

广脉科技 (838924.BJ)

2024年01月17日

**信息通信 ICT “小巨人”，紧抓智慧及高铁新基建发展机遇
——北交所首次覆盖报告**
投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

日期	2024/1/17
当前股价(元)	10.03
一年最高最低(元)	13.14/5.42
总市值(亿元)	8.32
流通市值(亿元)	4.91
总股本(亿股)	0.83
流通股本(亿股)	0.49
近3个月换手率(%)	276.48

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

北交所研究团队

● 信息通信技术服务“小巨人”，深耕信息通信技术服务新赛道

广脉科技致力于提供信息通信技术服务，客户覆盖中国移动、中国联通、中国铁通、中国铁塔、中国电信等知名企业，下游涉及各类政府职能部门和各行业用户。已成为浙江省“隐形冠军”、国家级专精特新“小巨人”。截至2022年，在信息通信领域拥有专利31项，其中发明专利3项。2019-2021年的营收规模实现了从2.03亿元到3.78亿元的连续增长，2023年逐步摆脱疫情的负面影响后，在业务规模、盈利能力方面呈现恢复态势。随着“信息通信服务运营基地建设”、“社区微脑平台研发项目”募投项目相继落地规模将进一步扩大，提高品牌知名度、整体研发能力与核心竞争力。我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为0.31/0.60/0.88亿元，对应EPS分别0.38/0.72/1.05元/股，对应当前股价的PE分别为27.0/14.2/9.7倍，看好公司以高铁公网为代表的未来产品发展方向，首次覆盖给予“增持”评级。

● ICT业务高铁通信及平安城市涉前景明朗，产品布局实现“与时俱进”

业务板块涉及运营商的工程建设、政企业务、市场等部门，触及到运营商的全业务链经营，满足运营商建设需求、政企类客户的服务需求、通信站址服务及平安城市系统技术服务的需求。随着通信用户规模不断增长，预计智慧城市ICT市场投资规模将于2026年达到389亿元人民币，2022-2026年均复合增长率为17.1%；同时对毛利率较高的高铁业务进行全国销售布局，大力研发高铁相关产品，盈利空间有望持续提升。

● 核心竞争力强：客户、前景、技术、布局、业务成熟度协同发展

优秀的ICT技术成为了与通信技术服务商和其他信息通信技术服务商的竞争优势，提高竞标竞争力。客户方面，在浙江、上海地区的信息通信系统集成相关业务深耕多年，拥有较好的市场知名度和后评估排名，拥有较强的客户黏性。另外已累计为中国通号提供了浙江及广东地区7条高铁线路的公网覆盖建设服务，并成功进入中国通号的合格供应商体系。

● 风险提示：市场竞争加剧风险、主要业务集中风险、人力资源风险
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	378	342	414	546	661
YOY(%)	13.6	-9.6	21.1	32.1	21.0
归母净利润(百万元)	31	15	31	60	88
YOY(%)	1.6	-51.5	111.2	90.8	45.7
毛利率(%)	33.2	22.8	21.7	25.0	26.6
净利率(%)	8.1	4.4	7.6	11.0	13.3
ROE(%)	12.0	5.7	11.0	17.3	20.3
EPS(摊薄/元)	0.37	0.18	0.38	0.72	1.05
P/E(倍)	27.6	57.0	27.0	14.2	9.7
P/B(倍)	3.4	3.4	3.0	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、公司层面：信息通信技术服务“小巨人”，稳中向好发展.....	3
1.1、公司简介：深耕信息通信技术服务新赛道，主要客户群体稳定.....	3
1.2、主营业务情况：立足信息通信产业，于多个领域开展全方位合作.....	4
1.3、营运表现：摆脱疫情影响后规模与盈利能力改善.....	13
2、行业角度：通信建设需求扩大、政策推动智慧城市发展.....	14
2.1、通信用户规模不断增长、信息系统集成业务市场空间大.....	14
2.2、智慧城市市场快速增长，政策推动市场潜力待挖掘.....	15
3、核心竞争力：客户、前景、技术、布局、业务成熟.....	17
3.1、客户资源优势：客户粘性强，合作关系持久稳定.....	17
3.2、智慧城市竞争优势：集成综合解决方案，市场前景优秀.....	17
3.3、运营业务成熟优势：收入来源稳定，资产运营业务质量优.....	18
3.4、业务多区域布局优势：拓展多地业务，汇聚各地力量.....	18
3.5、技术融合优势：满足多平台开发、多场景应用需求，提升竞争力.....	18
4、盈利预测与投资建议.....	19
5、风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1：广脉科技 2012 年成立至今业务方向逐渐拓展.....	3
图 2：主要客户均为大型国企.....	4
图 3：目前已在全国 9 个省市设有办事机构，15 个以上省市开展相关业务.....	4
图 4：信息通信系统集成、ICT 行业应用、资产运营服务、数字内容服务四大业务.....	5
图 5：触及到运营商的全业务链经营.....	5
图 6：与杭州萧山国际机场合作信息通信系统集成业务.....	6
图 7：通过多项产品搭建室内分布信号系统.....	6
图 8：高铁隧道公网覆盖方案与常规天线覆盖存在差异.....	8
图 9：杭州市湖滨国际步行街属公司智慧社区业务代表性案例.....	9
图 10：以杭州电子科技大学青山湖校区为代表的智慧校园业务.....	10
图 11：铁塔需满足无线设备天面挂载空间的需求.....	12
图 12：平安城市智慧灯杆实现视频、感知信息采集等功能.....	12
图 13：2023 前三季度营收恢复.....	13
图 14：2023 上半年 ICT 行业应用、资产运营分项收入提高.....	13
图 15：毛利率呈恢复态势，与 2021 年峰值存在业务结构调整带来的毛利率改变.....	14
图 16：维持正经营性现金流稳健运营.....	14
图 17：主营业务所对应的三大细分行业及其下游.....	15
图 18：中国软件和信息技术服务业收入逐步提高.....	16
图 19：2010 年-2020 年中国城镇化率的提升趋势.....	16
图 20：预计中国智慧城市市场规模持续提升.....	16
图 21：预计中国智慧城市投资规模向上发展.....	16
图 22：我国智慧城市发展的四阶段历程.....	16
表 1：2022 年主要客户以运营商为主.....	4
表 2：室内分布系统集成服务的具体工作开展由三项组成.....	7
表 3：ICT 行业应用：除项目实施与系统调试过程中外采部分劳务，其余均为自主完成.....	7
表 4：将铁路物联网覆盖技术等核心技术应用至高铁公网业务.....	8
表 5：基于通信网络和无线传感网络等多项技术应用于智慧社区，.....	10
表 6：智慧校园业务亦依靠物联网支撑平台.....	11
表 7：2023 年上半年以华东地区收入为主.....	18
表 8：可比公司 2023E PE 均值 61.8X.....	19

1、公司层面：信息通信技术服务“小巨人”，稳中向好发展

1.1、公司简介：深耕信息通信技术服务新赛道，主要客户群体稳定

广脉科技成立于 2012 年 3 月，是一家致力于提供信息通信技术服务综合解决方案的高新技术企业，下属两家控股子公司，其中杭州广浩科技有限公司专注于软硬件开发及设备生产；浙江广脉互联技术有限公司侧重于 5G 环境下的互联网服务业务。广脉科技与两家控股子公司在资源、客户、业务等方面高度融合，形成相辅相成、相互推动的协同效应。

于 2013 年认定为“雏鹰计划”企业，2014 年评为国家高新技术企业，2017 年评为浙江省“隐形冠军”培育企业、“中国制造 2025 浙江行动计划”专项信贷支持省级重点企业。

2016 年 8 月挂牌新三板，2017 年 5 月进入创新层，2018 年 9 月入围杭州市首批 83 家重点拟上市企业，自 2019 年以来连续三年入选“杭州准独角兽企业榜单”，2020 年荣获滨江区政府质量奖、上海市科技进步二等奖，是浙江省 5G 产业联盟会员单位和疫情防控重点保障企业，截至 2022 年，在信息通信领域拥有专利 31 项，其中发明专利 3 项。2023 年入选第五批国家级专精特新“小巨人”。在行业内有着丰富的专业经验和明朗的行业发展前景。此外，优秀的管理、技术团队带来了良好的执行力，保障战略规划的不断演进与实践，带来较强的竞争优势。

图1：广脉科技 2012 年成立至今业务方向逐渐拓展



资料来源：公司 2022 年年度报告业绩说明会

公司过往的主要客户群体为三大电信运营商以及铁塔公司、中国通号，主要为电信运营商提供信息通信技术服务。四大业务板块均围绕电信运营商的需求开展，电信运营商规模较大，行业集中度高，在产业链中居于主导地位。

目前已与各电信运营商等客户建立长期、稳定的合作关系，业务具有可持续性。主要通过参与客户的招投标获取业务，同类服务销售价格稳定。

图2：主要客户均为大型国企



资料来源：公司 2022 年年度报告业绩说明会

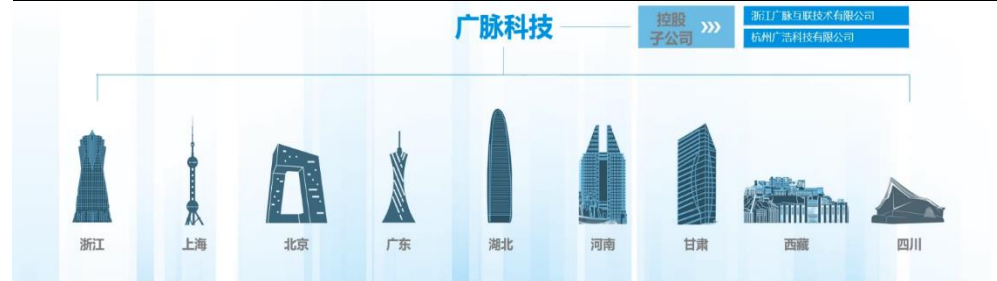
表1：2022 年主要客户以运营商为主

序号	客户	销售金额（亿元）	年度销售占比%	是否存在关联关系
1	中国移动通信集团有限公司	1.64	48.09%	否
2	中国联合网络通信有限公司	6.17	18.06%	否
3	中国铁路通信信号股份有限公司	3.07	8.97%	否
4	中国铁塔股份有限公司	2.91	8.51%	否
5	中国电信股份有限公司	1.16	3.40%	否
	合计	2.97	87.03%	

数据来源：公司 2022 年年报、开源证券研究所

经过多年的积累，已经形成了较为完善的技术及管理支持平台，在全国 9 个省市设有办事机构，15 个以上省市开展了相关业务，与国内三大电信运营商、铁塔公司等合作伙伴从网络优化到 ICT 行业应用等多个领域开展全方位合作。

图3：目前已在全国 9 个省市设有办事机构，15 个以上省市开展相关业务



资料来源：公司 2022 年年度报告业绩说明会

1.2、主营业务情况：立足信息通信产业，于多个领域开展全方位合作

主营业务可分为**信息通信系统集成、ICT 行业应用、资产运营服务、数字内容服务**四大板块。提供技术先进、安全可靠的信息通信技术服务整体解决方案；网络建设、优化及全面的行业应用；并同时针对运营商拓展用户群体和提升用户价值的需求，提供数字内容运营服务。

图4：信息通信系统集成、ICT行业应用、资产运营服务、数字内容服务四大业务

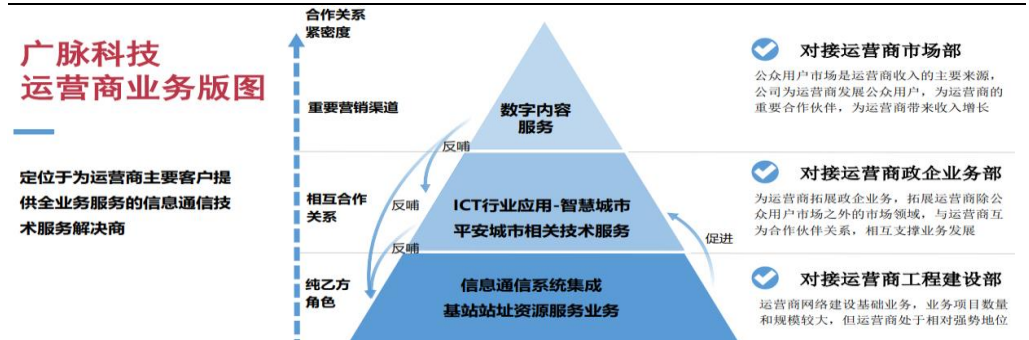


资料来源：公司 2022 年年度报告业绩说明会

四大业务板块涉及运营商的工程建设、政企业务、市场等部门，触及到运营商的全业务链经营，满足运营商对于信息通信综合技术服务以及营销服务的全方位需求。

其中信息通信系统集成业务在于满足运营商的**基础网络建设需求**，ICT 行业应用业务在于满足运营商对**政企类客户的服务需求**，资产运营服务在于满足运营商对**通信站址服务及平安城市系统技术服务的需求**，数字内容服务在于满足**运营商拓展公众用户的需求**。

图5：触及到运营商的全业务链经营



资料来源：公司招股说明书

信息通信系统集成业务：主营室内分布系统集成服务，核心技术积累丰厚，应用于 G20 第十一次峰会

信息通信系统集成业务是为电信运营商等客户提供室内分布系统及 WLAN 搭建、传输管线、家庭宽带及集客专线安装、设备安装、网络优化、网络维护、美化天线等专业技术服务和施工服务，其中室内分布系统集成服务是指根据电信运营商等客户的需求，为客户搭建室内天线分布系统，目的是使移动通信基站的信号均匀分布在室内每个角落，从而保证不同类型室内区域拥有理想的信号覆盖，满足移动用户室内语音通信业务和数据通信业务的需求。

承接了“杭州萧山国际机场的室内分布项目”，该项目采用 DAS 和 Lampsite 共同覆盖模式，从而**满足大容量、高速率语音通话及数据业务需求**，在二十国集团（G20）领导人第十一次峰会期间投入使用。

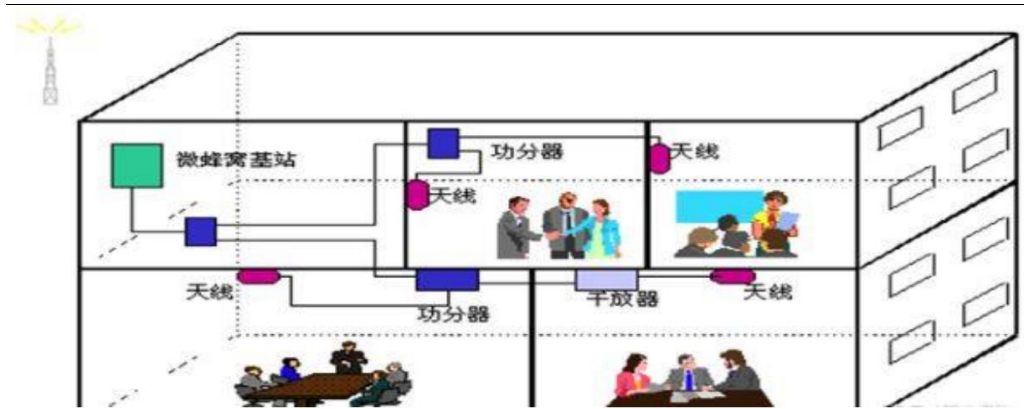
图6：与杭州萧山国际机场合作信息通信系统集成业务



资料来源：公司官网

室内分布信号系统：例在室内搭建由微蜂窝基站、天线、功分器等组成室内分布信号系统。

图7：通过多项产品搭建室内分布信号系统



资料来源：公司招股说明书

该业务的核心是为了满足不同室内环境、空间对于信号强度、传输速度、通信稳定等要求，对此积累了较多的核心技术，如宽带无线通信系统测试技术、移动通信网络信号覆盖技术、移动通信网络优化技术，而这些核心技术也体现在方案设计、项目实施管理以及调试的核心环节。室内分布系统集成服务主要工作以及工作成果如下表所示：

表2：室内分布系统集成服务的具体工作开展由三项组成

主要工作	具体工作内容	形成的工作成果
项目勘测及设计	勘测项目实施地具体环境，设计室内分布系统集成具体方案	形成项目勘测报告，对项目属地的物理环境具备了充分的了解，形成室内分布系统集成设计方案，从而确保项目实施的有效性
项目实施及管理	根据项目方案搭建室内天线分布系统，敷设电缆，安装主设备、天线、器件等	按照设计方案完成实施工作，包括主设备、天线、器件等安装，光缆、电缆等敷设，电源接入，单体设备调测等工作，使之符合运营商制定的相关技术规范与要求
系统调试开通	安装完成后，进行系统调整测试，根据测试结果调整电缆路由或天线、器件等安装位置，以满足设计覆盖指标要求	完成系统调试及开通，形成测试报告，使系统符合运营商制定的技术规范及性能要求，完成系统试运行，形成试运行报告，使系统符合交付验收标准

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

• ICT 行业应用业务（高铁业务）：深耕高铁公网覆盖，区域竞争优势强，项目中标率达 92.86%

ICT 行业应用业务是通过电信运营商或直接为铁路、公安、高校、社区等行业用户提供信息通信技术的场景应用和技术解决方案，主要聚焦于**高铁业务和智慧城市**两大类应用。

公司目前的高铁业务主要为**高铁隧道内的公网覆盖**。提供**高铁（尤其是隧道地区）的公网新建、改造以及维护**等相关信息通信技术服务和施工服务，包括**高铁红线范围内的通信管线、动力配套、网络设备及传输光缆建设和维护**。从而既保证高铁隧道内等区域拥有理想的公网信号覆盖，又不影响铁路专用无线通信系统；即在保证高铁安全运行的前提下，乘客能够随时使用 4G、5G 等三大电信运营商运营的公众移动通信系统，满足乘客在高铁行驶过程中的语音通信业务和数据通信业务的需求。

高铁公网覆盖与代维服务市场是高铁行业内的一个较小的细分领域，与信息通信系统集成中的室内分布或者综合接入业务不同，实施过程中需要应对两大难点：**一、高铁公网的覆盖建设需要占用铁路资源**，公网覆盖通信基础设施建设、运行不得对铁路运行安全造成影响，合理配置铁路沿线基站的频率和功率，采取措施避免干扰铁路专用无线通信系统，确保铁路无线电频率的正常使用；**二、高铁公网的覆盖建设与铁路建设工程发生交叉**，导致高铁业务将面对更为复杂的自然环境（如难度最大的隧道项目），面对较多其他专业的合作伙伴（如电力、传输、土建等专业服务商），面对更加紧迫的完工时间要求等。基于上述两点，**高铁业务对项目实施方的技术能力、响应速度、安全等级及服务质量等要求通常较高，能达到客户要求的企业数量有限。**

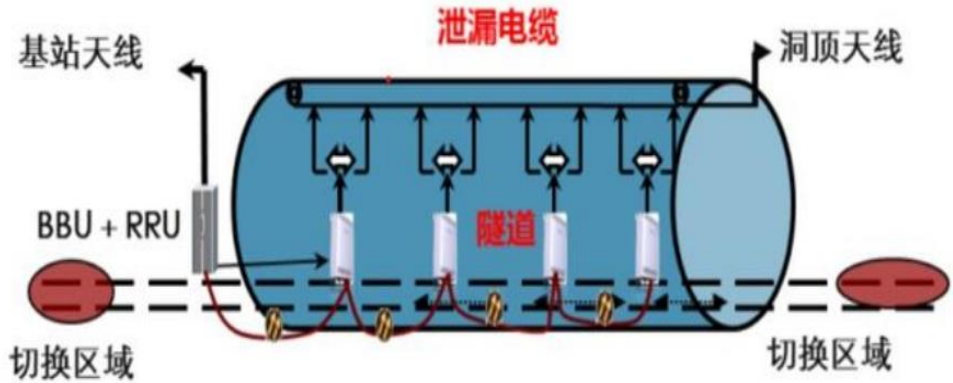
表3：ICT 行业应用：除项目实施与系统调试过程中外采部分劳务，其余均为自主完成

工作环节	公司自主完成内容	外采劳务的主要内容
项目勘测	勘察隧道内设备安装环境和条件、洞室和机房设备安装位置、隧道口场坪选址及天线方位角等	-
电磁环境测试	对高铁轨道沿线的电磁场环境进行测试，排除不同专业间的电磁干扰隐患	-
方案设计	项目实施方案设计、施工图纸设计、工程量核算	-
项目实施	制定施工计划，办理施工许可及进场手续，对作业人员进行上岗培训，现场指导劳务人员按图施工	敷设漏缆、光电缆，安装主设备等
系统调试	系统测试排障，自检测试合格后完成联调联试	配合调整设备连接及安装位置
开通试运行	配合客户开通，协助解决试运行过程中的问题	-
项目验收	配合客户验收工作直至验收通过	-

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

对于高铁隧道公网覆盖业务，由于高铁隧道内空间狭小，高铁行驶通过速度快，且存在生产风压，出于安全性方面考虑，通常无法采用常规天线覆盖。因此在高铁隧道内通常采用合路器+漏缆方式：用合路器将运营商的信源合路，用泄漏电缆沿隧道壁布放，两侧洞口采用定向天线朝外延伸，增大室外宏站与隧道区域的重叠覆盖带区域，保证切换的顺利完成。高铁隧道公网覆盖方案图示如下：

图8：高铁隧道公网覆盖方案与常规天线覆盖存在差异



资料来源：公司招股说明书

公司拥有铁路物联网覆盖技术等核心技术，用于对铁路沿线、隧道、车站进行网络广覆盖，同时凭借与电信运营商多年的合作基础，在信息通信技术服务领域积累了丰富的项目经验，拥有一批信息通信领域专业的技术人员和项目管理人员。

表4：将铁路物联网覆盖技术等核心技术应用至高铁公网业务

核心技术	应用场景及相关案例	发挥的作用
移动通信网络信号覆盖技术	对铁路沿线、隧道、车站进行移动公网的深度覆盖，解决多普勒效应、重叠区不能满足切换和重选要求、数据业务质量下降，吞吐率降低等问题。例如“深茂铁路江门至茂名红线内公网覆盖工程项目”，完成了从江门南到茂名东共265公里的铁路沿线覆盖，其中包括隧道34公里。	在铁路沿线完成移动运营商公网网络工程建设，确保网络覆盖质量。
铁路物联网覆盖技术	对铁路沿线、隧道、车站进行移动物联网覆盖。例如“广东移动2018高速铁路红线内施工服务项目”中的“贵广铁路(红线内)公网覆盖工程”，完成了从怀集站到肇庆东共95公里的物联网覆盖。	在铁路沿线完成物联网网络工程建设，确保网络覆盖质量。
宽带无线通信系统测试技术	对铁路沿线、隧道、车站的网络指标进行测试，用于项目初步完成时的检验。	对铁路沿线网络质量进行测试评估，便于及时发现问题。
移动通信网络优化技术	主要解决铁路沿线中部分路段或区域网络指标不合格的问题。	通过优化调整，确保网络覆盖质量。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

项目团队组织能力较强，与铁路相关部门和其他合作伙伴能够保持较高的沟通协调效率，面对较为复杂的高铁业务作业环境，可以提供效率更高、质量更好的高铁公网覆盖技术服务。根据公司招股说明书，高铁业务中标率达到92.86%，且参与了2018-2021H1所有浙江与广东新建线路的公网覆盖项目，相当程度上显示相比竞争对手存在优势。具有较强的区域性竞争优势，因此在高铁公网覆盖领域具有**较高的毛利率水平**，以丰富的项目经验及优质的服务赢得客户的信赖。

• **ICT行业应用业务（智慧城市业务）：智慧城市发展前景优良**

公司在智慧城市业务方面根据客户需求，通过搭建ICT基础环境并提供ICT综合技术服务，为客户构建社区、校园等应用领域的智慧环境，从而为客户提供社区、校园等细分领域的信息化解决方案，主要分为智慧社区和智慧校园两个业务领域。

智慧社区业务

智慧街区的概念在 2019 年于湖滨路步行街落地。全面利用先进技术，构筑了一个“互联网+”时代下的智慧化商业街区。可以为市民和游客提供各种人性化服务，采用了“1+4+4”的系统架构，即“1”个湖滨步行街智慧街区综合管理平台、“4”个平台接入综合平台（数字城管、市场监管、智慧消防、公安）、“4”个分布于步行街的智慧终端与服务系统，通过实施环境提升工程、文化感知工程、智慧建设工程，打造成为“最时尚、最智慧、最人文”的杭州消费新地标。

承接了“杭州湖滨国际步行街 5G 智慧街区项目”，为杭州市湖滨国际步行街建设了包括安全防范系统、信息管理系统、资源管理系统、接入应用等完整的智慧社区（街区）系统，可以为市民提供紧急求助、智能消防、停车管理、5G 高清直播、智能售货等服务。根据项目设计和客户需求，采购视频监控设备、终端感知设备、各类网络通信设备、服务器和存储器等硬件设备，在社区服务中心或社工办事处等场所布置数据中心，搭建展示系统，安装自主研发的智慧社区软件系统，将各类设备接入管理系统中实现对应模块功能，完成整套智慧社区系统的集成建设。

图9：杭州市湖滨国际步行街属公司智慧社区业务代表性案例



资料来源：公司官网

核心技术方面，主要应用了基于通信网络和无线传感网络的物联网支撑平台构建技术、物联网接入技术、智能识别技术和大数据获取、存储、管理、分析技术来打造智慧消防系统、门禁系统、车辆识别系统、人脸识别系统、充电桩管理、视频监控系统等。

表5：基于通信网络和无线传感网络等多项技术应用于智慧社区，

核心技术	应用场景及相关案例	发挥的作用
基于通信网络和无线传感网络的物联网支撑平台构建技术	用于智慧社区系统总体架构的搭建。例如“杭州湖滨国际步行街 5G 智慧街区项目”，就采用了接入层、数据层、应用层、展示层共 4 层架构搭建系统。其中接入层由末梢感知节点(如温湿度传感器、摄像头等)和接入网关组成，完成末梢节点信息的组网控制、信息汇集、信息转发等；数据层包含数据通信技术和通信协议，主要实现信息的传递、路由和控制；应用层为用户提供物联网应用的用户接口，将用户端所有需要的信息互通互联，实现各种智能化的应用方案，如停车管理系统、人流管理系统等；展示层主要实现数据可视化，将数据转换成图或表等展现。	接入层主要完成末梢节点与承载网络之间信息转发和交互，数据层将接入层获取的信息进行传递和处理，包括信息存储查询、网络管理等，应用层通过对采集数据进行计算、处理和挖掘，为用户提供具体服务，展示层实现数据可视化呈现。
物联网接入技术	把各类智能感知设备通过物联网接入控制中心或工作站。例如“杭州湖滨国际步行街 5G 智慧街区项目”中，前端的公安监控设备拍摄的视频数据流可实时传到工作站电脑中	把前端感知设备获取的数据送入数据层。
智能识别技术	用于人脸识别、车辆识别、特定场景识别等。例如“杭州湖滨国际步行街 5G 智慧街区项目”中，通过人脸识别实现对特殊人群的有效管控。	实现人员、车辆等的智能管理。
大数据获取、存储、管理、分析技术	通过对大量原始数据进行收集、存储、计算、分析处理，输出具有实际价值的信息。依托社区人员进出数据、社区微脑数据中台自有底库、城市大脑常住人口底库，通过运用大数据技术建立起来的居住人口 AI 数据分析模型，实现了社区人口底库自动实时更新，可对疑似未登记人员进行预警。	通过运用大数据技术建立起来的数据模型，实现数据的应用管理和精准服务。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

智慧校园业务

主要通过招投标的形式从电信运营商获得“智慧校园”的相关合同订单。自主研发设计包括区域感知系统、智慧校园校务服务平台、智慧校园物联网管控平台等应用平台，集成各类监控设备、感知设备、存储设备、服务器等硬件设备（自行采购），为校园管理者提供一种环境全面感知、智慧型、数据化、网络化、协作型一体化的教学、科研、管理和生活服务。根据客户需求提供智慧校园整体解决方案、标准化考场的建设服务，将开发完成的各类应用平台接入智慧校园管理系统，由管理平台进行整体管理和相关数据的智能分析，完成智慧校园系统的集成建设。

承接了“杭州电子科技大学信息工程学院智慧校园项目”，在杭州电子科技大学青山湖校区新建一套有线无线多运营商融合网络，新建移动、联通运营商手机信号及固话网络工程，新建校园治安监控视频点位 520 多个，实现全校约 6000 名在校师生的网络多样性需求及手机网络的畅享，全方位监控保障人身及财产安全。提供了包括视频监控、校园广播系统、一卡通系统、多功能报告厅系统、人脸识别及闸机系统等智能校园技术解决方案及高校政务平台的打造。

图10：以杭州电子科技大学青山湖校区为代表的智慧校园业务


资料来源：公司官网

核心技术方面，主要应用基于通信网络和无线传感网络的物联网支撑平台构建技术、云计算云平台技术、大数据获取、储存、管理、分析技术、智能识别技术、物联网接入技术来实现项目的建设。

表6：智慧校园业务亦依靠物联网支撑平台

核心技术	应用场景	作用
基于通信网络和无线传感网络的物联网支撑平台构建技术	用于智慧校园系统总体架构设计和搭建。例如“杭州电子科技大学信息工程学院智慧校园项目”，就采用了接入层、数据层、应用层、终端展示层共4层架构搭建系统。其中接入层由末梢感知节点(如门禁、摄像头等)和接入网关组成，完成末梢节点信息的组网控制、信息汇集、信息转发等；数据层包含数据通信技术和通信协议，主要实现信息的传递、路由和控制；应用层为用户提供物联网应用的用户接口，将用户端所有需要的信息互通互联，实现各种智能化的应用方案，如停车管理系统、校园一卡通系统等；展示层主要实现数据可视化，将数据转换成图或表等展现。	接入层主要完成末梢节点与承载网络之间信息转发和交互，数据层将接入层获取的信息进行传递和处理，包括信息存储查询、网络管理等，应用层通过对采集数据进行计算、处理和挖掘，为用户提供具体服务，展示层实现数据可视化呈现。
云计算云平台技术	为大量的、多样化的数据提供供给存储和运算平台。例如“杭州电子科技大学信息工程学院智慧校园项目”，建设的云平台包含教学、服务、管理等多个模块中所有数据的计算、储存和共享。	实现数据储存、运算、共享管理。
大数据获取、储存、管理、分析技术	通过对大量原始数据进行收集、存储、计算、分析处理，输出具有实际价值的信息，可形成各类应用场景管理。例如“杭州电子科技大学信息工程学院智慧校园项目”，通过对校园各点位视频监控数据、人脸识别数据、门禁数据的分析管理，创建了平安校园的应用。	用大数据技术建立起来的数据模型，实现数据的应用管理和精准服务。
智能识别技术	用于人脸识别、车辆识别、特定场景识别等。例如“杭州电子科技大学信息工程学院智慧校园项目”，通过车辆识别实现停车管理。	实现人员、车辆等的智能管理。
物联网接入技术	把各类智能感知设备通过物联网接入控制中心或工作站，设置在重点区域入侵报警装置，一旦探测到有人入侵，发出信号到控制中心，由平台自动向指定人员发出告警。	将前端感知设备获取的数据送入数据层。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

• 资产运营服务业务：持续提供稳定的收入来源

公司于2016年起开展资产运营服务业务，各站址服务期限一般为5-10年，服务周期较长。截至目前，站址资源服务各项目均处在服务期内，在手订单充足，可持续为公司提供稳定的收入来源。

根据应用领域不同，资产运营服务业务主要分为通信站址资源服务和平安城市相关技术服务两类。根据电信运营商对于通信站址以及通信设备搭建、运维的需求以及平安城市政企服务的需求，通过自行建设通信基础设施（如铁塔、机房机柜、配套设施等）及平安城市系统（监控杆、监控设备、监控软件平台等），为电信运营商等客户提供基础通信站址资源服务和平安城市相关技术服务。其中通信站址资源服务主要侧重基础通信领域，平安城市相关技术服务主要侧重公共安全领域。

对于自行建设投入的资产运营项目（通信站址资源项目及平安城市项目）较为谨慎并制定了较高的立项标准，即只有投资回报率较高的项目才可予以立项，使得该类业务毛利率处于较高水平。因此此业务下相关资产为可提供长期、高毛利润的稳健型优质资产。

通信站址资源服务

为满足电信运营商、铁塔公司等客户对于无线设备天面挂载空间的需求，自行购买建设通信基础设施所需要的铁塔（含增高架、桅杆、楼顶抱杆等）、机房机柜、配套设备（含交/直流配电箱、组合开关电源、蓄电池等），经过场地勘测、方案设计、场地协调后在客户指定的服务区域内建设塔桅、机房及附属设施，待客户相关设备搭建完成后，在服务期内持续为客户提供场地协调、外电引入、设施维护等通

信站址资源服务，从而保障客户在站址上所搭建通信设备的正常运转。

图11：铁塔需满足无线设备天面挂载空间的需求



资料来源：公司招股说明书

在招投标与电信运营商、铁塔公司等客户签署通信站址资源服务的相关框架协议后，再根据客户在具体区域对于通信站址资源服务的需求与其签署 5-10 年的长期服务协议，在指定服务区域自行建设通信站址设备，待达到可使用状态后提供给客户使用，在服务期内持续为客户提供场地协调、外电引入、设施维护等通信站址资源服务，并按年收取相关服务费用。通信站址资源服务的核心环节为通信站址建成后为客户提供的持续性服务，通信站址建设为提供上述服务的必要前置条件。在服务期内站址资源已经建设完成，不再涉及软硬件的采购和劳务施工作业。

平安城市相关技术服务

公司根据客户对于城市、乡村、交通、安防等领域信息采集、数据分析等技术服务的需求，自行投资建设平安城市相关系统，如城市中监控摄像头、智慧灯杆及系统平台等，待建设完成后基于智能识别技术、基于通信网络和无线传感网络的物联网支撑平台构建技术等核心技术为客户在一定期间内提供持续的视频采集、感知信息采集、后台存储、运算、分析等技术服务，实现特定地区人流、物流的监控管理和数据采集。

图12：平安城市智慧灯杆实现视频、感知信息采集等功能



资料来源：公司招股说明书

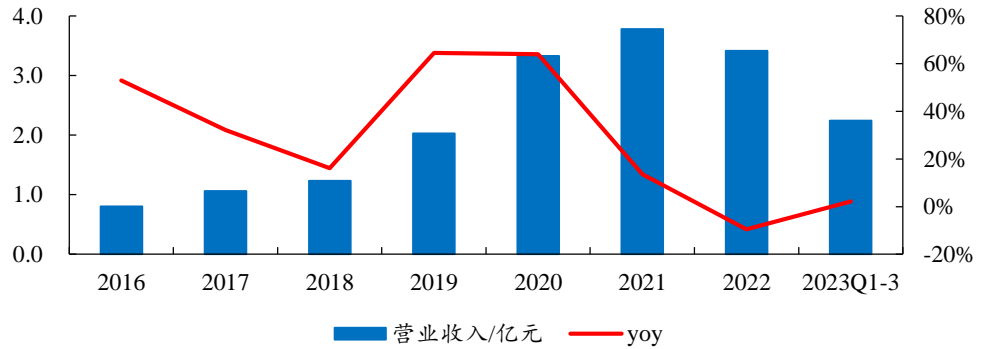
项目开展上，对项目进行方案设计、实施、运营等工作，通常与客户签署服务期限为 5 年的技术服务合同。结合自主研发的软件系统平台，集成各类监控设备、感知设备、存储设备、服务器等硬件设备（自行采购），进行平安城市系统的建设，待系统建设完成后，该系统在服务期内持续为客户提供视频采集、感知信息采集、

后台存储、运算、分析等技术服务。按期收取服务费用技术服务过程中涉及采集的数据（如视频、音频）储存于最终使用部门（如公安）的系统中。

1.3、营运表现：摆脱疫情影响后规模与盈利能力改善

信息通信核心业务逐年稳增长，2023H1 营收增长态势明显。2019-2021 年营收规模实现了从 2.03 亿元到 3.78 亿元的连续增长，一贯大力拓展 ICT 行业应用业务，摆脱 2022 年疫情影响后，2023 前三季度营收同比增长 2.16%，经营能力呈恢复态势。

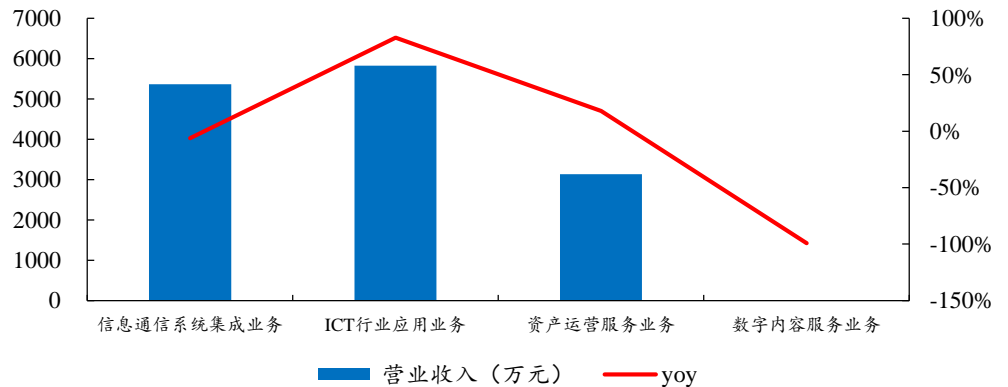
图13：2023 前三季度营收恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

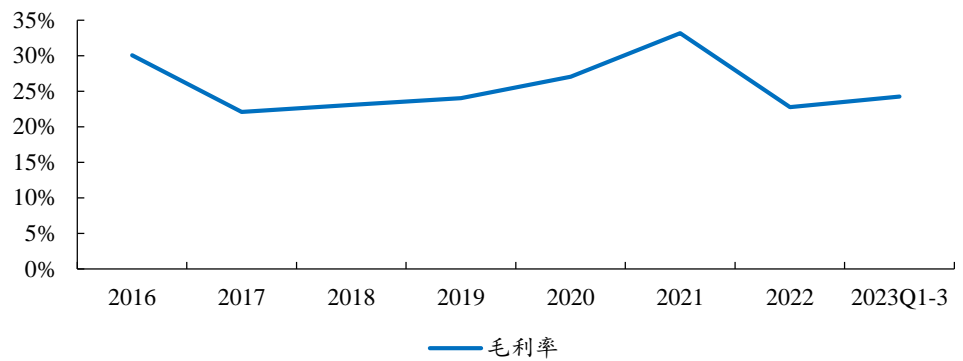
按各项目来看，2023 上半年 ICT 行业应用业务增速最快，同比增速达 83.02%；资产运营服务业务次之，达 18.01%。主要因为大力拓展高铁业务，2023H1 高铁业务增长明显，智慧城市业务亦有增长，故 ICT 行业应用业务营业收入大幅增长。此外，因为已停止号卡营销业务的推广，降低了数字内容服务业务。

图14：2023 上半年 ICT 行业应用、资产运营分项收入提高



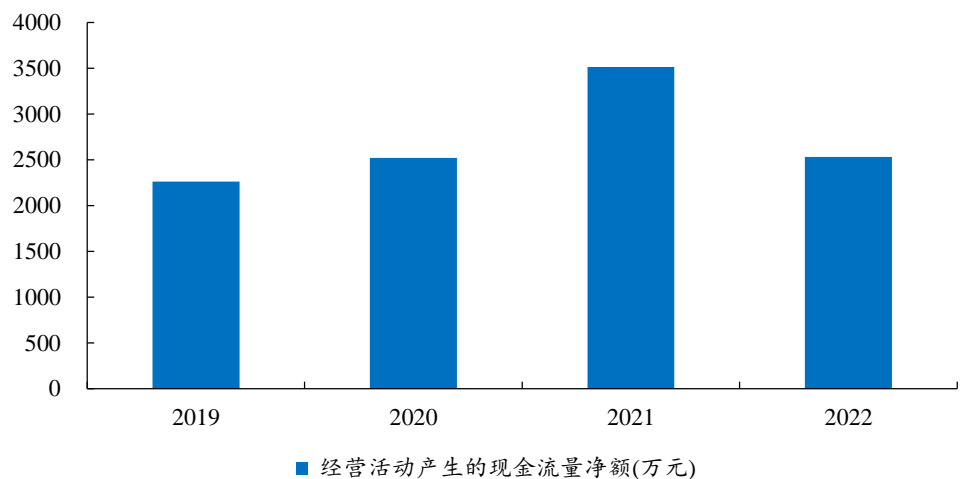
数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力亦呈现恢复态势，未来随高铁 ICT 业务发展有望提升。2021 年毛利率达到峰值 33.19%，2022 年受疫情影响，ICT 行业应用业务收入结构变化，毛利率较高的高铁业务因特殊场所受疫情防控影响，进入实施的难度增加，收入较上期减少 2704.84 万元，同比下降 38.13%，而一些固定成本未同比下降，导致毛利率同比下降；2023H1 起着重发展高铁业务，毛利率 23.48%，相较 2022 年盈利能力有所提升。

图15：毛利率呈恢复态势，与2021年峰值存在业务结构调整带来的毛利率改变


数据来源：Wind、开源证券研究所

经营性现金流维持较好。随着高铁业务的扩张、募投项目逐渐推进投入使用和陆续回流账款，有望继续保持稳定。

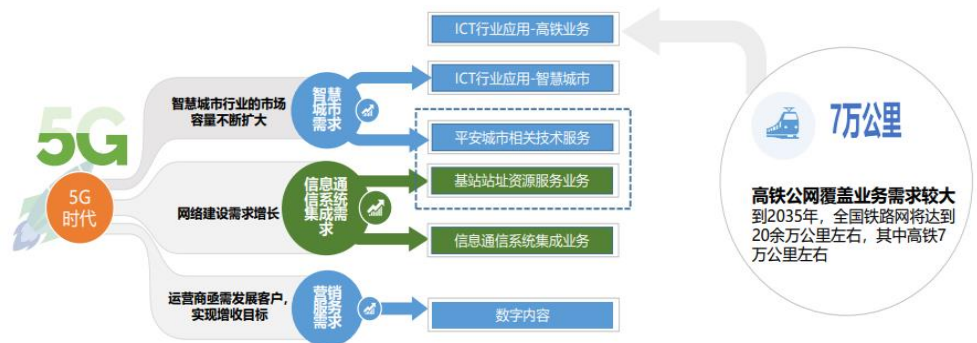
图16：维持正经营性现金流稳健运营


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业角度：通信建设需求扩大、政策推动智慧城市发展

2.1、通信用户规模不断增长、信息系统集成业务市场空间大

自公司成立以来只为运营商客户提供信息通信系统集成业务，到现在同时开展ICT行业应用（智慧城市、高铁业务）、资产运营服务业务（通信站址资源服务和平安城市相关技术服务）和数字内容服务业务等四大业务，归属于**通信网络建设与优化服务行业、智慧城市行业、数字内容运营行业**三大细分行业。抓住市场机会，满足国内主要运营商在信息系统集成、智慧城市、营销服务方面的需求强化各业务产品线的协同，也是与细分行业的头部客户建立强有力合作关系的结果。

图17：主营业务所对应的三大细分行业及其下游


资料来源：公司招股说明书

运营商网络建设需求增大，信息系统集成业务市场空间较大。在当前阶段，电信运营商更加注重品牌的推广与客户的维系，探索增值服务带来的市场增量。而网络规划、建设与维护的这类基础设施类工作则逐渐交由通信技术服务商来承接。通信技术服务商能够凭借专业的通信技术在通信网络的勘探、规划、设计、实施和后期的维护、优化等领域提供更高效的工作，降低电信运营商工作的繁复量。

根据工信部发布的《2022年通信业统计公报》，2022年，三家基础电信企业和中国铁塔股份有限公司共完成电信固定资产投资4193亿元，比2021年增长3.3%。其中，5G投资额达1803亿元，占全部投资的43%。

电信业务收入和业务总量呈较快增长。2022年电信业务收入累计完成1.58万亿元，比2021年增长8%。按照2021年价格计算的电信业务总量达1.75万亿元，同比增长21.3%。

行业投资保持增长。2022年通信业完成固定资产投资总额为4193亿元，在2021年高基数的基础上增长3.3%。投资进一步向新基建倾斜，其中完成5G投资超1803亿元，占比达43%；互联网及数据通信投资增长最快，比2021年增长26.2%。

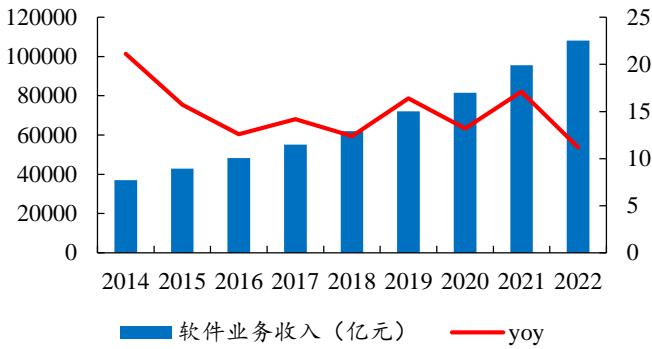
融合应用不断拓展。2022年智能制造、智慧医疗、智慧教育、数字政务等领域融合应用成果不断涌现，全国投资建设的“5G+工业互联网”项目数超4000个，打造了一批5G全连接工厂。电信企业利用5G切片技术提供了超1.4万个5G虚拟专网，助力各行业加快数字化转型。

2.2、智慧城市市场快速增长，政策推动市场潜力待挖掘

智慧城市行业当前处于快速增长阶段，存在增长潜力。在国家政策和地方政府的大力扶持下，同时受益于物联网、云计算、大数据等技术的快速突破，我国智慧城市市场规模呈现快速增长。目前中国软件和信息技术服务业正处于高速发展的成长期。

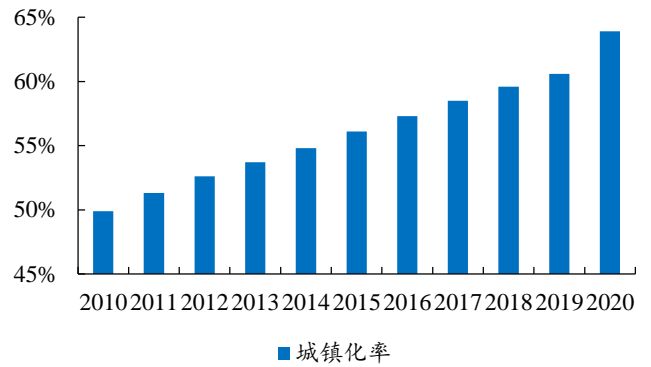
根据2023年1月发布的《IDC中国智慧城市建设情况及趋势分析，2022-2026》报告，2022年中国政府主导的智慧城市ICT市场投资规模为214亿美元，IDC预计，到2026年，中国政府主导的智慧城市ICT市场投资规模将达到389亿元人民币，2022-2026年的年均复合增长率为17.1%。

图18: 中国软件和信息技术服务业收入逐步提高



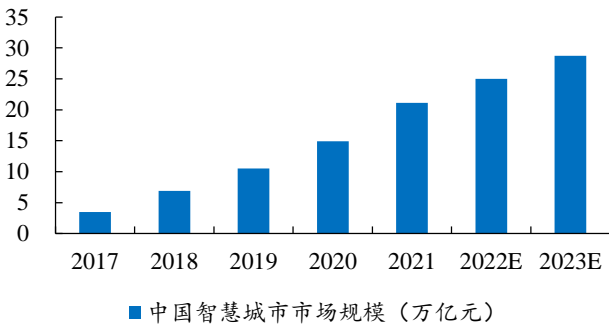
数据来源: 亿渡数据、开源证券研究所

图19: 2010年-2020年中国城镇化率的提升趋势



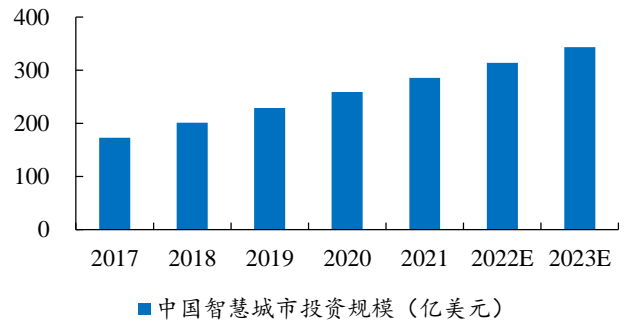
数据来源: 亿渡数据、开源证券研究所

图20: 预计中国智慧城市市场规模持续提升



数据来源: 亿渡数据、开源证券研究所

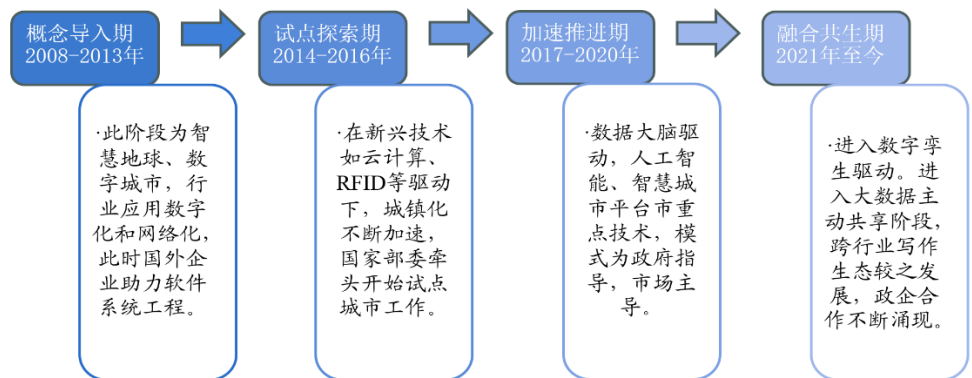
图21: 预计中国智慧城市投资规模向上发展



数据来源: 亿渡数据、开源证券研究所

我国推进智慧城市建设以来，发展阶段可以分为概念导入期、试点探索期加速推动期和融合共生期。发展智慧城市的主要目的是为利用信息通信技术提升城市服务质量，全面发展期呈现大规模落地、技术融合、万物智联趋势。据国家信息中心数据，2021年我国已有8.4%的城市迈入成熟期，2023年将会有一批城市真正达到新型示范性智慧城市建设标准。

图22: 我国智慧城市发展的四阶段历程



资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

综合来看，智慧城市的建设目前受到政策驱动效果明显。根据政策要求，我国要建成一批特色鲜明的智慧城市，并推动智慧城市在全国范围内的全面建设，结合当前环境下我国智慧城市建设的发展趋势，我国智慧城市的市场空间广阔。

3、核心竞争力：客户、前景、技术、布局、业务成熟

3.1、客户资源优势：客户粘性强，合作关系持久稳定

在信息通信系统集成业务板块，随着通信运营商采购管理愈发规范，运营商对供应商常态化管理中采取高标准、严要求的管理方法，在招投标时通信技术服务企业的后评估成绩、过往业绩、服务质量是运营商所考量的重要因素。运营商在选择供应商时倾向于选择合作时间长、合作范围广、与其内部多个部门发生过业务的相对熟悉的供应商进行合作。公司在浙江、上海地区的信息通信系统集成相关业务深耕多年，拥有较好的市场知名度和后评估排名；同时依靠 ICT 行业应用中的智慧城市以及资产运营商反哺信息通信系统集成业务，因此拥有较强的客户黏性。

ICT 行业应用-智慧城市业务板块，公司在信息通信系统集成业务深耕多年，拥有优秀的项目设计、建设维护能力，在运营商处积累了良好的口碑，与供应商建立了亲密的合作关系。智慧城市业务要求供应商拥有丰富的项目设计、硬件安装、软件平台、大数据分析、运营维护等优秀的通信技术储备，拥有智慧城市相关的专利 10 余项，软件著作权 20 余项，具备智慧社区等项目的综合解决方案和软件开发能力。运营商在挑选智慧城市类业务的供应商时，倾向于挑选已进行过长期合作并具备较强软、硬件实力的供应商，在此类业务上具有较强的客户黏性。

在 ICT 行业应用-高铁业务板块，公司与客户粘性价较大。高铁公网覆盖项目复杂度与实施难度较高，要求服务商拥有丰富的项目实施经验和应对复杂技术难关的解决方案。公司经过了较长时间的前期准备，于 2017 年成为中国通号的供应商，为其广东地区的“深茂铁路江茂段”提供高铁公网覆盖建设服务，并以此为契机与中国通号一直保持着良好、稳定的合作关系。至今已累计为中国通号提供了浙江及广东地区 7 条高铁线路的公网覆盖建设服务，并成功进入中国通号的合格供应商体系。

基于铁路系统网络建设的民生重要性，以中国通号为代表的国内铁路建设总包方倾向于选择与进入合格供应商体系且具有较好合作历史与行业内业绩积累较多的公司进行合作，故的高铁业务是一个相对技术壁垒高、准入门槛高的 ICT 行业应用细分行业，与主要客户中国通号等具有较强的客户黏性。

3.2、智慧城市竞争优势：集成综合解决方案，市场前景优秀

相较于直接与政府合作智慧城市相关业务，针对智慧城市相关的两个业务（ICT 行业应用中的智慧城市以及资产运营中的平安城市相关技术服务），重点经营策略是围绕电信运营商获取相关智慧城市技术服务或者集成服务合同，经分析业主方（政府或者社区等）需求后，根据具体设计方案将自主研发的软件与通用型硬件进行集成，最终以系统集成综合解决方案的形式向运营商交付产品或者服务供最终用户使用。

根据由我国工信部主管的赛迪网所评选的《2020 行业信息化百强智慧城市服务 TOP20 榜单》，我国三大电信运营商均入围全国智慧城市服务提供商前 20 强中，占据了一定的市场份额，为我国智慧城市建设的主要参与者之一。由于公司在运营商

中具有较好的业绩积累、良好的口碑和稳定的合作关系，因此依托电信运营商拓展智慧城市的业务具有较好的商业合理性和市场前景。

3.3、运营业务成熟优势：收入来源稳定，资产运营业务质量优

公司于 2016 年起开展资产运营服务业务，各站址服务期限一般为 5-10 年，服务周期较长。另一方面，公司对于自行建设投入的资产运营项目（通信站址资源项目及平安城市项目）较为谨慎并制定了较高的立项标准，即只有投资回报率较高的项目才可予以立项，使得该类业务毛利率处于较高水平。因此该业务下相关资产为可提供长期、高毛利润的稳健型优质资产。

3.4、业务多区域布局优势：拓展多地业务，汇聚各地力量

公司所在行业需要协调政府职能部门、运营商、物业管理方、通信设备商、劳务作业队伍等多方参与者，对于企业在当地的协调能力有较高的要求，越早进入当期市场的企业在后期竞争中越具有优势。在浙江、北京、上海、广东、河南、湖北、甘肃、西藏、江苏设立省级办事机构，业务区域覆盖全国超过 15 个省、自治区和直辖市，形成了多区域联动格局。通过对不同区域的业务布局，逐渐提高在全国范围内的项目协调能力，在未来市场高速增长时具有一定的先发优势。

目前主要业务区域集中在华东区域。主要原因是公司注册地和主要办公地均位于浙江省杭州市，主要服务于华东地区的电信运营商。同时正在积极拓展华东区域以外其他地区业务，努力通过多区域布局的战略打破业务的区域局限性。

多区域布局的业务优势主要体现在通过在尚未开展业务的省份设立办事机构，拓展当地业务，进而为业绩增长带来提升的助力。2018 年以前，公司已设立办事处的省份有浙江、上海、河南、湖北、甘肃，2018 年新设北京、西藏、广东办事处，2019 年新设江苏办事处。产生营业收入 3676.99 万元。2023H1 实现全国多地营业收入快速增长，其中华中、华南分别实现营业收入同比增长 54.65%、37.23%，其他地区实现营业收入快速增长，同比增长达 374.23%。

表7：2023 年上半年以华东地区收入为主

类别/项目	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营收同比增减	毛利率同比增减 (pcts)
华东	10664.11	8276.78	22.39%	-3.91%	-7.96
华中	1262.35	925.29	26.70%	54.65%	+7.52
华南	658.34	377.52	42.66%	37.23%	+14.31
西北	395.40	307.55	22.22%	-18.49%	-19.77
其他	1356.79	1083.62	20.13%	374.23%	+8.77
合计	14336.98	10970.77			

数据来源：2023 半年度报告、开源证券研究所

3.5、技术融合优势：满足多平台开发、多场景应用需求，提升竞争力

公司早期业务以通信基础网络设计、集成、调试为主，包括传送网传输管线、室内无线网络优化运维、家庭宽带及政企业务线路建设等，在系统工程建设、通讯组网架构、网络安全、优化调试、技术服务等方面积累了丰富的技术基础。后续逐渐拓展业务，于 2013 年发展 ICT 行业应用业务，在平安城市、智慧社区、智慧校园领域发展迅速，参与了多个示范性项目，ICT 技术融合能力不断增强。

凭借优秀的 ICT 技术，不仅能够帮助电信运营商规划项目的通信组网模式，降低电信运营商的建设成本，还能够满足下游客户定制化软件平台开发及各种场景应

用需求，提高竞标竞争力，成为了公司与通信技术服务商和其他信息通信技术服务竞争优势。

4、盈利预测与投资建议

广脉科技作为浙江省信息通信“隐形冠军”和国家级专精特新“小巨人”企业，以信息通信系统集成、ICT 行业应用、资产运营服务为主要产品，随着公司**大力拓展高铁业务**和业务规模扩大及募投项目“信息通信服务运营基地建设项目”持续投入，产能将逐步释放，整体产品结构会有一定变化，业务具备发展空间。

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.31/0.60/0.88 亿元，对应 EPS 分别 0.38/0.72/1.05 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 27.0/14.2/9.7 倍，看好公司发展方向，首次覆盖给予“增持”评级。

表8：可比公司 2023E PE 均值 61.8X

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿)	EPS (最新股本摊薄)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中贝通信	603220	28.96	97.08	0.32	0.58	0.72	0.88	89.2	49.9	40.2	32.9
普天科技	002544	17.48	119.32	0.31	0.36	0.41	0.48	55.9	48.6	42.6	36.4
超讯通信	603322	35.61	56.12	0.10	0.41	0.77	1.15	369.5	86.9	46.2	31.0
均值				0.24	0.45	0.63	0.84	171.5	61.8	43.0	33.4
广脉科技	838924	10.25	8.51	0.18	0.38	0.72	1.05	57.0	27.0	14.2	9.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：普天科技盈利预测数值来自开源证券研究所，其余选自 Wind 一致预期，数据截止 2024.1.16）

5、风险提示

主要业务集中风险、市场竞争加剧风险、人力资源风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	416	365	460	552	615
现金	148	84	83	109	132
应收票据及应收账款	218	229	283	335	374
其他应收款	5	5	7	8	9
预付账款	3	1	2	3	3
存货	41	45	84	98	96
其他流动资产	1	0	0	0	0
非流动资产	118	154	192	220	200
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	47	55	58	98	87
无形资产	1	10	12	12	12
其他非流动资产	70	88	122	111	101
资产总计	534	519	652	773	815
流动负债	249	216	293	343	287
短期借款	27	11	84	116	44
应付票据及应付账款	187	174	182	197	210
其他流动负债	35	32	27	29	33
非流动负债	32	48	77	90	105
长期借款	0	0	14	14	14
其他非流动负债	32	48	63	76	91
负债合计	281	265	370	433	392
少数股东权益	1	1	0	-1	-3
股本	83	83	83	83	83
资本公积	88	88	88	88	88
留存收益	82	93	121	173	248
归属母公司股东权益	252	253	282	340	425
负债和股东权益	534	519	652	773	815

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	35	25	-33	38	98
净利润	30	14	31	59	86
折旧摊销	14	19	14	22	31
财务费用	3	6	5	7	7
投资损失	-0	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-27	-27	-88	-57	-32
其他经营现金流	15	16	6	8	9
投资活动现金流	-24	-44	-52	-49	-9
资本支出	24	47	38	37	-5
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	3	-14	-12	-14
筹资活动现金流	70	-42	32	11	8
短期借款	19	-17	73	33	-73
长期借款	-3	0	14	1	-0
普通股增加	14	0	0	0	0
资本公积增加	55	0	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-26	-55	-22	81
现金净增加额	81	-61	-53	-0	97

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	378	342	414	546	661
营业成本	252	264	324	410	485
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	48	23	10	13	15
管理费用	24	23	25	28	31
研发费用	10	10	12	15	18
财务费用	3	6	5	7	7
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	5	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	1	1
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	36	17	36	68	99
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	35	17	36	68	99
所得税	5	2	5	9	14
净利润	30	14	31	59	86
少数股东损益	-0	-1	-0	-1	-2
归属母公司净利润	31	15	31	60	88
EBITDA	46	34	49	92	130
EPS(元)	0.37	0.18	0.38	0.72	1.05

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	-9.6	21.1	32.1	21.0
营业利润(%)	2.6	-52.3	113.3	89.4	45.0
归属于母公司净利润(%)	1.6	-51.5	111.2	90.8	45.7
获利能力					
毛利率(%)	33.2	22.8	21.7	25.0	26.6
净利率(%)	8.1	4.4	7.6	11.0	13.3
ROE(%)	12.0	5.7	11.0	17.3	20.3
ROIC(%)	9.6	4.5	8.0	12.7	17.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6	51.1	56.7	56.1	48.2
净负债比率(%)	-44.5	-23.3	6.4	7.6	-16.4
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	2.1
速动比率	1.5	1.5	1.3	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.1	1.5	1.6	1.8	1.9
应付账款周转率	1.7	1.6	2.0	2.4	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.18	0.38	0.72	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.30	-0.40	0.46	1.18
每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.05	3.40	4.10	5.12
估值比率					
P/E	27.6	57.0	27.0	14.2	9.7
P/B	3.4	3.4	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	16.0	23.6	17.6	9.5	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn