

社保卡综合服务商，探索社保数据应用和服务值得期待

——德生科技首次覆盖报告

公司深度

● 人社服务相关领域龙头，依托于人社卡载体发展服务领域

公司成立于1999年8月，以社保卡为切入口，主营业务包括面向人社、就业、金融、医疗、大数据等领域提供信息系统建设和相关运营服务。据2020年半年报显示，德生科技已覆盖25个省份、150余个地市，在全国所有地级市的覆盖率已超过50%，在行业中处于领先地位。

● 公司疫情后业绩恢复状况良好，研发投入逐年增长保障技术领先

公司营收及利润主要来源于三大块业务，社保卡、社保服务终端及耗材、社保信息化服务，总计占营收的85%以上。2020前三季度实现总营收3.3亿元，同比增长13.13%，扣非归母净利润3279万元，同比略有下滑；毛利率净利率保持相对稳定。费用端来看，公司2016-2020年前三季度期间费用率保持相对稳定，研发费用占营收比例提升至13.59%，优秀的技术人员和研发投入保障了在行业内技术领先地位。疫情之后公司业绩恢复情况良好，单第三季度看扣非归母净利润1675万元，同比增近一倍。

● 人社服务信息化建设加速，社保卡升级拓应用场景，行业空间可期

根据智研咨询数据，2018年我国社保行业IT投资规模约155.2亿元，同比增长12.79%。2020年受疫情催化，政策导向更见偏向社保信息化。长三角四省及粤港澳地区将落地实施人社部“一卡通”计划，未来将会在全国范围内推行，社保卡信息化已成趋势。2010至2018年，社保卡普及率已从7.7%提升至87.9%，高覆盖让社保卡成为民生服务最好载体。作为人社部“一卡通”创新应用建设工作中唯一一家能深度参与的上市公司，与华为进行技术合作，有望受益于短期的“三代社保卡”政策红利及长期行业数据化趋势，未来发展前景十分广阔。

● 受益于人社服务信息化，发展或进快车道，首次覆盖，给予“推荐”评级

看好公司在人社服务领域的龙头地位，受益于“三代卡”发放的政策红利，公司业绩有望实现快速增长，看好未来的数据服务空间。我们预计2020-2022年公司营业收入分别为5.1/8.1/11.6亿元，净利润0.76/1.4/2.1亿元。对应EPS为0.4/0.7/1.1元，对应PE为38/21/14倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：人社服务信息化推进及应用低于预期、市场竞争加剧等风险。

财务摘要和估值指标(2021年1月6日)

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 460 | 488 | 510 | 807 | 1,164 |
| 增长率(%) | 7.8 | 6.1 | 4.4 | 58.5 | 44.2 |
| 净利润(百万元) | 72 | 88 | 76 | 140 | 211 |
| 增长率(%) | 25.5 | 21.5 | -13.6 | 85.2 | 50.4 |
| 毛利率(%) | 45.4 | 47.4 | 48.6 | 48.6 | 50.0 |
| 净利率(%) | 15.7 | 18.0 | 14.9 | 17.4 | 18.1 |
| ROE(%) | 10.8 | 11.9 | 9.7 | 15.7 | 19.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.54 | 0.44 | 0.38 | 0.70 | 1.05 |
| P/E | 41.6 | 35.7 | 38.1 | 20.6 | 13.7 |
| P/B | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.2 | 2.7 |

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2021年1月6日

推荐(首次评级)

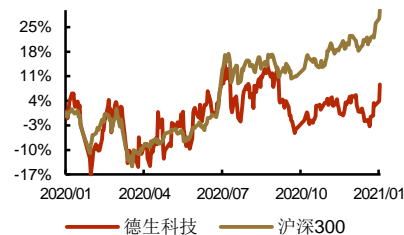
马笑(分析师)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

| 市场数据 | 时间 2021.01.05 |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元): | 14.36 |
| 一年最低/最高(元): | 10.54/15.5 |
| 总股本(亿股): | 2.01 |
| 总市值(亿元): | 28.83 |
| 流通股本(亿股): | 1.43 |
| 流通市值(亿元): | 20.55 |
| 近3月换手率: | 99.19% |

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

看好公司在人社服务领域的龙头地位，公司受益于“三代卡”发放的政策红利业绩有望实现快速增长，看好未来的数据服务空间。我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 5.1/8.1/11.6 亿元，净利润 0.76/1.4/2.1 亿元。对应 EPS 为 0.4/0.7/1.1 元，对应 PE 为 38/21/14 倍。我们认为公司的合理 PE 应该在 40 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。以 2 年期来看，我们认为公司具有 3 倍空间。

关键假设

- 1、公司在三代卡焕发中保持市场竞争优势及市占率。假设 2021-2022 年间全国每年分别换（制）发第三代社保卡 1.5 亿、2 亿张，未来两年德生科技制发卡市占率保持在 20% 左右。
- 2、公司销售费用率控制在 13% 左右，技术投入与服务保持领先。
- 3、政务数据服务需求保持增长势头，假设公司保持每年 3 个以上的地级市政项目。

我们与市场的观点的差异

市场认为社保卡属于较为成熟的领域，应用场景较为单一，而社保卡制作服务毛利率净利率相对透明，想象空间不足。我们通过梳理近年来政策导向以及疫情催化下人社服务信息化趋势，认为目前社保卡处于“三代卡”换代期间，短期内存在制卡订单大量增长的机会，公司业绩直接受益于订单增长。其次，从人社服务信息化程度来看，政务数据拥有非常高的获取壁垒，同时依托于政务数据能够为民众提供更多样化的服务，公司以人社卡作为切入口，进入整个人社服务领域，数据资源非常稀缺。2020 年受疫情催化，信息化进程提速，有望开拓更多服务场景，发展空间十分有想象力。

股价上涨的催化因素

- 1、短期内受“三代卡”置换的政策红利，公司作为社保卡制作领域的龙头，预计 2025 年完成三代卡的全部置换，公司订单将大幅增长。
- 2、长期来看，公司受益于人社服务信息化趋势，社保卡商业价值逐步明晰，未来可拓展业务空间非常广阔。

投资风险

人社服务信息化推进低于预期。公司人社信息化业务依赖于政府的信息化项目推进程度，若推进不及预期会直接影响公司人社信息化项目情况，进而影响公司营收，存在一定风险。

人社卡换代推进低于预期。根据我们核心假设，预计 2025 年三代卡全部置换完毕，若换卡推进不及预期将直接影响公司社保卡订单量，从而影响营收情况。

疫情反复风险。疫情将会影响公司社保卡制作及发放情况，进而影响公司社保卡营收，存在一定的业绩风险。

市场竞争加剧。三代社保卡换代可能会引入更多的制卡商，虽然公司在行业具有一定的领先地位和品牌，但也存在市场竞争加剧的风险。

公司盈利预测拆分（百万元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 社保卡 | | | | | | |
| 营业收入 | 195.36 | 166.71 | 182.92 | 102.43 | 276.57 | 387.20 |
| 同比增速 | 0.00% | -14.67% | 9.72% | -44.00% | 170.00% | 40.00% |
| 营业成本 | 108.10 | 98.88 | 101.02 | 60.61 | 148.49 | 206.41 |
| 毛利率 | 44.67% | 40.69% | 44.77% | 40.83% | 46.31% | 46.69% |
| 社保服务终端及耗材 | | | | | | |
| 营业收入 | 44.77 | 77.11 | 86.43 | 128.78 | 296.19 | 385.05 |
| 同比增速 | 0.00% | 72.25% | 12.08% | 49.00% | 130.00% | 30.00% |
| 营业成本 | 30.28 | 51.46 | 48.75 | 70.69 | 155.53 | 202.18 |
| 毛利率 | 32.37% | 33.27% | 43.59% | 45.10% | 47.49% | 47.49% |
| 社保信息化服务 | | | | | | |
| 营业收入 | 124.07 | 161.93 | 161.74 | 218.35 | 174.68 | 331.89 |
| 同比增速 | -6.30% | 30.52% | -0.12% | 35.00% | -20.00% | 90.00% |
| 营业成本 | 58.10 | 66.62 | 67.27 | 90.81 | 70.83 | 133.88 |
| 毛利率 | 53.17% | 58.86% | 58.41% | 58.41% | 59.45% | 59.66% |
| 其他 | | | | | | |
| 营业收入 | | 41.74 | 56.46 | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| 同比增速 | | -6.51% | 35.26% | 6.26% | 0.00% | 0.00% |
| 营业成本 | | 0.00 | 39.31 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 毛利率 | | | 30.39% | 33.33% | 33.33% | 33.33% |

资料来源：wind、新时代证券研究所

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 公司概况：社保卡制作领域龙头，技术及客户积累深厚..... | 6 |
| 1.1、 公司概况：深耕社保领域多年，技术及客户积累丰富..... | 6 |
| 1.2、 股权结构：公司董事长持股超三成，决策权稳固..... | 6 |
| 1.3、 管理层分析：高管团队稳定，从业经验丰富..... | 7 |
| 1.4、 以社保卡为切入点，逐步向信息服务发展..... | 7 |
| 2、 行业发展：信息化建设加速，升级拓应用场景，空间可期..... | 8 |
| 2.1、 社保信息化持续推进，行业红利仍存..... | 8 |
| 2.2、 多场景覆盖，一卡打通，社保卡或将成为打通民生服务唯一载体..... | 9 |
| 2.3、 政府数据开放趋势下，商业化应用场景广阔..... | 10 |
| 3、 财务分析：营收回暖，研发投入逐年增长..... | 11 |
| 3.1、 业绩持续增长，疫情后回暖显著..... | 11 |
| 3.2、 公司研发投入逐年增长，保持公司技术领先优势..... | 12 |
| 4、 公司业务：紧随大方向，顺应民生，高成长可期..... | 13 |
| 4.1、 专注人社业务，2020年信息服务业务增长部分抵消发卡业务下滑..... | 13 |
| 4.2、 三代卡功能多元，“用卡促发卡”双向共振，将持续带来增量..... | 14 |
| 4.3、 深度参与人社信息化建设，完善生态，拓展空间..... | 15 |
| 4.4、 与华为、梦网等战略合作，深入场景，拓展业务边界..... | 17 |
| 5、 市场空间与盈利预测，首次覆盖，推荐评级..... | 18 |
| 5.1、 市场空间预测..... | 18 |
| 5.2、 盈利预测..... | 18 |
| 6、 风险提示..... | 20 |
| 附：财务预测摘要..... | 21 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1： 公司发展历程..... | 6 |
| 图 2： 公司主营构成..... | 8 |
| 图 3： 2014-2018 中国社保行业 IT 投资规模及增速..... | 9 |
| 图 4： 2010-2018 我国软件信息技术服务收入增长情况..... | 9 |
| 图 5： 2010-2018 社保卡普及率..... | 9 |
| 图 6： 人社部便民创新服务提升 2020-2021 工作目标..... | 10 |
| 图 7： 社保卡应用场景..... | 10 |
| 图 8： 中国政府大数据发展进程..... | 11 |
| 图 9： 2016-2020Q3 公司营收及净利润情况..... | 11 |
| 图 10： 公司 2016-2020Q3 毛利率净利率情况..... | 12 |
| 图 11： 公司 2016-2020Q3 三费率情况..... | 12 |
| 图 12： 公司 2016-2020Q3 研发费用及占营收比例..... | 12 |
| 图 13： 2016-2020Q3 社保卡业务收入及增速..... | 13 |
| 图 14： 2016-2020Q3 社保服务业务收入及增速..... | 13 |
| 图 15： 2016-2020Q3 社保信息化业务收入及增速..... | 13 |
| 图 16： 公司各业务毛利率..... | 14 |
| 图 17： 公司 400 余家部份省市级社保客户..... | 14 |

| | |
|---|----|
| 图 18: 三代社保卡部分合作银行..... | 15 |
| 图 19: 公司“用卡促发卡”模式..... | 15 |
| 图 20: 公司提供的城市人力资源与社会保障事业运营服务..... | 16 |
| 图 21: 公司精准就业服务..... | 16 |
| 图 22: 公司补贴发放服务..... | 17 |
| 图 23: 补贴发放及时性提高..... | 17 |
| 图 24: 德生科技历史估值情况..... | 20 |
| | |
| 公司盈利预测拆分 (百万元) | 3 |
| 表 1: 公司前十大股东情况 (截至 2020 年 9 月 30 日) | 6 |
| 表 2: 公司高管情况介绍..... | 7 |
| 表 3: 公司各类人员分布情况 (单位: 人) | 12 |
| 表 4: 盈利预测拆分 (百万元) | 19 |

1、公司概况：社保卡制作领域龙头，技术及客户积累深厚

1.1、公司概况：深耕社保领域多年，技术及客户积累丰富

公司成立于1999年8月，以社保卡为切入口，公司主要业务涉及面向人社、就业、金融、医疗、大数据等领域提供信息系统建设和相关运营服务。公司作为最早从事社保卡制造业务的企业之一，凭借多年来深耕社保领域累积的客户和技术优势，在社保卡市场上享有超过20%的市占率。目前公司正在以第三代社保卡发卡换卡业务为契机，积极推进基于社保卡的城市一卡通服务，大力开展围绕政府人力资源或财政需求的大数据收集与应用服务，业务边界持续拓展。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

德生科技依靠政务服务优势，构建起了政务一条龙综合服务体系。根据2020年半年报数据，公司社保卡相关服务覆盖超过25个省份、150余个地市，在全国所有地级市的覆盖率已超过50%，公司的行业地位稳固。另外，公司在全国建立超五万个社保服务网点，即时制发卡服务已覆盖全国17省，近60个城市，用技术方便社保卡制发业务，客户认可度持续提高。

1.2、股权结构：公司董事长持股超三成，决策权稳固

截止2020年9月30日，公司的实际控制人为魏晓彬，持有公司30.19%的股份，是第一大股东，同时担任公司董事长兼总经理。公司前十大股东中有两个员工持股平台正安县致仁企业管理合伙企业（有限合伙）持股4.26%和正安县致汇企业管理合伙企业（有限合伙）持股0.52%，一家私募机构迎水投资，其他均为个人投资者。

表1：公司前十大股东情况（截至2020年9月30日）

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) |
|----|---------------------------|------------|-----------|
| 1 | 魏晓彬 | 60,627,150 | 30.1900 |
| 2 | 孙狂飙 | 18,601,050 | 9.2600 |
| 3 | 正安县致仁企业管理合伙企业(有限合伙) | 8,559,599 | 4.2600 |
| 4 | 刘峻峰 | 8,157,000 | 4.0600 |
| 5 | 郭宏 | 3,556,050 | 1.7700 |
| 6 | 李竹 | 3,518,000 | 1.7500 |
| 7 | 上海迎水投资管理有限公司-迎水泰顺1号私募证券投资 | 1,780,000 | 0.8900 |

| 排名 | 股东名称 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) |
|----|---------------------|-------------|-----------|
| | 资基金 | | |
| 8 | 刘怀宇 | 1,198,639 | 0.6000 |
| 9 | 正安县致汇企业管理合伙企业(有限合伙) | 1,052,200 | 0.5200 |
| 10 | 程立平 | 747,450 | 0.3700 |
| | 合计 | 107,797,138 | 53.6700 |

资料来源: wind、新时代证券研究所

1.3、管理层分析: 高管团队稳定, 从业经验丰富

公司董事长兼总经理魏晓彬是公司的创始人, 也是大股东实际控制人, 自公司上市以来从未减持, 且本次定增自掏5亿元全部认购, 充分体现实际控制人对公司未来发展的信心。公司两大员工持股平台一共覆盖董监高及核心骨干人员44人, 因此公司其他管理层和核心骨干也有充足的动力将公司做大做强。

公司整个管理团队非常稳定, 副总经理朱会东、凌琳、谷科、高敏都是在公司创业早期就加入的元老级人物, 副总经理兼财务总监常羽、副总经理兼董秘陈曲也是2013年就加入公司的, 都有丰富的工作经验。

表2: 公司高管情况介绍

| 姓名 | 职务 | 任职日期 | 性别 | 学历 | 出生年份 | 个人简历 |
|-----|---------------|-----------|----|----|------|---|
| 魏晓彬 | 总经理 | 2015/6/27 | 男 | 专科 | 1962 | 1999年曾参与创办德生有限, 历任董事, 总经理等职务, 2013年获聘中国劳动学会信息化专业委员会常务理事, 2016年当选为广州市天河区第八届政协委员。现任公司董事长兼总经理, 德生智盟董事长, 德生科鸿董事长。 |
| 高敏 | 副总经理 | 2015/6/27 | 女 | 本科 | 1969 | 1999年9月起历任德生有限北京办事处主任, 副总经理等职务。现任公司副总经理, 营销中心总监及致仁合伙执行事务合伙人。 |
| 朱会东 | 副总经理 | 2015/6/27 | 男 | 本科 | 1977 | 曾就职于广州造纸有限公司, 广州德生国盛信息工程有限公司。2001年12月起历任德生有限开发工程师, 技术部经理, 技术总监等职务, 2011年被列为广东省重点领域网络与信息安全商用密码检查专家组成员。现任公司副总经理兼研发中心总监。 |
| 常羽 | 副总经理 /财务总监 | 2018/1/12 | 女 | 专科 | 1968 | 中国注册会计师。曾就职于兵器工业部五二四厂, 吉林永真实业有限公司, 广东裕宝伟业集团、金安国纪科技(珠海)有限公司, 万东(广州)企业管理咨询有限公司, 2013年3月起任德生有限财务总监。现任公司副总经理兼财务总监。 |
| 陈曲 | 副总经理 /董秘 | 2018/1/12 | 女 | 硕士 | 1978 | 曾就职于湖北省电力公司宜昌分公司, 深圳市今天国际物流科技有限公司, 蓝盾信息安全技术股份有限公司, 万东(广州)企业管理咨询等, 2013年3月起任德生有限董事会秘书。现任公司副总经理兼董事会秘书。 |
| 谷科 | 副总经理 | 2018/1/12 | 男 | 本科 | 1974 | 曾就职于广州华南计算机金卡工程有限公司, 2000年5月起历任德生有限研发中心副总经理, 项目管理中心总监。现任公司副总经理。 |
| 凌琳 | 副总经理 | 2018/1/12 | 男 | 本科 | 1977 | 1999年起历任德生有限销售经理, 德生智盟董事兼总经理, 现任公司副总经理, 德生智盟董事兼总经理。 |

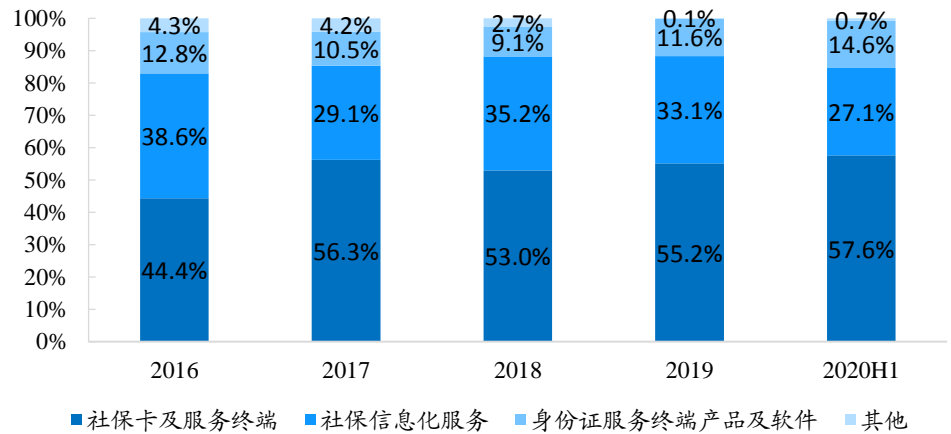
资料来源: wind、新时代证券研究所

1.4、以社保卡为切入点, 逐步向信息服务发展

从德生科技的营收构成来看, 其营收及利润主要来源于三大块业务, 社保卡、社保服务终端及耗材、社保信息化服务, 分别占2020年上半年营业收入的25.31%、

32.29%、27.05%。从近几年的数据来看，社保信息化服务是公司第一大利润来源，2020年上半年占主营利润的39.88%，毛利率高达65.16%，呈现稳步提升的态势。

图2： 公司主营构成



资料来源：Wind、新时代证券研究所

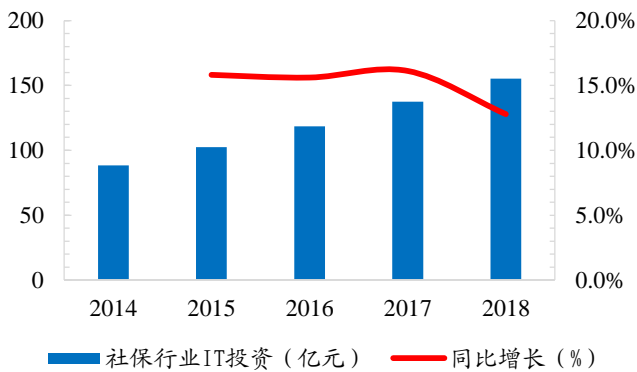
2、 行业发展：信息化建设加速，升级拓应用场景，空间可期

2.1、 社保信息化持续推进，行业红利仍存

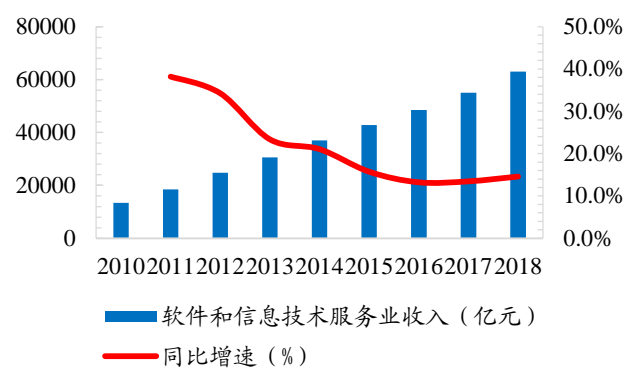
社保信息化是指以计算机、通讯网络为主体的信息技术在社会保障领域中的应用。社保信息化建设是加强我国社会保障管理的基础性工作，是改进和提高管理和服务水平及效率的有效手段。近年来，人社系统先后提出并推动从“人社信息化”向“信息化人社”转变，从“信息化人社”向“互联网+人社”升级，持续推进社会保障一卡通，全面推进信息系统省集中建设，稳步推进信息共享和业务协同，信息化建设取得了明显成效。

我国整体软件信息技术服务行业红利仍存，社保信息化建设投资持续增长，2014-2018年CAGR达15.1%。根据锐观咨询整理的数据显示，2018年我国软件和信息技术服务业收入总规模达到63061亿元，同比增长14.2%；全行业实现利润总额8079亿元，同比增长9.7%。根据智研咨询报告，2018年我国社保行业IT投资规模约155.2亿元，同比2017年的137.6亿元增长了12.79%。

对比我国医疗信息化情况来看，社保信息化市场空间可期。在2009年我国医改推行后，医疗信息化行业快速增长。根据IDC预测，2019年中国医疗行业IT总支出是548.2亿元人民币，2018年为492亿，约是同年社保IT投资的3倍。我们认为相对于国内医疗信息化投入，社保信息化市场空间可期。

图3: 2014-2018 中国社保行业 IT 投资规模及增速

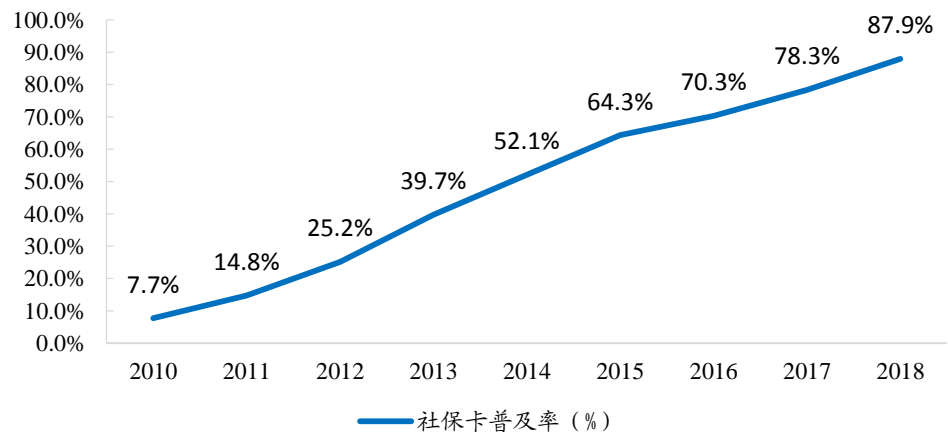
资料来源: 智研咨询、新时代证券研究所

图4: 2010-2018 我国软件信息技术服务收入增长情况

资料来源: 锐观咨询、新时代证券研究所

2.2、多场景覆盖，一卡打通，社保卡或将成为打通民生服务唯一载体

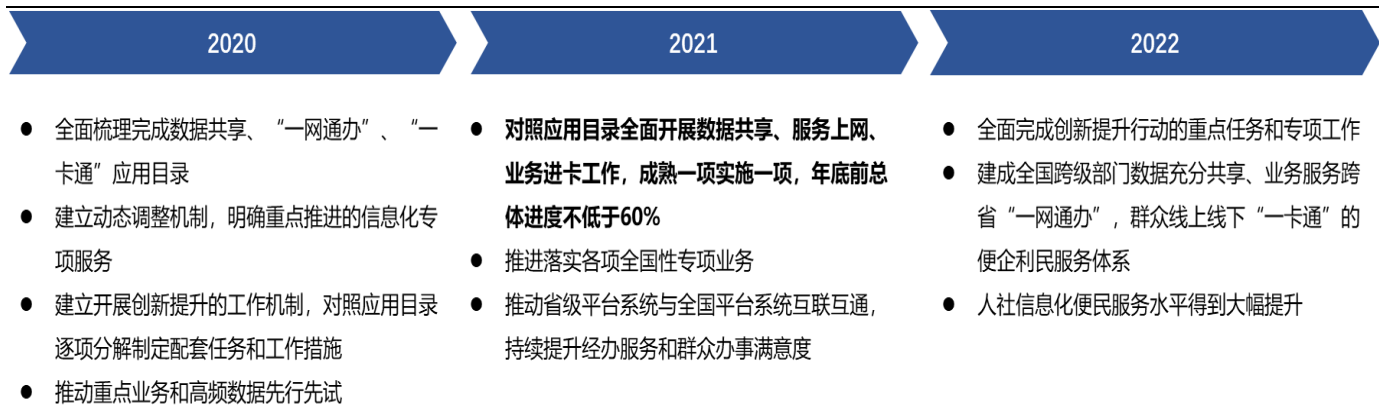
大规模、高覆盖，社保卡成为民生服务最好载体。根据智研咨询，2010至2018年，社保卡普及率已从7.7%提升至87.9%，普及率不断上升。并且根据公司年报，2019年底，社保卡的持卡人数已超过13亿人，覆盖了全国93%以上人口，开通100多项持卡应用。社保卡的规模优势和应用优势将被越来越多政府部门作为“惠民惠农资金和民生服务的唯一载体”。随参保人群对社保卡应用的需求不断增加，政府和部门对社保卡应用的重视度不断加深，未来面向社保卡应用信息化的建设力度将不断加大。

图5: 2010-2018 社保卡普及率

资料来源: 智研咨询、新时代证券研究所

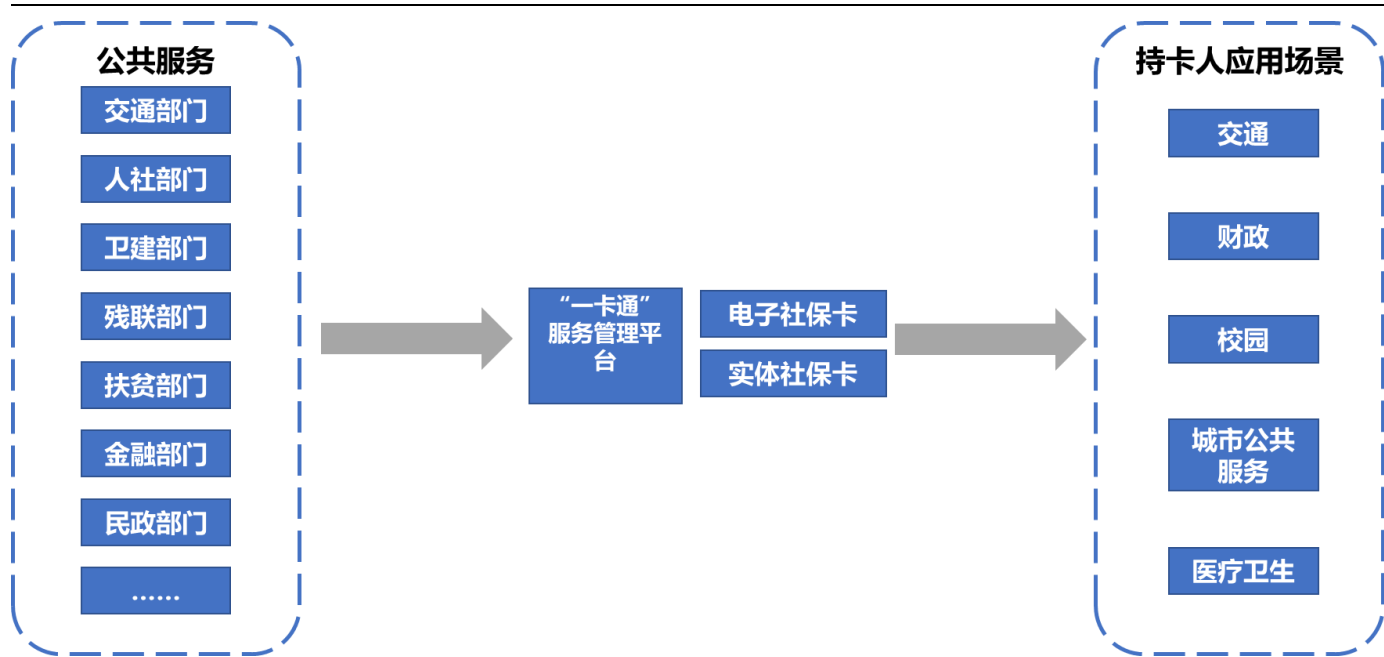
政策推进，“一卡通”方案将逐步全面落地。

2020年8月，习近平总书记在合肥主持召开扎实推进长三角一体化发展座谈会并发表重要讲话时提出要探索以社会保障卡为载体建立居民服务“一卡通”2020年9月，人社部要求在所有省份共79个地区开展为期半年左右的社保卡“一卡通”创新应用示范建设工作；目前全国以长三角四省为重点先行落地地区，并吸收有“一卡通”条件的省份以及粤港澳大湾区同时研究方案并落地。

图6： 人社部便民创新服务提升 2020-2021 工作目标

资料来源：人社部、新时代证券研究所

此外，安徽省文旅厅与省人社厅共同印发了《关于推进社会保障卡在文化旅游领域“一卡通”应用的通知》；海南省制定了《海南省社会保障卡一卡通工作实施方案》、《海南省社会保障卡一卡通服务管理条例》、《海南省人民政府关于加快推进海南省社会保障卡“一卡通”服务管理工作的指导意见》等文件；天津市在规划第三代社保卡应用建设中加快推行社保卡在交通出行和文化体验上实现“一卡通行”；2020年北京也完成了城市一卡通建设方案，2021年元月将发放第一张民生卡。

图7： 社保卡应用场景

资料来源：公司官网、wind、新时代证券研究所

2.3、政府数据开放趋势下，商业化应用场景广阔

海量政务数据开放共享与应用的逐步推进，或将催生新蓝海。我国正在加快政务数据互联互通，提升政务网络能力，强化社会治理和经济监管，提升民生服务水平，完善政务服务体系，推动政府数字化转型。目前，广东、北京、贵阳等地已经成功统一政务云平台，数据资源整合平台和大数据平台，破除数据孤岛。当前政府大数据顶层设计较完善，2020年国家提出要把数据资产作为市场经济的基本要素，在数字经济的浪潮下，政务大数据的商业化应用前景广阔。

图8: 中国政府大数据发展进程



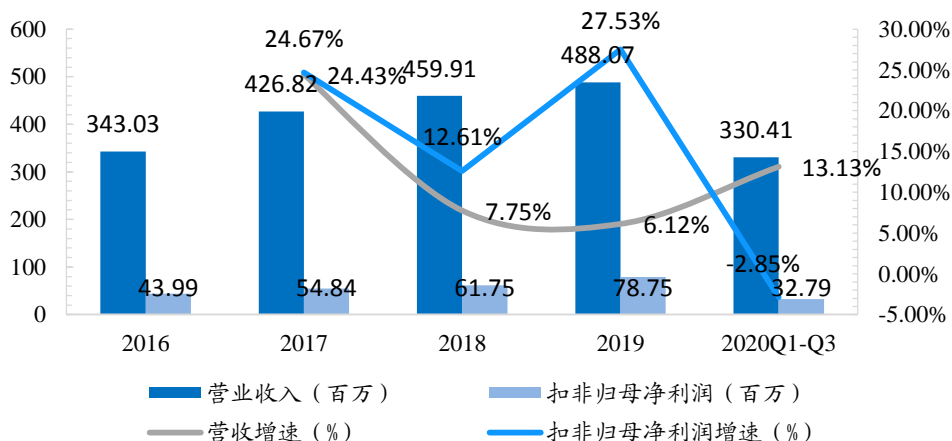
资料来源：赛迪顾问、新时代证券研究所

3、财务分析：营收回暖，研发投入逐年增长

3.1、业绩持续增长，疫情后回暖显著

公司营收和利润稳定增长，2020Q3单季回暖显著，扣非归母净利润同增98.56%。疫情影响下，2020年1-9月获得营业收入3.3亿元，同比增长13.13%，扣非归母净利润3279万元，同比略有下滑。单第三季度看，业务恢复情况良好，营业收入1.31亿元，同比增长21.87%；扣非归母净利润1675万元，同比增长98.56%。

图9: 2016-2020Q3 公司营收及净利润情况

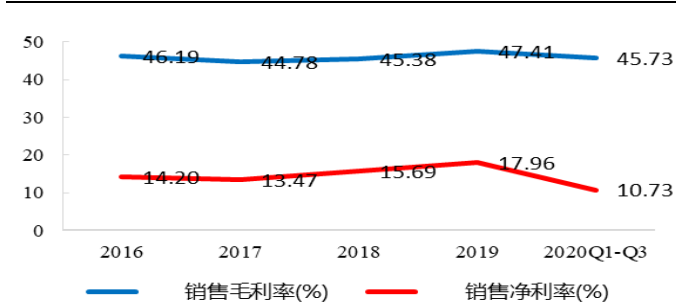


资料来源：Wind、新时代证券研究所

得益于公司成熟的产品线，整体毛利率保持稳定，费用端控制良好。2020年前三季度公司综合毛利率为45.73%，从2016年至今保持在45%左右。从年度数据来看，公司净利率呈上升态势，2020年前三季度公司净利率为10.73%，同比有所

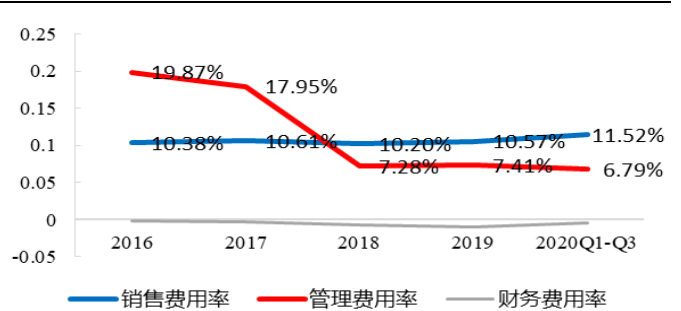
下滑。费用方面，公司销售费用率呈上升态势，2020年前三季度达到11.52%，管理费用率保持稳定。

图10: 公司 2016-2020Q3 毛利率净利率情况



资料来源: wind、新时代证券研究所

图11: 公司 2016-2020Q3 三费率情况



资料来源: wind、新时代证券研究所

3.2、公司研发投入逐年增长，保持公司技术领先优势

公司主要从事社保卡的制造销售及社保信息化服务，技术人才是其核心竞争力。截止2019年末，公司共有在职员工987人，其中技术人员505人，占比超过一半。从公司近几年人员变化来看，也体现出公司正在从以生产制造为主的企业变成信息化服务为主的企业，研发技术人员和销售人員大幅增加，相比于上市前技术人员新增113人，销售人员新增47人，而生产人员减少22人。

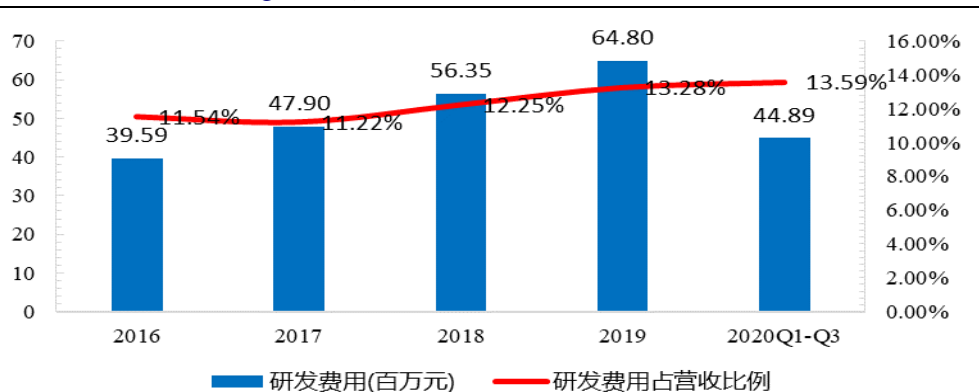
表3: 公司各类人员分布情况(单位: 人)

| | 2017-06-30 | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-12-31 |
|------|------------|------------|------------|------------|
| 生产 | 203 | 221 | 168 | 181 |
| 销售 | 122 | 120 | 179 | 169 |
| 技术 | 385 | 394 | 440 | 505 |
| 综合管理 | 100 | 99 | 89 | 132 |

资料来源: wind、新时代证券研究所

另外，从研发费用来看，公司研发投入绝对值和占营收比重均逐年增加。2019年公司研发支出达到6480万，占营收比例达13.28%。2020年前三季度公司研发费用达4489万，占比提升至13.59%。逐年增加的研发投入也保证了公司在人社卡相关领域技术领先的优势。

图12: 公司 2016-2020Q3 研发费用及占营收比例



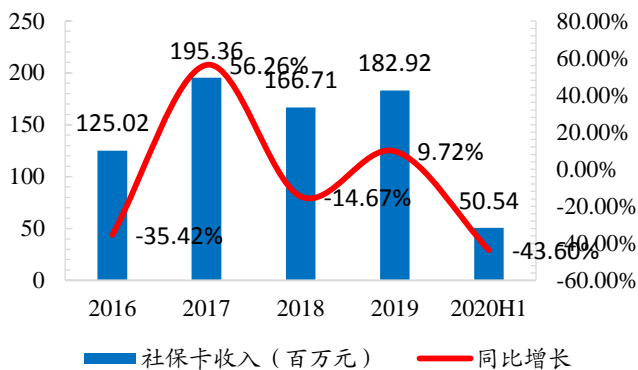
资料来源: wind、新时代证券研究所

4、公司业务：紧随大方向，顺应民生，高成长可期

4.1、专注人社业务，2020年信息服务业务增长部分抵消发卡业务下滑

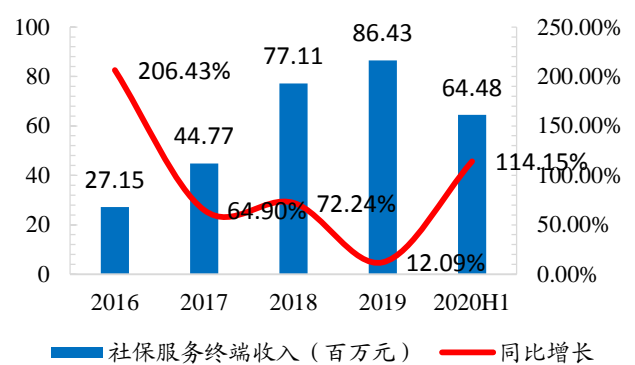
具体来看，2019年度公司社保卡业务取得营业收入1.83亿元，同比增长9.7%，占营业总收入的37.48%，毛利率为44.77%；社保服务终端及耗材获得营业收入0.86亿元，同比增长12.1%，占营业总收入的17.71%，毛利率为43.59%；社保信息化服务获得营业收入1.62亿元，与2018年基本持平，占营业总收入的33.14%，毛利率为58.41%。

图13: 2016-2020Q3 社保卡业务收入及增速



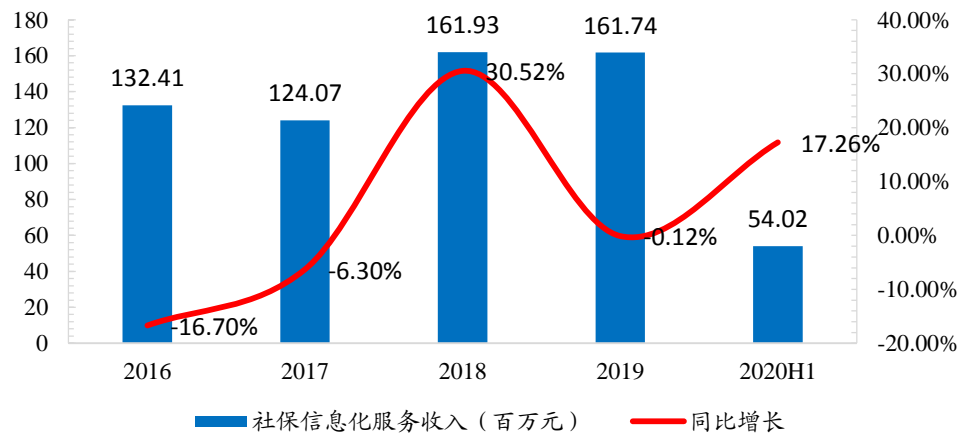
资料来源：wind、新时代证券研究所

图14: 2016-2020Q3 社保服务业务收入及增速



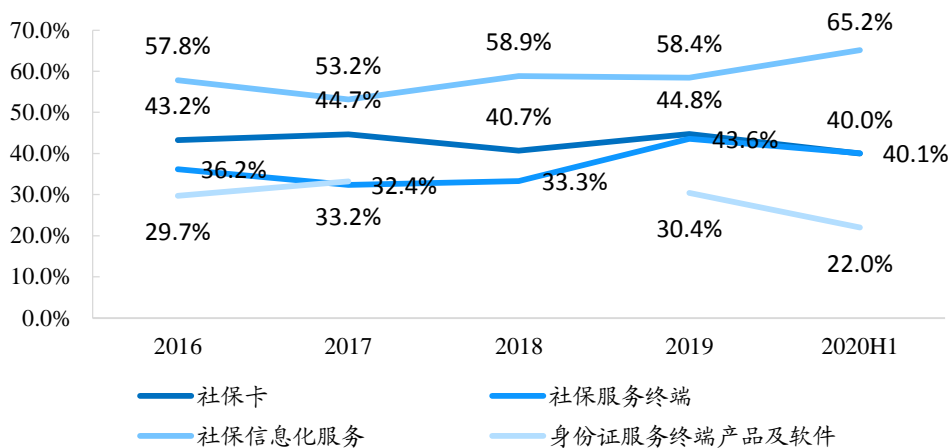
资料来源：wind、新时代证券研究所

图15: 2016-2020Q3 社保信息化业务收入及增速



资料来源：wind、新时代证券研究所

从2020年上半年的情况来看，社保卡（制发）卡受到疫情影响比较严重，实现收入0.51亿元，同比下滑43.6%；但是社保服务终端及耗材、社保信息化服务仍然取得了很好的成绩，尤其是社保服务终端及耗材获得营业收入0.64亿元，实现同比114%的高速增长，主要是受益于第三代社保卡即时发卡设备业务的快速放量；社保信息化服务获得营业收入0.54亿元，同比增长17.25%。

图16: 公司各业务毛利率

资料来源: Wind、新时代证券研究所

4.2、三代卡功能多元,“用卡促发卡”双向共振,将持续带来增量

公司是我国规模最大的社保卡供应商之一,拥有丰富项目经验,随社保普及提高与三代换卡,社保卡业务方面将有持续需求。在发卡上,公司拥有18年二代卡“卡制造、密钥服务、发卡服务、读写设备”等全流程服务经验,在用卡上,已在全国25个省份、150余个地级城市建设了4万个基层及农村应用服务网点,服务人群达数亿。

图17: 公司400余家部份省市级社保客户

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

三代社保卡“实名认证+金融支付”使其兼具银行卡的所有功能。借助社保卡这个渠道,银行可以快速拓展中低端客户市场,为此银行为客户提供换卡服务意愿较高,获客成本或将转移。银行的推动也将为小型制卡机的终端需求带来增量,加速社保卡换代,为社保卡拓展应用场景奠定基础。

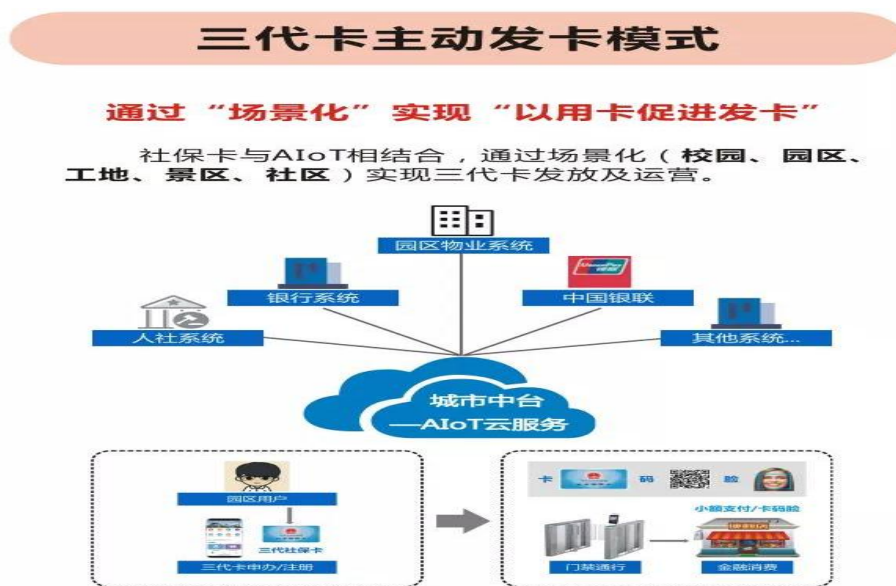
图18: 三代社保卡部分合作银行



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

公司创新升级自助发卡服务, 在社保服务大厅、政务服务大厅等网点, 布设可同时换发多家银行的自助社保服务终端设备, 可根据自身需求选择服务银行, 此外公司也在积极推动社保卡与 AIoT 相结合, 通过场景化 (校园、园区、工地、景区、社区) 实现三代卡发放及运营, 将进一步加大发卡设备和发卡量的增长。

图19: 公司“用卡促发卡”模式



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

4.3、深度参与人社信息化建设, 完善生态, 拓展空间

人社部“一卡通”创新应用建设工作中, 公司是目前唯一一家能深度参与到此项业务里的上市公司, 并通过不断进行产品打磨, 在人社部在人资基础设施建设、惠农补贴、农村电商扶贫等各项工作深度参与, 完善生态, 为与到人社部在人资基础设施建设、惠农补贴、农村电商扶贫等各项工作, 成为人社信息化的核心供应商。

目前，公司提供的城市人力资源与社会保障事业运营服务包括：政府补贴、奖励等资金支付的运营服务；城市人力资源与就业服务；本地化政务大数据服务；“移动支付”在医保结算中的应用；农村电商运营服务等。

图20： 公司提供的城市人力资源与社会保障事业运营服务



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

城市人力资源与就业服务

公司精准就业方面，以“政府搭台+服务唱戏+市场运作”的模式，搭建人社就业大数据服务平台，通过利用人工智能和大数据技术，协助政府部门以多元化线上采集方式，形成当地企业用工需求和人力资源供给数据库，并基于数据分析进行精准供需匹配，面向招聘企业和求职者提供精准就业服务促进实现就业；同时为政府就业部门提供精确的企业用工监测、求职需求分析服务。

凭借公司人社业务多年深耕，以及三代社保卡所提供的高频、高质量数据，使得公司更加贴近数据，在搭建与维护平台，并向各级地方政府和机构提供数据，从中受益的同时，为拓展人资服务市场提供条件。

图21： 公司精准就业服务



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

政府补贴、奖励等资金支付的运营服务

2019年4月4日，财政部等七部委联合印发11号文，决定在全国范围内开展惠民惠农补贴发放“一卡通”专项治理。4月11日，七部委召开惠民惠农补贴发放一卡通服务专项治理视频布置会，会议要求各级各部门要高度重视。

公司补贴发放一卡通服务，将提升持卡人用卡频率，对社保卡依赖度提升，对其他各项业务起支撑作用。公司补贴发放系统将促使补贴发放应发尽发、安全发放、及时发放，同时实现标准统一、流程规范、数据集中、服务高效的工作目标，同时在管理精细化及财政惠民惠农补贴资金经办审核、资金发放、监管监督、服务群众的等方面实现全方位、多层次的服务与监管。

图22: 公司补贴发放服务



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图23: 补贴发放及时性提高



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

农村电商扶贫

随政府对脱贫与乡村振兴目标衔接与逐步推进，公司农村电商业务将快速增长。公司自2016年以来，在实名农户领域不断开展业务，目前已形成一套完善的农村电商运营服务体系，服务内容涵盖系统建设、人员培训、流量导入、物流运营等各个环节。根据公司官网，目前，德生科技积极参与了多个电子商务进农村示范项目，通过社保卡“实名农户”线上服务，帮助山西天镇、云南西盟、陕西城固、广东增城、广东连山等地近50个县，新扶持了2000+农户建立了个人店铺；帮助当地合作社和农产品企业建立了200+农产品商城。

4.4、与华为、梦网等战略合作，深入场景，拓展业务边界

德生科技在“以社保卡为载体的居民服务一卡通”业务领域与华为公司已有试点合作。其依托华为的云底座能力及区位优势，结合德生科技在社保行业的优势及运营服务经验强强联合，将有力推动双方在人社、政务服务等相关领域的应用创新和深度合作，并在全国各地推广复制。在“2020中国智慧城市科学发展大会”上，德生科技受到华为公司推荐，荣获“2020年度智慧城市建设领域最值得面向全国城市推荐的十大企业之一”。

德生科技全资子公司四川德生与川大智胜签订战略合作协议，在智慧城市、数字政府、大数据、区块链等领域开展深入合作。

德生科技与梦网集团合作，将基于5G消息平台拓展社保卡服务、补贴发放、就业服务等消息推送或服务交互应用，为用户提供便捷即时、丰富多彩的信息服务，满

足用户多样性需求；同时在人社、政务服务等相关领域的应用创新和深度合作，促进提升政务服务普及推广以及 5G 消息的多场景应用，助推民生行业更高质量发展。

5、市场空间与盈利预测，首次覆盖，推荐评级

5.1、市场空间预测

(1) 社保卡“二代”换“三代”才刚刚开始，银行介入社保体系带来的市场增量。

根据人社部网站数据，截至 2020 年 9 月底，全国 16 省份的 100 多个发卡地区已发行第三代社保卡，累计持卡人数达 5808 万人。预计未来五年时间内，全国 14 亿人口全部完成三代社保卡的更换申领，按每张卡 10 元计算，对应总的市场规模为 130 亿元。第三代社保卡兼具金融支付功能，银行成为重要的参与方，假设按银行为每张卡片支付 20 元费用，则对应的总市场规模为 280 亿元。

(2) 社保政务大数据一体化服务带来的社保信息化服务市场增量

二代卡功能简单，信息化服务需求小，三代社保卡应用场景多元化，“城市一卡通”逐渐推进，为政府部门聚集了巨量的政务大数据，信息化服务需求大幅提升。以地级市为一个单位，全中国共计 293 个地级市，假设平均每个地级市每年为社保政务大数据信息化服务“打包”解决方案付费 3000 万元，则对应的市场规模为 87.9 亿元。

5.2、盈利预测

关键假设如下：

(1) 社保卡业务：

根据人社部文件，2021 年起全国所有地区将全面开展第三代社保卡的新发、换领工作，假设 2021-2022 年间全国每年分别换（制）发第三代社保卡 1.5 亿、2 亿张，未来两年德生科技制发卡市占率保持 20% 左右，即对应的量分别为 3000 万张和 4000 万张，因此其社保卡业务 2021-2022 年可实现营业收入约为 3 亿元和 4 亿元；由于第三代社保卡的生产成本较第二代社保卡并没有太大差异，单卡收益大幅提升，预计 2021 年毛利率将会出现突增，之后维持在 47% 左右的水平。

(2) 社保服务终端及耗材：

由于三代社保卡的发放准备工作正在全面落地，近两年对相应的制（发）卡终端设备和耗材的采购需求也大幅提升，从德生科技近半年来的中标信息中也能看出三代卡发卡设备采购项目众多。从今年上半年的收入分布来看，全年有望实现收入过亿，而随着未来第三代社保卡在 2021 年集中发放，应用场景也将越来越多，相应的终端设备需求仍然有望持续增加。假设 2020-2021 年营收增速为 49.00%、130.00%、30.00%，毛利率维持在 45% 左右。

(3) 社保信息化服务：

随着社保卡城市一卡通逐渐在全国各地市推进落地，各地市人社部门掌握的社

保政务大数据越来越多,对这些数据进行归集、整理和商业化的需求也会越来越大。目前德生科技已在安徽芜湖、四川乐山、贵州毕节等地与当地政府展开全面合作,提供社保信息化整体“打包”服务。假设德生科技未来两年地市级服务项目保持稳定增长,三代卡大规模发放后信息化服务可能大增,我们预计 2020、2021、2022 年营收增长分别为 35%、-20% (下降原因为部分发卡业务并入社保卡业务)、90%,假设的毛利率分保持在 60%左右。

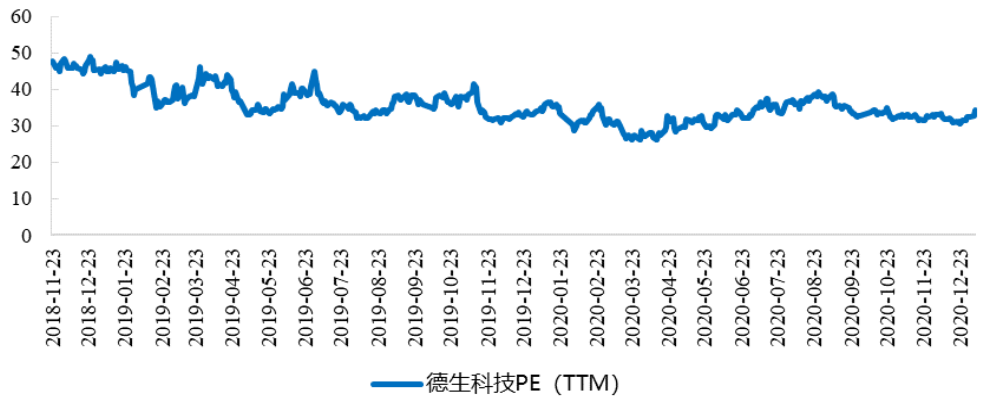
表4: 盈利预测拆分 (百万元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 社保卡 | | | | | | |
| 营业收入 | 195.36 | 166.71 | 182.92 | 102.43 | 276.57 | 387.20 |
| 同比增速 | 0.00% | -14.67% | 9.72% | -44.00% | 170.00% | 40.00% |
| 营业成本 | 108.10 | 98.88 | 101.02 | 60.61 | 148.49 | 206.41 |
| 毛利率 | 44.67% | 40.69% | 44.77% | 40.83% | 46.31% | 46.69% |
| 社保服务终端及耗材 | | | | | | |
| 营业收入 | 44.77 | 77.11 | 86.43 | 128.78 | 296.19 | 385.05 |
| 同比增速 | 0.00% | 72.25% | 12.08% | 49.00% | 130.00% | 30.00% |
| 营业成本 | 30.28 | 51.46 | 48.75 | 70.69 | 155.53 | 202.18 |
| 毛利率 | 32.37% | 33.27% | 43.59% | 45.10% | 47.49% | 47.49% |
| 社保信息化服务 | | | | | | |
| 营业收入 | 124.07 | 161.93 | 161.74 | 218.35 | 174.68 | 331.89 |
| 同比增速 | -6.30% | 30.52% | -0.12% | 35.00% | -20.00% | 90.00% |
| 营业成本 | 58.10 | 66.62 | 67.27 | 90.81 | 70.83 | 133.88 |
| 毛利率 | 53.17% | 58.86% | 58.41% | 58.41% | 59.45% | 59.66% |
| 其他 | | | | | | |
| 营业收入 | | 41.74 | 56.46 | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| 同比增速 | | -6.51% | 35.26% | 6.26% | 0.00% | 0.00% |
| 营业成本 | | 0.00 | 39.31 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 毛利率 | | | 30.39% | 33.33% | 33.33% | 33.33% |

资料来源: wind、新时代证券研究所

2020 年受到疫情影响,从前三季度来看净利率有较大下滑,后面逐步恢复到 2019 年的水平,假设 2020-2023 年的净利率水平分别为 15%、17%、18%。

截止 2020 年 12 月 25 日,公司总市值 26.4 亿元,PE (TTM) 为 31 倍,从公司历史 PE 来看,上市初期 PE 较高,自 2018 底至今则一直在 25-40 区间内波动,当前处于历史较低位置。随着公司在社保信息化服务业务的逐步推进和深入创新,通过把社保城市一卡通服务、社保政务大数据服务逐渐推向已经覆盖的全国 150 多个地级市客户,将充分打开公司成长的天花板,业绩增长的同时,估值也有望提升。

图24: 德生科技历史估值情况

资料来源: wind、新时代证券研究所

我们看好公司在人社服务领域的龙头地位,公司受益于“三代卡”发放的政策红利业绩有望实现快速增长,看好未来的数据服务空间。我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 5.1/8.1/11.6 亿元,净利润 0.76/1.4/2.1 亿元。对应 EPS 为 0.4/0.7/1.1 元,对应 PE 为 38/21/14 倍。我们认为公司的合理 PE 应该在 40 倍,首次覆盖,给予“推荐”评级。以 2 年期来看,我们认为公司具有 3 倍空间。

6、风险提示

人社服务信息化推进低于预期。公司人社信息化业务依赖于政府的信息化项目推进程度,若推进不及预期会直接影响公司人社信息化项目情况,进而影响公司营收,存在一定风险。

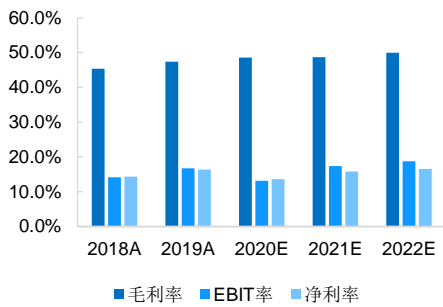
人社卡换代推进低于预期。根据我们核心假设,预计 2025 年三代卡全部置换完毕,若换卡推进不及预期将直接影响公司社保卡订单量,从而影响营收情况。

疫情反复风险。疫情将会影响公司社保卡制作及发放情况,进而影响公司社保卡营收,存在一定的业绩风险。

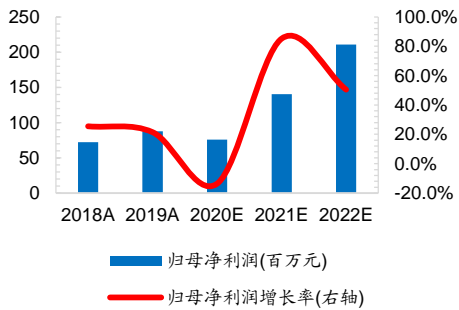
市场竞争加剧。三代社保卡换代可能会引入更多的制卡商,虽然公司在行业具有一定的领先地位和品牌,但也存在市场竞争加剧的风险。

附：财务预测摘要

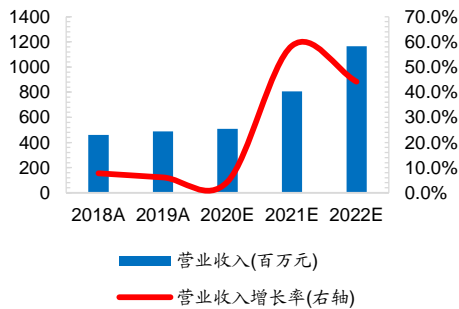
1、毛利率、EBIT率、净利率



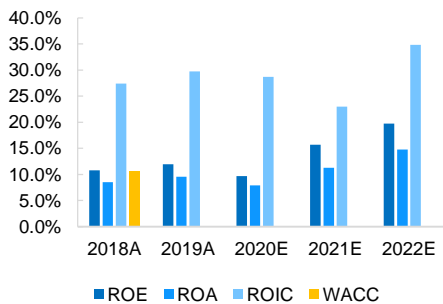
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 460 | 488 | 510 | 807 | 1164 |
| 营业成本 | 251 | 257 | 262 | 415 | 582 |
| 折旧和摊销 | 7 | 7 | 6 | 6 | 9 |
| 营业税费 | 3 | 3 | 3 | 5 | 7 |
| 销售费用 | 47 | 52 | 61 | 81 | 116 |
| 管理费用 | 33 | 36 | 37 | 60 | 86 |
| 财务费用 | -3 | -5 | -6 | 3 | -1 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业利润 | 79 | 97 | 83 | 154 | 231 |
| 利润总额 | 79 | 96 | 83 | 154 | 231 |
| 少数股东损益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 归属母公司净利润 | 72 | 88 | 76 | 140 | 211 |

| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 847 | 918 | 958 | 1241 | 1428 |
| 流动资产 | 817 | 888 | 934 | 1209 | 1388 |
| 货币资金 | 454 | 484 | 566 | 335 | 496 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 271 | 301 | 272 | 655 | 668 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 6 | 8 | 6 | 16 | 16 |
| 存货 | 74 | 87 | 78 | 183 | 183 |
| 可供出售投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 18 | 22 | 18 | 27 | 34 |
| 无形资产 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 总负债 | 176 | 184 | 178 | 349 | 359 |
| 无息负债 | 174 | 184 | 178 | 349 | 359 |
| 有息负债 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 671 | 734 | 780 | 892 | 1069 |
| 股本 | 133 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 公积金 | 369 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| 未分配利润 | 145 | 197 | 220 | 261 | 324 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 41 | 62 | 103 | -189 | 207 |
| 净利润 | 72 | 88 | 76 | 140 | 211 |
| 折旧摊销 | 7 | 7 | 6 | 6 | 9 |
| 净营运资金增加 | 22 | 32 | -30 | 334 | 8 |
| 其他 | -60 | -65 | 52 | -669 | -21 |
| 投资活动产生现金流 | -2 | -7 | 3 | -12 | -13 |
| 净资本支出 | 5 | 10 | -6 | 9 | 7 |
| 长期投资变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 3 | 3 | -3 | -3 | -6 |
| 融资活动现金流 | -27 | -21 | -25 | -30 | -34 |
| 股本变化 | 0 | 68 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 23 | 8 | -6 | 171 | 10 |
| 无息负债变化 | 23 | 9 | -6 | 171 | 10 |
| 净现金流 | 13 | 34 | 82 | -230 | 161 |

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

| 关键指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 7.8 | 6.1 | 4.4 | 58.5 | 44.2 |
| 净利润增长率 | 25.5 | 21.5 | -13.6 | 85.2 | 50.4 |
| EBITDA 增长率 | 17.0 | 23.3 | -16.9 | 99.0 | 55.6 |
| EBIT 增长率 | 20.9 | 25.6 | -17.9 | 108.8 | 55.9 |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 41.6 | 35.7 | 38.1 | 20.6 | 13.7 |
| PB | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.2 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 33.9 | 27.1 | 31.5 | 17.4 | 10.5 |
| EV/EBIT | 37.3 | 29.3 | 34.5 | 18.2 | 10.9 |
| EV/NOPLAT | 40.7 | 32.2 | 37.8 | 19.9 | 12.0 |
| EV/Sales | 5.3 | 4.9 | 4.6 | 3.2 | 2.1 |
| EV/IC | 3.6 | 3.3 | 3.0 | 2.9 | 2.2 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 45.4 | 47.4 | 48.6 | 48.6 | 50.0 |
| EBITDA 率 | 15.6 | 18.1 | 14.4 | 18.1 | 19.6 |
| EBIT 率 | 14.2 | 16.8 | 13.2 | 17.4 | 18.8 |
| 税前净利润率 | 17.1 | 19.8 | 16.3 | 19.1 | 19.9 |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 14.4 | 16.3 | 13.6 | 15.8 | 16.5 |
| ROA | 8.5 | 9.5 | 7.9 | 11.3 | 14.8 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 10.8 | 11.9 | 9.7 | 15.7 | 19.7 |
| 经营性 ROIC | 27.4 | 29.8 | 28.7 | 23.0 | 34.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 4.7 | 4.8 | 5.3 | 3.5 | 3.9 |
| 速动比率 | 4.2 | 4.3 | 4.7 | 2.9 | 3.3 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 447.0 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 有形资产/有息债务 | 556.9 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.54 | 0.44 | 0.38 | 0.70 | 1.05 |
| 每股红利 | 0.20 | 0.15 | 0.14 | 0.17 | 0.16 |
| 每股经营现金流 | 0.36 | 0.28 | 0.51 | -0.94 | 1.03 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.22 | 0.23 | 0.52 | -1.04 | 0.96 |
| 每股净资产 | 5.03 | 3.66 | 3.88 | 4.44 | 5.32 |
| 每股销售收入 | 3.45 | 2.43 | 2.54 | 4.02 | 5.80 |

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|---|
| 北京 | 郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>