

商业客流分析龙头，转型 SaaS 构建数据壁垒

——汇纳科技深度报告

✍️ : 马莉 执业证书号: S1230520070002 于健 执业证书号: S1230519050001
☎️ : 021-80105934 021-80105934
✉️ : mali@stocke.com.cn yujian01@stocke.com.cn

报告导读

公司是线下客流分析垂直领域龙头，预计转型 SaaS 模式，快速拓展店铺级购物中心和打通品牌方数据服务，通过汇客云将客户壁垒转变为数据壁垒，成为“人工智能+大数据”公司，业务 TAM 有望拓展超预期。

投资要点

□ **投资逻辑：核心业务转型 SaaS 模式加速店铺级数据积累，基于数据提供增值服务变现，以数据产品切入品牌端并进行行业延伸，构建壁垒。**

1) **公司：**已成为线下客流分析领域龙头，核心业务由买断模式转向 SaaS 模式，推进商业地产客户店铺级数据服务，依托汇客云构建大数据平台并实现多种增值服务变现，借助数据服务产品切入品牌客户市场，同时拓展公共服务领域。我们认为随公司纵向挖掘现有客户，横向延伸公共服务领域，积累的数据资产和技术优势有望在此阶段开始释放，快速提高客户数和覆盖领域，从原有客户壁垒发展为数据壁垒，再形成平台壁垒，最终成为“人工智能+大数据”公司。
2) **行业：**传统零售业受电商冲击，在新零售背景下亟待数字化转型，客流分析系统作为全面数字化的重要工具，发展正逢其时。

□ **超预期点：数据资产价值的拓展与重估，有望超市场预期**

市场对于公司深耕的商业地产市场天花板较低颇有诟病，但我们认为市场忽略或低估了垂直领域龙头积累的数据资产价值，通过商业渠道的数据公司可以将业务扩展到品牌端，甚至是公共服务和政企业务，打开垂直行业的 TAM，核心数据资产价值有望迎来重估，超市场预期。

□ **盈利预测及估值**

预计公司 2020-2022 年营收 4.39/6.32/8.18 亿元，同增 35.3%/43.8%/29.4%，归母净利 0.91/1.49/2.06 亿元，EPS 为 0.9/1.47/2.04 元。对比 A 股其余垂直行业 SaaS 可比公司估值，我们基于谨慎原则，给予 21 年 40X PE 估值，对应目标价为 58.8 元，给予“买入”评级。

□ **催化剂：月度订单数量边际改善、店铺级购物中心拓展超预期**

□ **风险提示：疫情使部分实力较弱的购物中心关门、采集技术变革较快等**

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	325	439	632	818
(+/-)	30.35%	35.31%	43.85%	29.40%
净利润	68	91	149	206
(+/-)	4.43%	33.06%	63.40%	38.59%
每股收益(元)	0.68	0.90	1.47	2.04
P/E	60.58	45.53	27.86	20.10

评级

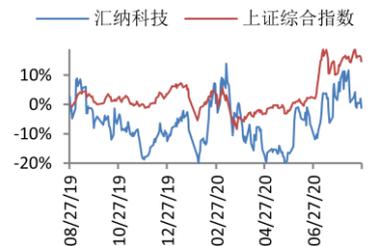
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥41.00

单季度业绩

元/股

1Q/2020 -0.08
4Q/2019 0.68
3Q/2019 0.50
2Q/2019 0.23



公司简介

公司是行业领先的线下实体商业消费者行为数据采集分析的服务商。公司专注于客流数据统计、消费行为分析和商业价值挖掘，通过数据服务这种新燃料赋能实体商业，构建起连接线下实体商业的数据平台。公司的所有核心硬件产品及相关视频分析算法、数据应用平台均由汇纳科技自主研发。

相关报告

报告撰写人: 于健

正文目录

1. 汇纳科技：国内线下客流分析服务商龙头	4
1.1. 汇纳科技：国内客流分析系统服务商龙头	4
1.2. 股权结构：股权结构集中，实际控制人持股比例超三成	4
1.3. 团队成员：核心管理团队经验丰富，技术人才占比持续提升	5
2. 客流分析行业：企业数字化推手，“人货场”的交界点	6
2.1. 发展意义：传统零售企业亟需转型，客流分析发展正逢其时	6
2.2. 行业规模：我国客流分析行业规模约为 90-150 亿元	8
2.3. 竞争格局分析：公司是商业垂直领域的绝对龙头，存量市占率达 70%，竞争优势明显	9
3. 战略：转型 SaaS 模式，大数据资产成为增值服务及 TAM 扩展基石	10
3.1. 纵向拓展：转型 SaaS-店铺级推广-增值服务-品牌服务	11
3.1.1. 客流分析系统转型 SaaS 模式助力店铺级推广	11
3.1.2. 发布汇客云加速构建大数据平台，基于此推出数据增值服务	13
3.1.3. 协同智能巡店业务向品牌方拓展	14
3.2. 横向拓展：数据平台壁垒成为延展行业空间的基石，未来有望拓展公共服务领域，政企业务超预期	15
4. 盈利预测及估值	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 可比公司估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 汇纳科技于 2017 年创业板上市	4
图 2: 公司实际控制人持有公司 32.53% 股份	4
图 3: 客流分析是线下零售业数字化转型的重要推手	7
图 4: 我国客流统计总规模预计突破百亿	8
图 5: 购物中心/品牌连锁店客流统计规模预计达 50/100 亿元	8
图 6: 公司在数据采集、数据分析及数据平台方面具备优势	9
图 7: 汇纳科技竞争壁垒转化: 客户-数据-平台	10
图 8: 汇纳科技“一横一纵”发展战略	11
图 9: 公司近 5 年营业收入/归母净利润 CAGR 达 24%/16%	11
图 10: 客流分析系统业务为公司营收的核心来源	11
图 11: 店铺级数据对于商场和品牌都非常重要, 且是连接二者的桥梁	12
图 12: 公司客流分析统计业务将逐渐由“系统销售”方式转变为“数据服务”方式	13
图 13: 公司在数据采集、数据分析及数据平台方面具备优势	13
图 14: 2020 年公司成功推出更多的高频产品	14
图 15: 受并购影响, 公司电子导购系统营收 2018 年快速提升	14
图 16: 公司电子导购系统毛利率有所提升	14
表 1: 汇纳科技管理团队行业经验丰富	5
表 2: 公司股权激励情况	6
表 3: 目前客流统计行业以视频系统为核心技术, 被其他技术替代的可能性较低	8
表 4: 目前客流分析系统用户主要为购物中心, 未来在品牌连锁店渗透率提高后, 有望达百亿市场	8
表 5: 公司在国内处于客流分析领跑者地位	9
表 6: 汇纳科技收入关键指标预测	16
表 7: 汇纳科技客流分析系统收入关键指标预测	16
表 8: 汇纳科技毛利率指标预测	17
表 9: 可比公司估值水平	17
表附录: 三大报表预测值	18

1. 汇纳科技：国内线下客流分析服务商龙头

1.1. 汇纳科技：国内客流分析系统服务商龙头

汇纳科技是国内客流分析服务商龙头，致力于线下消费行为数据分析，通过客流分析系统等传感器采集线下消费者行为数据，在此基础上进行数据可视化呈现及挖掘应用。公司成立于2004年，2013年启动IPO计划，2017年在创业板挂牌上市。自2016年起，汇纳科技发布中国线下实体商业客流指数(WTI)报告,反映中国实体商业客流趋势，成为中国实体商业发展风向标。目前除上海总部外共设有11家分子公司，3大研发机构，200+服务网点，辐射全国400多个城市和地区。

图 1：汇纳科技于 2017 年创业板上市



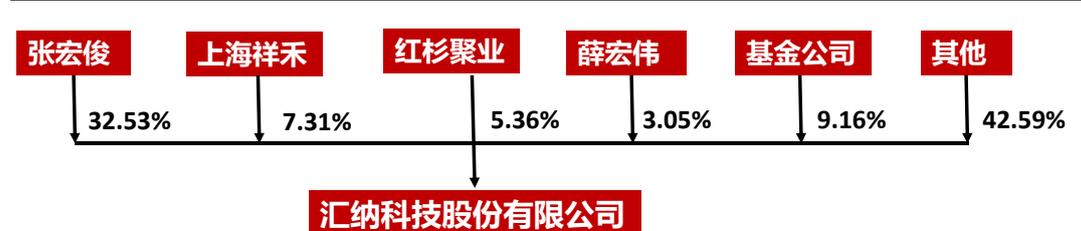
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

汇纳科技的产品解决方案及服务助力商业综合体和零售商提升经营效能，实现数字化升级。经过十余年的积累与发展，公司视频客流分析系统在商业零售领域的推广和布局取得不错成绩，包括万达广场、龙湖天街等百货商场、购物中心和屈臣氏、耐克、苹果等品牌零售连锁店在内的众多知名线下商业实体已经安装了公司视频客流分析系统，使用公司客流量分析产品为其推行精准营销和增强客户购物体验提供支持。目前，公司视频客流分析系统在国内商业零售领域实施案例包括1800余家百货商场、购物中心和50000余家零售连锁店，遍布全国400多座城市，市场覆盖面广，市场占有率高。

1.2. 股权结构：股权结构集中，实际控制人持股比例超三成

汇纳科技实际控制人张宏俊持股约33%，第二、三大股东持股约7%/5%。截止20年6月，公司董事长兼总经理张宏俊先生持有公司32.53%的股份，持股比例高；第二、三大股东上海祥禾泓安股权投资和天津红杉聚业股权投资分别持有7.31%和5.36%的股份，前十大股东累计持有公司57.41%股份，股权结构较为集中。

图 2：公司实际控制人持有公司 32.53% 股份



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

为加强线下数据网络和运营管理建设，汇纳科技定向增发募资6.18亿元。公司于2019年以非公开方式向15名特定对象发行2018.04万股，发行价格为30.61元/股，合计募资

6.18 亿元。本次定增资金主要用于：1) 采集网络建设项目。公司在未来 3 年内，将每年进驻 500 家（共计 1500 家）实体商铺铺设视频客流分析网络。2) 大数据运营管理中心项目。我们认为本次定增有助于解决公司转型时将面临的短期现金流压力，有望助力加速核心业务向 SaaS 模式转型。

1.3. 团队成员：核心管理团队经验丰富，技术人才占比持续提升

公司核心管理团队从业经验丰富，均已服务公司十余年。公司董事长兼总经理张宏俊，中欧国际工商学院、清华大学五道口金融学院 EMBA，于 2019 年当选上海张江人工智能商会会长，在大数据信息产业方面资源丰富。团队其他核心成员履历亮眼，有丰富行业经验，均在成立初期加入公司，已服务公司十余年。

表 1：汇纳科技管理团队行业经验丰富

姓名(年龄)	简介
张宏俊(48)	董事长兼总经理，汇纳科技创始人，中欧国际工商学院 EMBA，清华大学五道口金融学院 EMBA。曾任西安大唐电信有限公司研发项目经理、上海精伦通信技术有限公司产品总监等职务。
孙卫民(46)	董事及财务总监，曾先后在西安唐乐宫有限公司、西安金花集团、西安金花宝马汽车销售有限公司等公司从事财务工作，2008 年加入公司并担任财务经理。
薛宏伟(55)	董事，公司供应链管理中心总经理、行政管理中心总经理，曾任工信部第十研究所研发工程师、西安大唐电信有限公司数字部经理、上海精伦通信技术有限公司副总经理等职务，2007 年加入公司。
刘宁(50)	董事，行业应用事业部总经理，曾先后担任西安大唐电信有限公司研发项目经理、上海精伦通信技术有限公司产品总监等职务，2007 年加入公司。
刘尧通(35)	董事会秘书，上海财经大学研究生学历，中国注册会计师。曾在中能股份有限公司证券部工作，2016 年加入公司担任证券事务代表。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司重视研发，积极引进人才，科研团队强大稳定。公司技术人员从 2016 年 75 人增加至 2019 年的 263 人，占员工总数的比例达 30.72%。此外，公司还引入了两位技术核心人才及其团队：

- **丁遥及其团队：**前万达商管总经理、苏宁集团副总裁，目前担任公司总裁以及数据中心负责人，负责把控技术研发方向和部分销售业务，获得公司 2019 年第二期股权激励和 2020 年限制性股票激励。丁遥及其团队负责提升公司在数据价值挖掘方面的核心能力。
- **胡宇及其团队：**胡宇教授是佐治亚理工学院商业分析中心联席主任，19 年 3 月公司将其引入作为首席数据科学顾问，获得 2020 年限制性股票激励。同年 8 月，汇纳科技以 19.8% 的比重持股胡宇为实际控制人的上海赛商数据科技有限公司。胡宇教授及其团队现致力于增强公司在大数据分析模型搭建、算法优化、产品落地等方面的能力。

多次实施股权激励计划助力公司长远发展。公司上市至今已进行 5 次股权激励计划，通过股权激励计划，实现对于核心管理人员和技术人才的绑定。股权激励计划有利于公司建立健全激励约束机制，充分调动公司董事、中高级管理人员、核心技术骨干的积极性，有效将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，有助于公司长远发展。

表 2：公司股权激励情况

时间	激励对象	激励规模	行权条件
2019.04	68 人，中高级管理人员和核心技术骨干	授予 100.3 万份股票期权，行权价为 21.82 元/股	以 2016 年净利润为基数，2017-2019 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、80%
2018.08	151 人，公司董事、中高级管理人员和核心技术骨干	授予 344.25 万份股票期权，行权价为 28.56 元/股	以 2016 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增长率分别不低于 40%、80%、160%
2019.04	28 人，中高级管理人员和核心技术骨干	授予 261 万份股票期权，行权价为 27.52 元/股	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率分别不低于 80%、160%、240%
2019.10	89 人，公司核心技术骨干	授予 350 万份股票期权，行权价为 33.06 元/股	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率分别不低于 80%、160%、240%
2020.02	8 人，公司董事、高级管理人员、首席数据科学顾问等	授予限制性股票 82 万股，授予价 21.71 元/股	2021-2022 年营业收入分别不低于人民币 6 亿元、8 亿元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 客流分析行业：企业数字化推手，“人货场”的交界点

商业设施客流分析日渐成为趋势。公司主营业务为线下消费行为数据分析，利用视频分析技术为百货商场、购物中心等领域内的客户提供客流量数据统计分析及数据挖掘应用，隶属于软件和信息技术服务业。近年来国家产业政策的大力支持为国内软件和信息技术服务业创造了良好的发展环境，大数据分析、云计算等新兴技术逐渐颠覆传统的商业模式。由于我国 90% 的消费集中在线下，未来数据采集重点将从线上转移到线下，商业设施客流分析日渐成为趋势。

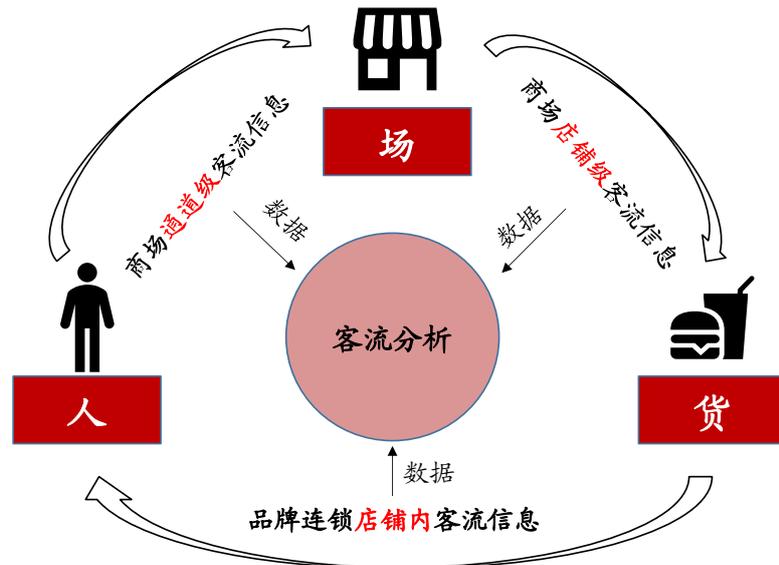
此部分我们尝试回答三个问题：1、客流分析行业发展的意义是什么？2、客流分析行业的市场规模有多大？3、公司的市场竞争格局？希望通过我们的视角解读客流分析行业以及汇纳科技所处竞争状态，从而更好理解其战略布局。

2.1. 发展意义：传统零售企业亟需转型，客流分析发展正逢其时

线下零售业受电商冲击，亟需数字化转型。移动互联网促进电商快速发展，培育出阿里巴巴、京东等大批电商巨头，同时线上商品零售额占社零总额的比重逐年上升，百货商场、购物中心等传统线下零售业增速放缓，面临经营模式转型的压力。针对线下消费顾客体验单一、缺乏精准画像、流量范畴受限的问题，越来越多企业意识到需要采用大数据等技术获取对消费者的深刻理解，精准营销重获主动权，传统零售业数字化转型的需求迫在眉睫。

在新零售背景下，客流分析是实现线上线下联动，向全渠道零售方向进行全面数字化转型的重要工具。新零售本质上是为了重构人货场，是以消费者为核心，以人场货数字化为基础设施，以流量、数据和认知为驱动的效率革命。客流信息联结了顾客（人）、商品（货）、商场（场）三方，而客流分析是帮助线下商场数字化转型、提升运营效率的重要工具。客流分析系统可以采集充足且有效的客流信息数据并且经过科学的数据分析，最终以报表等有效的结果输出来辅助管理者做出决策，帮助线下商场科学管理、定量分析，进而实现效率的提升。

图 3：客流分析是线下零售业数字化转型的重要推手



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

客流信息同时是衡量商业设施运营状况的重要指标。有效地吸引外来客流量并有效地管理内部客流使其产生最大化的业绩贡献，是商场的第一要务。商场或者任何的零售商店的营业状况都和客流量息息相关，这使得客流量成为很多管理者的核心 KPI 之一。通过准确的量化数据有助于管理者了解设施运营情况、增加销售机会等。

视频分析技术是当前商用客流统计的主流技术。客流分析数据采集环节所用技术经历了“人工计数→红外感应装置→无线 wifi 监测→视频采集”的阶段性发展：

- 早期的客流分析主要采用人工计数的方法，对某一时点的客流量进行抽查，这种方法不能做到实时监测，同时准确率也较低。
- 后来部分商家引进基于红外技术以及重力感应方式的客流统计系统，只能做到人数计算而无法进行深入客流信息分析。
- WiFi 探针技术受限于具有 Wi-Fi 功能的智能手机的保有量、Wi-Fi 打开率以及接入点对 Wi-Fi 信号的抓取率，无法做到对经过接入点附近的客流的全量统计，同时因获取个人数据存在法律风险。
- 视频采集技术能够通过商场顶端的摄像头，采集经过的顾客头部和肩部图像，有效避免了人与人之间遮挡的问题。同时获取数据为群体数据受法律允许，目前来看视频采集技术暂不会被替代。

表 3：目前客流统计行业以视频系统为核心技术，被其他技术替代的可能性较低

方式	采集内容
视频系统	客流量、滞留时间数据
Wi-Fi	位置、行走路线数据
二维码	位置、支付的数据
车载终端	行车路线位置数据、实时交通数据
智能家居终端	家庭应用数据
POS 机	商品属性、交易数据
导购系统	浏览内容、频次数据

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.2. 行业规模：我国客流分析行业规模约为 90-150 亿元

我们预计国内客流分析行业规模有望超百亿。我国客流分析系统行业的需求主要来源于两类客户：1) 商业地产客户。根据赢商大数据预测，2020 年全国购物中心已超 5000 家，预计单个购物中心平均需要 300 个监测点左右，单个监测点平均价格约为 4000 元，购物中心客流统计市场规模约 60 亿。2) 品牌连锁店铺客户。假设单个购物中心拥有 100-150 家品牌连锁店铺，每个店通常铺需要 1-2 个监测点，单个监测点约为 6000 元，预计未来品牌连锁店客流统计市场规模约为 30-90 亿元。因此，我国客流分析行业规模合计约为 90-150 亿元。

图 4：我国客流统计总规模预计突破百亿



资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

图 5：购物中心/品牌连锁店客流统计规模预计达 50/100 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

表 4：目前客流分析系统用户主要为购物中心，未来在品牌连锁店渗透率提高后，有望达百亿市场

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
客流统计总规模 (亿元)	26	35	49	65	85	108	132	154	186	197
购物中心										
购物中心客流统计规模 (亿元)	11	15	20	26	33	40	47	53	62	63
yoy (%)	31%	34%	34%	30%	27%	22%	18%	13%	16%	2%
已开购物中心数量 (家)	998	1283	1669	2119	2670	3261	3845	4335	5042	5135
购物中心客流统计客单价 (万元/家)	111	116	119	122	123	123	123	123	123	123
购物中心监测点数量 (个)	278	289	298	304	307	307	307	307	307	307
yoy (%)	5%	4%	3%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
单个监测点平均价格 (元/个)	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000
品牌连锁店										
品牌连锁店客流统计规模 (亿元)	15	21	29	39	52	68	84	101	124	133
yoy (%)	34%	38%	39%	35%	34%	30%	25%	19%	23%	8%
平均每个购物中心拥有的品牌连锁店 (家)	100	105	110	115	120	125	130	135	140	145
全国购物中心内品牌连锁店总量 (万家)	10	13	18	24	32	41	50	59	71	74
品牌连锁店客流统计客单价 (元/家)	15000	15300	15606	15918	16236	16561	16892	17230	17575	17926
yoy (%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

假设条件:

1. 假设购物中心单个监测点平均价格约为 4000 元/个;

2. 假设品牌连锁店内单个监测点约为 6000 元/个，每个店平均有 2 个监测点;

3. 假设购物中心暂未购买增值服务 (保守估计)，品牌连锁店花费在增值服务的平均价格为 5000 元/家左右。

数据来源：公司公告、调研纪要

资料来源：赢商大数据，公司公告，浙商证券研究所测算

2.3. 竞争格局分析：公司是商业垂直领域的绝对龙头，存量市占率达70%，竞争优势明显

汇纳科技是商业零售垂直领域绝对龙头，存量市占率达70%。在全国超过5000家购物中心里，具备数字化能力的约为2000-3000家，汇纳科技实施案例已涵盖1800余家，约占存量客户70%。公司现拥有万达广场、龙湖地产、新世界百货等客户，在商业客流分析领域内属绝对龙头地位。

相较传统客流系统、安防和人工智能企业，汇纳科技竞争优势明显。相比海外企业，汇纳产品具有高性价比。相较专业的客流系统企业而非专业由安防系统转向客流系统的企业，公司在数据规模和市占率上处于领先水平。对于客户需要的数据服务，汇纳较早布局云平台，有丰富数据积累和深入行业认知。而相比商汤等人工智能企业，汇纳科技的优势在于算法结合具体场景，产品化和工程化能力较强。我们认为，未来专注全行业标准算法的通用工具型产品和针对垂直领域的场景型产品有望在激烈竞争中保留优势。

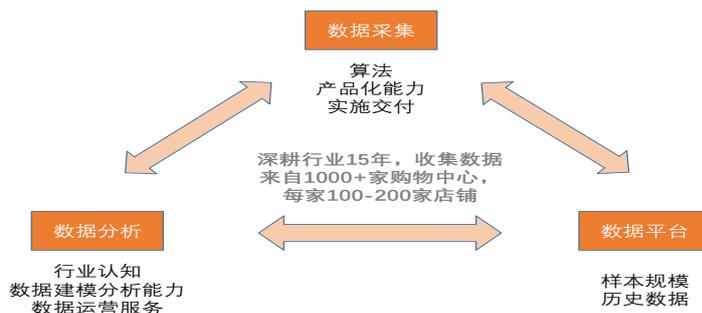
表 5：公司在国内处于客流分析领跑者地位

公司所处地位	公司名称	核心产品	成功案例
海外企业	ShopperTrak	客流统计与转化分析套件	主要服务各种购物中心
	BRICKSTREAM	客流传感器（硬件）、客流统计服务	乐高门店、烟草仓库、上海野生动物园等多个行业、多个领域
国内专业客流分析企业	汇纳科技	客流分析服务系统、巡店系统、导航系统、以及各种增值服务（客群洞察、营销助手、客流预测等）	目前主要服务购物中心，未来将大力拓展品牌连锁店
	万店掌	客流统计、智能巡店、视频追溯、会员识别、人脸互动等	主要服务购物中心、连锁药店等
	北京文安	客流统计、智能交通、城市精细化运营	车辆违停侦测系统、城市监控系统、购物中心客流统计等
非专业客流分析企业	百度	智能零售、企业服务	快消商品监测系统、人脸闸机系统等
	海康	主要为一些硬件	CMOS双目智能客流统计网络摄像机

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司人工智能和大数据技术成熟，拥有深厚的数据资产积累。技术层面，公司自主研发了视频分析算法、数据应用平台及其核心配套设备，并且申请了多项专利及计算机软件著作权。近期公司在前端数据采集和后端数据分析均实现技术突破。数据层面，公司目前已与2000+家购物中心、5万+家品牌连锁店铺进行合作。由于数据采集点转换成本较高，公司先发优势较为明显。此外，公司基于线下数据布局云平台，至2019年接入公司汇客云大数据平台的样本数量已超过1500家，分析的客流超过140亿/年，包含购物中心/品牌数据库、周边宏观因素、线下活动数据等，数据样本规模较同行具备明显优势。

图 6：公司在数据采集、数据分析及数据平台方面具备优势



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

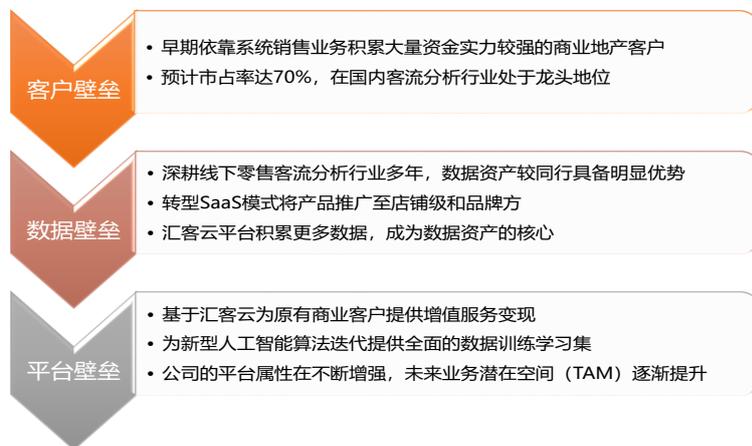
构建实体商业相关标准体系，共推行业标准制定与落地。汇纳近日申报的“实体商业客流数据采集和分析标准化试点”获批为2020年首批上海市标准化试点项目之一。该项目将由公司主导从系统架构与功能标准、数据采集及接入技术标准、系统平台与数据服务、系统管理与安全标准等4个方面，构建实体商业客流数据采集和分析标准化体系，解决数据采集标准不统一、分析标签定义混乱、数据分析方法不一致等问题。后续标准落地后，商业客流行业建设将采用该标准，汇纳产品技术能力和行业地位将得到进一步认可和巩固，公司也从行业参与者逐渐转变为标准制定者。

3. 战略：转型 SaaS 模式，大数据资产成为增值服务及 TAM

扩展基石

竞争壁垒：客户壁垒转化为数据壁垒，逐渐成为垂直领域的平台壁垒。我们认为公司早期依靠系统销售业务积累大量资金实力较强的商业地产客户（万达、龙湖等），预计市占率达70%，在国内客流分析行业处于龙头地位，形成了客户壁垒。深耕线下零售客流分析行业多年，汇纳积累的数据资产较同行具备明显优势，此时客户关系逐渐沉淀为数据资产，随着通过转型 SaaS 模式将产品推广至店铺级和品牌方，汇客云平台可以积累更多数据，成为数据资产的核心；基于汇客云，公司不仅可以为原有商业客户提供增值服务变现，还可以为新型人工智能算法迭代提供全面的数据训练学习集，有助于形成产品研发优势，进而公司的平台属性在不断增强，未来业务潜在空间（TAM）也逐渐提升，打开天花板，成为“AI+Big Data”型公

图 7：汇纳科技竞争壁垒转化：客户-数据-平台

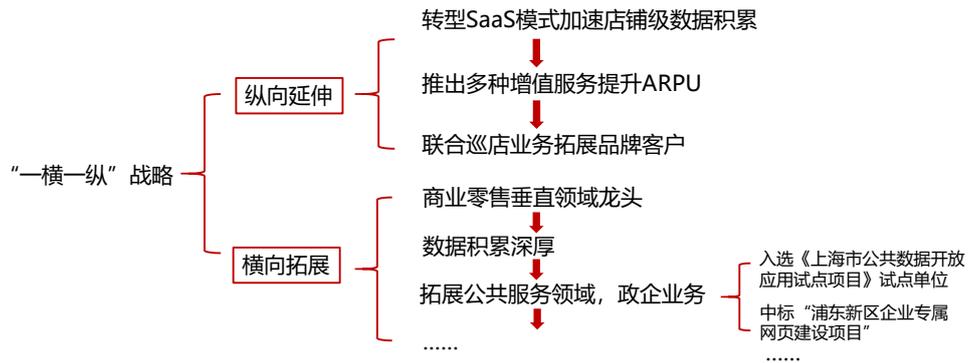


资料来源：浙商证券研究所

我们基于上述逻辑，将公司未来发展战略概括为“一纵一横”两个维度：

- 纵向维度主要分三阶段：1) 客流分析系统由买断销售模式转型数据服务模式，在2-3年内快速拓展客户并实现店铺级数据的积累；2) 加速店铺级数据在公司“汇客云”大数据平台上的积累，提升增值服务质量以提高ARPU；3) 在积累足够的店铺级数据后切入品牌连锁店内容流分析市场，有望打开百亿成长空间。
- 在纵向深挖商业地产的基础上，汇纳科技有望依靠数据积累横向拓展至政企业务、公共设施等新领域，扩大数据采集范围，提升市场想象空间。

图 8：汇纳科技“一横一纵”发展战略



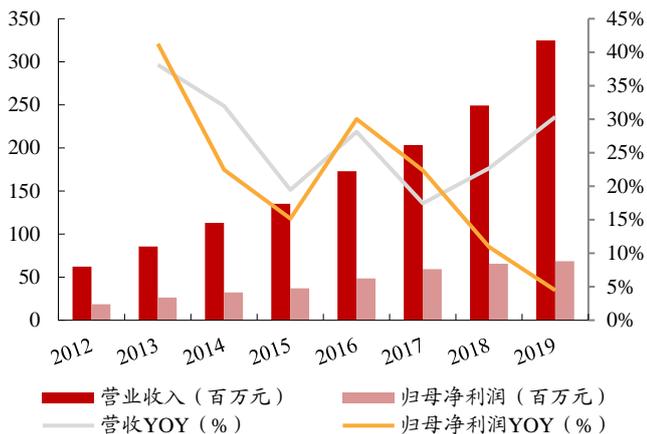
资料来源：浙商证券研究所

3.1. 纵向拓展：转型 SaaS-店铺级推广-增值服务-品牌服务

3.1.1. 客流分析系统转型 SaaS 模式助力店铺级推广

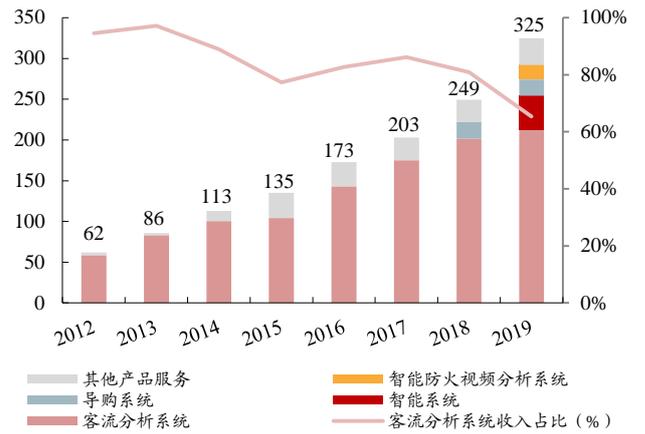
客流分析系统是汇纳科技核心业务和主要收入来源。系统由数据采集探头、数据分析设备、数据服务器、数据分析报表系统等部分组成，在标准化基础上视不同客户的具体需求略有调整。客流分析系统客户分为商场和品牌两大类，商场包括购物中心和百货商店，收入占比约达 80%，管理人员可通过系统了解流量整体水平和分布、结合流量评价活动效果、分析不同品牌客流关联情况；零售品牌收入占比约达 20%，零售系统店内解决方案可以实现客流统计、消费者路径和时间统计、消费者关注度数据化等功能。2019 年公司实现营业收入 3.2 亿元（+30.4%），归母净利润 0.68 亿元（+4.4%），客流分析系统在收入中的占比约 65%，是公司主要收入及利润来源。

图 9：公司近 5 年营业收入/归母净利润 CAGR 达 24%/16%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：客流分析系统业务为公司营收的核心来源



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据商业地产客户对客流数据需求的递进，客流分析系统在商场应用可分三大层级：

- 层级 1-通道级：客流监测点部署在商场与外界连通的通道处等。通道级数据可以反映商场整体的客流量变化趋势、以及各通道的客流分布，商场借此数据能够实现对于营销活动前后商场内整体的客流量变化追踪。

- **层级 2-区域级：**客流监测点部署在商场的通道、以及各大区域内。区域级数据可以反映商场各个区域不同时段的人流量分布规律、以及各个区域客流的关联性，能够指导商场在各区域资源的投放，降低资源浪费的概率。
- **层级 3-店铺级：**客流监测点部署在商场店的通道、区域、以及品牌连锁店铺门口。店铺级数据可以反映某品牌店对商场的人流贡献，该数据一方面可以指导商场进行品牌组合优化，另一方面也可以指导品牌店进行人力资源配置优化。

店铺级数据的统计深度几乎能够掌握所有客流动态细节，对于商场的招商策略、资源投放策略、营销策略等均有较强的指导意义。我们认为大部分商场对于客流数据需求实际上都已达到店铺级，但客流分析系统较高的价格、以及一次性付款的方式让部分资金实力较弱的商场望而却步。

图 11：店铺级数据对于商场和品牌都非常重要，且是连接二者的桥梁

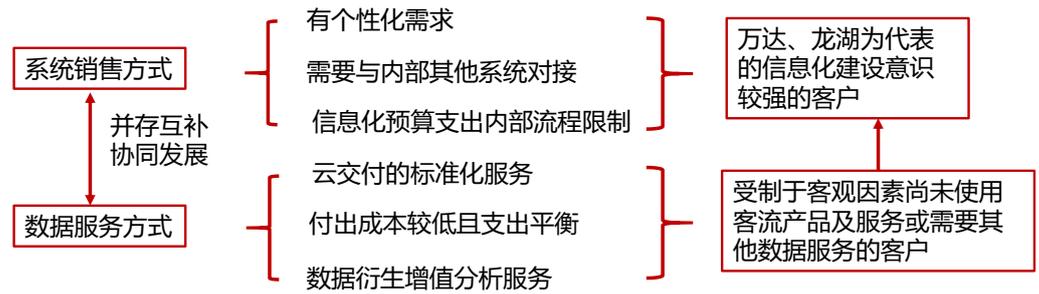


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

客流分析系统由买断销售模式向 SaaS 模式转型，满足商城客户店铺级数据需求。公司通过转型数据服务模式有望通过快速拓展客户，并实现店铺级数据的快速积累。当前客流分析系统分为系统销售（买断式）、以及数据服务（SaaS 模式）两种模式：

- **买断式（系统销售方式）：**公司根据客户需求在商场入口/过道/店铺门口安装监测设备，实现对于用户行为原始数据的采集、分析，向客户提供产品及服务。该模式下客户拥有设备及数据的所有权，并需要一次性向公司支付全部费用。以万达广场为例，安装到店铺级需 300-400 个摄像头（单价 4000-5000 元/摄像头），整体服务费约 160 万-200 万/年。
- **SaaS 模式（数据服务方式）：**与系统销售不同，该模式以数据服务为业务导向。在此服务模式下，客户和汇纳分别拥有数据所有权和使用权。在收费模式上，第一年仅向客户收取 1000 元/摄像头的数据开通费、以及 500 元/摄像头的数据服务费，因此客户安装到店铺级（300-400 个摄像头）首次付费约 50 万/年。后续客户需持续使用公司的服务，则每年需要缴 500 元/摄像头的服务费。

图 12：公司客流分析统计业务将逐渐由“系统销售”方式转变为“数据服务”方式

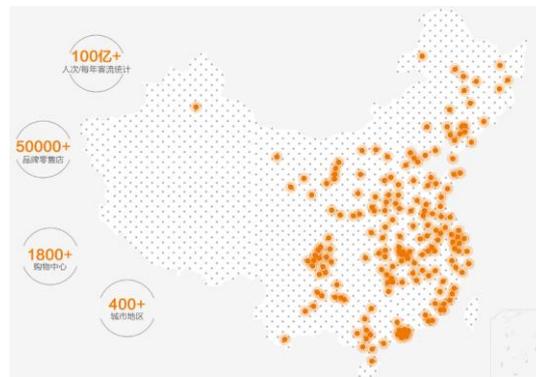


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.1.2. 发布汇客云加速构建大数据平台，基于此推出数据增值服务

“汇客云”是公司基于数据服务模式建立的大数据平台，为商业实体客户提供标准化的线下客流以及衍生增值数据分析。2019年4月“汇客云”发布，以公司多年线下数据积累为核心，整合多方数据资源和能力，提供针对实体商业运营的诊断、评估、预测和决策支持。当前汇客云平台接入客户以购物中心、商场百货为主，商场数量已超过1500家。

图 13：公司在数据采集、数据分析及数据平台方面具备优势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

基于汇客云大数据平台，汇纳科技推出后端数据增值服务。增值服务是原有系统销售、数据采集业务的延伸，并通过自我积累及数据合作等多种方式构建线下实体商业大数据平台，进行大样本、多角度的数据分析及延伸应用。2019年首次推出三大数据增值服务模块：1)传统的流量分析服务模块。最为基础的模块，主要为商业地产客户提供实时、准确、多维的流量分析，洞悉场内运营水平及店铺关联度，收费标准约为3万元/年。2)运营对标服务模块。为商业地产客户提供行业动态基准，反映自身在同业中的经营情况排名，透视行业及区域竞争格局，收费标准约为6万元/年。3)客群洞察服务模块。主要对场内顾客、商圈及竞品人群进行画像分析，帮助客户精准营销，收费标准约为9万元/年。

数据服务产品功能模块持续迭代升级。2020年公司推出基准归因增值服务模块，使用可解释的神经网络算法模型，将产品核心功能由客流统计拓展至客流预测，指导购物中心的招商引资工作。此外活动评估模块正处于开发阶段，该产品核心功能为预测营销活动创造的客流增量，降低购物中心的营销费用、提升其ROI。

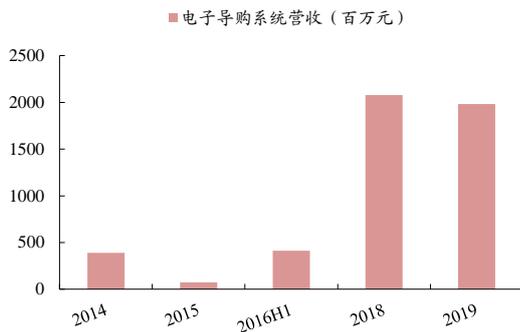
图 14：2020 年公司成功推出更多的高频产品



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

布局智能导购业务完善商业闭环。智能电子导购系统是联系线下商业地产与广大消费者的媒介渠道，同时也是线下实体商业信息数据的流量入口之一，以及智慧购物体系建设的重要组成部分。公司在 2016 年参股电子导购系统重要供应商南京千目信息科技有限公司，在电子导购系统方面的推广宣传力度开始加大。至 2019 年公司对于千目信息持股比例已达 67%，导购系统收入达 1981 万元，毛利率达 68.5% (+17.2pct)，协同效应体现。

图 15：受并购影响，公司电子导购系统营收 2018 年快速提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16：公司电子导购系统毛利率有所提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.3. 协同智能巡店业务向品牌方拓展

公司数据服务业务客户向品牌商家拓展能够满足其对消费者购物前行为研究的需求。当前产品及品牌生命周期变短是大势所趋，拉新难、留存率低是品牌方普遍面临的两大问题，而部分品牌方所拥有的中后台数据只能分析消费者购物后行为，在购物前行为研究的效率和准确性上有所欠缺。因此如何及时、准确、高效地掌握前端消费者动向，追踪消费轨迹、深度挖掘消费者资产，是当前品牌方的迫切需求。汇纳科技的数据服务产品满足品牌需求，能够有效将数据转换为销售，同时相较商场，零售品牌商家数量更多，市场空间预计达百亿。

拓展品牌方有望与智能巡店业务产生协同效应。2019 年 1 月公司以自有资金 2000 万对成都云叮进行增资扩股，完成后公司将持有成都云叮 55.02% 股权。成都云叮以视频大数据处理分析、智能算法等为核心技术，主要向各种品牌方提供如巡店等的解决方案。泛零售品牌、尤其是鞋服及时尚品牌是云叮的主要客户，能够在客户结构上与汇纳形成互补，有助于公司了解不同客户需求加速品牌客户拓展。

以店铺选址为突破点从产品端切入品牌方。公司在向品牌方拓展时，国内品牌方的付费习惯缺失和需求非标准化是面临的主要难点，汇纳需要以产品为入口打破壁垒。店铺选址产品成为合适的切入点原因在于：一方面品牌方对经营店铺的选址有强烈需求，而汇纳可以提供渠道方精准数据的支持和产品服务；另一方面，智能巡店业务是汇纳参股公司云叮的核心业务之一，双方能够基于此实现业务协同。目前汇纳已为部分餐饮品牌提供精准店铺选址的产品服务，基于成功案例有望将产品模块化并以此为抓手加快品牌方拓展进程。

3.2. 横向拓展：数据平台壁垒成为延展行业空间的基石，未来有望拓展公共服务领域，政企业务超预期

数据资产有望带来产品的拓展和业务边界的扩张，业务潜在空间持续抬升。汇纳科技进入品牌连锁店内容流分析市场后，市场空间预计达百亿。伴随汇客云平台入驻商家的增加和线下店铺级数据的持续积累，汇纳科技的数据资产拥有巨大的重估和外延价值。拓展业务范围，将数据的数据资产以服务形式变现将成为汇纳科技下一步的重要发展战略，也将为其打开更广阔的成长空间。

汇纳科技获上海公共数据使用权，深化商业地产领域拓展的同时进行横向延伸。20年7月10日，汇纳科技成为首批入选《上海市公共数据开放应用试点项目》的11家试点企业之一，也是唯一拥有商业数据分析的单位，这是其向公共服务领域转型的标志性事件。汇纳科技将在其自主构建的“汇客云”平台上，拓展和完善大数据技术，通过政企数据融合创新，实现行业数据融合赋能。汇纳在拥有全国商业地产客流、POI等数据的基础上，通过引入政府开放的交通、处罚、环保、建设项目等公共数据，可极大提升数据维度的丰富性，提高数据分析准确性，并创新应用更为广泛的数据分析产品。

汇纳科技积极参与政府相关应用场景建设服务，政企业务有望加速落地。疫情爆发后，汇纳持续发布《汇客云中国实体商业客流桔皮书》，向行业及公众传递实体商业受疫情影响情况；此后，汇纳在大型节假日定期发布《全国购物中心客流回暖数据快报》，监测并跟进长假期间线下消费及商场客流回暖情况，在行业内树立良好口碑并受到政企有关部门的关注。公司于今年成立公共服务事业部，未来业务将主要以购买服务和项目制形式展开。当前汇纳与政企部门的合作业务短期内正加速推进中，20年7月汇纳成功中标“浦东新区企业专属网页建设项目”，通过智能化手段提升对辖区企业的政策宣导、便捷办事及精准服务能力，预计近期将落地部分政企合作业务。

相比原有商业业务，公共服务领域市场规模更大、边际成本较低，政企业务有望超预期。汇纳科技业务范围的横向延伸是公司将其数据资产和技术积淀重估变现的过程，在各项能力延伸至公共服务领域时，实现公司市场空间拓展和收入规模提升。其中，政企业务是公共服务领域中较快落地变现的部分，有望超市场预期。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

核心假设:

- **客流分析系统:** 我们预计 2020-2022 年公司客流分析系统收入为 2.69/4.15/5.38 亿元, 同比增长 26.5%/54.4%/29.6%, 毛利率预计为 70%/68%/68%。预计系统销售方式创收 1.74/1.83/1.69 亿元, 数据服务方式创收 0.94/2.67/4.15 亿元。
- **智能巡店系统:** 我们预计 2020-2022 年公司智能巡店系统收入为 0.84/1.17/1.64 亿元, 同比增长 100%/40%/40%, 毛利率预计为 50%/50%/50%。

表 6: 汇纳科技收入关键指标预测

单位(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	324.80	439.47	632.17	818.05
YOY	30.35%	35.31%	43.85%	29.40%
—客流分析系统	212.49	268.76	415.07	538.09
YOY	5.43%	26.48%	54.44%	29.64%
系统销售方式	197.49	174.40	182.85	169.20
数据服务方式	15.00	94.36	267.07	414.89
—智能巡店系统	41.89	83.78	117.29	164.21
YOY		100.00%	40.00%	40.00%
—导购系统	19.81	29.72	38.63	50.22
YOY		50.00%	30.00%	30.00%
—智能防火视频分析系统	17.59	17.59	17.59	17.59
—其他产品服务	33.02	39.62	43.59	47.95
YOY	22.98%	20.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 浙商证券研究所

表 7: 汇纳科技客流分析系统收入关键指标预测

单位(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
客流分析系统收入	212.49	268.76	415.07	538.09
YOY	5.43%	26.48%	54.44%	29.64%
—系统销售方式	197.49	174.40	182.85	169.20
商业地产客户	177	148	148	123
新增数量(家)	233	100	100	80
客单价(万元)	76	148	148	154
品牌连锁客户	20	26	35	46
客户数量(家)	4000	4800	5760	6912
APRU(万元)	5000	5500	6050	6655
—数据服务方式	15	94	267	415
基础服务	90	257	393	90
增值服务	2.0	4.4	9.7	22.3

资料来源: 浙商证券研究所

表 8：汇纳科技毛利率指标预测

单位(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
整体毛利率	62.8%	61.1%	61.2%	61.5%
—客流分析系统	72.0%	70.0%	68.0%	68.0%
—智能巡店系统	50.8%	50.0%	50.0%	50.0%
—导购系统	68.5%	68.0%	67.0%	67.0%
—智能防火视频分析系统	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
—其他产品服务	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%

资料来源：浙商证券研究所

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年营收 4.39/6.32/8.18 亿元，同增 35.3%/43.8%/29.4%，毛利率为 61.1%/61.2%/61.5%。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 0.91/1.49/2.06 亿元，EPS 为 0.9/1.47/2.04 元。

4.2. 可比公司估值

我们选取用友网络、基石信息、广联达作为可比公司。我们认为公司向 SaaS 模式逐渐转型，“汇客云”大数据平台的逐步落地有望打开估值空间。参考行业平均估值，我们保守给予 21 年 40X PE 估值，得出公司目标价为 58.8 元，“买入”评级。

表 9：可比公司估值水平

代码	公司	收盘价(元)	EPS(元)			市盈率(x)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
600588	用友网络	43.00	0.48	0.34	0.43	59.17	126.47	100.00
002410	广联达	66.00	0.21	0.35	0.56	161.81	188.57	117.86
002153	基石信息	32.32	0.34	0.37	0.5	114.71	87.35	64.64
平均数						111.90	134.13	94.17

资料来源：浙商证券研究所，截止 2020 年 8 月 20 日，Wind 一致预期

5. 风险提示

疫情使部分实力较弱的购物中心关门、采集技术变革较快等

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	408	710	1028	1338	营业收入	325	439	632	818
现金	133	321	487	634	营业成本	121	171	246	315
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	2	3	4	6
应收账款	215	292	411	540	营业费用	56	54	61	67
其它应收款	4	9	11	13	管理费用	58	63	66	66
预付账款	6	12	14	18	研发费用	48	83	123	164
存货	50	51	74	95	财务费用	(1)	(2)	(2)	(2)
其他	1	27	32	38	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	330	216	229	274	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	18	18	18	18
长期投资	46	30	29	28	其他经营收益	12	14	14	14
固定资产	38	46	58	72	营业利润	66	99	165	234
无形资产	13	21	29	37	营业外收支	7	5	6	6
在建工程	0	0	0	0	利润总额	73	104	171	239
其他	233	119	113	137	所得税	0	10	17	24
资产总计	738	926	1257	1612	净利润	73	93	154	216
流动负债	127	183	360	498	少数股东损益	5	2	5	9
短期借款	10	0	0	0	归属母公司净利润	68	91	149	206
应付款项	33	37	50	58	EBITDA	80	107	169	235
预收账款	44	73	218	331	EPS (最新摊薄)	0.68	0.90	1.47	2.04
其他	41	73	92	110	主要财务比率				
非流动负债	2	3	3	3		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2	3	3	3	营业收入	30.35%	35.31%	43.85%	29.40%
负债合计	130	185	362	501	营业利润	(3.33%)	49.32%	67.29%	41.17%
少数股东权益	19	21	27	36	归属母公司净利润	4.43%	33.06%	63.40%	38.59%
归属母公司股东权益	589	720	869	1075	获利能力				
负债和股东权益	738	926	1257	1612	毛利率	62.75%	61.12%	61.15%	61.49%
					净利率	22.47%	21.24%	24.37%	26.35%
					ROE	12.05%	13.50%	18.19%	20.57%
					ROIC	11.93%	12.70%	17.11%	19.35%
					偿债能力				
					资产负债率	17.55%	20.00%	28.80%	31.07%
					净负债比率	7.64%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.21	3.89	2.86	2.68
					速动比率	2.81	3.61	2.66	2.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.53	0.58	0.57
					应收帐款周转率	1.70	1.79	1.87	1.79
					应付帐款周转率	5.10	5.09	6.27	6.45
					每股指标(元)				
					每股收益	0.68	0.90	1.47	2.04
					每股经营现金	0.67	1.12	1.75	1.62
					每股净资产	5.83	7.12	8.59	10.63
					估值比率				
					P/E	60.58	45.53	27.86	20.10
					P/B	7.03	5.76	4.77	3.86
					EV/EBITDA	45.38	35.94	21.48	14.85

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	68	114	177	164
净利润	73	93	154	216
折旧摊销	8	6	7	8
财务费用	(1)	(2)	(2)	(2)
投资损失	(18)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	5	(47)	47	(2)
其它	0	82	(12)	(37)
投资活动现金流	(120)	43	(12)	(19)
资本支出	(28)	(11)	(15)	(19)
长期投资	28	16	1	1
其他	(120)	38	2	(0)
筹资活动现金流	(43)	31	2	2
短期借款	10	(10)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(53)	41	2	2
现金净增加额	(96)	188	167	147

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>