



中电科旗下通信老兵，三大产业释放价值

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司深耕通信行业，协议覆盖全面，是我国 PDT 协议核心起草单位之一，在多个行业市占率居前列。23 年国务院增发 1 万亿专项国债，支援国内应急网络建设，公司专网集群产品有望受益。2) 公司开拓卫星互联网网络维护项目，随着我国多个星座进入建设期，公司卫星通信领域订单或将贡献新增量。3) 公司先进制造覆盖下游多领域，全球通信设备和智能安防市场 23 年增速分别为 11.4% 和 9%，均保持增长态势，制造产业将稳定贡献业绩。
- 专网通信领军企业，应急市场贡献增量。** 公司深耕移动通信领域三十余载，专网产品覆盖频段与协议全面，是我国自主知识产权的数字集群标准 PDT 标准的八家核心起草单位之一。产品覆盖公安、政府、应急、轨交、机场、港口和石化等行业，市场占有率位居行业前列。2023 年国务院增发 1 万亿元国债用于灾后重建和防灾减灾建设，按照规划，30% 的资金其中自然灾害应急能力提升等项目对自组网窄带集群通信系统和应急融合通信系统存在增量需求。随着 24 年 2 月相关资金下发完毕和各地方招投标陆续进行，公司 370MHz 等专网和融合通信产品有望受益。
- 开拓卫星互联网维护项目，有望受益于我国低轨星座建设。** 2023 年公司凭借全面的 ICT 服务资质，新开拓了星网卫星互联网网络维护项目。目前我国已向国际电联申请了三座超万颗卫星的超大型低轨卫星星座，由于低轨卫星覆盖面较高轨卫星更小，其需要更多的地面站来为卫星和地面终端实现路由连接。随着我国几大卫星星座相继开始组网和地面站建设逐步启动，地面站和终端用户数量增长将催生网络维护需求，卫星网络维护业务或将贡献增量业绩。
- 金融科技向智能化迭代，智能制造稳健增长。** 公司第三大业务金融科技面临银行去柜台化等趋势影响受到短期冲击，未来随着多功能一体机和智能终端迭代升级，公司有望凭借既有竞争优势提升产品价值量，恢复金融科技业务增长动能。智能制造方面，公司拥有杭州滨江、杭州富阳和嘉兴海宁三大生产基地，制造产品覆盖包括通信产品、智能硬件、安防监控、医疗电子、金融电子、汽车电子在内的多个行业。随着 AI 驱动的通信设备提速迭代和安防监控智能化升级，先进制造业务将维持稳定增长态势，稳固公司基本盘。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.7 亿元、2 亿元、2.2 亿元，3 年复合增速为 13%；24-26 年 EPS 分别为 0.14 元、0.16 元、0.17 元，对应 PE 分别为 67 倍、59 倍、53 倍。参考可比公司估值，给予公司“持有”评级。
- 风险提示:** 专网通信项目招投标不及预期、产品价格波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2939.73	3252.81	3511.59	3796.94
增长率	-8.98%	10.65%	7.96%	8.13%
归属母公司净利润 (百万元)	152.81	174.59	197.73	219.06
增长率	13.28%	14.26%	13.25%	10.79%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.14	0.16	0.17
净资产收益率 ROE	4.32%	4.81%	5.28%	5.67%
PE	76	67	59	53
PB	3.39	3.30	3.19	3.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn
联系人: 曾庆亮
邮箱: zqlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.56
流通 A 股(亿股)	9.56
52 周内股价区间(元)	7.69-13.38
总市值(亿元)	111.16
总资产(亿元)	44.54
每股净资产(元)	2.84

相关研究

目 录

1 中电科旗下老牌通信企业，通信金融制造三驾马车	1
1.1 中电科旗下通信行业中坚.....	1
1.2 产品覆盖三大领域，毛利率维持稳定.....	3
1.3 营收归母波动增长，研发投入持续加大.....	5
2 通信主业稳健发展，有望受益于投资周期向上	7
2.1 通信产业运行稳定，应急专网建设需求增长.....	7
2.2 公司公/专/卫星网络全领域布局，将受益于通信周期向上.....	8
3 先进制造覆盖多领域，下游市场向好	11
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	15
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司股权结构及企业集团的构成情况 (截至 2023 年年报)	2
图 2: 公司 2021-2023 年主营业务占比变化	4
图 3: 2021-2023 年各主营业务毛利率变化情况	4
图 4: 公司原材料结构占比 (2023)	4
图 5: 公司分业务成本占比 (2023)	4
图 6: 公司 2019-2023 年营业收入波动增长	5
图 7: 公司归母净利润稳定增长	5
图 8: 公司 2019-2024Q1 毛利率和净利率变化	6
图 9: 公司 2019-2024Q1 三费变化	6
图 10: 公司 2019-2024Q1 研发费用及费用率	6
图 11: 公司 2023 研发人员学历情况	6
图 12: 三大运营商历年 CAPEX	7
图 13: 我国 5G 用户数量保持增长	7
图 14: 专网通信市场规模稳健增长	7
图 15: 不同领域专网通信供应商格局清晰 (带星号为未上市公司)	7
图 16: PDT 主要起草单位	9
图 17: PDT 联盟成员	9
图 18: 公司专网产品覆盖下游多个领域	9
图 19: 公司 5G 新通话能力网元架构	10
图 20: 中移动 23-24 年新通话技术集采供应商份额	10
图 21: 公司资质认证全面	10
图 22: 公司通信业务收入情况	11
图 23: 公司通信业务毛利率情况	11
图 24: 中国通信设备市场规模	11
图 25: 中国通信设备市场规模	12
图 26: 全球通信设备市场规模	12
图 27: 中国智能安防市场规模预测	12
图 28: 全球智能安防市场规模	12
图 29: 2019-2023 全球及中国汽车电子市场规模	13
图 30: 2019-2023 我国汽车产销量	13
图 31: 智能制造及其他产业收入情况	13
图 32: 智能制造及其他产业毛利率情况	13

表 目 录

表 1: 公司发展历程.....	1
表 2: 公司高管具备专业背景且深耕行业多年.....	2
表 3: 东方通信主要产品基本情况.....	3
表 4: 公司各业务领域部分客户情况.....	5
表 5: 应急万亿国债投向八大方向.....	8
表 6: 分业务收入及毛利率.....	14
表 7: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 中电科旗下老牌通信企业，通信金融制造三驾马车

1.1 中电科旗下通信行业中坚

砥砺前行六十余载，中电科旗下通信行业强企。公司前身为浙江省邮电器材厂，成立于1958年，1996年成功改制上市，成为上海证交所同时发行A股和B股的中国移动通信产业上市公司。东方通信是国务院国资委管理的中国电子科技集团旗下通信领域的核心企业，在专网通信、金融科技、智能制造等领域具备领先优势，其产品和解决方案在全球多地获得应用。公司拥有国家级企业技术中心和博士后工作站，承担国家重点研发项目，多次获国家科技进步奖，并荣获国家级企业技术中心、国家重点高新技术企业等荣誉称号。

表 1：公司发展历程

时间	发展历程
1958年	前身为浙江省邮电器材厂，8月正式成立
1990年	与摩托罗拉签订第一个蜂窝电话移动台技术引进合同
1991年	国内第一代“大哥大”从杭州通信设备厂的生产线下线；7月与摩托罗拉签订第二个蜂窝移动电话系统设备技术引进合同
1992年	首批摩托罗拉大哥大投放市场被抢购一空，当年销售额突破4亿元，进入中国最大工业企业500家行列，并向摩托罗拉提出了合资要求
1994年	6月，东方通信创业公司成立；经国家经贸委等3部委批准，创办国家级企业技术中心，担负SDH传输设备及移动交换机产品的研究开发
1996年	在上海证券交易所上市，同时发行A股和B股，股票简称“东方通信”（股票代码：600776）
1997年	正式引入西门子技术的ATM生产线；与摩托罗拉签订GC87C生产技术许可合同
2001年	与美国高通签署CDMA系统设备的技术许可合同
2008年	成功中标杭州地铁1号线专网通信项目；对ATM国际市场进行开拓
2010年	350MHzTETRA系统成功获得工信部型号核准，并正式成为PDT联盟核心成员；7月，成功开通杭州公安TETRA试验网
2011年	800MHzTETRA系统获得型号核准，成功完成PDT系统和终端的研发任务
2012年	由公司正式开通杭州市数字无线政务网，以及开通沈阳公安350兆数字集群通信系统
2013年	东方通信成功实现自主核心技术出钞模块商用，集群产品保障沈阳大运会的顺利召开
2017年	集群产品再次成功保障G20杭州峰会，以及珠海航展的顺利召开
2020年	东方通信普天鲲鹏产品发布
2021年	东方通信公司的实际控制人由中国普天变更为中国电科
2023年	突破广东省公安厅警用数字集群系统重大项目；圆满完成博鳌论坛、成都大运会、杭州亚运会等多个重大活动的安保任务

数据来源：公司官网，百度百科，西南证券整理

股权结构集中，实控人为中电科集团。截至2024年第一季度，公司前三大股东为中电科东方通信集团有限公司（持股43.44%）、香港中央结算有限公司（持股0.91%）、Vanguard Total International Stock Index Fund（持股0.37%）。中国电子科技集团有限公司通过将中国普天整体并入，实现对东方通信的间接控股，成为公司的实际控制人。同时，东方通信所控股的多家子公司，致力于不同业务领域，分工有效、协同运作，形成强大合力促进公司发展。

图 1：公司股权结构及企业集团的构成情况（截至 2023 年年报）


数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层行业经验丰富，专业造诣深厚。董事长郭端端先生毕业于西安交通大学电子工程系物理电子技术专业，自 1996 年起便在公司担任要职，在行业深耕多年，专业根基扎实。公司的高管及核心技术人员，如张晓川、虞永超等，均具专业背景，为行业资深人士，拥有国务院特殊津贴专家、高级工程师、教授等职称，深厚的技术积淀助力公司在通信行业前瞻发展。

表 2：公司高管具备专业背景且深耕行业多年

公司高管	职务	简历
郭端端	董事，董事长	毕业于西安交通大学电子工程系物理电子技术专业，高级工程师，国务院政府特殊津贴专家。自 1996 年起，先后在浙江东方通信集团有限公司、东方通信股份有限公司、普天东方通信集团有限公司等担任企管部主任、寻呼机制造部总经理、总裁助理、副总裁、副总经理等众多重要职务；2016 年至 2022 年 1 月任东方通信总经理、副董事长、党委书记；2017 年 5 月起担任博创科技股份有限公司董事；现任东方通信股份有限公司董事长、中电科东方通信集团有限公司董事、总经理。
张晓川	总经理，副董事长，董事	高级工程师，国务院政府特殊津贴专家。曾任普天东方通信集团有限公司总裁秘书、企管部主任、投资管理公司副总经理；东信和平科技股份有限公司董事会秘书、副总裁、常务副总裁、副董事长兼总裁；珠海普天和平电信工业有限公司董事；东信和平（新加坡）有限公司董事长；现任东方通信股份有限公司副董事长、总经理。
虞永超	董事，副总经理	毕业于大连理工大学机电一体化专业，高级工程师。曾任东方通信股份有限公司技术中心技术管理部主任，网络通信研究所所长助理、副所长、所长，交换网络事业部总经理；东方通信股份有限公司总经理助理；现任东方通信股份有限公司董事、副总经理兼营销中心总经理。
金顺洪	董事	高级工程师。曾任东信神通公司部门副经理；东方通信股份有限公司系统营销、市场部部门经理、无线产品部总监、副总工程师、总裁助理；杭州东信网络技术有限公司副总经理、总经理；东方通信股份有限公司副总经理；现任东方通信股份有限公司董事、党委副书记、纪委书记。
谢宙宇	董事	研究员级高级工程师。曾任中国电科某研究所担任第二研究部室主任、副主任、总工程师、共性产品中心主任；电科云（北京）科技有限公司副总经理；中国电科某研究院科技发展处处长；现任东信和平科技股份有限公司董事、中电科东方通信集团有限公司北京分公司总经理。

数据来源：公司公告，iFind，西南证券整理

1.2 产品覆盖三大领域，毛利率维持稳定

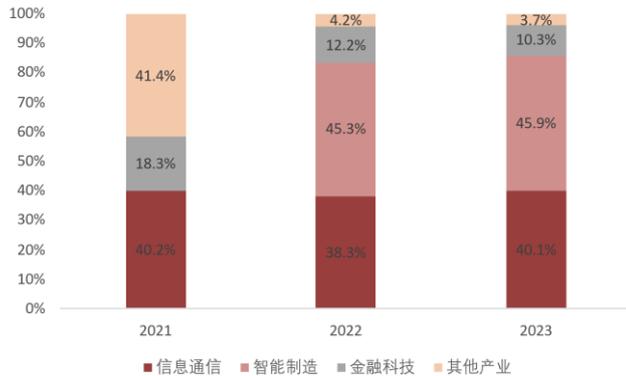
公司产品覆盖通信、金融科技和智能制造三大行业。通信领域，公司深耕专网通信和公网通信两大领域，产品包括 TETRA 和 PDT 数字集群通信系统及终端、应急融合通信系统、公网信息安全产品、ICT 服务运维等各类通信协议的软硬件供应。金融科技领域公司产品包括各类一体机产品，应用于金融和政务领域。智能制造领域公司拥有 13 条先进的进口 SMT 生产线、3 条波峰焊和 1 条选择性波峰焊设备、20 多条组装测试线等先进产线，服务于通信、安防、医疗等领域的硬件制造。

表 3：东方通信主要产品基本情况

产品大类	细分类别	相关产品
专网通信	数字集群系统	集群交换中心、TETRA 数字集群固定基站、TETRA 数字集群室外型基站、PDT 数字集群室外型基站、中心网管系统等
	数字集群终端	PDT 终端、TETRA 终端、多模融合终端、轨道交通行业专用列调终端等
	应急及融合通信系统	应急通信、融合通信产品等
	行业应用	调度指挥、全网录音录像、轨道交通专用无线列调系统
运营商核心网与信息安全	信息安全产品与服务	诈骗及骚扰电话防范系统等
	电信增值业务	5G 新通话网元等
ICT 服务与运维	网络优化	网络优化服务
	代维与工程	代维与工程代维与工程服务等
	勘察设计	勘察设计服务等
	软件开发	软件开发智慧运营、勘察设计、保障监控、网优支撑等服务
	IT 服务	-
金融科技		产品系列综合现金智能柜台、现金设备、金融智能柜台、政务一体机、智能证照管理柜、制发卡设备等
智能制造		通信产品、智能硬件、安防监控、医疗电子、金融电子、汽车电子等领域

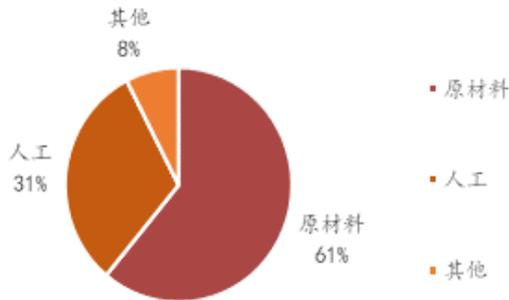
数据来源：公司公告，西南证券整理

各领域收入占比稳定，毛利率运行平稳。2023 年，公司信息通信、智能制造、金融科技占总营收比例分别为 40.1%、45.9%和 10.3%，同比维持稳定。毛利率方面，由于 23 年其他产业披露口径发生变化，相关数据波动较大，但公司三大主业信息通信、智能制造和金融科技毛利率维持平稳，金融科技毛利率有所提升的原因是低毛利硬件产品占比减少所致。

图 2：公司 2021-2023 年主营业务占比变化


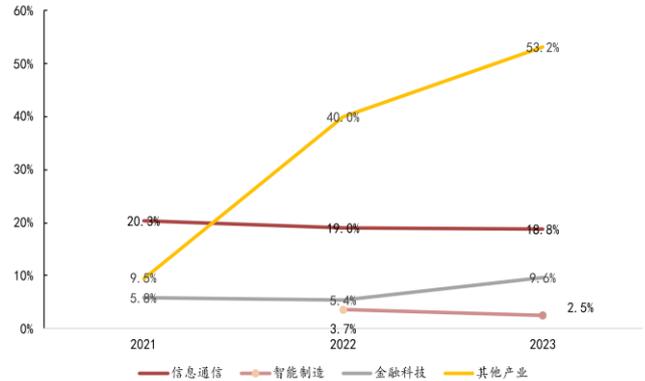
数据来源：Wind, 西南证券整理

原材料和人工是公司主要的成本来源。从公司业务领域来看，智能制造业务和信息通信业务为公司营业成本的主要来源，分别占公司营业成本的 51%、37%。从成本构成项目来看，公司主要成本由原材料采购和人工构成，其中原材料采购和人工成本分别占公司营收成本的 61%和 31%。

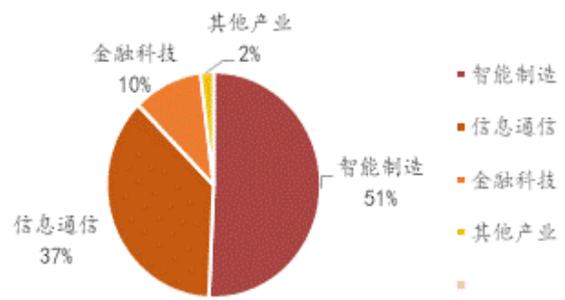
图 4：公司原材料结构占比（2023）


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司产品实现多领域覆盖，与行业头部企业深度合作。在专网通信领域，产品及应用解决方案已服务全国 29 个省/直辖市/自治区，为政府、公安、应急、轨道交通、机场、港口、石化、矿业等行业用户提供“按需而通、尽在掌握”的可靠通信保障；在公网通信领域，为电信运营商和互联网企业等提供各类增值业务产品；ICT 服务公司是主要通信设备供应商、电信运营商的重要合作伙伴，已为全国 31 个省市提供服务。金融科技业务聚焦智能化、数字化、场景化应用的行业发展趋势，重点客户包括中行、交行、邮储等。

图 3：2021-2023 年各主营业务毛利率变化情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：公司分业务成本占比（2023）


数据来源：Wind, 西南证券整理

表 4：公司各业务领域部分客户情况

业务领域	部分客户
专网通信	
运营商核心网与信息安全	
金融科技	
ICT 服务	

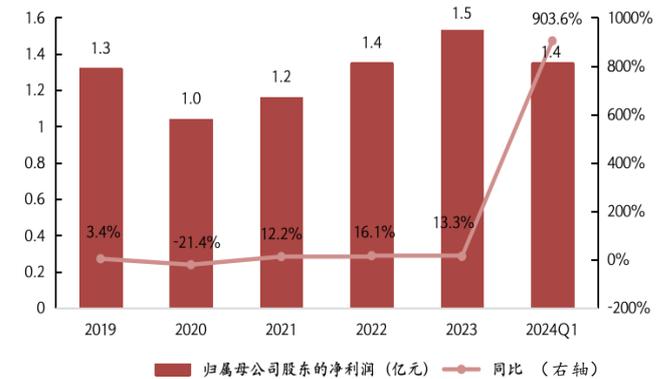
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 营收归母波动增长，研发投入持续加大

收入利润波动增长，聚焦三大产业强化市场开拓。2023 年受智能制造与金融科技市场业务萎缩影响，公司营收 29.4 亿元，同比下降 9.0%，但因公司减持联营企业博创科技股权，实现净利润 1.5 亿元，同比增长 13.3%。2024 年第一季度公司营收 5.7 亿元，同比下降 5.6%，净利润 1.4 亿元，同比增长 903.6%，利润大幅增长主要系联营企业博创科技股权由权益法转为交易性金融资产核算，增加投资收益所致。

图 6：公司 2019-2023 年营业收入波动增长


数据来源：iFind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润稳定增长


数据来源：iFind，西南证券整理

费用持续优化，净利率稳步提升。2023 年公司销售毛利率为 11.5%，同比提升 0.4pp，毛利率的上升受金融科技产品结构调整与收入结构变化影响，随着银行 IT 解决方案市场的持续增长与智能市场产品的拓展，毛利有望继续提升。同年销售净利率为 5.1%，同比提升 1pp，主要系公司对于博创科技的股权减持。费用方面，2023 年公司三项综合费用率为 4.3%，同比上升 0.8pp，公司市场开拓投入提升与定期存款利息收入减少使销售费与财务费用上升。2024 年第一季度公司三项综合费用率为 4.1%，同比上升 1pp，主要系利息收入减少使财务费用上升。

图 8：公司 2019-2024Q1 毛利率和净利率变化


数据来源：iFind, 西南证券整理

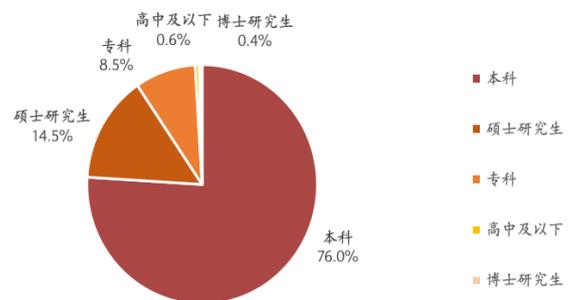
图 9：公司 2019-2024Q1 三费变化


数据来源：iFind, 西南证券整理

研发投入持续扩大，研发团队人才引进。2024年第一季度，公司研发费用为4505万元，同比增长24.4%，研发费用率达7.9%，同比增长1.7pp。公司与浙江大学等高校及科研机构深化产学研合作，培养了一批专业高端实用型人才。2023年研发人员数量达516人，占公司总人数23.6%，累计申请专利827件，其中发明专利299件。公司还拥有国家级企业技术中心、企业博士后工作站、院士工作站、浙江省信息安全大数据重点企业研究院等科研平台。公司通过人才的培养和与高校及科研机构的紧密合作，为未来发展奠定了坚实基础。

图 10：公司 2019-2024Q1 研发费用及费用率


数据来源：iFind, 西南证券整理

图 11：公司 2023 研发人员学历情况


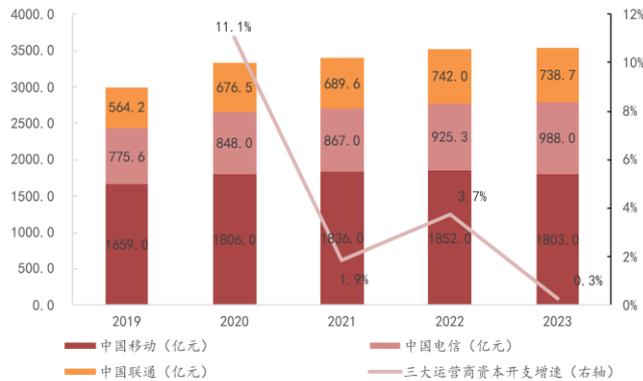
数据来源：iFind, 西南证券整理

2 通信主业稳健发展，有望受益于投资周期向上

2.1 通信产业运行稳定，应急专网建设需求增长

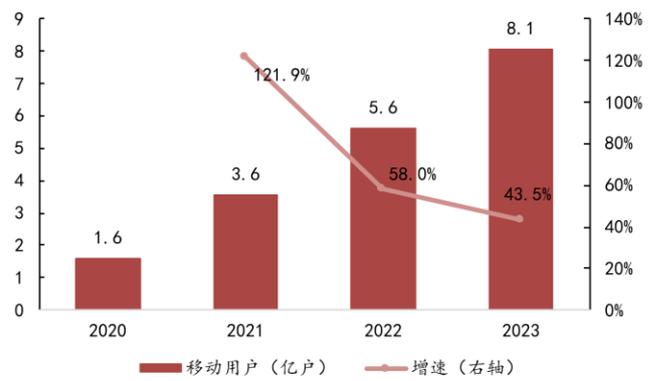
公网方面，运营商各年度 capex 稳定支出，5G 新通话用户增长。2023 年，中国移动、中国电信、中国联通的资本开支总和为 3529.7 亿元，同比增长 0.3%，随着 5G 网络覆盖基本完成，三大运营商的资本支出增速放缓。2023 年我国 5G 移动用户数量达到 8.1 亿户，同比增长 43.5%，保持数量增长稳中有进。同时，2023 年工信部等十四个部门联合印发《关于进一步深化电信基础设施共建共享促进“双千兆”网络高质量发展的实施意见》以及《关于推进 5G 轻量化（RedCap）技术演进和应用创新发展的通知》，强化 5G 基站建设，助力 5G 规模发展。

图 12：三大运营商历年 CAPEX



数据来源：三大运营商年报，西南证券整理

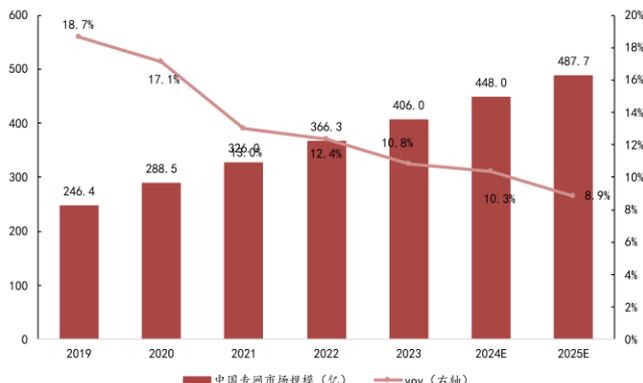
图 13：我国 5G 用户数量保持增长



数据来源：互联网协会，西南证券整理

专网方面，市场规模稳定增长，各领域格局清晰。受益于各公专融合和安全通信需求，专网通信市场稳步增长，2023 年我国专网通信市场规模达到 406 亿元，预计到 2025 年市场规模将增长至 487.7 亿元，24-25 年复合增速为 9.6%。从竞争格局来看，专网通信在各细分行业间的壁垒较高，主要系各行业定制化需求不同，如东方通信在公安、应急、轨交、机场港口、军用等领域具备竞争优势。

图 14：专网通信市场规模稳健增长



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 15：不同领域专网通信供应商格局清晰(带星号为未上市公司)

领域	细分行业	国内代表企业
军用领域	特种军用	上海瀚讯、震有科技、七一二、海格通信、佳讯飞鸿、东方通信、烽火电子、中原电子*、凯乐科技*、中电科十所*、熊猫汉达*
	公安系统	海能达、信威科技、欧宇航、优能、东方通信、科立讯、万格通讯、天立通
民用领域	应急消防	震有科技、海能达、辰安科技、东方通信、科立讯*、信威科技*
	铁路交通	佳讯飞鸿、上海瀚讯、海能达、哈里斯、中国软件、亚联发展、中国通号、七一二、东方通信、信威科技*、欧宇航*、优能*、科立讯*、万格通讯*、天立通*
	城市轨交	佳讯飞鸿、上海瀚讯、海能达、中国通号、七一二、东方通信、中国软件、普天科技、哈里斯、信威科技*、亚联发展*
	港口机场	东方通信、信威科技*
	煤矿冶金	震有科技、梅安森、北路智控、武钢通信*、杭州紫方*、睿星时代*、中颐通信*
	能源石化	海能达、深圳迪派、哈里斯*、信威科技*、科立讯*、塔迪兰*
	公用事业	震有科技、广哈通信、信威科技*、远东通信*、塔迪兰*

数据来源：各公司公告，西南证券整理

国家发布应急专项国债，支持各省区应急网络建设。2023年，中央财政宣布将增发2023年国债1万亿元，全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。到24年2月，资金已全部下发完毕，落实到1.5万个具体项目，招投标在二季度后将接续落地。其中，50%资金用于水利设施建设，20%用于京津冀等地灾后重建，30%用于应急能力提升。应急通信是应急能力提升的重要环节，通过融合公网、卫星、集群等通信技术，保障灾害发生时和发生后应急指挥中心和应急响应人员的通信调度能力，将是应急能力提升资金的重点投向。

表 5：应急万亿国债投向八大方向

资金投向	内容
灾后恢复重建	支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力，促进灾区基本生产生活条件和经济发展恢复到灾前的水平。
骨干防洪治理工程	以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程。支持大江大河大湖干流防洪治理、南水北调防洪影响处理、大中型水库建设以及蓄滞洪区围堤建设，加快完善防洪工程体系。
自然灾害应急能力提升工程	支持实施预警指挥工程、救援能力工程、巨灾防范工程和基层防灾工程，加强各级应急指挥部体系，提升防灾避险能力。
其他重点防洪工程	支持主要支流、中小河流、山洪沟治理和重点区域排涝能力建设，水文基础设施、小型水库工程、病险水库除险加固及安全监测，海堤治理，整体提升水旱灾害的防御能力。
灌区建设改造和重点水土流失治理工程	支持灌区建设改造修复、东北黑土区侵蚀沟治理、丹江口水库水土流失治理，提高灌溉供水、排水保障能力和防灾减灾能力。
城市排水防涝能力提升行动	支持构建城市排水防涝工程体系，推动系统解决城市内涝问题。
重点自然灾害综合防治体系建设工程	支持开展地质灾害综合防治体系建设、海洋灾害综合防治体系建设、森林防火应急道路建设、气象基础设施建设，推动灾害防治从减少灾害损失向减轻灾害风险转变。
高标准农田建设	用于东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

数据来源：国务院，西南证券整理

2.2 公司公/专/卫星网络全领域布局，将受益于通信周期向上

专网通信协议覆盖全面，系我国 PDT 技术规范核心起草单位。公司深耕移动通信行业三十余载，专网产品覆盖 350MHz、370MHz、400MHz、800MHz 等频段的窄带 PDT/TE TRA 无线集群通信系列产品，以及公专融合解决方案。其中，公司是我国自主知识产权的数字集群标准——PDT 标准的八家核心起草单位之一，彰显公司通信技术实力。

图 16: PDT 主要起草单位



数据来源: 全国标准信息公共服务平台, 西南证券整理

图 17: PDT 联盟成员



数据来源: PDT 产业技术创新战略联盟, 西南证券整理

产品覆盖多个下游领域, 市场占有率领先。公司面向政府部门及企事业单位提供应急通信设备及整体解决方案, 产品涵盖集群通信系统、集群终端、融合通信系统和行业应用解决方案等, 覆盖政府、公安、应急、轨道交通、机场、港口、石化、矿业等领域, 其中 TETRA、PDT 等产品的国内市场占有率位于行业前列。

图 18: 公司专网产品覆盖下游多个领域



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

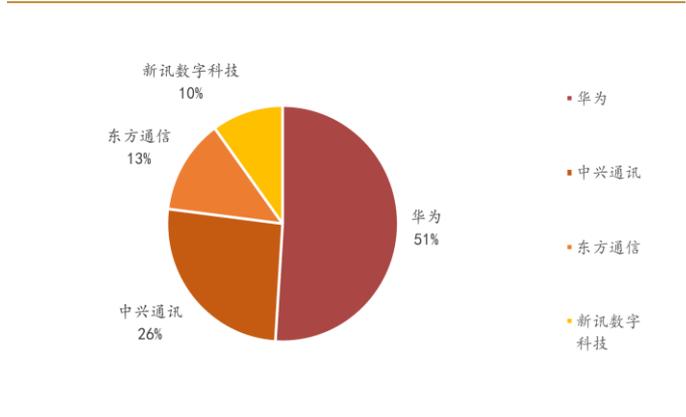
公网核心网与安全业务具备竞争优势。公司是中国移动通信业务解耦的联合开创者, 实现了通信业务业务层和能力层的分层解耦, 掌握解耦、核心网、媒体、信令等核心技术。据公司官网, 其通信信息安全系统占据基础电信运营商诈骗骚扰电话治理建设领域 50% 以上的市场份额, 2023 年公司相继中标中国移动 5G 新通话 VONR+能力项目、中国移动高频骚扰防范系统二期、中国联通 IMS 诈骗电话防范系统等项目, 拓展和巩固了 5G 新通话、骚扰电话防范、5G 语音管控等市场。

图 19: 公司 5G 新通话能力网元架构



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 20: 中移动 23-24 年新通话技术集采供应商份额



数据来源: 中国移动, 西南证券整理

覆盖 ICT 服务全类型业务, 开拓卫星互联网维护项目。公司拥有通信网络系统服务能力甲级资质、CMMI 五级资质、设计施工维护安防工程一级等资质, 具有网络设计、网络建设、网络运维、网络优化、系统软件开发, IT 服务、ICT 集成等全链条业务体系, 具备端到端的一站式服务能力。23 年, 公司新开拓了星网卫星互联网网络维护项目, 助力我国卫星互联网建设。

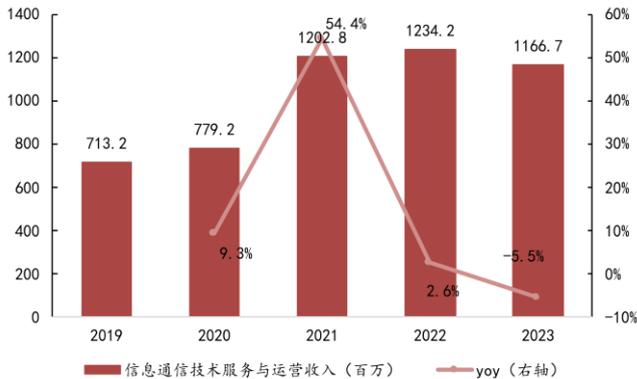
图 21: 公司资质认证全面



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

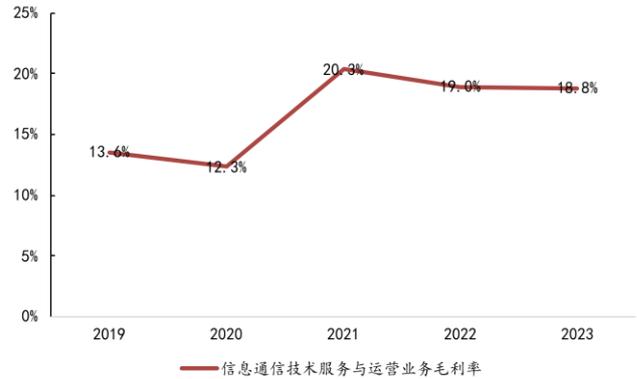
通信业务竞争力构筑公司基本盘, 应急与卫星业务或贡献增量。公司通信业务收入与行业周期保持一致, 2021 年波动较大系统统计口径调整所致, 实际通信业务整体增速为 0.7%, 整体来看保持稳定增长。展望后续, 5G 公专融合、应急通信建设及卫星互联网有望带来新一轮通信投资周期, 公司在各领域均有较全面布局, 将受益于行业周期向上。

图 22: 公司通信业务收入情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 23: 公司通信业务毛利率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

3 先进制造覆盖多领域，下游市场向好

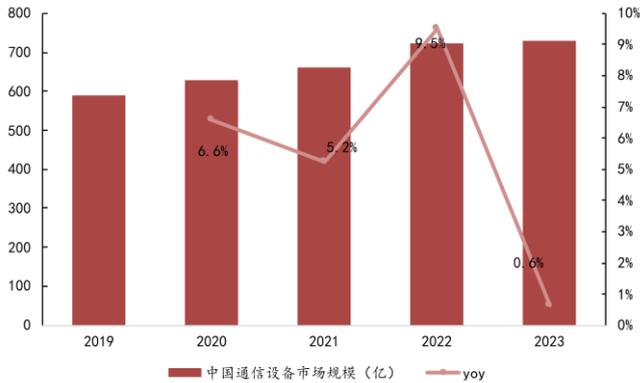
东信智能制造系公司核心产业之一，具备二十余年的先进制造经验。公司拥有杭州滨江、杭州富阳和嘉兴海宁三大生产基地，厂房面积超 33 万平方米。公司生产基地按照 TL9000 等国际标准进行质量控制，全面采用 ERP、MES 等先进的信息系统，及可视化系统，保障生产效率和质量。公司智能制造产品包括通信产品、智能硬件、安防监控、医疗电子、金融电子等，覆盖下游多个子行业。

图 24: 中国通信设备市场规模

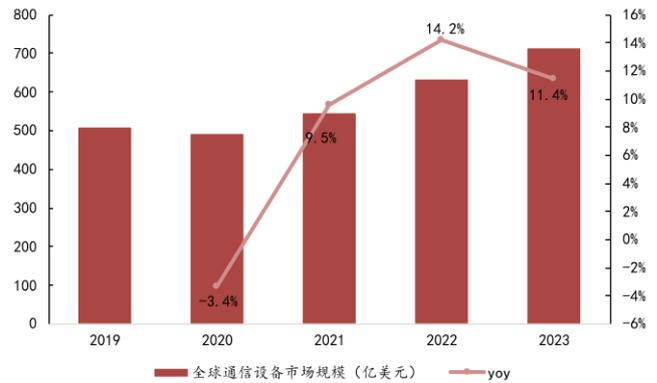


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

全球通信设备投资稳健，数据中心交换机受益于 AI 浪潮。2021 年全球通信设备经历了快速恢复期，市场规模增速提升到 10% 左右。2023 年，受到地缘政治和供应链积压影响，通信设备市场增速放缓，据 IDC，2023 年我国通信设备市场规模为 700 亿元左右，增速下滑到 0.6%，但其中数据中心交换机保持了 2.2% 的同比增速，主要受益于 AI 驱动的数据中心组网需求增长和 400G 端口出货量提升。

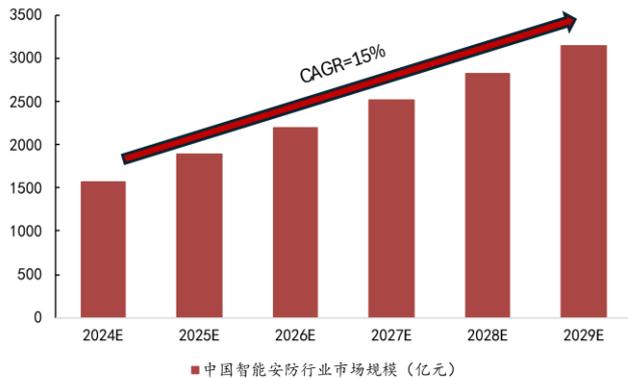
图 25: 中国通信设备市场规模


数据来源: IDC, 西南证券整理

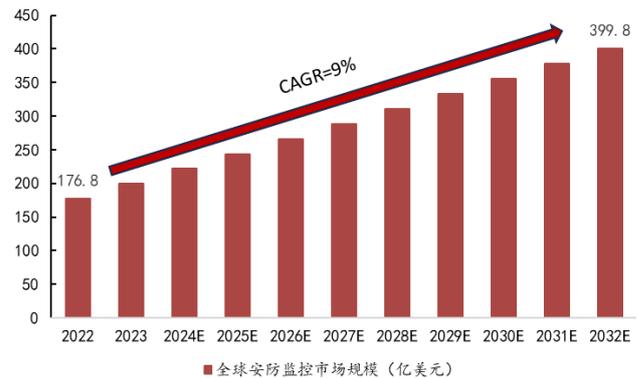
图 26: 全球通信设备市场规模


数据来源: IDC, 西南证券整理

政府和商业监控需求提升，智能化驱动家用安防增长。据 Business Research，新冠疫情后各国政府均增加了购买视频监控的预算，带来了全球人体识别等智能监控的需求增长。同时，智能识别、云端存储和双向通信等智能化云端化趋势也进一步带动了家用安防摄像头的市场增长。据前瞻产业研究院，未来 5 年我国安防市场规模有望以 15% 的复合增速增长，预计 2029 年市场规模将超过 3000 亿元。

图 27: 中国智能安防市场规模预测


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 28: 全球智能安防市场规模


数据来源: Business Research, 西南证券整理

市场规模稳中有进，产业下游需求持续增长。受汽车电动化、智能化和网联化的发展趋势影响，2023 年我国汽车电子市场规模达到 10973 亿元，同比增长 12.2%。同年全球市场规模为 22542 亿元，同比增长 5.3%。全球市场增速有所放缓，但鉴于国内新能源车型的较强竞争力，国内品牌有望在全球扩大市场份额。2023 年我国汽车产销量分别为 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6% 和 12%。随着宏观经济持续回升，财政部下拨专项资金支持老旧汽车报废更新以及地方补贴鼓励汽车消费，我国汽车市场有望保持持续增长态势。

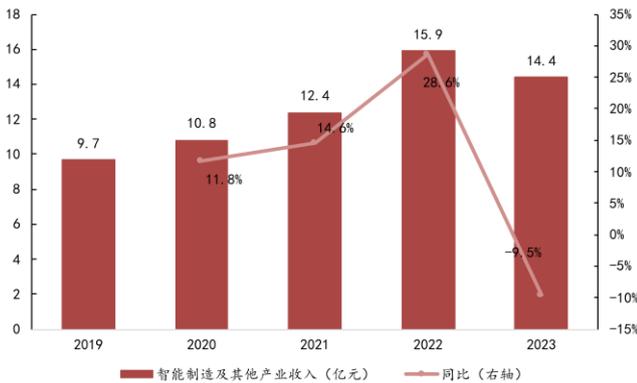
图 29：2019-2023 全球及中国汽车电子市场规模


数据来源：汽车工业协会，西南证券整理

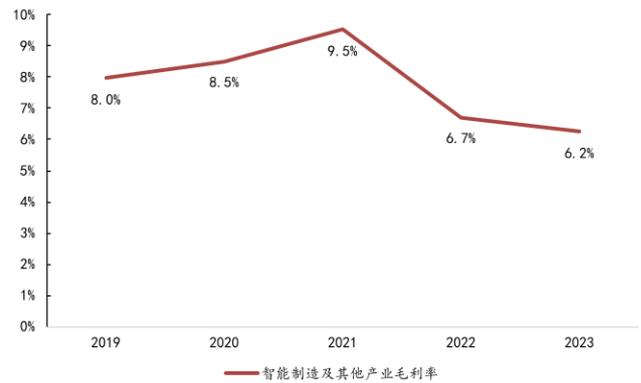
图 30：2019-2023 我国汽车产销量


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

智能制造短期承压，随经济转暖业务有望回归增速。2023 年智能制造及其他产业合计收入为 14.4 亿元，同比 22 年有所下滑，主要系经济压力下公司终端代工销售下滑导致。但公司智能制造业务与核心客户达成紧密合作，下游市场增速均在 10% 以上，随着经济转暖和公司拓客拓品，制造业务有望得到恢复。

图 31：智能制造及其他产业收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：智能制造及其他产业毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2023 年，中央财政宣布将增发 2023 年国债 1 万亿元，用于支持应急等项目的建设。公司信息通信产品广泛应用于应急领域，假设 2024-2026 年公司应急产品销售增速为 15%、10%、10%，价格和毛利率保持稳定。

假设 2：公司智能制造下游行业保持平稳增速，假设智能制造业务 2024-2026 年订单增速为 10%、8%、8%，代加工价格保持稳定，毛利率随着规模效应体现而小幅上升，预计 24-26 年智能制造毛利率分别为 3%、3.5%、3.5%。

假设 3：金融科技领域公司主要产品为智能一体机等产品，受行业“去柜台化”和网上办事等趋势的影响销售受到一定影响，但中长期看智能一体机向着多功能、智能化等趋势发展，单机价值量有望提升，抵消部分销量下降影响。我们假设 24-26 年公司金融科技业务销售年增速为 -5%，毛利率随着单机价值量提升保持稳定略升，分别为 10%、11%、11%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
信息通信	收入	1166.7	1341.7	1475.9	1623.5
	增速	-5.46%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%
智能制造	收入	1334.9	1468.4	1585.9	1712.8
	增速	-8.51%	10.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	2.5%	3.0%	3.5%	3.5%
金融科技	收入	298.5	283.5	269.4	255.9
	增速	-24.10%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	9.6%	10.0%	11.0%	11.0%
其他	收入	106.7	122.7	141.1	162.3
	增速	-93.30%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	53.2%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	2906.8	3216.4	3472.3	3754.5
	增速	-37.9%	10.7%	8.0%	8.1%
	毛利率	11.6%	12.3%	12.8%	12.9%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取专网通信设备和软件领域的三家上市公司作为可比公司，分别是烽火电子、上海瀚讯、普天科技，可比公司在窄带专网、宽带专网等领域与公司业务具有可比性。三家上市公司在 24 年平均 PE 为 65 倍，对应公司 24 年 67 倍 PE，首次覆盖给予公司“持有”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
000561.SZ	烽火电子	6.34	0.15	0.18	0.23	42.27	35.22	27.57
300762.SZ	上海瀚讯	14.88	0.15	0.39	0.56	99.20	38.15	26.57
002544.SZ	普天科技	17.27	0.32	0.44	0.50	53.97	39.25	34.54
平均值						65.15	37.54	29.56

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2024.8.12）

5 风险提示

专网通信项目招投标不及预期、产品价格波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2939.73	3252.81	3511.59	3796.94	净利润	149.81	171.17	193.85	214.76
营业成本	2602.12	2853.51	3063.39	3305.62	折旧与摊销	62.99	114.40	114.40	114.40
营业税金及附加	18.89	18.82	21.06	22.51	财务费用	-19.62	-1.92	-1.54	-2.04
销售费用	43.19	45.54	45.65	45.56	资产减值损失	-58.65	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	243.12	302.51	323.07	341.72	经营营运资本变动	7.33	-161.93	-75.21	-98.03
财务费用	-19.62	-1.92	-1.54	-2.04	其他	-25.75	-95.78	-85.41	-39.36
资产减值损失	-58.65	-40.00	-40.00	-40.00	经营活动现金流净额	116.12	-14.05	106.08	149.73
投资收益	177.01	100.00	100.00	100.00	资本支出	-112.28	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.01	0.01	其他	-438.59	106.10	100.01	100.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-550.87	101.10	95.01	95.01
营业利润	164.20	174.36	199.96	223.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.08	19.05	19.08	19.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	169.28	193.41	219.04	242.67	股权融资	-15.66	0.00	0.00	0.00
所得税	19.47	22.24	25.19	27.91	支付股利	-69.08	-73.51	-84.38	-96.37
净利润	149.81	171.17	193.85	214.76	其他	15.08	-10.38	1.54	2.04
少数股东损益	-3.00	-3.42	-3.88	-4.29	筹资活动现金流净额	-69.66	-83.89	-82.84	-94.32
归属母公司股东净利润	152.81	174.59	197.73	219.06	现金流量净额	-504.96	3.16	118.25	150.42
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1054.95	1058.11	1176.36	1326.78	成长能力				
应收和预付款项	1041.95	1167.59	1257.39	1357.72	销售收入增长率	-8.98%	10.65%	7.96%	8.13%
存货	551.20	644.98	712.19	753.96	营业利润增长率	21.55%	6.19%	14.68%	11.81%
其他流动资产	36.59	33.62	36.29	39.24	净利润增长率	11.98%	14.26%	13.25%	10.79%
长期股权投资	97.36	97.36	97.36	97.36	EBITDA 增长率	33.76%	38.20%	9.06%	7.39%
投资性房地产	223.46	223.46	223.46	223.46	获利能力				
固定资产和在建工程	367.50	281.89	196.29	110.68	毛利率	11.48%	12.28%	12.76%	12.94%
无形资产和开发支出	133.79	110.77	87.75	64.72	三费率	4.32%	10.64%	10.46%	10.15%
其他非流动资产	847.50	846.73	845.96	845.18	净利率	5.10%	5.26%	5.52%	5.66%
资产总计	4354.31	4464.52	4633.04	4819.11	ROE	4.32%	4.81%	5.28%	5.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.44%	3.83%	4.18%	4.46%
应付和预收款项	331.79	402.65	422.42	453.92	ROIC	7.95%	9.49%	10.46%	11.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.06%	8.82%	8.91%	8.85%
其他负债	554.88	500.13	539.42	575.59	营运能力				
负债合计	886.67	902.78	961.83	1029.51	总资产周转率	0.68	0.74	0.77	0.80
股本	1256.00	1256.00	1256.00	1256.00	固定资产周转率	19.31	30.15	157.70	-59.95
资本公积	902.21	902.21	902.21	902.21	应收账款周转率	3.00	3.32	3.26	3.27
留存收益	1266.11	1367.19	1480.53	1603.22	存货周转率	4.16	4.47	4.41	4.44
归属母公司股东权益	3427.88	3525.40	3638.74	3761.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.61%	—	—	—
少数股东权益	39.76	36.34	32.46	28.17	资本结构				
股东权益合计	3467.65	3561.74	3671.21	3789.60	资产负债率	20.36%	20.22%	20.76%	21.36%
负债和股东权益合计	4354.31	4464.52	4633.04	4819.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.46	3.67	3.74	3.79
					速动比率	2.75	2.85	2.90	2.96
					股利支付率	45.21%	42.11%	42.68%	43.99%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.14	0.16	0.17
					每股净资产	2.73	2.81	2.90	2.99
					每股经营现金	0.09	-0.01	0.08	0.12
					每股股利	0.06	0.06	0.07	0.08
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	207.57	286.85	312.82	335.94					
PE	76.03	66.54	58.76	53.04					
PB	3.39	3.30	3.19	3.09					
PS	3.95	3.57	3.31	3.06					
EV/EBITDA	43.66	31.55	28.55	26.14					
股息率	0.59%	0.63%	0.73%	0.83%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
