

奔凯安全 (834451.OC) 计算机行业

评级：增持 首次评级

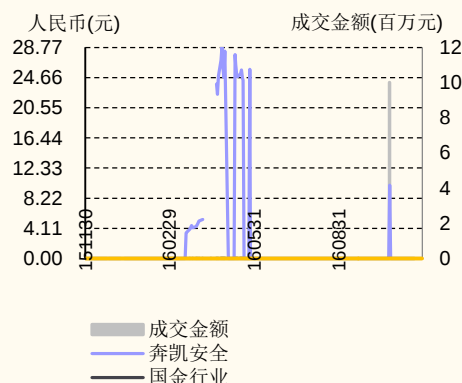
公司深度研究

市场价格 (人民币): 10.00 元
目标价格 (人民币): 10.00-10.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) -
总市值(百万元) 300.00
年内股价最高最低(元) 28.80/3.50
沪深 300 指数 3564.04



专注信息安全, 打造智慧安全专家

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	N/A	0.534	0.370	0.563	0.947
每股净资产(元)	1.04	1.45	2.35	3.67	5.95
每股经营性现金流(元)	1.53	0.21	3.84	2.46	3.75
市盈率(倍)	N/A	0.00	27.05	17.75	10.56
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	N/A	185.87%	67.01%	52.42%	68.17%
净资产收益率(%)	21.50%	36.69%	37.99%	37.02%	38.37%
总股本(百万股)	N/A	30.00	72.35	72.35	72.35

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司致力于提供信息安全综合解决方案：**公司面向安防领域，运用生物识别、智能安防、及现代信息技术，向用户提供全方位的信息安全解决方案。公司业务主要分生物识别类产品和安全方案设计服务，前者包括指纹采集仪、指纹锁、身份证自助终端设备、DNA 设备/耗材等；后者包括各种信息安全和数据安全解决方案。公司 2013-2015 年营收分别为 6449.53 万元、18984.41 万元、30285.85 万元，年复合增长率为 116.7%；净利润分别为-204.18 万元、560.14 万元、1601.28 万元，同比增长率为 374.33%、186.41%；2016 年半年报营收为 23681.36 万元，同比增长 79.75%；净利润为 2079.96 万元，同比增长 175.88%。
- **国家持续投入，民用安防增长潜力巨大：**我国是世界安防大国，2013 年安防行业总产值接近 4000 亿元，约占全球的 50%。政府高度重视安防行业发展，不断推出重要的安防项目，扶持企业从传统安防技术到高科技安防技术的转变。根据《中国安防行业“十三五”发展规划(2016-2020 年)》，2015 年我国安防行业总产值为 5000 亿元，至 2020 年将达到 8000 亿元。其中民用安防产品仅占安防行业总产值 6%，对比美国民用安防设备占总产值 50%，世界平均水平也达到了 10%，我国民用安防市场增长潜力巨大。
- **多种生物识别技术融合的智能安防成发展趋势，市场准入门槛较高：**生物识别技术利用人体固有的生理特性和行为特征来进行鉴定，具有安全、可靠、准确等特点。随着生物识别技术在经济社会各领域取得良好应用，市场规模从 2002 年起保持高速增长，十年复合增长率为 39.83%，预计到 2020 年整体规模将达到 300 亿元。应用已经从较简单的门禁考勤等商业级产品逐渐扩展到涉及公共安全、国家安全等中大型系统，多种生物识别技术融合的智能安防成为发展趋势。同时安防领域有严格的准入和监管机制，主要客户集中在政府、公安、电力、金融等关键领域，存在较高的市场准入门槛。
- **公司方案整合能力突出，可提供多样化的信息安全解决方案：**公司拥有自主研发的指纹身份认证平台 Bio-Trust，虹膜识别技术和云安全技术等。通过安全方案设计与服务和生物识别技术产品，实现信息化和智能化的整合，为下游客户提供多维度的安全解决方案。公司客户资源优质，与华为、唯品会、广东省公安系统等核心客户建立了长期稳定的合作关系，不断挖掘潜在需求加深合作。尤其是公司的二代居民身份证指纹信息采集及核验设备通过公安部检测后，已在广东省范围内全面推广使用，并开始进入海关等新客户。
- **未来以智慧城市和平安城市为切入点，加大在生物识别、智能安防和现代信息三大领域的开拓：**智慧城市方面，2015 年 12 月公司与华为签约，共同打造安全城市云及企业云战略。平安城市方面，公司推出了基于二代身份证信

孟鹏飞

联系人
(8621)61357479
mengpf@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

息、手机验证的视频门禁监管方式，利用公共网络将数据和公安信息库对接，集防控于一体的流动人口管理平台，打通政府自主申报系统和出租屋管理系统，方便政府部门对流动人口实行管理，目前已经在深圳展开试点。配合开发了警用级动态人脸识别系统，能够实现“百万人流，秒级定位”。并在原有二代证指纹仪采集仪基础上，推出了身份证自助办理终端和自助发放终端。由于全国逐步开放异地办理身份证，珠三角地区流动人口巨大，有望推动公司业务继续快速发展。

投资建议和盈利预测

- 结合以上分析，我们认为以生物识别技术为基础，融合多种方式的智能安防市场空间和增长潜力大。公司具备较强的研发和方案整合能力，与核心客户关系密切。未来以智慧城市和平安城市为切入点，发展前景看好。
- 我们预计公司 2016-2018 年营收分别为 4.19 亿、5.80 亿和 8.65 亿，净利润分别为 2700 万、4100 万和 6900 万，EPS 分别为 0.370 元、0.563 元和 0.947 元。结合公司增长速度和未来发展空间，按 PE20X 整体估值 6.5-7.5 亿元，给予“增持”评级，投资者可予以关注。

风险提示

- **存货规模较大的风险：**2015 年公司存货规模为 10702.05 万元，同比增长 266.47%。若未采取有效措施降低存货规模，可能会对业绩造成影响。
- **资产负债率过高的风险：**2013-2015 年资产负债率为 79.13%、78.31%、79.17%。若未能有效控制措施，可能会对公司未来经营状况造成影响。
- **大客户依赖风险：**2013-2015 年唯品会采购占比为 36.47%、69.63%、45.96%。若未来唯品会减少采购或更换采购商，公司业绩可能会受影响。
- **其他风险：**宏观经济波动风险，产品开发不及预期，国家政策变动风险。

内容目录

1.奔凯安全:信息安全整体解决方案提供商.....	5
1.1 公司致力于提供信息安全整体解决方案	5
1.2 公司股权结构及控股股东	7
1.3 公司融资情况	7
2.安防行业潜力巨大,多技术融合的智能安防成发展方向	8
2.1 国家持续加大投入,安防行业增长潜力巨大	8
2.2 技术水平不断提升,生物识别发展迅速	9
2.3 行业竞争情况	10
3.公司:方案整合能力突出,致力于成为中国智慧安全专家	11
3.1 公司可提供多样化的安全解决方案	11
3.2 方案整合能力强,与核心客户深度合作	14
3.3 拓展智慧城市和平安城市,打造中国智慧安全专家	15
4.投资建议和盈利预测	17
5.风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司生物识别类产品	5
图表 2: 公司安全方案设计与服务	5
图表 3: 2012-2015 年公司业务营收情况	5
图表 4: 2013-2015 年公司营收及增速	6
图表 5: 2013-2015 年公司净利润及增速	6
图表 6: 2013-2015 年公司毛利率净利率变动情况	6
图表 7: 2031-2015 年公司三费情况	7
图表 8: 公司股权结构图	7
图表 9: 公司融资情况	8
图表 10: 2010-2015 年我国安防行业市场规模及增速	8
图表 11: 民用安防产值占比对比	9
图表 12: 生物识别技术及特征	9
图表 13: 我国生物识别市场规模	10
图表 14: 多技术融合的智能安防成为行业发展趋势	10
图表 15: 安防产业链构成	11
图表 16: 行业内重点公司对比	11
图表 17: 公司业务模式	12
图表 18: 公司信息化重要案例	12
图表 19: 公司智能化重要案例	12
图表 20: 公司研发能力与知识产权	13
图表 21: 虹膜识别技术	13

图表 22: 公司的云安全技术产品	14
图表 23: 公司方案整合能力-信息化	14
图表 24: 公司方案整合能力-智能化	14
图表 25: 2015 年公司前五大客户	15
图表 26: 公司与华为合作拓展智慧城市	16
图表 27: 公司的流动人口综合管理系统	16
图表 28: 公司的警用级动态人脸识别系统	17
图表 29: 分产品的销售预测	18

1. 奔凯安全: 信息安全整体解决方案提供商

1.1 公司致力于提供信息安全整体解决方案

- 深圳奔凯安全技术股份有限公司成立于 2007 年，2015 年 11 月登陆新三板。公司面向安防领域，以自主研发为核心，整合上下游优秀厂商资源，运用生物识别技术、智能安防技术、现代信息技术，向终端用户提供全方位的信息安全解决方案。

公司业务主要分生物识别类产品和安全方案设计服务两大类，前者包括指纹采集仪、指纹锁、身份证自助终端设备、DNA 设备/耗材等；后者包括各种信息安全和数据安全解决方案。

图表 1: 公司生物识别类产品



来源: 公司路演推介材料, 国金证券研究所

图表 2: 公司安全方案设计与服务

智能安全解决方案	服务优势
模块化数据中心解决方案	建设周期短、效率高、成本低, 有效应对云时代数据中心要求
统一通讯解决方案	实现单面化、集成化、移动化统一通讯平台
桌面云解决方案	实现计算、存储资源集中化、资源共享化, 降低 PC 终端负荷
智能档案管理方案	实现海量档案电子化, 提升信息检索速度、档案管理水平
智能监控分析方案	实现图像自动分析、定位、识别、跟踪, 降低误报、漏报率
门禁系统方案	集微机自动识别与现代安全管理为一体, 实时监控、及时报警
视频摘要系统方案	实现特定对象自动提取, 灵活设置播放速度, 处理时间短

来源: 公司公开转让说明书。国金证券研究所整理

- 公司业绩主要来自于安全方案设计与服务业务。2013-2015 年安全方案设计与服务业务占公司当期营收 80% 以上, 有效推动公司业绩增长。

图表 3: 2012-2015 年公司业务营收情况



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司处于快速增长期, 2013-2015 年营收分别为 6449.53 万元、18984.41 万元、30285.85 万元, 年复合增长率为 116.7%; 净利润分别为 -204.18 万

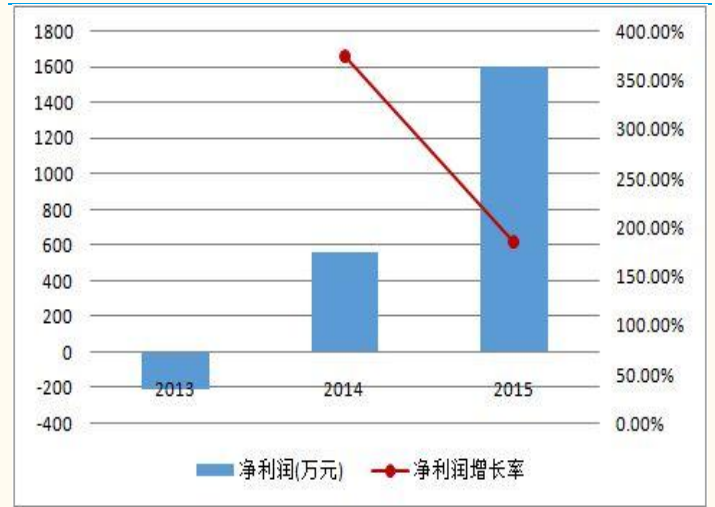
元、560.14 万元、1601.28 万元，同比增长率为 374.33%、186.41%；2016 年半年报营收为 23681.36 万元，同比增长 79.75%；净利润为 2079.96 万元，同比增长 175.88%。

图表 4：2013-2015 年公司营收及增速



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

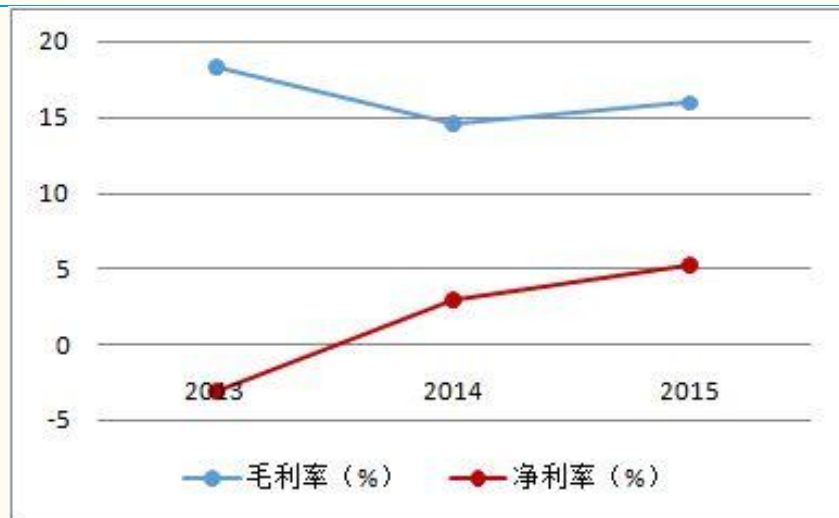
图表 5：2013-2015 年公司净利润及增速



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- 毛利率总体下降，净利率攀升。公司代理销售的信息技术产品和生物识别设备占比上升且毛利较低，因此 2014 年公司毛利下降明显；三年期间费用占比下降，净利率攀升。

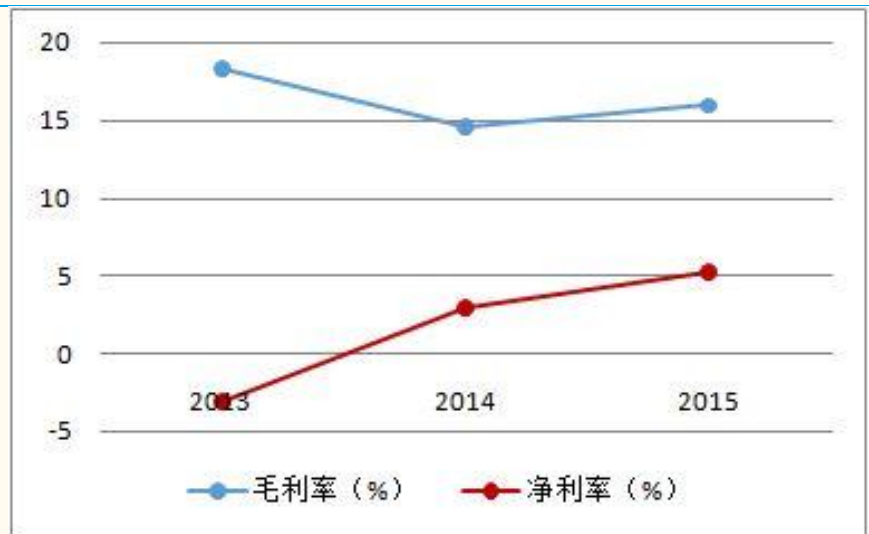
图表 6：2013-2015 年公司毛利率净利率变动情况



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- 三费方面，随着经营规模扩大营收增加，研发投入和员工福利待遇增长较快，管理费用呈快速上升状态；公司参加各类展会提升公司知名度，推广活动较多，且售后服务费攀升，导致销售费用上涨；利用闲余资金购买理财产品，产品利息收入的增加使财务费用保持较低水平。

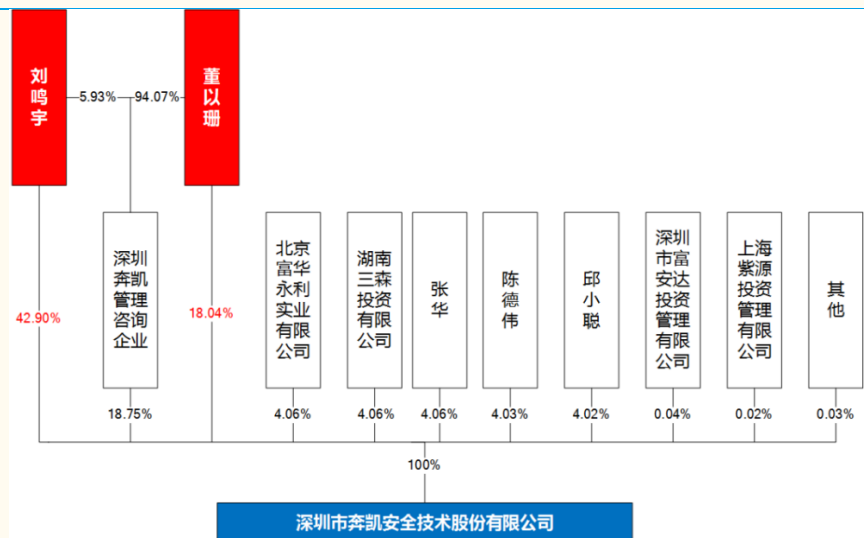
图表 7：2013-2015 年公司三费情况



来源：wind，国金证券研究所

1.2 公司股权结构及控股股东

图表 8：公司股权结构图



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- 公司控股股东和实际控制人为刘鸣宇和董以珊。刘鸣宇直接持有公司 2256 万股，持股比例为 42.9%；董以珊直接持有公司 949 万股，持股比例为 18.04%。二人通过深圳奔凯管理咨询企业间接持有公司 18.75% 的股份，二人合计持有公司股份比例达 79.69%。刘鸣宇和董以珊系夫妻关系，二人为一致行动人。
- 刘鸣宇先生，中国国籍，无境外永久居留权。EMBA 高级工商管理硕士学位。曾任长江商学院校友总会常务副会长（第二届），现任公司董事长兼总经理。
- 董以珊女士，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于西安电子科技大学。曾任南京 734 厂测试员、深圳市赛格商用机器有限公司销售经理，现任公司董事兼财务总监。

1.3 公司融资情况

图表 9：公司融资情况

公告日期	融资方式	年度	最新进度	发行价（元）	发行股数（万股）	募资总额（万元）
2016-02-24	定向增发	2016年	已实施	3	1000	3000

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

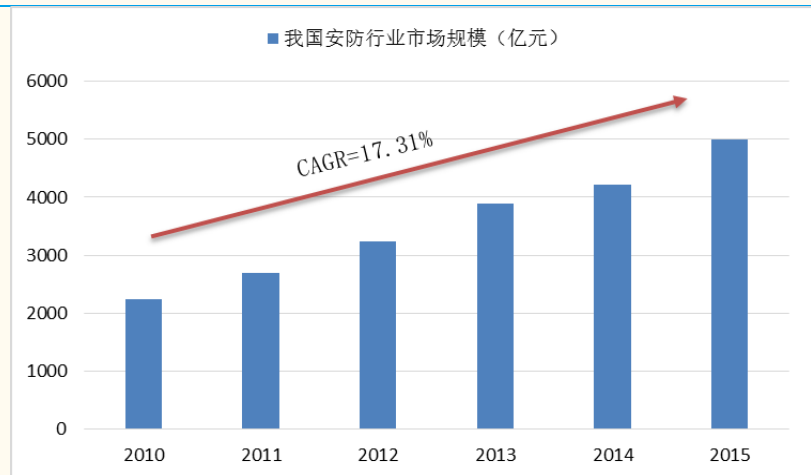
2. 安防行业潜力巨大，多技术融合的智能安防成发展方向

2.1 国家持续加大投入，安防行业增长潜力巨大

我国安防行业迄今已有 35 年历史，已成为体量巨大、较为成熟的产业。目前已经形成长三角、珠三角和京津地区三大安防产业集群，2013 年我国安防产业总产值达到 3884 亿元，约占全球 50% 的市场份额，标志着我国已经成为世界安防大国。

政府高度重视安防行业的发展，扶持企业从传统安防技术到高科技安防技术的转变，并不断推出重要的安防项目。2005 年至今，国家先后推出“平安城市”、“智慧城市”、“3111 工程”以及北京奥运会和上海世博会等一系列重大项目，对国内安防行业的发展产生了重要助推作用。根据《中国安防行业“十二五”发展规划(2011-2015 年)》和《中国安防行业“十三五”发展规划(2016-2020 年)》，2015 年我国安防行业总产值为 5000 亿元，至 2020 年将达到 8000 亿元。

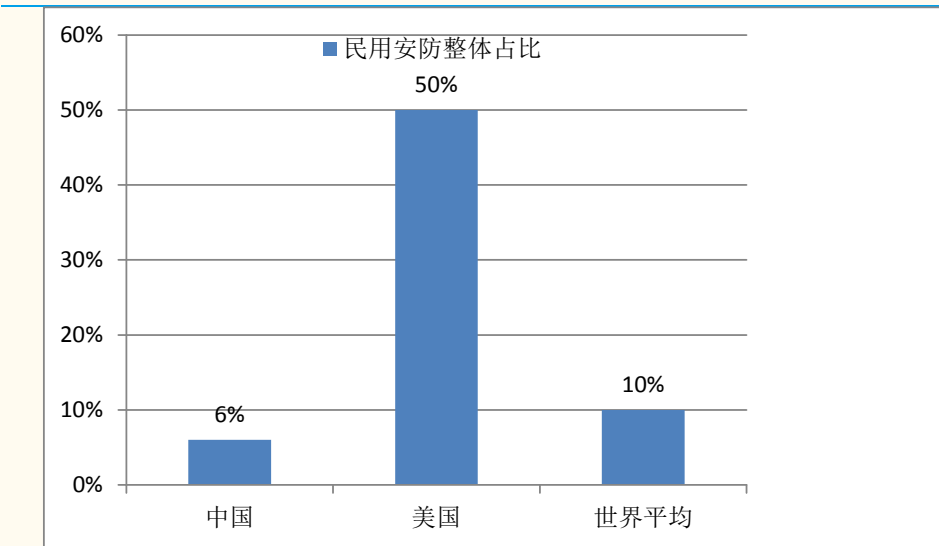
图表 10：2010-2015 年我国安防行业市场规模及增速



来源：中国产业信息，国金证券研究所

民用安防设备市场潜力巨大。目前我国的安防市场尚未饱和，未来随着存量产品的更新、海外市场的开拓和民用领域的兴起，安防行业仍有增长空间。尤其是民用安防领域，根据赛迪顾问相关统计显示，我国民用安防产品仅占安防行业总产值 6%，而美国民用安防设备占总产值 50%，世界平均水平也达到了 10%。我国民用安防设备市场增长潜力巨大。

图表 11：民用安防产值占比对比



来源：赛迪，国金证券研究所

2.2 技术水平不断提升，生物识别发展迅速

安防行业技术水平不断提升。安防领域专业技术全面发展，行业解决方案更加成熟，技术产品的数字化、网络化、集成化、高清化、智能化应用逐步深化。智能分析、云计算、高频率技术、生物识别技术等新技术的不断运用，提升了安防行业产品的精准化和智能化程度，同时催生行业向更高技术水平方向发展。

同传统的安防手段相比，生物识别优势明显。传统的安防手段主要依靠人防和物防，耗时耗力成本高。而生物识别技术是通过多种高科技手段密切结合，利用人体固有的生理特性（如指纹、脸相、虹膜等）和行为特征（如笔迹、声音、步态等）来进行个人身份鉴定。由于人体特征具有不可复制的唯一性，因此生物识别技术具有安全、可靠、准确等特点。

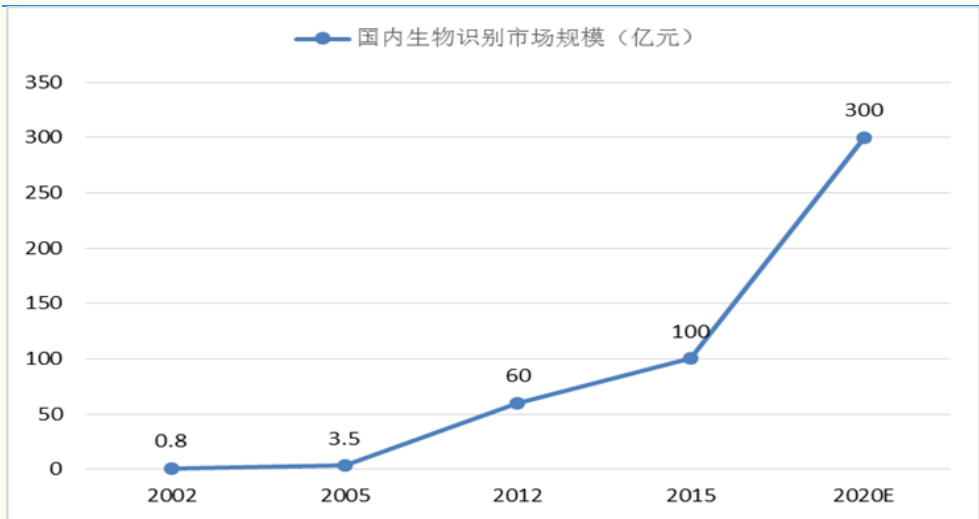
图表 12：生物识别技术及特征

生物识别技术	技术特征
指纹识别	通过指纹局部或全部特征进行识别
手掌几何学识别	通过测量使用者的手掌和手指的物理特征来进行识别
声音识别	通过分析使用者的声音的物理特性来进行识别
视网膜识别	使用光学设备发出的低强度光源扫描视网膜上独特的图案
虹膜识别	基于眼睛中的虹膜进行身份识别
面部识别	以非接触的方式获取识别对象的面部图像，计算机系统在获取图像后与数据库图像进行比对后完成识别过程
基因识别	使用生物学实验或计算机等手段识别 DNA 序列上的具有生物学特征的片段
静脉识别	将得到的手指静脉特征信息与事先注册的手指静脉特征进行比对
步态识别	采集人体行走过程的图像序列，处理后同存储的数据进行比较
人物识别	利用分析比较人物视觉特征信息进行身份鉴别

来源：国金证券研究所根据公开资料整理

随着我国生物识别技术的日趋成熟，并在经济社会各领域取得良好应用，以及政府助力推动生物识别技术的标准化进程，我国生物识别市场规模从 2002 年起保持高速增长。根据前瞻网的数据，2015 年我国生物识别技术的市场规模达到 100 亿元，十年复合增长率为 39.83%，预计到 2020 年整体规模将达到 300 亿元。

图表 13：我国生物识别市场规模

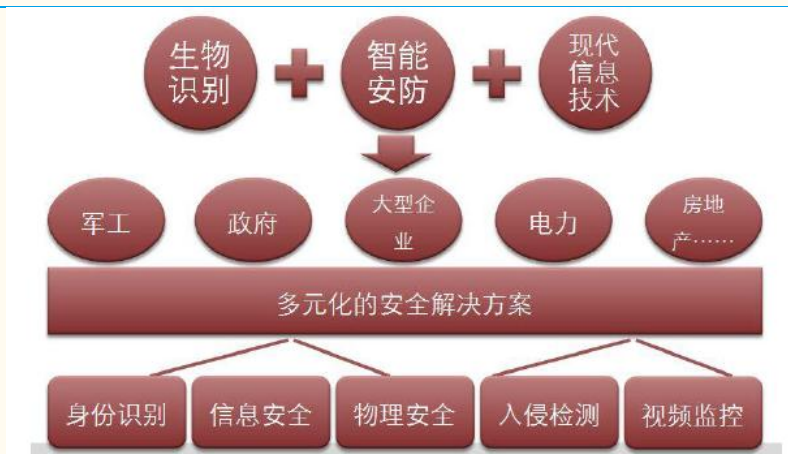


来源：公开转让说明书，国金证券研究所

2.3 行业竞争情况

多种技术融合的智能安防是行业发展方向。随着生物识别技术应用的普及，应用系统已经从较简单的商业应用级产品（如门禁、考勤等）和消费类产品（如指纹门锁、指纹 U 盘等）逐渐深化，扩展到涉及公共安全、国家安全等中大型系统。目前国内生物识别市场指纹识别技术产品的市场占有率大约为 50%，由于指纹识别技术门槛较低，因此得到率先发展。随着技术的成熟与进步，多种生物识别技术融合的智能安防产品和解决方案成为行业发展趋势。

图表 14：多技术融合的智能安防成为行业发展趋势

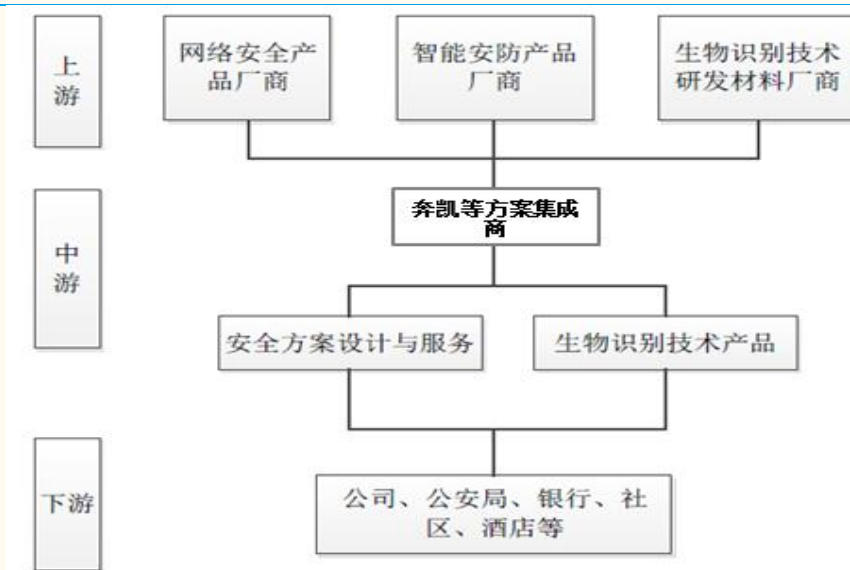


来源：公开转让说明书，证券研究所

从行业构成来看，上游网络安防产品、智能安防产品生产商是搭建安防设计与解决方案的基础，这类企业如华为等具备核心技术，在产业链中占据优势和核心地位。中游像奔凯安全等方案集成企业受上游制约，需要与核心研发企业保持密切合作关系。同时安防领域因其特殊性，有严格的准入和监管机制，企业需要对各项协议和标准有深入了解，并通过相关认证。此外

主要客户集中在政府、公安、电力、金融等关键领域，存在较高的市场准入门槛。进入行业时间早且能与政府等保持密切关系的企业具备先发优势。

图表 15：安防产业链构成



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

重点企业包括奔凯安全、鸿达高新、浙江中正等，各有不同的优势领域。

图表 16：行业内重点公司对比

公司代码	公司名称	近三年营业收入（万元）	近三年净利润（万元）	主营业务及产品
834451.00	奔凯安全	6449.53/18984.41/30285.85	-204.18/560.14/1601.28	公司主要从事生物识别技术产品的销售及安全方案设计与服务，产品已应用于政府、军工、高科技、电力、金融、医疗、交通、教育等行业。主要产品包括内部指纹考勤系统、内部指纹登陆内控系统、指纹身份认证点、全方位指纹门禁系统、安全方案设计与服务。
--	鸿达高新	--	--	公司主要从事销售警用指纹自动识别系统及指纹采集仪、指纹锁相关产品及其它政策性产品。主要产品包含指纹识别系统、人口综合信息管理系统、公安部治安管理信息系统、户政办公系统、社会保险管理信息系统、养老保险管理信息系统、交通车辆管理系统。
新国都（300130.SZ）的全资子公司	浙江中正	--/--/7243.3	--/--/680.55	公司致力于提供智能型系统平台和身份认证解决方案，业务覆盖智能金融、智能交通、智能安防等领域。主要产品包括免填单智能管理系统、指纹内控管理系统、金库指纹门禁系统、指纹考勤管理系统、指纹门禁管理系统、武警三级网指纹查勤、企业身份登录系统。

来源：国金证券研究所根据公开资料整理

3.公司：方案整合能力突出，致力于成为中国智慧安全专家

3.1 公司可提供多样化的安全解决方案

公司是专业的信息安全整体解决方案提供商。公司作为中游集成企业，致力于整合生物识别技术、智能安防技术及现代信息技术，广泛服务于政府、公安、医疗、银行、电子商务等领域，提供信息安全整体解决方案。

图表 17：公司业务模式



来源：公司路演资料，国金证券研究所

生物识别方面，公司依托自有技术，开发先进的生物识别系列产品，主要应用于公安局指纹识别及记录、企业考勤系统、指纹锁研发销售企业等，取得了多项成功案例。

安全方案设计与服务方面，公司根据客户实际情况，定制符合其需求的信息化和智能化解决方案。凭借优异的产品方案定制和技术实施及服务能力，与唯品会、丽珠药业等知名企业有着长期紧密的合作。

图表 18：公司信息化重要案例

	为唯品会建设信息化与智能化：数据中心、广域网、仓库wlan和大型局域网等 100多个 项目	
	华为指纹登录内控系统（全球最大的内控指纹应用登陆系统）超过 10万名 员工使用奔凯公司的指纹登录认证系统访问内部ERP和OA等系统。	2015年12月24日签署了《共同打造安全城市云及企业云战略合作协议》
	中航工业集体分级防护指纹身份认证系统	
	中国平安人寿保险有限公司考勤系统	每天，超过 50万 名员工使用奔凯公司的集中分布式指纹考勤薪资管理系统。
		顺义基地智能化工程

来源：公司资料，国金证券研究所

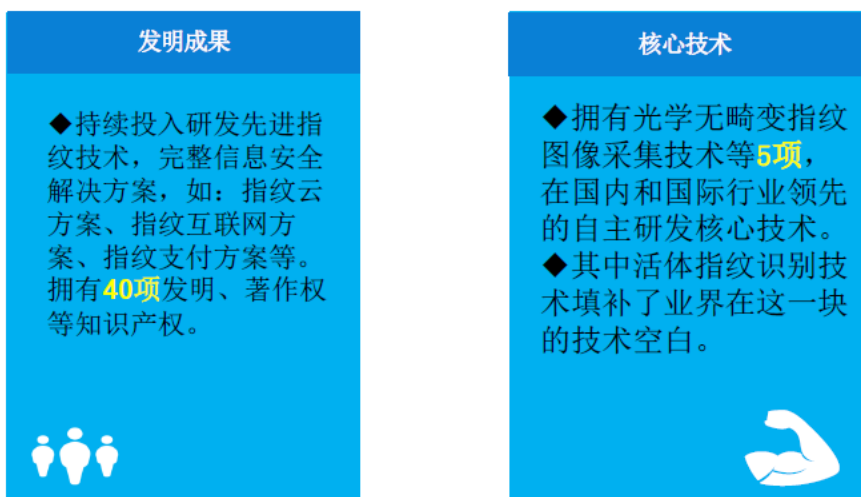
图表 19：公司智能化重要案例

	视频监控项目 优化厂区安保视频监控系統，根据粤电治安标准、上级有关文件以及厂区的治安实际情况，参照兄弟电厂的经验优化目前厂区安保视频监控系統。并将原来安装好的位置调整到目前优化位置。
	光传输项目 天威视讯的IP城域网、交互数字电视和数字电视备份等业务，将在OTN系统中传输，开展业务的核心机房（新安机房、龙岗MMC机房）和天威视讯核心机房的业务传输。
	弱电智能化 工程监控系统、综合布线系统、机房装修所需的设备、管、线等安装、配管、安装调试等售后服务工程内容
	园区智能化： 视频监控系統项目、综合布线系统、门禁系统、停车厂管理系统、拼接屏系统、机房工程、信息发布系统、人工通道闸系统

来源：公司资料，国金证券研究所

自主研发实力强，技术优势明显。依靠自主研发和行业积累，公司技术优势明显。目前拥有 40 项发明、著作权等，已取得了国家保密局涉密信息系统产品检测证书、军用信息安全产品认证等多项资质。尤其拥有自主知识产权的指纹身份认证平台 Bio-Trust，连续多年获得国家科技部创新基金与深圳市创新技术等政府专项资助；活体指纹识别技术填补业界空白。

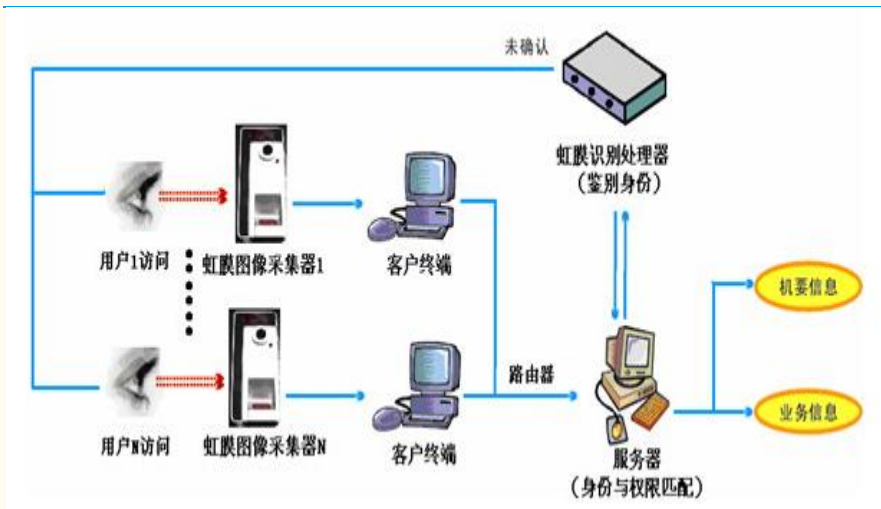
图表 20：公司研发能力与知识产权



来源：公司路演资料，国金证券研究所

虹膜识别技术是除 DNA 识别外准确度最高的生物特征识别技术，虹膜无法复制和仿造，安全性高。相较于其他虹膜技术，公司的技术不仅具有识别速度快、结果可靠性高、操作简单、识别距离远、识别范围广等特点，还具有 LCD 实时反馈的辅助对焦模式，能够实现 60 厘米的虹膜识别。

图表 21：虹膜识别技术



来源：百度图片，国金证券研究所

公司的云安全技术产品包括资源统一入口和 4A 安全管理、小云审大云、云加密-应用透明的加密 CASB、云监控-虚拟化安全监控等。相对一般云安全企业，有云资源统一入口和管理、支持移动终端审核、操作行为全程监控、日志和行为大数据分析、管理员客观可掌握租户数据操作和行为审计、支持主流虚拟化环境与操作系统等特点。

图表 22：公司的云安全技术产品

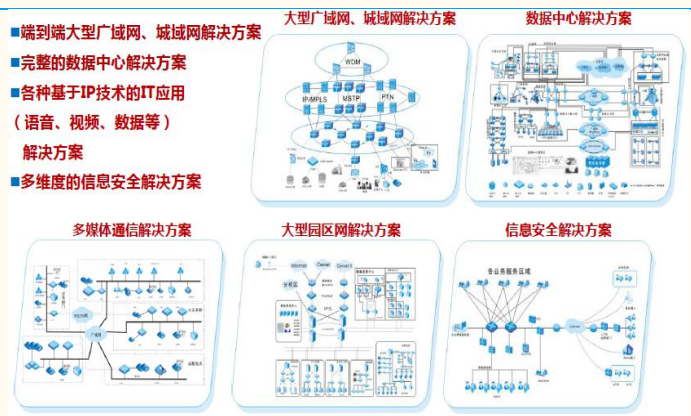


来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 方案整合能力强，与核心客户深度合作

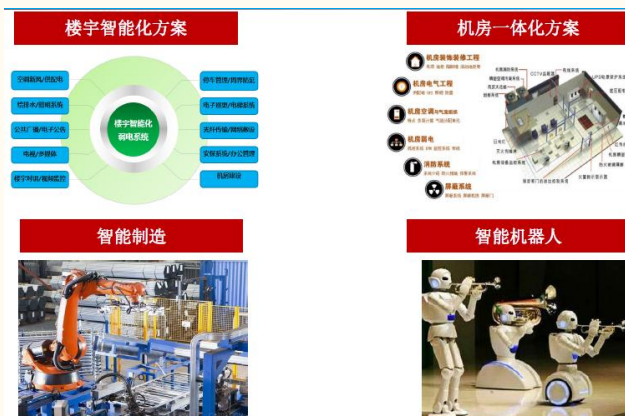
公司具备全方位的方案整合能力。公司通过安全方案设计与服务和生物识别技术产品，实现信息化和智能化方面的整合，从而帮助下游客户提升管理水平和安全性。公司可根据下游客户的需求，提供多维度的信息化、智能化解决方案。

图表 23：公司方案整合能力-信息化



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 24：公司方案整合能力-智能化



来源：公司资料，国金证券研究所

把握核心客户，建立深度合作。公司采取与大客户深度合作的战略，整合产业链资源，通过提供优质产品和定制化服务，建立起较好的品牌效应，不仅有利于客户群的稳固，同时也有利于未来新业务的开拓。公司核心客户包括华为、唯品会、广东省公安系统等。

图表 25：2015 年公司前五大客户

				单位：元
序号	客户名称	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	广州唯品会信息科技有限公司	139,080,008.34	45.96%	否
2	广州品唯软件有限公司	51,411,623.83	16.99%	否
3	深圳市公安局刑事警察支队	40,819,586.56	13.49%	否
4	唯品会（中国）有限公司	25,653,817.97	8.48%	否
5	广州品信投资控股有限公司	8,305,430.82	2.74%	否
合计		265,270,467.52	87.66%	-

来源：公司年报，国金证券研究所

公司既是华为的信息安全服务供应商，又是其金牌代理商。华为在网络安全应用产品占据较大的市场份额，具备核心技术，处于行业主导地位。公司取得华为的金牌经销商证书后，通过华为的总代理商采购网络安全应用产品，集成在提供给下游用户的信息安全服务中。

此外，公司与华为合作完成了其内部指纹登录内控系统，每天有数万名的华为员工使用公司的指纹登录认证系统访问华为内部 ERP 和 OA 等。未来公司将加深与华为的合作，逐渐降低代理业务占比，共同拓展智慧城市等系统解决方案业务。

唯品会是当前第一大客户，公司为其提供信息化与智能化建设。公司 2013 年开始跟唯品会建立合作，根据唯品会各办公地点、仓库等不同的网络安全方案需求，公司为其针对性的设计出建设方案，并提供了一整套的服务，包括数据中心、广域网、仓库 WLAN 和大型局域网等 100 多个项目。公司的方案实力和服务能力得到认可，后续为唯品会完成了多个项目，目前唯品会是公司第一大客户。

居民身份证指纹识别产品通过公安部检测，在广东省广泛应用。公司的二代居民身份证指纹信息采集及核验设备通过公安部检测后，已在广东省范围内全面推广使用。截止 2015 年已涵盖 9 个地市公安局、64 个分局，600 多个派出所，覆盖 2400 万户籍人口。其中在深圳、佛山、江门、中山、惠州、清远五市户政系统，公司已占据领先地位。相关产品开始进入海关等新客户。

3.3 拓展智慧城市和平安城市，打造中国智慧安全专家

未来公司将继续加大在生物识别、智能安防和现代信息三大领域的拓展，以智慧城市和平安城市为切入点，致力于将奔凯品牌打造成中国智慧安全专家。

与华为深度合作，拓展智慧城市。2015 年 12 月公司发布公告，同华为签署《共同打造安全城市云及企业云战略合作协议》，华为向公司开放所有已经合作的节点城市资源和正在拓展的城市资源，协助公司实现安全城市解决方案在华为合作城市的布局与合作。

图表 26：公司与华为合作拓展智慧城市



来源：公司资料，国金证券研究所

继续深耕全国居民身份证办理领域。在原有二代证指纹仪采集仪基础上，公司推出了身份证自助办理终端和自助发放终端，目前已经在深圳投入试点使用。由于全国逐步开放异地办理身份证，珠三角作为流动人口大区域未来业务量有望大增，将进一步提高公司在公安行业二代证业务上的市场占有率。

切入平安城市，协助政府开启流动人口管理新模式。

协助政府构建信息化的流动人口综合管理解决方案。珠三角地区流动人口数量巨大，仅深圳就达到近千万。现有的流动人口管理方法依靠民警挨家挨户上门登记，成本高，对流动人口管理效率低。公司依据“动态管理，信息共享”的原则，建立的基于二代身份证信息、手机验证的视频门禁监管方式，利用公共网络将数据和公安信息库对接，通过云监控、云储存、云计算、等技术手段对技术进行整理挖掘，建立防控结合的流动人口管理体系。

通过运用该系统，可以让租客在门禁终端上完成人口信息自主申报，打通政府自主申报系统和出租屋管理系统。政府部门可及时获得数以百万计的流动人口身份证、居住社区、手机等各项信息，方便了对流动人口实行管理，降低潜在的城市安全隐患，提高城市管理水平。目前已经在深圳展开试点。

图表 27：公司的流动人口综合管理系统



来源：公司路演推介材料，国金证券研究所

警用级动态人脸识别系统，实现亿万人脸秒级定位。该系统是视觉智能、机器学习、云计算与处理器技术的结合，能够实现“百万人流，秒级定位”。公司通过对系统的充分开发利用，提升公司在生物识别技术应用的领先市场地位，与公司现有指纹识别、DNA 识别、流动人口管理等业务相结合，打造全方位、立体化的城市安防体系。

图表 28：公司的警用级动态人脸识别系统



来源：公司官网，国金证券研究所

4.投资建议和盈利预测

公司致力于提供信息安全综合解决方案：公司面向安防领域，运用生物识别、智能安防及现代信息技术，向用户提供全方位的信息安全解决方案。公司业务主要分生物识别类产品和安全方案设计服务，前者包括指纹采集仪、指纹锁、身份证自助终端设备、DNA 设备/耗材等；后者包括各种信息安全和数据安全解决方案。公司 2013-2015 年营收分别为 6449.53 万元、18984.41 万元、30285.85 万元，年复合增长率为 116.7%；净利润分别为 -204.18 万元、560.14 万元、1601.28 万元，同比增长率为 374.33%、186.41%；2016 年半年报营收为 23681.36 万元，同比增长 79.75%；净利润为 2079.96 万元，同比增长 175.88%。

国家持续投入，民用安防增长潜力巨大：我国是世界安防大国，2013 年安防行业总产值接近 4000 亿元，约占全球的 50%。政府高度重视安防行业发展，不断推出重要的安防项目，扶持企业从传统安防技术到高科技安防技术的转变。根据《中国安防行业“十三五”发展规划(2016-2020 年)》，2015 年我国安防行业总产值为 5000 亿元，至 2020 年将达到 8000 亿元。其中民用安防产品仅占安防行业总产值 6%，对比美国民用安防设备占总产值 50%，世界平均水平也达到了 10%，我国民用安防市场增长潜力巨大。

多种生物识别技术融合的智能安防成发展趋势，市场准入门槛较高：生物识别技术利用人体固有的生理特性和行为特征来进行鉴定，具有安全、可靠、准确等特点。随着生物识别技术在经济社会各领域取得良好应用，市场规模从 2002 年起保持高速增长，十年复合增长率为 39.83%，预计到 2020 年整体规模将达到 300 亿元。应用系统已经从较简单的门禁考勤等商业级产品逐渐扩展到涉及公共安全、国家安全等大中型系统，多种生物识别技术融合的智能安防成为发展趋势。同时安防领域有严格的准入和监管机制，主要客户集中在政府、公安、电力、金融等关键领域，存在较高的市场准入门槛。

公司方案整合能力突出，可提供多样化的信息安全解决方案：公司拥有自主研发的指纹身份认证平台 Bio-Trust，虹膜识别技术和云安全技术等。通过安

全方案设计与服务和生物识别技术产品，实现信息化和智能化的整合，为下游客户提供多维度的安全解决方案。公司客户资源优质，跟华为、唯品会、广东省公安系统等核心客户建立了长期稳定的合作关系，不断挖掘潜在需求加深合作。尤其是公司的二代居民身份证指纹信息采集及核验设备通过公安部检测后，已在广东省范围内全面推广使用，并开始进入海关等新客户。

未来以智慧城市和平安城市为切入点，加大在生物识别、智能安防和现代信息三大领域的开拓：智慧城市方面，2015 年 12 月公司与华为签约，共同打造安全城市云及企业云战略。平安城市方面，公司推出了基于二代身份证信息、手机验证的视频门禁监管方式，利用公共网络将数据和公安信息库对接，集防控于一体的流动人口管理平台，打通政府自主申报系统和出租屋管理系统，方便政府部门对流动人口实行管理，目前已经在深圳展开试点。配合开发了警用级动态人脸识别系统，能够实现“百万人流，秒级定位”。并在原有二代证指纹仪采集仪基础上，推出了身份证自助办理终端和自助发放终端。由于全国逐步开放异地办理身份证，珠三角地区流动人口巨大，有望推动公司业务继续快速发展。

结合以上分析，我们认为以生物识别技术为基础，融合多种方式的智能安防市场空间和增长潜力大。公司具备较强的研发和方案整合能力，与核心客户关系密切。未来以智慧城市和平安城市为切入点，发展前景看好。我们预计公司 2016-2018 年营收分别为 4.19 亿、5.80 亿和 8.65 亿，净利润分别为 2700 万、4100 万和 6900 万，EPS 分别为 0.370 元、0.563 元和 0.947 元。结合公司增长速度和未来发展空间，按 PE20X 整体估值 6.5-7.5 亿元，给予“增持”评级，投资者可予以关注。

图表 29：分产品的销售预测

项 目	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
安全方案设计与服务						
销售收入（百万元）	55.94	167.21	253.83	355.36	497.50	721.38
增长率（YOY）	39.85%	198.91%	51.80%	40.00%	40.00%	45.00%
毛利率	14.99%	12.40%	13.25%	16.00%	17.50%	18.00%
销售成本（百万元）	47.55	146.48	220.20	298.50	410.44	591.53
增长率（YOY）	54.28%	208.02%	50.33%	35.56%	37.50%	44.12%
毛利（百万元）	8.39	20.73	33.63	56.86	87.06	129.85
增长率（YOY）	-8.62%	147.26%	62.21%	69.06%	53.12%	49.14%
占总销售额比重	87.52%	88.08%	83.87%	84.85%	85.78%	83.41%
占主营业务利润比重	72.91%	75.23%	69.88%	75.55%	78.74%	76.37%
生物识别技术产品销售						
销售收入（百万元）	7.98	22.63	48.80	63.44	82.47	143.47
增长率（YOY）	4100.00%	183.58%	115.64%	30.00%	30.00%	73.97%
毛利率	39.05%	30.17%	29.70%	29.00%	28.50%	28.00%
销售成本（百万元）	4.86	15.80	34.31	45.04	58.97	103.30
增长率（YOY）	3329.66%	224.90%	117.09%	31.29%	30.91%	75.18%
毛利（百万元）	3.12	6.83	14.49	18.40	23.50	40.17
增长率（YOY）	6367.27%	119.10%	112.28%	26.94%	27.76%	70.91%
占总销售额比重	12.48%	11.92%	16.13%	15.15%	14.22%	16.59%
占主营业务利润比重	27.09%	24.77%	30.12%	24.45%	21.26%	23.63%
销售总收入（百万元）	63.92	189.84	302.63	418.80	579.97	864.85
销售总成本（百万元）	52.42	162.28	254.50	343.54	469.40	694.83
毛利（百万元）	11.50	27.56	48.13	75.26	110.57	170.02
平均毛利率	17.99%	14.52%	15.90%	17.97%	19.06%	19.66%

来源：国金证券研究所

5.风险提示

- **存货规模较大的风险：**2015 年公司存货规模为 10702.05 万元，同比增长 266.47%。若未采取有效措施降低存货规模，可能会对业绩造成影响。
- **资产负债率过高的风险：**2013-2015 年资产负债率为 79.13%、78.31%、79.17%。若未能有效控制措施险，可能会对公司未来经营状况造成影响。
- **大客户依赖风险：**2013-2015 年唯品会采购占比为 36.47%、69.63%、45.96%。若未来唯品会减少采购或更换采购商，公司的业绩可能会受影响。
- **其他风险：**宏观经济波动风险，产品开发不及预期，国家政策变动风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	64	190	303	419	580	865
增长率		194.4%	59.5%	38.3%	38.5%	49.1%
主营业务成本	-53	-162	-255	-344	-469	-695
%销售收入	81.7%	85.5%	84.1%	82.0%	80.9%	80.3%
毛利	12	28	48	75	111	170
%销售收入	18.3%	14.5%	15.9%	18.0%	19.1%	19.7%
营业税金及附加	0	-1	0	-2	-2	-3
%销售收入	0.6%	0.4%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-4	-7	-9	-15	-23	-35
%销售收入	6.2%	3.6%	2.9%	3.5%	4.0%	4.0%
管理费用	-9	-12	-21	-31	-43	-61
%销售收入	14.3%	6.1%	6.9%	7.5%	7.5%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	-2	8	18	28	42	71
%销售收入	n.a	4.4%	6.0%	6.6%	7.2%	8.3%
财务费用	-1	-1	0	2	4	5
%销售收入	1.0%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-1	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-4	6	18	29	45	77
营业利润率	n.a	2.9%	5.9%	7.0%	7.8%	8.9%
营业外收支	2	1	1	1	1	1
税前利润	-2	6	18	30	46	78
利润率	n.a	3.2%	6.1%	7.3%	8.0%	9.0%
所得税	0	0	-2	-4	-6	-9
所得税率	n.a	8.1%	13.0%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	-2	6	16	27	41	69
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-2	6	16	27	41	69
净利率	n.a	3.0%	5.3%	6.4%	7.0%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-2	6	16	27	41	69
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	3	2	1	2	2
非经营收益	1	1	1	-1	-1	-1
营运资金变动	10	28	-12	89	32	42
经营活动现金净流	10	38	6	115	74	112
资本开支	-1	0	-3	-12	-9	-10
投资	0	0	0	-6	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1	0	-3	-18	-9	-10
股权募资	0	0	2	0	-1	0
债权募资	7	-2	1	-10	0	1
其他	-7	-34	2	0	0	0
筹资活动现金净流	0	-36	5	-10	-1	1
现金净流量	10	2	8	87	64	103

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	22	57	63	150	214	317
应收款项	41	19	12	20	22	31
存货	23	29	107	75	96	133
其他流动资产	3	7	19	17	22	30
流动资产	90	112	201	262	354	511
%总资产	91.4%	93.6%	95.9%	91.0%	91.2%	92.3%
长期投资	0	0	5	11	10	10
固定资产	7	6	1	3	3	2
%总资产	7.3%	5.0%	0.6%	1.2%	0.8%	0.4%
无形资产	0	0	1	10	19	29
非流动资产	8	8	9	26	34	43
%总资产	8.6%	6.4%	4.1%	9.0%	8.8%	7.7%
资产总计	98	120	210	288	388	554
短期借款	10	9	10	0	0	0
应付款项	66	83	152	213	271	364
其他流动负债	1	2	4	5	7	10
流动负债	77	94	166	218	278	374
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	77	94	166	218	278	375
普通股股东权益	21	26	44	70	110	179
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	98	120	210	288	388	554

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	#VALUE!	0.534	0.370	0.563	0.947
每股净资产	0.821	1.042	1.455	2.346	3.670	5.955
每股经营现金净流	0.401	1.532	0.212	3.836	2.462	3.749
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-9.95%	21.50%	36.69%	37.99%	37.02%	38.37%
总资产收益率	-2.08%	4.66%	7.64%	9.28%	10.49%	12.37%
投入资本收益率	-5.46%	21.97%	29.45%	34.39%	33.21%	34.99%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	194.35%	59.53%	38.28%	38.48%	49.12%
EBIT 增长率	N/A	-561.73%	118.70%	51.52%	51.03%	71.91%
净利润增长率	N/A	N/A	185.87%	67.01%	52.42%	68.17%
总资产增长率	N/A	22.58%	74.45%	37.56%	34.76%	42.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.6	48.9	15.6	15.0	12.0	11.0
存货周转天数	78.6	58.4	97.6	80.0	75.0	70.0
应付账款周转天数	151.8	87.5	48.8	45.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	40.5	11.6	1.5	2.0	1.3	0.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.22%	-187.19%	#####	#####	#####	#####
EBIT 利息保障倍数	-2.8	8.6	63.8	-14.7	-11.0	-13.1
资产负债率	79.07%	78.31%	79.17%	75.58%	71.66%	67.75%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD

■