

## 转型数据服务初见成效，算力租赁有望后发先至

➤ **由商业客流分析龙头，发展为人工智能与大数据应用方案提供商。**公司业务定位为综合运用人工智能、大数据等技术，赋能线下实体商业、政务等各行业，为客户提供行业数字化解决方案。公司转型数字服务商取得一定进展。数字商业方面，公司业务可具体展开为数据服务业务和数据采集业务。数字政务方面，公司充分发挥AI和大数据能力，多维度赋能政企客户数字化转型。随着经济复苏和线下商业的回暖，在商业地产、旅游街区、展览场馆、产业园区、交通枢纽等人群聚集场所客流人数或大幅增长；而汇纳科技作为国内视频客流数据采集和分析领域的领头羊，具有卡位消费数据要素、市占率高、覆盖面广的先发优势。

➤ **持续研发，以“人工智能+大数据”技术赋能“零售+政务”。**公司研发投入和研发投入营收占比近年来持续处于高位，公司不断打磨在AI、大数据和数据科学方面的技术实力。AI算法方面，公司持续迭代数据采集核心算法，提升复杂场景下的适应度以此提升数据采集产品市场竞争力。卡位商业流量数据，数据服务业务有望享受数据要素行业发展红利成为新的增长方向。零售业务方面，消费诉求趋向理性和个性化，实现精准“人货匹配”或为实体零售发展关键。公司在不同场景下提供了多款产品，为线下零售商的流量精细化运作提供实施工具。

➤ **积极布局算力和数字人业务，打通AI从基础设施供给侧到应用侧全链条。**公司陆续布局算力租赁业务和数字人业务。随着人工智能浪潮持续加速，云计算和虚拟化技术不断进步，互联网、科技企业纷纷推出AI大语言模型，并相应地催生了算力云端租赁服务的兴起。公司正加速推进全端口、多维度的算力布局成立合资公司，布局算力租赁业务提供支撑。2023年9月，公司与并济科技共同出资设立四川汇算智算科技有限公司，并济科技具备行业先发优势、稳定客户资源、持续设备采购能力与稀缺算力资源等核心竞争优势。同时，参股来画科技，拓展行业应用边界，利用数字人等相关AGC技术赋能现有业务场景。

➤ **投资建议：**增长点来自于商业服务业复苏和算力租赁业务。商业服务这一块受益于经济复苏和线下商业恢复，公司作为国内视频客流数据采集和分析领域的领头羊，具有卡位消费数据要素、市占率高、覆盖面广的先发优势。公司通过与四川并济共同出资设立合资公司四川汇算智算科技有限公司（汇纳科技占股51%），进入算力租赁业务。预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.41亿、1.71亿和2.16亿元，EPS分别为0.34、1.41、1.77元，对当前股价PE分别为81、19、15倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**算力租赁领域行业竞争加剧；AI技术落地不及预期；业务发展不及预期。

**推荐**
**首次评级**
**当前价格：**
**27.36元**

**分析师 吕伟**

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	361	539	1,089	1,359
增长率（%）	-7.0	49.3	102.0	24.8
归属母公司股东净利润（百万元）	-38	41	171	216
增长率（%）	-206.0	208.8	318.0	26.1
每股收益（元）	-0.31	0.34	1.41	1.77
PE	/	81	19	15
PB	3.2	3.1	2.7	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年9月27日收盘价)

# 目录

<b>1 由商业客流分析龙头，发展为人工智能与大数据应用方案提供商 .....</b>	<b>3</b>
1.1 十年技术积累，打造核心产品矩阵 .....	3
1.2 业绩表现受疫情影响有所下滑，始终重视研发投入 .....	5
<b>2 持续研发，以“人工智能+大数据”技术赋能“零售+政务” .....</b>	<b>7</b>
2.1 公司拥有全栈技术、产品和能力，AI 和大数据技术实力不断提升 .....	7
2.2 ”人工智能+大数据“赋能实体零售 .....	7
2.3 ”人工智能+大数据“赋能政务 .....	9
<b>3 卡位商业流量数据，数据服务业务有望享受数据要素行业发展红利成为新的增长极 .....</b>	<b>10</b>
3.1 数据成为关键发展要素 .....	10
3.2 公司卡位商业流量数据 .....	13
3.3 数据与运维服务有望成为新的增长极 .....	14
<b>4 差异化积极布局算力业务，打造从算力到数字人应用全产业链 .....</b>	<b>16</b>
4.1 大模型赋能数字经济新生产力，算力租赁市场前景广阔 .....	16
4.2 拓宽赛道，进军投资算力差异化 .....	17
4.3 深耕数字内容创作领域，拓展服务边界 .....	18
<b>5 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>20</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	20
5.2 估值分析与投资建议 .....	21
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>23</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>25</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>25</b>

# 1 由商业客流分析龙头，发展为人工智能与大数据应用方案提供商

## 1.1 十年技术积累，打造核心产品矩阵

公司已发展成为人工智能和大数据应用方案提供商，业务定位为综合运用人工智能、大数据等技术，赋能线下实体商业和政务等各行业，为客户提供行业数字化解决方案。公司于 2004 年成立，2017 年在创业板挂牌上市。2020 年之前，公司始终致力于线下实体商业消费行为数据的采集分析，2020 年，公司通过与商务部达成战略合作，布局数字政务领域，2021 年，公司通过收购多金融科技，布局数字政法领域。历经 19 年的落地实践，当前公司为 2500+ 家购物中心及百货商场客户、近 1000 家零售品牌客户和 700+ 家政府及公共机构客户提供服务，服务覆盖门店超过 160000 家。

图1：公司发展历程

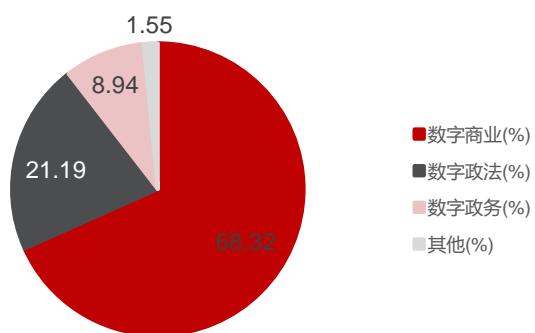


资料来源：汇纳科技官网，民生证券研究院整理

当前，公司已布局形成数字商业、数字政务两大业务板块，转型数字服务商取得一定进展。2020 年及以前，公司收入主要来源于赋能实体商业。2021 年以来，数字政务的营收占比有所上升。数字商业仍是公司最主要的收入来源，2022 年数字商业收入占总营业收入的 68%。按产品分类，2022 年公司数据服务产品营收为 9754.45 万元，同比大幅增长 43.30%，占总营业收入的 27.01%，体现出公司向数字服务商转型取得了一定的进展。

**图2：公司 2018-2022 各主营业务营收情况**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**图3：公司 2022 年主营业务营收占比情况**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**数字商业方面，公司业务可具体展开为数据服务业务和数据采集业务。**数据服务业务方面，公司持续为耐克、欧莱雅等头部品牌提供数据服务产品，向苹果等不同用户提供专属数据支持，同时利用自身实体商业数字底座资源为多个头部品牌提供 AI 建模服务。数据采集业务方面，2022 年，公司在百购端新增签约招商、百联等项目，在零售品牌端新增签约优衣库、vivo 等一线品牌。同时发力存量客户二次开发，为购物中心提供了多种数字化升级方案。

**图4：公司数字商场解决方案**


资料来源：汇纳科技官网, 民生证券研究院

**图5：公司数字门店解决方案**


资料来源：汇纳科技官网, 民生证券研究院

**数字政务方面，公司充分发挥 AI 和大数据能力，多维度赋能政企客户数字化转型。**公司利用“汇客云”实体商业数据底座能力，为国家商务部和地方部门提供常态化实体商业客流监测服务；利用客流采集和数据分析能力，进一步提升在党群服务阵地等公共空间的产品覆盖率，完成了上海市党群阵地体系态势感知分析平台建设；深化 WDP Studio 产品的研发和迭代，为政府和国有企业客户提供数据

资源管理、治理和数据应用开发和服务。

## 1.2 业绩表现受疫情影响有所下滑，始终重视研发投入

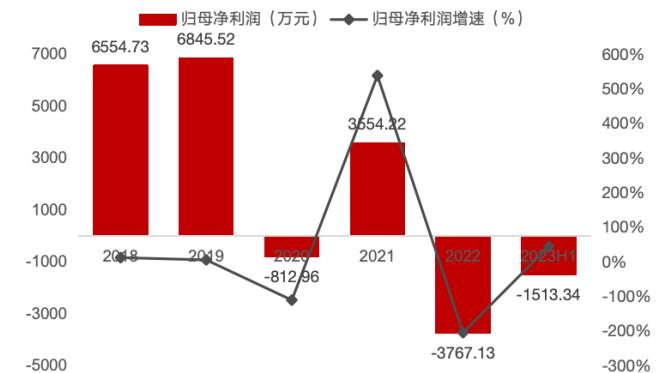
**公司近年业绩表现受疫情影响有所下滑。**2020年，公司外部受到疫情影响，内部正处于数据服务业务转型阶段，营业收入同比下降32.65%，归母净利润亏损812.96万元。2021年，公司营业收入大幅上升，主要系公司数字商务业务得到改善，新业务增长以及收购多融科技所致，公司归母净利润大幅上升，主要系营业收入大幅增加、转让北京码牛股权实现收益以及股份支付费用回冲所致。2022年，受到外部环境影响，公司营业收入有所下滑，加之计提商誉计提增加和非经常性损益前期基数较大，公司归母净利润出现大幅下降。

图6：公司2018-2023H1收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

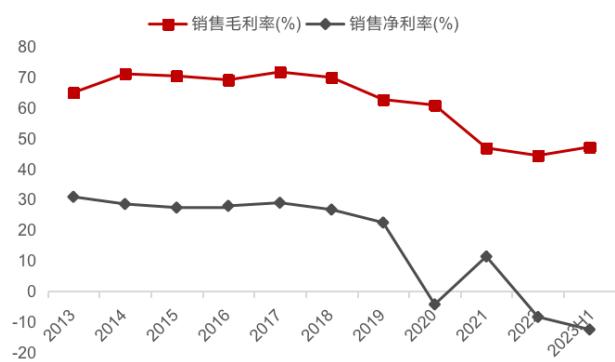
图7：公司2017-2023H1归母净利润及增速



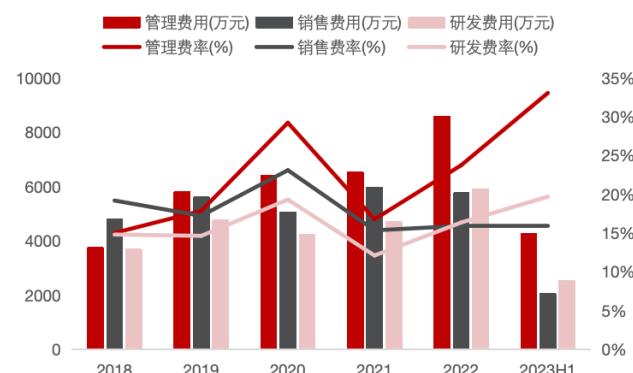
资料来源：wind，民生证券研究院

**公司毛利率近两年小幅下降。**2020年之前，公司毛利率维持在60%以上。近两年公司毛利率出现了一定程度的下滑。一方面，数字政务和数字政法板块营收占比上升，而两个板块的毛利率相对较低，对毛利率有一定的影响；另一方面，数字商业方面，疫情影响下，新增线下店面减少等因素对该板块的毛利率也造成了一定程度的影响。

**公司三费基本保持稳定，研发费率保持10%以上。**近五年来，公司管理费率、销售费率和研发费率基本保持稳定，研发费率保持在10%以上。2020年由于营业收入降幅较大，三费率均有所上升。2022年公司加大人工智能及大数据产品和业务的研发投入，研发费用和研发费用率均在一定程度的上升。

**图8：公司毛利率和净利率变化情况**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**图9：公司三费及三费率情况**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**公司始终重视研发，2019年以来研发投入营收占比基本在20%以上，研发人员占比稳步上升。**公司研发投入从2018年的3690.69万元上升至2022年的7680.77亿元，自2019年起研发投入占营收比值基本在20%以上。研发人员数量从2018年133人上升至2022年339人，研发人员占比从20.52%上升至38.36%。

## 2 持续研发，以“人工智能+大数据”技术赋能“零售+政务”

### 2.1 公司拥有全栈技术、产品和能力，AI 和大数据技术实力不断提升

公司研发投入和研发投入营收占比近年来持续处于高位，公司不断打磨在**AI、大数据和数据科学方面的技术实力**。AI 算法方面，公司持续迭代数据采集核心算法，立足于行业领先的多特征融合行人 Re-ID 技术能力，业内首推顶视频 Re-ID 和斜照 Re-ID 融合技术并开发新一代行人识别系统，提升复杂场景下的适应度，大大提升公司数据采集产品市场竞争力。在数据价值挖掘上，公司基于实体商业数字底座，运用人工智能学术研究中前沿的可解释的人工智能算法，基于投射模型实时投射并动态生成全国范围实体商业客流大数据，为后续面向品牌零售及政务的数据服务产品开发迭代打下坚实基础。

图10：公司拥有全栈技术、产品和能力

#### 全栈技术、产品和能力



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图11：公司主要技术

#### 主要技术



资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 2.2 “人工智能+大数据”赋能实体零售

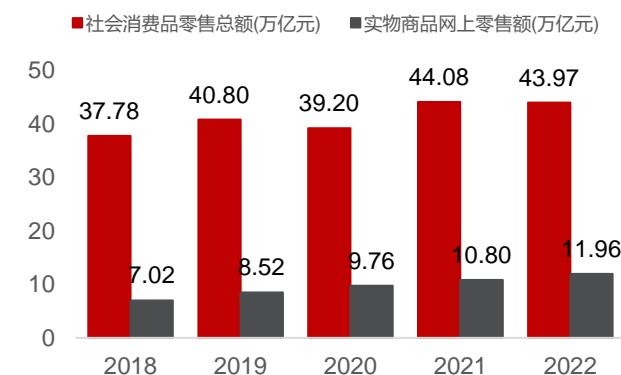
#### 2.2.1 消费诉求趋向理性和个性化，数字商业解决方案市场空间较大

**消费诉求趋向理性和个性化，实现精准“人货匹配”或为实体零售发展关键。**从消费者角度来看，一方面，消费者在日常生活必需支出方面注重性价比；另一方面，在一些强情感链接、非必需支出的品类，消费者反而不吝支付一定溢价，以获得差异化、更能彰显自身个性和品位的产品。这对零售商来说是挑战也是机遇，前提是商家能够找准自身价值定位，对覆盖客群有深刻洞察，从而做到精准的“人货匹配”。我们认为，基于客流分析，促进企业向“智能化”转型和实现“人货匹配”，

可以从客单价、复购率、整体运营效率等多方面提高实体零售绩效。

**数字商业解决方案市场空间较大。**经过十余年的发展，我国线下商业实体业态丰富，数量繁多，既包括百货商场等中大型线下商业实体，也包括品牌店铺等各类小型线下商业实体。而这些线下实体在线上零售的迅速发展过程中多面临着经营压力，亟待转型，因此数字商业解决方案市场天花板较高。根据《2022年中国零售数字化白皮书》，零售企业数字化转型大致可以分成如下四个进程：①信息化；②线上化；③智能化；④平台化/生态化。根据白皮书调研结果，我国大多数零售企业都处于探索2.0阶段，向3.0阶段迈进的状态。

**图12：线下零售实体亟待转型**



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

**图13：零售企业大多处于向3.0阶段迈进的状态**



资料来源：《2022年中国零售数字化白皮书》，民生证券研究院

## 2.2.2 公司深耕客流分析行业，基于客流分析提供流量运营方案

**公司在不同场景下提供了多款产品，为线下零售商的流量精细化运作提供实施工具。**公司为商场方提供了AI智能客流解决方案、商场大数据服务解决方案，AI导视解决方案以及元宇宙建设运营方案；为品牌方提供了智慧门店AI客流解决方案、品牌门店大数据服务解决方案、智慧门店远程巡店解决方案和智慧门店商显解决方案。2022年，在数据服务业务方面，公司持续为耐克、欧莱雅等头部品牌提供数据服务产品，向苹果等不同用户提供专属数据支持，同时利用自身实体商业数字底座资源为多个头部品牌提供AI建模服务。在数据采集业务方面，2022年，公司在百购端新增签约招商、百联等项目，在零售品牌端新增签约优衣库、vivo等一线品牌。同时发力存量客户二次开发，为购物中心提供了多种数字化升级方案。

**公司深耕客流分析行业19年，在提供解决方案的过程中具有数据资源优势和技术领先优势。**由于数据采集设备具有一定的转换成本，且数据的采集需要时间积累，公司在数据资源方面的优势难以被赶超。技术方面，公司近年来大量投入研发，

具有全栈技术、能力和品牌，在数字商业相关的 AI 和大数据技术领域具有一定的积累。

## 2.3 “人工智能+大数据”赋能政务

### 2.3.1 政策支持，数字政务市场增长可期

**政务数字化受到政策大力支持。**党的十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》对坚持和完善中国特色社会主义行政体制，构建职责明确、依法行政的政府治理体系进行了重要部署，提出深入推进“放管服”改革、建设数字政府、构建全国一体化政务服务平台、加强数据有序共享等重点任务。《“十四五”规划》强调要加快建设数字经济、数字社会、数字政府，建设数字中国。在建设数字政府方面，纲要提及要加强公共数据开放共享、推动政务信息化共建共用、提高数字化政务服务效能。2021年12月，中央网络安全和信息化委员会印发《“十四五”国家信息化规划》，对我国“十四五”时期信息化发展作出部署安排。规划指出，到2025年，数字政府建设水平全面提升。规划提出着力提升数字政府建设水平，部署打造协同高效的数字政府服务体系任务，加快政府职能转变，推动有效市场和有为政府更好结合，打造服务型政府的重大任务。

**数字政务增长未来可期。**根据前瞻产业研究院有关数据，2020年国电子政务市场规模为3,682亿元，同比增长9.10%，2014至2020年年化复合增长率为12.21%。前瞻产业研究院预计，随着中国政府治理精准化、公共服务便捷化、基础设施集约化水平越来越高，中国电子政务市场将在较长时间内保持较平稳增长，到2025年中国电子政务市场规模将近6,000亿元，2020-2025年年化复合增长率保持在10%以上。

### 2.3.2 公司充分发挥AI和大数据能力，多维度赋能政企客户转型

基于在商业零售领域丰富的工具和成功经验，公司为国家商务部、上海市商务委、北京市商务局提供多项客流分析数据，并承接了政务平台的开发及应用项目，初步形成了城市商业大数据平台、城市公共空间态势感知分析平台、政务大数据平台。2022年公司城市公共空间态势感知分析平台已经覆盖全市所有16个区县、近500家党群服务阵地，较上年度增加25%。商务部消费促进司与汇纳科技自2020年起便达成战略合作，双方共建“新消费试验基地”，利用汇纳科技“汇客云”平台的能力，通过建立实体商业运行趋势预测等人工智能决策模型，促进实体商业消费升级，推动实体商业消费市场繁荣发展。以全面适应国家信创战略要求为核心，深化WDP Studio（汇纳数据治理中心）产品的研发和迭代，为政府和国有企业客户提供数据资源管理、治理和数据应用开发和服务，赋能客户数字化转型。

### 3 卡位商业流量数据，数据服务业务有望享受数据

#### 要素行业发展红利成为新的增长极

##### 3.1 数据成为关键发展要素

**政策不断出台，数据要素产业全面启航。**2019年党的十九届四中全会首次将数据列为生产要素，表明国家大力发展战略经济的决心，并标志着数据从资源向要素的转变。2020年4月，中共中央、国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，明确将数据市场与土地市场、劳动力市场、资本市场和技术市场列为加快培育的五大核心生产要素市场之一，数据要素进入市场化阶段。2022年12月，国务院发布“数据二十条”，确立了数据要素发展顶层指导框架。2023年3月，国家数据局成立，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等。地方层面，多个省市密集发布数据要素相关政策，数据要素产业进入实质性落地阶段。

**表1：数据要素相关政策汇总**

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2019年10月	中共中央委员会	《关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	首次公开提出“数据可作为生产要素按贡献参与分配”，明确将“数据”作为生产要素，健全各种生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制。
2020年4月	中共中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	指出将数据作为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素，要求“加快培育数据要素市场”。
2020年5月	中共中央、国务院	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	提出建立数据资源清单管理机制，完善数据权属界定、开放共享、交易流通等标准和措施，发挥社会数据资源价值。
2021年3月	十三届全国人大四次会议	《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》	明确提出培育规范的数据交易平台和市场主体，发展数据资产评估、登记结算、交易撮合、争议仲裁等市场运营体系。
2021年6月	第十三届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国数据安全法》	规范数据处理活动，保障数据安全，促进数据开发利用，保护个人、组织的合法权益，维护国家主权、安全和发展利益。
2021年11月	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	要求加快培育数据要素市场，构建稳定高效产业链，打造繁荣有序产业生态，筑牢数据安全保障防线。
2021年12月	国务院	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	进一步破除阻碍要素自主有序流动的体制机制障碍，提升要素协同配置效率作出部署；加快技术、数据、资源环境市场培育

和规则建设；健全要素市场治理和促进要素协同配置。

2021年12月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	规范数据交易管理，提升数据交易效率，建立健全数据资产评估、登记结算、交易撮合、争议仲裁等市场运营体系。
2022年4月	中共中央、国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	提出要加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范。
2022年10月	国务院	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	提出要加强数据汇聚融合、共享利用，促进数据高效流通使用，充分释放政务数据资源价值，强化数据安全保障，促进数据依法有序流动。
2022年12月	中央中央、国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	确立数据要素市场的四大原则体系：“数据产权、流通交易、收益分配、安全治理”，推动健全数据确认授权机制，完善和规范数据流动规则，有序发展数据跨境流通和交易。
2022年12月	财政部	《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》	拟对数据资源的相关会计处理做出规定，明确现阶段数据资源会计处理应当按照企业会计准则执行。
2022年12月	中共中央、国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	以数据产权制度、流通交易制度、收益分配制度、治理制度为核心，明确了数据要素市场制度建设的基本框架、前进方向和工作重点，初步形成我国数据基础制度的“四梁八柱”
2023年2月	中共中央、国务院	《数字中国建设整体布局规划》	指出要夯实数字中国建设基础，强化数字中国关键能力，优化数字化发展环境，明确提出“构建国家数据管理体制机制，健全各级数据统筹管理机构。
2023年3月	国务院	《国务院机构改革方案》	组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等。
2023年6月	上海市	《立足数字经济新赛道 推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025）》	以上海数据交易所为核心抓手，统筹联动张江科学城范围内数据要素功能平台和产业园区，打造“一核三园两港”空间布局，目标成为数据要素交易流通枢纽地、产业发展引领区和应用场景示范区，打造全国首个数据要素产业集聚区。

2023 年 6 月

北京市

《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》

推动建立供需高效匹配的多层次数据交易市场，充分挖掘数据资产价值，培育一批数据要素型领军企业。力争到 2030 年本市数据要素市场规模达到 2000 亿元，形成数据服务产业集聚区。

2023 年 6 月

深圳市

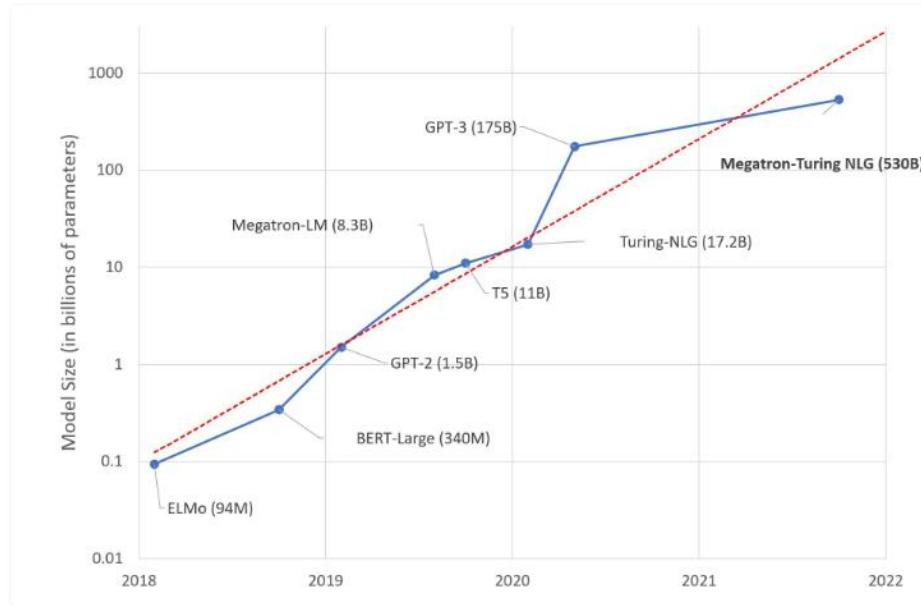
《深圳市数据产权登记管理暂行办法》

合法取得数据资源或产品的登记主体享有相应的数据资源持有、数据加工使用和数据产品经营等相关权利；经登记机构审核后获取的数据资源或数据产品登记证书、数据资源许可凭证，可作为数据交易、融资抵押、数据资产入表、会计核算、争议仲裁的依据。

资料来源：中国政府网，财政部，中国人大网等，民生证券研究院整理

**产业大模型更适合商业化落地，产业数据积淀成为壁垒。**据 OpenAI 披露，GPT-3.5 的文本语料多达 45TB，相当于 472 套中国四大名著，大模型对于数据量的要求可见一斑。相较于通用大模型，产业大模型能够针对细分领域场景、解决实际问题产业数据，更容易商业化落地。产业数据往往直接或间接影响着产业大模型的技术迭代速度、模型精准度和业务专业度，而出于隐私安全等考虑，产业数据的获取较难，是产业模型发展的壁垒。

**图14：大模型的训练离不开大数据**



资料来源：《Large Language Models: A New Moore's Law?》，民生证券研究院

## 3.2 公司卡位商业流量数据

多年客流分析龙头，公司“汇客云”实体商业大数据平台上留存的可用于二次计算的线下商业客流相关数据资源规模为国内最大。随着数据服务理念的逐步深入以及公司数据服务战略的不断推进，“汇客云”平台用户接入数量的增速还在逐年增长，为公司不断开拓各类数据产品及服务奠定基础。在此基础上，公司持续通过自采、收购及合作等方式，不断扩大平台数据规模、丰富数据维度、提升数据准确度，持续优化平台性能及数据治理能力、提升平台安全性和合规性，建成了包含商业环境、商圈概况、商场基础信息、商场品牌库、互联网数据等的实体商业数据底座，并持续迭代。由于线下消费行为数据采集点高昂转换成本的存在，行业多年积淀所累积的数据入口价值将是先行者的天然竞争壁垒。

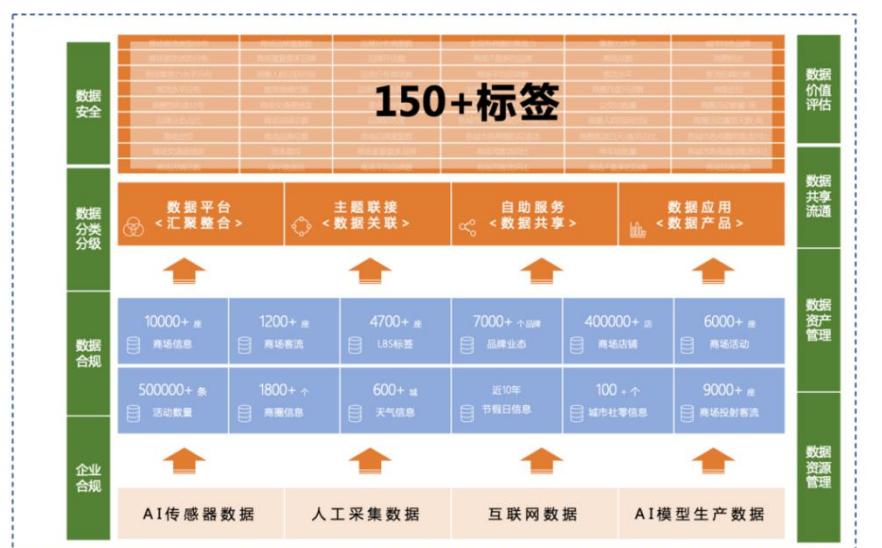
图15：“汇客云”实体商业大数据平台



资料来源：汇客云官方网站，民生证券研究院

2015年上线“汇客云”，公司积累了实体零售客流数据的采集、处理相关的丰富经验。”汇客云”的数据来源主要通过AI传感器、人工采集、互联网以及AI模型生产四大渠道。在此基础上，数据管理团队通过对数据脱敏、清洗、标注、加工等处理，最终形成了汇客云“实体商业数字底座”。基于汇客云数据底座所拥有的丰富的数据维度和体量，在实体商业运营的诊断、评估、预测和决策产品上提供较为完备且高精准度的服务，在服务客户中不乏大型品牌连续复购多年公司产品。

图16：公司积累了数据采集、处理等多方面的经验



资料来源：公司官方微信公众号，民生证券研究院

**重视数据合规性，适应相关政策的能力较强。**2023年7月10日，国家网信办等七部门联合发布《生成式人工智能服务管理暂行办法》，其中包括对训练数据的合规合法性以及标注等方面提出了要求。公司是一家恪守合规经营价值观的公司，始终践行诚信经营和数据安全，秉持高合规标准是取得成功的关键，以顶视频ReID技术为核心的AI客流解决方案以头顶和肩膀作为数据采集，不涉及个人信息收录，且无视频储存，仅通过群像数据为百货中心和零售品牌提供品牌关联度，赋能开店规划及战略制定。在平台合规及安全性上，公司始终践行诚信经营和数据安全，秉持高合规标准是取得成功的关键，也通过持续优化平台性能及数据治理能力，确保数据的安全有效。

**图17：公司重视数据合规**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 3.3 数据与运维服务有望成为新的增长极

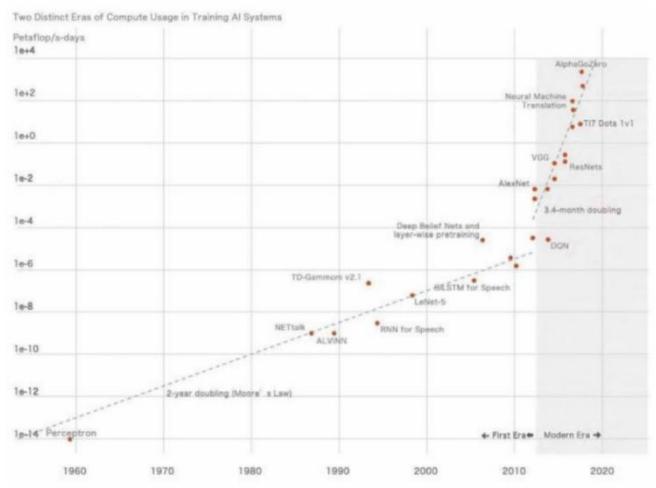
**数据与运维服务近两年增长可观，有望成为新的增长极。**为顺应行业发展必然趋势，扩大公司客流分析系统在线下实体商业的覆盖率和占有率，公司近年来坚持在系统销售方式的基础上新增数据服务方式。2022年，这一板块的营业收入达到9754.45万元，占总营收27.01%，同比增速达到43.30%。我们认为，这在一定程度上体现出公司逐步由系统服务商向数据服务商转型的成效，受益于数据要素板块红利，数据和运维服务有望成为公司新的增长极。

## 4 差异化积极布局算力业务，打造从算力到数字人应用全产业链

### 4.1 大模型赋能数字经济新生产力，算力租赁市场前景广阔

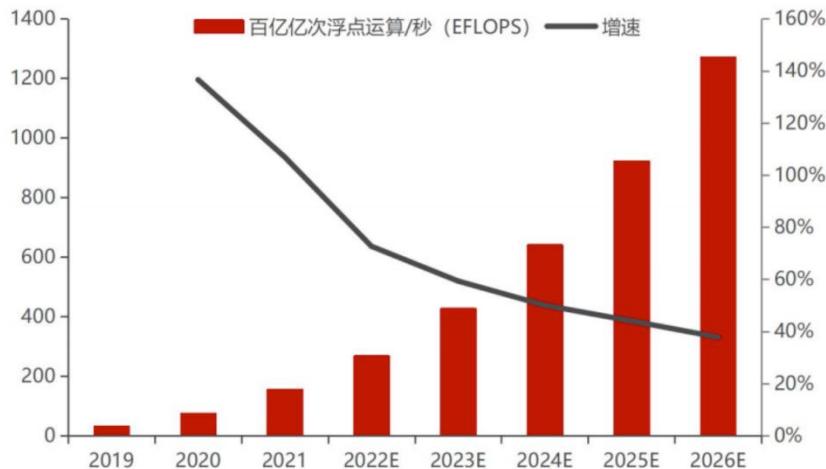
**数字内容需求与日俱增，数据海量增加，算法模型愈加复杂，算力需求快速提升：**随着人工智能浪潮持续加速，云计算和虚拟化技术不断进步，互联网、科技企业纷纷推出 AI 大语言模型，并相应地催生了算力云端租赁服务的兴起。根据白皮书数据显示，从 2012 年开始的 6 年中，AI 计算的需求增加了 30 万倍。

图18：算力需求快速提升



资料来源：《昇腾计算产业发展白皮书》，民生证券研究院

**根据 IDC 测算，国内智能算力规模正在高速增长，2021 年中国智能算力规模达 155.2 每秒百亿亿次浮点运算 (EFLOPS)，2022 年智能算力规模将达到 268.0EFLOPS，预计到 2026 年智能算力规模将进入每秒十万亿亿次浮点计算 (ZFLOPS) 级别，达到 1,271.4EFLOPS。2021-2026 年期间，预计中国智能算力规模年复合增长率达 52.3%**

**图19：中国智能算力规模 (EFLOPS)及预测**


资料来源：IDC，民生证券研究院

**掌握算力资源的企业将具有非常明显的先发优势：**随着业务智能化水平的提升，中小厂商业务所需的智能化模型部署需要相应算力的支持。算力租赁业务的兴起对供需方都会产生明显的价值，为中小型企业用户提供了在初始投入较低的情况下进行训练的机会，显著降低了大模型应用的门槛，从而进一步推动算力需求，减少闲置算力冗余浪费。

## 4.2 拓宽赛道，进军投资算力差异化

**公司正加速推进全端口、多维度的算力布局，以支撑其人工智能及大数据技术与应用能力：**在前端数据采集环节，公司已基于多种不同算力的边缘 AI 芯片，包括华为海思、瑞芯微、地平线、英伟达等打造了多款行业领先的内置 AI 算法的客流前端采集传感器产品；在中后端的数据管理及分析应用上，公司充分利用内外部算力资源，打造实体商业数字底座，开发多种人工智能算法模型，并在此基础上不断挖掘数据价值，持续开发迭代各类数据服务产品。

**担任浦东新区数字化转型技术攻关企业，揭榜挂帅签约“算力浦江”：**2023 年 4 月，上海算力（试运行）交易平台正式启动。汇纳科技联席总裁张柏军出席签约仪式，揭榜挂帅“基于 NLP(自然语言处理)技术的政府热线话题分类和热点专题挖掘技术研究”项目。随着在新技术研发上的持续投入和 AI 技术在更多场景中的深度应用，公司对算力的需求也在进一步加大。算力交易平台的启动上线，为企业提供了一个公开透明的市场，可以更好地满足企业对高安全、高可靠、高可信算力的需求。汇纳也可以在算力交易平台上选择合适的算力资源，助力汇纳更好地进行技术研发攻关，落地更多产业场景。

图20：汇纳科技联席总裁出席算力浦江揭榜挂帅签约仪式



资料来源：公司官方微信公众号，民生证券研究院

**成立合资公司，布局算力租赁业务提供支撑：**2023年9月，公司与并济科技共同出资设立四川汇算智算科技有限公司，注册资本1.5亿元，公司持股51%。开展的业务方向为提供人工智能算力租赁服务、模型训练和推理服务，数据处理与分析服务，算力中心整体解决方案等。同时，双方约定了总数不超过200台内嵌英伟达A100 GPU高性能服务器的授权运营事宜，该合资公司预计形成算力规模约4,500P；远期规划新增运营算力总规模不低于10,000P。合资公司业绩承诺2023年度实现净利润不低于1,000万元，2024及2025年度实现净利润均不低于5,000万元。该合作旨在实现双方协同效应，在帮助公司开拓高性能算力服务业务的基础上，继续推进公司后续算力平台建设和运营解决方案，以及专属大模型训推一体化解决方案等融合方案。

**在高性能算力服务领域，合资公司股东并济科技具备行业先发优势、稳定客户资源、持续设备采购能力与稀缺算力资源等核心竞争优势。**其自2020年起开展相关业务，属于行业早期参与者，已实现供应环节与客户环节的全打通：在客户端，其拥有各类客户的成功经验，包括运营商、央国企、科研机构及顶尖高校等，积累了大量项目经验与客户资源；在供应端，其拥有320台市场稀缺的英伟达A100和A800系列服务器，H800系列服务器也在陆续到货中，供应能力持续稳定。

### 4.3 深耕数字内容创作领域，拓展服务边界

**战略投资数字人标的来画科技：**2023年7月，公司以股权收购结合增资的方式对来画科技投资3500万元人民币，将主要用于来画数字内容创作领域的深入研发，持续探索更多数字化运用场景落地。高频率、视频化、创意化的数字内容成为

新兴趋势，以数字人、AIGC 等为代表的内容生产新方式正在不断涌现。公司致力于人工智能及大数据解决方案能力，拓展行业应用边界，利用数字人等相关 AIGC 技术赋能现有业务场景，如在线下实体商业领域提供数字 IP 助手、数字分身、AIGC 营销等服务，在政务领域引入政务数字人等产品，从而为终端用户提供线下沉浸式服务，不断提升线下空间智慧化交互体验，并进入数字 IP 等文创领域。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主业分为两大类，包含商业服务和公共服务。其中，商业服务这一块受益于经济复苏和线下商业恢复，在商业地产、旅游街区、展览场馆、产业园区、交通枢纽等人群聚集场所客流人数或大幅增长；而汇纳科技作为国内视频客流数据采集和分析领域的领头羊，具有卡位消费数据要素、市占率高、覆盖面广的先发优势。公共服务主要包含政务和政法两块。

商业服务：考虑到经济复苏和线下商业恢复，且消费诉求趋向理性和个性化，实现精准“人货匹配”或为实体零售发展关键，数字商业整体解决方案市场空间较大。预计 2023-2025 年增速分别为 15%、10%、5%。预计 2023-2025 年收入分别为 2.83、3.12、3.27 亿元；AI 加持下开发效率提升有望带动业务毛利率提升，预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 49.5%、50%、50.5%。

**表 2：商业服务业务盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
商业服务收入	246.71	283.72	312.09	327.69
YOY	-2.13%	15.00%	10.00%	5.00%
成本	125.93	143.28	156.04	162.21
毛利	120.71	140.44	156.04	165.48
毛利率	48.90%	49.50%	50.00%	50.50%
收入占比	68.30%	52.64%	28.66%	24.11%
毛利占比	75%	52.02%	28.01%	24.05%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

公共服务：2022 年受到疫情影响，公共业务包含的数字政务和数字政法收入有所下降。受到经济复苏和政务数字化趋势的发展，公共业务有望恢复。预计 2023-2025 年增速分别为 10%、5%、5%。预计 2023-2025 年收入分别为 1.19、1.25、1.31 亿元；AI 加持下开发效率提升有望带动业务毛利率提升，预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 34%、34.1%、34.2%。

**表 3：公共服务业务盈利预测**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
公共服务收入	108.81	119.69	125.68	131.96
YOY	-20.14%	10.00%	5.00%	5.00%
成本	72.34	79.00	82.82	86.83
毛利	36.47	40.69	42.86	45.13

毛利率	33.52%	34%	34.10%	34.20%
收入占比	30.13%	22.21%	11.54%	9.71%
毛利占比	22.74%	15.07%	7.69%	6.56%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

**算力租赁业务:** 公司通过与四川并济共同出资设立合资公司四川汇算智算科技有限公司(汇纳科技占股 51%), 进入算力租赁业务。新业务开展初期发展迅速, 后续会相对趋于平稳。预计 2024-2025 年增速分别为 400%、38.4%。同时算力集群搭建随着 GPU 的增加, 配套的网络架构和服务器相应也会增加, 对于毛利率会产生一定影响。预计 2023-2025 年该业务毛利率分别为 68%、55%、53%。

**其他业务:** 公司其他业务增速波动较大, 主要是商业服务和公共服务间的一些交融部分。由于后续公司业务发力重点在于算力租赁, 所以我们预计其他业务收入趋于稳定, 且其他业务占比较小。预计 2023-2025 年增速分别为 2%、2%、2%。

**表 4: 公司收入及毛利率拆分**

收入 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
商业服务收入	246.71	283.72	312.09	327.69
YOY	-2.13%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	48.90%	49.50%	50.00%	50.50%
公共服务收入	108.81	119.69	125.68	131.96
YOY	-20.14%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	33.52%	34%	34.10%	34.20%
算力租赁收入	/	129.88	645.41	893.41
YOY	/	/	400%	38.4%
毛利率	/	68%	55%	53%
其他业务收入	5.6	5.712	5.83	5.94
YOY	3652.38%	2%	2%	2%
收入总计	361	539	1,089	1,359
YOY	-7.0%	49.3%	102.0%	24.8%
毛利率	44.42%	50.09%	51.15%	50.63%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

## 5.2 估值分析与投资建议

公司目前重点发展算力租赁业务, 我们选取当前 A 股算力租赁公司云赛智联、中富通、中贝通信为可比公司, 23-24 年这三家可比公司平均 PE 分别为 67X、52X。根据我们预测, 汇纳科技 23-24 年 PE 为 81X、19X。23 年高于可比公司均值, 24 年低于可比公司均值。考虑到公司 2023 年 9 月才正式通过与四川并济成立算力租赁合资公司进入算力租赁业务从而带来的新成长空间, 我们认为公司后续成长空间广阔。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.41 亿、1.71

亿和 2.16 亿元, EPS 分别为 0.34、1.41、1.77 元, 对应当前股价 PE 分别为 81、19、15 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**表 5: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300560	中富通	16.37	0.16	0.30	0.42	102	55	39
600602	云赛智联	14.94	0.13	0.16	0.20	115	93	75
603220	中贝通信	30.82	0.32	0.58	0.73	96	53	42
平均值						/	67	52
300609	汇纳科技	27.36	-0.31	0.34	1.41	/	81	19

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 9 月 27 日

## 6 风险提示

- 1) **算力租赁领域行业竞争加剧。** 大模型作为市场潜力很大的现象级产品，国内外科技巨头都在争相入局，行业竞争可能会进一步加剧。随之而来的，周边配套算力租赁等服务对公司市场份额造成影响，进而影响公司收入和利润水平。
- 2) **AI 技术落地不及预期。** AI 技术具有极大不确定性，若公司 AI 技术开发后难以落地商业化，会影响公司未来的收入和利润水平。
- 3) **业务发展不及预期。** AI 发展迅速，未来数字化采集和分析会变得更加便捷，准入门槛降低。或导致行业竞争激烈，新公司的加入和技术的变革会影响公司未来的收入和利润水平。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>361</b>	<b>539</b>	<b>1,089</b>	<b>1,359</b>
营业成本	201	269	532	671
营业税金及附加	2	3	7	8
销售费用	58	67	134	141
管理费用	86	89	122	163
研发费用	59	78	127	149
EBIT	<b>-49</b>	45	192	257
财务费用	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
资产减值损失	<b>-5</b>	0	0	0
投资收益	4	10	16	20
<b>营业利润</b>	<b>-48</b>	<b>56</b>	<b>210</b>	<b>279</b>
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-47</b>	<b>56</b>	<b>210</b>	<b>279</b>
所得税	<b>-16</b>	8	29	39
<b>净利润</b>	<b>-30</b>	48	180	240
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-38</b>	<b>41</b>	<b>171</b>	<b>216</b>
EBITDA	2	103	247	320

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	176	203	256	254
应收账款及票据	212	237	403	503
预付款项	19	19	38	48
存货	54	80	159	201
其他流动资产	231	236	246	251
<b>流动资产合计</b>	<b>692</b>	<b>775</b>	<b>1,102</b>	<b>1,257</b>
长期股权投资	38	37	36	40
固定资产	248	255	259	256
无形资产	49	50	51	50
<b>非流动资产合计</b>	<b>565</b>	<b>563</b>	<b>566</b>	<b>561</b>
<b>资产合计</b>	<b>1,257</b>	<b>1,338</b>	<b>1,667</b>	<b>1,818</b>
短期借款	13	13	13	13
应付账款及票据	72	90	178	182
其他流动负债	76	102	188	236
<b>流动负债合计</b>	<b>161</b>	<b>205</b>	<b>379</b>	<b>431</b>
长期借款	3	3	3	3
其他长期负债	9	10	19	18
<b>非流动负债合计</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>21</b>
<b>负债合计</b>	<b>173</b>	<b>218</b>	<b>401</b>	<b>452</b>
股本	122	122	122	122
少数股东权益	37	44	53	77
<b>股东权益合计</b>	<b>1,084</b>	<b>1,120</b>	<b>1,266</b>	<b>1,365</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,257</b>	<b>1,338</b>	<b>1,667</b>	<b>1,818</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	<b>-7.04</b>	49.26	102.04	24.79
EBIT 增长率	<b>-1308.36</b>	191.84	325.19	33.83
净利润增长率	<b>-205.99</b>	208.78	318.05	26.13
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	44.42	50.09	51.15	50.63
净利润率	<b>-10.43</b>	7.60	15.73	15.90
总资产收益率 ROA	<b>-3.00</b>	3.06	10.27	11.89
净资产收益率 ROE	<b>-3.60</b>	3.81	14.12	16.78
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.30	3.77	2.90	2.91
速动比率	3.81	3.25	2.35	2.31
现金比率	1.09	0.99	0.67	0.59
资产负债率 (%)	13.78	16.31	24.06	24.89
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	212.19	157.00	132.00	132.00
存货周转天数	98.16	109.18	109.18	109.18
总资产周转率	0.28	0.42	0.72	0.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	<b>-0.31</b>	0.34	1.41	1.77
每股净资产	8.59	8.83	9.95	10.57
每股经营现金流	<b>-0.01</b>	0.69	1.02	1.48
每股股利	0.00	0.28	1.16	1.46
<b>估值分析</b>				
PE	/	81	19	15
PB	3.2	3.1	2.7	2.6
EV/EBITDA	1277.35	30.38	12.70	9.78
股息收益率 (%)	0.00	1.01	4.23	5.34
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	<b>-30</b>	48	180	240
折旧和摊销	52	58	55	63
营运资金变动	<b>-23</b>	<b>-8</b>	<b>-95</b>	<b>-104</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1</b>	<b>84</b>	<b>125</b>	<b>180</b>
资本开支	<b>-49</b>	<b>-40</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>
投资	<b>-54</b>	11	17	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-99</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-37</b>
股权募资	8	<b>-13</b>	0	0
债务募资	9	<b>-4</b>	<b>-5</b>	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-39</b>	<b>-28</b>	<b>-42</b>	<b>-145</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-138</b>	27	53	<b>-2</b>

## 插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司 2018-2022 各主营业务营收情况	4
图 3: 公司 2022 年主营业务营收占比情况	4
图 4: 公司数字商场解决方案	4
图 5: 公司数字门店解决方案	4
图 6: 公司 2018-2023H1 收入及增速	5
图 7: 公司 2017-2023H1 归母净利润及增速	5
图 8: 公司毛利率和净利率变化情况	6
图 9: 公司三费及三费率情况	6
图 10: 公司拥有全栈技术、产品和能力	7
图 11: 公司主要技术	7
图 12: 线下零售实体亟待转型	8
图 13: 零售企业大多处于向 3.0 阶段迈进的状态	8
图 14: 大模型的训练离不开大数据	12
图 15: “汇客云”实体商业大数据平台	13
图 16: 公司积累了数据采集、处理等多方面的经验	13
图 17: 公司重视数据合规	14
图 18: 算力需求快速提升	16
图 19: 中国智能算力规模 (EFLOPS) 及预测	17
图 20: 汇纳科技联席总裁出席算力浦江揭榜挂帅签约仪式	18

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 数据要素相关政策汇总	10
表 2: 商业服务业务盈利预测	20
表 3: 公共服务业务盈利预测	20
表 4: 公司收入及毛利率拆分	21
表 5: 可比公司 PE 数据对比	22
公司财务报表数据预测汇总	24

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026