



线下客流分析领域龙头，云转型助力公司加速发展

2019.10.23

夏清莹(分析师)

电话: 020-88832345

邮箱: xia.qingying@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518100002

● 行业领先龙头企业，多次实施股权激励，持续加强研发投入。

汇纳科技是国内领先的线下客流分析领域的龙头企业，主要提供实体零售行业消费行为数据的采集和分析服务。公司实际控制人合计持有 39.20% 的股份，股权结构较为集中。上市后公司已累计实施多次股权激励计划，彰显公司长期发展信心。公司深耕客流分析领域，国内线下客流分析系统市场占有率达到 70%。目前，通过云转型战略公司成功开拓新商业模式，营收规模持续稳健增长，2019 上半年净利润快速提升。公司持续加强研发费用投入，保持产品业务的技术领先，技术及运维人员数量也持续增长。

● 行业中小体量客户为需求主力军，公司积累优质客户具备先发优势。

目前，线下零售市场规模庞大，受线上零售冲击急需转型。全国购物中心建设稳健推进，存量改造加速进行。近几年，新开业购物中心的整体体量变化不大，但个体逐渐从大体量项目转向小体量项目，中小体量购物中心更受青睐，小体量购物中心成为增长主力。新开业购物中心区域特征明显，新一线城市最为活跃。公司业务多集中在华东等热点区域，具备先发优势。公司长期专注于客流分析领域，已形成竞争壁垒，经过 10 余年的经营发展，也积累了大量优质客户，树立了良好口碑。目前，公司还不断拓展新的合作伙伴，与华为、王府井等建立了长期的战略合作关系。

● 大力推进“汇客云”战略落地，募投资金加速大数据服务业务推进。

公司的主打产品是客流分析系统，能够给客户提供相应的数据服务及解决方案。公司采取个性化服务满足客户需求，针对不同客户提出不同的数据服务解决方案。目前，公司投入大量资源推广“汇客云”平台，致力于转型为数据分析服务供应商。云服务模式能够拓宽公司的发展空间，相较传统业务具有更多优势。数据服务模式是行业未来发展方向，也是公司最新的产品研发及战略方向。基于十多年实体商业客流数据的积淀，公司能够提供更为全面的数据链管理，能进一步用技术和数据帮实体商业提升商业运营管理效率。公司于今年 9 月获证监会审核通过最新的非公开发行股票发行，募投资金将全部用于投入实体商业的数据服务产品建设，保障公司的行业领先地位。

● 公司盈利预测与估值：

预计 19-21 年营收分别为 3.23、4.37 和 6.06 亿元，归母净利润分别为 0.89、1.23 和 1.64 亿元，对应 EPS（最新摊薄）分别为 0.88、1.22 和 1.63 元，对应 PE 分别为 46.63、33.67 和 25.14 倍，对比可比公司估值，给予 20 年 40 倍 PE，对应 6 个月目标价 48.80 元，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

“汇客云”战略推进不及预期；行业竞争加剧；产品研发创新不及预期。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	249.17	322.58	436.65	606.48
同比（%）	22.67%	29.47%	35.36%	38.89%
归母净利润（百万元）	65.55	88.54	122.61	164.24
同比（%）	10.91%	35.07%	38.48%	33.95%
每股收益-最新摊薄（元）	0.65	0.88	1.22	1.63
P/E	62.99	46.63	33.67	25.14
P/B	7.84	7.13	6.33	5.50
EV/EBITDA	51.20	24.16	13.81	10.44

数据来源：同花顺，公司公告，广证恒生

强烈推荐（维持）

现价: 40.93

目标价: 48.80

股价空间: 19.23%

计算机行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
汇纳科技	-0.10	23.66	-6.66
计算机	-4.60	11.05	-5.32
沪深 300	-1.01	2.31	-5.45

基本资料

总市值（亿元）	41.29
总股本（亿股）	1.01
流通股比例	54.45
资产负债率	13.73
大股东	张宏俊
大股东持股比例	39.20

相关报告

广证恒生-汇纳科技(300609)-业绩点评-

业绩高速增长，汇客云业务顺利推进

-2019.08.19



目录

目录	2
图表目录	3
1. 龙头地位稳固，云转型进一步加速公司发展	4
1.1 领先的线下客流分析服务商，持续股权激励彰显公司信心	4
1.2 客流分析领域市占率领先，确定云转型战略开拓新商业模式	5
1.3 营收净利润持续稳健增长，持续加强研发投入力度	6
2. 行业需求持续提升，积累优质客户具备先发优势	8
2.1 购物中心整体数量稳健提升，单个体量呈现缩减趋势	8
2.2 行业需求区域特征显著，有利于公司保障领先地位	9
2.3 先发优势确立优质客户结构，口碑红利带来良性循环	11
3. 汇客云产品落地，大数据+云服务拓宽成长空间	12
3.1 公司产品应用广泛，个性化服务满足客户需求	12
3.2 “汇客云”平台落地，新战略拓展公司市场空间	14
3.3 以大数据服务推动行业创新，募投资金提升公司竞争力	15
4. 盈利预测及估值	17
5. 风险提示	18



图表目录

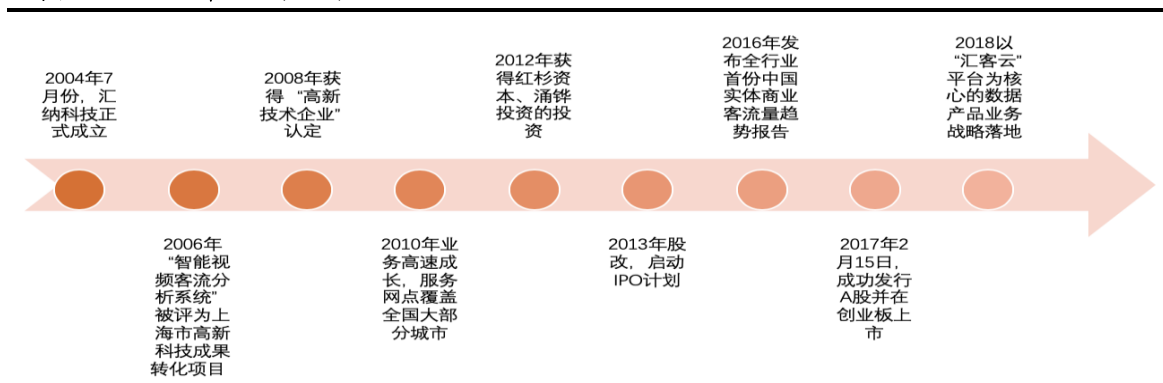
图表 1.	汇纳科技发展历程	4
图表 2.	公司股权结构	4
图表 3.	公司前三次股权激励情况	5
图表 4.	公司产品覆盖客户情况	5
图表 5.	数据服务模式和系统销售模式要点对比	6
图表 6.	创新业务模式介绍	6
图表 7.	公司近几年营收及增速情况	7
图表 8.	公司近几年净利润及增速情况	7
图表 9.	公司近 5 年研发投入情况	7
图表 10.	公司员工人数变化情况	7
图表 11.	中国线上和线下零售额情况	8
图表 12.	2014-2018 全国购物中心开业数量情况	8
图表 13.	2016-2018 年新开业购物中心体量情况	9
图表 14.	2016-2018 年新开业购物中心体量区间数量情况（面积：万平方米）	9
图表 15.	2018 年新开业购物中心最活跃城市	10
图表 16.	2016-2018 年开业购物中心分区域面积情况	10
图表 17.	汇纳科技分区域营收占比	10
图表 18.	公司的主要客户	11
图表 19.	2018 年 15 家知名产品线项目统计	11
图表 20.	公司近期重要战略合作情况	12
图表 21.	公司客流分析系统原理	12
图表 22.	线下数据的部分采集方式	13
图表 23.	公司个性化服务过程	13
图表 24.	公司客流分析的作用	13
图表 25.	“汇客云”平台介绍	14
图表 26.	“汇客云”平台主要功能介绍	14
图表 27.	“汇客云”产品特点	15
图表 28.	“汇客云”部署模式	15
图表 29.	“汇客云”数据产品和服务	15
图表 30.	线下数据的核心价值	16
图表 31.	公司的数据服务模式	16
图表 32.	公司最新非公开发行募投项目情况	17
图表 33.	公司业务收入拆分及预测（收入单位：百万元）	17
图表 34.	可比公司估值情况	18

1. 龙头地位稳固，云转型进一步加速公司发展

1.1 领先的线下客流分析服务商，持续股权激励彰显公司信心

汇纳科技是国内领先的线下客流分析领域的龙头企业，主要提供实体零售行业消费行为数据的采集和分析服务。公司成立于2004年，于2017年在创业板挂牌上市，是卓越的线下实体商业数据产品及服务提供商。公司自成立以来专注于线下实体商业场景数据化，努力推进线下商业大数据平台的建立，促进行业数据整合及数据价值深入挖掘和应用。经过十余年的发展，公司已经成长为国内线下客流分析领域的龙头企业，拥有14家分、子公司，3大研发机构，170个服务网点，业务覆盖全国超过400个城市和地区。

图表1. 汇纳科技发展历程

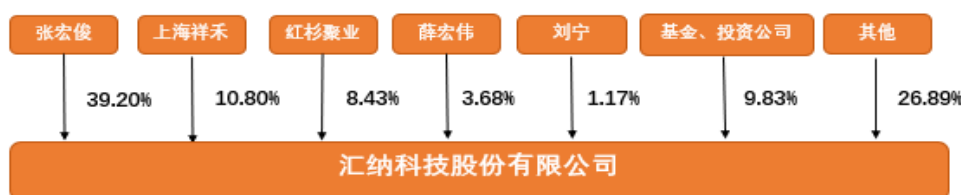


资料来源：公司官网、广证恒生

公司实际控制人合计持有公司 39.20% 股份，股权结构较为集中。公司实际控制人为张宏俊先生，截止2019年上半年，张宏俊先生持有公司 39.20% 的股份，前十大股东累计持有公司 73.11% 的股份，公司整体股权集中度较高。除上海总部外，公司分别在深圳、北京、广州、南京、沈阳、武汉、西安、成都等地设立了分公司，并参股了南京千目信息、北京码牛科技、南京圈圈科技、上海云加信息等子公司，延伸公司产业链、拓展增值服务、增强产品协同效应并推进线下数据分析共享与合作。具体的：

- **上海云加**：主打场景感知数据平台，通过部署不同传感器和AI摄像头，采集和分析其总体客流情况，生成热力图等各种可视化图表供业务部门分析使用，有助于公司延伸产业链到智慧门店；
- **南京圈圈**：从事基于线下消费信息数据的APP开发，主要业务是网站设计研发、APP设计开发、系统集成开发和多系统整合服务，有助于公司拓展数据增值服务；
- **北京码牛**：是国内领先的人工智能整体解决方案提供商，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，深耕公共安全、金融、物联网等行业领域，结合场景化应用为各行业、领域提供大数据解决方案，有助于公司完善线下数据分析业务；
- **南京千目**：主要从事电子导购系统的研发与销售，扎根于零售及商业地产行业，提供创新的智能商显应用分发系统。目前，旗下有“1000mu千目应用分发系统”及“Anyview千视智能硬件系统”两条品牌产品线，有助于公司丰富产品线，增强产品协同效应。

图表2. 公司股权结构



资料来源：公司公告&官网、广证恒生

多次实施股权激励计划，彰显公司长期发展信心。自上市3年以来，公司已经先后实施3次股权激励计划，激励人数分别为64名、151名和25名核心管理人员和核心技术人员。最新的，2019年9月公司又计划实施第4次股权激励，拟激励对象为89名核心业务骨干，激励规模计划为350万股，其中50万为预留。行权条件与第3次股权激励相同，以2016年净利润为基数，2019-2021年净利润增长率分别不低于80%、160%和240%。连续的股权激励彰显了公司长期发展信心，也提升了核心管理、技术人员的粘性，保障公司核心业务骨干团队的稳定性，有利于公司长期健康发展。

图表3. 公司前三次股权激励情况

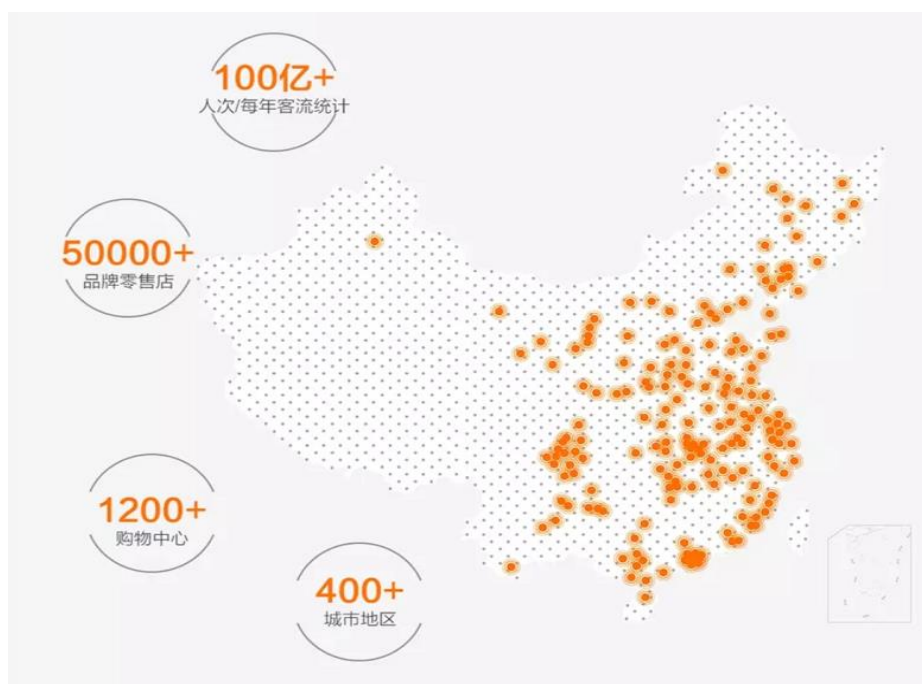
时间	激励规模	行权条件	具体要求
2017.09	首次授予90.3万股，预留8万股	以2016年净利润为基数，2017-2019年净利润增长率分别不低于20%、40%和80%	2017-2019年净利润分别不低于5796.17万元、6762.20万元，和8694.25万元
2018.08	首次授予275.40万股，预留68.85万股	以2016年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率分别不低于40%、80%和160%	2018-2020年净利润分别不低于6762.20万元、8694.25万元和12558.36万元
2019.04	首次授予211万股，预留50万股	以2016年净利润为基数，2019-2021年净利润增长率分别不低于80%、160%和240%	2019-2021年净利润分别不低于8694.25万元、12558.36万元和16422.48万元

资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 客流分析领域市占率领先，确定云转型战略开拓新商业模式

公司深耕客流分析领域，国内线下客流分析系统市场占有率达到70%。公司经过十余年的专注与积累，公司视频客流分析系统已被国内众多知名商业地产、百货公司以及零售商用户所采纳，在全国多座城市拥有多家大型百货商场、购物中心以及零售连锁店铺客户。目前，公司客流分析系统在国内线下市场占有率已超过70%，产品覆盖超过340个城市的近1500家百货商场、购物中心和超过20000家品牌零售连锁店铺，拥有20万数据采集传感器，采集的客流累计量每年达到100亿人次，位居行业龙头地位。

图表4. 公司产品覆盖客户情况



资料来源：公司官网、广证恒生

公司确定云转型战略，在原有系统销售业务基础上拓展数据增值服务，开拓新商业模式。2015 年上半年，公司确定了云转型战略，决定在客流分析系统销售方式的基础上新增数据服务方式。系统销售方式实质上也是“数据服务”，但两者在业务导向、数据范围、销售标的、销售收入上都有所不同。在数据服务方式下，公司将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买单，只支付少量安装费用和相应标准的数据服务费。

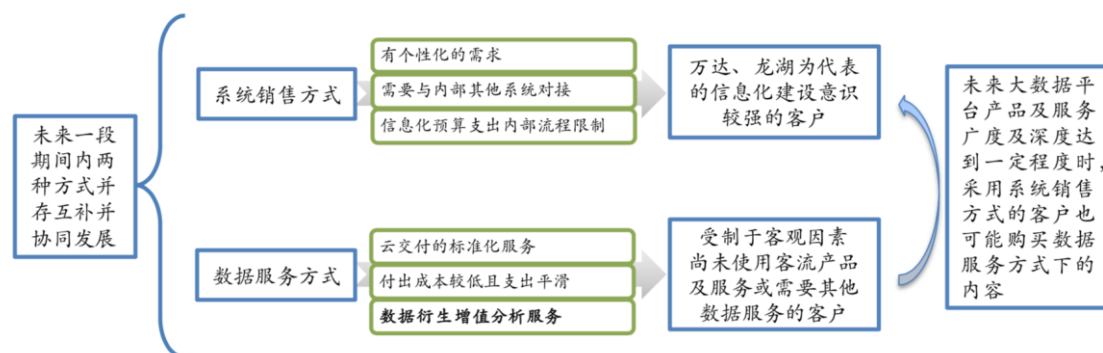
图表5. 数据服务模式 and 系统销售模式要点对比

项目	系统销售模式	数据服务模式
业务实质	两种方式的业务实质均是“数据服务”；系统销售方式下虽然销售的是有形产品，但引导其实现销售的还是有形产品包含的数据分析部分	
业务导向	明确数据服务作为业务导向	以具体产品及服务的销售为导向
数据范围	单体数据(包括客流数据、销售额、成交量、天气条件等)	由单体数据延伸至多来源、多维度的数据集
销售标的	以具体产品及服务为销售标的	以客流统计分析产品及服务组合为销售标的，用户拥有选择权
销售收入	具体产品及服务一次性完成交付	持续数据服务，可实现稳定多期收入

资料来源：公司公告、广证恒生

公司在已经取得传统系统销售模式下客流分析系统销售领域的市场龙头地位的基础上，将协同并推进传统产品下系统销售模式和云产品下数据服务模式共同发展，挖掘新的市场空间。

图表6. 创新业务模式介绍



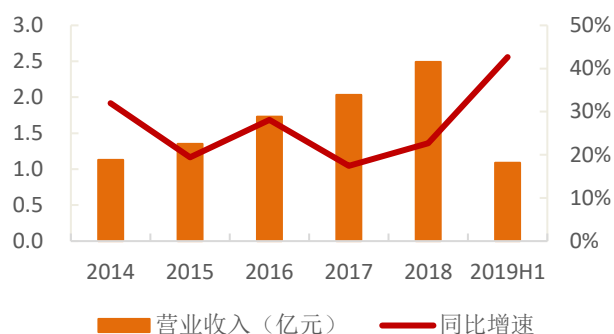
资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 营收净利润持续稳健增长，持续加强研发投入力度

公司营收规模持续稳健增长，2019 上半年净利润快速提升。公司 2014 到 2018 年营业收入保持稳健增长，从 1.13 亿元逐步增长到 2.49 亿元，年均复合增长率达到 21.84%；公司净利润则从 0.32 亿元增长到 0.67 亿元，年均复合增长率达到 20.29%。最新的，公司 2019 年上半年实现营业收入 1.09 亿元，同比增长 42.64%，主要是新增防火视频分析系统收入所致；实现净利润 0.23 亿元，较上年同期增长 50.73%。

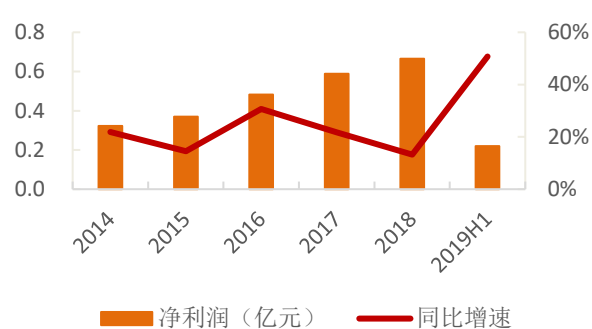
从业务收入结构看，公司的客流分析系统销售收入占到营收的绝大部分。其中，2017 年和 2018 年客流分析系统销售收入占比分别为 86.15%和 80.89%，2019 上半年客流分析系统收入占比下降的主要原因是其本身大多在下半年确认收入，而新增的智能防火视频分析系统等均在上半年完成了收入的确认，从全年看客流分析系统的收入仍然会占据主要份额。新增的智能防火视频分析系统毛利率较低，相较于客流分析系统 68.39%和导购系统 64.14%的毛利率，智能防火视频分析系统的毛利率仅为 26.36%，因此拉低了公司上半年整体的毛利率至 55.53%。但随着下半年客流分析系统收入的集中确认，整体毛利率有望回升至稳定水平。

图表7. 公司近几年营收及增速情况



资料来源: Wind、广证恒生

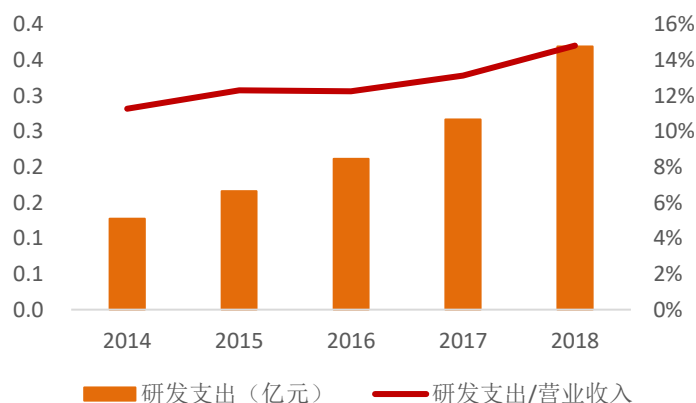
图表8. 公司近几年净利润及增速情况



资料来源: Wind、广证恒生

公司持续加强研发费用投入,保持产品业务的技术领先。公司2014年到2018年研发支出绝对金额和占比均逐年上升,研发支出金额从2014年的0.13亿元提升到2018年的0.37亿元,占营业收入比例从2014年的11.27%提升到2018年的14.81%,彰显了公司对研发支出投入的重视。

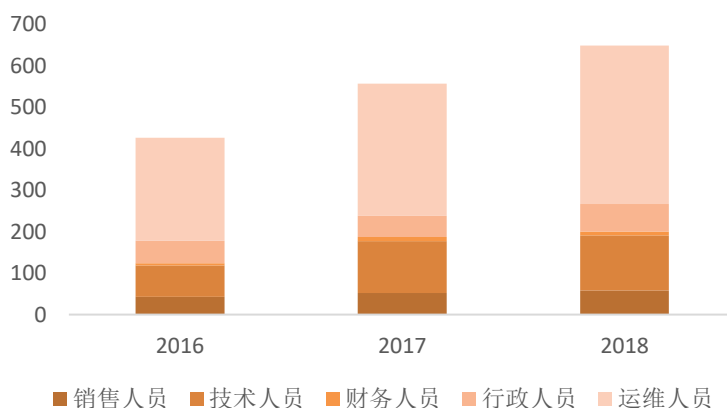
图表9. 公司近5年研发投入情况



资料来源: Wind、广证恒生

公司员工人数持续提升,主要来源技术及运维人员的增长。公司2016到2018年员工总人数从426人增长到648人,主要来源于运维人员和技术人员的大幅增加。其中,运维人员从2016年的248人增加到2018年的382人,主要原因是客流分析系统销售的增加需要更多运维人员的维护运营;技术人员从2016年的75人增加到2018年的133人,主要是汇客云平台的开发需要大量的技术人员。

图表10. 公司员工人数变化情况



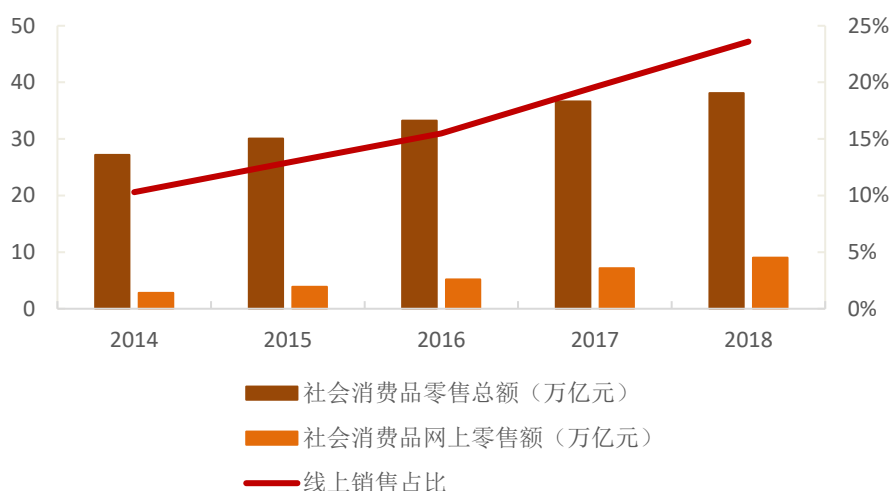
资料来源: Wind、广证恒生

2. 行业需求持续提升，积累优质客户具备先发优势

2.1 购物中心整体数量稳健提升，单个体量呈现缩减趋势

线下零售市场规模庞大，受线上零售冲击急需转型。根据国家统计局数据统计，2018 年全国线下消费品销售总额已经达到 38.1 万亿元，总量十分庞大。线上零售额达到 9.01 万亿元，同比增长 25.48%，占比 23.60%。百货商场、购物中心、零售连锁专卖店等传统线下商业零售业态受线上零售的影响面临着越来越大的经营压力，急需谋求经营模式的转型及运营效率的提升。

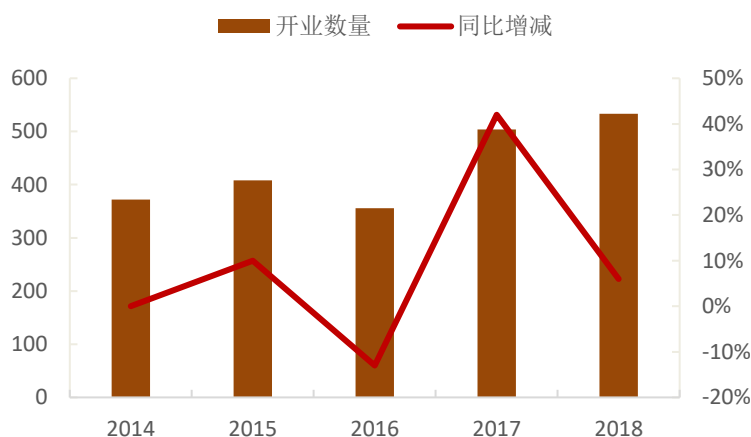
图表11. 中国线上和线下零售额情况



资料来源：国家统计局、广证恒生

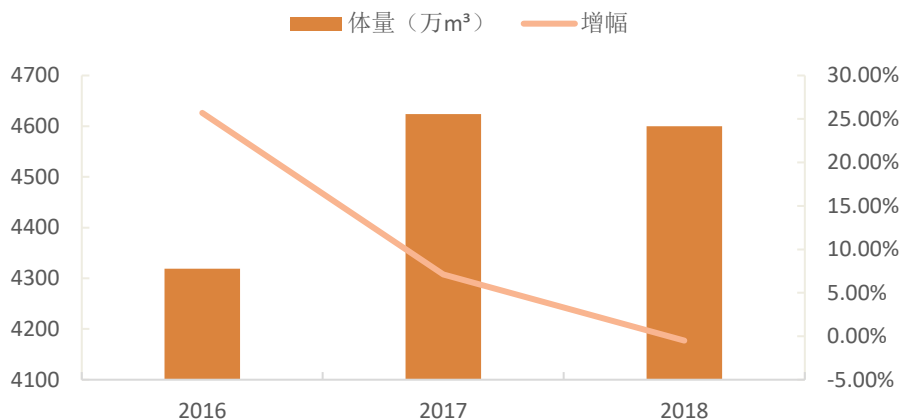
全国购物中心建设稳健推进，存量改造加速进行。根据联商网统计，2018 年全国开业购物中心总数量近 533 个，对比 2017 年，数量增加了近 30 个。从近五年数据来看，新开业购物中心数量整体呈逐年上涨的趋势，仅 2016 年相较往年有所减少，2018 年开业数量达到近五年新高。此外，2018 年购物中心存量改造的情况相当突出。据赢商网统计，2018 年开业存量改造购物中心超 20 个，体量超 140 万平方米，四分之三集中在华东地区，上海是最集中的城市。跟随我国购物中心开发周期，购物中心正加速进入存量改造期，尤其是一线城市。预计从 2018 年到 2025 年，中国还会有 6000 家购物中心建成开业，反映了线下零售行业仍是持续拓展的态势，市场空间广阔，公司的潜在客户数量也持续增加。

图表12. 2014-2018 全国购物中心开业数量情况



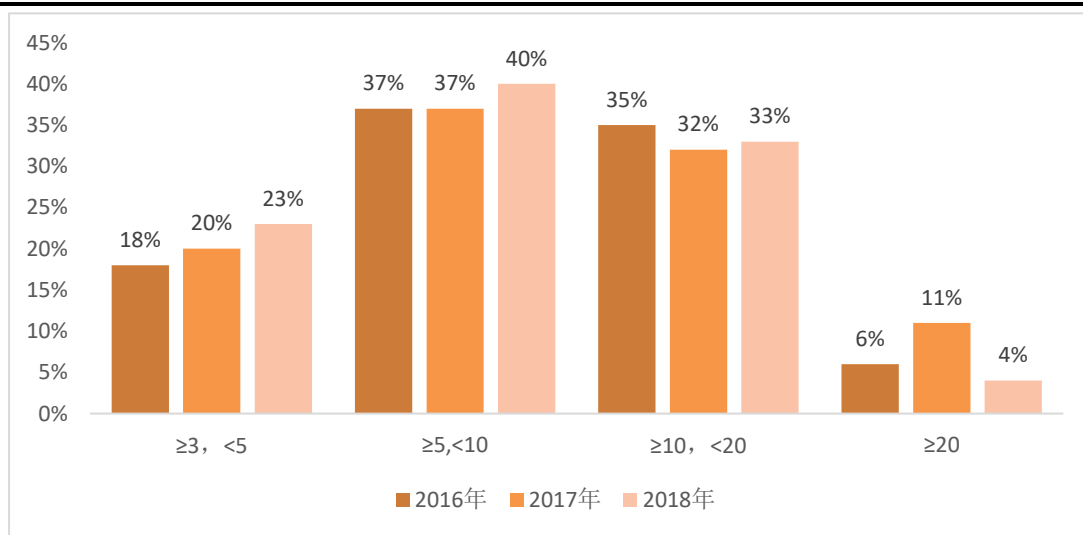
资料来源：联商网、广证恒生

开业购物中心整体体量变化不大，个体逐渐从大体量项目转向小体量项目。据赢商网统计，从2016-2018年开业购物中心的体量看，近三年新开业购物中心整体体量增幅不大，增速逐渐下滑，从25.7%下降到负增长-0.5%。具体的，对比2017年，2018年开业购物中心的数量增加了近30个，体量下降20多万平方米，反映出购物中心平均单体量变小，大体量项目缩减，小体量项目增加的趋势。

图表13. 2016-2018年新开业购物中心体量情况


资料来源：赢商网、广证恒生

中小体量购物中心更受青睐，小体量购物中心成为增长主力。近三年来，购物中心体量区间占比基本维持稳定，5~10万m²（不含10万m²）、10~20万m²（不含20万m²）各占35%左右，3~5万m²（不含5万m²）的约占20%，≥20万平方米区间的占10%以下。其中，3~5万m²（不含5万m²）近三年持续增长，20万m²及以上体量的超大型购物中心项目总体呈现下滑，反映出“精致型”购物中心越来越受市场青睐，尤其是社区型小体量购物中心会成为新的增长趋势。

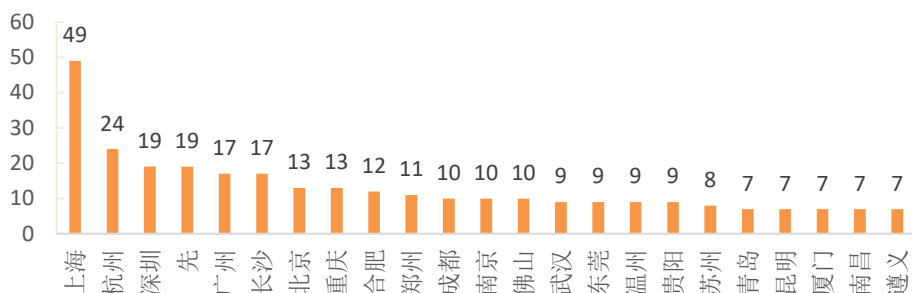
图表14. 2016-2018年新开业购物中心体量区间数量情况（面积：万平方米）


资料来源：赢商网、广证恒生

2.2 行业需求区域特征显著，有利于公司保障领先地位

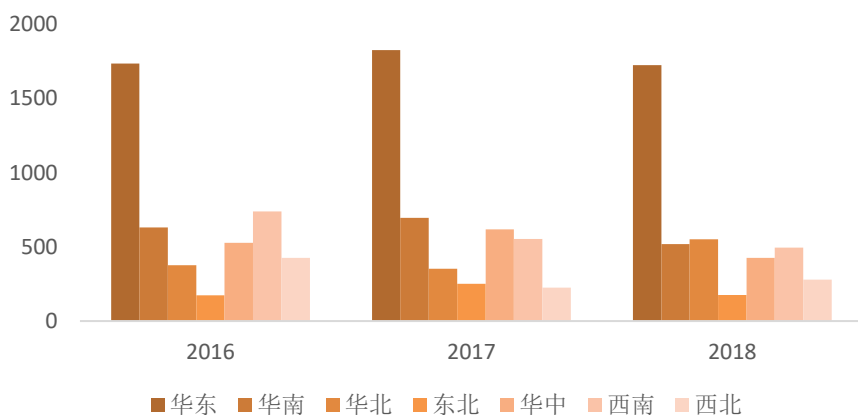
新开业购物中心区域特征明显，新一线城市最为活跃。从数量来看，一线城市北上广深开业98家，占总开业数量比约18%。15个新一线城市开业总数量高达155家，占总开业数量比重的29%。其他30个二线城市除大连、保定、中山外均有商业项目开业，数量116家，占总开业数量比约22%。随着新一线城市和二线城市的兴起，可以期待未来更多购物中心开业。从面积总量来看，华东地区一骑绝尘，是第二位华南的2.8倍，西南与华南相当接近，华中略超华北，东北供应量最小，其次是西北。

图表15. 2018年新开业购物中心最活跃城市



资料来源：联商网、广证恒生

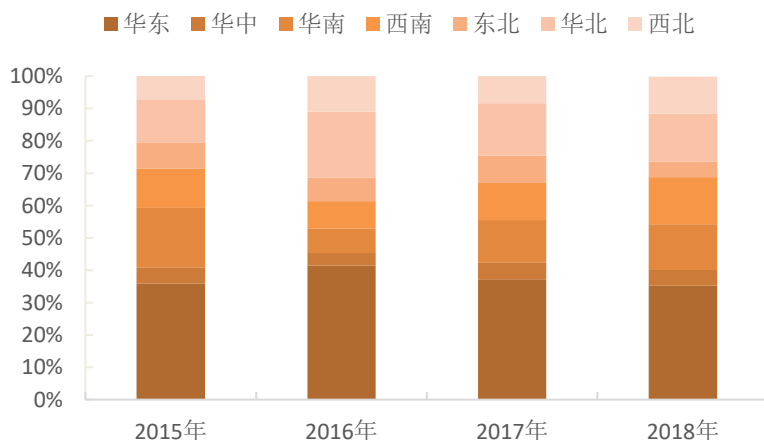
图表16. 2016-2018年开业购物中心分区域面积情况



资料来源：赢商网、广证恒生

公司业务多集中在热点区域，具备先发优势。对比公司营收规模的区域分布情况，可以发现与新开业购物中心的区域特征分布情况较为一致，反映了公司在热点区域具备客户及项目积累经验，能够更好的抓住后续的项目机会，受益于行业增长红利。其中华东、华南区域贡献了公司超过50%的营收，随着以华东地区为主的新购物中心持续增长，公司也将占领更多市场，保持其行业领先地位。

图表17. 汇纳科技分区域营收占比



资料来源：公司公告、广证恒生

2.3 先发优势确立优质客户结构，口碑红利带来良性循环

公司长期专注于客流分析领域，已形成竞争壁垒，先发优势明显。一方面，行业多年的积淀所带来的数据入口价值是核心竞争壁垒，公司自 2004 年成立起就开始涉足客流分析业务，拥有分布广泛、数量众多的线下商业数据入口，积累了大量的客流数据，这些沉淀的客流数据具有稀缺性，能够比其他竞争对手更有效地实现数据分析；另一方面，公司先行占领市场，具有客户转换成本壁垒，客户在客流分析前端布置时需要统一规划，替换硬件设备需要耗费大量的时间和精力，此外，客流分析后期配套服务水平差异明显，客户更换客流分析系统将面临很强的不确定性，因此形成了客户转换成本壁垒。

图表18. 公司的主要客户



资料来源：公司官网、广证恒生

公司经过 10 余年的经营发展，积累了大量优质客户，树立了良好口碑。公司在客户拓展上，主要通过与大企业客户建立长期合作关系的模式积累行业头部的优质客户。目前，公司客户包括万达广场、王府井、龙湖天街、银泰中心、恒隆广场等知名百货商场和购物中心，以及屈臣氏、耐克等品牌零售连锁店铺，这些优质客户也为公司带来了良好的业界口碑。此外，公司的优质客户万达广场、龙湖天街等也是近几年新开业购物中心的主要贡献者，因此公司能够在行业增长红利中更具优势。

图表19. 2018 年 15 家知名产品线项目统计

产品线	数量 (个)	体量 (万 m2)
万达广场	49	577.5
吾悦广场	19	226.9
万象城/万象汇	10	147.9
爱琴海购物公园	9	92.3
大悦城	4	78.65
龙湖天街	4	53.6
万科系列	10	51.3
凯德系列	3	41
绿地系列	6	36.8
奥园广场	4	34
天虹购物中心	4	32.8
保利系列	4	28.5
宝龙城	3	29.5
合景·悠方/合景·摩方	3	28.5
首创奥特莱斯	3	28.06

资料来源：赢商网、广证恒生

公司不断拓展合作伙伴，建立长期战略合作关系共同发展。近年来，除了与传统大型企业客户保持友好的合作关系外，公司也在积极拓展新的合作伙伴。2019年3月22日，华为智能计算生态联盟启动，汇纳科技成为首批入驻联盟成员，与优势资源联手助力实体商业数据价值拓展。2019年4月，公司又与全联房地产商会、腾新科技达成三分战略合作，与华联股份达成战略合作，为后续市场拓展打下了良好基础。2019年5月，公司与王府井集团建立了合作关系，大型企业客户迎来新成员，利于公司长远发展。

图表20. 公司近期重要战略合作情况

时间	合作对象	具体内容
2019.03.22	华为	汇纳科技首批入驻华为智能计算生态联盟，与联盟伙伴一起，共同探索 and 分享 AI 时代新红利，助力行业客户快速步入智能化时代，领跑数字经济。
2019.04.13	全联房地产、腾新科技、华联股份	汇纳科技与全联房地产商会、腾新科技达成三方战略合作，围绕商业地产领域相关指数研究与发布等方面开展合作。与华联股份达成战略合作，在线下实体商业大数据领域的产品、服务、销售等方面开展具体合作。
2019.05.07	王府井集团	王府井集团将汇纳科技列为重点战略客户，在认可公司提供的技术平台具有业内领先水平且其他条件同等的情况下，将优先选择公司作为客流管理、人工智能、大数据服务合作伙伴。

资料来源：公司官网、广证恒生

3. 汇客云产品落地，大数据+云服务拓宽成长空间

3.1 公司产品应用广泛，个性化服务满足客户需求

公司的主打产品是客流分析系统，能够给客户提供的数据服务及解决方案。该系统由数据采集探头、数据分析设备、数据服务器和数据分析报表系统等部分组成，是集硬件和软件于一体的客流数据采集及分析平台。其基本原理是通过安装在商场出入口顶端垂直向下照射的摄像头采集通过该通道的顾客的视频图像，视频图像再经过线缆传输至视频分析终端进行处理，从而生成进出客流量数据，最后由该终端将客流量数据传输至后端的数据服务器实现数据汇总、分析、展现等数据应用功能。

图表21. 公司客流分析系统原理



资料来源：公司公告、广证恒生

公司的客流分析系统应用广泛，辅助线下实体商户商业决策。客流信息是衡量商业设施运营状况的重要指标，客流分析系统就是通过各种采集传感器，采集线下消费者行为数据，在此基础上进行数据可视化呈现及挖掘应用，从而有效吸引外来客流量并有效管理内部客流使其产生最大化的业绩贡献。公司在线下数据采集上具备多种方式，能够满足客户所需要的数据内容。而全面掌握业态运营的客流信息，对线下实体商业实施科学的管理和做出正确的市场营销决策起着至关重要的作用。

图表22. 线下数据的部分采集方式

方式	采集内容
视频系统	客流量、滞留时间数据
Wi-Fi	位置、行走路线数据
二维码	位置、支付的数据
车载终端	行车路线位置数据、实时交通数据
智能家居终端	家庭应用数据
POS 机	商品属性、交易数据
导购系统	浏览内容、频次数据

资料来源：公司公告、广证恒生

公司采取个性化服务满足客户需求，针对不同客户提出不同的数据服务解决方案。公司的客流分析系统服务采取完全自主的设计方案，公司的售前支持团队会针对具体项目进行实地勘察及需求确认，根据客户需求指定最合理的系统实施方案，在系统实施完成并上线运行后，公司的项目实施团队还会提供全面的系统验收材料并提供系统使用培训。

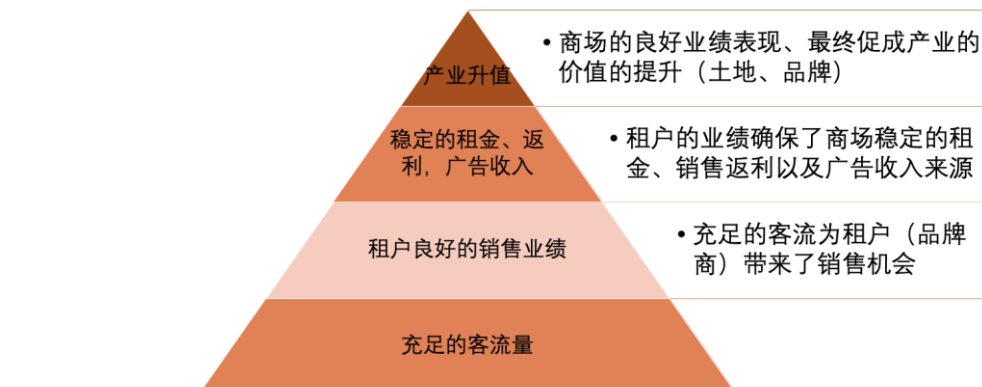
图表23. 公司个性化服务过程



资料来源：公司官网、广证恒生

公司自主研发并完善产品体系，辅助客户优化运营和管理手段。公司自主开发并不断完善的数据分析报表系统可以提供全面的数据分析，例如根据历史客流数据和当前客流信息，结合零售商其他经营销售数据（如销售额、成交量等）以及其他相关数据（如天气条件、营业时段、促销活动信息等），对不同时段和不同区域客流数据进行汇总、挖掘、对比与分析，输出多种类型图表，为管理人员提高管理效率和进行管理决策提供诸多有价值的信息。通过准确的量化数据来研究客流量规律，客户可以了解相关设施在运行中的状况，还可以利用这些高精度的数据，进行有效的组织运营工作；通过深入的顾客数据研究，可以最大限度地帮助客户挖掘卖场的销售潜力，增加销售机会；同时，对于人流密度较大的区域采取相应的措施，还可以进行很好的走向引导和安全预警。

图表24. 公司客流分析的作用



资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 “汇客云”平台落地，新战略拓展公司市场空间

公司大力推广“汇客云”平台，转型数据分析服务业务。“汇客云”平台以传统的客流分析系统为基础，采取按需交付的云交付模式，以 SaaS 模式对外提供服务，是公司推广数据服务方式的主要载体，也是公司转型数据分析服务业务的关键。公司高度重视“汇客云”平台，明确制定了“推动线下智慧购物的科技创新，构建连接实体商业的数据平台”的战略目标，投入了大量资源建设云平台的产品和服务，在技术、研发、产品、资源等方面都有完整的规划，以保证“汇客云”数据服务战略的落地与推进。

- 聘任麻省理工学院数字经济研究所研究员、佐治亚理工学院终身讲席教授胡宇为首席数据科学顾问，把国际最前沿的科学和商业运营结合，为商业地产量身打造最科学的决策依据；
- 首批入驻华为智能计算生态联盟，对前端 AI 技术实时跟进、及时响应；
- 与研究机构、行业协会、资源平台达成多方战略合作，围绕商业地产领域开展专业调查研究，并进行相关运营指数、评价体系的设计和发布，以推动全行业的标准化建设，提升行业规范化水平。

图表25. “汇客云”平台介绍



资料来源：公司公告、广证恒生

“汇客云”战略落地，云服务模式拓宽公司发展空间。2019 年 4 月，公司发布“汇客云”数据服务产品，“汇客云”数据服务及产品战略正式落地。“汇客云”以公司独有的线下数据为核心，整合多方数据资源和能力，提供针对实体商业运营的诊断、评估、预测和决策支持的产品和服务。目前接入“汇客云”数据平台的商场已接近 1000 家，2019 年底预计增加至 2000 家。随着平台的不断完善，未来有望接入更多线下实体商业客户。云服务的模式降低了客户单次的付费成本，能够更好的服务中小体量客户。根据此前的行业分析可知，未来中小体量的线下实体商业是增长的主力军，因此“汇客云”战略的推出能够更好的跟上行业发展的趋势。

图表26. “汇客云”平台主要功能介绍



资料来源：公司官网、广证恒生

“汇客云”具有三大特点：**海量线下触角、超维数据融合、随时随地随需**。1) 经过多年的发展，公司已经在全国各地布下了多达 20 万的实体商业客流数据采集传感器，拥有大量专业数据化方案及卓越的本地化实施和运维团队；2) “汇客云”产品专门服务于实体商业的数据资源中心，整合来自线下、线上等多种数据资源，建立数据挖掘和应用生态圈；提供涵盖流量分析、客群分析、顾客画像，商场、商圈、行业走势的专业化数据服务；3) “汇客云”平台可以做到随时、随地、随需数据支持，经营数据一手掌握、基础数据服务、增值数据服务、定制化数据服务全年无休，安全、稳定、快捷。

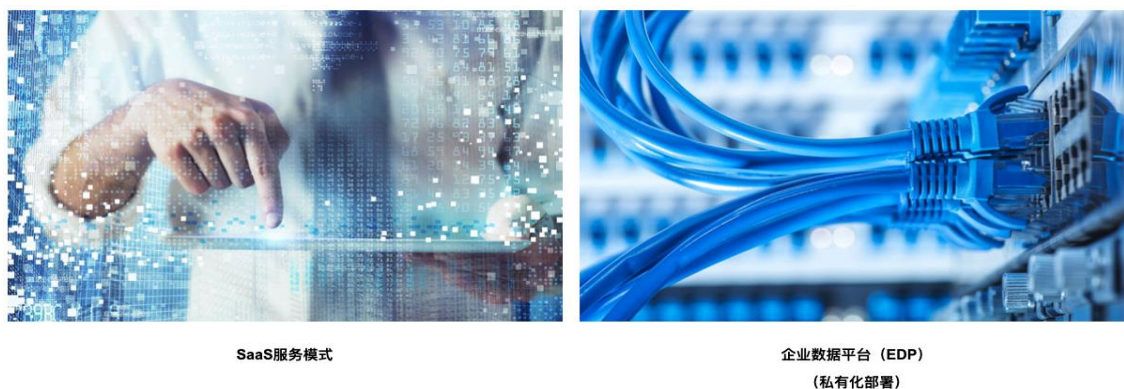
图表27. “汇客云”产品特点



资料来源：公司官网、广证恒生

“汇客云”平台具有多种部署方式，相较传统业务具有更多优势。“汇客云”平台具有 SaaS 服务模式和企业数据平台（私有化部署）两种部署模式，能够满足客户的个性化需求。在 SaaS 模式下，公司可以为客户提供高性价比的数据服务，从而吸引中小客户使用公司的产品与服务，这些客户进驻平台也能够拓宽公司产品的覆盖面。对比传统业务的系统销售模式，“汇客云”平台的数据服务方式衍生的服务更多、服务对象更广，竞争优势更加明显。

图表28. “汇客云”部署模式



资料来源：公司官网、广证恒生

3.3 以大数据服务推动行业创新，募投资金提升公司竞争力

数据服务模式是行业未来发展方向，也是公司最新产品研发及战略方向。国务院办公厅此前印发了《关于推动实体零售创新转型的意见》，明确指出在新的消费理念下、新的零售时代下，实体零售企业要创新转型。大数据的诞生和持续进步为线下零售商业提供了“从线下到线上”的契机。通过分析线下消费者行为习惯，以“大数据”为媒介，商场将能够做到个性化整合推送，不再局限于强调产品的功能性，而消费者也将获得更好的体验。“汇客云”平台正是提供数据服务模式的平台，能够帮助实体零售企业实现创新转型。

图表29. “汇客云”数据产品和服务



资料来源：公司官网、广证恒生

线下大数据通用应用场景包括选址、SKU、营销、销售和运营等。运营是对整个经营过程的计划、组织、实施和控制，利用数字化工具指导运营可以达到洞察消费者、研究媒体价值、分析市场竞争和品牌管理的效果，通过线上和线下的资源打通，可以更全面的对客户信息进行管理。尤其针对营销漏斗中的四类客流人群，线下大数据可以对客群实现精准定位，以用户维度，设计和分解运营闭环，达到潜在客户筛选、潜在客户引流，并对门店整体运营情况综合评估，最后完成企业策略提升，达到精细化运营的效果。随着线下数据体量的增加，线下大数据会越来越具有指导意义，不管是从数据采集能力，还是对实体经济的赋能来看，线下大数据体现出强大的潜能。

图表30. 线下数据的核心价值


资料来源：公司公告、广证恒生

公司基于十多年实体商业客流数据的积淀，能够提供全数据链管理，更能帮实体商业用技术和数据提升商业运营管理。具体的，公司以提供数据服务为导向，在采集客流数据的基础上，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。此外，公司将同样为实体商业中的品牌连锁客户提供服务组合选择。商业实体客户及品牌连锁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（或者数据开通费）甚至免费建设（或开通）；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。公司分别在数据采集环节和数据分析应用环节向用户提供数据采集服务和数据增值服务两大类服务，并实现相应服务的收费。

图表31. 公司的数据服务模式


资料来源：公司官网、广证恒生

公司最新的非公开发行股票获得审核通过，用于投入数据服务产品建设。2019年9月20日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核了公司关于非公开发行A股股票的申请。根据会议审核结果，公司本次非公开发行A股股票的申请获得审核通过（但尚未收到中国证监会的书面核准文件，需注意投资风险）。本次募投资金将用于“实体商业线下数据采集网络建设项目”和“大数据运营管理中心建设项目”，分别计划投资约7.61亿及2.91亿元。此次募投将有助于公司的数据服务产品研发及建设，未来随着募投项目的推进，公司将进一步增强市场地位，实现全渠道的数据打通，为客户提供更全面有效的数据服务。

图表32. 公司最新非公开发行募投项目情况

项目	拟使用资金	项目介绍
实体商业线下数据采集网络建设项目	总投资 7.61 亿元(拟使用募集资金 7 亿元)中,项目建设期不超过三年,除购买各类设备、材料外,包括安装工程支出 1.44 亿元,项目管理与调试支出 6000 万元	拟在 1,500 家实体商业(百货商场、购物中心、专业卖场等)内铺布线下标准客流采集系统,通过人工智能算法进行客流识别,从而形成较为全面的实体商业线下数据采集网络。
大数据运营管理中心建设项目	总投资 2.91 亿元(拟使用募集资金 2 亿元),大数据运管中心用房投资金额 1.98 亿元(占比 68%),软硬件购置费 7090 万元(占比 24%),人力资源投入等其他费用 2226 万元(占比 8%)。	旨在建设公司商业大数据运营管理中心,建成集数据集成、存储、挖掘、分析、服务于一体的大数据运行管理平台。

资料来源：公司官网、广证恒生

4. 盈利预测及估值

关键假设：

- 1) 客流分析系统类产品的行业渗透率提升，行业客户整体数量稳健增长；
- 2) 公司行业竞争地位持续领先，市占率能够维持在 65% 以上；
- 3) 公司“汇客云”战略顺利推进，核心客户保持不变。

核心产品营业收入拆分及预测：

客流分析系统：考虑到行业渗透率提升及客户数量稳健增加，以及公司在行业的领先市场占有率，预计 2019-2021 年客流分析系统收入增速分别为 15%、14% 和 13%；

导购系统：根据今年上半年收入情况，并考虑到大额订单有所下滑，预计 2019-2021 年导购系统收入增速分别为-20%、10% 和 8%；

智能防火视频分析系统：该业务为今年新增业务，根据上半年收入情况及行业需求，预计 2019 年实现约 3000 万收入，预计 2020-2021 年智能防火视频分析系统收入增速分别为 15% 和 13%；

数据服务：根据 2019 上半年数据服务收入为 563 万元，考虑到“汇客云”平台为 4 月正式上线，且公司大力投入资源推广，预计 2019-2021 年分别实现数据服务收入 0.25、1.00 和 2.30 亿元。

图表33. 公司业务收入拆分及预测（收入单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	249.17	322.58	436.65	606.48
增速	22.67%	29.47%	35.36%	38.89%
毛利率	69.99%	69.59%	70.36%	70.23%
客流分析系统	201.55	231.79	264.24	298.59
增速	15.17%	15.00%	14.00%	13.00%
导购系统	20.77	16.61	18.27	19.74
增速	66.24%	-20.00%	10.00%	8.00%
智能防火视频分析系统	/	30.00	34.50	38.99
增速	/	/	15.00%	13.00%
数据服务	/	25.00	100.00	230.00
增速	/	/	300.00%	130.00%

资料来源：公司公告、广证恒生



预计 19-21 年营收分别为 3.23、4.37 和 6.06 亿元，归母净利润分别为 0.89、1.23 和 1.64 亿元，对应 EPS（最新摊薄）分别为 0.88、1.22 和 1.63 元，对应 PE 分别为 46.63、33.67 和 25.14 倍，对比可比公司估值，给予 20 年 40 倍 PE，对应 6 个月目标价 48.80 元，维持“强烈推荐”评级。

图表34. 可比公司估值情况

股票代码	股票简称	股价 (2019.10.22)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600588.SH	用友网络	31.49 元	0.35	0.45	0.58	91.26	70.22	53.85
002153.SZ	石基信息	38.73 元	0.51	0.61	0.76	76.30	63.27	51.24
300271.SZ	华宇软件	20.50 元	0.75	0.94	1.16	27.21	21.71	17.68
600271.SH	航天信息	20.62 元	1.03	1.20	1.42	19.96	17.19	14.50
平均			/	/	/	/	43.10	/
300609.SZ	汇纳科技	40.93 元	0.88	1.22	1.63	46.63	33.67	25.14

资料来源：Wind 一致预期（20191022）、广证恒生

5. 风险提示

- “汇客云”战略推进不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 产品研发创新不及预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	227.88	32.26	43.66	60.65	营业收入	249.17	322.58	436.65	606.48
应收票据及账款	183.17	201.80	273.15	379.39	营业成本	74.78	98.08	129.43	180.57
预付账款	4.61	16.08	21.77	30.24	营业税金及附加	2.50	3.73	4.79	6.58
其他应收款	5.30	7.05	9.54	13.26	销售费用	47.85	51.61	65.50	84.91
存货	23.44	30.09	39.71	55.39	管理费用	74.36	96.78	120.08	157.68
其他流动资产	0.35	0.46	0.62	0.86	财务费用	-2.42	1.86	12.78	31.58
流动资产总计	444.75	287.74	388.45	539.78	其他经营损益	-4.60	-3.01	-3.54	-3.72
长期股权投资	41.36	46.36	51.36	56.36	投资收益	4.77	5.00	5.00	5.00
固定资产	5.64	89.65	326.55	685.02	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	3.99	128.32	227.66	326.99	营业利润	52.26	72.51	105.53	146.44
无形资产	1.21	21.84	59.14	88.10	其他非经营损益	21.37	25.65	30.78	36.93
长期待摊费用	0.39	50.20	50.00	50.00	利润总额	73.64	98.16	136.30	183.37
其他非流动资产	113.12	159.80	199.83	233.23	所得税	7.06	9.32	13.13	17.84
非流动资产合计	165.70	496.16	914.54	1439.71	净利润	66.57	88.84	123.17	165.53
资产总计	610.45	783.90	1303.00	1979.49	少数股东损益	1.03	0.31	0.57	1.29
短期借款	0.00	91.55	402.36	803.21	归属母公司股东净利润	65.55	88.54	122.61	164.24
应付票据及账款	18.21	17.92	23.65	33.00	EBITDA	76.15	174.56	335.71	494.79
其他流动负债	62.01	68.41	90.98	126.75	NOPLAT	45.07	67.44	106.98	160.72
流动负债合计	80.22	177.88	516.99	962.96	EPS (元)	0.65	0.88	1.22	1.63
长期借款	0.00	22.99	129.44	259.72					
其他非流动负债	2.77	2.77	2.77	2.77	主要财务比率				
非流动负债合计	2.77	25.76	132.21	262.49	单位：百万元				
负债合计	82.99	203.64	649.20	1225.45	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	100.98	100.98	100.98	100.98	成长能力				
资本公积	222.36	222.36	222.36	222.36	营收增长率	0.23	0.29	0.35	0.39
留存收益	203.14	255.63	328.60	427.55	EBIT增长率	0.09	0.40	0.49	0.44
归属母公司权益	526.48	578.97	651.94	750.89	EBITDA增长率	0.09	1.29	0.92	0.47
少数股东权益	0.99	1.29	1.86	3.15	净利润增长率	0.13	0.33	0.39	0.34
股东权益合计	527.46	580.26	653.80	754.04	盈利能力				
负债和股东权益合计	610.45	783.90	1303.00	1979.49	毛利率	0.70	0.70	0.70	0.70
					净利率	0.27	0.28	0.28	0.27
现金流量表					ROE	0.12	0.15	0.19	0.22
单位：百万元					ROA	0.11	0.11	0.09	0.08
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	0.18	0.23	0.16	0.14
税后经营利润	61.81	60.76	90.47	127.29	估值倍数				
折旧与摊销	4.93	74.54	186.62	279.84	P/E	62.99	46.63	33.67	25.14
财务费用	-2.42	1.86	12.78	31.58	P/S	16.57	12.80	9.46	6.81
其他经营资金	-42.87	-32.49	-61.01	-89.23	P/B	7.84	7.13	6.33	5.50
经营性现金净流量	21.45	104.67	228.87	349.48	股息率	0.01	0.01	0.01	0.02
投资性现金净流量	189.12	-376.92	-572.30	-766.76	EV/EBIT	54.75	42.16	31.09	24.04
筹资性现金净流量	-28.16	76.63	354.84	434.26	EV/EBITDA	51.20	24.16	13.81	10.44
现金流量净额	182.41	-195.62	11.41	16.98	EV/NOPLAT	86.52	62.53	43.32	32.15

数据来源：同花顺 iFind，公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。