

2022年2月7日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001  
021-60199793

houb@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业证号: S0600521080005  
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

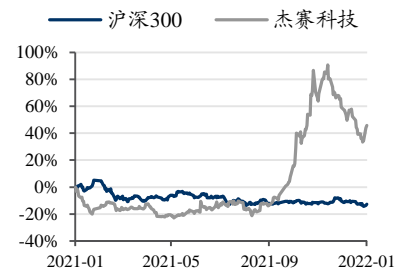
## 中国电科旗下核心通信上市平台 买入 (首次)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,295	7,260	8,227	9,094
同比 (%)	1.1%	15.3%	13.3%	10.5%
归母净利润 (百万元)	96	147	177	211
同比 (%)	163.09%	52.59%	20.18%	19.26%
每股收益 (元/股)	0.17	0.22	0.26	0.31
P/E (倍)	121.59	96.14	79.99	67.08

### 投资要点

- 信息网络行业空间广阔, 国企改革有望促增长。**在十四五规划中, 国家持续推动 5G 基站的建设, 预计 2030 年国内 5G 宏基站数量约 500-600 万个。5G 带动专网通信、物联网和晶振市场规模不断提升, 据华经产业研究院及北京普华有策咨询公司测算, 2021 年我国专网通信市场规模预计高达 387 亿元, 且 2021-2026 年市场规模将保持约 15% 的复合增速增长。智研咨询预计晶振的行业空间预计到 2022 年高达 215.21 亿元; 同时 5G 基站和新能源汽车的增长也将提升 PCB 行业景气, 中商产业研究院预计 2021 年中国 PCB 产值有望达到 370.52 亿美元。随着国企改革的全面深化, 各地相继出台提高国企资产证券化率指标。公司作为中电科在通信行业唯一上市公司, 集团为提高自身资产证券化率有望帮助公司各业务成长以及提升盈利能力。
- 集团旗下通信行业优质资产丰富。**公司背靠中电科集团, 具有强大的背景优势。中电科集团是中央直接管理的国有重要骨干企业, 是我国军工电子主力军、网信事业国家队、国家战略科技力量。集团在公司所处的通信电子行业资源丰富, 包括中电网通下辖的中国电科七所、三十四所、三十九所、五十所及五十四所等多家优质军工研究所, 各研究所又下属多家相关领域公司, 拥有通信领域国家级/省部级重点实验室 3 个, 国家工程博士后流动站 2 个, 聚焦通信网络系统与设备、信息系统综合集成与应用、卫星导航与位置服务等领域, 具有先进的研发技术和成熟的产业化条件。公司在资源配置、产业整合、区域布局等方面可获得集团的关键支持。
- 借助母公司强技术优势, 显著提高公司竞争力。**公司曾于 2017 年完成资产重组, 收购集团旗下远东通信、中华网通等多家公司, 支持公司主营业务的发展, 延伸了公司在通信行业的产业链条, 提高了通信网络设备及物联网应用终端的硬件设计制造能力, 进一步完善公司通信相关产业布局, 通过发挥整体协同效应提升公司在通信产业的竞争力。并且公司在技术壁垒和验证壁垒较高的军用 PCB 领域具备甲级资质, 在高端军用细分市场上有着较好的竞争优势。同时公司定增投资 5G 小基站的研究与产业化, 助力公司通信业务进一步扩张。
- 盈利预测与投资评级:**中电网通是电科集团通信网络信息产业平台, 未来在中电网通高质量发展目标的推动下, 公司有望迎来盈利能力的持续改善。鉴于公司平台资源优势显著, 多年深耕通信与高端装备制造市场, 产业链整合相对完善, 且资产重组后竞争优势被进一步放大。同时在军用市场和民用市场上均具有竞争优势, 晶振业务有望后续放量, 为公司带来业绩增量。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.22/0.26/0.31 元, PE 为 96/80/67 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**军用 PCB 业务扩产不及预期; 5G 小基站及高端晶振研发不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.67
一年最低/最高价	12.05/30.60
市净率(倍)	3.92
流通 A 股市值(百万元)	14496.10

### 基础数据

每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	58.36
总股本(百万股)	683.19
流通 A 股(百万股)	661.02

## 内容目录

<b>1. 聚焦信息网络建设，坐拥中国电科优质资源</b> .....	<b>4</b>
1.1. 聚焦信息网络建设与网络产品制造 .....	4
1.2. 中国电子科技集团为实际控制人，资源优势显著 .....	6
1.3. 业绩保持稳定，财务状况良好 .....	6
<b>2. 5G 通信持续高景气，混合所有制推动资产证券化加速</b> .....	<b>8</b>
2.1. 5G 基站持续建设，通信行业迎来新发展 .....	8
2.2. 新技术推动专网加速，细分行业格局差异性大 .....	10
2.3. 5G 带动产业链景气度，PCB 与晶振受益明显 .....	11
2.4. 国有企业资产证券化率有望提高 .....	14
<b>3. 平台与资源优势丰富，依托集团整合产业链</b> .....	<b>15</b>
3.1. 中电科资源优势丰富助于公司产业整合优势 .....	15
3.2. 资产重组完善通信产业链，扩大竞争优势 .....	16
3.3. 公司满足军用 PCB 资质准入标准，定增加码 5G 网络建设业务 .....	18
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司主要产品服务 .....	4
图 2: 公司股权结构 (发行前) .....	6
图 3: 2017-2020 年公司营业收入及同比增长 (单位: 亿元, %) .....	7
图 4: 2017-2020 年净利润及增长(单位:亿元, %).....	7
图 5: 2017-2020 年毛利率与净利率(单位:%).....	7
图 6: 2018-2020 三费费用(单位: 亿元, %) .....	8
图 7: 2018-2020 公司研发费用(单位: 亿元, %) .....	8
图 8: 2020-2025 年中国新建 5G 基站数量预测 .....	9
图 9: 中国专网通信行业市场规模及增速 (单位: 亿元, %) .....	10
图 10: 不同细分行业国内代表企业 .....	11
图 11: 中国云计算市场规模 (单位: 亿元) .....	11
图 12: 中国数据中心市场规模及增速 (单位: 亿元, %) .....	11
图 13: 2020 年中国印制电路板市场份额占比 .....	12
图 14: 中国 PCB 产值统计 (单位: 亿美元) .....	12
图 15: 晶振应用场景 .....	13
图 16: 晶振需求统计 .....	13
图 17: 国内晶振行业市场空间 (单位: 亿元) .....	13
图 18: 各地资产化率的标准整理 .....	15
图 19: 杰赛科技资产注入情况 .....	17
表 1: 中国通信技术服务行业相关政策 .....	8
表 2: 国企改革相关政策 .....	14
表 3: 中电网通旗下研究所 .....	16
表 4: 军用 PCB 相比于民用具备更高工艺要求 .....	18
表 5: 各业务盈利预测 .....	20
表 6: 公司毛利率情况 .....	20
表 7: 可比公司估值 .....	21

## 1. 聚焦信息网络建设，坐拥中国电科优质资源

### 1.1. 聚焦信息网络建设与网络产品制造

广州杰赛科技股份有限公司前身为广州杰赛科技发展有限公司，于1994年11月19日在广州市工商行政管理局注册成立。公司主要业务为公网通信、专网通信与智能制造，属于通信技术服务及制造业。

公司的业务范围涵盖电子信息与通信领域，可提供的主要产品服务可分为高端装备制造、智慧应用类、通信网络系统类及通信网络服务类。其中智慧应用类涵盖智慧城市业务、测控自动化业务和基于北斗的位置及导航业务；通信与网络系统类涵盖数字集群通信业务、交换调度与通信系统业务和轨道交通业务，主要涉及轨道交通公务和专用电话系统，下游主要依靠轨道交通建设进度；通信网络服务涵盖通信网络服务业务、工程监理业务和移动通信设备及通信工程业务，主要解决2G、3G、4G网络优化服务和配套动力设施，提供的设施主要与基站建设进度相关。

图 1：公司主要产品服务

业务类别	产品示意图	产品简介
<b>高端装备制造</b>		
印刷电路板		作为国内规模较大、技术领先的样板、快件，高端军民用 PCB 生产厂家，公司自主开发了适合多品种、小批量、短交期生产模式的 ERP 系统，积累了在多品种、小批量、短交期产品的生产及管理经验，在多品种、中小批量、短交期、高可靠性、特殊要求 PCB 细分市场具有较好的竞争优势。
装备制造		杰赛科技装备制造依托于印制电路板逐步发展壮大，从 2013 年成立电装部，经过几年经营目前已建立起完备的生产线，拥有较强技术能力和产出能力，能够提供三防、水洗、选择焊等附加服务，生产工艺逐步完善。
<b>智慧应用</b>		
智慧城市业务		<p><b>智慧交通：</b>主要包括交通诱导屏系统、智慧公安检查站系统、电子警察系统、违停抓拍系统、车辆限行系统、交通 AR 实景指挥作战系统等。</p> <p><b>智慧监狱：</b>以两级指挥中心为中枢，以立体防控、智能管理、精准执法为核心，体现大数据、高共享、智能化等特征。构建覆盖全省监狱系统的标准规范统一、数据资源共享、业务应用完备、网络互联互通、协同指挥有力、硬件安全可靠的信息化体系。</p>

<p>测控自动化业务</p>		<p><b>智慧水务平台：</b>基于水质水压流量等传感器的海量在线监测设备通过无线网络实时感知城市供排水系统的运行状态，并采用可视化的方式有机整合水务管理部门与供排水设施，形成"城市水务物联网"，以更加精细和动态的方式管理水务系统的整个生产、管理和服务流程，从而达到"智慧"的状态。</p> <p><b>智慧燃气平台：</b>以智慧生产、智慧服务为双主线，对关键生产指标（进出气量）、生产运行数据（设备开关、流量、温度等）的自动采集、远程实时监控、智能预警；通过对生产现场的各类运行数据的分析和数据挖掘，为各场站运营管理提供实时运行监测、全场站过程控制、工艺运行模拟、运行异常预警等功能；为燃气企业整体综合运营决策提供依据。</p>
<p><b>通信网络系统</b></p>		
<p>交换调度与通信系统业务</p>		<p><b>综合通信系统：</b>集语音通信、数据通信和指挥调度于一体，整合相互独立的多个通信系统，实现了多种制式通信系统的互联互通和统一指挥调度。</p>
<p>轨道交通业务</p>		<p><b>轨道交通公务电话系统：</b>用于地铁内部的一般公务通信和地铁内部用户与公用电话网用户的电话联络，在地铁专用电话系统出现重大故障时，公务电话系统可以作为专用电话的应急通信手段，可提供传统电路交换解决方案和软交换解决方案。</p> <p><b>轨道交通专用电话系统：</b>为地铁工作人员提供用于运营、管理、维修等业务的专用电话系统，主要包括调度电话、站间行车电话、站内电话、数字录音设备。可提供基于 TDM 技术的调度电话系统、软交换调度电话系统、TDM 与软交换合一的调度电话系统、公用电话合一的通信系统。</p>
<p><b>通信网络服务</b></p>		
<p>通信网络服务业务</p>		<p><b>网络优化服务：</b>优化解决方案涵盖了 2G、3G、4G 网络的专业网络优化服务。能够为移动通信运营商及各设备厂商提供最优价格比和专业完善的服务，能够把握网络性能、改善网络质量、提高合作商的争能力。</p> <p><b>网络代维业务：</b>包括基站机房及其动力配套设施、室内分布及 WLAN 系统、传输光缆线路、集客家客等代维项目。</p>

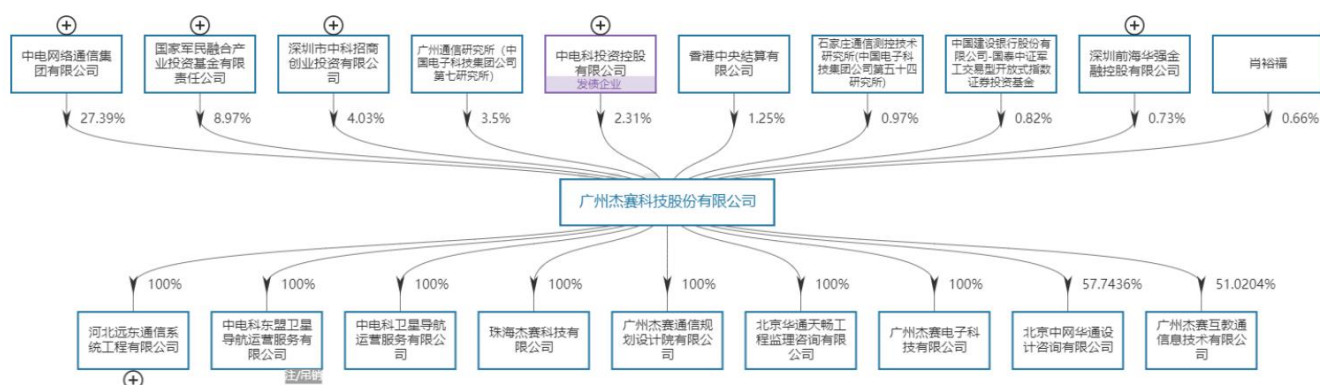
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 中国电子科技集团为实际控制人，资源优势显著

**中电通信子集团的唯一上市平台。**公司实际控制人为中国电科，是国内唯一在国家海洋、空间、网络三大战略领域发挥重要作用的军工集团，其长期的技术积累和人才储备铸就高壁垒护城河；截至 2022 年 1 月 16 日，其子集团中电网络通信集团有限公司持有公司 27.39% 股份，为公司控股股东。杰赛科技作为中电通信子集团的唯一上市平台，定位明确，在资源配置、产业整合、区域布局等方面可获得中国电科支持。作为处于粤港澳大湾区的上市公司，具有融资和资本运作优势；广州及珠三角地区是国内主要的电子信息通信技术重点发展区域，地域优势有助于开展国际合作。

其余主要持股股东中，广州通信研究所、石家庄通信测控技术研究所及中电科投资控股有限公司系公司实际控制人中国电子科技集团有限公司控制的下属科研院所或企业，属于一致行动人。

图 2：公司股权结构（截至 2022.01.16）

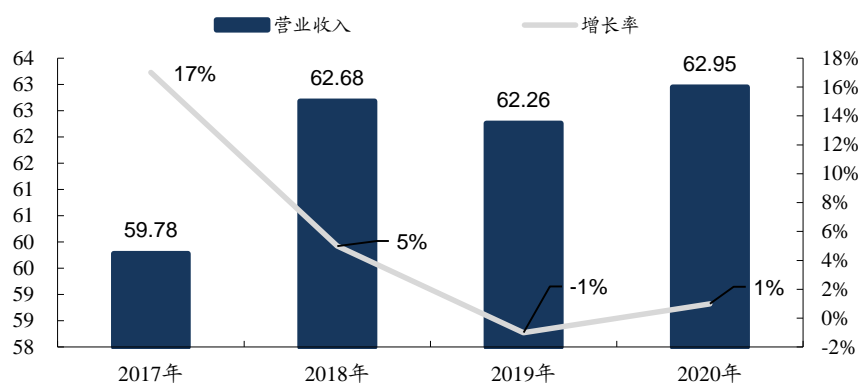


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 1.3. 业绩保持稳定，财务状况良好

**公司增加新品类产品销售并释放大量军品订单，2017-2020 业绩逐步改善。**由于增加了部分新品类产品的生产与销售，同时随着大量军品订单利润的释放，贸易摩擦影响的逐步平抑及公司全资子公司远东通信中标项目的稳步推进，业绩持续改善：从 2017-2020 年公司营业收入分别为 59.78 亿元、62.68 亿元、62.26 亿元和 62.95 亿元，同比增长率为 17%、5%、-1%和 1%，长期处于较稳定水平。

图 3: 2017-2020 年公司营业收入及同比增长 (单位: 亿元, %)

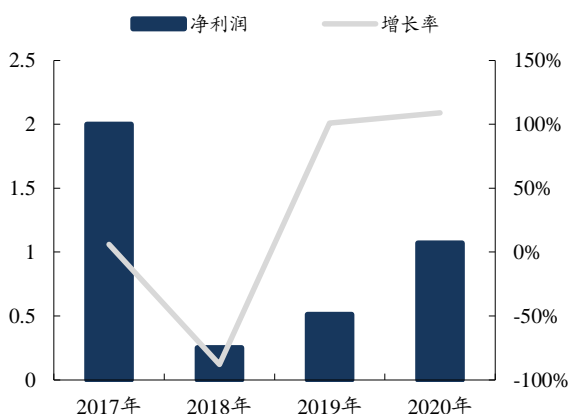


数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

**成本控制加强, 毛利率及销售净利率逐步提升。**2018-2020 年公司实现净利润分别为 0.25 亿元、0.51 亿元和 1.07 亿元, 同比增长-88%、101%和 109%。2018 年 PCB 产业链上下游企业的成本压力加大、行业内竞争对手大量涌入以及现有竞争对手疯狂扩产; 同时获得政府补助收入同比减少 1000 多万元, 以致其他收益同比大幅减少, 导致 2018 年利润出现大额下降。自此之后公司优化业务板块, 净利润逐渐回升, 且增速加快。

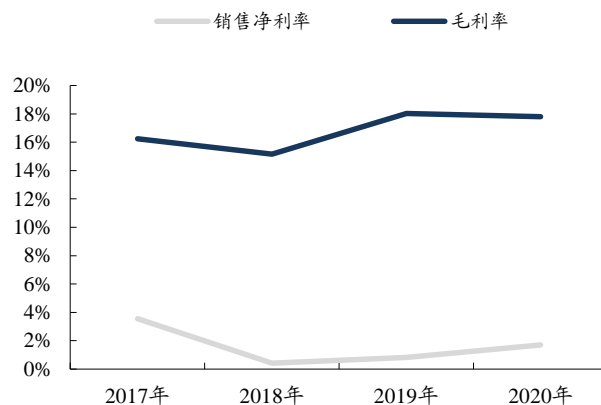
2018-2020 年毛利率和销售净利率分别上涨 2.63pct 和 1.28pct, 主要由于网络接入设备所需的芯片等进口原材料价格上升有所缓解, 同时公司设立降本增效的经营目标、加强成本管控, 导致盈利能力在 2018 年后持续改善。

图 4: 2017-2020 年净利润及增长 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

图 5: 2017-2020 年毛利率与销售净利率 (单位:%)



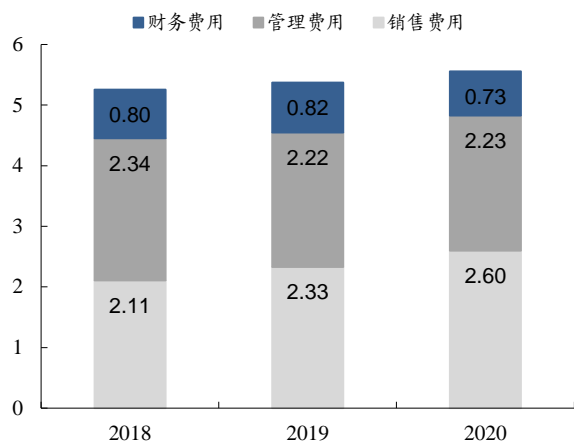
数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

2018-2020 年, 公司期间费用 (销售费用、财务费用以及管理费用) 分别为 5.25 亿

元、5.37 亿元和 5.55 亿元，由于公司采取成本管控，控制费用处于较平稳水平。

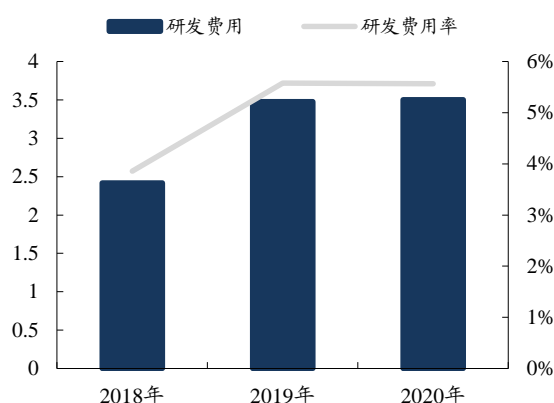
2018-2020 年，公司研发费用分别为 2.42 亿元、3.48 亿元和 3.50 亿元，同比增长率为 10%、44%、1%，其中 2020 年研发费用率为 5.57%。2019 年公司研发费用增长 43.80%，主要因为公司为了后续的可持续发展，与远东通信子公司聚焦 5G 相关技术，持续加大了研发投入，构建持续发展能力。后续公司加大高端装备制造及通信网络服务板块的研发投入，并持续布局轨道交通、专网通信、时频器件、5G 通信等前沿技术领域。

图 6: 2018-2020 三费费用 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

图 7: 2018-2020 公司研发费用 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

## 2. 5G 通信持续高景气，混合所有制推动资产证券化加速

### 2.1. 5G 基站持续建设，通信行业迎来新发展

工信部发布《“十四五”信息通信行业发展规划》，通信行业迎来新发展。通信网络建设产业涵盖网络建设和运营的全过程，具体包括：网络建设过程中的规划、可行性研究、勘察设计、网络设备安装调测以及网络运营过程中的维护和优化等。近年随着第五代移动通信网络技术——5G 牌照的发放，通信行业已逐步迈入 5G 时代。从 2017 年政府工作报告首次提到“5G”，到 2020 年中央政治局会议、国务院常务会议、中央政治局常委会等会议和相关文件多次强调“加快 5G 商用步伐”，国家政策对 5G 的重视度不断上升。

2021 年 11 月 16 日，工信部发布了《“十四五”信息通信行业发展规划》，提出发展重点之一是全面部署新一代通信网络基础设施。此外，《规划》中还提到 2025 年通信行业总收入增速实现 10%，每万人拥有 5G 基站数增长超 5 倍，数据中心 PUE<1.3，5G 普及率达 56% 等等规划，对通信行业从基础设施到应用均有较大的预期。

表 1: 中国通信技术服务行业相关政策

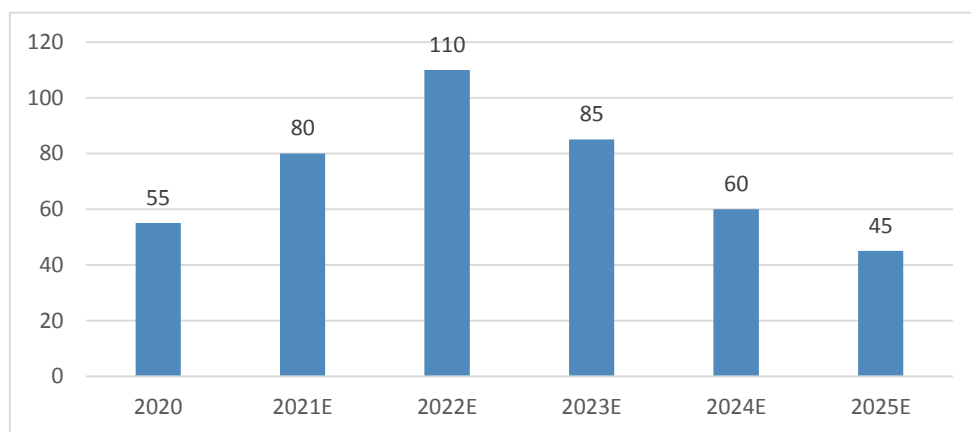


时间	政策名称	内容
2021年11月	《“十四五”信息通信行业发展规划》	到2025年，信息通信行业整体规模进一步壮大，发展质量显著提升，基本建成高速泛在、集成互联、智能绿色、安全可靠的新型数字基础设施，创新能力大幅增强，新兴业态蓬勃发展，赋能经济社会数字化转型升级的能力全面提升，成为建设制造强国、网络强国、数字中国的坚强柱石。
2020年3月	《关于推动5G加快发展的通知》	加快网络建设部署、丰富5G技术应用场景、持续加大5G技术研发力度、着力构建5G安全保障体系、加强组织实施
2020年2月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	加快5G网络等信息基础设施建设和商用步伐。支持利用5G技术对有限电视网络进行改造升级，实现居民家庭有限无线交互，大屏小屏互动。
2019年6月	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案》	继续加强农村和边缘落后地区“四好农村路”建设，提高固定宽带和4G网络覆盖率。推进规模组网建设及应用示范。
2018年9月	《完善促进消费体制机制实施方案》	进一步扩大和升级信息消费。加大网络提速降费力度，加快推进第五代移动通信技术商用。

数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

**5G基站持续建设，通信行业规模有望实现增长。**2020-2023年将是5G网络的主要投资期，根据前瞻产业研究院数据，2030年国内5G宏基站数量约为4G基站的1-1.2倍，合计约500-600万个，根据4G网络建设规模进行推算，预计2021-2023年期间，三大运营商逐年建设量约为80万个、110万个、85万个。随着5G基站持续建设，通信行业规模有望迎来新增长。

图8：2020-2025年中国新建5G基站数量预测（单位：万个）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

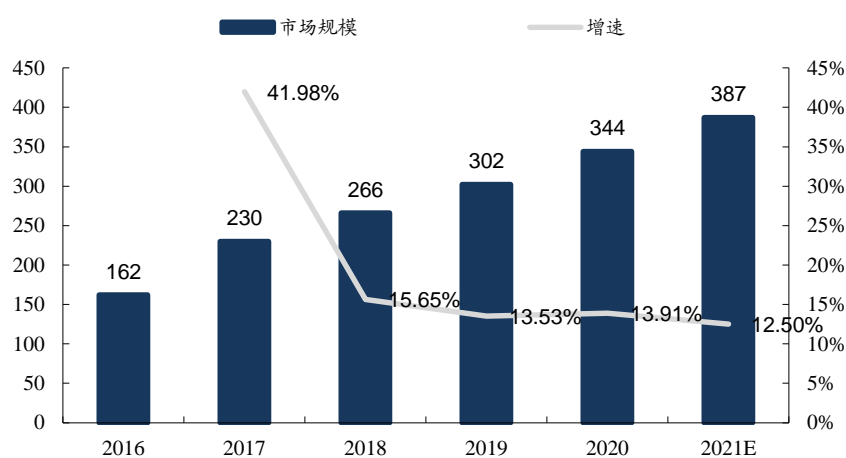
## 2.2. 新技术推动专网加速，细分行业格局差异性大

专网通信指在行业客户内部，为满足内部组织管理、调度指挥等需求所建设的通信网络。传统行业专网，主要包括政务、公安、交通、电力、石化、钢铁、港口、森林、政务等行业专网，以及应急专网。行业专网普遍具有稳定可靠、关键语音、群呼、低成本等需求特点，同时由于相对封闭的系统用户，其进展相对较慢，仅有部分领域（比如政务网）广泛引入 4G，大部分仍处于相当于 2G 的窄带技术。

**5G 融合专网通信，新技术推动行业发展演进。**随着 5G 网络建设逐步铺开，其广连接、高可靠、低时延特点及 SDN/NFV 技术在行业专网领域有天然优势，同时，5G 专网还提供了企业定制化网络的自由度，可以根据使用场所、工作类型提供不同的配置，在隐私和安全方面都有明显的优势。

**国家投入叠加下游需求，专网通信行业规模将持续增长。**据华经产业研究院测算，2020 年我国专网通信市场规模已达到 344 亿元，2021 年预计规模高达 387 亿元。同时根据北京普华有策信息咨询有限公司发布的《2020-2026 年中国专网通信行业发展深度调查及投资战略规划分析》，预计 2021-2026 年我国专网通信行业的市场规模将保持在 15% 左右的复合增速增长。

图 9：中国专网通信行业市场规模及增速（单位：亿元，%）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

**专网通信多领域覆盖，各细分行业展现不同格局。**在各民用细分领域中，公共安全、公共事业占据目前我国专网通信大部分市场份额，在军工、公安、铁路等领域也形成行业或细分行业龙头，其中军工领域包括上海瀚讯、震有科技、七一二、海格通信、凯乐科技等，公安领域逐渐由海能达占据龙头地位，铁路领域头部主要为中国通号。此外，在城市轨交、电力、传统能源石化等领域仍然处于产业升级过渡期，部分企业正在逐步开启布局，市场空间有待培育升级打开。相关企业包括上海瀚讯、海能达等。

图 10: 不同细分行业国内代表企业

行业	国内代表企业
公用事业	广哈通信、信威科技、震有科技、远东通信、塔迪兰
特种军用	上海瀚讯、震有科技、七一二、海格通信、凯乐科技、佳讯飞鸿、东方通信、中电科十所、烽火电子、中原电子、熊猫汉达
公共安全	海能达、信威科技、欧宇航、优能、东方通信、科立讯、万格通讯、天立通
铁路交通	佳讯飞鸿、上海瀚讯、海能达、信威科技、中国通号、七一二、东方通信、哈里斯、中国软件、亚联发展
城市轨交	中国通号、上海瀚讯、海能达、信威科技、东方通信
港口机场	东方通信、信威科技
应急消防	震有科技、海能达、辰安科技、科立讯、东方通信、信威科技
煤矿冶金	震有科技、杭州紫方、睿呈时代、梅安森、武钢通信、申瓯通信
能源石化	海能达、哈里斯、信威科技、科立讯、塔迪兰、深圳迪派

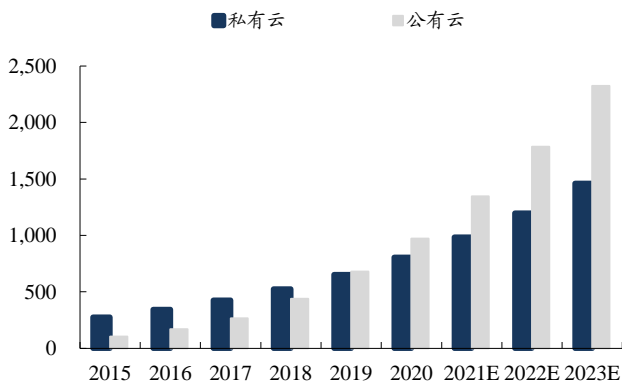
数据来源: 震有科技、七一二、海能达、上海瀚讯等公司官网, 东吴证券研究所整理

### 2.3. 5G 带动产业链景气度, PCB 与晶振受益明显

**5G 发展引发技术变革, 进一步带动 PCB 需求增长。**印制电路板 (PCB) 是组装电子零件用的基板, 是电子产品的关键电子互连件。PCB 的制造品质, 不但直接影响电子产品的可靠性, 而且影响系统产品整体竞争力, 因此, PCB 被称为“电子系统产品之母”, 其产值在电子元器件整体市场中占比超过四分之一。5G 带来云计算以及物联网等技术变革, 助力 5G 基站、通信设备以及新能源车的增长, 使得 PCB 下游需求旺盛。

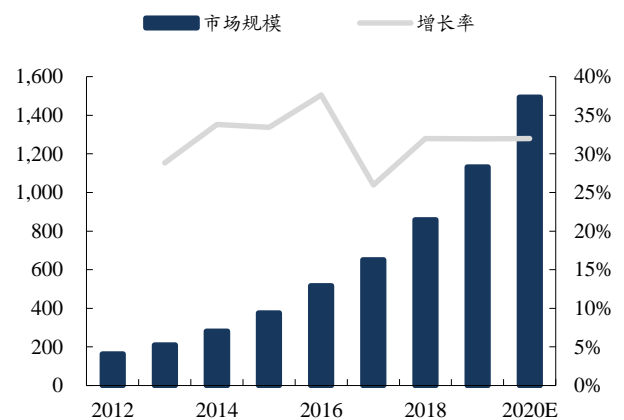
**云计算大数据拉动 5G 建设节奏, PCB 行业景气度提升。**国内运营商 5G 基站集采已于 2021 年 6-7 月陆续启动, 订单密集落地, 下半年 5G 建设步伐逐步加快。云计算与大数据市场不断扩张, 拉动数据中心建设需求, 并带动服务器 PCB 行业景气度进一步提升。最后, 随着疫情后汽车景气度提升, 新能源车快速回暖, 而新能源车的电子化、智能化趋势将带动车用 PCB 量价齐升。

图 11: 中国云计算市场规模 (单位: 亿元)



数据来源: 艾媒数据中心, 东吴证券研究所

图 12: 中国数据中心市场规模及增速 (单位: 亿元, %)

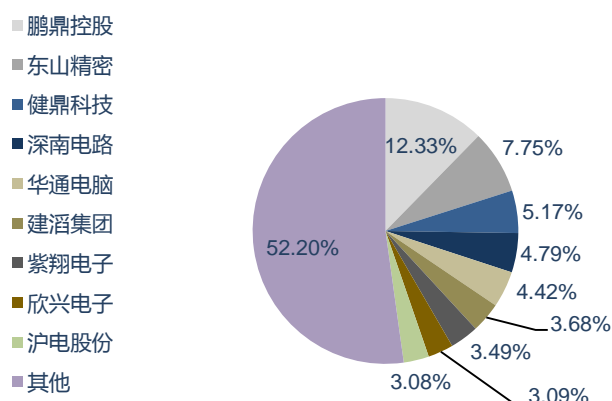


数据来源: 中国信息通信研究院, 东吴证券研究所

PCB 行业集中度不高, 单个企业市占率低。我国 PCB 及样板业竞争状况的主要特

征是：行业集中度不高、单个企业市场占有率低。目前国内具有一定规模的 PCB 样板公司主要有深南电路股份有限公司、沪士电子股份有限公司、深圳市景旺电子股份有限公司、深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司、苏州东山精密制造股份有限公司等。从 2021 年前三季度数据来看，东山精密的营业收入最高，为 218.1 亿元，鹏鼎控股和生益科技营收分别为 210.1 亿元、153.8 亿元，位列第二第三名，随后为深南电路、景旺电子、沪电股份和胜宏科技，其余印制电路板行业公司的营收均在 50 亿元以下。

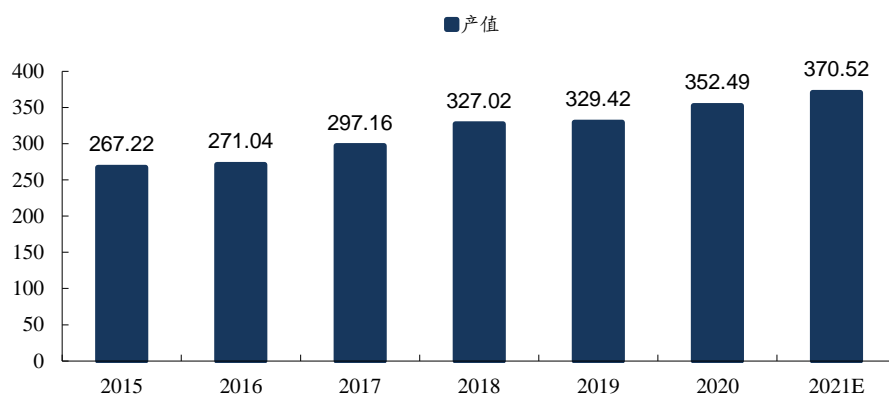
图 13：2020 年中国印制电路板市场份额占比（按收入）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

**PCB 市场持续扩大，军用 PCB 规模有望增长。** PCB 下游应用领域众多，包括通讯电子、消费电子、计算机、工业控制、国防及航空航天等，因此 PCB 又可分为军用 PCB 与民用 PCB。其中军用 PCB 具有更高的技术要求，通常须具备高频、高抗干扰性、高可靠性等特点，具有较高技术壁垒。根据中商产业研究院数据统计，预计 2021 年中国 PCB 产值有望达到 370.52 亿美元。

图 14：中国 PCB 产值统计（单位：亿美元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

晶振是数字电路重要原件,应用非常广泛。晶振作为频率控制和频率选择基础元件,广泛应用于资讯设备、移动终端、通信及网络设备、汽车电子、智能电表、电子银行口令卡等。其主要作用是计时、唤醒以及提供基准频率。此前 3G/4G 主要针对手机等消费端应用场景,而到了 5G,真正实现了万物互联,智能家居、可穿戴设备、智慧城市、物联网、医疗电子、工业控制等新兴市场蓬勃发展,行业成长空间被打开。

图 15: 晶振应用场景



数据来源: 泰晶科技推介资料, 东吴证券研究所

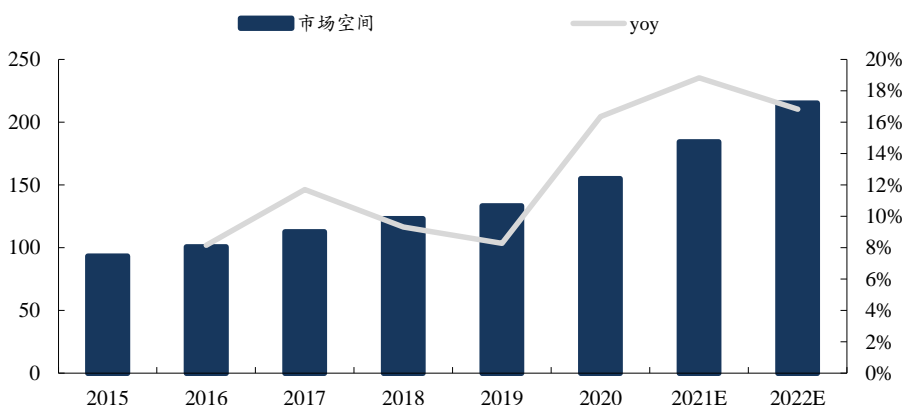
图 16: 晶振需求统计 (单位: 个)

大类	子类 (部分)	用量
物联网	视频监控系統	3-5
	电子标签/智能锁	1-3
	智能电表	2-3
通讯终端/网络设备	手机、平板电脑	4~10
	智能穿戴	2~5
	宏基站、小基站、WIFI、路由器	2~3
汽车电子	汽车控制系统	3~5
	胎压检测	4
	汽车导航	2~3
数码家电/医疗电子	娱乐系统、安全系统	5-7
	电视机、洗衣机、空调	2~3
	家用电脑、数码相机	4~10
工业领域	数字血压计、数字血糖仪、红外测温仪	1~2
	自动化控制系统	≥2
军用领域/航天	仪器、仪表	≥1
	雷达、导弹	4~8
	北斗导航	2~3
	卫星、军用通讯	≥4

数据来源: 泰晶科技推介资料, 东吴证券研究所

新兴电子产业、物联网的快速发展,以及 5G、蓝牙 5.0、Wi-Fi 6 等无线通信新技术的广泛应用,拉动晶振市场规模不断提升。随着 5G 发展,全球晶振行业发生显著变化: 5G 商用加速推进使得车联网迎来黄金发展期,越来越多的电子器件被应用到汽车上以提高安全性、舒适性、娱乐性和稳定性。AI、IOT 汽车电子等新兴市场的迅速发展带动高频化、小型化、高精度的晶振需求量激增,晶振价格止跌回升。根据智研咨询,预计到 2022 年国内行业空间高达 215.21 亿元。

图 17: 国内晶振行业市场空间 (单位: 亿元)



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

## 2.4. 国有企业资产证券化率有望提高

杰赛科技背靠中电网通，有望受益于国企改革。

国企改革积极推动混合所有制，提高资产证券化率。在全面深化国企改革的背景下，中央出台多项政策并深入实施国企改革三年行动，地方政府也相继出台相应的改革措施，其核心均在于推动国企混合所有制改革，鼓励民间资本参与国有企业改革重组，从而促进生产力发展。

提高资产证券化率是国企混合所有制改革的重要手段，通过将国有企业拥有的缺乏流动性但优质的资产证券化，有利于国有资产的保值增值和融资。

表 2: 国企改革相关政策

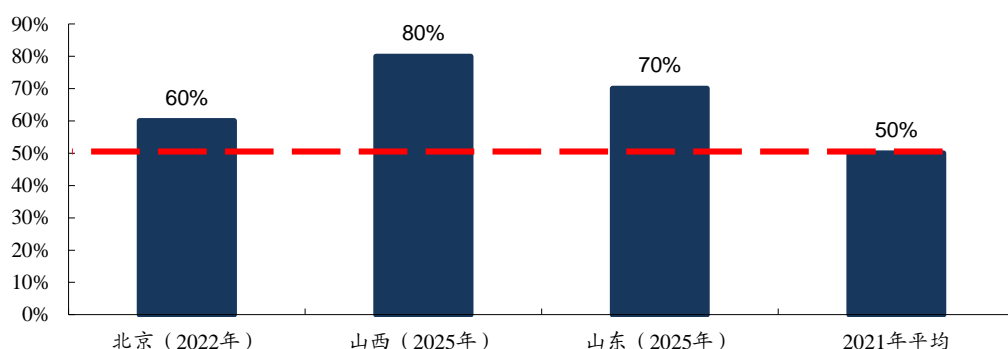
行政级别	日期	文件	内容
中央	2020 年 5 月 22 日	《国企改革三年行动》	牢牢把握混合所有制改革方向，坚持“三因三宜三不”原则，积极稳妥，务求改革实效。重点推进国有资本投资、运营公司出资企业和商业一类子企业混合所有制改革。
	2020 年 10 月 5 日	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	推动上市公司做大做强，完善上市公司资产重组、收购和分拆上市等制度，丰富支付及融资工具，激发市场活力。
地方	2020 年 7 月 22 日	广东《关于深化省属国资国企改革发展的若干措施》	制定并实施省属企业资本运营三年行动计划，推动国有资产向上市公司集中。
	2021 年 6 月 9 日	《浙江省国资国企改革“十四五”规划》	推动有条件的企业采取资产注入、业务整合等方式，推进资源向上市公司集中。

数据来源：国务院、各省国资委等，东吴证券研究所

**各地明确资产证券化率指标。**目前各地政府在国企改革方案或十四五规划中均把资产证券化率作为国企改革的重要指标，并设立资产证券化率的目标，比如北京提出 2022 年前要将竞争类企业资本证券化率提升到 60%以上，山东提出“十四五规划”期间资产证券化率要达到 70%，山西在十四五规划中提出资产证券化率要达到 80%以上。

**国有企业资产证券化率仍有较大提升空间。**据第一财经报道，2021 年我国各省国企资产证券化率仅为 50%左右，因此与各地指标相比仍有不足，国有企业资产证券化率仍有较大提升空间。并且在 2019 年中国上市公司协会国防军工上市公司座谈会中，证监会副主席指出截至 3 月，我国军工产业集团整体资产证券化率平均不足 30%，而世界主要军工企业资产证券化率大都在 70%-80%，提出我国军工企业资产证券化率有待进一步提高。

图 18: 各地资产化率的标准整理



数据来源：各省十四五规划，东吴证券研究所整理

以华银电力为例，优质资产注入有助于股价和盈利双增长。在电力国企改革提升资产证券化率的背景下，华银电力 2015 年 2 月 13 日发布公告称拟获得大股东大唐集团旗下两处火电以及一处水电资产注入，注入资产 2013 年实现净利润近 2 亿元，2014 年预测净利润 3.15 亿元。公告发布后，华银电力股价从 2015 年的 2 月 16 日的 5.01 元持续拉升至 2015 年 6 月 11 日的 13.3 元，总市值由 35.7 亿元增长至 94.6 亿元，并且华银电力盈利状况在资产注入后也显著提升。全面提高资产证券化率的背景下，资产注入有利于增强公司盈利能力。

### 3. 平台与资源优势丰富，依托集团整合产业链

#### 3.1. 中电科资源优势丰富助于公司产业整合优势

集团旗下通信行业优质资产丰富。中电网通是集团的通信网络信息产业平台，也是公司的控股股东。中电网通旗下有中国电科七所、三十四所、三十九所、五十所及五十四所共 5 家研究所，各研究所又分别下辖多家相关领域的公司，研发能力强劲，技术储备深厚，主要聚焦通信网络系统与设备、信息系统综合集成与应用、卫星导航与位置服务等领域。中电网通拥有国家级/省部级重点实验室 3 个，国家工程博士后流动站 2 个，建有通信网信息传输与分发技术重点实验室、移动通信国家工程研究中心等科技机构，获得专利授权数量已达 1400 余项。针对国家重点支持发展的新型智慧城市、互联网+、天地一体化国家信息基础设施建设等市场机遇，中电网通正积极开展科技创新和成果转化，促进科技引领产业发展。

表 3: 中电网通旗下研究所

研究所	主要研究领域	和杰赛科技主营业务相关的下属公司
7 所	主要从事移动通信系统与设备研制生产、通信网络规划、云计算应用、印制电路板设计与制造及物联网技术研究等。	广州市弘宇科技有限公司，1.应急通信；2.专用无线通信：公安、政府部门、城市轨道交通系统应用；3.RFID；4.特种装备制造
54 所	主要从事军事通信、卫星导航定位、航天航空测控、情报侦察与指控、通信与信息对抗、航天电子信息系统与综合应用等前沿领域的技术研发、生产制造和系统集成。	中电塞外信息产业有限公司：新型智慧城市的规划、设计、咨询与运营服务；电子信息系统（工程）等 中电雪域信息产业有限公司：新型智慧城市的规划、设计、建设、运营服务
50 所	重点发展特种通信技术、微波与探测技术。研制开发的电力需求侧管理系统及设备、数字化市政监控系统及设备、自动安全防范系统及设备、各类探测设备等	中电科公共设施运营管理有限公司：城市公共设施运营管理，市政工程科技、计算机信息科技、通信科技专业领域的技术开发等
34 所	从事特种光通信系统整机、设备技术及产品研发的专业化研究所	桂林大为通信技术有限公司：致力于光通信系统整机等自主核心技术研发与产品制造；同时开展通信系统、安防系统及计算机系统集成业务 桂林信通科技有限公司：以发展电力、部队、水利、石油、交通等行业的专用通信网、专用信息系统为主线 桂林聚联科技有限公司：致力于物联网产品的研发、生产、销售和服务于一体的高科技公司。
39 所	我国精密天线系统专业化研究所，主要从事雷达、测控、通信、卫星应用、射电天文观测等领域精密跟踪测量设备的研究、设计、制造和试验。	西安天通电子总公司：重点发展卫星地面应用、卫星通信、深空探测及射电天文和先进制造等产业。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**集团资产能为公司带来丰富行业资源和专业技术能力。**集团旗下多家研究所的研究领域均与公司的公网通信、专网通信和智能制造三大业务板块有所重合，可帮助公司增强自身技术能力。并且公司作为集团通信产业发展主阵地，在积极进行研究产融结合，可将研究所的研究成果用于优化自身产品或者进行产业化，从而提高公司的综合竞争力和盈利能力。

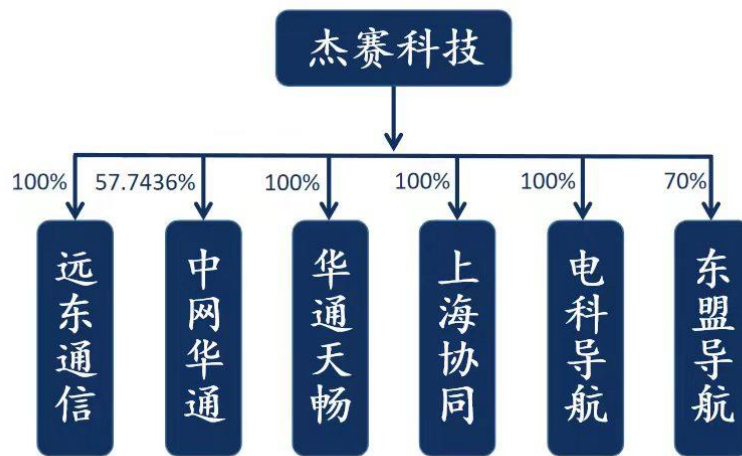
**7所通信系统和设备的研究成果可推动公司专网通信和印刷电路板制造业务的发展。**7所在无线传输、网络规划设计和印刷电路板领域研究成果丰富，能为公司的专网通信和印刷电路板制造业务赋能，例如7所自主研发的CETC数字集群应用系统是业内唯一的应用整合，实现了通信调度、可视化指挥、定位应用和实时录音等功能的集成，可应用于公司专网通信板块。

### 3.2. 资产重组完善通信产业链，扩大竞争优势



杰赛科技于 2017 年重组，整合集团通信行业上下游资源。2017 年杰赛科技完成重大资产重组，通过发行新股募集资金，收购集团三家研究所旗下的包括远东通信在内的 6 家通信类、导航类较为成熟或具有较好市场前景的民品资产，分别购买 54 所下属远东通信 100% 股权、电科导航 100% 股权、中网华通 57.74% 股权、华通天畅 100% 股权及 34 所下属东盟导航 70% 股权和 50 所下属上海协同 100% 股权。在资产重组后，公司提升了通信规划业务的市场规模，将专网通信业务向轨交领域拓展，并提升了通信系统运营等后端业务能力，同时切入了前景较好的北斗卫星导航市场。可见此次资产重组支持公司业务发展，整合公司通信行业上下游的业务，发挥了公司整体协同效应。

图 19: 2017 年杰赛科技资产注入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**辅助公司通信网络解决方案：**

**远东通信：**拓展公司在轨道交通通信方面业务。远东通信的主营业务包括交换调度与数字集群系统的生产和销售、专网通信系统集成服务，主要面向于政府、事业单位、公安、消防、电网、轨交等，其中产品在轨交使用率达 100%，具有集成和设备的双重优势，拓宽公司的专网集成业务。

**中网华通：**提升公司通信规划业务的市场规模以及市场覆盖区域，业务基本涵盖全国。中网华通位于独立第三方设计院处于第四或第五的位置，为客户提供系统化的网络规划设计解决方案，与公司的移动通信规划设计业务发挥协同作用。

**华通天畅：**为公司通信系统业务提供后端业务支持。华通天畅为大型电信运营商、政府、企事业单位等客户的通信工程和信息系统工程提供全过程服务，逐步涉及运营维护等后端业务。

**契合公司智能专网业务:**

**上海协同:** 与公司 SCADA 系统相契合, 支持公司智能专网业务发展。上海协同电力专注于自动化领域用电信息采集系统技术的研究和开发, 为电力部门提供电力负荷管理, 配电监测、电能管理、居民集抄等系统。公司智能专网业务的 SCADA 系统广泛应用于化工、石油、燃气、水利、电力等大范围长距离的工艺数据监控系统中, 上海协同在用电信息采集系统领域的技术可为其提供技术支持。

**配合公司切入北斗卫星导航市场:**

**电科导航和东盟导航:** 支持公司未来在北斗导航军民领域的发展。东盟导航和电科导航主要从事北斗卫星导航运营服务, 为政府、行业、企业和个人用户提供全方位位置相关信息服务, 构建天基信息综合应用服务平台, 配合公司切入北斗卫星导航市场。

**3.3. 公司满足军用 PCB 资质准入标准, 定增加码 5G 网络建设业务**

**军用 PCB 具备较高的技术壁垒和验证壁垒, 公司具备资质优势。** PCB 作为核心元器件, 已经广泛应用于营地安全系统, 无人驾驶车辆、军用大炮和迫击炮, 机器人系统, 国防导航和通信系统及卫星子系统等多个军工领域。而军用 PCB 要求在复杂环境(高温、复杂电磁环境)下依旧保持稳定工作, 相比商用产品质量要求更高, 军用版比商业版容差更小, 产品寿命更长。因此军用 PCB 行业具备较高的技术壁垒和验证壁垒: 要求生产企业具有资质认证, 同时需要满足 GJB 362A 等一系列印制板规范。公司相关业务所处行业实行严格的资质准入制度和行业准入制度, 有严格的技术、人员、资金、服务网络、业务流程及工程业绩等方面的要求, 竞争优势体现在良好的市场信誉、客户粘度、客户应用挖掘、行业解决方案积累等综合服务能力方面, 获得相关领域准入甲级资质的企业是其在该业务综合竞争实力的集中体现。

**表 4: 军用 PCB 相比于民用具备更高工艺要求**

检验项目	IPC2 级标准(民用 PCB)	IPC3 级标准(军用、高端民用 PCB)
表面镀层总则	露铜/镀层交叠区域不大于 1.25mm	露铜/镀层交叠区域不大于 0.8mm
导线间距	导线边缘粗糙、铜刺等缺陷的任意组合造成在孤立区域内导线间距的减少不大于最小导线间距的 30%	导线边缘粗糙、铜刺等缺陷的任意组合造成在孤立区域内导线间距的减少不大于最小导线
负凹蚀	小于 0.025mm	小于 0.013mm
芯吸(灯芯)	不超过 100 μ m	不超过 80 μ m
覆盖层覆盖性	圆周上至少 270 度范围内有可焊孔环宽为 0.05mm	圆周上至少 360 度范围内有可焊孔环宽为 0.05mm

数据来源：IPC 标准，东吴证券研究所

杰赛科技拥有甲级资质 5 项，业务领域涉及通信规划设计、广电网络整合、工程咨询与勘察、市政管网监控、城市轨道交通、应急指挥、环境监测和智能建筑等行业，这些相关领域准入甲级资质体现公司在该方面业务强大的综合竞争实力。

杰赛科技作为国内最大的 PCB 生产上市公司之一，具备高端军用市场优势。2020 年公司申请获得受理专利 81 项，获得授权专利 122 项，累计国内专利申请总量超过 1500 项，授权总量超过 1000 项；2020 年完成软件著作权登记 4 件，累计 230 余件，并掌握了一批非专利核心技术。公司产品具有高频、高密度、高抗干扰性、高可靠性的特点，技术水平高超，能为高性能的信息网络设备提供良好的保障，因此在高端军用细分市场上具有较好的竞争优势。

**5G 小基站与城轨信息化潮流助力公司通信业务进一步扩张。**目前国内 5G 网络建设需求旺盛，而 5G 小基站作为宏基站的重要补充，具备功率低、体积小、建站简便的优点，可以有效解决宏基站信号盲区的信号质量问题，更好地满足 4K、VR 等相关的新兴应用需求，因此未来需求旺盛。对此，公司 2020 年 5 月发布《非公开发行 A 股股票预案》，定增投资 5G 产业化项目，包括 5G 小基站、5G 高端晶振等产品的研发与产业化等，并于 2021 年扩大了市场份额，乘上了新兴市场需求的东风。

#### 4. 盈利预测与投资评级

公司主营业务分为通信网络系统、通信网络服务、智慧应用和高端装备制造四大版块，分版块盈利预测如下：

**通信网络系统：**杰赛科技作为国内最大的城轨通信系统集成供应商，有望受益于智慧城轨行业规模的大幅扩张。目前我国城轨线路持续增加，市场规模不断扩大，同时在政策驱动以及 5G 技术赋能下，城轨信息化不断推进，预计将迎来设备升级及增量的需求。我们预计 2021-2023 年公司通信网络系统版块营收同比增速分别为 14.99%、13.00%、10.00%；

**通信网络服务：**随着 5G 的不断发展，运营商将不断加大投资，国内公网服务市场规模有望扩大。公司多年为三大运营商提供移动通信网络规划的设计及优化服务，在行业内具备竞争优势，有望受益于行业发展红利，扭转颓势，实现营收正增长。我们预计 2021-2023 年公司通信网络服务版块营收同比增速分别为 12.70%、9.90%、6.90%；

**智慧应用：**随着信息化时代的到来，智慧应用市场目前处于不断培育之中，未来成长空间广阔。公司积极扩宽业务面并持续投入研发新产品，未来这个版块有望成为新的

盈利增长点。我们预计 2021-2023 年公司智慧应用板块营收同比增速分别为 10.00%、8.00%、5.00%；

**高端装备制造：**军用 PCB 是公司高端装备制造板块最主要的营收来源，在国防信息化建设不断推进的背景下，军用 PCB 需求扩张迅猛，公司作为行业龙头，营收有望实现持续增长。我们预计 2021-2023 年公司高端装备制造板块营收同比增速分别为 26.00%、23.90%、20.75%；

表 5：各业务盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计（百万元）	6295.42	7260.12	8227.19	9094.25
yoy	1.11%	15.32%	13.32%	10.54%
通信网络系统（百万元）	2430.39	2794.79	3158.11	3473.92
yoy	3.95%	14.99%	13.00%	10.00%
通信网络服务（百万元）	1710.64	1927.95	2118.89	2265.12
yoy	-1.28%	12.70%	9.90%	6.90%
智慧应用（百万元）	1107.09	1217.80	1315.22	1380.98
yoy	-7.73%	10.00%	8.00%	5.00%
高端装备制造（百万元）	1047.29	1319.59	1634.97	1974.23
yoy	9.61%	26.00%	23.90%	20.75%

数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

毛利率预测如下：

**网络通信系统：**我们预计公司将保持较为稳定的盈利能力，预计 2021-2023 年毛利率分别为 19.00%、19.00%、19.00%。

**网络通信服务：**公司在推动精细化管理进程中毛利率稳定，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 17.00%、17.00%、17.00%。

**智慧应用：**我们预计智慧应用毛利率维持相对稳定的水平，预计 2021-2023 年分别为 3.50%、3.50%、3.50%。

**高端装备制造：**高端装备制造业务盈利能力相对稳定，我们预测未来该业务毛利率将略低于 2020 年，维持稳定盈利水平，预计 2021-2023 年分别为 33.00%、33.00%、33.00%。

表 6：公司毛利率情况

	2020	2021E	2022E	2023E
通信网络系统	18.71%	19.00%	19.00%	19.00%
通信网络服务	15.42%	17.00%	17.00%	17.00%
智慧应用	2.38%	3.50%	3.50%	3.50%

高端装备制造 35.85% 33.00% 33.00% 33.00%

数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

中电网通是电科集团通信网络信息产业平台，未来在中电网通高质量发展目标的推动下，公司有望迎来盈利能力的持续改善。公司平台资源优势显著，多年深耕通信与高端装备制造市场，产业链整合相对完善，且资产重组后竞争优势被进一步放大。公司同时在军用市场和民用市场上均具有竞争优势，晶振业务有望后续放量，为公司带来业绩增量。

由于公司业务庞杂，我们以与公司内行业相近以及有相关相似业务的公司作为可比公司，我们选入天奥电子、中天科技、恒玄科技、艾为电子、东方通信作为可比公司，2021 年可比公司行业均值为 96.31 倍 PE，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.47/1.77/2.11 亿元，2021-2023 年 PE 为 96/80/67 倍。我们认为杰赛科技背靠 CETC，产业链资源优势显著，新技术带动公司各个业务景气度持续向上，具备一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（截至 2022 年 1 月 28 日）

公司名称	公司代码	总市值（百万元）	归母净利润（百万元）				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
天奥电子	002935.SZ	7,340.55	101.45	121.81	150.95	185.98	72.36	60.26	48.63	39.47
中天科技	600522.SH	56,723.22	2,370.21	439.59	3731.25	4315.20	23.93	129.04	15.20	13.14
恒玄科技	688608.SH	30,212.40	198.39	454.99	704.74	1037.64	152.29	66.40	42.87	29.12
艾为电子	688798.SH	27,906.26	101.69	247.9	460.86	679.89	274.43	112.57	60.55	41.05
东方通信	600776.SH	12,823.76	105.86	114.00	125.00	293.00	121.13	112.49	102.59	43.77
可比公司均值							128.83	96.15	53.97	33.31
杰赛科技	002544.SZ	14,121.64	96.28	146.92	176.57	210.57	121.59	96.14	79.99	67.08

数据来源：Wind 数据库，东吴证券研究所

注：杰赛科技为东吴预测，其余均为 wind 一致预测。

## 5. 风险提示

1. 军用 PCB 业务扩产不及预期。当前军用 PCB 行业景气提升，高技术壁垒以及高验证壁垒的背景下，行业竞争格局相对稳固。产能成为影响公司业绩的重要因素，若公司军用 PCB 扩产不及预期，则将影响公司业绩兑现。

2. 5G 小基站及高端晶振研发不及预期。小基站及晶振业务作为公司新业务，承载着推动公司进一步成长的重任，若相关业务研发不及预期则将延缓公司新业务发展，影响公司业绩兑现。

3. 产业链协同效果不及预期。公司重组的通信产业链相关资产，与公司本来业务协同效应不及预期将会影响公司在通信行业相关业务的收入增速。

杰赛科技三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>8,089</b>	<b>8,266</b>	<b>9,286</b>	<b>10,115</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,295</b>	<b>7,260</b>	<b>8,227</b>	<b>9,094</b>
现金	2,989	2,393	2,521	2,986	减:营业成本	5,175	5,923	6,681	7,349
应收账款	3,036	3,608	4,237	4,386	营业税金及附加	24	36	41	45
存货	1,186	1,298	1,464	1,611	营业费用	260	327	370	409
其他流动资产	877	967	1,063	1,133	管理费用	223	254	288	318
<b>非流动资产</b>	<b>1,007</b>	<b>1,081</b>	<b>1,176</b>	<b>1,249</b>	研发费用	350	508	576	637
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	73	34	52	75
固定资产	636	683	739	806	资产减值损失	6	0	0	0
在建工程	31	31	31	31	加:投资净收益	-3	0	0	0
无形资产	187	213	253	259	其他收益	47	15	16	18
其他非流动资产	150	150	150	150	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,096</b>	<b>9,347</b>	<b>10,461</b>	<b>11,363</b>	<b>营业利润</b>	<b>139</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>279</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,009</b>	<b>4,991</b>	<b>5,905</b>	<b>6,571</b>	加:营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	793	332	354	364	<b>利润总额</b>	<b>140</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>279</b>
应付账款	2,745	2,896	3,478	3,898	减:所得税费用	33	29	35	42
其他流动负债	1,471	1,763	2,073	2,309	少数股东损益	10	16	23	26
<b>非流动负债</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>96</b>	<b>147</b>	<b>177</b>	<b>211</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	148	210	264	327
其他非流动负债	460	460	460	460	EBITDA	263	299	360	434
<b>负债合计</b>	<b>5,469</b>	<b>5,451</b>	<b>6,366</b>	<b>7,031</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	110	127	150	176	每股收益(元)	0.17	0.22	0.26	0.31
归属母公司股东权益	3,517	3,664	3,840	4,051	每股净资产(元)	5.15	5.36	5.62	5.93
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,096</b>	<b>9,241</b>	<b>10,356</b>	<b>11,258</b>	发行在外股份(百万股)	578	683	683	683
					ROIC(%)	2.3%	3.9%	4.7%	5.6%
					ROE(%)	2.7%	4.0%	4.6%	5.2%
					毛利率(%)	17.8%	18.4%	18.8%	19.2%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	1.5%	2.0%	2.1%	2.3%
经营活动现金流	364	-78	297	635	资产负债率(%)	60.1%	58.3%	60.9%	61.9%
投资活动现金流	-60	-163	-192	-180	收入增长率(%)	1.1%	15.3%	13.3%	10.5%
筹资活动现金流	1,198	-356	22	10	净利润增长率(%)	163.1%	52.6%	20.2%	19.3%
现金净增加额	1,500	-596	128	465	P/E	121.59	96.14	79.99	67.08
折旧和摊销	114	89	97	107	P/B	3.26	5.35	5.10	4.84
资本开支	-60	-163	-192	-180	EV/EBITDA	30.13	60.09	49.51	40.04
营运资本变动	-21	-330	1	291					

数据来源: Wind 数据库, 东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

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

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>

