

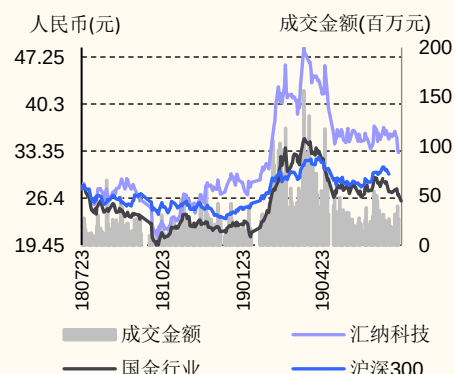
汇纳科技 (300609.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 33.10 元
 目标价格 (人民币): 43.60-43.60 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 16,917.99
 总市值 (百万元) 198,146.55
 年内股价最高最低 (元) 11.72/8.57
 沪深 300 指数 4006.72
 深证成指 11367.62



线下客流分析龙头，云转型拓宽成长空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.586	0.649	0.854	0.952	1.106
每股净资产 (元)	4.68	5.21	6.02	6.59	7.25
每股经营性现金流 (元)	0.50	0.21	0.51	0.65	0.70
市盈率 (倍)	61.63	41.80	38.70	34.71	29.89
净利润增长率 (%)	22.36%	10.91%	31.42%	11.51%	16.13%
净资产收益率 (%)	12.52%	12.45%	14.18%	14.44%	15.24%
总股本 (百万股)	100.90	100.98	100.87	100.87	100.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 传统客流分析业务成熟，布局 SaaS 由软件集成商向数据运营商转型。**
 公司是线下客流分析行业龙头，目前为超过 1500 家购物中心及 2 万家品牌专卖店提供客流分析系统，行业市占率超过 70%。公司自上而下“打总拿点”模式不断从集团层斩获客户，19 年进一步与王府井及华联达成战略合作，未来有望伴随下游大客户规模扩张实现业绩稳健成长。我们认为，云业务的推出显著拓宽公司未来成长空间，推动其由软件集成商向数据运营商转型。预计到 2021 年，公司云业务占收比将突破 30%。
- 数据资源是核心竞争壁垒，云业务布局先发优势显著。**
 我们认为，公司在客流分析领域最大优势在于深耕行业多年遍布全国的数据入口，样本数量遥遥领先，沉淀的数据具备较强资源稀缺性。SaaS 时代，数据统一线上汇总分析，公司的卡位优势更加显著。我们认为，公司云产品处发展初期，目前增值功能较为简单，但 Q1 的高转化率已经验证市场对产品具备较大需求，未来伴随功能细化及多样化，公司客单价有望伴随稳步提升。
- 云服务带来增量市场，拓宽公司未来成长空间。**
 云化后，产品对接部门由 IT 转向市场部，预算空间大幅提升。预计行业成熟后，商场每年支出 30-50 万采购数据服务（预算金额的 3-5%），长期看 7000 家购物中心（假设 5000 存量+2000 新增）带来的云服务增量空间达到 21-35 亿。我们认为，公司云转型先发优势显著，客户上云数量快速提升，SaaS 时代有望延续领先优势。预计 2019-2021 年签约客户数量为 500、875、1350 家。

盈利预测与估值

- 预计公司 19-21 年实现收入 2.89/3.77/4.67 亿元；EPS 分别为 0.86/0.95/1.11 元，对应当前 PE 为 39/35/30 倍。采用分部估值法，我们认为公司合理市值为 44.04 亿，对应目标价 43.6 元。

风险提示

- 新增购物中心的数量不及预期；客户上云数量不及预期；汇客云业务拓展不及预期；应收账款过高；解禁风险。

罗露

联系人
 luolu@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、15 年深耕线下大数据分析，转型云服务稳操胜券	4
1.1 传统主业支撑业绩稳健成长，云服务布局效果开始显现	4
1.2 上游强议价能力+下游强客户黏性双管齐下，稳居国内客流分析系统龙头	5
1.3 一级市场资本控股 30%，股权回购计划信心倍增	6
1.4 规模远超竞争对手，彰显行业龙头地位	7
二、乘着智慧零售东风，云数据服务迎来最佳发展契机	8
2.1 智慧线下零售从 0 到 1，汇纳数据优势凸显	8
2.2 智能零售占 SaaS 行业的 1/4，未来是抢占 SaaS 细分领域的重点	9
2.3 存量和增量双驱动，中国客流分析系统市场潜力无限	10
三、云转型拓宽成长空间，由产品型转向数据运营服务商	11
3.1 15 年数据沉淀构筑天然竞争壁垒	11
3.2 云转型拓宽成长空间，“汇客云”带来增量市场	13
3.3 汇纳拥有超过 60% 的客流数据量，零售市场将开加快业绩增速	13
四、业绩预测及估值	14
4.1 客流分析系统收入预测	14
4.2 云服务收入预测	14
4.3 零售市场收入预测	15
五、风险提示	15

图表目录

图表 1：2012-2018 年公司营业收入、归母净利润(百万)	4
图表 2：2012-2018 年公司毛利率、净利率及期间费用率	4
图表 3：2016-2019Q1 年公司季度营业收入（百万）、环比及同比（%）	5
图表 4：2012-2019Q1 年公司预收账款（百万）及增速（%）	5
图表 5：2013-2016H1 年公司产品成本情况	6
图表 6：公司发展历程	6
图表 7：公司股权结构	7
图表 8：公司已经实施两期员工的股权激励计划	7
图表 9：汇纳科技规模远超竞争对手	8
图表 10：智慧零售即实现消费者、供应链和场景三大要素的管控	8
图表 11：线下零售还是占据体量优势	9
图表 12：“场”的数据化模式	9
图表 13：中国 SaaS 市场 2022 年规模有望超 58 亿美元	10
图表 14：预计未来购物中心增量维持稳定的增速	10
图表 15：2019 年拟开业购物中心 982 个	10
图表 16：一线城市购物中心调整改造比例逐年上升	11

图表 17: 三四线城市是未来购物中心争夺地	11
图表 18: 传统主业客户根基深厚	12
图表 19: 万达商业地产数量预测	12
图表 20: 龙湖商业地产数量预测	12
图表 21: 本地化团队广覆盖保证及时响应	13
图表 22: 传统客流分析系统收入预测 2019-2021 (万元)	14
图表 23: 购物中心汇客云收入预测 2019-2021 (万元)	14
图表 24: 预计零售业务在 2020 年有望贡献 2700 万	15

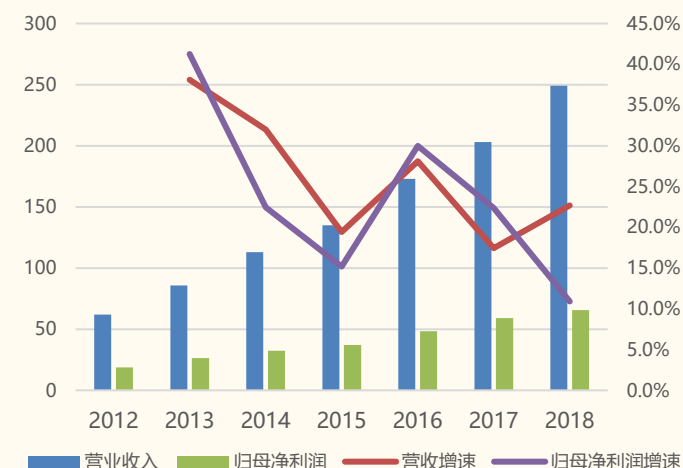
一、15 年深耕线下大数据分析，转型云服务稳操胜券

1.1 传统主业支撑业绩稳健成长，云服务布局效果开始显现

线下客流分析龙头，云转型拓宽成长空间。公司是国内线下客流分析行业领军企业，目前为超过 1500 家购物中心提供客流分析系统，国内市占率超过 70%；此外，公司产品覆盖超 2 万家品牌门店及 400 个地市，传统业务根基稳固。今年来，公司积极进行产品云化，由过去的系统集成商向数据运营服务商进行转型。我们认为，公司数据核心壁垒高筑，本地化团队服务响应及时，云转型先发优势显著，未来“汇客云”进一步拓宽公司成长空间。

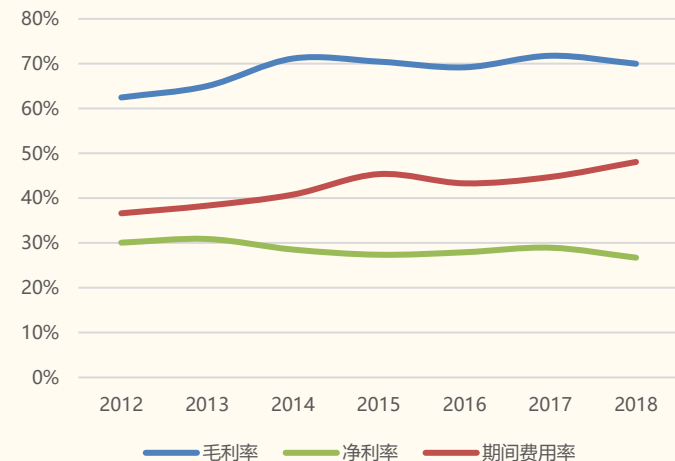
传统客流分析业务成熟，业绩稳健成长印证市场高认可度。公司营业收入和净利润稳步上升，2018 年营业收入达到 2.49 亿元，同比增长 22.7%，三年复合增长率为 20.02%。公司的归母净利润为 0.66 亿元，同比增长 10.9%，三年复合增长率为 16.49%。公司 8 成以上的营业收入是来源于客流分析系统，营收增速一直维持在 20% 左右。毛利率方面，公司自 2014 年开始毛利率维持在 70% 以上的水平，高毛利率得益于客流系统的高附加值及轻资产运营模式。我们认为，伴随“汇客云”平台的全面铺开，未来传统客流系统服务+云服务的产品附加值将进一步的提升，公司的获利空间可期。

图表 1：2012-2018 年公司营业收入、归母净利润(百万)



来源：wind，国金证券研究所

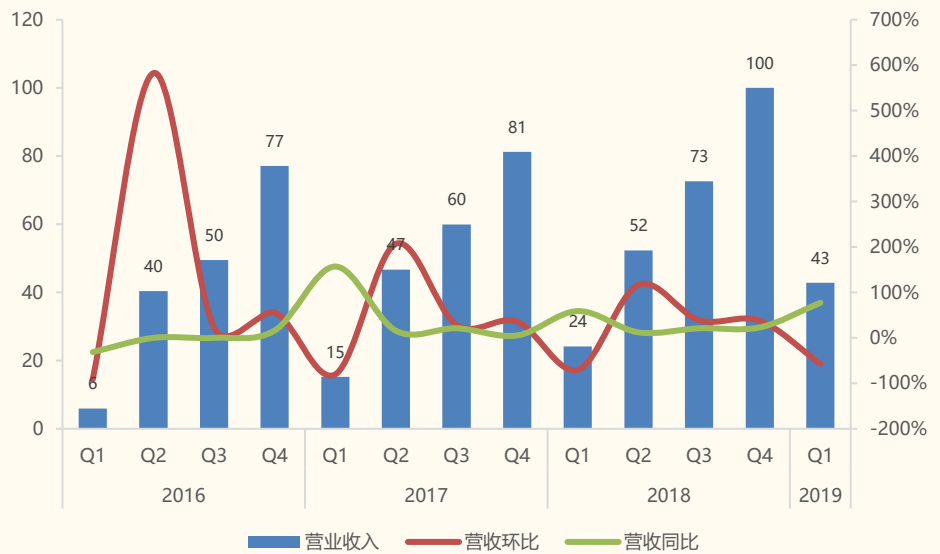
图表 2：2012-2018 年公司毛利率、净利率及期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

19 年一季度公司实现 4300 万元的营业收入，全年营收有望超过 4 亿元。公司的收款模式是先装验收完成后付费，收入有延迟，呈现季节性差异。公司近三年季度收入比重稳定，第四季度的收入占全年收入的 4 成，下半年的收入占全年收入近 7 成。2019 年一季度同比增长 77.2%，全年业绩可期。

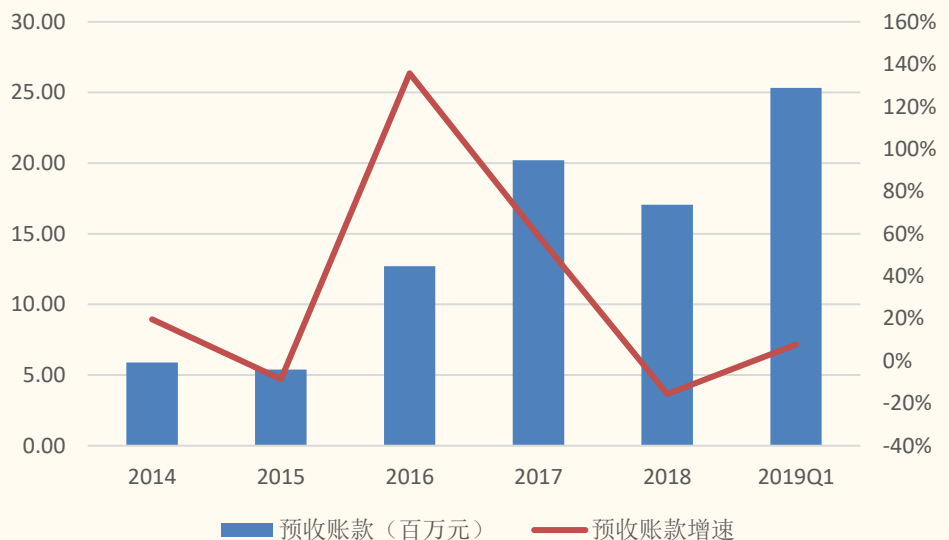
图表 3：2016-2019Q1 年公司季度营业收入（百万）、环比及同比（%）



来源：wind，国金证券研究所

云业务布局效果开始显现，Q1 预收账款环比增长 48.5%。公司 1 季度预收账款达 2532 万，公司预收款一季度同比增加了 827 万（环比增长 48.5%），我们预计将在二季度或者下半年陆续产生预收，推动公司全年业绩成长。

图表 4：2012-2019Q1 年公司预收账款（百万）及增速（%）

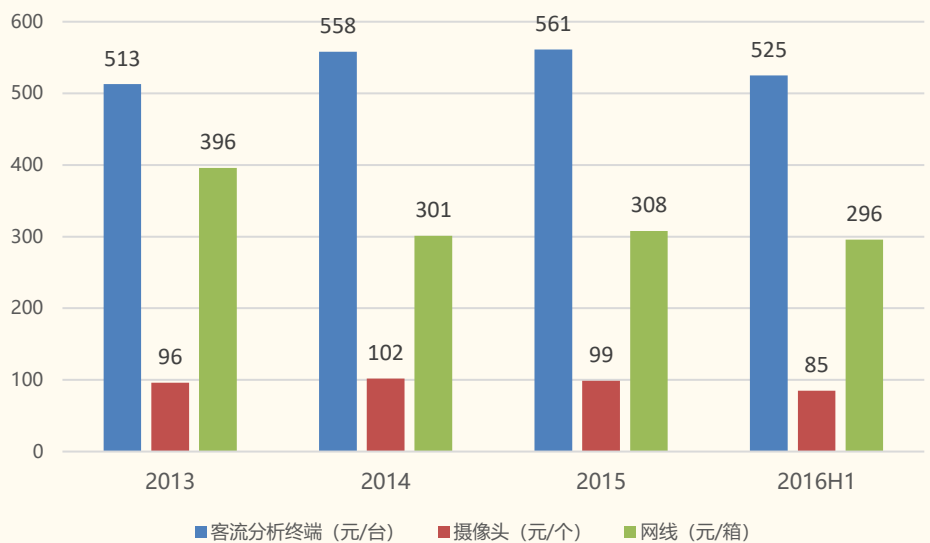


来源：wind，国金证券研究所

1.2 上游强议价能力+下游强客户黏性双管齐下，稳居国内客流分析系统龙头

上游充分竞争，上游议价能力走强，公司产品成本逐年下降。公司的硬件产品设备中，服务器、显示器等主要通过厂商直接采购或通过贸易商采购，作为系统数据分析基础设备的客流分析终端及摄像头主要通过第三方供应商订制，客流分析系统等产品的布线安装通过劳务外包方式完成。上游产业充分竞争，公司依托在行业内的优势地位，具备一定议价能力。

图表 5：2013-2016H1 年公司产品成本情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

“打总拿点”模式攻下游客户。公司自上而下通过招标的形式拿项目，从集团层面向下层各个购物中心推广。公司今年发布公告，已经和华联及王府井达成战略合作，确认公司为其线下实体商业运营信息化领域的重要合作伙伴。在同等条件下，将优先选择汇纳作为客流管理、人工智能、大数据服务合作伙伴。我们认为，公司自上而下“打总拿点”模式与集团层面达成战略合作，有望进一步巩固行业龙头地位。公司今年新拓展两大集团客户，一方面高客户集中度有望得到缓解，另一方面同时未来成长业绩可期。

1.3 一级市场资本控股 30%，股权回购计划信心倍增

公司正在从系统集成商向数据服务运营商转型。过去公司的主要业务是出售客流系统包括物流、客流两部分，自 2018 年下半年开始，随着平台样本数据的增加，以及线下客户的需求打磨，公司向云服务转型推出 SAAS 服务产品，在 4 月 13 日推出基于汇客云的三个产品模块：流量分析、运营对标和客群洞察。

图表 6：公司发展历程

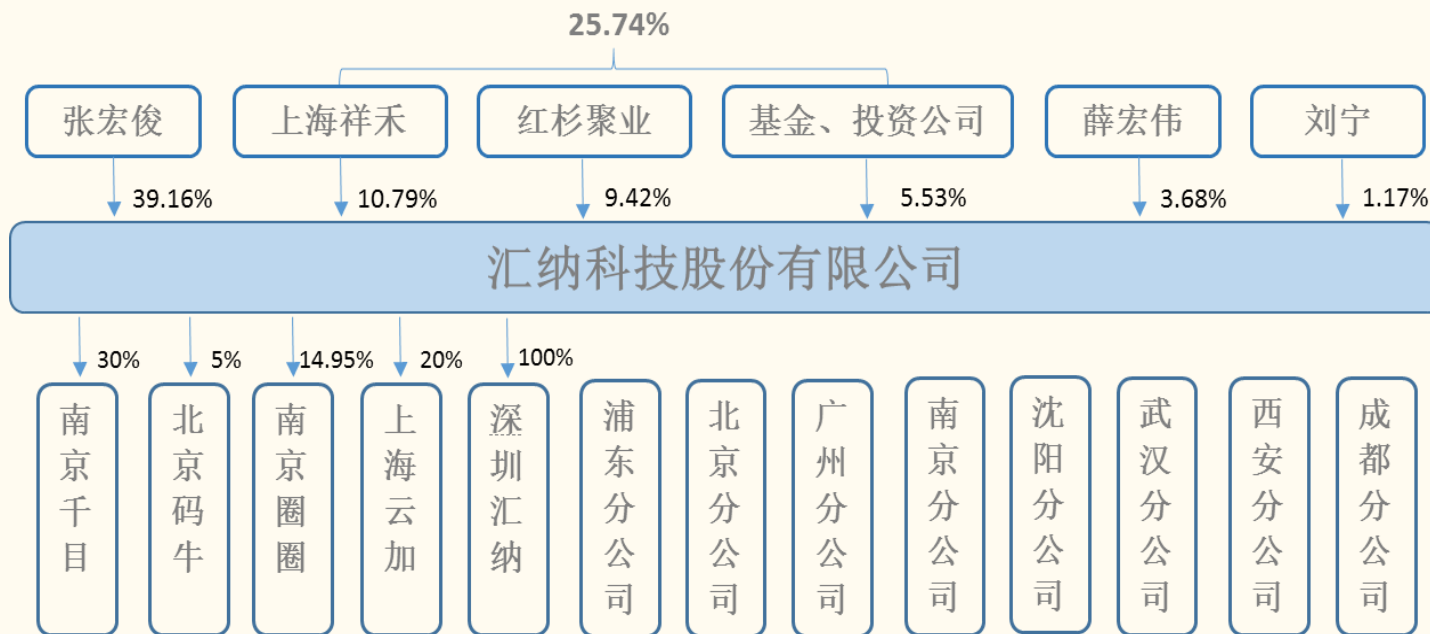


来源：公司官网，国金证券研究所

以分公司形式全国铺 169 个服务网点提高运营效率。公司在全国主要区域深圳、北京、广州、南京、沈阳、武汉、西安、成都设立七家分公司，拥有 169 个服务网点，辐射全国 400 多个城市和地区。同时公司设立了 7 个子公司主攻数据服务方向，上海云加和南京圈圈基于线下消费信息数据的 APP 应用开发；北京

码牛主要从事信息安全及相关大数据分析产品的研发、集成和运营；南京千目主要从事电子导购系统的研发与销售。成立各子公司有助于丰富公司产品线、增强协同效应。

图表 7：公司股权结构



来源：公司年报，国金证券研究所

公司回购股份用于实现股权激励计划。公司于今年 5 月以 3200 万元完成回购 1.08% 的公司股份，之后将对公司中高级管理人员和核心技术人员实现股权激励。在此之前公司已经实施了两期股权激励：2017 年将 90.2 万股授予 64 名核心人员；2018 年将 275.4 万份股票期权授予 151 名公司员工，进一步健全公司的长期激励机制。

图表 8：公司已经实施两期员工的股权激励计划

	2017 年	2018 年
股权激励类型	限制性股票	股票期权
激励规模	首次授予 90.2 万股，预留 8 万股	首次授予 275.4 万股，预留 68.85 万股
激励人员	副总经理和中层骨干，共 63 人	董秘、财务总监、商业地产部总经理和中层骨干，共 151 人

来源：国金证券研究所

1.4 规模远超竞争对手，彰显行业龙头地位

汇纳业务覆盖率远超竞争对手慧眼数据。汇纳覆盖购物中心数量超过 1500 家，是慧眼的 5 倍；汇纳覆盖品牌连锁数量超过 2 万家，是慧眼的 3 倍多。从实施案例来看，汇纳在商业零售领域已经完成超过 21000 例，而慧眼仅有 15000 例。在研发技术成果方面，汇纳拥有 120 个知识产权，慧眼拥有 30 项发明专利和 50 篇软件著作权。汇纳科技在行业经验、辐射范围、研发成果、项目成果等各个方面与对手相比龙头领先优势显著。

图表 9：汇纳科技规模远超竞争对手

公司	汇纳科技	慧眼数据
上市板块	创业板	新三板
行业经验	15 年	10 年
购物中心数量	1300+	260+
品牌连锁数量	20000+	6500+
服务网点	169	500+
分、子公司	4 家	3 家
自主知识产权	120+	80+
实施案例	21000+	15000+

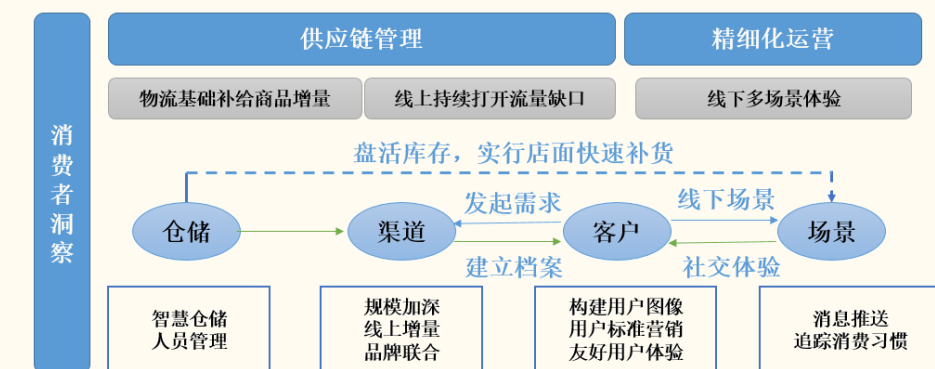
来源：公司官网，国金证券研究所

二、乘着智慧零售东风，云数据服务迎来最佳发展契机

2.1 智慧线下零售从 0 到 1，汇纳数据优势凸显

智慧零售已成未来发展方向。零售大户苏宁从 2017 年开始提出智慧零售的概念，将大数据、云计算、物联网等方面的技术贯穿到各类商品的销售中，形成一套完整的零售行业解决方案。智慧零售是将传统零售和线上零售结合，实现在消费者、供应链和场景三大要素的管控，最终零售商达到对用户的需求更了解，零售商品更智能，场景构建更精细化的战略目标。

图表 10：智慧零售即实现消费者、供应链和场景三大要素的管控

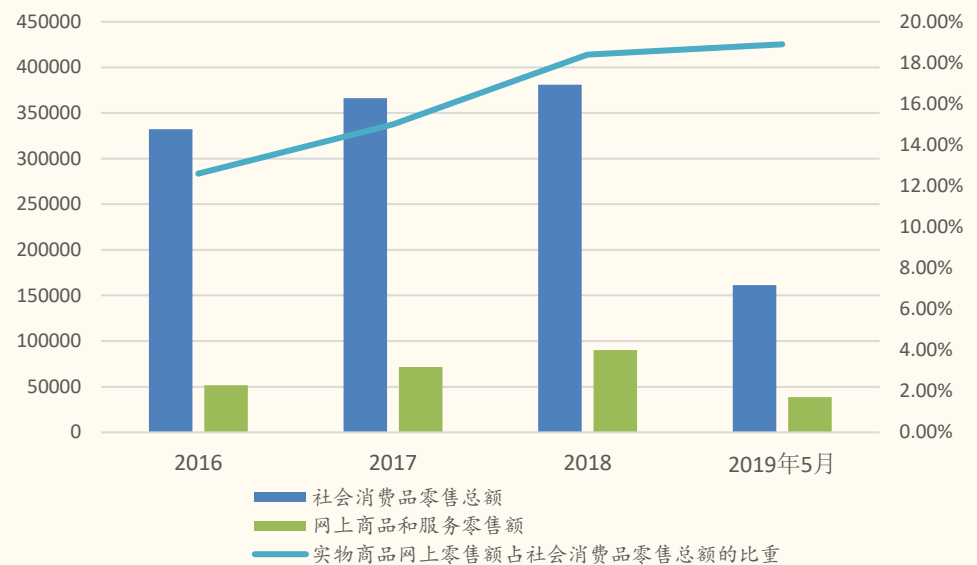


来源：36Kr，国金证券研究所

零售的大趋势是数据经营。近几年，线上零售的模式席卷零售商。线上零售的优势在于便捷高效，客户可以一键购买到商品，商家可以通过客户的浏览数据精准地捕捉到客户的需求从而实现精准营销。零售的重点是满足消费者的需求，因此实体商业转型的核心是科技，进行全面数字化改革，不断完善优化人、货、场的经营。因而数据是获得成功的关键，零售厂商最终将实现运营专业化。

线下零售的空间依旧庞大，占总零售的比例在 80%以上。根据国家统计局的数据显示，尽管线上零售体量逐年增加，但是线上交易的比例趋于稳定在 20%以内，线下零售的体量庞大仍然占据大头：2018 年线下商品和服务的零售额为 290921.85 亿元，占社会消费品零售总额为 81.60%。

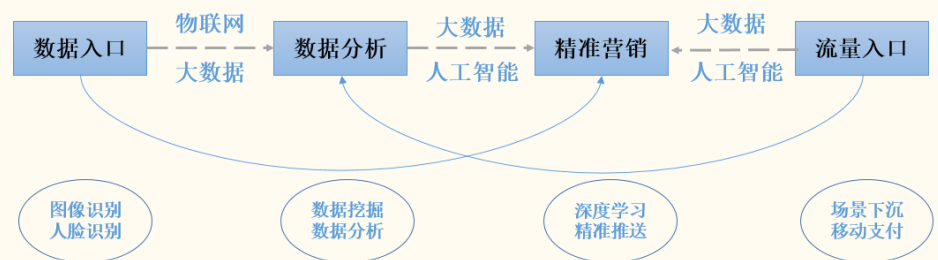
图表 11：线下零售还是占据体量优势



来源：国家统计局，国金证券研究所

实体商业“重运营”的大趋势验证数据服务是未来优质赛道。实体零售正在走向拐点，现在广泛应用小程序、APP、线上商城、会员互动营销等新工具，可以看出实体商业正由“重开发”向“重运营”转变，并且“实体商业+互联网”的跨界思维正在形成。而运营创新必须基于“场”的数据化，通过洞察消费行为来调整“场”从而服务于“人”。实体商业成功的关键是业务数据化、数据业务化，从而实现经营管理专业化。未来零售商将重构“人、货、场”，利用大数据分析识别顾客画像、进行精准营销，增加顾客黏度。实体商业重运营的大趋势将助力汇纳数据服务的未来增长。

图表 12：“场”的数据化模式

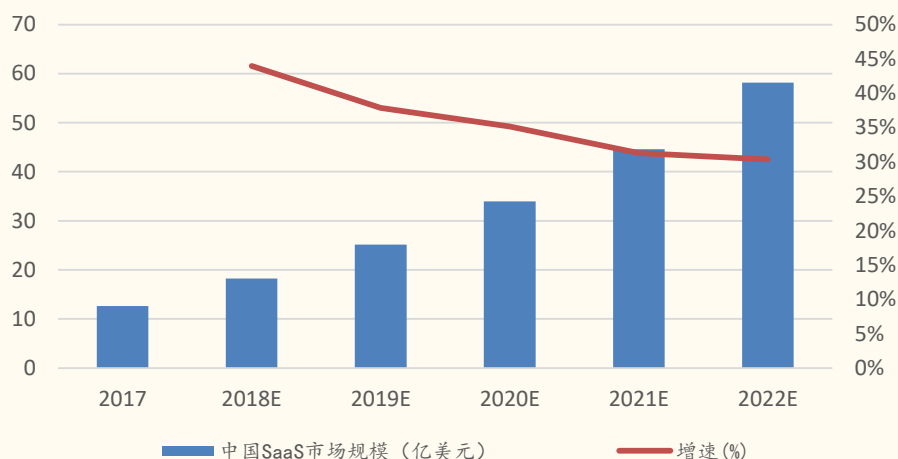


来源：36kr，国金证券研究所

2.2 智能零售占 SaaS 行业的 1/4，未来是抢占 SaaS 细分领域的重点

2021 年中国 SaaS 行业市场规模有望达到 654 亿元。随着国内厂商的 SaaS 产品逐步成熟以及客户对 SaaS 的逐步认可，据 IDC 预测，2022 年我国 SaaS 市场规模将达到 58.17 亿美元，年复合增速 35.7%。从需求端看，在国家的力推下企业上云的需求激增，企业信息化的支出增加，助力 SaaS 的市场规模进一步增加。从供给端看，传统软件厂商在朝着云服务转型，全方位投入到云计算的产品研发，刺激 SaaS 行业的发展。艾瑞咨询统计，零售电商随着新零售、智慧零售的发展，目前规模占比达到行业的 26%。我们认为，新零售发展趋势已经确立，未来线下数据的收集将成为行业发展的重要一环。

图表 13：中国 SaaS 市场 2022 年规模有望超 58 亿美元

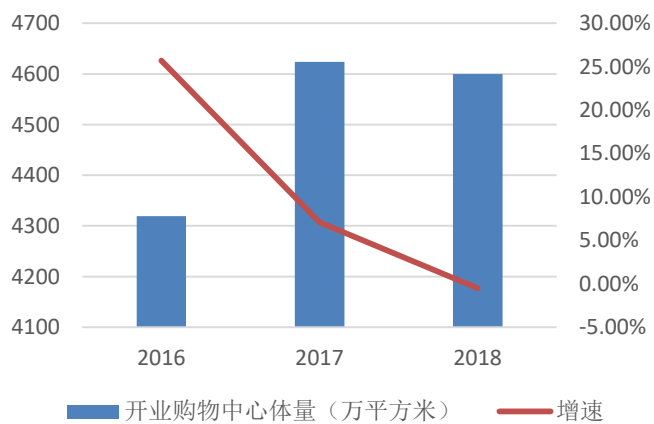


来源：IDC，国金证券研究所

2.3 存量和增量双驱动，中国客流分析系统市场潜力无限

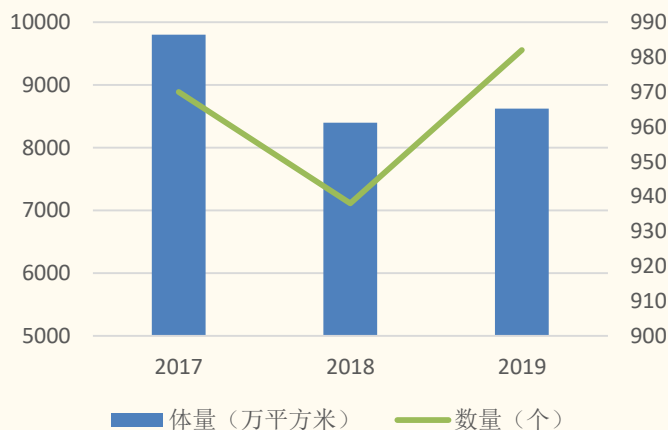
对标海外线下客运系统渗透率高达 90%，我国市场空间潜力无限。在存量市场，新加坡、香港、日本、欧美等发达国家和地区 90% 以上的大型商场及连锁商业网点已经在广泛使用客流分析系统，我国的渗透率显然远低于 90%。在增量市场，我国购物中心数量每年在不断增长。根据赢商网的数据，2018 年全国开业购物中心总数量超 530 个，商业总体量超 4600 万平方米，与 2017 年相比，数量增加了 30 个，但是体量下降 20 多万平方米。与 2018 年初的拟开业数据相比，数量、体量的实际开业率均为约 54%，不足 6 成，因此还有 3800 万平方米的购物中心推迟到未来几年开业，增量市场仍有较大空间。

图表 14：购物中心体量维持稳定



来源：赢商网，国金证券研究所

图表 15：2019 年拟开业购物中心 982 个

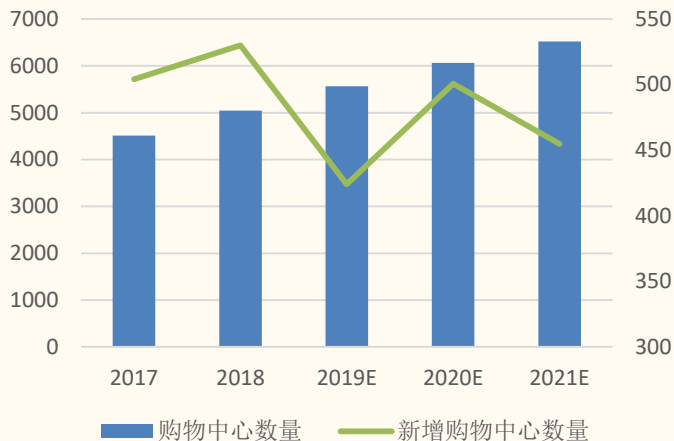


来源：赢商网，国金证券研究所

购物中心还未达到天花板：新增空间仍然可观，一线城市商场存量改造，三四线城市商场增量需求。我们预计，至 2021 年我国购物中心数量将达到 6519 家。一线城市由于发展最快土地资源趋向饱和，目前进入商场改造提升存量市场的阶段，购物中心的改造更多关注的是精准营销。根据赢商网的数据显示，从 2014 年开始一线城市的购物中心调整改造平均每年上升 3%，至 2019 年已达到 34%。我们认为，改造将带动客流系统在一线城市的成长空间。

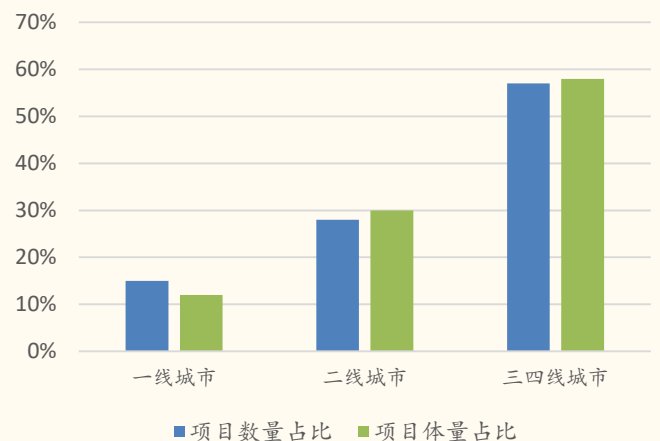
三四线城市购物中心的数量仅占全国购物中心总量的 18%，而人口占全国总量近 54%，购物中心供不应求，因而未来购物中心的新增市场主要是在三四线城市。购物中心的增量和存量改造的空间也是客流系统的需求空间，未来客流系统的增速可期。

图表 16：一线城市购物中心调整改造比例逐年上升



来源：赢商网，分析师预测，国金证券研究所

图表 17：三四线城市是未来购物中心争夺地



来源：赢商网，国金证券研究所

三、云转型拓宽成长空间，由产品型转向数据运营服务商

3.1 15 年数据沉淀构筑天然竞争壁垒

实体商业巨头根基深厚，数据资源是核心竞争壁垒。我们认为，公司在线下客流分析领域最大优势，在于深耕行业多年遍布全国的数据入口。样本数量遥遥领先，沉淀的数据样本具备较强资源稀缺性。客流分析系统涉及硬件铺设、系统集成及后续运维等，客户沉没成本大、迁移成本高，公司一点切入，卡位优势非常显著。另一方面，公司布局传统客流分析系统多年，与多家购物中心（万达、龙湖、华联、王府井等）及品牌厂商（屈臣氏、PUMA 中国、NIKE、ESPRIT 等）集团层面达成合作，自上而下布局，未来有望伴随品牌门店扩张实现业务稳健成长。

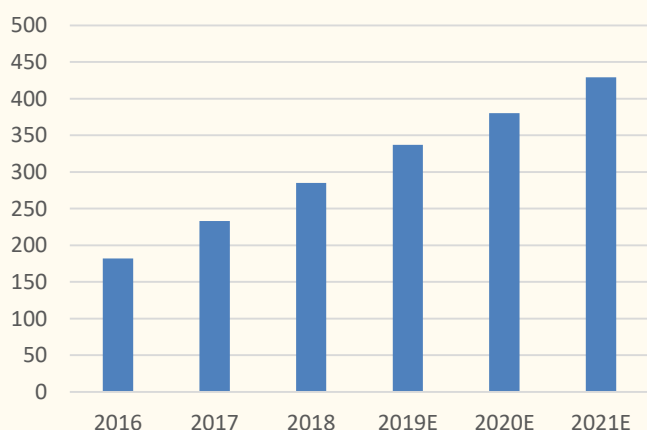
图表 18：传统主业客户根基深厚



来源：公司官网，国金证券研究所

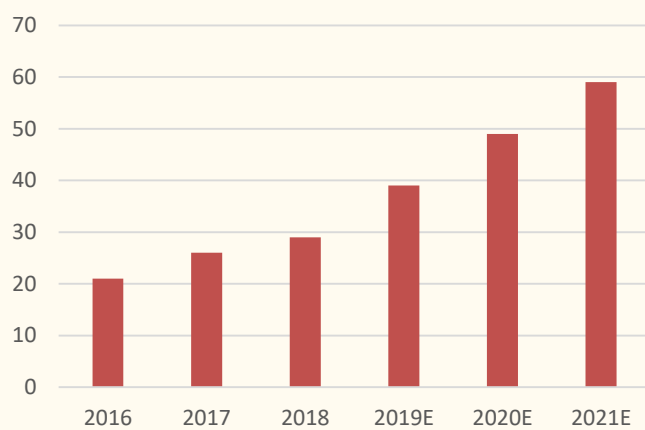
主要客户处规模扩张阶段，保障公司未来成长无忧。万达、龙湖作为公司主要客户，2018 年占收入比重分别达 20.5%及 5.81%。2018 年底，万达宣布未来十年将加大商业项目投入，推动数量将从 285 家提升至 1000 家，预计 19 年继续新建 52 家。龙湖截至 18 年底商场数量达到 29 家，预计未来 2-3 年每年新建 10 家。下游大客户正处规模扩张期，推动公司主业稳健成长；预计 19 年仅万达、龙湖两家新开商场数量即达 62 家，我们粗略测算，以 1000 元/布控点、大中型商场 400 个布控点测算，每年 500 元服务费，两家大客户预计在 19 年贡献 3720 万元收入。我们认为，公司与下游大客户深入绑定，未来有望受益客户规模扩张实现业绩稳健成长。

图表 19：万达商业地产数量预测



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 20：龙湖商业地产数量预测



来源：公开资料，国金证券研究所

本地化团队及时响应，服务体验优于竞争对手。我们认为，相比竞争对手，公司另一大优势在于遍布全国的服务网点，能够实现对客户需求的 1 小时快速响应，24 小时上门服务。目前除上海总部外，公司共设有 14 家分子公司，3 大研发机构，169 个服务网点，辐射全国 400 多个城市 and 地区。

图表 21：本地化团队广覆盖保证及时响应



来源：公司官网，国金证券研究所

新客户斩获不断，云转型助力拿单势头强劲。公司是目前客流量分析系统中首个推出 SaaS 数据服务的企业，在云转型方面先发优势显著，而目前使用公司客流分析系统的客户都可以享受“汇客云”基础免费服务。公司除了跟万达、华联等客户自上而下拿单外，对于单体购物中心也需通过招标方式进行。公司云业务与主业并非左右互搏关系，相反，客流分析系统是公司云业务拓展的基础。18 年底“汇客云”推出后，今年公司陆续与华联、王府井达成战略合作，未来集团新开门店将优先选择公司作为系统提供商。我们认为，公司“汇客云”数据分析服务相较竞争对手优势显著，有望在未来增强公司拿单实力，进一步推动主业成长。

3.2 云转型拓宽成长空间，“汇客云”带来增量市场

云服务带来增量市场，拓宽公司未来成长空间。公司过去销售软件系统主要是对接购物中心 IT 部门；云化之后，更多对接的是其市场部或招商运营部门，预算空间可以达到千万级别。假设行业成熟后，商场每年支出 30-50 万采购数据服务（预算金额的 3-5%），长期看 7000 家购物中心（假设 5000 存量+2000 新增）带来的云服务市场空间达到 21-35 亿。

云转型先发优势显著，客户上云数量快速提升。公司“汇客云”平台目前已经有 1000 家客户上云，接入云平台的客户大致分为三类：1) 购买客流分析系统时直接上云，安装就是云模式；2) 老客户上云，享受增值服务；3) 竞争对手客户向汇纳开放数据端口上云。

目前的数据产品包括流量分析、运营对标及客群洞察，其中后两项为收费的增值服务。云时代，公司能够将第三方数据、政府公开数据及多年沉淀的自有数据结合，精确客户用户画像及运营对标分析。公司自 18 年底开始推广增值服务，截至到 Q1 付费客户数超过 150 家。我们认为，云产品处发展初期，目前增值功能较为简单，但 Q1 的高转化率已经验证市场对产品具备较大需求，未来伴随功能细化及多样化，公司客单价有望稳步提升。

3.3 汇纳拥有超过 60%的客流数据量，零售市场将开加快业绩增速

汇纳虽占客流系统市场 35%但拥有超过 60%的客流数据量，数据优势凸显。目前客流系统的行业渗透率为 50%，汇纳的市场占有率为 70%，因而实际汇纳在整个客流系统的渗透率仅有 35%。由于大型客户万达、龙湖等主要在一二线城市铺设商场，公司的客流系统积累到市场上超过 60%的数据。在客流系统大数据分析中，数据是核心竞争力，因此公司先发优势明显。

百亿级零售市场，公司打开零售市场后业绩可期。购物中心是零售平台的聚合点，通过覆盖购物中心可掌握 200-300 个品牌店铺，目前公司平台上有 1000 家商场覆盖品牌的数量 20000-30000 万，每个品牌的收入约 100 万，因此零售市场拥有百亿级天花板。当云平台数量到达 2000 家以上的商场可以为品牌店铺提供基于云的分析，根据公司目前客流系统的市占率，我们认为今年年底到明年年初将会开启零售市场的业务，未来公司业绩有望实现加速增长。

四、业绩预测及估值

4.1 客流分析系统收入预测

目前我国客流分析行业渗透率约 55%左右，公司未来的策略是低价铺客流系统换取客户上云收取服务费，因此公司的市占率在提高，客流系统的收入增速在减缓。我们假设规模以上单体购物中心的费用为每年 20 万，预计 2019-2021 年汇纳在客流系统的收入分别为 2.31 亿元、2.46 亿元、2.53 亿元。

图表 22：传统客流分析系统收入预测 2019-2021（万元）

	2019E	2020E	2021E
购物中心数量	5564	6064	6519
增速	11%	10%	9%
新增购物中心数量	520	501	455
行业渗透率	60%	65%	70%
规模以上单体购物中心的费用	20	20	20
市场空间	32947.20	34104.20	33749.80
汇纳市占率	70%	72%	75%
汇纳收入	23063.04	24555.02	25312.35

来源：赢商网，分析师预测，国金证券研究所

4.2 云服务收入预测

公司云服务收入分为 SaaS 增加值服务和每年的基础服务费：公司 SaaS 产品运营对标的费用为每个商场每年 9.8 万元，客户洞察+运营对标的费用为每个商场每年 18.8 万元，初期客单价较低，我们认为伴随未来公司增值服务功能细化，产品成熟度提升，客单价有望持续提升。预计 2019-2021 年签约数量为 200、500、750 家；SaaS 增加值收入分别为 2000 万元、6000 万元、1.13 亿元。基础服务费我们假设规模以上单体购物中心的费用是 15 万每年，预计 2019-2021 年服务费的收入分别为 3822 万元、3950 万元、3839 万元，因此公司购物中心汇客云 2019-2021 年收入分别为 5822 万元、1.05 亿元、1.51 亿元。

图表 23：购物中心汇客云收入预测 2019-2021（万元）

	2019E	2020E	2021E
汇客云上云客户数	2000	2500	3000
上云客户转化率	10%	20%	25%
付费客户数	200	500	750
客单价	10	13	15
汇纳收入	2000	6000	11250
服务费			
规模以上单体购物中心的费用	15	15	15
行业渗透率	70%	73%	75%
市场空间	5460	5486	5119
汇纳市占率	70%	72%	75%
汇纳收入	3822	3950	3839
云收入	5822	10450	15089
增速		79.49%	44.39%

来源：分析师预测，国金证券研究所

4.3 零售市场收入预测

预计 2020 年公司云平台上商场的数量达到 2000 家，零售品牌店的市场将开始进军。预计每个品牌的收入为 90 万，2020-2021 年汇纳渗透的品牌数量为 30 家和 70 家，因此预计公司在零售业务的收入分别为 2700 万元和 6300 万元。

预计 2020 年公司客流分析系统净利率为 28%，相应贡献 0.69 亿净利润，给予 36x PE，对应合理市值 24.84 亿元。

预计公司 2020 年云收入达 1.32 亿，给予 15X PS，对应合理市值 19.20 亿元。综合分部估值，我们认为公司 2020 年合理市值 44.04 亿，具备 32.1%上涨空间。

图表 24：预计零售业务在 2020 年有望贡献 2700 万

	2020E	2021E
品牌数量	30	70
每个品牌的收入	90	90
零售收入	2700	6300

来源：分析师预测，国金证券研究所

五、风险提示

新增购物中心的数量不及预期：下行周期，国内品牌商新建购物中心速度或产生放缓，从 19 年新开购物中心数量来看，前 5 个月新开数量为 113 家，较去年同期滑坡 30%，新建数量放缓或影响增量市场发展速度。

客户上云数量不及预期：公司下游大客户集中度高，大型集团对数据安全性要求较高，例如万达目前暂没有上云计划。大客户上云迟缓或影响公司云业务发展节奏。

汇客云业务拓展不及预期：公司增值产品处于推广初期，使用效果至少需要一年时间进行市场验证，未来能否通过产品力获得高客户留存率是云业务存续发展的关键。

应收账款比重过高：公司 2016-2018 年应收账款占收入比重逐年走高，分别为 55.65%、58.03%及 69.88%。

解禁风险：公司 18 年 10 月、11 月分别有 175.5 万股、24.7 万股解禁，占总股本 1.98%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	173	203	249	289	377	467
增长率		17.4%	22.7%	15.9%	30.5%	23.9%
主营业务成本	-53	-57	-75	-84	-108	-135
%销售收入	30.6%	28.2%	30.0%	29.0%	28.7%	28.9%
毛利	120	146	174	205	269	332
%销售收入	69.2%	71.8%	70.0%	71.0%	71.3%	71.1%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4	-5
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%
销售费用	-28	-34	-48	-56	-73	-91
%销售收入	16.4%	16.8%	19.2%	19.3%	19.4%	19.5%
管理费用	-48	-59	-37	-44	-57	-71
%销售收入	27.6%	29.1%	15.0%	15.1%	15.2%	15.2%
研发费用	0	0	-37	-43	-57	-71
%销售收入	0.0%	0.0%	14.8%	15.0%	15.1%	15.2%
息税前利润 (EBIT)	41	50	50	59	77	94
%销售收入	23.9%	24.7%	19.9%	20.4%	20.6%	20.2%
财务费用	1	3	2	4	4	5
%销售收入	-0.7%	-1.2%	-1.0%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-1	-3	-5	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	5	13	6	6
%税前利润	0.9%	3.0%	6.5%	13.6%	5.6%	4.9%
营业利润	42	66	69	90	100	118
营业利润率	24.0%	32.5%	27.5%	31.3%	26.7%	25.2%
营业外收支	15	2	5	5	6	6
税前利润	56	68	74	95	106	124
利润率	32.6%	33.5%	29.6%	33.1%	28.2%	26.5%
所得税	-8	-9	-7	-9	-10	-12
所得税率	14.3%	13.7%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%
净利润	48	59	67	86	96	112
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	48	59	66	86	96	112
净利率	27.9%	29.1%	26.3%	29.8%	25.5%	23.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	48	59	67	86	96	112
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
非现金支出	5	7	10	4	4	4
非经营收益	0	-3	-10	-18	-13	-13
营运资金变动	-4	-13	-44	-20	-21	-31
经营活动现金净流	49	50	21	52	66	71
资本开支	-2	-2	-78	-29	2	2
投资	-6	-327	261	0	0	0
其他	0	4	6	13	6	6
投资活动现金净流	-8	-325	189	-16	8	8
股权募资	0	204	1	19	0	0
债权募资	0	0	0	0	2	2
其他	0	-28	-29	-34	-38	-45
筹资活动现金净流	0	176	-28	-15	-36	-43
现金净流量	41	-98	183	21	37	37

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	139	206	228	249	286	323
应收款项	104	125	188	204	272	349
存货	17	21	23	22	28	35
其他流动资产	12	136	5	56	50	39
流动资产	272	488	445	530	635	746
%总资产	91.8%	89.2%	72.9%	71.1%	74.6%	77.4%
长期投资	12	43	73	80	77	74
固定资产	5	5	10	13	16	20
%总资产	1.7%	0.8%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%
无形资产	5	8	6	6	5	5
非流动资产	24	59	166	215	216	218
%总资产	8.2%	10.8%	27.1%	28.9%	25.4%	22.6%
资产总计	296	547	610	746	852	964
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	22	52	55	100	140	179
其他流动负债	17	20	25	34	40	45
流动负债	38	73	80	134	181	224
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	3	3	3	5	7
负债	40	75	83	137	186	231
普通股股东权益	256	472	526	608	665	732
其中：股本	75	101	101	101	101	101
未分配利润	111	144	178	229	287	354
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	296	547	610	746	852	964

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.644	0.586	0.649	0.854	0.952	1.106
每股净资产	3.407	4.680	5.214	6.017	6.588	7.250
每股经营现金净流	0.656	0.498	0.212	0.511	0.652	0.705
每股股利	0.200	0.250	0.250	0.341	0.380	0.442
回报率						
净资产收益率	18.90%	12.52%	12.45%	14.18%	14.44%	15.24%
总资产收益率	16.32%	10.80%	10.74%	11.55%	11.28%	11.57%
投入资本收益率	13.85%	9.16%	8.51%	8.73%	10.49%	11.58%
增长率						
主营业务收入增长率	28.11%	17.44%	22.67%	15.93%	30.53%	23.86%
EBIT 增长率	39.48%	21.40%	-0.88%	18.63%	31.49%	21.45%
净利润增长率	29.99%	22.36%	10.91%	31.42%	11.51%	16.13%
总资产增长率	24.56%	84.89%	11.53%	22.12%	14.25%	13.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	180.3	192.4	213.9	250.0	255.0	265.0
存货周转天数	100.8	122.1	109.7	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	54.9	54.1	58.4	58.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	10.4	8.3	8.3	7.7	6.3	5.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.42%	-43.68%	-43.20%	-40.86%	-42.94%	-44.01%
EBIT 利息保障倍数	-34.8	-19.8	-20.6	-16.5	-19.3	-20.6
资产负债率	13.67%	13.73%	13.59%	18.37%	21.78%	23.94%

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	1	1	1	5	11
增持	0	1	1	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.50	1.17	1.35

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH