

2026年06月09日

线上线下 (300959.SZ)

投资评级：增持（首次）

——深蕾科技入主，发展转型或可期

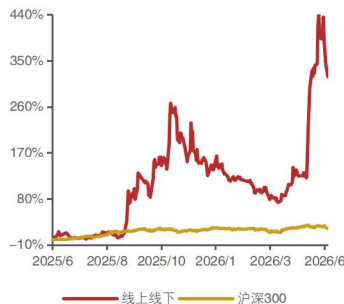
证券分析师

陈良栋
SAC: S1350524100003
chenliangdong@huayuanstock.com

联系人

魏桢
weizhen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年06月08日

收盘价 (元)	176.00
一年内最高/最低 (元)	234.87/40.20
总市值 (百万元)	14,144.73
流通市值 (百万元)	9,209.77
总股本 (百万股)	80.37
资产负债率 (%)	7.60
每股净资产 (元/股)	13.75

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **公司介绍：**无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司成立于2012年，总部坐落于无锡市，在上海、北京、深圳等城市均设有分公司，现有员工200多名，其中研发团队占比超过25%。公司一直秉持“担当”“诚信”“共赢”的理念，依托健全的体系化服务流程、自主研发的SaaS服务平台，为国内、国际客户提供安全、有效、及时的移动信息服务。
- **深蕾科技入主，其为博通 DSP 核心代理。**2025年9月8日，公司发布《关于控股股东、实际控制人及其一致行动人协议转让股份过户完成暨公司控制权发生变更的公告》，原控股股东汪坤、门庆娟及无锡峻茂向深蕾科技转让1,070.62万股股份，占总股本的13.32%，并放弃剩余3,211.86万股、占总股本39.96%的表决权。通过“协议转让+表决权放弃”的安排，深蕾科技以13.32%的持股及表决权比例取得公司控制权，夏军、李蔚成为实际控制人。
- 2026年5月11日公告，深圳深蕾科技股份有限公司拟通过协议转让方式受让汪坤、门庆娟及无锡峻茂投资合计802.97万股股份（占总股本9.99%），持股比例将从13.32%升至23.31%，成为公司第一大股东。
- **第一期协议转让过户完成后，汪坤仍是名义持股比例最高的股东，但因表决权放弃，深蕾科技以13.32%的持股和表决权取得控制权。第二期若完成，深蕾科技将成为持股比例最高的股东。**
- **DSP 芯片是当前光模块供应链较为紧缺的环节，深蕾科技有望享有显著的渠道溢价。**我们认为，深蕾科技在国内半导体分销尤其是博通代理领域具有显著的护城河：1) 代理壁垒：博通和深蕾科技的代理关系深度绑定，新进入者难以快速替代；2) 技术增值能力：深蕾不仅是简单分销，还提供电子元器件应用解决方案等系统性技术支持；3) 产品线矩阵：除博通外，还代理长鑫存储、松下、村田等品牌；4) 客户关系：深蕾科技是在数据中心、网络通信、工业自动化、汽车电子及消费电子领域具备较强竞争力的电子元器件分销商。
- **盈利预测与评级：**目前上市公司未披露将深蕾科技资产注入上市公司的具体安排。因此，我们不将其业务视为上市公司现有主营业务或已确定的转型方向，不将其纳入盈利预测。我们预计公司2026-2028年营业总收入分别为6.12/6.47/6.84亿元，同比增速分别为5.73%/5.77%/5.80%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。传统业务收入和毛利率下降风险、控股股东产品代理授权取消或不能续约的风险、控股股东主要供应商相对集中的风险、国际贸易摩擦的风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1,136	578	612	647	684
同比增长率 (%)	-23.37%	-49.06%	5.73%	5.77%	5.80%
归母净利润 (百万元)	30	-11	32	39	45
同比增长率 (%)	15.44%	-135.93%	392.67%	20.26%	17.50%
每股收益 (元/股)	0.38	-0.14	0.40	0.48	0.56
ROE (%)	2.59%	-0.99%	2.86%	3.38%	3.91%
市盈率 (P/E)	464.38	-1,292.63	441.66	367.27	312.57

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

目前上市公司未披露将深蕾科技资产注入上市公司的具体安排。因此，我们不将其业务视为上市公司现有主营业务或已确定的转型方向，不将其纳入盈利预测。我们预计公司 2026–2028 年营业总收入分别为 6.12/6.47/6.84 亿元，同比增速分别为 5.73%/5.77%/5.80%，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

传统移动信息服务行业市场较为分散，参与者众多。行业壁垒低、产品同质化严重，竞争核心在于运营商通道资源获取能力和客户关系维护。线上线下的竞争优势在于体系化的服务流程和自主研发的业务平台，公司有望基于现有客户资源和运营能力实现业务拓展。

分业务来看：

(1) 短信业务：我们预计 2026–2028 年该业务营收同比分别增加 5.00%/5.00%/5.00%。

(2) 数字营销业务：我们预计 2026–2028 年该业务营收同比分别增加 15.00%/15.00%/15.00%。

投资逻辑要点

DSP 芯片是当前光模块供应链较为紧缺的环节，深蕾科技有望享有显著的渠道溢价。我们认为，深蕾科技在国内半导体分销尤其是博通代理领域具有显著的护城河：

- 1) 代理壁垒：博通和深蕾科技的代理关系深度绑定，新进入者难以快速替代；
- 2) 技术增值能力：深蕾不仅是简单分销，还提供电子元器件应用解决方案等系统性技术支持；
- 3) 产品线矩阵：除博通外，还代理长鑫存储、松下、村田等品牌；
- 4) 客户关系：深蕾科技是在数据中心、网络通信、工业自动化、汽车电子及消费电子领域具备较强竞争力的电子元器件分销商。

核心风险提示

传统业务收入和毛利率下降风险、控股股东产品代理授权取消或不能续约的风险、控股股东主要供应商相对集中的风险、国际贸易摩擦的风险

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 发展历程	5
1.2. 公司治理	5
1.3. 股权结构	6
2. 公司业务	8
2.1. 移动信息服务	8
2.2. 数字营销业务	9
2.3. 深蕾科技：AI 光通信上游 DSP 芯片分销	11
3. 盈利预测与评级	12
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司控制权的重要变化.....	6
图表 3: 公司管理层情况.....	6
图表 4: 公司股权结构 (截至 2026 年一季度).....	7
图表 5: 公司是行业领先的移动信息服务提供商.....	8
图表 6: 公司移动信息服务业务应用场景.....	9
图表 7: 公司合作客户广泛.....	9
图表 8: 2017-2025 年中国市场互联网广告营销总体收入.....	10
图表 9: 2024-2025 年各媒体平台互联网广告收入占比.....	10
图表 10: 各垂类 Agent 全面落地, 中国日均 Token 调用量显著增长.....	10
图表 11: 深蕾科技分销的产品包括集成电路、分立器件、光器件与光模块、被动元器件、模组与板卡及工业控制部件等多种主要电子元器件产品.....	11

1. 公司概况

1.1. 发展历程

无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司成立于 2012 年，公司总部坐落于无锡市，在上海、北京、深圳等城市均设有分公司，现有员工 200 多名，其中研发团队占比超过 25%，服务和技术能力处于国内领先地位。公司一直秉持“担当”“诚信”“共赢”的理念，依托健全的体系化服务流程、自主研发的 SaaS 服务平台，为国内、国际客户提供安全、有效、及时的移动信息服务。

图表 1：公司发展历程

年份	发展事件
2012	线上线下正式成立
2013	与全国多省份、地市签订合作协议，成为运营商优质合作商
2017	开设流量业务，研发出基于数据流量的产品；深圳子公司正式成立
2018	上海子公司正式成立
2020	年发送量突破 500 亿条；北京子公司成立
2021	创业板 IPO 上市
2025/9/8	控股股东变更为深蕾科技
2025/12/19	以 3600 万元转让云赢文化 51% 股权，收缩数字营销业务
2026/5/11	披露第二期股份转让协议，深蕾科技持股拟升至 23.31%

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

1.2. 公司治理

深蕾科技入主，其为博通 DSP 核心代理。2025 年 9 月 8 日，公司发布《关于控股股东、实际控制人及其一致行动人协议转让股份过户完成暨公司控制权发生变更的公告》，原控股股东汪坤、门庆娟及无锡峻茂向深蕾科技转让 1,070.62 万股股份，占总股本的 13.32%，并放弃剩余 3,211.86 万股、占总股本 39.96% 的表决权。通过“协议转让+表决权放弃”的安排，深蕾科技以 13.32% 的持股及表决权比例取得公司控制权，夏军、李蔚成为实际控制人。

2026 年 5 月 11 日公告，深圳深蕾科技股份有限公司拟通过协议转让方式受让汪坤、门庆娟及无锡峻茂投资合计 802.97 万股股份（占总股本 9.99%），持股比例将从 13.32% 升至 23.31%，成为公司第一大股东。

第一期协议转让过户完成后，汪坤仍是名义持股比例最高的股东，但因表决权放弃，深蕾科技以 13.32% 的持股和表决权取得控制权。第二期若完成，深蕾科技将成为持股比例最高的股东。

图表 2：公司控制权的重要变化

股东	第一期完成后持股比例	表决权状态	第二期完成后的变化
深蕾科技	13.32%	13.32%表决权，为控股股东	持股及表决权比例拟增至 23.31%
汪坤	25.89%	第一期后放弃全部表决权	第二期交割后转让部分股份、恢复 10% 股份对应表决权
门庆娟	8.78%	第一期后放弃全部表决权	转让部分股份
无锡峻茂	5.30%	第一期后放弃全部表决权	转让部分股份

资料来源：公司公告，华源证券研究所

治理层面，2025 年公司完成了新一届董事会、专门委员会和部分高管的选聘。2025 年 10 月 15 日，公司发布《关于董事会完成改选、高级管理人员变更的公告》，夏军出任董事长及法定代表人，黄瑞芳、罗媛媛两名非独立董事均在控股股东深蕾科技任职；原董事长兼总经理汪坤退出公司，郑小宁、袁恋分别获聘总经理和财务总监，其中郑小宁具有投行及并购从业经历，袁恋曾任深蕾科技财务经理。

图表 3：公司管理层情况

姓名	职务	任职日期	性别	个人简介
夏军	董事长,董事	2025/10/15	男	2016 年 6 月至 2022 年 11 月任前海深蕾科技集团（深圳）有限公司（深圳深蕾科技股份有限公司前身）总经理、副董事长、董事长；2022 年 12 月至今任深圳深蕾科技股份有限公司董事长、总经理。2025 年 10 月起担任公司董事长。现任招商局积余产业运营服务股份有限公司独立董事，深圳大学港澳基本法研究中心/港澳与国际问题研究中心主任、二级教授、法学院博士生导师，担任江西生物制品研究所股份有限公司、无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司独立董事。
邹平学	独立董事	2025/10/15	男	现任伊立浦集团股份有限公司董事、深圳信隆健康产业发展股份有限公司独立董事，深圳市绿联科技股份有限公司独立董事。
高海军	独立董事	2025/10/15	男	曾任国宏嘉信（深圳）股权投资管理有限公司财务总监，现任深蕾科技财务总监。
罗媛媛	董事	2025/10/15	女	曾任深圳市新蕾电子有限公司人事经理、总监、高级总监，前海深蕾科技集团（深圳）有限公司监事，现任深圳市新蕾电子有限公司副总经理、深蕾科技监事会主席。
郑小宁	总经理	2025/10/15	男	目前任深圳市比洋光通信科技股份有限公司董事、上海安湃芯研科技有限公司董事、班度科技（深圳）有限公司董事、西安涓南生物科技股份有限公司董事。现任无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司总经理。
崔嵘	副总经理	2018/6/21	男	现任无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司副总经理、技术总监。
韦雯	副总经理,董事会秘书	2024/6/3	女	2024 年 6 月起担任无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司副总经理，董事会秘书。
袁恋	财务总监	2025/10/15	女	现任无锡线上线下通讯信息技术股份有限公司财务总监。

资料来源：iFinD，华源证券研究所

1.3. 股权结构

2026Q1 前十大股东中，香港中央结算持股 85.30 万股，较 2025 年底增加 54.56 万股；UBS AG、Morgan Stanley 等新进前十大股东。2026 年 5 月 11 日公告，深圳深蕾科技股份

有限公司拟通过协议转让方式受让汪坤、门庆娟及无锡峻茂投资合计 802.97 万股股份（占总股本 9.99%），持股比例将从 13.32%升至 23.31%，成为公司第一大股东。

图表 4：公司股权结构（截至 2026 年一季度）

排名	股东名称	持股数量	持股比例	较 2025 年底变动
1	汪坤	2080.87 万	25.89%	不变
2	深圳深蕾科技股份有限公司	1070.62 万	13.32%	不变
3	门庆娟	705.23 万	8.78%	不变
4	无锡峻茂投资有限公司	425.75 万	5.30%	不变
5	横琴广金美好基金管理 有限公司 - 广金美好佳 悦私募证券投资基金	275.43 万	3.43%	减持
6	肖诗强	96.30 万	1.20%	增持
7	香港中央结算有限公司	85.30 万	1.06%	增持
8	UBS AG	76.31 万	0.95%	新进
9	边军	33.24 万	0.41%	新进
10	MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.	32.42 万	0.40%	新进

资料来源：iFind，华源证券研究所

2. 公司业务

2.1. 移动信息服务

公司是行业领先的移动信息服务提供商，依托于体系化的服务流程、自主研发的技术平台，通过对电信运营商通信资源的整合，为互联网、金融、快递物流等各行业企业客户提供安全、有效、及时的全品类移动信息服务，实现其移动业务场景构建、产品运营支撑、消费者关系管理及支持，具体包括国内短信、国际短信、视频短信、5G 消息、语音短信、一键登录等主流应用形式。

图表 5：公司是行业领先的移动信息服务提供商



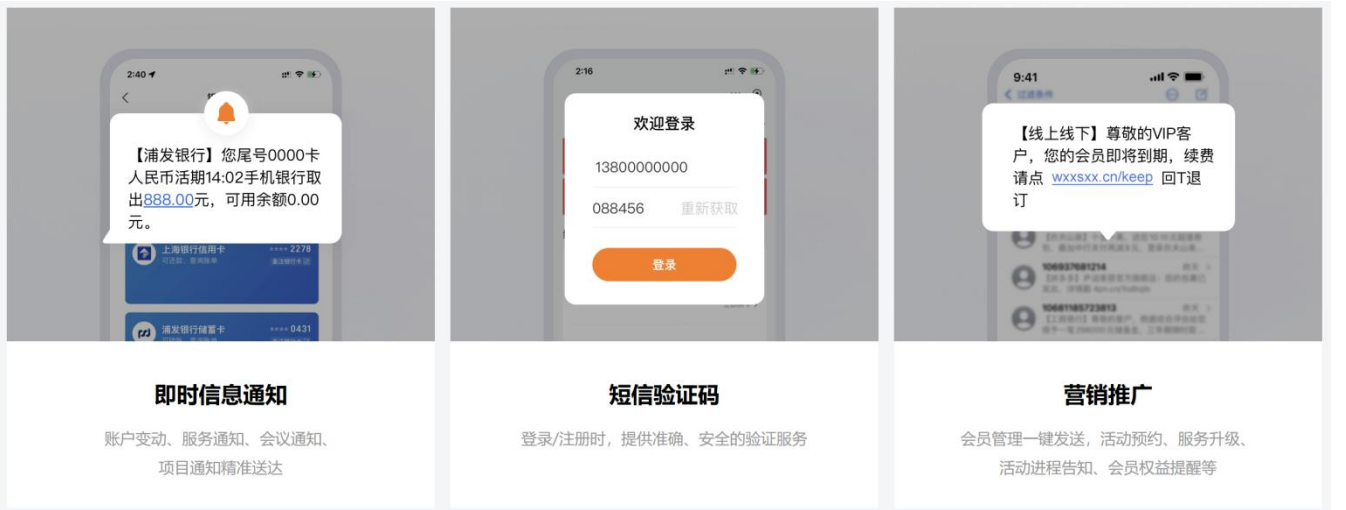
资料来源：公司公告，华源证券研究所

凭借在企业短信领域十余年的技术沉淀，以及对平台的不断优化升级，公司的移动信息服务平台能够高效、稳定且安全地应对短期内的海量短信发送任务，及时响应各行业客户的企业信息发送需求；并提供实时可观测的可视化数据分析报告，助力客户优化发送策略。

公司的移动信息服务团队拥有多年行业经验，对行业发展趋势和客户需求有着深刻洞察，能够迅速响应客户的即时需求，为其匹配最佳的信息发送方案。公司运营团队提供 7×24 小时不间断的客户支持服务，确保客户问题在第一时间得到解决，全力保障客户的服务体验。

此外，公司还为国内企业的海外业务拓展提供国际短信服务，为客户打造一站式的信息服务解决方案。

图表 6：公司移动信息服务业务应用场景



资料来源：公司官网，华源证券研究所

2.2. 数字营销业务

公司数字营销业务主要布局于短视频和信息流领域，公司与字节跳动旗下媒体平台（抖音、今日头条、西瓜视频等）、小红书建立了稳定合作。公司根据广告主的营销需求，提供营销资源整合、营销方案策划、营销数据分析、营销投放实施等多方位的服务。公司基于对数字媒体平台及行业的敏锐洞察，帮助广告主实现更高效、更优质的投放转化。

公司数字营销业务专注头部媒体平台，为各行业客户提供包括创意策划、素材制作、投放、监测、投放策略优化等全流程精准营销投放服务。公司与字节跳动旗下媒体平台、小红书等建立了稳定合作，是字节旗下抖音平台巨量引擎综合代理商、巨量千川服务商、巨量本地推综合代理商及小红书蒲公英服务商。

公司服务的客户已覆盖电商、物流、家居、教育、大健康行业并持续拓展。同时公司持续深化服务能力，服务内容包括媒体代理、广告创意策划、直播代运营、本地生活服务代运营、短视频拍摄制作、品牌策划、达人撮合、抖音号的代运营、出海营销等。

图表 7：公司合作客户广泛



资料来源：公司官网，华源证券研究所

行业层面，根据中关村互动营销实验室联合秒针营销科学院、北京师范大学新闻传播学院发布的《2025 中国互联网广告营销趋势报告》，2025 年中国互联网广告市场规模约为 7257 亿元，同比增长 11.50%；综合电商、兴趣电商和短视频平台的广告收入合计占比近 60%，小红书广告收入同比增长 23.2%。流量向头部平台集中、广告主强调投放效果，推动营销服务商的竞争重点从媒介资源采购延伸至内容生产、数据分析和持续优化。

图表 8：2017-2025 年中国市场互联网广告营销总体收入



资料来源：中关村互动营销实验室联合秒针营销科学院、北京师范大学新闻传播学院《2025 中国互联网广告营销趋势报告》，华源证券研究所

图表 9：2024-2025 年各媒体平台互联网广告收入占比

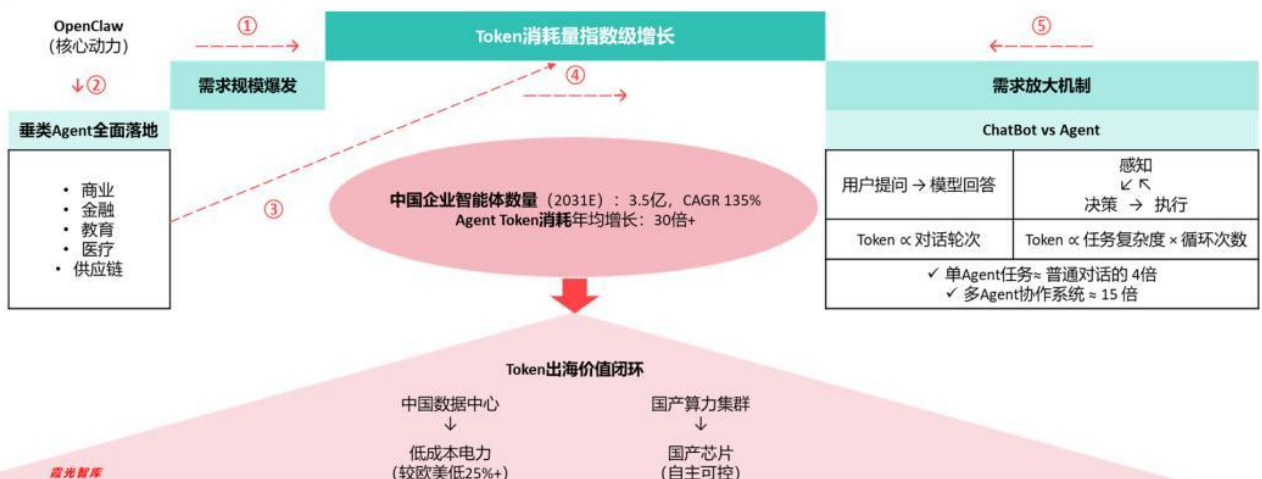


资料来源：中关村互动营销实验室联合秒针营销科学院、北京师范大学新闻传播学院《2025 中国互联网广告营销趋势报告》，华源证券研究所

Token 运营是 AI 应用产业链正在探索的商业模式之一，主要指聚合不同大模型的 API 能力或批量采购 Token 额度，再向企业客户提供统一接入、模型选型、Prompt 工程、Agent 编排和应用开发支持，并通过转售利差、技术服务费或企业增值服务获取收入。数字营销客户在文案、图片、视频、客服、电商投放等环节存在持续的模型调用需求。

公司具备广告主服务、营销方案策划、营销数据分析和营销投放实施等能力，理论上可由营销服务交付延伸至“模型 API 接入+营销工作流+企业增值服务”；同时，公司移动信息服务积累的企业客户和触达渠道，也可为 AI 客服、内容生成及营销自动化等场景提供客户基础。目前，公司现有业务并不包含 Token 运营业务，其仅可作为基于现有客户资源和运营能力的潜在拓展方向。

图表 10：各垂类 Agent 全面落地，中国日均 Token 调用量显著增长



资料来源：36 氪（霞光社），华源证券研究所

2.3. 深蕾科技：AI 光通信上游 DSP 芯片分销

深蕾科技为线上线下控股股东，主营电子元器件分销及技术增值服务。根据目前，上市公司未披露将深蕾科技资产注入上市公司的具体安排。因此，本节仅介绍控股股东深蕾科技的业务情况，不将其业务视为上市公司现有主营业务或已确定的转型方向。

DSP（数字信号处理器）是高速光模块中光电转换的核心组件，承担信号均衡、编解码等关键功能。随着数据中心从 100G 向 400G、800G 甚至 1.6T 的带宽升级，DSP 的重要性愈发凸显。尤其是在 AI 驱动的超大规模数据中心中，低功耗、高性能的互连解决方案成为刚需。LightCounting 预计 2026 年 1.6T DSP 销售额将超 20 亿美元。目前供应格局呈现由 Marvell、Broadcom 和 Credo 三家核心厂商主导的三强格局。

根据深蕾科技招股说明书，博通为深蕾科技的第一大供应商，2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年 1-6 月对博通的采购金额占比分别为 73.16%、68.68%、71.07%及 69.44%。根据深蕾科技招股书，深蕾代理产品线涵盖博通网络连接芯片、网络系统芯片及光器件与光模块等 AI 数据中心核心物料。此外深蕾科技还代理长鑫存储、松下、村田、新突思等品牌。上述业务及供应链资源属于深蕾科技；其与上市公司未来是否开展业务协同、协同方式及对上市公司财务报表的影响，均以公司后续公开披露为准。

图表 11：深蕾科技分销的产品包括集成电路、分立器件、光器件与光模块、被动元器件、模组与板卡及工业控制部件等多种主要电子元器件产品



资料来源：深蕾科技官网，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

传统移动信息服务行业市场较为分散，参与者众多。行业壁垒低、产品同质化严重，竞争核心在于运营商通道资源获取能力和客户关系维护。线上线下的竞争优势在于体系化的服务流程和自主研发的业务平台，公司有望基于现有客户资源和运营能力实现业务拓展。

分业务来看：

(1) 短信业务：我们预计 2026–2028 年该业务营收同比分别增加 5.00%/5.00%/5.00%。

(2) 数字营销业务：我们预计 2026–2028 年该业务营收同比分别增加 15.00%/15.00%/15.00%。

DSP 芯片是当前光模块供应链较为紧缺的环节，博通为深蕾科技 2022–2023H1 的第一大供应商，使得深蕾科技有望享有显著的渠道溢价。我们认为，深蕾科技在国内半导体分销尤其是博通代理领域具有显著的护城河：1) 代理壁垒：博通和深蕾科技的代理关系深度绑定，新进入者难以快速替代；2) 技术增值能力：深蕾不仅是简单分销，还提供电子元器件应用解决方案等系统性技术支持；3) 产品线矩阵：除博通外，还代理长鑫存储、松下、村田等品牌；4) 客户关系：深蕾科技是在数据中心、网络通信、工业自动化、汽车电子及消费电子领域具备较强竞争力的电子元器件分销商。

目前，上市公司未披露将深蕾科技资产注入上市公司的具体安排。因此，我们不将其业务视为上市公司现有主营业务或已确定的转型方向，不将其纳入盈利预测。我们预计公司 2026–2028 年营业总收入分别为 6.12/6.47/6.84 亿元，同比增速分别为 5.73%/5.77%/5.80%，首次覆盖，给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) 传统业务收入和毛利率下降风险：受行业环境、市场竞争、客户发送规模下降影响，公司移动信息业务收入和毛利率出现下降，对公司的盈利能力产生不利影响。
- 2) 控股股东产品代理授权取消或不能续约的风险：原厂的授权是头部电子元器件分销商的核心竞争优势之一。上游原厂在特定区域内仅授予有限的授权分销资质，从而对产品价格和销售渠道进行有效管控。如果未来因原厂自身业务调整、深蕾科技的服务支持能力无法满足原厂的要求，或是深蕾科技与原厂出现争议或纠纷等原因导致公司无法持续取得新增产品线授权或已有产品线授权被取消，深蕾科技的业务经营将受到重大不利影响。
- 3) 控股股东主要供应商相对集中的风险：深蕾科技的上游供应商主要为集成电路设计制造商，主流集成电路设计制造商主要集中在海外，为资金密集型和技术密集型企业，进入壁垒高、数量较少，具备先进集成电路产品的设计及生产能力，故上游集成电路设计制造行业具有集中度较高的特征。未来，若上游集成电路设计制造商的股权结构、管理层或经营状况发生重大变化或调整下游代理政策，或因深蕾科技的技术服务能力及下游客户渠道发生变化而导致集成电路设计制造商终止与深蕾科技的授权代理协议或合作，则深蕾科技的经营业绩将受此影响而下滑。
- 4) 国际贸易摩擦的风险：近年来，国际贸易保护主义抬头，相关国家挑起了与中国的贸易摩擦，对中国企业进行贸易制裁和单边限制，该等歧视性贸易政策对相关企业的正常生产经营活动造成了负面影响。若未来国际贸易摩擦加剧，深蕾科技可能因国际贸易管制措施无法采购部分国外原厂产品，或无法及时采购进口电子元器件，或因下游客户受国际贸易摩擦影响导致产能需求下降，从而对深蕾科技的经营业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	230	331	330	330
应收票据及账款	242	184	195	206
预付账款	97	93	99	104
其他应收款	39	20	21	22
存货	0	3	3	4
其他流动资产	339	311	316	321
流动资产总计	947	942	963	987
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	39	33	29	27
在建工程	0	7	10	10
无形资产	0	0	1	1
长期待摊费用	3	2	1	1
其他非流动资产	207	207	207	207
非流动资产合计	249	249	247	246
资产总计	1,196	1,191	1,210	1,233
短期借款	20	0	0	0
应付票据及账款	21	34	35	37
其他流动负债	47	37	39	41
流动负债合计	88	70	74	78
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1	1	0	0
负债合计	89	71	75	79
股本	80	80	80	80
资本公积	804	804	804	804
留存收益	223	237	254	273
归属母公司权益	1,107	1,121	1,138	1,158
少数股东权益	0	-1	-2	-4
股东权益合计	1,107	1,120	1,136	1,154
负债和股东权益合计	1,196	1,191	1,210	1,233

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-10	7	13	19
折旧与摊销	9	12	14	14
财务费用	-7	-1	-1	-1
投资损失	1	-6	-6	-6
营运资金变动	60	108	-18	-20
其他经营现金流	14	27	27	27
经营性现金净流量	67	147	28	34
投资性现金净流量	19	-9	-9	-9
筹资性现金净流量	-84	-38	-21	-24
现金流量净额	3	101	-1	0

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	578	612	647	684
营业成本	526	558	587	618
税金及附加	3	2	2	2
销售费用	31	18	18	18
管理费用	34	18	18	18
研发费用	8	6	6	5
财务费用	-7	-1	-1	-1
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
信用减值损失	-7	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-1	6	6	6
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	27	21	21	21
营业利润	3	34	41	49
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3	34	41	49
所得税	13	3	4	5
净利润	-10	31	37	44
少数股东损益	1	-1	-1	-2
归属母公司股东净利润	-11	32	39	45
EPS(元)	-0.14	0.40	0.48	0.56

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-49.06%	5.73%	5.77%	5.80%
营业利润增长率	-90.97%	911.73%	20.25%	17.50%
归母净利润增长率	-135.93%	392.67%	20.26%	17.50%
经营现金流增长率	-46.22%	118.73%	-80.83%	19.50%
盈利能力				
毛利率	9.15%	8.82%	9.25%	9.69%
净利率	-1.66%	5.06%	5.75%	6.39%
ROE	-0.99%	2.86%	3.38%	3.91%
ROA	-0.92%	2.69%	3.18%	3.67%
估值倍数				
P/E	-1,292.63	441.66	367.27	312.57
P/S	24.45	23.13	21.87	20.67
P/B	12.77	12.62	12.43	12.22
股息率	0.00%	0.13%	0.15%	0.18%
EV/EBITDA	1,248	297	253	222

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。