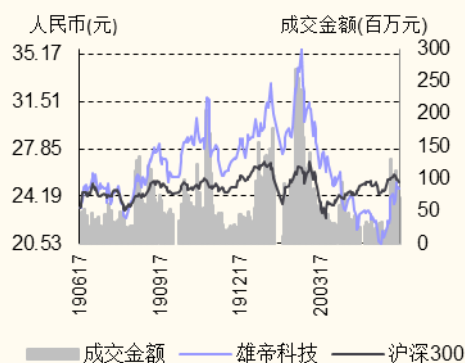


**雄帝科技 (300546.SZ) 买入 (首次评级)**
**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 23.64 元  
目标价格 (人民币): 48.72-48.72 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	1.37
已上市流通 A 股(亿股)	0.84
总市值(亿元)	33.89
年内股价最高最低(元)	25.32/20.53
沪深 300 指数	3955
创业板指	2220


**公交 SaaS 开启新空间**
**公司基本情况 (人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	600	706	812	1,117	1,492
营业收入增长率	57.97%	17.61%	15.04%	37.46%	33.56%
归母净利润(百万元)	108	122	127	166	208
归母净利润增长率	35.63%	12.87%	4.07%	30.71%	25.68%
摊薄每股收益(元)	0.80	0.89	0.93	1.21	1.52
每股经营性现金流净额	0.07	0.60	0.77	1.07	1.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.65%	14.25%	13.19%	14.96%	15.99%
P/E	32	32	25	20	16
P/B	4.75	4.63	3.36	2.92	2.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **身份信息综合服务商，多元化业务版图。** 公司是全球领先的身份信息综合服务商，致力于为行业客户提供线上线下身份识别与管理应用的软硬件一体化解决方案。近年来，公司以智慧交通、智慧户政两大版块业务双轮驱动，实现身份信息综合服务的产品整合和产业链延伸，拓展公司未来持续发展空间。
- **参股蓝泰源 15.5%股权，切入公交 SaaS 业务。** 蓝泰源是国内最早专业为公交信息化建设提供整体解决方案的品牌供应商和服务商。2020 年 6 月 16 日，公司拟以自有资金 2,014.79 万元入股蓝泰源，持有其 15.5% 股权。参股落地后，智慧公交新业务将主要基于公交 SaaS 业务展开。对应智慧交通三个阶段的划分，公司将推出一系列全新解决方案。实现公司业务从以支付终端为主的软硬业务向公交大数据智慧管理平台、SaaS 化运营转变。
- **渠道优势明显，公交 SaaS 需求广。** 在公共交通（公交+轨道）行业，公司的支付受理终端和解决方案已覆盖至深圳、重庆、南昌等全国 160 多个城市及 30 万车辆终端，渠道优势明显。公司推出的公交 SaaS 解决方案覆盖前端智慧调度、人流统计以及后端公交公司人、财、物等各类需求，能有效帮助公交公司实现降本增效的目的，需求广阔。我国目前约有 70 万存量公交车，以 4000 元单车每年 SaaS 费用测算，公交 SaaS 业务空间约 30 亿元。
- **智慧户政业务推陈出新，聚焦智能化系统建设。** 公司在智能证卡领域深耕细作多年，在受理设备、流程智慧化建设等业务上取得突破，公司积极拓展智慧公安和智慧政务业务，推出统一支付、智慧受理、证件在线管理各类解决方案，实现公共服务智能化，智慧化，提升公司利润增长点和营收规模。

**盈利预测及估值分析**

- 预计公司 20-22 年实现收入 8.12、11.17、14.92 亿元，实现归母净利润 1.27、1.66、2.08 亿元，同比增长 4.07%、30.71%、25.68%。其中 20-22 年云业务实现收入 0.2、2.0、4.0 亿元，分部估值给予公司 21 年目标市值 66.75 亿元，对应目标价 48.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示**

- 市场竞争风险；海外业务拓展风险；云业务拓展不及预期；大股东股权质押风险。

**翟炜**

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005  
zhaiwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、行业领先的身份信息综合管理服务商 .....	4
1.1 历史沿革：底蕴丰厚的智能证卡领军企业 .....	4
1.2 业务概况：“智慧户政+智慧交通”双轮驱动，广泛布局身份信息服务多领域 .....	5
1.3 业绩状况：近三年保持上升态势，2020Q1 受疫情冲击出现下滑 .....	5
二、参股蓝泰源，切入公交 SaaS 市场 .....	6
2.1 立足一卡通入口优势，智慧交通解决方案易于渗透 .....	6
2.2 参股蓝泰源，开拓公交数字化升级 .....	8
2.3 携手阿里、腾讯，公交支付流量变现价值巨大 .....	10
三、“智慧政务+智慧公安”打开安全、便民服务市场空间 .....	11
3.1 从智能证卡终端到智慧政务、智慧公安等多场景解决方案 .....	11
3.2 自主核心技术智慧码直击疫情需求 .....	13
3.3 安全证件解决方案海外市场持续扩大 .....	13
四、盈利预测及投资建议 .....	14
4.1 盈利预测 .....	14
4.2 投资建议及估值 .....	15
五、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：雄帝科技历史沿革 .....	4
图表 2：公司布局“一体两翼”发展目标 .....	5
图表 3：2017-2020Q1 公司营收情况 .....	6
图表 4：2017-2020Q1 公司归母净利润情况 .....	6
图表 5：2017-2020Q1 毛利率和净利率变化情况 .....	6
图表 6：2017-2020Q1 主要费用率变化情况 .....	6
图表 7：2010-2018 年中国智能交通管理系统行业市场规模及增长情况 .....	7
图表 8：2010-2020 年智能交通市场规模及其增长情况 .....	7
图表 9：公司城市一卡通终端已取得巨大成功 .....	8
图表 10：公交互联网转型+数字化升级分三阶段进行 .....	8
图表 11：蓝泰源在公交信息化行业拥有良好品牌知名度 .....	9
图表 12：公司重磅推出“慧行云”智慧交通 3.0 解决方案 .....	10
图表 13：云服务和人工智能在智慧交通 3.0 的运用 .....	10
图表 14：交通移动支付数据成为巨头必争之地 .....	11
图表 15：智慧政务服务业务内容 .....	12
图表 16：智慧服务大厅将业务办理缩短至四个步骤 .....	12
图表 17：智慧公安服务业务内容 .....	13
图表 18：智慧公安在互联网领域的应用-统一支付平台 .....	13

图表 19: 智慧码生成示意图.....	13
图表 20: 香港回乡证自助取证系统.....	14
图表 21: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元) .....	15
图表 22: 公司毛利率预测.....	15
图表 23: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	15

## 一、行业领先的身份信息综合管理服务商

### 1.1 历史沿革：底蕴丰厚的智能证卡领军企业

- 雄帝科技成立于 1995 年，是国内较早致力于智能卡与 RFID 领域产品研发的厂商之一。1995 年至 2005 年期间，成功推出全球首台全兼容多协议读写机具/车载收费机，成为深圳通设备主要供应商及系统集成商，进入一卡通市场。自主开发手机 SIM 卡生产线设备及系统，成为全球最大手机 SIM 卡制作公司法国金雅拓和行业的主要供应商。2006 年至 2010 年，进入轨道交通市场，成为交通部、住建部等部委 IC 卡行业标准起草单位与国家商用密码产品生产定点单位，并完成股份制改造。2012 年圆满完成全国 31 个省市公安部电子护照项目上线工作，并中标尼日利亚 8000 万张选民证项目，成为进军非洲证照市场的中国企业。2013 年入选国家火炬计划重点高新技术企业。2016 年 9 月 28 日，公司登陆 A 股创业板，股票代码：300546。公司既是国家部委、国企等单位出国（境）证件在线管理系统及设备的主要提供商，又享受物联网产业“新硅谷”深圳的区位优势，有望成为我国身份信息综合管理服务领域唯一独角兽翘楚。

图表 1：雄帝科技历史沿革

时间	具体内容
1995-2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司成立之初，涉足智能卡行业，成功研制国内第一台手持式光电扫描读卡器；</li> <li>向全国二十多个省市智能证卡市场以及海外投放 200 多台/套智能卡个人化系统，奠定了智能卡市场机电一体化产品基础；</li> <li>成功推出全球首台全兼容多协议读写机具/车载收费机，成为深圳通设备主要供应商及系统集成商，进入一卡通市场。</li> </ul>
2006-2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>轨道交通 ES 编码分拣设备应用于北京八条地铁线路，进入轨道交通市场；</li> <li>成为交通部、住建部等部委 IC 卡行业标准起草单位与国家商用密码产品生产定点单位；</li> <li>被评定为国家级高新技术企业、深圳市福田区总部企业；</li> <li>获得深圳市政府认定为《深圳市成长型中小工业企业 500 强》；</li> <li>成为深圳市物联网智能卡应用设备工程技术研究开发中心；</li> <li>中标公安部全国电子护照项目；</li> <li>完成股份制改造。</li> </ul>
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>成为唯一入选国际民航组织（ICAO）机读旅行证件（MRTD）设备供应商名录的中国企业；</li> <li>成为国家科技支撑计划《移动电子商务支付关键技术研究》课题承担单位；</li> <li>成为全球最大的法国 Gemalto 公司 SIM 卡个人化系统供应商。</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>圆满完成全国 31 个省市公安部电子护照项目上线工作；</li> <li>中标外交部电子护照设备及系统采购项目；</li> <li>中标尼日利亚 8000 万张选民证项目，成为进军非洲证照市场的中国企业；</li> <li>在金融支付领域实现突破，承接粤澳银联卡交通行业应用项目；</li> <li>成为全球高端安防系统产品厂商 HID 的供应商；</li> <li>成为公安部居民身份证指纹采集器入围企业。</li> </ul>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>中标郑州市社会保障卡数据采集服务项目；</li> <li>获得国家商用密码产品销售许可证；</li> <li>入选国家火炬计划重点高新技术企业。</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>电子护照保管系统正式投入外交部、深圳外办应用；</li> <li>公司荣获 2014 “中国中小企业优秀成果企业”；</li> <li>3D 打印机成功入围 2014 年智能卡行业“奥斯卡奖”（SESAMES AWARDS）“生产制造与测试”和“硬件”两个单元大奖。</li> </ul>
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司入驻深圳市软件产业基地；</li> <li>公司获得 AAA 企业信用等级证书；</li> <li>雄帝 3D 彩色证卡产品荣膺 2015 法国 SESAMES AWARDS 大奖。</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司研发的全中国首台社保卡自助制、取证系统设备上线；</li> <li>9 月 28 日，公司登陆 A 股创业板，股票简称：雄帝科技 股票代码：300546；</li> <li>11 月 17 日雄帝大厦隆重奠基。</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司作为安全可信的身份识别与管理解决方案提供商应邀出席“2017 ID4Africa 第三届非洲电子身份识别政府年度论坛”和同期展会；</li> <li>公司中标深圳交委“全国交通一卡通公交升级改造项目”；</li> <li>公司荣获年度行业“智慧城市建设杰出贡献奖”、“安防企业十大创新品牌奖”；</li> </ul>



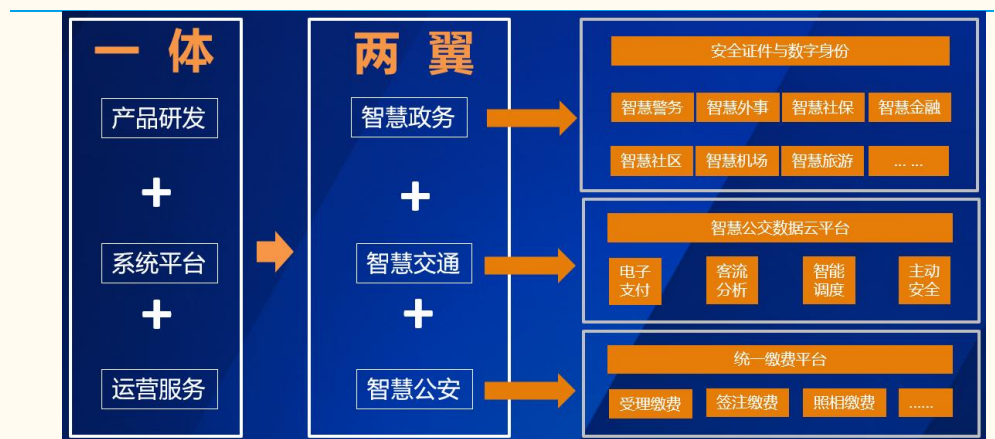
	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司推出“香港回乡自助取证系统”，并提供长效香港本地化服务。</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司推出新一代互联网智能车载终端设备，助力深圳正式接入全国交通一卡通互联互通系统；</li> <li>3月23日2018深圳智造粤港澳大湾区论坛上，公司荣誉“2017年度深圳物联领军企业”，打造物联网产业的“深圳名片”，树立物联网领域独角兽。</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出全球首创的新一代安全证件工艺——多重个性化防伪技术MLP。</li> <li>智慧交通业务区域延伸到香港、台湾，同时对海外市场的拓展也进行积极布局。</li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>收购深圳市蓝泰源信息技术股份有限公司，加码智慧交通业务。</li> </ul>

来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 业务概况：“智慧户政+智慧交通”双轮驱动，广泛布局身份信息服务多领域

- 公司是全球领先的身份信息综合服务商，涵盖智慧政务、智慧交通、智慧公安等领域的公共服务智能化。为国内外政府、机构及行业用户提供以身份信息可信技术为核心的多维身份识别、智慧公共服务、智能物联及大数据服务。构建起基于智能证卡的身份识别与管理应用的软硬件一体化解决方案，广泛应用于电子政务、外事管理、智能交通、智慧银行、智慧安防及海外选举等多个领域和行业，面向海外市场的电子选举管理业务也完成了从信息采集、身份识别到投票管理的整体解决方案构建，推动海外业务的发展。致力于为行业客户提供安全可信的身份识别与管理应用服务，是公司业务发展的内在逻辑。
- 公司在生物特征识别、可信身份认证、网络身份认证管理等技术领域，智能交通、智慧安防、公安信息化等应用领域进行调研、走访和交流工作，积极寻求国内以及国际在技术、产品以及客户资源等方面能为公司提供协同价值的企业，发掘潜在并购机会，以提升上市公司的业务规模和软硬件一体化技术能力及综合竞争力，实现身份信息综合服务的产品整合和产业链延伸。近日公司完成了对深圳市蓝泰源信息技术股份有限公司的收购，此次收购是对公司智慧交通业务的强力加码，有利于拓展公司未来持续发展空间，为实现公司战略发展目标注入持续动力。

图表 2：公司布局“一体两翼”发展目标



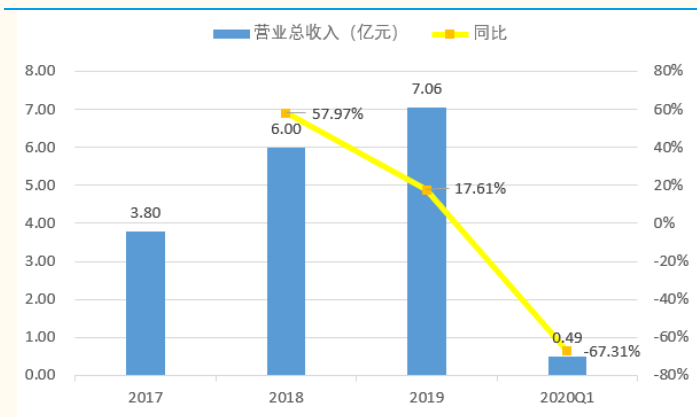
来源：公司官网，国金证券研究所

## 1.3 业绩状况：近三年保持上升态势，2020Q1 受疫情冲击出现下滑

- 2017-2019 年整体业绩保持增长。公司积极利用人工智能、物联网等先进技术，进行产品和解决方案的智能化和创新，提升市场竞争力；坚持技术驱动市场，加快国内外市场布局，深耕公共安全、智能交通等核心业务领域；同时不断开拓新应用领域。各项业务保持了良好的发展态势，实现了整体经营业绩持续稳健增长。据 2019 年年度报告显示，公司实现营业总收入 7.06 亿元，同比增长 17.61%，归母净利润达到 1.22 亿元，同比增长 12.87%。此外，在 2017-2019 年公司整体毛利率、净利率基本保持稳定，三大期间费用率均有所下降。
- 2020Q1 公司实现营业收入 0.45 亿元，同比下滑 67.31%；归母净利润-

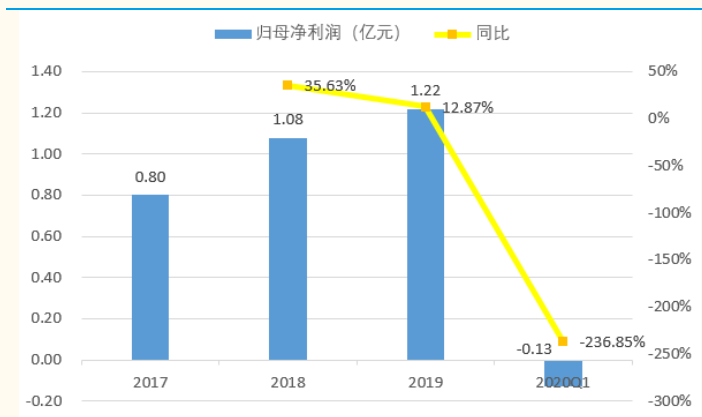
0.13 亿元，相比去年同期减少 0.23 亿元。主要是受到全球范围内新冠疫情冲击，公司国内外客户疫情防控压力较大，订单数量未达到预期。鉴于国内疫情已基本好转，我们预计 2020Q2 业绩将显著回升。

图表 3：2017-2020Q1 公司营收情况



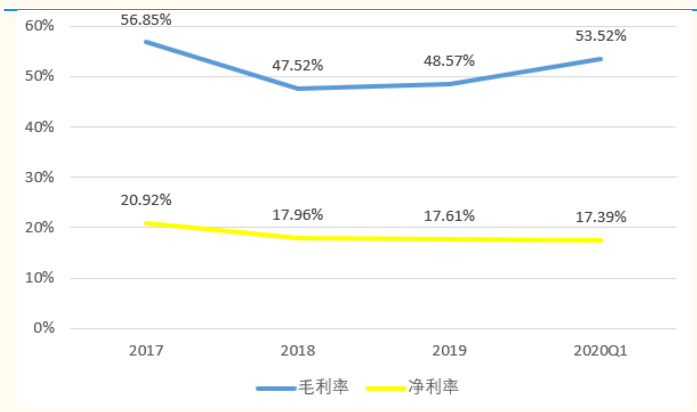
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2017-2020Q1 公司归母净利润情况



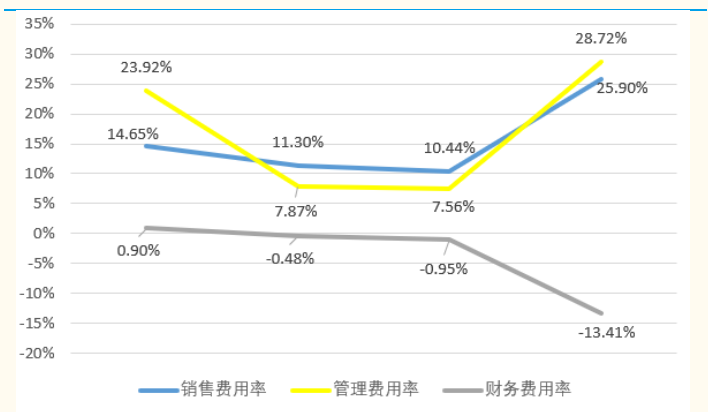
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2017-2020Q1 毛利率和净利率变化情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：2017-2020Q1 主要费用率变化情况



来源：wind，国金证券研究所

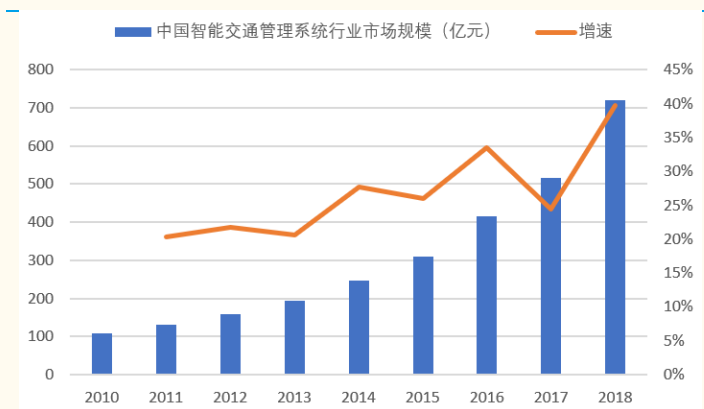
- 公司继续保持研发投入力度。2019 年公司研发投入首次突破 1 亿元，同比增长 55.23%，研发系统人数占公司整个人数 31%。研发投入在营收中所占比达 14.16%，坚持技术驱动市场，把握市场前瞻性，领先半步，引进人才，引进技术，巩固公司的自主品牌优势，保障公司在行业内的技术领先性，市场竞争力强劲。

## 二、参股蓝泰源，切入公交 SaaS 市场

### 2.1 立足一卡通入口优势，智慧交通解决方案易于渗透

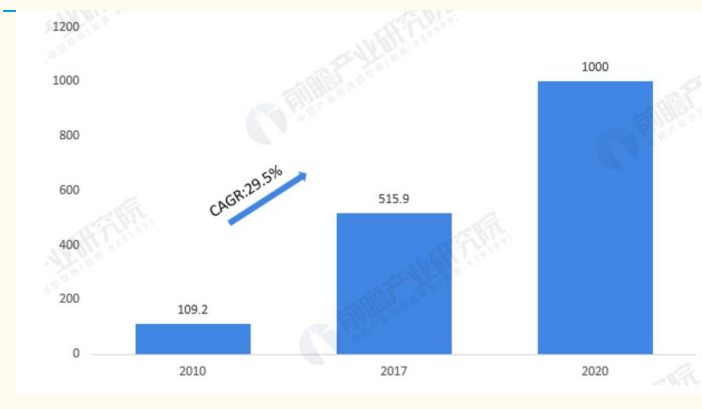
- 预计 2020 年我国智能交通行业市场规模将达千亿，年复合增速达 13%。前瞻研究院数据显示，2018 年我国智能交通管理系统行业市场规模达 720 亿元，2010-2018 年年复合增速达 23.33%。根据中国智能交通协会公布的数据，2010 年我国整体智能交通市场规模仅为 109.2 亿元，到了 2017 年我国智能交通市场规模上升至 515.9 亿元，预计 2020 年我国智能交通市场规模将达到千亿元的水平。

图表 7：2010-2018 年中国智能交通管理系统行业市场规模及增长情况



来源：前瞻研究院，国金证券研究所

图表 8：2010-2020 年智能交通市场规模及其增长情况



来源：中国智能交通协会，前瞻研究院，国金证券研究所

- 智能公交是智能交通的一个细分行业，运用 GPS 或者北斗定位技术、3G/4G 通信技术、GIS 地理信息系统技术，结合公交车辆的运行特点，建设公交智能调度系统，对线路、车辆进行规划调度，实现智能排班、提高公交车辆的利用率；同时通过建设完善的视频监控系统实现对公交车内、站点及站场的监控管理。2019 年 10 月，赛文交通网发布《2019 年中国智能公交市场研究》报告数据显示 2013-2018 年中国智能公交市场总项目超过 2000 项，智能公交市场总规模超过 127 亿元。目前，我国智能公交领域主要参与者包括海信网络、雄帝科技、锐明技术、天迈科技等。
- 雄帝科技在城市一卡通领域专注于电子交易收费终端和应用系统，利用智能卡或手机等移动终端作为信息和付费载体提高交易效率，方便市民乘坐公共交通系统，包括公交、地铁、出租车、轮渡等，并支持将应用扩展到城市生活更大的范围，例如小额消费、代缴费等。产品目前已在全国包括深圳、重庆、南昌、沈阳、西安、乌鲁木齐、长沙等在内的 160 个以上的大中城市近三十万台公交车辆和地铁进出站闸机及小额消费点上安装使用，系统每天处理完成的交易量超过 2000 万笔。在轨道交通领域雄帝科技专注于地铁 AFC/ACC 系统中的关键模块和设备的研发和销售，以及提供完整的票卡管理解决方案和咨询服务及部分地铁闸机，占据国内 80% 的市场份额，目前产品已经在包括北京、深圳等十多个城市成功使用。
- 雄帝科技在 2018 年 1 月 19 日的“全国同芯 共扫未来——全国交通一卡通互联互通深圳正式接入暨深圳通二维码创新业务发布会”上顺利交付的新一代互联网智能车载终端设备，使深圳正式接入全国交通一卡通互联互通系统，符合交通部标准的异地互联互通卡可在深圳全市地面公交全线路刷卡乘车。
- 公司作为城市一卡通和轨道交通 AFC/ACC 解决方案供应商，立足于一卡通入口优势，在雄帝新一代互联网智能车载终端设备上，能同时支持交通部互联互通、岭南通、深圳通+二维码扫码、银联小额免密免签、微信&支付宝扫码等多种支付方式，为智慧交通的发展和便民服务起到了积极的推动作用。

图表 9：公司城市一卡通终端已取得巨大成功



来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.2 参股蓝泰源，开拓公交数字化升级

- 公司将公交互联网转型+数字化升级进程划分为三个阶段：智慧交通 1.0（信息化）主要解决电子化+门户化，智慧交通 2.0（互联网化）着力聚焦协同化+移动化+知识化，智慧交通 3.0（AI 大数据化）将实现全面数字化+智能化+生态化。
- 智慧交通 3.0 阶段，公交 SaaS 模式是未来发展方向。公交调度系统的数据化、成本精细化、调度智能化、管理扁平化、决策科学化等要求，使得 SaaS 模式在公交系统领域可适用性强。同时各地公交公司不存在竞争，天然适合 SaaS 复制，其产品可以高度标准化，公交 SaaS 可推广性强。目前，国内公交 SaaS 市场参与者较少。公司瞄准机遇，开启战略转型，力争在公交 SaaS 领域实现突破，尽早占领市场。目前，公司推出的 SaaS 平台为慧行云 SaaS 服务平台，该平台包含物联网终端盒、后端数据处理、车辆管理、人员管理、机务管理、物料管理等各类功能，改善了传统公交信息化服务的单线、割裂等缺陷，转而提供包含业务、财务的公交整体系统解决方案。
- 目前公司主要在公共交通（公交+轨道）行业提供融合线上线下各种支付形态的小额电子支付整体解决方案，大体属于智慧公交 1.0 阶段，近日对蓝泰源的收购落地，将实现双方在公交信息化领域的优势资源整合，进一步加速智慧交通业务向 2.0、3.0 阶段迈进。

图表 10：公交互联网转型+数字化升级分三阶段进行



来源：公司官网，国金证券研究所

- 根据上述战略规划，公司公告拟使用自有资金 2,014.79 万元人民币以增资和收购方式取得深圳市蓝泰源信息技术股份有限公司 15.4984%的股权暨 940.2374 万股股份。同时未来公司将继续以不高于本次投资对应的估值受



让蓝泰源或其安排的股份转让方名下合计 2,153.7626 万股股份，公司持股比例最终将达到 51%。

- 蓝泰源是国内最早专业为公交信息化建设提供整体解决方案的品牌供应商和服务商。公司自成立以来，始终专注于智能公交行业，通过持续研发投入积累了核心软硬件技术，其自主研发的智慧公交解决方案系统涵盖智慧运营调度系统、智慧运营管理系统、智能驾驶主动安全防御监控系统、车联网系统、智能 ERP 系统、大数据系统、慧行云、公交 e 家移动化应用、乘客出行 APP 等软件产品；其自主研发的智能公交全系列硬件产品涵盖智能车载终端、DMS、ADAS、客流统计终端、人脸识别终端、360 环视、智能站牌等核心硬件产品。公司产品及解决方案覆盖智慧出行、智慧运营、智慧调度、智慧管理、智慧决策、智慧物联等公交核心业务链条，基于大中台、小前台的“云+端”模式，以公交大脑（数据中台）为底座，赋能各产品端及业务线，实现数据互联互通与智慧运营管理，为公交企业提供了较为完备的互联网转型与数字化升级整体解决方案。
- 蓝泰源成功入选了腾讯 WeCity 加速器（智慧出行板块），亦积极推动与支付宝在交通领域的新业务合作探讨。本次收购完成后，双方将在业务与技术层面展开深度合作，公司将继续挖掘大数据、人工智能、物联网在智慧公交领域的深度应用，充分利用现有公交市场客户资源及市占率领先优势，进一步加大智慧公交 SaaS 平台的迭代升级，拓展智慧交通业务范围，优化产品结构，满足客户信息化深度需求，形成更佳的客户粘性与产业协同价值，从而构建新的产品矩阵及盈利点，增厚公司业绩，促进公司可持续发展，赋能公共交通出行。

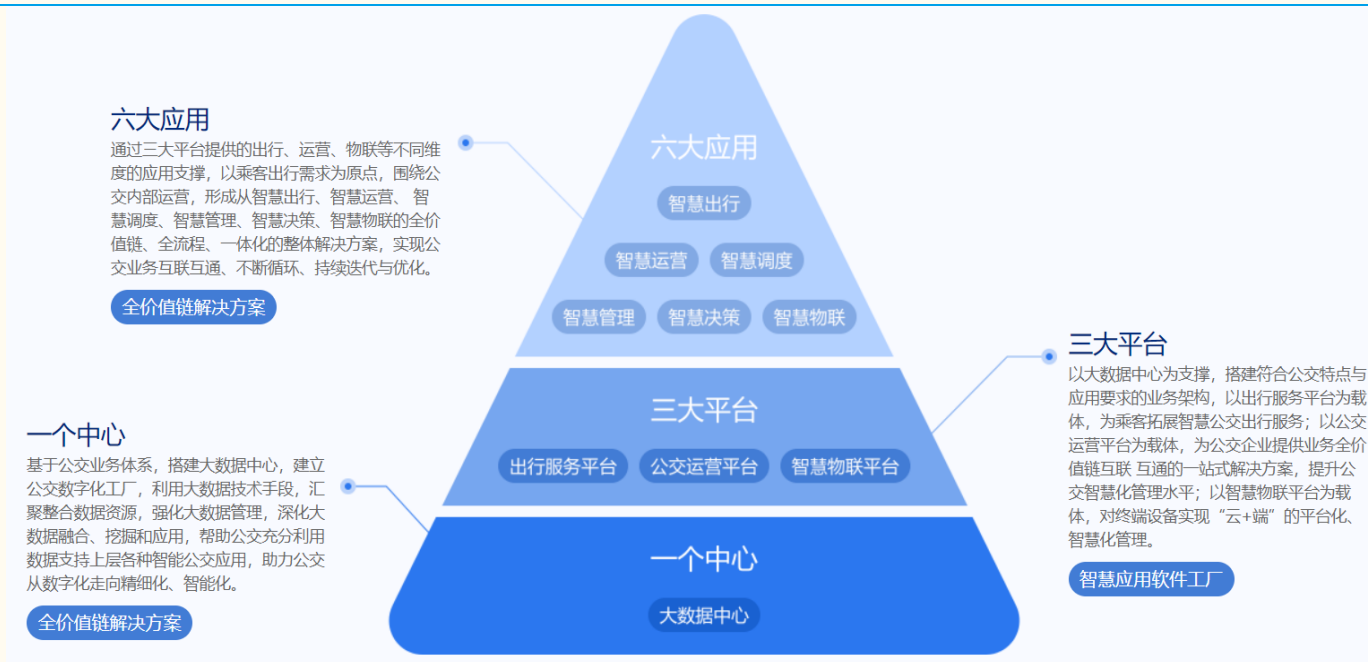
图表 11：蓝泰源在公交信息化行业拥有良好品牌知名度



来源：公司官网，国金证券研究所

- 收购落地后，公司智慧公交业务将基于自身支付方案和渠道优势及蓝泰源的全套公交信息化 SaaS 解决方案展开。对应智慧交通三个阶段的划分，公司将推出一系列全新解决方案。实现公司业务从以支付为主的软硬件一体化向大数据智慧管理平台、SaaS 化运营转变。
- 智慧交通 1.0 阶段，公司推出一体化的公交全支付服务。蓝泰源“坐公交”APP 支付功能全过程支持线上开通，不仅支持目前主流的微信支付、支付宝、银联云闪付等付款方式，同时虚拟电子公交卡可完全取代传统公交 IC 卡、市民卡，有效避免乘车无卡无零钱的尴尬，支付简单，公交出行更便捷。智慧交通 2.0 阶段主要提供两方面的解决方案，其一是为公交提供类智能硬件，满足公交系统调度及监控的个性化需求，通过打造客流统计+驾驶行为分析+ADAS 系统，采取国际顶尖技术及智能算法，极大提高准确率的同时大幅度降低成本，解决公交企业的核心痛点；其二是创新智慧出行系统，通过蓝泰源慧行云平台提供标准的 API 接口，以电子站牌、“坐公交”APP 为载体，达到公交运营数据上下游互联互通。
- 智慧交通 3.0 是公司收购蓝泰源之后智慧交通业务的重要布局。智慧交通 3.0 是指打造基于云计算、大数据的新型互联网架构，以数据为中心、乘客需求为导向，将业务、流程、技术、组织有效结合，打通公交业务全价值链体系，提供完整的、专业的智慧公交云服务平台，为公交企业实现互联网转型、数字化升级提供一站式解决方案。细分来看，智慧交通 3.0 将覆盖一个中心、三大平台、六大应用。

图表 12：公司重磅推出“慧行云”智慧交通 3.0 解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

- 智慧交通 3.0 阶段是公交行业云转型和人工智能化的重要实践。公交大数据平台借助大数据技术，综合 GIS 信息、路况信息，结合公交 GPS 信息和移动全支付数据，全面实现面向公交的云调度、云管理服务；人工智能的运用将最大化满足乘客的出行需求，促使乘客满意度和公交企业满意度形成平衡，达到更优的供给关系，使公交进入 AI 时代。
- 公交 SaaS 服务市场空间可观，我国目前存量公交约有 70 万量，公司目前可以提供的完整 SaaS 解决方案单车收费约 4000 元/车/年，则公交 SaaS 市场总空间约 28 亿，考虑未来可能的数据服务和增值服务空间更大。雄帝科技的支付终端目前覆盖约 30 万量公交，如果在未来两年对其中三分之一的车辆进行 SaaS 覆盖，则有望给公司带来 4 亿的 SaaS 收入增量。

图表 13：云服务和人工智能在智慧交通 3.0 的运用



来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.3 携手阿里、腾讯，公交支付流量变现价值巨大

- 公司积极与腾讯、阿里巴巴等互联网公司进行交流和探索多种形式的合作，

迎接互联网+公共出行对行业可能带来的业务和模式重构，以保持和巩固公司在城市一卡通市场的市场领先地位，切实加快智能出行项目的落地。首先进行的是 POS 机及背后相应系统改造，全国 100 多个城市对应市场规模高达数亿，2017 年雄帝完成了深圳市城市公交支付系统改造 4000 万的项目；其次是全面参与到互联网巨头智慧出行的创新业务中，目前公司与腾讯、阿里两大巨头在智慧乘车码领域展开了合作，除了前期终端硬件设备的供应，我们预计，未来在公交智慧出行市场运营过程中，雄帝科技一方面可以利用自身的渠道优势及对行业的深刻理解，为巨头充当落地实施者的角色；另一方面，在公交信息化市场中，雄帝有望凭借在支付、指挥调度、电子站牌、人流统计、安防监控等系统的全面布局，提供相应的出行数据等服务。借助自身业务转型及与巨头在公交智慧出行领域的合作，公司未来商业模式有望改变，有望从传统的硬件提供商升级为 SaaS 服务商和数据提供商。

- 在未来基于公交出行场景的后市场运营中，数据将是其中重要的一个环节，支付数据只占公交出行数据的一部分，我们预计为公交移动支付提供落地应用、终端设备的雄帝科技将可能成为另一个重要的数据源。未来，雄帝科技将拓展和整合智能调度监控系统、客流分析系统、公交外设管理等各类公交数据入口，攫取各站点终端设备所获取的乘客出行数据，并与阿里、腾讯进行数据共享，助力科技巨头充分挖掘出行数据的价值。鉴于公交出行支付具有用户量大、用户粘性高的特性，雄帝科技与互联网巨头在这个场景的合作将有望发掘本地化服务、流量变现等多种价值。
- 阿里、腾讯与雄帝科技联手打造的扫码乘车其本质就在于提升“大交通”数据的质量和数量的同时，充分挖掘数据的商业价值。就数据的数量而言，阿里、腾讯与雄帝科技联手打造的扫码乘车在全国范围内落地实施后，将实现乘客出行数据在地域层面的打通，用户的出行数据将不再局限于常住城市，而是能在全中国范围内进行数据采集，数据的广度进一步提升。就数据的质量而言，支付数据及通过雄帝科技各类系统和终端收集到的出行数据可以并入阿里、腾讯已有的数据版图中，与互联网巨头自身所具备的购物、金融、社交和餐饮等各类大数据进行整合联通，进一步完善丰富了大数据的内容，打破了交通出行数据的孤立性，拓宽了数据的应用场景。

图表 14：交通移动支付数据成为巨头必争之地



来源：公司官网，国金证券研究所

### 三、“智慧政务+智慧公安”打开安全、便民服务市场空间

#### 3.1 从智能证卡终端到智慧政务、智慧公安等多场景解决方案

- 深耕智能证卡领域多年，多产品支撑未来业绩增长。公司在智能证卡领域深耕细作多年，作为国内专业的证卡整体解决方案提供商，一直专注于国内外证卡发展工艺、个性化设备和系统的研究，公司近年在受理设备、流程智慧化建设等业务迎来了业绩释放期，同时公司还拓展网络预先申请、自助照相、移动采集和异地领取等多项便民利民的新产品，如 EMP-8980 自助办证一体机、EMP-2800 预受理工作台、EMP-7860/7880 自助取证机



以及 EMP-2900 生物特征采集终端等，设备采集的照片可直接用作身份证、护照、港澳通行证以及社保卡等多种安全证件领域。目前，公司积极响应客户业务信息化和智能化带来的新需求，扩展新的业务和利润增长点，积极提升公司营收规模。

- **大数据、云计算技术助力智慧政务快速发展。**目前公司已成为全国电子护照、电子身份证等安全证件主要设备供应商，自主采集、照相、申领、发行设备覆盖全国出入境，在此背景下，公司借助大数据、云计算等技术推出智慧政务服务业务。智慧政务通过安全证件防伪与制发平台和数字身份应用平台建立可信身份信息数据云，搭载智能证卡终端产品为各机关政府提供一体化政务服务解决方案，包括安全证件解决方案、线上便民服务体系、智慧大厅解决方案、证件在线管理平台、外国人流动管理平台、机场临时乘机证明和智慧社区解决方案等。
- 以智慧服务大厅解决方案为例，智慧服务大厅适用范围非常广泛，包括全国各地出入境、户政、交管、社保、金融等多个政管服务领域。通过打造“一平台+一窗口”的新型出入境窗口服务管理模式，整合线上 6 个管理系统，构建线下 5 个功能区，以全智慧受理模式，使现场业务受理缩短至 4 个步骤、5 分钟即可完成，更为简单、智能、高效的办证流程让百姓办证“只跑一次”成为现实。除全国标杆深圳项目外，2020 年已陆续新增无锡江阴市局智慧大厅在内的 6 项智慧服务大厅解决方案完成确认。

图表 15：智慧政务服务业务内容



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 16：智慧服务大厅将业务办理缩短至四个步骤



来源：公司官网，国金证券研究所

- **智慧公安领域，通过统一支付平台实现线上线下业务紧密融合。**智慧公安领域，公司借助微信支付等支付平台，通过非税系统、内外网交互等支撑平台为出入境、户政管理、交管等行业应用领域提供一系列服务解决方案。智慧公安在互联网领域重要应用即为统一支付平台，该平台拥有各种支付产品，通过订单下单，用户支付，支付结果通知，订单捡起，订单取消，订单退款以及后续账单报表及对账单等全支付流程，构筑了完善的支付产品体系。通过结合自主支付平台和微信等支付业务的快捷接入，实现支付业务的闭环，线上线下业务紧密融合。

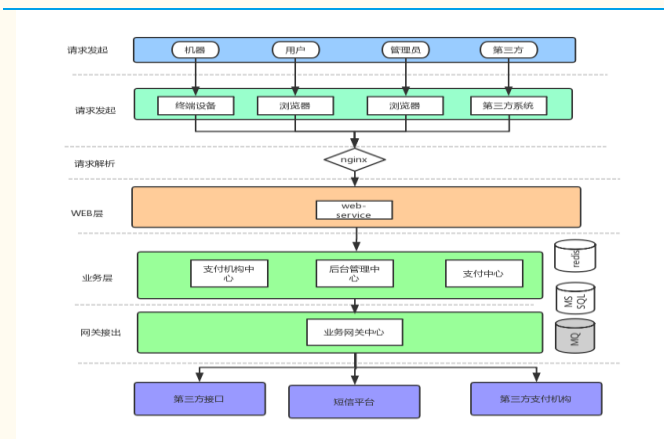


图表 17：智慧公安服务业务内容



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 18：智慧公安在互联网领域的应用-统一支付平台



来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.2 自主核心技术智慧码直击疫情需求

- 智慧码是基于移动智能终端的可线下线上鉴权，由“人像+生物特征+文本信息”等构成的多维图形码。是一种易识读、大容量、高安全的新型防伪码制，亦是可信身份标识领域的一项原创技术。智慧码既是一个核验码，也是一个通行证，可以人机同时核验。疫情期间，此类智慧码可用过入码合一实现三防即防复制、防篡改、防抵赖，独具的离线核验功能可以使用打印出来的纸质智慧码。通过使用智慧码，可以摒弃纸质记录，实现疫情数字管理，证据可溯。在疫情期间节省了人力物力，提高工作效率同时有效避免因为人员排队造成潜在的交叉感染风险。
- 除去出色的疫情防御功能，已在深圳南山区推行的“圳慧码”极大方便了交警在执法活动中便捷高效的开展工作。在今年进行社区电动车安全管理工作时，交警可以通过微信小程序，便捷完成扫描电动车识别码，查询该车主安全教育记录，完成教育信息推送及跳转行政执法界面等功能。

图表 19：智慧码生成示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

### 3.3 安全证件解决方案海外市场持续扩大

- 公司积极响应“一带一路”政策，增加对海外业务在研发、供应链、营销推广方面的投入，基于公司品牌和技术优势，在海外市场以安全证卡、选举以及银行为主要方向进行业务拓展。近年来，公司的海外项目储备明显增加，取得了香港下一代智能身份证系统 C 包、港澳居民往来内地通行证“香港回乡证自助取证系统”等项目，为海外业务发展打下良好的基础。香港每年有超过 1.3 亿人次香港居民持“回乡证”（港澳居民来往内地通行证）往返内地，平均每年受理办证申请近 100 万人次，市场空间乐观。公司在香港设立了全资子公司雄帝科技国际有限公司，定位为全球营销中心，目的是加强公司与国际市场的交流与合作，及时获取海外市场的最新信息，不断开拓公司的业务渠道和领域，同时也将提供长效的香港本地化服务。

图表 20：香港回乡证自助取证系统



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司的海外项目储备不断增加，成功签署海外第一个数码身份证件项目。同时国际渠道拓展合作空间逐步打开，在智慧银行领域与国际 SI 开展了实质性的项目合作。智慧交通领域产品获得 EMV 产品认证，能够顺利的进入 VISA, Master 支付认证要求的海外市场，为海外市场销售，进一步拓展空间。

## 四、盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 盈利预测假设及其必要的解释

**身份识别与智能化应用业务：**身份识别与智能化应用是公司核心业务。近年来，公司持续推进数字身份业务布局，积极规划和布局线上线下身份管理互联、线上可信身份认证的证件云及相关服务业务，将业务重心向数字身份识别与管理方向发展，逐步形成融合线上线下应用场景的业务闭环。同时，积极响应国家“一带一路”和“粤港澳大湾区”战略，服务海外国家及港澳地区证件及选举行业，2019 年先后落地了香港电子护照项目、白俄罗斯电子护照和电子身份证建设项目、尼日利亚 2019 年总统大选设备更新项目，白俄罗斯项目等一系列标杆项目，为公司后续快速发展奠定基础。但近年受疫情影响，预计增速有所放缓，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 15%、23%、27%。

**智慧交通业务：**公司入股蓝泰源之后，正式切入公交 SaaS 市场。同时，加快技术创新，不断夯实行业领先基础，为后续持续探索基于云架构的智慧公交 SaaS 平台创造条件。公司传统智慧业务经历 17、18 年的高速增长后，19 年增速开始回落，预计未来几年保持稳中有降，同时 20 年开始公交 SaaS 业务开试点运营，21、22 年开始大规模上线，预计 20 公司 SaaS 业务覆盖 1 万辆车，21 年覆盖 5 万辆，22 年覆盖 10 万辆（单车 SaaS 价格为 4000 元/年），整体智慧交通业务增速将快速回升。预计 20-22 年该业务同比增速分别为 15.15%、74.76%、45.47%。

**图表 21：公司分业务营收预测（单位：亿元）**

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
身份识别与智能化应用业务	4.23	5.09	5.85	7.20	9.15
YoY	51.39%	20.46%	15.00%	23.00%	27.00%
智慧交通业务	1.78	1.97	2.27	3.97	5.77
YoY	76.16%	10.84%	15.15%	74.76%	45.47%
合计	6.00	7.06	8.12	11.17	14.92
YoY	57.97%	17.61%	15.04%	37.46%	33.56%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 毛利率假设：

公司加速推广智慧交通业务，着力拓展公交 SaaS 应用，随着 SaaS 应用的逐渐推广，其边际成本逐渐降低，毛利率将不断提升。同时，身份识别与智能化应用业务稳步推进，整体毛利率保持稳步提升态势。预计 20-22 年公司毛利率分别为 48.77%、50.35%、52.48%。

**图表 22：公司毛利率预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
身份识别与智能化应用业务	52.12%	51.84%	52.00%	53.00%	53.50%
智慧交通业务	36.58%	40.10%	40.44%	45.54%	50.86%
综合	47.52%	48.57%	48.77%	50.35%	52.48%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 费用率假设：

公司身份识别与智能化应用业务较为成熟，智慧交通业务发展空间广阔，但考虑公司推出多项新产品，需持续进行人员投入，预计研发费用率和销售费用率将会不断提升。

综上，预计公司 20-22 年营收为 8.12、11.17、14.92 亿元，净利润为 1.27、1.66、2.08 亿元，同比增速为 4.07%、30.71%、25.68%。

#### 4.2 投资建议及估值

##### ■ 云业务开始发力，估值空间打开

公司参股蓝泰源约 15.5%的股权后，正式切入公交 SaaS 市场，根据公司业务安排，雄帝科技将向市场输出完整的公交 SaaS 解决方案，蓝泰源的角色为雄帝的方案提供商。预计今年公交 SaaS 业务即可开始贡献收入，我们预计雄帝科技 20-22 年云业务营收分别为 0.2、2.0、4.0 亿元，参考 SaaS 企业按 PS 估值，给与 2021 年 10 倍 PS，则云业务估值为 20 亿元。传统业务方面，参考公司 19 年净利率水平，预计 2021 年传统业务净利润为 1.56 亿元，参考可比公司市盈率倍数，给与 30 倍 PE，传统业务估值为 46.75 亿元。

**图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）**

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002970	锐明技术	59.5	1.47	1.97	2.61	40.58	30.15	22.79
002990	盛视科技	94.06	-	-	-	-	-	-
002609	捷顺科技	11.61	0.30	0.42	0.56	38.34	27.62	20.65
平均值						39.46	28.88	21.72

来源：Wind，国金证券研究所

综上，给予公司 21 年目标市值 66.75 亿元，对应目标价 48.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 五、风险提示

- **市场竞争风险**，公司传统业务分别为公交支付解决方案及证卡解决方案业务，虽然在相关领域均为龙头，但行业内参与竞争的公司仍较多，公司存在市场竞争风险；
- **海外业务拓展风险**，公司近年来不断拓展海外业务，公司选举解决方案、护照发行解决方案等在东南亚、非洲、东欧等国家获得较多订单，但今年以来，受到全球持续的新冠肺炎疫情影响，公司海外业务拓展和实施均面临一定风险；
- **云业务拓展不及预期**，公司转型公交 SaaS 业务，前期需做一定投入，且该领域尚无较成熟案例，公司转型可能面临不及预期的风险；
- **大股东股票质押率较高及减持风险**，公司大股东高晶目前未解押股权质押数量为 2,100 万股，占其持有股份的 41.16%，质押率较高，同时，大股东此前曾以大宗方式减持公司股票，未来不排除有继续减持的风险。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>380</b>	<b>600</b>	<b>706</b>	<b>812</b>	<b>1,117</b>	<b>1,492</b>
增长率		58.0%	17.6%	15.0%	37.5%	33.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-164</b>	<b>-315</b>	<b>-363</b>	<b>-416</b>	<b>-554</b>	<b>-709</b>
<b>%销售收入</b>	<b>43.2%</b>	<b>52.5%</b>	<b>51.4%</b>	<b>51.2%</b>	<b>49.6%</b>	<b>47.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>216</b>	<b>285</b>	<b>343</b>	<b>396</b>	<b>562</b>	<b>783</b>
<b>%销售收入</b>	<b>56.8%</b>	<b>47.5%</b>	<b>48.6%</b>	<b>48.8%</b>	<b>50.4%</b>	<b>52.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>
<b>销售费用</b>	<b>-56</b>	<b>-68</b>	<b>-74</b>	<b>-97</b>	<b>-134</b>	<b>-201</b>
<b>%销售收入</b>	<b>14.7%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>13.5%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-91</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>	<b>-65</b>	<b>-78</b>	<b>-104</b>
<b>%销售收入</b>	<b>23.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-67</b>	<b>-100</b>	<b>-122</b>	<b>-190</b>	<b>-273</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>11.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.3%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>66</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>105</b>	<b>151</b>	<b>191</b>
<b>%销售收入</b>	<b>17.3%</b>	<b>16.7%</b>	<b>15.5%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.8%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.9%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
<b>%税前利润</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.3%</b>
<b>营业利润</b>	<b>89</b>	<b>123</b>	<b>136</b>	<b>143</b>	<b>181</b>	<b>229</b>
<b>营业利润率</b>	<b>23.3%</b>	<b>20.5%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.6%</b>	<b>16.2%</b>	<b>15.3%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>税前利润</b>	<b>92</b>	<b>123</b>	<b>136</b>	<b>140</b>	<b>183</b>	<b>230</b>
<b>利润率</b>	<b>24.1%</b>	<b>20.4%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>16.4%</b>	<b>15.4%</b>
<b>所得税</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>
<b>所得税率</b>	<b>13.3%</b>	<b>12.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>
<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>108</b>	<b>123</b>	<b>127</b>	<b>166</b>	<b>208</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>80</b>	<b>108</b>	<b>122</b>	<b>127</b>	<b>166</b>	<b>208</b>
<b>净利率</b>	<b>20.9%</b>	<b>18.0%</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.6%</b>	<b>14.8%</b>	<b>14.0%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>108</b>	<b>123</b>	<b>127</b>	<b>166</b>	<b>208</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>61</b>	<b>84</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-30</b>	<b>-107</b>	<b>-47</b>	<b>-49</b>	<b>-72</b>	<b>-93</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>53</b>	<b>10</b>	<b>82</b>	<b>106</b>	<b>147</b>	<b>186</b>
<b>资本开支</b>	<b>-17</b>	<b>-53</b>	<b>-47</b>	<b>-41</b>	<b>-99</b>	<b>-100</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>其他</b>	<b>4</b>	<b>-35</b>	<b>39</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>-97</b>	<b>-9</b>	<b>-47</b>	<b>-96</b>	<b>-92</b>
<b>股权募资</b>	<b>36</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-31</b>	<b>-20</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5</b>	<b>-20</b>	<b>1</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>
<b>现金净流量</b>	<b>45</b>	<b>-107</b>	<b>75</b>	<b>38</b>	<b>32</b>	<b>81</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>518</b>	<b>419</b>	<b>499</b>	<b>537</b>	<b>569</b>	<b>650</b>
<b>应收账款</b>	<b>188</b>	<b>246</b>	<b>279</b>	<b>340</b>	<b>468</b>	<b>627</b>
<b>存货</b>	<b>161</b>	<b>242</b>	<b>157</b>	<b>228</b>	<b>304</b>	<b>388</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>16</b>	<b>72</b>	<b>12</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>52</b>
<b>流动资产</b>	<b>883</b>	<b>979</b>	<b>947</b>	<b>1,151</b>	<b>1,385</b>	<b>1,717</b>
<b>%总资产</b>	<b>93.7%</b>	<b>89.6%</b>	<b>85.1%</b>	<b>86.7%</b>	<b>86.4%</b>	<b>87.9%</b>
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>固定资产</b>	<b>35</b>	<b>78</b>	<b>126</b>	<b>135</b>	<b>174</b>	<b>191</b>
<b>%总资产</b>	<b>3.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.8%</b>
<b>无形资产</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>非流动资产</b>	<b>59</b>	<b>113</b>	<b>166</b>	<b>177</b>	<b>218</b>	<b>235</b>
<b>%总资产</b>	<b>6.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>14.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.6%</b>	<b>12.1%</b>
<b>资产总计</b>	<b>943</b>	<b>1,092</b>	<b>1,113</b>	<b>1,328</b>	<b>1,602</b>	<b>1,953</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>267</b>	<b>308</b>	<b>211</b>	<b>311</b>	<b>422</b>	<b>557</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>63</b>	<b>84</b>
<b>流动负债</b>	<b>301</b>	<b>347</b>	<b>248</b>	<b>357</b>	<b>484</b>	<b>640</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>负债</b>	<b>307</b>	<b>355</b>	<b>255</b>	<b>364</b>	<b>492</b>	<b>648</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>636</b>	<b>736</b>	<b>854</b>	<b>960</b>	<b>1,107</b>	<b>1,301</b>
其中：股本	135	135	137	137	137	137
未分配利润	304	380	470	576	722	917
少数股东权益	0	0	3	3	3	3
<b>负债股东权益合计</b>	<b>943</b>	<b>1,092</b>	<b>1,113</b>	<b>1,328</b>	<b>1,602</b>	<b>1,953</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.588	0.798	0.891	0.927	1.212	1.523
每股净资产	4.703	5.449	6.250	7.028	8.100	9.524
每股经营现金净流	0.391	0.071	0.602	0.773	1.072	1.365
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.140	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.51%	14.65%	14.25%	13.19%	14.96%	15.99%
总资产收益率	8.43%	9.88%	10.94%	9.54%	10.33%	10.66%
投入资本收益率	8.95%	11.98%	11.54%	9.86%	12.29%	13.27%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	29.77%	57.97%	17.61%	15.04%	37.46%	33.56%
EBIT增长率	11.94%	52.68%	9.55%	-4.38%	43.62%	26.92%
净利润增长率	31.62%	35.63%	12.87%	4.07%	30.71%	25.68%
总资产增长率	31.38%	15.79%	1.93%	19.35%	20.65%	21.88%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	125.6	114.1	118.2	135.0	135.0	135.0
存货周转天数	265.5	233.4	200.4	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	134.1	84.9	66.2	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	12.4	10.5	10.3	61.8	60.5	50.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-81.47%	-56.95%	-58.30%	-56.72%	-52.27%	-50.86%
EBIT利息保障倍数	19.2	-35.1	-16.3	-9.5	-47.1	-53.2
资产负债率	32.56%	32.55%	22.94%	27.44%	30.72%	33.20%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH