

AI 转型见效，信创业务可期

——广电运通（002152）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **从 ATM 到 AI，赛道不断拓展。**从银行 ATM 机起步，公司打破国外垄断，已连续 12 年位居国内银行现金智能设备市场占有率首位。随着传统 ATM 制造业进入发展瓶颈，2017 年末，公司开启“AI+”战略升级，以 AI+金融为主，孵化 AI+安全、AI+交通、AI+便民三条跑道，目前转型效果初显。公司股权相对集中，股东背景雄厚，第一大股东是广州无线电集团，实际控制人是广州市国资委。旗下多家子公司，国企改革“双百行动”背景下，子公司分拆上市预期值得关注。2019 年，经历转型阵痛期，研发力度加大，公司业绩企稳回升。

❖ **银行智能化转型，存量改造空间广阔，公司有望率先受益。**目前金融与科技融合发展到第三阶段，商业银行对金融科技的投入持续提高，为银行 IT 厂商带来机遇和挑战。电子支付普及和无现金支付渗透率加深驱动银行渠道加速变革。银行网点数量降低的同时，网点改造数量在增加，未来五年有望扩容千亿市场。新一代智能网点设备助力银行业务离柜率的提升和人员数量的降低，银行网点跨界服务有望取代更多其他业态服务网点，未来 5G 银行、无人银行将成为发展趋势。国内金融设备市场竞争格局相对稳定，强者恒强态势明显。

❖ **投资看点：**（1）公司聚焦智慧金融，有望成为新一代银行网点智能设备爆发市场最大的受益者。除此之外也将从银行延伸至财政、保险、证券等领域。DC/EP 落地带来自助设备模块升级与解决方案需求的提出也将为公司带来发展机遇。（2）人工智能早在 2018 年被列为国家新基建的核心板块，现在新基建成为疫后我国稳投资、调结构、扩内需的关键新引擎，公司从基础技术层到应用层，从金融向交通、安全、便民拓展，打造 AI 生态体系。（3）公司全资子公司运通信息将与华为深度合作基于鲲鹏的解决方案，推进多个行业落地应用。

首次覆盖予以“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 78.49、99.67、125.74 亿元，归属母公司净利润分别为 8.52、11.50、14.82 亿元，EPS 分别为 0.35、0.48、0.62 元/股，对应当前股价为 9.47 元，PE 分别为 26.78X、19.83X、15.40X，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	6496.3	7848.9	9966.8	12573.5
+/-%	19.0%	20.8%	27.0%	26.2%
归属母公司净利润（百万）	758.0	852.0	1150.2	1481.7
+/-%	13.1%	12.4%	35.0%	28.8%
EPS（元）	0.31	0.35	0.48	0.62
PE	30.10	26.78	19.83	15.40

资料来源：2019 年报，盈利预测截至日期：2020/04/15 川财证券研究所

❖ **风险提示：**1）公司与华为合作进展和效果不及预期；2）银行网点智能化改造进程不及预期；3）海外疫情的爆发对公司海外业务造成不确定性。

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 计算机
报告时间 | 2020/04/16
前收盘价 | 9.47 元

分析师

方科

证书编号：S1100518070002
021-68595195
fangke@cczq.com

联系人

周紫瑞

证书编号：S1100119080005
021-68595127
zhouzirui@cczq.com

川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、广电运通：“银行前台”金融科技领跑者	5
1.1 发展之路：从 ATM 到 AI，赛道不断拓展	5
1.1.1 国产 ATM 起步期：公司成立	6
1.1.2 国产 ATM 成长期：公司上市	6
1.1.3 ATM 国产深化期：公司转型	6
1.2 股权结构：国有高科技企业，子公司分拆上市	7
1.3 财务状况：研发力度加大，业绩企稳回升	9
二、银行 IT 行业存量改造空间广阔	13
2.1 银行对于科技投入占比逐年提升	13
2.2 小前台，智能银行改造空间广阔	14
2.3 竞争格局稳定，强者恒强态势明显	16
三、公司看点	18
3.1 聚焦智慧金融，受益 DC/EP	18
3.1.1 聚焦智慧金融，“银行前台”领跑者	18
3.1.2 区块链和 DC/EP 带来发展机遇	19
3.2 布局人工智能，打造 AI 生态体系	20
3.2.1 应用：从金融向交通、安全、便民拓展	20
3.2.2 基础技术：aiCore system	22
3.3 与华为合作深入，信创业务可期	23
四、投资建议	25
4.1 投资逻辑	25
4.2 盈利预测	26
五、风险提示	28
盈利预测	29

图表目录

图 1:	广电运通发展历程	5
图 2:	广电运通股权结构	7
图 3:	2018 年公司营业收入实现触底回升	9
图 4:	2019 年公司归母净利润实现触底回升	9
图 5:	公司毛利率高于可比公司	9
图 6:	公司净利率高于可比公司	9
图 7:	公司主营业务占比情况	10
图 8:	公司主营业务毛利率情况	10
图 9:	销售费用率明显下滑	10
图 10:	转型期, 公司员工人数没有明显增长	10
图 11:	转型后, 人均创收和创利有所提升	11
图 12:	研发投入占营业收入比重	11
图 13:	2019 年公司研发支出同比增速超 60%	11
图 14:	公司研发投入占营收比重高于可比公司	11
图 15:	广电运通研发组织体系	12
图 16:	货币资金充裕, 现金状况整体较好	12
图 17:	公司上市以来的分红情况	12
图 18:	2019 年部分银行金融科技投入情况	13
图 19:	目前共有 10 家银行成立金融科技子公司	13
图 20:	电子支付业务笔数和金额逐年提升	14
图 21:	银行卡取现业务笔数和金额逐年降低	14
图 22:	2018 年起国内银行网点总数开始下降	14
图 23:	国内 ATM 数量和万人对应 ATM 数量	14
图 24:	2019 年银行业平均离柜率有望超过 90%	15
图 25:	36 家上市银行员工数量呈下降趋势	15
图 26:	2019 年存款一体机市场销售份额 28.06%	16
图 27:	2018 年智慧柜员机类设备市场竞争格局	16
图 28:	运营与维保服务收入对比情况	17
图 29:	运营与维保服务收入占比对比情况	17
图 30:	公司新一代智能网点设备	18
图 31:	广电运通数字货币 ATM 机	19
图 32:	电子凭证库的分布式账本结构	20
图 33:	电子凭证库的三方对等部署	20
图 34:	广电运通 AI 转型后产品和解决方案	21
图 35:	网点营销的大数据分析	22
图 36:	基于 AICORE 平台的解决方案框架	22
图 37:	安全可控, 国产替代	23
图 38:	公司新一代 AI 智能设备产业基地项目	24
图 39:	“广电鲲鹏”系列服务器	24
图 40:	基于鲲鹏主板的智能白板	24
图 41:	基于鲲鹏主板的专用工控机	24

表格 1.	公司重要的子公司或参股公司情况.....	8
表格 2.	2019 年国有银行网点智能设备入围情况（大额存取款机）	17
表格 3.	公司各细分业务营收增速及未来三年预测.....	26
表格 4.	公司各细分业务毛利率情况及未来三年预测.....	27
表格 5.	可比公司估值	27

一、广电运通：“银行前台”金融科技领跑者

1.1 发展之路：从 ATM 到 AI，赛道不断拓展

广电运通于 2007 年上市，是国有控股的高科技上市企业。广电运通的前身是广州运通科技工程有限公司，是国内第一家 ATM 类设备生产企业，1999 年，广州无线电集团组建广电运通，开始生产自主知识产权的 ATM。从银行 ATM 机起步到攻坚钞票识别技术，打破国外垄断，广电运通已经连续 12 年位居国内银行现金智能设备市场占有率首位。同时，广电运通的自有维保服务能力占有绝对优势，并在众多大额存取款机厂商中脱颖而出。随着传统 ATM 制造业进入发展瓶颈，2017 年末公司开启“AI+”战略升级，以 AI+金融为主，孵化了 AI+安全、AI+交通、AI+便民三条跑道。目前转型效果初显，公司逐渐成为国内知名的行业人工智能解决方案提供商。

上市初期，公司主要产品包括 ATM 及相关软件和 AFC 及相关软件两大类。2018 年以前公司主营业务包货币自动处理设备、设备维护及服务、设备配件、ATM 运营和其他服务，其中货币自动处理设备对于收入的贡献最高，而货币自动处理设备以 ATM 为主。ATM 收入下降导致货币自动处理设备对于收入的贡献下降，通过加速外延扩张和战略布局，设备维护及服务逐渐成为公司核心业务和主要利润来源，占营业收入的比例从 11%（2012 年）提升到 36%（2018 年）。公司在全国拥有超过 40 家武装押运和金融服务外包子公司，服务网点在一、二线城市覆盖率达 100%。2018 年随着公司 AI+战略转型初见成效，公司对主营业务重新分类，据最新年报，分成技术服务（36.59 亿元，56%）和产品设备（27.85 亿元，43%），其中产品设备包括金融设备（23.92 亿元，37%）和其他设备（3.93 亿元，6%）。因此我们从国内 ATM 行业的发展来梳理公司的发展历程。

图 1：广电运通发展历程

1999年，广州无线电集团组建广电运通，开始生产自主知识产权的ATM。 2005年，TVM在广州地铁4号线正式投入使用，多元化战略开启。 2005年，中国芯取款机诞生，钞票识别模块通过信息产业部主持的技术鉴定，我国ATM钞票识别不再依赖国外技术。 2006年，《金融时报》发布报告，2005年广电运通在中国ATM厂商中稳居第一，在全球ATM厂商中排名第10位，比2001年排名22位上升了12个名次。	2008年，广电运通控股子公司广州穗通举行创立庆祝仪式，标志着广电运通正式进军金融外包服务领域。 2011年，广电运通海外备件销售额突破百万美元，成为多品牌备件销售里程碑。 2012年，全资子公司中智融通成立，标志公司正式进军现金清分领域，进一步实现高端产业链的价值化延伸。 2014年，广电运通完成宜昌金牛押运的收购，是广电运通启动全产业链战略布局的里程碑。	2018年，携手助力浦发银行推出国内首款i-Counter智能柜台。 2018年，“AI+金融”场景应用解决方案助力全国首家“无人银行”开业。 2019年，广电智能安全研究院与华为联合发布多场景无感通行系统、智慧园区平台、智慧警务平台三大产品解决方案。 2019年，自主研发的企业级AI大数据平台aiCore system完成了三个版本的迭代开发，达到商用要求。 ...
--	--	--



资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.1.1 国产 ATM 起步期：公司成立

1967 年，全球第一台 ATM 在英国投入使用，20 世纪 80 年代中期，我国银行开始引进 ATM。1987 年 2 月，中国银行在珠海推出我国大陆第一台 ATM。国产机器迟迟得不到市场的接受，国外企业凭借资金、技术、品牌等先发优势迅速占据中国 ATM 市场的主导地位，国内一些厂商被迫退出市场竞争。90 年代末 20 世纪初，中国银联在上海成立，全国银行网点统一网络平台搭建，进一步加快我国 ATM 行业专业化、市场化运作进程，经过 10 年发展，一些国内 ATM 企业成长壮大，民族品牌 ATM 国内市场份额逐步提升。1989 年，广电运通公司的前身广州运通科技公司成立，是国内第一家 ATM 类设备生产企业。1999 年，广州无线电集团在广州市政府的支持下投资金融电子领域，组建广电运通，开始生产自主知识产权的 ATM。

1.1.2 国产 ATM 成长期：公司上市

宏观层面，全球经济开放、外资银行竞争激烈驱动国内商业银行改革，加大 ATM 等货币自动处理设备的投放力度。微观层面，国内每百万人拥有的 ATM 与发达国家（地区）及全球平均水平相比仍有较大发展空间。同时，自 1993 年我国启动“金卡工程”以来，我国银行卡产业发展迅猛，我国 ATM 保有量远远落后于银行卡的发展。从人均 ATM 和 ATM 对应银行卡数量两个维度看，我国 ATM 机需求旺盛。ATM 行业是国家产业政策重点鼓励与支持发展的产业，支持优先购买国内具有自主知识产权的高新技术装备和产品，为国产 ATM 发展提供良机。国产 ATM 厂商抢占日系、欧美系厂商份额，市场份额不断增加。2005 年，广电运通成功研发 ATM “中国芯”，打破外国垄断，掌握模式识别、图像识别等核心技术为后期人工智能产业升级和赋能奠定基础。2007 年公司上市，公司在中国 ATM 的市场份额排名第二，具有竞争优势，领先者地位非常稳固。

1.1.3 ATM 国产深化期：公司转型

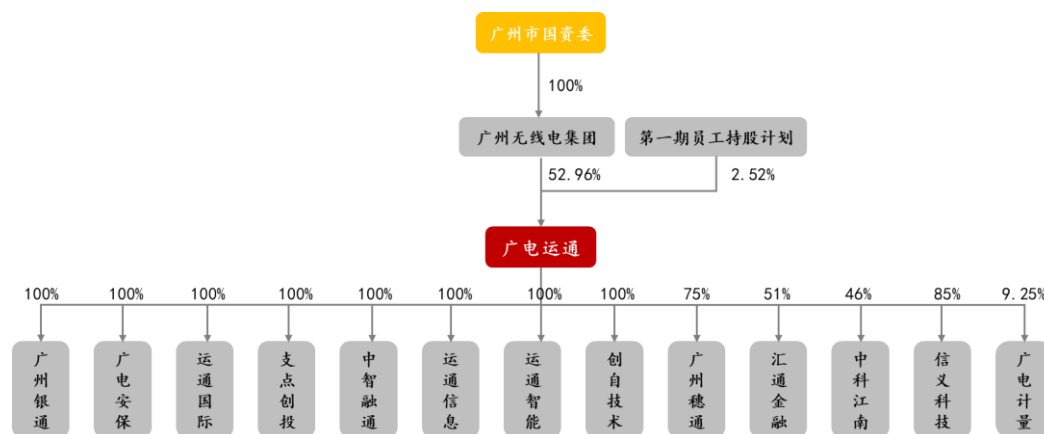
随着金融与科技融合进入第三阶段：“金融科技”，ATM 行业进入深度调整期。互联网巨头进军支付行业，移动支付逐步取代现金支付，银行网点转型深入，国内银行业出现去柜台化、轻资产化等转型态势，导致国内传统 ATM 设备市场需求增速放缓并开始下滑，但国际市场需求增长平稳。同时国产厂商成为行业竞争主体，竞争激烈，设备价格继续下降，ATM 行业呈现量价齐降态势，2018 年 ATM 数量统计口径变化不改市场规模长期收缩的趋势。公司与外部合作，正加快推进自助设备、应用和平台的全国产化替代工作。2017 年底公司董事会换届，2018 年，公司开启 AI+战略升级之路。公司聚焦用户核心需求，推出重点行业全场景解决方案，助力产业价值链延伸。公司将平台、产品、技术、算法与服务融合，落地智慧网点、智慧财政、智慧车站以及智慧警务等领域场景。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 股权结构：国有高科技企业，子公司分拆上市

公司股权相对集中，股东背景雄厚。公司第一大股东是广州无线电集团，持股比例接近 53%，实际控制人是广州市国资委，公司员工持股计划排名第二，占比 2.52%。2015 年公司发布第一期员工持股计划草案，包括公司董事、监事、高级管理人员叶子瑜、罗攀峰、陈振光、束萌、陈建良、李叶东、魏东、蒋春晨、解永生、任斌、冯丰穗共 11 人及其他核心骨干员工出资 74,697.48 万元认购非公开发行股票 4,353 万股。重要的子公司或参股公司有广州银通、广电安保、运通国际、支点创投、中智融通、运通信息、运通智能、广州穗通、创自技术、汇通金融、中科江南、信义科技、广电计量。

图 2：广电运通股权结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

国企改革“双百行动”背景下，公司通过发挥体制和机制优势，盘活内部优势资源寻求外延式创新发展。公司将利用好控股股东深化国企改革的良好契机，以内部孵化模式激发创新动能，以子公司员工持股、股权激励等模式刺激经营活力；后续采用多层次、更丰富的资本运作手段引入外部资本，加快外延扩张步伐，保障增长引擎加速，符合资本市场需求就分拆上市或者退出。

子公司分拆上市预期值得关注。2020 年 3 月，公司计划分拆控股子公司中科江南至深交所创业板上市，有望赶到创业板注册制的第一批交材料。中科江南成立于 2011 年，是一家专注面向中国各级政府、金融机构等行业的全国综合性 IT 信息技术服务商，为政府部门、金融机构客户提供电子政务、财政、财务、安全、服务整体解决方案，财政国库资金支付电子化应用市场占有率高。近三年中科江南营收与净利润稳定增长，2018 年收入 2.65 亿元，新签合同超

过 4 亿元。分拆上市有利于拓宽融资渠道，获得合理估值，完善激励机制。

表格 1. 公司重要的子公司或参股公司情况

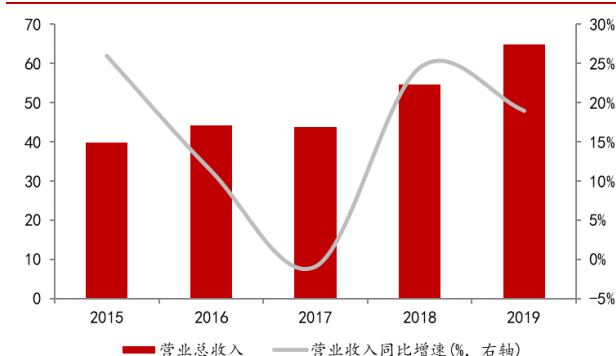
公司名称	公司类型	主要业务	营业收入	营业利润	净利润
广州 银通	子公司	受金融企业委托提供非金融业务服务。	129,164.44	38,012.43	32,762.81
广电 安保	子公司	主要从事武装押运及金融外包服务业务。	131,642.08	26,573.31	19,722.25
运通 国际	子公司	主要经营柜员机销售与服务。	65,413.93	1,398.16	1,091.53
支点 创投	子公司	主要从事创业投资、咨询、管理。	4,439.56	127.73	87.32
中智 融通	子公司	主要从事清分机业务。	22,895.53	915.82	632.95
运通 信息	子公司	专业从事计算机软、硬件技术及系统集成的开发和销售。	14,312.61	800.33	854.17
运通 智能	子公司	计算机应用电子设备制造；自动售货机、售票机、柜员机及零配件的批发；计算器及货币专用设备制造；信息系统集成服务等。	27,052.19	2,038.94	1,835.94
广州 穗通	子公司	受银行委托对自动柜员机进行日常维护及管理，对现金及有价证券提供清分处理服务。	11,911.51	1,319.33	1,007.84
创自 技术	子公司	卡座、读卡器、发卡器、电子终端设备及配件的生产与销售。	11,929.84	2,374.34	2,144.40
汇通 金融	子公司	受金融企业的委托和国家允许的金融外包业务；第二类增值电信业务中的呼叫中心业务。	24,811.15	302.18	233.65
中科 江南	子公司	智慧金融、政府财政信息化安全。	38,972.21	8,337.76	7,451.92
信义 科技	子公司	视频及大数据、公共安全。	48,190.86	8,045.28	6,967.48
广电 计量	参股公司	计量服务、检测服务、检测装备研发等专业技术服务。	158,815.67	17,382.05	16,978.52

资料来源：公司 2019 年报，川财证券研究所

1.3 财务状况：研发力度加大，业绩企稳回升

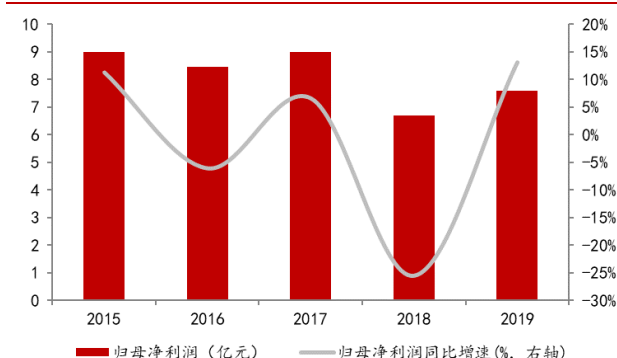
经历转型阵痛期，公司业绩重回两位数增长。2007 年公司上市，实现营业收入和归母净利润分别为 7.81 亿元和 2.32 亿元，上市 14 年，营业收入翻了 8 倍、归母净利润翻了 3 倍，年复合增长率分别为 19.31% 和 10.37%。公司在 2017 年开始探索转型，经历营业收入增速低点，2018 年开始转型，由于非经营性收益减少，2018 年经历归母净利润增速低点。2019 年公司实现营业收入 64.96 亿元，同比增长 19.00%；实现扣非净利润 6.40 亿元，同比增长 19.14%。

图 3：2018 年公司营业收入实现触底回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

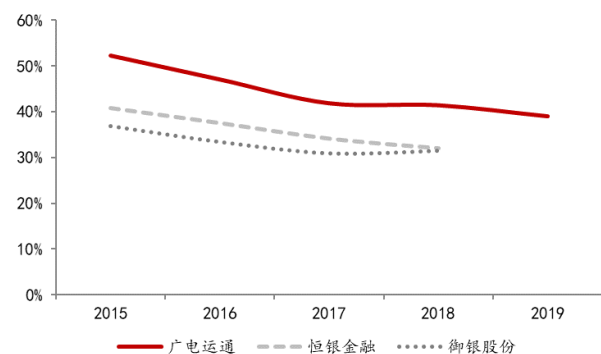
图 4：2019 年公司归母净利润实现触底回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

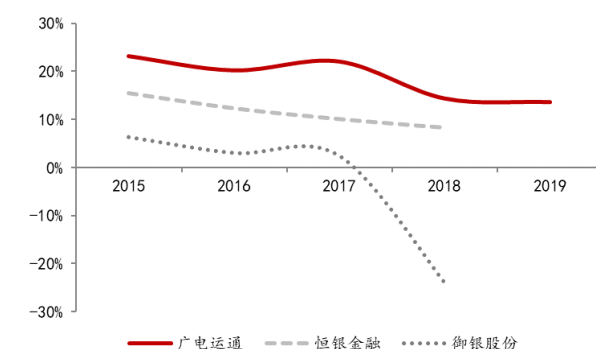
公司处于银行 IT 行业，毛利率和净利率近年来有下降趋势但仍高于行业内可比公司。公司下游以银行为主，银行属于强势客户，控制成本需求较大，银行 IT 行业竞争激烈、格局分散，为保持或扩大市场份额，降低价格维系合作关系为行业常态，传统 ATM 产品销售单价下滑已是不争的事实。2019 年公司毛利率和净利率分别为 39.98% 和 13.60%。

图 5：公司毛利率高于可比公司



资料来源：Wind，川财证券研究所（恒银金融和御银股份暂未发布 2019 年报）

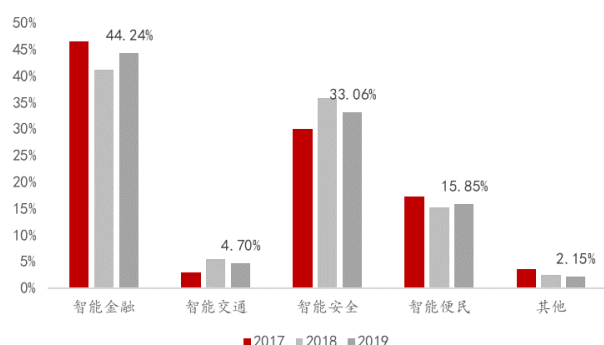
图 6：公司净利率高于可比公司



资料来源：Wind，川财证券研究所（恒银金融和御银股份暂未发布 2019 年报）

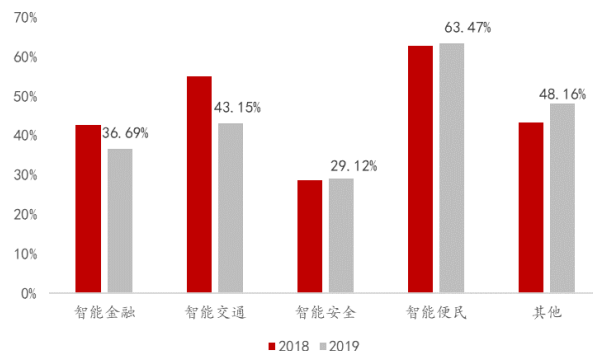
公司聚焦智能金融，智能安全和智能便民业务不断扩大。2018 年，公司变更主营业务分类，分为技术服务和产品设备，产品设备分为金融设备和其他设备。金融一直是公司的“主战场”，占比始终在 40%以上，智能安全和智能便民占比分别为 33.06%和 15.85%，智能交通的收入占比较低，不足 5%。毛利率方面，智能便民的毛利率维持较高水平，超过 60%，智能金融和智能交通的毛利率在 40%左右，销售毛利率同比下降主要是产品销售结构变化。

图 7：公司主营业务占比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

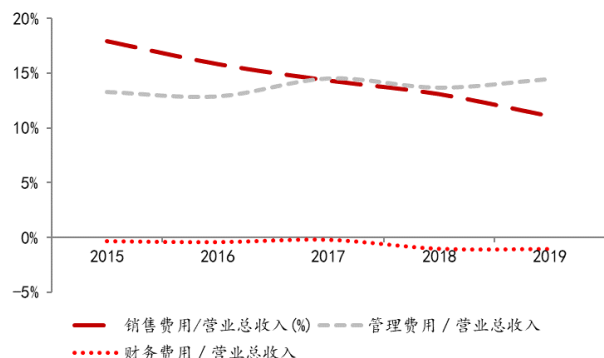
图 8：公司主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

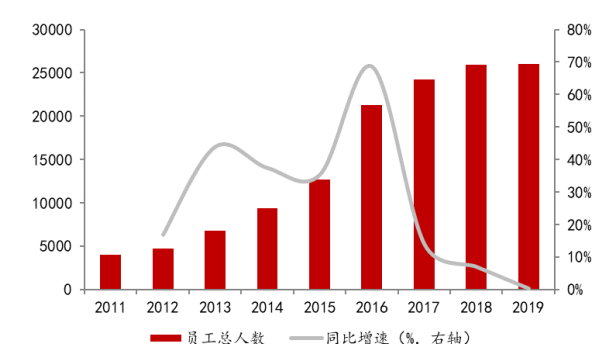
三费方面，公司销售费用率明显下滑，管理费用率和财务费用率维持稳定水平。2017-2019 年，公司员工人数没有明显增长，2019 年公司员工人数为 26,018 人，2020 年公司对于人员方面的规划是减员增效，因此管理费用率未来有望进一步降低，转型后，公司人均创收和创利有所提升，人均创收从 2018 年的 21.03 万元增加到 24.97 万元，人均创利从 2018 年的 2.58 万元增加到 2.91 万元。

图 9：销售费用率明显下滑



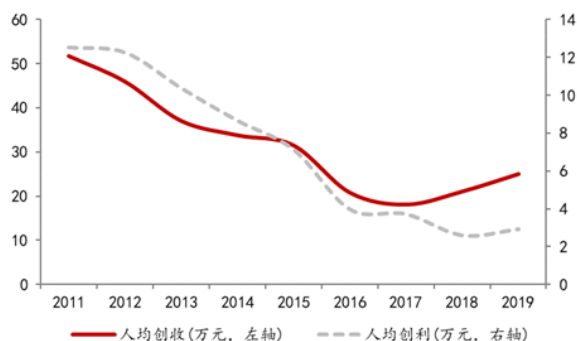
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：转型期，公司员工人数没有明显增长



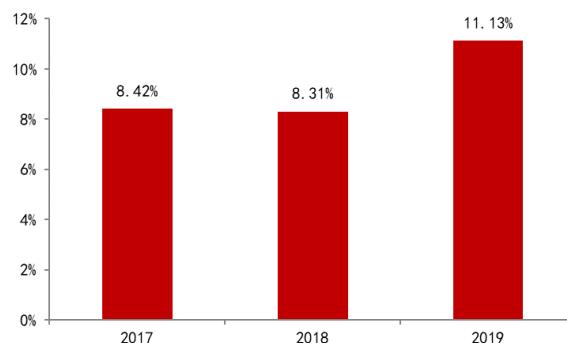
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：转型后，人均创收和创利有所提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

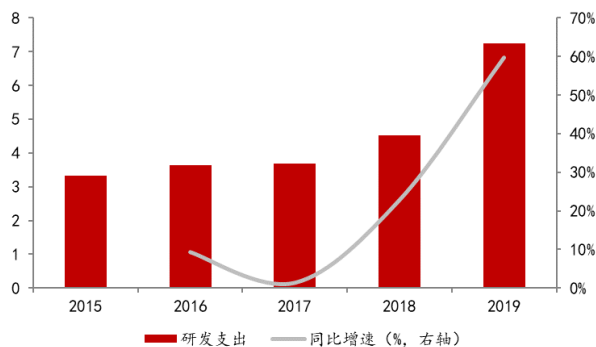
图 12：研发投入占营业收入比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

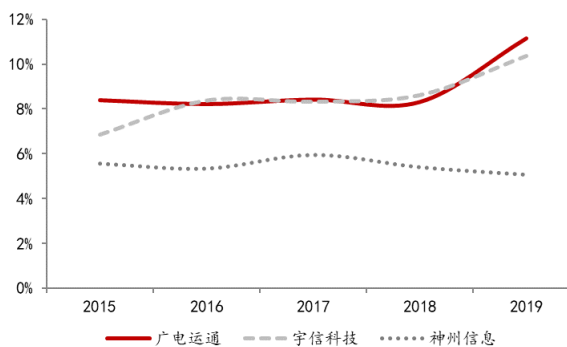
公司重视自主研发，连续多年研发投入占营业收入比例超过 8%，2019 年是公司战略落地的关键之年，公司研发费用投入达 7.23 亿元，同比大幅增加 59.49%，研发投入占营业收入比例为 11.13%，高于可比公司。

图 13：2019 年公司研发支出同比增速超 60%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：公司研发投入占营收比重高于可比公司



资料来源：Wind，川财证券研究所

目前公司已经建立起 1 个研究总院+6 大专业研究分院的技术研究平台，拥有由院士领衔、包括博士、硕士在内的近 2000 人的专业研发团队，设立了国家级企业技术中心和国家级工业设计中心、博士后科研工作站、国家 CNAS 认证实验室、城市轨道交通系统安全与运维保障国家工程实验室、金融智能终端系统安全技术国家地方联合工程研究中心等研发机构，多款智能银行终端达到国际领先水平，并积极与华为、腾讯、阿里等全球知名研发机构、生态伙伴开放合作。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

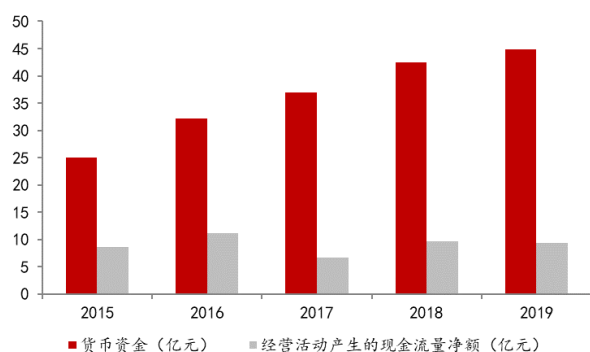
图 15：广电运通研发组织体系



资料来源：公司 2019 年报，川财证券研究所

公司现金流充裕，经营活动产生的现金流量净额长期保持较高水平，可以为公司日常经营资金周转以及外延并购计划提供有力保障。2019 年末，公司货币资金达 44.83 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 9.29 亿元，净利润为 8.83 亿元，净利率现金比例为 1.05，2019 年现金分红总额 2.89 亿元，股利支付率为 38.14%，2007 年至今总计分红 26.5 亿。公司现金流充裕，与其他企业共同发起设立投资基金，将有效利用公司闲置资金，提高公司资金利用率，提前接触和布局一些优质的高科技企业标的，将重点投资于《广州市国企创新投资目录》中战略性新兴产业、高端现代服务业、高端设备与智能制造产业领域，尤其是广州市及大湾区优质有潜力的人工智能初创企业。

图 16：货币资金充裕，现金状况整体较好



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：公司上市以来的分红情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、银行 IT 行业存量改造空间广阔

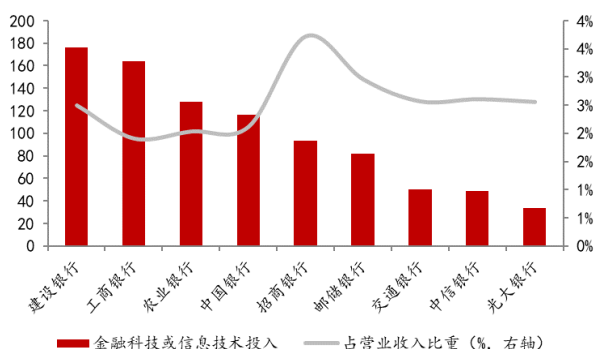
公司的核心战略定位是服务于“银行前台”的金融科技子公司，从银行前台业务切入，致力于打造成为“银行前台”业务的软硬一体化综合解决方案供应商。虽然银行网点在绝对值增长上放缓，但各类网点的升级改造需求已开始爆发，以银行网点切入形成生态。

2.1 银行对于科技投入占比逐年提升

金融与科技融合发展到第三阶段，AI、云计算、区块链等新兴技术将对银行的业务形态、产品模式和服务方式产生深远影响。各大银行年报显示，商业银行对金融科技的投入持续提高。2019 年，工农中建四大银行金融科技投入超过 100 亿元，建设银行最多（176.33 亿元）、其次是工商银行（163.74 亿元）、农业银行（127.90 亿元）、中国银行（116.54 亿元）。邮储银行和交通银行分别将营业收入的 2.96% 和 2.57% 投入到信息科技领域。招商银行信息技术投入占营收的比例最高，根据招商银行 2019 年报，信息科技投入 93.61 亿元，同比增长 43.97%，是营业收入的 3.72%。

金融机构纷纷成立金融科技子公司，传统金融智能设备提供商面临挑战。一方面，越来越多的银行成立了自己的科技公司，截至目前，共有 10 家银行机构成立科技子公司；另一方面，新一代智能网点对人工智能、大数据、区块链等新技术的综合应用要求不再停留在“装点门面”，而是需要切实提升服务效率和获客能力。银行智能设备和解决方案提供商需要有软硬一体化综合解决方案的技术储备及落地能力，拥有较高的综合科技能力，包括自主技术积累、服务水平，以及跨界融合、产业链整合的能力。

图 18：2019 年部分银行金融科技投入情况



资料来源：银行年报，川财证券研究所（上市且已披露年报的国有和股份制银行）

图 19：目前共有 10 家银行成立金融科技子公司



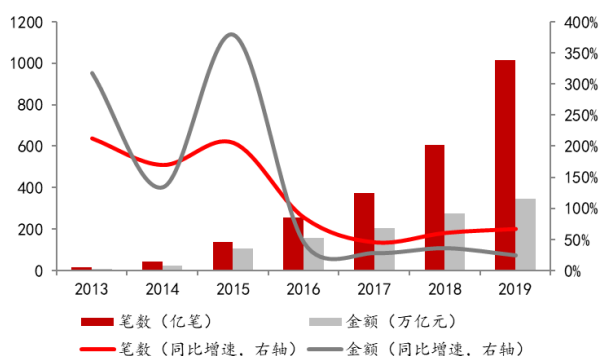
资料来源：川财证券研究所整理

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 小前台，智能银行改造空间广阔

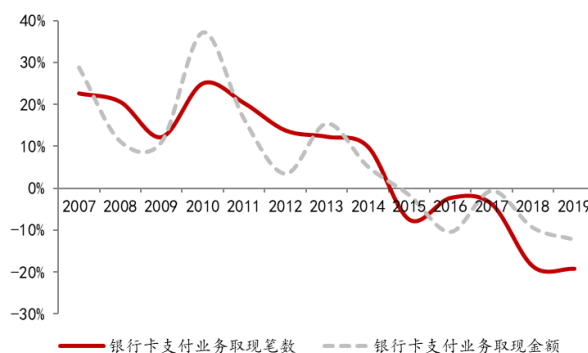
电子支付的普及，无现金支付的渗透率加深，银行渠道变革在即。据中国银行，我国电子支付业务的笔数和金额正在逐年提升，仍然保持双位数增长，同时，银行卡取现业务的笔数和金额正在逐年降低，2015 年开始出现负增长，并且降幅逐年扩大。物理银行网点的地位面临挑战，网点数量不断缩小、改造数量不断增加，银行网点总数从 2018 年开始连续两年下降，2019 年银行网点总数为 22.8 万个，但是营业改造网点的数量可观，布放自助设备数量逐年增加。另外，传统现金设备也面临瓶颈，2018Q4 开始，国内 ATM 数量和万人对应 ATM 数量首次下降，根据中国人民银行，2019 年全国 ATM 机具保有量为 109.77 万台，较 2018 年下降 1.18%；全国每万人对应的 ATM 数量 7.87 台，较 2018 年下降 1.50%。

图 20：电子支付业务笔数和金额逐年提升



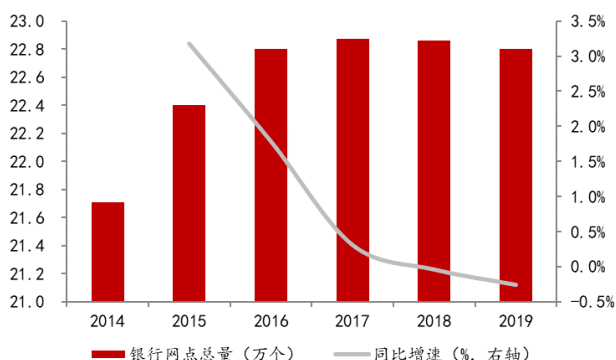
资料来源：中国人民银行，川财证券研究所

图 21：银行卡取现业务笔数和金额逐年降低



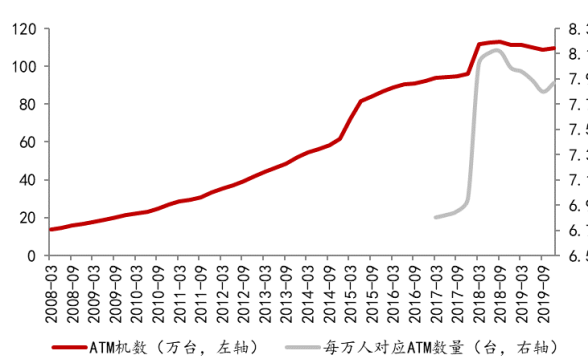
资料来源：中国人民银行，川财证券研究所

图 22：2018 年起国内银行网点总数开始下降



资料来源：银行业协会，川财证券研究所

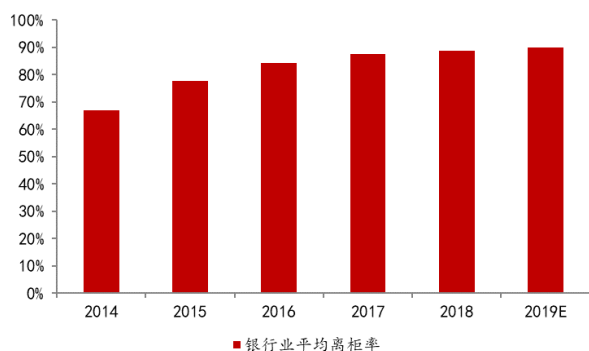
图 23：国内 ATM 数量和万人对应 ATM 数量



资料来源：中国人民银行，川财证券研究所

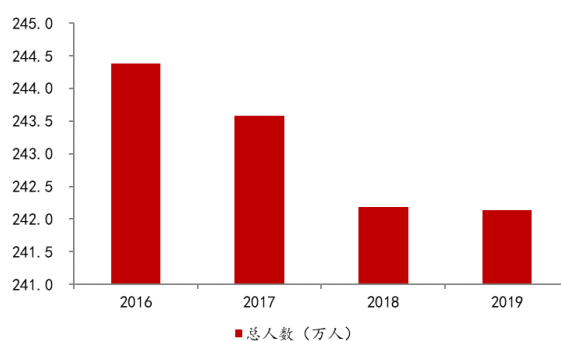
离柜率快速提升和银行员工人数下降，一方面来自线上渠道的分流，另一方面来自新型智能设备(大额存取款机、对公智能柜台等)对网点柜面业务的迁移。根据中国银行业协会，国内银行业平均离柜率持续上升，截至2018年末，行业平均离柜率达到88.67%，2019年末行业平均离柜率有望达到90%。2016年到现在，36家上市银行员工数量逐年下降，从2016年244.38万人下降到2019年242.14万人。

图 24：2019 年银行业平均离柜率有望超过 90%



资料来源：银监会，银行业协会，川财证券研究所

图 25：36 家上市银行员工数量呈下降趋势



资料来源：Wind，川财证券研究所

未来银行前台变革的方向是“金融+场景”的智慧金融生态圈，银行网点智能化改造是一个千亿级新兴市场。银行网点的智能化改造市场空间潜力巨大，按照全国 22.8 万个网点，每个网点改造费 100-200 万元预算进行计算，这是一个千亿级的新兴市场。银行网点数量虽小幅下滑，但连续四年数量没有较大变化，今后银行网点可能会向超大型或超小型发展，城市网点受制于成本，数量难以增加，而下沉地区数量会增加，数量减小的可能性小于增长。因为未来几年，银行网点会发生比较大的转变，单一业务处理的网点会逐渐减少，能办理所有业务的综合性业务处理网点会成为主流，银行网点最有机会成为承载金融、政务、不动产和警务多种线下业务办理的综合性服务场所，银行网点的跨界服务甚至会取代更多其他业态服务网点。

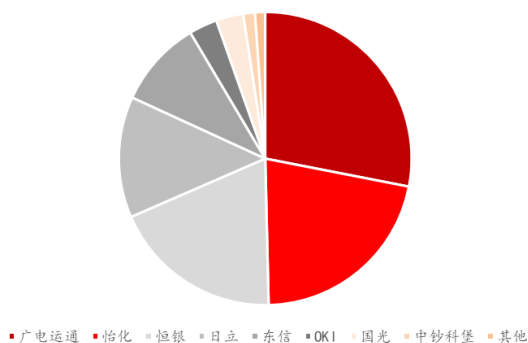
5G 银行、无人银行成为银行网点发展趋势。4 月 9 日，中国首家“无人银行”建设银行上海市分行九江路支行正式揭牌开业，这是广电运通提供的“AI+金融”场景应用解决方案正式亮相，标志着广电运通从 ATM 生产制造型企业向“行业人工智能解决方案供应商”的成功转型。此次业内首推的“无人银行”，通过充分运用生物识别、语音识别、数据挖掘等最新金融智能科技成果，整合并融入机器人、VR、AR、人脸识别等前沿科技元素。

金融智能终端设备除了 ATM 外，还包括大额现金存取款机、智能柜台、智慧柜员机、现金票据一体机、对公设备、外币兑换机等新一代智能终端，可替代人处理各类银行业务。零售银行业务之外，未来银行各类票据、包括个人存单票据类业务自动化办理及对公业务的全自动化迁移也会成为金融智能终端产品市场新的增长点。以上大额现金柜台和对公自动化柜台，平均 1 个网点需要 1.5 台以上，全国需要 20-30 万台以上。根据不同银行不同网点的改造需求，成本不同，有上亿金额的旗舰店改造，也有普通网点约 100-200 万成本的改造。

2.3 竞争格局稳定，强者恒强态势明显

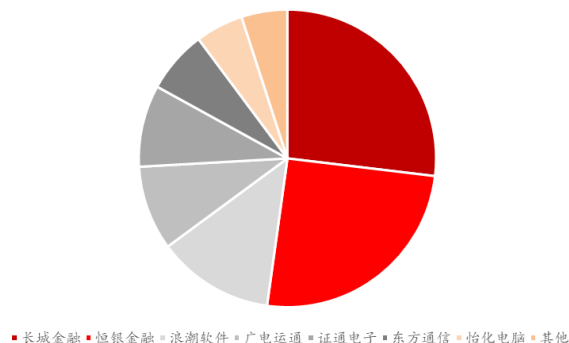
国外厂商退出竞争，国内金融设备市场竞争格局相对稳定，市场集中度高，行业相对饱和，存量改造空间较大。商业银行等金融机构基于安全的考虑，同时对于品质要求较高，外围企业进入的壁垒较高，因此行业内竞争企业个数较少，竞争相对有序。2019 年，传统现金设备市场竞争格局稳定，市场销售排名前五的厂商与去年保持一致。从市场销售份额分布看，广电运通以 28.06% 的市场份额，已连续 12 年占据行业第一，怡化跟随其后占据 21.57% 的份额。市场销售排名前五的厂商市场集中度超 91%，市场集中度进一步提高。伴随银行渠道扩张的放缓以及银行网点的轻型化、智能化转型，传统现金设备市场逐渐趋于饱和，进入换机市场。

图 26：2019 年存款一体机市场销售份额 28.06%



资料来源：金融时报，川财证券研究所

图 27：2018 年智慧柜员机类设备市场竞争格局



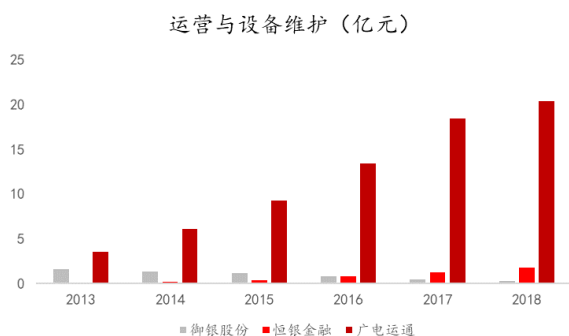
资料来源：金融时报，川财证券研究所

除产品品质外，银行对于厂商售后运维的响应效率和服务质量要求越来越高，拥有较大维保覆盖率、服务信息化完善、服务经验丰富的厂商更有竞争优势。银行开始要求将设备采购和服务捆绑，没有服务能力的设备商被残酷淘汰，维保服务领域出现强者恒强、弱者转场的局面。

围绕行业同心多元化，公司推动设备维保业务独立运作，并通过内延外购，形成金融服务外包全产业链。辰通智能、神州数码和新达通这三大厂商共计 5 万
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

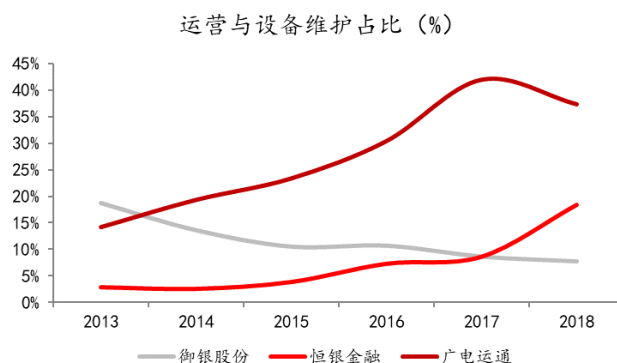
余台金融自助设备维保服务，已由广电运通接手。根据广电运通 2018 年报，公司基于物联网及资源调度的自研 AOC 系统平台已为全国近 200 多家银行客户提供金融设备云管家服务。与竞争对手相比，广电运通的自有维保服务能力占有绝对的优势，拥有服务工程师是近六千人，近千个服务站，服务设备总量达 20.8 万台，市场占有率 19.1%。

图 28：运营与维保服务收入对比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：运营与维保服务收入占比对比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

随着银行网点的智能化转型浪潮兴起，以智能柜台为代表的产品已基本完成推广普及，2019 年，市场销售排名前三的厂商包括：广电运通、长城、恒银。目前智能柜台已成为网点标配，国有大行率先进入换机市场，市场趋于成熟。

表格 2. 2019 年国有银行网点智能设备入围情况（大额存取款机）

	农行	中行	建行	邮政/邮储
广电运通	√	√	√	√
怡化	√			
恒银	√		√	√
长城			√	
东信		√		√

资料来源：金融时报，川财证券研究所

广电运通连续 12 年位居国内银行现金智能设备市场占有率首位，占比 28.06%。同时，广电运通的自有维保服务能力占有绝对优势，并在众多大额存取款机厂商中脱颖而出。目前，国内银行网点内传统现金设备以存取款一体机为主，占比已超过 98%。其中，取款机将在换机过程中逐步被存取款一体机替代，最终淡出市场。与此同时，大额存取款机等新型网点智能设备也对传统形态的存取款一体机形成替代效应，或将加速存取款一体机的换代升级。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、公司看点

3.1 聚焦智慧金融，受益 DC/EP

3.1.1 聚焦智慧金融，“银行前台”领跑者

公司定位于“银行前台”的金融科技领跑者，深耕金融领域二十年，有望成为新一代银行网点智能设备爆发市场最大的受益者。据《金融时报》，2019年，公司金融智能终端市场已经连续12年排第一；开创了VTM远程视频银行解决方案应用的先河，并在对应市场占有超过50%的市场份额；大额现金智能柜台获得最多大行入围资格；与平安银行联合开发国内第一台对公一体化自助设备(CTM)，以智慧远程服务模式为核心，可支持90%以上对公业务。

公司新一代网点智能设备出货量在下半年增多。银行网点改造智能化设备中，每个产品的招标情况不同，2019年大行开始主要招标大额存取款机，预计城商行、农商行会依次跟进，这符合银行产品招标的一贯流程。在保持现有产品线市场稳定的基础上，结合银行金融科技典型应用及公司相关技术储备，公司在网点主要有网点智能化设备、网点营销的大数据分析以及大安全化趋势三大核心应用，现在各类网点的升级改造需求已经开始爆发，未来网点改造市场空间潜力巨大，三大核心应用在时间上会依次推进。

图 30： 公司新一代智能网点设备



资料来源：公司官网，川财证券研究所

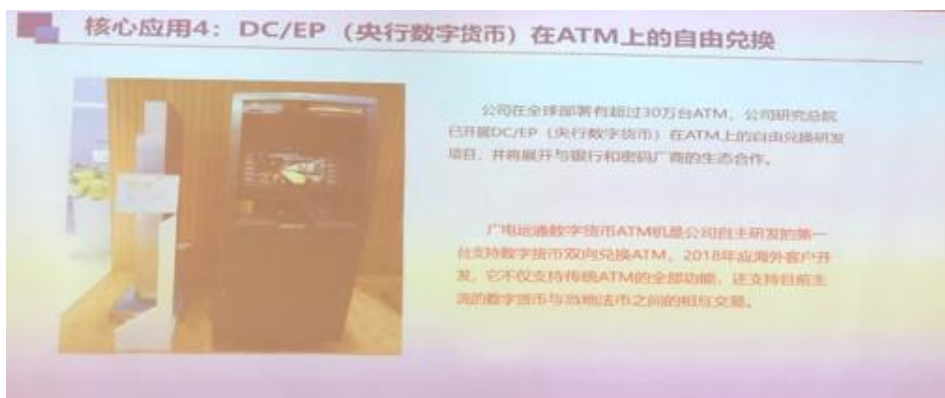
银行网点正加速向智能化转型，网点形态及业务流程不断优化，自助设备形态不断推陈出新。市场方面，在智能柜台设备领域，公司已经入围农业银行、交通银行、邮储银行等国有大行及兴业银行、浦发银行等股份制银行。在大额现金循环机领域，2019年在全国六大国有银行招标中，除2家处于测试阶段（工行、交行），其他4家均以领先优势中标。12家全国性股份制商业银行，除个

别未招标之外，基本实现覆盖。2019 下半年银行智能网点改造进度在加快，公司新一代网点智能设备中标四大行，2019 年年底出货量激增。客户群体包括所有股份制商行，国有五大行、邮储，以及 80%以上农商行和城商行。除市场优势外，公司在新一代银行网点智能设备还具备很大的技术优势。公司智能设备大规模应用人脸识别、虹膜识别、指纹识别、指静脉/掌静脉识别、语音识别等多模态生物识别技术的身份认证、大数据分析等人工智能技术，使流程设计贯穿精准营销，对银行进行重塑，建立以体验带动营销的全新银行网点。金融领域始终是公司的主战场，自上市以来公司一直深耕于智能金融领域，已为全球 80 多个国家的 1200 多个金融机构提供服务，基于公司在智能金融领域的技术和场景积累，从银行延伸至财政、保险、证券等领域。

3.1.2 区块链和 DC/EP 带来发展机遇

DC/EP 采用双层运营的模式，公司主要是和几大商业银行进行技术合作，成立联合实验室，提出在金融自助设备上支持数字货币与银行账户货币互换的模块和解决方案，目前并未跟央行本身进行合作。数字货币的机会不在中科江南，而是公司研究院，目前公司研究总院已开展 DC/EP 在 ATM 上自由兑换研发项目，并将展开与银行和密码厂商的生态合作。随着 DC/EP 的落地，数字货币和现金之间的自由兑换将成为银行 IT 重要领域，可以在网上、银行柜台、自助设备多种场合进行。公司在全球部署有超过 30 万台 ATM，广电运通有 30 万台银行智能设备及 100 万台存量终端的模块升级。广电运通数字货币 ATM 机是公司研发的第一台支持数字货币双向兑换 ATM，2018 年应海外客户开发，它不仅支持传统 ATM 的全部功能，还支持目前主流的数字货币与当地法币之间的相互交易。

图 31：广电运通数字货币 ATM 机



资料来源：投资者关系纪要，川财证券研究所

公司旗下财政信息化建设服务商中科江南承建、完成实施的支付电子化省级财政部门已达 33 个，占市场总额的 91.67%。实施完成地市级财政部门 269 个，区县级 1034 个，中科江南正在按财政部的推广要求进行全国支付电子化改革的全覆盖工作。其中，中科江南为国库支付电子化和非税缴库电子化开发核心产品电子凭证库，已成为国内部署范围最广、交易频率最高的分布式账本之一。

“集中身份认证+分布式账本技术”解决方案能够有效解决跨部门交换数据的难点，2019 年全年新签合同超 6.5 亿元，具有良好的发展前景。中科江南通过电子凭证库的三方对等部署，搭建包括电子凭证库及电子印章系统在内的安全支撑体系，资金流、业务流、指标流均以电子凭证为载体，实现操作留痕和实时反馈。

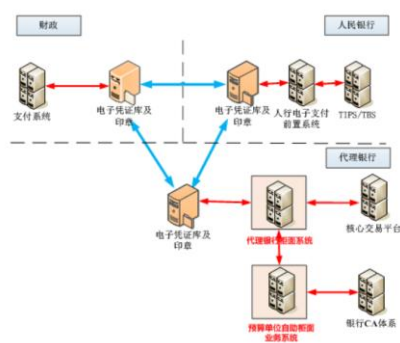
目前，中科江南借助其在支付电子化市场的优势，积极向其他业务电子化方向发展。广东佛山、惠州等地的会计档案电子化，湖南、安徽等地的非税票据电子化，非税缴库电子化，中国移动在线的电子发票等，都是利用电子凭证库安全支撑控件的安全优势，对其进行的业务扩展。

图 32：电子凭证库的分布式账本结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 33：电子凭证库的三方对等部署



资料来源：公司官网，川财证券研究所

3.2 布局人工智能，打造 AI 生态体系

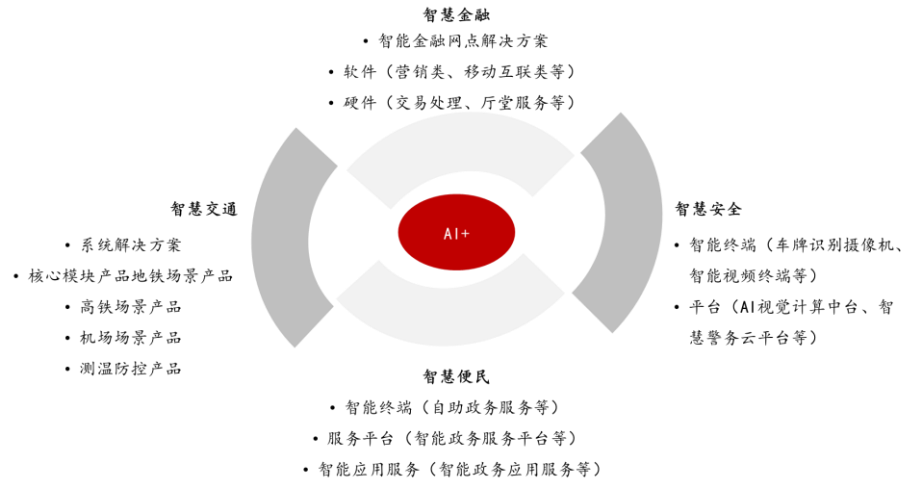
3.2.1 应用：从金融向交通、安全、便民拓展

“智能银行+”的生态演进与构建需求对公司来说是巨大机遇，与公司拓展赛道的逻辑高度契合，将有利于公司智能金融板块与智能安防、智能交通、智能政务、智能文旅等业务的充分联动与高效协同，形成未来更大的综合竞争优势。人工智能已经被列入七大新基建之一，另外国内智慧财政、银行和轨道交通，也属于新基建范畴，智能化升级的需求没有变，是不可逆转的趋势。目前国内

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

疫情控制良好，随着全国全行业的复工复产，一二季度放缓的节奏可以在随后的时间补赶回来。

图 34：广电运通 AI 转型后产品和解决方案



资料来源：公司官网，川财证券研究所

智能安全领域：以智能安全研究院为技术支撑平台，信义科技为实施主体，武装押运公司为各地业务拓展平台，形成以安防整体解决方案为核心业务覆盖全国城市公共安全服务业务版图。智能安全业务范围已覆盖 29 个省市自治区。2018 年子公司收购信义科技 85% 的股权，切入公共安防领域，截止目前，信义科技已成功在全国 100 多个地市的智慧城市建设中落地。

智能交通领域：自主研发的智能终端产品及系统软件平台应用于中国超过 30 个城市 100 多条地铁、高铁和机场航班线路。2018 年，公司在轨道交通自助售票机和自助检票机领域分别以 26.64% 和 22.12% 市场占有率排行第一。同时公司积极推进智能售检票、智能安检等场景创新，成为智能交通行业主流系统解决方案提供商。

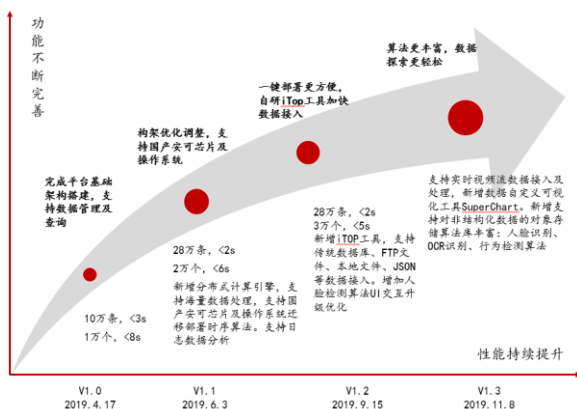
智能便民领域：2018 年投资建设“智能便民项目”，设立运通购快，快速拓展智能零售新业态。全国范围内建立起三大区域性智能监控调度指挥中心、近千个服务站的线下服务网络，以及拥有超 6 万人的网络认证工程师队伍的线上服务平台，公司拓展智能便民领域，主要依托自助终端设备、设备维护网络等既有优势，以解决方案为切入口，布局互联网+维保、新零售、智慧文旅、智能政务等便民业务，联合各行业便民服务单位（含通信运营商等）共建智能便民生态系统。

3.2.2 基础技术：aiCore system

公司的战略是从场景切入，再逐步推进算法、数据、算力、通讯等要素的布局与发展。通过服务场景，衍生出企业级 AI 大数据平台 aiCore system，将成为公司构建 AIoT 生态的基础平台。aiCore 平台作为企业级 AI 大数据平台，可以助力企业实现智能处理数据、智能调配算法、智能分类算力，帮助企业一站式部署，未来将结合与华为合作的广电鲲鹏服务器集成，帮助企业迅速实现商业智能应用。aiCore 平台不是一个算法开发平台或者云计算平台，而是在商业应用层面能够将应用快速落地呈现数据价值的平台。AWS 主要是 IaaS 模式，而 aiCore 更偏向于 SaaS 的服务模式。目前从算法到平台都是自主研发，未运用外部供应商技术。

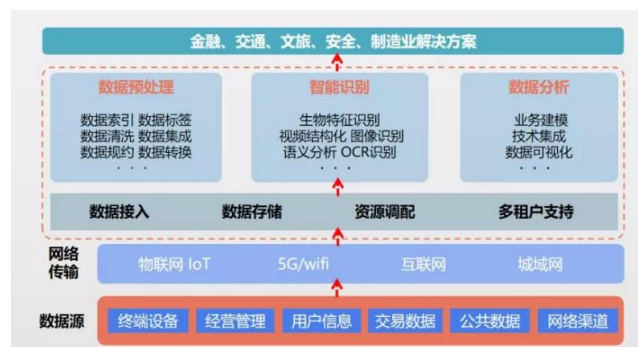
经前期研究，收费模式预期主要考虑采取“licence fee”和“maintenance fee”两种模式，未来会结合市场客户需求细化收费模式。aiCore 平台目前正在几个场景进行试用，处于结合数据完善产品阶段，计划明年展开垂直领域的运营工作，围绕广电运通的 AI 四大跑道，建设 AI 生态赢得市场。从市场来看，目前 B 端企业更倾向于选择私有云的部署方式。目前 aiCore 平台的研发时间还比较短，2019 年 7 月 8 日发布测试版。目前业界的版本迭代周期通常是两周迭代一个小版本，未来迭代速度有望加快。

图 35：网点营销的大数据分析



资料来源：投资者关系纪要，川财证券研究所

图 36：基于 aiCore 平台的解决方案框架



资料来源：公司官微，川财证券研究所

3.3 与华为合作深入，信创业务可期

金融作为国家重要的基础设施之一目前正在稳步推进 IT 基础设施国产化。在 ATM 领域，国内厂商已经基本取代国外厂商，但是在底层基础软硬件还是依赖国外厂商。因为国外厂商银行业起步早较成熟，同时银行属于保守行业，在原有技术运行良好的情况下，排斥新技术，因此主观采用国产技术的意愿较弱、对政策的相应力度较低，因此国外芯片和整机还在大规模应用。今后，设备从底层包括芯片都将是国产化。目前公司与工总行、建总行合作，正在加快推进自助设备、应用和平台的全国产化替代工作，已经进入实质的样机测试和网点试点阶段。

图 37：安全可控，国产替代



资料来源：投资者关系纪要，川财证券研究所

公司与华为的合作分两个部分，一是专用设备，二是通用设备。（1）华为看中公司在智能金融、安全、交通等领域专用设备的优势。华为鲲鹏+昇腾芯片如今面临着在专用设备上的突破，而广电运通有着强大的行业以能用基础。目前运通在做的主要是专用设备，主要包括为银行、公安和地铁等客户提供的相关设备。目前，广电运通提供给银行、交通行业设备中的工控机，核心 CPU 都是国外产品，现阶段，底层设备上的国产化是大势所趋，因此，双方的合作将基于专用设备的国产化，打造完整的生态服务系统。（2）在通用设备方面，运通有 20 年高端智能设备的生产经验。服务器方面，目前广电运通旗下全资子公司运通信息已经具备全国的营销渠道和服务体系。生产方面，公司将分两步走规划生产线，一是在广电运通已有的生产线上按照信创要求升级改造，二是公司将在广州中新知识城建设“新一代 AI 智能设备产业基地”，可进行全生产线建设。

2020 年 3 月 20 日，广州无线电集团有限公司与华为技术有限公司在穗签署合作协议，共建广州“鲲鹏+昇腾”生态创新中心并开展硬件合作。根据协议，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

无线电集团将与华为联合成立广州“鲲鹏+昇腾”创新工作小组，基于“鲲鹏+昇腾”处理器进行技术攻关、成果转化、硬件合作、技术支撑及行业应用孵化，并共同争取省市政府对“鲲鹏+昇腾”生态创新中心的建设与运营、基于“鲲鹏+昇腾”处理器的平台迁移与应用、“鲲鹏+昇腾”生态建设等方面的政策支持。这也是公司与华为在 2019 年 11 月联手推出城市安全智能系列产品后，在鲲鹏生态中的又一次深度合作。

华为和无线电集团的联合创新中心的合作是指除深圳市以外的所有广东区域，广电运通和华为合作的广电鲲鹏硬件产品及服务解决方案是面向全国销售，不限于广东广州。目前信创生态圈已经逐步形成，公司作为生产华为的通用服务器和 PC 受到市政府和市国资委的重视。未来，广电运通将基于华为“鲲鹏”主板和“昇腾”处理器，进行 AIoT 战略算力布局，叠加公司 2019 年发布的 AI 大数据平台 aiCore System，加速拓展和复制人工智能技术应用场景，致力于打造全栈式自主可控技术体系。

图 38：公司新一代 AI 智能设备产业基地项目



资料来源：公司官微，川财证券研究所

图 39：“广电鲲鹏”系列服务器



资料来源：公司官微，川财证券研究所

图 40：基于鲲鹏主板的智能白板



资料来源：公司官微，川财证券研究所

图 41：基于鲲鹏主板的专用工控机



资料来源：公司官微，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑

从 ATM 到 AI，赛道不断拓展。从银行 ATM 机起步，公司打破国外垄断，已连续 12 年位居国内银行现金智能设备市场占有率首位。随着传统 ATM 制造业进入发展瓶颈，2017 年末，公司开启“AI+”战略升级，以 AI+金融为主，孵化 AI+安全、AI+交通、AI+便民三条跑道，目前转型效果初显。公司股权相对集中，股东背景雄厚，第一大股东是广州无线电集团，实际控制人是广州市国资委。旗下多家子公司，国企改革“双百行动”背景下，子公司分拆上市预期值得关注。2019 年，经历转型阵痛期，研发力度加大，公司业绩企稳回升。

银行智能化转型，存量改造空间广阔，公司有望率先受益。目前金融与科技融合发展到第三阶段，商业银行对金融科技的投入持续提高，为银行 IT 厂商带来机遇和挑战。电子支付普及和无现金支付渗透率加深驱动银行渠道加速变革。银行网点数量降低的同时，网点改造数量在增加，未来五年有望扩容千亿市场。新一代智能网点设备助力银行业务离柜率的提升和人员数量的降低，银行网点跨界服务有望取代更多其他业态服务网点，未来 5G 银行、无人银行将成为发展趋势。国内金融设备市场竞争格局相对稳定，强者恒强态势明显。

投资看点：(1) 公司聚焦智慧金融，有望成为新一代银行网点智能设备爆发市场最大的受益者。除此之外也将从银行延伸至财政、保险、证券等领域。DC/EP 落地带来自助设备模块升级与解决方案需求的提出也将为公司带来发展机遇。

(2) 人工智能早在 2018 年被列为国家新基建的核心板块，现在新基建成为疫后我国稳投资、调结构、扩内需的关键新引擎，公司从基础技术层到应用层，从金融向交通、安全、便民拓展，打造 AI 生态体系。(3) 公司全资子公司运通信息将与华为深度合作基于鲲鹏的解决方案，推进多个行业落地应用。

首次覆盖予以“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 78.49、99.67、125.74 亿元，归属母公司净利润分别为 8.52、11.50、14.82 亿元，EPS 分别为 0.35、0.48、0.62 元/股，对应当前股价为 9.47 元，PE 分别为 26.78X、19.83X、15.40X，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.2 盈利预测

基本假设：

- 1) 智能金融：未来 5 年银行网点智能改造市场空间将达到千亿规模，考虑到公司始终聚焦金融主业二十余年，行业内市占率较高，预计公司未来三年智能金融业务的年复合增长率为 30%，营业收入分别为 36.21、48.16、62.61 亿元。
- 2) 智能交通：根据前瞻产业研究院，未来五年我国智能交通将保持 13%左右的年均复合增速，预计公司未来三年智能金融业务的年复合增长率为 15%，营业收入分别为 3.21、3.85、4.62 亿元。
- 3) 智能安全：根据十三五规划，到 2020 年，安防企业总收入预计达到 8000 亿元左右，年增长率达到 10%以上。预计公司未来三年智能金融业务的年复合增长率为 15%，营业收入分别为 24.27、28.15、32.65 亿元。
- 4) 智能便民：据艾瑞咨询测算，预计到 2020 年，自动售货机零售额将突破 480 亿，复合增长率 37%。保守估计公司未来三年智能金融业务的年复合增长率为 33%，营业收入分别为 13.38、18.06、24.39 亿元。

表格 3. 公司各细分业务营收增速及未来三年预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能金融	20.37	22.48	28.74	36.21	48.16	62.61
YoY		10.39%	27.84%	26.00%	33.00%	30.00%
智能交通	1.25	2.97	3.06	3.21	3.85	4.62
YoY		137.10%	2.92%	5.00%	20.00%	20.00%
智能安全	13.13	19.51	21.47	24.27	28.15	32.65
YoY		48.57%	10.08%	13.00%	16.00%	16.00%
智能便民	7.52	8.26	10.29	13.38	18.06	24.39
YoY		9.87%	24.63%	30.00%	35.00%	35.00%
其他	1.57	1.37	1.40	1.42	1.44	1.46
YoY		-12.60%	1.95%	1.50%	1.50%	1.50%
营业总收入	43.84	54.59	64.96	78.49	99.67	125.74
YoY		24.53%	19.00%	20.82%	26.98%	26.15%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 4. 公司各细分业务毛利率情况及未来三年预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能金融	42.82%	42.68%	36.69%	36.00%	35.50%	35.00%
智能交通	50.35%	54.96%	43.15%	43.00%	45.00%	45.00%
智能安全	26.51%	28.65%	29.12%	29.00%	31.00%	32.00%
智能便民	62.99%	62.71%	63.47%	63.50%	64.50%	65.00%
其他	48.69%	43.41%	48.16%	48.00%	48.50%	48.50%
毛利率	41.82%	41.38%	38.98%	39.03%	40.04%	40.56%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 78.49、99.67、125.74 亿元, 归属母公司净利润分别为 8.52、11.50、14.82 亿元, EPS 分别为 0.35、0.48、0.62 元/股, 对应当前股价为 9.47 元, PE 分别为 26.78X、19.83X、15.40X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表格 5. 可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	总市值	P/E			EPS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600570.SH	恒生电子	91.80	737.29	63.38	58.38	47.07	1.45	1.57	1.95
600446.SH	金证股份	17.30	148.86	-	-	-	-	-	-
300377.SZ	赢时胜	10.19	75.62	-	-	-	-	-	-
603383.SH	顶点软件	59.80	71.87	-	-	-	-	-	-
300348.SZ	长亮科技	23.67	114.04	51.37	37.90	39.88	0.46	0.62	0.59
300663.SZ	科蓝软件	22.60	67.90	-	-	-	-	-	-
300339.SZ	润和软件	9.90	78.84	17.77	14.34	-	0.56	0.69	-
300674.SZ	宇信科技	40.36	161.44	44.04	33.82	26.47	0.92	1.19	1.52
000555.SZ	神州信息	16.18	157.01	34.66	27.98	23.06	0.47	0.58	0.70
平均值			95.66	51.37	37.90	39.88			
002152.SZ	广电运通	9.47	228.13	26.78	19.83	15.40	0.35	0.48	0.62

资料来源: Wind, 川财证券研究所 (除广电运通外, 盈利预测来自 Wind 一致预期, 2020/04/15)

五、风险提示

1) 公司与华为合作进展和效果不及预期；2) 银行网点智能化改造进程不及预期；3) 海外疫情的爆发对公司海外业务造成不确定性。

盈利预测

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6496.3	7848.9	9966.8	12573.5
减：营业成本	3963.8	4785.7	5976.1	7473.2
营业税金及附加	48.3	58.4	74.2	93.6
营业费用	720.0	902.6	1126.2	1420.8
管理费用	937.4	1122.4	1415.3	1772.9
财务费用	-69.2	-120.5	-143.1	-169.6
资产减值损失	-69.1	-69.1	-69.1	-69.1
加：投资收益	75.3	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	-147.9	0.0	0.0	0.0
营业利润	892.4	1169.3	1587.2	2051.7
加：其他非经营损益	-2.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	890.3	1169.3	1587.2	2051.7
减：所得税	108.7	154.5	217.2	286.8
净利润	781.5	1014.8	1370.1	1764.9
减：少数股东损益	125.4	162.8	219.8	283.2
归属母公司股东净利润	758.0	852.0	1150.2	1481.7
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4482.9	4947.6	5914.5	6810.6
应收和预付款项	1754.3	1790.4	2708.4	2965.5
存货	1918.0	3711.4	3318.3	5472.4
其他流动资产	1550.0	1465.5	1465.5	1465.5
长期股权投资	639.9	639.9	639.9	639.9
投资性房地产	49.3	43.7	38.1	32.4
固定资产和在建工程	1131.6	1008.6	885.5	762.4
无形资产和开发支出	1193.2	1167.0	1140.8	1114.7
其他非流动资产	1467.9	48.1	21.8	21.8
资产总计	14187.2	14822.1	16132.7	19285.1
短期借款	80.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	3343.7	4846.8	5226.0	7178.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	851.9	0.0	0.0	0.0
负债合计	4275.6	4846.8	5226.0	7178.7
股本	2409.0	2409.0	2409.0	2409.0
资本公积	2008.2	2008.2	2008.2	2008.2
留存收益	4635.7	5162.8	5874.3	6790.9
归属母公司股东权益	9052.9	9580.0	10291.5	11208.2
少数股东权益	858.6	1021.5	1241.3	1524.5
股东权益合计	9911.6	10601.5	11532.8	12732.6
负债和股东权益合计	14187.2	15448.2	16758.9	19911.3

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	928.7	744.8	1262.4	1297.2
投资性现金净流量	-266.7	20.9	20.9	20.9
筹资性现金净流量	-456.6	-301.0	-316.5	-421.9
现金流量净额	218.0	464.7	966.8	896.2

财务分析和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力				
毛利率	39.0%	39.0%	40.0%	40.6%
销售净利率	12.0%	12.9%	13.7%	14.0%
ROE	8.4%	8.9%	11.2%	13.2%
ROA	5.9%	7.2%	9.1%	9.9%
成长能力				
销售收入增长率	19.0%	20.8%	27.0%	26.2%
净利润增长率	16.0%	29.9%	35.0%	28.8%
资本结构				
资产负债率	30.1%	32.7%	32.4%	37.2%
流动比率	2.5	2.5	2.6	2.3
速动比率	2.0	1.7	1.9	1.6
经营效率				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.1	1.3	1.8	1.4
业绩和估值				
EPS	0.3	0.4	0.5	0.6
BPS	3.8	4.0	4.3	4.7
PE	30.1	26.8	19.8	15.4
PB	2.5	2.4	2.2	2.0

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004