

# 业务结构持续优化，物联网产业机遇无限

## ——国脉科技(002093.SZ) 2018年报及2019年一季度点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 9.61元

### 分析师

刘凯(执业证书编号: S0930517100002)  
021-52523849  
[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

石崎良(执业证书编号: S0930518070005)  
021-52523856  
[shiqil@ebsec.com](mailto:shiqil@ebsec.com)

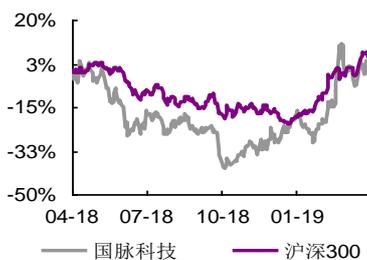
### 联系人

冷玥  
[lengyue@ebsec.com](mailto:lengyue@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 10.08  
总市值(亿元): 96.82  
一年最低/最高(元): 5.71/11.85  
近3月换手率: 153.59%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.36	19.59	2.71
绝对	10.67	43.37	5.67

资料来源: Wind

### 相关研报

短期业绩承压, 中长期深度受益 5G 建设  
——国脉科技(002093.SZ) 2018 年业绩快报点评

..... 2019-02-28

### 事件:

国脉科技发布 2018 年报及 2019 年一季度报, 2018 年公司实现营业收入 9.84 亿元 (YoY-35.15%), 实现归母净利润 1.30 亿元 (YoY-20.00%), 公司拟以 10.08 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.15 元 (含税)。2019Q1, 公司实现营业收入 1.32 亿元 (YoY-65.25%), 实现归母净利润 3578.78 万元 (YoY-44%)。

### 点评:

◆公司 18 年及 19 年 Q1 业绩承压, 公告业绩略超出 18 年业绩快报, 符合市场预期。

2018 年受电信业资本开支缩减及业务结构调整影响, 公司业绩有所下滑, 2018 年公司实现营业收入 9.84 亿元 (YoY-35.15%), 实现归母净利润 1.30 亿元 (YoY-20.00%), 实际净利润情况略高于 18 年业绩快报中公布的 1.22 亿元。19Q1 受宏观政策调控影响, 公司物联网科学园运营与开发服务收入同比下降, 影响一季度业绩表现。

◆持续优化业务结构, 高毛利率业务占比提升。

18 年公司对业务结构进行调整优化, 收缩毛利率较低的物联网技术服务业务, 该项业务 18 年收入规模为 5.37 亿元 (YoY-42.87%), 毛利率为 0.93% (-6.03pcts), 收入占比由 62% 下降至 54.59%。公司物联网咨询与设计服务 18 年实现营业收入 1.34 亿元 (YoY-21.21%), 毛利率达到 87.74% (YoY-4.62pcts), 收入占比达 13.66%。公司教育业务 18 年实现收入 1.13 亿元 (YoY+22.02%), 毛利率达 87.56% (+6.22pcts), 收入占比达 11.53%。公司物联网科学园运营与开发服务收入达 1.84 亿元 (YoY-37.93%), 毛利率达 71.82% (YoY+9.83pcts), 收入占比达 18.74%。受益于公司的业务结构优化, 公司的总体毛利率由 2017 年的 32.84% 提升至 2018 年的 37.48%。

◆各项费率略有提升, 研发投入占比提升

2018 年公司销售费用为 4839.30 万元 (YoY-27.08%), 销售费率为 4.92% (+0.54pct); 管理费用为 1.25 亿元 (YoY-11.73%), 管理费率为 12.70% (YoY+3.37pcts); 财务费用为 4179.64 万元 (YoY-12.99%), 财务费率为 4.25% (YoY+1.08pcts)。考虑到公司 18 年销售收入有所下滑, 各项费用总体控制合理, 费率略有提升。在研发投入方面, 公司 18 年研发人员达 460 人, 占全体员工的比例由 48.09% 提升至 53.86%; 研发投入金额达 5650.18 万元 (YoY-3.74%), 研发投入占比达 5.75% (YoY+1.88pcts), 相比 2017 年有所提升。

◆19 年 5G 规模测试、4G 重耕带动电信业资本开支止跌回升, 网络规划设计业务深度受益。

19 年受益于 5G 规模测试建设及 4G 重耕, 根据运营商及铁塔披露的预估数据, 电信业资本开支有望达 3300 亿元 (YoY+4%), 移动、电信、联通有

望 19 年在 5G 建设中投入不超过 170/90/60~80 亿元。根据三大运营商及铁塔公司年报中披露的预算估计，预计 19 年无线资本开支有望达到约 1800 亿元，提升 16%。由于 5G 频段较高，相比 4G 需要使用更多数量的宏站，并辅助以大量微站，加大了网络规划设计的复杂度。国脉科技的网络规划设计业务在 4G 建设时期已经得到了国内运营商及企业客户的认可，在高峰建设期，公司该项业务收入规模达到近 3 亿元。我们认为在未来 5G 网络建设高峰时期，国脉科技网络设计规划业务有望达到近 5 亿元。

◆公司的教育业务集聚高素质技术人才，提升公司盈利能力，为 5G 和物联网业务奠定坚实基础。

福州理工学院 2015 年升格为本科应用型高等学校，已开设 42 个本专科专业，重点建设物联网、云计算与大数据、互联网+建筑、互联网+金融、互联网+商业等五大专业群。2018 年年底，福州理工学院的在校生规模超过 7200 人，未来随着公司专业设置的不断完善和本科生占比的逐步提升，招生规模有望达到 1~1.2 万人；学院目前收费标准在 2.5 万元/年左右，我们预期未来的收入有望稳定在约 2.5-3.0 亿元。公司的核心业务网络规划设计属于人力密集型行业，福州理工学院能够为公司储备大量的实习生及校招生源，相比竞争对手竞争优势明显。

◆深耕物联网产业链，具备广阔业务成长空间。

公司的业务战略逐步明确，通过物联网技术服务、物联网园区运营、物联网咨询与设计及物联网相关教育服务深度布局物联网产业链。据 Gartner 预测：到 2020 年，全球物联网设备将达 260 亿台，市场规模将达 1.9 万亿美元，市场空间巨大。随着 NB-IoT 的逐步应用，以及 5G 建设的开展，国内物联网产业将显著扩大应用场景，实现产业规模的迅速扩张。国脉科技将凭借技术积累、产业资源、人力资源等方面的优势，实现业务的高质量快速成长。

◆盈利预测、估值与评级

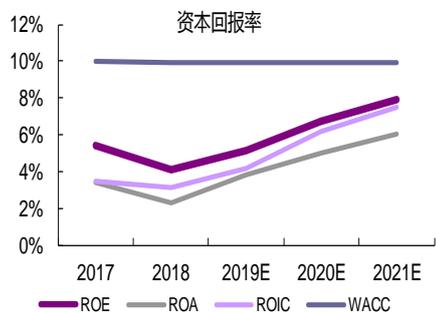
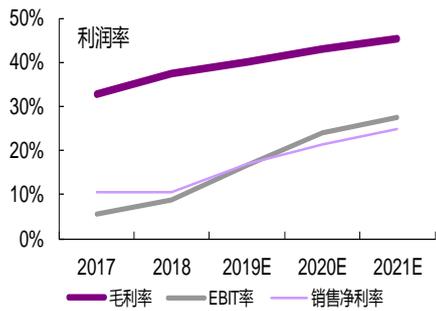
结合 2018 年报及 2019 年一季报情况，考虑到公司 18 年及 19Q1 处于业务转型期，且公司净利润主要来源之一网络规划设计业务将深度受益于 19 年开启的 5G 建设，有望随 5G 规模测试的展开订单数量显著增加，我们维持公司 19~20 年归母净利润预测为 1.76/2.46 亿元，新增 2021 年归母净利润预测为 3.15 亿元，对应 19~21 年 EPS0.17/0.24/0.31 元，对应 PE 为 60X/43X/34X，维持“买入”评级。

◆风险提示：5G 网络建设进度不及预期、公司业务优化转型进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,516	983	1,046	1,156	1,281
营业收入增长率	23.20%	-35.15%	6.38%	10.48%	10.81%
净利润（百万元）	163	130	176	246	315
净利润增长率	110.49%	-20.00%	35.14%	39.76%	28.00%
EPS（元）	0.16	0.13	0.17	0.24	0.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.43%	4.10%	5.16%	6.73%	7.93%
P/E	59	74	55	39	31
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 26 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,516</b>	<b>983</b>	<b>1,046</b>	<b>1,156</b>	<b>1,281</b>
营业成本	1,018	615	628	660	701
折旧和摊销	32	35	11	20	29
营业税费	82	58	47	46	47
销售费用	66	48	45	49	54
管理费用	200	125	133	125	128
财务费用	48	42	49	47	45
公允价值变动损益	6	6	6	6	6
投资收益	81	82	80	80	80
<b>营业利润</b>	<b>184</b>	<b>130</b>	<b>181</b>	<b>270</b>	<b>343</b>
<b>利润总额</b>	<b>184</b>	<b>130</b>	<b>214</b>	<b>299</b>	<b>370</b>
少数股东损益	-5	-26	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>163</b>	<b>130</b>	<b>176</b>	<b>246</b>	<b>315</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>4,680</b>	<b>4,518</b>	<b>4,708</b>	<b>4,966</b>	<b>5,278</b>
流动资产	3,065	2,874	2,990	3,185	3,433
货币资金	480	509	534	578	640
交易型金融资产	0	0	0	6	12
应收帐款	267	282	264	272	265
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	9	11	5	6	6
存货	1,167	1,004	942	942	1,065
可供出售投资	92	92	57	57	57
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	238	268	268	268	268
固定资产	510	737	857	956	1,045
无形资产	128	124	118	112	107
<b>总负债</b>	<b>1,674</b>	<b>1,355</b>	<b>1,312</b>	<b>1,321</b>	<b>1,316</b>
无息负债	1,082	593	612	647	670
有息负债	591	762	700	674	646
<b>股东权益</b>	<b>3,007</b>	<b>3,162</b>	<b>3,396</b>	<b>3,644</b>	<b>3,962</b>
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
公积金	1,478	1,499	1,516	1,541	1,572
未分配利润	607	708	867	1,088	1,372
少数股东权益	9	-14	-12	-10	-7

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>221</b>	<b>102</b>	<b>80</b>	<b>148</b>	<b>167</b>
净利润	163	130	176	246	315
折旧摊销	32	35	11	20	29
净营运资金增加	985	-1	75	154	219
其他	-958	-62	-182	-272	-396
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,039</b>	<b>-62</b>	<b>-2</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>
净资本支出	-29	-118	-120	-110	-110
长期投资变化	238	268	0	0	0
其他资产变化	-1,248	-212	118	79	79
<b>融资活动现金流</b>	<b>-375</b>	<b>2</b>	<b>-54</b>	<b>-72</b>	<b>-73</b>
股本变化	20	0	0	0	0
债务净变化	-327	171	-62	-26	-28
无息负债变化	281	-489	18	35	23
<b>净现金流</b>	<b>-1,193</b>	<b>43</b>	<b>25</b>	<b>44</b>	<b>62</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	23.20%	-35.15%	6.38%	10.48%	10.81%
净利润增长率	110.49%	-20.00%	35.14%	39.76%	28.00%
EBITDA 增长率	126.67%	3.13%	14.31%	59.49%	27.81%
EBIT 增长率	326.94%	0.70%	36.49%	58.03%	26.70%
<b>估值指标</b>					
PE	59	74	55	39	31
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	60	60	52	33	26
EV/EBIT	75	76	56	35	28
EV/NOPLAT	87	95	67	42	32
EV/Sales	7	10	9	8	8
EV/IC	3	3	3	3	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	32.84%	37.48%	40.00%	42.86%	45.25%
EBITDA 率	7.75%	12.33%	17.82%	25.72%	29.67%
EBIT 率	5.67%	8.80%	16.74%	23.95%	27.39%
税前净利润率	12.11%	13.23%	20.50%	25.85%	28.86%
税后净利润率 (归属母公司)	10.74%	13.24%	16.82%	21.29%	24.59%
ROA	3.38%	2.32%	3.78%	4.99%	6.02%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.43%	4.10%	5.16%	6.73%	7.93%
经营性 ROIC	3.48%	3.12%	4.13%	6.15%	7.50%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.89	3.54	3.85	4.21	4.66
速动比率	1.17	2.31	2.63	2.96	3.22
归属母公司权益/有息债务	5.07	4.17	4.87	5.42	6.14
有形资产/有息债务	7.46	5.60	6.38	7.06	7.89
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.16	0.13	0.17	0.24	0.31
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.22	0.10	0.08	0.15	0.17
每股自由现金流(FCFF)	-0.85	0.03	-0.02	-0.01	0.00
每股净资产	2.98	3.15	3.38	3.63	3.94
每股销售收入	1.51	0.98	1.04	1.15	1.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼