

高新兴 (300098.SZ)

2021年07月01日

创“新”不断、意“兴”盎然，资源整合步入收获期

投资评级：增持（首次）

——公司首次覆盖报告

日期	2021/6/30
当前股价(元)	6.04
一年最高最低(元)	8.03/2.89
总市值(亿元)	106.54
流通市值(亿元)	83.31
总股本(亿股)	17.64
流通股本(亿股)	13.79
近3个月换手率(%)	569.1

赵良毕（分析师）

戴晶晶（联系人）

zhaoliangbi@kysec.cn

daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

证书编号：S0790120040005

● 物联网大时代景气度提升，业绩有望超预期，首次覆盖给予“增持”评级

公司深耕物联网行业，纵向一体化战略布局物联网“终端+应用”，致力于感知、连接、平台等物联网核心技术的研发和行业应用的拓展，通过陆续收购天津智联、中兴物联、创联电子等，聚焦车联网及智慧交通和智慧警务等优质赛道。随着车联网及智能交通、智慧警务利好政策频出，产业繁荣发展；公司业务布局卡位明确持续加大研发投入，资源整合有望赶上物联网时代发展大潮，经营业绩有望V型反转，迈入硕果累累收获期。我们预测公司2021/2022/2023年可实现归母净利润为0.94/2.17/3.34亿元，同增108.6%/129.8%/54.1%，EPS为0.05/0.12/0.19元，当前股价对应PE分别为113.0/49.2/31.9倍，考虑公司所处赛道、业绩V型反转，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 核心技术卡位清晰，资源整合聚焦主业步入收获期

公司技术优势明显，在车联网及智慧交通领域，公司是国内少数具备车联网全栈式产品覆盖、交通咨询规划、大型系统项目交付能力的物联网应用企业；智慧警务，公司全面赋能，构建警务业务产业链闭环，市场销售网络优势显著；无线通信和超高频RFID技术积累助力公司有望成为全球智慧城市物联网领先的产品和服务提供商；公司聚焦物联网路线明确，前瞻布局战略清晰，高研发投入确保技术持续领先。

2021年将是公司重要转折点，2020年公司计提资产减值8亿轻装上阵，财务更加健康，实施费用管控，提升管理能效，提高盈利能力和投入产出比；公司正处于战略资源整合期，通过对组织架构、研发体系、供应链、管理职能部门、销售平台的优化调整，不断优化产品结构，力争2021年取得突破。

不忘初心，方得始终，公司业务即将进入收获期，带来估值和业绩有望双升。

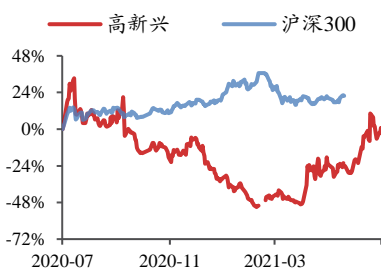
● **风险提示：**政策风险；市场波动及海外疫情导致收入下滑风险；商誉、无形资产减值风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,693	2,326	2,675	3,477	4,521
YOY(%)	-24.4	-13.6	15.0	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	-1,157	-1,103	94	217	334
YOY(%)	-314.5	-4.7	-108.6	129.8	54.1
毛利率(%)	26.7	25.4	25.5	25.7	25.8
净利率(%)	-43.0	-47.4	3.5	6.2	7.4
ROE(%)	-25.9	-32.8	2.7	5.9	8.3
EPS(摊薄/元)	-0.66	-0.63	0.05	0.12	0.19
P/E(倍)	-9.2	-9.7	113.0	49.2	31.9
P/B(倍)	2.4	3.2	3.1	2.9	2.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、 高新兴：全球领先的物联网产品与服务提供商	4
1.1、 物联网景气上行，母公司携手三大子公司构建产业链闭环	4
1.2、 政策倾斜，物联网产业红利将至	5
1.3、 公司转型期营收承压，“V”字反转在即	6
1.3.1、 管理方面，公司内部治理突破，实行多期股权激励，核心竞争力初凝聚	6
1.3.2、 财务方面，公司亏损大幅减少，毛利率有望回升，未来业绩可期	7
1.4、 重视技术研发，技术储备丰富	8
2、 三驾马车齐驱，助母公司构筑物联网大数据应用产业集群	9
2.1、 母公司聚焦智慧警务、智慧交通和智慧铁塔相关业务，底蕴深厚	10
2.2、 高新兴智联钻研超高频车载电子标签，为智慧交通提供硬件基础	12
2.3、 高新兴物联专攻车联网模组和终端，提供车联网核心技术	13
2.4、 高新兴创联致力于轨道列车控制产品开发，协助打造智慧铁路业务	16
3、 盈利预测与投资建议	18
3.1、 核心假设	18
3.2、 盈利预测	18
4、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司现处于稳健发展阶段	4
图 2： 公司股权结构稳定	4
图 3： 主动收缩业务线致 2020 年营收下降，2021Q1 反弹	7
图 4： 归母净利润受商誉减值影响较大，2021Q1 回升	7
图 5： 随着警务产品占比提升，2021 年毛利率有望回升	8
图 6： 2020 年软件产品占比下降（单位：亿元）	8
图 7： 业务拓展期间三费占营收比有所提升	8
图 8： 公司 2020 年研发人员占总人数比为 38.97%	9
图 9： 公司 2020 年研发投入占营收比为 18.53%	9
图 10： 公司具有多项关键技术	9
图 11： 公司着力打造核心执法业务应用软硬件产品	10
图 12： 公司的“云+端”智慧执法产品全面	11
图 13： 公司智慧新警务业务布局全国	11
图 14： FSU 在主通道出现故障或断电断网状态下，用辅助通道，工作人员授权开门	12
图 15： 电子车牌可以协助智慧交通系统获知汽车实时情况	13
图 16： 全球销售网联汽车预计将持续增长	15
图 17： 我国车联网市场有望迎来高速增长	15
图 18： C-V2X 产业链涉及芯片、整车、智能道路等多领域	16
图 19： 公司的 GYK 轨道车运行控制设备是中国铁路列车控制系统的重要组成部分	17
图 20： 公司的 GMS 通过铁路局既有服务器实现车地数据传输，提高运维效率	17
表 1： 各子公司业务明确，三大子公司与母公司合纵连横	5

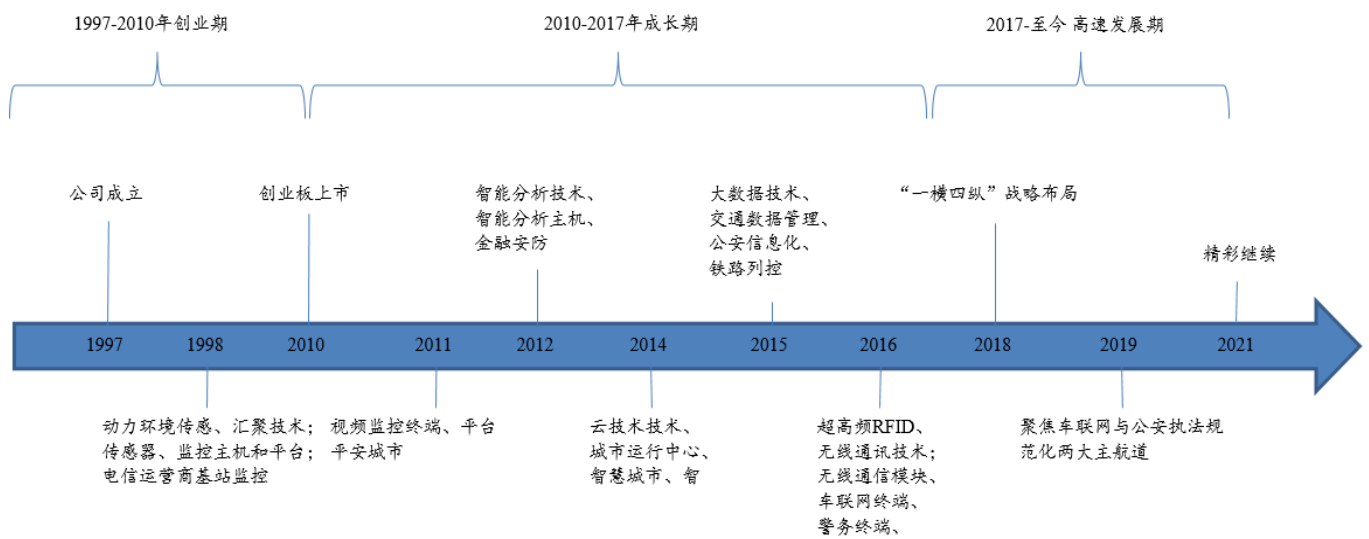
表 2: 2017 年以来出台多项政策促进车联网发展	5
表 3: 公司进行全方面资源整合	6
表 4: 公司实行多期股权激励、员工持股政策	6
表 5: 2016 年以来出台多项政策促进执法规范化	12
表 6: 公司聚焦车联网各类终端	14
表 7: 可比公司估值: 给予高新兴一定估值溢价	18

1、高新兴：全球领先的物联网产品与服务提供商

1.1、物联网景气上行，母公司携手三大子公司构建产业链闭环

高新兴科技股份有限公司一直致力于感知、连接、平台等物联网核心技术的研发和行业应用的拓展。公司成立于1997年，是国家级高新技术企业，于2010年成功在创业板上市。公司重点聚焦车联网和公安执法规范化两大垂直应用领域，从下游物联网行业应用出发，以通用无线通信技术和超高频RFID技术为基础，融合大数据和人工智能等技术，实现物联网“终端+应用”纵向一体化战略布局。企业始终致力于成为全球领先的智慧城市物联网产品与服务提供商。

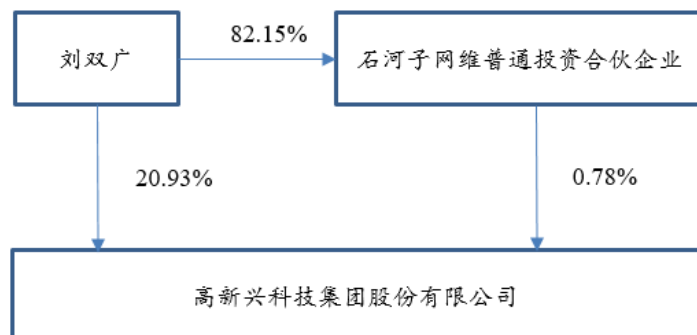
图1：公司现处于稳健发展阶段



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权结构稳定，实际控制人和控股股东均为刘双广。刘双广自进入公司以来一直担任公司董事长（法定代表人），自2019年12月11日起担任公司总裁。刘双广直接持有公司20.93%股权，为第一大股东；此外刘双广持有石河子网维普通投资合伙企业82.15%股权，该公司持有高新兴0.78%股权。

图2：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司合纵连横，不断收购子公司，其各子公司主营方向不同，业务明确，构建闭环

产业链。公司不断设立、收购多家子公司，其中以高新兴智联、高新兴物联和高新兴创联为首，不断扩展业务范围，丰富集团战略规划。公司于2015年收购杭州创联电子技术有限公司，更名为高新兴创联。收购方式为发行股份购买资产的方式，公司一共支付1.25亿元。2016年中旬，公司以协议收购方式出资1.48亿向中兴通讯股份有限公司收购天津中兴智联科技有限公司，被收购公司收购后更名高新兴智联。2016年集团发行股份斥资1亿元收购深圳市中兴物联科技有限公司，标的物被收购后更名高新兴物联。

表1: 各子公司业务明确，三大子公司与母公司合纵连横

主要子公司	持股比例	成立时间	业务范围
高新兴讯美	91.22%	1998年	金融安防平台
高新兴神盾	100%	2004年	公安执法办案平台
高新兴国迈	100%	2005年	案管系列产品、执法记录仪和立体云防系统
高新兴公信	51.4%	2006年	公安实战平台软件（未来除做好存量项目的维护工作外，不再承接新的经营项目）
高新兴创联	100%	2011年	铁路列控系统
高新兴物联	95.5%	2011年	通信模块产品及车联网产品
高新兴智联	60.91%	2013年	汽车电子标识产品

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、政策倾斜，物联网产业红利将至

作为5G下游核心赛道，物联网产业包括车联网，受益于国家层面出台的多项利好政策。当前环境下，车联网是国家交通强国战略落地的主要应用方向，2020年国家提出“新基建”概念，要求加快5G网络、数据中心、工业互联网等新型基础设施建设进度。物联网作为“新基建”的主要发展方向之一，相关数字基础设施占据“新基建”七大领域中的5G、大数据中心、工业互联网、人工智能四项。公司于2020年全面展出5G、LTE Cat.1和NB-IoT三个制式的通信模组产品，全面覆盖物联网产业的未来发展演进方向，有望成为“新基建”领域最大受益者之一。

表2: 2017年以来出台多项政策促进车联网发展

时间	主题	内容
2017年4月	《汽车产业中长期发展规划》	大力发展汽车先进技术，形成新能源汽车、智能网联车和先进节能汽车梯次合理的产业格局
2018年12月	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	将充分发挥政策引领作用，分阶段实现车联网（智能网联汽车）产业高质量发展的目标
2019年9月	《交通强国建设纲要》	加强智能网联汽车研发，形成自主可控完整的产业链
2020年2月	《智能汽车创新发展战略》	推动5G与车联网协同发展建设，支持优势地区创建国家车联网先导区
2020年3月	《关于组织实施2020年新型基础设施建设工程（宽带网络和5G领域）的通知》	基于5G的车路协同车联网大规模验证与应用。建设C-V2X规模示范网络，验证典型应用场景下的C-V2X车路协同平台功能和交互能力
2021年3月	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》	构建包括智能交通基础标准、服务标准、技术标准、产品标准等在内的标准体系，充分发挥标准在车联网产业关键技术、核心产品和功能应用的引领作用

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

各地建立测试车联网示范区，公司正在加快进行应用测试。目前公司已经在城市道

路、市区道路、市郊道路和乡村道路等多种与当地气候条件、地貌特征相适应的场景中进行试验,为智能网联汽车的量产做足准备。主要示范区包括东北、京津冀、江苏、上海、浙江、陕西、四川、重庆、湖北、湖南和广东等地,覆盖汽车资源丰富的全部一线和中东部二线城市,形成辐射效应,产业孵化和带动作用更强。

1.3、公司转型期营收承压,“V”字反转在即

1.3.1、管理方面,公司内部治理突破,实行多期股权激励,核心竞争力初凝聚

公司由项目集成型产品向经营型转变。2017年,公司通过对外部市场、竞争环境及销售资源进行整体分析,把物联网、大数据及人工智能技术横向贯通到“公共安全、大交通、通信、金融”四大纵向行业板块业务,形成“一横四纵”智慧城市物联网的战略布局。公司通过对组织架构、研发体系、供应链、管理职能部门的优化调整,聚焦资源投入,赋能各个业务板块,使得公司各业务能力可以支撑各大产品线的运作,强化公司核心竞争力,突出公司竞争优势。

表3: 公司进行全方面资源整合

方向	调整内容
总体战略	调整组建跨部门车联网业务专项小组,强力推进车联网战略落地
研发体系	上线PLM系统一期,实现全企业研发资源共享
供应链	成立了全资子公司广州高新兴电子科技有限公司,实现优势供应资源在全集团内部共享
渠道管理	公司整合公安营销网络,成立营销中心,打造面向公安行业的统一销售平台,实现销售平台资源共享,并充分利用资源共享平台
职能部门	CRM系统、PLM系统、研发桌面云、HCM系统、费控系统陆续上线并得到普及,提升IT系统管控能力,完成集团审批流程归一化,优化的审批流程效率
品牌管理	明确了以打造“国内车联网领先品牌及国内执法规范化第一品牌”形象为公司品牌战略

资料来源:公司公告、开源证券研究所

公司已实施多期股权激励计划以及员工持股计划,稳定核心骨干力量,提高员工凝聚力。企业充分考虑薪酬政策的内部公平性和外部竞争性,制定了统一的激励方案,推动全集团层面的薪酬和福利体系的一致性,目前实施多年、多期,充分体现了公司价值分配导向。

表4: 公司实行多期股权激励、员工持股政策

激励/持股计划	时间	内容
第一期股票期权激励计划	2018年	拟向股票期权激励对象授予4,000万份股票期权,激励对象共计158人
第二期股票期权激励计划	2020年	拟向股票期权激励对象授予4,600万份股票期权,激励对象共计66人
第一期员工持股计划	2014年	筹集资金总额上限为8,000万元,委托兴证证券资产管理有限公司设立“兴证资管鑫众-高新1号定向资产管理计划”进行管理,通过二级市场购买等法律法规许可的方式取得并持有高新兴股票
第二期员工持股计划	2015年	本次持股计划的资金总额不超过人民币14,800万元,委托易方达资产管理有限公司设立“易方达资产高新兴1号资产管理计划”、“易方达资产高新兴2号资产管理计划”,管理本员工持股计划,并通过认购本公司非公开发行股票的方式持有上市公司股票。
第三期员工持股计划	2018年	筹集资金总额上限为10,000.00万元,委托华泰证券(上海)资产管理有限公司成立的华泰资管高新兴共赢1号定向资产管理计划管理,通过购买高新兴科技股份有限公司回购的本公司股票、二级市场购买(包括集中竞价以及大宗交易等法律法规许可的方式)等法律法规允

激励/持股计划	时间	内容
第四期员工持股计划 (草案)	2020年	许的方式取得并持有标的股票。目前已终止 筹集资金总额上限为 10,000.00 万元, 计划通过二级市场购买(包括但不限于大宗交易、协议转让、竞价交易)或法律法规允许的其他方式取得并持有高新兴股票

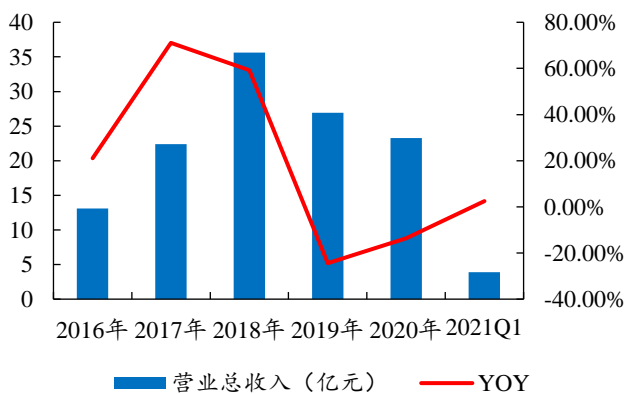
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3.2、财务方面, 公司亏损大幅减少, 毛利率有望回升, 未来业绩可期

受业务调整及疫情影响, 公司营收承压。2019 公司进行战略调整, 主动收缩软件系统及解决方案业务规模。PPP、BOT 项目在公司成长期对营收起到了重要贡献, 但相关业务回款周期长, 对公司经营性现金流造成一定压力。因此为支持公司由项目导向向产品经营转变, 公司减少了相关业务量。2020 年受新冠疫情影响, 公司部分客户需求明显下降, 营收受到一定影响。2020 年公司实现营业收入 23.26 亿元, 同比下降 13.63%, 归属于上市公司股东的净利润-11.03 亿元, 同比上升 4.71%。2021Q1 公司受结算周期的影响, 实现营业收入 3.91 亿元, 同增 2.54%; 由于存在较多的固定开支和费用, 归母净利润-0.56 亿元, 同比减亏 4.35%。预计随着 5G 领域和车联网行业的发展, 以及我国对车联网领域的政策加持, 公司业绩有望大幅改善提升。

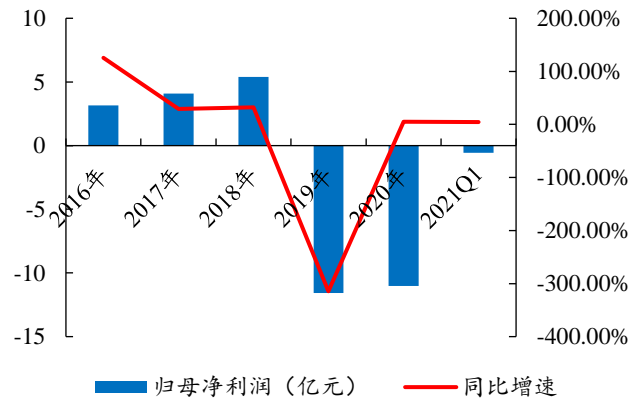
公司对子公司商誉大规模减值影响公司净利润。2019 年公司对子公司共计提 10.42 亿元商誉减值。高新兴创联以铁路相关业务为主, 2019 年国铁集团公司制改革及 2020 年新冠疫情均对铁路相关业务带来不利影响, 导致收入下降, 此外研发投入的增加也导致净利润下滑。高新兴讯美方面, 市场竞争加剧, 以现金安全为核心的传统金融安防市场出现萎缩, 而列入重点产品发展规划的纵目等系列新产品营收增长不及预期, 挤压了高新兴讯美的市场空间。未来随着公司战略导向的明确, 及公司对子公司经营方向的调整, 集团有望发挥子公司协同效应, 促进集团整体业务提升。

图3: 主动收缩业务线致 2020 年营收下降, 2021Q1 反弹



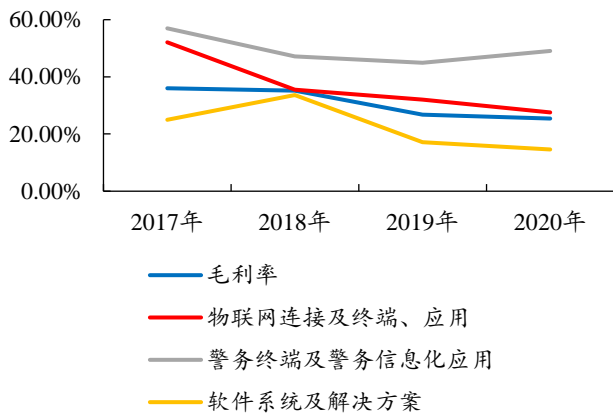
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 归母净利润受商誉减值影响较大, 2021Q1 回升

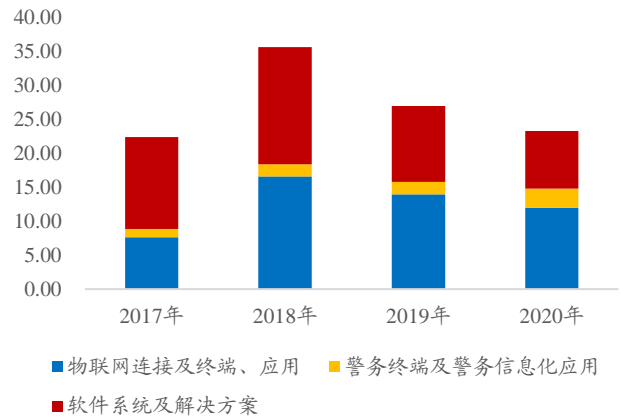


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020 年受出货结构影响, 毛利率出现下滑。公司持续收紧 PPP、BOT 项目导致产品结构发生变化, 目前出货产品毛利率较低导致整体毛利率下降。2020 年以来, 受国内外疫情影响, 公司产品发货量及收入确认情况不及预期, 尤其是国际市场受影响较大; 国内低毛利模组产品发货占比较大, 导致整体产品毛利率较低。但未来随着全球复工复产推动以及汽车产业复苏, 车联网相关产品出货量有望大增, 良好市场前景有望使公司整体毛利率水平回升。

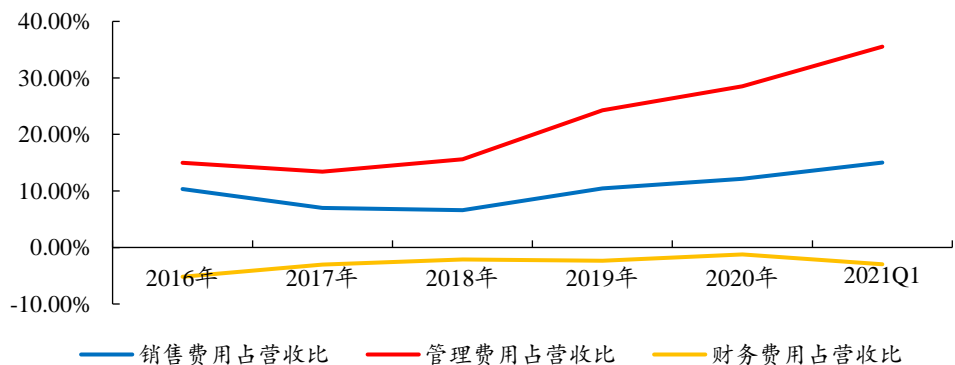
图5: 随着警务产品占比提升, 2021年毛利率有望回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2020年软件产品占比下降(单位: 亿元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司三费占营收比受业务拓展的影响较大。自2019年开始, 新业务拓展、公司内部职能整合以及神盾公司纳入合并范围导致销售费用、管理费用占营收比提升, 未来随着业务进入高速发展的回报期, 期间费用占比有望稳定在一定范围内。公司财务费用表现良好, 通过有效理财和银行存款利息等途径弥补了汇兑损失等财务费用。

图7: 业务拓展期间三费占营收比有所提升


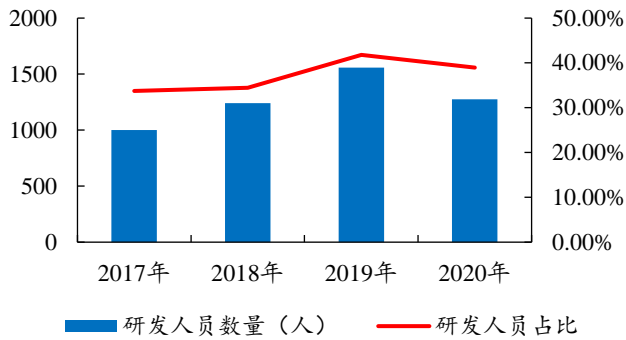
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司业务逐渐从国内转向欧洲、美洲、亚洲等多个国家和地区, 为全球1000+客户提供产品和解决方案。国内客户覆盖三大通信运营商、整车厂商、各省市级政府、公安、人民银行、商业银行、铁路总公司、各地铁路局等不同领域客户; 国际上, 公司与海外通信运营商、TSP(互联网汽车服务提供商)、保险公司、Tier1 供应商形成深度合作。

1.4、重视技术研发, 技术储备丰富

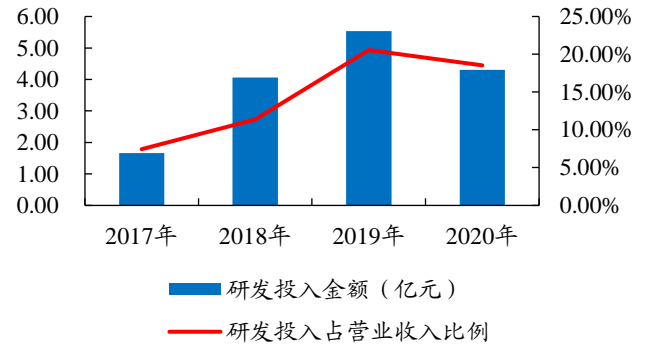
公司加大研发力度, 研发人员及研发投入持续增加。截至2020年公司共有研发人员1276人, 占公司总人数的38.97%。公司近年来持续加大研发投入, 2020年研发支出占营业收入比例为18.53%。

图8: 公司 2020 年研发人员占总人数比为 38.97%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 公司 2020 年研发投入占营收比为 18.53%

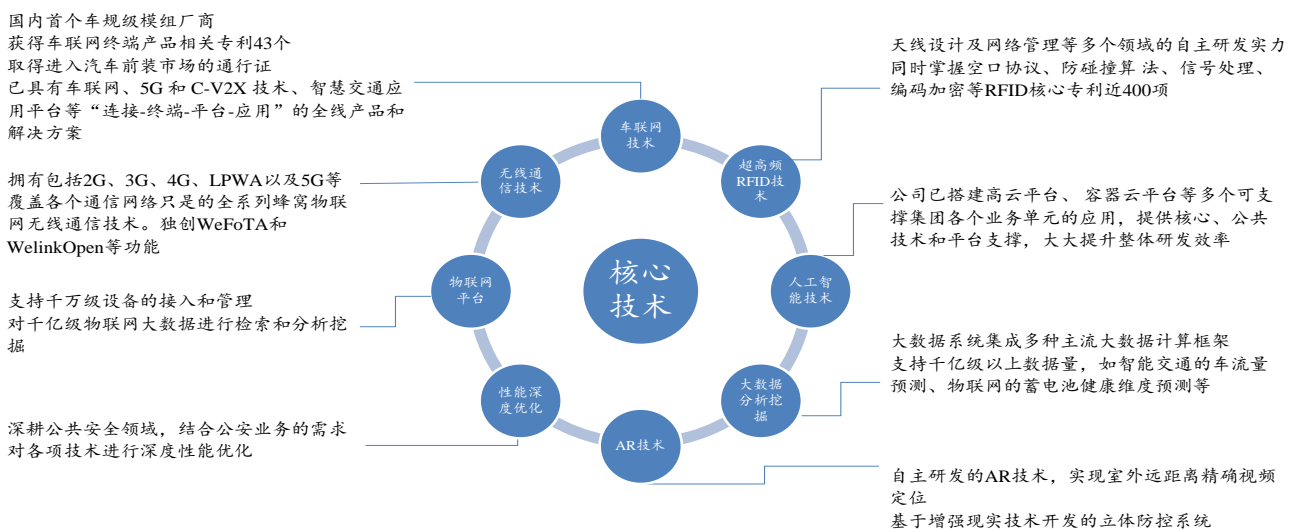


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司拥有相关领域八大核心技术,包括无线通信技术、车联网技术、超高频 RFID 技术、大数据分析挖掘技术、人工智能技术及 AR 技术。2020 年持续加大 V2X 技术、超高频 RFID 汽车电子标识系列技术的研发投入和产品打造,完成 LTE-V2X RSU、一体机读写器系列、手持机读写器系列等多款新品研发。

公司在研多项车联网相关技术,拥有多项相关专利。公司布局车路协同全套基础设施,如信号机、雷达、摄像机以及 RSU、MEC、5G CPE 等设备,提供智能网联技术方案,布置 5G-V2X 施工车道预警和 5G-V2X 弱势行人检测预警等场景,打造“人-车-路-网-云”的车路协同一体化应用,实现国内首次将智能网联技术成功赋能自动驾驶车辆。公司作为为数不多的能够同时提供 C-V2X 芯片模组和通信终端的厂商之一,顺利通过跨整车、跨芯片模组、跨终端产品、跨安全平台“四跨测试”,标志着公司 V2X 产品已经逐步进入到应用部署阶段,助力自动驾驶产业加速落地。

图10: 公司具有多项关键技术



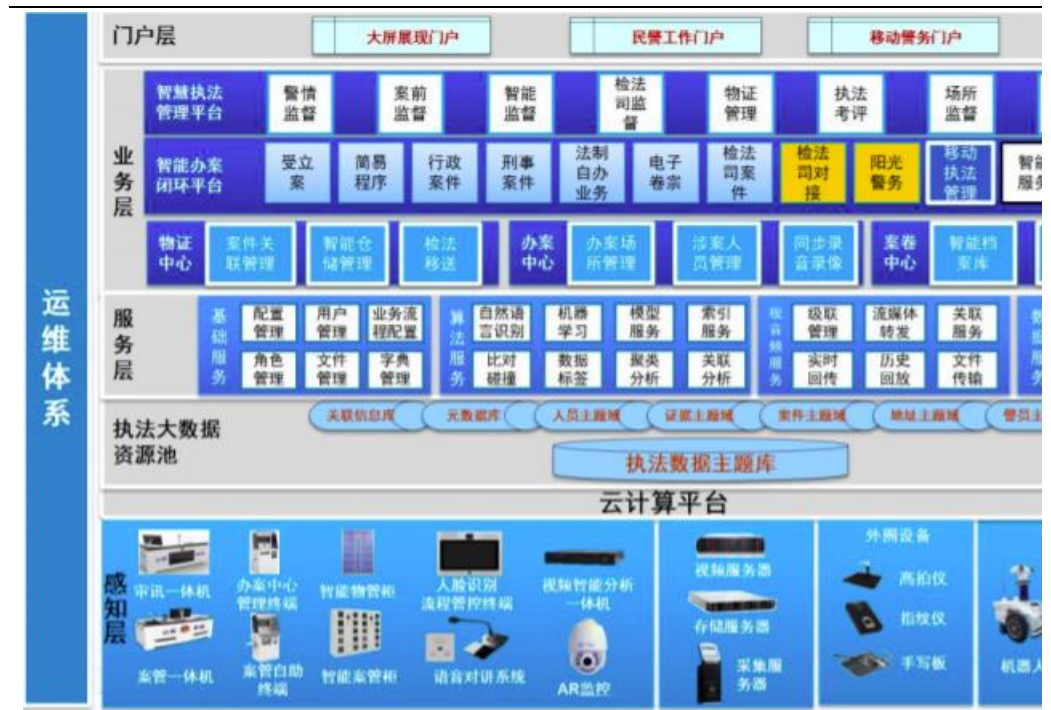
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、三驾马车齐驱, 助母公司构筑物联网大数据应用产业集群

2.1、母公司聚焦智慧警务、智慧交通和智慧铁塔相关业务，底蕴深厚

公司多年来服务于公安客户，具有深厚业务经验与技术积淀。公司深刻把握客户痛点与需求，积极推出公安执法规范化产品与解决方案。公司产品具有较强竞争力，并建立了较好的销售规模和市场基础。公司整合公安营销网络，成立营销中心，打造了面向公安行业的统一销售平台。截至 2020 年，公司首创的“云+端”的智慧执法体系已布局 23 个省，300+地级市，累计覆盖 500+项目；积极参与了部级与 5 个省份的标准制定；公司重点完成了山东、广东、云南、福建等重点区域的产品研发和制定交付策略。

图 11：公司着力打造核心执法业务应用软硬件产品



资料来源：公司公告

智慧警务方面形成云+终端应用模式。公司的执法体系已服务 20 个省公安机关、百万民警，系统积累了 400 多万起案件，过千万涉案人员信息，系统最长运行时间超过 11 年。公司自 2018 年起聚焦智慧警务领域，已形成较为全面的体系产品和解决方案。公司聚焦安防防控和城市治理，构建起智慧执法、智慧终端、智慧新警务、实景 AR 等核心业务体系，致力于打造城市全域的防控体系，打造核心执法业务应用软硬件产品，具有成熟的执法办案、执法管理平台类、完备的执法视音频一体化整体解决方案、视频云、全系化产品。

图12: 公司的“云+端”智慧执法产品全面



资料来源: 公司公告

公司持续加强 AR 技术研发, 丰富 AR 产品系列, 持续升级立体云防系统。目前已拥有 VGIS、AR 一体机、云防系统、4K 云眼系列、8K 全景云眼等产品序列。云防产品——4k 云眼球机通过了公安部检测中心检测, 获国家强制性国标《GB35114-2017 公共安全视频监控联网信息安全技术要求》的 A 级认证。同时还获得公共安全视频监控产品 GA 认证证书, 标志着公司在雪亮工程、智慧城市等大型视频监控联网系统的信息安全应用上具有行业领先优势。

图13: 公司智慧新警务业务布局全国



资料来源: 公司公告

执法规范化领域产品种类多, 需求面广。智慧执法体系以智能办案和智慧监督为两大支柱平台, 涉及智能办案中心解决方案、智能案管中心解决方案、物证管理政法一体化解决方案、远程视频会见一体化解决方案等一系列应用方向。移动执法方面包括执法记录仪及视音频一体平台等, 助力公安机关构筑全方位智能化执法监督新模式。

公司聚焦的智慧交通、智慧城市等领域属于新基建和传统基建的交叉领域。从 2016 年起, 国家出台多项措施促进执法规范化建设。江苏、浙江、郑州、西安、成都、北京等多个省市发布新基建交通方案。各地政府正在加快推进智慧交通建设。

表5: 2016年以来出台多项政策促进执法规范化

时间	主题	内容
2016年	《关于深化公安执法规范化建设的意见》	提实现执法队伍专业化、执法行为标准化、执法管理系统化、执法流程信息化
2017年	《关于印发推行行政执法公示制度执法全过程记录制度、重大执法决定法制审核制度试点工作方案的通 知》	主要从加强信息化平台建设、推进信息共享、强化智 能应用等三个方面做出规定
2018年	《关于全面推行行政执法公示制度执法全过程记录制度 重大执法决定法制审核制度的指导意见》	将充分发挥政策引领作用，分阶段实现车联网（智能网联汽 车）产业高质量发展的目标
2019年	《公安部关于加强公安机关执法办案管理中心建设的指 导意见》	建立系统化、精细化、全流程的执法管理机制

资料来源: 各政府官网、开源证券研究所

智慧铁塔方面,公司是铁塔FSU技术规范制定主要参与者。铁塔的FSU指的是铁塔基站智能动环监控单元 Field Supervision Unit(FSU)。FSU是由若干监控模块和其它辅助设备组成的,直接面向基站内设备、传感器等进行数据采集、处理的监控子系统,包含采样、数据处理、数据中继等功能。公司是第一批测试通过厂家,第一批招标入围厂家,其业务遍布全国21个省级行政单位,产品超低的离线率,常年保持在0.5%以下。FSU发货数量超30万,占中国铁塔1/4市场份额。

图14: FSU在主通道出现故障或断电断网状态下,用辅助通道,工作人员授权开门



资料来源: 电子发烧友

2.2、高新兴智联钻研超高频车载电子标签,为智慧交通提供硬件基础

高新兴智联(原天津中兴智联科技有限公司),专注电子车牌领域,拥有400项核心专利,公司车牌读写器灵敏度达到-70dbm(行业第一),是业内产品和解决方案的绝对领先企业。公安部发布《道路交通安全法(修订建议稿)》已形成《道路交通安全法修订草案(送审稿)》报送国务院,预计2021年底通过全国人大表决后颁布,相当

于在全国强制启动汽车车牌的数字化安装建设，以及 2 轮电动车也同步要求使用这一数字化技术。

图 15: 电子车牌可以协助智慧交通系统获知汽车实时情况



资料来源：电子发烧友

电子车牌（EVI，Electronic Vehicle Identification）是基于 920MHz-925MHz 无源射频识别（RFID）技术的延伸与提高，与传统 RFID 有以下几点技术差异：

（1）**超大读写范围和检测距离：**不同于传统 RFID 几厘米到几分米的范围，电子车牌要求数十米甚至百米的范围。读写器与标签需要保证达到超远的读写距离及最大的检测范围。

（2）**读写电路速度要求更高：**因为车辆处于高速行驶，所以读写器电路设计要优化，要求读取速度快，才能保证检测到高速度的运动车辆。

（3）**标签可擦写内存大：**因为电子车牌充当了汽车身份证的效果，并且参与各类综合交通管理和智慧交通，所以标签需要拥有超大可擦写内存，才能保证读写信息获得最高实用性和准确率。

（4）**数据加密、无法伪造：**电子车牌需要防止他人获取信息或者伪造，因此整套设备需要有传输加密及数据保护的功能。

（5）**抗干扰能力强：**因为汽车户外行驶往往会遇到极端天气和其他信号干扰，因此电子车牌需要更强的抗干扰能力。

电子车牌市场空间广阔，未来电子车牌全国市场规模可能超过百亿。根据中国产业信息网数据，以重庆 2016 年电子车牌试点投资为例：重庆试点项目投资约 1 亿元，对应的是 70 万辆机动车发放电子车牌和安装工作、200 个路面采集点的建设、7 个车管所以及 5 个服务网点电子车牌发放系统及行业应用系统 100 个样点建设。如果推广到全国，2021 年 3 月我国机动车保有辆达 3.78 亿辆，配上全国所有路面采集点的建设等，总市场规模有望超过百亿。

2.3、高新兴物联专攻车联网模组和终端，提供车联网核心技术

高新兴物联（原深圳市中兴物联科技有限公司）从事车联网模组和终端业务，获得

车联网终端产品相关专利 43 个，其协议与 7000 多种车型完美适配，是国内首个车规级模组厂家。前两年受中兴美国事件影响，以及收购对赌到期、中美贸易摩擦等多重因素叠加影响业绩下滑，集团商誉减值。但通过管理团队和组织结构调整，研发、市场、供应链摆脱对中兴通讯的依赖。

公司实现 V2X 技术多项领先。公司自研的 4G-V2X 模组 GM556A 与多个合作伙伴顺利完成“跨终端产品、跨芯片 模组、跨整车、跨安全平台”四跨测试，作为能同时提供 C-V2X 芯片模组和终端的厂商之一，标志着公司 V2X 具备商用条件。公司已经全面展开 5G-V2X 产品 GM850A 和 GM860A 开发和测试工作。公司已成功落地广州生物岛智能网联汽车项目 5G-V2X 创新方案，为 2019 智能网联汽车驾驶大赛（广州）设备采购及安装项目提供供货和全面技术支持与保障。公司正在研发基于高通 SDX55 Auto(SA515M)平台的车规级 5G+V2X 模组，助力全球首批 5G C-V2X 的商用落地项目。

表6: 公司聚焦车联网各类终端

终端产品	详细	影响
前装市场 C-V2X 车规模组 (PC5 Only)	前装市场 C-V2X 车规模组 (PC5 Only) 此项目是基于高通 MDM9150 的 C-V2X 模组。	作为公司 V2X 模组可适配 OBU 及 RSU 产品，帮助公司成为最早一批 V2X 模组提供商。
前装市场 5G+C-V2X 车规模块	此项目是基于高通 SDX55 Auto(SA515M)平台的车规级 5G+V2X 的模组。	支持公司前装产品深度拓展，拉开与国内竞争对手的差距。
前装市场车规级模组 A	前装项目	公司业务打入广汽车型，重要战略产品。
前装市场车规级模组 B	前装项目	公司业务打入广汽新能源车型，重要战略产品
公司首款针对比亚迪客户的欧洲纯电动大巴 T-Box 前装产品	首款纯电动大巴前装 T-Box，支持数据采集、存储、上报、配置、监控等车联网业务。	属于重要战略产品。
公司为吉利客户研发的 T-Box 产品	通过吉利 Tier1 审核，并且通过吉利软件认可测试	提升在客户内部的竞争优势，加强客户粘性，属于重要战略产品。
运营商项目	属于新一代 OBD 产品的定制项目	GD503 完成 VDA6.3 审核，土坯全球汽车高端 Tier1 客户德国大陆。

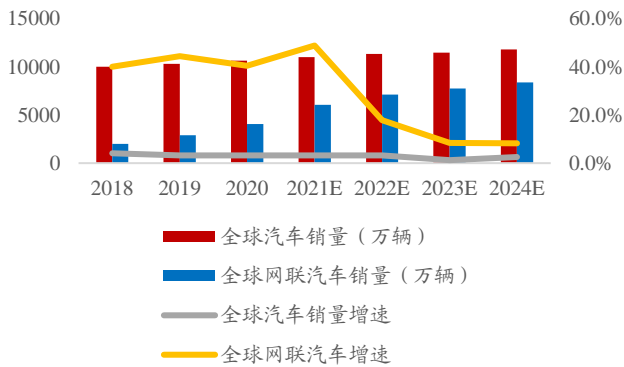
资料来源：公司公告、开源证券研究所

前装市场方面：公司为吉利、长安、比亚迪、广汽等国内大型整车厂商以及延锋伟世通——国际 T1 合格供应商，提供高品质 4G 车规级模组和 T-Box 终端，实现前装车规级产品批量发货。针对商用车、乘用车的 T-Box 产品已经在客户数十款车型上适配或商用。报告期内，公司引入了 ASPICE 规范，持续提升项目研发管理的精细化和产品质量。

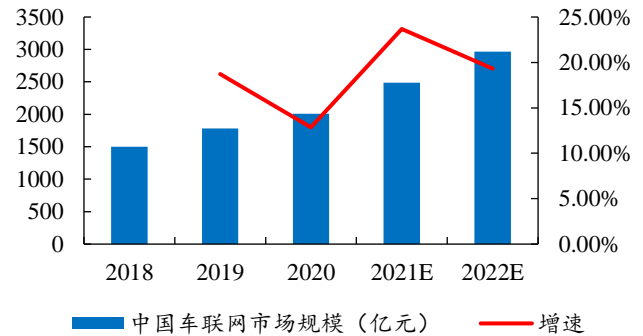
后装市场方面：公司与欧洲、北美多家著名 TSP（互联网汽车服务提供商）MOJIO、OCTO，顶尖通信运营商 AT&T、T-Mobile 展开合作，研发推出面向汽车后装市场的车载诊断系统产品（4G OBD 和 UBI）。公司 OBD 产品和全球领先的 Tier1 客户德国大陆展开合作。公司后装产品客退率低至 150 ppm（百万分之一百五十），接近车联网前装市场的品质要求；实现了全球 14,000 多种车型的自适应适配，并获得了

FCC / CE / RoHS / E-Mark / WEEE / Wi-Fi / BT 等多项国际专业认证，满足国际市场的各项严苛要求，上市以后得到了客户的高度认可与肯定。

全球车联网渗透率提升。汽车产业发展的三大趋势为汽车新能源化、汽车智能网联化和自动驾驶，智能交通重点围绕智能化和智能化服务等方向，兼顾“新老基建”双重属性，其转型涉及“车-路-行”全局优化协同及“车路协同示范区”式区域协同方案。IDC 数据显示，2020 年全球网联汽车约 4,000 万辆，车联网渗透率约 40%。未来车联网的渗透率将逐步提升，到 2024 年车联网渗透率有望超过 70%。

图16：全球销售网联汽车预计将持续增长


数据来源：IDC、开源证券研究所

图17：我国车联网市场有望迎来高速增长


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

技术层面上，C-V2X 技术逐渐成熟。C-V2X 技术将“人-车-路-网-云”等交通参与要素有机结合在一起，不仅可以支撑车辆获得比单车智能感知更多的信息，还将构建智慧交通体系，促进汽车和交通服务新模式新业态发展。多家厂商推出 C-V2X 芯片和模组，助力产业发展。如华为推出车载模组 MH5000 以及 5G 多模终端芯片 Balong5000；高通发布“骁龙”9150C-V2X 芯片等。

车联网 700M 重构 5G 环境，车联网加速落地

5G 为 V2X 技术落地提供网络基础。5G 作为基础通信技术，为物联网尤其是车联网行业发展提供了坚实基础。国际通信标准组织 3GPP 在 Release 14 和 Release 15 版本中分别完成了 LTE-V2X 和 LTE-eV2X 相关标准。2020 年 7 月，3GPP 宣布冻结 NR-V2X 的标准技术研究及标准化项目 (Release 16)，预计 2021 年 7 月将会冻结 Release 17 版本。与 Release 15 相比，Release 16 协议大幅扩展了 C-V2X 的功能，更能满足车联网低时延、高可靠性、大宽带等需求，更加匹配 C-V2X 在 5G 时代的应用场景。

图18: C-V2X 产业链涉及芯片、整车、智能道路等多领域


资料来源：中国智能网联汽车产业创新联盟

2021年中国移动启动700M基站集采，实现全国覆盖带来5G从可用到好用变革。5G将700M作为打底网，利用2.6GHz增强网络能力，4.9GHz作为城市内容量补充。由于700M基站较移动4G时期建设的900M基站覆盖半径增加了20%~30%，覆盖面积增加了44%~70%，而所需站点减少了30~40%，本次集采48万700MHz基站，有望实现5G真正意义上的广覆盖，5G的穿透和覆盖能力更上一层楼，实现信号下沉解锁2C端无限潜力，配合低时延有望进一步扩大车联网的应用。实现5G网络“可用”到“好用”的变革。

2.4、高新兴创联致力于轨道列车控制产品开发，协助打造智慧铁路业务

高新兴创联（原杭州创联信息技术有限公司），专注于轨道车列车控制产品的研发、生产、销售、服务。高新兴创联是国家高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业、浙江省技术创新百强企业，是国铁集团认证通过的“铁路运输基础设备生产企业”，多项产品获“行政许可证书”和“CRCC认证证书”，并通过国际IRIS体系认证，是铁路列控、通信、信息化产品核心供应商，主导或参与制定了多项行业技术标准，拥有专利和软件著作权161项。

公司业务涉及全国31个省级行政区域，客户是全国18个铁路局和各家轨道车车厂，服务客户包括国铁集团、中国中铁、中国铁建、中国中车、中石油、中石化、中海油、国内多家地铁单位等。2021年起开始开拓地铁市场，也是国内同行中首家产品在地铁获得使用。前几年骨干团队新老交替基本完成，研发投入持续加大，预计2021年起盈利能力持续好转，未来三年净利润将快速增长。

公司的GYK轨道车运行控制设备拥有轨道电路信息接收、监控、警醒、数据记录、语音记录、人机交互、故障报警等功能，是中国铁路列车控制系统的重要组成部分。GYK是防止轨道车“两冒一超”，并辅助司机提高操纵能力的重要行车设备。轨道车运行时可能会越过关闭的信号机、运行速度超过线路允许速度、运行速度超过轨道车编组的最低构造速度、高于规定的调车运行速度进行调车作业、高于规定的限制速度进行区间施工作业及其他安全问题。

图19: 公司的 GYK 轨道车运行控制设备是中国铁路列车控制系统的重要组成部分



资料来源: 公司官网

公司的 GMS 轨道车运行控制设备远程维护监测系统解决了轨道车运用和 GYK 设备维护管理中存在的实际问题, 有效提高了运用维护管理的工作质量和效率。实际操作中各种轨道车、作业车及各种养路机械等自轮运转特种设备的作业时间、作业地点不固定, 因此 GYK 维护管理存在基本数据更换不及时、运行揭示载入不及时、运行记录数据回传不及时、设备质量监测不及时、数据版本管理不便捷、无法及时获取轨道车运行位置信息等问题, 而系统通过铁路局既有 M-GRIS 服务器、MTUP 移动数据传输平台及网络安全设备实现车地数据传输, 解决了上述问题。

图20: 公司的 GMS 通过铁路局既有服务器实现车地数据传输, 提高运维效率



资料来源: 公司官网

3、盈利预测与投资建议

3.1、核心假设

公司深耕物联网行业，纵向一体化战略布局物联网“终端+应用”，通过陆续收购中兴智联、中兴物联、国迈科技等，战略聚焦车联网及智慧交通和智慧警务两大赛道。随着车联网及智能交通、智慧警务政策频出，产业繁荣发展，公司作为中国智慧城市物联网领先的产品和服务提供商，有望优先受益。我们预测公司 2021/2022/2023 年物联网连接及终端、应用营收增速为 16%、28%、28%，警务终端及警务信息化应用营收增速为 12%、35%、35%，车联网营收增速为 18%、40%、40%。

3.2、盈利预测

我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润为 0.94/2.17/3.34 亿元，同增 108.6%/129.8%/54.1%，EPS 为 0.05/0.12/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 113.0/49.2/31.9 倍。公司业务布局为车联网及智慧执法赛道，2021 年为业绩迎来 V 型反转第一年，因此以 2022 年 PE 为主要对比，考虑到公司作为 RFID 模组绝对龙头，在公司将商誉、无形资产等减值轻装上阵及政策驱动下，业绩有望大超预期。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：可比公司估值：给予高新兴一定估值溢价

公司代码	公司名称	市值(亿元) (2021/06/30)	收盘价(元) (2021/06/30)	EPS(元)		PE(倍)	
				2021E	2022E	2021E	2022E
603236.SH	移远通信	248	170.61	2.82	4.06	60.50	42.02
300638.SZ	广和通	193	46.70	1.04	1.50	44.90	31.13
688100.SH	威胜信息	133	26.70	0.72	0.91	37.08	29.34
平均值				1.53	2.16	47.50	34.17
603083.SH	高新兴	106.54	6.04	0.05	0.12	113.0	49.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测数据均来自开源证券研究所）

4、风险提示

政策风险。公司所处行业具有较强前瞻性，受国家政策和地方政策影响较大。如不能针对行业变化和市场需求及时调整公司产品，可能对公司业绩产生较大影响。

市场波动及海外疫情导致收入下滑风险。公司近几年聚焦车联网及智能交通、公安信息化等物联网应用业务，主动收缩软件系统及解决方案业务规模；由于宏观经济环境更趋严峻复杂及海外疫情，公司海外业务受到了较大冲击，2020 年度营收有所下降，若环境仍然严峻，可能会继续影响公司营收及净利润。

商誉、无形资产减值风险。2020 年末，公司对收购形成的股权类资产计提商誉减值 5.71 亿元，对无形资产计提减值 1.40 亿元，对存货计提减值 0.69 亿元，对公司 2020 年度归母净利润产生重大影响，若公司实际经营情况或所处行业经济形势恶化，商誉、无形资产继续计提减值将对业绩产生较大影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4579	4032	3014	4518	4243
现金	1332	1017	1208	1576	1898
应收票据及应收账款	1862	1692	983	1335	1248
其他应收款	123	107	124	196	206
预付账款	48	31	74	0	38
存货	716	687	126	918	372
其他流动资产	498	498	499	493	480
非流动资产	3266	2177	2155	2304	2442
长期投资	74	81	77	80	87
固定资产	173	226	224	264	316
无形资产	222	84	47	55	59
其他非流动资产	2798	1786	1807	1904	1979
资产总计	7845	6209	5169	6822	6685
流动负债	2907	2461	1334	2767	2293
短期借款	415	441	200	300	350
应付票据及应付账款	1873	1387	393	1946	934
其他流动负债	619	633	742	521	1009
非流动负债	387	341	315	322	325
长期借款	88	42	36	35	32
其他非流动负债	300	299	279	287	293
负债合计	3295	2802	1650	3089	2617
少数股东权益	75	72	72	75	79
股本	1763	1746	1764	1764	1764
资本公积	2596	2525	2525	2525	2525
留存收益	313	-830	-735	-530	-214
归属母公司股东权益	4475	3335	3447	3658	3989
负债和股东权益	7845	6209	5169	6822	6685

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-192	-202	634	387	401
净利润	-1178	-1116	95	219	338
折旧摊销	50	89	88	70	99
财务费用	-64	-29	8	-80	-95
投资损失	10	-3	1	-6	-10
营运资金变动	-182	-74	407	195	71
其他经营现金流	1171	931	34	-11	-2
投资活动现金流	-263	-126	-53	-205	-227
资本支出	217	85	55	134	136
长期投资	-34	-45	4	-3	-7
其他投资现金流	-80	-86	6	-75	-98
筹资活动现金流	529	-19	-390	186	147
短期借款	415	26	-241	100	50
长期借款	88	-46	-6	-1	-3
普通股增加	-1	-17	18	0	0
资本公积增加	7	-70	0	0	0
其他筹资现金流	20	88	-161	87	101
现金净增加额	75	-350	191	369	322

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2693	2326	2675	3477	4521
营业成本	1973	1735	1993	2584	3354
营业税金及附加	7	9	11	13	17
营业费用	282	282	308	365	452
管理费用	231	234	252	303	384
研发费用	423	429	490	609	746
财务费用	-64	-29	8	-80	-95
资产减值损失	-1044	-787	-401	-452	-588
其他收益	81	74	73	75	82
公允价值变动收益	0	-4	1	2	1
投资净收益	-10	3	-1	6	10
资产处置收益	0	0	0	0	1
营业利润	-1204	-1204	88	219	343
营业外收入	10	14	14	13	14
营业外支出	4	4	2	3	3
利润总额	-1198	-1193	100	230	354
所得税	-20	-78	5	10	16
净利润	-1178	-1116	95	219	338
少数股东损益	-21	-13	1	3	4
归母净利润	-1157	-1103	94	217	334
EBITDA	-1165	-1114	169	270	415
EPS(元)	-0.66	-0.63	0.05	0.12	0.19

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-24.4	-13.6	15.0	30.0	30.0
营业利润(%)	-312.8	0.1	107.3	149.3	56.6
归属于母公司净利润(%)	-314.5	-4.7	-108.6	129.8	54.1
获利能力					
毛利率(%)	26.7	25.4	25.5	25.7	25.8
净利率(%)	-43.0	-47.4	3.5	6.2	7.4
ROE(%)	-25.9	-32.8	2.7	5.9	8.3
ROIC(%)	-22.8	-27.0	2.0	4.5	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	42.0	45.1	31.9	45.3	39.2
净负债比率(%)	-12.3	-5.5	-22.1	-27.7	-32.0
流动比率	1.6	1.6	2.3	1.6	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.7	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	1.4	1.3	2.0	3.0	3.5
应付账款周转率	1.1	1.1	2.2	2.2	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.66	-0.63	0.05	0.12	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	-0.11	0.36	0.22	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.54	1.89	1.94	2.06	2.25
估值比率					
P/E	-9.2	-9.7	113.0	49.2	31.9
P/B	2.4	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	-8.7	-9.4	59.0	36.0	22.7

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

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

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn