



视频客流分析系统行业龙头

——汇纳科技（300609）

2017 年 04 月 10 日

推荐/首次

汇纳科技

调研简报

报告摘要：

公司是视频客流分析领域的龙头企业。技术研发能力强，产品优势明显，下游客户包括万达广场、龙湖天街、银泰中心知名百货商场和购物中心，以及屈臣氏、耐克、苹果、特力屋、艾格、彪马等品牌零售连锁店铺。公司核心团队健全完整，为公司发展提供强有力支撑。

目前，公司已步入快速增长的黄金期，未来三年收入将高速增长：

- ◆ **人脸识别等技术应用将提升行业价值。** 随着新零售的发展，线下零售行业的数据化已成当务之急。视频监控也从最初的安防，到巡店，客流分析，再到人工智能的应用，价值在不断提升。汇纳科技近期在 A 股的上市也持续受到投资者的关注。
- ◆ **客流分析系统业务持续快速增长。** 客流分析系统功能日益扩展，行业发展潜力。公司紧抓市场发展机遇，有着较高的市场占有率。汇纳科技 2016 年全年收入同比增长达到 28.1%，客流分析系统业务做出了重大贡献。我们预计公司客流分析系统业务持续增速将达到 40% 以上。
- ◆ **汇客云将迎来高速发展。** 公司除了提供分析系统软件销售外，还在拓展 SAAS 服务模式的“汇客云”服务。汇客云对资金、运营能力都有很高要求，公司上市后将具有充足的资金实力，预计“汇客云”将大力发展该业务，未来三年“汇客云”将迎来高速发展。

公司盈利预测及投资评级。 我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 2.32 亿元、3.14 亿元和 4.27 亿元，归属母公司的净利润为 0.60 亿元、0.79 亿元和 1.05 亿元，对应每股收益分别为 0.60 元、0.79 元和 1.05 元，对应 PE 分别为 95、72 和 54 倍。按照公司 2017 年 100 倍市盈率，给予 6 个月目标价 60 元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示： 市场竞争加剧；新业务拓展不及预期；

财务指标预测（数据来源于 wind）

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	135.01	172.96	232.00	313.70	426.84
增长率（%）	19.43%	28.11%	34.13%	35.21%	36.07%
净利润（百万元）	37.16	48.30	59.61	78.76	104.98
增长率（%）	15.18%	29.99%	23.42%	32.11%	33.29%
净资产收益率（%）	17.93%	18.90%	11.92%	14.18%	16.69%
每股收益（元）	0.50	0.64	0.60	0.79	1.05
PE	113.22	88.45	94.96	71.88	53.92
PB	20.49	16.61	11.32	10.19	9.00

分析师：喻言

010-66554012

yuyan_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516070001

联系人：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

联系人：夏清莹

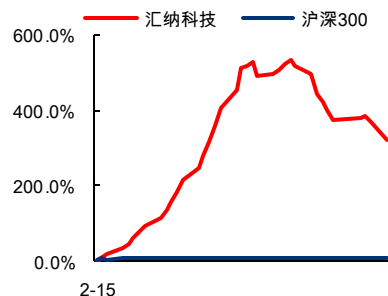
0755-83256464

xiaqy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	49.36-11.69
总市值（亿元）	49.36
流通市值（亿元）	12.34
总股本/流通 A 股（万股）	10000/2500
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	13.82

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《汇纳科技（300609）2016 年年报点评：业绩稳定增长，“新零售”模式下前景广阔》2017-03-20

目 录

1. 公司是视频客流分析领域的龙头企业	3
1.1 公司历史经营业绩出色	3
1.2 公司产品粘性强	4
2. 公司业务正处于发展黄金期	5
2.1 视频客流分析行业正步入发展的快车道	5
2.1.1 我国视频客流分析系统市场空间大	5
2.1.2 人脸识别技术的应用提升了产品价值	5
2.2 公司客流分析系统业务持续快速增长	6
3. 公司募投项目顺应行业趋势	7
3.1 公司其他产品及服务拓展迅速	8
3.1.1 我国智慧购物市场前景广阔	8
3.1.2 线下智慧购物为公司带来新的业务和盈利点	9
3.2 线下客流信息数据统计平台持续升级	9
3.3 “汇客云”大数据服务平台助推公司产业生态布局	10
3.4 扩建运营服务网络完善全国性运营服务体系	11
4. 盈利预测及估值	11
5. 风险提示	11

表格目录

表 1: 公司盈利预测表	12
--------------------	----

插图目录

图 1: 汇纳科技股权结构情况	3
图 2: 汇纳科技营业收入图（万元）	3
图 3: 汇纳科技利润率图	3
图 4: 汇纳科技各业务收入构成图	4
图 5: 汇纳科技各业务毛利率图	4
图 6: 汇纳科技客流分析系统销售收入图（万元）	7
图 7: 各公司 2015 年客流分析系统收入和利润率对比图（万元）	7
图 8: 募集资金具体投向情况	8
图 9: 汇纳科技其他产品及服务收入图（万元）	9

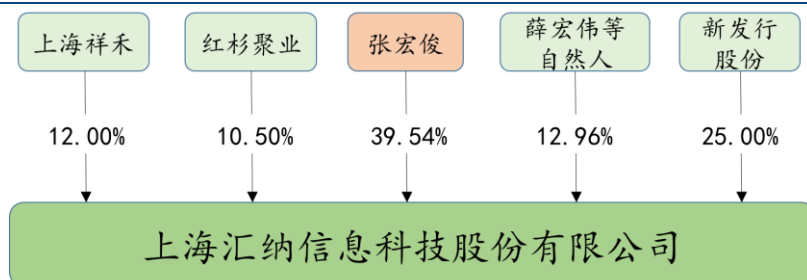
1. 公司是视频客流分析领域的龙头企业

1.1 公司历史经营业绩出色

汇纳科技目前所从事的主要业务是视频客流分析系统，主要利用视频分析技术等为百货商场、购物中心、零售连锁等领域内的线下实体商户提供客流量数据采集系统的方案设计、定制开发、实施上线、运维保障及数据增值服务等一系列专业服务。

公司实际控制人为张宏俊先生，持有公司 1 亿总股本中的 3,954 万股，占公司总股本的 39.54%。董事长兼总经理张宏俊先生是公司的创始人，具有丰富的产品研发和项目管理经验。

图 1: 汇纳科技股权结构情况

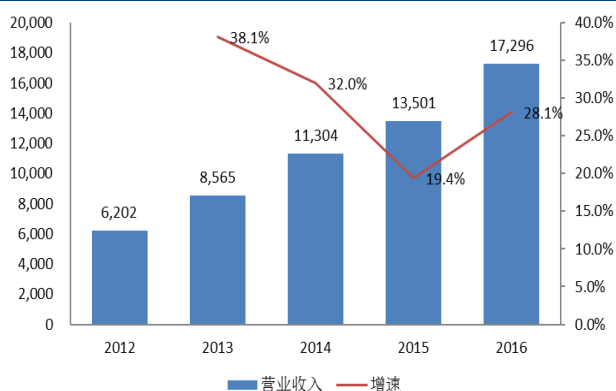


资料来源：汇纳科技 2016 年年度报告、东兴证券研究所

公司 2016 年营业收入 1.7 亿元，净利润 0.5 亿元。自 2012 年以来，公司收入保持了持续快速增长。从 2012 年到 2016 年，公司营业收入年均复合增长率为 29.23%，净利润年均复合增长率为 26.86%。

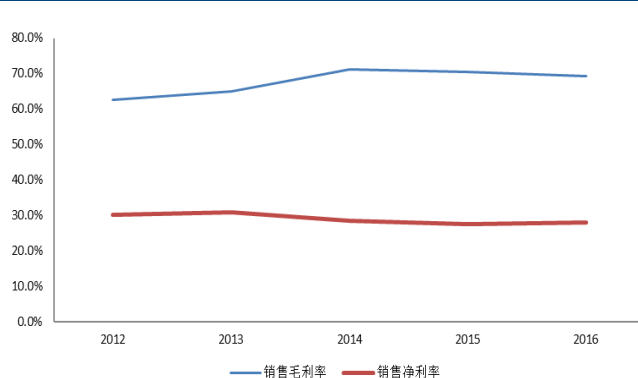
公司利润率水平较高。2016 年，公司销售毛利率为 69.19%，销售净利率为 27.93%。2012 年以来，公司销售毛利率和销售净利率表现较为平稳，整体上均处于较高水平。

图 2: 汇纳科技营业收入图（万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3: 汇纳科技利润率图

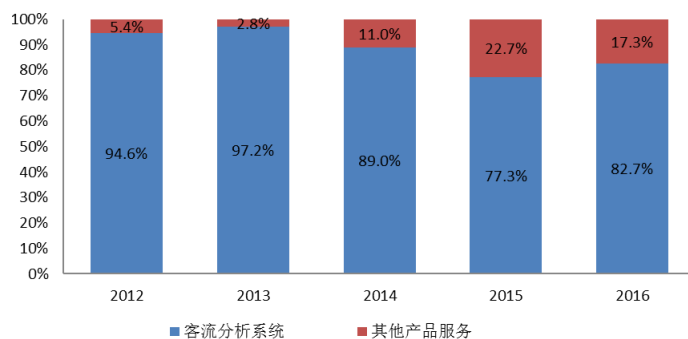


资料来源：wind、东兴证券研究所

从收入结构来看，客流分析系统是公司最重要的收入组成部分，在公司营业收入中具有支配地位。公司的其他产品服务收入比重较小，但呈逐年增加的趋势。2016 年，公司客流分析系统和其他产品服务收入占比分别为 82.7%、17.3%。

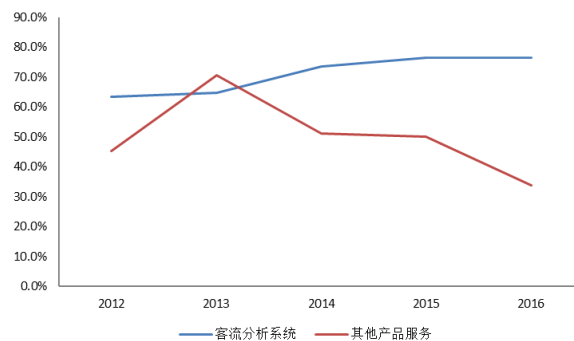
从业务利润率来看，公司客流分析系统毛利率保持在 70%左右，其他产品服务销售毛利率保持在 50%左右。得益于技术持续改进及施工管理效率的提升，公司客流分析系统的毛利率总体处在较高水平且稳中有升。而公司在其他产品服务领域也在不断开拓并调整业务类型和结构，为公司带来了新的收入盈利点，销售毛利率较高但变动幅度也较大。

图 4:汇纳科技各业务收入构成图



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5:汇纳科技各业务毛利率图



资料来源：wind、东兴证券研究所

1.2 公司产品粘性强

公司始终坚持高附加值的盈利模式。公司具有典型的“轻资产”特征，盈利核心要素是将知识、技术、人力资本创新性地转化为具有高市场价值的线下消费行为数据分析产品和服务，从而在市场中获得良好的收益。公司报告期内盈利的主要来源为视频客流分析系统的销售，并辅之以后续系统维护等相关服务。未来公司将在视频客流分析系统的基础上，研发、推广多种形式的线下消费行为数据分析产品及服务，并根据市场实时状况**逐步推广数据服务导向的盈利模式**，以期更好地服务市场需求并获取收益。

公司立足于自主创新，不断促进技术、产品、应用、商业模式的升级，推动形成全新的高成长市场，为公司业务的提升和扩大营造充分的发展空间。同时，充分借助深厚的技术积累，为市场提供超越客户需求的创新产品和应用解决方案，建立起公司在行业内的先发优势，保证公司良好的营业收入水平和利润空间。

公司产品黏性强。公司产品和服务直接提供给下游客户。如果需要替换另外一家的产品，则需要替换掉所有的软硬件产品。再加上新产品使用习惯也与原有产品不同。而且截至 2016 年 6 月 30 日，公司运维人员达到 213 人，超过公司员工总数的 50%。覆盖面广、体系健全、功能齐备的运营服务网络体系是提升客户满意度和保持客户黏性的重要保障。因此，公司产品黏性强，替换成本很高。

2. 公司业务正处于发展黄金期

2.1 视频客流分析行业正步入发展的快车道

2.1.1 我国视频客流分析系统市场空间大

近年来，随着移动互联网的快速发展，电子商务的出现进一步挤占了线下零售业的发展空间，加剧了行业竞争。在商业竞争日益激烈的今天，高效正确的商业管理是决定企业营销成功的重要因素，越来越多的企业管理和决策者开始意识到了客流数据对于决策分析的重要性。

视频客流分析系统已成为行业主流技术。从商用客流统计分析的技术演进及方向来看，早期的客流分析主要采用人工计数的方法，对某一时点的客流量进行抽查。这种方法不能做到实时监测，同时准确率也较低。后来部分商家引进了基于红外技术以及重力感应方式的客流统计系统，但这种系统也只能做到“人数计算”，无法深入进行客流的信息分析，很难较好地满足商业用户的需求。随着技术的不断发展，采用视频分析技术的视频客流统计系统开始崭露头角，它因其优越的性能、精确的统计结果、简单的安装实现方式以及低廉的成本等特性，逐步被商场等购物场所采纳使用。从技术方向上看，视频分析技术目前已经成为开放客流统计领域最成熟、最主流、应用领域最广的技术。

我国视频客流分析系统具有广阔的市场需求空间。经过十余年的发展，我国线下大中型商业实体业态丰富，数量繁多。仅从购物中心的业态来看，2014 年底已超过 4,000 家。从目前来看，安装客流分析系统的主要是万达广场、龙湖天街等大型百货商场和购物中心。受制于经营理念和预算支出等方面的限制，众多大中型商业实体尚未安装客流分析系统，市场空间巨大。对比发达欧美国家 90%以上的覆盖率，国内的渗透率可能只有个位数左右，所以从整个市场空间来看，未来很大概率上能催生出一个百亿甚至千亿级的空间。

2.1.2 人脸识别技术的应用提升了产品价值

视频客流分析系统技术飞速发展。早期的视频客流分析系统只能做到简单的人数识别，识别的准确度和有效性较低。同时缺乏配套的数据分析系统，并不能直观地反映出客流特征，难以为商户提供有效的决策依据。随着大数据、机器学习等技术的引入，人脸识别、3D 识别等技术的发展大大提高了视频客流分析系统采集和分析数据的准确性，如今的客流分析系统正逐渐朝着智能化、一体化的方向发展。智能客流分析系统通过先进的视频分析技术，可以精确、实时检测商场客流数据，实时提供客流动态分析报告，客观反映出商场客流特征。

视频客流分析技术进步不断拓宽行业的市场空间。随着视频客流分析系统采集和分析数据的准确度和不断提高，视频客流分析系统对于中小型零售商铺的适用度不断提升。原来针对大型百货商场和购物中心的系统应用已经可以完美地移植到中小型商业实体上，同时针对中小型商户特定需求的系统应用也在不断开发出来，有效地提高了视频客流分析系统的市场渗透率。

大数据浪潮给行业带来新的发展机遇。随着线下数据采集技术的发展和采集精度的不断提高，视频客流分析系统也催生出了客流大数据分析和应用。基于大样本、多维度的数据分析及挖掘应用已经能真正为管理者引流增效、精准营销和精细化管理提供有效支持。**视频客流分析系统配合全面综合的客流数据分析服务将会成为行业标配**，具有广阔的市场空间，给本行业的发展和转型提供了机遇。

2.2 公司客流分析系统业务持续快速增长

在线下商业零售行业转型的背景下，实体零售商业领域大数据的采集和应用是一个朝阳行业。公司处于一个新兴的朝阳行业，未来前景广阔。

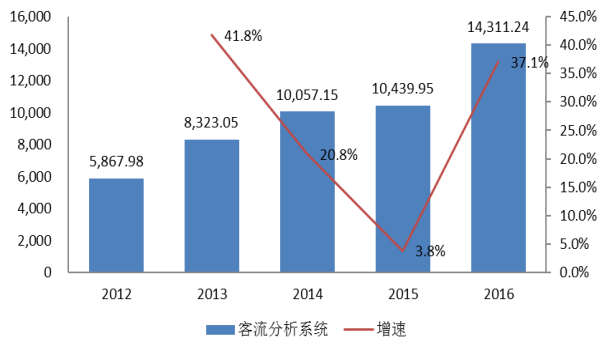
目前涉足国内客流数据传感器相关业务的企业还包括 BrickStream、索博客科技（深圳）有限公司、广州市科传计算机科技股份有限公司、上海悠络客电子科技股份有限公司等。

公司的优势主要体现在以下两个方面：

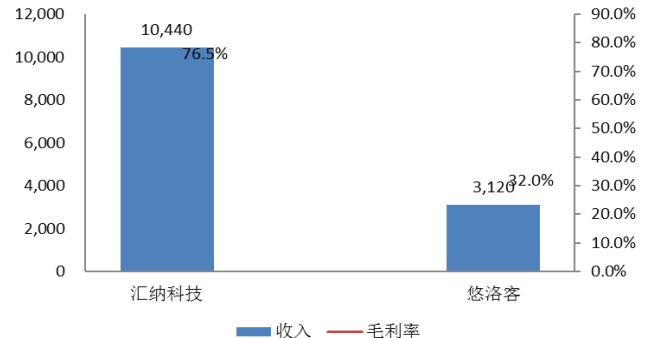
- ◆ **下游客户资源的竞争。**由于公司下游客户多为高端商业零售企业，在企业发展壮大过程中均已形成较为先进的管理水平，并且由于线下消费者行为分析数据采集点一旦完成布局，对下游客户将会形成较高的转换成本，因此，各商业零售企业对于系统供应商的选择也均建立了较为完备、严格的遴选制度。针对客户资源的竞争，尤其是大型百货商场、购物中心的争夺，对行业内企业深度把握用户需求提出了更为精细化的要求，长期专注于行业内的专业性厂商优势更为突出。
- ◆ **客户运维服务的竞争。**客流系统安装调试完毕投入使用后的运维服务体系是提升客户满意度和保持客户黏性的重要保障，也是体现客流分析行业内企业竞争能力强弱的重要影响因素。

汇纳科技是客流分析系统行业的龙头企业。2016 年，公司客流分析系统销售收入达到 1.43 亿元，同比增长了 37.1%。从 2012 年到 2016 年，公司客流分析系统销售收入年均复合增长率为 24.97%。

公司紧抓行业发展的机遇，市场占有率高。公司依靠产品技术创新、运维服务的发展，持续占有较高的市场份额，经营规模迅速扩大。公司产品及服务已基本覆盖诸如万达广场、龙湖天街、银泰中心、恒隆广场、龙之梦、新世界等知名百货商场和购物中心，以及屈臣氏、耐克、苹果、特力屋、艾格、彪马等品牌零售连锁店铺，已经成为线下客流数据分析领域的专业供应商，在行业内具有较强的综合竞争力。目前，公司视频客流分析系统在国内商业零售领域的实施案例已经达到 18,900 余家，包括 900 余家百货商场、购物中心和 18,000 余家零售连锁店，遍布全国 340 多座城市，市场覆盖面广，市场占有率高。

图 6: 汇纳科技客流分析系统销售收入图（万元）


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7: 各公司 2015 年客流分析系统收入和利润率对比图(万元)


资料来源：wind、招股书、东兴证券研究所

目前，公司已经与国内外多个重要公司结成战略合作关系。公司是万达地产信息管理系统建设的重要合作伙伴。万达地产目前已在多座城市开设商业综合体“万达广场”，在已经开业的将近 200 座万达广场中，由公司提供客流分析系统的万达广场数量占比超过 3/4。此外，龙湖地产、银泰集团、恒隆地产等知名商家在全国各地所开设的百货商场、购物中心，以及屈臣氏、耐克、苹果等知名品牌零售连锁店铺，在客流统计与分析解决方案方面也主要采用公司所提供的客流分析系统。

公司进一步拓展运营服务网络，提升覆盖面广度和服务深度。在总部运维管理中心统一领导下，2016 年度，公司在全国各大区设立的区域分支机构进一步增加，完善了网点布局，有效的提高了公司竞争力。

2017 年一季度以来，公司订单进一步增加，客流分析系统业务做出了重要贡献。我们预计公司客流分析系统业务将有望继续保持高速增长水平。从 2017 年到 2021 年，我们预计公司客流分析业务收入增速将达到 40% 以上。

3. 公司募投项目顺应行业趋势

公司不断探索业务模式创新。在客流分析系统硬件设施广泛布局及数据报表分析系统成熟应用的基础上，公司正在积极探讨客流分析系统硬件设施推广模式的创新。在系统销售方式的基础上新增数据服务方式，并通过自我积累及数据合作等多种方式积极构建线下实体商业大数据平台，进行大样本、多角度的数据分析及延伸应用，营造线下实体商业大数据生态环境。

公司客流数据分析服务方面已提前布局。顺应行业发展的必然趋势，为迅速扩大公司客流分析系统在线下实体商业的覆盖面和占有率，也为公司构建线下实体商业大数据平台夯实基础，公司已尝试在系统销售方式的基础上新增数据服务方式。

数据服务方式下，公司为线下商业实体客户提供一系列的客流统计分析产品及服务组合，将选择权交给客户。商业实体客户可以不完全为客流分析系统本身买单，公司将收取少量安装费用甚至免费建设，但客户如果想获得全面综合的客流数据分析服务，

则需要支付相应标准的数据服务费。较低的硬件准入价格将有助于公司迅速打开中低端零售业市场，为将来的数据增值服务提前储备用户资源，业务发展潜力巨大。

公司现已完成在创业板上市，所募集的资金将用于以下项目的投资建设：

图 8:募集资金具体投向情况

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用本次募集 资金金额(万元)	项目备案文号
1	线下客流信息数据统计平台 (一期) 建设项目	48,080.00	17,527.33	金经备 20150120号
2	大数据服务平台建设项目	7,000.00		金经备 20150119号
3	技术研发中心扩建项目	8,000.00		西航天发 (2015) 62号
4	运营服务网络扩建项目	3,500.00		金经备 20150121号
合计		66,580.00		-

资料来源：汇纳科技 2016 年年度报告、东兴证券研究所

上述募集资金投资项目紧密围绕公司主营业务，是公司依据未来发展规划做出的战略性安排。其中，线下客流信息数据统计平台（一期）建设项目和大数据服务平台建设项目分别侧重于数据统计端和数据分析应用端，其良性互动将有力巩固公司在线下消费行为数据分析领域的领先优势。技术研发中心扩建项目和运营服务网络扩建项目将分别在技术研发支撑和运营服务网络健全两个方面夯实公司持续发展的基础。总体来看，公司本次募投项目的实施将全面提升公司的综合竞争实力，有利于公司经营规模和行业地位的不断提升。

3.1 公司其他产品及服务拓展迅速

3.1.1 我国智慧购物市场前景广阔

随着电子商务和移动互联网的快速崛起，线下实体商业面临着巨大市场冲击，转型迫在眉睫。电子商务凭借线上价格优势获取了大量顾客消费行为数据，通过大数据分析工具和手段，实现了数字化精准营销，并获得了巨大成功。而对于线下实体商业来说，推行 O2O 模式，把线上和线下的优势进行结合，让消费者在享受线上优惠价格的同时，又可享受线下贴身的服务，是其积极谋求转型的必经之路。

推行 O2O 模式对于智慧购物技术和服务提出了很高的要求。O2O 要求商业企业利用实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务渠道整合的方式，能够在任何时候、任何地点、任何方式给顾客提供无差别的购买体验。而现在推行 O2O 碰到的最大瓶颈是线下商业实体数据的匮乏，智慧购物致力于采集和处理各种消费行为数据，利用大样本、

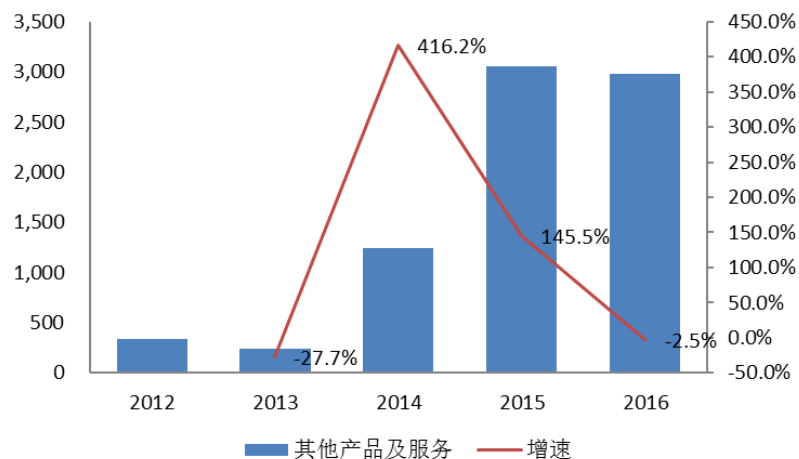
多维度的数据分析深入挖掘消费者的真实需求，为线下实体零售业引流增效、精准营销和精细化管理提供有效支持。

3.1.2 线下智慧购物为公司带来新的业务和盈利点

公司在力推客流分析系统布局及大数据平台建设之余，亦从线下商户的需求出发，自行研发或集成多项智慧购物产品及服务，充分满足客户需求，推进线下智慧购物科技创新，同时也为公司带来了新的业务和盈利点。

公司其他产品及服务主要涉及传感器的布局及具体应用，该等产品及服务主要包括 Wi-Fi 定位系统、智能停车场管理系统等，与客流分析系统一起，共同组成公司进行线下消费行为分析、推进智慧购物和智慧城市建设的多维度产品线，可以更好地满足线下实体商户的多样化需求，也有利于公司主营业务的拓展及盈利水平的增长。

图 9: 汇纳科技其他产品及服务收入图（万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

随着公司在智慧购物领域不断拓宽产品类型，调整产品和服务结构，再加上公司不断尝试满足客户多方面的需求，积极寻求新的增长点。目前，公司智慧购物市场开拓情况良好，预计其他产品及服务收入将持续增长，未来三年内将成长为公司稳定的业务增长点。

3.2 线下客流信息数据统计平台持续升级

我国线下实体商业视频客流分析系统覆盖率低，发展空间广阔。受制于经营理念和预算支出等方面的限制，众多大中型商业实体尚未安装客流分析系统，市场空间巨大。从零售连锁业态来看，我国各种类型的零售连锁店铺达数以百万计，客流分析系统的布局客观上同样具备广阔的空间。在零售业迅速发展的今天，新加坡、香港、日本、欧美等发达国家和地区 90% 以上的大型商场及连锁商业网点已经在广泛使用实时客流分析系统。相比之下，我国线下实体商业客流分析覆盖率还很低，发展空间广阔。

汇纳科技计划投资 48,080 万元，于未来三年内在新增 1,500 家线下大中型商业实体及 40,000 家零售连锁店铺布设升级版的视频客流分析系统，与已有存量客流信息数据采集点一起，建成“汇纳科技线下客流信息数据统计平台（一期）”。本项目是公司主要产品视频客流分析系统的拓展。通过实施该项目，公司将显著扩大线下客流信息数据统计覆盖面，进一步提升市场占有率和品牌影响力，夯实公司竞争优势。

目前，线下实体商业信息化行业的业务模式仍是以系统销售方式为主，较高的系统建设投入，使得众多潜在用户转化周期相对加长，从而成为整个行业快速发展的瓶颈。未来一段期间内，汇纳科技业务模式将在系统销售方式基础上逐步推行数据服务方式，这也是行业发展的必然趋势。在该种模式下，公司将降低客流系统收费的比重，转而提供全面综合的客流数据分析服务，并收取相应标准的数据服务费。在这种模式之下，潜在客户对于客流分析系统的接受度预计将大幅提升。

我们看好公司线下客流信息数据统计平台的发展前景，理由如下：

- ◆ 线下客流信息数据统计平台迎合了移动互联网时代的市场需求，将能够推动大数据应用和 O2O 发展。
- ◆ 线下客流信息数据统计平台有助于巩固和提升线下客流分析领域的市场领先地位，并为公司构建大数据服务平台提供支持。

目前，汇纳科技已经募集了本平台建设所需资金，各项建设项目正在有序进展。预计该项目将在未来三年内建成，为公司开拓市场并完成业务模式转型提供强有力的支持。

3.3 “汇客云”大数据服务平台助推公司产业生态布局

大数据服务平台具有广阔的市场前景。面对电子商务的巨大市场冲击，线下商业实体迎来新的商业格局调整，谋求转型、推行 O2O 成为必需。而推行 O2O 的关键在于消费者行为数据的采集、分析和应用。线下商业实体不仅仅需要与自身相关的消费行为数据，更需要自身所属生态环境的平台大数据。对于大环境（如行业、商圈、城市等）数据的渴求，使得本项目的市场应用前景广阔。

大数据服务平台在经济层面具备较高的可行性。大数据服务平台建成之后实行的按需交付云交付模式，能够为线下商业实体提供高性价比、便捷的数据服务，满足其基本的数据需求，进而为公司带来直接的数据分析服务收益。平台建成之后也将改变目前线下商业实体数据维度偏少的状况，借助优秀的大数据处理技术，服务于更多大型商业集团客户的项目建设和咨询服务，深入挖掘包括商圈、城市、行业等在内的商情指数、客情指数等，为商家、政府和社会提供持续的增值数据应用与服务，带来高附加值业务和新的利润增长点。

汇纳科技的“汇客云”大数据服务平台是连接实体商业的数据平台，以帮助商户了解和挖掘顾客价值为直接目的，系公司推广数据服务方式的主要载体。目前平台搭建工作已经基本完成，以该平台为基础的数据推广方式也已开始尝试推行。本项目拟建立以客流系统为基础，按需交付的云交付模式的大数据服务平台。云服务模式将极大拓展客户资源，放大数据池，提升关键技术和服务能力。

目前，汇纳科技已经在创业板上市并完成了所需的资金的募集，“汇客云”平台的建设和推广工作正在有序展开。项目建成后，围绕线下实体商业大数据平台，会逐渐形成一个完整的线下实体商业数据采集、数据分析、数据挖掘和数据应用的产业生态。

3.4 扩建运营服务网络完善全国性运营服务体系

汇纳科技目前在上海总部设有运维管理中心，在全国各大区域（东北、华北、华东、华南、西南、西北、华中）设有区域分支机构及部分服务网点，运营服务网络已经初步形成。伴随公司业务拓展的全面推进，建立健全覆盖全国范围的运营服务网络体系已经势在必行。

本项目将对全国七大区域级服务中心（沈阳、北京、南京、深圳、成都、西安和武汉）进行扩建，同时在各大区域内新增或完善 22 个服务网点。此外，本项目还将在上海总部通过招聘更多的项目建设、项目维护、技术支持等专业人员，配置软硬件设备等措施，提高运营总部的反馈效率、调度能力，并将借助网络通信技术、呼叫中心技术、ERP 物流管理系统等将遍布全国的各个分支机构、服务网点联接起来，使得公司运营总部与各区域性运营与服务网点协同运作，**构筑起三级联动、辐射全国的运营与服务网络。**

目前，汇纳科技已募资完毕，预期 2 年建设完成。项目完成后公司将健全、完善全国性运营服务体系，从而能为客户提供更具个性化的产品与增值服务，并全面提升公司运营服务能力，为实现自身战略发展目标提供有力保障。

4. 盈利预测及估值

公司是视频客流分析领域的龙头企业。技术研发能力强，产品优势明显，业内已形成一定的品牌知名度，商业模式成熟。公司项目交付时间短，配套运营服务完善。公司十余年的行业经验积累了大量线下商户资源，具有绝对的市场领先优势。公司核心团队健全完整，为公司发展提供强有力支撑。目前，公司已步入快速增长的黄金期。**我们预计公司 2017 年主营业务增长将达到 40% 以上。同时，公司正在积极寻求向高附加值业务的转型，将助推公司业绩更上新台阶。**我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 2.32 亿元、3.14 亿元和 4.27 亿元，归属母公司的净利润为 0.60 亿元、0.79 亿元和 1.05 亿元，对应每股收益分别为 0.60 元、0.79 元和 1.05 元，对应 PE 分别为 95、72 和 54 倍。按照公司 2017 年 100 倍市盈率，给予 6 个月目标价 60 元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

- 1、客流分析系统市场竞争加剧的风险
- 2、公司新业务拓展不及预期的风险

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	207	272	406	482	523	营业收入	135	173	232	314	427
货币资金	94	139	232	251	213	营业成本	40	53	69	92	124
应收账款	75	96	129	175	238	营业税金及附加	2	2	2	3	4
其他应收款	3	2	2	3	4	营业费用	25	28	38	51	70
预付款项	13	12	13	14	15	管理费用	39	48	64	87	118
存货	13	17	22	29	39	财务费用	-2	-1	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.56	1.40	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	31	24	177	317	409	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	10	10	10	10	投资净收益	0.08	0.48	8.00	8.00	8.00
固定资产	5.17	4.91	93.23	197.76	274.58	营业利润	31	42	66	89	119
无形资产	8	5	4	4	3	营业外收入	11.17	14.80	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	10	0	0	0	0	营业外支出	0.39	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	238	296	583	798	932	利润总额	41	56	81	104	134
流动负债合计	28	38	130	316	382	所得税	4	8	12	15	19
短期借款	0	0	61	231	275	净利润	37	48	70	89	115
应付账款	9	8	10	13	17	少数股东损益	0	0	10	10	10
预收款项	5	13	23	36	54	归属母公司净利润	37	48	60	79	105
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	37	47	93	147	191
非流动负债合计	3	2	0	0	0	BPS (元)	0.50	0.64	0.60	0.79	1.05
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	30	40	130	316	382	成长能力					
少数股东权益	0	0	10	20	30	营业收入增长	19.43%	28.11%	34.13%	35.21%	36.07%
实收资本 (或股	75	75	100	100	100	营业利润增长	1.85%	36.02%	59.33%	33.73%	34.54%
资本公积	57	57	235	235	235	归属于母公司净利润	15.18%	29.99%	23.42%	32.11%	33.29%
未分配利润	67	111	141	180	232	获利能力					
归属母公司股东	207	256	500	555	629	毛利率 (%)	70.46%	69.19%	65.80%	64.32%	62.73%
负债和所有者权	238	296	640	891	1041	净利率 (%)	27.37%	27.93%	30.01%	28.30%	26.94%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	15.63%	16.32%	10.23%	9.86%	11.26%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	17.93%	18.90%	11.92%	14.18%	16.69%
经营活动现金流	6	49	72	98	123	偿债能力					
净利润	37	48	70	89	115	资产负债率 (%)	13%	14%	20%	35%	37%
折旧摊销	9.08	6.74	0.00	58.05	72.39	流动比率	7.46	7.11	3.13	1.53	1.37
财务费用	-2	-1	0	0	0	速动比率	7.01	6.67	2.96	1.43	1.27
应收账款减少	0	0	-33	-45	-63	营运能力					
预收帐款增加	0	0	10	13	18	总资产周转率	0.61	0.65	0.50	0.41	0.44
投资活动现金流	-7	-8	-225	-225	-173	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.46	21.58	27.07	27.99	28.51
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	8	8	8	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.64	0.60	0.79	1.05
筹资活动现金流	0	0	246	146	13	每股净现金流 (最新	-0.01	0.55	0.93	0.19	-0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.76	3.41	5.00	5.55	6.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	25	0	0	P/E	113.22	88.45	94.96	71.88	53.92
资本公积增加	0	0	178	0	0	P/B	20.49	16.61	11.32	10.19	9.00
现金净增加额	-1	41	93	19	-38	EV/EBITDA	111.59	87.20	58.43	38.49	29.88

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

喻言

中国科学院大学、中科院计算所计算机系统结构博士，北京航空航天大学电子信息工程本硕。计算机行业高级研究员。曾任职华创证券研究所计算机助理研究员，华泰证券研究所计算机研究员。

联系人简介

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

夏清莹

计算机行业研究员，英国拉夫堡大学、银行与金融学硕士，2016 年 4 月加入东兴证券研究所，专注互联网金融、人工智能以及次新股等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。