

# 东港股份 (002117.SZ)

## 龙头转型，区块链业务锋芒渐露

信息技术服务商积极转型，前瞻性业务布局迎收获。公司为票据印刷龙头，同时积极拓展档案存储、电子发票等多项信息化新业务，现各项业务发展均居于行业前列，逐步转型信息技术服务商。2017年公司布局区块链业务，厚积薄发，借政策暖风望迎客户数与业绩爆发。公司管理层大比例持股，治理结构良好。

**传统业务：深耕细作，多点开花，成行业领军。** 1) 印刷主业：稳居行业龙头，在纸价上涨、环保政策趋严的背景下，行业竞争格局改善，依托公司的强力竞争壁垒和优质客户群，在“马太效应”下优势渐显。2) 智能卡业务：发卡需求持续增长，业务收入增速提升，已是国内五大卡厂之一。3) 档案存储业务：市场尚处蓝海，行业空间广阔；先发优势明显，客户资源优质，线上线下组合的商业模式系行业首家，档案管理网点密集，研发技术领先；2018年营收和净利润同比增速分别为70%和290%，发展迅猛；推出的中小微企业档案管理云平台通过国家档案局验收，档案管理业务子公司东港瑞云股份制改制，有望拆分，独立筹备科创板。4) 彩票销售业务：彩票自助终端加速投放，项目持续中标，2018年营收同比增长了107%，新渠道彩票销售向好。

**区块链业务：先发优势明显，技术储备深厚，尽享政策红利。** 2019年全年市场电子发票开具数量预计较2018年增长207.6%，收入突破20亿元，潜在市场空间大。公司旗下瑞宏网深耕电子发票与票据，系电子发票第三方服务平台佼佼者。区块链有链上信息难以篡改、便于监管等优点，公司早在2017就开始区块链应用研究，接连与井通科技、蚂蚁区块链等机构展开合作，入围电子发票早期试点，具有先发优势，客户获取力度或超预期。2019年10月，公司四项区块链服务（电子票据区块链、TK-BaaS-E平台、电子发票区块链、电子证照区块链）在网信办成功备案。“区块链政策东风+公司深厚的财税、政府、银行等渠道资源+扎实的区块链技术储备和原型验证”三项基石打底，公司的区块链业务有望取得跨越式发展。

**投资建议：**公司主业利润率卓群，新业务学习能力强，我们认为，市场低估了公司的转型力度和区块链业务的增长潜力。我们预计，2019-2021年公司归母净利润分别为2.78亿元、3.01亿元、3.41亿元，同比增长8.1%、8.5%、13.2%，对应EPS为0.51、0.55、0.63，最新股价（2020.2.10）对应PE为22.9、21.1、18.6。可比公司鸿博股份和盛通股份在2020年的PE平均值为14.36，我们给予公司2020年30倍PE，对应目标价为16.56。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

**风险提示：**印刷主业收入增速不及预期；其他业务收入增速不及预期；区块链业务发展速度不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,430	1,546	1,696	1,887	2,131
增长率 yoy (%)	-4.1	8.1	9.7	11.3	12.9
归母净利润(百万元)	232	257	278	301	341
增长率 yoy (%)	5.9	10.6	8.1	8.5	13.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.43	0.47	0.51	0.55	0.63
净资产收益率 (%)	15.2	15.8	17.3	17.8	18.9
P/E (倍)	27.4	24.8	22.9	21.1	18.6
P/B (倍)	4.20	3.91	3.85	3.70	3.51

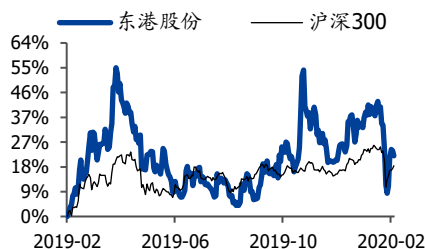
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	包装印刷
最新收盘价	11.71
总市值(百万元)	6,389.75
总股本(百万股)	545.67
其中自由流通股(%)	99.97
30日日均成交量(百万股)	9.37

#### 股价走势



#### 作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjjaji@gszq.com

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

研究助理 孙爽

邮箱：sunshuang@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1318	1332	1653	1710	1933
现金	750	794	1008	1045	1125
应收票据及应收账款	327	333	391	415	495
其他应收款	30	48	38	57	50
预付账款	20	24	24	29	31
存货	145	107	166	138	205
其他流动资产	45	26	26	26	26
<b>非流动资产</b>	919	981	994	1018	1064
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	719	701	737	779	834
无形资产	112	113	112	112	111
其他非流动资产	88	167	145	127	119
<b>资产总计</b>	2237	2313	2647	2728	2997
<b>流动负债</b>	659	632	751	754	925
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	387	353	447	443	563
其他流动负债	272	279	303	311	362
<b>非流动负债</b>	59	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	719	685	804	807	978
少数股东权益	3	1	11	20	25
股本	364	364	546	546	546
资本公积	250	250	250	250	250
留存收益	902	1013	1112	1207	1297
归属母公司股东权益	1515	1627	1831	1901	1993
<b>负债和股东权益</b>	2237	2313	2647	2728	2997

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	326	316	359	350	437
净利润	231	258	288	310	346
折旧摊销	74	78	76	87	91
财务费用	-1	-7	-12	-13	-11
投资损失	-20	-13	-19	-18	-17
营运资金变动	38	-10	26	-17	28
其他经营现金流	4	10	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	410	-79	-70	-93	-119
资本支出	159	130	14	24	46
长期投资	550	40	0	0	0
其他投资现金流	1119	91	-56	-69	-73
<b>筹资活动现金流</b>	-268	-157	-75	-219	-238
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	182	0	0
资本公积增加	-129	0	0	0	0
其他筹资现金流	-139	-157	-257	-219	-238
<b>现金净增加额</b>	468	79	214	37	80

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1430	1546	1696	1887	2131
营业成本	862	944	1021	1135	1282
营业税金及附加	22	23	23	27	31
营业费用	121	117	133	151	170
管理费用	192	102	198	215	230
研发费用	0	91	25	35	49
财务费用	-1	-7	-12	-13	-11
资产减值损失	2	2	0	0	0
其他收益	12	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	13	19	18	17
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	263	296	328	354	398
营业外收入	9	3	10	9	8
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	271	299	337	363	405
所得税	41	41	49	53	59
<b>净利润</b>	231	258	288	310	346
少数股东损益	-1	1	10	9	5
<b>归属母公司净利润</b>	232	257	278	301	341
EBITDA	322	353	386	419	464
EPS (元/股)	0.43	0.47	0.51	0.55	0.63

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-4.1	8.1	9.7	11.3	12.9
营业利润 (%)	-0.7	12.7	10.6	8.0	12.4
归属母公司净利润 (%)	5.9	10.6	8.1	8.5	13.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	39.7	38.9	39.8	39.8	39.8
净利率 (%)	16.2	16.6	16.4	16.0	16.0
ROE (%)	15.2	15.8	17.3	17.8	18.9
ROIC (%)	13.3	14.0	15.6	16.0	17.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.1	29.6	30.4	29.6	32.6
净负债比率 (%)	-44.5	-44.6	-57.5	-57.0	-58.4
流动比率	2.0	2.1	2.2	2.3	2.1
速动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.47	0.51	0.55	0.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.60	0.58	0.66	0.64	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	2.78	2.98	3.02	3.15	3.32
<b>估值比率</b>					
P/E	27.4	24.8	22.9	21.1	18.6
P/B	4.2	3.9	3.9	3.7	3.5
EV/EBITDA	17.6	15.9	14.0	12.9	11.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1 核心观点	6
1.1 核心推荐逻辑	6
1.2 我们区别于市场的观点	6
1.3 估值与目标价	6
1.4 关键假设	7
1.5 股价上涨的催化因素	7
1.6 风险提示	7
2 公司概况	7
2.1 票证印刷龙头，力拓信息化新业务	7
2.2 公司在区块链领域布局较早，有先发优势	8
2.3 营收与净利润持续增长，毛利稳定	10
2.4 管理层大比例持股，治理结构良好	11
3 传统业务	12
3.1 印刷主业	12
3.1.1 行业竞争分散，集中度正在逐渐增加	12
3.1.2 公司市场份额高，盈利水平领先市场	14
3.2 智能卡	16
3.2.1 智能卡涉及领域广泛，发卡数量稳步增加	16
3.2.2 公司处于上升期，发展迅速、盈利能力强	17
3.3 档案存储	18
3.3.1 档案信息化市场尚处蓝海，发展前景广阔	19
3.3.2 行业集中度逐步提升，东港深耕档案存储一站式服务	20
3.3.3 中小微企业档案云平台出击，公司未来业绩可期	22
3.4 彩票销售	25
3.4.1 彩票行业后劲十足，自助式售彩模式占优	25
3.4.2 彩票行业多雄齐驱，东港专注彩票自助终端	27
3.4.3 先发优势显著，新渠道彩票销售业务向好	28
4 区块链业务	30
4.1 区块链+电子发票	30
4.1.1 电子发票成大势所趋，增值税电子化进展突出	30
4.1.2 “区块链+电子发票”方兴未艾	32
4.1.3 先发优势加成，区块链技术添翼	33
4.2 区块链+财政电子票据	37
4.2.1 政策暖风助推发展，业务流程对硬件依赖少	37
4.2.2 “区块链+电子票据”为蓝海市场，潜在市场空间大	38
4.2.3 借区块链技术东风，创票财税一体化综合服务	39
4.3 区块链+电子证照	39
盈利预测与估值	40
关键假设与盈利预测	40
相对估值	41
风险提示	42

## 图表目录

图表 1: 技术服务类业务占公司营收比重不断上升.....	8
图表 2: 2018 年各业务收入占公司总营收的比重.....	8
图表 3: 公司大事记 (部分) .....	8
图表 4: 公司与区块链相关的部分公告 .....	9
图表 5: 瑞宏网区块链云服务平台 .....	10
图表 6: 公司上市以来业绩概况 .....	10
图表 7: 公司总体毛利率近年来保持稳定 .....	11
图表 8: 2007 年至今公司三费比例.....	11
图表 9: 公司股本结构.....	11
图表 10: 2009-2018 年印刷行业营业收入及其同比增速变化情况.....	12
图表 11: 2009-2018 年印刷行业总利润及其同比增速变化情况 .....	12
图表 12: 2003-2019 年印刷百强企业销售额门槛变化情况.....	13
图表 13: 2018 年百强企业销售收入占比 .....	13
图表 14: 2019 年国内双胶纸、双铜纸、白板纸和白卡纸价格指数变化情况 (单元: 元) .....	13
图表 15: 2018-2020 年 1 月主要的环保政策.....	14
图表 16: 印刷企业数量 2019 年出现负增长.....	14
图表 17: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份主营业务收入对比 .....	15
图表 18: 2014-2018 年东港股份、鸿博股份、盛通股份印刷类业务营业收入对比.....	15
图表 19: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份归母净利润对比.....	15
图表 20: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份毛利率对比 .....	16
图表 21: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份净利率对比 .....	16
图表 22: 2014-2019Q1-Q3 银行卡人均持有量及同比增速 .....	16
图表 23: 2014-2019Q1-Q3 银行卡累计发卡量对比 .....	16
图表 24: 2014-2018 年社保参保人数统计 .....	17
图表 25: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份营业收入对比 .....	17
图表 26: 2014-2018 年东港股份、天喻信息、恒宝股份智能卡业务收入对比 .....	17
图表 27: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份归母净利润收入对比.....	18
图表 28: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份毛利率对比 .....	18
图表 29: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份净利率对比 .....	18
图表 30: 档案信息化主要内容.....	19
图表 31: 2012—2018 年全国档案馆数量.....	20
图表 32: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技营业总收入对比.....	21
图表 33: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技归母净利润对比.....	21
图表 34: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技毛利率对比 .....	22
图表 35: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技净利率对比 .....	22
图表 36: 东港瑞云股东结构 .....	22
图表 37: 2016-2018 年东港瑞云营业收入、净利润及同比增长率 .....	23
图表 38: 东港股份档案管理软件研发的逻辑框架 .....	24
图表 39: RFID 技术 .....	24
图表 40: 公司服务网点的全国规划 .....	24
图表 41: 公司主要服务客户 .....	24
图表 42: 2013-2019 年 11 月中国彩票销售额及同比增长率 .....	25
图表 43: 2019 年 1-11 月数字乐透型、竞猜型、即开型、视频型和基诺型彩票销售量占比 .....	26
图表 44: 2012-2019 年 11 月福利彩票和体育彩票销售额占比.....	26
图表 45: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份营业总收入对比.....	28
图表 46: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份归母净利润对比.....	28
图表 47: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份毛利率对比 .....	28

图表 48: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份净利率对比 .....	28
图表 49: 公司新渠道彩票销售业务 .....	29
图表 50: 2016-2021 年中国电子发票开具数量规模及增速 (2019 年 12 月预测) .....	30
图表 51: 2017-2022 年中国电子发票收入 (2019-2022 年为预测数据, 预测时间为 2019 年 11 月) .....	30
图表 52: 2009-2018 年我国税收收入增长情况.....	31
图表 53: 2018 年我国各类税收收入占总税收收入的比例.....	31
图表 54: 增值税发票系统升级版与电子发票对接逻辑示意图.....	32
图表 55: 高灯科技的部分区块链电子发票应用.....	33
图表 56: 电子发票的政策推动过程及其对公司的影响.....	34
图表 57: 瑞宏网提供的产品与服务 .....	35
图表 58: 瑞宏网的行业解决方案.....	35
图表 59: 瑞宏网电子发票开具、入账、报销全流程上链应用场景.....	35
图表 60: 瑞宏网基于底账库的电子发票上链应用场景.....	36
图表 61: 瑞宏网基于现有税控设备的电子发票上链应用场景.....	36
图表 62: 航天信息增值税防伪税控系统及相关设备收入 (2010-2018) .....	37
图表 63: 财政部推进财政票据电子化改革的若干文件.....	38
图表 64: 财政电子票据管理的基本流程.....	38
图表 65: 瑞宏网“区块链+财政电子票据”流程 .....	39
图表 66: 瑞宏网“区块链+财政电子票据”应用场景 .....	39
图表 67: 分业务盈利预测.....	41
图表 68: 可比公司估值.....	42



## 1 核心观点

### 1.1 核心推荐逻辑

**印刷主业深扎根：**印刷主业精耕细作多年，已成票据印刷行业龙头，建立起集规模效应、客户信任、牌照资质、行业口碑佳于一体的竞争壁垒。在纸价上涨和环保政策趋严的背景下，“马太效应”发挥作用，有望进一步提升市场占有率。印刷业务为公司积累了一批财税、政府、银行金融等领域的优质客户群体，粘性强，有利于其他新业务的开拓。

**新型业务多点开花：**依托公司在印刷行业积累的良好客户资源和平台，以及政策春风加持，档案存储、电子发票、彩票销售等技术服务业务齐头并进，建立起类型丰富、功能齐全的产品和服务体系，在业内享有良好口碑，营收稳健增长，势不可挡，在各行业均稳居前列。此外，2019年3月公司推出的中小微企业档案管理云平台，深挖中小微企业客户的广大市场，进一步拓宽了公司的客群，为未来业务增量提供新的助推力。

**区块链业务打开成长空间：**区块链技术能有效解决信息篡改、降低成本、信任传递等难题，在区块链强劲政策风口，区块链+电子发票、电子票据、电子证照成为大势所趋。公司依托早期区块链技术储备和原型验证、与井通科技和蚂蚁区块链等机构展开区块链领域相关合作、财税和政府等优质渠道资源，具备开展区块链业务的先发优势和深厚实力，公司的“区块链+电子发票”“区块链+电子票据”“区块链+电子证照”“区块链即服务平台（Blockchain as a Service, BaaS）”等业务有望开拓新的利润爆发点。

### 1.2 我们区别于市场的观点

**市场低估了公司的转型进度。**公司从印刷业起家，到积极转型信息技术服务商，积累一批优质客户群体和良好的行业口碑，同时拥有稳定的客户开拓渠道。例如，公司当前推广的档案管理云平台极力开拓中小微企业客户市场，试点的北京开发区的2万多家企业，第一年目标渗透率为5%左右，第二年达到10%，广大的客户资源具备强大的业务变现能力，营收和利润有望进一步提高。

**市场低估了公司区块链业务的爆发潜力。**区块链+电子发票/电子票据/电子证照为蓝海市场，处在起步阶段，参与者有限，潜在市场空间较大，而公司在该领域积具深厚，在研发能力、渠道资源、产品服务体系等多方面形成了明显的先发优势，区块链业务在未来有望成为新的利润爆发点。

### 1.3 估值与目标价

**绝对估值：**我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为2.78亿元、3.01亿元、3.41亿元，同比增长11.77%、7.62%、11.79%，对应EPS为0.51、0.55、0.63，最新股价（2020.2.10）对应PE为22.9、21.1、18.6。

**相对估值：**从公司所属行业、主要产品特性和数据可得性出发，我们选取鸿博股份、盛通股份和劲嘉股份3家A股上市公司为可比公司，它们在2020年的PE平均值为14.36。考虑到公司在票证印刷主业中的领头羊地位，在智能卡、档案存储、彩票等业务的快速发展，区块链+电子发票/电子票据/电子票证的发展潜力，我们给予公司2020年30倍PE，对应目标价为16.56。

## 1.4 关键假设

(1) 票证印刷主业方面，尽管 2019 年公司原材料价格有所上涨、数字化浪潮到来对公司产品需求有一定影响，但公司成本控制能力突出，我们假设公司票证印刷业务 2019/2020/2021 年营业收入增幅约为 2%，毛利率如往年一样保持稳定，约为 40%。

(2) 其他业务方面，我们假设公司覆合类产品在 2019/2020/2021 年的营业收入的增速约为 30%，毛利率约为 35%；技术服务在前三年营业收入的增速约为 30%，毛利率约为 45%；其他业务的营业收入增速约为 50%，毛利率约为 50%。

## 1.5 股价上涨的催化因素

- (1) 印刷行业纸价上涨、环保政策趋严，行业竞争格局改善，带动公司市场占有率提升。
- (2) 中小微企业客群拓宽带动公司营收规模跨越式增长。
- (3) 区块链业务高速增长，为公司带来新的盈利贡献点。
- (4) 档案信息化建设、区块链建设等相关政策加持，为公司带来政策红利。

## 1.6 风险提示

印刷主业收入增速不及预期；其他业务收入增速不及预期；区块链业务发展速度不及预期。

## 2 公司概况

公司是票证印刷业龙头，成立于 1996 年，2007 年在深交所上市，员工近 2000 人。公司在济南、北京、上海、广州、郑州、乌鲁木齐、成都、西宁等地建立了 9 个生产基地，设有济南、北京、上海、广州 4 个技术研发中心，在全国主要中心城市布局了 30 家销售服务联络处。上市后，公司开拓了 RFID、彩票销售等多项业务，深耕银行、保险等金融企业，财政、税务等政府部门与事业单位与企业客群，2013 年尝试互联网服务，研发电子发票和电子彩票（电脑彩票和即开型彩票自助销售一体机、彩票投注游戏等），当前在智能卡、档案存储和电子发票领域拥有领先地位。

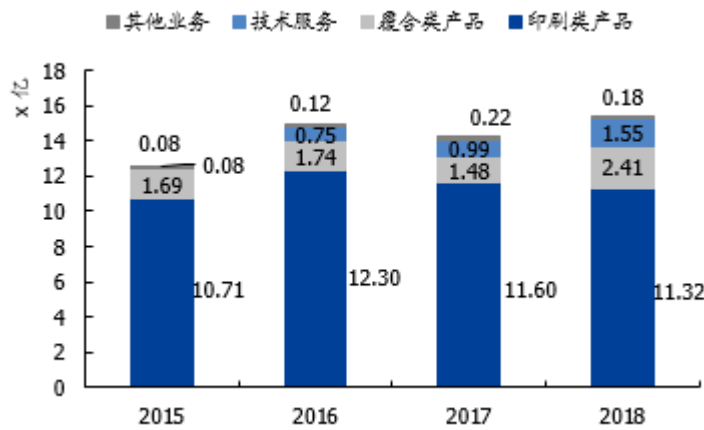
2018 年开始，公司步入区块链业务领域，与井通科技、蚂蚁区块链等机构展开合作。2019 年 10 月，公司四项区块链服务（电子票据区块链、TK-BaaS-E 平台、电子发票区块链、电子证照区块链）在网信办成功备案。在“10.24”政治局集体学习区块链后的强劲政策东风下，凭借公司已有的区块链技术储备和实践经验，我们预计，公司区块链业务正处于爆发式增长前夜。

### 2.1 票证印刷龙头，力拓信息化新业务

**票证印刷龙头，力拓信息化新业务。**1、公司主营业务为票证印刷，2011 年起拓展智能卡、档案存储、彩票销售、电子发票等新业务，主营业务营收占比不断下降。2015-2017 年印刷类产品贡献的营收占公司总营收的比重依次为 85.28%、82.49%、81.12%，2018 年这一比例降至 73%。2、公司第二大产品为覆合类产品（主要包括社保卡、银行卡等），营收占比在波动中创下新高，2015-2018 年依次为 13.43%、11.69%、10.37%、15.61%。3、第三大业务为技术服务，增长迅猛，营收占比逐年大幅攀升，首次突破 10%，2015-

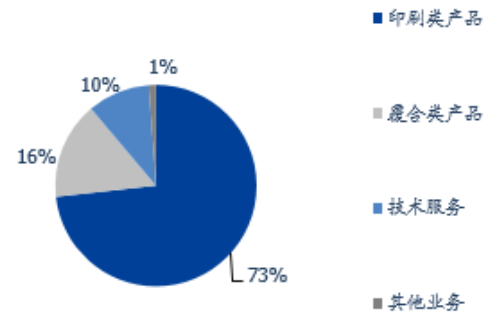
2018年依次为0.67%、5.05%、6.95%、10.02%。

图表1: 技术服务类业务占公司营收比重不断上升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 2018年各业务收入占公司总营收的比重



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司大事记(部分)

年份	事件
1996	公司前身济南东港安全印务有限公司成立
2002.12.30	改制为股份有限公司
2004	公司市场占有率达到6.73%，成为行业第一（中国印刷技术协会数据）
2007.1.30	深交所上市
2011	通过银联卡产品企业资格认证，营收中新增卡类产品
2013	开始智能卡与智能标签项目；尝试互联网服务业务
2014	收购山东东港彩意网络科技有限公司，发展新渠道彩票销售业务；首次投入建设档案存储项目
2015	为支付宝用户提供“城市服务”电子发票查询、业务预约等业务；陆续在北京、上海、厦门、天津、济南、山西等地提供电子发票服务
2016	与证通股份合作建设金融业增值税系统平台服务；中标北京国税局存量税务档案项目

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## 2.2 公司在区块链领域布局较早，有先发优势

区块链是以比特币为代表的加密货币普遍采用的底层技术，如工信部2018年指导发布的《中国区块链技术和应用发展白皮书》所言，是分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法等计算机技术在互联网时代的创新应用模式。简单来说，比特币致力于不依赖银行、支付公司等第三方即实现点对点的价值转移，其交易流程为：为获得比特币奖励，用专用计算机求解比特币网络给出的数学题，成功解得者获得记账权，将交易打包入块，各区块按照被记录的时间，在最长链后逐个相连，由全网节点见证。比特币2009年上线，最新市值为1197亿元（Coinmarketcap,2020.2.3）。作为比特币、以太坊等加密货币的底层技术，区块链有助于实现链上信息难以篡改，有助于对信息溯源，有助于多方协作。



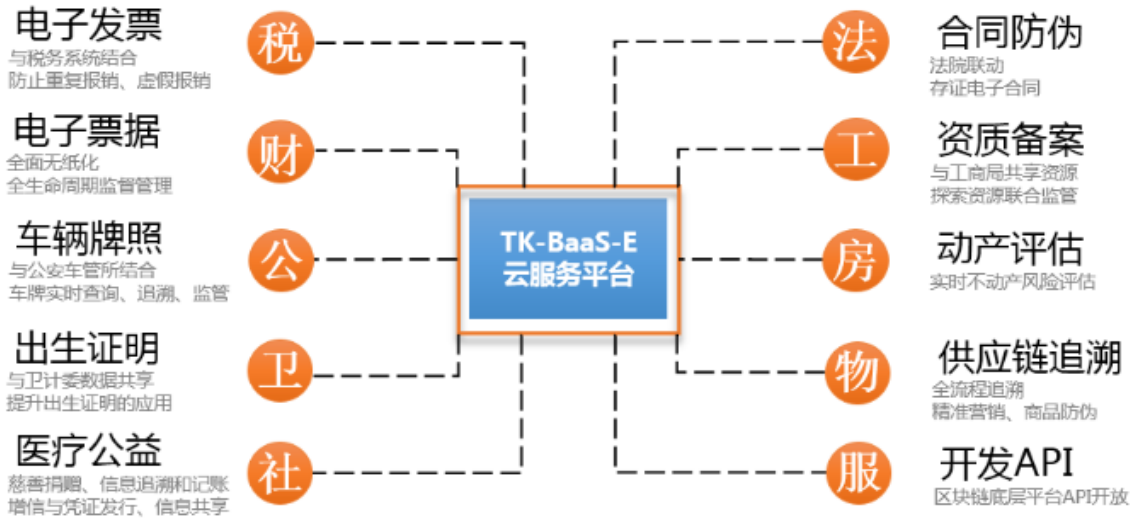
图表 4: 公司与区块链相关的部分公告

披露时间	合作机构	事宜	详情
2017.7	清华大学电子商务交易技术国家工程实验室、普华永道、众签科技等单位	共同组建中国区块链基础保障联盟	构建基于区块链的行业应用并进行推广。
2017.7	指旺金科	达成区块链战略合作	共同打造基于电子发票区块链云平台。
2018.1	井通科技	签订战略合作协议	共同成立区块链研究实验室、构建基于区块链技术的电子发票生态圈，电子票据、档案管理服务、RFID、数据应用生态圈。
2018.9	蚂蚁区块链	签订合作伙伴框架协议	1、“区块链+税务”：研发并实现开具可入帐报销的区块链电子发票，并在支付宝和瑞宏平台上查询、查验真伪和溯源。 2、“区块链+财政”：推广“区块链非税电子票据”技术，并在支付宝上查询、查验真伪和溯源。 3、合作开发区块链电子合同、区块链电子保单、区块链电子存单等新型产品，并建立全国统一的管理平台。同时支持将东港股份合作的银行、保险服务整合入支付宝“城市服务”入口。
2018.10	北京市公安局公安交通管理局车辆管理所	中标机动车临时号牌、检字及封条制作项目	制作临时号牌、检字及封条，并为用户提供基于区块链技术的查询、追溯和监管等功能。中标金额为 573 万元。
2019.3	深圳壹账通智能科技有限公司	签订《合作框架协议》	开发发票贷、税金贷等信贷产品，东港将按贷款金额收取相应的服务费用，增加电子票证业务的收入；合作开发区块链电子合同、区块链电子保单、区块链电子存单、区块链电子单证等新型产品。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司自 2017 年起就开始与清华大学、阿里、北京公安局车管所等机构合作推进区块链应用落地，在业内具备先发优势。借助公司深厚的财税、政府、银行等渠道资源，公司的“区块链+电子发票”“区块链+电子票据”“区块链+电子证照”“区块链即服务平台（Blockchain as a Service, BaaS）”等业务有望取得跨越式发展。

图表5: 瑞宏网区块链云服务平台

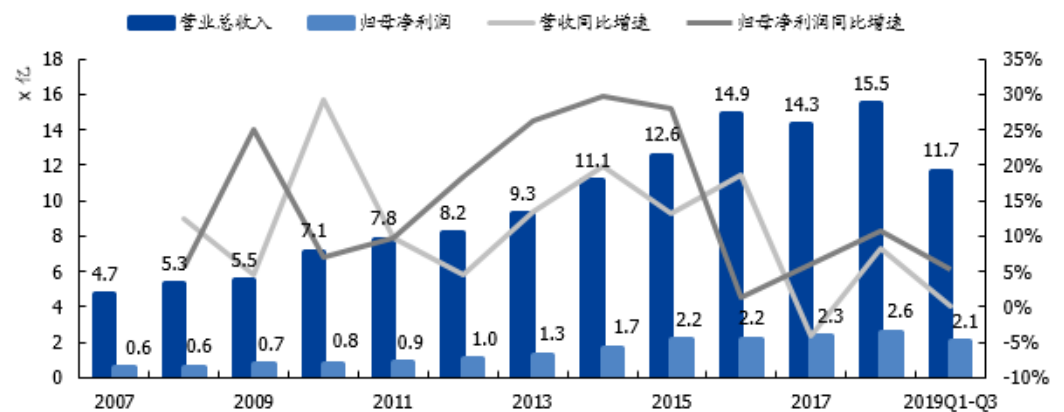


资料来源: 瑞宏网, 国盛证券研究所

### 2.3 营收与净利润持续增长, 毛利稳定

营收与归母净利润持续增长, 同比增速重回上升通道。公司归母净利润在 2010-2014 年间同比增速亦不断增长, 受制于信息化浪潮下市场对公司主业——纸质票证印刷的需求放缓, 2016 年公司归母净利润增速有所下降, 2017 年起重回上升通道。

图表6: 公司上市以来业绩概况

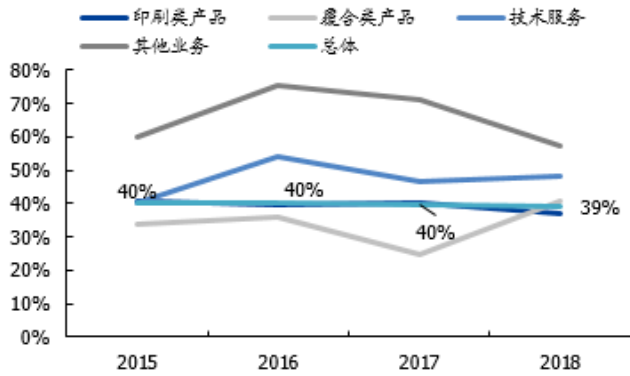


注: 除 2019Q1-Q3 外均为年度数据。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

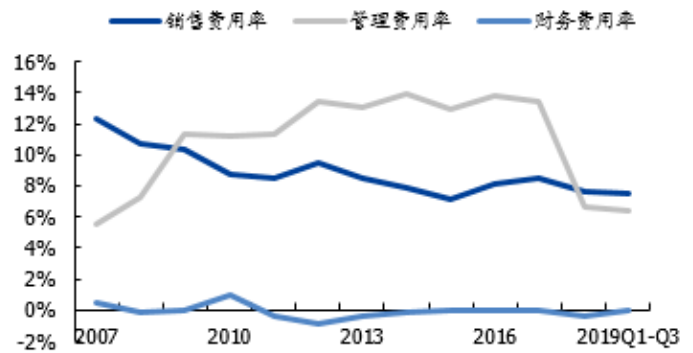
公司总体毛利率稳定, 期间费用率不断下降。印刷主业、技术服务毛利率回升, 复合类业务毛利率创新高。销售费用率在波动中下降, 管理费用率锐减, 财务费用率稳定。

图表 7: 公司总体毛利率近年来保持稳定



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2007 年至今公司三费比例

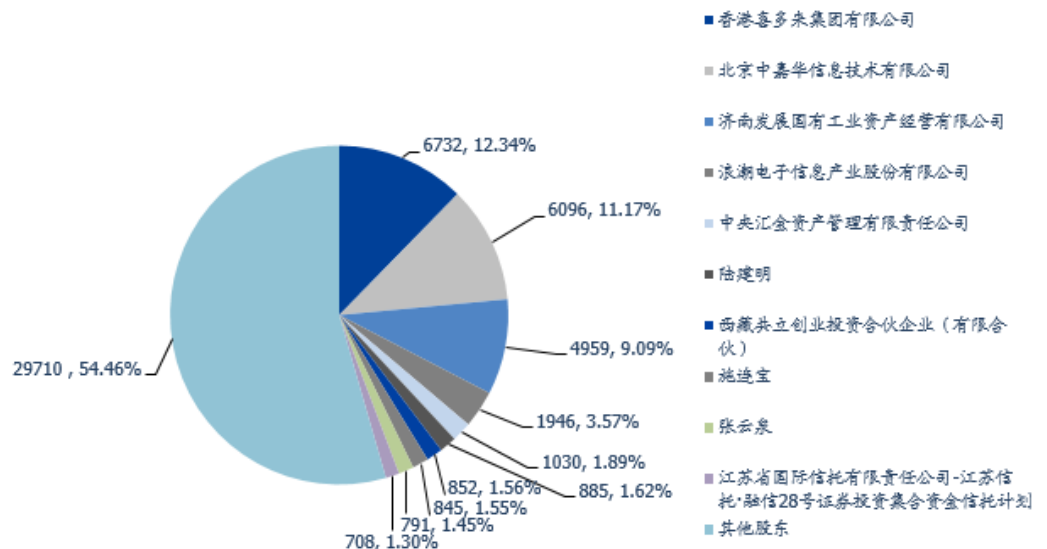


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.4 管理层大比例持股，治理结构良好

**管理层大比例持股，治理结构良好。**公司目前无持股 50%以上股东，亦没有可实际支配公司股份表决权超过 30%的股东，公司没有控股股东。北京中嘉华第一大股东和法定代表人为公司董事史建中，与西藏共立创投为一致行动人，两家公司合计持股 12.73%，超过其他股东。董事刘宏、副总裁朱震和唐国奇等多位高管通过北京中嘉华与西藏共立创投持有公司股份。管理层为公司实际控制人。该股权结构有利于避免实控人与管理层不一致的利益冲突，有利于公司迅速决策。

图表 9: 公司股本结构



注: 数字标签的左侧数据为各股东持有的流通股股数, 单位为万股

资料来源: 公司第三季度财务报告, wind, 国盛证券研究所

**东港股份第一期员工持股计划顺利完成，全部出售完毕。**东港股份第一期员工持股计划在 2016 年 12 月 2 日至 2017 年 2 月 9 日之间可认购, 员工累计购买公司股票 9,623,800

股，占公司总股本 2.65%，成交均价为 26.42 元/股。这一计划的截止期限在 2018 年公司第五届董事会第十七次会议中延长到 2019 年 10 月 16 日，在计划期间，并未出现持有人合并持有份额超过公司股份总额的 10% 以上及任一持有人持有的员工持股计划份额所对应的公司股票数量超过公司股本总额 1% 的情形。截止到 2019 年 8 月 29 日第一期员工持股计划全部出售完毕。

### 3 传统业务

#### 3.1 印刷主业

##### 3.1.1 行业竞争分散，集中度正在逐渐增加

印刷行业从产业链上看兼具了制造业与消费业的特征，处于产业链的中游。根据行业划分标准，印刷行业可以分为包装印刷、出版物印刷和其他印刷子行业三大类。东港股份隶属于包装印刷子行业。

近年来印刷业营业收入与利润出现下降。印刷业在 2004-2017 年之间营业收入逐年增加，年平均增长率达到了 13%，但是增长速度有所放缓。而在 2018 年行业的营业收入仅为 6387 亿元，同比下降了 21%，原因是需求不旺、原材料价格上升、环保政策频出等等。利润方面，2016 年之前印刷业利润总额一直在持续增加，之后有所下降，2018 年的总利润额为 425 亿元，较 2017 年的 542 亿元同比下降了 22%。

图表 10: 2009-2018 年印刷行业营业收入及其同比增长率变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2009-2018 年印刷行业总利润及其同比增长率变化情况



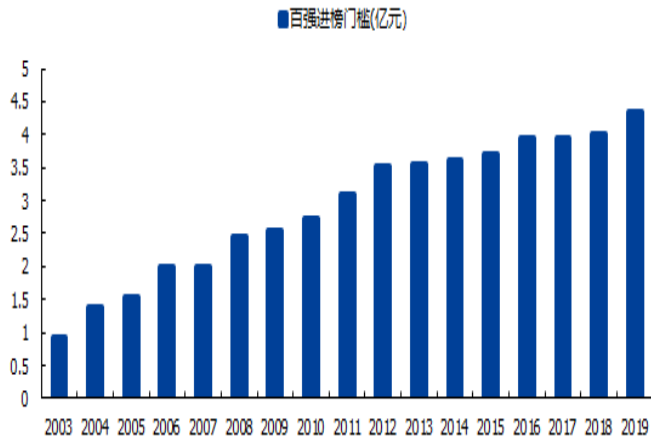
资料来源: wind, 国盛证券研究所

中国的印刷业分散，市场集中度较低。整体看，除了一些百强企业公司之外，我国的印刷行业数量多，规模小。根据华经产业研究院，美国的包装印刷 CR4（前四大厂商的市场占有率之和）达到了 70%，澳大利亚、台湾地区的 CR2 分别达到了 90%、62%，日本的 CR2 也超过了 50%，都相对比较集中，而中国内地的 CR10 不超过 5%，集中度较低。

行业集中度有所提升，“马太效应”逐渐显现。根据科印传媒，2009-2018 年我国印刷百

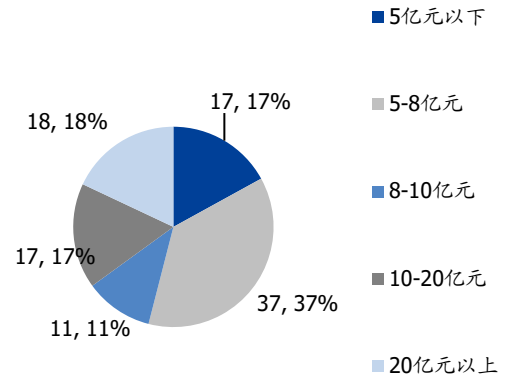
强企业销售额在逐渐增加，在整体市场环境恶化的情况下，2018年销售总额首次超过了1100亿元，占销售总额的比重也上升到了10.8%。同时入选的门槛也较2017年有所提高，2018年所有百强企业均达到4亿元的标准，其中10亿元以上的有35家。

图表 12: 2003-2019 年印刷百强企业销售门槛变化情况



资料来源: 科印网, 国盛证券研究所

图表 13: 2018 年百强企业销售收入占比

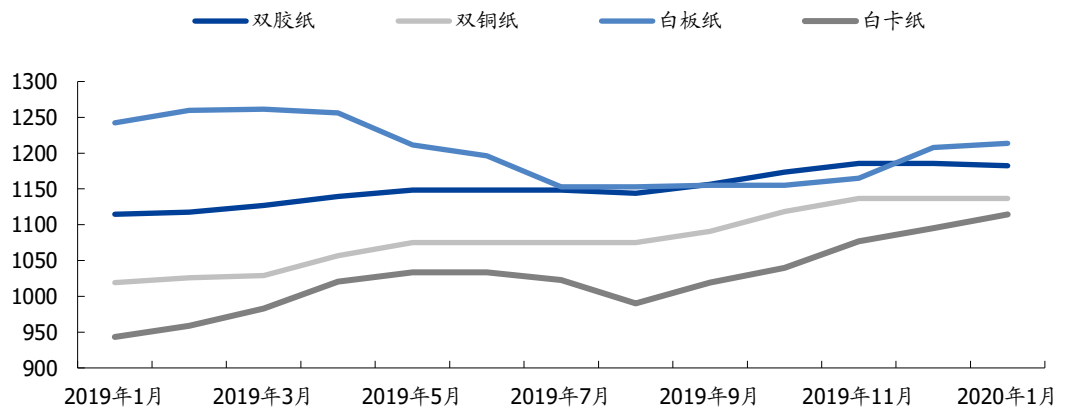


资料来源: 科印网, 国盛证券研究所

纸价上升、环保政策更加严格，印刷行业“马太效应”更加凸显。

1) 受原材料价格上升影响，纸价上升较快。文化用纸的代表用纸——双胶纸和双铜纸的价格指数在一年内持续上升，两者的价格变动分别达到了6%和11%。生活用纸的代表白卡纸和白板纸的价格有所波动，白卡纸在上半年价格有所回落，但是下半年价格迅速上涨；白板纸的价格波动上升，年内增幅达18%。成本压力之下市场订单向百强企业转移。

图表 14: 2019 年国内双胶纸、双铜纸、白板纸和白卡纸价格指数变化情况 (单位: 元)



注: 图中价格指数由档期价格基于基期价格的百分比乘以 1000 得到。

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

2) 环保政策日趋严格，落后产能加速出清。2018年以来与印刷工业防污染治理、污水处理许可等相关的政策和法规越来越多，日趋严格。2018年5月，中央新一轮的环保督察回头看正式开启，对江苏、河北等10省(区)实施督察进驻，严查虚假整改的问题。



2019年6月17日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《中央生态环境保护督察工作规定》，规范生态环境保护督察工作。环保政策的日趋严格也使得中小企业面临倒闭等风险，龙头企业面临的竞争压力减小。

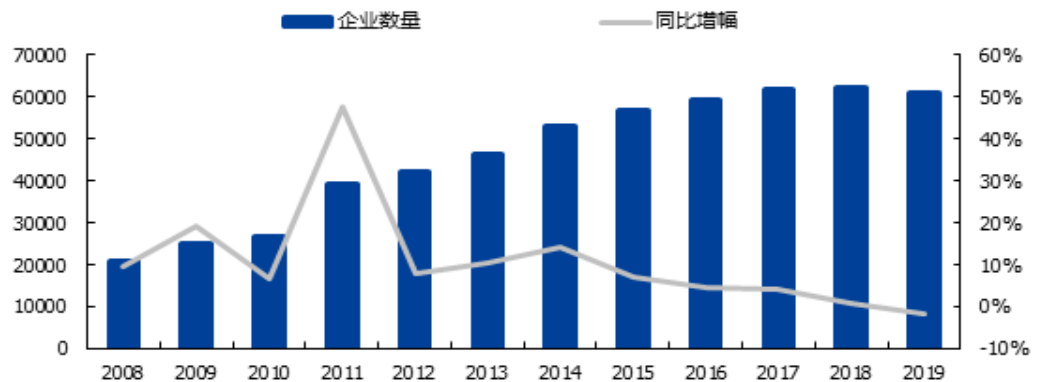
图表 15: 2018-2020 年 1 月主要的环保政策

时间	发布机构	政策内容
2018.1.30	环境保护部办公厅	制定制浆造纸等 14 个行业建设项目重大变动清单，落实产能等量或减量置换。
2018.5	环保部联合六部	新一轮环保督查回头看正式启动，陆续对河北、内蒙古、江苏等 10 省（区）实施督察进驻，严查虚假整改的问题。
2018.12.25	生态环境部	发布《污染源强核算技术指南 纺织印染工业》。
2019.3.18	生态环境部办公厅	为了打好长江保护修复攻坚战、渤海综合治理攻坚战、城市黑臭水体治理攻坚战，发布了《关于做好污水处理厂排污许可管理工作的通知》。
2019.4.24	生态环境部办公厅	发布了《关于做好入河排污口和水功能区划相关工作的通知》
2019.8.27	生态环境部	发布《排污许可证申请与核发技术规范 危险废物焚烧》
2020.1.7	生态环境部	发布《印刷工业污染防治可行技术指南》为国家环境保护标准。

资料来源：生态环境部官网，国盛证券研究所

3) 印刷企业数量在 5 年之内增速下降，2019 年出现负增长，龙头企业的“马太效应”加强。印刷企业数量在 2012 年之前增长迅速，2014 年以后增长速度有所减缓，截止到 2019 年 12 月达到 61017 家，同比下降了 2%。

图表 16: 印刷企业数量 2019 年出现负增长



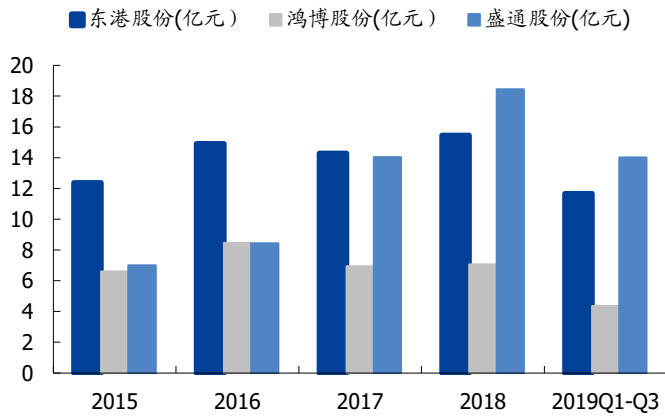
资料来源：wind，国盛证券研究所

### 3.1.2 公司市场份额高，盈利水平领先市场

在 A 股的上市公司中，与东港股份从事业务类似的公司主要有鸿博股份和盛通股份。其中鸿博股份的印刷业务中彩票印刷占比较大，盛通股份更专注于出版物印刷，东港股份主要涉猎票证印刷和标签印刷等。

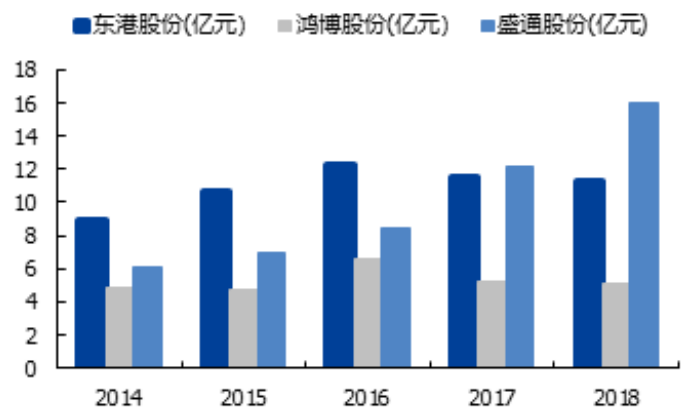
营收角度，东港股份市场占有率较高。2019 年 Q1-Q3 东港股份、鸿博股份和盛通股份的主营业务收入分别是 11.66 亿元、4.36 亿元和 14.01 亿元，2018 年全年三公司在印刷类业务上的营收分别是 11.32 亿元、5.16 亿元、15.95 亿元。在 2015-2017 年，东港股份在主营业务以及印刷类业务的营业收入上都领先市场，2018 年之后排在盛通股份之后，市场占有率较高。

图表 17: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份主营业务收入对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

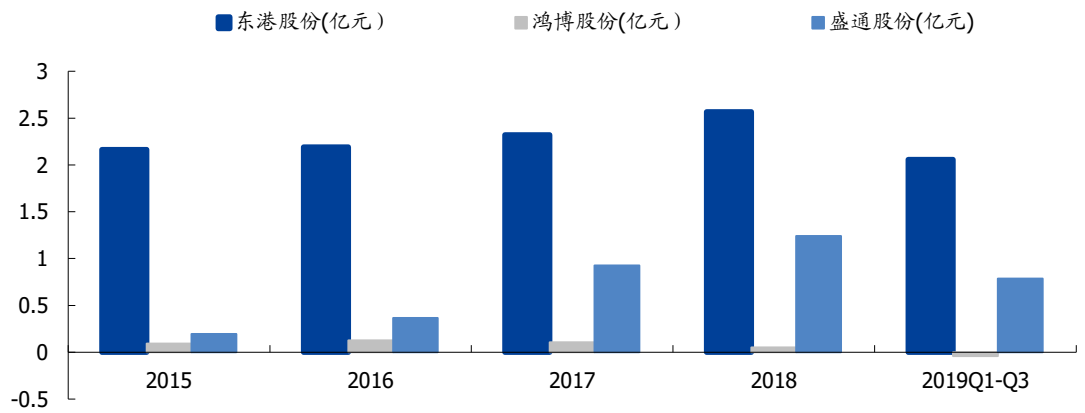
图表 18: 2014-2018 年东港股份、鸿博股份、盛通股份印刷类业务营业收入对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

归母净利润角度, 东港股份公司盈利能力最强。2019 年 Q1-Q3 东港股份、鸿博股份和盛通股份的归母净利润分别是 2.06 亿元、-0.04 亿元、0.79 亿元。虽然盛通股份在营收上的表现开始超过东港股份, 但是归母净利润不及东港, 东港股份母公司的盈利能力更强。

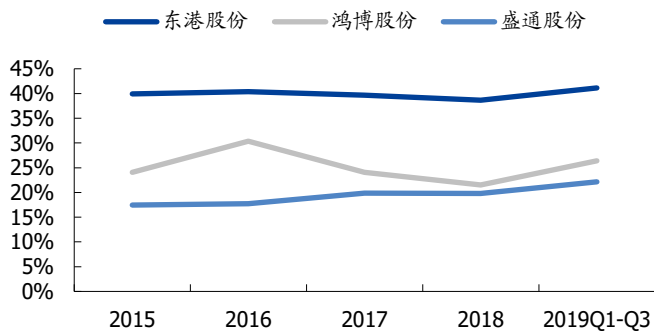
图表 19: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份归母净利润对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

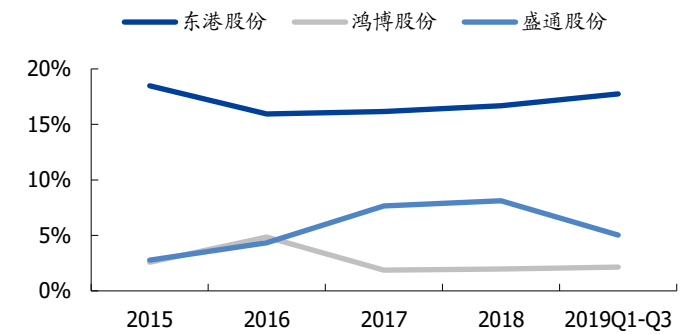
盈利水平角度, 东港股份市场领先。从毛利率和净利率两个角度来看, 东港股份都远高于其他两个竞争对手, 2019 年 Q1-Q3 东港股份、鸿博股份和盛通股份的毛利率分别为 41.13%、26.42%和 22.15%; 净利率分别为 17.74%、2.14%和 5.02%, 东港股份都遥遥领先, 稳居行业首位。

图表 20: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、鸿博股份、盛通股份净利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

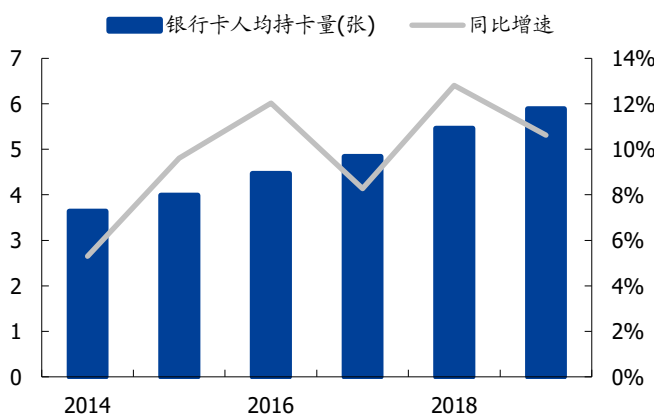
### 3.2 智能卡

#### 3.2.1 智能卡涉及领域广泛，发卡数量稳步增加

智能卡指的是内嵌有微芯片的塑料卡的统称，智能一卡通以 IC 卡技术作为核心技术，将一个专用的集成电路芯片镶嵌于塑料基片中，封装成外形与磁卡类似的卡片形式来实现数据交互。用户通过一张 IC 卡便可完成通常的钥匙、资金结算、考勤和某些控制操作。主要产品种类有银行卡、社会卡、政府卡等，覆盖金融、通信、交通、医疗等多个领域。

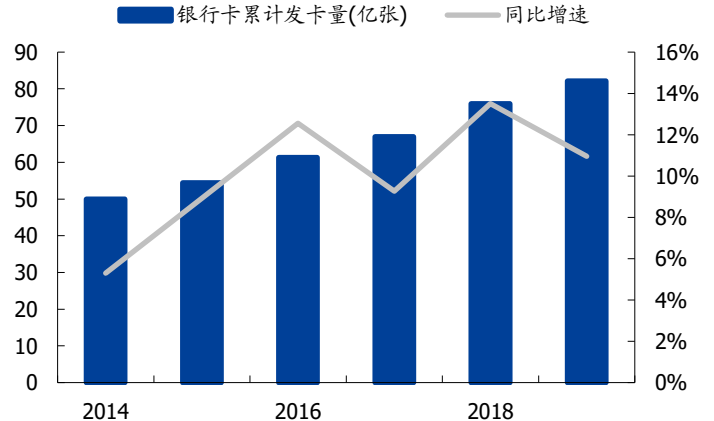
银行卡需求不断增加。2018 年全年银行卡人均持有量达到了 5.46 张，较 2017 年同比增长了 12.81%，2019 年 Q1-Q3 人均银行卡持有量为 5.89 张，较 2018 年同期同比增长了 10.62%。2018 年全年银行卡累计增发量达到了 75.97 亿张，较 2017 年同比增长了 13.51%，2019 年 Q1-Q3 累计增发量为 82.17 张，较 2018 年同期同比增长了 10.95%。虽然增速有所下降，但是增速仍旧较高，加之庞大的数量体系，银行卡的需求量会继续保持增长的趋势。

图表 22: 2014-2019Q1-Q3 银行卡人均持有量及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

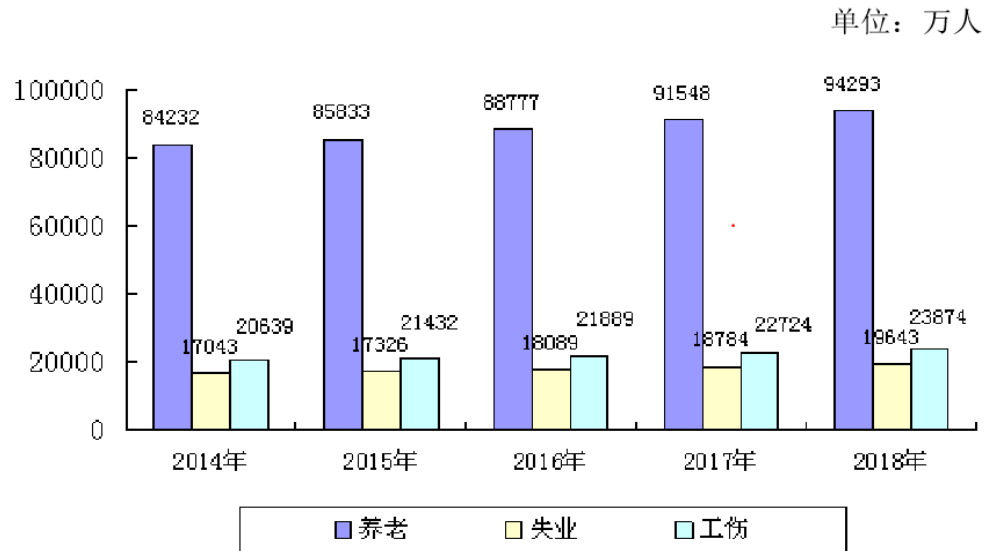
图表 23: 2014-2019Q1-Q3 银行卡累计发卡量对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

社保卡需求量也在继续增加。2018年全年社保卡持卡人数继续增加，其中参加基本养老保险人数为94293万人，同比增长了3.3%；参加失业保险人数为19643万人，同比增长了4.57%；年末全国参加工伤保险人数为23874万人，同比增长了5.07%。另外新一代社保卡的推广会使得智能卡市场需求量继续增加。

图表 24: 2014-2018 年社保参保人数统计

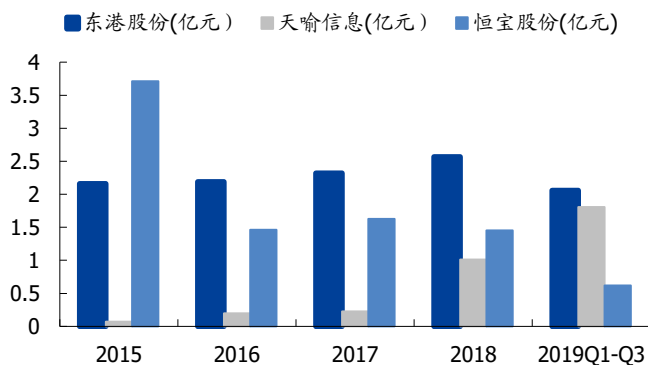


资料来源：人社部《2018年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，国盛证券研究所

### 3.2.2 公司处于上升期，发展迅速、盈利能力强

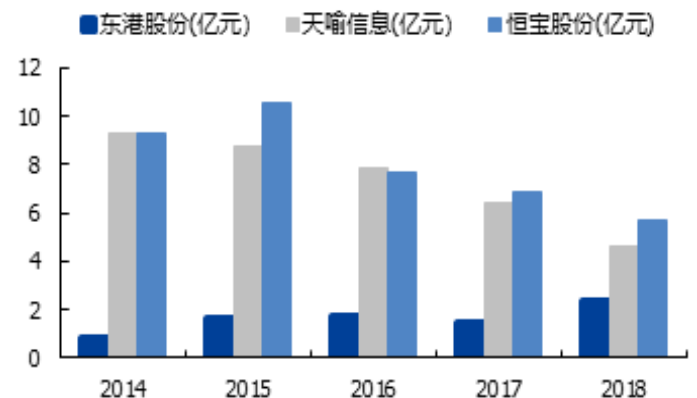
营收角度，东港股份市场占有率一般，但是增速明显。2019年Q1-Q3东港股份、天喻信息和恒宝股份的主营业务收入分别是11.66亿元、15.83亿元和10.00亿元，2018年全年三公司在智能卡类业务上的营收分别是2.41亿元、4.60亿元、5.67亿元，天喻信息和恒宝股份依旧在市场中处于领先地位，但是他们在智能卡业务上收入下降明显，而东港股份包括智能卡在内的复合类业务收入在2015-2018年间的复合达到9.28%，市场份额也在逐渐向两大巨头靠拢，三足鼎立的智能卡市场竞争局势正在形成。

图表 25: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份营业收入对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 26: 2014-2018 年东港股份、天喻信息、恒宝股份智能卡业务收入对比

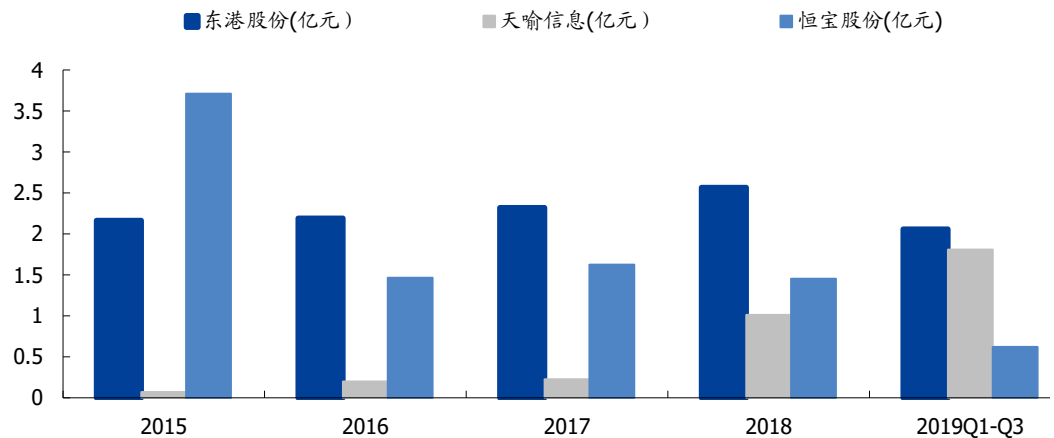


资料来源：wind，国盛证券研究所

三家公司从事的业务上也有差别，东港股份主要服务于金融和政府，而天喻信息和恒宝股份涉猎范围更广，在金融、政府、交通、税务以及通信等领域上都有覆盖。

归母净利润角度，东港股份公司盈利能力更强。2019年Q1-Q3东港股份、天喻信息和恒宝股份的归母净利润分别是2.06亿元、1.81亿元、0.62亿元。虽然天喻信息和恒宝股份在营收上的表现开始超过东港股份，但是归母净利润不及东港股份，东港股份母公司盈利能力更强。

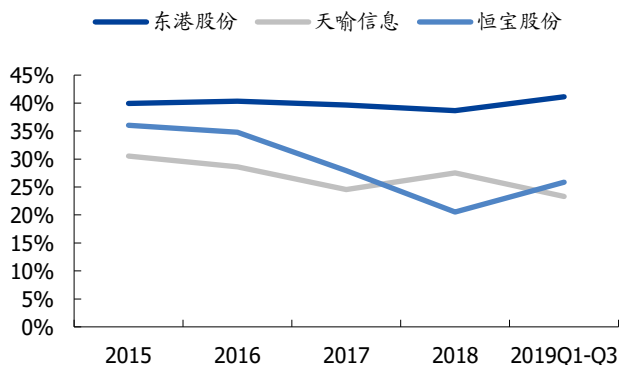
图表 27: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份归母净利润收入对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

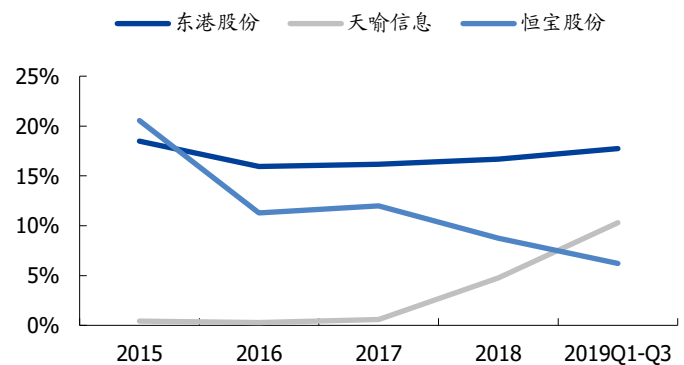
盈利能力角度，东港股份市场领先。从毛利率和净利率两个角度来看，东港股份都远高于其他两个竞争对手，2019年Q1-Q3东港股份、天喻信息和恒宝股份的毛利率分别为41.13%、23.31%和25.86%；净利率分别为17.74%、10.30%和6.21%，天喻信息盈利能力逐渐增强，恒宝股份盈利能力逐渐下降，但是都不及东港股份，东港股份盈利能力稳居首位。

图表 28: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 2015-2019Q1-Q3 东港股份、天喻信息、恒宝股份净利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

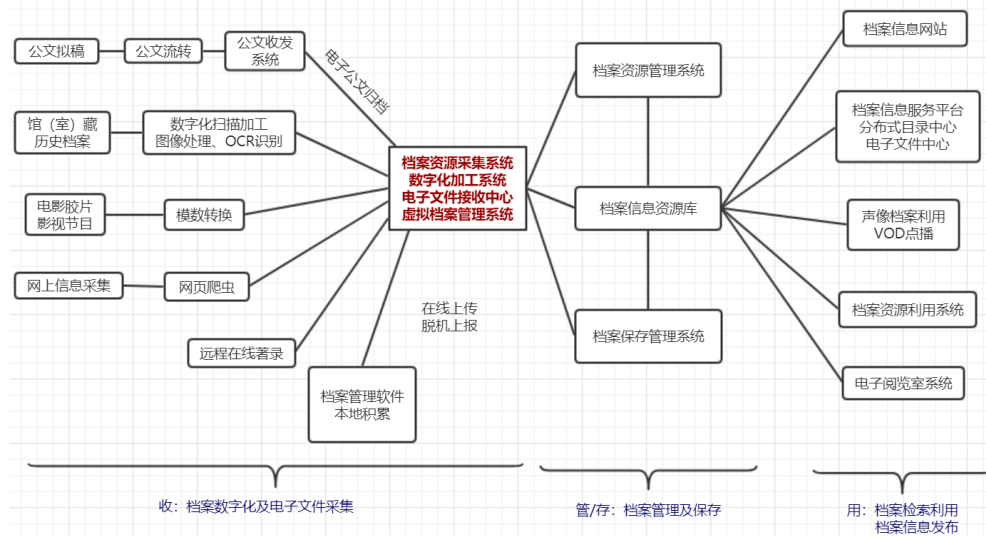
### 3.3 档案存储



### 3.3.1 档案信息化市场尚处蓝海，发展前景广阔

档案存储主要包括档案的实物存储及电子化存储两大类。随着物联网、区块链、大数据、云计算等高新技术的进一步发展，档案存储由实物存储到数字转型成为时代发展的必然趋势。档案信息化主要利用数据库、数据压缩、高速扫描等现代信息技术手段，将纸质文件、声像文件等传统介质文件和已归档保存的电子档案，系统组织成具有有序结构的档案信息库，也是管理模式从以档案实体为重心向以档案信息为重心转变的过程。档案信息化主要包括三部分，即档案数字化以及电子文件采集、档案管理及保存和档案检索利用与信息发布。

图表 30: 档案信息化主要内容



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

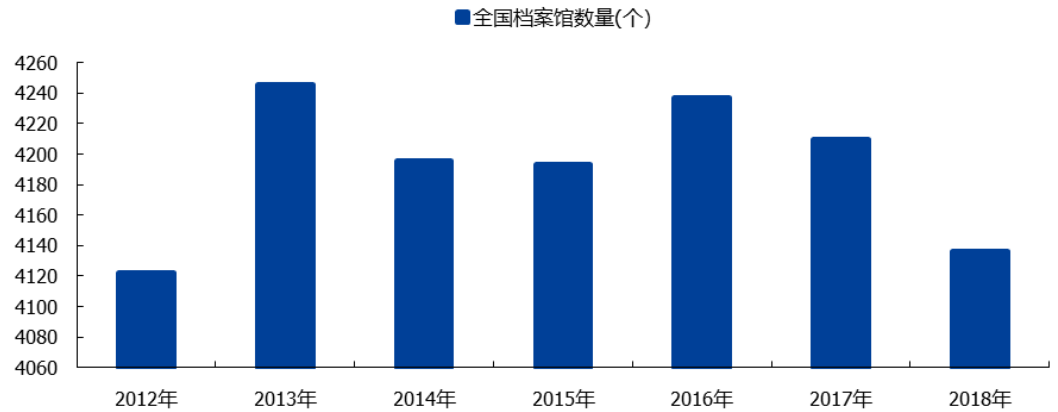
**政策加持，我国档案信息化建设全面提速。**全国档案事业发展‘十三五’规划明确提出，要实现以信息化为核心的档案管理现代化。2019年我国档案信息化建设步伐加快，新增7家全国示范数字档案馆、16家国家级数字档案馆和2家全国示范数字档案室。在企业数字档案馆（室）建设试点方面，已有10家企业完成试点工作，4家企业通过试点验收。下一步，我国在抓好数字档案馆（室）建设的同时，有序推进电子文件和电子档案单套归档与管理试点项目，并且加快全国档案查询利用服务平台的建设，实现档案查询一网通办。

**信息技术的发展为档案存储外包行业带来庞大机遇，市场尚处蓝海，发展空间广阔。**目前我国档案存储外包业务还处于起步阶段，一方面得益于国家信息化政策红利，政府部门正率先开展实物档案信息化工作，档案信息化将成为推动国家档案事业转型升级、服务国家治理体系和治理能力现代化的重要抓手；另一方面由于档案数字化储存具有海量存储、快速传输、信息共享、降低成本、查阅便利等诸多优点，大型银行、保险等金融企业、医院、学校、政府业务单位以及大中型企业，对于档案存储均有服务需求，而当前档案信息化在企业方面的渗透率较低，未来的市场潜力巨大。

我国档案信息化行业主要有两大类客户，第一类是全国的档案局、档案馆，以及政府部门的档案室，第二类是大中型企业以及金融机构等。根据国家档案局，截至2018年底，

全国共有各级各类档案馆 4136 个，2012-2018 年每年全国档案馆数量都保持在 4100 家以上，馆藏档案 75051.1 万卷、件，馆藏资料 3883.1 万册，照片档案 2056.0 万张，录音磁带、录像磁带、影片档案 105.0 万盘。随着全国及地方各级档案管理部门对档案信息化愈加重视，对档案事务的资金投入逐年增加。根据国家市场监督管理总局和国家统计局，2018 年全国实有企业 3474.2 万户，大中型工业企业数量约为 11.78 万户，保守估计每家大中型工业企业的档案信息化投入至少 20 万，则档案信息化场中仅针对大中型工业企业的市场规模将超过 235.6 亿，市场规模巨大。

图表 31: 2012—2018 年全国档案馆数量



资料来源: 国家档案局, 国盛证券研究所

### 3.3.2 行业集中度逐步提升，东港深耕档案存储一站式服务

竞争格局方面，由于我国档案存储信息化尚处在起步阶段，因而行业主体大多为小型区域供应商，随着对档案信息化的建设加快和深入要求，行业集中度将逐渐向研发领先、发展成熟、实力强劲的龙头企业靠拢。在提供集团档案商业托管业务的竞争对手有两类，一为外商独资公司，包括美国铁山中国公司等，集中服务于上海和广州的外商企业，二为国内企业，国内具有一定规模的提供此类业务的公司共有 10 家左右。本报告选取市场上同样布局档案存储业务的头部企业上海中信信息发展股份有限公司（简称“信息发展”）和北京同有飞骥科技股份有限公司（简称“同有科技”）进行比较。

三家企业主要业务和客户群体虽有部分交叉，但各自侧重点不同。

**东港股份：**档案存储业务不仅涵盖档案信息系统的研发和数字化加工，纸质存储与利用也占据较大比重，其业务目标客户大多为财税金融领域的政府机关、企事业单位，且多为传统业务的高粘性客户群体。

**信息发展：**更加侧重于档案的信息化，提供以信息资源管理为核心的软件开发、档案服务相关的整体解决方案、信息系统技术服务等，在食品安全信息化领域、档案信息化领域、司法信息化领域拥有领先地位，但对档案的物理存储涉及较少，主要客户为档案局（馆）、政府及公共事业、公检法司以及食品流通追溯领域相关的机关企事业单位。

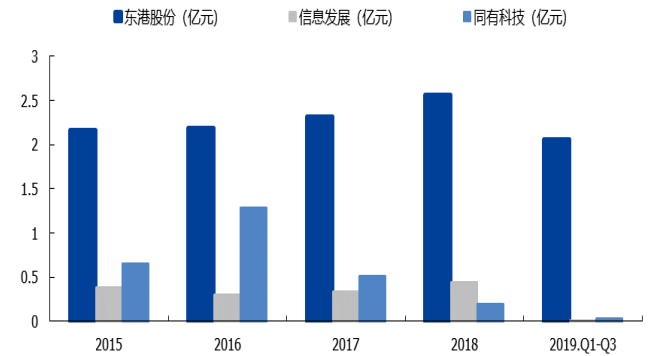
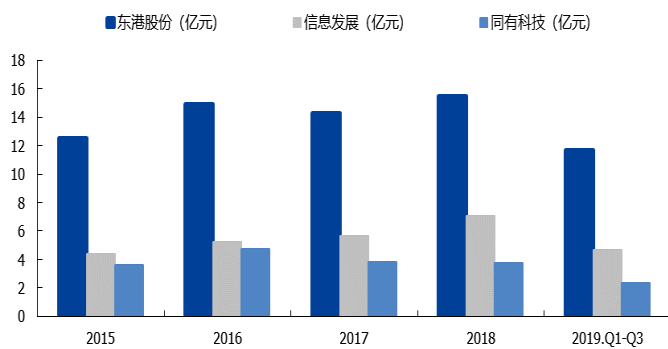
**同有科技：**更专注于存储硬件设备和软件系统的开发，在存储领域具有较强的研发实力和齐全的产品矩阵，但对于档案的数字化加工及物理存储涉足较少，服务的客户群体覆

盖各行各业，范围较广。

营收和归母净利润方面，东港股份的表现最佳。2015-2019年Q1-Q3东港股份的营业总收入和归属母公司股东净利润明显远高于信息发展和同有科技，公司始终保持着良好的经营能力。2019年Q1-Q3东港股份、信息科技、同有科技的营业总收入分别为11.66亿、4.65亿、2.39亿，归母净利润分别为2.06亿、0.006亿、0.039亿，东港股份的营业总收入分别是信息发展的2.5倍和同有科技的4.9倍。2016-2018年东港股份的档案存储和电子化业务营业收入约占营业总收入的2.7%、3.94%、6.19%，比重逐年提升。

图表 32: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技营业总收入对比

图表 33: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技归母净利润对比

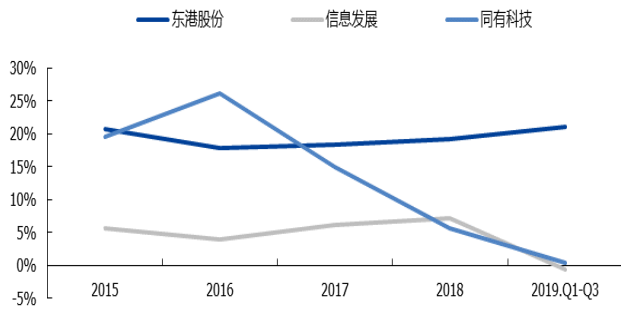


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

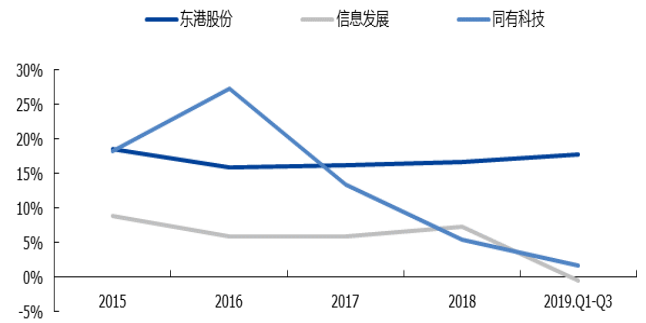
盈利水平方面，东港股份保持较为平稳且良好的盈利能力。除了2016年同有科技的毛利率和净利率高于东港股份外，2015-2019年Q1-Q3的其他时间东港股份的毛利率和净利率均高于信息发展和同有科技，同时维持在15%以上的良好水平。尤其是2019年以来，受到不同因素影响，信息发展和同有科技的利润水平都出现明显下降的态势，但东港股份的盈利能力反而稳中有升。2019年Q1-Q3东港股份、信息发展、同有科技的毛利率分别为21%、-0.7%、0.45%，净利率分别为18%、-0.6%、1.6%。

图表 34: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、信息发展、同有科技净利率对比



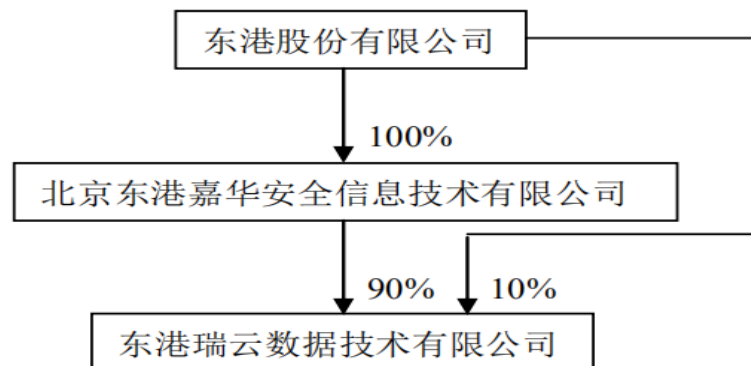
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.3.3 中小微企业档案云平台出击，公司未来业绩可期

东港股份于 2015 年起布局档案存储业务，成立下属子公司东港瑞云数据技术有限公司（简称“东港瑞云”），主要从事档案存储及电子化业务，包括：档案的数字化加工管理系统软件的开发，档案数据信息管理服务，档案的存储、整理、数字化加工、查询调阅等。

**东港瑞云进行股份制改制，为科创板上市奠定基础。**2019 年 4 月 9 日，东港股份发布公告，计划对控股子公司东港瑞云进行股份制改制，股改后整体变更设立股份有限公司，股东结构不变，仍为东港股份直接持股 10%，全资子公司东港嘉华持股 90%。此次股改是为满足公司经营战略和档案电子化与存储业务发展的需要，旨在引入战略投资者、筹备科创板上市，以期为东港瑞云的发展注入更大的动力。

图表 36: 东港瑞云股东结构

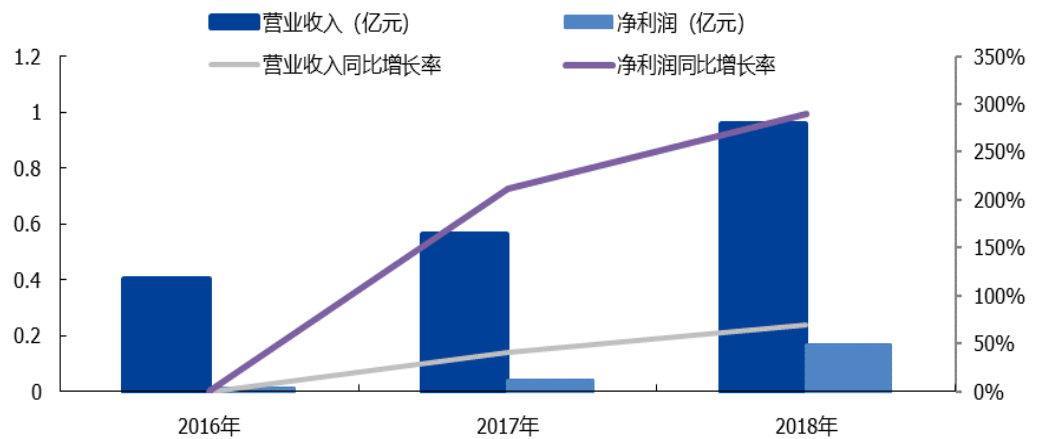


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司档案存储业务正处于快速拓展期，具备良好的持续经营能力。东港股份 2015 年开

始档案存储业务，经过三年多的发展，东港瑞云的营业收入和利润增长较快。2016-2018年营业收入呈现良好增长的态势，营业收入复合增长率（CAGR）为33.46%，2018年实现营业收入9560.47万元，同比增长将近70%。2016-2018年净利润也实现了质的飞跃，复合增长率为（CAGR）为129.57%，2018年实现净利润1660.9万元，同比增长289.19%。

图表 37: 2016-2018 年东港瑞云营业收入、净利润及同比增长率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**中小微企业档案管理云平台大展拳脚，客群进一步扩大。**2019年3月公司发布公告，开发了面向中小微企业的档案管理云平台项目，并已通过国家档案局验收。该项目依托于互联网、物联网和云存储等技术，在全国范围内为中小微企业提供档案体系建设指导、档案整理、档案存储、档案数字化以及档案应用等服务。1) 开拓中小微客户市场。从中小企业档案管理、存储、应用等实际需求出发，提供在线调阅、实物存储和实物调阅等线上线下相结合的服务，以一对多的服务模式有效提升市场容量和服务效率，在原有大客户群的基础上又开拓中小微客户市场，进一步促进公司档案存储业务的快速发展。2) 北京区域试点工作开启，为在其他地区推广奠定基础。东港瑞云与北京经济技术开发区企业协会人力资源分会签署了《关于中小微企业档案管理云平台试点协议书》，向区内中小微企业推广档案管理云平台，并对项目运行情况进行监控，及时反馈，促进项目的完善和改进。此次试点工作对于业务的拓展具有积极作用，也有利于项目在国内其他开发区推广。

**公司提供一站式档案存储服务体系，技术竞争优势明显。**根据客户的个性化需求，公司提供档案管理软件的研发和销售、档案数字化加工、实物档案存储与利用、智慧档案之RFID解决方案四项主要产品和服务，基本满足政府部门、事业单位以及大中型企业的档案存储需求。公司在北京、上海、济南、广州设有四个研发中心，在防伪技术、信息技术、智能标签技术、人工智能技术和区块链技术领域投入了大量资源，并在行业应用方面取得了良好效果。针对实物存储在行业内率先实施基于物联网RFID技术的档案管理系统，并引入经科学合理设计过的自动化工作流程，以保证受托档案的安全。同时，公司配有专业技能扎实、经验丰富的管理人员百余名和各种专业型扫描及存储设备，整体研发实力和能力居于行业领先地位。



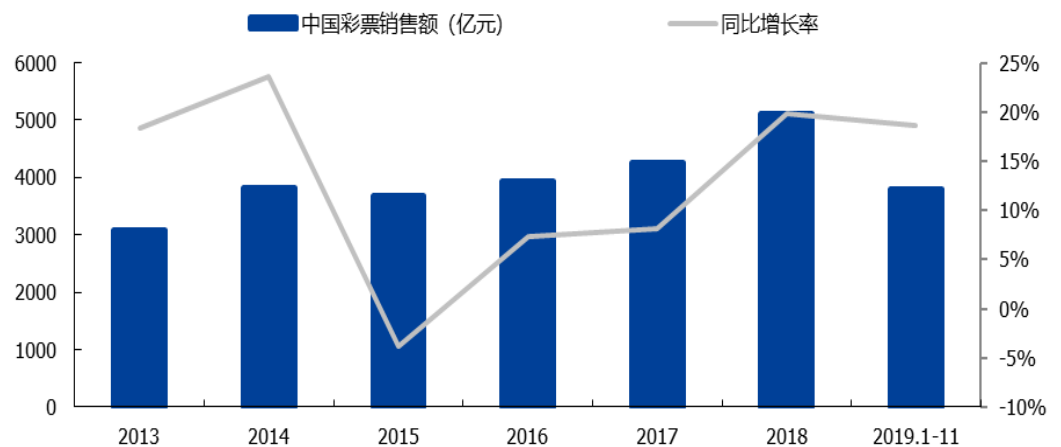


### 3.4 彩票销售

#### 3.4.1 彩票行业后劲十足，自助式售彩模式占优

彩票行业销售额稳步增长，2019年受新政影响有所回落，市场环境改善后劲十足。2013-2018年中国彩票销售规模整体呈增长态势，从2013年的3093.25亿元增长至5114.72亿元，年复合增长率为10.58%。进入2019年后，因1月28日《财政部民政部体育总局关于调整高频快开彩票游戏和竞猜彩票游戏规则加强彩票市场监管的通知》新政的颁布，中国彩票销售开始出现下滑，2019年2月国内彩票销售额同比下降8.76%，新政实施效果立竿见影。但从长远来看，新政的颁布有利于维护市场正常秩序，积极创造良好的外部环境，促进彩票事业健康发展。

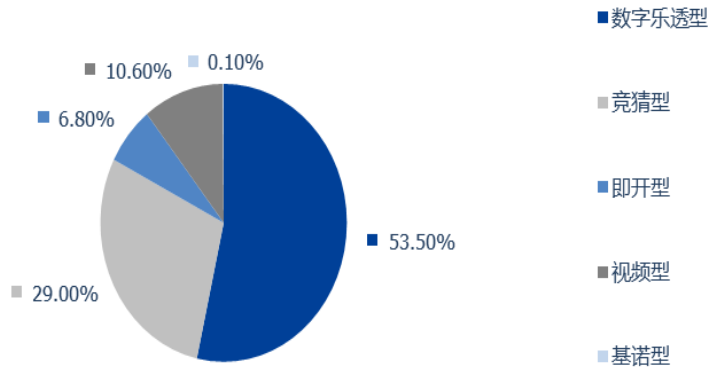
图表 42: 2013-2019年11月中国彩票销售额及同比增长率



资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

随着彩票行业的发展，我国彩票种类日益增多，数字乐透型彩票市场份额最高。按照玩法分类，当前主要的彩票品类有五种：即开型、数字乐透型、竞猜型、视频彩票和基诺型。根据中国财政部数据显示，2019年1-11月数字乐透型、竞猜型、即开型、视频型和基诺型彩票销售量分别占彩票销售总量的53.5%、29.0%、6.8%、10.6%、0.1%。其中，数字乐透型是目前国内彩票市场上发行额最高的产品品类。2019年1月新政颁布后，数字乐透型和竞猜型彩票销售下降幅度最为明显，同比下降18.6%和28.2%，而即开型和基诺型彩票销售反而上升，同比增加25.8%和25.4%。

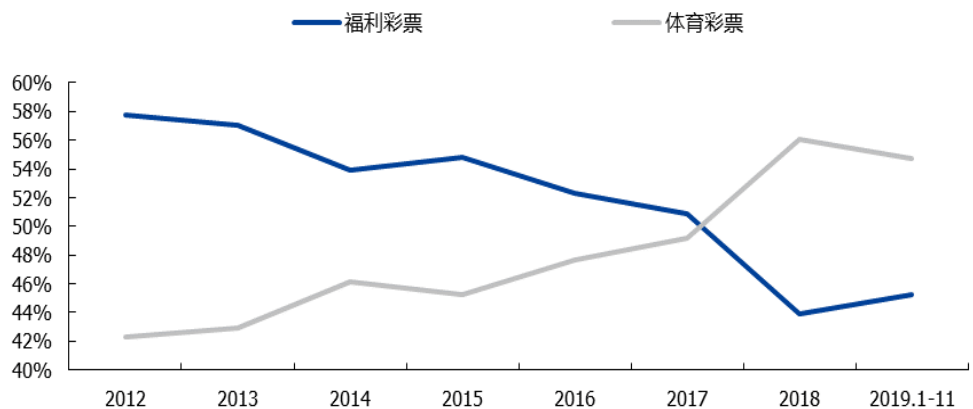
图表 43: 2019年1-11月数字乐透型、竞猜型、即开型、视频型和基诺型彩票销售量占比



资料来源: 财政局, 国盛证券研究所

**体育彩票销售占比反超福利彩票。**中国彩票根据发行管理机构来划分,可以分为福利彩票和体育彩票两大类。中国福利彩票于1987年首次发行,1987年销售额为1739.5万元,2019年销售额为1912.38亿元,福利彩票销量增速巨大,按2018年末全国大陆总人口13.9538亿人计,2019年人均购买福利彩票137.05元。2012-2019年以来,中国体育彩票销售额占彩票销售额的比重整体呈上升趋势,2018年体育彩票销售占比反超福利彩票。2018年中国体育彩票销售额为1875.81亿元,占彩票销售额的56.10%,2019年1-11月,受新政影响,体育彩票占彩票销售比重有所下降,为54.74%。体育彩票销售占比上升,侧面反映了国民对体育赛事的关注度上升。

图表 44: 2012-2019年11月福利彩票和体育彩票销售额占比



资料来源: 财政局, 国盛证券研究所

**自助式彩票销售模式成为新的彩票销售渠道。**当前线下彩票销售模式为国内彩票主要销售方式,占据彩票销售总额的80%以上,全国各地分布广泛的投注网点为彩民提供了便

利。2015年在国家监管部门暂停了互联网彩票销售业务后，自助式彩票销售模式以其运行成本低、布局方便、购买及兑奖便捷等优势，有效提高彩票销售的效率，作为传统销售模式的有效补充，逐渐成为新的彩票销售渠道，未来市场空间巨大。2020年1月发布的福利彩票蓝皮书指出，彩民在获取福利彩票信息的渠道中，福彩站点、网站成了主要渠道，分别占比45.73%和29.65%。其中，13.57%的网民通过微信获取信息，微信逐渐成为彩民获取福彩信息的主要新媒体社交平台。

### 3.4.2 彩票行业多雄齐驱，东港专注彩票自助终端

彩票行业竞争格局方面，选取企业实力强劲、业务发展较为成熟的两家可比公司天音控股和鸿博股份进行比较。

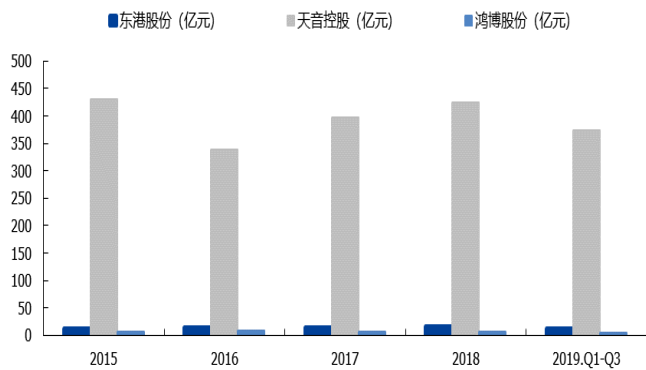
**东港股份：**彩票业务更侧重于彩票销售终端的研发，提供类型丰富、功能齐全的自助终端设备，且考虑了不同场景、覆盖了不同种类彩票，在彩票终端机研发相关领域具有较强的专业性和竞争力。

**天音控股：**2015年底进入彩票领域，公司拥有彩票行业福体彩双重准入资质。彩票业务范围覆盖电脑票、即开票、视频彩票等国内主流彩票的游戏的设计和 optimization、彩票销售系统的建设和运维、彩票营销服务与支持、彩票销售渠道的建设和运营等领域，成为了集“研发、生产、销售、服务”于一体的综合彩票服务商，可以为彩票机构提供多种技术与系统，终端与设备，以及运营服务和综合营销等解决方案。在研发方面，公司重点研发了系列化的渠道终端设备，包括面向移动销售场景的手持机、面向兼营零售店的桌面终端、面向站外的自助售彩终端产品以及面向大厅的多种终端产品。公司主要客户为国内彩票发行管理机构及海外彩票运营商。

**鸿博股份：**2015年进入体彩即开票印刷业务领域，目前是中国彩票印刷行业的龙头企业之一，同时通过电子彩票、彩种研发、彩票平台搭建，积极切入彩票上游彩种研发和下游销售领域。公司彩票业务包括彩票热敏票与即开票印刷、彩种研发与电子彩票运营两大类。其中，主营业务为热敏票的印刷，并占据较大市场份额，该业务是通过投标获取订单生产。另外，公司的彩种研发及电子彩票业务运营，包括各类新型彩票游戏以及通过手机客户端及网络在线销售电子彩票，业务模式为相关产品服务通过主管部门审批上线后根据销售量返点收取技术服务费或代销费，业绩受市场环境、政策法规影响较大，公司虽已成功开发了多款手机彩票游戏并积极进行市场推广，但目前尚未正式上线。

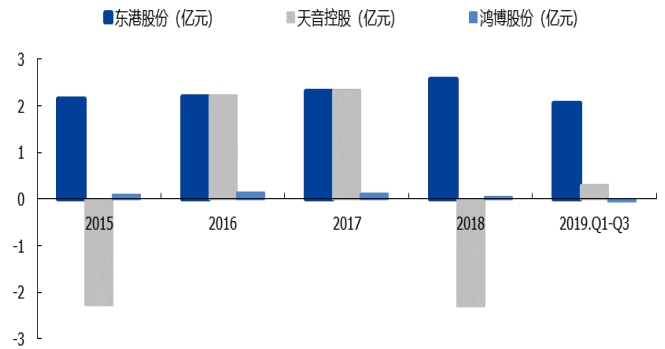
**东港股份的归母净利润表现最佳。**虽然东港股份的营业总收入不及天音控股，但归属母公司股东净利润表现明显优于天音控股和鸿博股份。2019年Q1-Q3东港股份、天音控股、鸿博股份的归母净利润分别为2.06亿、0.31亿、-0.04亿，东港股份的归母净利润是天音控股的6.6倍。此外，与天音控股和鸿博股份在个别年份出现归母净利润为负值的情况不同，东港股份的归母净利润始终维持在一个稳定的水平。在彩票领域，2018年天音控股的彩票业务收入约为4.29亿，占总营收的1.01%，鸿博股份的彩票票证产品营业收入约为5.16亿，占总营收的73.09%，东港股份2018年的新渠道彩票销售业务营业收入实现了107%的增长，并实现盈利。

图表 45: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份营业总收入对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

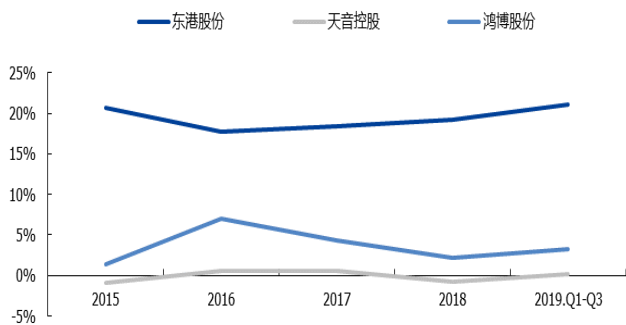
图表 46: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份归母净利润对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

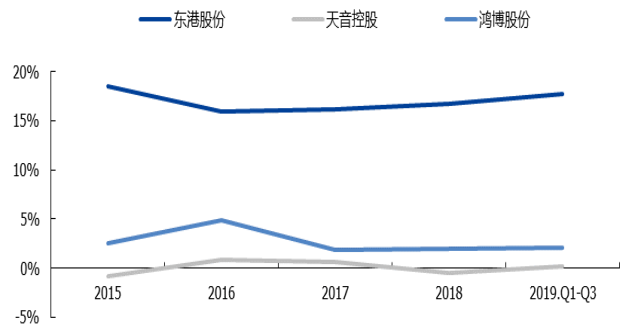
**东港股份的盈利能力明显占优。**不论是毛利率角度还是净利率角度，东港股份的利率水平都要高于天音控股和鸿博股份。2019年 Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份的毛利率分别为 21%、0.15%、3%，净利率分别为 18%、0.12%、2%，东港股份盈利水平居于行业前列。

图表 47: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 48: 2011-2019Q1-Q3 东港股份、天音控股、鸿博股份净利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

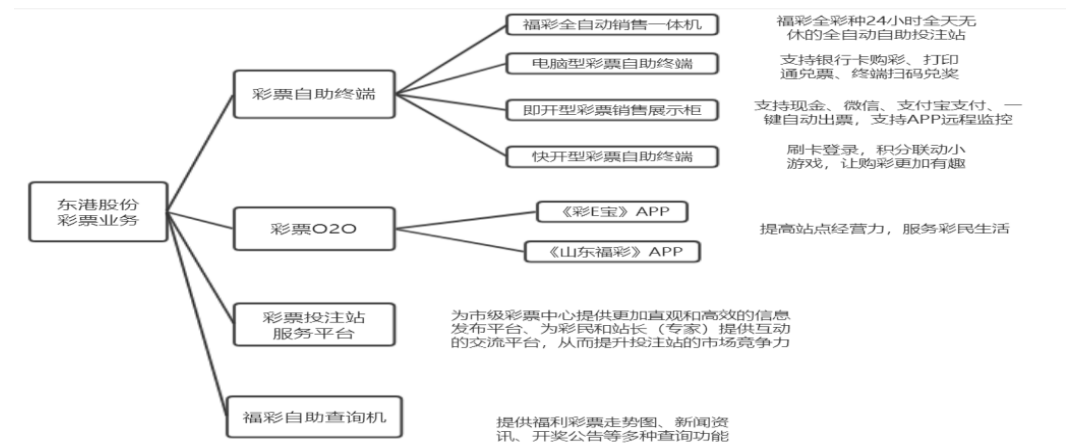
### 3.4.3 先发优势显著，新渠道彩票销售业务向好

东港股份于 2013 年起拓展彩票销售业务，2015 年子公司东港彩意公司研发的电脑彩票与即开型彩票自助销售一体机在国内率先试点运营，效果良好，同时 2015 年底与山东省福利彩票发行中心、深圳思乐共同出资设立了山东彩票研究院，积极布局彩票领域，先发优势明显。



东港股份在彩票业务上提供的主要产品和服务有彩票自助终端、彩票 O2O、投注站服务平台及福彩自助查询机。其中，彩票自助终端是主要业务，销售或租赁自助彩票设备及终端系统为主要的盈利来源。公司彩票自助终端涵盖了福彩全自动销售一体机、电脑型彩票自助终端、即开型彩票销售展示柜和快开型彩票自助终端四类，是全国首家支持即开票和电脑票同时销售的自助终端。

图表 49: 公司新渠道彩票销售业务



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

东港股份在彩票领域不断突破，彩票自助终端成为业务突破口。在互联网彩票受限于政策后，东港股份选择将线下自助投注设备作为业务突破口，积极开展新渠道彩票销售业务。公司研发了多品种彩票的一体式自助销售机器，在山东、新疆、重庆、辽宁、安徽等十几个省市开展新渠道彩票销售业务，全国布设彩票自助终端设备已近万台，布设区域主要在购物中心、车站、中福在线大厅等。2018年新渠道彩票销售业务营业收入实现了107%的增长，并实现盈利。2019年扩展了彩票营销系统服务业务，为山东、辽宁等省市的彩票营销活动提供技术支持，运营趋势良好。公司开发的彩票展示和销售终端，在服务范围、布设数量、技术含量等方面居于市场前列。

项目持续中标，未来持续放量可期。2017年7月，东港股份中标“中国福利彩票发行管理中心即开型福利彩票销售展示柜及系统租赁服务采购项目”，中标金额为2197.77万元，公司将为中国福利彩票发行管理中心提供为期5年的即开型福利彩票销售展示柜及系统租赁服务，租赁数量3000台。2018年9月，公司又再次中标“中国福利彩票发行管理中心即开型福利彩票销售展示柜租赁项目”，中标总价2196.9万元，项目为期5年，销售展示柜租赁数量为3000台。

## 4 区块链业务

### 4.1 区块链+电子发票

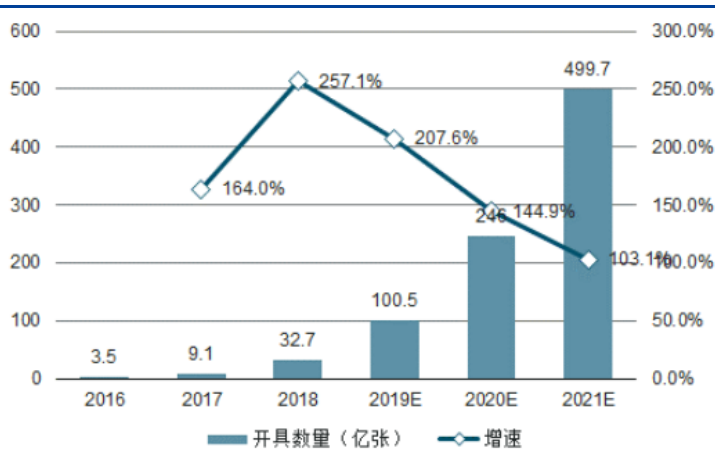
#### 4.1.1 电子发票成大势所趋，增值税电子化进展突出

电子发票是指在购销商品、提供或者接受服务以及从事其他经营活动中，开具、收取的以电子方式存储的收付款凭证。它采用统一的版式、规则、防伪技术，并附有税务机关、纳税人的电子签章。企业可在线领购、开具、查验、接收电子发票入账。根据中国产业信息网/智研咨询数据，2018年全国电子发票开具数量为32.7亿张，较2017年增长了257.1%；预计2019年电子发票开具数量突破100亿张，较2018年增长207.6%；收入突破20亿元。

电子发票已经成为大势所趋。2012年11月，我国在部分地区试行电子发票；2013年2月，国家税务总局发布《网络发票管理办法》，提出省以上税务机关可以试行电子发票。部分地区逐渐不再提供纸质发票，只提供电子发票。例如，2018年8月1日起，北京公交系统一卡通不再提供纸质定额发票，用户需通过“北京一卡通”App在线申领电子发票。

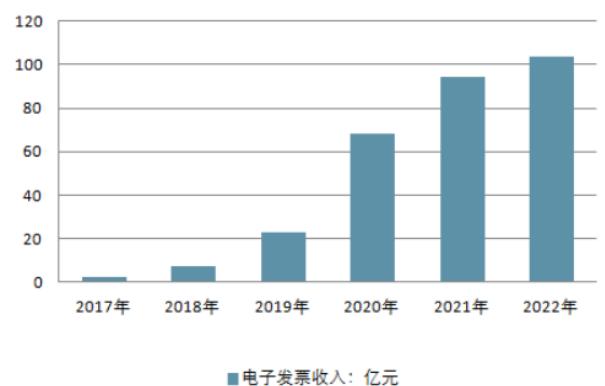
当前我国的第一大税种“增值税”的进展尤为突出。2015年7月，税务总局在京、沪、深、浙开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作；2015年11月，前述升级版电子发票具备全国通行条件。

图表 50: 2016-2021 年中国电子发票开具数量规模及增速 (2019 年 12 月预测)



资料来源: 中国产业信息网/智研咨询, 国盛证券研究所

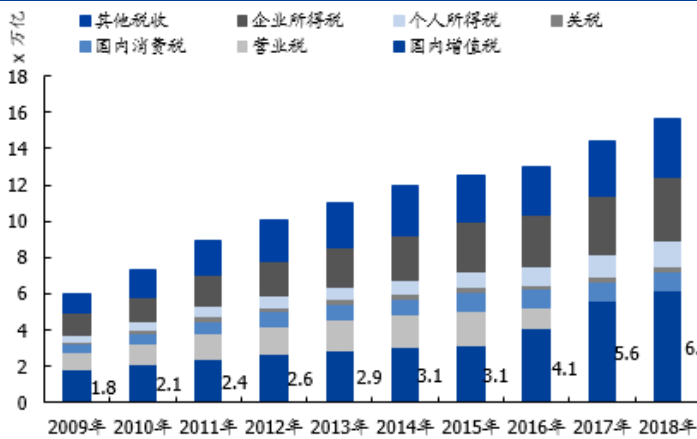
图表 51: 2017-2022 年中国电子发票收入 (2019-2022 年为预测数据, 预测时间为 2019 年 11 月)



资料来源: 中国产业信息网/智研咨询, 国盛证券研究所

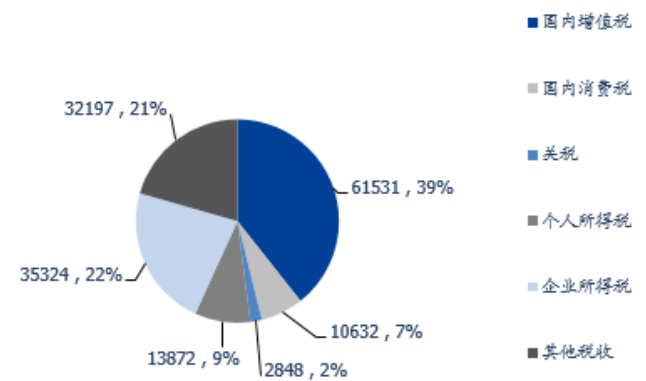
增值税当前是我国第一大税种，2017、2018 年增值税税收分别为 5.6 万亿、6.2 万亿，占当年税收总额的比重均超过 49%，并且增值税的电子化进度表现突出，而公司旗下瑞宏网在增值税电子发票产业链中占有重要地位，承担着电子发票开具、查验等职能，服务客户包括电商、通信、公共事业、餐饮、金融保险、医药、商超百货、教育培训、货运物流、高速公路等多个领域。

图表 52: 2009-2018 年我国税收收入增长情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 53: 2018 年我国各类税收收入占总税收收入的比例

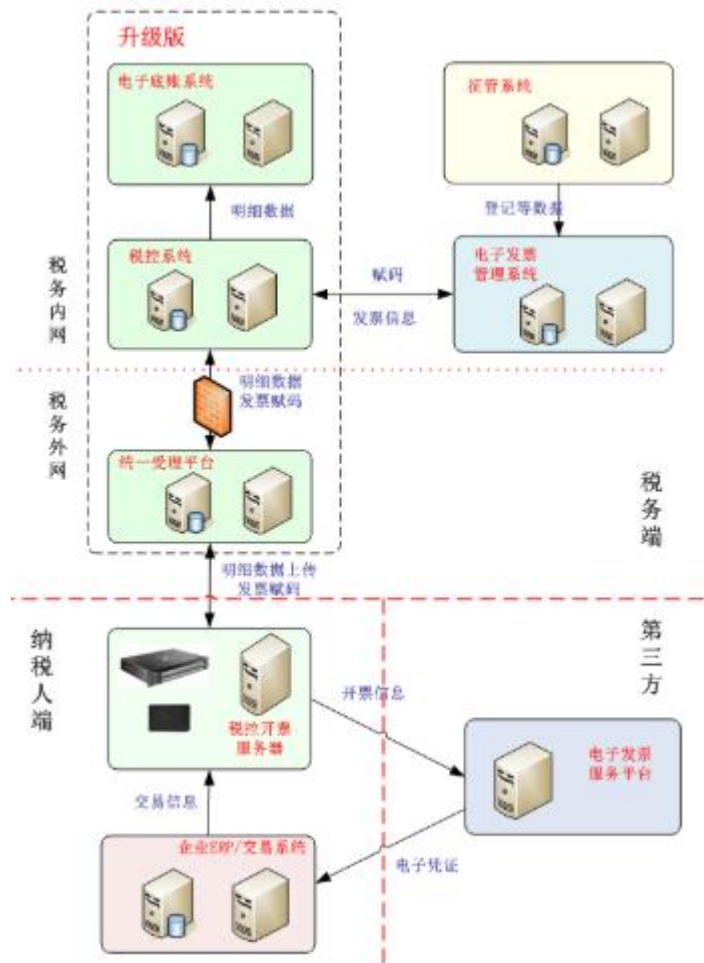


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

我国增值税发票开具的主要流程和相关服务商是:

- 1) 纳税人登记注册。
- 2) 赋码。征管系统、电子发票管理系统通过接口由升级版税控系统、统一受理平台赋码给纳税人。
- 3) 生成元数据。票量大的企业通过税控开票服务器、票量小的企业通过税控盘/金税盘和增值税发票开票软件生成电子发票元数据。我国只有航天信息和总参体系具备税控系统服务资质。其中，总参三部授权旋极信息等 5 家企业作为设备生产商，百望金赋为总参体系中的设备销售和服务商。根据 2017 年中报，航天信息增值税税控整体市占率约为 70%，在一般纳税人市场中的市占率约为 80%，相应地，总参体系市占率在这两者中分整约为 30%、20%。
- 4) 开票。第三方电子发票服务平台生成带纳税人签章的电子发票及其图像文件，即开具发票。根据税务总局 2017 年 3 月发布的《关于进一步做好增值税电子普通发票推行工作的指导意见》，电子发票服务平台以纳税人自建为主，也可由第三方建设提供服务平台。公司旗下的瑞宏网即是第三方电子发票服务平台之一。航天信息旗下的“51 发票”、国票信息旗下发票通、百望股份旗下的 e 发票等是公司旗下瑞宏网的主要竞争对手。截至 2017 年上半年，航天信息旗下电子发票服务平台 51 发票注册用户超过 50 万户，开票张数超过 13 亿张，2019 年上半年，51 发票新注册用户超过 40 万户，两者相加，截至 2019 年上半年，51 发票新注册用户约为 100 万户；百望云、国票信息已服务的中小企业用户均已超过 10 万家。在盈利模式上，据前述文件，电子发票服务平台应免费提供电子发票版式文件的生成、打印、查询和交付等基础服务。公司可提供发票管理平台建设与运维、报表分析、财务管理、报销、邮寄纸质发票等增值服务。
- 5) 进底账。电子发票明细数据通过升级版统一受理平台进入电子底账系统。

图表 54: 增值税发票系统升级版与电子发票对接逻辑示意图



资料来源：国家税务总局，国盛证券研究所

#### 4.1.2 “区块链+电子发票”方兴未艾

区块链技术有望降低电子发票使用成本。借助区块链技术的分布式记账多方共识和非对称加密机制，区别于传统电子发票，区块链电子发票有望实现以下优势：1) 不可篡改，提高伪造和篡改原有发票的难度；2) 信任传递，降低报销公司财务审核、税局稽查成本；3) 不可双花，防止一票多报；4) 数据加密、隔离，有助于隐私保护。区块链电子发票有望降低个人、企业、政府使用电子发票的成本：1) 对个人而言，解决报销难、程序繁琐问题；2) 对企业而言，降低开票、存档、入账成本；3) 对政府而言，降低审核、监管成本。

区块链电子发票已有政策支持。2018年7月，深圳得到国家税务总局关于开展区块链电子发票应用试点工作的批复，开始“区块链+电子发票”推广试点工作。2018年11月、2019年11月，广东省税务局和福建省税务局先后分别发布《关于试点应用“税链”区块链电子发票平台开具通用类发票的公告》、《关于试点应用“票链”区块链电子发票平台开具通用类发票的公告》，分别提出基于“税链”和“票链”的区块链电子发票平台开具的通用类发票的法律效力、基本用途、基本使用规定等与其他税务部门认可的开票软件所开具的通用类发票相同。

政策东风强劲，区块链电子发票迎腾讯、阿里、航天信息等巨头入局。2018年8月10日，在国家税务总局的指导下，深圳国贸旋转餐厅开出首张区块链电子发票，标志着全



国首张区块链电子发票在深圳落地。该项目由国家税务总局深圳市税务局、腾讯、高灯科技共同发起。

公司瑞宏网在区块链电子发票的竞争对手包括腾讯旗下的高灯科技、金财互联旗下的方欣科技等。

**高灯科技：**高灯科技在深圳餐饮业支持推出首张在区块链上开具的电子发票后，还将其应用场景拓展到了零售、地铁等场景，其业务流程包括：领票、开票、流转、验收、入账等，大致分为四个步骤：1) 税务机关在税务链上写入开票规则、将开票限制性条件上链、实时核准和管控开票；2) 开票企业在链上申领发票，并写入交易订单信息和身份标识；3) 纳税人在链上认领发票，并更新链上纳税人身份标识；4) 收票企业验收发票，锁定链上发票状态，审核入账，更新链上发票状态，最后支付报销款。这一解决方案无传统电子发票中的税控设备硬件参与。该解决方案背靠腾讯海量C端流量、支付服务和政府公关经验，是区块链电子发票领域的先行者。截至2019年4月，深圳区块链电子发票系统接入企业已经超过两千多家，开票数量超过百万张，总开票金额已达17.2亿元。区块链电子发票在深圳金融保险、零售商超、酒店餐饮、停车服务、互联网服务、物业服务、交通出行等多行业得到广泛应用。

图表 55: 高灯科技的部分区块链电子发票应用

时间	事件	意义
2018.8.10	深圳国贸旋转餐厅开出全国首张区块链电子发票	全国首张区块链电子发票在深圳落地
2018.11.8	区块链电子发票正式落地全球零售巨头沃尔玛	应用场景首次扩展至零售行业
2019.3.18	全国首张轨道交通区块链电子发票在深圳地铁福田站开出	深圳市地铁乘车码上线区块链电子发票功能

资料来源：高灯科技，国盛证券研究所

**方欣科技：**2018年6月，“税链”平台作为全国首个区块链电子发票平台在广州推出，方欣科技为其技术提供方。2018年12月，广东省税务局联合方欣科技、蚂蚁区块链、阿里云将该平台升级，消费者通过支付宝申请开票，通过“钉钉”等软件与企业报销系统对接，以打通区块链电子发票“支付-开票-报销”全流程，此次试点选择了餐饮、停车、旅游景点等行业的若干企业。

**蚂蚁金服：**2019年3月，杭州地铁联合支付宝、蚂蚁区块链推出了区块链电子发票。

**航天信息：**2018年7月，航天信息发布区块链电子发票系统。为解决电子发票共享难、流转难、归集难、查验难等行业痛点，航天信息选择联盟链方式进行电子发票区块链流转与融合应用平台建设，使得发票流转及应用相关业务可在区块链链中完成。截至2018年9月该平台已在湖北、山东、北京、内蒙和宁夏5个地区开展试点工作，进展良好。2019年12月，该系统入选工信部第四批网络安全技术应用试点示范项目。

#### 4.1.3 先发优势加成，区块链技术添翼

**公司入围电子发票早期试点，具备先发优势。**2012年11月，深圳、重庆、南京、杭州、青岛五个城市依托电子商务示范城市建设工作开始试行电子发票，北京、上海、成都在政府支持下同步启动电子发票试点，陆续完成了电子发票应用系统建设，2013年6月份起陆续顺利开出电子发票。同时，税务总局与发改委、财政部、国家档案局联合通知，开展电子发票与会计档案电子化综合试点工作，以上述八个综合试点地区电子发票试点企业为开具单位，中国电信、中国联通、中国财保作为电子发票接收、归档保管试点单位，开展电子发票接收、查询比对、会计核算、记账、归档保存等工作，形成完整电子



会计档案，接受内外部审核，提高电子发票作为企业有效原始凭证的尝试。这是我国对电子发票的较早试点，而公司入围了此次试点，在2014年收到发改委《关于同意中国电信、中国联通、中国人保财险开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的复函》，配合人保财险做好电子发票及电子会计档案试点工作，并在此后深度参与了我国电子发票的推广。

图表 56: 电子发票的政策推动过程及其对公司的影响

时间	有关部门	相关文件或会议	文件或会议概要	对公司的影响
2012.11	发改委、财政部、税务总局和档案局	开展电子发票与会计档案电子化综合试点工作	电子发票作为企业有效原始凭证的尝试。	
2013.2	税务总局	《网络发票管理办法》	提出省以上税务机关可以试行电子发票。	
2013.12	发改委、财政部、税务总局和档案局	《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》	推动电子发票的接收及归档保存，做好电子发票系统与会计核算系统的对接试点工作。	文件要求东港股份及其他试点企业，在已开展电子发票试点工作的基础上，完善电子发票系统的输出接口，做好对接试点。
2015.7.9	税务总局	《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作有关问题的通知》	自2015年8月1日起，在京、沪、深、浙四地开展试运行工作。	公司在瑞宏网服务平台统一部署了税务主管机关确认的税控设备，升级、改造原平台模式开具电子发票的系统。
2015.9.28	税务总局	《“互联网+”税务行动计划》	推动税务信息化建设，重点推进社会协作、办税服务、发票服务、信息服务和智能应用五大板块。	
2015.11	税务总局	《关于推行通过增值税电子发票系统开具的增值税普通发票有关问题的公告》	提出增值税电子发票系统具备全国通行条件，2016年1月1日起，京、沪、深、浙四地外的地区已使用电子发票的增值税纳税人使用增值税电子发票系统开具增值税普通发票，其他开具电子发票的系统同时停止使用。	有利于公司在更多区域拓展业务。
2015.12	财政部、国家档案局	《会计档案管理办法》（新）	明确了电子档案的法律地位。只要满足该办法规定的条件，电子发票的开票方或受票方，可仅以电子形式对发票进行归档保存。	电子发票能够作为会计资料保存，形成电子档案，扩大了电子发票的应用范围，有利于公司电子发票业务的推广。
2017.3	税务总局	《关于进一步做好增值税电子普通发票推行工作的指导意见》	明确电子发票服务平台以纳税人自建为主，也可由第三方建设提供服务平台；电子发票服务平台应免费提供电子发票版式文件的生成、打印、查询和交付等基础服务。	公司旗下瑞宏网是电子发票服务平台。
2017.6	税务总局	《关于做好增值税电子普通发票推行所需税控设备管理工作的通知》	强调服务单位不得以任何理由推诿、拖延或者拒绝向纳税人或其书面委托的电子发票服务商发售税控专用和其他税控设备。	减少了因税控硬件设备供应不及时对电子发票业务推广的影响，减少了系统调试、购买过程中的环节，有助于提高工作效率，提升客户满意度。
2019.6	档案局、财政部、商务部和税务总局	《关于增加电子发票电子化报销入账归档试点企业的通知》		公司全资子公司北京东港嘉华安全信息技术有限公司是试点单位。公司电子发票业务从开具向电子报销入账延伸。

资料来源：税务总局网站，国盛证券研究所

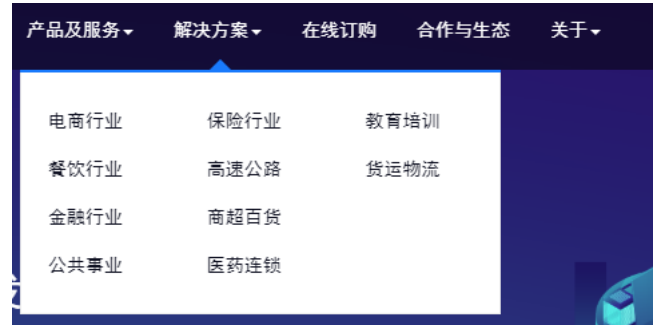
瑞宏网在“区块链+电子发票”领域积累深厚。瑞宏网面向电商、保险、教育培训等10个行业推出了发票开具、增值税发票管理、企业发票报销验证、快递等包含多项服务的解决方案，还基于区块链技术推出了“区块链+电子发票”服务。另外，瑞宏网也在探索与平安集团旗下的壹账通智能科技有限公司开发**发票贷**、**税金贷**等信贷产品，东港将按贷款金额收取相应的服务费用，增加电子票证业务的收入。

图表 57: 瑞宏网提供的产品与服务



资料来源: 瑞宏网, 国盛证券研究所

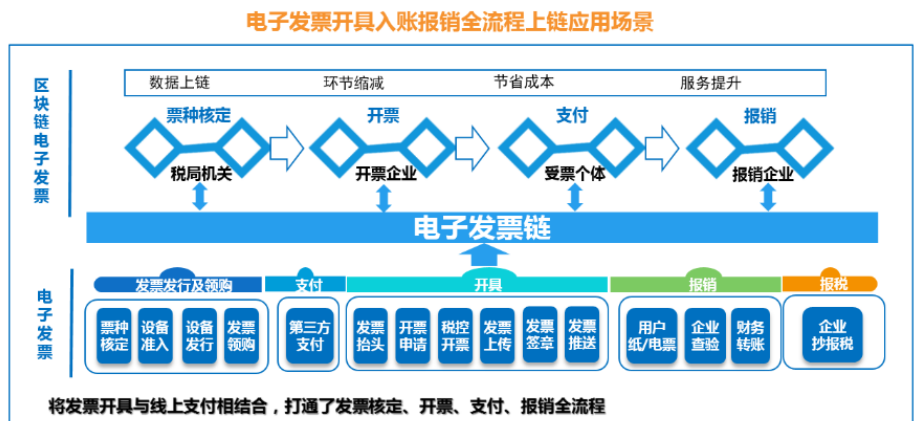
图表 58: 瑞宏网的行业解决方案



资料来源: 瑞宏网, 国盛证券研究所

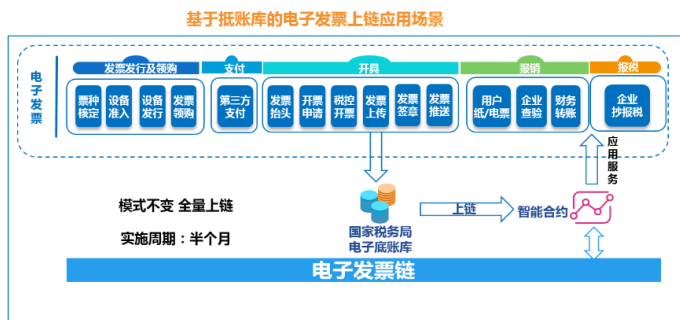
瑞宏网基于区块链的电子发票应用方式分为三种: 1) 发票申领、开票、支付、报销全流程上链; 2) 基于国家税务局电子底账库上链; 发票上传到国家税务局电子底账库后上链, 通过链上智能合约开发报销、抄报税等功能, 实施周期为半个月; 3) 基于现有税控设备上链; 税控设备开票后通过第三方服务平台上链, 能做到实时上链与查验, 实施周期为2个月。

图表 59: 瑞宏网电子发票开具、入账、报销全流程上链应用场景



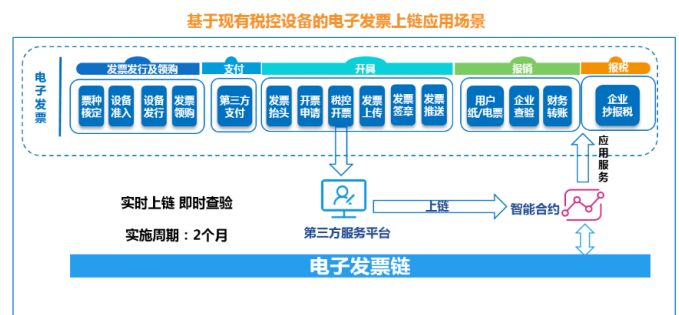
资料来源: 瑞宏网, 国盛证券研究所

图表 60: 瑞宏网基于底账库的电子发票上链应用场景



资料来源: 瑞宏网, 国盛证券研究所

图表 61: 瑞宏网基于现有税控设备的电子发票上链应用场景



资料来源: 瑞宏网, 国盛证券研究所

公司“区块链+电子发票”业务潜在市场空间广阔。假设仅讨论增值税市场，截至 2018 年，航天信息增值税防伪税控系统及相关设备收入为 56 亿元，根据航天信息 2017 年半年报，其防伪税控市场占有率约为 70%，已知另一大税控设备服务商百望股份提供的设备与服务与航天信息价格相近，并且该市场竞争格局较为稳定，以此推算，该市场的规模为 80 亿元。瑞宏网提供的三种“区块链+电子发票”模式中，全流程上链模式中没有税控设备硬件参与，潜在市场空间广阔，社会效益显著，有助于“减税降费”。

我们注意到，2019 年 7 月，国家税务总局为进一步优化税收营商环境，减轻纳税人负担，印发了《税务 UKey 技术规范》通知。随后，根据《国家税务总局浙江省税务局关于推行增值税电子发票公共服务平台有关问题的通告》，2019 年 11 月 10 日起，月销售额不超过 10 万元（按季 30 万元，下同）且仅需开具增值税普通发票（包括纸质发票和电子发票）的新办增值税小规模纳税人，可自愿选择免费领取税务 UKey，通过公共服务平台开具增值税普通发票。

11 月 11 日，第一张税务 UKey 在浙江温州瓯海区发行。这一举措的背景是此前该地区税务部门与航天信息、百旺金赋沟通，为未达起征点的小规模纳税人推出定制的 M/E 盘，需要自行开票的纳税人可以免费申请 M/E 盘开具增值税电子普通发票，但是 M/E 盘无法开具纸质版增值税普通发票的局限性导致部分办税人的体验感不高。而浙江新发行的税务 UKey 使拥有它的企业与个人可以同时申领开具增值税普通发票的电子版与纸质版。

我们认为，此举改变了长期以来的开票“税务部门-纳税人-第三方服务商”的三角关系改变由航天信息和百望金赋垄断开票硬件（金税盘/税控盘）的竞争格局，在国家税务总局已经明确相关技术规范的背景下，已经被甘肃等地跟进。税务 Ukey 的生产厂商已有数十家，而东港“区块链+电子票”的服务模式或将有以下影响：1) 为东港开拓大量客源，有助于后续为其提供个性化开发等服务；2) 有助于进一步降低开票成本、提高开票效率。

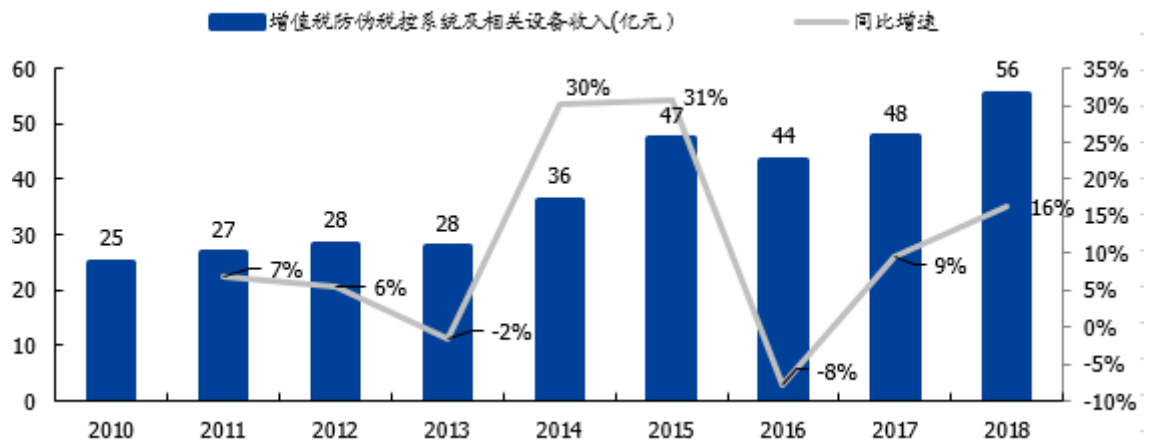
东港股份“区块链+电子发票”业务市场空间大，前景广阔。计算过程如下，此处仅考虑税务 Ukey 和第三方增值服务市场：

1) 税务 Ukey: 根据 2019 年底税务总局发文，税务 Ukey 将向小规模纳税人推广。根据航天信息 2017 年年报，其 2017 年拥有 1000 万累积用户数，假设它们都是一般纳税人，又知航天信息占据市场 80% 份额，则市场上一般纳税人整体数量 1250 万家。根据工商总局数据统计，截至 2017 年 9 月，全国实有企业总量约 2900 万家，则当期小规模纳税人整体数量约为 1650 万家，即一般纳税人与小规模纳税人比例约为 4:6。按照年平均 20% 增速，2020 年小规模纳税人整体数量约为 2851 万家，全国实有企业总量约 5011 万家。税务 Ukey 的成本 20~30 元/个，假设税务 Ukey 渗透率达到 50%，则针对小规模纳税人市场，2020 年该部分产值约为 2.85~4.28 亿元，若推广至全部企业，整个市场产

值约为 5.01~7.52 亿元。(如果航天信息 2017 年累计用户中小规模纳税人占比较大, 则对估算结果有一定影响。)

2) 第三方增值服务: 参考台湾地区, 电子发票增值服务占电子发票全产业链产值的 80%。如果东港股份“区块链+电子发票”业务发展顺利, 可获得大批客户, 并基于此发展增值服务, 则市场空间更大。

图表 62: 航天信息增值税防伪税控系统及相关设备收入 (2010-2018)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.2 区块链+财政电子票据

根据财政部《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》, 财政电子票据是指由财政部门监管的, 行政事业单位在依法收取政府非税收入或者从事非营利性活动收取财物时, 运用计算机和信息技术开具、存储、传输和接收的数字电文形式的凭证。其基本特征是以数字信息代替纸质文件、以电子签名代替手工签章, 通过网络手段进行传输流转, 通过计算机等电子载体进行存储保管。财政电子票据是单位财务收支和会计核算的原始凭证, 是财政、审计等部门进行监督检查的重要依据。

### 4.2.1 政策暖风助推发展, 业务流程对硬件依赖少

**政策推进迅速。**财政部推进财政票据电子化改革的速度较快, 可分为三个阶段: 1) 中央部门和单位试点 (2013.5-2017.7): 2013 年财政部发布《关于中央部门和单位开展财政票据电子化改革试点的通知》, 开始试点。2) 各地区试点 (2017.7-2018.11): 这一阶段, 财政部在若干地区和高校等中央单位推进了两批试点。3) 全面推开 (2018.11 至今): 2018 年起, 财政电子票据改革推向全国。

**财政电子票据在医疗收费等细分领域的改革尤其值得关注。**2019 年, 财政部、国家卫健委、国家医保局联合发文, 全面推进医疗收费电子管理票据改革。较早之前, 多个地区已经在推进这项改革。例如, 2018 年, 四川大学华西医院开出全国首张医疗财政电子票据。截至 2019 年 5 月底, 台州市医疗电子票据共开具 1429 万份, 标志财政部财政电子票据管理改革在浙江成功落地。



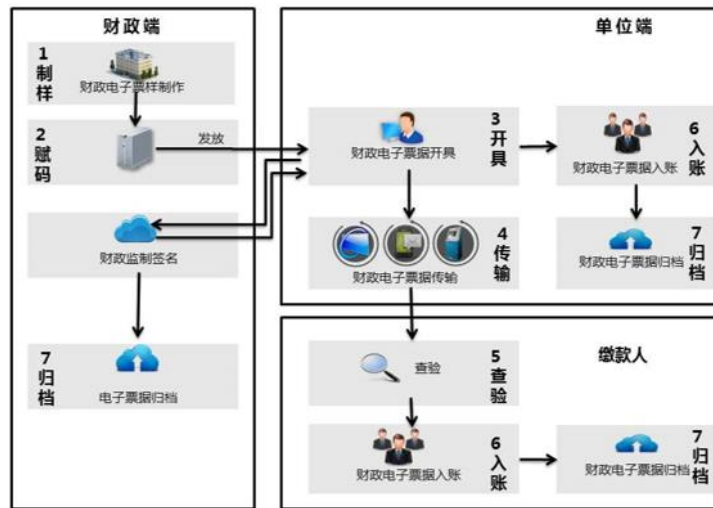
图表 63: 财政部推进财政票据电子化改革的若干文件

公布时间	文件	文件概要
2013.5	《关于中央部门和单位开展财政票据电子化改革试点工作的通知》	凡在财政部财政票据监管中心办理《财政票据领购(用)证》，并领用财政票据的中央国家机关、事业单位、社会团体及其他组织，均应按照统一部署，安装运行财政部组织开发的财政票据电子化管理系统，
2017.7	《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》	选取北京、黑龙江、浙江(宁波)、福建(厦门)、贵州、云南、湖南、重庆等地，国家开放大学、华侨大学等中央单位，重点选择网上报名考试、交通罚没、教育收费、医疗收费等业务开展试点。
2017.11	《关于做好财政电子票据管理改革第二批试点有关工作的通知》	选取河北、山西、内蒙古、广东、四川、宁夏、新疆等地区，东北师范大学、中山大学、西安交大、合肥工业大学、大连海事大学、中南大学、上海交大、吉林大学、中科大、华南理工大学、西南大学、天津大学等中央单位开展试点。
2018.11	《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》	要求各地区必须在2019年1月31日前完成相关财政电子票据管理改革工作，集中本地区相关财政票据数据信息，实现相关数据共享。
2019.8	《关于全面推行医疗收费电子票据管理改革的通知》	2020年底前全面推行医疗收费电子票据管理改革，推广运用医疗收费电子票据，过渡期为1年。

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

**业务流程与电子发票类似,但无需硬件。**财政电子票据管理的基本流程与电子发票类似,都包括三个阶段: 1) 财政部或税务局赋码, 来保证票据票号的唯一性; 2) 开票, 生成含有电子签名的票据信息; 3) 查验、入账、归档。不同于税务局推进的电子发票, 财政部推进的财政电子票据的管理流程在开票环节不需要税控硬件。

图表 64: 财政电子票据管理的基本流程



资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

#### 4.2.2 “区块链+电子票据”为蓝海市场，潜在市场空间大

预计 2018 年全国电子票据市场为 5.2 亿元，2019 年达到 7 亿元，而“区块链+电子票据”正在各地展开探索，参与者有限，潜在市场空间较大。东港股份在该市场的主要竞争对手是用友软件、博思软件、蚂蚁金服等。

**博思软件:** 参与了大部分试点省市电子票据建设，截至 2019 年 10 月，博思软件已取得



20多个省级财政电子票据业务，在省一级市场占有率在70-80%之间。2019年12月，博思软件与腾讯云计算签署战略合作协议，双方将在电子票据、云计算、大数据、区块链、支付以及人工智能领域等领域加强合作。

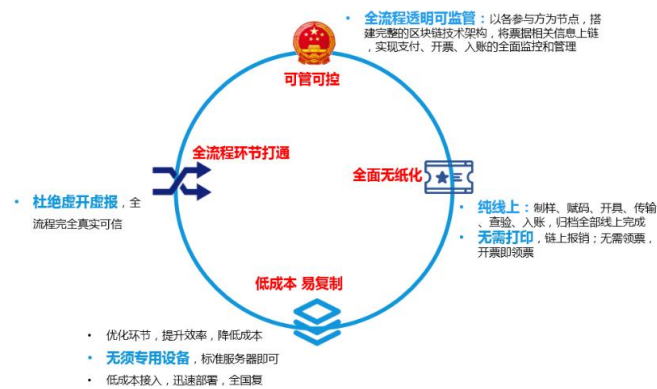
**航天信息：**2018年8月，蚂蚁金服、航天信息试水区块链医疗电子票据服务。

**蚂蚁金服：**2019年6月，全国首个区块链电子票据服务平台浙江省电子票据平台上线。市民可在浙里办APP、浙里办支付宝小程序上查看医疗票据。该平台由浙江省财政厅发起，联合省大数据局、省卫健委、省医保局，应用于支付宝的蚂蚁区块链技术共同推进。该服务已在商业保险报销等使用场景实现，接下来浙江省财政厅发起的浙江省区块链电子票据平台将扩展到医保零星报销、异地报销等领域，甚至更往后将拓展至教育、公益类等公共支付使用场景。

#### 4.2.3 借区块链技术东风，创票财税一体化综合服务

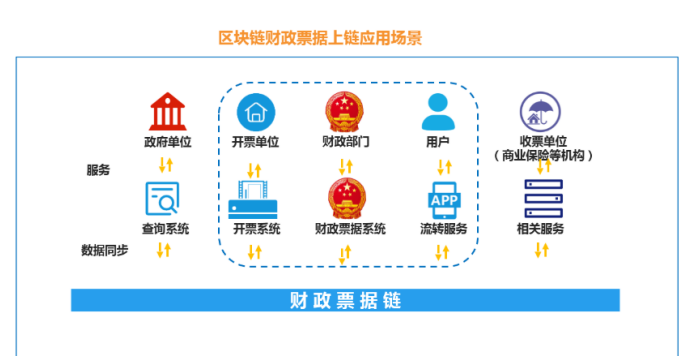
公司旗下瑞宏网打造了全面无纸化、全生命周期监督管理、低成本易复制的区块链电子票据创新模式，覆盖票据管理完整业务链条（开票、收票、认证、报销、记账、报税、查询）的票财税一体化综合发票管理平台，其核心功能为：1) 财政链管理端：票据管理、权限管理、节点管理、风险预警、开票单位管理；2) 开票机构端：开票操作、状态监测、票据统计、订单管理；3) 缴费者端：扫码领票、开票查询、票据详情、票据下载；4) 使用机构端：票据详情、流转监测、报销服务、票据统计。

图表 65: 瑞宏网“区块链+财政电子票据”流程



资料来源：瑞宏网，国盛证券研究所

图表 66: 瑞宏网“区块链+财政电子票据”应用场景



资料来源：瑞宏网，国盛证券研究所

### 4.3 区块链+电子证照

**证照电子化是大势所趋。**电子证照是以数字方式存储、传输的证件、执照、批文等审批结果信息，是支撑政务服务运行的重要基础数据。2016年以来，《国务院办公厅转发国家发展改革委等10部门〈推进“互联网+政务服务”开展信息惠民试点实施方案〉的通知》、《国务院关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》、《关于印发“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知》等一系列文件明确提出：1) 积极推动电子证照在政务服务中的应用，开展网上验证核对，避免重复提交材料和循环证明；2) 国家发改委牵头整合构建统一的数据共享交换平台体系，贯彻执行《政务信息资源共享管理暂行

办法》，打通数据壁垒，实现各部门、各层级数据信息互联互通、充分共享，尤其要加快推进人口、法人、空间地理、社会信用等基础信息库互联互通，建设电子证照库和统一身份认证体系；3) 制定完善相关管理制度和服务规范，明确电子证照、电子公文、电子签章等的法律效力；4) 国务院办公厅组织编制国家“互联网+政务服务”技术体系建设指南，明确平台架构，以及电子证照、统一身份认证、政务云、大数据应用等标准规范。

**已有多地开展“区块链+电子证照”探索。**2019年11月，“泉州政务服务”App实现区块链电子证照+实体证照同步颁发。2019年11月起，凡在泉州市行政服务中心办理道路运输从业人员从业资格证、教师资格证、网约车出租车运输证、医师资格证等证照，均可实现实体证照与区块链电子证照同步发放。2019年12月，深圳市统一政务服务App“i深圳”9日正式发布区块链电子证照应用平台，该平台已实现居民身份证、居民户口簿等24类常用电子证照上链，2020年1月起将实现线下办事窗口授权用证上链全市全覆盖。

**公司针对“个人”“企业”“政府”多方提供“区块链+电子证照”服务。**公司提供的“区块链+电子证照”服务主要包括以下三类：1) 电子证照业务：数据采集管理、证照签发/应用/目录管理、公众应用管理等；2) 服务业务：目录服务、公众查询、证照录入/签发服务、副本下载；3) 其他服务：企业服务总线、电子证照前置端、证照全生命周期跟踪。公司在“区块链+电子证照”市场的竞争对手包括南威软件、腾讯、蚂蚁金服、远光软件、中兴通讯等。

## 盈利预测与估值

### 关键假设与盈利预测

票证印刷主业方面，尽管2019年公司原材料价格有所上涨、数字化浪潮到来对公司产品需求有一定影响，但公司成本控制能力突出，我们假设公司票证印刷业务2019/2020/2021年营业收入增幅约为2%，毛利率如往年一样保持稳定，约为40%。

其他业务方面，我们假设公司复合类产品在2019/2020/2021年的营业收入的增速约为30%，毛利率约为35%；技术服务在前三年的营业收入的增速约为30%，毛利率约为45%；其他业务的营业收入增速约为50%，毛利率约为50%。

我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为2.78亿元、3.01亿元、3.41亿元，同比增长8.1%、8.5%、13.2%，对应EPS为0.51、0.55、0.63，最新股价（2020.2.10）对应PE为22.9、21.1、18.6。

图表 67: 分业务盈利预测

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>印刷类产品</b>					
收入	1160	1132	1154	1178	1201
同比增速	-6%	-2%	2%	2%	2%
成本	692	713	693	707	721
毛利率	40%	37%	40%	40%	40%
<b>覆合类产品</b>					
收入	148	241	314	408	530
同比增速	-15%	63%	30%	30%	30%
成本	111	143	204	265	345
毛利率	25%	41%	35%	35%	35%
<b>技术服务</b>					
收入	99	155	201	262	340
同比增速	32%	56%	30%	30%	30%
成本	53	80	111	144	187
毛利率	47%	48%	45%	45%	45%
<b>其他业务</b>					
收入	22	18	27	40	60
同比增速	93%	-21%	50%	50%	50%
成本	6	8	13	20	30
毛利率	71%	57%	50%	50%	50%
<b>营业总收入</b>	<b>1430</b>	<b>1546</b>	<b>1696</b>	<b>1887</b>	<b>2131</b>
<b>同比增速</b>	<b>-4%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>
<b>营业总成本</b>	<b>862</b>	<b>944</b>	<b>1021</b>	<b>1135</b>	<b>1282</b>
<b>总体毛利率</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 相对估值

从公司所属行业、主要产品特性和数据可得性出发, 我们选取鸿博盛通股份和劲嘉股份 2 家 A 股上市公司为可比公司, 它们在 2020 年的 PE 平均值为 14.36。考虑到公司在票证印刷主业中的领头羊地位, 在智能卡、档案存储、彩票等业务的快速发展, 区块链+电子发票/电子票据/电子票证的发展潜力, 我们给予公司 2020 年 30 倍 PE, 对应目标价为 16.56。

图表 68: 可比公司估值

公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				PE			
	2020.2.11	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
盛通股份	5.05	0.38	0.26	0.34	0.42	13.29	19.42	14.85	0.34
劲嘉股份	10.17	0.49	0.61	0.72	0.85	20.76	16.67	14.13	11.96
平均值	7.61	0.44	0.44	0.53	0.64	17.49	17.49	14.36	11.98
东港股份	11.47	0.47	0.51	0.55	0.63	24.38	22.55	20.78	18.35

注: 盛通股份、劲嘉股份 EPS 数据为 wind 一致预期值。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**印刷主业收入增速不及预期。**如果在数字化浪潮下, 客户对公司纸质票据印刷的需求降幅较大, 公司这部分收入增速可能不及预期。

**其他业务收入增速不及预期。**如果公司在银行卡/档案存储等主营业务之外的项目中标率低于预计, 公司这部分收入可能不及预期。

**区块链业务发展速度不及预期。**公司“区块链+电子发票/电子票据/电子证照”等业务上的中标率可能不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com