

雄帝科技（300546）：参股蓝泰源进入公交SaaS，打开增长新局面

2020年07月08日

推荐/维持

雄帝科技

公司报告

两大业务板块驱动，业务范围进一步拓展。公司底蕴丰厚发展时间长，在核心技术上优势明显。公司是领先的身份信息综合服务商，为国内外客户提供以身份信息可信技术为核心的多维身份识别、智慧公共服务等服务。公司在两大业务板块身份识别与智能化应用和智能交通进一步发展，不断拓展业务范围。

深耕智能证卡终端，身份识别与智能化应用业务进一步发展。公司在安全证卡领域拥有核心技术优势，公司积极提供多场景解决方案、拓展智慧公安和智慧政务业务。公司推出智慧受理、证件在线管理各类解决方案以提升公司业务范围，未来营收增长空间进一步扩大。

入股蓝泰源，进入公交 SaaS，发展前景广阔。公司公告合计拟使用自有资金 2,014.79 万元人民币以增资和收购方式取得深圳市蓝泰源信息技术股份有限公司 15.5% 的股权暨 940.2374 万股股份。蓝泰源专业为公交信息化提供整体解决方案。公司未来在智慧交通上将围绕公交 SaaS 业务展开。基于公交支付云平台建设，公司的智能公交 SaaS 平台加快推进。平台将使行业客户能够以多维数据分析进行管理决策辅助，提升运营管理效能，并在搭建为客户与互联网的数据交互、公交大数据变现提供能力储备。

智慧公交 3.0 发展前景广阔，公交 SaaS 需求量大。自主研发的智慧公交解决方案系统“慧行云”是公司重磅推出的智慧交通 3.0 的解决方案，致力于打造基于云计算、大数据的新型互联网架构。慧行云以数据为核心、需求为导向，覆盖一个中心、三大平台、六大应用，打通了公交业务的全价值链，提供专业智慧公交云服务平台和一站式解决方案。智慧公交新业务将主要基于公交 SaaS 业务展开，帮助公交行业实现数据化服务，降低成本并提高运营管理效率。此领域目前进入厂商少并且有利于标准化产品在各地的推广，随着公交智能化转型升级、业务需求量会增大，此块业务收入增长空间可观。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 20-22 年实现收入 8.25、10.16、12.64 亿元，实现归母净利润 1.40、1.72、2.14 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 23、19 和 15 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、公交 SaaS 推广不及预期、复工进度、海外业务拓展和项目施工进度不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	600.46	706.19	825.42	1,016.05	1,264.32
增长率（%）	57.97%	17.61%	16.88%	23.09%	24.43%
归母净利润（百万元）	107.84	121.72	139.68	171.63	214.13
增长率（%）	35.63%	12.87%	14.75%	22.87%	24.76%
净资产收益率（%）	14.65%	14.25%	14.57%	15.78%	17.16%
基本每股收益（元/股）	0.81	0.90	1.02	1.26	1.57
PE	29.48	26.53	23.36	19.01	15.24
PB	4.38	3.82	3.40	3.00	2.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

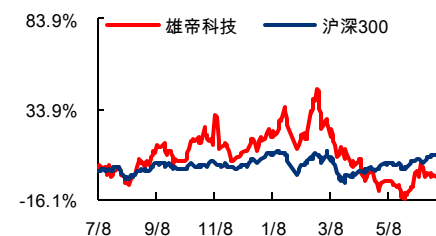
雄帝科技是领先的身份信息综合服务商，为国内外政府、机构及行业用户提供以身份信息可信技术为核心的多维身份识别、智慧公共服务、智能物联及大数据服务。公司主要产品包括安全证卡系列、生物识别系列、证（物）联网系列、智能支付系列、智慧银行系列等身份信息产品，以上述产品为基础，公司还为客户提供配套软件、技术支持服务和运营维护服务，从而构建起身份信息一体化的整体解决方案，并广泛应用于电子政务、外事管理、智慧银行、智能交通、智慧安防及海外选举等领域。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	35.6-20.53
总市值（亿元）	32.62
流通市值（亿元）	20.04
总股本/流通 A 股（万股）	13,661/8,390
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.83

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

1. 公司概况：全球领先的身份信息综合服务商

1.1 公司起步早发展时间长，核心技术优势突出

1.1.1 公司拥有 25 年发展历史，底蕴丰厚

深圳市雄帝科技股份有限公司成立于 1995 年，是领先的身份信息综合服务商，为国内外政府、机构及行业用户提供以身份信息可信技术为核心的多维身份识别、智慧公共服务、智能物联及大数据服务。

表 1：雄帝科技发展历程

年份	雄帝科技发展历程
1995-2005	①公司成立之初仅有五名员工，开始涉足智能卡行业，成功研制国内第一台手持式光电扫描数卡器，随后陆续推出机电式自动数卡机、台式光电扫描数卡机、可机读 REID 的车牌固封装置等，成为国内较早致力于智能卡与 RFID 领域产品研发的厂商之一。 ②向全国二十多个省市智能证卡市场投放 200 多台/套智能卡个人化系统，奠定了智能卡市场机电一体化产品基础；成功推出全球首台全兼容多协议读写机具/车载收费机，成为深圳通设备主要供应商及系统集成商，进入一卡通市场。
2006-2010	①轨道交通 ES 编码分拣设备应用于北京八条地铁线路，进入轨道交通市场； ②成为交通部、住建部等部委 IC 卡行业标准起草单位； ③成为国家商用密码产品生产定点单位； ④被评定为国家级高新技术企业、深圳市福田区总部企业； ⑤获得深圳市政府认定为《深圳市成长型中小工业企业 500 强》； ⑥成为深圳市物联网智能卡应用设备工程技术研究开发中心； ⑦特许建设运营包头市一卡通项目； ⑧中标公安部全国电子护照项目； ⑨完成股份制改造。
2011	①成为唯一入选国际民航组织（ICAO）机读旅行证件（MRTD）设备供应商名录的中国企业； ②成为国家科技支撑计划《移动电子商务支付关键技术研究》课题承担单位； ③轨道交通 AFC/ACC 系统累计应用于近 40 个地铁项目； ④城市一卡通系统解决方案累计应用于全国 30 多个城市一卡通/手机支付等小额电子支付项目； ⑤成为全球最大的法国 Gemalto 公司 SIM 卡个人化系统供应商； ⑥完成上市辅导。
2012	①圆满完成全国 31 个省市公安部电子护照项目上线工作，获得来函感谢； ②中标外交部电子护照设备及系统采购项目； ③中标尼日利亚 8000 万张选民证项目，成为进军非洲证照市场的中国企业； ④在金融支付领域实现突破，承接粤澳银联卡交通行业应用项目； ⑤成为全球高端安防系统产品厂商 HID 的供应商； ⑥成为公安部居民身份证指纹采集器入围企业。
2013	①中标郑州市社会保障卡数据采集服务项目 ②获得国家商用密码产品销售许可证 ③入选国家火炬计划重点高新技术企业 ④注册商标 EMPEROR 和 EMPTECH 成功获证
2014	①电子护照保管系统正式投入外交部、深圳外办应用 ②哈萨克斯坦电子护照、电子身份证设备及系统成功运行 ③公司成功竞拍龙岗工业用地 ④公司荣获 2014 “中国中小企业优秀成果企业” ⑤3D 打印机成功入围 2014 年智能卡行业“奥斯卡奖”（SESAMES AWARDS）“生产制造与测试”和“硬件”两个单元大奖
2015	①公司入驻深圳市软件产业基地 ②公司成立二十周年

	③公司获得 AAA 企业信用等级证书
	④雄帝 3D 彩色证卡产品荣膺 2015 法国 SESAMES AWARDS 大奖
2016	①包头分公司荣获交通运输部“2015 年交通一卡通互联互通工作先进集体”称号
	②长沙研发中心揭牌成立
	③公司研发的全国首台社保卡自助制、取证系统设备上线
	④公司登陆 A 股创业板，股票简称：雄帝科技 股票代码：300546
	⑤11 月 17 日雄帝大厦隆重奠基
2017	①“手提箱里的办证窗口”——出入境移动服务一体机代表广东省参加全国公安机关改革创新大赛，荣获全国金奖
	②荣获深圳市智慧安防行业协会主办的年度行业“智慧城市建设杰出贡献奖”“安防行业十大创新品牌奖”
	③中标深圳交委“全国交通一卡通公交升级改造项目”，助力全国交通一卡通互联互通深圳接入，深圳通二维码设备正式上线
	④雄帝研发推出“香港首个自助取证系统”落地香港
	⑤雄帝科技荣膺“2017 年度深圳物联网领军企业”

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.1.2 技术创新优势突出

通过二十多年的行业积淀，公司形成了一支经验丰富且具有国际视野的专家型研发团队，长期专注于身份信息识别与管理、证照防伪、数字安全、生物识别、射频识别、智能装备等核心技术的研发，自主研发了安全证件的采集受理、制作发行、核验管理的系列产品和整体解决方案，以及融合线上线下多种支付方式的系列小额电子聚合支付硬件终端及系统软件平台，形成了公安、外事、金融、社保、交通以及海外的业务整体解决方案。公司承建了公安部、外交部电子护照项目、尼日利亚电子选民证整体方案等具有较大影响的国内外项目，参与了 150 余个城市的智慧交通建设，公司具有较强的自主研发和技术创新能力。

公司持续保持对行业前沿技术的跟踪探索 and 研发，并始终立足于满足客户需求，高度重视创新技术的落地，在符合行业技术特点的基础上产品创新。2019 年公司投入研发费用 10,000.62 万元，同比增长 50.22%；新增 3 项发明专利、11 项实用新型专利、14 项外观设计及 18 项计算机软件著作权。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有 14 项发明专利、65 项实用新型专利，20 项外观设计及 149 项计算机软件著作权。公司持续进行综合 ICAO 标准的电子护照和电子 ID 制证设备的模块化研发与技术升级迭代。

公司历经五年研发推出了全球首创的新一代安全证件工艺——多重个性化防伪技术 MLP。MLP 巩固强化了公司在电子护照生成领域的技术和产品优势，并应用这种先进的证件工艺率先在哈萨克斯坦和白俄罗斯相关身份证件项目上获得实施与认可，为后续扩大国际市场份额的抢占了先机。公司还并积极推动人脸识别、大数据、人工智能与机器视觉、多维码等技术在公共安全领域和公共交通领域的应用，与客户共同探索公交出行大数据分析技术、研究基于人脸支付的技术框架在公共交通场景的应用，建立基于混合云架构的一卡通云平台，拓展 KMS 终端管理平台的数据分析功能，积累形成包括设备运行信息、业务数据等多维度的数据资产，一方面更好的为客户提供更有价值的增值服务，增加产品和解决方案的粘度，同时为产品的创新与改进提供依据，助力公司转型升级和战略实现。公司的技术创新能力、研发能力和新产品落实能力得到进一步加强。

公司是安全证卡龙头，在安全证卡领域的技术与核心竞争力领先，具有我国自有品牌优势。另外公司是国内专业的智能证卡整体方案解决商，打破了外国公司在我国市场的垄断并且是全球少数掌握电子护照制作发行技术体系的企业之一。

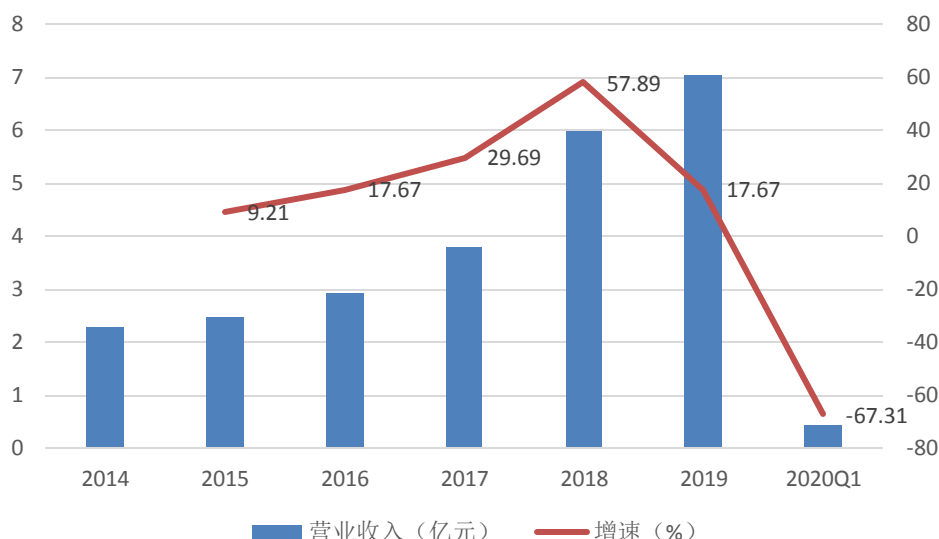
公司同时将研发资源重点向行业业务数据平台倾斜，开发实施 EID 及电子护照数据采集系统、证件在线管理平台、省级一卡通互联互通云平台、TMS 支付终端管理平台、公交大数据分析平台等项目，并积极推动人脸

识别、大数据、人工智能与机器视觉、多维码等技术在公共安全领域和公共交通领域的应用，公司的技术创新能力、研发能力和新产品落地能力得到进一步加强。

1.2 公司业绩概况：过去几年业绩高速增长

从公司营业收入角度来看，2014-2018 年公司业务高速发展，尤其是 2017 年达到了 29.69%、2018 年 57.89%。2019 年增速放缓，营收总额突破 7 亿元。

图 1：2014-2020Q1 公司营业收入（亿元）与营收增速（%）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司归属股东的净利润在 2014-2018 年高速增长，17 和 18 年增速都有 30% 以上的增速，19 年增速放缓。

图 2：2014-2020Q1 公司归属股东的净利润（亿元）及其增速（%）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

一季报不及预期的原因主要是：受新冠肺炎疫情影响，公安出入境、公共交通等公司主要业务领域的客户疫情防控压力较大，复工延迟，同时由于国际交通和人员流动受阻，海外业务拓展和项目实施也出现一定困难，导致一季度公司部分在手订单实施及验收延迟，收入较去年同期有较大幅度下降。

图 3：2014-2020Q1 公司毛利率和净利率（%）

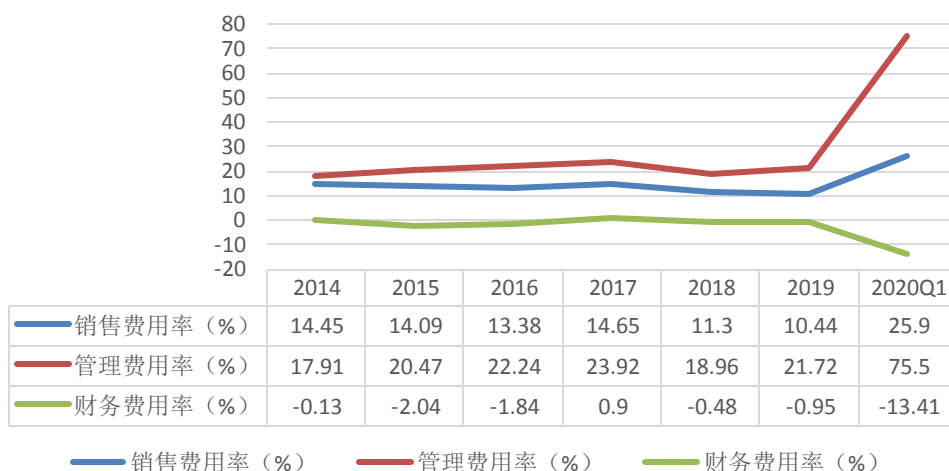


资料来源：WIND，东兴证券研究所

公司积极应对疫情的不利影响，加速推动和拓展线上线下闭环身份信息管理业务，公司智慧码系统已在口岸、园区及地方政府等场景实现落地应用，促进了公司业务线上线下融合及数字化发展。公司业绩亦存在较为明显的季节性特征，第一季度业绩占全年比重较低，公司将全力推进业务拓展和项目实施，推动全年业绩实现。

从公司主要费用率上面来看，公司管理费用率比较稳定，在 20%左右波动。销售费用率和财务费用率在 2018 年和 2019 年出现下滑，体现出公司在控制费用上的卓有成效。总的来说 2014-2019 年企业在费用控制上越来越好。

图 4：2014-2020Q1 公司主要费用率（%）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 身份识别与智能化应用业务：深耕智能证卡终端，提供多场景解决方案

2.1 智能证卡领域：核心技术优势明显

公司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智能化管理整体解决方案，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。

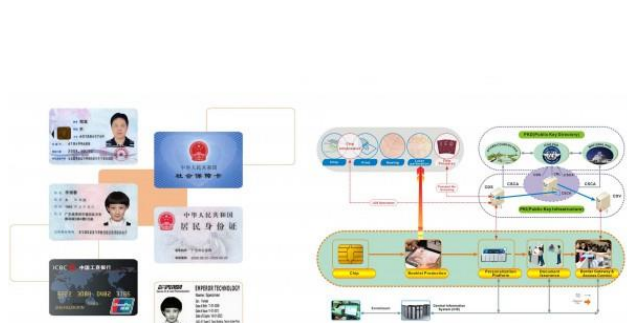
雄帝科技在智能卡发行领域专注于智能卡的个性化发行系统和设备，为智能卡的发卡机构和行业用户提供专业的卡发行自动化设备和定制化服务。产品和服务可针对不同行业所发行智能卡的特点进行模块化、标准化设计，例如针对符合 PBOC2.0 标准的银行卡，个性化设备可选配符合标准要求接触式 IC 卡读写模块或非接触式 IC 卡读写卡模块以及写磁模块等，针对卡厂生产特点可选配凸字或凹字模块以及平印模块等，发卡机构也可以根据产品使用场合和卡片特点选配搓卡机构或吸卡机构。针对智能卡发行工作的特点，雄帝提供包括数卡、分检、卡片芯片写入、卡片表面个性化等完整流程所需要的各型产品以及应用软件开发服务，也可向客户提供基于雄帝产品的二次开发包并协助用户自行开发应用软件系统。

图 5：安全证件之本式证件解决方案



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

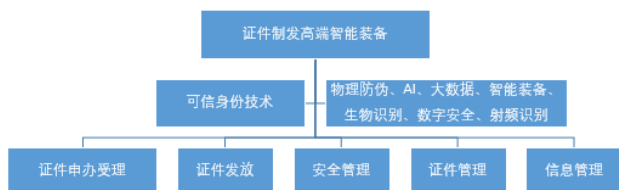
图 6：安全证件之卡式证件解决方案



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司在安全证件领域专注于本式和卡式具有安全芯片的证件的个性化设备和系统，向公共安全部门、社保机构等提供整体解决方案，包括各种证件防伪工艺、人像打印工艺、数据采集、数据准备和个性化中心系统、密钥系统、签发管理系统和查验设备等等。安全证件的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，雄帝有国际领先并独特的工艺（例如高精度 UV 喷墨打印工艺）和专业的工程师团队。2012 年独家负责了中国电子护照个性化设备在全国 31 个省、直辖市和自治区的设备供应和运行保障，并因此受到公安部出入境管理局的表彰。2013 年独家负责了非洲某国选民证的供应和整套个性化系统和设备的提供，向国外客户展现了中国制造所能达到的高水准。

图 7：业务模式



资料来源：公司公告整理，东兴证券研究所

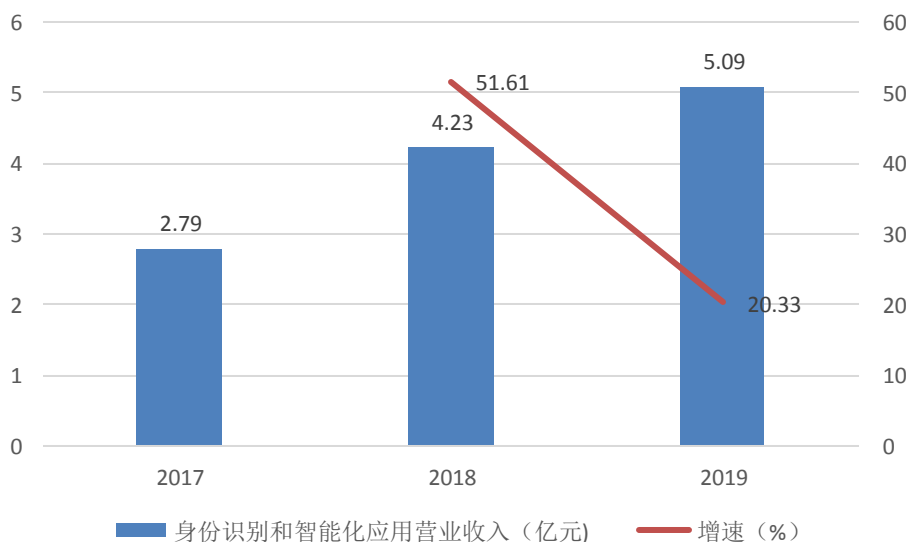
图 8：证件形态变迁



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

随着社会环境及技术的不断进步，证件的形态从传统的纸质证件发展到电子证件，并正在向数字化证件方向演进。公司提供的身份信息采集终端、安全证件的智能制作设备和系统、自助发行系统、身份识别端核验终端（含人证合一识别、动静态人脸识别、指纹识别等生物特征识别终端），涵盖了各种形态安全证件生成、发行和识别等业务环节，并可结合证件在线管理平台对证件进行全生命周期管理，布局线上可信身份认证及相关服务，打通线上线下身份管理互联应用场景的业务闭环，不断拓展垂直应用领域，将业务重心向数字身份识别与管理方向发展，顺应数字化浪潮。

图 9：身份识别和智能化应用营业收入（亿元）和增速（%）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

从 2017 年报表中计算这部分业务的营业收入开始，身份识别和智能化应用的营业收入快速增长，2018 年增速达到了 51.61%，2019 年增速放缓到 20.33%，该部分营业收入突破 5 亿。

2.2 多场景应用：积极拓展智慧公安和智慧政务业务，实现公共服务智慧化

公司依托安全证件生成、识别与应用的技术优势和业务粘性，不断在公安、外事、金融、社保等垂直细分领域推进和落地各类智能化、信息化应用产品和解决方案，积极开拓新的应用场景。

公司以多年积淀的可信身份技术为核心，在不断巩固强化证件制发高端智能装备领先优势的基础上，综合运用物理防伪、数字安全、智能装备、生物识别、射频识别、人工智能、大数据等技术，将智能化应用延伸至证件申办受理、证件发放、证件管理、安全管理、信息管理等客户核心业务流，结合国家“放管服”政策，通过落实“数据多跑路，群众少跑腿”和“只跑一次”的方针，着力为公安、外事、社保、金融等行业客户打造智能化、便捷化的服务场景，通过智慧服务平台中智慧预约、智慧受理、数字身份管理及核验、智能导服与效能管理等子系统，提高业务办理效率，改善最终用户体验。

相关智慧政务产品和解决方案包括：智慧民生警务（出入境、户政、交警）解决方案、智慧社保办事大厅解决方案、智慧银行网点自助受理系统落地。这些产品和解决方案为客户打造智能化、便捷化的服务场景，通过智慧预约、智慧受理、智能身份识别、智能导服与效能管理等子系统，提高业务办理效率，改善最终用户体验。公司根据证件全生命周期管理需求推出的、基于证件云技术构架下的证件在线管理平台业务从航空领域拓展到了银行、各地外办系统，加快网状化渗透。

图 10：雄帝智慧新警务整体解决方案



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 11：社会保障市民卡智慧服务中心



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

同时，公司也积极响应国家“一带一路”和“粤港澳大湾区”战略，服务海外国家及港澳地区证件及选举行业，先后落地了香港电子护照项目、白俄罗斯电子护照和电子身份证建设项目、尼日利亚 2019 年总统大选设备更新项目，白俄罗斯项目的实施为公司后期在该地区开展安全证件核验、场景应用等身份识别业务打下良好基础，公司国际市场的竞争力与影响力持续提升。

图 12：白俄罗斯电子安全证件项目



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 13：香港居民便捷申领“回乡证”



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司持续推进数字身份业务布局，积极规划和布局线上线下身份管理互联、线上可信身份认证的证件云及相关服务业务，将业务重心向数字身份识别与管理方向发展，逐步形成融合线上线下应用场景的业务闭环，公司研发的多维身份码在新疆、深圳等地得到应用。公司与腾讯签订数字身份合作协议，各方依托自身的资源和平台能力，在生物认证标准、统一认证平台、大数据、云计算、征信应用等领域开展合作探讨与研究，共同探索和实践物理身份与数字身份的融合应用，不断推进双方现有业务场景及新兴场景的数字化和智慧化，双方在深圳机场合作推出的基于数字身份的临时乘机证明业务取得了良好的运营效果。

3. 智慧交通业务：发展目标明确，SaaS 系统市场宽广

3.1 智慧交通业务：稳步推进业务，市场前景广阔

公司依托在城市一卡通整体解决方案及互联互通区域覆盖上的优势，积极顺应公交智能化的发展趋势，积极开展市场开拓与产品创新，业务规模快速提升。

智慧交通是在整个交通运输领域充分利用物联网、空间感知、云计算、移动互联网等新一代信息技术来实现人、车辆和环境协同，综合运用交通科学、系统方法、人工智能、知识挖掘等理论与工具，以全面感知、深度融合、主动服务、科学决策为目标，通过建设实时的动态信息服务体系，深度挖掘交通运输相关数据，形成问题分析模型，实现行业资源配置优化能力、公共决策能力、行业管理能力、公众服务能力的提升，推动交通运输更安全、更高效、更便捷、更经济、更环保、更舒适的运行和发展，带动交通运输相关产业转型、升级。同时智慧交通基于用户群体建模及大数据引擎，能够为个人提供个性化服务，提升出行体验。

图 14：智慧交通主要技术特征分析情况

智慧交通主要技术特征分析情况



资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

图 15：智慧交通主要解决问题分析情况

智慧交通主要解决问题分析情况

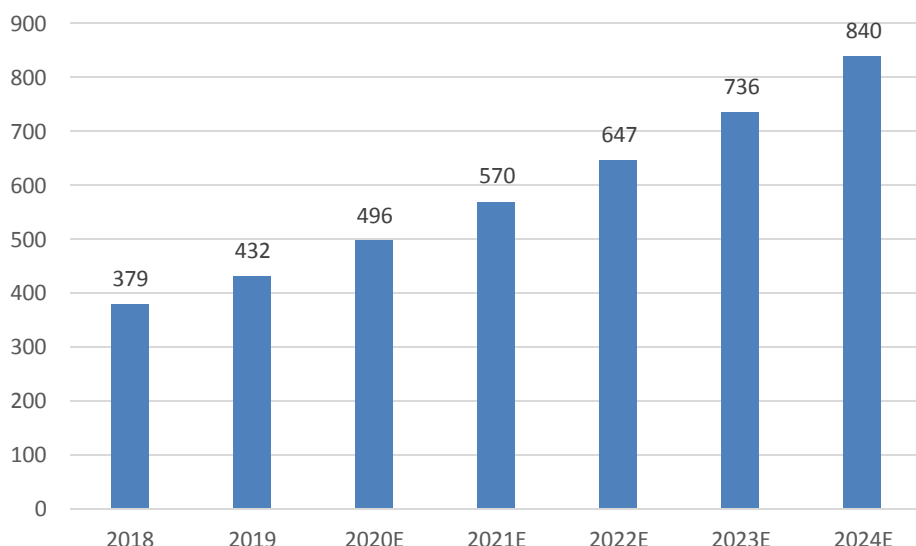


资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

根据《交通强国建设纲要》中规划目标，到 21 世纪中叶，中国将全面建成交通强国。交通运输信息的数字化、网络化、智能化水平位居世界前列，同时计算机、互联网、5G、大数据、AI 等技术的快速发展，将能为智慧交通建设提供强大技术支撑。

前瞻产业研究院预测未来五年，中国智慧交通市场将保持高速增长趋势。智慧交通作为智慧城市建设中的主要组成部分，IT 建设支出占比约为 27%，2019 年中国智慧交通技术支出为 432 亿元左右、增长率为 13.98%，预计 2024 年中国智慧交通技术支出规模将达到 840 亿元左右。我国智慧交通市场的巨大潜力从侧面体现出公司布局智慧交通的业务增长潜力。

图 16：2018-2024 年中国智慧交通技术支出规模统计以及预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

智能公交系统是智能交通系统的一个体现，它应用了全球定位技术、无线通信技术、地理信息技术等技术，实现了对公交车的实时调度监控运营，使公交服务得到了大量的提升，极大便利了人们的生活。

智能公交系统实现了公交车辆运行的信息化和可视化以及面向公众乘客的完善信息服务，通过建立电脑营运管理系统和连接各停车场站的智能终端信息网络，加强对运营车辆的指挥调度，推动智慧交通与低碳城市的建设。

智能公交系统通过对域内公交车进行统一组织和调度，提供公交车辆的定位、线路跟踪、到站预测、电子站牌信息发布、油耗管理等功能，以及公交线路的调配和服务能力，实现区域人员集中管理、车辆集中停放、计划统一编制、调度统一指挥，人力、运力资源在更大的范围内的动态优化和配置，降低公交运营成本，提高调度应变能力和乘客服务水平。

2019 年 10 月，赛文交通网发布《2019 年中国智能公交市场研究》报告数据显示 2013-2018 年中国智能公交市场总项目超过 2000 项，智能公交市场总规模超过 127 亿元。

公司在智慧交通上的战略分为三个阶段：第一阶段 1.0 实现信息化，第二阶段 2.0 实现互联网化，第三阶段 3.0 实现 AI 大数据化并实现智能化和数据化，开创“公交+互联网”新时代。

图 17：公司智慧公交发展进程规划



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

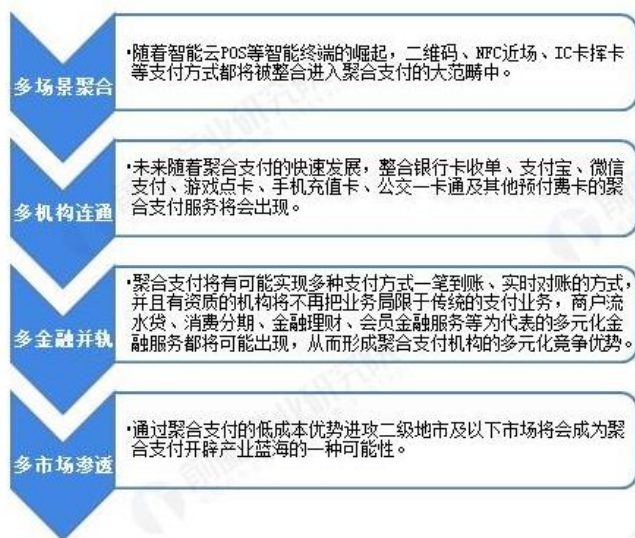
公司主要在公共交通（公交+轨道）行业提供融合线上线下各种支付形态的小额电子支付整体解决方案。截至 6 月 15 日，雄帝科技在最新发布的《投资者关系活动记录表》中透露，公司的聚合支付终端和解决方案已覆盖至全国 160 多个城市，业务范围延伸到了香港、台湾等区域，同时公司也在积极的拓展海外市场。公司构建的公交支付云平台在 2019 年也初步展现出其较好的市场接受度，先后完成了河南、碧桂园、淄博、大同、包头等项目的建设并交付使用。

图 18：四个层面的聚合支付

四大聚合特征	形式
场景的聚合	POS机
	SDK
	台卡
	扫码枪
支付方式的聚合	银行卡刷卡
	支付宝、微信第三方支付
	点卡支付
	话费支付
资金到账的聚合	实现多种支付方式一笔到账
	商户贷款
商户增值业务的聚合	理财
	消费分期
	会员管理

资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

图 19：聚合支付发展趋势



资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

聚合支付“低成本、近市场”，不直接进行支付与结算服务，也不拥有资金支配权和支付通道资源，免去了支付与结算的服务成本和商业银行或非银支付机构的合规成本；而且还可以根据商户的个性化需求进行系统定制，形成与支付通道资源服务机构的优势互补，具有中立、灵活、便捷的特点。

图 20：城市一卡通终端产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

二维码、手机 NFC 等移动支付方式在公共交通领域迅速推广已经达到了较高的市场覆盖率，公司聚合支付终端继续稳定扩大市场份额的同时，积极研发基于生物识别技术的新一代聚合支付终端，2019 年，公司在深圳、漯河、重庆等区域进行了人脸支付终端的试点工作，并且在重庆璧山形成了规模应用。聚合支付终端作为打通公交出行场景线上线下相结合的核心节点，公司将不断加大技术研究和市场探索，基于原有的行业经验和客户资源沉淀的基础，公司将继续加强与腾讯、支付宝等互联网公司的合作，不断拓展互联网+公共交通出行领域的创新应用，发展基于公交运行和支付数据分析的创新应用服务，以形成智能公交+信息服务的智慧交通业务模式。

3.2 参股蓝泰源，公交 SaaS 是未来发展方向

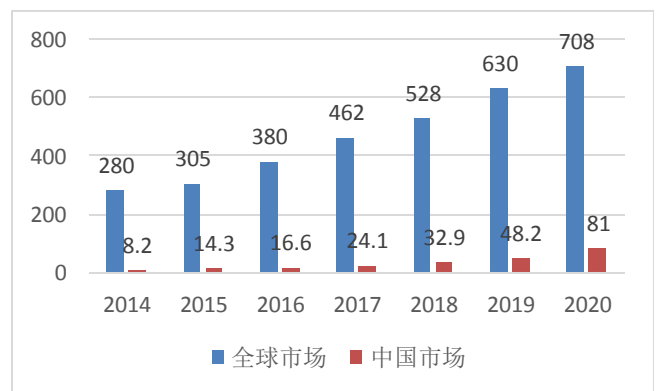
SaaS 全称“**Software-as-a-Service**”，直译为“**软件即服务**”。这是一种特殊形态的软件产品。SaaS 可以替代传统的运维服务，客户公司不再需要购买服务器等硬件设备，不需要设置 IT 运维工程师的岗位，可节省一大笔运维费用，因此才被称为“软件即服务”。

图 21: SaaS 系统的特征



资料来源：SaaS 之家，东兴证券研究所

图 22: SaaS 市场规模



资料来源：SaaS 之家，东兴证券研究所

这些年来全球 SaaS 市场年均增速是 16.7% 而中国 SaaS 市场年均增速是 49%，增速远超全球平均水平。

从市场规模的角度来看，SaaS 标杆企业—Salesforce 市值已突破 1100 亿美元，而中国最大 SaaS 公司有赞才只有 75 亿港币，差距在 100 倍以上。市值上的巨大差异从侧面说明中国 SaaS 市场还有很大的成长空间。

不同于国外相对成熟的市场，国内 SaaS 市场尚处在初级阶段，但是发展速度飞快。艾瑞咨询《2017 年中国企业级 SaaS 行业研究报告》显示，2017 年国内 SaaS 行业市场规模为 168.7 亿元，增长率为 32.3%，未来几年仍将保持 30% 以上的增长率。

公司公告合计拟使用自有资金 2,014.79 万元人民币以增资和收购方式取得深圳市蓝泰源信息技术股份有限公司 15.4984% 的股权暨 940.2374 万股股份。

公司本次以增资和收购方式取得蓝泰源的部分股权，是基于国家“交通强国”政策及智慧交通高速发展演进的时代背景下，顺应行业前沿技术发展及公司战略目标布局的决策。

基于公交支付云平台的建设，公司打造以电子支付、智能调度、客流分析、安全管理与运营服务五大系统平台为支撑的智能公交 SaaS 平台也在加快推进，这一平台能力的打造将使行业客户能够以多维数据分析进行管理决策辅助，提升运营管理效能，并在搭建为客户与互联网的数据交互、公交大数据变现提供能力储备。

图 23：以五大系统平台为支撑的智能公交 SaaS 平台



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

蓝泰源是国内最早专业为公交信息化建设提供整体解决方案的品牌供应商和服务商。公司自成立以来，始终专注于智能公交行业，通过持续研发投入积累了核心软硬件技术，其自主研发的智慧公交解决方案系统涵盖智慧运营调度系统、智慧运营管理系统、智能驾驶主动安全防御监控系统、车联网系统、智能 ERP 系统、大数据系统、慧行云、公交 e 家移动化应用、乘客出行 APP 等软件产品；其自主研发的智能公交全系列硬件产品涵盖智能车载终端、DMS、ADAS、客流统计终端、人脸识别终端、360 环视、智能站牌等核心硬件产品。蓝泰源先后经历了信息化、互联网化、AI 大数据化三个产品发展周期，面对新时代数字化、智能化、生态化的要求，再次提出智慧公交升级的四个关键点：公交上云、公交大数据、人工智能和基于 5G 技术的车联网。公司产品及解决方案覆盖智慧出行、智慧运营、智慧调度、智慧管理、智慧决策、智慧物联等公交核心业务链条，基于大中台、小前台的“云+端”模式，以公交大脑（数据中台）为底座，赋能各产品端及业务线，实现数据互联互通与智慧运营管理，为公交企业提供了较为完备的互联网转型与数字化升级整体解决方案。

图 24：公司六大智慧提供公交一站式解决方案



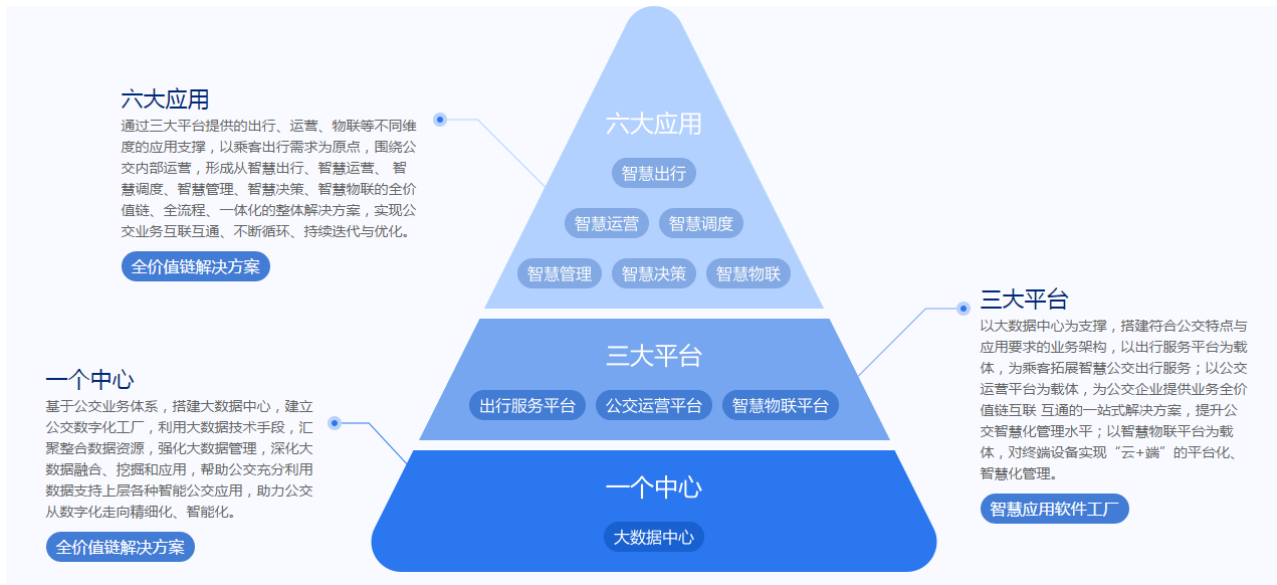
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

蓝泰源坚持“以乘客需求为导向”的产品理念，紧紧围绕公交的六大核心业务——出行、运营、调度、管理、决策、物联，搭建一套实现公交全场景业务应用的智慧公交平台——“慧行云” SaaS 云服务平台。自主研发的智慧公交解决方案系统“慧行云”打造基于云计算、大数据的新型互联网架构，以数据为核心、乘客需求为导向，将业务、流程、技术、组织有效结合，打通了公交业务的全价值链，提供完整的、专业的智慧公交云服务平台，为公交企业实现互联网转型、数字化升级提供一站式解决方案。细分来看，“慧行云”将覆盖

一个中心、三大平台、六大应用。整个平台覆盖了各个环节，实现整个业务的自助化管理，整个业务模块可以自助下载和安装，切实地让用户体验到系统的智能化和移动化。

“慧行云”是公司重磅推出的智慧交通 3.0 的解决方案。

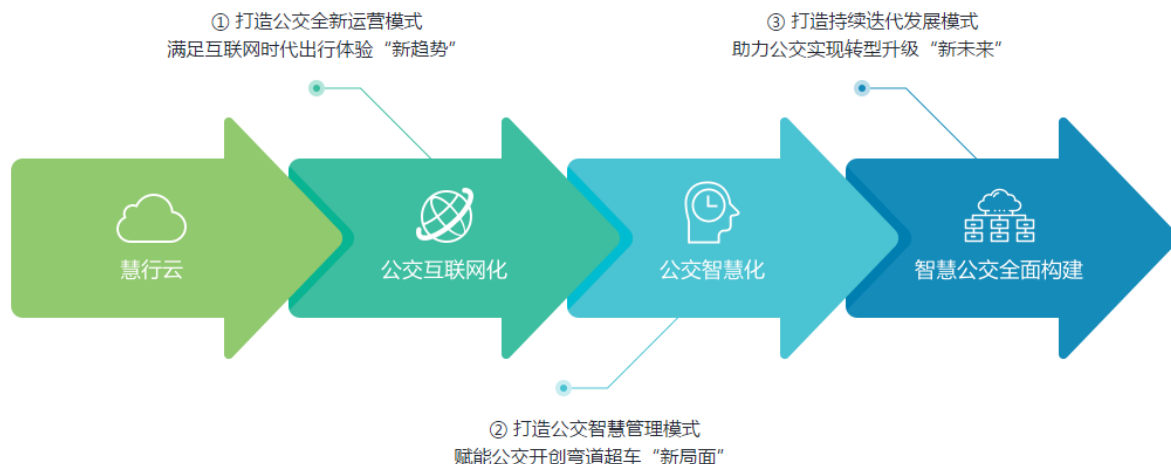
图 25：“慧行云”公司全新推出的智慧公交 SaaS 云服务平台



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司成功入选了腾讯 WeCity 加速器（智慧出行板块），亦积极推动与支付宝在交通领域的新业务合作探讨。本次收购完成后，双方将在业务与技术层面展开深度合作，公司将继续挖掘大数据、人工智能、物联网在智慧公交领域的深度应用，充分利用现有公交市场客户资源及市占率领先优势，进一步加大智慧公交 SaaS 平台的迭代升级，拓展智慧交通业务范围，优化产品结构，满足客户信息化深度需求，形成更佳的客户粘性与产业协同价值，从而构建新的产品矩阵及盈利点，增厚公司业绩，促进公司可持续发展，赋能公共交通出行。

图 26：公司公交信息化建设与智能化进程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

信息化平台建设在顶层设计、资源整合、数据互通、扩展更新、统一标准、创新服务等方面可以持续赋能公交创新平台的发展，可以解决智慧公交转型升级问题。通过互联网化和智慧公交解决方案，实现乘客线上化、业务线上化、管理线上化、数据线上化。从线上化再到数据化，进而实现大数据加持下，在精准服务、精准调度、精准管理、精准管控下推动公交业务全面升级。利用云计算、大数据、物联网、移动互联网、AI 等信息技术引领公交行业转型升级的行业战略。

SaaS 可以为公交系统提供数据化服务，有效降低成本，提高调度管理的效率。目前，进入国内公交 SaaS 市场的厂商较少，这一块业务市场前景可观。公司看准发展机遇、果断进行战略转型，争取尽快占领公交 SaaS 领域市场。由于各地的公交公司存在一定程度的同质化并且彼此之间没有竞争关系，这有利于公交 SaaS 产品的标准化以及标准化产品的推广和复制。随着公交智能化的进一步普及，预计未来公司在各省市公交 SaaS 的市场空间较大，并且推广成本低；随着标准化产品的成熟，有利于毛利率的进一步提升。

4. 盈利预测

近几年公司在身份识别与智能化应用业务方面积极提供多场景解决方案、拓展智慧公安和智慧政务业务。公司近年来推进数字身份业务布局，积极规划线上线下身份管理互联、线上可信身份认证的证件云，逐步形成融合线上线下应用场景的业务闭环以提升公司业务范围，预计未来营收增长空间进一步扩大。近年来，公司持续。智慧交通业务方面，随着智慧公交业务 3.0 的推进，公司公告入股蓝泰源约 15.5% 的股权暨 940.2374 万股股份、并进入公交 SaaS 市场，并在未来重磅推出完整的公交 SaaS 解决方案，比如“慧行云”，推动公司业绩进一步增长。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 20-22 年实现收入 8.25、10.16、12.64 亿元，实现归母净利润 1.40、1.72、2.14 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 23、19 和 15 倍。维持“推荐”评级。

5. 风险提示

行业政策出现重大变化、公交 SaaS 推广不及预期、复工进度、海外业务拓展和项目实施进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	979	947	1089	1239	1457	营业收入	600	706	825	1016	1264
货币资金	419	499	578	625	695	营业成本	315	363	424	520	646
应收账款	216	242	271	320	398	营业税金及附加	3	6	6	7	9
其他应收款	18	17	20	25	31	营业费用	68	74	83	97	114
预付款项	22	7	10	12	16	管理费用	47	53	61	75	93
存货	242	157	180	216	263	财务费用	-3	-7	-3	-4	-5
其他流动资产	50	4	8	13	21	研发费用	67	100	117	144	179
非流动资产合计	113	166	167	158	146	资产减值损失	8.46	-5.49	10.75	13.24	16.47
长期股权投资	9	9	9	9	9	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17	20	117	101	85	投资净收益	2.42	0.79	0.00	0.00	0.00
无形资产	21	20	24	28	31	加：其他收益	26.12	28.85	28.85	28.85	28.85
其他非流动资产	1	0	0	0	0	营业利润	123	136	156	192	240
资产总计	1092	1113	1256	1396	1603	营业外收入	0.00	0.19	0.19	0.19	0.19
流动负债合计	347	248	285	295	339	营业外支出	0.61	0.02	0.02	0.02	0.02
短期借款	0	0	18	0	7	利润总额	123	136	157	192	240
应付账款	62	70	79	95	115	所得税	15	13	16	19	24
预收款项	136	47	55	65	78	净利润	108	123	141	173	216
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	1	2
非流动负债合计	8	7	7	7	7	归属母公司净利润	108	122	140	172	214
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	355	255	292	303	347	成长能力					
少数股东权益	0	3	5	6	8	营业收入增长	57.97%	17.61%	16.88%	23.09%	24.43%
实收资本（或股本）	135	137	137	137	137	营业利润增长	38.99%	10.45%	14.98%	22.90%	24.79%
资本公积	196	216	216	216	216	归属于母公司净利润增长	35.63%	12.87%	14.75%	22.87%	24.76%
未分配利润	380	470	560	672	811	获利能力					
归属母公司股东权益合计	736	854	959	1087	1248	毛利率(%)	47.52%	48.57%	48.65%	48.78%	48.89%
负债和所有者权益	1092	1113	1256	1396	1603	净利率(%)	17.96%	17.39%	17.07%	17.04%	17.08%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	9.88%	10.94%	11.12%	12.29%	13.36%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.65%	14.25%	14.57%	15.78%	17.16%
经营活动现金流	10	87	119	135	145	偿债能力					
净利润	108	123	141	173	216	资产负债率(%)	33%	23%	23%	22%	22%
折旧摊销	5.74	6.09	15.38	26.66	28.80	流动比率	2.82	3.82	3.82	4.19	4.29
财务费用	-3	-7	-3	-4	-5	速动比率	2.12	3.18	3.19	3.46	3.52
应收账款减少	-56	-26	-29	-49	-78	营运能力					
预收账款增加	54	-90	8	10	13	总资产周转率	0.59	0.64	0.70	0.77	0.84
投资活动现金流	-97	-9	-27	-30	-33	应收账款周转率	3	3	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.19	10.72	11.11	11.72	12.04
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.90	1.02	1.26	1.57
筹资活动现金流	-24	-2	-13	-58	-42	每股净现金流(最新摊薄)	-0.82	0.56	0.58	0.35	0.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.45	6.25	7.02	7.96	9.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2	0	0	0	P/E	29.48	26.53	23.36	19.01	15.24
资本公积增加	1	20	0	0	0	P/B	4.38	3.82	3.40	3.00	2.61
现金净增加额	-111	76	79	47	70	EV/EBITDA	22.28	20.43	16.09	12.32	9.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
专题报告	【东兴证券】新三板精选层周报：精选层打新进入第二周，九只新股蓄势待发	2020-07-06
行业深度报告	首推国产数据库黄金赛道龙头，十倍空间成长逻辑	2020-06-30
行业深度报告	信息安全行业专题报告之二：中美云安全产业对比研究，国内云安全公司空间几何？	2020-06-30
行业深度报告	数据库产业报告：中国数据库成长之路，基于全球数据库技术演绎路径的研究	2020-06-22
行业普通报告	计算机行业报告：人工智能场景应用进入规模化落地拐点，科大讯飞等个股 AI 红利收获期将至	2020-06-15
行业深度报告	计算机产业报告：5G 应用之 5G 消息 RCS 与微信对比研究报告	2020-06-09
行业普通报告	计算机中报行情呈现云计算龙头强者恒强，IAAS 云影射全行业发展逻辑	2020-06-08
行业深度报告	工具型软件行业深度报告：价值从何处来，转型该何处去	2020-05-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526