

2020年04月22日

公司研究•证券研究报告

## 德生科技 (002908.SZ)

### HR 应用开始发力，未来应用业务爆发值得期待

#### 投资要点

◆ 2019 年公司营业收入 4.88 亿元，同比+6.12%，归母净利润 8767.16 万元，同比+21.47%，扣非归母净利润 7875.28 万元，同比+27.53%，经营活动产生现金流量净额 6175.84 万元，同比+49.94%，EPS0.44 元，同比+21.31%。公司每 10 股分配现金红利 1.5 元。

2020 年第一季度公司营业收入 7328.22 万元，同比-12.25%，归母净利润 373.01 万元，同比-56.41%，扣非归母净利润 342.89 万元，同比-57.55%，经营活动产生的现金流量净额-7407.06 万元。

公司客户以 to G 为主，一季度受疫情影响较大，一是公司营销及服务政府客户多采取线下模式，二是因为疫情影响 C 端客户前往营业网点办理社保卡业务。但政府抗风险能力强，且公司一季度收入占比小，我们认为疫情对全年业绩影响有限。不过，疫情的持续可能会改变 C 端客户的办理业务方式，外出减少，因此公司通过“银行+社保”的推销模式或长期受到影响。

◆ **社保卡和终端盈利能力在提高。**2019 年公司社保卡及服务终端占公司营业收入比重 55.19%。其中社保卡业务 1.83 亿元，增长 9.72%，毛利率提高 4 个百分点，主要是三代卡的售价高于二代卡，而成本相差不大。服务终端收入 8643 万元，增长 12%，毛利率提高 10.32 个百分点，也是因为高毛利率的产品占比提高。业务毛利占比最高的板块是信息化服务，占比为 40.83%，受制于部分订单确认推迟的影响，收入略下滑 0.12%，该业务毛利率最高，达到 58.41%，而其市场空间最大，随着公司发卡量的逐年增加，对应的服务业务逐年递增，从而有望带来更大的业绩驱动力。

◆ **2020 年进入三代卡逐步替代二代卡。**由于社保卡平均寿命为 10 年，第二代卡是 2010 年开始发放的，按正常寿命计算，今年是三代卡正常替代二代卡的开始。截止 2019 年 6 月底，第二代社保卡累计发行 10 亿张，第一代 2 亿张，第三代社保卡 0.77 亿张，第三代社保卡占比很小，未来二代换三代的空间依然很大。另外，目前我国社保卡覆盖人数超过 93%，以社保卡寿命 10 年计算，全国平均每年补换卡的总量在 1 亿张左右，以德生目前的市场占有率 20% 左右来测算，对应每年 2000 万张社保卡的销售水平。

◆ **未来公司的业绩增长点在于社保卡应用服务、及“一卡通”业务：**从长期来看，社保卡发卡业务天花板明显，难以提供长期业绩增量。今年疫情影响 C 端客户前往营业网点办理社保卡，因此一季度业绩受到影响，我们判断疫情可能长期影响 C 端客户外出频率，将对公司发卡业务带来不利影响。2019 年公司社保信息化服务营业收入 1.62 亿元，同比-0.12%，毛利率 58.41%，同比-0.45pct，公司社保信息化服务发展暂时不达预期。介于以上原因，公司今年开始大力发展社保卡应用服务。今年，公司在全国多个区域创新实践了多种城市人力资源与社会保障事业运营服务，目前取得了较好的效果。其中，在 2020 年疫情防控后期，公司升级的“援企稳岗精准就业服务”已覆盖 16 个省、150 余个区县，支援政府推动企业复工复产，该业务即将面向全国加速推广和复制。另外，各省都在陆续下文部署“一卡通”补贴发放的专

### 公司快报

通信 | 通信终端及配件 III

投资评级

买入-A(首次)

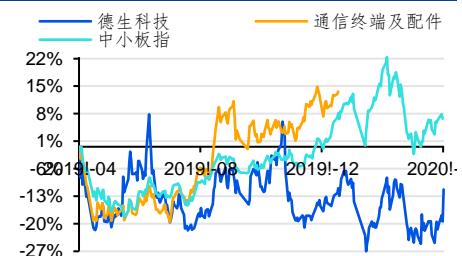
股价(2020-04-22)

13.48 元

交易数据

总市值 (百万元)	2,707.62
流通市值 (百万元)	1,587.30
总股本 (百万股)	200.86
流通股本 (百万股)	117.75
12 个月价格区间	10.54/23.35 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.3	1.85	-18.27
绝对收益	17.94	-1.89	-12.96

分析师

谭志勇

 SAC 执业证书编号: S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20377198

分析师

王洁婷

 SAC 执业证书编号: S0910517100001  
 wangjieting@huajinsec.cn  
 021-20377166

报告联系人

陈南荣

chennanrong@huajinsec.cn

相关报告

项治理工作，通过社保卡发放补贴能够刺激持卡者对社保卡的使用，带来更多增值服务和相应的收入。

- ◆ **定增并引入战略合作伙伴发展社保卡信息化服务，彰显大股东信心。**为了发展社保卡信息化服务，公司拟非公开发行股票数量不超过 6,000 万股，占发行前总股本的 29.87%；募集资金总额不超过 60,960 万元，每股 10.16。其中公司控股股东虢晓彬及其控制的公司诺科有限认购 4700 万股，发行对象君重煜信认购 1300 万股。君重煜信是国内领先的咨询公司北京和君咨询有限公司实际控制的公司，并与公司签订了《广东德生科技股份有限公司与北京和君咨询有限公司、天津君重煜信管理咨询合伙企业（有限合伙）之战略合作协议》，意在短期内改进和提升公司的品牌、营销体系和组织管理能力。本次发行主要为战略合作提升公司社保卡信息化服务能力，控股股东大额认购股份说明了股东对公司未来发展的信心，10.16 的认购价格可以作为公司股价的安全参考线。
- ◆ **投资建议：**我们预计今年公司将通过不断深耕原有覆盖区域业务，开发新的社保卡应用，激活 C 端活跃度，提高 B 端和 G 端付费积极性，公司社保卡应用和“一卡通”业务规模有望迅速增长。此业务毛利较高，有望明显带动公司整体毛利率及盈利能力的提升。我们预计 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.56、0.71 和 0.86 元。净资产收益率分别为 13.7%、15.4% 和 16.1%，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**疫情导致全球经济衰退，客户资本开支下降；换卡速度下降，应用业务推广不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	460	488	600	754	903
YoY(%)	7.8	6.1	22.9	25.6	19.8
净利润(百万元)	72	88	112	143	173
YoY(%)	25.5	21.5	27.6	28.0	20.5
毛利率(%)	45.4	47.4	48.9	49.7	50.3
EPS(摊薄/元)	0.36	0.44	0.56	0.71	0.86
ROE(%)	10.8	11.9	13.7	15.4	16.1
P/E(倍)	34.7	28.6	22.4	17.5	14.5
P/B(倍)	3.7	3.4	3.1	2.7	2.3
净利率(%)	15.7	18.0	18.6	19.0	19.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>						<b>营业收入</b>	460	488	600	754	903
现金	817	888	992	1136	1261	营业成本	251	257	307	379	449
应收票据及应收账款	454	484	547	619	716	营业税金及附加	3	3	3	4	5
预付款项	271	301	330	387	398	营业费用	47	52	61	75	90
存货	10	8	16	16	25	管理费用	33	36	43	54	63
其他流动资产	74	87	89	101	108	研发费用	56	65	90	117	145
<b>非流动资产</b>						财务费用	-3	-5	-5	-5	-6
长期投资	30	30	29	34	38	资产减值损失	15	-0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	18	22	23	28	32	投资净收益	3	3	3	3	3
其他非流动资产	2	2	2	2	1	<b>营业利润</b>	79	97	123	157	190
<b>资产总计</b>	10	6	4	4	5	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	847	918	1022	1171	1299	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	174	184	206	239	230	<b>利润总额</b>	79	96	123	157	189
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0	所得税	7	9	11	14	17
其他流动负债	128	125	154	176	169	<b>税后利润</b>	72	88	112	143	173
<b>非流动负债</b>	47	59	52	63	61	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
长期借款	2	0	0	0	0	归属母公司净利润	72	88	112	143	173
其他非流动负债	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	76	93	118	151	184
<b>负债合计</b>	176	184	206	239	230						
少数股东权益	0	0	0	0	-0						
<b>股本</b>	133	201	201	201	201						
资本公积	369	310	310	310	310						
留存收益	169	229	302	395	507						
归属母公司股东权益	671	734	816	931	1070						
<b>负债和股东权益</b>	847	918	1022	1171	1299						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	41	62	90	102	134	<b>成长能力</b>					
净利润	72	88	112	143	173	营业收入(%)	7.8	6.1	22.9	25.6	19.8
折旧摊销	7	7	6	6	8	营业利润(%)	17.2	22.6	27.2	28.0	20.4
财务费用	-3	-5	-5	-5	-6	归属于母公司净利润(%)	25.5	21.5	27.6	28.0	20.5
投资损失	-3	-3	-3	-3	-3						
营运资金变动	-48	-36	-20	-38	-37	<b>获利能力</b>					
其他经营现金流	17	12	0	0	0	毛利率(%)	45.4	47.4	48.9	49.7	50.3
<b>投资活动现金流</b>	-2	-7	-2	-8	-8	净利率(%)	15.7	18.0	18.6	19.0	19.1
<b>筹资活动现金流</b>	-27	-21	-25	-22	-28	ROE(%)	10.8	11.9	13.7	15.4	16.1
<b>每股指标(元)</b>						ROIC(%)	9.5	10.7	12.6	14.2	15.0
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.44	0.56	0.71	0.86	<b>偿债能力</b>					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.31	0.45	0.51	0.67	资产负债率(%)	20.8	20.0	20.1	20.4	17.7
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.66	4.06	4.64	5.32	流动比率	4.7	4.8	4.8	4.8	5.5
						速动比率	4.2	4.3	4.3	4.3	4.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	1.9	1.7	1.9	2.1	2.3
						应付账款周转率	2.1	2.0	2.2	2.3	2.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	34.7	28.6	22.4	17.5	14.5
						P/B	3.7	3.4	3.1	2.7	2.3
						EV/EBITDA	26.9	21.7	16.6	12.5	9.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇、王洁婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)