

宏景科技 (301396)

算力服务新秀，乘 AI 基建之风

买入 (首次)

2025 年 03 月 03 日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

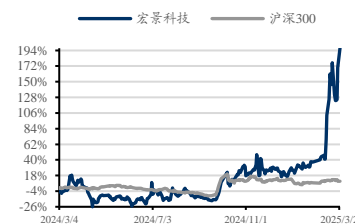
证券分析师 王世杰

执业证书: S0600523080004

wangshijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	746.29	770.61	770.86	1,204.15	2,257.69
同比 (%)	2.12	3.26	0.03	56.21	87.49
归母净利润 (百万元)	63.08	42.22	(50.16)	51.20	292.09
同比 (%)	(28.43)	(33.08)	(218.80)	202.07	470.55
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.58	0.39	(0.46)	0.47	2.66
P/E (现价&最新摊薄)	115.87	173.14	(145.74)	142.78	25.02

股价走势



投资要点

- 起家于智慧城市业务，转型算力服务新赛道。**宏景科技成立于 1997 年，拥有 9 家子公司。公司长期发展智慧城市综合服务，在智慧民生、城市综合管理、智慧园区等三大领域提供全方位的智慧城市解决方案，成为国内一流的智慧城市综合服务商。2023 年，公司实现营收 7.71 亿元；归母净利润 0.42 亿元。2023 年，公司新增算力设备集成服务，开始转型布局智算中心新赛道，2023 年营收为 1.16 亿元，营收占比 15%。
- AI 时代来临，国内算力大基建开启：**2024 年，o 系列、Llama3、通义千问、R1 等大模型不断升级，尤其是 DeepSeek R1 系列模型的发布，是基于算法层面的极大创新，加速了 AI 产业的发展。国内 AI 资本开支增加。大厂方面：2 月 24 日，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。政府方面：2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，全力推动中央企业融入国家算力布局。
- 转型算力服务商，组网调优能力强：**公司子业务专业从事 IDC 数据中心研发、设计、施工、运维服务工作，拥有广州云埔数据中心、国家税务总局广东数据中心等多个数据中心应用案例。客户在选择算力供应商时以调优、组网的能力为重要指标，而算力业务是在公司整体综合能力的基础上从原有智慧城市行业中滋生、延展出来的，公司算力调优、组网能力强，相关团队储备充足。2024 年 10 月-2025 年 2 月，公司已经累计公告四个算力订单，累计金额达到 14.65 亿元。订单内容主要为客户提供算力服务器采购、组网调试、服务器改配调优服务以及算力服务等。
- 盈利预测与投资评级：**AI 产业快速发展，Deepseek R1 的推出更是加快国内 AI 发展速度，阿里等互联网大厂上调资本开支，国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，国内有望迎来算力基建大时代。宏景科技从事数据中心相关业务多年，从 2023 年开始转型布局智算，参股算力公司深海之光，2024 年-2025 年 2 月，已经公告 15 亿元算力服务订单。同时，公司成立香港子公司，拟布局海外市场。我们认为公司算力服务能力业内领先，后续算力业务有望迎来高增。基于此，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为-0.50/0.51/2.92 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	66.66
一年最低/最高价	16.68/68.93
市净率(倍)	5.90
流通 A 股市值(百万元)	3,395.91
总市值(百万元)	7,309.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.30
资产负债率(% ,LF)	39.57
总股本(百万股)	109.66
流通 A 股(百万股)	50.94

相关研究

内容目录

1. 智慧城市综合服务商，转型算力服务新赛道	4
1.1. 起家于智慧城市业务，2023 年新增算力业务	4
1.2. 主业营收连年增长，新增算力设备集成服务	6
2. AI 时代来临，国内算力大基建开启	8
3. 宏景转型算力服务商，已经拿下多个订单	10
3.1. 从事数据中心相关业务多年，投资参股算力公司	11
3.2. 已经拿到四个算力大单、逐步布局海外算力业务	13
4. 盈利预测与投资评级	14
5. 风险提示	15

图表目录

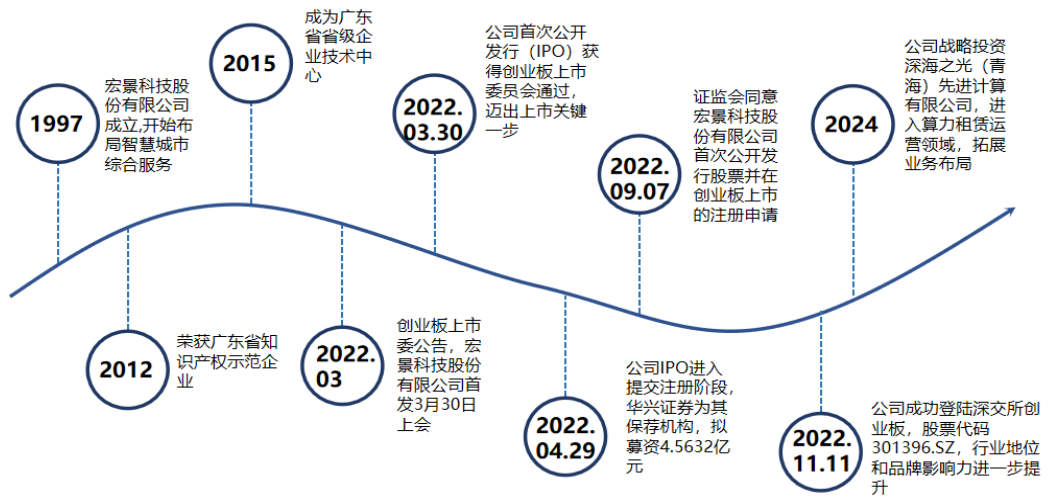
图 1: 宏景科技发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 3 月 1 日)	5
图 3: 公司主要业务.....	6
图 4: 2018-2023 年营业收入与同比增速 (亿元)	6
图 5: 2018-2023 年归母净利润与同比增速 (亿元)	6
图 6: 2018-2023 各业务营业收入占比	7
图 7: 2020-2023 年公司费用率	7
图 8: 2023 年公司各业务毛利率.....	8
图 9: 超级产品增长 1 亿用户所用时间.....	8
图 10: 中国人工智能服务器市场预测 (2024-2028)	10
图 11: 中国人工智能行业应用渗透度 (%)	10
图 12: 中国人工智能行业应用渗透度.....	11
图 13: 公司数据中心应用案例.....	12
图 14: 公司已经公告的四个算力订单.....	13
表 1: 营收预测 (亿元)	14
表 2: 可比公司估值 (截至 2025 年 3 月 3 日)	15

1. 智慧城市综合服务商，转型算力服务新赛道

1.1. 起家于智慧城市业务，2023 年新增算力业务

成立 28 年，深耕智慧城市领域。宏景科技成立于 1997 年，拥有 9 家子公司。公司长期发展智慧城市综合服务，在智慧民生、城市综合管理、智慧园区等三大领域提供全方位的智慧城市解决方案，成为国内一流的智慧城市综合服务商。2023 年，公司新增算力设备集成服务，开始转型布局智算中心新赛道。

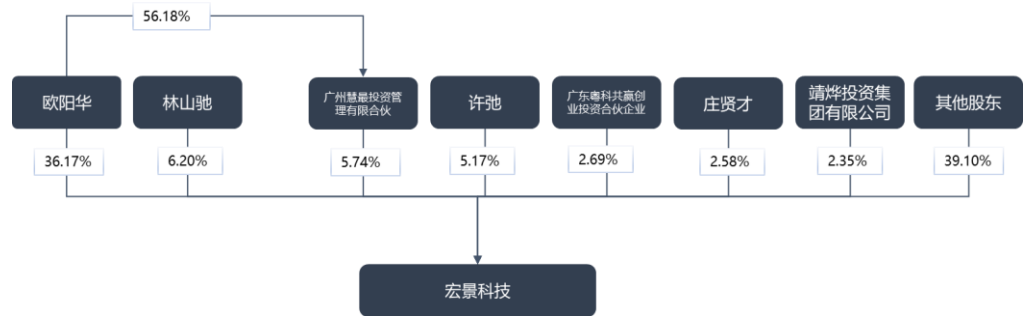
图1：宏景科技发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

欧阳华为实控人。截至 2025 年 3 月 1 日，欧阳华直接持有公司 36.17% 股份，通过广州慧景投资管理有限合伙持有公司 5.74% 股权，实际控制人为欧阳华。欧阳华 1961 年出生，中国国籍，博士学历。1980 年 9 月至 1995 年 2 月任汕头市委二秘科科长；1995 年 2 月至 1997 年 2 月任汕头高新技术开发区宏程发展总公司副总经理；1997 年 3 月至今历任宏景科技执行董事兼总经理、董事长。现任宏景科技董事长。

图2: 公司股权结构 (截至 2025 年 3 月 1 日)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

布局智慧民生、城市综合管理、智慧园区、算力设备集成服务、运维服务五大业务。

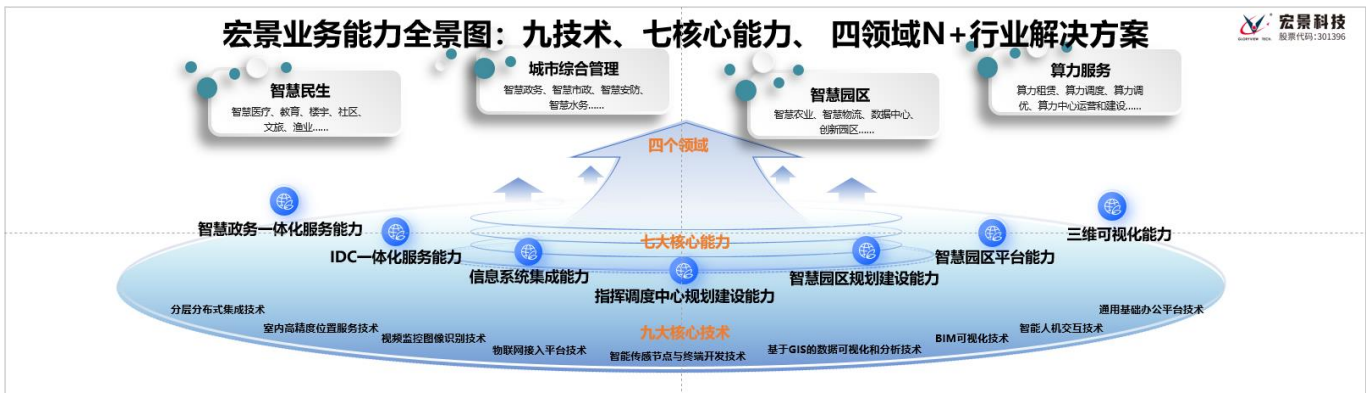
智慧民生: 公司以客户的信息资源为基础, 结合大数据、云计算、物联网等技术, 实现客户的经营管理数据化、业务在线化、以及资源的快速优化配置。公司在智慧民生领域内代表性的应用场景为智慧医疗、智慧教育、智慧楼宇、智慧社区、智慧旅游。

城市综合管理: 公司在城市综合管理领域中主要服务于市政、政务、安防等政府机关及事业单位, 为其日常运营以及决策提供科学有效的整体解决方案。典型应用场景为: 智慧政务、智慧市政、智慧安防。

智慧园区: 公司在智慧园区主要针对政府主导型开发型智慧园区、产业地产主导型智慧园区、大企业智慧园区、小微型智慧园区等类型园区, 以信息技术为手段、智慧应用为支撑, 建设基础设施网络化、建设管理精细化、服务功能专业化和产业智能化的载体和平台。典型应用场景为: 智慧农业。

算力设备集成服务: 公司凭借多年的创新研发团队建设和计算集群技术积累, 与上游设备厂商华为、浪潮、新华三等建立的深度合作关系, 推出了智算中心建设的一整套方案和服务, 能够根据客户需求, 提供系统设计、设备供应、安装部署、测试调优等销售及技术服务, 服务客户在大模型训练、推理、科学计算等业务场景的需求。

图3：公司主要业务

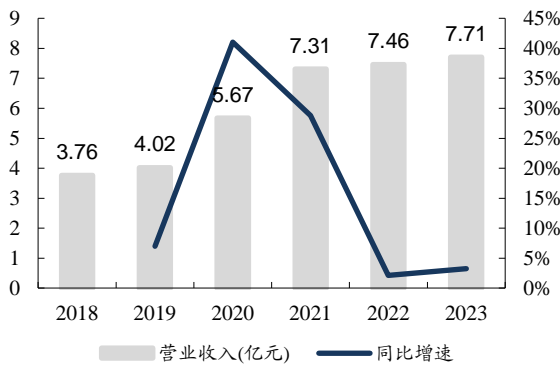


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 主业营收连年增长，新增算力设备集成服务

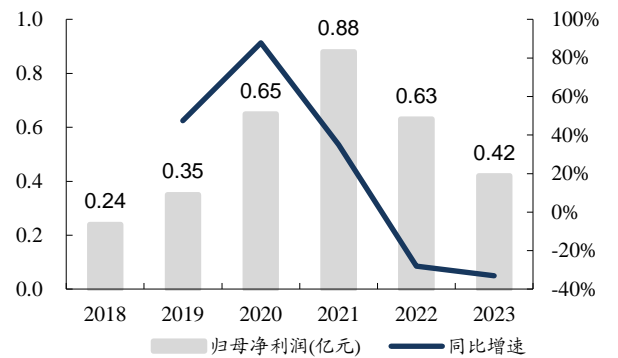
营收连续多年正增长，利润表现不佳。2023年，公司实现营收7.71亿元，同比增长3.26%；归母净利润0.42亿元，同比下降33%。公司业绩有所下滑主要系智慧城市行业的项目建设周期普遍在一至三年，项目验收进度被拉长，项目回款不及预期，导致应收账款占比较大，从而计提坏账准备的金额增加，从而影响了利润表现；另一方面，传统智慧城市行业市场竞争加剧，导致项目毛利率降低。

图4：2018-2023年营业收入与同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

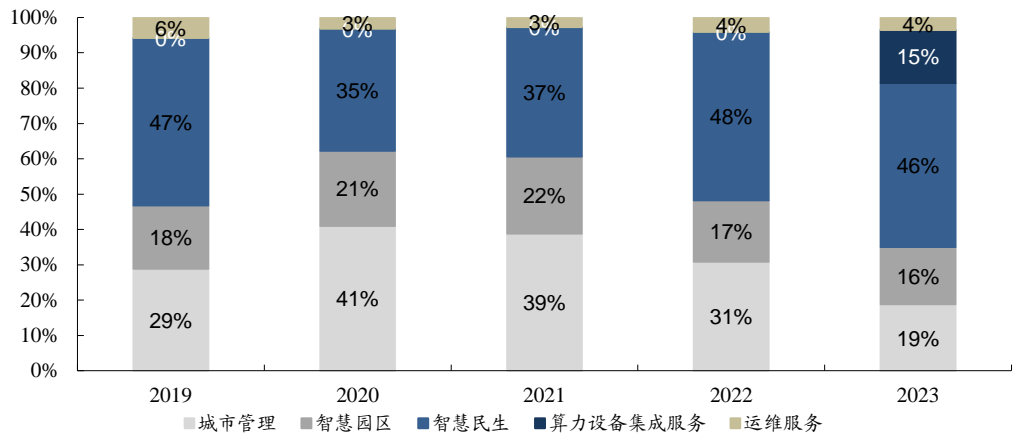
图5：2018-2023年归母净利润与同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2023年智慧民生业务营收占比最大，2023年新增算力设备集成业务营收，营收占比15%。

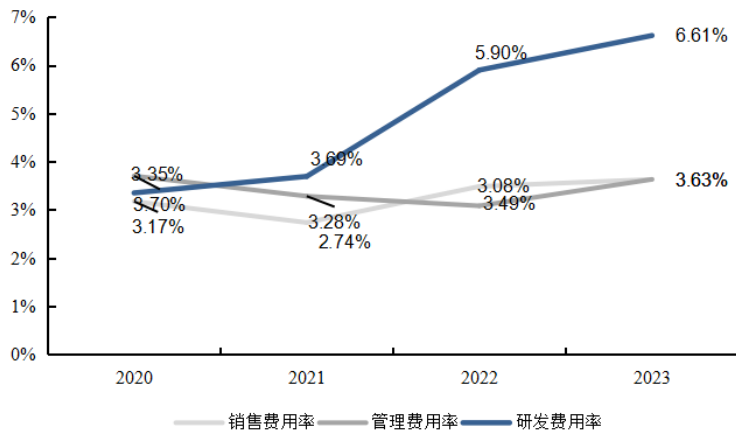
图6: 2018-2023 各业务营业收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

不断加大研发投入, 强销售打开市场空间。2020-2023 年, 公司研发费用率大幅提升, 核心业务不断创新, 研发升级新产品。销售费用率稳中有升, 主要系公司积极拓展市场。

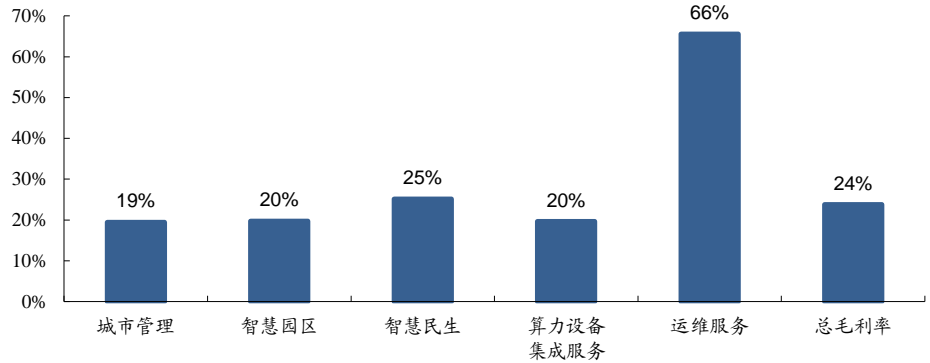
图7: 2020-2023 年公司费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

传统主业中智慧民生和运维服务业务毛利率最高, 2023 年新增算力设备集成服务毛利率为 20%。

图8: 2023 年公司各业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. AI 时代来临, 国内算力大基建开启

2024 年, o 系列、Llama3、通义千问、R1 等大模型不断升级, 尤其是 DeepSeek R1 系列模型的发布, 正是基于算法层面的极大创新, 对中国乃至全球的人工智能产业带来深刻变革。

Deepseek 用户量大幅提升。QuestMobile 数据显示, DeepSeek 在 1 月 28 日的日活跃用户数首次超越豆包, 随后在 2 月 1 日突破 3000 万大关, 成为史上最快达成这一里程碑的应用。据 AI 产品榜, 今年 1 月 20 日 DeepSeek R1 模型发布后, 1 月 DeepSeek 用户增长达 1.25 亿 (含网站 (Web)、应用 (App) 累加不去重)。其中, 80% 以上用户来自 1 月最后一周, 即 DeepSeek 在没有任何广告投放情况下实现了 7 天完成 1 亿用户增长。

图9: 超级产品增长 1 亿用户所用时间



数据来源: IT 之家, 东吴证券研究所

Deepseek 算力出现紧缺。2 月 6 日周四, DeepSeek 突然暂停其 API 服务充值, 按

钮显示灰色不可用状态。随后，DeepSeek 对此发表声明称，“当前服务器资源紧张，为避免对您造成业务影响，我们已暂停 API 服务充值。存量充值金额可继续调用，敬请谅解！”。

国内 AI 资本开支增加，国内数据中心基建迎来春天。

大厂方面：

2 月 24 日，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，未来三年，阿里将投入超过 3800 亿元，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。

腾讯接入 Deepseek。2 月 22 日，苹果商店显示，腾讯元宝超越豆包，升至中国区苹果免费 APP 下载排行榜第二，DeepSeek 继续位居榜首。腾讯元宝使用 Deepseek 满血版十分流畅，可见其算力支持非常充足。

政府方面：

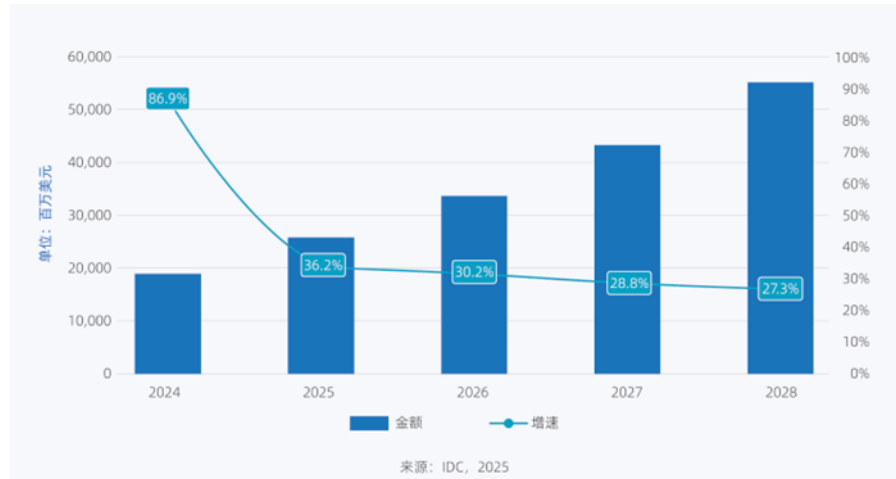
上海提出到 2025 年底，建成世界级人工智能产业生态，力争全市智能算力规模突破 100EFLOPS（一年半翻倍，已知截至 2024 年 6 月，上海智能算力总规模超过 54EFLOPS）。

中央层面，2 月 19 日，国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，全力推动中央企业融入国家算力布局，与龙头民企、科研机构深化合作，一批高价值行业应用场景落地，智能算力供给能力显著提升，数据集建设稳步推进，大模型构建加速追赶，在人工智能关键领域取得系列积极进展。

国内有望迎来数据中心基建时刻。1) Deepseek 普及拉动算力需求，提升数据中心上架率；2) 国内资本开支持续增加带来 IDC 新建需求；3) IDC 由普通 IDC 向 AIDC 转换，带动产业链变化。

根据 IDC 报告，2024 年中国人工智能算力市场规模达到 190 亿美元，2025 年将达到 259 亿美元，同比增长 36.2%，2028 年将达到 552 亿美元。

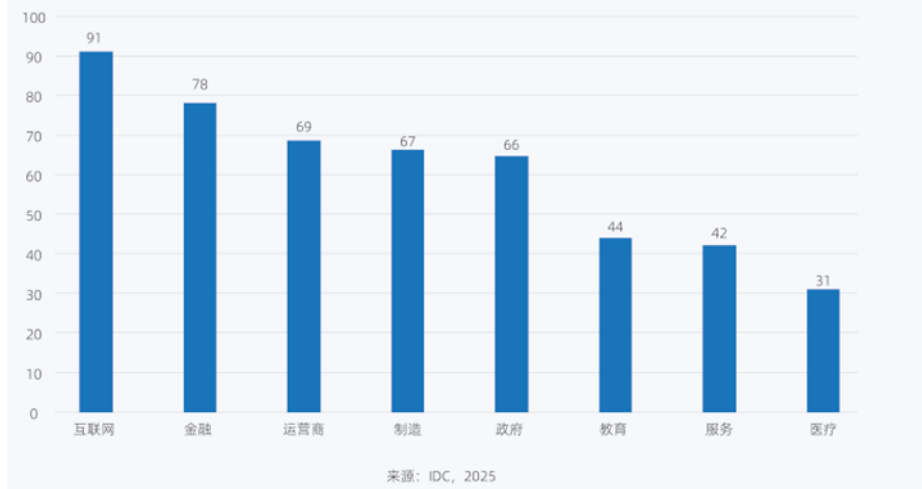
图10：中国人工智能服务器市场预测（2024-2028）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

互联网有望成为 AI 时代算力投入第一大行业。通过评估人工智能技术场景和应用场景成熟度、投资规模等维度，IDC 对人工智能的行业渗透度进行评估，排名前五的行业依次为：互联网、金融、运营商、制造和政府。互联网企业在大模型的研发、应用及推广过程中依旧起到了引领的作用，后续有望持续加大算力投入。

图11：中国人工智能行业应用渗透度（%）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

互联网客户在选择算力供应商时以调优、组网的能力为重要指标。

3. 宏景转型算力服务商，已经拿下多个订单

公司的算力业务是从智慧城市业务中延展出来的，与智慧城市业务实现了协同发展，共存于公司的业务发展蓝图中：公司以智慧城市为基底，算力服务为支撑，进而实现 AGI 应用场景的突破和发展，进而再推动智慧城市的高质量发展。未来，公司会不断做优传统智慧城市业务，做深算力服务业务，从而实现 AGI 应用场景的突破和发展。

图12: 中国人工智能行业应用渗透度



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

3.1. 从事数据中心相关业务多年，投资参股算力公司

公司子业务专业从事 IDC 数据中心研发、设计、施工、运维服务工作。公司运用研究开发中心的研发技术和物联网新兴技术、系统集成技术，并结合多年数据中心、建筑智能化、系统集成建设的实践经验，不断创新，不断优化数据中心的能源效率、节能技术、绿色管理、安全防范、施工工艺，打造绿色、节能、安全、高效的数据中心。

宏景科技结合客户需求，从 ICT 基础架构搭建，业务系统集成到平台安全体系建设，为用户提供全面的数据中心整体解决方案；同时，公司拥有各类专业技术人才，可通过技术资源输出，为客户提供系统平台运维管理增值服务，辅助客户梳理并建立标准有效的服务管理流程，提升 IT 信息系统整体管理及运维水平。

公司拥有多家数据中心业务服务案例。

图13: 公司数据中心应用案例

数据中心应用案例	具体内容
广州云埔数据中心	数据机房智能化、弱电、开机柜及走线架、机架接地等专业工程。建设内容:综合布线系统、计算机网络、视频安防监控系统、出入口控制系统、机房动力环境监控系统、智能配电系统、建筑设备监控系统(BAS)、首层ECC瓶控宽大屏显示系统、弱电综合管槽。
国家税务总局广东数据中心	位于佛山市南海区松岗南国桃园西门西侧,国家税务总局建设的两个总局集中数据中心之一,承载全国税务系统数据灾备、核心骨干网、身份认证等重要业务。随着近年税务信息化建设的高速发展和深入推进,广东数据中心新增大量计算机设备,机房现有总容量使用已经超过50%,为进一步提高数据中心的承载能力,满足税务总局税改云平台的业务发展的需要。建设内容:将数据中心二楼尚未使用的机房区域按国家A级机房标准进行升级扩容,建设范围包括但不限于动力系统(高/低压配电系统、UPS系统、发电机系统等)、暖通系统(精密空调系统、新风系统)、监控系统(动环监控)、综合布线系统。项目核心系统主要包括:变压器、中压配电柜、低压配电柜、母线、UPS系统、精密空调6大类。
云南中烟中洲阳光机房项目	位于云南省昆明市盘龙区羊肠小村,云南中烟工业有限责任公司A级机房,体现“绿色”机房特点。项目分为2个包,建设面积为1494㎡。建设内容:基础装饰装修、防雷系统、机房综合布线、管理中心会议系统;机房供电系统、发电机系统、UPS后备电源系统、精密配电系统、精密空调、机柜系统部分、机房环境动力监控、显示系统、扩声系统、音视频系统、会议发言系统、多媒体显示系统等。
广东电网公司省级集中计量自动化系统项目	项目位于佛山汇源通产业园2座4F,建设室内面积约795㎡。通过建设高标准基础设施平台,以满足省级计量“十三五”技改规划要求,以及未来计量设备管理发展趋势和自身计量业务发展需求。建设主机房及配套电源室、电池室,对机房的装修系统、供电系统、UPS电源及后备电池系统、安保系统、KVM系统、环境监控系统、机柜、空调系统,布线等进行建设,并建设省计量主站的通信通道。
广西壮族自治区公安厅技术大楼数据中心	广西壮族自治区公安厅技术大楼等项目,总建筑面积在100144.32平方米。建设内容:综合布线系统,机房工程,安全防范系统、有线电视系统、信息导引及发布系统、应急指挥中心、电子会议系统、视频安防监控系统等20个系统。
广州农村商业银行白云灾备机房项目	广州农村商业银行股份有限公司灾备数据中心机房,4层、5层区域改建成主机房及配套用房,总建筑面积为1505平方米。建设内容:机柜:共150多架机柜,其中含有小型机柜、服务器机柜及网络机柜等。供电:4套500KVA UPS组成。双总线系统,并设置19台精密列头柜,设置20多台ATS切换柜,配电给80多台空调设备。空调工程:共设置50多台25KW行间空调(一期建设37台),20多台12.5小型精密空调。弱电系统:综合在线系统、门禁系统等。
双胞胎集团数据中心机房布线项目	双胞胎集团数据中心机房面积200平方米,分两组40个机柜,可靠性非常高,可实现5个9的可持续运行,不影响业务,其次也采用冷热通道技术,冷风从顶上吸入,从机房后排出热气,相比传统机房节能减排。

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司算力调优、组网相关团队储备充足。客户在选择算力供应商时以调优、组网的能力为重要指标,而算力业务是在公司整体综合能力的基础上从原有智慧城市行业中滋生、延展出来的,并非公司凭空诞生的业务,同时公司具备优秀的创新研发团队建设和计算集群技术积累,以及多年来的行业供应链整合能力,因此并不需要从零开始建设人才团队。

与腾讯等大厂有多年合作经验。早在2017年,宏景科技斥资千万成立“宏景大数据应用研究院”,在人工智能、大数据、物联网、云计算技术领域不断突破创新,硕果累累。作为AI+应用解决方案提供商,依托宏景科技的系统集成技术和业务优势,成为“腾讯云”微瓴产业合伙人,与中国移动成立5G+创新应用联合实验室,与追一科技成立AI数字员工联合实验室,与ROKID成立非接触式AR+AI多模态交互联合实验室。

2024年7月8日,公司公告拟与深海之光(北京)、上海莘滔共同向深海之光(青海)先进计算有限公司(以下简称“深海之光(青海)”、“目标公司”)进行增资,其中公司拟使用自有资金增资1,000万元,认缴目标公司新增注册资本,本次增资完成后,公司将持有目标公司20%的股权。

深海之光(青海)先进计算中心项目选址于共和县海南州大数据产业园区,总建筑

面积约 10198.99 m²，其中大数据中心建筑面积约 10145.75 m²。项目不仅涵盖了大数据中心的主体建设，还配套有室外给排水、电气、供暖、道路地坪、绿化等完善的基础设施工程，致力于打造成为行业领先的绿色算力基地。在算力设备购置方面，该项目规划前瞻，本期工程计算中心拟建规模为 8192PFlops。

3.2. 已经拿到四个算力大单、逐步布局海外算力业务

2024 年 10 月-2025 年 2 月，公司已经累计公告四个算力订单，累计金额达到 14.65 亿元。订单内容主要为客户提供算力服务器采购、组网调试、服务器改配调优服务以及算力服务等。

未来，宏景科技也将继续加大对智算中心建设的投入和运营力度，深化人工智能和高性能计算集群技术迭代，加大对算力调度系统和分布式存储等关键技术的研发投入，满足客户日益增长的算力需求，将先发优势变为竞争优势，不断提升公司在数字经济领域的竞争力。

图14: 公司已经公告的四个算力订单

日期	算力合同金额(亿元)	合同客户	合同期限	合同主要内容
2025年2月25日	1.61	深圳X公司		乙方按照甲方要求提供算力服务器采购、组网调试、服务器改配调优服务。
2024年11月19日	4.09	深圳X公司	三年	公司按照甲方要求向甲方提供硬件资源设备、组网配套服务及对服务器进行必要的改配服务，并提供算力服务。
2024年10月30日	4.86	深圳X公司	三年	乙方向甲方提供算力服务对应的服务器及组网配套，乙方提供算力服务对应的服务器及组网配套经甲方验收后，按双方约定的价格和服务时间向甲方提供算力服务。
2024年10月22日	4.09	深圳X公司	三年	求向甲方提供硬件资源设备、组网配套服务及对服务器进行必要的改配服务的，并提供算力服务，甲方按约定向乙方支付项目费及服务费用。
累计算力合同金额(亿元)	14.65			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司将主要通过香港子公司逐步向东南亚地区探索业务开拓的机遇。2024 年 7 月 8 日公司以自有资金 100 万美元在香港设立全资子公司。目标公司成立后，将纳入公司合并报表范围，成为公司新增的全资子公司。新增子公司经营范围：软件开发、产业数字化和智能化；智慧城市范围内的咨询、设计、集成、安装、调试和运营管理服务等。子公司已经于 2024 年 8 月完成设立。

公司倾向于通过闲置 IDC 改造实现客户需求。传统数据机房的建设往往需要较高的资金投入、成本开支，并且目前市场上仍存在一些的闲置数据机房，因此公司更倾向于通过闲置数据机房的改造，然后实现服务器的上架、集群、调优、组网以达到客户要求的算力水平，从而全方位满足客户在大模型训练、推理、科学计算等不同业务场景的

各类需求。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设:

智慧民生业务: 该业务是公司重点布局业务, 2024 年公司主动优化项目结构, 优选高毛利业务, 营收增速有所影响, 2025 年后公司优化效果有望逐步显现。基于此, 我们预计 2024-2026 年智慧民生业务营收增速分别为 0%/10%/10%。

城市综合管理业务: 该业务主要服务于市政、政务、安防等政府机关及事业单位, 营收增速受到下游政府财政情况影响较大。基于此, 我们预计 2024-2026 年该业务营收增速分别为 0%/5%/5%。

智慧园区业务: 该业务主要服务于政府主导型开发型智慧园区、产业地产主导型智慧园区、大企业智慧园区、小微智慧园区等类型园区, 营收增速同样受到下游政府财政情况影响较大。基于此, 我们预计 2024-2026 年该业务营收增速分别为 0%/5%/5%。

算力设备集成服务业务: 该部分业务为公司新增战略业务, 2024 年公司合计公告相关订单 13.03 亿元, 合同期限均为 3 年, 其主要在 2025 年开始确认收入。同时, 国内大厂资本开支加大, 公司后续有望持续拿到新订单。基于此, 我们预计 2024-2026 年该业务营收增速分别为 0%/331%/200%。

表1: 营收预测 (亿元)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
智慧民生	1.96	2.67	3.56	3.58	3.58	3.94	4.33
增长率	3%	36%	33%	1%	0%	10%	10%
毛利率	22%	28%	25%	25%	22%	24%	25%
城市综合管理	2.33	2.84	2.30	1.45	1.45	1.52	1.60
增长率	100%	22%	-19%	-37%	0%	5%	5%
毛利率	24%	27%	25%	19%	17%	18%	19%
智慧园区	1.21	1.59	1.30	1.25	1.25	1.31	1.38
增长率	67%	32%	-18%	-4%	0%	5%	5%
毛利率	26%	28%	34%	20%	17%	20%	21%
算力设备集成服务				1.16	1.16	5.00	15.00
增长率				0%	0%	331%	200%
毛利率				20%	20%	22%	24%
运维服务	0.18	0.20	0.31	0.27	0.27	0.27	0.27
增长率		11%	52%	-11%	0%	0%	0%
毛利率	35%	42%	57%	66%	55%	55%	55%
收入总计	5.67	7.31	7.46	7.71	7.71	12.04	22.58

增长率	41%	29%	2%	3%	0%	56%	87%
毛利率	24%	28%	28%	24%	21%	23%	24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司估值：宏景科技主业为智慧城市业务，新增业务为算力服务业务。基于业务相似性原则，我们选取云赛智联、广电运通和南威软件作为可比公司。由于公司算力服务业务于 2026 年逐步释放利润，我们认为公司 2026 年 PE 更具可比性，基于此，宏景科技 2026 年 PE 为 25 倍，低于可比公司平均 PE 估值。

表2：可比公司估值（截至 2025 年 3 月 3 日）

股票代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600602	云赛智联	252	21.87	2.15	2.38	2.63	117.11	105.79	95.74
002152	广电运通	350	14.10	9.17	12.43	14.41	38.19	28.17	24.31
603636	南威软件	84	14.46	-2.89	1.15	2.25	—	73.04	37.28
	可比公司估值平均值						77.65	69.00	52.44
301396	宏景科技	73	66.66	-0.50	0.51	2.92	—	142.78	25.02

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：广电运通 2024 年归母净利润数值为 2024 年业绩快报数值。云赛智联和宏景科技 2024-2026 年归母净利润为东吴证券研究所预测，广电运通和南威软件归母净利润为 wind 一致预期数值。

投资建议：AI 产业快速发展，Deepseek R1 的推出更是加快国内 AI 发展速度，阿里等互联网大厂上调资本开支，国资委全力推动中央企业融入国家算力布局，国内有望迎来算力基建大时代。宏景科技从事数据中心相关业务多年，从 2023 年开始转型布局智算，参股算力公司深海之光，2024 年-2025 年 2 月，已经公告 15 亿元算力服务订单。同时，公司成立香港子公司，拟布局海外市场。我们认为公司算力服务能力业内领先，后续算力业务有望迎来高增。基于此，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 -0.50/0.51/2.92 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

技术发展不及预期。AI 算力基建能否持续主要取决于 AI 大模型等技术的发展，如果 AI 技术发展不及预期，可能会影响算力基建投资速度。

中美地缘政治风险。美国可能加大对中国的科技制裁，导致中国无法获取最先进的 AI 芯片。

行业竞争加剧。算力基建市场发展迅速，新进参与者众多，可能会导致行业竞争加剧。

宏景科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,906	1,810	2,136	3,308	营业总收入	771	771	1,204	2,258
货币资金及交易性金融资产	762	738	530	530	营业成本(含金融类)	587	608	931	1,715
经营性应收款项	711	637	1,069	2,068	税金及附加	2	2	4	7
存货	306	317	383	470	销售费用	28	33	45	56
合同资产	54	46	72	135	管理费用	29	39	45	56
其他流动资产	73	72	82	105	研发费用	51	62	72	84
非流动资产	267	290	315	342	财务费用	3	0	4	11
长期股权投资	4	5	7	9	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	198	204	211	217	投资净收益	4	0	0	0
在建工程	29	44	60	77	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	0	1	2	3	减值损失	(52)	(80)	(50)	(30)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	30	(53)	54	299
其他非流动资产	36	36	35	35	营业外净收支	8	0	0	9
资产总计	2,174	2,100	2,451	3,650	利润总额	38	(53)	54	308
流动负债	803	779	1,080	1,989	减:所得税	(4)	(3)	3	18
短期借款及一年内到期的非流动负债	103	210	244	505	净利润	42	(50)	51	289
经营性应付款项	488	317	485	893	减:少数股东损益	0	1	(1)	(3)
合同负债	107	36	56	103	归属母公司净利润	42	(50)	51	292
其他流动负债	106	216	296	489	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	(0.46)	0.47	2.66
非流动负债	84	84	84	84	EBIT	27	(54)	59	321
长期借款	76	76	76	76	EBITDA	32	(40)	74	338
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.79	21.11	22.67	24.03
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	5.48	(6.51)	4.25	12.94
其他非流动负债	6	6	6	6	收入增长率(%)	3.26	0.03	56.21	87.49
负债合计	887	863	1,164	2,073	归母净利润增长率(%)	(33.08)	(218.80)	202.07	470.55
归属母公司股东权益	1,287	1,237	1,288	1,580					
少数股东权益	0	0	0	(3)					
所有者权益合计	1,287	1,237	1,288	1,577					
负债和股东权益	2,174	2,100	2,451	3,650					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(19)	(87)	(191)	(213)	每股净资产(元)	11.74	11.28	11.74	14.41
投资活动现金流	(548)	(36)	(40)	(34)	最新发行在外股份(百万股)	110	110	110	110
筹资活动现金流	101	98	24	246	ROIC(%)	2.19	(3.36)	3.52	16.03
现金净增加额	(466)	(25)	(208)	0	ROE-摊薄(%)	3.28	(4.06)	3.98	18.49
折旧和摊销	5	14	15	16	资产负债率(%)	40.82	41.08	47.47	56.80
资本开支	(225)	(35)	(38)	(32)	P/E (现价&最新股本摊薄)	173.14	(145.74)	142.78	25.02
营运资本变动	(92)	(139)	(317)	(554)	P/B (现价)	5.68	5.91	5.68	4.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>