

计算机
出入境安全证照龙头, 智慧应用多元化

2019年08月02日

——雄帝科技 (300546.SZ) 深度研究报告
公司评级：增持 (首次)
分析师：梁希民

执业证书号：S1030510120001

0755-23602217

liangxm@cscsco.com.cn

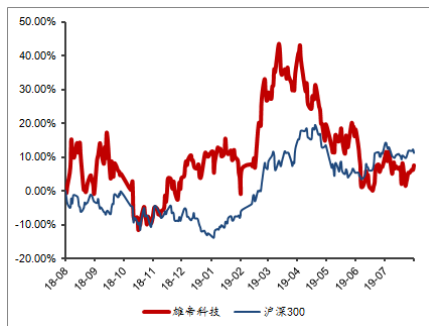
研究助理：罗云扬

0755-23602217

luoyy1@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

雄帝科技(300546.SZ)与沪深300对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (百万)	3318
流通市值 (百万)	1634
总股本 (百万股)	135
流通股本 (百万股)	67
日均成交额 (百万)	33.47
近一个月换手 (%)	2.01
第一大股东	高晶

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **公司深耕身份识别领域，是国内安全证照龙头。**公司是国内唯一入选 ICAO 标准的企业，为公安部供应护照发行设备。
- 2) **行业景气度高，18 年业绩高速增长，19 年盈利能力有望回升。**受益于下游设备更新换代周期，和海外业务拓展顺利，公司 18 年收入与扣非净利润分别同比增长 57.9% 和 50%。19 年上半年净利润预增 31%-39%。18 年上游电子元器件受供需影响引发涨价潮，从华强北价格指数走势上看，公司所需各类原材料或已进入降价周期，公司未来盈利能力有望回升。
- 3) **身份识别：业务竞争优势显著，下游应用需求旺盛。**公司掌握身份识别核心技术，出入境安全证照领域国内无有力竞争者。国民出境需求持续加大，便民办理将促使各级管理部门持续投入。同时，公司紧跟“一带一路”建设规划，目前已为多个沿线国家提供身份识别相关服务，19 年再次中标尼日尼亚总统大选设备更新项目。我们认为，随“一带一路”建设逐渐深化，公司海外业务空间广阔。
- 4) **公共交通基建投资持续加大，携手巨头探索便民出行新方案。**公司是轨交 AFC/ACC 系统领先服务商。以投资占比 1% 计算，发改委近期批复的轨交建设规划 AFC/ACC 市场空间可达 86 亿元。公司 18 年相继与阿里腾讯签署智慧交通战略合作协议，未来有望打造智能车载硬件+数据服务的全新智能交通服务体系。
- 5) **盈利预测与投资评级。**根据盈利预测，2019-2021 年 EPS 分别为 1.06 元/1.40 元/1.79 元。对应市盈率为 23.8 倍/18 倍/14.1 倍。公司安全证照领域龙头地位稳固，数字身份相关应用有望成为全新增长点，首次给予“增持”评级。
- 6) **风险提示：**智慧交通业务竞争加剧、政策环境改变、国际形势变化影响海外业务。

预测指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	600.46	823.30	1093.62	1406.10
收入同比	57.97%	37.11%	32.83%	28.57%
净利润(百万元)	107.84	142.77	188.88	241.27
净利润同比	35.63%	32.39%	32.29%	27.73%
毛利率	47.52%	48.63%	49.36%	50.12%
归母净利率	17.96%	17.34%	17.27%	17.16%
EPS (元)	0.80	1.06	1.40	1.79
PE (倍)	31.5	23.8	18.0	14.1

目录

一、深耕身份识别领域，出入境证照领域龙头.....	3
1、以身份识别为核心，垂直应用领域不断拓展.....	3
2、公司经营稳健，主营业务高景气，研发投入持续加大.....	4
二、身份识别：业务竞争优势显著，下游应用需求旺盛.....	8
1. 数字身份是数字经济的基石.....	8
2. 国内：增量空间广阔，公司掌握关键技术.....	9
3. 海外：紧跟国家“一带一路”规划，业务拓展顺利.....	11
三、智慧交通：公司卡位优势显著，携手巨头探索全新商业模式.....	14
1. 传统：轨道交通基础设施建设未来仍处于高峰期，公司业务空间广阔.....	14
2. 新兴：携渠道资源合作阿里、腾讯，共创便民出行解决新路径.....	15
四、盈利预测与评级.....	18
关键假设：.....	18
盈利预测：.....	19
估值与评级：.....	19
五、风险提示.....	20
附：报表预测.....	21

图表目录

FIGURE 1 公司前十大股东（截止 19 年 1 季度）	3
FIGURE 2 公司发展历程	3
FIGURE 3 公司传统主营业务细分	4
FIGURE 4 公司业务收入占比	4
FIGURE 5 公司营业收入及增长率	5
FIGURE 6 公司扣非净利润及增长率	5
FIGURE 7 公司毛利率、三项费率	5
FIGURE 8 公司成本构成	5
FIGURE 9 华强北电子元器件价格指数	6
FIGURE 10 公司应收账款与收入比和周转天数	6
FIGURE 11 公司现金流状况	7
FIGURE 12 公司研发支出及同比	7
FIGURE 13 中国数字经济总体规模与占 GDP 比重	8
FIGURE 14 数字身份的产业结构	9
FIGURE 15 中国的出入境人次	9
FIGURE 16 中国与主要发达国家护照持有人口占比	10
FIGURE 17 公司 19 年上半年中标省级公安厅出入境相关业务订单	10
FIGURE 18 南昌市青湖山公安分局户政业务设备采购	11
FIGURE 19 中国对一带一路相关国家承包工程新签合同	12
FIGURE 20 “数字丝路”畅通度	12
FIGURE 21 公司部分海外已落地项目	12
FIGURE 22 公司海外业务收入与增速	12
FIGURE 23 公司已设立多个海外业务部站点	13
FIGURE 24 国家轨道交通投资完成额	14
FIGURE 25 轨道交通出行人次	14
FIGURE 26 发改委近期批复的轨道交通建设规划	15
FIGURE 27 公司地铁 AFC/ACC 覆盖城市	15
FIGURE 28 国家关于便民出行主要政策文件	16
FIGURE 29 中国公交车保有量	16
FIGURE 30 网民认为公共交通主要问题	17
FIGURE 31 收入预测（亿元）	18
FIGURE 32 毛利率预测	18
FIGURE 33 三项费率预测	19
FIGURE 34 可比公司相对估值比较	19

一、深耕身份识别领域，出入境证照领域龙头

1、以身份识别为核心，垂直应用领域不断拓展

雄帝科技成立于1995年，2016年9月28日在深交所正式挂牌上市。截止2019年3月31日，公司拥有总资产10.13亿元，资产负债率为26.36%。公司第一大控股股东高晶，与郑嵩为一致行动人，合计持股45.04%，十大流通股股东中有嘉实基金、社保基金、鹏华基金等机构投资者，其中鹏华基金从2018年三季度截止19年一季度已连续增持至1.1%，社保一零四组合18年新进0.99%。

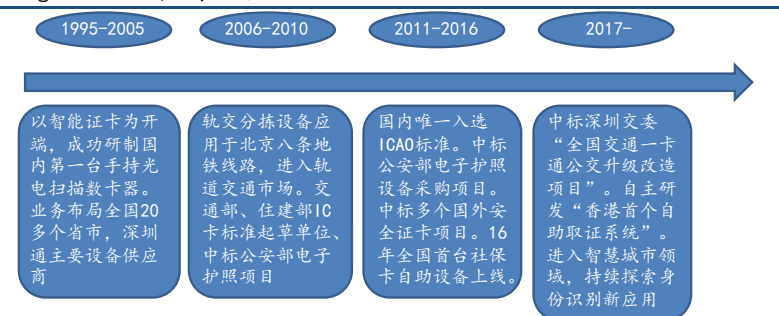
Figure 1 公司前十大股东（截止19年1季度）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股本性质	股东性质
高晶	53063400	39.27	受限流通股	境内自然人
郑嵩	7800300	5.77	受限流通股	境内自然人
谭军	6756734	5.00	流通A股	境内自然人
贾力强	6148450	4.55	受限流通股, 流通A股	境内自然人
谢建龙	5140500	3.80	流通A股	境内自然人
中国银行股份有限公司-嘉实逆向策略股票型证券投资基金	2572950	1.90	流通A股	其他
杨大炜	2148900	1.59	受限流通股, 流通A股	境内自然人
中国工商银行股份有限公司-嘉实主题新动力混合型证券投资基金	1893958	1.40	流通A股	其他
谭朕	1779100	1.32	流通A股	境内自然人
阿拉山口市天高股权投资有限合伙企业	1696818	1.26	流通A股	境内非国有法人
合计	89001110	65.86	--	--

资料来源：Wind 咨询、世纪证券研究所

以智能证卡起家，目前是国内出入境安全证照领域龙头。公司董事长高晶毕业于长春邮电学院（现吉林大学），最初以5人团队钻研身份识别技术，以智能证卡设备成为深圳通主要设备供应商，后切入轨道交通领域，为城市公共交通提供整体解决方案。参与并制定多个交通部、住建部IC卡行业标准，11年公司成为国内唯一入选国际民用航空组织（ICAO）标准的企业，中标12年公安部全国电子护照设备采购项目。目前公司已经成为国内出入境安全证照管理和设备龙头服务商，同时业务布及东亚、东欧、非洲多个海外区域。在身份识别技术上国内占据绝对领先地位。

Figure 2 公司发展历程



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

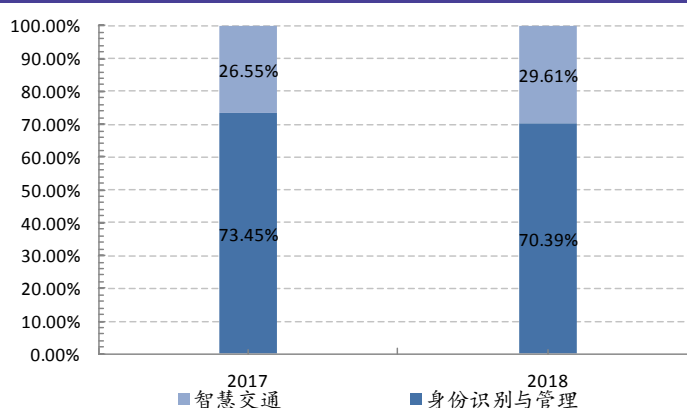
深耕身份识别管理，主营业务为各类智能化应用。公司以身份识别技术为核心，智能化应用覆盖金融、电信、身份证件、交通四大领域，传统业务主要以智能证卡形式，为政府、银行和电信运营商提供可信身份服务。另一方面，公司紧跟技术发展路径，在人脸识别、数据安全等新兴身份识别技术方面研发大力投入，目前已在智慧政务、聚合支付方面取得突破性发展。18年公司身份识别与管理（主要为安全证照业务和金融、电信领域可信身份部分）收入占比为70.39%，智慧交通收入占比为29.61%，相比去年提升超3%。

Figure 3 公司传统主营业务细分

方案类别	方案类别
智能证卡制作发行方案	安全证件（本式、卡式整体解决方案
	轨道交通AFC/ACC票卡管理解决方案
	手机SIM卡制作发行解决方案
	通用型IC卡制作发行解决方案
智能证卡受理应用方案	城市一卡通整体解决方案
	其他智能证卡受理应用解决方案

数据来源：公司招股说明书，世纪证券研究所

Figure 4 公司业务收入占比

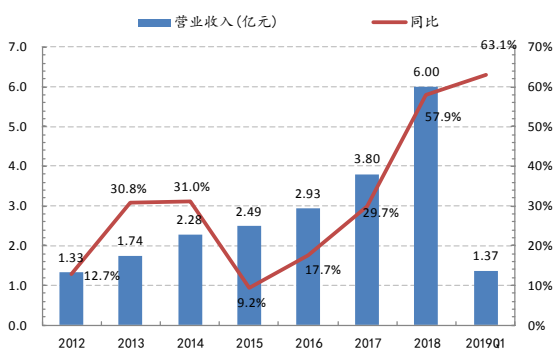


数据来源：公司公告，世纪证券研究所

2、公司经营稳健，主营业务高景气，研发投入持续加大

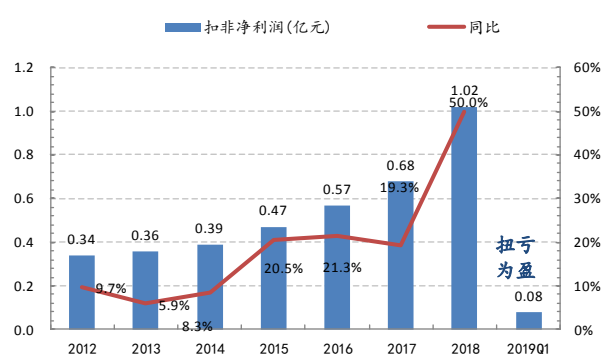
公司收入与利润齐高增。公司主营业务受益于下游需求持续增加和相关设备更新换代影响，在18年实现规模与业绩齐升。公司18年收入与扣非净利润分别为6亿元和1.02亿元，分别同比增长57.9%和50%，19年一季度延续去年高增长态势，收入同比增长63%，扣非净利润为800万元，相比同期扭亏为盈。与此同时，根据19年公司中期业绩预告，公司实现净利润同比增长那个30%-40%。我们认为，公司下游公交收费系统和出入境管理行业进入相关设备更新换代期，轨道交通基础建设仍处于大力建设阶段，公司19年有望保持业绩高增长态势

Figure 5 公司营业收入及增长率



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

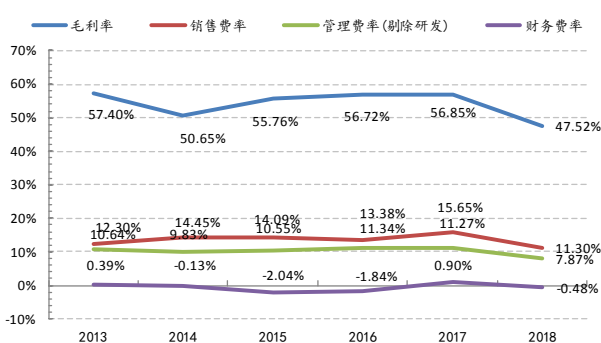
Figure 6 公司扣非净利润及增长率



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

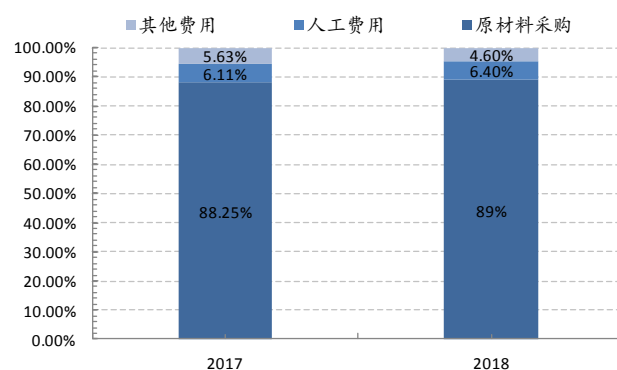
公司费用率整体保持稳定，营业成本主要源自原材料。公司销售费率 13-17 年之前总体呈上升趋势，剔除研发后的管理费用总体保持稳定，18 年为 7.87% 相比去年同期下降 3.4 个百分点，而 18 年销售费率为 11.30%，相比同期下降 4.35 个百分点。我们认为主要是由于公司受益下游高景气周期，业绩高增，且前期业务布局已经完善，掌握核心技术，客户主要是政府机关或大型国有企业，黏性较强，相关拓展费用未大幅增长所致。公司 18 年毛利率相比去年同期下降近 10 个百分点，为 47.52%。除业务竞争加剧之外，公司成本主要来自原材料采购。18 年公司原材料采购 2.8 亿元占总成本比重 89%，相比去年同期增长 93.73%，是公司毛利率大幅下降的另一大主要原因。

Figure 7 公司毛利率、三项费率



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

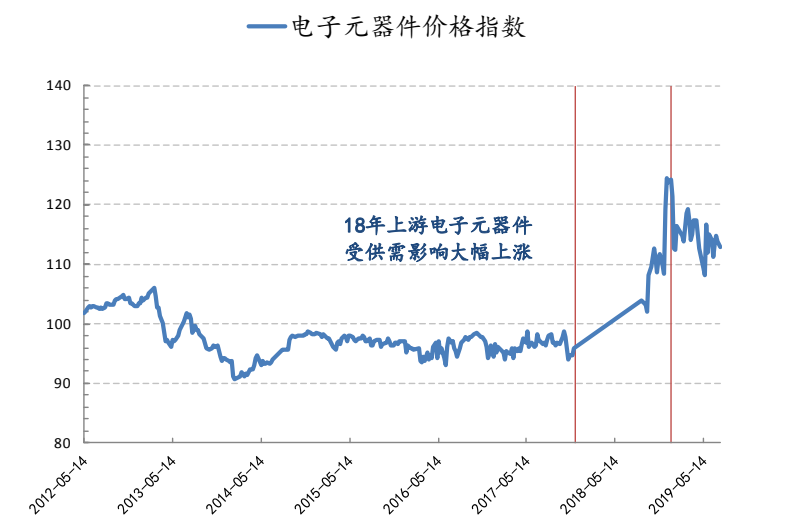
Figure 8 公司成本构成



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

上游原材料或将进入降价周期，公司盈利能力有望回升。公司上游主要是各类集成电路以及 PCB 印制电路板供应商。17 年底，全球主要硅晶圆厂商 SUMCO 和 SK Siltron 宣布 18 年将提价 20%，此后下游各类电子元器件均大幅涨价。从华强北整体电子元器件价格指数走势来看，18 年电子元器件价格指数由 95 左右大幅上升至最高超过 124。进入 19 年，指数呈震荡回落趋势。另一方面，华强北集成电路价格指数 18 年曾多月维持在 200-300 高位，目前最新已经回到 100 左右正常水平。我们认为，公司上游原材料价格或将进入降价周期，同时初期压价渠道拓展结束，公司 19-20 年盈利能力有望回升。

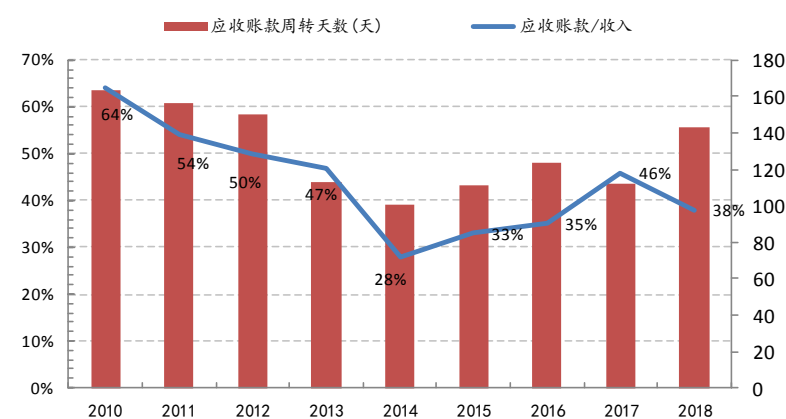
Figure 9 华强北电子元器件价格指数



资料来源：Wind、华强北指数、世纪证券研究所

公司应收账款管理得当，回款能力强。公司主要客户为公安、交通、银行等政府或大型国有机构，此类客户一般话语权较强，可以占用资金时间较长，相应服务商面临较大回款和资金周转问题。公司，应收账款周转天数总体保持在 100-140 天左右，回款能力较强。而应收账款与营业收入比年来总体呈现下降趋势，18 年仅占收入 38% 比重。我们认为，这一方面是受益于公司技术具有一定唯一性，且客户关系稳定；另一方面则是公司主要是以提供专用技术设备为主，项目建设周期相对较短，面临大量资金受限而导致公司运用和扩张受阻的可能性相对较小。

Figure 10 公司应收账款与收入比和周转天数

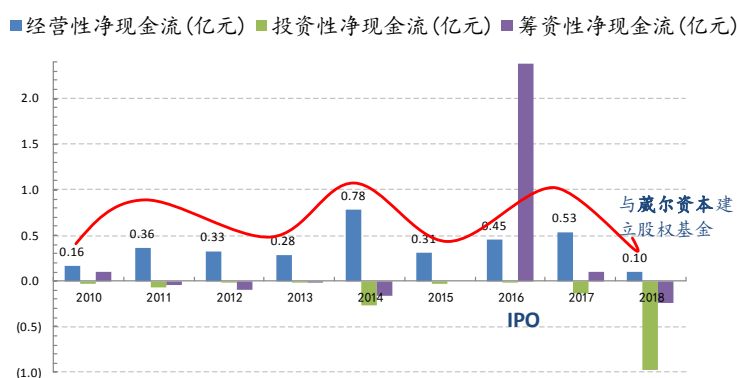


资料来源：公司公告、Wind、世纪证券研究所

经营性净现金流更显周期特性，成立股权基金开展业务扩张。得益于公司产品高技术溢价以及应收账款管理得当，公司经营性净现金流(CFO)长期为正，

18年由于业务扩张，CFO处于低点。我们认为，从历年走势上看呈现一定周期特性，同时由于上游原材料价格下降，公司19年CFO状况有望改善。公司17年底与蕨尔资本建立股权基金，其中蕨尔资本建立于1997年，董事长谭军曾经主导投资多家早期优质企业，包括民生控股、数码科技、勤上股份等。目前专注于信息科技新兴产业，目前该股权基金正常运行，开展投资，未来有望为公司全面布局身份识别相关新兴领域应用带来助益。

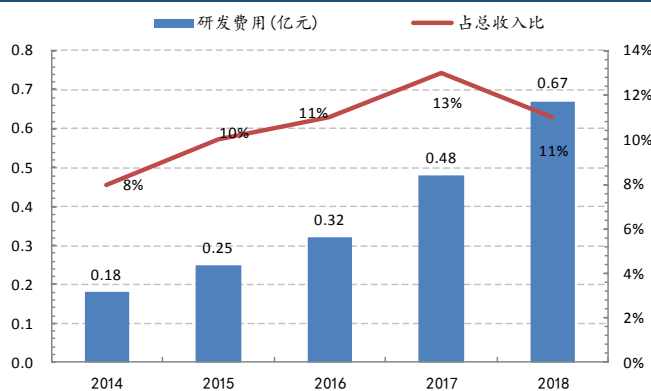
Figure 11 公司现金流状况



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

研发投入加大，巩固技术壁垒。公司研发投入持续加大，18年研发投入达0.67亿元，相比17年同比增长40%，占总收入比重为11%。公司持续深耕身份识别相关设备升级改造，把握技术发展路径，加大在人脸等生物识别技术、数据安全、区块链、物联网、数据分析等新兴技术投入，深入挖掘和拓展以可信身份识别为核心的各类垂直应用，保持行业领先地位。

Figure 12 公司研发支出及同比



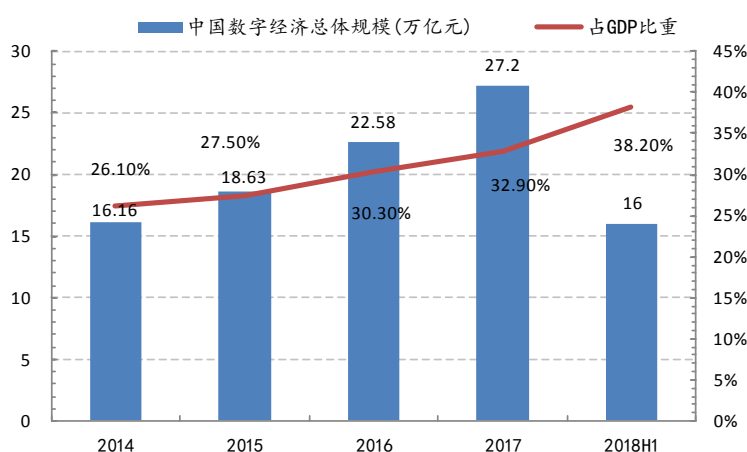
资料来源：公司公告、Wind、世纪证券研究所

二、核心业务之一：身份识别竞争优势显著，下游应用需求旺盛

1、数字身份是数字经济的基石

国家数字经济处于快速增长期，附能整体经济。中国数字经济 GDP 占比有 08 年的到 18 年上半年已经占据全国 GDP 的 38.2% 比重，创造 16 万亿元的生产总值增量。各地区陆续发布数字经济战略规划，未来发展动力十足。17 年国家发布《新一代人工智能战略规划》，指出到 2030 年人工智能相关产业规模要达到 10 万亿元，而与之息息相关的云计算、物联网、5G 等产业也处于高速发展阶段。数字化符合世界技术和国家战略趋势，互联网和移动互联网时代已经实现信息全球化互联互通，未来发展重点在于实现价值的线上传递。

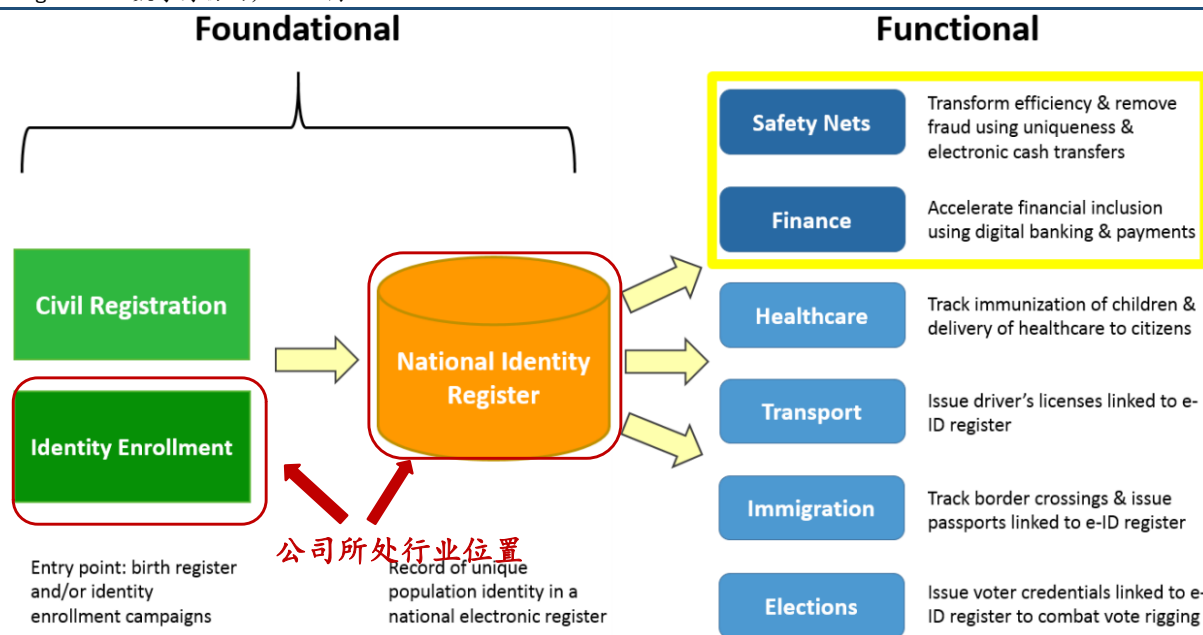
Figure 13 中国数字经济总体规模与占 GDP 比重



资料来源：中国信通院、世纪证券研究所

数字身份是产业数字化应用化的基础，公司处于产业链上游。目前互联网虽已经实现信息互联互通，但由于信息安全和网络空间用户匿名性质，频发的电信诈骗、P2P 暴雷、用户信息失窃以及民生政务人工流程繁琐等问题表明现有技术仍无法有效实现价值传递功能。数字产业最终要实现在金融、医疗、交通等各领域实现颠覆式应用，关键基石在于可信数字身份录入和存储。公司深耕可信身份识别多年，目前在底层技术细分智能 IC 卡领域是国内龙头，同时在生物识别（人脸识别、指纹等）、数据安全以及区块链等领域处于领先地位，并大力投入研发我们认为，公司凭借行业多年深耕以及客户资源，未来将在可信数字身份领域挖掘更多业务领域。

Figure 14 数字身份的产业结构

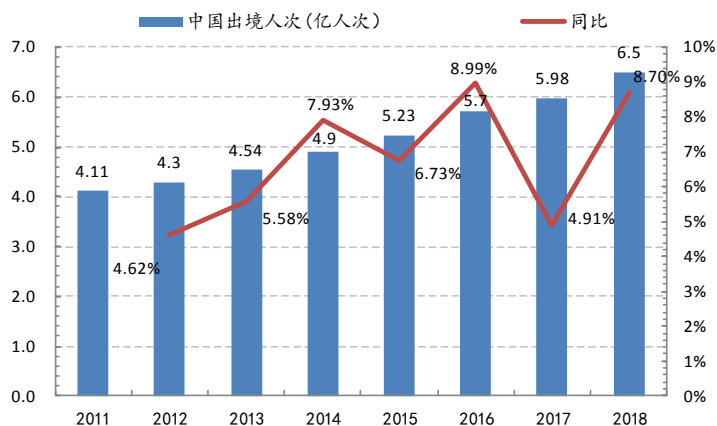


资料来源：IDHub、世纪证券研究所

2、国内：增量空间广阔，公司掌握关键技术

居民出游需求加大，出入境办理专用设备进入更换期。根据公安部出入境管理局数据，18年我国出境超过6.5亿人次，同比增长8.7%，增长速度近年来呈总体上升趋势。随着经济基础建设不断加深，国民经济水平提高地同时，出境旅游、留学或办公需求不断加大。近年来各地出入境管理局频现排队“长龙”现象。18年6月14日，公安部发言人表示“中国公民出入境通关排队不超过30分钟”，出入境证照办理自动化、智能化势在必行。便民办事的上层要求带来相关专用设备更新换代需求，行业进入高景气阶段。

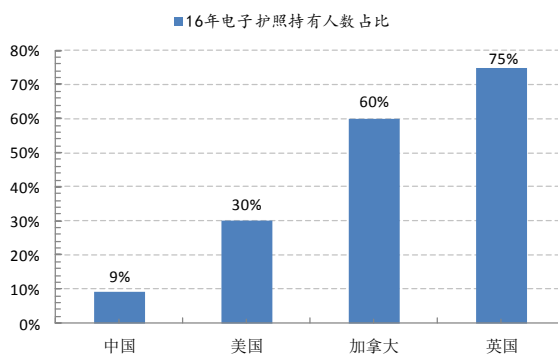
Figure 15 中国的出入境人次



资料来源：出入境管理局、世纪证券研究所

与发达国家相比，护照持有人占比仍处于低位，市场增量巨大。从市场空间上看，我国护照持证人数占总人口比重远不及发达国家，16年我国护照持有人占比仅9%，而英国这一数据达到75%。随着护照办理人数增多，一、二线城市智能化专用设备需求预计将持续加大，同时相关传统设备市场将由一、二线城市逐步下沉至4-5线城市。

Figure 16 中国与主要发达国家护照持有人人口占比



资料来源：华经情报网、世纪证券研究所

公司订单覆盖全国，售后耗材、维护提供可持续收入。公司是国内唯一入选ICAO标准的安全证照设备供应商，掌握可信身份识别与加密核心技术。12年中标公安部全国电子护照项目以来，安全证照业务遍及全国，且是多数专用设备的单一供应来源，市场竞争力极强。19年1月公司助力深圳建成出入境智慧大厅，护照办理全程仅需5分钟。除设备制造外，后续维保以及耗材(专用墨盒等)也能为公司提供可持续收入，同时提高客户黏性，为业务横向拓展打下基础。公司身份识别业务已基于出入境管理拓展至户政、社保等领域，能为公安等部门提供全方位技术支持。

Figure 17 公司19年上半年中标省级公安厅出入境相关业务订单

日期	项目名称
2019-6-12	安徽省公安厅出入境证件制作设备采购项目
2019-6-14	海南省公安厅-电子护照制证一体机(2019年)
2019-7-23	浙江省公安厅出入境便民服务设备采购
2019-5-8	青海省公安厅出入境管理系统建设项目
2019-5-8	江西省公安厅出入境管理局2018-2020年度本式证件耗材及维保服务采购项目
2019-4-30	广西壮族自治区公安厅电子护照制证设备维修保养服务项目
2019-4-16	湖北省公安厅出入境采购电子护照质检机和安安全证件处理设备
2019-4-15	吉林省公安厅(本级)电子护照制证设备耗材及日常维护服务(单一来源采购)
2019-3-5	陕西省公安厅电子护照制证耗材定价项目采购
2019-2-25	重庆市往来港澳台通行证自助签注机采购

资料来源：中国采招网、世纪证券研究所

公司产品是相关业务核心，高技术壁垒高溢价。除公司自身客户资源外，公司在全国范围内有多家地区性经销商或者业务合作商。公司产品处于相关业务的核心理位置，拥有较高技术壁垒和溢价。以南昌市户政业务设备采购项目为例，该项目主要承包企业的核心设备实为公司提供的户政自助办理机（雄帝 EMP2933），该设备单价近 26 万元，占据总订单金额的 84.27%。

Figure 18 南昌市青湖山公安分局户政业务设备采购

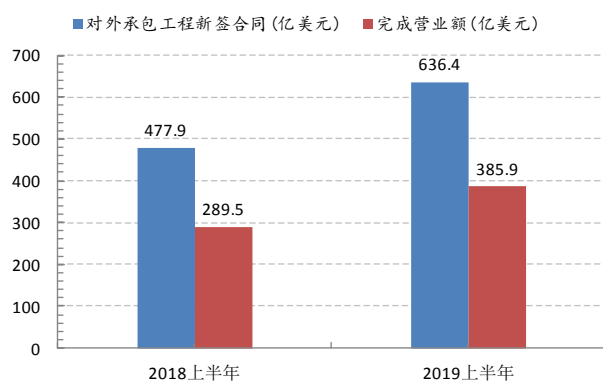
设备名称	实际设备供应商	单价	备注
居民阅读指纹采集仪	鸿达	2650	
三合一户政自助办理机	鼎信信息	258700	型号为雄帝 EMP2933，设备的实际制造商为雄帝科技
排队机、叫号牌、语音喇叭、LED 显示等	鼎信信息	350-750	
触摸一体机	鼎信信息	6800	
雄帝科技设备占据招标总金额			84.27%

资料来源：江西省政府采购网、世纪证券研究所

3、海外：紧跟国家“一带一路”规划，业务拓展顺利

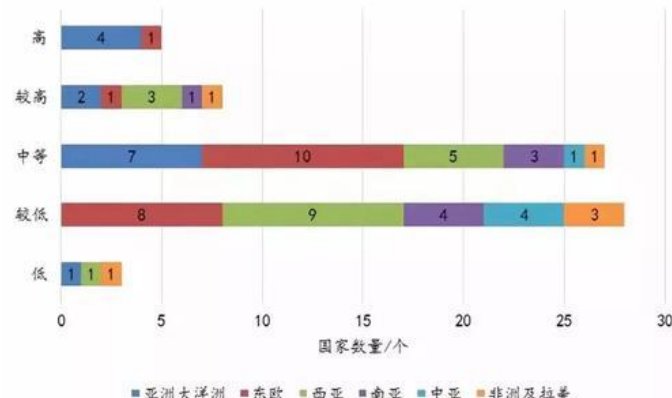
“一带一路”建设如火如荼，数字丝绸之路是关键之一。国家“一带一路”建设进展顺利，以前已经与 131 个国家和国际组织签署协议。18 年对“一带一路”沿途国家承包工程新签合同金额达 636.4 亿美元，同比增长 33.17%。沿途国家与中国经济紧密度持续提升，为公司海外市场拓展持续扩大空间。数字丝绸之路作为“一带一路”建设重点，2017 年 12 月 3 日，在第四届世界互联网大会上，中国、老挝、沙特、塞尔维亚、泰国、土耳其、阿联酋等国家相关部门共同发起《“一带一路”数字经济国际合作倡议》。迄今，中国同 16 个国家签署关于建设数字丝绸之路的谅解备忘录，已有 12 个国家正在编制行动计划。根据国家信息中心统计，沿途国家数字化程度多数处于中低水平，未来增量空间广阔。

Figure 19 中国对一带一路相关国家承包工程新签合同



数据来源：中国一带一路网、世纪证券研究所

Figure 20 “数字丝路”畅通度



数据来源：《“一带一路”大数据报告（2018）》、世纪证券研究所

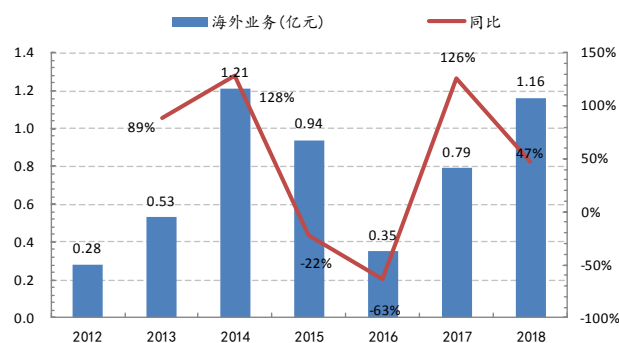
公司已为多个“一带一路”沿线国家和地区提供身份识别相关服务。公司自12年中标尼日尼亚总统大选选民卡项目以来，现已陆续为尼日利亚、俄罗斯、马来西亚、印度、菲律宾、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦等国家提供可信身份安全证照相关服务。得益于13-14年尼日尼亚大选，公司海外业务实现同比89%和128%的增长，18年公司海外业务重回1亿元大关，年内中标白俄罗斯电子护照以及19年再次中标总统大选设备更新项目，19年高增长可期。我们认为，随着我国与“一带一路”沿途国家经济发展进一步融合，且大多国家数字化水平仍处于全球较低水准，国家级项目有望继续增长。同时，公司连续中标国家级安全证照项目，有望逐渐向地区下沉。海外业务未来有望保持持续高速增长。

Figure 21 公司部分海外已落地项目

时间	国家	描述
12/19年	尼日尼亚	总统大选设备及系统集成，公司12年第一次中标尼日尼亚大选项目，19年中标设备更新项目
18年	白俄罗斯	电子护照项目
18年	菲律宾	选民登记及核验项目
18年	香港	1. 第二代电子护照 2. 第二代智能身份证系统
16年	印度	国家智慧银行项目

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 22 公司海外业务收入与增速



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

公司设立多个海外业务部站点，正拓展北美市场。公司目前在俄罗斯、印度、尼日尼亚以及美国已经设立业务部站点。一方面持续拓展“一带一路”沿线国家市场。另一方面，公司智慧银行、交通等业务已经在北美地区进行试点。我们认为，得益于国家“一带一路”发展战略，目前基础设施建设占据主要

投资主要比重，随着沿线国家经济逐步发展，与中国经济相融合，预计未来公司将在东南亚、东欧、非洲等地区把业务拓展至更多国家。而北美地区由于国际形势多变，短期内突破的可能性不大，但一旦突破，将为公司带来全新增长点。

Figure 23 公司已设立多个海外业务部站点



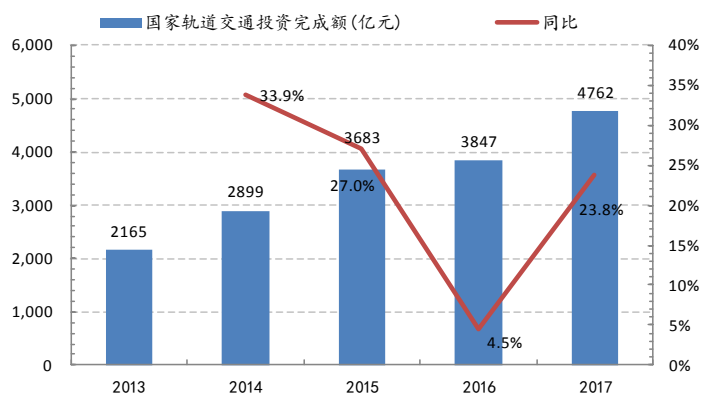
资料来源：公司官网、世纪证券研究所

三、核心业务之二：智慧交通卡位优势显著，携手巨头探索全新商业模式

1、传统：轨道交通基础建设未来仍处于高峰期，公司业务空间广阔

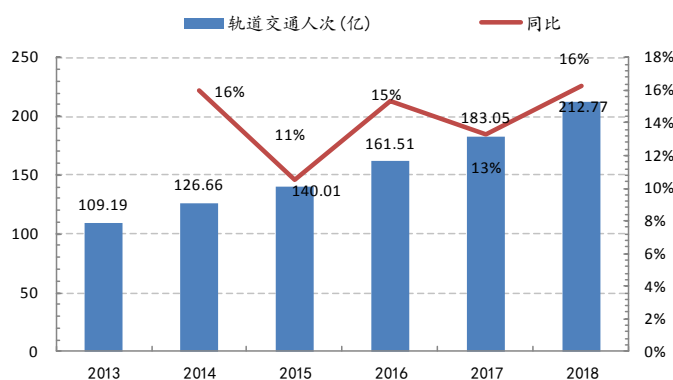
国家轨道基础设施建设仍处于持续发展期。据国家交通运输部统计，中国轨道交通出行人次长期处于高速增长态势，18年同比增长16%，达212.77亿人次。与国外相比，中国在人均里程数和单位面积轨道长度均显著落后于发达国家，国民轨道交通出行需求巨大。国家17年轨道交通建设投资完成额达4762亿元，同比增长23.8%，轨交基础建设仍处于高峰期。

Figure 24 国家轨道交通投资完成额



数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

Figure 25 轨道交通出行人次



数据来源：《中国交通运输行业发展公报》、世纪证券研究所

AFC/ACC 系统是轨道交通建设必要一环。自动售检票系统的清分中心 (ACC) 是轨道交通票卡清算和分拣后台系统。而自动售检票系统 (AFC) 则是直接面向出行者。一般而言，一条轨道交通线路需要一套 AFC 系统，而 ACC 则对应一条或多条线路，是实现轨道交通出行便捷化的关键所在。从行业历史投资记录上看，ACC/AFC 系统投资占轨道交通投资总额 1-2%。根据发改委官方发布，国家于 18-19 年批复的轨道交通建设规划城市数量达 7 座，涉及 41 条线路，投资总额达 8660 亿元。按 1% 的比例计算，未来与公司相关的 ACC/AFC 系统投资额至少可达 86.6 亿元，市场增量空间广阔。

Figure 26 发改委近期批复的轨道交通建设规划

城市	时限	线路条数	投资额(亿元)	预计AFC/ACC 投资额(亿元)
西安	2019-2024年	7	969	9.69
长春	2019-2024年	7	711	7.11
郑州	2019-2024年	7	1139	11.39
武汉	2019-2024年	8	1469	14.69
重庆	2018-2023年	3	456	4.56
苏州	2018-2023年	4	933	9.33
上海	2018-2023年	5	2983	29.83
合计		41	8660	86.60

资料来源：发改委、世纪证券研究所

公司是中国 AFC 委员会理事单位，产品具有一定独特性。中国信息产业商会自动收费系统专业委员会（AFC 专委会）总共有成员 108 家，公司所属设备供应商共 21 家，其中理事单位包括公司在内有 5 家，分别为广电运通、苏州雷格特、固力保以及博宁福田。其它市场内主要竞争者还有华铭智能、众合科技。公司主要以清分中心系统以及分拣机（ACC）为核心。公司目前轨交业务覆盖全国多个主要城市，其中北京地铁 1 至 15 号线以及八达通等各条线路均有使用公司相关设备和系统，竞争实力强劲。

Figure 27 公司地铁 AFC/ACC 覆盖城市

项目分类	城市	对应线路
ACC	北京	交通路网管理服务中心工程自动售检票清算管理中心
	深圳	轨道交通清分中心（ACC）系统集成项目
	沈阳	二号线清分中心系统项目
	天津	1、2号线清分中心系统项目
	无锡	清分中心系统项目
	成都	2号线清分中心系统项目
	香港	港铁清分中心系统项目
	重庆	清分中心系统项目
AFC	北京	1至15号线以及八通线、机场线等
	其他城市	天津、沈阳、哈尔滨、重庆、成都、武汉、西安、无锡、苏州、杭州、深圳、南京、广州、上海、台湾、澳门、马来西亚、印度等城市全部或部分线路覆盖。

资料来源：公司官网、世纪证券研究所

2、新兴：携渠道资源合作阿里、腾讯，共创便民出行解决新路径

便民出行是智慧交通首要目标。据国家交通运输部，交通拥堵带来经济损失占国内生产总值约为 5-8%，而目前国内城市公共交通分担率不足 40%。国务院和交通运输部相关政策文件频发，由交通部颁布的《公交都市考核评价指标体系》对各城市提出了公共交通分担率的硬性指标考核，如何使得公共交通真正做到便利出行成为国家长期目标。

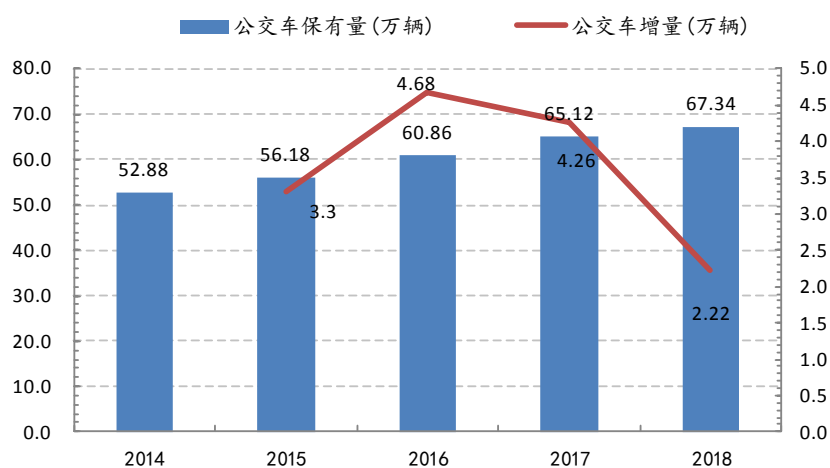
Figure 28 国家关于便民出行主要政策文件

时间	国家部门	文件
2018-1-1	交通运输部	《智慧交通让出行更便捷行动方案(2017—2020年)》
2017-2-1	交通运输部	《推进智慧交通发展行动计划(2017—2020年)》
2017-2-1	国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》
2016-7-1	交通运输部	《城市公共交通“十三五”发展纲要》
2015-7-1	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》 (明确提出大力发展“互联网+”便捷交通)
2015-6-1	交通运输部	《交通运输部办公厅关于进一步加快推进城市公共交通智能化应用示范工程建设工作的通知》

资料来源：交通运输部、国务院、世纪证券研究所

公司公交车载设备覆盖全国，卡位优势显著。便捷支付手段是实现交通便利的关键点之一，国家自13年实施全国交通一卡通政策，公交车载收费设备在当时迎来第一次出货量高增。而16年起手机移动支付深入人心，设备迎来第二次更新换代周期。根据支付宝官方讯息，上海于18年11月刚刚实现公交车支付宝支付全覆盖，考虑支付宝是国内最主要手机支付途径同时上海作为中国经济最为发达的城市之一，19年公交车载设备更新仍有较大增量空间。18年国家公交车保有量为67.34万辆，考虑以每个公交车配备两个车载收费设备，设备待更新度在40%-60%，车载收费机单价1000元计算，市场增量空间仍有5-8亿元左右。公司已经参与公交扫码支付项目53个，银联公交项目47个，交通部互联互通项目42个，覆盖全国范围内各级城市近80座，市场卡位优势显著，我们认为19-20年公司公交相关业务有望继续实现高速增长。

Figure 29 中国公交车保有量

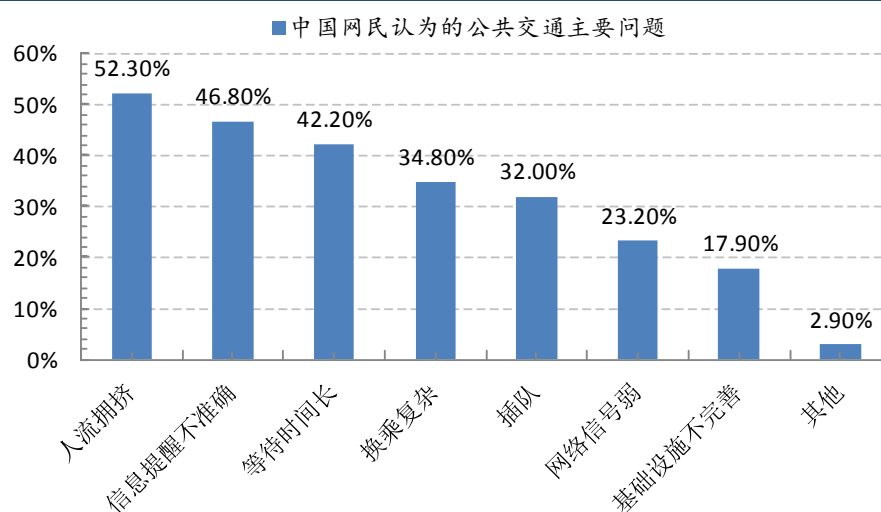


数据来源：《中国交通运输行业发展公报》、世纪证券研究所

客流分析、电子站牌、行车调度或为便民出行解决之道。根据艾瑞咨询调查显示，民众认为公共交通的主要问题仍然是人流拥挤、车辆信息报时不准确以及等待时间过长。公司18年6月两周内相继与阿里、腾讯达成战略合作协

议。我们认为，两大互联网巨头与公司签订战略合作协议，一方面是对公司公共交通出行领域卡位优势的肯定，另一方面公司借助可借助互联网巨头数据分析技术，在客流分析、电子站牌和行车调度等方面，可为城市智慧出行提供行之有效的解决方案，打造智能车载硬件+数据服务的全新智能交通服务体系。未来随合作进一步深化，以公司可信数字身份技术结合支付宝和微信生态圈，有望打通线上线下，探索“公共出行-饮食-娱乐-办公”一体化的全新商业模式。

Figure 30 网民认为公共交通主要问题



资料来源：艾瑞咨询、世纪证券研究所

四、盈利预测与评级

关键假设：

1、公司业务主要分为身份识别智能化管理与应用以及智慧交通。

✧ **身份识别**：未来国民出入境需求将持续增长，结合政策推动，未来相关政府职能机构将持续对安全证照相关专用设备进行投入，而公司在此领域属于绝对龙头地位。同时，随着“一带一路”沿线国家与中国经济继续紧密融合，公司海外业务将继续拓展。预计身份识别业务 19-21 年增速分别为 38%、34%和 30%。

✧ **智慧交通**：公司拥有轨道交通和公交汽车全方位城市公共交通出行支付解决方案，业务覆盖全国近 80 城，参与 140 多个智慧交通项目，18 年相继携手阿里腾讯，未来继续有望在聚合支付、线下生态圈等多个领域打开空间。预计智慧交通业务 19-21 年增速分别为 35%、30%和 25%。

Figure 31 收入预测（亿元）

收入预测	收入				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
身份识别	2.79	4.23	5.83	7.82	10.16
同比		51%	38%	34%	30%
智慧交通	1.01	1.78	2.40	3.12	3.90
同比		76%	35%	30%	25%
合计	3.80	6.00	8.23	10.94	14.06
同比		57.97%	37.11%	32.83%	28.57%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

2、公司毛利率下降除业务竞争压力加剧外，上游原材料涨价是另一大原因，我们看好公司在技术、渠道上的竞争优势，加之电子元器件价格较去年已有一定回落，预计公司两项业务毛利率将稳步回升，19-21 年综合毛利率为：48.63%、49.36%和 50.12%。

Figure 32 毛利率预测

毛利预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
身份识别	58.63%	52.12%	53.00%	53.50%	54.00%
智慧交通	51.91%	36.58%	38.00%	39.00%	40.00%
总毛利率	56.85%	47.52%	48.63%	49.36%	50.12%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

4、销售费率：行业处于持续发展阶段，公司为保持卡位优势，19 年销售费率将相比 18 年大幅回升，而后趋于平稳，预计 19-21 年销售费率分别为 14%、13.5%和 13.5%；管理费率预计在公司研发投入持续加大和其余管理费用，预计未来三年管理费率平均为 20%。财务费率维持近三年平均

水平。

Figure 33 三项费率预测

费率预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费率	15.65%	11.30%	14.00%	13.50%	13.50%
管理费率	23.92%	18.96%	20.00%	20.00%	20.00%
财务费率	0.90%	-0.48%	-0.47%	-0.47%	-0.47%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

5、公司税率维持三年平均水平。

盈利预测：根据我们的假设，预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 8.23 亿元/10.94 亿元/14.06 亿元，同比增长 37.11%/32.83%/28.57%。2019-2021 年公司归属于母公司净利润分别为 1.43 亿元/1.89 亿元/2.41 亿元，同比增速为 32.39%/32.29%/27.73%，对应的 EPS 分别为 1.06 元/1.40 元/1.79 元。

估值与评级：公司是信息技术设备和系统综合服务商，业务涵盖身份识别管理和智慧交通，A 股可比公司包括数字认证、佳都科技、汇纳科技、新北洋以及三六零等。根据 wind 数据，目前可比公司平均市盈率为 36.3 倍，而根据我们的盈利预测，雄帝科技 2019-2021 年市盈率为 23.8 倍/18 倍/14.1 倍。公司出入境安全证照领域龙头地位稳固，行业持续高景气；海外业务受益“一带一路”建设发展迅速且业务空间广阔；携手互联网巨头，数字身份有望成为全新增长点。首次给予“增持”评级。

Figure 34 可比公司相对估值比较

简称	收盘价	总市值(亿元)	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
数字认证	26.08	46.9	0.72	0.54	0.82	1.37	31.6	49.2	32.5	19.4
佳都科技	8.83	144.6	0.16	0.27	0.36	0.47	42.6	33.6	25.5	19.5
汇纳科技	31.35	31.6	0.65	0.89	1.19	1.65	41.8	35.0	26.2	18.9
新北洋	11.92	79.4	0.57	0.78	1.01	1.27	26.8	15.4	11.9	9.4
三六零	19.42	1313.6	0.52	0.73	0.72	0.86	39.0	27.2	27.7	23.1
平均值	-	-	-	-	-	-	36.3	32.1	24.8	18.1
雄帝科技	23.86	32.2	0.80	1.06	1.40	1.79	31.5	23.8	18.0	14.1

注：市值、收盘价以 2019 年 8 月 2 日为准

除雄帝科技外，其余公司盈利预测为 Wind 一致预期

资料来源：WIND、世纪证券研究所

五、风险提示

➤ 智慧交通业务竞争加剧

公司智慧交通业务所在行业处于充分竞争阶段，在公司业务扩张和市场争夺过程中，一方面可能导致公司盈利能力持续低迷，另一方面可能失去智慧交通线上线下生态圈未来空间广阔的应用市场。

➤ 政策环境改变

公司身份识别业务服务对象主要是政府职能机构，以出入境管理和户政等为主，下游需求受政策导向影响极大，若政策环境发生变化，公司业务将会受阻。

➤ 国际形势变化

公司近 20%收入来自于“一带一路”沿线国家，若国际形势发生重大变化，公司该部分业务将面临无法推进的情况。

附：报表预测

报表预测 (百万元)					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	380.11	600.46	823.30	1093.62	1406.10
减：营业成本	164.02	315.11	422.96	553.78	701.41
营业税金及附加	3.82	3.49	7.33	9.74	12.52
营业费用	55.70	67.83	115.26	147.64	189.82
管理费用	90.94	113.83	164.66	218.72	281.22
财务费用	3.42	-2.85	-10.37	-11.96	-14.21
资产减值损失	1.81	8.46	4.63	4.63	4.63
加：投资收益	3.70	2.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	28.00	30.00	32.00
营业利润	64.10	97.02	146.82	201.07	262.70
加：其他非经营损益	27.56	25.51	21.15	21.15	21.15
利润总额	91.66	122.53	167.97	222.22	283.84
减：所得税	12.15	14.69	25.20	33.33	42.58
净利润	79.51	107.84	142.77	188.88	241.27
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	79.51	107.84	142.77	188.88	241.27
EPS (元)	0.59	0.80	1.06	1.40	1.79
财务分析和估值指标汇总					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率					
毛利率	56.85%	47.52%	48.63%	49.36%	50.12%
三费/销售收入	39.48%	29.78%	32.74%	32.41%	32.49%
EBIT/销售收入	23.57%	20.44%	19.29%	19.38%	19.33%
EBITDA/销售收入	24.58%	21.39%	20.72%	20.45%	20.16%
销售净利率	20.92%	17.96%	17.34%	17.27%	17.16%
资产获利率					
ROE	12.51%	14.65%	16.71%	18.70%	19.95%
ROA	9.92%	11.75%	12.87%	14.22%	15.22%
ROIC	40.70%	54.82%	32.05%	37.77%	39.56%
增长率					
销售收入增长率	29.77%	57.97%	37.11%	32.83%	28.57%
EBIT 增长率	28.97%	36.97%	29.45%	33.40%	28.25%
EBITDA 增长率	28.32%	37.51%	32.81%	31.10%	26.76%
净利润增长率	31.62%	35.63%	32.39%	32.29%	27.73%
总资产增长率	31.11%	15.65%	18.18%	20.73%	19.81%
股东权益增长率	10.14%	15.81%	16.01%	18.25%	19.72%
经营营运资本增长率	12.53%	152.76%	31.32%	37.16%	23.91%
资本结构					
资产负债率	29.60%	29.51%	30.80%	32.22%	32.27%
投资资本/总资产	17.43%	34.96%	34.78%	36.13%	35.44%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.17	3.04	3.01	2.95	3.00
速动比率	2.53	2.09	2.09	1.99	2.07
股利支付率	33.54%	18.80%	17.45%	17.45%	17.45%
收益留存率	66.46%	81.20%	82.55%	82.55%	82.55%
资产管理效率					
总资产周转率	0.42	0.57	0.67	0.73	0.79
固定资产周转率	29.33	34.74	12.83	21.72	38.52
应收账款周转率	2.18	2.64	2.52	2.67	2.62
存货周转率	1.02	1.30	1.42	1.36	1.45

资料来源：wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。