

# 佳讯飞鸿 (300213.SZ) 5G 专网蓄势待发，铁路系统有望优先发力

2020 年 08 月 24 日

——公司首次覆盖报告

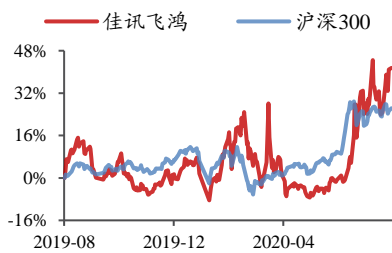
**投资评级: 买入 (首次)**
**赵良毕 (分析师)**

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2020/8/24
当前股价(元)	9.14
一年最高最低(元)	9.44/5.88
总市值(亿元)	54.46
流通市值(亿元)	49.87
总股本(亿股)	5.96
流通股本(亿股)	5.46
近 3 个月换手率(%)	316.96

## 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 智慧指挥调度龙头，5G 专网打开市场新空间，首次覆盖给予“买入”评级

佳讯飞鸿作为国内领先的“智慧指挥调度全产业链”综合解决方案提供商，拥有高可靠性、高安全性、高稳定性的智慧指挥调度全产业链的系列产品和解决方案，连续多年在铁路、国防、城市轨道交通等领域市场占有率保持第一。随着 5G 专网在铁路、国防、工业互联网等应用场景中融合落地，公司将持续受益，业绩有望超预期增长，我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.87/2.88/4.44 亿元，同增 22.2%/53.8%/54.3%，EPS 为 0.31/0.48/0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 29.1/18.9/12.3 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 5G 专网赋能 2B 产业，铁路、国防有望成最优先落地场景

专网由于在特定区域进行信号覆盖，弥补了公网通信无法覆盖的范围，且可靠性、安全性、抗干扰能力优于公网，并专用于政府、军队、公安、能源、消防、轨道交通等特定部门或领域。高铁建设和国铁运输提速给专网带来落地契机，公司长期深耕铁路通信技术，是国内铁路调度产品最大的供应商，市场份额超 50%，并成功参与北京、上海、南京、武汉、天津、沈阳、重庆、苏州、哈尔滨等地多条地铁线路的调度通讯网络建设；国防专网调度具有严格的准入机制，即强客户粘性，公司早在 1999 年就开始涉及国防专网调度业务，保持行业领先优势，随着铁路和国防等 5G 专网的加速推进，公司业务有望打开新增长空间。

### ● 公司持续稳健发展，前瞻性布局新兴技术，未来业绩有望超预期

公司以“大、智、移、云、物”新 ICT 技术为基础，通过技术创新、产品创新，扩展移动互联网技术、物联网技术和人工智能技术在交通等相关领域广泛应用，有机融合“飞鸿云”、“飞鸿数”、“飞鸿物联”等基础平台能力，并在 5G 专网相关通信设备取得突破，未来经营业绩有望超预期。

### ● 催化剂: 工信部 5G 专网频率发放; 铁路专网系统升级落地。

### ● 风险提示: 5G 专网升级建设不及预期风险; 全球贸易及科技摩擦加剧风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,216	1,339	1,701	2,552	4,083
YOY(%)	3.7	10.1	27.0	50.0	60.0
归母净利润(百万元)	130	153	187	288	444
YOY(%)	12.0	17.7	22.2	53.8	54.3
毛利率(%)	37.3	38.2	38.7	39.9	40.0
净利率(%)	10.7	11.4	11.0	11.3	10.9
ROE(%)	6.7	7.3	8.4	11.5	15.2
EPS(摊薄/元)	0.22	0.26	0.31	0.48	0.75
P/E(倍)	41.9	35.6	29.1	18.9	12.3
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2	1.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 佳讯飞鸿：智慧指挥调度领域先进综合解决方案提供商.....	4
1.1、 公司经多年耕耘，已成为领先的“智慧指挥调度全产业链”综合解决方案提供商.....	4
1.2、 公司财务状况良好，业绩保持较高增长态势.....	5
1.3、 公司产品丰富，注重研发，综合竞争力强.....	7
2、 5G 专网赋能 2B 产业，打开新空间.....	10
2.1、 专网为 2B 而生，市场需求旺盛.....	10
2.2、 5G 专网+铁路为最契合场景.....	13
2.2.1、 铁路交通行业前景广阔.....	13
2.2.2、 数字化转型加速 5G 铁路应用.....	14
2.3、 5G 专网助力国防，军工信息化前景广阔.....	15
3、 拓展新兴领域业务，巩固行业领先地位.....	16
3.1、 前瞻性业务布局，拓展公司核心能力.....	16
3.2、 跟进军民融合大方向，军工业务增长迅速.....	18
3.3、 公司为指挥调度通信系统绝对龙头.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	20
4.1、 关键假设.....	20
4.2、 盈利预测.....	20
5、 风险提示.....	21
附： 财务预测摘要.....	22

## 图表目录

图 1： 公司股权结构较分散，决策灵活.....	5
图 2： 公司营收增长 2019 年触底回升.....	6
图 3： 公司净利润保持 2 位数增长.....	6
图 4： 公司毛利率总体维持高位.....	6
图 5： 公司毛利率具有较高竞争力.....	6
图 6： 公司偿债能力有保障.....	7
图 7： 公司存货周转率高于行业平均.....	7
图 8： 公司近年来控费效果明显.....	7
图 9： 指挥调度类模块构成公司主要收入来源.....	8
图 10： 公司业务主要应用于交通行业.....	8
图 11： 公司研发投入持续上升.....	10
图 12： 公司研发人员数量持续增加.....	10
图 13： 中国专网通信行业市场规模不断增长（单位：亿元）.....	11
图 14： 我国铁路固定资产投资额维持高位.....	13
图 15： 我国铁路里程数持续上升.....	13
图 16： 我国铁路旅客发送量持续上升.....	14
图 17： 我国铁路货运发送量总体呈上升趋势.....	14
图 18： 5G 将应用于铁路的多个场景.....	14
图 19： 军工信息化市场规模增长潜力无限.....	16
图 20： 在云计算领域，公司推出“飞鸿云平台”.....	17

图 21: 在物联网领域, 公司推出“飞鸿物联平台” .....	17
图 22: 公司 FH2000 周界安全防范系统框架 .....	18
图 23: FH2000 周界安全防范系统成功应用国防领域 .....	18
图 24: 公司 2019 年国防行业收入大幅度增加 (单位: 千万元) .....	19
表 1: 公司历经二十余载, 发展迅速 .....	4
表 2: 公司设立股权激励项目, 激发核心人员的积极性 .....	5
表 3: 公司产品种类丰富, 应用于多种场景 .....	8
表 4: 公司拥有多平台解决方案 .....	9
表 5: 公司研发能力受国内外认可 .....	10
表 6: 专网主要面向 2B 端, 公网更偏向 2C 端 .....	10
表 7: 各地政府积极发力, 布局 5G 专网 .....	12
表 8: 我国铁路交通发展迅速 .....	13
表 9: 5G 与 Wi-fi 融合将会应用多个场景 .....	15
表 10: 5G 将在高速铁路通信系统中得到极大的应用 .....	15
表 11: 国家不断推动军民融合的发展 .....	15
表 12: 公司参与多个国内外联盟, 市场影响力高 .....	17
表 13: 公司业务布局具前瞻性 .....	18
表 14: 公司近年来承接多项国际重大铁路项目 .....	20
表 15: 可比公司估值: 佳讯飞鸿存在一定估值优势 .....	21

## 1、佳讯飞鸿：智慧指挥调度领域先进综合解决方案提供商

### 1.1、公司经多年耕耘，已成为领先的“智慧指挥调度全产业链”综合解决方案提供商

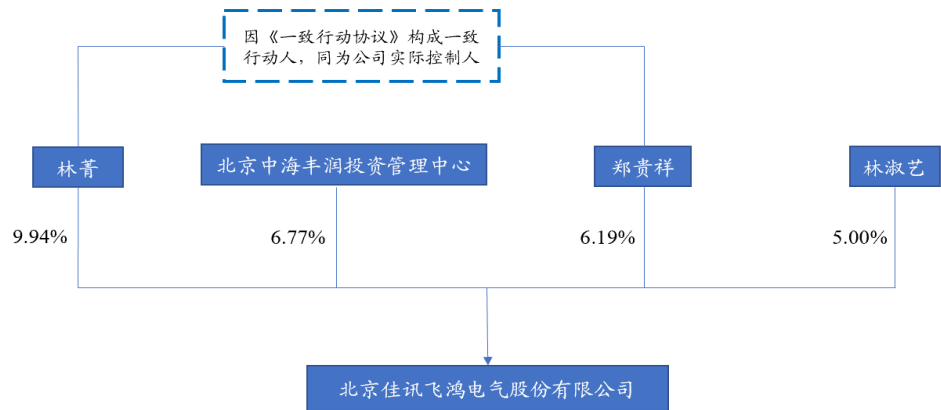
北京佳讯飞鸿电气股份有限公司是国内最早从事指挥调度业务的高科技企业之一。公司1995年于北京成立，2011年在深圳创业板上市，专注于通信、信息领域的新技术及新产品的自主研发与生产，主营产品包括通信设备及解决方案。公司凭借多年产品服务经验以及对目标市场的深入了解，能够及时响应市场需求变化，先后从感知、传输、决策、分析四个层面，研发出具有国内领先水平、满足客户需求的高可靠性、安全性、稳定性的智慧指挥调度全产业链系列产品和解决方案。

**表1：公司历经二十余载，发展迅速**

年份	大事件
1995年	北京佳讯飞鸿电气有限责任公司成立
2006年	公司名称变更为“北京佳讯飞鸿电气股份有限公司”
2011年	公司登陆深交所创业板
2012年	公司实现了对济南铁路天龙高新技术开发有限公司的并购，成功使公司主营业务进入铁路信号控制领域，拓展了新的市场空间
2013年	公司携手东软集团成功中标“南京宁天城际一期工程专用通信系统项目”，代表着公司的项目管理及项目实施迈上了一个新台阶
2015年	在铁路系统内率先推出安全防护产品“FH2000铁路周界安全防范系统”，并已进入试运行阶段
2016年	公司首个国家级重大科技创新基地——“先进轨道交通智慧指挥调度技术国家地方联合工程实验室”获得国家发展和改革委员会批复
2017年	公司自主研发的ATP车载空口监测系统成功在中国标准动车组“复兴号”上获得应用
2018年	公司与中国信通院、华为、中国移动、北京邮电大学等知名机构和企业共同成为“网络5.0产业和技术创新联盟”第一批理事单位
2019年	公司完成了5G宽带接入模块的硬件研发，并参加第十五届中国国际现代化铁路技术装备展览会
2020年	公司启动了“疫情防控应急指挥调度系统”的研发，并作为北京市首个疫情防控系统已在海淀区成功部署

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司股权结构较分散，决策灵活。**林菁和郑贵祥分别控股9.94%和6.19%，因《一致行动协议》共同成为公司实际控制人。林菁先生任公司董事长，总经理；郑贵祥先生任公司董事，总经理。二人曾供职于汇佳国际数据系统有限公司，专业经验丰富，合作默契度较高，在该股权结构下，创始人意志得到充分体现，公司政策落地及决策效率高，管理层能够为公司制定合适的战略方针。

**图1: 公司股权结构较分散, 决策灵活**


资料来源: Wind、开源证券研究所

公司通过股权激励, 增强团队凝聚力。2019年, 公司实施了股权激励, 分别向96名激励对象授予500万份股票期权和500万股限制性股票, 以激发核心团队的积极性和创造性, 使员工与企业共同成长, 分享企业发展红利。其中, 李力先生等7名员工为公司高级管理人员, 其余89名为公司中层及核心骨干人员。

**表2: 公司设立股权激励项目, 激发核心人员的积极性**

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	获授的限制性股票数量(万份)
李力	副总经理	15.15	15.15
王戈	副总经理	15.15	15.15
余勇	副总经理	15.15	15.15
张海燕	副总经理	15.15	15.15
朱铭	副总经理	15.15	15.15
高万成	副总经理	15.15	15.15
周军民	副总经理	15.15	15.15
中层管人员及核心骨干员工 (89人)		393.93	393.93
合计(96人)		500.00	500.00

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、公司财务状况良好, 业绩保持较高增长态势

公司经营情况向好, 营业收入与归母净利润同步增长。公司2019年实现营业收入13.39亿元, 同比增加10.11%, 主要由于2019年公司智能融合指挥调度平台将传统业务场景和新ICT技术融合, 实现交通领域、国防领域营业收入的增长; 公司2019年实现归母净利润1.53亿元, 同比增加17.70%, 主要系公司在2019全力推进基于新ICT技术的新产品、新模式在不同领域的推广和深入应用, 实现了业绩稳步增长。

图2：公司营收增长 2019 年触底回升

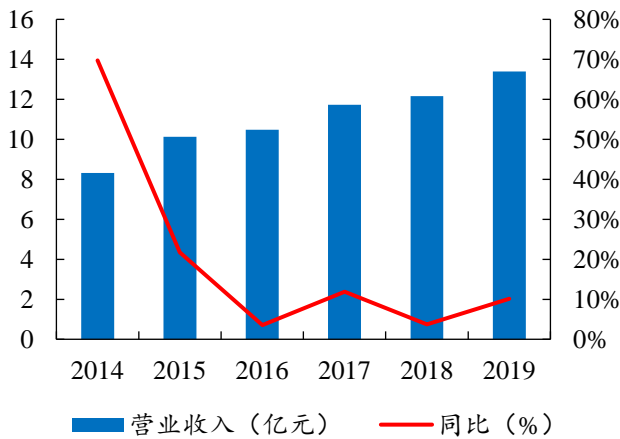
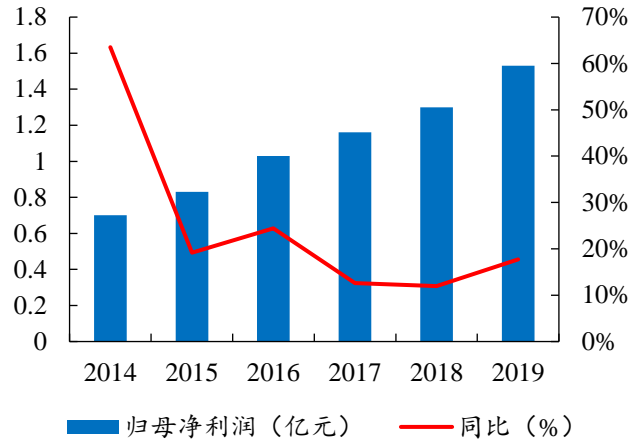


图3：公司净利润保持 2 位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率总体维持在较高水平，在行业内具有较高竞争力。公司销售毛利率2019年为38.21%，同比增长2.49%，高于可比企业（烽火通信、中天科技）。总体来看，公司销售毛利率较为稳定，且自2015年起，毛利率持续增加；公司销售净利率2019年为11.33%，同比增加4.91%，总体来看，公司销售净利率较为稳定，自2015年缓慢增长，公司业绩客观。

图4：公司毛利率总体维持高位

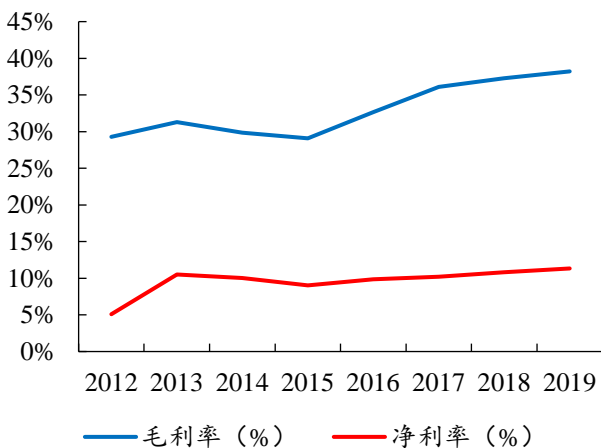
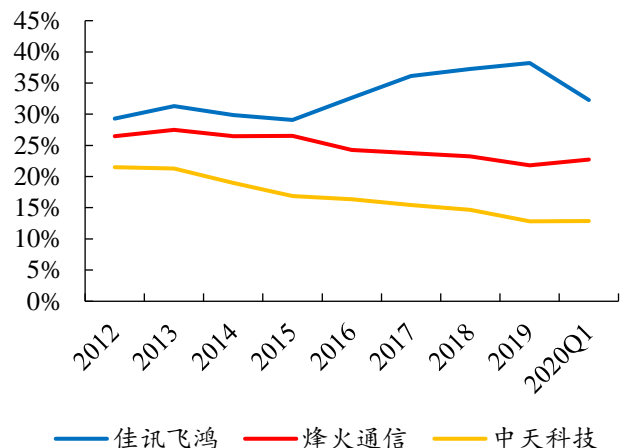


图5：公司毛利率具有较高竞争力

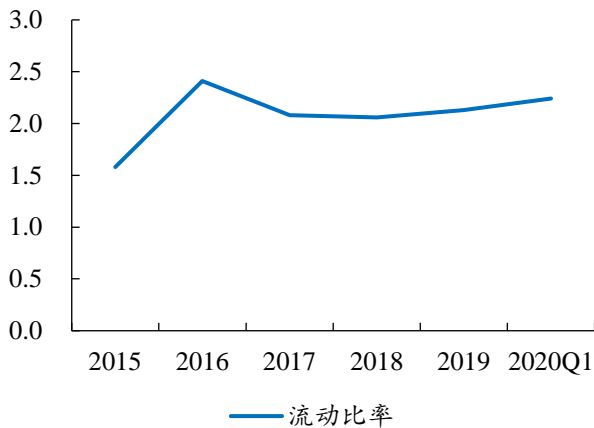


数据来源：Wind、开源证券研究所

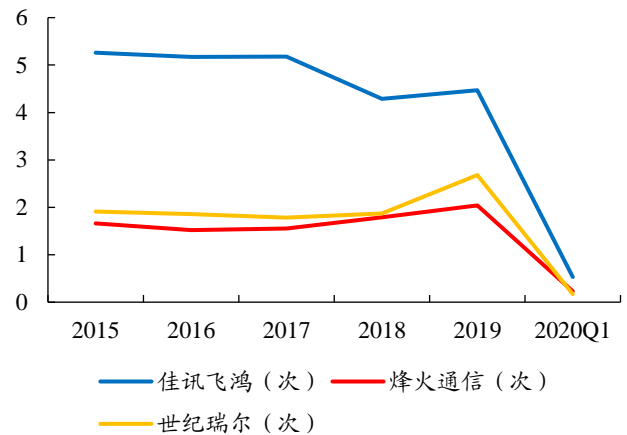
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司财务结构良好，存货周转率高于行业平均。公司流动比率自2015年来一直处于较高水平，2020年第一季度达2.24，整体保持稳定，公司短期偿债能力较好，且公司资产负债率为31%，偿债风险较低，有利于整体经营。2019年公司存货周转率为4.47，高于烽火通信、世纪瑞尔，存货转换成经济效益的能力较强，流动性较为合理。



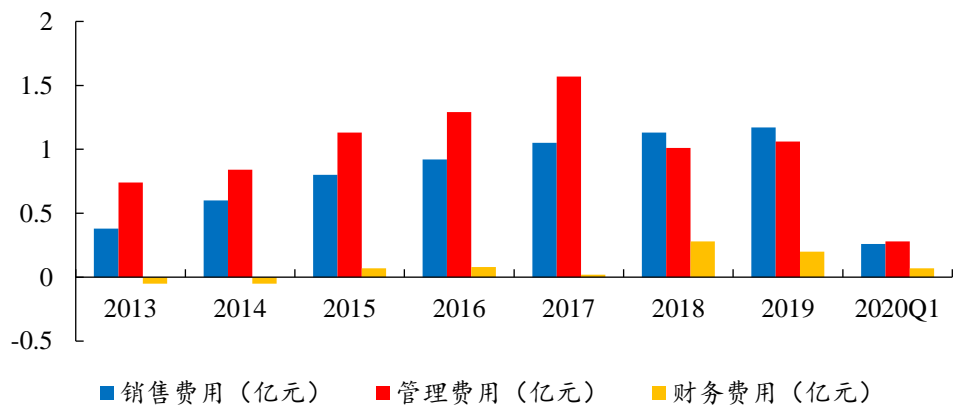
**图6: 公司偿债能力有保障**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图7: 公司存货周转率高于行业平均**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司成本控制能力较好,三费基本稳定。2019年公司销售费用为1.17亿元,比2018年增加3.2%,主要系公司深耕海外市场,加大海外市场拓展力度;由于公司加强内部控制,完善ERP等信息系统建设,升级OA协同办公系统,使管理费用增加4.7%;财务费用减少28.51%,主要系公司减少债务融资规模,降低财务杠杆使财务结构优化。从长期看,公司的财务费用将保持较低的水平,销售费用和管理费用随着公司进行业务扩张的步伐合理增长,公司整体保持较好的费用管理能力。

**图8: 公司近年来控费效果明显**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、公司产品丰富,注重研发,综合竞争力强

指挥调度类模块营收占比高,业务主要应用于交通领域。从公司营收业务分布看,作为国内领先的“智慧指挥调度全产业链”综合解决方案提供商,指挥调度类占比最高,2019年达59.26%。公司近年推进物联网领域业务布局,行业物联网业务占比逐年增长,2019年为13.16%,同比增长33.75%。从行业领域来看,公司在交通领域占据较大市场份额,已与客户建立长期、稳定的合作关系。

图9：指挥调度类模块构成公司主要收入来源

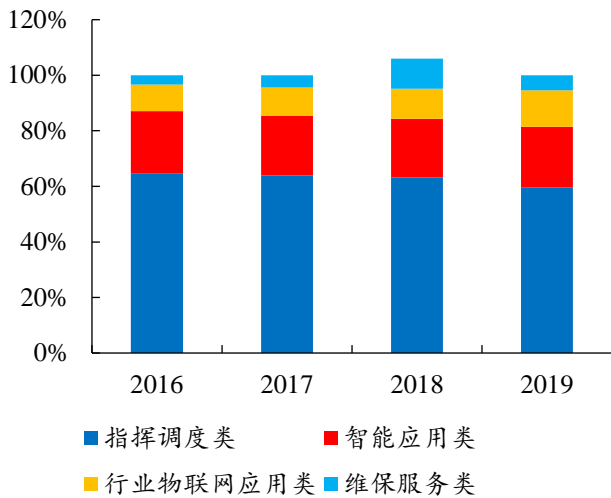
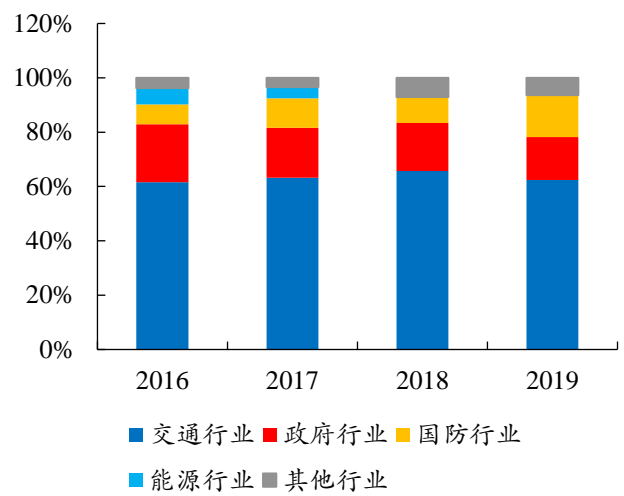


图10：公司业务主要应用于交通行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品种类丰富，应用多种应用场景。公司以工业互联网为基础，以云平台为核心，“大、智、移、云、物”为技术路线，主要产品分为智能调度、智能安防、传统调度、智能工厂四种，目前公司的产品链丰富，已广泛应用于铁路、石油石化、轨道交通、电力等场景。

表3：公司产品种类丰富，应用于多种场景

业务	主要产品	应用场景
	应急电话系统	(1) 应用于“智慧城市”中，免去了云端人脸检测和人脸识别的负荷，节省了分析资源，使云端可同时处理更多路的摄像机，作为前端人像检测、识别设备，广泛应用于平安城市动态人像系统中。 (2) 应用于“轨道交通”中，支持高密度人流下动态人流采集，适用于高铁站和机场安检通道、地铁闸机出入口场景，助力轨道交通运营和安全管理。
智能调度	MDS6800 智能融合调度通信系统	(1) 指挥调度：音视单呼、音视频组呼、强插/强拆、紧急呼叫；多优先级呼叫，呼叫前转类业务；通讯录、通话记录、录音录像； (2) 视频监控：一键调看、现场视频实时浏览；视频分析、云台控制、多预置位；监控轮询、录像回看、移动视频接入；视频监控的业务联动；视频监控的对讲、广播、监听； (3) GIS 地图：在 GIS 地图上对各专业应急基础资料集中统一管理；通过 GIS 地图调度指挥功能统一调配人员、物资、车辆等；显示铁路线的走向、公里标，路局、站、段、工区、桥梁、隧道位置；显示各单位机构办公地点及应急物资库地点；与突发事件应急、视频监控、移动单兵等有机融合。
	IMS6000 铁路智能综合防灾安全监控系统	基于物联网、大数据、边缘计算的铁路智能综合防灾监控系统主要完成气象，包含监测、控制列控接口设备及牵引供电接口设备，是铁路信息系统的主要组成部分，对高速铁路沿线实现有效、准确、实时监测，为调度指挥和维护管理提供报警、预警信息，有效防止或者减少灾害对铁路列车运行的安全影响
智能安防	FH2000 周界安全防范系统	(1) 轨道交通沿线、动车所、车辆段等场所周界入侵、隧道火灾以及基础设施健康状态监测 (2) 民航领域机场、停机坪等重要场所的周界入侵监测 (3) 军队国防边境线、营区哨所等区域入侵监测以及既有通信光缆寻径 (4) 石油石化油气场站入侵监测、输油管线的挖掘监测以及温度监测



传统调度	MDS3400 调度指挥系统	应用于铁路、地铁、石油、石化、钢铁、煤炭等行业
	状态监测系统软件	-
	有线采集单元	-
智能工厂	工业大数据平台	通过 DP 平台的研发与应用，助力工业企业充分利用设备采集到的数据、生产系统的工艺数据，实现对每台设备的数字建模。DP 平台通过对海量历史数据进行分析，获得设备健康度、故障产生原因及生产工艺的相关性分析结果，帮助客户融合分析和深度挖掘各业务环节产生数据的潜在价值，全面提升对数据资产的管控和使用效率
	智能运维云服务平台	(1) 智能预警 (2) 智能诊断 (3) 性能优化 (4) 能耗管理

资料来源：公司官网、开源证券研究所

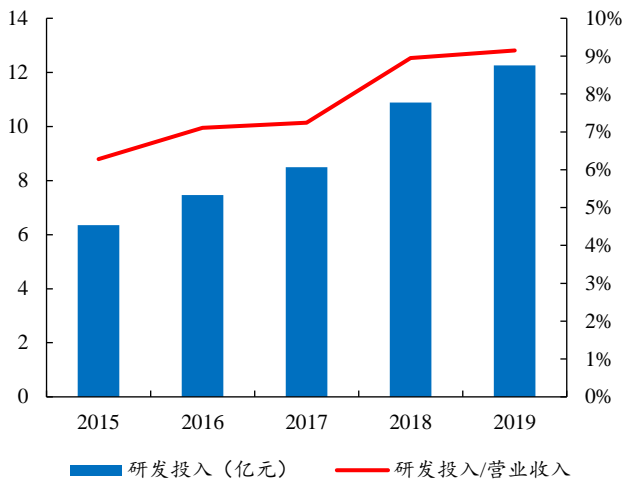
**公司拥有多平台的解决方案，已经在多个领域成功应用。**公司近年来持续推进“大、智、移、云、物”等新 ICT 技术的融合与创新力度，进一步向业务智能应用、系统智能维护、网络智能运行、资源智能管理的目标迈进；打开自身边界，帮助客户实现智慧化运营管理，实现了新技术、新产品在行业内的落地应用，得到客户和市场的广泛认可。

**表4: 公司拥有多平台解决方案**

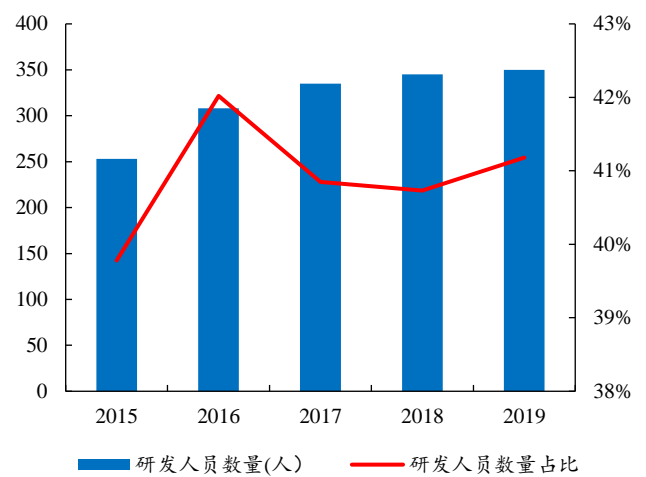
调度指挥	视频监控	云调度	智能安防	智能运维
长沙磁悬浮快线专用通讯系统	安六城际铁路综合视频监控系统	机器健康监测云服务	站台端部防侵入系统	青岛中德生态园综合管廊监控系统
南京 S8 号线专用通信系统	武汉局集团公司营业线现场施工视频指挥平台	智能现场作业管理系统	高速铁路灾害监测信息大数据分析及维护	武汉局集团公司智能现场作业管理系统
呼和轨道交通 1 号线专用电话系统	铁路综合视频监控系统解决方案		高速铁路雨量监测物联网系统解决方案	成都局集团公司 TrainEyes 货车图像智能识别预警系统
调度指挥系解决方案			铁路智能综合防灾监控系统	京雄高铁智能工地平台
世界海拔最高铁路-青藏铁路指挥调度，佳讯飞鸿参与标准制定			IMS5100 隧道机电及照明监控系统	中国神华轨道机械化维护分公司一张图调度系统
			基于物联网与大数据的铁路安全监控解决方案	兰州局集团公司营业线安全管控信息系统
				智慧管廊综合监控及运维管理解决方案

资料来源：公司官网、开源证券研究所

**公司专注技术开发，研发投入增加。**公司在交通和国防领域具有先发优势，注重研发投入以保持核心竞争力。逐步构建科研技术研究、产品技术研发、应用技术开发的科研架构，依托先进轨道交通智慧指挥调度技术等优势，携手公司研发团队及外部科研机构打造“三位一体”的研发平台，聚焦行业前沿技术。2019 年，公司研发投入总额 1.23 亿元，同比增长 12.63%，占营收的 9.15%；公司 2019 年研发人员数量达到 350 人，同比增长 1.45%，占公司人员的 41.18%。

**图11: 公司研发投入持续上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 公司研发人员数量持续增加**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**公司研发成果受国内外认可。**截止 2019 年, 公司拥有 6 项代表国际先进水平的专有技术, 已注册和被受理的专利 272 项, 其中发明专利 197 项, 软件著作权 255 项; 对比 2018 年, 发明专利新增 32 项, 软件著作权新增 42 项, 创新智能研发成果显著, 未来有望获得相关经济效益。

**表5: 公司研发能力受国内外认可**

	2019 年	2018 年
发明专利	197	165
软件著作权	255	213
代表国际先进水平专利	6	6

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、5G 专网赋能 2B 产业, 打开新空间

### 2.1、专网为 2B 而生, 市场需求旺盛

**专网是主要针对 2B 端的网络, 公网是主要针对 2C 端网络。**按广义定义分类看, 无线通信可以分为专网通信和公网通信两部分, 其中专网无线通信主要指遵循 IPv4 和 IPv6 规范, 采用专用 IP 网络地址空间的通信网络; 公网则主要指供公共用户使用的通信网络。二者差距看, 专网在特定区域进行信号覆盖, 弥补了公网通信无法覆盖的范围, 由于专网对于技术可靠性需求较高, 整体安全性、抗干扰能力优于公网, 同时由于其覆盖物理范围小于公网且需求场景较确定, 其专业性、专用性较高。应用侧看, 专网专用于特定行业或企业如政府、军队、公安、能源、消防、轨道交通等部门或领域, 广泛分布于应急通信、调度指挥等 2B 端应用场景; 公网主要渠道为个人、企业等社会公众用户, 偏向于 2C 端客户, 达到社会上广连接的作用。

**表6: 专网主要面向 2B 端, 公网更偏向 2C 端**

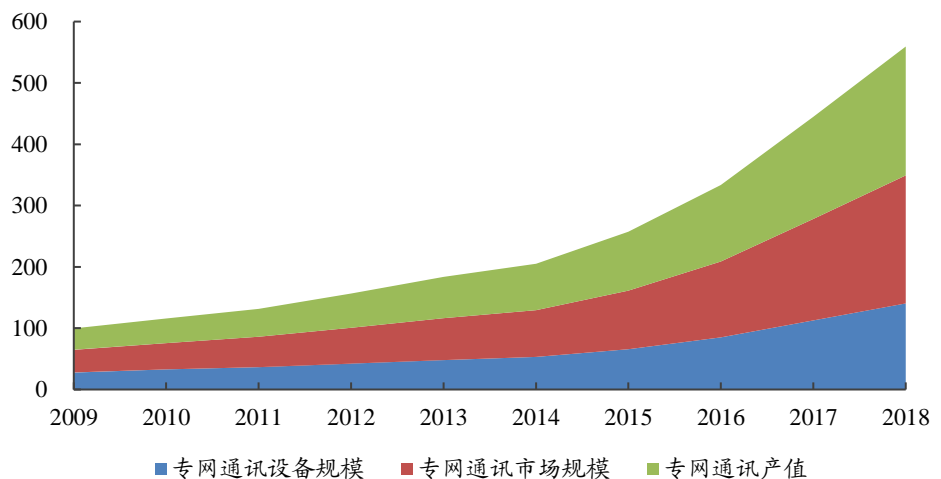
区别	专网宽带移动无线通信	公网宽带移动无线通信
传统渠道:	政府、军队、公共事业、	主要为个人、企业
主要服务客户	特殊行业 (铁路、城轨、石油、港口) 等	等社会公众用户为主, 以经济效益为
新客户渠道:	以金融、互联网公司	为目的

区别	专网宽带移动通信	公网宽带移动通信
	代表	新客户渠道：渠道下沉为主
主要技术特点	技术可靠性（抗干扰、实时、安全性）为主，保证特殊环境内的性能	注重个人体验，容量要求较高，需要大规模基站铺设以覆盖更多区域
主要用途	应急/日常通信、指挥、信息安全保障	日常通信、手机应用、信号普及
主要管理方式	用户自行出资建设或网络切片	运营商建设网络、运维及用户管理
终端设备要求	强调终端在极端情况下及电磁干扰下的可靠性、耐用性及信息安全性	个人消费为主，注重终端附加功能，以休闲及为主

资料来源：华研智库、开源证券研究所

**专网通信市场规模逐年增长，对专网通信需求旺盛。**根据 2018 年 3 月十三届全国人大一次会议第四次全体会议，国务院提出拟组建应急管理部，提升专网需求。国家政策的支持也推动我国专网通信行业市场发展。另外，随着国家经济快速发展，对于公共安全的重视程度也在不断加深，带动了对于专网通信的需求。我国专网通信行业市场规模不断增长，据中国产业信息网数据，2009-2018 年我国专网通信行业在不断扩大发展，2018 年专网通讯市场规模的市场规模超过 200 亿元，专网通讯产值超过 500 亿元。代表着专网通信由于自身安全可靠、自主控制、保密性高等特点带来需求端的高景气度。

图 13：中国专网通信行业市场规模不断增长（单位：亿元）



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

**5G 专网对当前专网通信系统改善意义较大。**专网通信系统在不断发展的同时也面临着一些问题。结合 5G 通信自身具备的低时延、高速率和广连接三大特征，5G 专网实现了信息安全性，网络专有性及可靠性等特点，完善了专网带宽低、时延长、安全性相对较差等弊端。说明将传统专网向 5G 专网的升级存在解决当前专网通信长期存在问题的较大可能性。第一，我国频谱资源大部分已经划分给了公网，这使得能够划分给专网的频谱资源十分有限。特别是宽带专网通信对频谱的需求较大。然而对于具有网络专有性的 5G 专网，国家可能会释放专门的 5G 专网频谱。第二，许多垂直行业如公安、轨道交通、军队等对网络通信的要求越来越高，具有覆盖范围广、

高带宽、高保密性等需求，5G 专网在这些方面能很好的满足。另外，虽然宽带通信在不断发展，但网络资源频率在目前是受限的，然而大数据时代对于数据的需求在不断增加。在这种情况下，5G 大带宽低时延的优点使得 5G 专网占有优势。

随 5G 时代来临，2020 年我国广东省、湖南省、肇庆市、北京市、苏州市等各省 5G 专网建设积极性逐步走高，专网体量增长确定性较大。近几年，随着物联网、大数据等新技术、新业态的广泛应用，在公共安全、社会管理、应急通信等政府和行业物联网应用领域，尤其是超高流量密度、超高连接数密度、超高移动性等多场景情况下，对海量信息接入和传输的安全性、可靠性、及时性提出了极高的要求。相关需求在教育、政务、公安、应急管理、电网、高速公路、船舶、钢铁石化等行业主要应用中展开试点，目前已经成为较明确的发展方向，跟随“两化融合”脚步赋能千行百业。

**表7: 各地政府积极发力，布局 5G 专网**

地区	时间	相关政策文件	目标
广东省	2020.3.27	《关于应对疫情影响进一步促进信息服务和消费的若干政策措施》	<p>专网建设目标：在政务、公安、应急管理、电网、高速公路、船舶、钢铁、石化、专业园区等重点行业领域试点建设 10 个以上 5G 专网；</p> <p>专网频率安排：持续推进 1.8GHz 频段专网在轨道交通、机场、港口、智能工厂等行业场景应用。申请 1.4GHz 频段、推进全省政务试点应用。申请开展 5.9—7.1GHz 频段专网试验。</p> <p>专网设备研发支持。支持企业研发制造 5G 专网传输设备和终端。</p>
工信部	2020.3.24	《关于推动 5G 加快发展的通知》	提出要组织开展 5G 行业虚拟专网研究和试点，实现标准、技术、应用、部署等关键环节衔接畅通
湖南省	2019.6.19	《湖南省 5G 应用创新发展三年行动计划（2019-2021 年）》	提出网络建设、创新能力、应用融合、产业培育四方面行动目标。在深化 5G 行业应用方面，重点提出 5G+工业互联网、5G+自动驾驶、5G+超高清视频、5G+网络安全、5G+医疗健康等八大方面
肇庆市	2020.3.16	《肇庆市加快 5G 发展实施方案(2020-2022 年)》	重点促进 5G 在智能制造、智慧园区、智慧农业、4K/8K 超高清视频、智慧教育、智慧医疗、智能交通、智慧政务、智慧公共服务等方面的试点应用
淄博市	2020.4.8	《关于加快推进 5G 网络规划建设的实施意见》	明确工作目标为 2020 年实现主城区、区县城区重点区域 5G 连续覆盖，在工业互联网、人工智能、智慧城市、智慧医疗、车联网等领域打造一批 5G 行业应用示范项目
江门市	2020.5.8	《关于组织推进“5G+工业互联网”应用示范园区工作的通知》	其一是加快推进第一批广东省“5G+工业互联网”应用示范园区建设；其二是启动第二批广东省“5G+工业互联网”应用示范园区建设
上饶市	2020.5.15	《上饶市 5G 发展 2020 年工作要点》	搭建创新服务平台；推进“5G+智慧农业/智能制造/车路协同/智慧旅游/智慧医疗/文娱产业/智慧教育/智慧应急/智慧网格”示范应用
北京市	2020.6.10	《加快新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》	加速推进 5G 独立组网核心网建设和商用，加强 5G 专网基础设施建设；深入推进“一五五—”工程，丰富“5G+”垂直行业应用场景，培育一批 5G 细分领域龙头企业
苏州市	2020.7.28	《苏州工业园区关于支持“5G+工业互联网”融合发展的若干措施》	“5G+工业互联网”融合发展首先要全力推进双方的产业化发展；其次要全面深化双方的赋能制造业转型升级

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

## 2.2、5G 专网+铁路为最契合场景

### 2.2.1、铁路交通行业前景广阔

**我国铁路建设成绩卓著。**铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程。近年来，我国铁路建设迎来高峰，其中高铁更是快速增长。截止 2019 年底我国铁路里程已达到 15 万公里以上，高铁里程已到达 3.5 万公里以上，已居全球第一。同时，根据《中长期铁路网规划》，到 2025 年我国铁路网规模将达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右；到 2030 年，我国铁路网规模将达到 20 万公里，其中高速铁路 4.5 万公里左右。

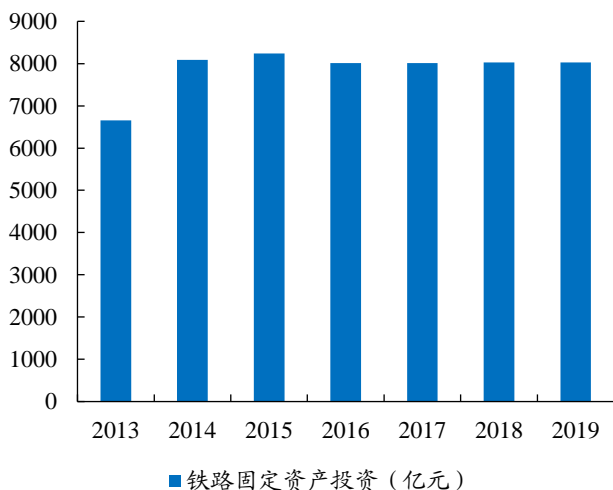
**表8：我国铁路交通发展迅速**

期间	十一五	十二五	十三五
铁路里程：万公里	9.1	12.1	15
高铁里程：万公里	0.8	1.9	3
铁路投资：万亿元	2.43	3.52	3.5-3.8
基建投资：万亿元	1.98	2.93	3
车辆投资：亿元	4500	5852	8000

资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

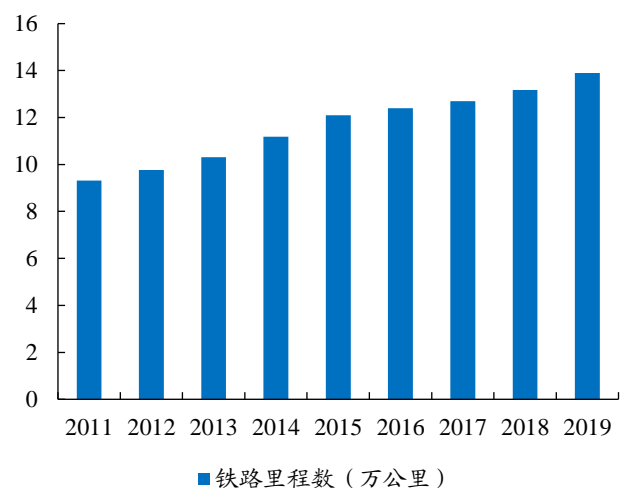
**铁路里程持续增加，轨道交通投资力度有望持续加大。**2018 年 10 月，国务院发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，将加快推进高铁“八纵八横”项目建设、加快推动重大铁路项目建设、推进京津冀、粤港澳等城市群城际铁路规划建设列为重点任务，未来轨交建设有望加速。2019 年全国铁路里程数达到 13.9 万公里，同比增加 5.54%；全国铁路固定资产投资达到 8029 亿元，投产新线 8489 公里，其中高速铁路 5474 公里，远超年初目标 3200 公里。

**图14：我国铁路固定资产投资额维持高位**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：我国铁路里程数持续上升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**铁路运输需求旺盛，城轨增量市场巨大。**从铁路客运量和货运量来看，目前均处于需求旺盛阶段，2019 年我国铁路客运量和货运量分别达 36.6 亿人次和 43.89 亿吨，同比增长 8.40% 和 7.20%。此外，根据中铁总发布的《2018-2020 年货运增量行动方案》，到 2020 年，全国铁路货运量将达到 47.9 亿吨。随着“公转铁”的持续推进以及铁路网的不断完善，铁路运输需求有望继续提升。



图16: 我国铁路旅客发送量持续上升

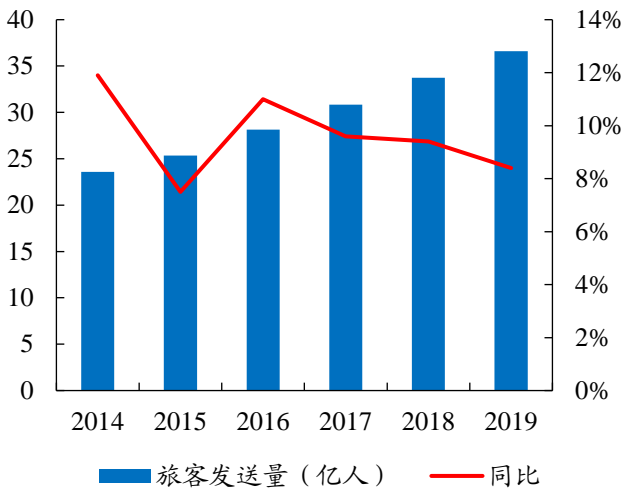
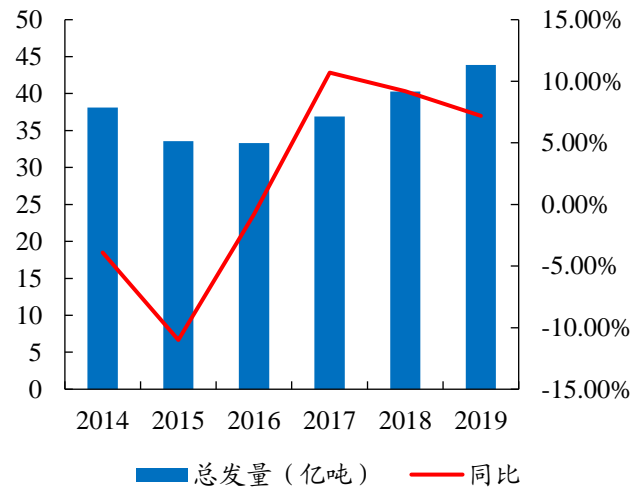


图17: 我国铁路货运发送量总体呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.2.2、数字化转型加速 5G 铁路应用

政策加速铁路行业数字化转型，铁路集团与产业链合作开展 5G 应用研发。《中国铁路总公司科技创新规划(2018-2020 年)》提出要求通过持续技术创新促进我国铁路向智慧铁路转型升级。2019 年 11 月 18 日中国国家铁路集团工电部在中国无线电大会上重点强调未来我国将以专网为主解决列车运行安全等问题，研究铁路专用 5G 技术，在铁路枢纽、站场等热点地区部署，与 LTE-R 融合实现专网应用。多项政策联合推动 5G 与铁路行业的融合发展，为产业营造良好外部环境。

图18: 5G 将应用于铁路的多个场景



资料来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

在高速铁路通信系统中，5G-R 相比 GSM-R 性能更加优化。当前在国际上比较常见的高速铁路通信系统主要为 GSM-R (综合专用数字移动通信系统)，可以实现对列车的调度、监控及管理，也可满足旅客的简单通信要求。但随着智能调度等列车安全辅助系统的应用，现有技术市场需求，系统、技术等方面的全面升级已成为必然选择。5G 标准大带宽，其高速率、低时延、高密度的特点将显著提高网络连接效率，



与铁路多种场景融合，优化铁路运输系统。此外，人口密集区域采用 WiFi 与 5G 系统融合组网，其接入方便、低成本、易维护等优点，可作为 5G 系统的补充，通过融合组网的方式构成高速铁路通信系统的重要组成部分。

**表9: 5G 与 Wi-fi 融合将会应用多个场景**

应用类型	典型场景
终端设备高密度场景	车站网络
	无线办公
吞吐量要求较高场景	影音娱乐
	远程会议

资料来源：通信世界、开源证券研究所

**5G 将进一步促进高速铁路通信系统的发展。**5G 系统与 WiFi 等多种技术相融合的高速铁路通信系统将应用于高速铁路智能管控系统、乘客用网、辅助式卫星导航系统，将有效提升高速铁路的安全性及舒适性，使高速铁路运输更加智能化、列车网络连接更加方便稳定、定位更加精准。

**表10: 5G 将在高速铁路通信系统中得到极大的应用**

应用场景	具体应用
基于 5G 系统的高速铁路智能管控系统	实现对铁路的集中管理，实现智能调度、智能管理等功能，为列车运行的实时监控提供可能，通过高速铁路列车上自带的检测设备可以随时将路轨状况以及列车状况上传到数据库中，进行实时分析，并对可能出现的故障进行检测及预判，提出合理的解决方案，从而减小了高速铁路列车运行中的故障率，保障了高速铁路列车的运行安全
基于 5G 系统的乘客用网	5G 系统则可以为移动终端提供更好的 4K 超高清移动视频体验。使用基于 5G 系统的乘客可在高速铁路列车运行过程中为乘客提供超高清移动视频直播、视频通话、视频会议和视频监控等功能。
基于 5G 系统的辅助式卫星定位系统	基于 5G 系统的辅助式卫星定位系统能更快速准确地获取列车位置信息，引入 5G 使列车的定位更加精确，也将改善卫星信号被遮蔽等问题，实现在隧道内或稠密的城市地区等卫星信号较弱的地区提供列车定位服务，甚至可实现厘米级精确定位

资料来源：通信世界、开源证券研究所

### 2.3、5G 专网助力国防，军工信息化前景广阔

**深入实施军民融合发展战略，民参军为军工信息化注入新的活力。**2017 年年末，国务院办公厅印发《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》，指出除战略武器等特殊领域外，在确保安全保密的前提下，支持符合要求的各类投资主体参与军工企业股份制改造。在信息时代快速发展的今天，民企在一些高技术领域也具有较实的实力，军民融合有望给军工科研注入新鲜活力。

**表11: 国家不断推动军民融合的发展**

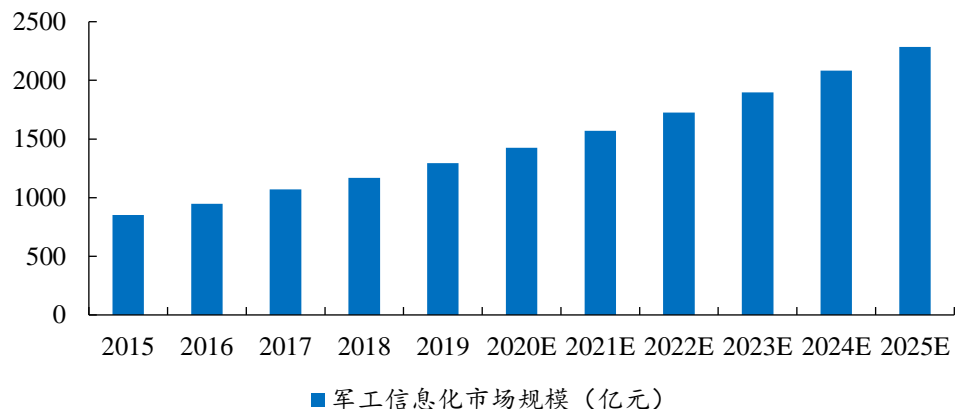
时间	政策内容
2017.06	中央军民融合发展委员会第一次会议：要加快形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局，逐步构建军民一体化的国家战略体系和能力
2017.09	中央军民融合发展委员会第二次会议：会议指出国防科技工业是军民融合发展的重点领域，启动实施首批 41 家军工科研院所改革

时间	政策内容
2017.12	《国务院办公厅关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》：除战略武器等特殊领域外，在确保安全保密的前提下，支持符合要求的各类投资主体参与军工企业股份制改造
2018.03	中央军民融合发展委员会第三次会议：要坚定实施军民融合发展战略,形成军民融合深度发展格局
2018.10	中央军民融合发展委员会第四次会议：要抓好《关于加强军民融合发展的法治建设的意见》贯彻实施，完善法律制度，推进军民融合领域立法
2019.03	国资委产权局副局长谢小兵表示，国资委积极引导军工集团将优质军工资产注入上市公司，更加突出军工基因，以混改促进融合，更加融入“民”的机制，激发内生动力和活力，充分发挥上市公司平台作用，更好践行和落实军民融合发展战略

资料来源：军民融合发展委员会、开源证券研究所

**军工信息化潜力广阔。**2017年10月，十九大报告作出了新时代国防和军队建设新的“三步走”发展战略，指出到2020年军队基本实现机械化，信息化建设取得重大进展；2035年实现国防和军队现代化；2050年全面建设世界一流军队。从政策规划上看，目前处于十三五规划的最后一年，军工信息化面临重大发展机遇，有望迎来加速。2015年，军工信息化支出仅占装备费总支出的30%，预计到2025年军工信息化支出占比将增至40%左右，市场规模约2285.72亿元，2015-2025年复合增长率达10.38%。

**图19：军工信息化市场规模增长潜力无限**



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

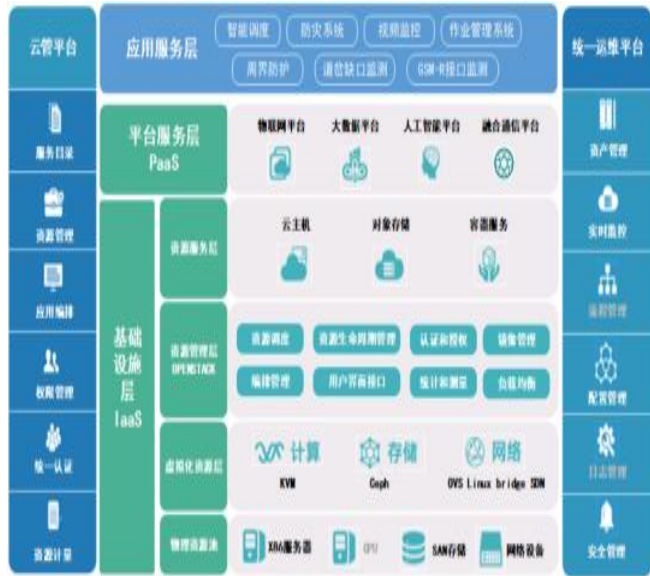
### 3、拓展新兴领域业务，巩固行业领先地位

#### 3.1、前瞻性业务布局，拓展公司核心能力

公司从私有云平台着手并融合物联网、人工智能、大数据、融合通信的技术优势，通过创新完善互联互通的工业互联网生态体系。近年来，公司坚持战略规划，依托内外科研机构深耕研发，不断突破融合边界，强化新ICT技术，助力智能创新成果转化。云计算方面，公司推出能够为行业客户提供安全可靠的一体化IT支撑和行业应用能力的“飞鸿云2.0版”；物联网方面，发布自主研发的“飞鸿物联平台”；大

数据,人工智能方面,全景业务动态监测系统以大数据技术收集、处理与分析海量数据,引入人工智能技术理念,实现结合大数据、人工智能、可视化展现的业务生态监控平台。综合来看,公司在工业互联网方面,聚焦研发,突破融合,创新智能应用成果颇丰,通过市场化推广和规模化生产,技术和产品优势有望获得较大经济效益。

图20: 在云计算领域,公司推出“飞鸿云平台”



资料来源: 公司公告

图21: 在物联网领域,公司推出“飞鸿物联平台”



资料来源: 公司公告

**合作方式多样化,参与业内标准指定提升市场影响力。**公司凭借多年行业经验积累,采取合作开放模式,积累优质伙伴构筑行业生态圈,积极开展海内外合作,产品通过 ETSI (欧洲电信标准化) 测试,参与多个极具影响力的联盟或组织,形成业内良性互动,同时参与多个标准制定,进一步提高公司市场影响力,在各方面得到国内外业界高度肯定。

表12: 公司参与多个国内外联盟,市场影响力高

协会组织/标准
世界 eLTE 产业联盟知道委员会成员
高速铁路周界入侵报警系统小组成员
中国 IP 标准制定小组成员
云计算开源产业联盟成员
网络 5.0 产业和技术创新联盟首批理事单位
参与《高速铁路周界入侵报警系统震动光纤监测设备技术条件(暂行)》
《铁路多媒体调度通信系统需求暂行规范》(征求意见稿)
《铁路宽带移动通信系统(LTE-R)关键业务设备暂行技术条件》(征求意见稿)
《铁路私有云计算平台总体技术要求》(征求意见稿)

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**公司多项业务齐头并进,加固公司核心竞争力。**交通、政府和其他领域,公司业务占据较大市场份额,与行业客户建立长期、稳定的合作关系,承接多个国内外重点项目,多种产品的市占率位居前列,工业互联网平台及智慧工厂解决方案已进行试点应用,多项业务齐头并进形成高质量融合发展,业务布局优势日益显现,有能力及时响应市场需求变化,为公司持续性发展奠定良好基础。

**表13: 公司业务布局具前瞻性**

类别	相关项目或成果
交通	相关产品覆盖 18 个路局
	参与世界上一次性建成的里程最长的重载货运铁路——浩吉铁路数字调度通信和隧道应急通信项目
	京张铁路项目、京雄铁路项目、京沪铁路项目、青藏铁路智慧调度项目、应急通信项目
	全国首例基于 4G 通信重载组合列车集群调度项目
	世界运能最大煤运专线（大秦线）综合视频监控项目
	全生产链走出国门第一单——印尼雅万高铁
	西非地区第一条货运专线铁路——几内亚达圣铁路
	肯尼亚蒙内铁路通信系统项目、尼日利亚阿布贾城通信系统集成项目、埃及 BPS 铁路通信改造项目等
	完成 5G 宽带接入模块硬件研发
	参编“综合轨道交通 5G 应用技术白皮书”
参与研发“基于 5G 网络的智慧运维平台”	
政府及其他	业内唯一实现与海关总署互市统一版系统成功对接的企业
	中石油应急智慧调度系统项目
前瞻性布局	工业互联网平台及智慧工厂解决方案已成功在能源等领域进行试点应用

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、跟进军民融合大方向，军工业务增长迅速

**公司大力扩展国防领域。**国防市场是公司除铁路外的另一个重要市场，近年来公司大力发展国防业务，其中 FH2000 周界安全防范系统已成为边境线运用的成功案例，防穿越报警系统成为保家卫国的重要手段。此外，公司承担了“神舟系列、天宫系列、嫦娥系列”载人航天飞行、交会对接通信保障、中国人民解放军建军 90 周年阅兵、国庆 70 周年阅兵通信保障、“长城二号”国家反恐智慧系统项目等重要项目，国防业务的客户粘性较强，公司经长期经验积累和品牌效用，能够较大程度维持现有客户，在市场上取得相对竞争优势。

**图22: 公司 FH2000 周界安全防范系统框架**
**图23: FH2000 周界安全防范系统成功应用国防领域**





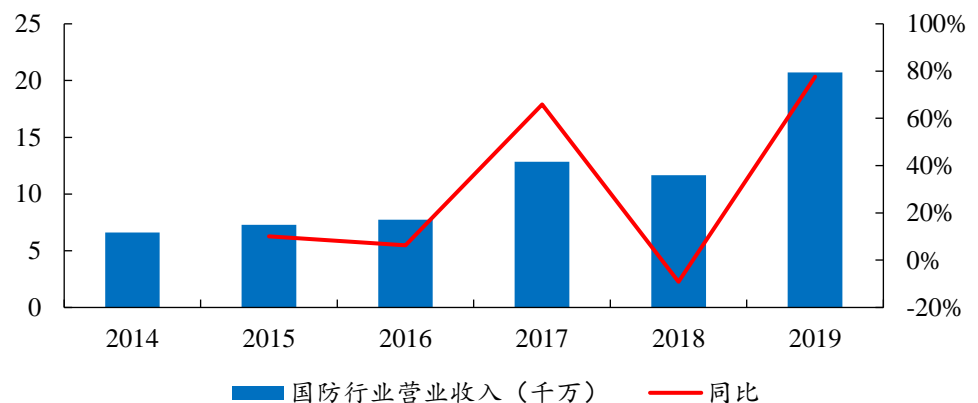
资料来源：公司官网



资料来源：公司官网

公司国防行业收入整体呈上升趋势。公司近年来在打造“数字国防”的道路上不断突破，继续跟进军民融合大方向，同时圆满完成了朱日和阅兵通信保障等重大任务。2019年，公司国防业务收入2.07亿元，同比增长77.63%，随未来国防信息化支出的提升，公司军工业务或将进入迅速发展阶段。

图24：公司2019年国防行业收入大幅度增加（单位：千万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、公司为指挥调度通信系统绝对龙头

公司在交通、国防、政府、能源等行业均有明显的竞争优势。公司经过多年耕耘，积累了丰富的应用案例和广泛的客户群，形成了较强市场竞争力和较高市场占有率，在交通、国防、政府、能源等行业均有明显的竞争优势。

在交通领域，公司业务占据较大市场份额。公司参与了多项国家重点项目，包括世界上一次性建成的里程最长的重载货运铁路——浩吉铁路数字调度通信和隧道应急通信项目、京张铁路项目、京雄铁路项目、京沪铁路项目、青藏铁路指挥调度和应急通信项目、全球首例基于4G通信重载组合列车集群调度项目、世界运能最大煤运专线（大秦线）综合视频监控项目等。

紧跟国家“一带一路”倡议政策，积极开展海外合作，承接了多项国际重大铁路项目。近年，公司持续深耕国际市场，拓展全球化视野，业务范围涵盖中亚、东南亚、中美及非洲10余个国家和地区。此外，公司跟随国家“一带一路”政策，挖掘海外市场的持续增长潜能，在尼日利亚、印度尼西亚、安哥拉等地区相继签约，首次

突破海外高铁市场，承担印尼雅万高铁项目，公司在国际市场树立良好品牌形象和市场地位。

**表14: 公司近年来承接多项国际重大铁路项目**

时间	铁路项目名称
2017	埃及 BPS 铁路通信改造项目
2018	肯尼亚蒙内铁路通信系统项目
2019	尼日利亚阿布贾城铁通信系统集成项目 雅万高铁项目

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**在国防领域，公司取得了明显竞争优势。**国防行业对产品的安全性、稳定性、可靠性要求极高，具有严格的准入机制，一旦进入，则拥有极强的客户粘性。公司承担了“神舟系列、天宫系列、嫦娥系列”载人航天飞行及交会对接通信保障、中国人民解放军建军 90 周年阅兵、国庆 70 周年阅兵通信保障、国庆 60 周年阅兵通信保障、中国人民抗日战争暨世界反法西斯胜利 70 周年阅兵通信保障、“长城二号”国家反恐智慧系统项目等。

**在政府及其他领域，公司综合运用物联网、云计算、移动互联网、人工智能、大数据等新 ICT 技术，充分结合行业客户需求，在海关领域多种产品市场占有率位居前列，**成为业内唯一实现与海关总署互市统一版系统成功对接的企业；在石油、电力、煤炭、公安等行业，公司产品逐步得到用户认可；公司的工业互联网平台及智慧工厂解决方案已成功在交通、能源等领域进行了试点应用，并有望打开新的市场。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

铁路、国防 5G 专网加速落地，国内指挥调度通信行业和铁路安全监控行业发展前景广阔。公司作为指挥调度业务领域绝对龙头企业，营收有望进一步增长。假设 2020/2021/2022 三年公司指挥调度类营收增速为 29%/55%/68%、智能应用类营收增速为 26%/47%/50%、行业物联网应用类营收增速为 26%/40%/45%。

### 4.2、盈利预测

佳讯飞鸿公司是一家专注于通信、信息领域的新技术及新产品的自主研发与生产，并实现规模销售的通信设备及解决方案提供商，为用户提供技术支持、产品销售、售后跟踪服务以及系统技术保障等服务。公司作为智慧铁路指挥调度龙头，在铁路 5G 专网中也将起到“领头羊”的作用。随着 5G 专网在更多铁路应用场景中出现，公司多产品线将持续受益，业绩有望保持快速增长。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.87/2.88/4.44 亿元，同增 22.2%/53.8%/54.3%，EPS 为 0.31/0.48/0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 29.1/18.9/12.3 倍，相对可比公司，存在一定估值优势。

首次覆盖，给予“买入”评级。



**表15: 可比公司估值: 佳讯飞鸿存在一定估值优势**

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
600498.SH	烽火通信	320.50	27.39	0.88	1.06	31.13	25.84
603236.SH	移远通信	213.17	199.48	2.90	4.46	68.79	44.73
603712.SH	七一二	394	51.00	0.68	0.95	75.00	53.68
	<b>平均值</b>			<b>1.49</b>	<b>2.16</b>	<b>58.30</b>	<b>41.42</b>
300213.SZ	佳讯飞鸿	54.46	9.14	<b>0.31</b>	<b>0.48</b>	<b>29.1</b>	<b>18.9</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2020/08/24, 七一二为使用 Wind 一致预期预测数据)

## 5、风险提示

**5G 专网升级建设不及预期风险:** 5G 专网建设同需求端关联较大, 目前行业内主要设备仍以 2G 通信为主, 逐步向 4G 转变, 从语音对讲逐步演进至实时视频对讲, 相关消费习惯仍处于培育期, 5G 专网建设在目前社会环境下普及难度较大, 具备 5G 专网升级建设不及预期风险。

**全球贸易摩擦及科技竞争加剧风险:** 中美间贸易摩擦目前正处于磨合过程中, 相关结果存在较大不确定性, 贸易摩擦的加剧一方面影响下游厂商如华为、中兴等在海外基站的建设情况; 也影响上游原材料进出口情况, 对 5G 专网相关产品的制造和销售以及相关成熟技术交流产生较大的影响, 减缓建设进程, 影响相关公司业绩表现。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2046	2105	2482	2764	3428
现金	755	860	878	696	612
应收票据及应收账款	848	863	1027	1403	1863
其他应收款	133	113	170	222	304
预付账款	95	52	130	145	226
存货	200	170	247	265	389
其他流动资产	16	45	29	32	34
<b>非流动资产</b>	1016	1053	1059	1263	1601
长期投资	2	13	13	14	14
固定资产	179	189	225	327	513
无形资产	176	188	212	291	442
其他非流动资产	659	664	608	630	631
<b>资产总计</b>	3062	3158	3540	4027	5028
<b>流动负债</b>	993	990	1202	1421	2017
短期借款	453	541	479	495	551
应付票据及应付账款	270	232	382	641	890
其他流动负债	270	218	341	285	576
<b>非流动负债</b>	123	78	88	97	87
长期借款	8	20	16	15	16
其他非流动负债	115	58	72	81	71
<b>负债合计</b>	1116	1068	1290	1518	2104
少数股东权益	3	0	2	3	4
股本	595	595	596	596	596
资本公积	755	746	746	746	746
留存收益	625	764	911	1137	1488
<b>归属母公司股东权益</b>	1944	2090	2248	2506	2921
负债和股东权益	3062	3158	3540	4027	5028

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	6	180	222	130	405
净利润	131	152	189	289	445
折旧摊销	28	33	41	60	96
财务费用	28	20	26	43	73
投资损失	-0	-1	-0	-1	-1
营运资金变动	-195	-58	-33	-262	-209
其他经营现金流	14	34	-1	0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-206	-90	-44	-264	-433
资本支出	89	43	62	184	344
长期投资	-112	-47	-0	-1	-1
其他投资现金流	-229	-93	17	-81	-90
<b>筹资活动现金流</b>	137	7	-159	-48	-109
短期借款	108	88	-62	16	2
长期借款	8	12	-4	-1	1
普通股增加	0	0	1	0	0
资本公积增加	-55	-9	0	0	0
其他筹资现金流	76	-84	-94	-63	-112
<b>现金净增加额</b>	-64	99	18	-182	-137

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1216	1339	1701	2552	4083
营业成本	763	828	1043	1534	2450
营业税金及附加	7	8	10	15	24
营业费用	113	117	149	230	372
管理费用	101	106	133	207	327
研发费用	87	99	133	209	347
财务费用	28	20	26	43	73
资产减值损失	20	0	0	0	0
其他收益	37	25	3	13	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	136	168	211	327	502
营业外收入	9	7	5	4	3
营业外支出	0	0	4	2	2
<b>利润总额</b>	144	175	212	329	503
所得税	13	23	23	40	58
<b>净利润</b>	131	152	189	289	445
少数股东损益	1	-1	2	1	1
<b>归母净利润</b>	130	153	187	288	444
EBITDA	168	206	249	386	601
EPS(元)	0.22	0.26	0.31	0.48	0.75

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.7	10.1	27.0	50.0	60.0
营业利润(%)	0.9	24.2	25.5	54.6	53.7
归属于母公司净利润(%)	12.0	17.7	22.2	53.8	54.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.3	38.2	38.7	39.9	40.0
净利率(%)	10.7	11.4	11.0	11.3	10.9
ROE(%)	6.7	7.3	8.4	11.5	15.2
ROIC(%)	5.0	5.4	6.6	9.2	12.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.4	33.8	36.4	37.7	41.8
净负债比率(%)	-6.4	-9.0	-13.8	-4.1	1.0
流动比率	2.1	2.1	2.1	1.9	1.7
速动比率	1.7	1.9	1.7	1.6	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.7	0.9
应收账款周转率	1.4	1.6	1.8	2.1	2.5
应付账款周转率	2.3	3.3	3.4	3.0	3.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.26	0.31	0.48	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.30	0.37	0.22	0.68
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.51	3.77	4.20	4.90
<b>估值比率</b>					
P/E	41.9	35.6	29.1	18.9	12.3
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	31.6	25.5	20.6	13.9	9.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22/24

## 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的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（outperform）	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（overweight）	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，属于机密材料，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

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

深圳

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835