

进入电信运营/信息技术

国脉科技 (002093)

物联网业务稳步拓展，前瞻布局智慧健康

——2019 年年报点评

	程硕 (分析师)	马天诣 (分析师)
	010-83939786	010-83939788
	chengshuo@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880519100002	S0880518120002

本报告导读:

19 年业绩符合预期，公司业务结构优化步入尾声，盈利能力显著增长。公司坚持以 5G 为核心，前瞻发掘物联网与智慧健康产业机遇，有望成公司增长新驱动。

投资要点:

- 上调目标价至 11.00 元，维持“增持”评级。2019 年营收 5.24 亿元 (-46.71%)，净利润 1.07 亿元 (-18.11%)，公司业务结构优化步入尾声，盈利能力大幅度提升。公司坚持以 5G 为发展核心，聚焦物联网及智慧健康产业，前瞻布局增厚发展潜能。我们维持公司 2020-2021 年 EPS 为 0.22 元、0.32 元，新增 2022 年 EPS 预测 0.41 元。考虑到物联网与智慧健康产业景气度向上公司显著受益，给予公司 2020 年 50 倍 PE，上调目标价至 11.00 元 (+11.11%)，维持“增持”评级。
- 业务结构优化步入尾声，进一步聚焦物联网业务。公司紧抓 5G+物联网发展机遇，前瞻布局，优化业务结构，处置原有非核心、低盈利业务。目前相关业务剥离已进入尾声，业务结构优化带来了盈利能力的显著增长，由 37.48% 升至 55.25%。同时公司进一步聚焦 5G 网络规划建设与物联网业务板块，打通 5G 全生命周期，有望以短期阵痛换长期加速增长。
- 坚持“产学研”融合发展，形成计算生物技术进军智慧健康产业。福州理工的“讲师+工程师+技术股东”协同众创模式已取得显著成效，尤其在公司相关联的物联网、大健康等领域颇有成就。目前，公司通过融合信息技术与生物技术已形成了计算生物技术，将个人全基因组的建库成本降至行业平均的 10%。通过与各地政府开展合作建立生物技术平台，公司有望建立百万级群体基因型数据库，助力疾病精准防控。
- 催化剂：5G 网络建设提速，物联网产业加速落地
- 风险提示：5G 建设不及预期，物联网技术研发落后市场

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	983	524	803	1,042	1,292
(+/-)%	-35.15%	-46.71%	53.30%	29.71%	23.95%
经营利润 (EBIT)	130	120	270	368	463
(+/-)%	-29.57%	-7.54%	110.11%	36.16%	25.96%
净利润 (归母)	130	107	217	321	413
(+/-)%	-20.00%	-18.11%	103.68%	47.97%	28.35%
每股净收益 (元)	0.13	0.11	0.22	0.32	0.41
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	0.0%	0.0%	33.6%	35.3%	35.9%
净资产收益率 (%)	4.1%	3.2%	6.2%	8.4%	9.7%
投入资本回报率 (%)	0.0%	0.0%	11.2%	15.6%	21.5%
EV/EBITDA	276.3	243.0	29.2	21.3	16.0
市盈率	71.7	87.6	43.0	29.1	22.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.00

上次预测: 9.90

当前价格: 8.98

2020.04.26

交易数据

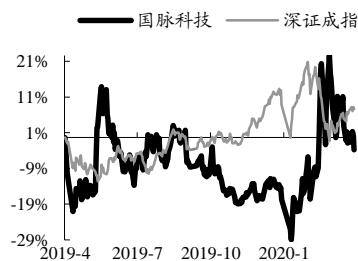
52 周内股价区间 (元)	6.44-12.55
总市值 (百万元)	9,047
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,008/1,003
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	53.52
日均成交值 (百万元)	538.59

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,342
每股净资产	3.32
市净率	2.7
净负债率	-5.20%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.04	0.08
Q2	0.04	0.08
Q3	0.02	0.04
Q4	0.01	0.02
全年	0.11	0.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-21%	13%	-6%
相对指数	-26%	16%	-13%

相关报告

《业务结构显著优化，“产学研”助提速超车》
2020.02.27

《结构调整阵痛已过，盈利能力持续好转》
2019.08.23

《打造东南新硅谷，领袖科创新时代》
2019.06.03

《优化结构，三大引擎拉动利润长效提升》
2019.04.30

《公司结构调整阵痛已过，业绩拐点已至》
2019.02.28

模型更新时间: 2020.04.26

股票研究

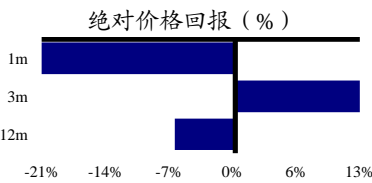
信息技术
电信运营

国脉科技 (002093)

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格: 11.00
上次预测: 9.90
当前价格: 8.98

公司网址
www.gmiot.com

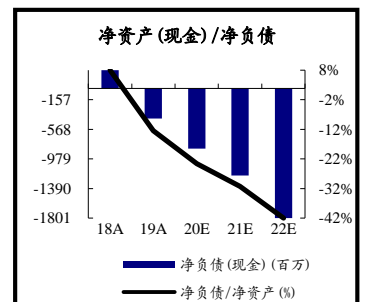
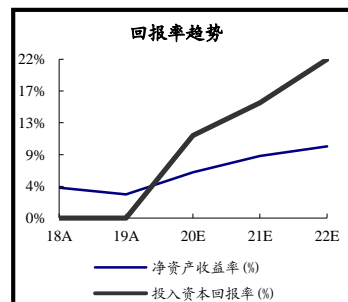
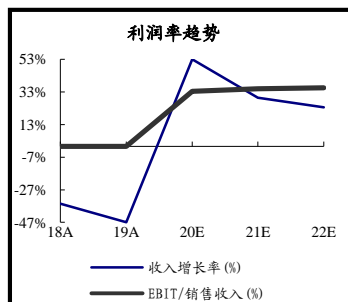
公司简介
公司是国内领先的信息通信技术外包服务提供商。
作为中国通信技术外包市场的开拓者之一,公司参与了通信服务外包行业标准的起草和制订,致力于在中国通信技术服务外包市场与国际厂商竞争。



52 周价格范围 6.44-12.55
市值 (百万) 9,047

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业收入	983	524	803	1,042	1,292
营业成本	615	235	313	421	546
税金及附加	58	15	47	58	71
销售费用	48	39	48	54	56
管理费用	125	121	125	141	156
EBIT	130	120	270	368	463
公允价值变动收益	6	4	0	0	0
投资收益	82	55	10	10	10
财务费用	42	19	3	-2	-8
营业利润	130	120	252	371	473
所得税	25	14	30	43	52
少数股东损益	-26	-1	4	7	8
净利润	130	107	217	321	413
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	509	841	1,247	1,619	2,212
其他流动资产	1,031	481	1,026	1,000	900
长期投资	626	568	554	551	548
固定资产合计	756	742	784	828	850
无形及其他资产	169	166	144	140	137
资产合计	4,518	4,281	4,262	4,743	5,326
流动负债	812	615	429	581	744
非流动负债	544	442	409	409	409
股东权益	3,176	3,328	3,524	3,845	4,258
投入资本(IC)	2,819	2,361	2,125	2,083	1,915
现金流量表					
NOPLAT	0	0	238	325	412
折旧与摊销	35	39	39	39	41
流动资金增量	-273	-12	71	56	88
资本支出	-118	-30	-59	-79	-60
自由现金流	-356	-4	289	341	480
经营现金流	102	163	507	459	660
投资现金流	-62	28	-55	-76	-57
融资现金流	2	-377	-47	-10	-10
现金流净增加额	43	-187	405	373	592
财务指标					
成长性					
收入增长率	-35.2%	-46.7%	53.3%	29.7%	23.9%
EBIT 增长率	-29.6%	-7.5%	110.1%	36.2%	26.0%
净利润增长率	-20.0%	-18.1%	103.7%	48.0%	28.3%
利润率					
毛利率	37.5%	55.3%	61.0%	59.6%	57.8%
EBIT 率	0.0%	0.0%	33.6%	35.3%	35.9%
净利润率	13.2%	20.3%	27.0%	30.8%	31.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.1%	3.2%	6.2%	8.4%	9.7%
总资产收益率(ROA)	2.9%	2.5%	5.1%	6.8%	7.7%
投入资本回报率(ROIC)	0.0%	0.0%	11.2%	15.6%	21.5%
运营能力					
存货周转天数	644	1683	400	350	300
应收账款周转天数	102	169	54	50	45
总资产周转天数	1707	3064	1941	1577	1423
净利润现金含量	0.78	1.53	2.34	1.43	1.60
资本支出/收入	12%	6%	7%	8%	5%
偿债能力					
资产负债率	30.0%	24.2%	19.2%	20.5%	21.3%
净负债率	8.0%	-12.6%	-23.8%	-31.5%	-42.3%
估值比率					
PE	71.7	87.6	43.0	29.1	22.6
PB	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	276.3	243.0	29.2	21.3	16.0
P/S	9.5	17.8	11.6	9.0	7.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



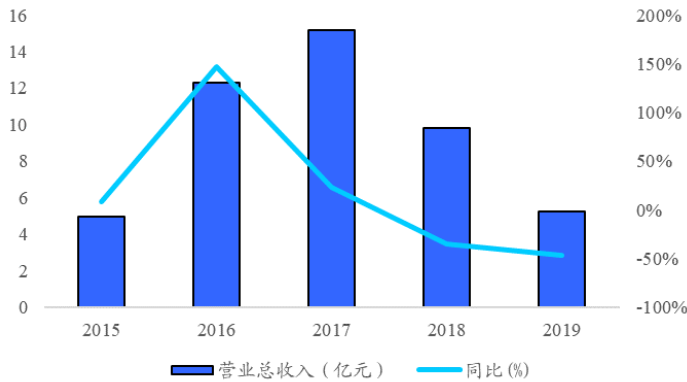
目 录

1. 业务优化接近尾声，转型平稳盈利能力显著提升	4
2. 以 5G 为核心，聚焦物联网与智慧健康产业机遇	5
2.1. 开拓业务新领域，推进以 5G 为核心的前沿技术应用场景落地	5
2.2. 专注物联网，行业成长为公司盈利增长创造巨大空间	6
2.3. 布局“5G+智慧健康”产业，应用基因组数据分析技术助力疾病精准预防	6
3. 盈利预测与估值	7
4. 风险提示	7

1. 业务优化接近尾声，转型平稳盈利能力显著提升

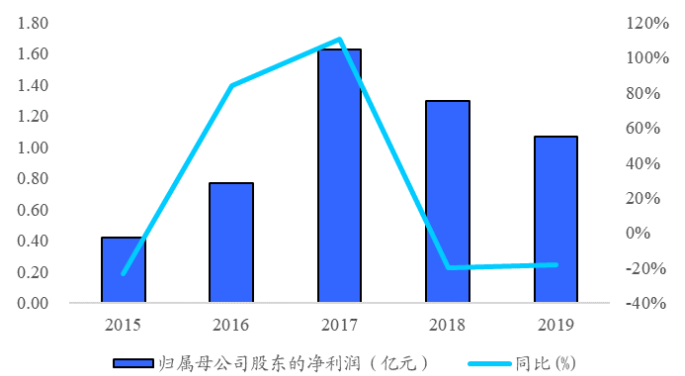
2019 年度公司实现营业收入 5.24 亿元,同比-46.71%; 归属于上市公司股东的净利润为 1.07 元,同比-18.11%; 综合毛利率由 2018 年同期的 37.48% 大幅提升至 55.25%, 净利率提升近一倍, 由 10.64% 提升至 20.17%。报告期公司持续推进业务结构优化, 对非战略核心业务以及毛利率相对较低的业务进行了处置, 集中人力、财务、技术资源聚焦 5G、物联网相关核心业务的布局与拓展。

图 1: 受业务结构优化影响, 营收走低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

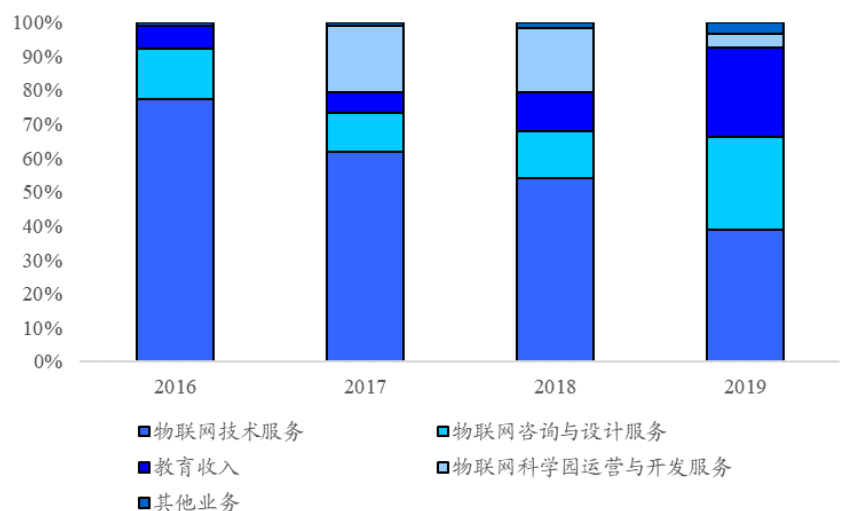
图 2: 2019 年净利增速略微提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

目前, 公司处于剥离低毛利业务, 发展高毛利业务阶段, 由于销售收入的实现由一定的周期, 公司收入构成发生了实质性变化, 原有的物联网科学园运营与开发服务剥离工作已进入尾声, 物联网技术服务的剥离工作持续推进。在业务剥离的进程中, 公司收入持续下滑, 但盈利能力提升显著。随着公司继续渗透, 在高毛利率业务的市场份额不断提高, 未来盈利表现值得期待。

图 3: 公司物联网科学园运营开发业务剥离进入尾声, 物联网技术服务业务剥离进程持续推进

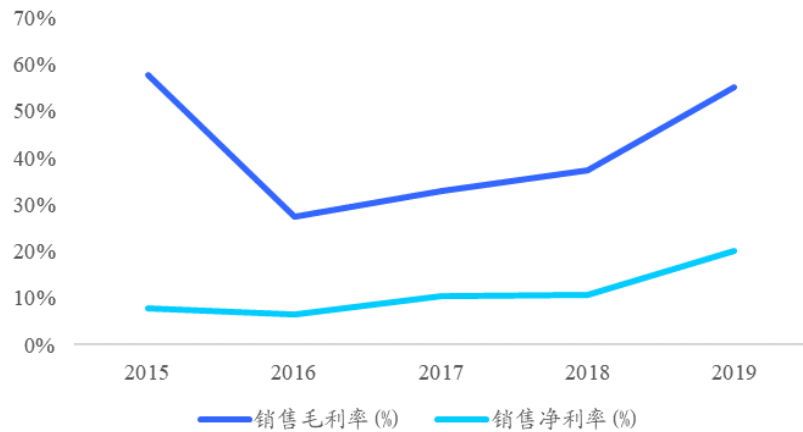


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

公司剥离业务后, 毛利率和净利率显著提升。此前, 公司毛利率居于 35%-

40%区间，净利率在10%左右。而2019年综合毛利率高达55.25%（同比+47.41%），净利率高达20.17%（同比+89.57%），均大幅突破了原本的波动区间。

图4：毛利率、净利率上升，脱离原来波动区间



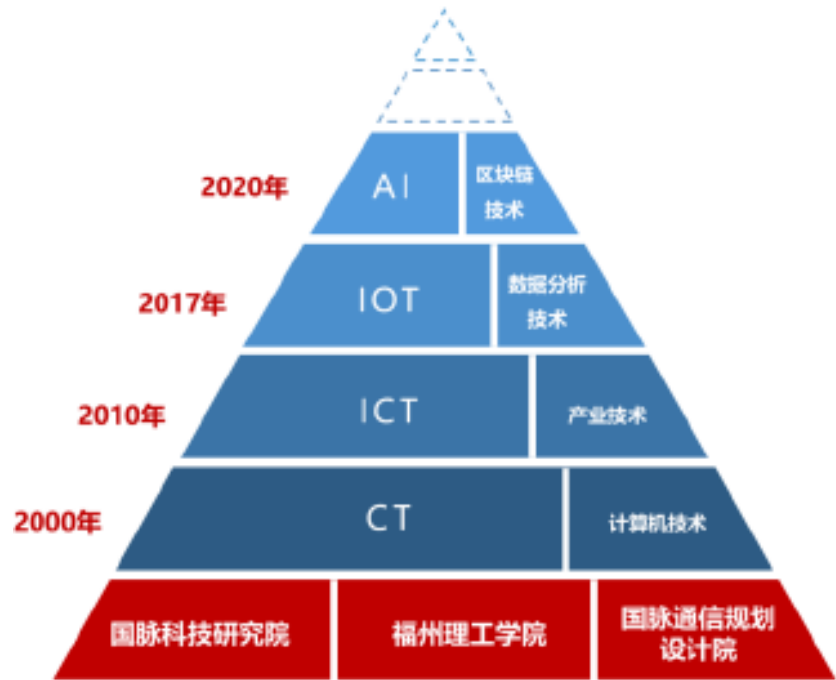
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 以5G为核心，聚焦物联网与智慧健康产业机遇

2.1. 开拓业务新领域，推进以5G为核心的前沿技术应用场景落地

公司自成立以来，始终围绕着前沿技术的融合与创新，不断为公司找到新的战略突破口。从计算机技术与通信技术融合形成的信息通信技术服务（ICT），到ICT与产业技术融合形成的物联网技术服务（IoT），再到IoT与数据分析技术融合形成的人工智能技术服务（AI），以及目前通过AI与区块链技术融合所涉足的智慧健康产业，公司通过不断地融合与创新，加快了前沿技术的落地，为公司创造出更多元化的业务场景。随着5G技术的快速普及，带动了车联网、工业互联网、智慧健康等产业的高速发展，更为公司发展带来了新机遇、新空间，公司将不断挖掘前沿技术的应用场景，提升行业技术服务能力，为企业带来新价值。

图4：毛利率、净利率上升，脱离原来波动区间



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 专注物联网，行业成长为公司盈利增长创造巨大空间

公司坚持面向传统行业的技术创新与融合，扩展物联网应用场景，提升行业技术服务能力，持续为电信、政府、医疗、教育、金融、交通等行业提供新技术和产品解决方案。同时，利用人工智能、区块链等技术加快在大健康、医疗、生物等领域的融合发展。物联网的市场空间巨大，将信息技术产业的市场外延从“人与人”扩展到“人与物”、“物与物”，连接规模和流量都将呈倍数增长，预计到 2020 年全球联网设备数量将达 260 亿台，市场规模将达 1.9 万亿美元；物联网无疑将给信息技术产业带来新的增长动力。

近年来，公司以理工学院为研发创新基地，持续投入，加强在 5G、物联网等公司未来发展方向上的相关技术、运用场景和运营模式研究和开发。加强信息通信技术的储备和研究，特别是 5G 关键技术、5G 承载网、核心网等相关课题研究，并积极参与运营商 5G 网络建设；重点关注关键技术的研究、跟踪、研发以及人员培养，从技术上保证了公司在信息通信技术服务、跨行业物联网综合解决方案等业务的需求，同时提升公司跟踪前沿科技的综合实力，推动公司自主科技创新水平的不断提高。

2019 年，福州理工学院产学研研究课题 109 项，同比增长 43%，发表论文 97 篇，同比增长 23%；公司新增研发项目 18 项，获得 5G 网络规划设计等知识产权 35 项，其中发明专利 2 项，软件著作权 28 项、实用新型 5 项，截至本报告期末公司累计获得各类知识产权共计 133 项。

2.3. 布局“5G+智慧健康”产业，应用基因组数据分析技术助力疾病精准预防

5G 技术在大健康行业的应用场景越来越广泛，大健康产业数字化、移动化、远程化、智能化无疑是未来的重点发展方向，从而进一步降本提效，为用户带来更好的大健康服务体验。近年来，公司在不断探索前沿技术

与大健康领域的融合创新，特别在 2020 年新冠肺炎疫情的背景下，公共卫生的重要性被人们重新正视，这也更加坚定了公司将现有专业技术服务拓展到公共服务的决心，利用 5G、物联网、人工智能、区块链等技术再造健康管理服务新模式。

在综合产品层面，公司的国脉精准健康管理平台将运用人工智能、深度学习算法建立基于多维数据（**遗传基因**、环境、临床）的健康风险模型，为用户提供精准健康预测、先进的健康管理解决方案、精准问诊和精准医疗服务，利用区块链技术管理用户隐私数据，提供安全可信的生物医疗健康数据交易服务。

在底层技术层面，公司通过将信息技术与生物技术进行融合，形成了**计算生物技术**。通过技术的突破将建库成本大幅降低，将个人全基因组的建库成本降到行业的十分之一，使得大规模人群的复杂疾病研究成为现实，真正把基因技术带入千家万户。公司与各地政府开展合作建立生物技术平台，初步目标建立百万级群体基因型数据库。**利用数据分析技术对全基因组数据进行分析，实现疾病的精准预测、精准预防与精准医疗，解决公共卫生问题。**

3. 盈利预测与估值

我们预计 2020-2022 年国脉科技分别实现营业收入 8.03 亿元、10.42 亿元、12.92 亿元，同比增长 53.29%、29.71%、23.95%，实现净利润分别为 2.17 亿元、3.21 亿元、4.13 亿元，同比增长 103.68%、47.97%、28.35%。

可比公司选取同为通信网络技术服务行业的 A 股上市公司三维通信（002115.SZ）、德赛西威（002920.SZ）、移为通信（300590.SH），2020 年可比公司平均估值为 33.94 倍。考虑到公司战略聚焦物联网与智慧健康产业，有望受益于两大产业高景气，我们给予国脉科技 2020 年 50 倍估值，对应的目标价为 11.00 元。

表 1: 可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (04 月 24 日)	EPS(元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002115.SZ	三维通信	9.18	0.40	0.53		22.72	17.41	
002920.SZ	德赛西威	35.64	0.70	1.00		50.85	35.50	
300590.SH	移为通信	38.23	1.35	1.80	2.12	28.25	21.20	18.00
	平均值		0.82	1.11	2.12	33.94	24.70	18.00

资料来源：Wind 一致预期，国泰君安证券研究

4. 风险提示

5G 建设进度晚于预期致使公司 5G 订单结算推迟至 2021 年的风险。

公司业务转型尚在进行中，5G 网络建设相关业务仍然是公司相对重要的收入来源。若 5G 建设因宏观因素影响相对延迟，则将对公司业绩带来较为显著的影响，导致公司增长不及预期。

物联网技术迭代过快风险

物联网涉及众多行业，技术日新月异，迭代速度极快。公司目前物联网相关技术尚处于逐步充实的阶段，面对产业环境快速变化的情况，公司可能面临无法及时掌握物联网最新技术的风险，在市场竞争中落入劣势

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		