

一卡通+就业运营双轮驱动，数据要素打开想象空间

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告和 2023Q1 业绩预告, 2022 年实现营收 9.1 亿元, 同比增长 21.9%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 24.3%; 实现扣非归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 25.3%。2023Q1 预计实现营收 1.6~1.9 亿元, 同比增长 5%~20%; 预计实现归母净利润 1447.8~1597.5 万元, 同比增长 45~60%; 预计实现扣非归母净利润 1369.6~1511.3 万元, 同比增长 45~60%。
- **成本和费用端改善明显, 盈利能力持续提升。** 1) **成本端:** 2022 年公司毛利率为 45.3%, 同比提升 2.15pp, 毛利率的增长主要是由于毛利率相对较低的传统设备卡及读写设备收入占比大幅缩减, 由 2021 年的 14.8% 下降至 4.6%。2) **费用端:** 2022 年, 公司销售/管理/研发费用率分别为 11.9%/6.3%/0.01%, 同比下降 0.17pp/0.52pp/0.19pp, 费用端同比改善明显。
- **三代社保卡替换高峰已至, 一卡通及 AIOT 应用快速放量。** 2022 年, 公司一卡通及 AIOT 应用业务实现营收 7.0 亿元, 同比增长 23.2%。一卡通及 AIOT 业务实现快速增长主要由于: 1) **发卡方面,** 2022 年公司全年发卡量约 3600 万张, 发卡收入同比增长近 64%, 市场份额始终保持领先, 且预计 2023-2035 年将迎来三代卡发行的高峰期, 发卡端收入将维持高增趋势; 2) **一卡通平台方面,** 2022 年, 公司在安徽、广东、湖北、江苏等省份近 40 个城市落地居民服务一卡通平台, 主导实施全国第一个一卡通项目“芜湖城市一卡通”的建设, 深度参与叠加数字人民币硬件钱包的“北京民生一卡通”建设, “标签效应”凸显, 营收有望持续释放。
- **人社运营和大数据业务实现高增, 积极布局数据交易产品。** 2022 年, 公司人社运营和大数据业务实现营收 1.7 亿元, 同比高增 149.1%, 毛利率同比增长 1.23pp 至 46.44%。1) **就业产品和运营服务方面:** 公司已联合 1000+ 服务机构, 覆盖全国 25 个省份, 打通从就业人群数据获取到促成就业的完整闭环, 在贵州毕节标杆项目影响下, 2022 年公司数字化城乡就业服务已落地贵州、河南、广西、四川等多个省市地区, 为全国 1000 万+ 劳动力提供了就业服务, 就业运营服务采取按人头收年费的收费模式, 项目落地后盈利可持续性极强。2) **数据产品方面:** 公司不持有人社数据, 但可深度集成获授权的政府数据服务于民生场景, 目前公司在城市就业分析、政务业务核验、个人征信认证等领域已形成标准化数据交易产品, 随着各地数据交易所的逐步建设和完善, 公司的数据交易产品将迎来巨大发展机遇。
- **盈利预测与投资建议:** 公司多年深耕人社领域政务服务, 是国内领先的民生数字化综合服务商和居民服务一卡通建设龙头企业。短期看三代社保卡的升级替换高峰期下, 发卡和“一卡通”平台建设需求持续扩张; 中期看标杆项目影响下, 就业产品和运营服务需求持续扩张; 长期看随着数据确权、数据交易等规则的建立, 公司数据交易产品将迎来快速发展。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.64/0.92/1.31 元, 归母净利润复合增速达 52.5%, 当前股价对应的 PE 分别为 32/23/16 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 三代社保卡推进不及预期、数币推广不及预期、人社信息化推进不及预期、数据要素市场发展不及预期、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	905.38	1458.04	1979.34	2606.94
增长率	21.91%	61.04%	35.75%	31.71%
归属母公司净利润(百万元)	113.76	197.70	282.90	403.53
增长率	24.26%	73.79%	43.10%	42.64%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.64	0.92	1.31
净资产收益率 ROE	10.66%	15.64%	8.83%	20.74%
PE	56	32	23	16
PB	5.68	4.91	4.14	3.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.09
流通 A 股(亿股)	2.14
52 周内股价区间(元)	11.05-23.31
总市值(亿元)	70.46
总资产(亿元)	14.82
每股净资产(元)	4.81

相关研究

1. 德生科技(002908): Q3 业绩超预期, 数币+“一卡通”融合互促 (2022-10-26)

盈利预测

关键假设：

1) 一卡通及 AIOT 业务：政策端和银行端双重驱动下，三代社保卡“一卡通”升级替换需求持续扩容，2023-2025 年将迎来升级替换高峰期下，发卡将保持高速增长，公司在发卡市场份额将持续维持约 30%；此外，2022 年公司已在近 40 个城市落地居民服务一卡通平台，各地一卡通平台建设需求持续增长，区县复制速度加快，规模效应将逐渐体现，因此我们预计 2023-2025 年一卡通及 AIOT 业务收入分别同比增长 58.1%/25.4%/24.8%，毛利率分别为 45.5%/45.7%/45.8%。

2) 人社运营及大数据服务：政府资金来看，2022 年，减负稳岗各项政策加速落地，全年释放就业相关政策红利约 4900 亿元，就业资金非常充足；公司自身来看，德生与 2022 年公共就业服务的 20 个示范城市中的两个城市深度对接，公司影响力大幅提升。公司的贵州“毕节”数字就业标杆项目示范效应强，且多数服务已实现标准化模块化，在已有标杆项目落地的四川、广西、河南等地形成快速推进的模式，且后续的就业运营服务采取按人头收年费的收费模式，项目落地后盈利可持续性极强。预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 101.5%/75.4%/49.6%；毛利率在规模效应下有望稳步提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 46.7%/46.8%/46.8%。

3) 传统社保卡及读写设备：随着第三代社保卡替换升级逐步加速，传统社保卡及读写设备订单将逐步缩减，预计 2023-2025 年项目分别同比下降 50%/50%/50%；毛利率保持相对稳定，预计 2023-2025 年毛利率分别为 35%/30%/30%。

4) 伴随公司各项业务毛利率持续提升，费用端管控效果可持续，各项费用率保持下降趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
一卡通及 AIOT 应用	收入	698.3	1104.3	1385.2	1728.4
	增速	23.2%	58.1%	25.4%	24.8%
	毛利率	45.5%	45.5%	45.7%	45.8%
人社运营及大数据服务	收入	165.2	332.8	583.7	873.3
	增速	149.1%	101.5%	75.4%	49.6%
	毛利率	46.4%	46.7%	46.8%	46.8%
传统社保卡及读写设备	收入	41.9	20.9	10.5	5.2
	增速	-61.8%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
	毛利率	37.5%	35.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	905.4	1458.0	1979.3	2606.9
	增速	21.9%	61.0%	35.8%	31.7%
	毛利率	45.3%	45.6%	45.9%	46.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.6 亿元 (+61.0%)、19.8 亿元 (+35.8%) 和 26.1 亿元 (+31.7%)，归母净利润分别为 2.0 亿元 (+73.8%)、2.8 亿元 (+43.1%)、4.0 亿元 (+42.6%)，EPS 分别为 0.64 元、0.92 元、1.31 元，对应动态 PE 分别为 32 倍、23 倍、16 倍。

相对估值

选取同样处于一卡通行业的楚天龙、正元智慧、新开普作为可比公司：

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
003040.SZ	楚天龙	92	19.88	0.36	0.48	0.59	0.72	48	42	33	27
002777.SZ	久远银海	149	36.52	0.45	0.63	0.84	1.01	33	58	44	36
300248.SZ	新开普	55	11.88	0.24	0.47	0.61	-	52	26	20	-
平均值								44	42	32	32
002908.SZ	德生科技	70	22.83	0.37	0.64	0.92	1.31	56	32	23	16

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业内可比公司的平均 PE 为 42 倍，公司 PE 为 32 倍，公司多年深耕人社领域政务服务，是国内领先的民生数字化综合服务商和居民服务一卡通建设龙头企业。短期看三代社保卡的升级替换高峰期下，发卡和“一卡通”平台建设需求持续扩张；中期看在标杆项目影响下，就业产品和运营服务需求持续扩张；长期看随着数据确权、数据交易等规则的建立，公司数据交易产品将迎来快速发展。预计 2023-2025 年归母净利润复合增速达 52.5%，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	905.38	1458.04	1979.34	2606.94	净利润	122.66	209.17	301.21	403.59
营业成本	495.05	792.84	1070.01	1405.05	折旧与摊销	14.36	14.04	15.47	17.56
营业税金及附加	5.15	9.07	12.04	15.81	财务费用	0.07	-0.20	0.27	0.85
销售费用	107.77	177.88	237.52	312.83	资产减值损失	-13.31	12.00	12.00	12.00
管理费用	57.03	233.29	312.74	411.90	经营营运资本变动	-63.07	-359.57	-296.19	-348.60
财务费用	0.07	-0.20	0.27	0.85	其他	14.99	17.63	19.35	22.49
资产减值损失	-13.31	12.00	12.00	12.00	经营活动现金流净额	75.70	-106.91	52.11	107.89
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-10.77	-20.00	-30.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.62	-3.00	-3.00	-3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-12.39	-23.00	-33.00	-43.00
营业利润	136.36	233.16	334.76	448.50	短期借款	-53.38	0.00	0.00	22.93
其他非经营损益	-0.88	-0.91	-0.90	-0.90	长期借款	-41.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	135.49	232.25	333.86	447.60	股权融资	199.66	0.00	0.00	0.00
所得税	12.83	23.08	32.65	44.01	支付股利	-22.04	-22.75	-39.54	-56.58
净利润	122.66	209.17	301.21	403.59	其他	-17.24	-6.83	-0.27	-0.85
少数股东损益	8.90	11.48	18.30	0.06	筹资活动现金流净额	65.69	-29.58	-39.81	-34.49
归属母公司股东净利润	113.76	197.70	282.90	403.53	现金流量净额	129.01	-159.49	-20.70	30.40
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	410.49	251.00	230.29	260.69	成长能力				
应收和预付款项	602.27	1040.69	1399.97	1836.90	销售收入增长率	21.91%	61.04%	35.75%	31.71%
存货	125.96	220.35	295.99	386.30	营业利润增长率	28.71%	70.98%	43.58%	33.98%
其他流动资产	3.36	4.51	6.55	8.62	净利润增长率	31.38%	70.53%	44.00%	33.99%
长期股权投资	1.72	1.72	1.72	1.72	EBITDA 增长率	25.14%	63.81%	41.90%	33.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	25.70	30.11	38.56	50.56	毛利率	45.32%	45.62%	45.94%	46.10%
无形资产和开发支出	298.91	300.99	307.61	318.59	三费率	18.21%	28.19%	27.81%	27.83%
其他非流动资产	25.52	27.98	30.44	32.90	净利率	13.55%	14.35%	15.22%	15.48%
资产总计	1493.92	1877.35	2311.14	2896.28	ROE	10.66%	15.64%	18.83%	20.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	22.93	ROA	8.21%	11.14%	13.03%	13.93%
应付和预收款项	210.15	406.79	530.76	690.49	ROIC	15.90%	20.80%	22.06%	23.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.65%	16.94%	17.71%	17.91%
其他负债	133.52	132.89	181.03	236.50	营运能力				
负债合计	343.67	539.68	711.80	949.93	总资产周转率	0.64	0.86	0.95	1.00
股本	308.65	308.65	308.65	308.65	固定资产周转率	43.86	63.93	68.74	65.25
资本公积	405.86	405.86	405.86	405.86	应收账款周转率	1.50	1.72	1.59	1.57
留存收益	434.61	609.56	852.92	1199.87	存货周转率	3.77	4.51	4.06	4.06
归属母公司股东权益	1127.86	1303.80	1547.16	1894.11	销售商品提供劳务收到现金营业收入	102.87%	—	—	—
少数股东权益	22.40	33.87	52.18	52.24	资本结构				
股东权益合计	1150.25	1337.67	1599.34	1946.35	资产负债率	23.00%	28.75%	30.80%	32.80%
负债和股东权益合计	1493.92	1877.35	2311.14	2896.28	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	2.41%
					流动比率	3.33	2.82	2.72	2.63
					速动比率	2.97	2.41	2.30	2.22
					股利支付率	19.37%	11.51%	13.98%	14.02%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	150.79	247.01	350.51	466.91	每股收益	0.37	0.64	0.92	1.31
PE	56.30	32.40	22.64	15.87	每股净资产	3.65	4.22	5.01	6.14
PB	5.68	4.91	4.14	3.38	每股经营现金	0.25	-0.35	0.17	0.35
PS	7.07	4.39	3.24	2.46	每股股利	0.07	0.07	0.13	0.18
EV/EBITDA	39.64	24.80	17.53	13.14					
股息率	0.34%	0.36%	0.62%	0.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn