

芯片加持，巩固智能卡龙头地位

——澄天伟业（300689）首次覆盖

增持（首次）

日期：2020年02月14日

报告关键要素：

澄天伟业成立于2006年，目前已发展为国际领先的智能卡产品、服务以及专用芯片的高新技术企业。公司主要产品为智能卡产品和嵌入智能卡的专用芯片，并提供智能卡综合制卡服务。未来智能卡市场规模上升。5G技术的发展和EMV迁移持续推进，将持续带动智能卡需求。同时，公司在宁波设立芯片公司，将打通产业链，重塑行业竞合生态。

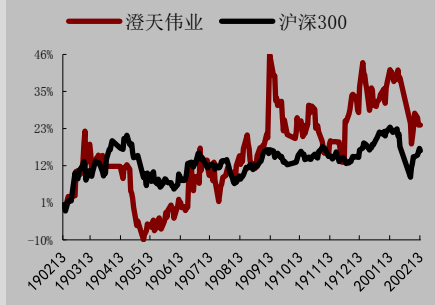
投资要点：

- **贯穿产业链各环节，聚焦智能价值区间：**公司以传统制卡优势出发，卡位智能卡芯片设计制造领域。上游与供应商合作稳定，规模经济优势不断提高；下游深度绑定客户，公司行业资质完善，市场需求反应迅速，持续为公司积累优质客户。
- **延伸芯片环节，专注内生增长：**我国智能卡市场增速较快，规模不断扩大；通信技术变革将提升通信智能卡需求，金融IC卡带来增量也将提升公司业绩。另一方面，公司设立芯片公司，将打通产业链，增厚公司业绩，将重塑行业竞合生态。芯片公司具备ESIM卡生产能力，有望享受ESIM卡发展红利，市场空间广阔。
- **整合跨国资源，海外业务进一步扩大：**公司在印度和印尼积极进行产业布局，设立子公司从事智能卡业务。印度和印尼的市场容量将进一步打开海外市场。近年来公司海外营收不断攀升，已成为全球贸易的重要受益方。
- **盈利预测与投资建议：**预计19-21年公司分别实现归母净利润4632万元、5590万元、7584万元，对应EPS分别为0.68元、0.82元、1.12元，对应当前股价的PE分别为60倍、50倍、37倍。公司聚焦于智能卡业务，移动通信技术提升通信智能卡需求，加之EMV迁移推进带来金融IC卡的增量，全球智能卡市场发展空间广阔。另一方面，澄天伟业芯片项目的投产将增厚公司业绩，有望享受未来ESIM卡的市场发展红利。对应公司当前股价，我们认为公司属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**市场风险、海外业务风险、技术风险等。

基础数据

行业	通信
公司网址	www.ctwy.cn
大股东/持股	深圳市澄天盛业投资有限公司/41.25%
实际控制人/持股	冯学裕/51.51%
总股本(百万股)	68.00
流通A股(百万股)	19.04
收盘价(元)	38.71
总市值(亿元)	26.32
流通A股市值(亿元)	7.37

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年02月13日

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：13501696124

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	3.55	3.74	4.14	4.87
增长比率(%)	20.53	5.40	10.66	17.53
净利润(亿元)	0.55	0.46	0.56	0.76
增长比率(%)	3.62	-15.49	20.67	35.67
每股收益(元)	0.81	0.68	0.82	1.12
市盈率(倍)	39.14	60.05	49.77	36.68

数据来源：WIND，万联证券研究所

目录

1、领先的智能卡生产和制卡综合解决方案服务商	4
1.1 稳扎稳打的发展历程	4
1.1.1 聚焦智能卡主航道，横纵向立体化发展	4
1.2 股权结构集中，管理体系不断优化	5
1.3 公司经营稳健，业绩稳步上升	5
1.4 费控效果初现，研发投入加大	6
2、贯穿产业链各环节，聚焦智能卡价值区间	7
2.1 智能卡产业链情况	7
2.2 上游与供应商合作稳定，利于成本管控	8
2.3 下游深度绑定客户，公司亮点频现	9
3、继续聚焦主业，延伸芯片环节，专注内生增长	11
3.1 智能卡市场规模上升	11
3.2 产品应用空间广阔，持续带动制卡需求	12
3.2.1 5G 加持，移动通信技术提升通信智能卡需求	12
3.2.2 EMV 迁移持续推进，金融 IC 卡带来增量将提升公司业绩	13
3.3 设立芯片公司，将重塑行业竞合生态	14
3.4 整合跨国资源，海外业务将进一步扩大	15
4、关键假设和盈利预测	15
5、风险提示	16
图表 1：公司发展历史沿革	4
图表 2：公司主营业务和应用领域	4
图表 3：公司股权结构	5
图表 4：公司营业收入及增速（百万元）	5
图表 5：公司归母净利润及增速（百万元）	5
图表 6：分产品营收及占比（百万元）	6
图表 7：分产品公司毛利率	6
图表 8：分区域营收及占比（百万元）	6
图表 9：公司费用率情况	7
图表 10：公司研发投入及占比（百万元）	7
图表 11：智能卡产业链	8
图表 12：公司业务及解决方案	8
图表 13：公司智能卡产品	8
图表 14：前五大供应商采购额占比	9
图表 15：2018 年公司前五大供应商采购额（万元）	9
图表 16：前五大客户销售额占比	10
图表 17：2018 年公司前五大客户销售额（万元）	10
图表 18：公司获得相关资质证书	10
图表 19：公司综合制卡服务	11
图表 20：全球智能卡市场规模预测	11
图表 21：全球智能卡市场出货量	11
图表 22：智能卡未来重点应用领域	12
图表 23：中国移动电话用户数（亿户）	12
图表 24：中国银行的发卡量及渗透率（亿张）	13

图表 25: 我国金融 IC 卡累计发卡量 (亿张)	14
图表 26: 中国智能卡芯片市场规模预测 (亿元)	14
图表 27: SIM 卡演变过程	15
图表 28: 传统 SIM 和 ESIM 卡的区别	15
图表 29: 主要业务营收预测 (百万元)	16

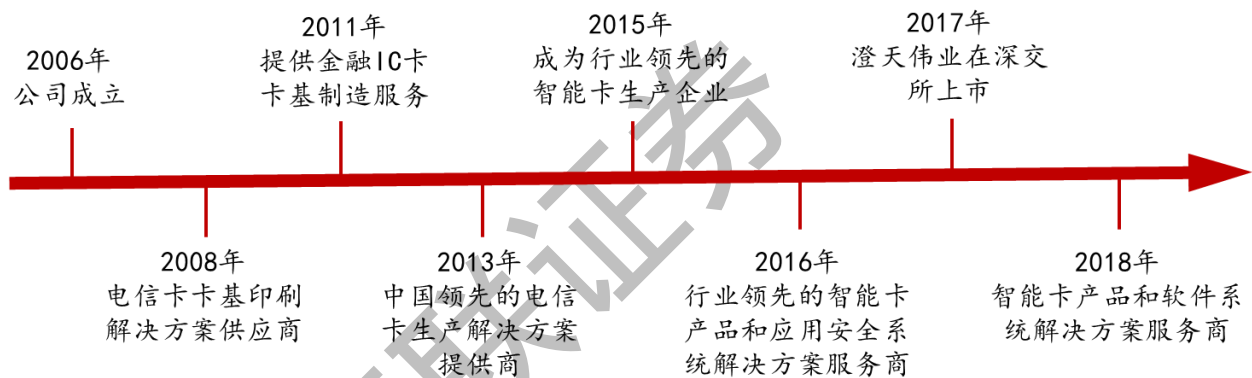
万联证券

1、领先的智能卡生产和制卡综合解决方案服务商

1.1 稳扎稳打的发展历程

澄天伟业成立于 2006 年，前身为深圳市澄天伟业科技有限公司；2012 年 12 月变更为股份有限公司，注册资本为 5000 万元；2017 年 7 月 31 日在深交所挂牌上市。历经十多年发展，公司已成长为一家国际领先的智能卡产品、服务以及专用芯片设计制造的高新技术企业。目前，公司主要产品为智能卡产品和嵌入智能卡的专用芯片，并提供智能卡综合制卡服务，业务覆盖移动通信、金融支付、公共事业等领域。

图表1：公司发展历史沿革

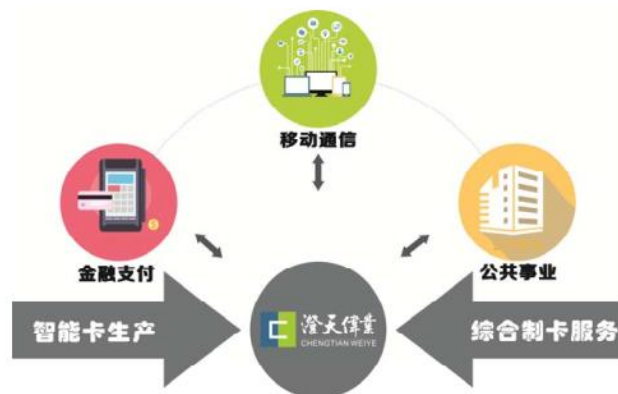


资料来源：招股说明书、万联证券研究所

1.1.1 聚焦智能卡主航道，横纵向立体化发展

成立之初，公司主营为电信卡卡基印刷与销售业务。2008年，公司延伸产品线，覆盖电信卡卡基生产的前后端，包括卡基印刷、铣槽、封装等，是国内领先的**电信卡生产解决方案供应商**。2013年，公司纵向扩大下游应用场景布局，将智能卡产品应用领域延伸至金融、交通、政府应用等；横向发展金融IC卡业务，凭借着优质的行业资源与生产技术，与客户利益深度绑定，成为**全球领先的智能卡生产企业**。2018年，公司向智能卡产业链的终端应用系统等软件领域延伸，进入智能卡专用芯片设计、生产领域，转型成为**全球为数不多的涵盖卡芯片研发设计制造、整卡生产销售及终端应用系统领域的智能卡解决方案服务商**。

图表2：公司主营业务和应用领域



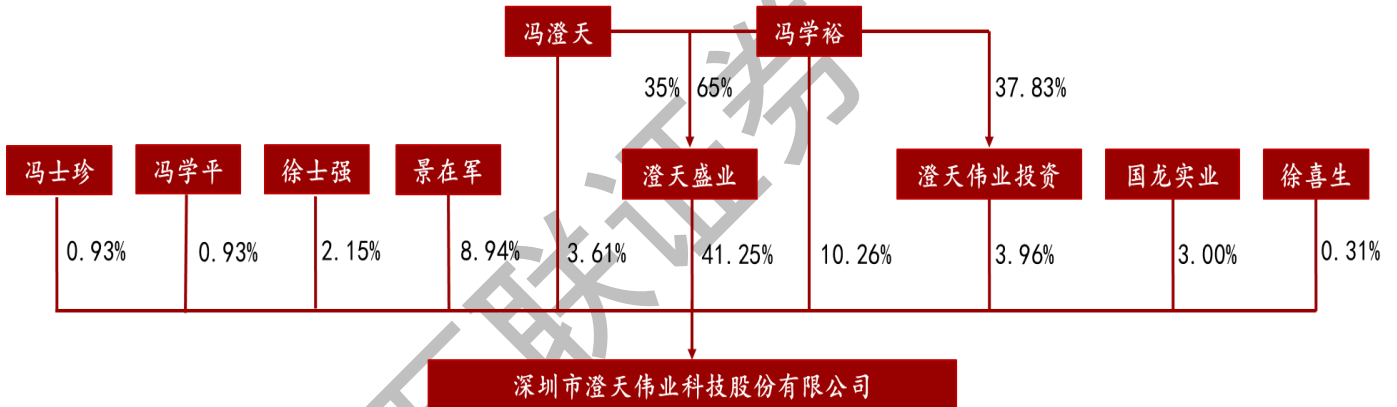
资料来源：招股说明书、万联证券研究所

1.2 股权结构集中，管理体系不断优化

一直以来，公司股权结构比较稳定集中。目前，公司股本总数为0.68亿，董事长冯学裕和其女儿冯澄天分别持有公司控股的深圳市澄天盛业投资有限公司的65%和35%股权；同时，冯学裕本身还为公司第二大股东，直接持股比例为10.26%，合计控股比例达51.51%，为公司实际控制人。

管理体系不断优化，提高员工主观能动性。公司建立集团层面的顶层创新机制，将创新覆盖到生产中心的运营管理和公司的业务模式，同时加强公司业务内部控制制度建设，加强集团人才管理与流动，打造更具竞争力的管理梯队，做好人才培养工作，优化绩效管理体系，通过各种有效激励措施，充分发挥公司人才的主观能动性。

图表3：公司股权结构

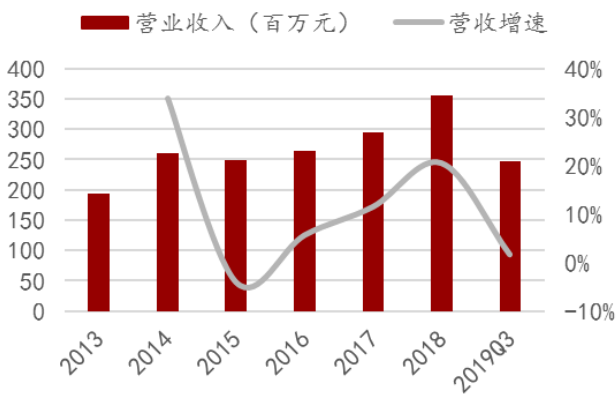


资料来源：公司年报、万联证券研究所

1.3 公司经营稳健，业绩稳步上升

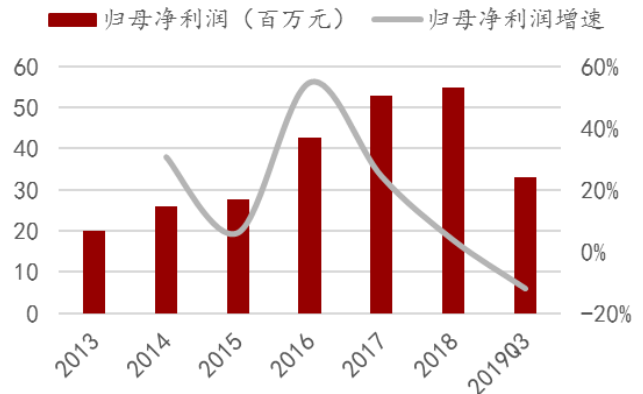
优化产品结构和服务，营收增速稳步向上。在公司“延伸产业链，拓展新领域”战略下，通过不断优化产品结构，增加附加值更高的智能卡后端服务，为客户提供多元的综合服务，推动公司业绩的不断增长。自2015年以来，公司营业收入稳步增长，经营规模不断扩大，2018年实现营业收入3.55亿元，同比增长20.53%，实现归母净利润0.55亿元，同比增长3.62%。2019年以来，公司更是多元化布局芯片领域，相信未来在芯片加持构筑产业护城河的背景之下，公司业绩还将保持持续稳定增长。

图表4：公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司年报、万联证券研究所

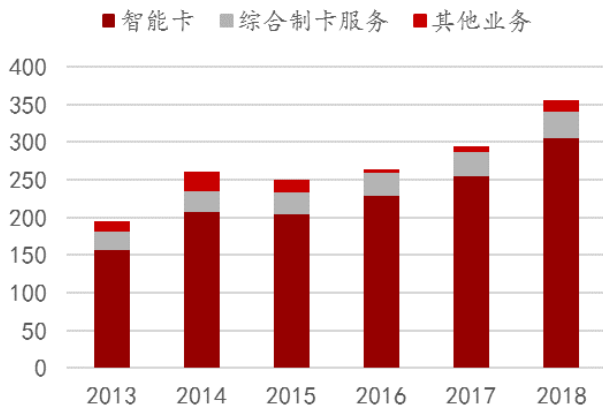
图表5：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：公司年报、万联证券研究所

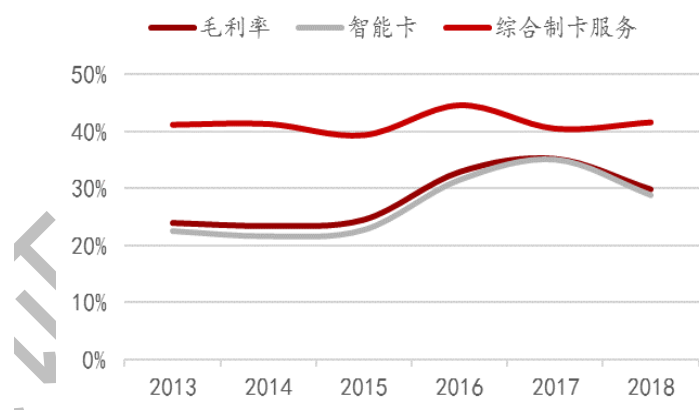
从产品结构看，智能卡收入占主导地位，对营收贡献占比超 80%。智能卡是公司的核心产品，也是公司营收主要来源。公司在巩固智能卡硬件产品市场份额的基础上，对现有生产线改造，提高生产能力与良品率，并贴近客户设厂，提高交付速度。2018 年，公司智能卡业务收入为 3.05 亿元，占比 85.77%，实现销量超 10 亿张。另外，公司完善产业链，拓宽下游市场，优化收入结构，提供多元化综合制卡服务，2018 年综合制卡业务收入同比增长 12.49%，占收入比重约 10%。公司综合制卡服务毛利较高，但智能卡生产业务占比较大，因此公司毛利率基本与智能卡毛利率变化趋势一致。

图表6：分产品营收及占比（百万元）



资料来源：公司年报、万联证券研究所

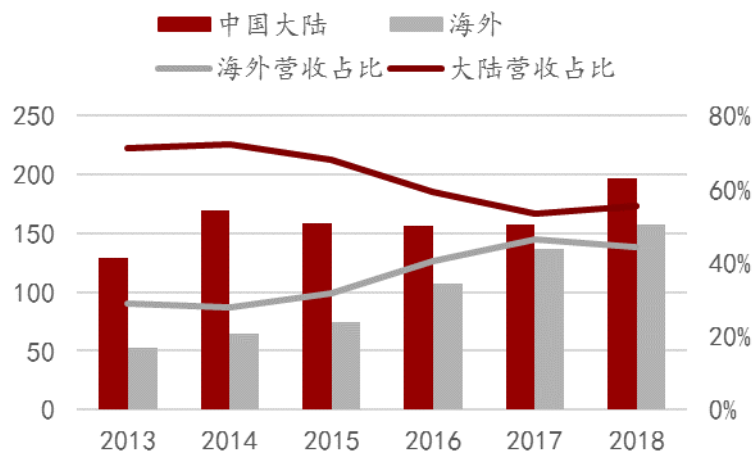
图表7：分产品公司毛利率



资料来源：公司年报、万联证券研究所

从业务区域看，海外营收保持增长动力，支撑公司业绩发展。公司境内营业收入整体增加且占主导地位，海外营业收入占比递增明显，将与境内营收平分秋色。海外营收从 2013 年的 0.52 亿元，增加至 2018 年的 1.58 亿元，CAGR 为 24.89%，在 2018 年营收中占比 44.46%。公司在香港，印度等设立子公司，并在印度和印尼设有生产基地，践行“靠近客户设厂，快速发应需求，深化合作关系”的理念，实现长期发展海外业务的经营方向。

图表8：分区域营收及占比（百万元）



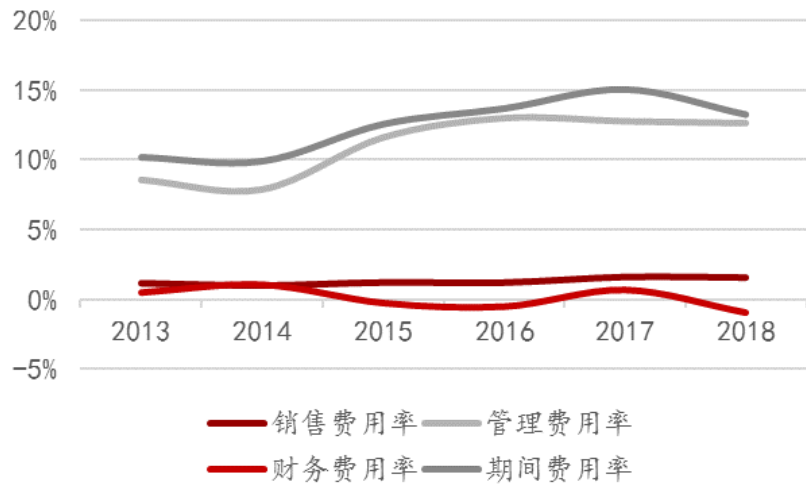
资料来源：公司年报、万联证券研究所

1.4 费控效果初现，研发投入加大

合理管控费用，期间费率迎来下降拐点。2014-2017 年，公司期间费用率一直处于上升状态，然而通过合理的成本增效措施，2018 年公司期间费用率为 13.20%，为

近年来首次同比下降。具体来看，由于公司客户集中度高且人员稳定，销售人员及推广费用较少，故而管理费用和销售费用较为稳定；在公司海外业务不断增长的背景之下，得益于近年来的汇率波动，公司财务成本出现较大改善。

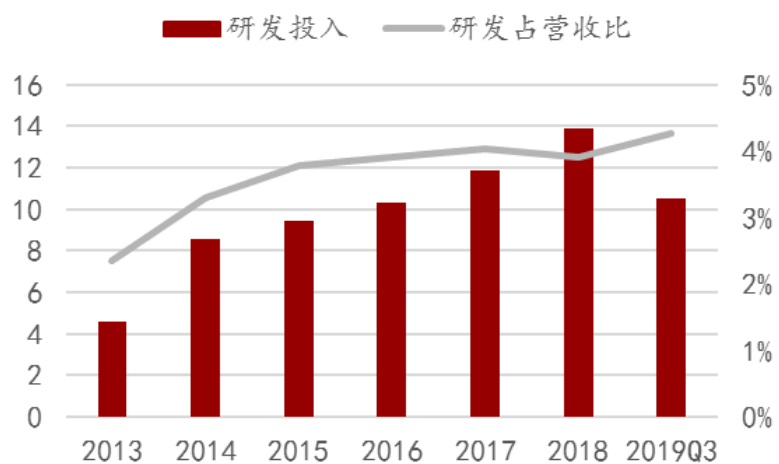
图表9：公司费用率情况



资料来源：公司年报、万联证券研究所

卓越的专利技术和研发投入为公司走向价值链更高的芯片领域蓄力。2018 年度公司研发投入为 1388.94 万元，研发人员数量为 60 人，拥有 38 项专利技术，23 项软件著作权。此外，公司核心技术还包括应用于生产的色彩管理使用技术、生产设备高在技术和芯片封装等非专利技术。在目前主要的研发项目中，非接触式可视化员工卡研发、校园一卡通智能卡研发和智能卡新型层压工艺研发等主要项目均进展顺利。

图表10：公司研发投入及占比（百万元）



资料来源：公司年报、万联证券研究所

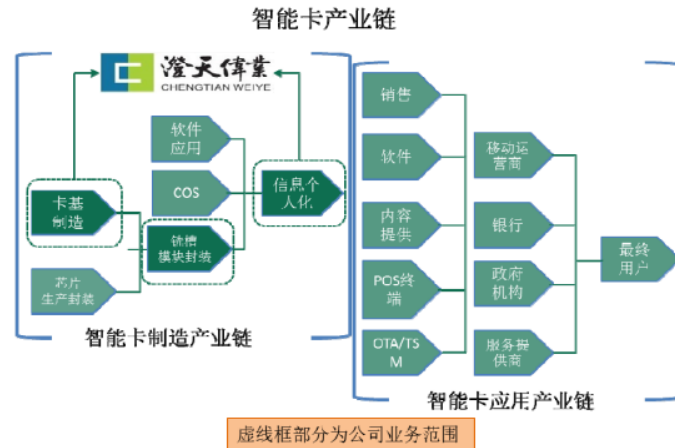
2、贯穿产业链各环节，聚焦智能卡价值区间

2.1 智能卡产业链情况

以传统制卡优势出发，卡位智能卡芯片设计制造领域。智能卡是一种内嵌集成电路芯片并且芯片中带有微处理器、存储单元以及芯片操作系统的卡片的通称，具备数据存储和数据安全保护等功能，具有拓展性、便捷性及安全性较高等优点。智能卡

制造产业链包括三个环节：(1) 芯片与模块制造商（芯片生产封装），涉及的境内外公司主要有英飞凌、三星、紫光国微等，这些公司基本为 fabless 模式，即只提供芯片设计、制造及封装测试委托给代工厂实施，将芯片或封装后的模块销售给下游智能卡生产企业。(2) 卡体制造商（卡基制造、铣槽铣孔、模块封装、信息个人化），主要为境内公司，如东信和平、恒宝股份、澄天伟业等。(3) 系统软件开发商（软件应用、COS），涉及境内外公司主要有金雅拓、莫弗、金邦达宝嘉等。

图表11：智能卡产业链



资料来源：招股说明书、万联证券研究所

全球智能卡市场细分化趋势明显，行业基本格局已定。国际智能卡供应链企业专注于智能卡芯片设计、系统软件开发、信息安全解决方案及终端市场的销售等领域，智能卡制造重心逐渐向智能卡生产企业转移，专业制卡企业逐渐承担智能卡生产职能。公司处于智能卡产业链中游，是传统的智能卡生产企业，主要承担卡基制造、铣槽模块封装及信息个人化业务。上游连接原材料供应商，下游连接客户，覆盖移动通信、金融支付、公共事业等多个领域。

图表12：公司业务及解决方案



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表13：公司智能卡产品



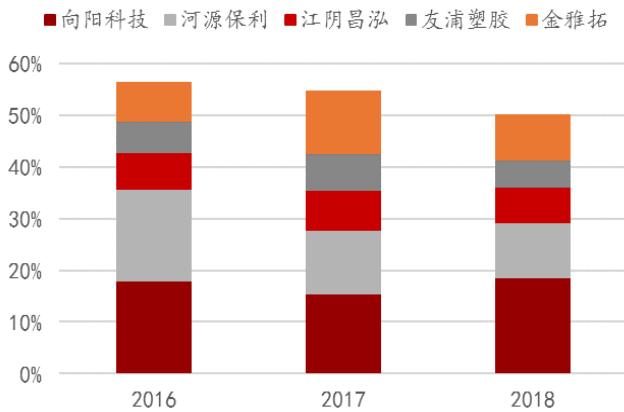
资料来源：公司官网、万联证券研究所

2.2 上游与供应商合作稳定，利于成本管控

经营规模扩大，公司规模经济优势进一步提高。大型智能卡生产企业规模效益显著，上游连接各原材料供应商，采购包括各类片材，单卡卡基，芯片等。原材料需求量大且稳定，占据成本优势的企业可以扩大生产规模，提高行业集中度，马太效应

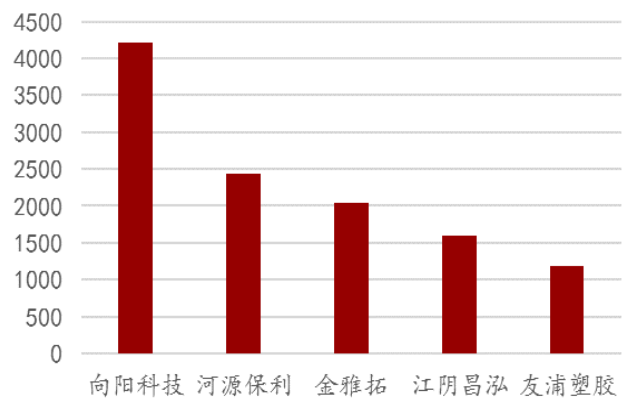
明显。在采购方面，近三年公司向前五大供应商共采购 8204.04 万元、8980.37 万元、11479.46 万元，占采购额比例均超过 50%。在生产方面，通过规模化的经营，提高设备利用率和自动化率，实现降本增效。

图表14：前五大供应商采购额占比



资料来源：公司年报、万联证券研究所

图表15：2018年公司前五大供应商采购额(万元)



资料来源：公司年报、万联证券研究所

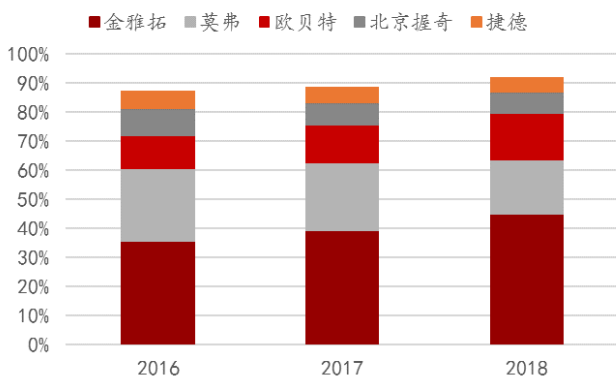
集中式大批量采购片材和单卡卡基，有效管控成本。目前公司原材料价格波动相对稳定，其中原材料 PVC 和 ABS 价格与原油市场息息相关，油价波动对成本有较大影响，未来有涨价压力。但公司主要原材料由集团总部统一规模采购，议价能力较强，长期的集中式、大批量采购可获得价格优势，能够有效控制成本。

芯片自产化程度不断提升，成本有望进一步下降。芯片是智能卡的核心部分，也是智能卡产品成本的主要组成部分。过去，公司的客户对智能卡芯片要求较高，故主要采购优质芯片，采购成本过高，但 2019 年公司位于宁波慈溪的半导体芯片承载基带及半导体芯片项目投产，意味着公司已全面贯穿智能卡制造各环节，成本有望进一步下降。

2.3 下游深度绑定客户，公司亮点频现

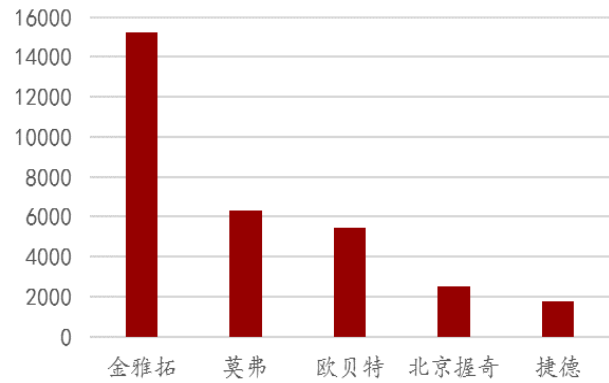
公司下游客户主要以国际智能卡供应企业为主。从 2016 年起，金雅拓、莫弗、欧贝特、北京握奇、捷德稳居公司客户前五，客户集中度日益上升。其中，金雅拓始终为公司第一大客户，公司为其提供智能卡以及金融 IC 卡的卡基制造服务。2018 年公司对前五大客户销售总额达 3.13 亿元，占公司总收入的 91.81%，其中对金雅拓实现销售收入 1.52 亿元，占比 44.66%。公司致力于建立强大、稳定、多元化的客户群，实现双方协作，为下游移动通信、金融支付、公共事业等领域提供完整的智能卡产品。目前，公司与国际、国内智能卡系统公司具有长期稳定的合作关系，有利于保持订单稳定，保证业务的持续增长。

图表16: 前五大客户销售额占比



资料来源: 公司年报、万联证券研究所

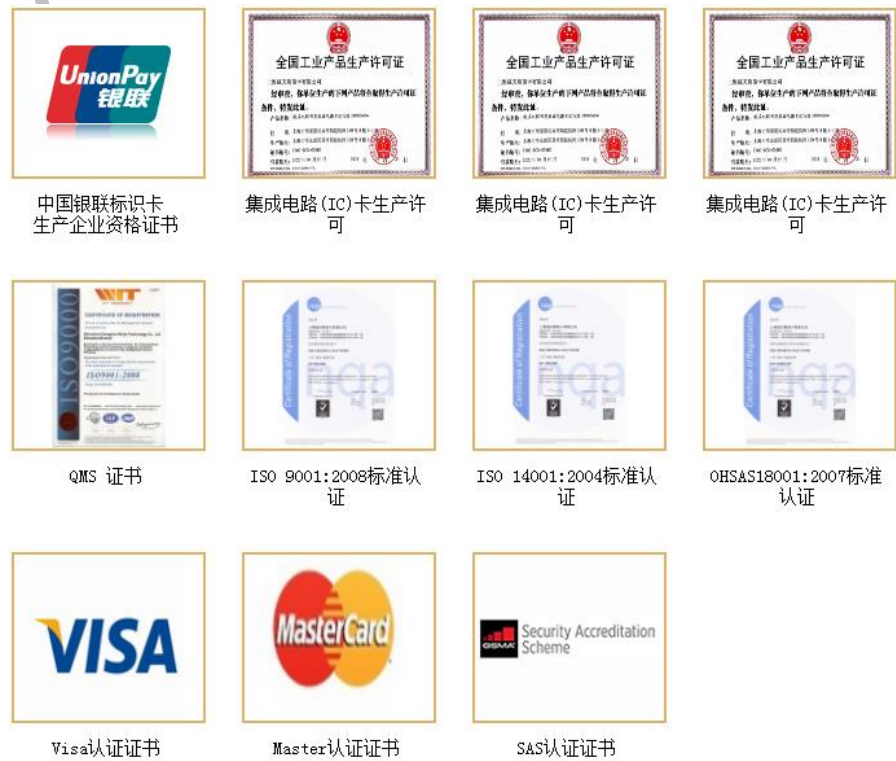
图表17: 2018年公司前五大客户销售额 (万元)



资料来源: 公司年报、万联证券研究所

行业资质完善, 市场需求反应迅速, 持续为公司积累优质客户。智能卡产品涉及最终客户的信息保密和财产安全, 取得相关资质是进入行业的前提, 也是制卡企业获得更多市场份额的基础。公司拥有多家包括 ISO9001、ISO14001、OHSAA18001 在内的 ISO 质量体系认证的生产中心、高素质的人员团队和行业领先的生产设备。公司根据客户发展需要、配合客户发展计划, 设立深圳、上海、北京、印度新德里和印度尼西亚加达五个生产中心为其提供售前咨询、售中保障和售后服务, 实现对客户需求的快速反应, 提高产品交货速度, 降低销售成本, 深化合作。2018 年, 公司累计产量超过 110 亿张, 规模优势为公司积累优质及需求多元化的客户。

图表18: 公司获得相关资质证书



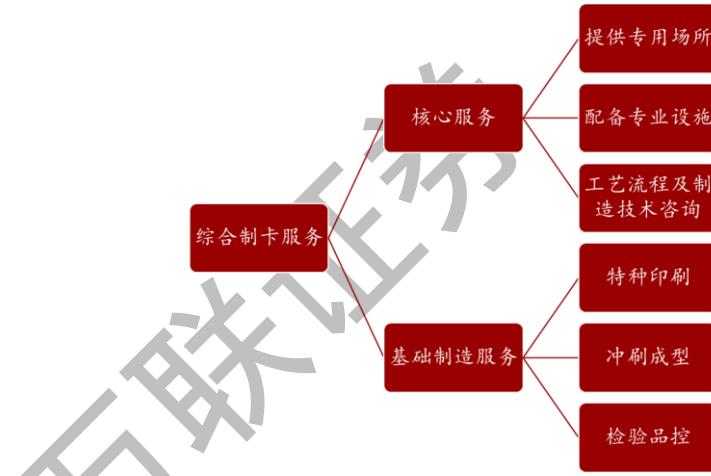
资料来源: 公司官网、万联证券研究所

巩固现有业务, 提高核心竞争力。公司是国内少数提供智能卡全产业链产品和服务的企业, 产品线覆盖电信卡、金融 IC 卡和 ID 卡。为提高智能卡硬件产品的市场份

额，公司利用募投资金已初步实现智慧工厂主要生产线的搭建，提高生产工艺自动化水平，扩大产能。未来公司业务不断拓展，产品走向多元化，例如公司将生产 ESIM 卡，提高其核心竞争力。

把握综合服务优势，渗透产业链。公司依托优质客户及本身的品牌优势，以规模效应带动综合制卡服务，充分发挥“产品+服务”的协同效应，显著提升公司在智能卡产业价值链的地位。目前，公司通过金融 IC 卡业务，协助合作伙伴整合供应链资源，优化产品供应流程，逐渐融入国际智能卡供应链的各个环节，将进一步向 LOT 延伸。

图表19：公司综合制卡服务



资料来源：公司官网、万联证券研究所

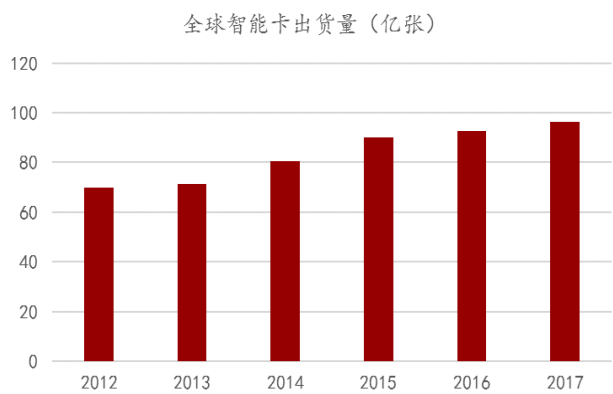
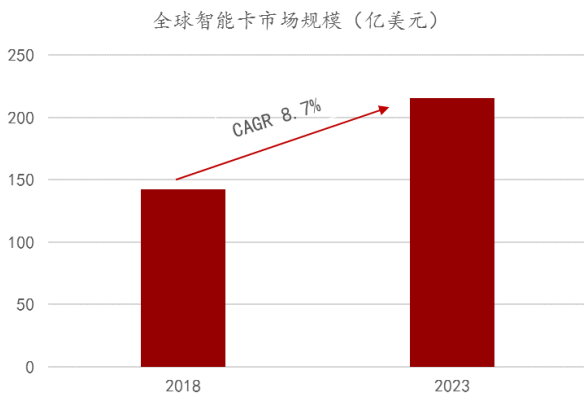
3、继续聚焦主业，延伸芯片环节，专注内生增长

3.1 智能卡市场规模上升

全球智能卡市场蓬勃发展，拓展下游应用领域。据 Market sandmarkets 发布的关于智能卡市场的最新研究报告显示，智能卡行业在 2018 年市场规模为 142.2 亿美元，预计到 2023 年达到 215.7 亿美元，年复合增长率达 8.7%。通信技术发展、在线支付的兴起和 EMV 迁移等因素共同推动智能卡业务的发展，应用领域不断向政府和居民健康领域拓展。

图表20：全球智能卡市场规模预测

图表21：全球智能卡市场出货量



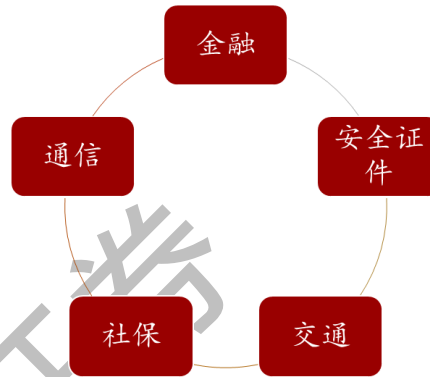
资料来源：公开资料、万联证券研究所

资料来源：公开资料、万联证券研究所

我国智能卡市场增速较快，规模不断扩大。2018 年，智能卡行业实现收入 69.94

亿元，2014-2018年间的CAGR为13.65%，增速高于全球水平。通信智能卡、金融IC卡的驱动成为国内市场增长的主要因素。目前我国智能卡市场在全球市场占比不断扩大，但由于行业起步晚，技术水平相对落后等原因，与发达国家相比仍有一定差距，加之中国智能卡市场容量大，未来还具有较大发展空间。在国家金卡工程发展规划和相关产业政策指导下，我国智能卡应用领域日益增多，促进智能卡产业壮大。

图表22：智能卡未来重点应用领域



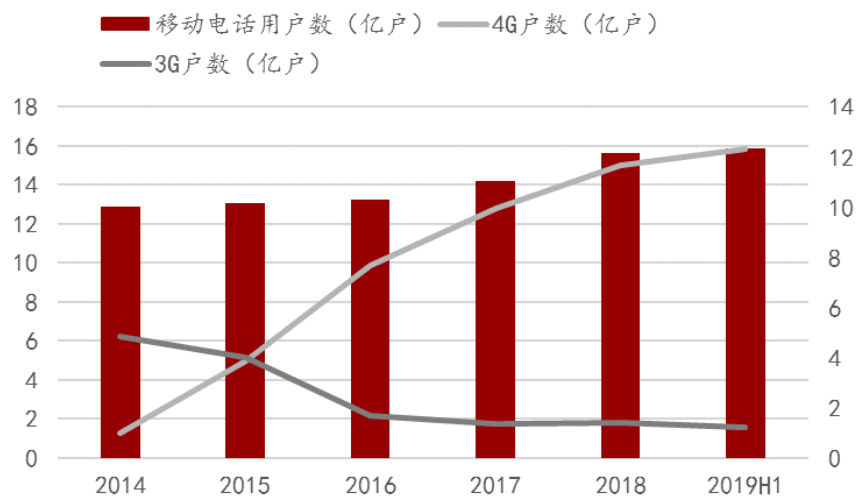
资料来源：公开资料，万联证券研究所

3.2 产品应用空间广阔，持续带动制卡需求

3.2.1 5G加持，移动通信技术提升通信智能卡需求

手机用户不断增长，带动通信智能卡需求增长。根据工信部统计数据显示，我国2018年全年净增移动电话用户达到1.49亿户，总数达到15.7亿户，移动电话用户普及率达到112.2部/百人，比上年末提高10.2部/百人。4G用户总数达到11.7亿户，全年净增1.69亿户。每年新增的移动通信用户、各运营商间的用户跳转、存量用户的换卡和补卡、以及运营商备卡放号等保证了对电信智能卡的旺盛需求，带动了电信智能卡数量的稳定增长。

图表23：中国移动电话用户数（亿户）



资料来源：wind，万联证券研究所

5G加速落地，打开通信智能卡商业空间。移动通信技术发展对智能卡具有拉动效应，5G是未来市场的发展方向，将为通信智能卡带来新的增长机遇。基于4G与5G

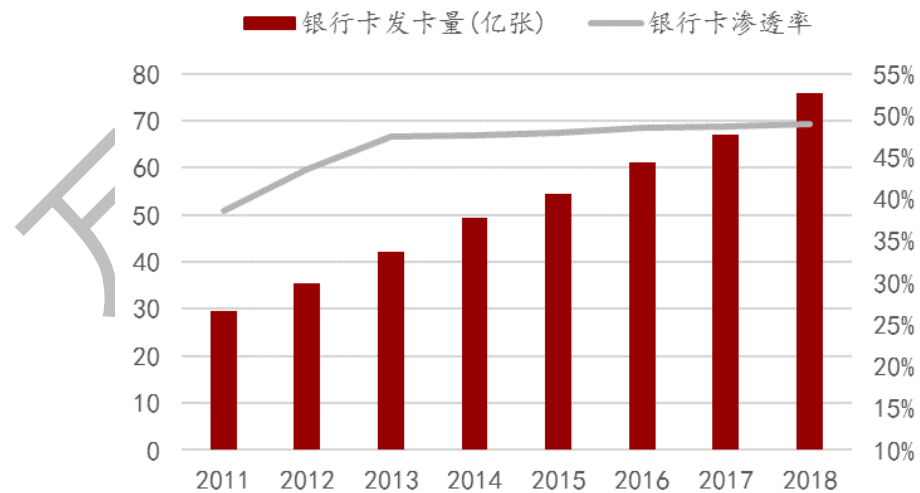
在网速、容量、底层技术及安全要求的巨大差别，5G 网络升级需要对电信卡等硬件作相应的升级，将派生出大量的电信卡置换需求。目前针对 5G，运营商推出超级 SIM 卡，具备超大存储容量、一键换机和安全存储功能，具备 32G、64G、128G 三种容量。

我们认为，公司有望受益于 5G 引爆通信市场后巨量的电信卡需求，拉动通讯业务增长，商业空间也将进一步打开。

3.2.2 EMV 迁移持续推进，金融 IC 卡带来增量将提升公司业绩

我国银行卡发卡量和交易量保持稳步增长，渗透率需进一步提升。截至 2018 年末，全国银行卡在用发卡数量 75.97 亿张，同比增长 13.51%。其中，借记卡在用发卡数量 69.11 亿张，同比增长 13.20%；信用卡和借贷合一卡在用发卡数量共计 6.86 亿张，同比增长 16.73%。全国人均持有银行卡 5.46 张，同比增长 12.91%。其中，人均持有信用卡和借贷合一卡 0.49 张，同比增长 16.11%。2018 年，全国共发生银行卡交易 862.10 万亿元，日均交易量 5.76 亿笔，金额 2.36 万亿元。全年银行卡渗透率为 48.97%，同比上升 0.26%。

图表24：中国人民银行的发卡量及渗透率（亿张）



资料来源：中国人民银行、万联证券研究所

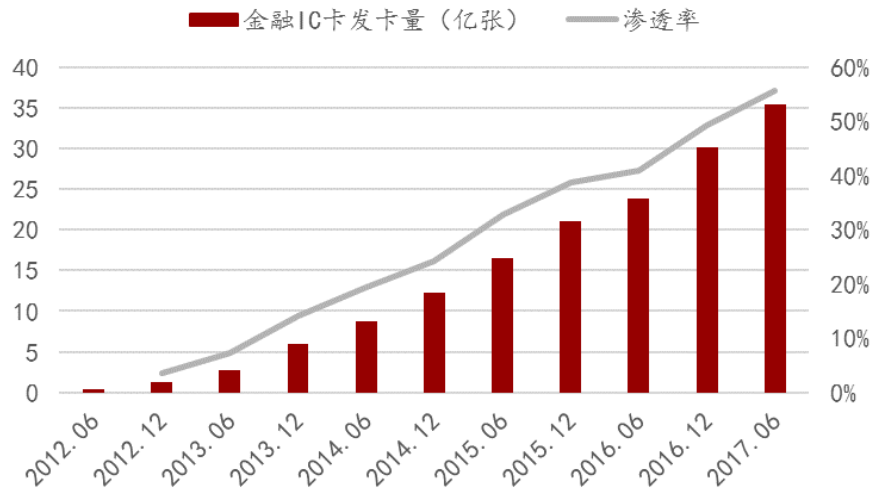
EMV 迁移，金融 IC 卡替代磁条卡是必然趋势。EMV 迁移是指银行卡按 EMV 标准由磁条卡向智能 IC 卡转移，以防范各种金融犯罪。金融 IC 卡在信息安全性、防伪性、存储量均优于磁条卡。中国人民银行要求我国 2015 年开始停止发磁条卡，并加速存量磁条卡更换为金融 IC 卡。截至 2017 年上半年，全国金融 IC 卡累计发卡量为 35.35 亿张，渗透率达 55.70%。未来，各银行为争夺市场份额，将继续保持发卡力度，金融 IC 卡未来较长时间内将保持稳步增长。

非现金支付与金融 IC 卡融合进一步推动 IC 卡需求。近年来，全球零售市场快速发展，非现金支付呈现稳步增长态势。其中，储蓄卡和信用卡是一种非现金支付工具，支付宝、微信支付、Apple Pay 等是基于实体金融 IC 卡的应用拓展，这些因素都将推动金融 IC 卡的市场需求。

金融 IC 卡毛利较高，盈利水平将会上升。金融 IC 卡由于技术含量高，磁条卡换芯片卡需求量大，相比于电信卡具有较高的毛利。公司实施金融 IC 卡的产能扩充计划，并对现有生产线进行改造，提升公司生产规模，以规模效应带动金融 IC 卡服务，充分发挥“产品+服务”的协同效应，显著提升公司在智能卡产业价值链的地位。公

司具备成本竞争优势和差异化优势，与客户建立深度合作关系，进一步提高品牌效应，协助合作伙伴整合供应链资源，优化产品供应流程，未来将加速订单落地，提高市占率和盈利水平。

图表25：我国金融IC卡累计发卡量（亿张）

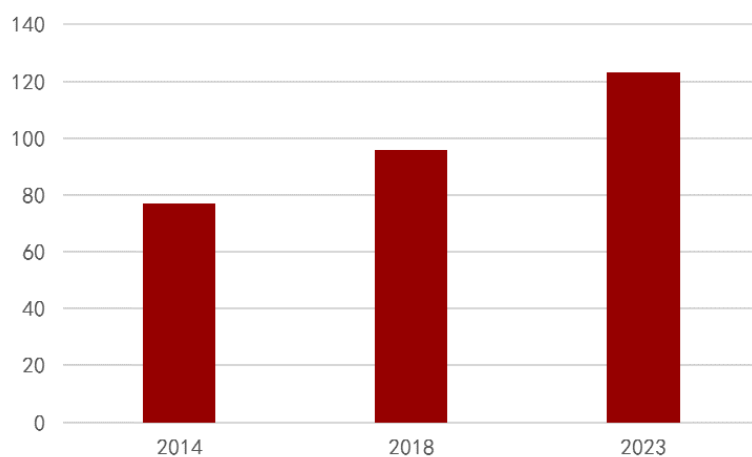


资料来源：公开资料、万联证券研究所

3.3 设立芯片公司，将重塑行业竞合生态

近年来，国产智能卡芯片市场规模稳步上升。芯片是智能卡的核心部件，质量保证和及时供货对智能卡生产企业而言是至关重要的。长期以来，国外在专用芯片领域具有垄断地位，国内智能卡生产商议价能力低，产品供应链未打通，交货速度慢，严重制约国内智能卡产业发展。据沙利文统计，从2014年到2018年，中国智能卡芯片市场规模从76.91亿元上升至95.91亿元，CAGR达5.68%，预计2023年，市场规模将达到123亿元。

图表26：中国智能卡芯片市场规模预测（亿元）



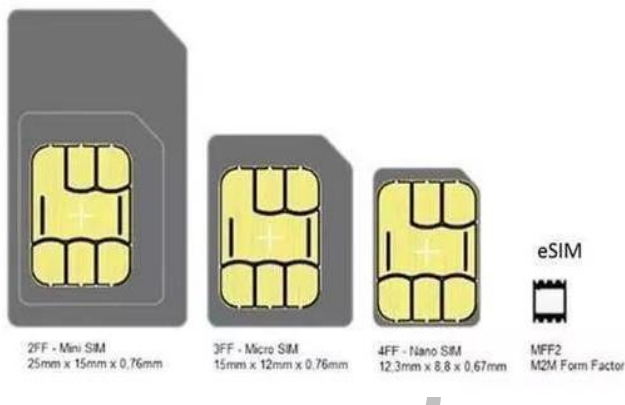
资料来源：公开资料、万联证券研究所

聚焦主业，设立芯片公司，打通产业链，增厚公司业绩。2018年，公司为打通产业链，投资6.7亿元设立澄天伟业（宁波）芯片技术有限公司进行研发和生产的半导体芯片承载基带和半导体芯片。随着澄天伟业芯片项目的投产，将缩短生产周期和交货时间、降低产品成本，提高公司毛利。另外，公司将进一步延伸产业链、丰富产

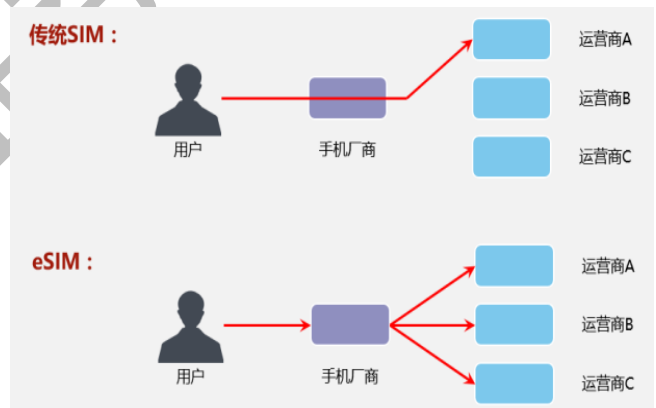
品线,生产的芯片即可作为智能卡零用部件,也可作为终端产品销售,增厚公司业绩,将提高公司在智能卡领域内的竞争力,实现“1+1>2”的化学反应,预计将重塑行业竞合生态。宁波澄天已引进先进芯片生产技术和国外自动化生产设备进行智能卡专用芯片的研发及生产。芯片项目进展顺利,前景可期。

芯片公司具备ESIM卡生产能力,将在ESIM卡市场分一杯羹。ESIM卡又称嵌入式SIM卡,是将传统SIM卡直接嵌入到设备芯片上,不再作为独立的可移除零部件加入设备中,用户无需像现在一样插入物理SIM卡,主要应用于穿戴设备。相比于传统SIM卡,具备节省空间、异常恶劣环境适应度高、可灵活选择运营商网络、安全性高等优点。物联网技术不断成熟和三大运营商相继推出ESIM卡业务,ESIM卡需求或将迎来爆发式增长。根据麦肯锡、IHS、GSMA等预测,全球将在2021年实现50亿个连接数,年复合增长95%;2022年度,ESIM市场规模将达到54亿美元。公司进行前瞻性布局,芯片生产线具备ESIM卡生产能力,市场前景广阔,将保持业绩强劲有力增长。

图表27: SIM卡演变过程



图表28: 传统SIM和ESIM卡的区别



资料来源: 公开资料、万联证券研究所

资料来源: 公开资料、万联证券研究所

3.4 整合跨国资源, 海外业务将进一步扩大

2018年1月16日公司决定由全资子公司香港澄天伟业科技有限公司与印度尼西亚当地合作伙伴共同出资设立印度尼西亚澄天伟业有限公司,从事智能卡业务,印度和印尼的市场容量将进一步打开海外市场。加之公司在印度的产业布局,公司海外业务进一步扩大。

海外营收已经占总营收规模近半,未来有望继续保持强劲增长。澄天伟业加强跨国经营的整合能力,积极把握“一带一路”国家战略带来的扩张机遇,通过国际产业分工因地制宜地实现其市场的空间布局,不仅通过降低成本实现了自身的经济利益,也为其国际化布局奠定良好基础。并且最近美国对中国的一些贸易上的征税等限制,给境外布局的企业带来良性反应。

4、关键假设和盈利预测

(一)智能卡业务:目前5G建设刚刚起步,对智能卡业务的拉动效应尚未完全释放,2019年智能卡业务基本维持原有水平。未来随着5G技术的发展,移动通信技术提升通信智能卡需求,EMV迁移推进带来金融IC卡的增量,预计智能卡业务需求将进一步增长。另外公司在宁波设立澄天伟业芯片技术有限公司,进行专用芯片生产,未来投产后公司可实现自用,生产的芯片也可作为终端产品销售,增厚

公司业绩，实现“1+1>2”的化学反应，推动业绩强劲增长。我们预计 2019-2021 年，智能卡业务的营收增长率为 5%、10%、15%，毛利率为 27%、35%、38%。

(二)综合制卡业务：综合制卡业务主要是提供卡基制造、芯片封装、信息个人化等智能卡生产及相关服务，具备较高的灵活性、应用广泛性和定制性，可让合作伙伴获得自主生产所不具备的经营效益。随着公司管理、服务等水平不断提升，以规模效应带动综合制卡服务，未来将进一步发挥“产品+服务”的协同效应，逐渐加强国际化服务能力。我们预计 2019-2021 年，综合制卡业务的营收增长率为 5%、10%、15%，毛利率为 42%、45%、45%。

(三)其他业务：公司其他业务收入主要来源为材料销售。公司凭借多年制卡资源积累，利用公司规模采购的价格优势，整体采购原辅料后进行销售。原辅料销售业务受到市场价格、客户需求、资金占用等多重因素影响，受和上述第（一）条一致的因素影响，智能卡业务需求即将迎来大幅增长，相关原辅料需求随之上升，其他业务发展空间充足。我们预计 2019-2021 年，其他业务营收增长率为 15%、25%、30%，毛利率为 20%、22%、25%。

图表 29：主要业务营收预测（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
智能卡	304.58	319.81	351.79	404.56
增速	20.04%	5.00%	10.00%	15.00%
综合制卡业务	36.11	37.92	41.71	47.96
增速	12.49%	5.00%	10.00%	15.00%
其它业务	14.43	16.59	20.74	26.97
增速	64.16%	15.00%	25.00%	30.00%
合计	355.13	374.32	414.24	479.49

资料来源：公司公告、万联证券研究所

预计 19-21 年公司分别实现归母净利润 4632 万元、5590 万元、7584 万元，对应 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元、1.12 元，对应当前股价的 PE 分别为 60 倍、50 倍、37 倍。基于公司主营产品聚焦于智能卡业务，移动通信技术提升通信智能卡需求，加之 EMV 迁移推进带来金融 IC 卡的增量，全球智能卡市场发展空间广阔。另一方面，澄天伟业芯片项目的投产增厚了公司业绩，有望享受未来 ESIM 卡的市场发展红利。对应公司当前股价，我们认为公司属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“增持”评级。

5、风险提示

市场风险：公司前五大客户的销售额占收入较高，产品的市场需要通过现有主要客户的订单来获得，对于现有客户依赖性较强。如果由于市场原因导致公司失去主要客户，或主要客户需求量下降，将对公司的产品的销售和盈利能力产生重大影响。

海外业务风险：公司海外业务收入逐年上升，鉴于国际金融环境及人民币汇率波动较大，以外币计值的应收和应付款项可能会产生汇兑损失，对公司的盈利能力可能造成一定影响。

技术风险：智能卡行业新技术、新工艺不断涌现，若公司不能紧跟最新科技的发展，及时利用新技术和新工艺提高生产效率、降低生产成本，公司的产品可能会被市场淘汰，进而需求下降，公司盈利能力可能会受到冲击。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	411	341	393	472
货币资金	87	83	84	111
应收及预付	114	112	129	151
存货	29	29	33	37
其他流动资产	181	117	147	173
非流动资产	247	386	401	411
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	190	192	329	320
在建工程	11	149	29	49
无形资产	11	11	11	11
其他长期资产	35	34	32	31
资产总计	657	727	794	883
流动负债	78	92	108	117
短期借款	0	0	0	0
应付及预收	62	74	89	96
其他流动负债	16	18	19	21
非流动负债	7	9	2	1
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7	9	2	1
负债合计	86	101	109	119
股本	68	68	68	68
资本公积	247	247	247	247
留存收益	258	304	360	436
其他综合收益	(1)	0	0	0
归属母公司股东权益	572	620	676	751
少数股东权益	0	6	9	13
负债和股东权益	657	727	794	883

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	42	146	42	61
净利润	55	46	56	76
折旧摊销	26	13	19	24
营运资金变动	(31)	85	(36)	(43)
其它	(8)	2	3	4
投资活动现金流	(92)	(153)	(34)	(34)
资本支出	(49)	(153)	(35)	(35)
投资变动	(52)	0	0	0
其他	8	(0)	1	1
筹资活动现金流	(18)	2	(7)	(1)
银行借款	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	(18)	2	(7)	(1)
汇率变动影响	0	0	0	0
现金净增加额	(67)	(4)	2	27
期初现金余额	152	87	83	84
期末现金余额	84	83	84	111

利润表 单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	355	374	414	487
营业成本	301	327	345	392
营业税金及附加	2	1	2	2
销售费用	5	7	10	12
管理费用	31	37	46	54
研发费用	14	14	21	24
财务费用	-3	-2	-2	-2
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	4	0	0
营业利润	65	63	70	95
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	65	62	70	95
所得税	10	10	11	15
净利润	55	53	59	80
少数股东损益	0	6	3	4
归属母公司净利润	54.82	46.32	55.90	75.84
EBITDA	81	58	87	117
EPS (元)	0.81	0.68	0.82	1.12

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	20.5%	5.4%	10.7%	17.5%
营业利润	9.7%	-3.6%	11.1%	35.8%
归属于母公司净利润	3.6%	-15.5%	20.7%	35.7%
获利能力				
毛利率	29.8%	28.2%	35.4%	38.0%
净利率	13.1%	15.4%	14.1%	14.2%
ROE	9.6%	7.5%	8.3%	10.1%
ROIC	9.5%	7.1%	9.7%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	13.0%	13.9%	13.8%	13.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.26	3.69	3.65	4.03
速动比率	4.87	3.33	3.31	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.54	0.54	0.58
应收账款周转率	3.82	3.43	3.27	3.27
存货周转率	9.96	9.00	8.00	8.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	0.68	0.82	1.12
每股经营现金流	0.62	2.15	0.62	0.90
每股净资产	8.41	9.11	9.93	11.05
估值比率				
P/E	39.14	60.05	49.77	36.68
P/B	3.75	4.49	4.12	3.70
EV/EBITDA	25.54	46.50	31.04	22.84

资料来源：公司公告、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场