阶段关联度高。

我国东部沿海、相对发达区域通信网络资源相对成熟，存量较大、人才密度高、服务区域更为集中，因此业务实施难度相对较小、市场竞争激烈，但成本支出较高，导致整体利润水平偏低，更考验服务商市场拓展能力；作为对比，我国内陆、相对边远区域通信网络资源较不完善，工作条件艰苦、人才资源匮乏，开展工作难度更大，更考验服务商运营管理能力。

图表 23：私营企业就业人员平均工资区域性差异明显

私营企业就业人员平均工资区域性对比
(单位：元)



资料来源：Wind、华融证券整理

通信设备性能受温度、海拔、雷雨频率、电力供应稳定性等因素影响较大，因此在新疆、东北等高寒区域、雷雨频发的山区、温差较大的高原、自然条件艰苦的荒漠或电力相对不稳定的乡村、林区等地提供通信技术服务的难度及复杂程度远高于东部沿海地区。

总体而言虽然中西部地区通信业务相对发展滞后，但近年增长速度较快。东部沿海地区虽然通信市场成熟，但同业竞争也更加激烈。作为服务业，不同地区的人力成本也会有显著的差异，将极大的影响企业利润。

3、同行业上市公司对比分析

公司竞争对手主要为第三方通信技术服务企业，可比上市公司主要有：润建股份(002929.SZ)、中富通(300560.SZ)、超讯通信(603322.SH)、华星创业(300025.SZ)及宜通世纪(300310.SZ)。

图表 24：可比上市公司业务内容、经营模式、主要客户对比

公司名称	主要业务	经营模式	主要客户	与公司相同点
润建股份	通信网络建设服务、通信网络维护与优化服务	<p>收入结构： 2021年度，以通信网络建设服务和通信网络维护与优化服务为主。</p> <p>销售模式：公开招投标为主。</p> <p>采购模式： 1、劳务采购模式主要系劳务分包； 2、物资采购：询价比较或者招投标。</p>	<p>主要客户为中国移动、中国联通、中国电信三大通信运营商和中国铁塔。</p> <p>2021年年报披露，前五名客户销售收入占比为29.27%，均来自于中国移动和中国电信的子公司。</p>	<p>主要业务一致，但润建股份更侧重通信网络建设业务；经营模式、主要客户构成（合并口径）与公司基本相似。</p>
中富通	通信网络建设业务、系统集成、软件开发、技术服务、其他	<p>收入结构： 2021年度，以通信网络建设、维护业务为主，占收入比44.68%。</p> <p>销售模式：公开招投标为主。</p> <p>采购模式： 1、劳务采购模式：主要系市场采购； 2、物资采购：询价采购。</p>	<p>主要客户为中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔、中兴通讯。</p> <p>2021年年报披露，前五名客户收入占比65.70%</p>	<p>主要业务、经营模式、主要客户构成（合并口径）与公司一致。</p>
超讯通信	通信网络维护业务、通信网络建设业务、通信网络优化业务、设备及软件销售	<p>收入结构： 以通信网络维护、建设业务和物联网服务业务为主，2021年占营业收入的比重分别为73.90%和26.07%。</p> <p>销售模式：招投标为主。</p> <p>采购模式： 1、劳务采购：外务外协或劳务派遣； 2、物资采购：直接向厂商或经销商集中采购。</p>	<p>主要客户为中国移动、中国铁塔。</p> <p>2021年前五名客户收入占比为82.33%，其中第一大客户中国移动占比66.24%，第二大客户中国铁塔占比9.20%。</p>	<p>主要业务、主要客户构成（合并口径）与公司基本一致；但2019年超讯通信包括大量公司未开展的物联网业务收入。</p>
宜通世纪	通信网络工程服务、通信网络维护服务、通信网络优化服务、系统解决方案、通信设备销售业务	<p>收入结构： 以通信服务及设备收入为主，2021年度通信网络维护服务占比44.49%，网络工程服务占比29.88%，网络优化服务占比9.27%。</p> <p>销售模式：公开招投标为主。</p> <p>采购模式： 以询价比较或招投标方式进行劳务外协、电子元器件、电子设备采购。</p>	<p>主要客户为中国移动、中国联通、爱立信。</p> <p>2021年前五名客户销售收入占比为50.33%，其中第一大客户是广东移动、第二大客户是中国联通。</p>	<p>与公司主要业务存在交集，业务模式、主要客户（合并口径）构成与公司基本一致。</p>
华星创业	网络优化类业务、网络建设类业务、产品业务	<p>收入结构： 2021年度，以网络优化为主，占收入比96.82%。</p> <p>销售模式：公开招投标为主。</p> <p>采购模式： 通过比质比价的方式进行市场外购电子产品或者定制加工。</p>	<p>主要客户为中国移动、华为、中兴。</p> <p>2021年年报披露，前五大客户销售收入占比为91.34%，中国移动为其最大客户。</p>	<p>与公司主要业务存在交集，但华星创业侧重通信网络优化业务；销售模式、主要客户（合并口径）构成与公司基本一致。</p>

资料来源：招股说明书、华融证券整理

与同行业上市公司相比,公司作为拟上市公司,营业收入、资产规模均低于同行业平均值,与公司规模、所处发展阶段相匹配。但公司正处于业务扩张期,营业收入增长率明显高于同行业可比上市公司水平。

图表 25: 可比上市公司营业收入及增长对比

	2019 年		2020 年		2021 年	
	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)
润建股份	37.17	15.02	41.93	12.80	66.02	57.47
中富通	7.14	30.14	7.94	11.25	9.77	23.05
超讯通信	12.67	-9.15	14.78	16.65	14.84	0.39
华星创业	10.47	-23.24	7.94	-24.14	7.17	-9.79
宜通世纪	24.86	-3.60	22.14	-10.92	23.37	5.55
平均	18.46	1.83	18.95	1.13	24.23	15.34
元道通信	7.53	62.94	12.25	62.59	16.25	32.64

资料来源: Wind、华融证券整理

与同行业上市公司相比,公司在毛利率方面与行业平均数较为接近,但净利率则明显高于行业平均水平,在多个报告期内均处于较前列的位置,并保持较稳定的水平。这体现了公司较好的管理能力。

图表 26: 可比上市公司毛利率及净利率对比

	2019 年		2020 年		2021 年	
	毛利率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
润建股份	17.51	6.61	17.13	5.50	20.20	5.24
中富通	28.15	9.12	30.46	10.77	28.54	7.68
超讯通信	18.59	-4.50	19.76	4.79	10.81	-19.21
华星创业	12.50	-20.42	7.95	-19.06	14.81	-3.40
宜通世纪	14.41	1.11	13.29	0.75	11.48	2.02
平均	18.23	-1.62	17.72	0.55	17.17	-1.53
元道通信	18.57	8.27	17.14	7.16	16.99	6.57

资料来源: Wind、华融证券整理

与同行业上市公司相比，公司的销售费用率和管理费用率明显低于行业平均水平，处在行业内领先的位置，通过管理来提高效率降低成本，是公司较为突出的竞争优势之一。

图表 27：可比上市公司销售费用率及管理费用率对比

	2019 年		2020 年		2021 年	
	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)
润建股份	2.97	3.02	3.69	3.55	3.96	3.55
中富通	4.32	6.70	3.93	6.07	3.58	5.12
超讯通信	3.67	6.81	2.32	4.45	2.55	5.16
华星创业	3.25	7.58	3.53	5.78	2.89	5.77
宜通世纪	2.10	5.95	1.26	6.96	1.30	6.11
平均	3.26	6.01	2.95	5.36	2.85	5.14
元道通信	1.40	1.87	1.06	1.77	1.19	1.40

资料来源：Wind、华融证券整理

由于行业特点，主要客户如运营商的结算模式较为统一，与同行业上市公司相比，公司在应收账款周转率方面只是略高于平均水平；存货周转率方面显著超越其他公司，这是由业务特点和业务结构所决定的，公司主要收入和成本来源于通信网络维护与优化服务，而主要存货来源于通信网络建设服务且期末余额较小，因此，存货周转率处于较高水平。

图表 28：可比上市公司存货周转率及应收账款周转率对比

	2019 年		2020 年		2021 年	
	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率
润建股份	4.18	2.08	3.93	2.00	5.01	2.14
中富通	20.27	1.14	16.42	0.97	14.12	0.87
超讯通信	9.82	0.91	11.95	1.13	11.89	1.25
华星创业	4.14	0.90	4.70	0.89	8.81	1.10
宜通世纪	6.62	2.60	6.50	2.70	6.68	2.73
平均	9.00	1.53	8.70	1.54	9.34	1.62
元道通信	65.84	1.58	151.84	1.79	83.42	1.59

资料来源：Wind、华融证券整理

速动比率和流动比率方面，公司也持续超过可比上市公司
的平均水平。

图表 29：可比上市公司流动率及速动比率对比

	2019 年		2020 年		2021 年	
	流动比率	速动比率	流动比率	速动比率	流动比率	速动比率
润建股份	2.13	1.72	1.98	1.61	1.54	1.32
中富通	1.72	1.66	1.76	1.52	1.48	1.44
超讯通信	1.29	1.23	1.10	1.04	1.07	0.98
华星创业	1.26	1.07	1.22	1.08	1.26	1.16
宜通世纪	2.61	2.22	2.54	1.77	2.32	1.99
平均	1.80	1.58	1.72	1.40	1.53	1.38
元道通信	2.23	2.21	1.83	1.82	1.68	1.65

资料来源：Wind、华融证券整理

从资产负债率来看，公司始终处于中低位水平，本次上市
股权融资后可望进一步降低。净资产收益率方面，公司持续的
处于行业领先水平。

图表 30：可比上市公司资产负债率和净资产收益率对比

	2019 年		2020 年		2021 年	
	资产负债率 (%)	ROE 摊薄 (%)	资产负债率 (%)	ROE 摊薄 (%)	资产负债率 (%)	ROE 摊薄 (%)
润建股份	40.92	8.08	52.32	7.39	61.23	-118.03
中富通	47.05	9.79	46.13	7.91	59.64	9.22
超讯通信	72.17	-24.48	70.87	9.42	83.07	6.75
华星创业	70.27	-44.83	66.21	-46.43	62.83	-8.26
宜通世纪	31.64	1.80	33.07	1.21	36.11	3.06
平均	52.41	-9.93	53.72	-4.10	60.58	-21.45
元道通信	42.85	13.61	52.49	15.94	56.96	16.25

资料来源：Wind、华融证券整理

四、募投项目分析

经公司第二届董事会第十四次会议及 2020 年第四次临时
股东大会审议通过，公司本次拟公开发行不超过 3040.00 万
股，不低于本次发行后公司总股本的 25%。本次发行募集资金
扣除发行费用后的净额将投资以下项目：

图表 31：公司本次 IPO 融资募投项目

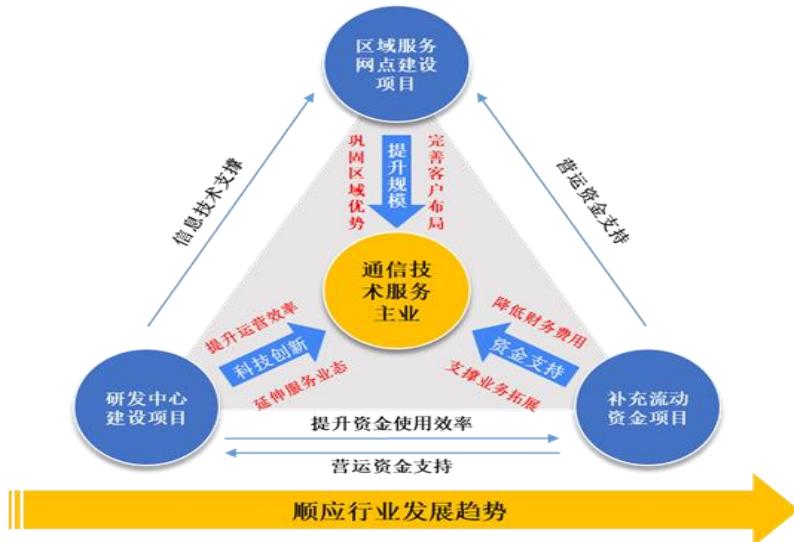
序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金数额 (万元)
1	区域服务网点建设项目	41904.26	41904.26
2	研发中心建设项目	12357.84	12357.84
3	补充流动资金	30000.00	30000.00
	合计	84262.10	84262.10

资料来源：Wind、华融证券整理

区域服务网点建设项目将进一步巩固公司在西部、东北地区的区域优势，提升服务网点密度、扩大服务团队规模，也能加快在新区域拓展速度，完善全国范围内业务布局，进一步提升公司主营业务规模。

图表 32：募投项目与公司现有主营业务、核心技术关系

募集资金投资项目紧紧围绕主业，可进一步提升公司业务规模、加强技术实力，提高行业地位



资料来源：招股说明书、华融证券整理

研发中心建设项目能够增强公司科技创新能力、优化信息管控能力和提升信息通信产品开发能力，进一步提升公司运营管理效率、延伸通信技术服务业态，使公司把握行业发展趋势。同时，研发中心建设项目通过增强公司技术研发实力，使公司

加速向智慧运营体系升级，为公司区域服务网点建设项目提供更加强有力的支撑，亦能提高公司流动资金使用效率。

补充流动资金项目可以增强公司资金实力、改善资本结构、降低财务费用支出，可为公司日常经营、区域拓展、业务获取和产品研发提供充足资金保障，使公司更好发挥全国性、综合型通信技术服务企业优势。

本次募集资金投资项目紧紧围绕通信技术服务行业发展方向、公司主营业务、未来经营战略以及核心技术而制定，是公司现阶段必然需求。本次募集资金投资项目将使公司完善信息化管控手段、补齐发展短板，以构建智慧运营体系，显著提升核心竞争力，并将使公司把握发展机遇、提升行业地位。

五、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

公司的业务主要分为三个部分，分别是通信网络维护和优化服务、通信网络建设服务和信息通信软硬件产品。其中通信网络维护和优化服务是公司的主要业务，在公司业务收入中，长期占比超过 2/3。通信网络建设服务收入增长稳定。信息软硬件产品增长较快，但规模目前尚小。

我们认为公司通信网络维护和优化服务板块可望保持较高速的增长。预计 2022-2024 年公司的通信网络维护与优化服务收入增速可望达到 26.95%、23.71% 及 20.16%。由于前期的基数上升，增长速度难免有所下降。但随着数字经济发展，带动基础设施建设，5G 应用及产业互联网的发展，均将带动通信网络维护和优化服务板块业务稳健发展，有利于公司经营效益的持续提升。

一是因为我国通信行业持续发展，按十四五规划，未来四年平均每年新增 60 万个 5G 基站，占目前移动基站规模 6.2%，且由于 3G/4G 等多种技术并存，网络维护和优化的复杂度上升，业务成本和收入相应会增多。

二是移动互联网流量持续高速增长。2021 年，移动互联网接入流量达 2216 亿 GB，比上年增长 33.9%。今年 1-4 月，移动互联网流量继续增长率 22.1%，4 月当月户均移动互联网接入流量(DOU)同比增长 17.6%，未来高增长趋势仍将延续。

通信运营商需要采购更多通信技术服务开展网络建设以及对移动基站、网络设备和传输线路进行检修、优化和故障排除，以保障网络稳定性和可靠性、提升网络覆盖率。

三是提速降费告一段落，运营商盈利上升，可望加大网络运维投入。虽然 5G 的网络建设相对平稳，但是运营商总体的资本开支稳中有升，对于传输网、物联网、算力网络的领域的投资持续加大，同样会增加运维支出。

四是公司的竞争格局持续改善。公司在业内评价较高，已在主要业务区域与核心客户建立了长期、稳定的合作关系。在本行业“集中采购”大趋势下，公司积累的客户关系、历史业绩及口碑，均有利于持续承接业务，进一步提升市场占有率，也有利于公司进一步提升盈利能力。同时公司通过长期经验的积累，逐步开拓政企网的应用方案，可望带来新的增长点。

2021 年 3 月，公司中标中国移动新疆、黑龙江、重庆、北京、河北、湖南、宁夏、山东、湖北等 9 个省（自治区、直辖市）的综合代维业务，中标金额合计 5.57 亿元（含税），其中山东、湖北为新增中标区域，体现出公司较强的市场开拓能力。2022 年，公司中标中移铁通河北、黑龙江、新疆、江苏等 6 个省（自治区、直辖市）的综合业务支撑服务项目，合计中标金额达到 113,419.73 万元，自 2022 年 1 月开始执行，该项目包括通信网络维护、通信网络建设等综合服务，为公司后续的业务增长奠定基础。

中移建设 2022 年 30 省（自治区、直辖市）通信工程劳务分包短名单集中采购，公司中标新疆、黑龙江、河北等 19 个省（自治区、直辖市）的业务，根据公开信息统计，中标省份数量在同行业排名第一。

通信网络建设服务收入板块主要为运营商提供网络设备的新建和安装。未来几年 5G 建设规模仍将平稳增长，公司的区域扩展和合作关系深入可望带动网络建设服务收入的提升。我们预计 2022-2024 年，公司通信网络建设服务板块收入增速可望达到 22.5%、13.5% 及 8.1%。

信息通信软硬件产品当前虽然尚未构成主要盈利来源，但未来发展前景广阔。公司的产品是基于长期积累的经验，可望能有效的解决客户的痛点和需求，并扩大市场拓展力度，保持适度增长。我们预计 2022-2024 年，公司信息通信软硬件产品板块收入增速可望达到 21.63%、20.55% 及 21.65%。

图表 33: 2022-2024 年公司分业务板块收入预测

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
通信网络维护与优化服务	营业收入 (百万元)	572.15	831.90	1080.97	1372.25	1697.64	2039.81
	营业成本 (百万元)	466.67	691.08	905.17	1147.90	1425.65	1719.53
	毛利率 (%)	18.44	16.93	16.26	16.35	16.02	15.70
	毛利 (百万元)	105.49	140.82	175.80	224.35	271.99	320.28
	营收增长率 (%)	67.90	45.40	29.94	26.95	23.71	20.16
通信网络建设服务	营业收入 (百万元)	169.16	275.64	399.68	489.61	555.71	600.72
	营业成本 (百万元)	138.43	227.95	325.46	405.82	462.51	505.01
	毛利率 (%)	18.17	17.31	18.57	17.11	16.77	15.93
	毛利 (百万元)	30.73	47.70	74.22	83.79	93.20	95.71
	营收增长率 (%)	40.85	62.95	45.00	22.50	13.50	8.10
信息通信软硬件产品	营业收入 (百万元)	11.96	117.18	143.86	174.98	210.93	256.60
	营业成本 (百万元)	8.32	95.73	117.90	144.98	175.49	215.64
	毛利率 (%)	30.43	18.31	18.05	17.14	16.80	15.96
	毛利 (百万元)	3.64	21.45	25.96	30.00	35.44	40.95
	营收增长率 (%)	724.83	879.77	22.77	21.63	20.55	21.65
合计	营业收入合计 (百万元)	753.27	1224.72	1624.51	2036.83	2464.28	2897.13
	营业总成本合计 (百万元)	613.42	1014.76	1348.53	1698.70	2063.65	2440.18
	营业收入增长率 (%)	62.94	62.59	32.64	25.38	20.99	17.56
	综合毛利率 (%)	18.57	17.14	16.99	16.60	16.26	15.77

资料来源：招股说明书、华融证券整理

毛利率方面，我们认为通信网络维护和优化、通信网络设备建设因属于较为成熟的通信服务业务，整体毛利率将因市场竞争而逐步稳中有降。但目前已经降到了较低的水平，运营商为了保证服务质量，也不会只是追求低价。故而毛利率将可能有一定支撑。

期间费用方面，公司管理效益明显。2019-2021 公司的期间费用率为 7.49%、7.28% 及 7.22%，研发费用上升明显，占比分别为 3.35%、3.76% 及 3.90%。其他分项总体占比较低，规模变化也不大。

我们认为，随着公司业务的拓展需要及竞争压力推动，公司的销售费用率或有小幅增长，研发费用率也将保持上升，同时新市场的开拓前期，管理费用仍将有所增长，研发持续投入也有利于公司的未来发展。

图表 34：公司期间费用假设及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用 (百万元)	13.03	19.32	33.90	41.02	48.22
销售费用占营收比例(%)	1.06	1.19	1.66	1.66	1.66
管理费用 (百万元)	21.68	22.69	35.5	47.3	52.8
管理费用占营收比例(%)	1.77	1.40	1.75	1.92	1.82
研发费用 (百万元)	46.00	63.30	106.67	141.91	158.52
研发费用占营收比例(%)	3.76	3.90	5.24	5.76	5.47
财务费用 (百万元)	8.47	12.03	15.09	18.25	21.46
财务费用占营收比例(%)	0.69	0.74	0.74	0.74	0.74

资料来源：招股说明书、华融证券整理

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别是 20.37/24.63/28.97 亿元，增速为 25.4%/21.0%/17.6%，归母净利润分别是 1.28/1.58/1.83 亿元，扣非后归母净利润分别为 1.17/1.44/1.67 亿元。归母净利润增速的显著提升主要源于公司的业务区域和信息产品不断扩张，且由于上市带来融资成本下降和规模效应上升，有利于公司进一步发挥管理优势，提升经营效益。我们看好公司的长期发展。

图表 35：元道通信盈利预测

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,224.7	1,624.5	2,036.8	2,464.3	2,897.1
营业收入增长率(%)	62.6	32.6	25.4	21.0	17.6
归属母公司股东净利润	87.7	106.7	128.2	157.8	183.2
归母净利润增长率(%)	40.8	21.7	20.1	23.1	16.1
销售毛利率 (%)	17.1	17.0	16.6	16.3	15.8
销售净利率 (%)	6.8	6.0	6.3	5.9	5.8
净资产收益率(%)	17.4	17.7	11.2	9.3	9.9

资料来源：招股说明书、华融证券整理

2、绝对估值

通信技术服务未来成长空间广阔，公司目前的规模较小，发展仍处于成长期，因此选择 DCF 估值。相关参数如下：

无风险收益率：参照十年期国债到期收益率，最近一年的波动区间为 2.68%-3.14% 之间，考虑宏观经济增速中枢进一步下降，货币政策以内为主，2021 年 7 月及 12 月两次全局降准，保持了流动性合理充裕，十年期国债到期收益率当前为 2.75%。虽然短期美联储应对通胀或有冲击影响，但中长期利率中枢将震荡下行，当前选择为 2.85% 较为合理；

市场组合报酬率：最近 6 年（2016 年 1 月 1 日-2021 年 12 月 31 日），沪深 300 指数的年化收益率为 5.7%。考虑未来无风险利率中枢下行，居民财富组合增加权益类配置将是大趋势，推升市场组合报酬率，故选择市场组合报酬率为 6.7%；

β 系数：选可比公司近两年 β 系数的算数平均值，确定为 0.79；

图表 36：可比公司 Beta 对比

股票代码	公司简称	Beta 系数
002929.SZ	润建股份	0.80
300560.SZ	中富通	0.86
603322.SH	超讯通信	0.70
300025.SZ	华星创业	0.74
300310.SZ	宜通世纪	0.85
平均		0.79

资料来源：Wind、华融证券整理

债务成本 K_d ：根据无风险利率、短期贷款利率，以及法定所得税税率，确定债务成本 K_d 为 6.49%；

债务成本比重：公司的资产负债率在行业内处于中低位水平，若仍按 2020 年不变，则可假设为 52.49%；

永续增长率：我们认为宏观经济和通信行业仍将可望保持稳中有进，由于公司业务较为成熟，出于谨慎性的原则考虑，未来永续增长率预计我们保持在 1%。

图表 37：公司 DCF 估值假设

估值假设	数值
永续期增长率	1.00%
无风险利率 R_f	2.85%
市场组合报酬率 R_m	6.7%

有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率(2025 年-2031 年)	5.80%
β 系数	0.79
债务资本成本 Kd	6.49%
债务资本比重 Wd	52.49%
股权资本成本 Ke	5.89%
WACC	5.69%

资料来源：Wind、华融证券整理

我们预计在 2022~2024 年间显性期内，公司业务保持了较快增长。随后 2025-2031 年进入半显性期，预计公司业绩增速将回落到 5.8%。此后公司进入稳态，出于谨慎原则，我们假设永续增长率为 1.0%。

图表 38：公司 DCF 模型测算

项目 (百万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	2,036.83	2,464.28	2,897.12	3,065.16	3,242.93	3,431.02	3,630.02	3,840.57	4,063.32	4,298.99
税前经营利润	137.61	169.64	196.72	208.13	220.20	232.97	246.48	260.78	275.90	291.91
经营利润所得税	20.64	25.45	29.51	31.22	33.03	34.95	36.97	39.12	41.39	43.79
税后利润合计	116.97	144.19	167.21	176.91	187.17	198.02	209.51	221.66	234.52	248.12
利息费用(税后)	-8.06	-20.81	-24.65	-26.08	-27.59	-29.19	-30.88	-32.67	-34.57	-36.57
NOPLAT	108.91	123.38	142.56	150.83	159.58	168.83	178.63	188.99	199.95	211.54
折旧与摊销	66.28	79.53	95.44	100.98	106.83	113.03	119.58	126.52	133.86	141.62
经营现金毛流量	175.19	202.92	238.00	251.81	266.41	281.86	298.21	315.51	333.81	353.17
运营资本增加	128.43	-131.04	50.15	53.05	56.13	59.39	62.83	66.48	70.33	74.41
FCFF	46.76	333.95	187.86	198.75	210.28	222.48	235.38	249.03	263.47	278.76
折现系数	0.97	0.92	0.87	0.82	0.78	0.74	0.70	0.66	0.62	0.59
FCFF 现值	56.10	306.39	163.07	163.23	163.40	163.57	163.73	163.90	164.07	164.23
FCFF 现值合计										1,660.93
永续增长折现										3,535.14
企业价值										5,196.07
非核心资产										0.00
带息债务										162.22
少数股东权益										0.00
股权价值										5,033.85
总股本(万股)										12,158.0
每股价值 (元/股)										41.40

资料来源：招股说明书、华融证券整理

使用公司自由现金流量 FCFF，测算出显性期和半显性期期间每年的经营现金净流量，折现总计为 16.61 亿，永续期

的价值为 35.35 亿元，扣除带息债务后，公司的股权价值为 50.34 亿元。按发行后股本上限计算，对应每股为 41.40 元。

图表 39：DCF 估值敏感性分析（元/股）

WACC	永续增长率									
	0.62%	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%
3.53%	70.68	71.95	73.42	75.12	77.10	79.42	82.18	85.49	89.52	94.49
3.89%	62.64	63.62	64.75	66.04	67.54	69.29	71.34	73.78	76.70	80.26
4.28%	55.60	56.36	57.22	58.21	59.35	60.67	62.21	64.02	66.17	68.74
4.70%	49.41	50.00	50.66	51.42	52.29	53.29	54.45	55.80	57.39	59.27
5.17%	43.95	44.41	44.92	45.50	46.16	46.92	47.80	48.81	49.99	51.38
5.69%	39.13	39.48	39.87	40.32	40.83	41.40	42.07	42.83	43.71	44.74
6.26%	34.85	35.12	35.42	35.77	36.15	36.59	37.10	37.67	38.33	39.10
6.89%	31.05	31.26	31.49	31.76	32.05	32.39	32.77	33.20	33.70	34.27
7.58%	27.67	27.83	28.01	28.21	28.44	28.69	28.98	29.31	29.68	30.11
8.33%	24.66	24.79	24.92	25.07	25.25	25.44	25.66	25.90	26.18	26.50
9.17%	21.98	22.07	22.17	22.29	22.42	22.57	22.73	22.92	23.13	23.36

资料来源：招股说明书、Wind、华融证券整理

3、相对估值

我们采用市盈率（PE）法进行相对估值。公司的通信技术服务收入占公司营业收入比例均超 90%，根据《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司所处行业属于软件和信息技术服务业，行业编码为 I65，细分行业为通信技术服务业。

由于今年以来市场调整，当前行业估值处于历史较低水平。根据中证指数有限公司网站数据，截至 6 月 12 日，公司所属行业静态市盈率（整体法/剔除负值）为 44.33 倍，处于 2013 年以来历史分位数 13.5%。近一月/近三月/近六月/近一年分别为 42.48/44.78/51.72/55.56 倍，今年以来所属行业每日静态市盈率的算数平均值为 48.57 倍。

由于通信技术服务行业的公司覆盖较少，仅润建股份有 2022 年的盈利预测，不适合采用 2022 年预期来进行估值对比，我们采用基于 2021 年业绩的静态市盈率来估值。因超讯通信和华星创业两家公司在 2021 年业绩亏损，导致其静态市盈率的估值变为负数，不适合用来做估值对标。而宜通世纪的非经常性损益占比较大，也不适合作为估值对标。

图表 40：可比公司估值对比（截至 2022 年 6 月 12 日）

公司简称	归母净利润 (亿元)		扣非后归母净利润 (亿元)		归母净利润增速 (%)		EPS (元)		PE		市值 (亿元)
	2021	2022E	2021	2022E	2021	2022E	2021	2022E	2021	2021 扣非	
润建股份	3.53	4.94	3.32	-	47.88	40.03	1.54	2.16	21.27	22.61	19.43
中富通	0.73	-	0.68	-	-11.88	-	0.32	-	44.11	47.63	42.22
超讯通信	-2.31	-	-2.61	-	682.86	-	1.45	-	-12.04	-10.65	-12.53
华星创业	-0.25	-	-0.39	-	83.56	-	0.06	-	-72.40	-45.61	-87.35
宜通世纪	0.54	-	0.11	-	159.01	-	0.06	-	67.66	330.98	71.63
平均	0.45	4.94	0.22	-	80.86	40.03	0.08	2.16	9.72	68.99	6.68
平均（剔除超讯通信及华星创业）	1.60	4.94	1.37	-	65.00	40.03	0.64	2.16	44.35	15.19	44.43
平均（剔除超讯通信、华星创业及宜通世纪）	2.13	4.94	2.00		18.00	40.03	0.93	2.16	32.69	35.12	30.82
元道通信	1.07	1.28	0.98	1.17	21.7	20.1	1.17	1.05			

资料来源：招股说明书、Wind、华融证券整理

润建股份的主营业务中，通信技术服务部分与公司相近，但润建股份更侧重通信网络建设业务，华南地区占比超过 55%，利润率承压，对估值有一定影响。再加上今年以来市场波动，当前润建股份的静态市盈率处于上市以来历史分位数 3.5%。

润建股份近年来大力拓展信息网络管维和能源网络管维业务，2021 年这两个业务板块收入占比已经超过了 1/3。随着新业务的快速增长，通信技术服务占比将进一步下降，与元道通信的业务战略有一定的差异化。

中富通的主营业务与公司较为相近，当前的静态市盈率为 44.11 倍，处于上市以来历史分位数 17.5%

考虑适合对标的公司样本量偏少，我们用软件和信息技术服务业（I65）的平均静态市盈率做对标，以近一个月的行业平均静态市盈率 42.48 倍为下限，同时以今年以来的行业平均静态市盈率 48.57 倍为上限进行估值，预计发行后的公司远期整体公允价值区间为 45.32-51.82 亿元。

4、发行区间估计

根据前面分析结果，两种估值方法的结果相近。我们采用相对估值法的结果，预计发行后公司远期整体公允价值区间为 45.31-51.82 亿元。考虑发行后总股本 12158 万股，不采用超额配售权下每股估值区间为 37.28-42.62 元。

根据盈利预测，我们预计发行区间对应 2021 年归母净利润的静态发行市盈率区间为 42.48-48.57 倍，对应 2021 年扣非归母净利润的静态市盈率区间为 46.32-52.96 倍；对应 2022 年归母净利润的动态发行市盈率区间为 35.36-40.43 倍，对应 2022 年扣非归母净利润的动态发行市盈率区间为 38.71-44.26 倍。

今年以来，由于俄乌战争、新冠疫情及美联储加息等事件冲击影响，A 股市场调整较大，上市公司估值水平普遍承压。中信行业分类中通信工程服务行业的静态市盈率（整体法/剔除负值）当前为 43.32 倍，近一月/近三月/近六月/近一年分别为 43.40/46.57/53.48/62.40 倍，今年以来的行业平均市盈率为 48.96 倍。

随着稳增长政策逐步发力，流动性保持合理宽裕，经济复苏向好可期，有利于公司盈利稳步增长；市场信心可望逐步恢复，进而带动做多热情，行业平均估值水平可望有所提升，有利于支撑公司的估值区间。

六、风险提示

1、盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险

在当前盈利预测假设条件下，公司营收 2022~2024 年 CAGR 为 21.27%，2025~2031 年 CAGR 为 5.8%；对应毛利率 15.77%-16.60% 之间。本报告所作出的盈利预测是基于公司业务在通信网络维护和优化市场的增长预测，通信网络建设业务的平稳发展，新产品拓展顺利，并且整体业务盈利能力保持平稳的合理预测。

如果盈利预测的假设条件不达预期，可能导致盈利预测结论不成立，并导致估值结论的判断出现偏离。分别考虑收入符合预期、小幅低于预期、大幅低于预期以及毛利率符合预期、小幅低于预期、大幅低于预期的情形，对盈利预测及估值结论

进行敏感性分析：

(1) 收入小幅低于预期情形：假定公司在客户处业务拓展成果略低于目前预期水平，导致业务增速小幅低于预测值，2022-2024 年收入为 20.17/24.04/27.91 亿元，同比增长 24.15%/19.21%/16.07%；

(2) 收入大幅低于预期情形：假定公司在客户处业务拓展成果明显低于目前预期水平，导致业务增速低于预测值，2022-2024 年收入为 19.14/22.15/25.06 亿元，同比增长 17.85%/15.68%/13.14%；

(3) 毛利率小幅低于预期情形：假定行业竞争略微加剧，公司服务价格小幅下降，2022-2024 年公司综合毛利率为 15.89%/15.53%/14.87%；

(4) 毛利率大幅低于预期情形：假定行业竞争大幅加剧，公司服务价格下降，2022-2024 年公司综合毛利率为 13.01%/12.74%/12.52%。

图表 41：2022-2024 年归母净利润敏感性分析（亿元）

	预测收入	收入小幅低于预期	收入大幅低于预期
预测毛利率	1.28/1.58/1.83	1.27/1.55/1.77	1.21/1.44/1.62
毛利率小幅低于预期	1.16/1.42/1.60	1.15/1.39/1.56	1.10/1.31/1.42
毛利率大幅低于预期	0.66/0.83/1.01	0.65/0.81/0.98	0.63/0.77/0.90

资料来源：招股说明书、华融证券整理

图表 42：估值结论敏感性分析（亿元）

	预测收入	收入小幅低于预期	收入大幅低于预期
预测毛利率	47.32-53.65	46.89-53.15	44.67-50.64
毛利率小幅低于预期	42.75-48.46	42.46-48.13	40.50-45.91
毛利率大幅低于预期	24.37-27.62	24.11-27.33	23.15-26.24

资料来源：招股说明书、华融证券整理

2、行业竞争加剧的风险

公司是行业领先的全国性、综合型通信技术服务企业。近年来，我国通信技术服务行业已形成多元化、市场化竞争格局，

企业数量众多，既有脱胎于运营商的大型国有企业，又有通信设备制造商组建的服务团队，更有为数众多的第三方民营通信技术服务企业。近年来，随着通信运营商“集中采购”政策推行，以及服务质量的提升，中大型通信技术服务企业不断抢占市场，中小规模企业被整合。此外，本行业下游通信运营商竞争亦日趋激烈，“降本增效”的同时，不断提高通信技术服务质量标准，致使部分区域的行业利润水平下降。前述因素共同导致本行业市场竞争加剧。

为应对市场竞争，公司近年来重点拓展在西部、东北等地形复杂、气候多变、野外作业多等服务难度大的地区业务，此类区域市场潜力大。尽管如此，如果公司不能有效提升自身竞争实力以应对行业趋势和市场环境变化，或无法在行业集中度提升的趋势中巩固自身竞争优势地位，则可能出现客户流失、市场份额下降、毛利率下降等情况，进而对盈利能力造成不利影响。

3、客户高度集中的风险

通信技术服务行业最终客户主要是通信运营商，客户集中度高是本行业特点。报告期内，公司前五大客户（按同一控制下合并口径）的合计销售收入占当年销售收入比重分别为89.42%、89.74%和90.31%，与行业特点相符。其中，来自于第一大客户中国移动（合并口径）的销售收入占比分别为63.32%、65.71%和65.12%，对中国移动业务存在一定程度依赖。

开拓除中国移动之外的中国电信、中国联通、中国铁塔以及华为、中兴等客户的市场，有利于公司降低客户集中度，降低对中国移动市场的依赖，但开拓前述客户，降低客户集中度面临诸多不利因素，不利因素的消化和解决是个长期循序渐进的过程。

若公司不能继续保持在中国移动市场的竞争优势，不能有效拓展中国电信、中国联通、中国铁塔以及华为、中兴等客户的市场，将对公司经营业绩、业务持续获取能力产生重大不利影响。

4、劳务供应商集中度上升的风险

本行业企业普遍规模化使用劳务外包人员。在业务开展过

程中，公司将部分阶段性开展的专业工作、零星工程、非核心工序，以及因进入新区域而临时沿用的原有服务人员外包至劳务供应商，能够提高服务效率，有效控制成本。

报告期内，公司前五大劳务供应商合计采购金额占同期采购总额的比例分别为 44.78%、53.15% 和 57.60%，采购集中度有所提升，主要原因是公司为进一步提升质量和管理精度，加大对行业内知名的专业劳务供应商采购力度。

虽然劳务市场资源丰富、竞争充分、可替代性强，公司能够根据业务情况及。市场情况及时选择劳务供应商，但如果主要劳务供应商发生重大不利变化，不能及时足量提供劳务供应，短期内可能给公司带来经营风险。

5、科技创新和产品开发失败的风险

目前，综合运用信息化管控手段已成为通信技术服务行业的重要发展趋势，本行业领先企业普遍加大研发投入，将通信技术服务与新技术深度融合，以提升服务质量、满足客户需求、增强竞争优势。另外，随着 5G 技术的发展，信息通信技术向生产领域深度融合，亦为本行业带来广阔的信息通信产品市场。

尽管公司具备行业较强的研发实力，自主开发了综合运营管理系，并前瞻性布局信息通信技术产品业务，成效相对显著。但是，如果公司综合运营管理系优化升级进度不及预期、预计开发的系统功能无法实现；或者研发投入无法进一步提升经营管理水平、综合运营管理系与同行业相比不占优势；又或者，公司信息通信技术产品开发方向决策失误、项目未能顺利推进，而导致开发失败或产品无法取得市场认可等情形，均可能使公司研发投入无法带来预期效益，削弱盈利能力，甚至使公司难以维持竞争力，可能对公司业务开展、盈利能力和发展带来重大不利影响。

6、人力成本上升的风险

通信技术服务的主要成本为人力成本，人力成本的变化对公司经营业绩有着重大影响。报告期内，与人力成本相关的职工薪酬、劳务外协费用合计占主营业务成本的比例分别为 83.85%、81.69% 和 86.53%。若未来人力成本也将继续保持上升趋势，而公司不能有效提升管理效率、提升业务获取能力或提高持续盈利能力加以应对，将对公司的业绩产生不利影响。

7、应收账款及合同资产回收的风险

公司客户主要为中国移动、中国联通等通信运营商、中国铁塔、华为等大型企业，款项支付有一定的审核周期和时间安排。报告期各期末，公司应收账款及合同资产合计账面价值分别为 50,694.93 万元、73,524.67 万元和 111,201.35 万元，占总资产比例分别为 63.32%、63.50% 和 72.88%，是公司资产的主要构成部分。

公司主要客户资金实力强、信誉良好、回款能力强。公司按照谨慎性原则对应收账款及合同资产计提坏账准备。随着业务不断拓展，销售规模逐渐增加，公司应收账款及合同资产规模可能会持续上升，公司存在现金流紧张和应收账款及合同资产无法回收的风险。

8、经营活动现金净流量波动的风险

职工薪酬和劳务外协费用是通信技术服务行业的主要成本，需按月或工作量及时发放，增值税等相关税费也需要按照规定及时缴纳。而公司客户主要为通信运营商、中国铁塔、华为等大型企业，其内部结算审核流程复杂，付款期限普遍相对较长。因此，销售回款与成本现金支出之间存在滞后性，导致经营活动现金净流量存在波动的情况。报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6,382.82 万元、9,793.79 万元和-9,192.16 万元。

随着公司销售收入和生产规模的扩大，应收账款和存货余额将可能进一步扩大，公司将可能需要筹集更多的资金来满足流动资金需求。如果公司不能多渠道及时筹措资金或者应收账款不能及时收回，公司将面临资金短缺的风险。

9、安全生产风险

通信技术服务开展过程中需要露天、登高、野外作业，施工环境存在一定危险，可能造成人员伤亡；作业过程中往往带电作业，可能出现由于触电导致人员伤亡等安全事故。公司在西部、东北地区业务较多，在野外作业时道路交通条件较差、气象复杂多变，也可能导致作业、运输、工程过程中出现事故，造成公司及第三方的财产损失或人员伤亡。

报告期内，公司不存在因发生安全生产事故受到行政主管

部门处罚的情形。公司注重通过强化团队管理、完善制度、落实责任、强化安全技术交底、组织安全技术培训等措施，提高全员安全生产意识、加强安全生产管理，而且公司与劳务外协供应商均签订了安全责任条款。但是，公司未来仍存在因安全生产导致诉讼、赔偿甚至被主管机构处罚的风险。

10、新型冠状病毒肺炎疫情带来的风险

2020 年年初以来，我国及世界范围内面临较大规模的新型冠状病毒肺炎（COVID-19）疫情，疫情扩散以及防控措施对于我国宏观经济、人民生产生活产生较大影响，也对公司业务产生一系列影响，但新冠疫情未对华北、河北及黑龙江等公司主要业务区域的业绩及持续经营能力产生重大不利影响。

尽管如此，如果本次新冠疫情持续时间较长、疫情出现反复，导致宏观经济不景气而使通信运营商资本支出下降，减少通信技术服务采购量，进而减缓本行业市场空间扩张速度；或导致公司主要经营区域再次出现出行管制、交通管制等情形，使技术人员无法外出作业，从而降低公司工作量，对经营业绩产生重大不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,089.2	1,447.4	2,203.5	2,790.0	2,986.3
现金	313.0	277.6	964.0	1,244.1	1,365.7
交易性投资	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	540.7	810.7	883.8	1,166.3	1,243.8
应收款项	540.7	803.8	441.9	583.1	621.9
其他应收款	15.4	15.4	23.2	23.5	31.4
存货	7.6	24.7	9.1	32.0	16.6
其他	202.5	319.0	323.4	324.1	328.7
非流动资产	68.6	78.5	76.2	76.2	76.2
长期股权投资	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产	46.7	36.5	36.5	36.5	36.5
无形资产	4.2	5.6	5.6	5.6	5.6
其他	15.4	33.3	33.3	33.3	33.3
资产总计	1,157.8	1,525.9	2,279.7	2,866.2	3,062.4
流动负债	594.6	860.0	644.9	1,086.6	1,115.4
短期借款	78.2	160.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	395.6	535.0	479.1	920.9	949.7
预收账款	0.0	0.0	1.2	1.2	1.2
其他	120.8	164.6	164.6	164.6	164.6
长期负债	13.2	9.2	7.3	7.7	7.6
长期借款	5.1	1.8	1.8	1.8	1.8
其他	8.1	7.4	5.5	5.9	5.8
负债合计	607.8	869.2	652.2	1,094.3	1,123.0
股本	91.2	91.2	121.6	121.6	121.6
资本公积金	208.7	208.7	1,020.9	1,020.9	1,020.9
留存收益	250.1	356.8	485.0	629.4	796.8
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权益	550.0	656.7	1,627.5	1,771.9	1,939.4
负债及权益合计	1,157.8	1,525.9	2,279.7	2,866.2	3,062.4

利润表

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,224.7	1,624.5	2,036.8	2,464.3	2,897.1
营业成本	1,014.8	1,348.5	1,698.7	2,063.6	2,440.2
营业税金及附加	3.0	4.4	5.8	7.0	8.2
营业费用	13.0	19.3	33.9	41.0	48.2
管理费用	21.7	22.7	35.5	47.3	52.8
财务费用	8.5	12.0	5.5	-6.5	-7.8
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
营业利润	98.6	118.6	150.8	183.3	212.8
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	-0.3	-0.7	0.0	0.0	0.0
利润总额	98.3	118.0	150.8	183.3	212.8
所得税	10.6	11.3	22.6	25.5	29.5
净利润	87.7	106.7	128.2	157.8	183.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	87.7	106.7	128.2	157.8	183.2
EPS (元)	0.97	1.17	1.05	1.30	1.51

现金流量表

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	97.9	-91.9	-5.4	255.4	92.4
净利润	89.0	108.8	128.2	157.8	183.2
折旧摊销	37.8	60.3	66.3	79.5	95.4
财务费用	8.5	12.0	5.5	-6.5	-7.8
投资收益	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-80.6	-264.5	-124.3	135.3	-45.8
其他	-2.7	-6.7	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	-22.6	4.2	-27.1	-32.5	-39.0
资本支出	2.0	6.2	2.4	2.9	3.5
其他投资	20.6	-10.4	24.7	29.6	35.5
筹资活动现金流	-30.9	58.0	691.8	24.7	29.3
借款变动	78.0	158.7	-24.7	-29.3	0.0
普通股增加	4.8	0.0	842.6	0.0	0.0
资本公积增加	39.4	87.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	4.9	1.2	0.0	0.0	0.0
其他	7.5	128.5	0.0	0.0	0.0

免责声明

彭竑在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层 (100020)

传真：010—85556155 网址：www.hrsec.com.cn