



2022-06-09

公司点评报告

买入/维持

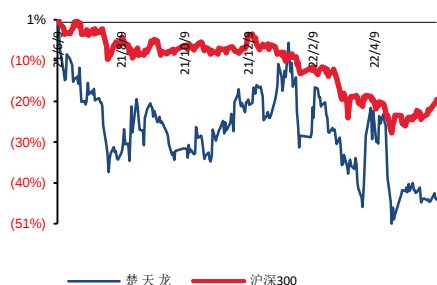
楚天龙(003040)

昨收盘: 19.05

通信 通信设备

智能卡领域领先厂商，数字人民币标准参与者

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	461/217
总市值/流通(百万元)	8,785/4,126
12 个月最高/最低(元)	34.54/16.97

相关研究报告:

楚天龙(003040)《社保卡业务表现突出》——2022/05/01

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

社保卡业务表现突出。截至 2021 年底第三代社会保障卡持卡人 1.38 亿人，渗透率约 10%。第三代社会保障卡在第二代社保卡的基础上增加了非接触读卡用卡和小额快速支付功能。2022 年社保发卡量有望加速增长。公司稳居社保卡细分领域龙头地位，继在湖北、四川、上海、山东等地方试点之后，第三代社保卡开始陆续向全国推广应用。

通信卡在物联网领域迎来增长点。物联卡是运营商基于公众物联网，面向物联网用户提供的移动通信接入业务，通过专用网元设备支持短信、无线数据和语音等基础通信服务，提供通信连接管理和终端等智能连接服务。物联网的应用场景包括了智慧企业、工业物联、智慧城市、公共安防等多个场景。物联网设备多带来的精益化管理能力使得越来越多的场景涌现。物联网的大规模应用有利于公司通信卡领域的发展。

软件占比不断提升。公司积极布局软件业务，依托社保、金融、通信等领域客户服务经验，积极布局智慧政务、“互联网+社保”、智慧档案等业务，提供智慧政府公共服务平台等一体化系统集成解决方案。2021 年，公司软件实现收入 4.77 亿元，占营收比例为 36.44%，相对于去年同期 22.34%大幅提升。

数字人民币标准参与者。公司积极参与数字人民币相关技术规范与标准的研究和制定，其数字人民币产品包括用户侧、发行侧、受理侧、系统侧产品均已完成基础技术积累以及原型产品研发，其中用户侧、受理侧以及系统侧已有一部分产品开始商用。公司首家推出了双离线交易功能的数字人民币硬钱包，研发生产了“可视卡硬钱包”。

投资建议：作为智能卡行业的龙头厂商，公司的智能卡业务在社保卡、通信卡领域的发展潜力十足。公司前瞻性地布局了数字人民币相关业务，在国内逐步推广数字人民币的进展下有望受益。预计 2022-2024 年公司的 EPS 分别为 0.44/0.55/0.71 元，给予买入评级。

风险提示：社保卡销售不及预期；数字人民币业务不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标:

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1308.78	1439.66	1785.18	2213.63
(+/-%)	27.67%	10.00%	24.00%	24.00%
净利润(百万元)	62.74	202.68	252.03	326.27
(+/-%)	-39.77%	223.02%	24.35%	29.46%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.44	0.55	0.71
市盈率(PE)	146	45	36	28

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、国内领先的智能卡提供商	5
（一）智能卡领域领先厂商	5
（二）智能卡是公司收入主要来源，软件占比加大	5
（三）公司股权结构稳定	7
二、智能卡市场前景广阔，公司占据龙头位置	8
（一）智能卡拥有广泛的应用场景	8
（二）第三代社保卡目前开始更换	9
（三）物联网市场需求庞大	11
（四）技术更新推动通信 SIM 卡增长	14
（五）银行卡发卡量稳健增长	15
（六）智能卡硬件、终端与软件的综合提供商	16
三、数字人民币标准参与者	20
（一）数字人民币发展具备一定的“先行者优势”	20
（二）数字人民币运行框架与总体架构	21
（三）公司全方位布局数字人民币产品	23
四、投资建议	
五、风险提示	

图表目录

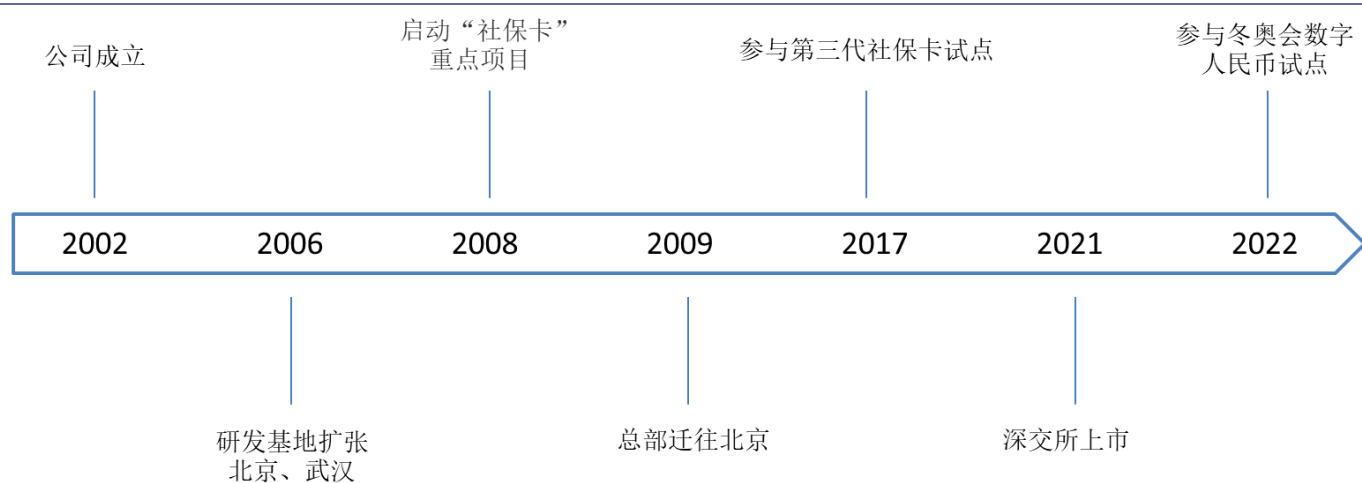
图表 1：公司发展历史	5
图表 2：公司近五年营收情况	6
图表 3：公司近五年净利润情况	6
图表 4：公司近五年毛利率净利率	6
图表 5：公司近五年费用率情况	6
图表 6：2021 年公司的营收拆分	7
图表 7：公司前十大股东排名（截止 2022 年一季度）	7
图表 8：智能卡应用场景	8
图表 9：智能卡全球市场	8
图表 10：智能卡全球市场分布情况	9
图表 11：第三代社保卡样式	10
图表 12：第三代社保卡推广进度	11
图表 13：物联网卡样式	11
图表 14：我国物联网市场预测	12
图表 15：全球物联网设备连接数预测	13
图表 16：物联网使用场景	13
图表 17：通信 SIM 卡发展历史	14
图表 18：基于超级 SIM 卡的超级钥匙解决方案	15
图表 19：全国银行卡使用量（单位：亿张）	16
图表 20：全国人均银行卡持卡量（单位：张）	16
图表 21：公司的主要产品	17
图表 22：公司智能卡产品具体样式	17
图表 23：公司终端产品	18
图表 24：公司一卡通服务平台	19
图表 25：公司拥有诸多大型客户	20
图表 26：数字人民币发展历程	21
图表 27：数字人民币二元模式运行框架	22
图表 28：数字人民币“一币、两库、三中心”	22
图表 29：数字人民币总体架构	23
图表 30：公司数字人民币产品线	24
图表 31：冬奥会数字人民币试点场景	24
图表 32：冬奥会数字人民币钱包	24

一、国内领先的智能卡提供商

(一) 智能卡领域领先厂商

智能卡领域领先厂商。公司成立于 2002 年，2021 年在深交所主板上市，是一家多领域高端智能卡及配套软件、智能终端设备、应用平台系统及安全解决方案的提供商。公司在智能卡领域属于领先地位，社保卡细分领域、通信智能卡领域均属于第一梯队。2022 年，公司参与了冬奥会的数字人民币试点，并且协助多家运营机构完成数字人民币相关的试点活动。在稳步推进硬件业务的同时，公司积极布局智慧政务、“互联网+社保”、智慧档案等业务。

图表 1：公司发展历史

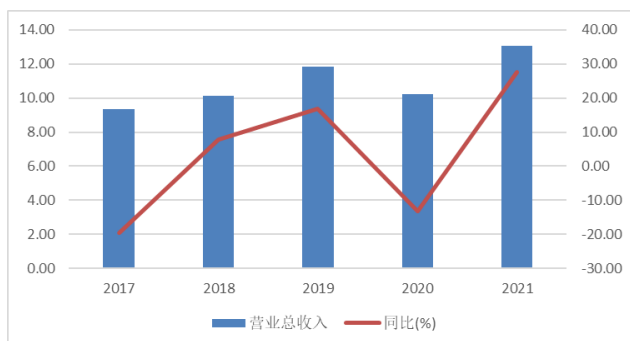


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

(二) 智能卡是公司收入主要来源，软件占比加大

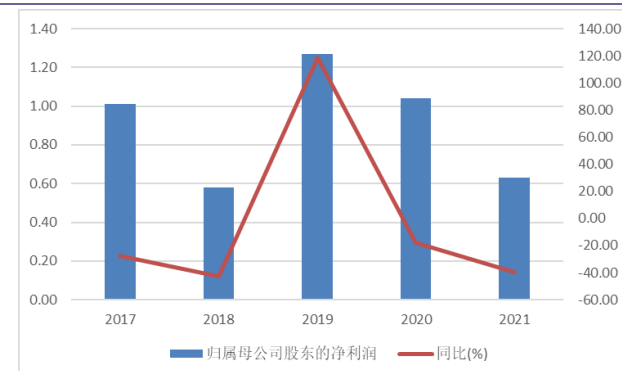
收入利润保持稳健增长。公司 2017-2021 年的营业收入分别为 9.37 亿元、10.11 亿元、11.82 亿元、10.25 亿元和 13.09 亿元，保持稳健增长。2017-2021 年的归母净利润分别为 1.01 亿元、0.58 亿元（该年股权激励的支付费用为 3870 万元）、1.27 亿元、1.04 亿元和 0.63 亿元。2022 年一季度，公司实现营业收入 2.63 亿元，同比减少 5.33%；归母净利润 0.41 亿元，同比增加 139.15%；扣非后的归母净利润 0.39 亿元，同比增长 166.98%。

图表 2：公司近五年营收情况（单位：亿元）



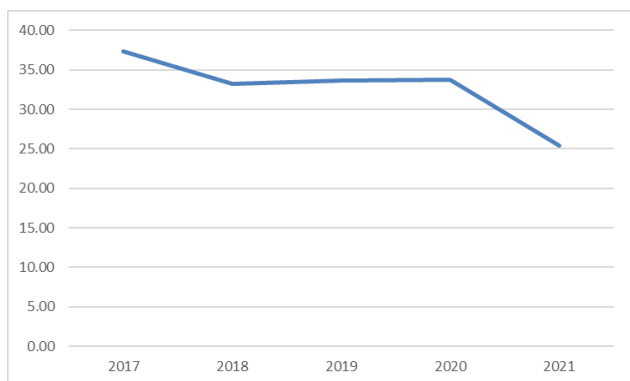
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：公司近五年净利润情况（单位：亿元）



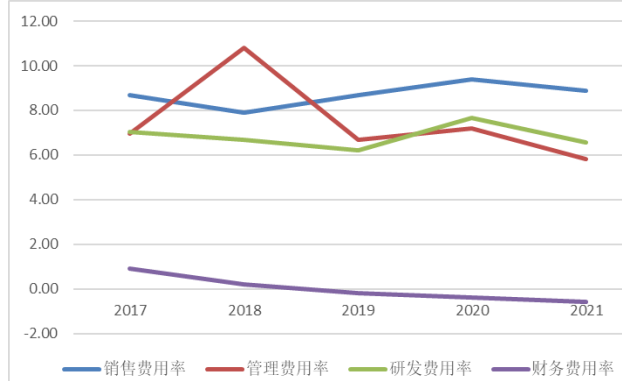
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 4：公司近五年毛利率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

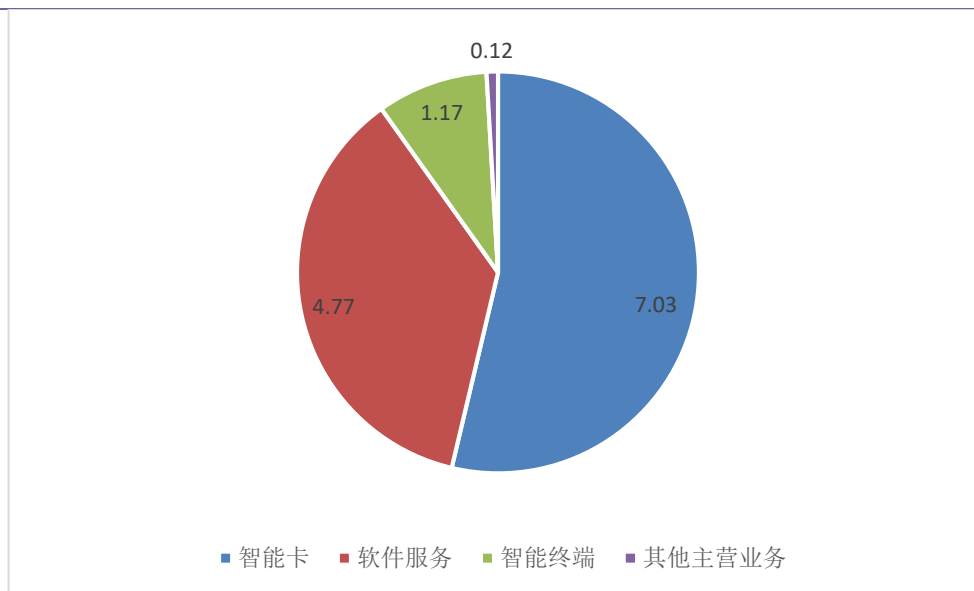
图表 5：公司近五年费用率情况（%）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

智能卡业务是公司主要的营收来源。2021 年，智能卡业务实现了 7.03 亿元，占营收比重为 53.74%，是公司最大的收入来源，软件及服务成为了公司的第二大业务，收入 4.77 亿元，同比增长 108.53%，占营收比重为 36.44%，智能终端的收入为 1.17 亿元，占营收比重为 8.91%，其他业务收入为 0.12 亿元，占营收比重为 0.92%。

图表 6：2021 年公司的营收拆分（单位：亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）公司股权结构稳定

股权结构稳定。公司控股股东为郑州翔虹湾，截至 2022 年一季度末持有公司 45.54% 股权，系陈丽英、毛芳祥和苏尔在共同控制的持股平台。公司实际控制人为陈丽英、毛芳样、苏尔在和苏晨，四人构成一致行动人关系。

图表 7：公司前十大股东排名（截止 2022 年一季度）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	郑州翔虹湾企业管理有限公司	210,000,000	45.5400	限售流通 A 股
2	康佳集团股份有限公司	84,000,000	18.2200	A 股流通股
3	郑州东方一马企业管理中心(有限合伙)	30,285,850	6.5700	限售流通 A 股
4	河南兴港融创创业投资发展基金(有限合伙)	19,416,400	4.2100	A 股流通股
5	宁波梅山保税港区鼎金嘉华股权投资合伙企业(有限合伙)	7,142,857	1.5500	A 股流通股
6	民生证券投资有限公司	4,693,857	1.0200	A 股流通股
7	楚天龙股份有限公司未确权股份托管专用证券账户	4,285,714	0.9300	限售流通 A 股
8	平阳龙兴投资合伙企业(有限合伙)	2,764,500	0.6000	A 股流通股
9	平阳龙翔投资合伙企业(有限合伙)	2,727,500	0.5900	A 股流通股
10	葛玉华	1,484,400	0.3200	A 股流通股
	合 计	366,801,078	79.5500	

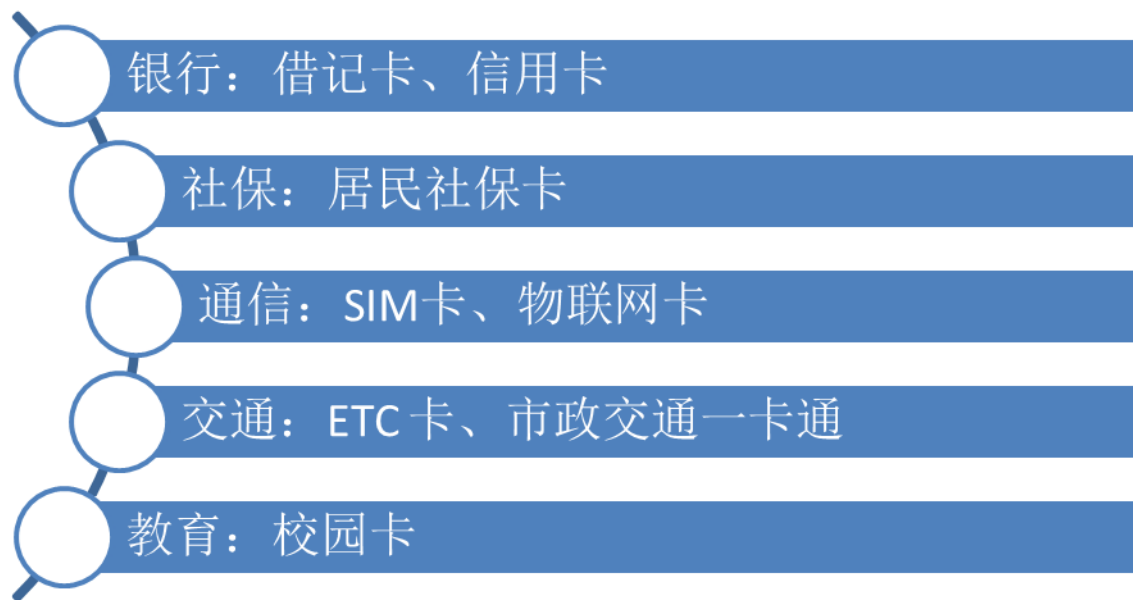
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

二、智能卡市场前景广阔，公司占据龙头位置

（一）智能卡拥有广泛的应用场景

智能卡拥有丰富的下游应用场景。智能卡常见于卡中的内置嵌入式芯片产品，配有微处理器、I/O 设备接口、存储器及芯片操作系统，统以实现安全存储与防护、身份认证、用户识别、安全支付等功能。智能卡的下游应用场景丰富，银行、社保、通信、交通等领域都大量使用智能卡。

图表 8：智能卡应用场景



资料来源：太平洋证券研究院整理

智能卡市场增速稳定，软件市场有望兴起。根据 Marketsandmarkets 的报告，智能卡行业未来五年的市场复合增速为 4.0%，2021 年全球智能卡市场为 139 亿美元，2026 年为 169 亿美元。智能卡的软件部分包括管理系统与数据库等，随着越来越多的用户开始重视，未来也有可能衍生出咨询、维护、服务等新的市场。

图表 9：智能卡全球市场

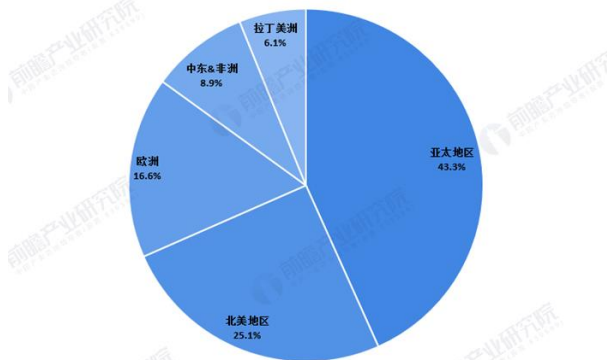
Attractive Opportunities in Smart Card Market



资料来源: Marketsandmarkets, 太平洋证券研究院

海外市场需求快速增长。根据 ICMA 的报告，2018 年亚太地区 and 北美地区分别为智能卡出货第一和第二的地区，两个地区智能卡出货量分别为 43.3% 和 25.1%。印尼、印度等智能卡新兴市场业务规模逐年增长，使得亚太地区智能卡出货量呈稳定增长趋势。通信智能卡和金融 IC 卡的需求迅猛增长。

图表 10：智能卡全球市场分布情况



资料来源: ICMA 前瞻产业研究院整理

前瞻产业研究院APP

资料来源: ICMA, 前瞻产业研究院, 太平洋证券研究院

(二) 第三代社保卡目前开始更换

第三代社保卡的应用场景更广。2020年8月，习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时强调：“要探索以社会保障卡为载体，建立居民服务‘一卡通’”。2021年1月，国家人力资源和社会保障部发布《关于规范第三代社会保障卡建设有关工作的通知》，稳步推行第三代社保卡切换工作。第三代社保卡同时采用接触式和非接触式“双界面”读卡应用来支持社保功能和金融功能，具备身份凭证、就医购药、自助查询等基本社会保障应用。

图表 11：第三代社保卡样式



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

第三代社保具备诸多优点。与第二代社保卡相比，增加了接触与非接触读卡的双通道功能。可以实现非接触式读卡。只需接近一定距离即可读取信息。社保卡不仅仅是医保卡、银行卡，同时具备小额快速支付的能力。与第二代社保卡相比，第三代社保卡增加了交通出行、场馆入馆、旅游刷卡、惠民惠农等新的应用场景。第三代社保卡的加密技术是国产的加密算法，安全性更高。申领第三代社保卡的时候，可以同时开通电子社保卡，更加方便。第三代社保卡的芯片存储空间也有所提升，像我们比较先进的人脸识别、指纹识别也可以进行接入。截至2021年底，全国社保卡持卡人数达到13.52亿人，社保卡普及率高达95.7%，其中第三代社会保障卡持卡人1.38亿人，渗透率约10%。

图表 12：第三代社保卡推广进度

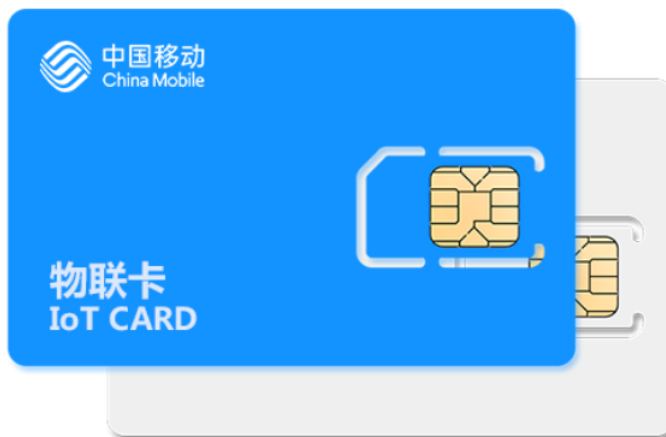
2018	人力资源和社会保障部办公厅	《关于开展具有金融功能的第三代社会保障卡先行启动建设工作的通知》，部分地区将试点发行具有非接触功能的第三代社保卡
2018	湖北、四川、上海、山东	试点第三代社保卡
2019	人力资源和社会保障部办公厅	发布了《关于全面开展电子社会保障卡应用工作的通知》，针对电子社保卡制定了全国统一的标准，将全国社保卡线上身份认证与支付结算服务平台统一
2019	广东、吉林	发行第三代社保卡
2021	河北、山西、浙江	发行第三代社保卡
2022	重庆	发行第三代社保卡

资料来源：太平洋证券研究院整理

（三）物联网市场需求庞大

运营商开始支持物联网卡。物联卡是运营商基于公众物联网，面向物联网用户提供的移动通信接入业务，通过物联网专有的号段，通过专用网元设备支持短信、无线数据和语音等基础通信服务，提供通信连接管理和终端等智能连接服务。

图表 13：物联网卡样式



资料来源：中国移动官网，太平洋证券研究院

物联网是万亿级市场。根据中商情报网的数据，2020 年中国物联网市场规模达 1.66 万亿元，同比增长 10.67%。“物联网+行业应用”的细分市场开始展现，智慧城市、工业物联网、车联网、智能家居、公共安防、智慧物流等成为物联网主要的应用市场，加快驱动物联网应用产品向智能、便捷、低功耗以及小型化方向发展。

图表 14：我国物联网市场预测



资料来源：中商情报网，太平洋证券研究院

工业物联网设备数保持高速增长。根据 GSMA 的数据，截至 2019 年，全球物联

网设备连接数量达到 110 亿个，工业物联网终端数量达到 50 亿。其预测到 2025 年全球物联网终端连接数量将达到 250 亿个，工业物联网终端连接数将达到 140 亿，占全球连接的一半以上，占比大幅增加。

图表 15：全球物联网设备连接数预测



资料来源: GSMA, 中商情报网, 太平洋证券研究院

物联网应用场景多元化。物联网的应用场景包括了智慧企业、工业物联、智慧城市、公共安防、智慧交通、智慧物流、能源环保、智慧商旅、智慧农牧等多个场景。物联网设备多带来的精益化管理能力使得越来越多的场景涌现。

图表 16：物联网使用场景

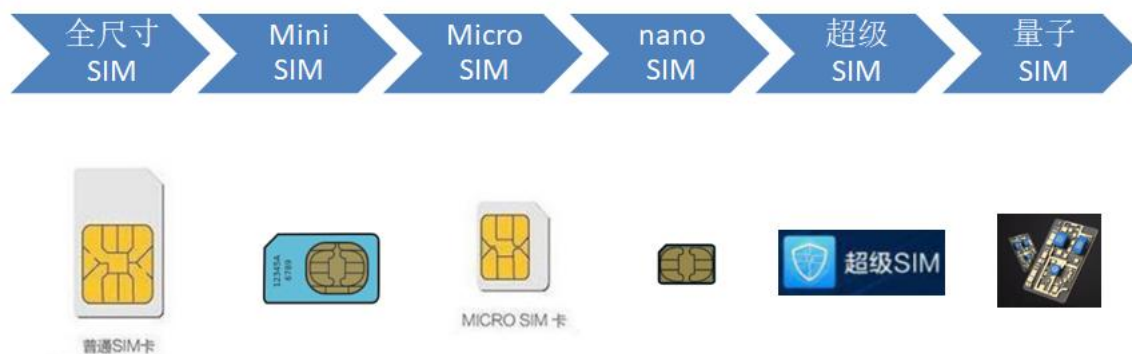
智慧企业	智慧城市	公共安全	智慧交通	智慧物流
企业智能费控解决方案	立体化防控	平安乡村	立体化防控	智慧物流综合解决方案
工业物联	OneZone智慧社区	公安平台对接	车路协同V2X智慧交通解决方案	智慧冷链解决方案
智能仓储货架解决方案	和照明	明厨亮灶解决方案	智能网联汽车前装解决方案	智慧共享托盘方案
广域物联	和易停智慧停车	雪亮工程解决方案	和智行智慧出行解决方案	智慧商旅
智慧运维与网络节能方案	远程抄表解决方案	电梯卫士综合解决方案	和驭·公车管家	新零售
NB网络测试解决方案	OnePark智慧园区解决方案	地灾智能化监测整体解决方案	能源环保	智慧营业厅
智慧室分解决方案	NB智能电表解决方案	火瞳5G智慧校园解决方案	智慧河长制解决方案	智慧酒店解决方案
	NB智慧照明解决方案	智慧安消解决方案	扬尘智能管控解决方案	智慧旅游解决方案
	5G智慧公厕解决方案	智慧燃气解决方案		晓言智能门锁解决方案
	OneBIM 3D可视化平台			智慧农牧
				智慧农业解决方案

资料来源：中国移动官网，太平洋证券研究院

（四）技术更新推动通信 SIM 卡增长

SIM 卡的技术革新层出不穷。SIM 卡的尺寸从最早的全尺寸 SIM，到 mini SIM 卡以及苹果所带来的 micro SIM 卡和 nano SIM 卡，尺寸在不断变小。随着 5G 时代的来临，超级 SIM 卡开始出现。量子 SIM 卡基于量子技术，通过高性能国产 SIM 卡芯片进一步实现了量子加密功能，极大增强通话的安全保密性。

图表 17：通信 SIM 卡发展历史



资料来源：太平洋证券研究院整理

超级 SIM 卡具备多种功能。目前三大运营商积极推进超级 SIM 卡，与传统 SIM 卡相比，超级 SIM 卡具备多种新功能：超大容量，将 SIM 卡和存储卡合为一体，为用户提供额外的存储空间；增加了 NFC 功能，打造校园卡、公交、地铁、轻轨、门禁卡、车钥匙等应用场景；支持数字人民币功能，目前苏州试点的数字人民币钱包功能植入超级 SIM 卡中，通过 NFC 进行数据传输完成数字人民币交易。

图表 18：基于超级 SIM 卡的超级钥匙解决方案



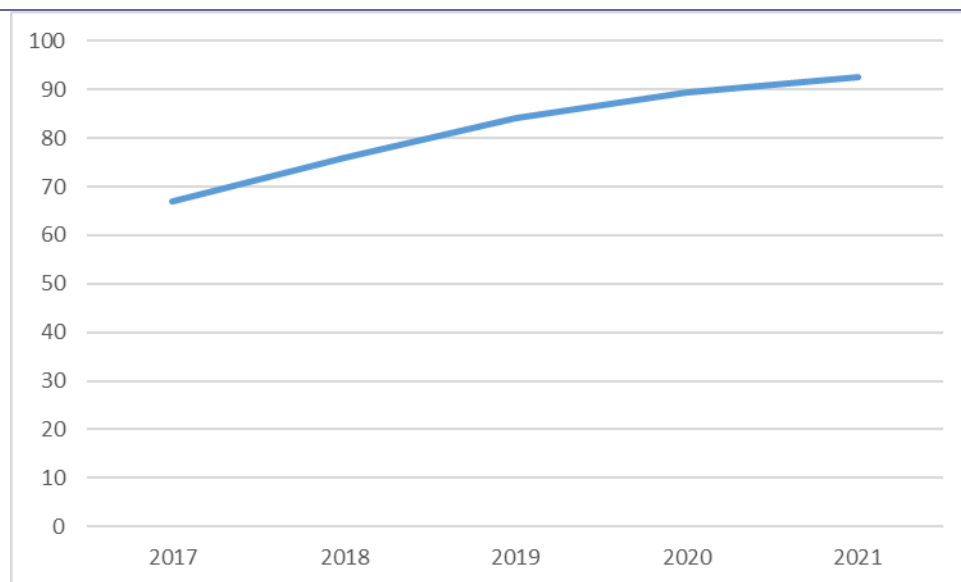
资料来源：紫光国微，太平洋证券研究院

运营商开始试点量子 SIM 卡。2022 年 5 月，中国电信发布业内首款基于量子信息技术的 VoLTE 加密通话产品——天翼量子高清密话。该产品采用国产定制手机、量子安全 SIM 卡和国密算法，通过对 VoLTE 话音数据的加解密，提供了“管-端-芯”一体化安全防护。用户每次发起“量子密话”都会随机抽取卡内密钥校验用户身份，认证通过后再由量子网络实时生成一个新密钥加密会话数据。

（五）银行卡发卡量稳健增长

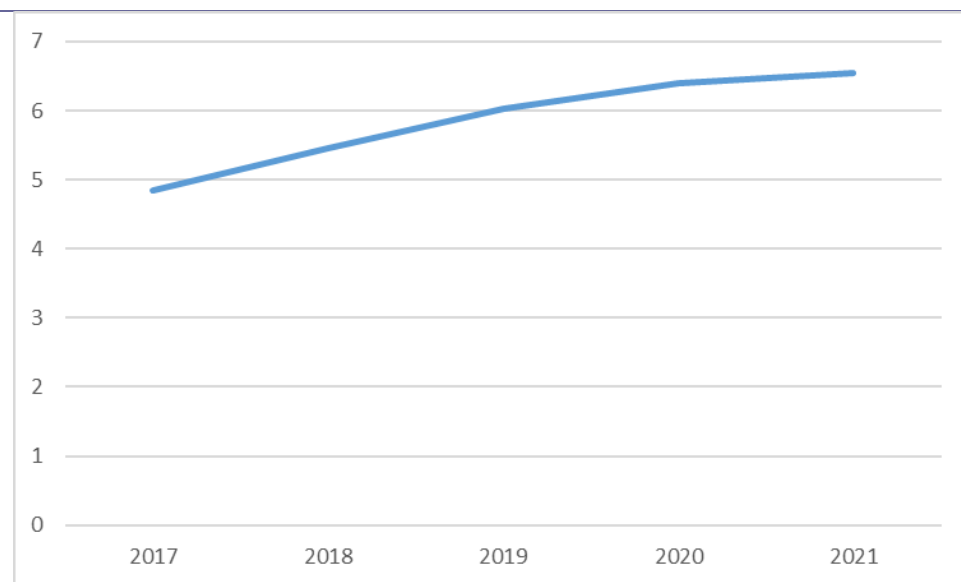
银行卡发卡量稳健增长。根据中国人民银行的数据，截至 2021 年末，全国共开立银行卡 92.47 亿张，同比增长 3.26%。其中，借记卡 84.47 亿张，同比增长 3.30%；信用卡和借贷合一卡 8.00 亿张，同比增长 2.85%。人均持有银行卡 6.55 张，其中，人均持有信用卡和借贷合一卡 0.57 张。

图表 19：全国银行卡使用量（单位：亿张）



资料来源：中国人民银行，太平洋证券研究院

图表 20：全国人均银行卡持卡量（单位：张）



资料来源：中国人民银行，太平洋证券研究院

（六）智能卡硬件、终端与软件的综合提供商

智能卡全产业链产品提供商。公司提供了从智能卡、智能终端到软件及服务的全产业链解决方案。尤其是在社保领域，公司是领先的社保卡提供商，同时提供了金融社保卡、社保卡智能终端以及社保卡公共服务平台解决方案。

图表 21：公司的主要产品

产品大类	主要产品
智能卡	借记卡、信用卡、金融社保卡、SIM 卡、物联网卡、交通卡等
智能终端	社保卡/银行卡自助制领卡一体机、自助触摸查询机、“银政通”企业开办全流程智能服务一体机等
软件及服务	电子档案管理系统、电子档案袋大数据应用平台、社保卡公共服务平台解决方案、档案数字化服务等

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

智能卡产品多样化。在社保卡领域，根据公司的数据，2017-2019 年，公司社保卡销售量分别占当年新增社保卡持卡人数 36.46%、43.81%和 76.89%。在金融卡领域，公司取得了中国银联、Visa、MasterCard、JCB、美国运通、大莱等国内、国际金融卡组织及安全组织的认证。公司取得了中国移动、中国联通、中国电信、中国广电等四大移动通信运营商的 USIM 卡、物联网卡等项目的招标入围并顺利供货。

图表 22：公司智能卡产品具体样式



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

前瞻布局终端产品。公司的终端产品覆盖金融、政府、医疗、商业等领域，与智能卡产品均有较大的协同性。例如，公司自行研发设计的“银政通”企业开办全流程智能服务一体机，可以帮助企业在银行网点自助完成商事登记办理并现场领取营业执照，同时还可享受银行提供的结算、理财、现金管理、授信融资等服务。

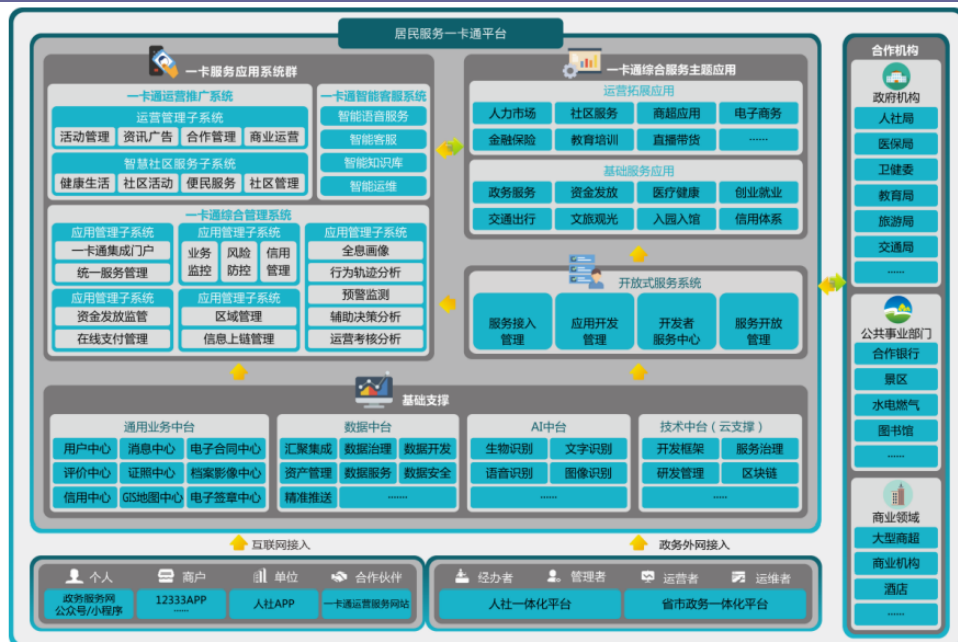
图表 23：公司终端产品

“银政通” 企业开办全 流程智能服 务一体机		功能介绍：一体机业务涵盖商事主体设立全流程及企业金融服务扩展，实现从企业名称自主申报、设立登记、纸质营业执照打印、电子营业执照卡发卡到银行预开户、公章刻制申请、税票申领登记、社保登记、银行授信等一站式全自助服务。 应用场景：市场监督管理局、银行网点、行政服务大厅等。
---	--	---

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

软件占比不断提升。公司积极布局软件业务，依托社保、金融、通信等领域客户服务经验，积极布局智慧政务、“互联网+社保”、智慧档案等业务，提供智慧政府公共服务平台等一体化系统集成解决方案。2021 年，公司软件实现收入 4.77 亿元，占营收比例为 36.44%，相对于去年同期 22.34%大幅提升。

图表 24：公司一卡通服务平台



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

诸多大型客户成为公司重点客户。公司的客户包含商业银行、社保机构、移动通信运营商、一卡通运营公司、高速公路运营公司等。国内四大通信运营商及工、农、中、建等国内四大银行以及湖北、浙江等社保机关都是公司的客户，彰显公司过硬的产品品质。

图表 25：公司拥有诸多大型客户

 中国工商银行 ICBC	 中国农业银行 ABC	 中国银行 BANK OF CHINA
 中国建设银行 China Construction Bank	 交通银行 BANK OF COMMUNICATIONS	 中国邮政储蓄银行 POSTAL SAVINGS BANK OF CHINA
 中国移动 China Mobile	 中国电信 CHINA TELECOM	 中国联通 China unicom
 浦发银行 SPD BANK	 浙商银行 CZBANK	 中信银行 CHINA CITIC BANK
 汉口银行 HKB	 宁波银行 BANK OF NINGBO	 华夏银行 HUAXIA BANK
 兰州银行 BANK OF LANZHOU	 上海银行 Bank of Shanghai	 中原银行 ZHONGYUAN BANK
 湖北省人力资源和社会保障厅 HUBEI PROVINCE HUMAN RESOURCES AND SOCIAL SECURITY DEPARTMENT	 浙江省人力资源和社会保障厅 ZHEJIANG PROVINCE HUMAN RESOURCES AND SOCIAL SECURITY DEPARTMENT	 湖南省人力资源和社会保障厅 HUNAN PROVINCE HUMAN RESOURCES AND SOCIAL SECURITY DEPARTMENT
 吉林省人力资源和社会保障厅 JILIN PROVINCE HUMAN RESOURCES AND SOCIAL SECURITY DEPARTMENT	 深圳市人力资源和社会保障局 SHENZHEN MUNICIPAL HUMAN RESOURCES AND SOCIAL SECURITY DEPARTMENT	 河南省人力资源和社会保障厅 HENAN PROVINCE HUMAN RESOURCES AND SOCIAL SECURITY DEPARTMENT

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

三、数字人民币标准参与者

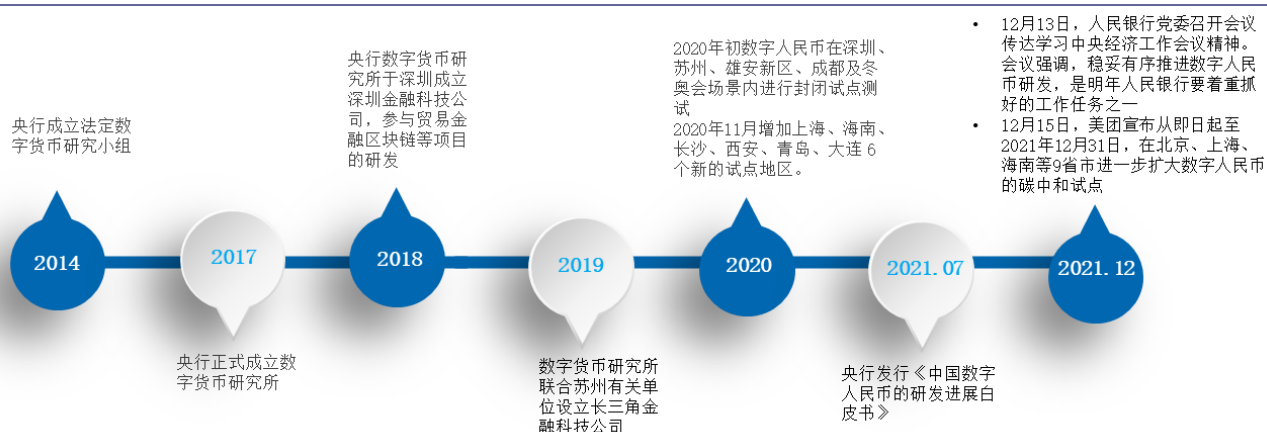
（一）数字人民币发展具备一定的“先行者优势”

数字人民币是国家战略层面的举措。目的是推动人民币国际化，完善人民币在跨境支付方面的竞争力，巩固 CIPS 跨境支付体系；满足数字经济下居民的现金需求，提升普惠金融水平，提高支付体系运行效率，提升央行货币政策的宏观调控能力。

数字人民币发展历程。早在 2014 年，央行便成立法定数字货币研究小组，2017 年成立研究所，立足于数字货币的研究；2020 年在深圳、苏州、雄安新区、成都、上海等地以及冬奥会场景内设立试点；不断丰富数字人民币在不同场景下的支付。2021 年 12 月 15 日-12 月 31 日，美团宣布扩大数字人民币碳中和试点。22 年初，数字人民币 APP 的上线及冬奥会场景的应用部署加速了 DC/EP 的发展进程。

与其他国家央行数字货币相比，我国具备一定的“先行者优势”。我国移动支付的发展在全球处于领先地位，居民移动支付习惯的养成有利于数字人民币的稳步推进。在亚太地区，除中国外其他国家央行数字货币目前仍处于理论研究与试验阶段；美洲地区除巴哈马、委内瑞拉的央行数字货币已经试点与正式流通，其他国家仍处于研发阶段；在欧洲，欧元数字货币在测试阶段，除欧元外其他国家主权数字货币仍在启动或研究阶段。相较于其他国家，我国数字货币进展处于前列。

图表 26：数字人民币发展历程



资料来源：太平洋证券研究院整理

（二）数字人民币运行框架与总体架构

数字人民币按照二元模式的运行框架，核心要素为“一币、两库、三中心”。

- **一币：**由央行担保并签名发行的代表具体金额的加密数字串（法定数字货币）。
- **两库：**央行发行库和商业银行库，同时还包括在流通市场上个人或单位用户的数字货币钱包

发行货币时，央行将数字货币发行给商业银行的数字货币银行库，商业银行向央行缴纳 100%准备金作为数字货币发行基金，进入到央行的数字货币发行库中。

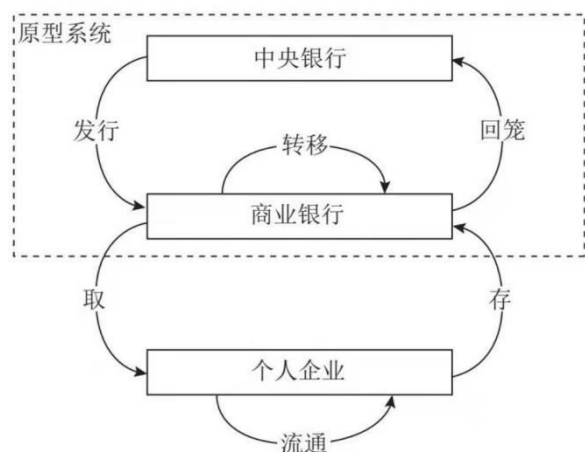
- **三中心：**认证中心、登记中心、大数据分析中心

认证中心：负责集中管理法定数字货币机构及用户身份信息，是系统安全的基本组件，在可控匿名中起到重要作用。认证可采用公开密钥基础设施(PKI)或基于标识的密码技术(IBC)等方式。

登记中心：负责权属登记和流水记录，包括央行数字货币和对应用户身份，法定数字货币产生流通、清点核对及消亡全过程。

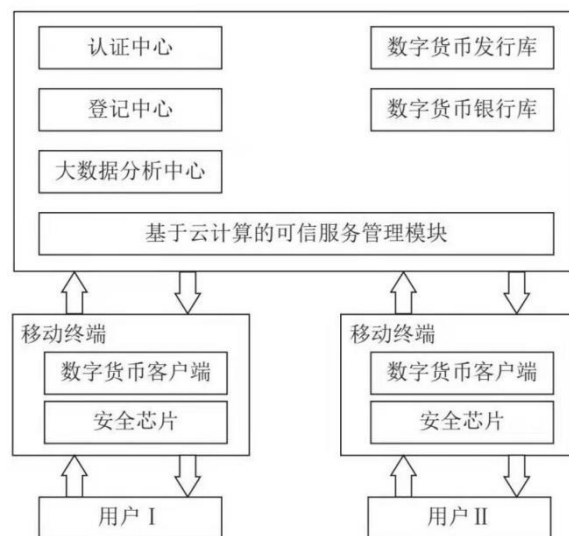
大数据分析中心：依托大数据、云计算等技术，对交易数据进行处理，掌握货币的流通过程并对洗钱等违法行为进行防范，为宏观政策的实施提供数据支持。

图表 27：数字人民币二元模式运行框架



资料来源：姚前《中央银行数字货币原型系统实验研究》，太平洋证券研究院

图表 28：数字人民币“一币、两库、三中心”



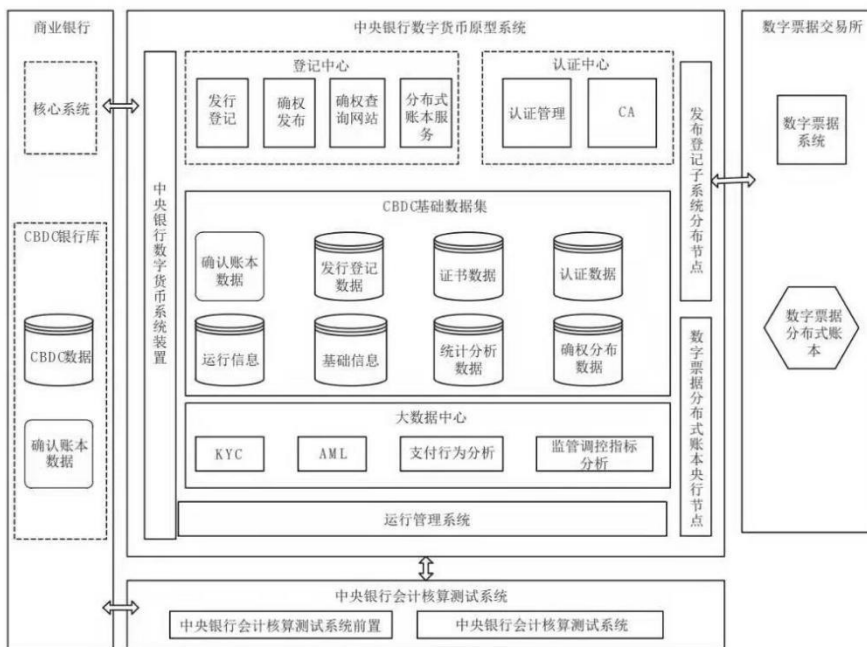
资料来源：姚前《中央银行数字货币原型系统实验研究》，太平洋证券研究院

数字人民币总体架构分为：中央银行相关的中央银行数字货币原型系统和中央银行会计核算测试系统、参与原型实验的商业银行行内系统、作为 CBDC 转移实验场景的数字票据交易平台。

中央银行数字货币原型系统通过与中央银行会计核算测试系统对接，实现 CBDC 发行和回笼机制。商业银行与数字票据交易所是参与原型系统实验的重要参与方，其中，商业银行需对核心系统进行改造，建立其银行库和保存 CBDC，

并与中央银行共同组建分布式账本登记 CBDC 权属信息。数字票据交易所的数字票据分布式账本中加入央行节点,从而实现 CBDC 与数字票据基于分布式账本的 DVP 交易。

图表 29：数字人民币总体架构



资料来源：姚前《中央银行数字货币原型系统实验研究》，太平洋证券研究院

(三) 公司全方位布局数字人民币产品

积极部署数字人民币产品。公司积极参与数字人民币相关技术规范与标准的研究和制定，其数字人民币产品包括用户侧、发行侧、受理侧、系统侧产品均已完成基础技术积累以及原型产品研发，其中用户侧、受理侧以及系统侧已有一部分产品开始商用。公司首家推出了双离线交易功能的数字人民币硬钱包，研发生产了“可视卡硬钱包”。

图表 30：公司数字人民币产品线



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

冬奥会正式加速数字人民币场景试点。2022年冬奥主题数字人民币硬钱包是首次正式面向公众使用的硬钱包。消费者可通过银行网点、硬钱包自助兑换机等渠道获得数字人民币硬钱包，并且用于冬奥会相关产品的购买。公司为2022年北京冬奥会提供了多种形态的硬钱包、受理端产品和系统平台及应用解决方案等相关技术服务，积极参与数字人民币生态工程的建设工作。

图表 31：冬奥会数字人民币试点场景



资料来源：人民资讯，太平洋证券研究院

图表 32：冬奥会数字人民币钱包



资料来源：人民资讯，太平洋证券研究院

四、投资建议

作为智能卡行业的龙头厂商，公司的智能卡业务在社保卡、通信卡领域的发展潜力十足。公司前瞻性的布局了数字人民币相关业务，在国内逐步推广数字人民币的进展下有望受益。预计2022-2024年公司的EPS分别为0.44/0.55/0.71元，给予买入评级。

五、风险提示

社保卡销售不及预期；数字人民币业务不及预期；行业竞争加剧。

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1308.78	1439.66	1785.18	2213.63
营业成本	975.98	964.57	1178.22	1438.86
营业税金及附加	6.41	7.20	8.93	11.07
销售费用	116.26	129.57	160.67	199.23
管理费用	75.86	86.38	107.11	128.39
财务费用	-7.75	-32.06	-35.78	-40.98
资产减值损失	-2.29	5.00	5.00	5.00
投资收益	6.63	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	-0.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.04	218.23	276.07	357.11
其他非经营损益	-27.45	2.57	-1.72	-1.53
利润总额	63.60	220.80	274.36	355.58
所得税	4.78	21.72	25.93	32.92
净利润	58.82	199.08	248.43	322.67
少数股东损益	-3.93	-3.60	-3.60	-3.60
归属母公司股东净利润	62.74	202.68	252.03	326.27
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1025.39	1103.94	1242.24	1407.04
应收和预付款项	566.71	639.08	789.71	976.82
存货	186.36	182.91	224.50	276.28
其他流动资产	1.05	1.15	1.43	1.77
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	165.98	153.90	141.16	127.76
无形资产和开发支出	41.77	34.51	27.26	20.00
其他非流动资产	-240.96	-242.05	-242.05	-242.05
资产总计	2033.45	2160.60	2471.41	2854.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	564.75	573.91	707.41	856.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	94.20	35.33	35.98	36.78
负债合计	658.95	609.24	743.39	893.34
股本	461.14	461.14	461.14	461.14
资本公积	752.79	752.79	752.79	752.79
留存收益	167.75	348.21	528.47	765.49
归属母公司股东权益	1381.68	1562.14	1742.40	1979.42

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	58.82	199.08	248.43	322.67
折旧与摊销	33.23	30.42	30.00	30.66
财务费用	-7.75	-32.06	-35.78	-40.98
资产减值损失	-2.29	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-5.05	-113.78	-58.84	-88.84
其他	13.24	-13.80	-14.51	-15.44
经营活动现金流净额	90.20	74.85	174.29	213.07
资本支出	21.34	-10.00	-10.00	-10.00
其他	53.76	10.00	10.00	10.00
投资活动现金流净额	75.10	0.00	0.00	0.00
短期借款	-30.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	304.20	0.00	0.00	0.00
支付股利	-36.89	-22.22	-71.77	-89.25
其他	-12.01	25.92	35.78	40.98
筹资活动现金流净额	224.56	3.70	-35.99	-48.26
现金流量净额	389.79	78.55	138.30	164.80
财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	27.67%	10.00%	24.00%	24.00%
营业利润增长率	-31.05%	139.70%	26.51%	29.35%
净利润增长率	-42.41%	238.46%	24.79%	29.88%
EBITDA 增长率	-28.12%	85.87%	24.80%	28.30%
获利能力				
毛利率	25.43%	33.00%	34.00%	35.00%
期间费率	20.65%	19.77%	20.00%	19.95%
净利率	4.49%	13.83%	13.92%	14.58%
ROE	4.28%	12.83%	14.38%	16.45%
ROA	2.89%	9.21%	10.05%	11.30%
ROIC	13.98%	26.57%	29.20%	32.75%
EBITDA/销售收入	8.90%	15.04%	15.14%	15.67%
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.69	0.77	0.83
固定资产周转率	8.02	9.71	13.14	18.03
应收账款周转率	2.62	2.46	2.58	2.59
存货周转率	5.40	5.05	5.58	5.58
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.16%	—	—	—

少数股东权益	-7.18	-10.78	-14.38	-17.98
股东权益合计	1374.50	1551.36	1728.02	1961.44
负债和股东权益合计	2033.45	2160.60	2471.41	2854.77
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	116.52	216.58	270.29	346.79
PE	146.18	45.25	36.39	28.11
PB	6.67	5.91	5.31	4.68
PS	7.01	6.37	5.14	4.14
EV/EBITDA	69.58	37.04	29.17	22.26

资料来源：WIND，太平洋证券

资本结构				
资产负债率	32.41%	28.20%	30.08%	31.29%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.84	3.34	3.18	3.09
速动比率	2.54	3.02	2.86	2.77
每股指标				
每股收益	0.14	0.44	0.55	0.71
每股净资产	2.98	3.36	3.75	4.25
每股经营现金	0.20	0.16	0.00	0.00

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。