

震有科技 (688418.SH)

公网专网双线布局，业务迎来突破期

首次覆盖，给予“买入”评级。从两点考虑公司价值：

- 稀缺性：**公司是拥有超过15年历史的老牌专网设备制造厂商，产品覆盖多个专网细分领域。经过多年发展，公司已经成为国内除华为，中兴，诺基亚贝尔之外唯一能提供完整的4/5G通信解决方案的企业，成为全球为数不多的具备核心网设备供应能力的厂商。
- 成长性：**随着5G浪潮下专网更新换代，运营商加大对于网络切片/专网的重视和推进，以及当前国际形势下运营商对于5G供应商的多元化需求，公司的公网/专网两条业务线均有望实现新的突破和成长。

耕耘专网17年，产品覆盖多个领域。公司的专网产品从最早的矿用小灵通开始，经过17年发展，已经突破了单一的煤矿专网市场，产品覆盖了政府、公安、司法、电力、煤矿等多个重要领域。在此基础上，公司利用专网技术突破了智慧城市市场，在去年获得了吐鲁番智慧城市建设6200万元大单。

精准定位，公网业务海外获得突破。公司精准定位，独辟蹊径，避开竞争激烈的国内公网市场，通过海外市场进行突破。公司连续多年获得印度四大运营商之一的BSNL的核心网订单，并且在BSNL核心网订单上份额与华为基本持平。在接入网方面，公司准确定位铜缆市场切入软银供应链，随后公司光纤接入产品份额不断提升，成功稳固了公司在接入网上的市场地位。

专网换代+供应链安全，公专业务同迎机遇期。近来国际形势持续动荡，包括欧盟在内的世界主要地区要求运营商扩大5G设备供应商的多元化程度，公司通信设备依托自身和老牌厂商UTStarcom渠道，是多元化趋势下的优良备选供应商。同时公司专网业务有望受益我国专网由3G直接迈入5G的升级浪潮，结合公司自身5G技术储备，从而实现专网业务的再突破。

投资建议：我们预测公司2020-2022年归母净利润为0.9/1.7/2.7亿元，当前股价对应PE分别为80/42/27倍。基于公司在核心网等业务所具有的稀缺性核心竞争力以及未来业务的高成长性和足够大的市场空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外疫情持续蔓延，公司新技术研发不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	479	424	613	946	1,344
增长率 yoy (%)	82.5	-11.4	44.5	54.3	42.1
归母净利润(百万元)	60	61	89	171	267
增长率 yoy (%)	54.0	1.4	45.1	92.5	56.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.31	0.32	0.46	0.88	1.38
净资产收益率 (%)	13.7	12.1	15.1	22.4	26.0
P/E(倍)	118.0	116.4	80.2	41.7	26.6
P/B(倍)	16.1	14.2	12.0	9.3	6.9

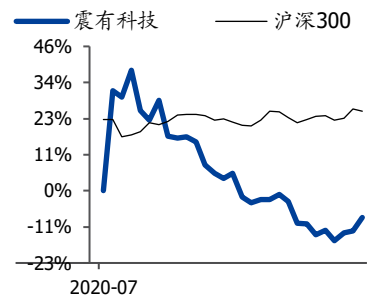
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	通信设备
最新收盘价	38.44
总市值(百万元)	7,442.37
总股本(百万股)	193.61
其中自由流通股(%)	20.37
30日日均成交量(百万股)	3.58

股价走势



作者

分析师宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

分析师黄瀚

执业证书编号：S0680519050002

邮箱：huanghan@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	635	683	1563	2389	3275
现金	190	100	672	1037	1474
应收票据及应收账款	307	406	624	965	1293
其他应收款	11	13	21	31	44
预付账款	11	13	21	31	43
存货	114	144	217	317	414
其他流动资产	2	8	8	8	8
非流动资产	57	64	68	73	78
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	10	14	20	24
无形资产	26	23	23	24	25
其他非流动资产	22	32	30	29	29
资产总计	692	748	1631	2462	3353
流动负债	244	241	987	1647	2271
短期借款	128	100	795	1386	1942
应付票据及应付账款	67	85	127	186	244
其他流动负债	48	57	65	75	85
非流动负债	6	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	5	5	5
负债合计	251	246	992	1652	2276
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	145	145	194	194	194
资本公积	191	191	191	191	191
留存收益	103	164	253	424	691
归属母公司股东权益	440	501	638	809	1076
负债和股东权益	692	748	1631	2462	3353

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-39	-59	-143	-168	-36
净利润	60	61	89	171	267
折旧摊销	7	8	9	12	14
财务费用	9	2	17	41	65
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	-128	-148	-258	-392	-382
其他经营现金流	13	18	0	0	0
投资活动现金流	-5	-30	-12	-17	-19
资本支出	5	31	4	5	5
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-9	-12	-14
筹资活动现金流	92	-4	31	-41	-65
短期借款	13	-29	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	9	0	48	0	0
资本公积增加	79	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8	24	-17	-41	-65
现金净增加额	44	-93	-124	-226	-120

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	479	424	613	946	1344
营业成本	276	188	263	389	533
营业税金及附加	3	4	4	7	10
营业费用	40	48	70	104	141
管理费用	34	44	61	93	124
研发费用	52	67	107	137	188
财务费用	9	2	17	41	65
资产减值损失	-13	-6	6	2	7
其他收益	12	15	14	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	64	66	97	187	291
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	65	66	97	187	291
所得税	5	5	8	16	24
净利润	60	61	89	171	267
少数股东损益	0	0	1	0	0
归属母公司净利润	60	61	89	171	267
EBITDA	74	77	122	239	368
EPS (元/股)	0.31	0.32	0.46	0.88	1.38

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	82.5	-11.4	44.5	54.3	42.1
营业利润 (%)	47.2	3.1	46.9	91.8	55.4
归属母公司净利润 (%)	54.0	1.4	45.1	92.5	56.4
获利能力					
毛利率 (%)	42.3	55.6	57.1	58.9	60.3
净利率 (%)	12.6	14.4	14.5	18.0	19.8
ROE (%)	13.7	12.1	15.1	22.4	26.0
ROIC (%)	10.9	10.5	7.5	9.7	10.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.2	32.9	60.8	67.1	67.9
净负债比率 (%)	-13.4	0.2	21.0	46.0	45.7
流动比率	2.6	2.8	1.6	1.5	1.4
速动比率	2.1	2.2	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	3.8	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.32	0.46	0.88	1.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.20	-0.31	-0.74	-0.87	-0.19
每股净资产 (最新摊薄)	2.27	2.59	3.05	3.93	5.30
估值比率					
P/E	118.0	116.4	80.2	41.7	26.6
P/B	16.1	14.2	12.0	9.3	6.9
EV/EBITDA	95.0	91.9	59.4	31.2	20.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、投资要点	4
二、公网专网并进，随通信浪潮起舞	5
三、双轨并进，同时享有 5G 与基础通信网建设空间	10
四、专网建设迎来爆发期，公司业务厚积薄发	14
五、精准研发定位，后来居上确立技术壁垒	15
六、多重因素共振，打开新成长边际	19
七、盈利预测和估值	21
八、风险提示	22

图表目录

图表 1: 震有科技发展历程	5
图表 2: 震有科技股权结构图	6
图表 3: 通信网络组成部分	6
图表 4: 公司核心网络系统业务营收及增长率 (单位: 万元)	7
图表 5: 公司集中式局端系统业务营收及增长率 (单位: 万元)	7
图表 6: 公司指挥调度系统业务营收及增长率 (单位: 万元)	8
图表 7: 公司技术与维保服务业务营收及增长率 (单位: 万元)	8
图表 8: 公司营业收入及增长率 (单位: 万元)	9
图表 9: 公司主营业务毛利率 (%)	9
图表 10: 公司与可比公司综合毛利率对比 (%)	10
图表 11: 全球互联网渗透率	10
图表 12: 全球 5G 设备规模估值和预测 (百万美元) (2020 以后为预测)	11
图表 13: 印度互联网渗透率 (%)	11
图表 14: RelianceJio 投资者统计 (单位: 百万美元)	12
图表 15: 印度固网通信市场市占率 (截止 2019 年底)	12
图表 16: 印度移动通信市场市占率 (截止 2019 年底)	12
图表 17: 公司截止 2019 年底核心网项目	13
图表 18: 日本三大运营商资本支出对比 (百万人民币)	13
图表 19: 我国专网通信市场规模 (单位: 亿元)	14
图表 20: 公司智慧城市解决方案	15
图表 21: 通信网络架构	16
图表 22: 2019Q3 全球核心网市场占有率	16
图表 23: 公司核心网产品与华为, 中兴的数据比较	17
图表 24: 2019Q3 全球接入网市场占有率	17
图表 25: 公司光纤接入网设备占比 (%)	18
图表 26: 专网行业格局	19
图表 27: 公司与上海瀚讯和辰安科技专网设备收入规模对比 (单位: 万元)	19
图表 28: 欧盟成员国关于 5G 供应商多样性的评估	20
图表 29: 公司在研及预研 5G 项目	20
图表 30: 5G 专网主要应用场景	21
图表 31: 垂直行业对 4/5G 专网的需求数量	21
图表 32: 盈利预测 (单位: 百万元)	22
图表 33: 可比公司估值	22

一、投资要点

核心竞争力突出：公司以核心网设备为业务基础，而核心网作为通信行业内技术门槛最高的业务之一，行业门槛较高。公司核心人员来自各大知名无线设备厂商，有深厚的业务储备和行业积累，经过十余年积累，底层技术扎实，上层行业应用场景逐步丰富，在国内竞争力显著。

行业空间广阔，与巨头共舞也会有一席之地：公网的核心网接入网设备行业规模巨大，历经数十年沉淀，留下了诸如华为、中兴、爱立信、诺基亚等巨头厂商。专网有望在 5G 时期迎来大发展。5G 所定义的网络切片，对于运营商赋能网络，提升管道价值有重要意义。如我们之前在物联网报告中所提及的，5G 的应用赋能，更多集中在产业和工业上，网络切片所应用到的各个行业专网将极大地放大 5G 的应用价值，同时为运营商和设备商带来新变革。

物以稀为贵，如何理解估值：市场目前对于硬件的通信设备厂商普遍给予 30-40 倍左右的 PE。而大部分的通信设备厂商经营规模大，业务覆盖面广：导致业务成长性降低，同时业务的稀缺性分散。所以我们认为公司所拥有的诸如核心网等稀缺能力，以及未来足够大的成长空间理应给予更高的估值水平。

区别于市场的观点：

市场对公司的技术实力认识不足。市场认为，公司目前的通信设备仅仅运用于印度，菲律宾等发展中国家，技术实力较主流供应商较差。我们认为，公司虽然主要市场集中于印度，菲律宾等国，但是运营商对于供应商产品质量的审查并不会随着国家不同而出现过大的差异，并且公司在印度四大运营商之一的 BSNL 项目中，与华为的份额基本相同（公司为 45%，华为为 55%）。同时，根据公司招股书显示，公司的核心网设备在主要参数上均与中兴，华为持平，凸显了公司的技术实力。

市场对公司的成长空间认识不足。市场认为，通信市场呈现明显的市场集中化效应，华为，中兴，诺基亚，爱立信四大巨头占据并将持续占据通信设备市场。我们认为，当下的世界局势错综复杂，运营商有扩大供应商数量，以此来加强供应链安全的需求。在此形式下，公司作为国内除中兴，华为，诺基亚贝尔之外唯一能够提供完整的 4/5G 通信解决方案的公司，结合公司拥有的 UTStarcom 渠道，有望入围更多的运营商供应体系，在国内外的专网、公网等领域有所斩获。

关键假设：

- （1）5G 专网有望迎来新的发展机遇，运营商在各个行业积极部署专网。
- （2）伴随 5G 商用，数据量以及接入方数大幅增长（大带宽/广连接），底层网络设施技术门槛进一步提升，公司价值进一步体现。
- （3）Option1：海外公网迎来发展机会，公司有望进入亚洲、欧洲、南美、非洲等公网核心网/接入网设备的供应商体系。
- （4）Option2：国内的卫星通信等专业性网络设施领域，公司有望进一步突破，在专业/涉军涉密领域与国内巨头齐头并进。

投资风险：

- （1）海外疫情持续蔓延。
- （2）公司新技术研发不达预期。

二、公网专网并进，随通信浪潮起舞

震有科技是专业从事通信网络设备及技术解决方案的综合通信系统供应商，致力于为电信运营商、政府、电力、煤矿等多个行业的部门及企业提供通信系统设备的研发、设计和销售，并为客户提供专业完善的定制化通信技术解决方案。公司的业务范围涵盖公网通信领域和专网通信领域的核心层、汇聚层及接入层等各个通信网络层次。公司公网通信主要是由电信运营商进行统一的网络建设、运营维护和用户管理，并为社会公众用户提供个人通信服务，终端客户主要为电信运营商，包括印度国有电信(BSNL)、印度 TATA、日本软银(Softbank)、菲律宾长途电话公司(PLDT)、意大利 Tiscali、英国泽西电信(JT)、中国电信、中国联通等。专网通信是在公网通信不能满足各行业特殊应用的情况下，为行业系统内部的生产组织、指挥调度及管理等特殊通信需求而建设，公司专网通信客户覆盖的领域主要为政府、电力、煤矿等行业。

公网专网双驱动，震有科技成为面向全球的通信设备及解决方案的综合供应商。经过十余年的技术研发及经验积累，公司的产品应用已经从专网市场扩大到公网领域，市场从国内扩大到海外，进入亚太，欧洲、南美等 30 多个国家和地区，保有量超过 2000 万用户线。公司产品线丰富，应用领域广泛，与单一产品供应商相比，公司受制于特定行业投资重点的变化影响相对较小，收入来源增长稳定。公司定位于通信系统设备及技术解决方案供应商，通过较强的自主研发能力、丰富的项目开发经验、及良好的品牌形象，突破了该领域供应商存在的覆盖地域小、服务行业窄、自主研发能力弱的瓶颈，初步实现了公网市场和专网市场协同发展的良好态势。

图表 1: 震有科技发展历程

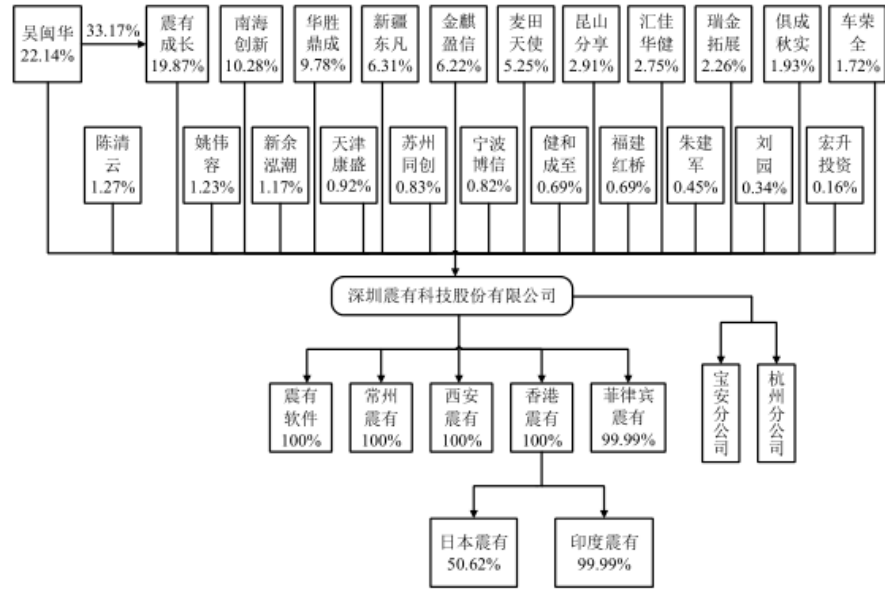
时间	事件
2005	深圳市双馨科技有限公司成立
2006	更名为深圳市震有科技有限公司，开始自主研发通信设备
2007	发布移动软交换 NC8000，将小灵通从公网移植到煤矿井下专网，属业界首创
2008	发布软交换 NC5200，成为 UTStarcom、大唐电信、大唐移动、中兴网信等多家通信巨头的合作伙伴
2009	荣获“国家级高新技术企业”认证
2010	发布垃圾短信拦截网关 SPM，稳定运行于全国七号信令网的最高端
2011	发布基于 TD-SCDMA 的小型化核心网 NC5200-MSC，为专网提供 3G 接入解决方案
2012	发布光传输交换一体化产品 NC5200D/E，为边防、电力等行业提供新一代光电多业务综合接入解决方案
2013	收购 UTStarcom 的 NGN 系列产品线
2014	海外市场取得突破，承担印度 BSNL 运营商八个邦的语音接入和宽带接入建设；承建菲律宾 PLDT 运营商 NGN 核心网地理容灾项目
2015	完成股份制改造，更名为“深圳震有科技股份有限公司”；服务日本软银(SoftBank)，承接其接入网升级迁移
2016	承建印度 BSNL 运营商全国信令网、IMS 核心网、500 万线接入网新建项目
2017	承建的印度国有电信公司(BSNL)的信令网 SSTP 项目和 IMS 核心网项目，已具备大型海外项目的交付能力
2018	BSNL 接入网三期项目顺利交付，承建大连庄河智慧城市运营指挥中心项目
2019	核心网中标天通一号项目；指挥调度成功应用于 70 周年阅兵；
2020	中标联通 5G 接入型光传送设备；中标日本软银 5G 时钟；7 月 22 日科创板正式挂牌

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

股权结构较集中，董事长吴闽华是公司控股股东及实际控制人。吴闽华直接持股比例高达 22.14%，且通过震有成长间接持股 19.87%，合计控制 42.01% 公司股份。此外，南海创新、华胜鼎成、新疆东凡、金麒麟盈信、麦田天使分别持有公司 10.28%、9.78%、

6.31%、6.22%、5.25%的股份。

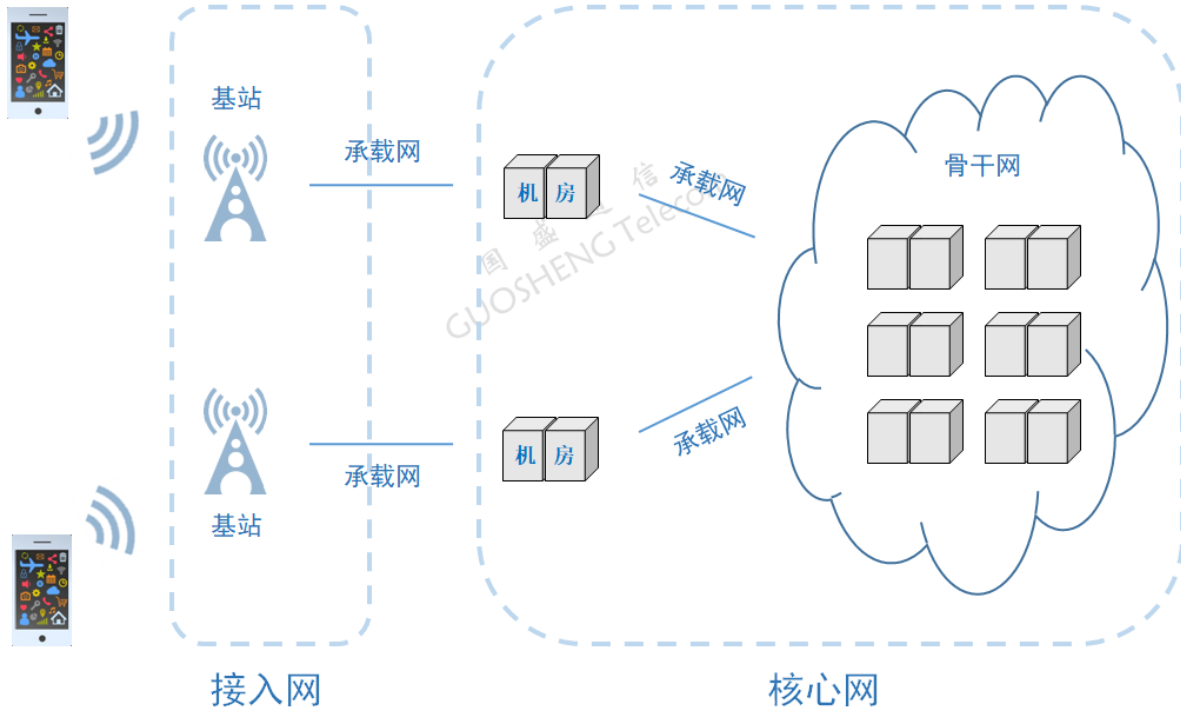
图表 2: 震有科技股权结构图



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

核心网作为整个通信网络系统的控制部分, 相当于人体的大脑和神经, 负责用户认证、呼叫、路由、计费等所有控制功能。核心网产品系列相对较多, 从最早 2G 的移动交换中心 (只有语音和短信业务) 到 4G 后期运营商通过建设 IMS 来部署 VoLTE 网络, 使得用户端进行语音通话时不再需要回落到 2G/3G 网络, 等待时间降低, 用户体验得到大幅提升。

图表 3: 通信网络组成部分

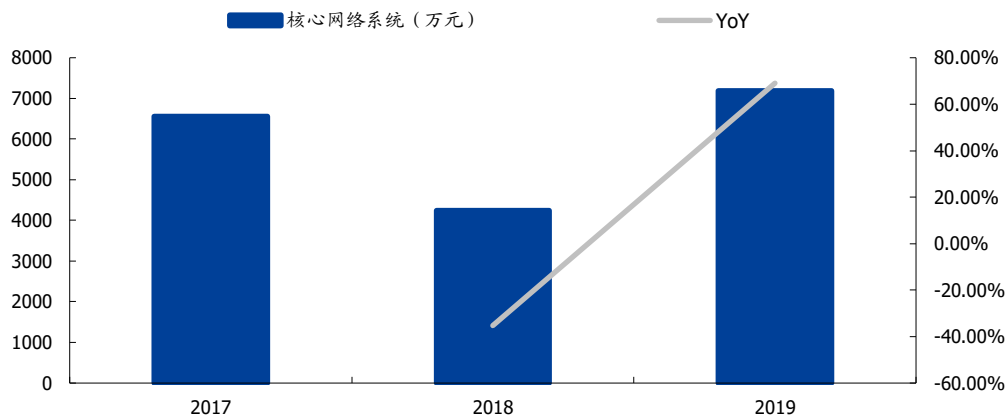


资料来源: 国盛证券研究所整理

公司提供全系列电信级、大容量的核心网系统方案，包括 4G/5G 数据核心网、4G VoLTE/5G IMS 话音核心网、融合信令网 STP 等。从产品方案的完整性角度看，在国内只有华为、中兴、诺基亚贝尔以及公司能够提供上述全系列核心网产品，其他国内厂商一般只提供部分电信级产品或者小容量、用于企业专网市场的产品。

公司核心网络系统 2017 年度收入较高，主要原因系公司承接了 UTStarcom 的 BSNL 三期核心网项目，该项目收入占 2017 年公司该产品收入的 95.21%。

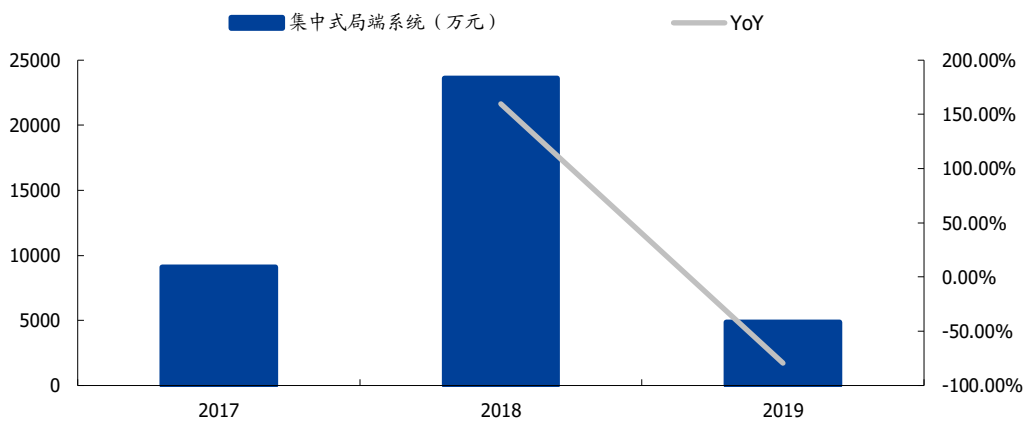
图表 4: 公司核心网络系统业务营收及增长率 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司集中式局端系统 2018 年度收入较高，同比增长 159.69%，主要原因系公司承接了 UTStarcom 的 BSNL 三期接入网项目，该项目收入占 2018 年公司该产品收入的 80.76%。

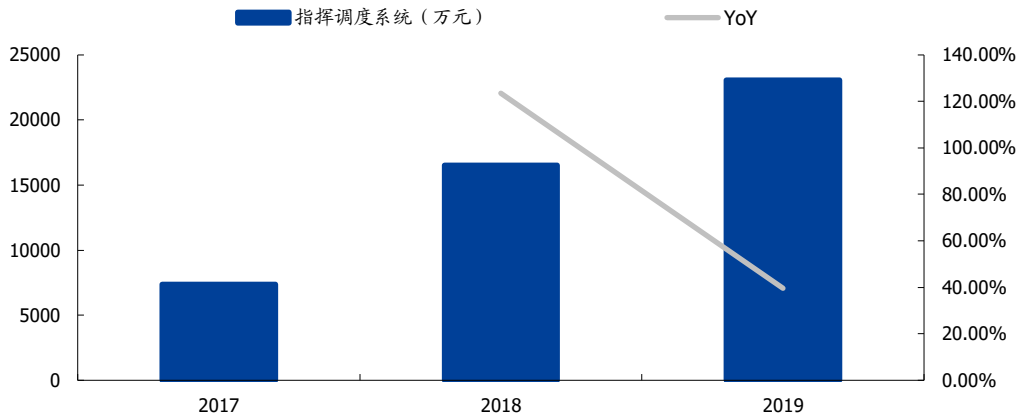
图表 5: 公司集中式局端系统业务营收及增长率 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司指挥调度系统收入 2018 和 2019 年度大幅增长，同比增长 123.53%，主要系公司承建了大连庄河市和吐鲁番等城市的智慧城市建设项目以及电力等专网客户的产品更新升级项目。

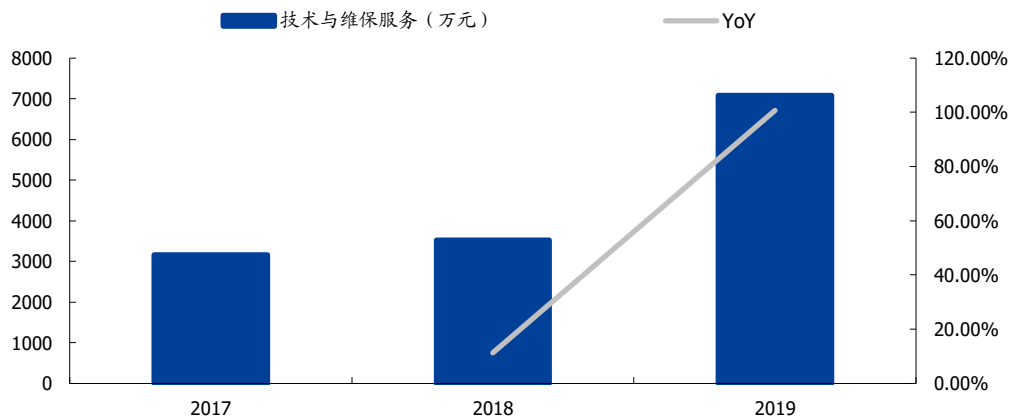
图表6: 公司指挥调度系统业务营收及增长率(单位: 万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司技术与维保服务保持稳定增长, 2019年同比增长100.71%。该业务主要为客户提供技术支持、系统优化服务、保外的维护及检修等服务。2017-2018年该业务收入较为稳定, 主要系与日本软银公司和菲律宾长途电话公司提供的维保服务项目服务在按维保服务期限正常确认收入, 收入波动不大; 2019年收入较2018年增幅较大主要系印度塔塔电信服务有限公司(TTL)核心网项目第一期安装调试和操作维护部分在2019年开始确认收入; 同时BSNL三期接入网项目和核心网项目的操作维护服务也相继在2019年开始确认收入; 同时新增与智慧足迹数据科技有限公司开展的技术开发支撑合作服务项目。

图表7: 公司技术与维保服务业务营收及增长率(单位: 万元)

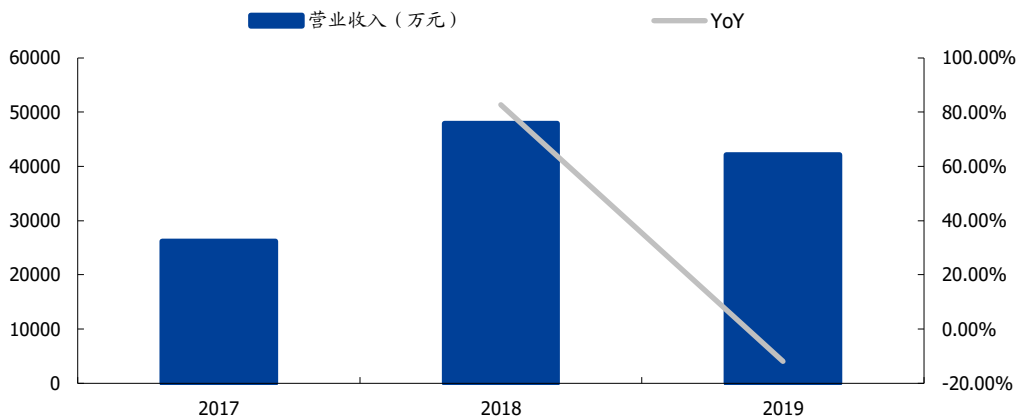


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

BSNL业务逐渐恢复正轨, 未来各项业务收入趋势乐观。公司营业收入2018年4.79亿元, 同比增长82.74%, 2019年营业收入4.22亿元, 同比减少11.89%。2019年公司对UTStarcom销售占比下降, 主要原因为: 2018年公司与UTStarcom合作承接了印度BSNL三期网络建设项目。印度的电信运营商市场近年来竞争加剧, 印度政府出于整体战略考虑于2019年启动了印度的两大国有电信运营商BSNL和MTNL的业务重组复兴计划, 受印度政治因素影响, 重组计划的审批决策有所耽搁, 也一定程度上影响了BSNL的业务开展及重要资金投入。2019年10月, 印度政府发布官方声明正式批准该重组复兴计划并开始实施, BSNL的业务也恢复正轨, 已收到部分订单并发货。且公司积极开

拓新的市场和客户，单个大项目收入占公司总体收入的比重呈下降趋势，预计未来收入仍有所增长。

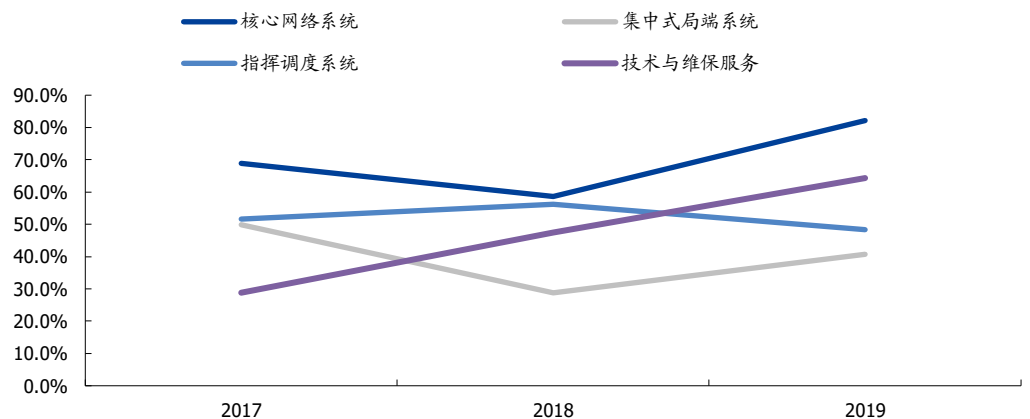
图表 8: 公司营业收入及增长率 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产品结构提升，议价能力增强，毛利率近几年波动后上升。从业务上看，核心网络系统和指挥调度系统毛利率较高。核心网络系统 2017/18/19 年毛利率分别为 68.8%、58.6% 和 82.1%。指挥调度系统 2017/18/19 年毛利率分别为 51.6%、56.2% 和 48.4%。从趋势上看，核心网络系统和集中式局端系统在 2018 年均有所下滑，主要原因是公司承接了 UTStarcom 的 BSNL 三期网络建设项目，项目成熟，毛利率低。2019 年公司新业务产品结构原因，毛利率提升。指挥调度系统产品定制化程度较高，公司议价能力较强，近几年毛利率相对稳定。技术与维保服务的毛利率稳步上升，主要原因系随着公司产品的不断成熟，公司产品稳定性不断增强，成本不断下降。

图表 9: 公司主营业务毛利率 (%)

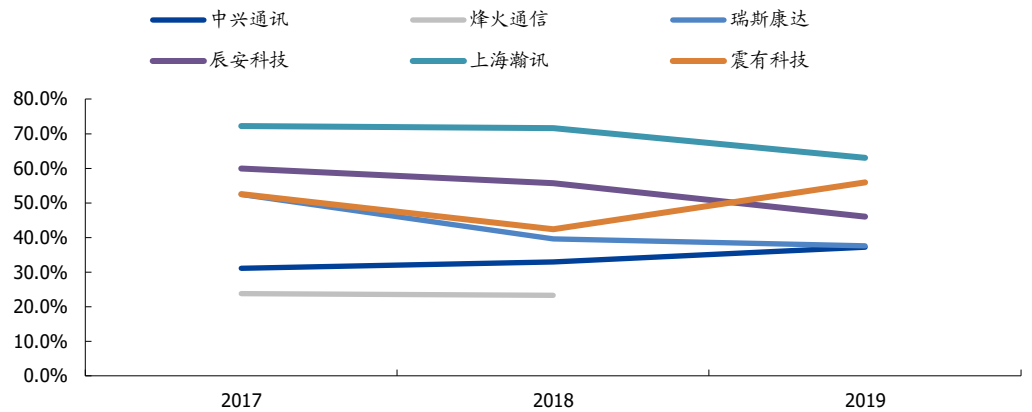


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合考虑四大业务，公司 2017/18/19 年综合毛利率分别为 52.5%/42.4%/55.9%，略高于可比公司均值，该差异主要由业务属性和产品类型差异所致。除了集中式局端接入产品和传输产品外，公司还为客户提供毛利率较高的核心网络系统和指挥调度系统。公司毛利率总体略低于辰安科技和上海瀚讯，主要系辰安科技的主营业务为公共安全应急平台软件和装备的研发和制造，上海瀚讯的主营业务为向军方和铁路等行业提供专网通讯

的整体解决方案，该类产品的毛利率较高，公司的同类产品在营业收入中的占比低于上述两家可比公司。

图表 10: 公司与可比公司综合毛利率对比 (%)

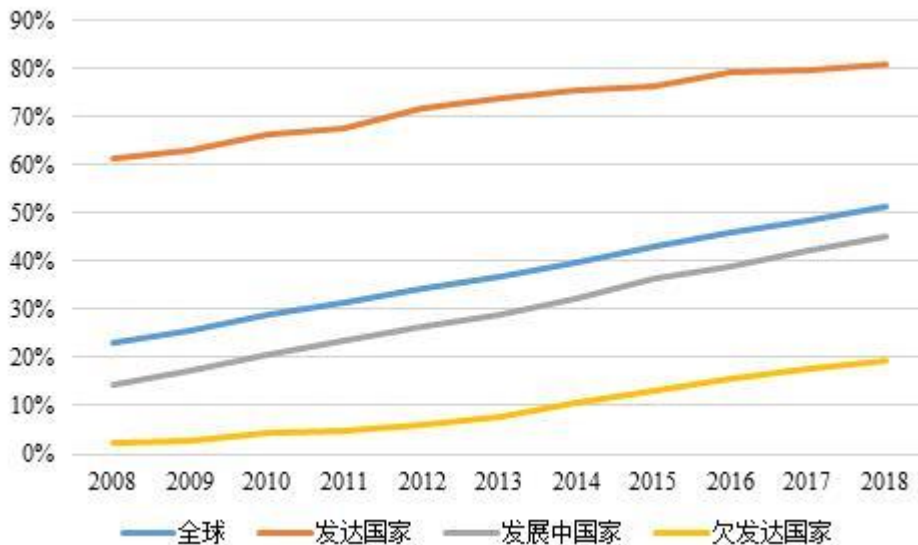


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、双轨并进，同时享有 5G 与基础通信网建设空间

5G 火热难掩基础通信网建设需求。虽然以中国为代表的 5G 领先梯队的 5G 网络已经商用，但是发展和欠发达国家的基础通信网络设施市场，仍然具有广阔的空间。根据国际电信联盟 (ITU) 发布的数据，目前全球约有超过一半的人口仍未使用互联网，截至 2018 年末，全球互联网渗透率仅为 51.2%，其中发达国家的互联网渗透率达到 80.9%，发展中国家互联网渗透率为 45.3%，而欠发达国家的互联网渗透率仅为 19.5%。相比于发达国家，在网络渗透率的增长速度上，发展中国家和欠发达国家速度更快，拥有更多的想象空间。

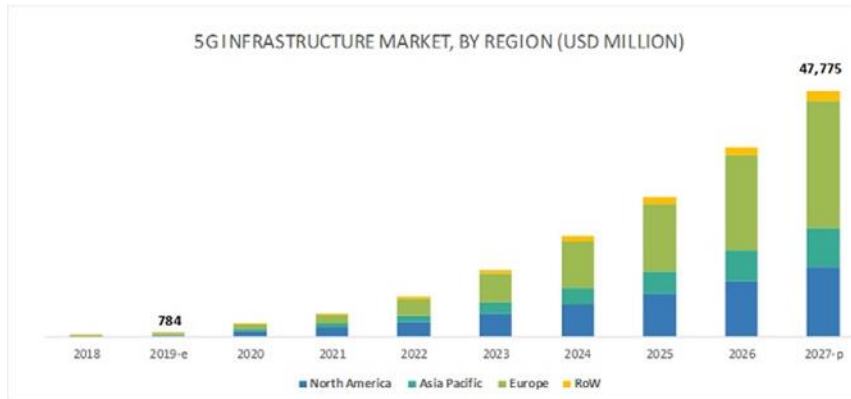
图表 11: 全球互联网渗透率



资料来源: ITU, 国盛证券研究所

疫情缓和，海外 5G 建设有望重新加速。北美方面美国白宫在 8 月中旬开放了部分频率波段以供电信运营商用于 5G 建设和使用，力求迅速扩大国内 5G 网络覆盖率；欧洲方面法国计划在 9 月份重启原定于 4 月份的 5G 频谱拍卖，希望在年底前能完成国内的 5G 网络部署；南美方面巴西副总统已经明确表态，会鼓励电信运营商和华为展开合作，并增加在 5G 应用建设上的投资。上半年疫情的影响丝毫不减全球 5G 市场规模扩大的冲劲，海外 5G 建设正在迅速恢复。

图表 12: 全球 5G 设备规模估值和预测 (百万美元) (2020 以后为预测)

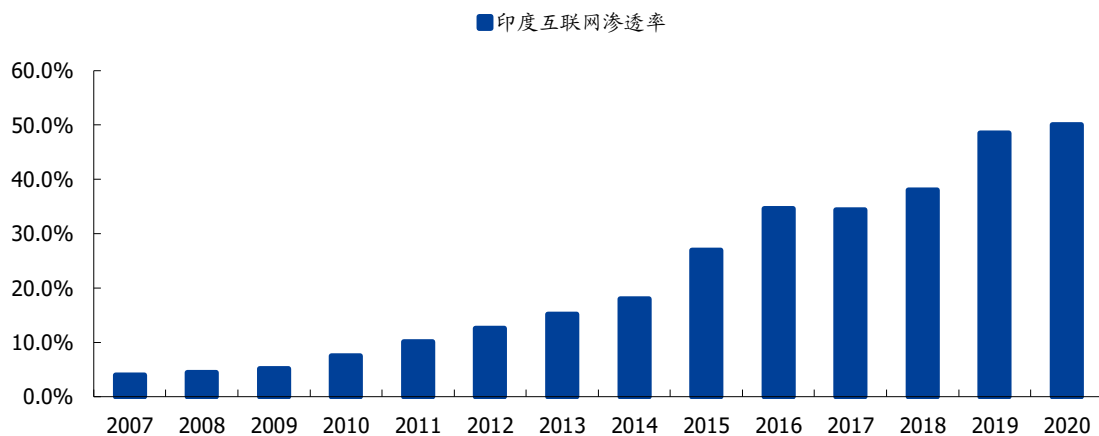


资料来源: Markets and Markets, 国盛证券研究所

双轨并举，公司业务同时覆盖发展中国家与发达国家。根据公司公告显示，公司海外公网客户主要集中在印度、日本、菲律宾、欧洲等地，我们将以印度和日本为例，分析公司在发展中国家和发达国家的业务空间。

印度市场：印度电信市场是世界上电信行业增长最快的国家之一。根据印度电信局发布的数据，截止 2017 年 5 月，印度的电信用户总人数已经到达 12.50 亿人，用户增长率也在不断提高。同时，根据 India Brand Equity Foundation 发布的数据，印度的互联网渗透率，从 2007 年的 4% 增长到了 2020 年的 50%。

图表 13: 印度互联网渗透率 (%)



资料来源: India Brand Equity Foundation, 国盛证券研究所

但与耀眼的增长速度形成对比的是，印度的通信网覆盖率依然较低。与同为发展中大国

的中国相比，印度的通信网络覆盖率仍然有较大差距，与美国相比，差距则更加巨大，这也为印度未来的电信市场发展空间奠定了扎实的基础。

RelianceJio快速扩张，推动印度电信市场再加速。作为印度最大的电信运营商，Reliance Jio 在今年三个月内收到了来自脸书、谷歌和银湖等科技巨头和私募龙头的共 200 亿美元注资，体现出科技巨头对印度市场的看好，通过切入电信运营商来打开各自进军印度市场的突破口，也代表印度电信市场拥有巨大的开拓潜力。

图表 14: RelianceJio 投资者统计 (单位: 百万美元)

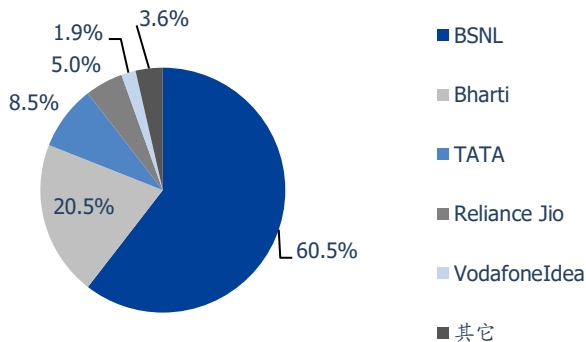
Investors in Jio Platforms		
Investor	stake	Million
FACEBOOK	9.90%	5,700.00
SILVER LAKE	2.10%	1,338.00
VISTA	2.32%	1,500.00
GENERAL ATLANTIC	1.34%	873.00
KKR	2.32%	1,500.00
MUBADALA	1.85%	1,200.00
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	1.16%	750.00
TPG	0.93%	600.00
L CATTERTON	0.39%	250.00
PUBLIC INVESTMENT FUND OF SAUDI ARABIA	2.32%	1,500.00
INTEL	0.39%	253.50
QUALCOMM	0.15%	97.10
GOOGLE	7.73%	4,500.00
RELIANCE INDUSTRIES LIMITED(OWNER)	67.10%	

资料来源: CI14, 国盛证券研究所

公司印度项目：紧抱印度通讯四巨头之一的 BSNL

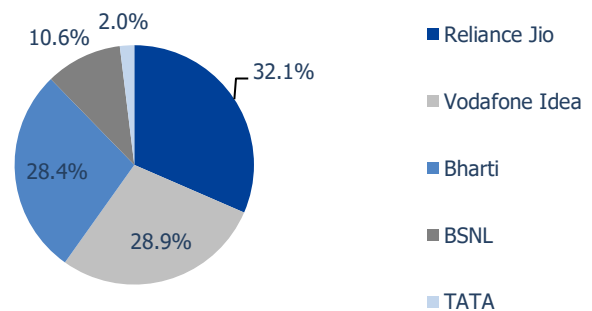
公司在印度电信市场有着多年的经营经验，公司与印度第三大通信公司 BSNL 有着良好的合作关系，印度电信市场是明显的龙头市场，大部分市场份额由四家电信公司垄断。分别是：沃达丰 Idea (Vodafone Idea)、巴帝电信 (Bharti)、信实吉优通信 (印度 Reliance Jio) 和印度国有电信 (BSNL)。四家公司之间的竞争依旧非常激烈，因此，各家对于扩建自身建设网络的投资也在不断加大。

图表 15: 印度固网通信市场市占率 (截止 2019 年底)



资料来源: 印度电信局, 国盛证券研究所

图表 16: 印度移动通信市场市占率 (截止 2019 年底)



资料来源: 印度电信局, 国盛证券研究所

公司于 BSNL 的合作始于 2014 年，2014 年至 2015 年，公司与 UTStarcom 合作承接了印度国有电信 BSNL 网络建设项目，主要承接项目为核心网建设相关内容。2019 年由于

BSNL 业务重组导致第三期项目暂停，根据公司招股说明书披露，目前第三期项目已经正常执行，同时 UTStarcom 已经中标 BSNL 的第四期项目，根据以往惯例，公司预计第二第三季度可以收到第四期项目相关订单。除了印度 BSNL 之外，公司也与其他发展中国家客户建立了良好的合作关系，包括了印度塔塔电信，菲律宾长途电话公司等等。

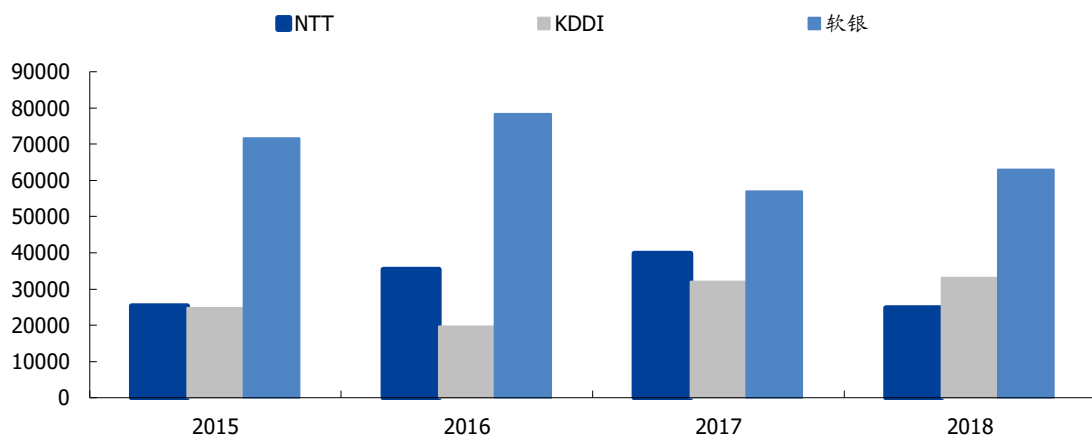
图表 17: 公司截止 2019 年底核心网项目

项目简介	签订时间	项目金额(万元) (含税)
中国移动自主卫星移动通信系统后续星建设项目 (核心网部分)	2019.12.16	8,594.03
PLDT 8 位升级扩容项目	2018.2.1	PHP3,436.84
PLDT 8 位升级扩容项目	2019.12.18	PHP716.80
印度塔塔电信服务公司(TTL) 核心网项目第一期设备部分	2018.9.25	USD 47.68
印度塔塔电信服务公司(TTL) 核心网项目第一期设备部分	2019.8.9	USD 73.56
印度塔塔电信服务公司(TTL) 核心网项目第一期设备部分	2018.10.16	USD 103.47
烽火通信 IMS 系统功能开发技术项目	2017.11.6	177.93
印度国有电信(BSNL) NGN C5 项目标包 1 (LIS 部分)	2017.12.15	USD 338.20
印度国有电信(BSNL) NGN C5 项目标包 1 (LIS 部分)	2017.12.15	USD 51.87
迪拜 circuit Core&STP 项目	2018.3.23	USD 97.46
印度国有电信(BSNL) SSTP 项目	2017.6.26	USD 566.36
印度国有电信(BSNL) NGN C5 项目标包 1 (核心网部分)	2017.9.19	354.09

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

日本市场: 日本电信市场是发达国家电信市场的一个缩影。日本电信市场起步较早，经过二战后几十年的发展，已经形成了充分竞争的市场格局。在 2009 年，日本的家庭宽带覆盖率已经达到了 98.6%。日本目前的电信运营商呈现出三足鼎立格局，三家分别为 NTT 集团 (包括 NTT Docomo)，KDDI 和 Softbank。NTT 和 KDDI 是技术驱动型，而 Softbank 是业务驱动型，Softbank 在资本开支、净利润等经营指标方面比例持续提高。

图表 18: 日本三大运营商资本支出对比 (百万人民币)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司日本业务: 布局软硬接入层与运维服务。与通过 UTStarcom 进行合作来获得订单的印度市场不同，公司与日本软银的业务合作是公司独立承接的业务。公司通过 Uniadex, Japan Satellite Communications 等系统集成商向 Softbank 提供接入网设备，取得了 Uniadex 接入网系统对外采购约 20%的份额；并直接与 Softbank 合作，为其提供接入网

配套技术与维保服务。除了日本软银之外，公司也拥有意大利 Tiscali、英国泽西岛电信 (JT) 等发达国家客户。

国内市场: 国内的通信市场近年来集中化趋势较为明显, 公司在国内市场由于起步较晚, 因此市场占有率较低, 公司近年通过不断提高产品品质, 在国内的运营商市场取得了两项重大突破。

1. 公司与中国电信集团卫星通信有限公司通过竞争性谈判获得“天通一号”项目核心网建设的合同。天通一号是我国自主研发的首套卫星移动通信系统, 为中国及周边、中东、非洲等相关地区, 以及太平洋、印度洋大部分海域的用户提供全天候、全天时、稳定可靠移动通信服务。

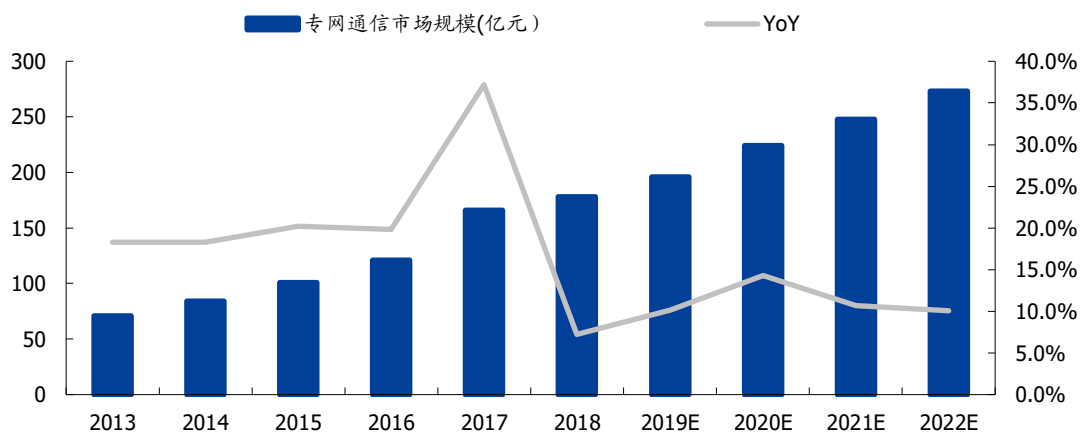
公司负责“天通一号”核心网系统研制, 除提供核心网常规的语音、数据、短信、传真功能外, 还承担了包括卫星物联网业务等在内的定制开发工作。公司提供的设备包括归属位置寄存器、数据域、电路域、短信中心、计费网关、网管等全套核心网络系统。

2. 公司在 2019 年通过公开招投标, 成功中标国联通北京分公司通信基站配套 CPRI 接口复用设备产品式集采项目, 为中国联通北京分公司提供 CP4000C 系列无源波分设备, 用于 4G RRU 和 BBU 之间的信号传输。

四、专网建设迎来爆发期, 公司业务厚积薄发

我国专网市场近年来随着我国经济快速发展带来的大型活动增加而迅速发展。专网设备主要包括调度系统、信息传输网络所需交换设备、无线基站、无线接收终端等。专用通信网作为电信公用通讯网的一种补充, 它是为满足其自身进行安全生产、抢险救灾、调度指挥等需要所建设的通信网络。根据前瞻产业研究院发布的数据显示, 预计未来几年我国专网通信行业的市场规模将保持在 10% 左右的速度增长, 到 2022 年市场规模将达到 273 亿元。

图表 19: 我国专网通信市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

专网市场目前主要分为两大类应用场景, 第一类为指挥调度系统, 主要包括: 电力指挥调度系统、军事指挥调度系统、交通指挥调度系统、应急指挥调度系统以及工业企业的生产调度系统等。随着指挥调度通信设备应用领域的不断加大, 各领域客户作业分工不

断细化、组织层级不断增加、设计规划不断完善，对指挥调度通信系统的需求将会迅速增加。

专网的第二类应用主要为智慧城市业务，智慧城市业务是传统专网通信的升级版，通过信息技术，将城市的系统和服务打通、集成，以支撑治理体系的提升和治理能力的现代化。通过汇聚政府数据和社会数据形成城市大数据，以跨域的数据融合分析实现对城市运行状态的全面感知和态势预测，从而快速掌握城市运行状态。同时，对应急指挥提供信息支撑，作为重大应急事件的指挥场所，形成“平战结合”的新型智慧城市运行管理模式。

公司以专网业务起家，具有深厚积累。公司成立之初，就通过自主研发移动软交换设备进军煤矿通信市场。此后，公司的专网业务逐渐拓展到政府、公安、司法、电力、煤矿等多个重要领域，避免了单一行业专网通信企业的高波动性。截止目前，公司系列产品已经获得了17项《电信设备进网许可证》、1项《信息系统集成及服务资质（二级）》、1项《全国工业产品生产许可证》、1项《电力专用通信设备进网许可证》、31项《矿用产品安全标志证书》、22项《防爆合格证》及其他相关资质证书。

同时，公司积极顺应智慧城市发展潮流，在成熟的专网技术之上推出了智慧城市运行智慧中心解决方案，公司的智慧城市运行指挥中心解决方案集城市运行管理、运营监控、指挥调度、协同办公、辅助决策、民生服务于一体，实现城市信息共享融合、互联互通和业务协调。公司于2019年成功中标吐鲁番智慧城市项目，项目金额高达6273万元。

图表 20: 公司智慧城市解决方案



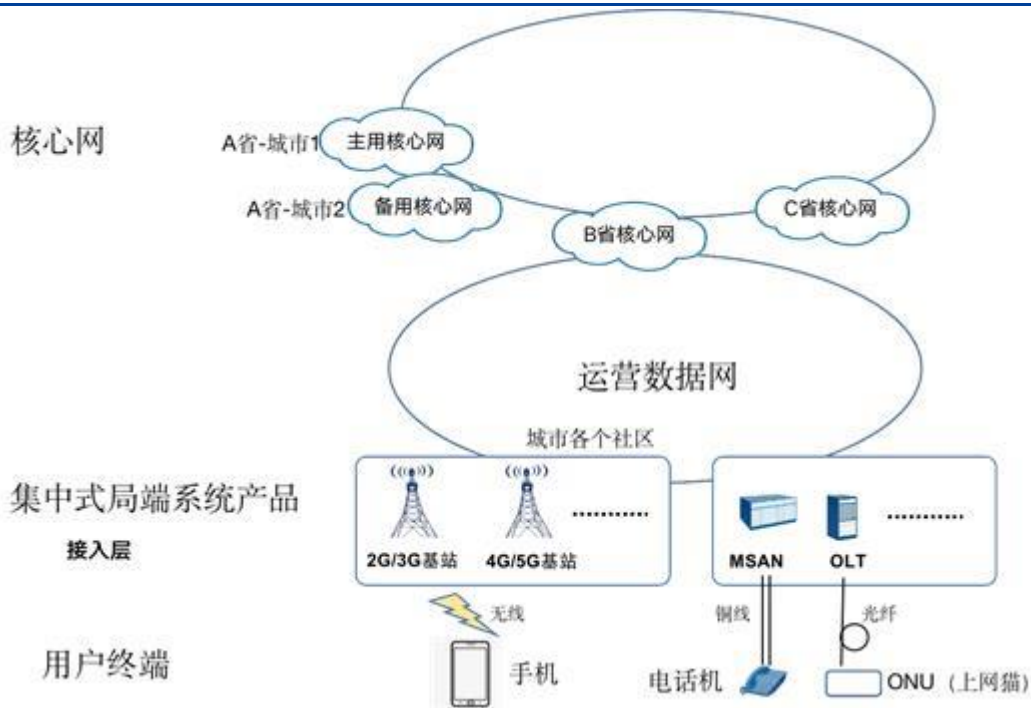
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

五、精准研发定位，后来居上确立技术壁垒。

在公网领域，网络架构共分为三层，核心网作为整个通信网络系统的控制部分，相当于人体的大脑和神经，负责用户认证、呼叫、路由、计费等所有控制功能。汇聚层是网络接入层和核心层的“中介”，就是在工作站接入核心层前先做汇聚，以减轻核心层设备的负荷。汇聚层具有实施策略、安全、工作组接入、虚拟局域网（VLAN）之间的路由、源地址或目的地址过滤等多种功能。接入层是指骨干网络到用户终端之间的所有设备，宽带接入网已成为当前主流的网络接入技术，其接入方式主要可以分为有线宽带接入与无

线宽带接入。

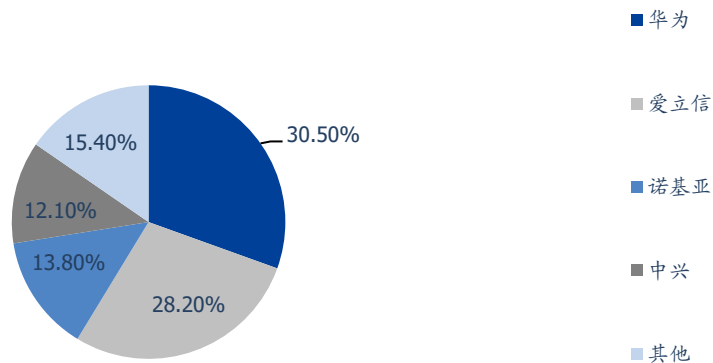
图表 21: 通信网络架构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

核心网是通信网络的“管理中枢”，所蕴涵的技术最多，开发难度也最大。目前，主流的市场份额集中于全球前几大通信设备制造商，包括了华为，爱立信，诺基亚，中兴，四家共占据了 85% 的市场份额。

图表 22: 2019Q3 全球核心网市场占有率



资料来源: Dell' Oro Group, 国盛证券研究所

紧抓发展中国家市场，实现核心层突破。公司作为较晚进入该行业的企业，在市场份额、公司规模、资金实力等方面均不具备优势。同时，在我国及发达国家这类通信网络建设完善，运营商准入门槛高的市场，项目招投标时对供应商的市场份额与知名度、投入的技术人员与资金等方面要求较高，公司不具备竞争优势。因此，公司另辟蹊径，精准定位于印度等发展中国家，实现了自身核心层设备的部署。

公司在印度 BSNL 核心网的建设中，与华为分别取得了 45%和 55%的份额，而在 TATA 的核心网建设中，公司则作为全网核心网产品的唯一供应商，对 TATA 电信的核心网进行升级换代。

值得注意的是，转战发展中国家并不代表公司的技术存在劣势或者缺陷。公司是国内除了华为，中兴，诺基亚贝尔之外唯一能够提供包括 4G/5G 数据核心网、4G VoLTE/5G IMS 语音核心网、融合信令网 STP 等在内的全系列电信级、大容量的核心网系统方案的厂商。同时，与华为与中兴相比，公司的核心网产品现有技术水平，均处于同一水平。

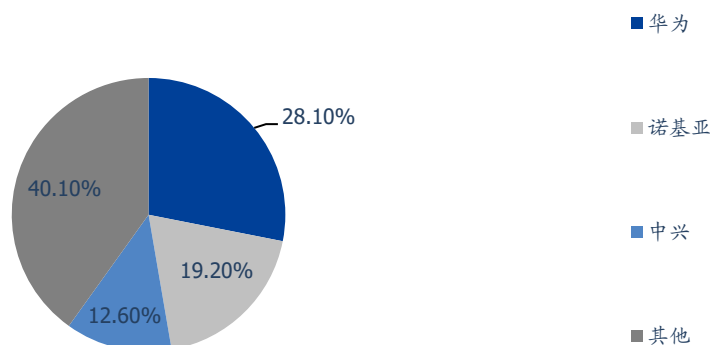
图表 23: 公司核心网产品与华为，中兴的数据比较

	华为	中兴	震有科技
支持用户数量	500 万-1,500 万	500 万-1,500 万	500 万-1,500 万
系统可靠性	99.999%	99.999%	99.999%
支持通信协议	支持 ISDN、PRI、SS7、FXS/FXO、SIP、H.323、MGCP、H.248 等接口	支持 ISDN、PRI、SS7、FXS/FXO、SIP、H.323、MGCP、H.248	支持 ISDN、PRI、SS7、QSIG、FXS/FXO、SIP、H.323、MGCP、H.248、磁石、电台、EM 等接口
单服务器转发性能	未公开披露	60Gbps（通用服务器架构），180Gbps（专用 FPGA 网卡架构）	40Gbps-60Gbps（通用服务器架构），100Gbps-200Gbps（智能网卡架构）
平均转发延时	未公开披露	100us（通用服务器架构），10us（专用 FPGA 网卡架构）	100us（通用服务器架构），10us（智能网卡架构）
并发会话数	大于 400 万	大于 400 万	大于 400 万
是否实现软硬件解耦	没有实现完全解耦，部分专有设备依赖国外语音 DSP 芯片	没有实现完全解耦，部分专有设备依赖国外语音 DSP 芯片	实现了软硬件解耦，兼容性较高，云化 DSP 技术降低了对国外语音 DSP 芯片的依赖

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

与核心网相比，不同国家在接入技术的发展程度不同，其主流接入方式存在差异，因此全球接入网市场的集中度相比较于核心网市场集中度较低，虽然总体上仍然呈现出华为，诺基亚，中兴三足鼎立的格局，但是巨头的总份额从 86%下降到了 60%。

图表 24: 2019Q3 全球接入网市场占有率

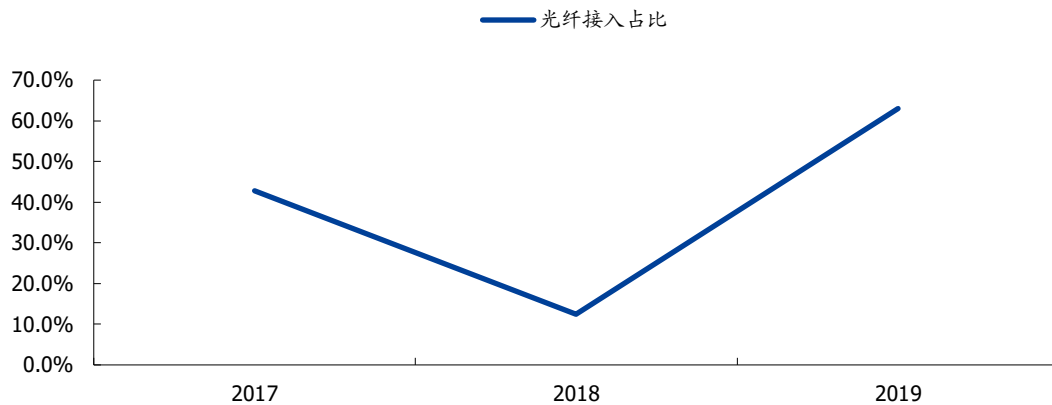


资料来源：Dell'Oro Group，国盛证券研究所

抓住铜缆接入网空间，切入发达国家通信市场。欧洲、印度、日本等国家因为发展较早或者发展水平较低等原因，仍然有较大规模的铜缆接入市场。公司精准切入这一市场，为客户针对性的提供铜缆接入网设备，覆盖了从大规模接入容量到中小规模接入容量的多种形态产品。

除了传统的发展中国家客户之外，凭借铜缆接入网设备，公司成功切入了日本软银，意大利 Tiscali、英国泽西岛电信（JT）的供应商体系，以较小的规模和知名度，实现了对于发达国家运营商的市场突破。与此同时，公司在凭借铜缆设备打入接入网市场后，积极开发适用于光纤的接入网设备，适应运营商的不同种类需求。公司在 2019 年光纤接入网设备占比达到 63.01% 的新高。

图表 25: 公司光纤接入网设备占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

强制化能力实现多行业专网布局。2005 年公司成立之初，便将小灵通公网通信技术引入矿业，推出了 EDS6000 云调度平台，在矿业领域得到广泛应用。随后在 2015 年，公司开始开拓公安行业指挥调度市场，推出了基于扁平化通信理念的指挥调度系统 EDS9000（可视化调度平台），系统涵盖了融合通信、警用 GIS、警用集群、图像监控、视频会议、移动互联网应用等多个技术方向。2017 年公司开始涉足智慧城市以及政府应急领域，并陆续推出 DV9000（大数据呈现平台）、PEMS9000（综合应急管理平台）、VDG1000（视频调度网关）、LBS-T1000P（一体化无线融合指挥平台）等产品，最大限度地开发、整合、融合和利用各部门通信资源，消除信息壁垒，使政府决策高效化、精确化和科学化。

从专网市场的竞争格局上来看，在电力、煤矿、冶金、石油化工等行业指挥调度系统竞争厂商较多，属于完全竞争市场；军工、铁路交通、政府应急与智慧城市受相应准入机制或竞标资格的影响，具有一定的行业进入壁垒，市场化程度相对较低，已进入企业较多，竞争较为充分。

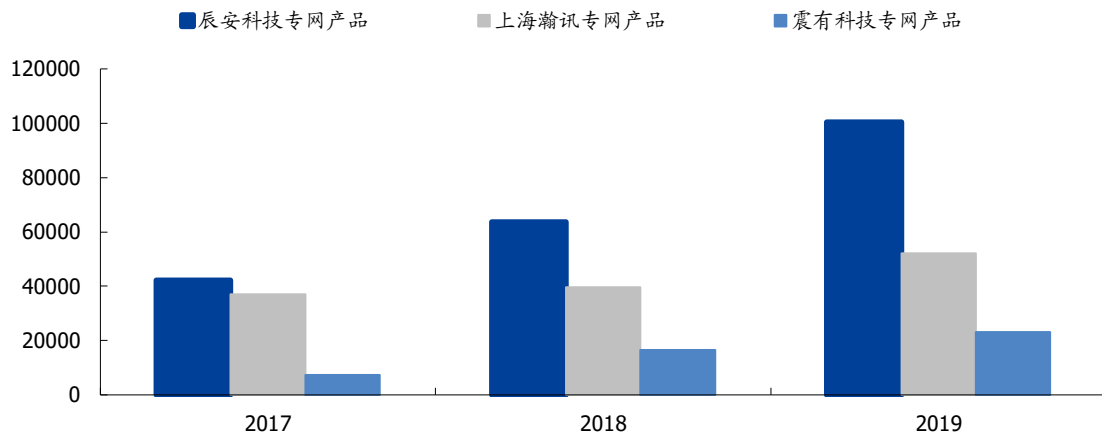
图表 26: 专网行业格局

行业	进入难度	竞争程度	主要企业
政府应急与智慧城市市场	高	企业较多，竞争较为充分	数字政通、易华录、银江股份、辰安科技、震有科技等
电力市场	中	企业众多，形成充分竞争态势	广哈通信、震有科技、远东通信、塔迪兰等
煤矿市场	中	企业众多，形成充分竞争态势	震有科技、杭州紫方、睿呈时代、梅安森等
军工市场	高	企业较多，竞争较为充分	佳讯飞鸿、上海瀚讯、震有科技、邦彦技术等
冶金市场	中	企业众多，形成充分竞争态势	武钢通信、申瓯通信、震有科技等
石油化工市场	中	企业众多，形成充分竞争态势	哈里斯、塔迪兰、深圳迪派等
铁路交通市场	高	企业较多，竞争较为充分	佳讯飞鸿、上海瀚讯、中国软件、哈里斯等

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

从总体市占率上来看, 我国专网通信市场较为分散, 不存在一家独大的现象。公司的可比上市公司上海瀚讯和辰安科技, 虽然业务规模相较于震有科技来说有一定规模领先, 但其指挥调度产品主要应用在公共安全、军工等领域, 而震有的产品由于定制化程度较高, 可以覆盖的客户类型更加广泛, 如政府、电力、煤矿、公安、司法、军工、智慧城市等。

图表 27: 公司与上海瀚讯和辰安科技专网设备收入规模对比 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

六、多重因素共振, 打开新成长边际

全球局势持续动荡, 供应链安全问题凸显。今年以来, 随着新冠疫情以及中美关系波动。全球通信网络运营商格局发生了一定程度的变化。无论是因为疫情原因造成的设备产量降低还是由于政治原因造成的供应不稳定问题, 都会对运营商的原本的组网计划造成延期和损失。因此, 面对复杂的国际局势, 确保供应链安全便成了当下许多运营商的重要任务之一。2020年7月25日, 欧盟委员会表示, 欧盟各国必须采取紧急措施, 使其5G供应商多元化。

图表 28: 欧盟成员国关于 5G 供应商多样性的评估

Implementation maturity →	Very Low	Low	Low-Medium	Medium	Medium-High	High	Very High
SM01: Strengthening the role of national authorities					●		
SM02: Performing audits on operators and requiring information				●			
SM03: Assessing the risk profile of suppliers and applying restrictions ⁷ for suppliers considered to be high risk				●			
SM04: Controlling the use of Managed Service Providers (MSPs) and equipment suppliers' third line support				●			
SM05: Ensuring the diversity of suppliers for individual MNOs through appropriate multi-vendor strategies		●					
SM06: Strengthening the resilience at national level		●					
SM07: Identifying key assets and fostering a diverse and sustainable 5G ecosystem in the EU			●				
TM01: Ensuring the application of baseline security requirements (secure network design and architecture)					●		
TM02: Ensuring and evaluating the implementation of security measures in existing 5G standards			●				
TM03: Ensuring strict access controls					●		
TM04: Increasing the security of virtualised network functions			●				
TM05: Ensuring secure 5G network management, operation and monitoring				●			
TM06: Reinforcing physical security				●			
TM07: Reinforcing software integrity, update and patch management				●			
TM08: Raising the security standards in suppliers' processes through robust procurement conditions			●				
TM11: Reinforcing resilience and continuity plans					●		

资料来源: 欧盟委员会, 国盛证券研究所

通信公网市场, 尤其是核心网市场, 玩家数量稀少。能够像公司一样完整地提供包括 4G/5G 数据核心网、4G VoLTE/5G IMS 语音核心网、融合信令网 STP 等在内的全系列电信级、大容量的核心网系统方案的厂商在国内屈指可数, 一旦海外运营商为了供应链安全, 扩大供应商数量, 公司必将成为强有力的竞争者之一。

公司 5G 项目进展顺利, 公专两网共享研发收益。从公司的在研、预研和募投项目出发, 我们发现, 公司在 5G 项目上的研发正在稳步推进, 包含了从网络切片到核心网设备各个方面的研究。

图表 29: 公司在研及预研 5G 项目

技术	研制阶段
卫星领域 5G 应用技术研发	预研
基于网络切片的业务隔离技术研发	预研
5G 核心网边缘计算技术研发	开发
5G VoNR 高清语音业务研发	开发
5G 核心网设备开发项目	募投项目

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司在 5G 方面的研究成果，除了能进一步完善公司的公网产品体系之外，也能给公司的专网产品带来极大的竞争优势。随着 5G 基建逐渐完善，我国专网技术得以从 3G 直接跳转进入 5G。过去行业专网普遍以 2/3G 窄带通信系统为主，传输速率较低，但随着 5G 系统的成熟，我国的 Local 5G 专网技术将会能够满足大数据、物联网等技术对网络时延、传输速率的要求，同时为行业分配 Local 5G 专频，让各行各业可以部署自己的 5G 专网，有利于补充 5G 公网覆盖盲点，也有利于加快 5G 网络和应用普及。公司在 5G 方面的技术优势可以由此于专网业务相结合，形成专网+5G 的技术壁垒。

图表 30: 5G 专网主要应用场景



图表 31: 垂直行业对 4/5G 专网的需求数量

垂直行业	数量
交通枢纽（机场、车站、港口等）	50000
军事基地	10000
仓库	3300000
工业制造	10710000
石油&天然气	8000
电站	47600
水务公司	140000
矿山	54000
医院&实验室	263000
总计	14582600

资料来源：网优雇佣军，国盛证券研究所

资料来源：网优雇佣军，国盛证券研究所

七、盈利预测和估值

核心假设:

- (1) 公司核心网设备与 BSNL 和 TATA 集团拥有多年的合作历史，并且占核心网收入主要部分的 BSNL 业务已经成功中标第四期，同时公司在国内运营商如中国电信等运营商的部分核心网订单也不断落地，我们预期公司核心网络系统未来有望保持稳定增长。
- (2) 公司接入网业务与 BSNL，软银等运营商的合作关系稳定，并且光纤接入占比逐年提升，同时在中国联通等客户订单也逐步展开，我们预测公司集中式局端系统未来三年有望持续增长。
- (3) 公司技术与维保服务收入随着核心网、接入网设备交付数量增多而增厚，我们预计公司技术维保收入增速为：24%/25%/15%。
- (4) 公司指挥调度系统有望随着专网 5G 升级换代以及智慧城市需求不断上升，未来几年有望成为公司的支柱业务，保持高速增长。
- (5) 利润率方面，我们预计公司未来毛利率水平保持稳定，部分业务略有提升，整体稳中有升。
- (6) 销售费用方面，我们预计随着公司业务成熟以及营收增长，销售费用率将会逐渐降低。
- (7) 研发费用方面，考虑到募投资金到位后的新项目投入，我们预计三年研发费用率为 18%/15%/14%。
- (8) 综合来看，整体归母净利润我们预期 2020-2022 年将达到 0.89/1.71/2.67 亿元，保持高速增长。

图表 32: 盈利预测 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	424.27	613.00	946.00	1,344.00
指挥调度系统	230.46	369.00	620.00	940.00
核心网络系统	71.81	98.00	146.00	198.00
集中式局端系统	48.81	54.00	65.00	75.00
技术及维保服务	70.79	88.00	110.00	126.00
其他业务	2.40	4.00	5.00	5.00
营业收入增速	-11.38%	44.48%	54.32%	42.07%
指挥调度系统	39.60%	60.11%	68.02%	51.61%
核心网络系统	69.06%	36.47%	48.98%	35.62%
集中式局端系统	-79.31%	10.64%	20.37%	15.38%
技术及维保服务	100.71%	24.31%	25.00%	14.55%
其他业务	/	66.61%	25.00%	0.00%

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

投资建议: 我们选取了专网通信领域的辰安科技, 公网通信领域的中兴通讯和烽火通信作为可比公司, 可比公司 2021 年平均 PE 为 28.5X, 考虑到中兴/烽火收入规模体量较大, 成长性较震有稍低, 同时有较多非核心网/专网的项目, 较多是接入网等业务。故公司与辰安业务更具可比性, 估值与中兴/烽火相比应有更高溢价(考虑业务稀缺性和成长性)。同时公司与辰安科技相比, 在底层通信网络设施的能力更稀缺, 同时公司所覆盖的专网渗透到更多的细分行业, 未来的收入利润增速预期也更高, 给予估值溢价也相对更高。考虑公司未来业务的高成长性以及稀缺性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值

股票代码	公司名称	2020/8/31 收盘价	EPS(万得一致预期)			PE(万得一致预期)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300523.SZ	辰安科技	48.68	0.53	0.79	1.17	91.85	61.62	41.61
000063.SZ	中兴通讯	39	1.20	1.53	1.95	32.60	25.51	20.05
600498.SH	烽火通信	26.3	0.82	0.89	1.10	32.03	29.55	23.91
						52.16	38.89	28.52
688418.SH	震有科技	38.44	0.32	0.46	0.88	116.7	80.2	41.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

八、风险提示

(1) 海外疫情持续蔓延

受疫情影响, 公司部分运营商客户建设项目有可能停工或者出现收入确认困难, 如海外疫情持续蔓延, 公司海外营收将受到冲击。

(2) 公司新技术研发不达预期

专网通信和公网通信都需要持续不断的研发投入, 一旦公司新技术研发遭遇挫折, 将会失去行业内的技术优势, 从而影响营收。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 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