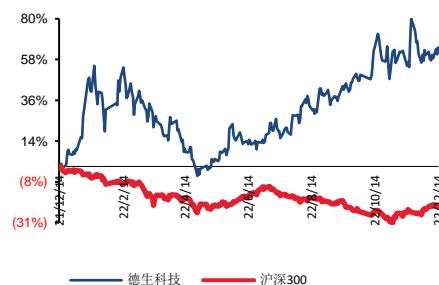




通信 通信设备

## 股权激励计划奠定公司长期成长性，受益数字经济

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 309/214     |
| 总市值/流通(百万元)  | 5,166/3,580 |
| 12个月最高/最低(元) | 22.15/11.05 |

### 相关研究报告:

- 德生科技(002908)《社保卡或是数字人民币最佳载体，政务IT构筑新增长点》--2022/11/16  
 德生科技(002908)《业绩加速增长，数字人民币业务落地》--2022/09/27

证券分析师: 曹佩

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

研究助理: 程漫漫

E-MAIL: chengmm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190122090004

事件: 公司发布《2022年股票期权激励计划(草案)》。

### 点评:

**股权激励计划奠定公司长期成长性。**本次业绩考核 100% 行权条件为: 以 2021 年营业收入为基数, 2023/2024/2025 年营业收入增长率分别不低于 110%/190%/270%, 或以 2021 年扣非后的归母净利润为基数, 2023/2024/2025 年扣非后的归母净利润增长率分别不低于 110%/190%/270%。即 2021-2025 年 CAGR 不低于 38.7%。此次公司制定了较高的业绩考核目标, 彰显公司对于未来增长信心十足。

**股权激励行权价格彰显公司信心。**本次激励计划拟首次授予激励对象为包括公司董事、高管、中层管理人员、核心技术(业务)人员等在内的一共 243 人。拟向激励对象授予股票期权数量为 580 万份, 约占公司股本总额 1.88%; 其中首次授予 465 万份, 约占总股本 1.51%。行权价格为 16.78 元/份。本次激励计划将有利于激发员工工作积极性。

**盈利持续改善, 受益数字经济。**2022 年前三季度公司毛利率 42.62%, 同比提升 2.48%; 净利率 10.94%, 同比提升 1.74pct。2022Q3 收入同比增长 78.97% (2022Q2: 34.71%), 归母净利润同比增长 97.71% (2022Q2: 43.03%), 扣非后的归母净利润同比增长 88.52% (2022Q2: 40.72%)。在业绩高增长的基础上, 公司有望受益于数字人民币的推进与政务 IT 的发展, 我们认为公司未来成长潜力十足。

**投资建议:** 公司是一卡通建设和民生服务领域的领先企业, 凭借相关技术储备与运营经验积极布局数字人民币业务, 在数字经济热潮下, 有望实现新的发展。预计 2022-2024 年公司的 EPS 分别为 0.49/0.76/1.15 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 社保卡需求量增长不及预期; 数字人民币业务落地不及预期; 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) | 742.64 | 1154.14 | 1731.21 | 2596.81 |
| (+/-%)    | 32.03% | 55.41%  | 50.00%  | 50.00%  |
| 净利润(百万元)  | 91.55  | 151.91  | 233.78  | 354.60  |
| (+/-%)    | 26.86% | 65.94%  | 53.89%  | 51.68%  |

|           |      |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.30 | 0.49 | 0.76 | 1.15 |
| 市盈率(PE)   | 56   | 34   | 22   | 15   |

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

| 利润表（百万元）      | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 742.64         | 1154.14        | 1731.21        | 2596.81        |
| 营业成本          | 422.01         | 663.95         | 998.68         | 1499.10        |
| 营业税金及附加       | 4.80           | 3.46           | 5.19           | 7.79           |
| 销售费用          | 89.63          | 138.50         | 199.09         | 298.63         |
| 管理费用          | 50.64          | 80.79          | 121.18         | 181.78         |
| 财务费用          | 1.50           | -0.35          | -0.87          | -1.82          |
| 资产减值损失        | -7.97          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资收益          | 0.55           | 10.00          | 10.00          | 10.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营业利润</b>   | <b>113.55</b>  | <b>167.37</b>  | <b>258.46</b>  | <b>392.61</b>  |
| 其他非经营损益       | -8.81          | -0.01          | -0.45          | -0.43          |
| <b>利润总额</b>   | <b>104.75</b>  | <b>167.36</b>  | <b>258.00</b>  | <b>392.18</b>  |
| 所得税           | 11.39          | 15.45          | 24.22          | 37.58          |
| 净利润           | 93.36          | 151.91         | 233.78         | 354.60         |
| 少数股东损益        | 1.82           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 归属母公司股东净利润    | 91.55          | 151.91         | 233.78         | 354.60         |
|               |                |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 284.34         | 230.83         | 346.24         | 519.36         |
| 应收和预付款项       | 576.11         | 849.95         | 1286.18        | 1939.54        |
| 存货            | 123.36         | 205.34         | 313.29         | 475.25         |
| 其他流动资产        | 3.26           | 3.63           | 5.45           | 8.17           |
| 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     | 20.37          | 25.94          | 30.84          | 35.08          |
| 无形资产和开发支出     | 308.85         | 284.90         | 260.94         | 236.99         |
| 其他非流动资产       | -260.15        | -262.47        | -262.47        | -262.47        |
| <b>资产总计</b>   | <b>1343.30</b> | <b>1625.28</b> | <b>2267.64</b> | <b>3239.08</b> |
| 短期借款          | 53.38          | 89.33          | 293.51         | 597.61         |
| 应付和预收款项       | 256.76         | 391.92         | 586.77         | 887.08         |
| 长期借款          | 41.31          | 41.31          | 41.31          | 41.31          |
| 其他负债          | 122.30         | 106.74         | 158.59         | 236.10         |
| <b>负债合计</b>   | <b>473.75</b>  | <b>629.30</b>  | <b>1080.18</b> | <b>1762.10</b> |
| 股本            | 200.93         | 308.43         | 308.43         | 308.43         |
| 资本公积          | 313.91         | 206.41         | 206.41         | 206.41         |
| 留存收益          | 342.89         | 469.32         | 660.81         | 950.32         |
| 归属母公司股东权益     | 856.06         | 982.48         | 1173.97        | 1463.49        |
| <b>少数股东权益</b> | <b>13.49</b>   | <b>13.49</b>   | <b>13.49</b>   | <b>13.49</b>   |

| 现金流量表（百万元）        | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润               | 93.36         | 151.91        | 233.78        | 354.60        |
| 折旧与摊销             | 13.05         | 30.70         | 29.05         | 29.72         |
| 财务费用              | 1.50          | -0.35         | -0.87         | -1.82         |
| 资产减值损失            | -7.97         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 经营营运资本变动          | -71.72        | -221.45       | -299.89       | -440.51       |
| 其他                | -41.17        | -13.52        | -9.42         | -9.70         |
| <b>经营活动现金流量净额</b> | <b>-12.95</b> | <b>-52.70</b> | <b>-47.34</b> | <b>-67.71</b> |
| 资本支出              | -305.25       | -10.00        | -10.00        | -10.00        |
| 其他                | 294.35        | 10.00         | 10.00         | 10.00         |
| <b>投资活动现金流量净额</b> | <b>-10.89</b> | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| 短期借款              | -4.60         | 35.95         | 204.18        | 304.10        |
| 长期借款              | 41.31         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 股权融资              | 2.01          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 支付股利              | -20.09        | -25.49        | -42.29        | -65.08        |
| 其他                | -10.58        | -11.27        | 0.87          | 1.82          |
| <b>筹资活动现金流量净额</b> | <b>8.05</b>   | <b>-0.81</b>  | <b>162.75</b> | <b>240.83</b> |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>-15.79</b> | <b>-53.51</b> | <b>115.41</b> | <b>173.12</b> |
| 财务分析指标            | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 销售收入增长率           | 32.03%        | 55.41%        | 50.00%        | 50.00%        |
| 营业利润增长率           | 18.18%        | 47.39%        | 54.43%        | 51.91%        |
| 净利润增长率            | 29.51%        | 62.71%        | 53.89%        | 51.68%        |
| EBITDA 增长率        | 19.75%        | 54.35%        | 44.97%        | 46.70%        |
| <b>盈利能力</b>       |               |               |               |               |
| 毛利率               | 43.17%        | 42.47%        | 42.31%        | 42.27%        |
| 期间费率              | 28.92%        | 28.97%        | 27.95%        | 27.43%        |
| 净利率               | 12.57%        | 13.16%        | 13.50%        | 13.66%        |
| ROE               | 10.74%        | 15.25%        | 19.69%        | 24.01%        |
| ROA               | 6.95%         | 9.35%         | 10.31%        | 10.95%        |
| ROIC              | 14.12%        | 15.80%        | 17.93%        | 19.67%        |
| EBITDA/销售收入       | 17.25%        | 17.13%        | 16.56%        | 16.19%        |
| <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| 总资产周转率            | 0.63          | 0.78          | 0.89          | 0.94          |
| 固定资产周转率           | 37.04         | 52.88         | 63.97         | 82.09         |
| 应收账款周转率           | 1.68          | 1.77          | 1.78          | 1.76          |
| 存货周转率             | 3.72          | 3.77          | 3.71          | 3.70          |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 88.21%        | —             | —             | —             |
| <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |

|                  |              |              |              |              |                 |        |        |        |        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>股东权益合计</b>    | 869.55       | 995.98       | 1187.46      | 1476.98      | <b>资产负债率</b>    | 35.27% | 38.72% | 47.63% | 54.40% |
| <b>负债和股东权益合计</b> | 1343.30      | 1625.28      | 2267.64      | 3239.08      | <b>带息债务/总负债</b> | 19.99% | 20.76% | 31.00% | 36.26% |
| <b>业绩和估值指标</b>   | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>流动比率</b>     | 2.30   | 2.21   | 1.89   | 1.71   |
| EBITDA           | 128.10       | 197.72       | 286.64       | 420.51       | <b>速动比率</b>     | 2.02   | 1.86   | 1.58   | 1.44   |
| PE               | 56.40        | 33.99        | 22.09        | 14.56        | <b>每股指标</b>     |        |        |        |        |
| PB               | 5.94         | 5.18         | 4.35         | 3.50         | <b>每股收益</b>     | 0.30   | 0.49   | 0.76   | 1.15   |
| PS               | 6.95         | 4.47         | 2.98         | 1.99         | <b>每股净资产</b>    | 2.82   | 3.23   | 3.85   | 4.79   |
| EV/EBITDA        | 24.69        | 25.49        | 17.89        | 12.51        | <b>每股经营现金</b>   | -0.04  | -0.17  | -0.15  | -0.22  |

资料来源：Wind, 太平洋证券

## 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    | 巩贊阳 | 18641840513  | gongzy@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 常新宇 | 13269957563  | changxy@tpyzq.com  |
| 华北销售    | 佟宇婷 | 13522888135  | tongyt@tpyzq.com   |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111  | chenhm@tpyzq.com   |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759  | xulm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 胡亦真 | 17267491601  | huyz@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 李昕蔚 | 18846036786  | lixw@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售    | 张国锋 | 18616165006  | zhanggf@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 胡平  | 13122990430  | huping@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  | zhafli@tpyzq.com   |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912  | zhangzy@tpyzq.com  |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506  | heyw@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 陈宇  | 17742876221  | cheny@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 李艳文 | 13728975701  | liyw@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 袁进  | 15715268999  | yuanjin@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经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：  
91530000757165982D。

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。