

有方科技 (688159.SH)

物联网通信为基，云业务高增，渠道价值待重估

物联网通信业务为基石，云产品打开新成长曲线。1) 有方科技成立于2006年，2020年登陆科创板。发展历程聚焦“物联网+”领域，为客户提供接入云、管道云、多制式蜂窝无线通信模组及整机等产品；2023年拓展云产品业务，2025年进一步布局算力云服务业务，实现业务边界延伸。2) 公司核心管理与技术团队平均拥有20年以上通信行业从业经历，多位成员曾任职于中兴，具备深厚产业背景。董事长王慷拥有近30年无线通信领域经验。3) 公司主营业务包括：物联网无线通信模组、物联网无线通信终端产品、物联网无线通信解决方案、云产品，涵盖物联网行业及云产品的设计、研发、外协加工与销售。4) 财务表现：公司业绩整体呈稳健增长态势，2024年受益于云产品业务快速增长，营收同比+229.3%，归母净利润同比+360.8%；随着海外市场及国内政府业务拓展，物联网业务毛利率有望改善；公司费用控制良好，叠加营收快速增长，费用率整体持续下降。

物联网行业前景乐观，公司具备多项核心竞争力。1) 物联网是中国战略性新兴产业。据IoT Analytics报告，2024年全球蜂窝物联网连接数超40亿，预计2024-2030年连接数复合年增长率为15%。无线通信模组市场集中度较高，2024年全球前五家企业占据超75%市场份额，国内上市企业包括移远通信、广和通、美格智能、日海智能、有方科技等。2) 公司具备多项核心竞争力：精通无线通信业务五项核心基础技术，自主研发形成了十多项核心应用技术。公司在智能电网领域处于龙头地位，2009年即实现产品应用于国家电网集中抄表并完成国产化替代，近三年在智能电网无线通信模组出货量占国家电网用采招标采购量50%以上，同时积极拓展海外市场，在印度电力市场占有率第一，在亚洲、中东、欧洲等多个国家电力市场份额领先。基于全球首创“云-管-端”架构接入通信解决方案，打造“有方开物”物联网运营平台，为各级政府提供物联感知体系“规建管用”整体解决方案，支撑城市治理现代化；首创“有方观致”管道云平台，为物联网产业客户提供通信质量监测、诊断和运维管理服务。

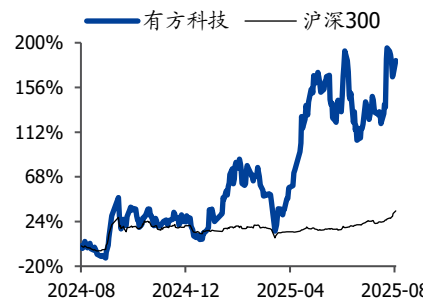
国内智算需求旺盛，云产品渠道价值优势被低估。公司自2023年拓展云产品业务后收入高速增长，构建起客户与供应链优势，形成差异化竞争力。当前国内智算需求旺盛，随着人工智能产业发展及数据中心、智算中心建设推进，叠加政策支持，云产品市场前景广阔有望持续高增长。2024年公司实现盈利，融资环境改善，且在存算领域积累了优质客户、稳定供应链及运维能力，故规划适时开展算力云服务业务。2025年7月，公司宣布拟签订不超40亿元服务器采购合同用于算力云服务，预期对未来财务和经营产生积极影响；其开展该业务的优势在于早布局且稳定的供应链渠道、与下游大客户的长期合作及良好口碑。综合来看，市场低估了公司云产品及算力云服务在客户与供应链方面的渠道优势，时戳算力需求旺盛背景下，相关业务未来或具备更高议价权，为公司带来持续高增长动能。

增持 (首次)

股票信息

行业	通信设备
08月25日收盘价(元)	71.49
总市值(百万元)	6,642.05
总股本(百万股)	92.91
其中自由流通股(%)	99.81
30日日均成交量(百万股)	7.63

股价走势



作者

分析师 刘高畅
执业证书编号: S0680518090001
邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 李可夫
执业证书编号: S0680525060001
邮箱: likefu@gszq.com

相关研究

盈利预测与投资评级。基于关键假设，预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 51.58/78.95/105.03 亿元，同比增长 68%/53%/33%，归母净利润为 2.35/6.40/11.02 亿元，同比增长 135%/172%/72%。对应 2025-2027 年 PE 为 28.2/10.4/6.0 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；算力云服务拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险；关键假设存在误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	932	3,069	5,158	7,895	10,503
增长率 yoy (%)	11.0	229.3	68.0	53.1	33.0
归母净利润(百万人民币)	-38	100	235	640	1,102
增长率 yoy (%)	32.0	360.8	134.6	172.4	72.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.41	1.08	2.53	6.89	11.86
净资产收益率 (%)	-5.6	11.2	22.2	37.5	39.3
P/B (倍)	8.9	7.8	6.1	3.9	2.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1095	1340	3084	4086	5550
现金	171	239	890	1362	1812
应收票据及应收账款	413	613	1111	1528	1983
其他应收款	8	10	19	25	34
预付账款	45	248	244	508	492
存货	379	166	756	598	1165
其他流动资产	79	65	65	65	65
非流动资产	475	434	804	1160	1470
长期投资	24	26	30	35	39
固定资产	137	128	466	804	1106
无形资产	104	97	104	108	109
其他非流动资产	210	183	203	214	216
资产总计	1569	1774	3888	5246	7020
流动负债	797	916	2789	3500	4155
短期借款	398	547	1915	2651	2822
应付票据及应付账款	272	250	633	663	1024
其他流动负债	127	119	242	185	309
非流动负债	25	4	11	10	10
长期借款	0	0	7	6	6
其他非流动负债	25	4	4	4	4
负债合计	822	920	2800	3510	4165
少数股东权益	2	-1	6	16	36
股本	92	92	93	93	93
资本公积	687	696	696	696	696
留存收益	-29	71	307	939	2021
归属母公司股东权益	745	855	1082	1720	2819
负债和股东权益	1569	1774	3888	5246	7020

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-223	13	-267	231	757
净利润	-42	96	242	651	1122
折旧摊销	26	32	26	44	60
财务费用	12	23	53	97	108
投资损失	-1	-2	-4	-3	-3
营运资金变动	-232	-219	-583	-556	-530
其他经营现金流	13	83	-1	-1	-1
投资活动现金流	-33	-16	-391	-396	-367
资本支出	43	16	366	352	306
长期投资	0	0	-4	-4	-4
其他投资现金流	10	0	-30	-48	-65
筹资活动现金流	210	61	-59	-100	-112
短期借款	173	149	0	0	0
长期借款	0	0	7	0	-1
普通股增加	0	0	1	0	0
资本公积增加	14	8	0	0	0
其他筹资现金流	23	-96	-66	-99	-111
现金净增加额	-46	59	-717	-264	278

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	932	3069	5158	7895	10503
营业成本	790	2735	4627	6797	8848
营业税金及附加	2	4	6	10	13
营业费用	45	43	62	79	84
管理费用	53	54	72	95	105
研发费用	88	87	103	118	105
财务费用	12	23	53	97	108
资产减值损失	-15	-16	-27	-42	-56
其他收益	14	27	17	19	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	4	3	3
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	-56	95	283	764	1318
营业外收入	0	2	1	2	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-56	97	284	765	1319
所得税	-15	2	43	115	198
净利润	-42	96	242	651	1122
少数股东损益	-3	-4	7	10	20
归属母公司净利润	-38	100	235	640	1102
EBITDA	-11	155	368	914	1498
EPS (元/股)	-0.41	1.08	2.53	6.89	11.86

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.0	229.3	68.0	53.1	33.0
营业利润(%)	32.2	269.8	196.8	169.9	72.6
归属母公司净利润(%)	32.0	360.8	134.6	172.4	72.0
获利能力					
毛利率(%)	15.2	10.9	10.3	13.9	15.8
净利率(%)	-4.1	3.3	4.6	8.1	10.5
ROE(%)	-5.6	11.2	22.2	37.5	39.3
ROIC(%)	-2.3	8.6	9.7	16.9	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	51.8	72.0	66.9	59.3
净负债比率(%)	34.2	37.1	95.4	75.0	35.8
流动比率	1.4	1.5	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.9	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	1.8	1.8	1.7	1.7
应收账款周转率	2.3	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转率	2.8	10.5	10.5	10.5	10.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.41	1.08	2.53	6.89	11.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.40	0.14	-2.87	2.49	8.15
每股净资产(最新摊薄)	8.02	9.21	11.64	18.51	30.33
估值比率					
P/E	-172.8	66.3	28.2	10.4	6.0
P/B	8.9	7.8	6.1	3.9	2.4
EV/EBITDA	-638.0	44.9	20.9	8.7	5.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月25日收盘价

内容目录

物联网通信业务为基石，云产品打开新成长曲线	5
公司基本信息及发展历程	5
公司主营业务	6
近年财务数据	9
物联网行业前景乐观，公司具备多项核心竞争力	10
物联网行业是中国战略性新兴产业，目前行业仍处于稳定发展阶段	10
无线通信模组领域公司具备多项核心竞争力	10
国内智算需求旺盛，云产品渠道价值优势被低估	12
智算需求旺盛，云产品市场前景广阔	12
进军算力云服务业务，打开新成长空间	12
盈利预测	13
风险提示	15

图表目录

图表 1: 2025 年一季报公司前十大股东	5
图表 2: 公司部分核心成员背景	6
图表 3: 公司近年各项主营业务收入(百万元)	7
图表 4: 公司部分无线通信模组产品	8
图表 5: 公司近年营业收入	9
图表 6: 公司近年归母净利润	9
图表 7: 公司近年毛利率与净利率	9
图表 8: 公司近年各项费用率	9
图表 9: 全球活跃物联网连接数(亿)	10
图表 10: 管道云是对物联网通信管道实现网络监测、故障诊断、提高多网可用性、设备与流量可视化管理的高效运维服务平台	11
图表 11: 公司营业收入预测(百万元)	14
图表 12: 公司各项费用预测	15
图表 13: 可比公司估值表	15

物联网通信业务为基石，云产品打开新成长曲线

公司基本信息及发展历程

深圳市有方科技股份有限公司成立于 2006 年，于 2016 年在新三板挂牌上市，2020 年 1 月 23 日，正式登陆科创板 A 股(688159.SH)。

公司传统主业聚焦于物联网的“联”，专注于为物联网服务商和智能互联产品制造商等客户提供物联网接入通信产品和服务，产品涵盖接入云、管道云、2G/3G/4G/5G/NB-IoT/eMTC 等蜂窝无线通信模组和整机。凭借有方科技全球首创的基于云管端架构的接入通信解决方案，公司可以为物联网提供全球领先、可靠的接入通信，助力人类更环保、高效、便捷。2023 年公司拓展云产品业务，2025 年开始布局算力云服务业务。

公司股权结构稳定集中，公司高管为主要持股人。公司实际控制人为董事长王慷，直接持有 6.03% 股份，公司核心高管通过深圳市基思瑞投资发展有限公司间接持有公司 23.52% 股份，其中王慷持有深圳市基思瑞投资发展有限公司 59.8826% 股份。

图表1: 2025 年一季报公司前十大股东

序号	股东名称	占总股本比例(%)
1	深圳市基思瑞投资发展有限公司	23.52
2	王慷	6.03
3	杜广	2.05
4	魏琼	1.42
5	张增国	1.39
6	陈于文	1.17
7	熊杰	0.97
8	吴忠海	0.87
9	章磊	0.64
10	贺降强	0.62
	合 计	38.68

资料来源: wind, 国盛证券研究所

核心团队具备深厚产业背景。公司的核心管理团队和技术团队平均拥有 20 年以上的通信行业从业经历，多位成员曾在中兴任职，对物联网有着深厚理解，近 20 年共同创业、经营经历使团队拥有较强的凝聚力，核心经营团队稳定。公司核心管理团队和核心技术团队成员为公司的产品和核心技术的研发做出过重要贡献或对重要应用领域产品和技术创新路径规划有着重要影响，并先后在公司核心研发、产品线、研发管理、交付管理、销售管理等岗位上担任过重要职务。董事长王慷在无线通信领域拥有近 30 年的资深经验，在公司发展过程中起着绝对主导作用。

图表2: 公司部分核心成员背景

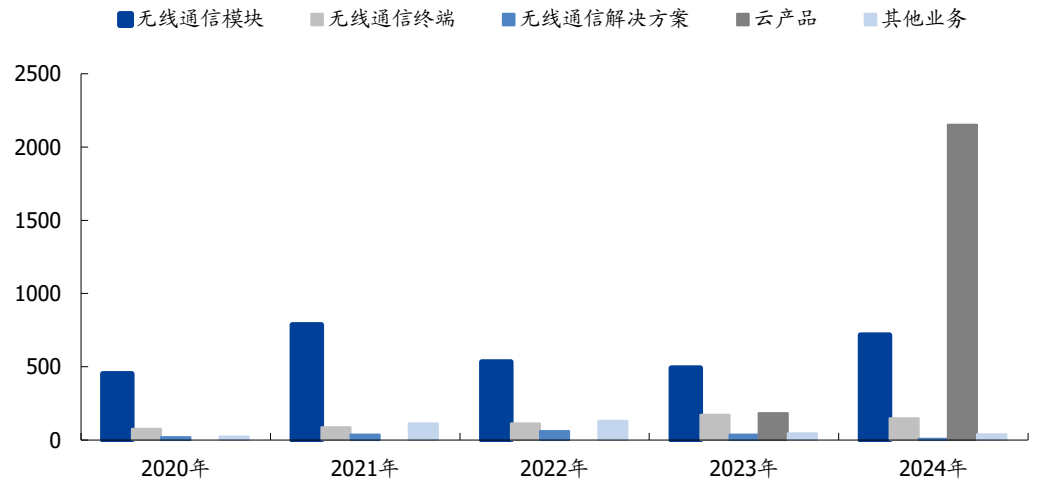
王慷	董事长。男，中国国籍，无境外永久居留权，生于 1970 年 9 月，北京大学 MBA。1991 年 9 月至 1998 年 2 月，任职于航空部陕西省千山电子仪器厂；1998 年 3 月至 2009 年 12 月，任职于中兴通讯股份有限公司，历任硬件工程师、传输硬件开发部部长、中兴移动副总经理等职务；2011 年 6 月至 2015 年 7 月，任深圳市有方科技有限公司执行董事兼总经理，2015 年 8 月至今，任本公司董事长兼总经理。现任本公司董事长兼总经理，兼任本公司多家子公司董事等职务。王慷在无线通信领域拥有近 30 年的资深经验，在公司发展过程中起着绝对主导作用。
魏琼	副董事长。女，中国国籍，无境外永久居留权，生于 1979 年 3 月，华中师范大学计算机信息管理专业学士学位。2001 年 10 月至 2003 年 8 月，任职于宜华木业股份有限公司；2003 年 10 月至 2005 年 4 月，任职于深圳市傲鹏伟业软件科技有限公司；2005 年 5 月至 2010 年 5 月，任职于深圳市中兴移动通信有限公司；2013 年 1 月至 2017 年 3 月，任深圳市基思瑞投资发展有限公司总经理；2010 年 6 月至 2015 年 7 月，任深圳市有方科技有限公司综合管理部经理。2015 年 8 月至今，任公司董事。2017 年 4 月至今，任公司董事兼副总经理。现任本公司副董事长兼副总经理，兼任本公司多家子公司董事等职务。
杜广	董事。男，中国国籍，无境外永久居留权，生于 1975 年 9 月，华中科技大学电子工程专业学士学位。1998 年 7 月至 2013 年 2 月，任职于中兴通讯股份有限公司；2013 年 3 月至 2015 年 6 月，任职于深圳市基思瑞科技有限公司；2014 年 1 月至 2018 年 6 月 19 日，任深圳市方瑞软件技术有限公司执行董事；2015 年 8 月至今，任公司董事兼副总经理。现任本公司董事兼副总经理，兼任本公司多家子公司董事等职务。
张楷文	董事。男，中国国籍，无境外永久居留权，生于 1976 年 10 月，清华大学软件工程专业硕士学位。1999 年 7 月至 2004 年 1 月，任职于深圳市桑夏高科技股份有限公司；2004 年 1 月至 2008 年 7 月，任职于深圳市中兴移动通信有限公司；2008 年 7 月至 2015 年 7 月，先后担任深圳市有方科技有限公司软件大项目经理、营销部部长；2015 年 8 月至 2021 年 12 月，任公司副总经理；2021 年 12 月至今，任公司董事。现任本公司董事，兼任本公司多家子公司董事等职务。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司主营业务

公司的主营业务为物联网无线通信模组、物联网无线通信终端、物联网无线通信解决方案、云产品的设计、研发、生产和销售。

图表3: 公司近年各项主营业务收入(百万元)



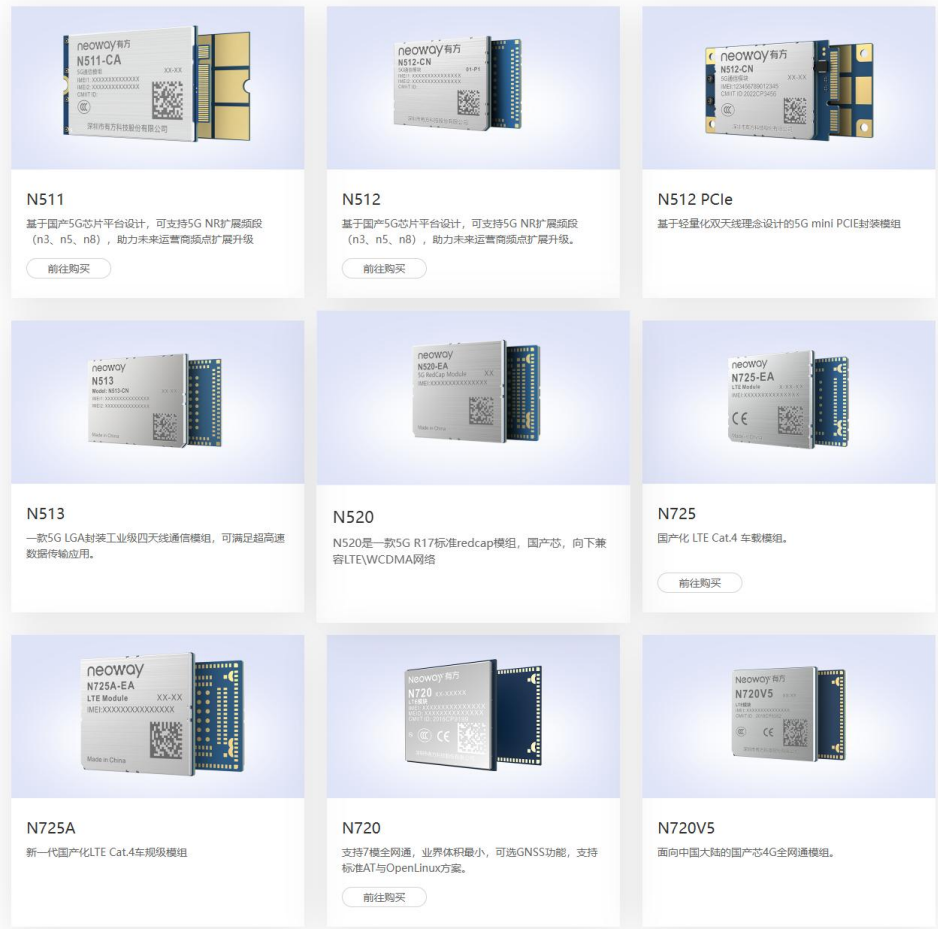
资料来源: wind, 国盛证券研究所

无线通信模组: 连接物联网感知层和网络层的重要环节, 按照通信制式划分, 涵盖了2G/3G/4G/5G/NB-IoT/Cat-M/eMTC等各类制式模组; 按照功能划分, 涵盖标准模组和智能模组; 按照应用领域划分, 涵盖智慧能源(电力、水务、燃气)、车联网、城市物联感知、移动宽带物联网(Mifi、CPE)、商业零售(金融支付、共享设备)、工业物联网等各个细分领域和应用场景。

无线通信终端: 以通信和传感为核心的终端, 主要应用于车联网、城市物联感知等领域。其中车联网终端包括4G智能OBD、应急车灯等终端, 城市物联感知终端包括异动监测仪、环境监测仪、通用采集器等各类物联感知设备以及物联网网关。

无线通信解决方案: 与物联网通信密切相关的通信核心板, 其能为客户提供更稳定的通信连接且便利客户的研发和安装。

图表4: 公司部分无线通信模组产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

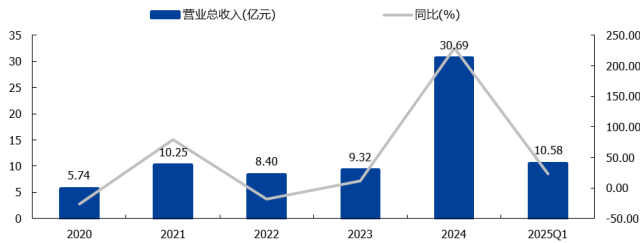
云产品: 与物联网大数据相关的云平台(物联网运管服平台、管道云)和云基础设施(存算软硬件产品等)。物联网运管服平台能助力各级政府、大型企业园区、地方社区实现感知设备的标准化统一接入、智能化统一运管、场景化态势感知、全景化数据联动、多元化开放共享;管道云能提升物联网设备的通信质量;存算服务器和软件则能满足智算中心、数据中心以及垂直行业大客户对存力、算力、运力的需求。

公司云产品业务是主营业务的重要组成部分,云产品业务内部各产品之间,以及云产品业务与物联网无线通信模组、终端业务存在协同效应,包括技术协同、市场协同和管理协同。在技术协同方面,物联网与云计算、大数据、人工智能融合的趋势愈发明显,物联网的“云-边-端”(产品形态上云对应存算软硬件和云平台,边对应边缘计算服务器,端对应物联网无线通信模组和终端)的协同也愈发紧密。在市场协同方面,云产品业务的客户群体与物联网无线通信产品的客户群体存在一定重叠,公司向政府或企业客户推广云平台时也同步推广公司物联网无线通信终端和云基础设施。在管理协同方面,物联网无线通信终端产生数据,无线通信模组传输数据,云平台清洗数据,存算服务器和软件计算和存储数据,云平台在存算服务器上运行并连接物联网无线通信终端,因此客户可以通过采购公司的“云-管-端”综合解决方案来提升通信质量、管理效率和数据安全。公司以“云-管-端”为基础架构,以模组、终端、物联网运管服平台、管道云、存算软硬件等作为基础产品,打造出物联网大数据综合解决方案,不仅提升了物联感知设备通信的稳定性可靠性,还打通了数据要素的采集、传输、清洗、计算、存储和灾备的全流程,为政府和企业客户提供更高的价值。

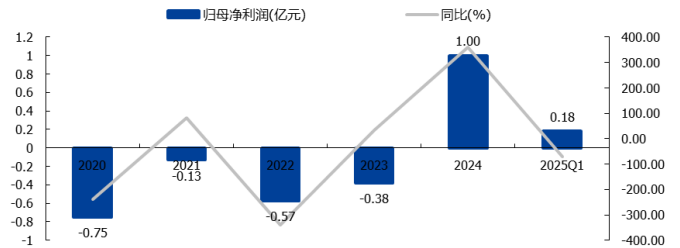
近年财务数据

公司业绩整体呈稳健增长态势，2024年由于云产品业务快速增长，营业收入达30.69亿元，同比增长229.3%，归母净利润同比增长360.8%达1亿元。

图表5: 公司近年营业收入



图表6: 公司近年归母净利润

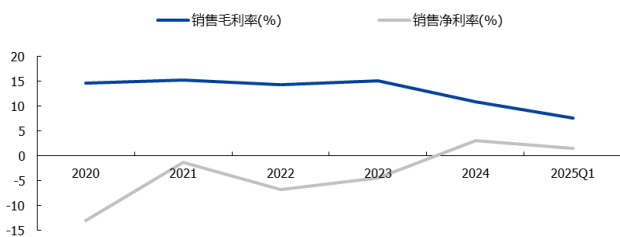


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

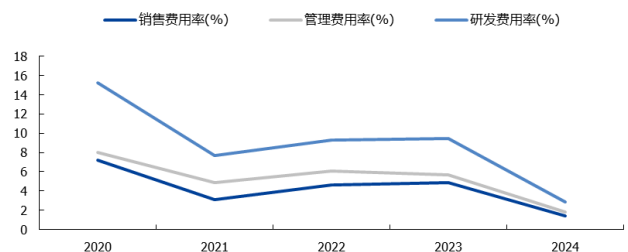
物联网毛利率随业务扩展有望改善: 分业务看，2024年云产品毛利率9.02%，无线通信模组毛利率14.36%，无线通信终端毛利率22.44%，无线通信解决方案毛利率11.72%，公司整体毛利率较稳定，2024年因为云产品业务快速扩张整体毛利率有所下降。物联网无线通信产品毛利率跟应用领域、市场区域、产品结构有关，比如在中国销售的模组毛利率相对较低，在美国和欧洲销售的模组毛利率较高，公司模组主要在中国和印度市场销售，其中在电力领域占据领导地位，但毛利率较低，然而公司近年来一直在拓展海外市场，公司在马来西亚电力市场的订单今年开始交付，订单主要涉及终端和云，毛利率较模组高，而且公司也在中国积极拓展政府业务市场，提供城域物联感知云平台 and 终端，目前在重庆建立了示范样板，在北京、庐山也建立了样板，未来随着业务的拓展预计能带动无线通信产品毛利率提升。

图表7: 公司近年毛利率与净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司近年各项费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

费用率情况：公司各项费用控制良好，各项开支增长均较为平稳，由于公司营收快速增长，费用率整体呈持续下降趋势。

物联网行业前景乐观，公司具备多项核心竞争力

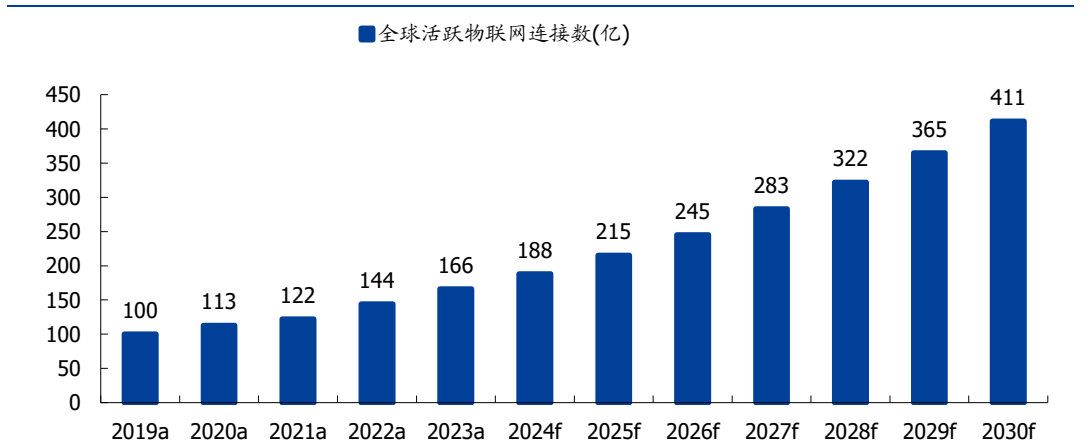
物联网行业是中国战略性新兴产业，目前行业仍处于稳定发展阶段

《十四五年规划和 2035 年远景目标纲要》中将物联网划定为七大数字经济重点产业之一。中国明确提出要加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基，加快数字化发展，建设数字中国，在《物联网新型基础设施建设三年行动计划(2021-2023 年)》、《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）》众多政策的指引下，各级政府政策接力积极布局物联网产业生态发展，持续推动物联网与各行业发展的深度融合和规模应用。物联网产业快速发展的驱动因素，一方面来源于物联网基础设施建设不断完善，另一方面来源于应用场景的持续拓展。

根据 IoT Analytics 的报告，2024 年全球蜂窝物联网连接数突破了 40 亿大关，占全球物联网连接总数的约 22%，预计到 2025 年初将达到 42 亿。在 5G 和 Cat.1 bis 的推动下，2024 年至 2030 年期间的连接数预计将以 15% 的复合年增长率攀升。

无线通信模组市场集中度较高：从行业竞争格局看，据智研咨询，经过多年的发展，全球无线通信模组行业竞争格局逐渐清晰，市场集中度较高，2024 年前五家企业占据了超 75% 的市场份额。国内无线通信模组上市企业包括移远通信、广和通、美格智能、日海智能、有方科技等，其中移远通信为全球最大的无线通信模组企业。

图表9：全球活跃物联网连接数（亿）



资料来源：IoT Analytics（2024 年 9 月报告），国盛证券研究所

无线通信模组领域公司具备多项核心竞争力

公司具备深厚技术实力。公司掌握并精通无线通信业务所必需的五项核心基础技术，并在此基础上通过自主研发形成了十多项核心应用技术，并针对各技术领域公司独有的技术见解和应用申请了专利。五项核心基础技术分别为：蜂窝通信技术、可靠性技术、应用层协议技术、基带和射频技术、嵌入式软件及云平台技术；核心应用技术分别为无线通信智能模组高精度定时器技术、无线通信智能模块加密技术、数据传输粘包处理技术、防饱和基站连接技术、数据压缩算法技术、Open CPU/Open Linux 技术、无线通信模块数据传输实时性技术、无线通信模块网络切换技术、MCU 程序加密签名技术、NB-IoT 低功耗快速联网技术、基于国产芯片的 5G 工业模块技术、软件定义的物联设备标准化接入技术、智能化物联管控技术、轻量级物联数据系统对接技术、可视化网络数据监

测与诊断技术、嵌入式轻量级虚拟化软件技术、Sub-1GHz WiFi HaLow 物联网技术、5G RedCap 物联网技术等核心应用技术。

在智能电网领域公司处于龙头地位。公司是智能电网领域无线通信模块的先行者，早在2009年国家电网启动“坚强电网建设”时，公司即实现自主研发的无线通信模块应用于国家电网的集中抄表，实现了国产化替代。多年来，公司的无线通信模块经历了不同地区不同运行环境的考验，在线率等质量指标考核名列前茅，公司在电力行业还先后经历了4G升级、4G国产芯替代、5G应用试点等智能电网升级进程。近三年来公司在智能电网的无线通信模块出货量占国家电网网用招标采购量达50%以上，在该细分领域处于龙头地位。公司的无线通信模块还应用于电力配网以及光伏、风能等清洁能源发电。此外，伴随着海外智能电网的高速发展趋势，公司积极拓展亚洲、中东、欧洲等区域的海外电力市场，在多个国家的电力市场份额领先，在印度电力市场的市场占有率第一。

公司在不断拓展自身产品应用领域广度的同时，也在着力布局和打造物联网无线通信整体解决方案，通过不同的产品组合满足不同行业客户的需求。公司基于全球首创的“云-管-端”架构的接入通信解决方案，首创“有方开物”物联网运营平台，面向各级政府提供物联感知体系“规建管用”整体解决方案，推进城市物联感知体系系统筹统建，实现“标准化统一接入、智能化统一运营、场景化态势感知、全景化数据联动、多元化开放共享”五大功能，有效支撑城市运行和治理全域覆盖、全程感知、全时响应，为推进城市全域数字化转型、推进政府提升城市治理现代化水平赋智赋能。

公司首创“有方观致”管道云平台，通过物联网网络洞察、设备用户洞察、高可用性管理、设备运维管理、流量管理五大核心功能，面向物联网产业客户提供更加高效的物联网无线通信质量监测、诊断和运维管理服务。

图表10: 管道云是对物联网通信管道实现网络监测、故障诊断、提高多网可用性、设备与流量可视化的高效运维服务平台

鉴网察端，直观高效，降本增效，稳定可靠



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司积极拓展海外物联网业务。海外智能电网基础设施建设在持续推进。2024年公司物联网无线通信产品收入同比实现增长，其中无线通信模组收入增长幅度大，主要原因系公司海外电力市场拓展成效显著，面向印度等国家的智能电网市场销售的无线通信模组大幅增加，公司在多个国家电力市场保持着领先地位。

国内智算需求旺盛，云产品渠道价值优势被低估

智算需求旺盛，云产品市场前景广阔

随着人工智能产业的发展以及数据中心、智算中心的持续建设，中国对存算软硬件的需求快速增加。中国相继出台了《数字中国建设整体布局规划》《“十四五”数字经济发展规划》《“十四五”大数据产业发展规划》《算力基础设施高质量发展行动计划》等政策，为公司云产品的发展提供了明确、广阔的市场前景。例如，《算力基础设施高质量发展行动计划》指出，算力是集信息计算力、网络运载力、数据存储力于一体的新型生产力，还提出主要目标：到2025年算力规模超过300EFLOPS，智能算力占比达到35%，存储总量超过1800EB，先进存储容量占比达到30%以上，重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到100%。在政策的支持下，在 market 需求的催化下，在技术进步的带动下，数据存储和智算领域仍将保持较高的增长速度。

云产品助推业绩高速增长：

公司于2023年开始拓展云产品业务以来收入实现高速增长。公司持续挖掘政企客户在数据接入、计算、存储等方面的需求，发力云平台和云基础设施，推出国产化自主可控的云平台和存储软硬件产品，并向客户提供其他云基础设施的配套产品，公司通过物联网无线通信模组、终端、云平台和云基础设施，实现了对数据采集、传输、清洗、计算、存储的国产化系列产品覆盖，并向政企客户提供自主、稳定、可靠、安全的解决方案

进军算力云服务业务，打开新成长空间

公司在2024年度报告发展战略一节中提出，“公司将在条件具备后适时适度开展算力云服务、运维服务业务，进一步提升公司在云基础设施领域的核心竞争力”。公司做出这个规划的原因是多方面的，首先，往年公司因亏损导致融资受限，现金流也有限，24年公司实现盈利，直接融资和间接融资都可以操作了，而且融资成本随着降准降息还有所降低，现金流有了保障；其次，公司这两年在存算领域积累起了优质的客户资源，在存算领域形成了良好的市场口碑，将继续服务好大客户；最后，公司建立了稳定可靠的供应链保障，在过去两年里形成了集成化解决方案能力，并积累了运维服务的能力和经 验，这些都巩固了公司从事这块业务的基础。

2025年7月22日公司发布关于公司及子公司拟签订重大经营合同的公告，宣布公司拟向多家供应商采购服务器，并签署相关采购合同，采购合同总金额预计不超过人民币40亿元，公司采购服务器主要用于向客户提供算力云服务业务，公司开展算力云服务业务后，预期对公司未来财务状况和经营成果产生积极影响。

公司云产品业务构建客户及供应链优势，形成差异化竞争能力。公司通过独有的“云-管-端”架构布局，围绕着数据要素全流程进行了深度布局，能够满足客户对数据采集、传输、清洗、计算和存储的全方位需求，云产品的市场协同、技术协同、管理协同，不仅扩大了公司的优质客户基础，还在一定程度上增强了客户粘性，此外，公司的供应链体系、生态链体系和联盟体系也因此变得更加强大，促进公司形成了独特的差异化竞争优势。

据公司2025年7月10日公告的投资者关系活动记录，公司做算力云服务业务的优势体现在几个方面：

- (1)供应链渠道布局时间早，渠道稳定可靠覆盖广，在交付上有高效的保障。
- (2)公司与下游大客户建立了长期稳定的合作关系，深度了解到大客户对存算解决方案的特定需求并予以积极满足，严格履约交付及时，提供专业且及时的技术支持和运维服务，并逐渐建立起良好的市场口碑，因此双方均有意愿开展合作。

探索 RWA 模式扩大算力云服务规模:

公司正在发展的算力云服务业务由于需要大额融资、收益稳定以及属于前沿领域，因此可能适合成为 RWA 的底层资产，公司在公告中表示高度关注当前 RWA 融资业务，并积极探索 RWA 融资模式，努力拓宽融资渠道，为公司业务发展提供资金保障。

我们认为公司云产品及算力云服务构建的客户及供应链的渠道优势是被市场低估的核心竞争力，在算力需求日趋旺盛的 AI 时代，公司云产品业务及算力云服务业务未来可能有更高议价权，为公司带来持续高增长动能。

盈利预测

我们对公司各业务分别进行预测:

物联网行业，考虑前文 IoT Analytics 预计 2024 年至 2030 年期间的蜂窝连接数预计将以 15% 的复合年增长率攀升。

无线通信模块: 2024 年收入同比增长 45.52%，我们参考公司 2024 年该业务增速，以及参考蜂窝连接数 15% 的复合年增长率，预计 2025-2027 年收入同比增长 20%/20%/20%，毛利率维持不变。

无线通信终端产品: 2024 年收入同比下降 13.26%，我们参考公司 2024 年该业务增速，以及物联网行业整体依旧处于增长态势，预计该业务收入后续将有所恢复，2025-2027 年收入同比增长 5%/5%/5%，毛利率维持不变。

系统通信解决方案: 2024 年收入同比下降 72.81%，我们参考公司 2024 年该业务增速，以及物联网行业整体依旧处于增长态势，预计该业务收入后续将有所恢复，预计 2025-2027 年收入同比增长 5%/5%/5%，毛利率维持不变。

云产品: 公司自开拓云产品业务以来收入快速增长。2023 年云产品收入 1.83 亿元，2024 年云产品收入 21.5 亿元。作为新业务预计后续依旧能保持一段时期较高增速。预计 2025-2027 年收入同比增长 90%/30%/30%。

算力云服务: 公司在 2025 年 7 月公告投入拟采购服务器 40 亿元用于算力云服务，我们预计该业务将于 2026 年开始为公司贡献收入。我们参考当前网宿科技官网的服务器租赁价格，H200 每月租金为 8.3 万元，三年的租金为 $8.3 \times 12 \times 3 = 298.8$ 万元。搜狐在 2025 年 3 月 1 日新闻报道 H200 的价格为 30 万美金，超 200 万人民币。H200 三年的租金高于其价格，因此我们此处预估公司算力云服务的收入可以三年内回收设备成本，即公司投入 40 亿元，对应 2026 年可创造约 $40/3=13.3$ 亿元收入，营业成本主要为设备折旧摊销成本以及运营成本，设备按照五年折旧计算即每年折旧成本为 8 亿元，其他运营成本假设为 1 亿元即总成本为 9 亿元。

由于公司具备优质的上游供应链渠道和下游客户资源，我们认为公司算力云服务业务的主要瓶颈在于前期资金投入，公司探索 RWA 模式，有望通过 RWA 或其他方式成功融资，扩大算力云服务业务规模。假设后续再投入一笔相同规模的服务器采购即可实现算力云服务收入翻倍，因此我们预计 2027 年算力云服务收入将实现相对 2026 年翻倍。

图表11: 公司营业收入预测(百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
无线通信模块	492.70	716.98	860.37	1032.45	1238.94
YOY	-7.64%	45.52%	20.00%	20.00%	20.00%
无线通信终端产品	172.46	149.60	157.08	164.93	173.18
YOY	51.62%	-13.26%	5.00%	5.00%	5.00%
系统通信解决方案	36.84	10.02	10.52	11.04	11.60
YOY	-39.48%	-72.81%	5.00%	5.00%	5.00%
云产品	182.91	2152.32	4089.40	5316.22	6379.47
YOY		1076.71%	90.00%	30.00%	20.00%
算力云服务				1330	2660
YOY					100%
其他	47.01	40.24	40.24	40.24	40.24
YOY	-64.25%	-14.41%	0.00%	0.00%	0.00%
总营业收入	931.92	3,069.15	5,157.61	7,894.89	10,503.42
YOY	11.00%	229.33%	68.05%	53.07%	33.04%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司近年收入扩张的同时各项费用绝对值并未大幅增加, 2024年销售费用和研发费用绝对值还出现了下滑, 因此预计随收入增长各项费用率将大幅下降。我们对各项费用率进行预测如下:

图表12: 公司各项费用预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.40%	1.20%	1.00%	0.80%
管理费用率	1.77%	1.40%	1.20%	1.00%
研发费用率	2.83%	2.00%	1.50%	1.00%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

基于以上假设, 我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 51.58/78.95/105.03 亿元, 同比增长 68%/53%/33%, 由于公司各项费用绝对值相对稳定, 以及云产品及算力云服务的收入高速增长, 物联网业务也稳健增长, 预计产生较强的规模效应, 令公司整体净利润高速增长。预计 2025-2027 年归母净利润为 2.35/6.40/11.02 亿元, 同比增长 135%/172%/72%。对应 2025-2027 年 PE 为 28.2/10.4/6.0 倍。参考前文智研咨询列举的全球无线通信模组行业 2024 年前五家企业为移远通信、广和通、美格智能、日海智能、有方科技, 我们选取其中前三家公司进行对比(日海智能暂无 wind 一致预测 pe), 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表13: 可比公司估值表

PE	2024	2025E	2026E	2027E
移远通信	30.44	30.89	24.19	18.47
广和通	23.09	40.01	32.41	27.39
美格智能	57.86	67.13	47.44	35.75
有方科技	66.3	28.2	10.4	6.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价, 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 有方科技数据采用国盛证券研究所预测

风险提示

原材料价格波动风险: 公司业务涵盖物联网无线通信模组、终端及算力云服务相关设备, 原材料价格波动挤压公司毛利率空间, 对盈利能力产生不利影响。

算力云服务拓展不及预期风险: 算力云服务涉及高额固定资产投入, 若公司融资进展不顺利影响该业务规模扩张。

行业竞争加剧风险: 物联网通信业务作为公司核心基石业务, 若市场竞争加剧可能进一步压缩公司盈利空间。

关键假设存在误差的风险: 文中关于营收与利润预期的测算, 均建立在一定假设上, 如算力云服务价格等, 若行业供需不及预期, 相关测算存在下修的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com