

雄帝科技 (300546)

全球领先的可信数字身份产品提供商，海外拓疆打开业务增长新空间

买入 (首次)

2024年12月02日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	617.42	412.18	514.54	756.30	943.95
同比 (%)	30.53	(33.24)	24.83	46.99	24.81
归母净利润 (百万元)	36.85	(23.55)	19.61	124.23	183.78
同比 (%)	238.00	(163.90)	183.26	533.64	47.94
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.20	(0.13)	0.11	0.67	0.99
P/E (现价&最新摊薄)	94.05	(147.17)	176.77	27.90	18.86

股价走势



投资要点

- **雄帝科技是全球领先的可信数字身份产品及服务提供商，专注于为政府、机构和企业用户提供身份识别与管理解决方案：**公司在物理防伪、数字安全、生物识别等多个技术领域提供系统平台建设和软件开发服务，具备全面的服务能力。其业务主要围绕身份信息管理展开，细分为智慧政务与智慧交通两大板块。在智慧政务领域，公司提供全流程解决方案，包括系统软件、智能装备和终端硬件，并不断拓展至智慧公共服务。智慧交通方面，公司依托射频身份识别技术，结合大数据、AI、物联网等技术，为出行场景提供信息化解决方案。目前公司营收利润增速双反弹，国内重回快速增长，海外布局渐入佳境。
- **平台能力，技术创新和先发优势，构筑公司可信身份证件制作领域护城河：**身份的唯一性构成了现代社会的信任基石，为关键产业提供了坚实的基础和保障。这一信任体系通过数字身份认证的价值链来实现，涵盖信息采集、数据服务、证件制作、发行及核验等多个环节，雄帝科技专注于前端身份信息采集、后端的证件制作发行与身份核验环节，行业竞争门槛高。公司在安全证件制作发行领域具备设备自动化、数智化、软件及平台能力，其多重个性化防伪工艺 MLP 已成为护照防伪的核心技术之一，加之制证行业的排他性，以及公司作为国际民航组织 ICAO 机读旅行证件 MRTD 设备供应商名录中唯一中国企业身份的先发优势，雄帝科技在可信身份安全证件制作领域构筑了坚实的护城河。
- **雄帝科技已在海外 50 多个国家和地区成功实施可信身份项目，特别是在非洲市场取得显著进展，海外业务优势明显：**亚非国家由于选举和国民身份管理的需求，对可信身份证件的需求日益增长，但这些国家普遍缺乏制证能力，因此对外寻求技术支持和合作的需求迫切。雄帝科技作为国内安全证照行业的领军企业，已为多个“一带一路”沿线国家和地区提供身份识别相关服务。公司在尼日利亚成功交付国家选举项目，在布基纳法索发行了非洲首个采用 MLP 工艺的电子护照，并中标了多个国家的电子护照/电子身份证项目。雄帝科技的海外业务发展已有十多年，覆盖 50 多个国家和地区，海外业务优势明显。
- **盈利预测与投资评级：**雄帝科技作为我国领先的身份信息综合服务商，深耕于身份认证解决方案的研发与生产，构建了从算法设计到软硬件集成的全方位生态体系。其业务触角已广泛延伸至智慧政务、智慧交通等多个应用领域，未来各个业务板块在国外的销售情况也有望进一步向好。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.20/1.24/1.84 亿元，对应 PE 分别为 177/28/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 海外业务拓展风险；2) 毛利率下降的风险；3) 技术风险；4) 应收账款发生坏账的风险。

市场数据

收盘价(元)	19.29
一年最低/最高价	7.43/23.05
市净率(倍)	3.33
流通 A 股市值(百万元)	2,566.31
总市值(百万元)	3,578.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.80
资产负债率(% ,LF)	15.26
总股本(百万股)	185.52
流通 A 股(百万股)	133.04

相关研究

内容目录

1. 可信身份识别与管理领域领军企业	4
1.1. 以智能证卡起家，立足可信身份技术，拓展身份识别管理应用领域.....	4
1.2. 高晶与郑嵩母子产业经验丰富，为公司实际控制人.....	5
1.3. 核心业务围绕可信身份的发展战略，主要产品为综合解决方案.....	5
1.4. 营收利润增速双反弹，海外成增长新动力.....	7
1.5. 毛利率基本保持在 50%左右高位，净利率有望实现反弹	8
1.6. 股权激励绑定公司核心人员，彰显业绩高增信心.....	9
2. 身份识别领域先发优势明显，海外拓疆业务新飞跃	10
2.1. 身份具有唯一性，是万物互联架构的根基.....	10
2.2. 雄帝科技在可信身份价值链中主要定位证件制作发行，供方企业较少	10
2.3. 工艺领先与先发优势构筑可信身份护城河.....	11
2.4. 国内：深耕出入境业务，护照需求量增加.....	12
2.5. 海外：亚非国家对可信身份证件存在刚需，公司出海空间广阔.....	13
3. 智慧交通持续扩容，SaaS 云平台打开行业天花板	15
3.1. 城市人口集中造成城市交通负荷，大型城市极端通勤问题尤为突出.....	15
3.2. 智慧交通有望成为解决城市运转效率问题的有效方案.....	15
3.3. 智慧交通行业快速发展，未来市场前景广阔.....	16
3.4. 公交聚合支付市场占有率位于行业前列，SaaS 云平台打开新市场.....	17
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 核心假设.....	18
4.2. 估值与评级.....	18
5. 风险提示	19

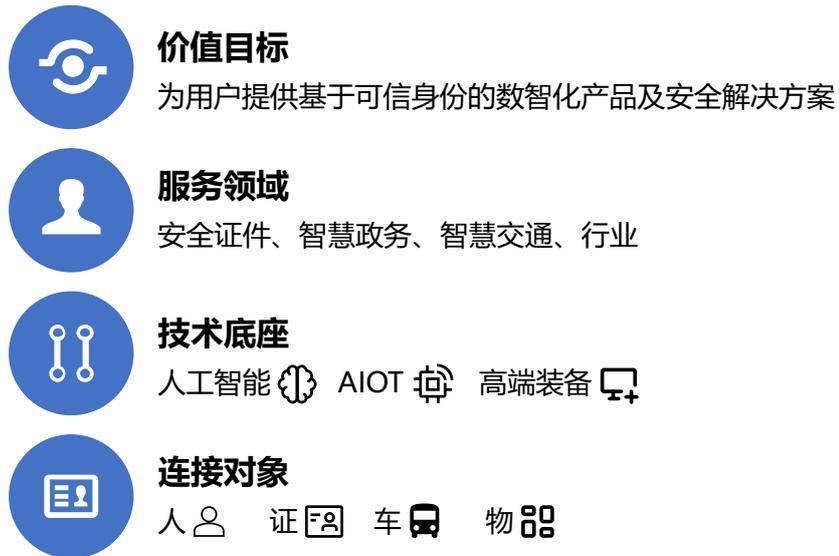
图表目录

图 1:	雄帝科技定位全球领先的可信身份产品及服务提供商	4
图 2:	雄帝科技发展历程	5
图 3:	雄帝科技股权结构 (截至 2024 年第三季度)	5
图 4:	雄帝科技智慧政务业务范围	6
图 5:	雄帝科技智慧交通业务范围	6
图 6:	雄帝科技主要产品	7
图 7:	雄帝科技近年来营业总收入及同比增速	7
图 8:	雄帝科技近年来归母净利润及同比增速	7
图 9:	雄帝科技近年来营收产品占比	8
图 10:	雄帝科技近年来营收地区占比	8
图 11:	雄帝科技近年来毛利率与净利率变化	8
图 12:	雄帝科技近年来研发投入	8
图 13:	身份具有唯一性	10
图 14:	可信数字身份价值链	10
图 15:	雄帝科技在证件制作发行领域的设备自动化以及软件、平台能力领先	12
图 16:	中国出入境人次正逐步恢复至疫情前水平	13
图 17:	雄帝科技为尼日利亚提供及电子选举系统	14
图 18:	雄帝科技安全证件项目落地布基纳法索	14
图 19:	雄帝科技已经覆盖 50 多个国家和地区	14
图 20:	超大城市 60 分钟以上极端通勤比重	15
图 21:	智慧交通技术示意	16
图 22:	中国智慧交通技术支出及预测	16
图 23:	公交 SaaS 云平台	17
表 1:	雄帝科技股权激励归属安排	9
表 2:	雄帝科技股权激励业绩考核	9
表 3:	证件制作发行领域主要竞争对手	11
表 4:	公司业务拆分 (百万元)	18
表 5:	可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 27 日)	19

1. 可信身份识别与管理领域领军企业

雄帝科技是全球领先的可信数字身份产品及服务提供商。公司为全球政府、机构、企业用户提供以可信数字身份技术为核心的身份识别与管理整体解决方案及大数据服务。公司以数字身份技术为核心，在物理防伪、数字安全、生物识别、射频识别、人工智能、区块链、云计算等多个技术领域提供完整的系统平台建设和软件开发服务，具备端到端的综合服务能力。

图1：雄帝科技定位全球领先的可信身份产品及服务提供商

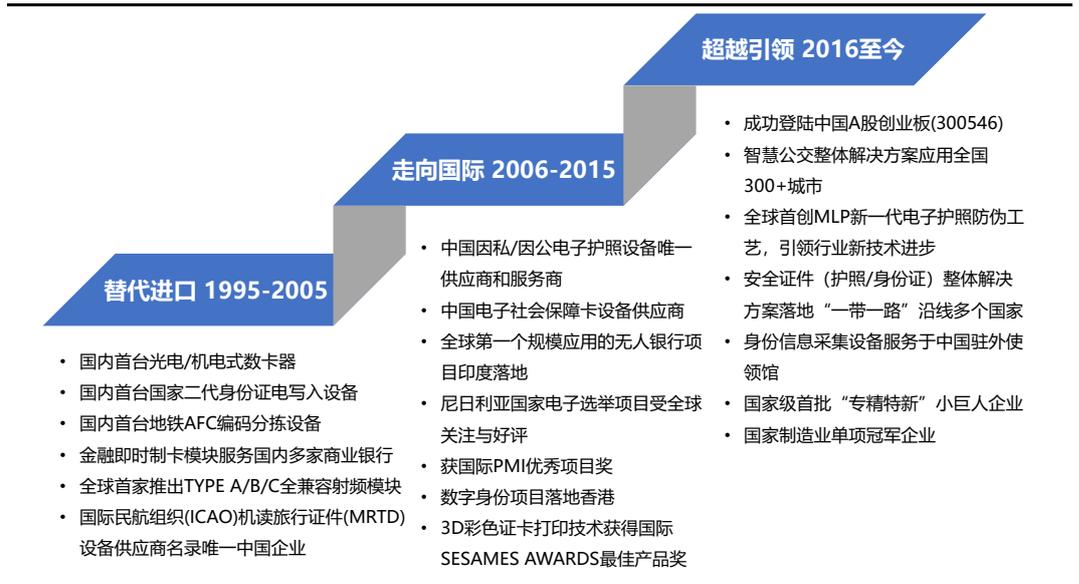


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 以智能证卡起家，立足可信身份技术，拓展身份识别管理应用领域

从设备供应商转型综合服务商，身份识别技术领域成就显著。雄帝科技 1995 年创立，起初作为智能卡行业的设备供应商，率先在国内推出手机 SIM 卡个人化设备、地铁票卡编码分拣设备、银行卡即时发卡设备等，凭借在制卡设备领域的突破，成功研发出国家二代身份证电写入生产线设备、国家电子护照生产线设备等，逐步奠定了行业地位。随着技术的不断积累，公司逐渐拓展至身份识别技术的研发与应用，尤其在护照制发工艺上，自主研发的多重个性化防伪工艺 MLP 技术成为全球行业主流技术之一。近年来，雄帝科技在身份识别技术领域的应用持续深化，业务覆盖智慧公共安全、智慧交通等多个领域。同时，公司还积极拓展电子车牌、防疫设备等民生市场，致力于为客户提供以智能证卡为载体的信息安全、数据管理及行业应用综合解决方案。

图2：雄帝科技发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 高晶与郑嵩母子产业经验丰富，为公司实际控制人

雄帝科技股权结构以董事长高晶及其子郑嵩为核心，母子合计持有公司 37.49% 的股份，呈现出高度集中的特点。雄帝科技的股权结构清晰，截至 2024 年第三季度，大股东高晶持有公司 31.79% 的股份，其子郑嵩持有公司 5.70% 的股份。高晶女士拥有丰富的资历背景，毕业于长春邮电学院(现吉林大学)，自 1995 年至今担任雄帝科技董事长，是公司的核心领导人物。其子郑嵩 2009 年英国曼彻斯特大学硕士毕业后即加入公司，从基层做起，2018 年任公司总经理至今，目前已历练成为国际化复合型管理人才，也是公司出海的领军者。

图3：雄帝科技股权结构（截至 2024 年第三季度）

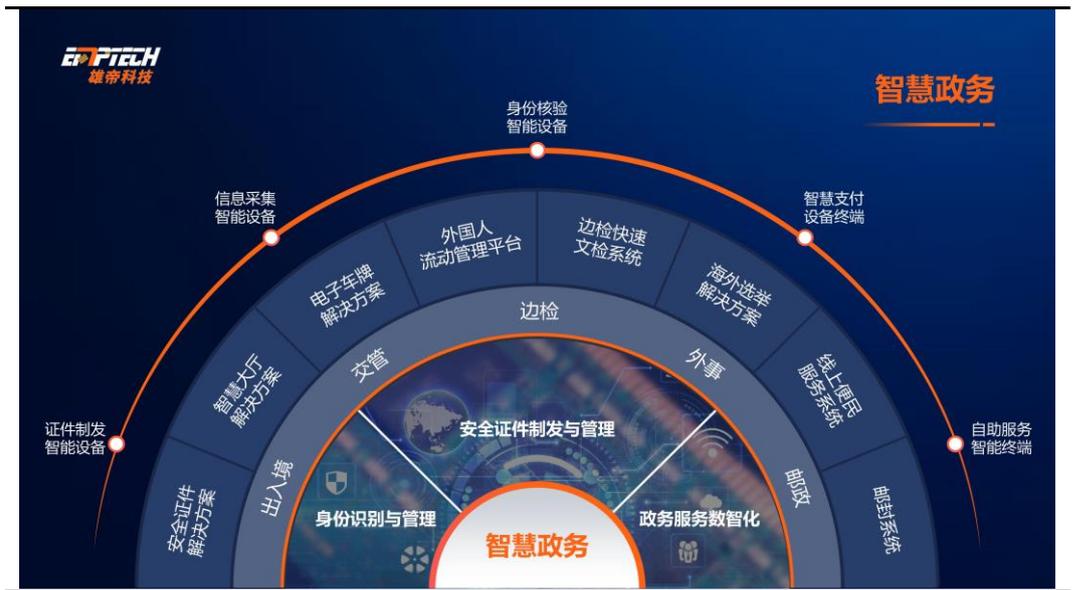


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 核心业务围绕可信身份的发展战略，主要产品为综合解决方案

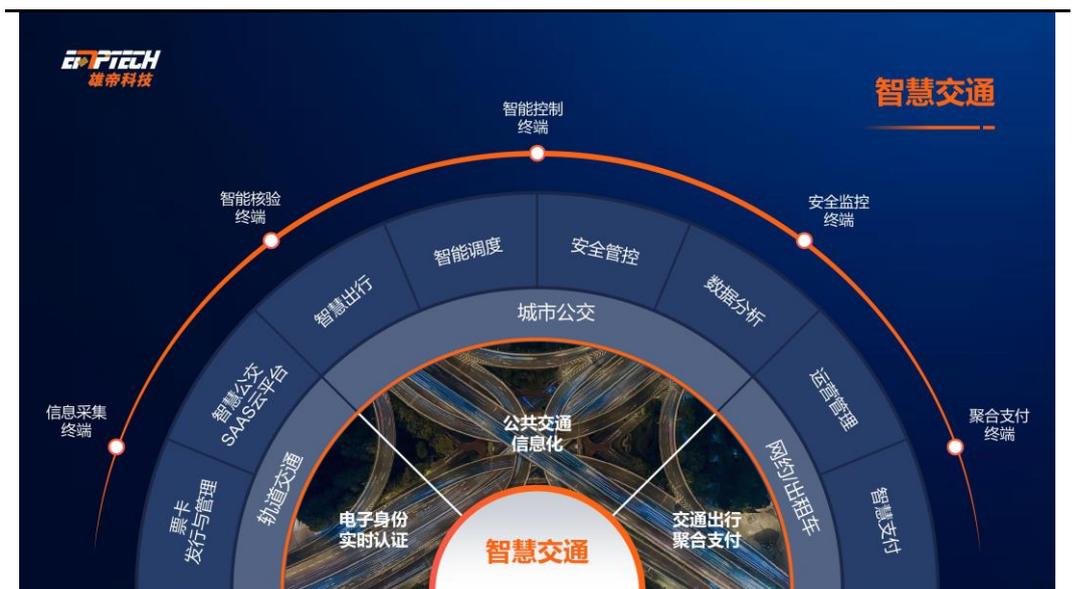
雄帝科技以身份信息管理业务为主线，结合不同行业的具体需求，形成了智慧政务与智慧交通两大业务板块。在智慧政务领域，雄帝科技提供从身份信息采集、制作、发行到核验、识别、认证的全流程解决方案，涵盖系统软件、智能装备、终端硬件等，同时不断向智慧公共服务环节拓展。而在智慧交通方面，公司则以公交、轨道、出租/网约车等细分市场为核心，依托射频身份识别领域的优势，结合大数据、AI、物联网等技术，为出行场景提供全场景信息化解决方案。

图4：雄帝科技智慧政务业务范围



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

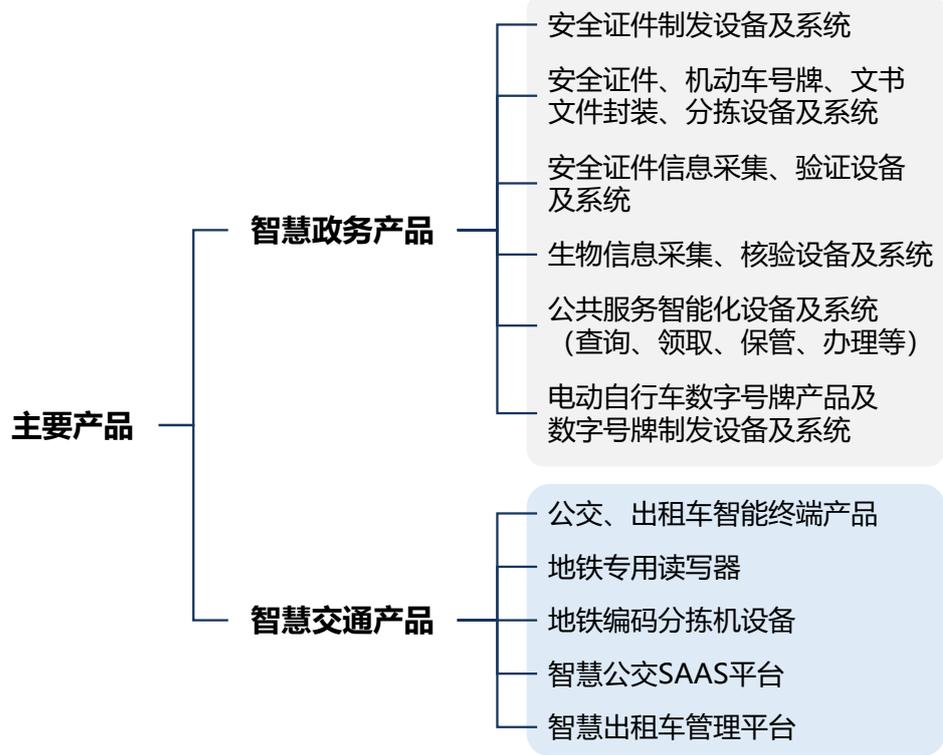
图5：雄帝科技智慧交通业务范围



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品主要为身份识别与智慧政务产品和智慧交通产品的综合解决方案。身份识别与智慧政务产品，公司的安全证件业务主要围绕安全证件提供融合线上、线下多场景应用的身份识别与人工智能管理整体解决方案，提供身份信息采集、制作、发行、核验、识别、认证所需的系统软件、智能装备、终端硬件、防伪材料、配套设备和运营服务。智慧交通产品，依托射频身份识别技术，结合大数据和人工智能，提供智慧公交、智慧城轨及出租/网约车的信息化解决方案，主要包括聚合电子支付、数字人民币整体解决方案、出租车运营管理解决方案、公交信息化 SAAS 解决方案以及轨道交通 AFC 解决方案，覆盖全国公交 200+城市。

图6：雄帝科技主要产品

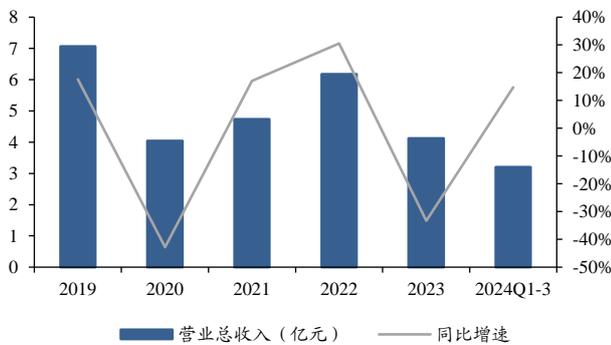


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 营收利润增速双反弹，海外成增长新动力

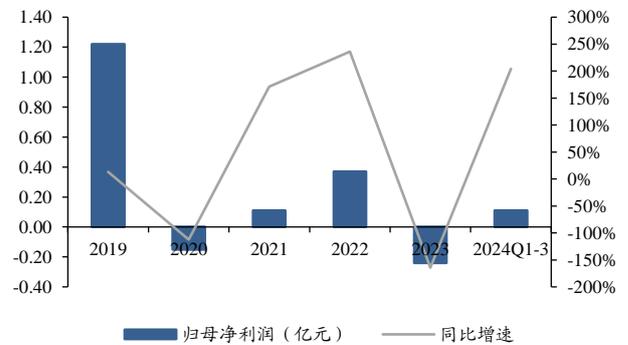
受益于下游需求持续增加和科技创新投入的影响，营收利润增速双反弹。公司近五年的营收与利润呈现波动趋势。2020年新冠影响后营业总收入有所回升，但在2023年再次下滑。归母净利润方面经历了类似的波动，自2020年亏损后在2021年扭亏为盈，2022年盈利进一步增长至0.37亿元，但2023年再次亏损0.24亿元。得益于公司持续的研发投入、海外业务拓展以及新赛道转型，2024年前三季度，公司营业总收入为3.2亿元，同比增长14.73%，归母净利润为0.11亿元，同比增长204.47%，业绩明显反弹。

图7：雄帝科技近年来营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

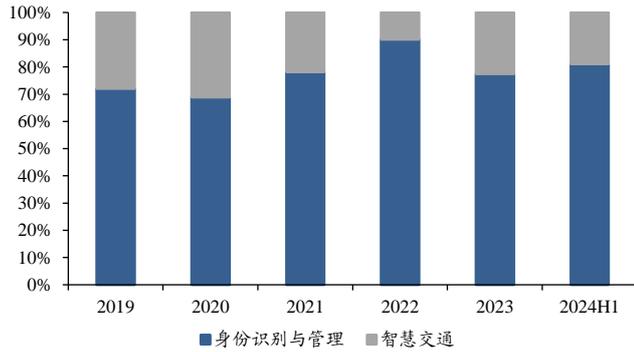
图8：雄帝科技近年来归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

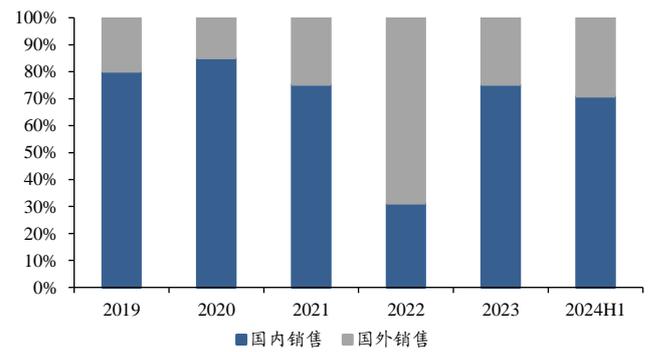
身份识别营收主力，智慧交通方兴未艾；国内重回快速增长，海外布局渐入佳境。在产品分类上，身份识别与管理业务一直是公司的核心业务，尽管在 2020 年出现下滑，但随后几年逐渐恢复并稳步增长，近五年营收占比基本保持在 70-90%，为公司营收的主要来源，智慧交通业务则呈现波动下降趋势。从地区分布来看，国内销售始终占据主导地位，营收占比 70-90%左右，2022 年因尼日利亚大选，海外销售大幅增长，考虑到公司对海外市场的持续布局，出海有望成为公司收入增长的新动力。

图9：雄帝科技近年来营收产品占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：雄帝科技近年来营收地区占比

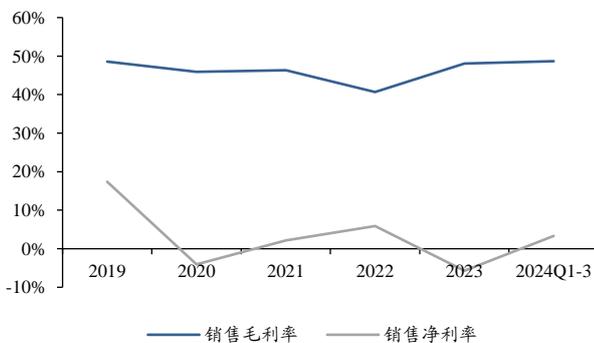


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5. 毛利率基本保持在 50%左右高位，净利率有望实现反弹

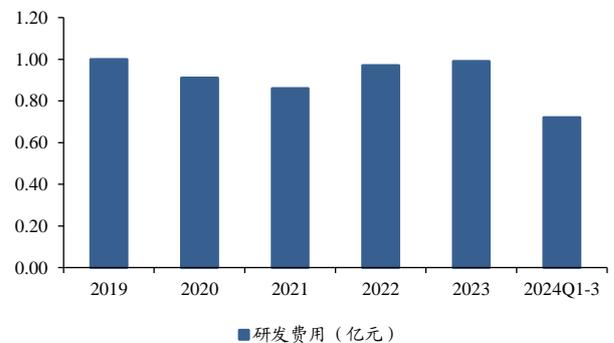
毛利率基本维持在 50%左右，研发投入保持在较高水平，对净利率造成略微拖累，考虑到未来业绩有望实现快速增长，净利率或在未来两到三年内实现反弹。公司的销售毛利率在 2019 年至 2022 年间有所波动，但 2023 年及 2024 年前三季度均保持在 48%以上，显示出相对稳定的盈利能力。然而销售净利率的波动较大，但考虑到公司的研发投入持续且高，2019 年至 2023 年间研发费用均在 9000 万元以上，因此对净利率形成一定拖累，基本保持在 5%左右。尽管高研发投入可能对公司短期净利率产生一定压力，但长期看有助于提升公司的技术实力和市场竞争力，考虑到公司研发投入形成的技术护城河以及持续的市场开拓，净利率有望在未来两到三年实现反弹。

图11：雄帝科技近年来毛利率与净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：雄帝科技近年来研发投入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.6. 股权激励绑定公司核心人员，彰显业绩高增信心

公司持续完善股权激励机制，2024年推出了限制性股票激励计划。该计划授予合计330万股限制性股票，占公司股本总额的1.78%，其中首次授予303万股，预留授予27万股，授予价格为每股6.15元。此激励计划旨在通过向包括董事、高级管理人员、核心技术人员等在内的激励对象定向增发A股普通股的方式，激发员工积极性，提升公司业绩。激励对象不超过64人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员等，且不包括独立董事和监事。业绩考核目标为2024年至2026年净利润分别实现扭亏为盈、不低于2,000万元、不低于4,000万元。

表1：雄帝科技股权激励归属安排

归属安排	归属期间	归属比例
第一个归属期	自首次授予之日起12个月后的首个交易日起至首次授予之日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个归属期	自首次授予之日起24个月后的首个交易日起至首次授予之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个归属期	自首次授予之日起36个月后的首个交易日起至首次授予之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：雄帝科技股权激励业绩考核

归属安排	业绩考核目标
第一个归属期	以2023年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于20.00%且2024年净利润实现扭亏为盈
第二个归属期	以2023年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于40.00%且2025年净利润不低于2,000万元
第三个归属期	以2023年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于60.00%且2026年净利润不低于4,000万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 身份识别领域先发优势明显，海外拓疆业务新飞跃

2.1. 身份具有唯一性，是万物互联架构的根基

身份具有唯一性，可信身份安全是现代社会的基石，为多个关键产业提供了坚实的基础和保障。对于那些对可信身份安全有高度需求的组织和单位，如金融机构、政府机构及大型企业等，身份识别不仅是确保业务安全、防范欺诈风险的关键环节，更是在维护数据隐私方面发挥着至关重要的作用。这些组织在身份识别上的需求复杂且严格，首先强调身份的唯一性和真实性，确保每个用户或设备的身份在网络中独一无二且真实有效，从而避免身份混淆和冒用带来的安全隐患。

图13: 身份具有唯一性

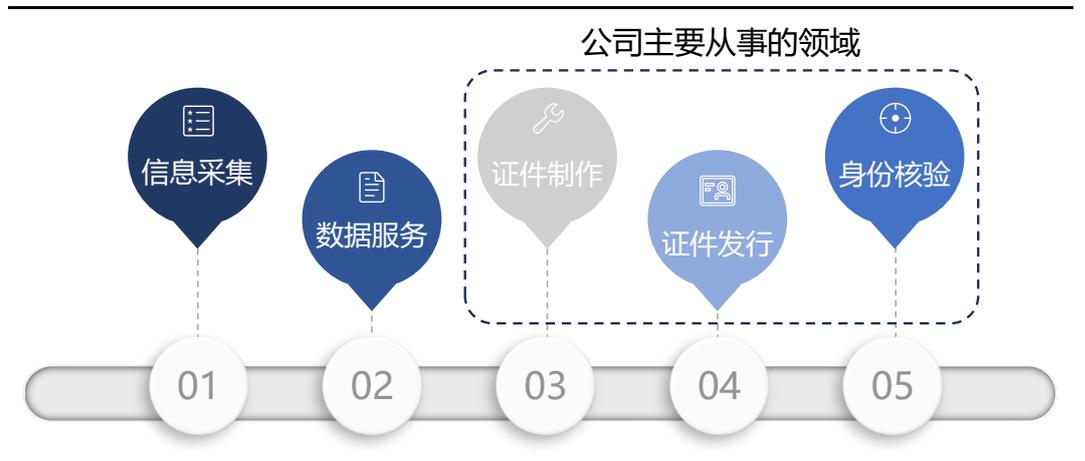


数据来源：东吴证券研究所绘制

2.2. 雄帝科技在可信身份价值链中主要定位证件制作发行，供方企业较少

可信数字身份的价值链通过信息采集、数据服务、证件制作、发行及核验，构建了一个安全高效且广泛应用的数字身份认证体系，雄帝科技主要定位在后端的证件制作发行与身份核验。可信数字身份的价值链是一个从信息采集到身份核验的完整流程，它涵盖了个人身份信息的收集、存储、处理、制作、分发和验证。这一链条的每个环节都至关重要，旨在确保身份信息的准确性、安全性和有效性。信息采集是基础，数据管理确保信息安全，证件制作和发行是身份认证的物理或数字表现形式，而身份核验则是验证身份真实性的关键步骤。

图14: 可信数字身份价值链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

证件发行制作竞争门槛高，供方企业数量较少，身份核验竞争相对激烈。中国证件制作发行市场，早期被 Datacard、纽约、亚特兰蔡瑟等国外企业占领，供方企业数量少，加上设备和解决方案的个性化、定制化特点突出，导致竞争不充分，产品价格较高。近年来，包括公司在内的国内企业开始进入该领域，并凭借产品质量的不断提升和高性价比优势逐步做大做强，现已在除银行卡以外的其他多数细分市场取得主导地位。但在核验应用领域，该市场已基本被国内企业占领。相对于制作发行设备，智能证卡受理终端市场规模较大，技术门槛亦较低，因此吸引了不少企业投身该市场，市场竞争较激烈。

表3: 证件制作发行领域主要竞争对手

竞争对手	简介
Datacard	Datacard 公司创立于 1969 年，是全球最大的智能证卡制作发行解决方案提供商，主要产品包括大型集中式卡片制作发行设备、个人化插封派发/包装系统、护照制作发行系统、卡片生产机控制系统、非接触智能卡生产设备、智能标签倒贴片封装设备、证卡打印机。该公司在全球 120 多个国家和地区设有销售和服务网络。
纽约	纽约公司创立于 1981 年，是一家提供智能标签、智能证卡和身份识别相关产品解决方案的公司，主要产品包括 RFID 标签生产设备、芯片分拣设备、太阳能电池、卡片生产及制作发行设备、身份证件（含护照/电子护照）制作发行设备等。
亚特兰蔡瑟	亚特兰蔡瑟公司创立于 1955 年，是一家号码及编码系统的专业制造商，在印钞号码安全印刷、数字喷墨、个人化制卡等领域具有优势。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 工艺领先与先发优势构筑可信身份护城河

公司在安全证件制作发行领域具备卓越的设备自动化和软件、平台能力，处于行业领先水平。安全证件发行领域对技术要求很高，除了自动化技术和软件技术外，不同的安全证件还涉及到不同的表面个性化工艺和精度要求。雄帝科技在安全证件领域一直致力于开发具有安全芯片的本式和卡式证件的个性化设备和系统，凭借多年的深耕与技术创新，成功打造出智能化制证车间，实现了证件制作的高度自动化、智能化和数字化运营，显著提升了制证效率和质量。同时，雄帝科技拥有自主研发的全系列安全证卡制发设备、自助服务终端等产品，并提供了完整的系统平台建设和软件开发服务。

图15: 雄帝科技在证件制作发行领域的设备自动化以及软件、平台能力领先



数据来源: 公司业绩说明会, 东吴证券研究所

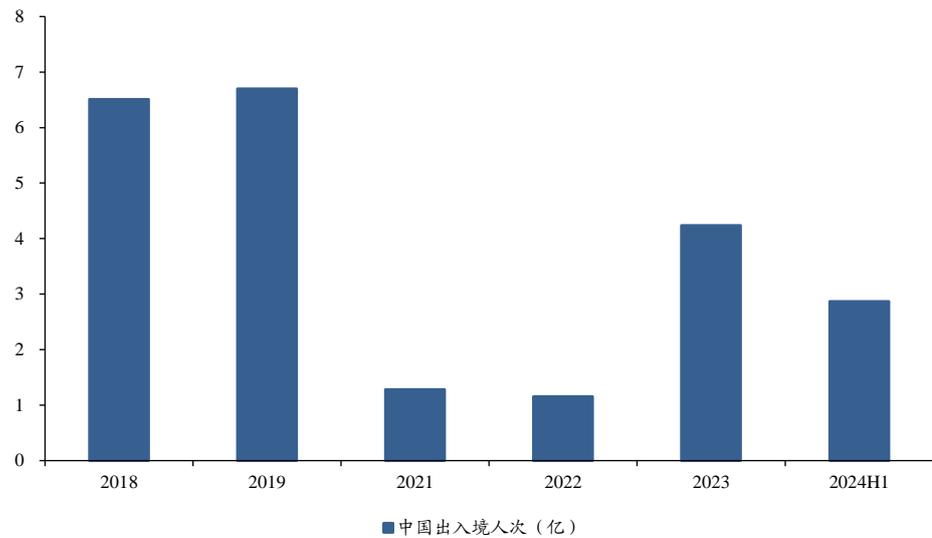
雄帝科技的多重个性化防伪工艺 MLP 是一项前沿的护照防伪技术, 已经成为三大护照防伪技术之一。相较于传统的普通护照防伪技术, MLP 技术具有显著优势, 该技术在 2014 年全球证卡行业 SESAMES 奖项评审中获得制造与硬件两个单项大奖。MLP 技术已经在全球多个国家和地区的护照、身份证、选民证等证照项目中得到应用。

制证行业排他性较强, 公司拥有国际民航组织 (ICAO) 机读旅行证件 (MRTD) 设备供应商名录中的唯一中国企业身份, 先发优势明显。证件制作行业因其涉及国家安全、防伪技术及法律法规等多方面因素, 具有较高的进入壁垒和排他性。雄帝科技在制证领域经验丰富, 且作为国际民航组织 (ICAO) 机读旅行证件 (MRTD) 设备供应商名录中的唯一中国企业, 拥有明显的先发优势。

2.4. 国内: 深耕出入境业务, 护照需求量增加

中国出入境人数的恢复势头强劲, 对护照的需求量也随之增加, 公司深耕出入境业务, 有望深度受益。2023 年全国移民管理机构累计查验出入境人员 4.24 亿人次, 同比上升 266.5%。而在 2024 年上半年, 这一数字已经达到了 2.87 亿人次, 同比增长 70.9%。出入境人数的恢复也进一步验证了护照需求量的增加。2023 年全国移民管理机构共签发普通护照 1842.8 万本, 同比上升 1625.4%, 2024 年, 这一趋势仍在持续, 仅上半年就签发了 1234 万本普通护照, 同比增长 23.2%。公司深耕出入境业务, 积极推动智慧车间及智慧大厅业务, 向交警、户政领域加强拓展, 做好产品、方案准备, 以技术和服务优势抢占市场份额, 未来有望深度受益于护照需求增加的大趋势。

图16: 中国出入境人次正逐步恢复至疫情前水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

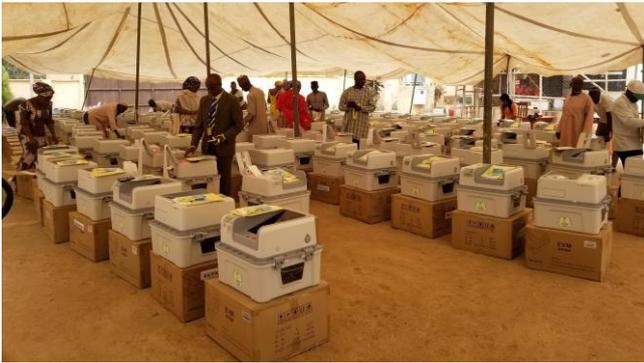
出入境办理专用设备正逐步迈入更换高峰期,此外售后耗材、维护也可为公司提供持续收入。出入境设备,包括指纹采集仪、证件打印机等,在长期的使用过程中,不仅因磨损和老化需要更新换代,更需适应不断提升的安全标准和业务效率要求。与此同时,耗材是证件制作过程中不可或缺的组成部分,公司还通过持续的售后耗材供应和专业的设备维护服务为其带来了可持续的收入来源。

2.5. 海外: 亚非国家对可信身份证件存在刚需, 公司出海空间广阔

亚非国家由于选举和国民身份管理的需求,对可信身份证件的需求较大,但这些国家自身普遍缺乏制证能力,因此对外部技术支持和合作有着迫切需求。为维护选举公正和透明度,需要可靠的身份验证机制,同时,国民身份管理对国家治理至关重要,可信身份证件能证明身份信息并作为享受福利的凭证。此外,可信身份证件对于防范欺诈和打击犯罪也至关重要,但许多亚非国家面临制证技术的局限性、专业人才匮乏等挑战,导致它们自身缺乏可信身份证件的制证能力。这种技术上的不足和人才上的匮乏进一步加剧了这些国家对可信身份证件的需求。

雄帝科技已为多个“一带一路”沿线国家和地区提供身份识别相关服务。作为国内安全证照行业的领军企业,其身份识别服务已成功覆盖多个沿线国家和地区。公司不仅在尼日利亚成功交付了国家选举项目,结束了当地逢选必乱的难题,还在布基纳法索实现了新一代电子护照的发行,这是非洲首个采用 MLP 工艺的制发电子护照的国家。此外,雄帝科技还中标了一带一路多个国家的电子护照/电子身份证项目。

图17: 雄帝科技为尼日利亚提供及电子选举系统



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图18: 雄帝科技安全证件项目落地布基纳法索



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司的海外业务发展已有十多年, 其业务已经覆盖 50 多个国家和地区, 未来以“**拓范围, 阔业务**”为海外主要发展策略。地区上, 未来公司将进一步加大海外投入, 重点拓展东南亚、中东、非洲、南美洲。公司在中国香港、新加坡、布基纳法索设有子公司, 实现部分业务本地化, 服务本地化。业务上, 对相对成熟的业务板块如安全证件、智慧选举业务做大增量, 拓展至一站式整体解决方案。模式上, 在做硬件、软件产品的同时, 向系统集成、运营方向拓展, 拓宽主业, 打通产业链。

图19: 雄帝科技已经覆盖 50 多个国家和地区



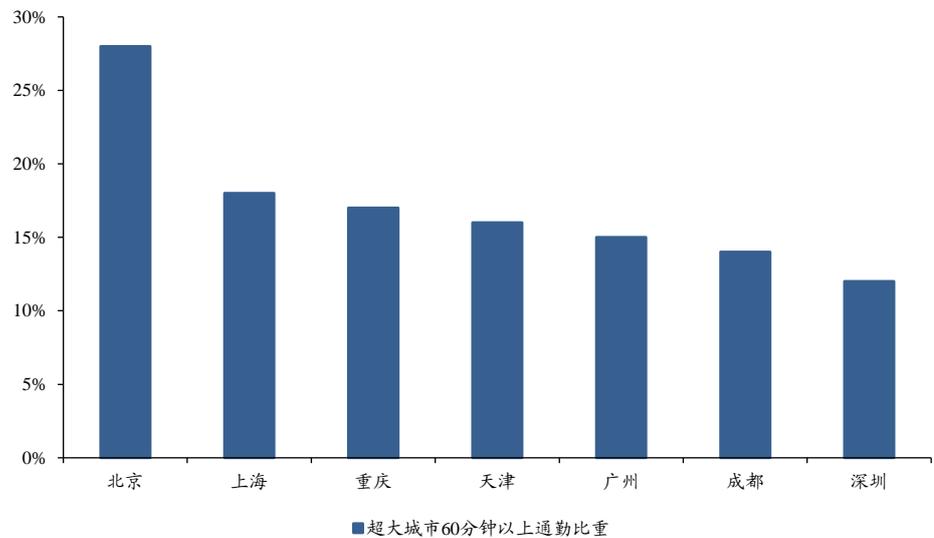
数据来源: 公司宣传册, 东吴证券研究所

3. 智慧交通持续扩容，SaaS 云平台打开行业天花板

3.1. 城市人口集中造成城市交通负荷，大型城市极端通勤问题尤为突出

城市人口的高度集中给城市交通系统带来了极大的压力与负荷，大型城市中有相当比重的居民需要忍受极端通勤。在大型城市中，由于人口规模庞大、经济活动频繁，极端通勤问题较多。中国主要城市 60 分钟以上通勤人口比重 12%，有超过 1400 万人口承受极端通勤。其中，超大城市极端通勤人口比重达到 17%、特大城市 11%。极端通勤现象的存在，集中反映了城市交通规划的不足。

图20：超大城市 60 分钟以上极端通勤比重

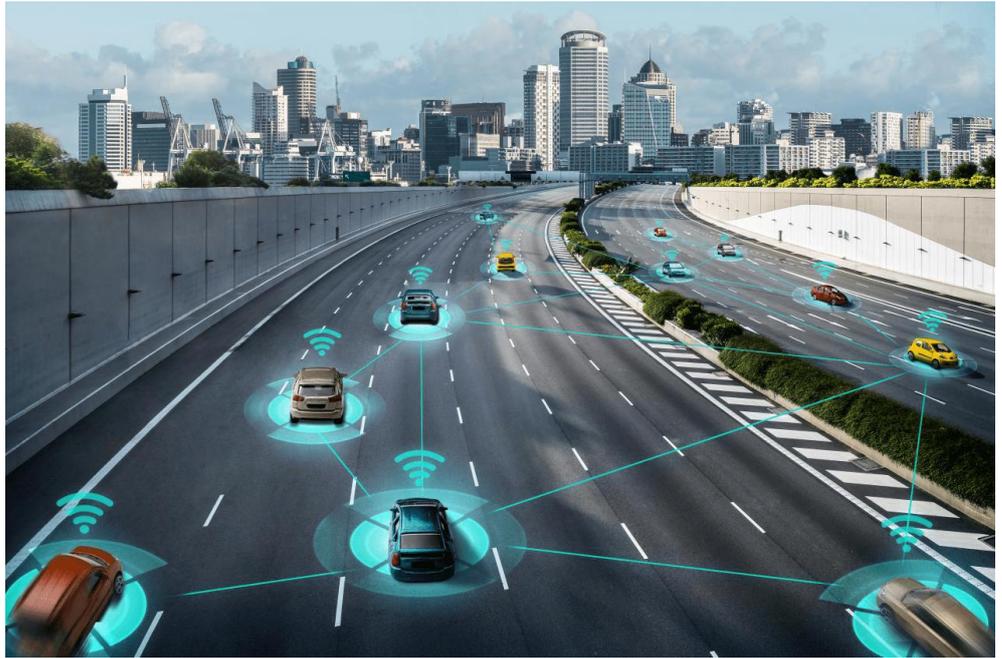


数据来源：《2023 年度中国主要城市通勤监测报告》，东吴证券研究所

3.2. 智慧交通有望成为解决城市运转效率问题的有效方案

智慧交通正逐步展现出其在解决城市运转效率问题上的巨大潜力。通过实时收集和分析交通数据，智慧交通系统能够精准预测交通状况，智能调度交通资源，从而有效缓解道路拥堵，提升公共交通系统的运营效率。同时，智慧交通还能显著减少交通事故的发生，通过优化交通信号配时和车辆间通信技术，确保交通流畅，降低因事故导致的延误。在经济效益方面，智能交通系统减少了交通拥堵、事故成本和运营成本，提高了交通效率，节约了燃料消耗和时间成本。

图21: 智慧交通技术示意

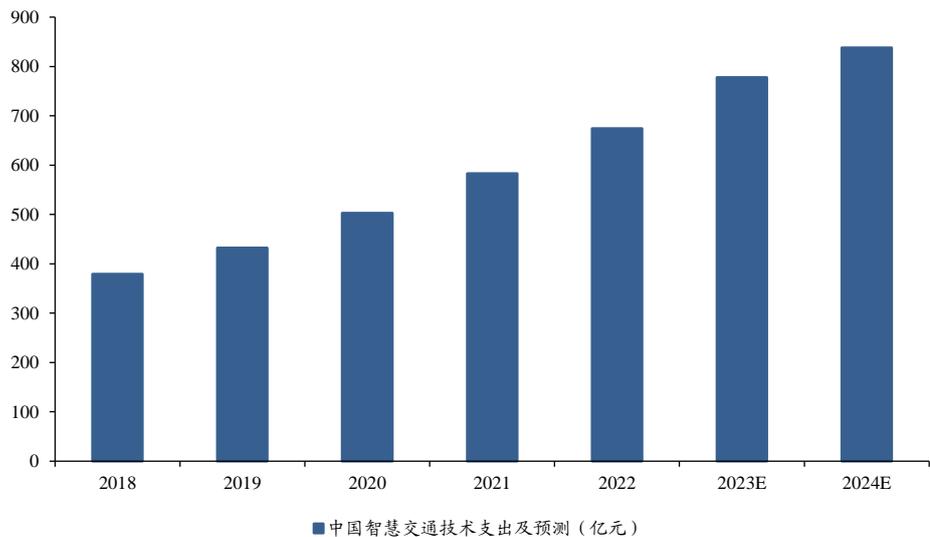


数据来源: 2024 中国 (北京) 国际新能源汽车技术及设备展览会, 东吴证券研究所

3.3. 智慧交通行业快速发展, 未来市场前景广阔

技术、市场等多重因素共同推动, 中国智慧交通技术支出规模不断增长。技术创新, 特别是物联网、大数据、人工智能等前沿科技的广泛应用, 为智慧交通提供了强大的技术支持, 不仅提升了系统的性能和效率, 还降低了建设和运营成本。同时公众对智能交通系统的需求不断增加。引用中商产业研究院数据, 2022 年中国智慧交通技术支出规模达 674 亿元, 近五年年均复合增长率达 15.48%, 预计 2023 年中国智慧交通技术支出规模将达 778 亿元, 2024 年将达 838 亿元。智慧交通行业未来市场规模有望继续增长。

图22: 中国智慧交通技术支出及预测



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

智慧交通需求持续下沉，二、三线城市仍有较大发展空间。智慧交通建设的周期较长，需求的资金投入也需要不断增加。目前中国城市智慧轨道交通仅少数重要城市发展较为成熟，大多数二、三线城市由于资金和资源投入有限，导致基础设施建设和技术研发进展缓慢，技术普及和创新能力不足，仍有较大发展空间。城市公交智能化也处于起步阶段，全国仅部分城市处在试点过程中。

3.4. 公交聚合支付市场占有率位于行业前列，SaaS云平台打开新市场

雄帝科技的公交一卡通解决方案已经在超过140个大中型城市中应用，公司的地铁设备和终端为30多个城市的地铁公司提供设备，聚合支付市场占有率保持前列。公司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，其车载支付终端设备已覆盖全国200多个城市，聚合支付在全国城市公交车辆支付终端的市场占有率位于行业前列。这些终端融合了智能卡、二维码、手机NFC、数字人民币等多种支付方式，成为公交大数据的重要获取端口，是线上线下公交业务结合的核心节点。此外，公司自研的公交智能投币一体机于2023年正式投入市场，并与苏州、西宁等城市合作伙伴签订了订单，同时在全国多个城市开展了试点应用的磨合。

推出公交SaaS云平台，优化公司业务和战略布局，有望打开增长新空间。SaaS云平台为公交企业等客户提供了一种基于云计算的高效、灵活、可定制的运营管理解决方案。通过SaaS云平台，公交企业能够实现电子支付、智能调度、客流分析、视频监控和主动安全等多种功能，降低了公交系统的运营成本和管理难度。相较于传统的公交产品，SaaS云平台具有更高的产品价值量，能够为公司提供持续的收入来源。目前，该平台已经在多个城市实现了落地应用，如乌鲁木齐、鄂尔多斯丰镇、大理安然、怀化会同等地，成功覆盖了支付、调度、视频监控、主动安全和数据分析等全业务。

图23: 公交SaaS云平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

国内销售：未来智慧政务将更加注重服务的升级和创新，以提升政府治理效能和优化公共服务。随着我国智慧政务市场硬件与网络建设逐步完善，需求将逐渐向软件与服务市场转移，公司作为国内可信身份领域的龙头企业，将迎来更广阔的发展空间；此外，我国智慧交通行业市场规模预计也将继续保持快速增长态势，公司有望深度受益。预计2024-2026年公司国内业务增速分别为+10%/+15%/+20%，毛利率分别为47%/47%/47%。

国外销售：随着“一带一路”国家数字化进程的加速，对身份证件制作发行以及身份核验的需求将充分释放，考虑到雄帝科技在海外市场的持续深耕和合理布局，其智慧政务、智慧交通等业务有望在国外市场实现更快速增长，特别是在东南亚、中东、非洲和南美洲等地区，有望为公司带来更大的利润增长点。预计2024-2026年公司国外业务增速分别为+70%/+110%/+30%，毛利率分别为48%/48%/48%。

表4：公司业务拆分（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
国内销售				
营收	310.27	341.30	392.50	471.00
同比增速	60.60%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	46.74%	47.00%	47.00%	47.00%
国外销售				
营收	101.91	173.24	363.81	472.95
同比增速	-75.98%	70.00%	110.00%	30.00%
毛利率	52.24%	48.00%	48.00%	48.00%
合计				
营收	412.18	514.54	756.30	943.95
同比增速	-33.24%	24.83%	46.99%	24.81%
毛利率	48.10%	47.34%	47.48%	47.50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.2. 估值与评级

雄帝科技为国际安全证件专家，在行业内占据显著地位。选取身份识别、智能证卡领域的佳都科技、东信和平作为可比公司进行相对估值法测算。雄帝科技在产业链上布局关键，具备充分的先发优势，市场竞争优势突出，未来增长前景明确，因此享有一定的估值优势。

表5: 可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 27 日)

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600728.SH	佳都科技	111.02	3.95	0.71	1.67	2.98	28.12	156.97	66.41	37.21
002017.SZ	东信和平	63.50	1.72	1.94	2.19	2.42	36.95	32.73	29.00	26.24
	平均值						32.54	94.85	47.70	31.73
300546.SZ	雄帝科技	34.66	-0.24	0.20	1.24	1.84	-	176.77	27.90	18.86

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 佳都科技和东信和平数据来自 Wind 一致预期, 雄帝科技数据来自东吴证券研究所测算

雄帝科技作为我国领先的身份信息综合服务商, 深耕于身份认证解决方案的研发与生产, 构建了从算法设计到软硬件集成的全方位生态体系。其业务触角已广泛延伸至智慧政务、智慧交通等多个应用领域, 未来各个业务板块在国外的销售情况也有望进一步向好。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.20/1.24/1.84 亿元, 对应 PE 分别为 177/28/19 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

海外业务拓展风险: 公司海外业务已渗透非洲、亚洲、欧洲多个国家, 其营业收入占公司营业收入比重增加, 未来公司将继续加大对海外市场的拓展, 重点在一带一路沿线国家, 尤其是复制选举项目的电子投票经验到其他国家。但是, 拓展海外市场可能存在多项风险, 当地政治经济局势、法律法规和管制措施的变化都将对公司海外业务的经营造成影响。此外, 若由于战争等因素, 也将阻碍海外业务的拓展。

毛利率下降的风险: 公司综合毛利率基本处于较高水平, 但随着公共安全、公共交通等公司主要业务领域高速向信息化、智能化方向发展, 公司将与更多规模和实力更强的行业公司进行竞争, 市场竞争呈逐步加剧的态势。如果公司在发展过程中不能持续保持技术领先优势, 不断提升市场营销和本地化服务能力, 控制产品和人力成本, 将有可能面临市场份额下滑, 技术、服务能力被竞争对手超越的风险, 存在毛利率下降的风险。

技术风险: 公司在新技术和新工艺的开发方面做了不少的投入, 也取得了多项研发成果。新技术和新工艺的开发是公司赢得市场的关键, 公司的多项研发成果处于行业领先地位。如果公司在技术路线上出现失误, 开发的新产品得不到客户的青睐和认可, 将会为公司的发展带来相应的风险。

应收账款发生坏账的风险: 随着公司销售收入的逐年增大, 加之客户群相对集中且收款周期较长, 公司各年末应收账款金额较大, 虽然公司的应收账款均是正常经营过程中形成, 符合公司经营的实际情况, 但若客户经营恶化或市场异常波动导致应收账款回款发生重大困难, 公司仍然将面临一定的坏账损失风险。

雄帝科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,014	1,074	1,333	1,534	营业总收入	412	515	756	944
货币资金及交易性金融资产	639	629	682	710	营业成本(含金融类)	214	271	397	496
经营性应收款项	179	222	195	488	税金及附加	6	5	9	10
存货	167	187	405	287	销售费用	71	78	98	123
合同资产	3	4	6	8	管理费用	57	60	61	66
其他流动资产	25	32	45	41	研发费用	99	102	98	104
非流动资产	258	269	275	282	财务费用	(6)	(4)	(5)	(6)
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	14	10	15	19
固定资产及使用权资产	141	142	132	126	投资净收益	7	6	11	12
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	40	50	66	79	减值损失	(16)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	(24)	19	124	183
其他非流动资产	72	72	72	72	营业外净收支	0	1	1	2
资产总计	1,273	1,343	1,608	1,816	利润总额	(24)	20	125	185
流动负债	196	247	388	413	减:所得税	(1)	0	1	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	净利润	(24)	20	124	183
经营性应付款项	63	111	174	162	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	55	56	92	109	归属母公司净利润	(24)	20	124	184
其他流动负债	70	71	113	133	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.13)	0.11	0.67	0.99
非流动负债	15	15	15	15	EBIT	(38)	8	108	165
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(11)	33	133	190
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.10	47.34	47.48	47.50
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	(5.71)	3.81	16.43	19.47
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	(33.24)	24.83	46.99	24.81
负债合计	211	262	403	428	归母净利润增长率(%)	(163.90)	183.26	533.64	47.94
归属母公司股东权益	1,062	1,081	1,205	1,389					
少数股东权益	0	0	0	(1)					
所有者权益合计	1,062	1,081	1,205	1,388					
负债和股东权益	1,273	1,343	1,608	1,816					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	33	18	71	46	每股净资产(元)	5.72	5.83	6.50	7.49
投资活动现金流	6	2	22	32	最新发行在外股份(百万股)	186	186	186	186
筹资活动现金流	(14)	0	0	0	ROIC(%)	(3.36)	0.75	9.24	12.43
现金净增加额	26	20	93	78	ROE-摊薄(%)	(2.22)	1.81	10.31	13.23
折旧和摊销	27	24	25	25	资产负债率(%)	16.58	19.48	25.05	23.55
资本开支	(12)	(34)	(29)	(30)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(147.17)	176.77	27.90	18.86
营运资本变动	21	(19)	(66)	(148)	P/B(现价)	3.26	3.21	2.87	2.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>