

盛视科技 (002990)

证券研究报告

2020年08月03日

佑护国门，海南遗珠！被忽视的口岸信息化龙头

核心竞争力

专注于口岸系统细分赛道，依托常年在口岸进出境场景下开发软件系统的专业基础上，公司整合各类周边硬件产品（65项专利、173项软件著作权），已逐步转型成为海关、边检、检疫、机场等客户提供一体化服务商，该商业模式下客户一旦采纳公司服务，其留存和复购率要更高，在口岸专业领域信息化赛道中具备明显的卡位优势。

中期景气度：三因素叠加共振

机场基建导致口岸项目订单增长：过去三年我国 TOP100 机场改扩建工程 14 个，公司渗透率 57%，大型国际机场渗透率 83%；2020-2025 年 TOP50 机场的交付量约为 37 个，而航空口岸业务占公司营收 58%，预计从 2020 年开始迎来强势期。

疫情管控和 5G 带来存量口岸客户的软硬件迭代速度和采购量的增加：疫情时代的公共卫生系统升级，智慧机场概念的提出及 5G 等数字技术的成熟应用会让各口岸的软硬件升级换代进程和采购单价超越历史水平，而公司在口岸软件的独特优势，会对下游海关、商检、边防、机场等客户有较强粘度，这会直接推升存量客户的更新采购市场。

海南自贸岛贡献或超市场预期：预计未来五年旅客量翻倍，7 个口岸同时面临扩容压力，继而拉动公司主业；口岸既要面临监管风险，又要体现国际旅游岛的开放舒适，原先系统的重构升级、自助退税设备、APP 的投入、面部识别和 5G 数字化科技的高强度运用和公司相关衍生收入很可能超预期。（自助退税设备、APP 也能在其它口岸推广）

长期景气度：刚性需求+大单渗透+滚存收益

口岸的建设是刚性的：2019 民航国际线人数增速依然维持在 16.6% 的水平，机场的需求是刚性的，伴随一带一路的推进，连接中亚、东南亚的西部、西南部口岸未来的客流和人流会有充分支撑，口岸建设对公司服务有长期需求。

从外包商到一体化服务商：终端用户的合约时常会整体外包给中间商，然后再将部分软、硬件服务外包给公司；当下监管环境日益复杂，信息化要求不断提升，普通中间商难以承接整体外包，长期看公司大单比重会不断增加。

“滚存收益”增速更加显著：公司客户群体不断增加，更迭需求也将匹配增长，叠加公司承接整体订单的比重会逐步提升，存量客户“滚存收益”相当可观，17-19 年公司收入增长 2.4 倍，其中软件升级客户的收入增长 8.2 倍。

投资建议：预计 20-22 年收入增速 26.9%、50.0%、63.2%，净利增速 26.5%、49.2%、65.8%；作为口岸信息化赛道龙头，结合近三年 50% 的复合增速中枢，保守给予公司对应 2021 年 50 倍 PE，对应 201 亿市值，给予“买入”评级及目标价 159.5 元。

风险提示：疫情导致政府招投标及口岸建设进程低于预期、5G 推进低于预期、地缘政治等不可控因素、公司获取订单不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	507.24	807.39	1,024.58	1,536.84	2,508.68
增长率(%)	51.84	59.17	26.90	50.00	63.24
EBITDA(百万元)	128.24	300.80	298.11	468.94	777.30
净利润(百万元)	141.77	213.10	269.61	402.16	666.82
增长率(%)	98.51	50.31	26.52	49.17	65.81
EPS(元/股)	1.12	1.69	2.14	3.19	5.28
市盈率(P/E)	94.11	62.61	49.49	33.18	20.01
市净率(P/B)	32.37	21.34	6.49	5.43	4.27
市销率(P/S)	26.30	16.53	13.02	8.68	5.32
EV/EBITDA	0.00	0.00	39.37	25.37	15.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	105.69 元
目标价格	159.5 元

A 股总股本(百万股)	126.24
流通 A 股股本(百万股)	31.56
A 股总市值(百万元)	13,342.31
流通 A 股市值(百万元)	3,335.58
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	43.84
一年内最高/最低(元)	108.90/44.17

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

黄盈 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080007
huangying1@tfzq.com

曾凡喆 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

高晟 联系人
gaosheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 逻辑、测算结果、预期差和风险提示	6
1.1. 核心观点	6
1.2. 测算结果（详见具体章节）	7
1.3. 预期差	7
1.4. 风险提示	8
2. 长久专注：口岸信息化赛道：对手难以企及	8
2.1. 源于深圳特区，植根口岸一体化解决方案	8
2.2. 业务遍布全国，专利护城河较高	9
2.2.1. 智慧口岸查验系统	12
2.2.2. 智能交通系统	13
2.2.3. 智慧机场自助系统	14
2.2.4. 其他	15
2.3. 口岸系统贡献主要收入与利润	15
2.4. 核心竞争力：获取订单能力及整体解决方案	18
2.4.1. 客户结构优质，不断深化渗透	18
2.4.2. 订单建设周期短，获取合同能力强	19
2.4.3. 政府客户导致应收略高	20
2.4.4. 系统集成能力与整体解决方案，加强订单获取能力	21
2.5. 商业模式小结：先发与专业带来高粘性，订单对业绩具前瞻指引	22
2.5.1. 先发优势+专业市场，客户粘性较强	22
2.5.1.1. 占据区域先发优势，复购率强	22
2.5.1.2. 专业性市场具有“隐形壁垒”	23
2.5.2. 订单具有收入指引作用	23
3. 行业趋势：开放是永恒主题，催生景气度	24
4. 公司涉及中国口岸业务的空间测算（除海南）	26
4.1. 模拟测算：口岸基建掀起公司新一轮加速扩张	26
4.2. 航空口岸：重中之重，5年132亿规模	27
4.2.1. 存量空运口岸改扩建	27
4.2.1.1. 历史渗透率：核心国际机场渗透率达到83%！	27
4.2.1.2. 如何理解机场口岸订单合同额与投资规模的相关性	28
4.2.1.3. 基建周期开启：存量机场改扩建订单大概率强势和测算	29
4.2.2. 存量航空口岸的软、硬件升级换代测算	31
4.2.2.1. 新冠疫常态化及疫情所拉动的公共卫生设备升级	31
4.2.2.2. 5G逐步成为标配：联手华为开拓新场景	33
4.2.3. 新增口岸带来的需求	34
4.2.4. 航空口岸业务小结	35
4.3. 其他口岸：市场高度分散，渗透率缓步提升	35
4.3.1. 客检需求测算	36

4.3.2. 货检口岸市场空间测算	37
5. 公司实为海南遗珠：自贸岛商机或将远超预期	38
5.1. 传统口岸业务测算	39
5.2. 抢滩点：从自助退税设备到背后监管系统！	41
6. 测算汇总及投资建议	44
6.1. 逻辑梳理及收入预测说明	44
6.2. 盈利预测及投资建议	46
7. 风险提示	47

图表目录

图 1：盛视科技发展时间轴	9
图 2：盛视科技股权结构图（截止 2020 年 5 月 25 日）	9
图 3：旅客查验系统架构图（包含边检旅客、海关行李、卫生检疫）	13
图 4：车辆查验系统架构图	13
图 5：船舶查验系统架构图	13
图 6：智能交通产品总体架构	14
图 7：智慧机场自助系统产品总体架构	15
图 8：2016-2020Q1 年营业收入（百万元）及增速（%）	16
图 9：2016-2020Q1 年归母净利润（百万元）及增速（%）	16
图 10：公司各应用场景收入（百万元）及占比（%）	16
图 11：公司各应用场景毛利（百万元）及占比（%）	16
图 12：公司各应用场景毛利率变化	17
图 13：公司各产品类型收入（百万元）及占比（%）	17
图 14：公司各产品类型毛利（百万元）及占比（%）	17
图 15：公司各产品类型毛利率变化	18
图 16：一般项目进度	19
图 17：公司营业总收入与上年年末期末合同金额对比（亿元）	20
图 18：公司应收账款金额（亿）、应收/营收比重（%）以及应收/流动资产（%）	21
图 19：2017-2019 公司应收账款账龄结构（%）	21
图 20：公司的专利覆盖人对物（个）	22
图 21：公司当前驻点城市 VS 待建驻点城市	22
图 22：17-19 年复购公司产品服务（按头部客户）	23
图 23：公司含软件升级收入（亿）占比（复购率指标）	23
图 24：公司参加第四届全国民航“互联网+”智慧机场发展高峰会	23
图 25：公司同步出席国际公共安全博览会、通关信息科技博览会	23
图 26：公司营业总收入与上年年末期末合同金额对比（亿元）	24
图 27：2006-2019 年我国出入境人次（亿人次）及同比（%）	24
图 28：1998-2019 年我国进出口金额（万亿美元）及同比（%）	24

图 29 : 我国自贸区开放历史	25
图 30 : 一般进口与跨境电商税率与价格对比 (化妆品)	25
图 31 : 我国各类口岸数量	27
图 32 : 我国民航旅客量及国际航线旅客量增速	29
图 33 : 我国与美国、日本人均乘机次数对比	29
图 34 : 口岸防疫促发监管新需求, 基于现有技术公司有望拿下大量订单	32
图 35 : 盛视科技健康信息自助申报系统	32
图 36 : 盛视科技负压隔离系统	32
图 37 : 2019 年公司与华为战略合作签约仪式	34
图 38 : 智慧机场解决方案是华为力推产品之一	34
图 39 : 2018 年各公路口岸出入境人员数量	36
图 40 : 2016 年-2018 年非特殊口岸客流年化增速 14.1%	36
图 41 : 横琴口岸出入境旅客量 (万人)	37
图 42 : 绥芬河陆路口岸出入境旅客量 (万人)	37
图 43 : 高标准政策有望带动海南快速发展, 防范风险为重中之重	39
图 44 : 当前海南 7 大口岸示意图	39
图 45 : 海南免税消费场所	41
图 46 : 机场等待退税的排队人群	43
图 47 : 韩国口岸的自助退税机	43
图 48 : 澳洲 App 退税流程	43
表 1 : 综合渗透率测算	7
表 2 : 海关、边检、检验检疫概念区别	10
表 3 : 公司业务产品一览	10
表 4 : 按公司业务板块分类下客户类型	18
表 5 : 公司前五大客户及销售金额	19
表 6 : 盛视科技期末合同数值 (万元)	20
表 7 : 2017-2019 年 TOP100 机场改扩建项目及公司中标情况	28
表 8 : 2017 年至今公司于机场获取订单概况	28
表 9 : 盛视科技过去几年在空运口岸获取的合同金额及对应机场情况汇总	29
表 10 : 2020-2025 年国内 TOP50 机场计划扩建投产情况	30
表 11 : 空运口岸新建航站楼对应的智慧口岸传统业务需求	31
表 12 : 头部机场及新建机场已将 5G 引用纳入“标配”	33
表 13 : 空运口岸存量航站楼改造对应的智慧口岸传统业务需求	34
表 14 : 空运口岸新增口岸对应的智慧口岸传统业务需求	35
表 15 : 空运口岸市场空间及公司潜在订单金额	35
表 16 : 2018 年各类口岸出入境客流、货流统计	36
表 17 : 水运+陆运口岸客检订单测算	37
表 18 : 水运+陆运货检市场需求及公司订单测算	38

表 19：海南客检需求及公司潜在订单测算	40
表 20：海南货检市场空间及公司潜在订单测算	40
表 21：公司于海南的市场空间及潜在合同测算	41
表 22：各百货企业积极申请免税牌照	42
表 23：盛视科技口岸订单测算汇总	45
表 24：盛视科技盈利预测	46
表 25：2020 年 IPO 上市的 TMT 类公司估值表（截至 2020 年 7 月 30 日）	46

1. 逻辑、测算结果、预期差和风险提示

1.1. 核心观点

公司核心竞争力：97 年至今专注于口岸系统细分赛道，以专利技术、专业化实施团队为核心竞争力（65 项专利、173 项软件著作权），依托常年在口岸进出境场景下开发软件系统的专业基础上，公司整合各类周边硬件产品，已逐步转型成为海关、边检、检疫、机场等客户提供一体化解决方案服务供应商，该商业模式下客户一旦采纳公司服务，其留存和复购率要更高，公司在口岸专业领域信息化赛道中具备明显的卡位优势。

核心逻辑：商业模式决定了公司中、长期高景气度

一、中期五年维度：三因素叠加共振

- **机场基建导致口岸项目订单大增：**2017-2019 年国内 TOP100 机场改扩建工程有 14 个，公司客户订单渗透率 57%，其中大型国际机场渗透率达到 83%；2020-2025 年 TOP50 国际机场的交付量约为 37 个，我们认为疫情结束后国际航线旅客增速仍将保持在 15%+ 的水平，机场基建交付具备刚性，而航空口岸业务又占公司营收 58%，预计从 2020 年开始迎来强势期。
- **疫情管控和 5G 带来存量口岸客户的软硬件迭代速度和采购量的增加：**疫情后时代的公共卫生系统升级，各地智慧机场概念的提出及 5G 等数字技术的成熟应用会让各口岸的软硬件升级换代进程和采购单价超越历史水平，而公司在口岸软件的独特优势，叠加其在软硬件研发集成方面的特点，会对下游海关、商检、边防、机场等客户有较强粘度，这会直接推升存量客户的更新采购市场，同时公司同华为在 19 年签订战略合作协议，双方强强联手，在智慧机场、5G 场景的合作前景具备较大想象空间。
- **海南自贸岛对公司主业和衍生业务带来的空间或超预期：**假设 2025 年之前海南自贸岛完成全岛免税封关，保守估计旅客量、货物进出口量较 19 年有一倍增长，目前的 2 个空港和 5 个海港口岸面临扩容压力，继而拉动公司主业发展；同时当地监管部门在免税商品、保税货物在物流、销售、退税各环节中，既要面临监管风险，又要体现国际旅游岛的开放舒适，所以原先系统的重构升级、自助退税设备的设计投入、面部识别和 5G 数字化科技的高强度运用很大概率会超预期，继而给公司带来大量的衍生业务；与此同时，海南自贸岛同样遵循其它自贸区可借鉴、复制的传统，一旦落地成功，很有可能会在国内其它具备市内免税店的口岸快速推广，公司在免税新业务的拓展空间很有可能超预期。

二、长期十年以上维度

上述五年维度的分析很容易让投资人认为 EPS 是中期机场交付高峰和海南 5 年行动规划的“大基建”周期驱动、系统性估值难以长期提升的观点，我们不同意这个观点的原因在于：

- **口岸的建设是刚性的：**持续开放可以说是国策，跨境电商、自贸区、放开市内免税店的一系列举动都是实锤，其次从 2019 年航空数据来看，民航国际线人数增速依然维持在 16.6% 的水平，机场的需求是刚性的，所以说 2025 年以后航空口岸建设退坡的观点并不能轻易得出；其次，伴随一带一路的推进，类似公司参与的霍尔果斯项目为例，连接中亚、东南亚的西部、西南部口岸未来的客流和人流会有充分支撑，相关城市口岸数量和规模长期来看依旧会有快速增长和基建采购，全国口岸建设对公司服务有长期需求。
- **从外包商到一体化服务商：**公司的终端用户虽然是口岸边检、海关等政府职能部门，

也有机场、港口等实业单位，但过去这类客户的合约时常会整体外包给一家中间商，这家中间商会根据自己的能力再将部分软、硬件服务外包给类似盛视这样的主体；以口岸各职能部门为例，当下监管环境日益复杂，对信息化手段要求不断提升，普通中间商难以承接整体外包，盛视这类具备整体项目承接能力的服务商优势会不断增加，大单比重长期来看会不断增加。

- **“滚存收益”增速更加显著**：伴随公司客户群体的不断增加，而行业软硬件的更迭周期通常为 5-10 年，存量客户的软硬件升级更迭需求也会匹配增长；由于软件客户的复购率较高，叠加公司承接整体订单的比重会逐步提升，长期来看，存量客户的“滚存收益”很可能超预期，2017-2019 年公司收入从 3.34 亿增至 8 亿，中有软件升级需求客户的收入从 1100 万攀升至 9000 万的水平，后者增速更为显著，这还不包括来自纯硬件升级的客户收入。

1.2. 测算结果 (详见具体章节)

- 预计 2020-2025 年市场容量约为 520 亿，公司渗透率整体为 40.0%，可获得订单约为 208 亿；2025 年公司营收达到 68.9 亿体量，约为 2019 年的 8.6 倍。

表 1：综合渗透率测算

单位 (亿)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025 合计
总体市场份额	39.8	43.6	55.3	72.4	92.5	115.2	140.8	519.8
公司订单额	8.0	10.2	15.4	25.1	36.9	51.2	68.9	207.7
总体渗透率	20.1%	23.5%	27.8%	34.6%	40.0%	44.4%	49.0%	40.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算整理

我们的测算遵循：

- 在公司重中之重的航空口岸板块，我们预测值很大程度是基于国内 TOP50 具备国际航线机场的新航站楼建设规划，而忽略其它小型机场的订单；同时我们也将公司在新航站楼口岸建设的渗透率指标设置在 54-80% 之间，而不是过去三年 83% 的实际观测值；结合疫情的影响，我们倾向于认为机场基建高峰出现在 2022-2024 年。
- 海南及全国其它口岸基于自助退税、保税区监管所衍生出的设备、软件产品有望拉动公司其它板块收入，但目前还未正式实施，我们同样不在预测模型中体现。
- 若新冠疫情在全球持续肆虐或将导致政府采购计划、公司订单执行造成一定波动，上述测算是建立在疫情会有一定反复，但不会在未来 2-3 年对实体经济持续造成影响的前提下进行。

1.3. 预期差

- **口岸的理解有偏差**：口岸的狭义定义是指口岸城市，如上海口岸；广义定义为城市内海关、边检、边防可进驻的各类关卡，原则上一个城市中各类海运、陆运、航空口岸的改造、扩容、增加都会给公司带来增量市场，而并非是一个城市被整体升级为口岸城市的概念。
- **交运和计算机分析师的注重点差异**：盛视科技属专业信息化赛道，通常由计算机分析师覆盖，计算机分析师对软件特点、5G 应用、硬件属性的理解明显强于交运分析师；交运则更加注重各类口岸的基建规划以及对公司增量市场的贡献，因此本篇报告花费 20 页篇幅来论证市场容量。

- **海南自贸岛预期差**：首先，海南自贸岛规划背后有宏大的战略背景，若以 2025 年全岛免税为终极目标，那报告中 2020-2025 年旅客流量增长一倍的假设基础是偏保守的，继而影响本篇报告的容量测算；其次，海南自贸岛的消费场景是当下行业关注的重点，自助退税在海外免税场所已较为普遍，因公司当下无任何类似产品，因此并没有纳入到我们的假设收入中，虽然我们相信该业务完全在公司的技术范围内。
- **存量客户的滚存收益**：上文已有描述。

1.4. 风险提示

疫情导致政府招投标及口岸建设进程低于预期、5G 推进低于预期、地缘政治等不可控因素、公司获取订单不及预期

2. 长久专注：口岸信息化赛道：对手难以企及

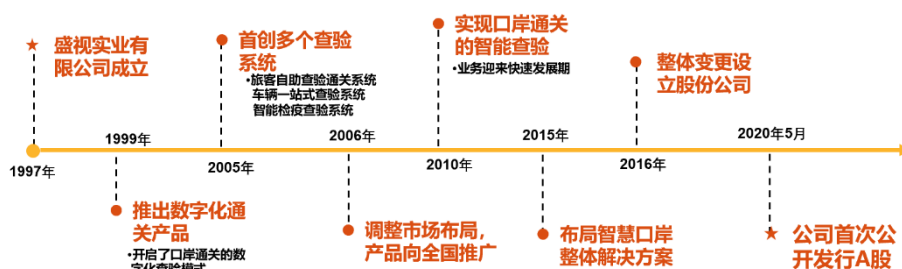
盛视科技是一家综合运用人工智能、大数据、物联网等新一代信息技术，为各类口岸提供**智慧口岸查验系统整体解决方案及其智能产品**的国家高新技术企业。公司立足口岸市场，研发和推广了**旅客自助查验系统、车辆一站式查验系统、智能检疫查验系统**等众多自主产品及系统，开启和实现了口岸通关的数字化智能查验和通关效率的提升，其**核心竞争力是基于常年专注于细分赛道，以专利技术、专业化实施团队为核心竞争力（65 项专利、173 项软件著作权）**，依托常年在口岸进出境场景下开发软件系统的专业基础上，**公司整合各类周边硬件产品，已逐步转型成为海关、边检、检疫、机场等客户提供一体化解决方案服务供应商，该商业模式下客户一旦采纳公司服务，其留存和复购率要更高，公司在口岸专业领域信息化赛道中具备明显的优势。**

2.1. 源于深圳特区，植根口岸一体化解决方案

公司前身为盛视实业有限公司，成立于 1997 年 1 月，最初从事的是深圳特区二线边防管理，原因是香港回归后两地交流日益频繁，为了缓冲一线边防压力而政府增设了二线管理，但随着车辆人员流动数量急剧上升，一线管理中传统的人工方式愈加无法适应，公司在当时基于二线的管理理念恰好推出数字化口岸通关系统，也因此而正式进入口岸系统开发行业，得益于常年深耕口岸信息化的建设，近年来公司不断结合人工智能、大数据等新兴技术，已逐步转变为提供智慧口岸查验系统的整体方案供应商，2020 年 5 月盛视科技完成首次公开发行 A 股成功上市。

- **公司 97 年在深圳从事二线边防管理，历经中国改革开放以来成立深圳特区-设置深圳二线关-加入 WTO-成立自贸区-粤港澳一体化的整个时代变迁，对于中国口岸体系的管理变化和监管要求原则上烂熟于心；也经历了口岸监管从纸质监管-电子化-当前智慧化的整个技术革新的过程，这段历史对于我们理解公司的专业化，及产品、服务为何有如此高的渗透率有非常重要的意义。**

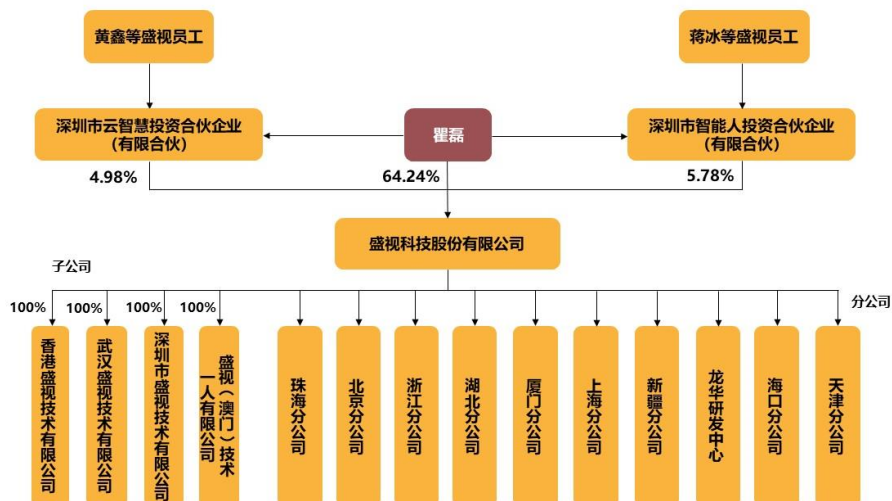
图 1：盛视科技发展时间轴



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

截止至 2020 年 5 月 25 日上市首日，控股股东和实际控制人翟磊合计持有公司 67.26% 的股份，其中直接持有公司 64.24% 的股份，通过深圳市云智慧投资合伙企业及深圳市智能人投资合伙企业分别间接持有公司 2.59% 和 0.43% 的股份，其中云智慧和智能人是公司的员工持股平台；锁定期都是 3 年，股权架构较为清晰。

图 2：盛视科技股权结构图（截止 2020 年 5 月 25 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 业务遍布全国，专利护城河较高

公司主要服务口岸边检及海关检验（含检验检疫），为其提供系统解决方案设备的研发设计、产品销售以及后期的系统维护等。使用场景以口岸内的海关、检验检疫、边防检查为主，近年来又将业务使用场景扩展到智能交通等领域。口岸是国家对外开放的门户，开放口岸按照运输方式一般可分为水路（海港、河港）运输口岸、航空运输口岸、陆路（铁路、公路）运输口岸等。口岸一般设有海关、出入境检验检疫、出入境边防检查以及海事等查验监管机构。当前公司业务已经拓展至全国 300 多个口岸。

- 1) 中国海关：我国出入境口岸的联检执法单位之一。
- 2) 中国检验检疫：我国出入境口岸的联检执法单位之一。（2018 年两会通过国务院机构改革方案，检验检疫隶属关系从国家质量监督及检验检疫总局转为海关总署。）
- 3) 中国边防检查：我国出入境口岸的联检执法单位之一。

表 2：海关、边检、检验检疫概念区别

	隶属部门	性质	职能
中国海关	海关总署	执行关税和缉私任务的机关	通过征收关税防止外国/地区产品在华倾销，保护本土企业的竞争力
中国检验检疫	海关总署 (原隶属于国家检验检疫与质量监督总局)	出入境检验检疫机构	防止威胁公共卫生安全的 流行性疾病 (如之前寨卡疫情、甲流疫情)、严重危害性疾病(如精神类疾病)入境；阻断危害我国 农业安全、生态安全 的病虫害、灾情输入国内
中国边防检查	国家移民管理局(由公安部管理)	移民执法部门	负责检查 出入境人员 的旅行证件(如护照+签证)、交通工具、行李物品等，确保将可能危害我国国家安全、公共安全以及不受欢迎的人士及物品阻挡于国门外；防止在我国违法违规的犯罪嫌疑人通过口岸外逃；同时，也肩负侦察、打击与偷渡有关的犯罪

资料来源：国务院，中华人民共和国海关总署，国家移民管理局，天风证券研究所

公司拥有丰富完善的软硬件产品线，其主营业务包括为陆路、水运、航空等口岸边检及海关检验(含检验检疫)，提供系统解决方案设备的研发设计、产品销售以及后期的系统维护等服务，并将业务拓展至智能交通、智慧机场等领域，产品版图包含：

表 3：公司业务产品一览

一级分类	二级分类	三级分类	代表性产品图示
		边检旅客查验系统	
	智能边检边防查验系统	边检车辆查验系统 (包含于一站式车辆查验系统)	
智慧口岸查验系统		海港综合查验解决方案	
		海关旅客行李物品查验系统	
	智慧海关查验系统	海关车辆查验系统 (包含于一站式车辆查验系统)	

海港综合查验解决方案



海关旅客卫生检疫查验



智慧海关 (原检验检疫) 查验系统

检疫车辆查验系统
(包含于一站式车辆查验系统)



海港综合查验解决方案



AI 摄像机



智能管理/分析/预警终端



AI 前端智能产品

便携/手持/移动/固定式多功能测速仪



智能交通

占用公交/应急专用车道抓拍机



智能交通综合管控平台



后端平台应用产品

视频结构化分析平台



车辆大数据应用平台



预安检通道/旅客自助安检查验系统/智能安
检查验台



自助登记通道/双向自助登记通道/中转通道



前端设备

爆炸物检查通道



智慧机场
自助系统

自助值机



自助行李托运系统



辅助设备

多功能机器人/行李机器人



后台管理

人体互动分析系统



自助安检通道平台软件



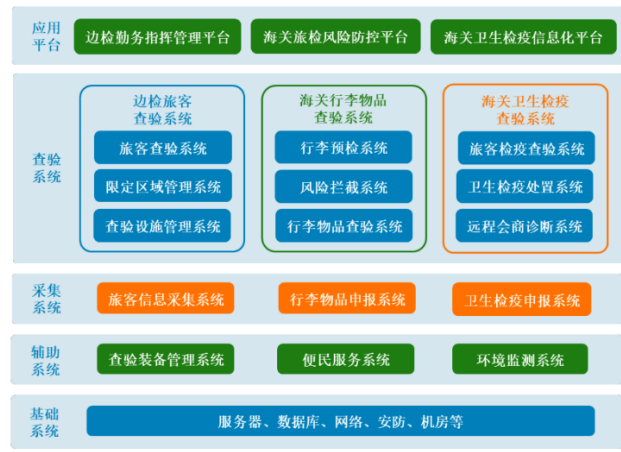
其他 其他智慧系统领域 -

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.1. 智慧口岸查验系统

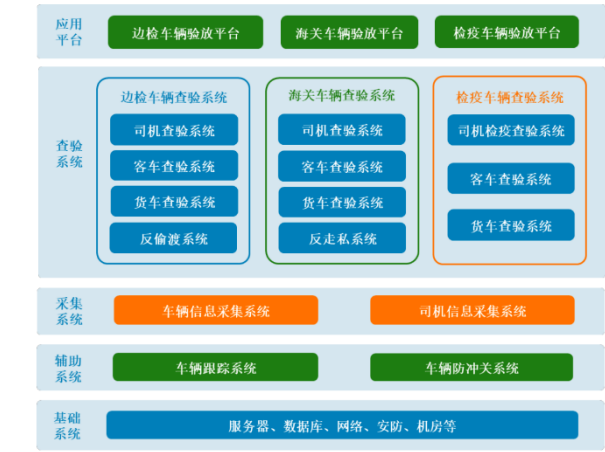
公司的智慧口岸查验系统是传统口岸向智慧口岸升级的关键应用系统，包括智能边检边防查验系统、智慧海关查验系统、智慧海关（原检验检疫）查验系统等产品及服务。应用场景对应出入境口岸的三个联检执法部门：边检、海关、检验检疫；产品覆盖信息采集、自助查验、身份核验等全流程的人员、交通运输工具（车辆和船舶）、货物等查验。

图 3：旅客查验系统架构图（包含边检旅客、海关行李、卫生检疫）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：车辆查验系统架构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：船舶查验系统架构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.2. 智能交通系统

公司依托自身技术积累，在公安、交通、学校、景区、园区等场景推出了专业的细分产品和解决方案，重点应用在车辆违法取证、智能识别抓拍、实时预警反馈、立体布空稽查、智能交通管理、车辆大数据分析等业务，包括 AI 前端智能产品以及后端平台应用产品。

图 6：智能交通产品总体架构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.3. 智慧机场自助系统

基于在智慧口岸业务方面的优势及与机场的合作经验，公司开发了智慧机场产品业务。智慧机场自主系统包括自助值机、自助托运、自助安检、自助登机、违禁品分析、服务机器人等无人化、全流程的系统。

图 7：智慧机场自助系统产品总体架构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.4. 其他

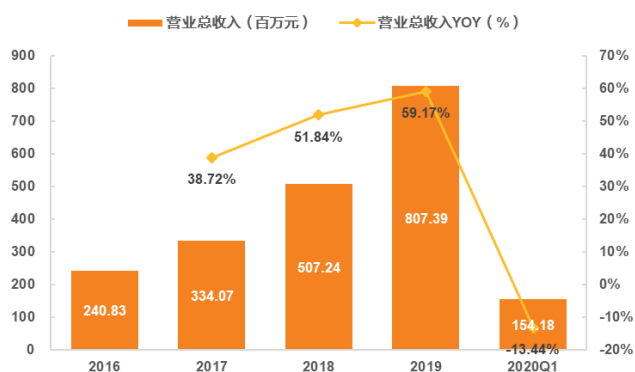
基于多年的技术基础和智慧口岸、智能交通领域积累的经验，公司产品还应用于其他智慧系统领域。主要模式是通过采集庞大数据以提供分析和判断，满足业务数据激增和大规模扩展的需求，具有行业普适性。

2.3. 口岸系统贡献主要收入与利润

公司近年营业收入和盈利水平持续增长。2016-19年公司营业收入分别为2.41亿、3.34亿、5.07亿和8.07亿元，年化复合增长率为49.67%，2019年增长加速至59.17%。**利润方面**，2016-19年公司分别实现归母净利润0.47亿、0.71亿、1.42亿和2.13亿元，净利润增速高于收入，2017-2019年分别为52.3%、98.5%与50.3%。2020年Q1，实现营收1.54亿元，同比下降13.4%；归母净利润0.43亿元，同比下降13.74%，受新冠疫情影响，公司一季度

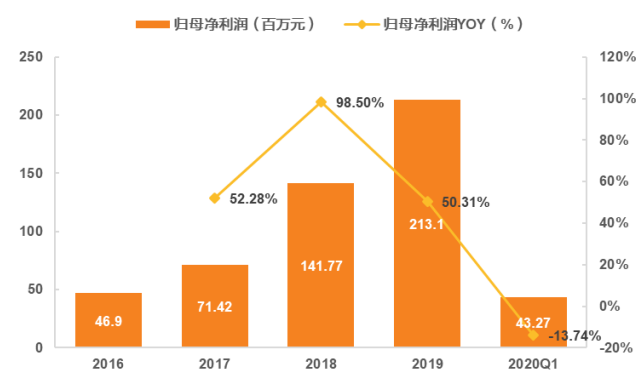
的生产、采购以及项目实施进度受到一定程度的影响，部分项目完工和验收延期，最终导致业绩波动下降。

图 8：2016-2020Q1 年营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2016-2020Q1 年归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司业务收入可以从两个角度进行分拆：

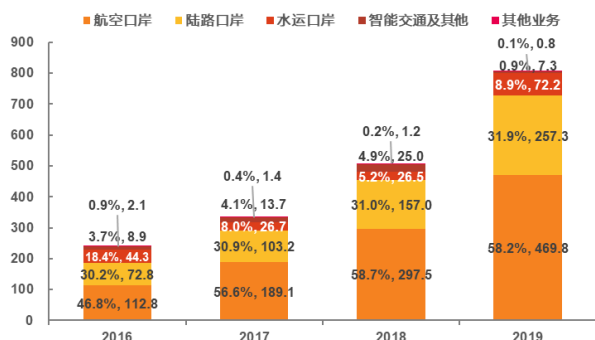
一是根据应用场景细分，公司收入可分为智慧口岸、智能交通业务及其他、其他业务三大类，而智慧口岸收入又可根据航空、陆路、水路三大口岸类型进行分拆。

➤ **智慧口岸查验业务是公司业务收入的基本盘。**从收入结构来看，2016-19 年公司总营业收入比重维持在 95%左右，期间智慧口岸查验业务收入由 2.30 亿增长至 7.99 亿元，复合增长率达 51.45%。

2019 年航空口岸业务收入 4.70 亿元，陆路口岸业务收入 2.57 亿元，相比航空口岸、陆路口岸，由于我国水运口岸出入境人员规模较小，公司在水运口岸领域的业务拓展力度较小，公司水运口岸收入占比不高。公司主要毛利也均来源于智慧口岸查验业务，2019 年航空口岸业务、陆路口岸业务和水运口岸业务毛利率分别为 47.4%、46.9% 和 53.0%。

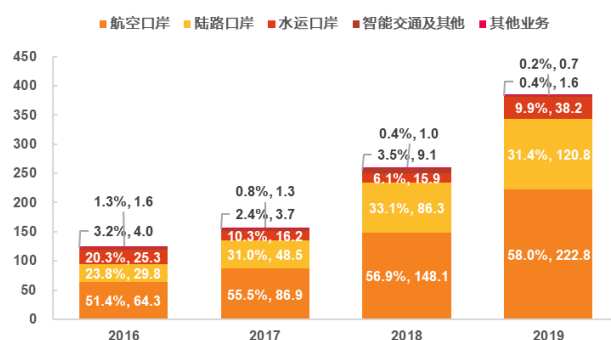
➤ **公司智能交通业务及其他起步较晚。**2016-19 年智能交通业务及其他收入占比分别为 3.69%、4.10%、4.93%和 0.91%；毛利额占比相应较低；毛利率维持在 20%以上。

图 10：公司各应用场景收入（百万元）及占比（%）



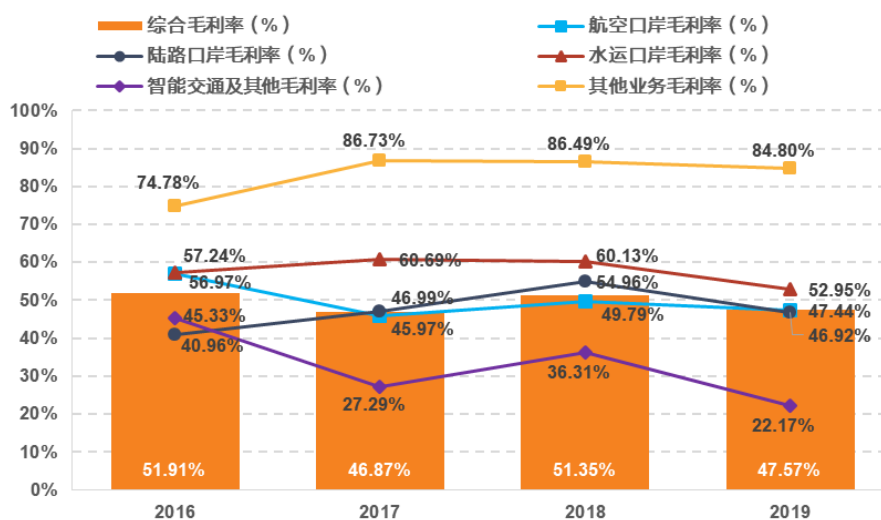
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司各应用场景毛利（百万元）及占比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司各应用场景毛利率变化

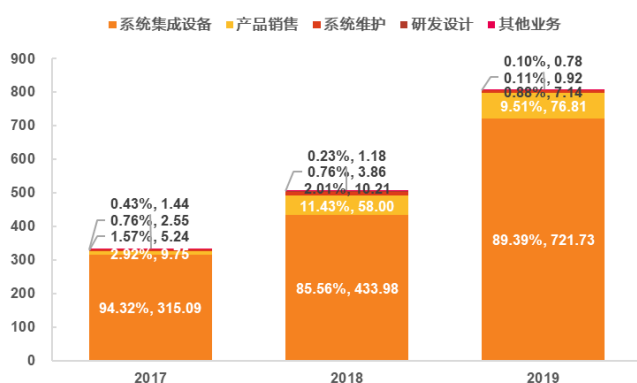


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

其次，公司收入还可根据产品类型细分，公司收入可分为系统集成设备、产品销售、系统维护、研发设计和其他业务五个收入来源。

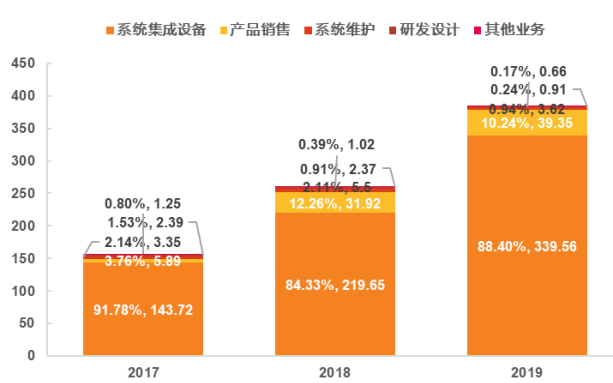
- **系统集成设备是公司主要的业务收入来源。**从收入结构来看，2017-2019 年占营业收入比例分别为 94.32%、85.56%和 89.39%，占比较高。公司主要毛利也均来源于系统集成设备，系统集成设备毛利率维持在 47%左右，硬件产品毛利率低于其他类型产品。2019 年实现快速增长，系统集成设备收入增速达到 66.30%。
- **产品销售收入在 2018 年实现跳跃式发展。**从收入结构来看，产品销售是公司第二大产品收入源，2017-2019 年占营业收入比例分别为 2.92%、11.43%和 9.51%。毛利额占比在 2018 和 19 年也相应提升，占比为 10%左右；2019 年产品销售毛利率为 51.22%。
- **系统维护、研发设计及其他业务收入占比较小，2019 年总体占比为 10.9%。**

图 13：公司各产品类型收入（百万元）及占比（%）



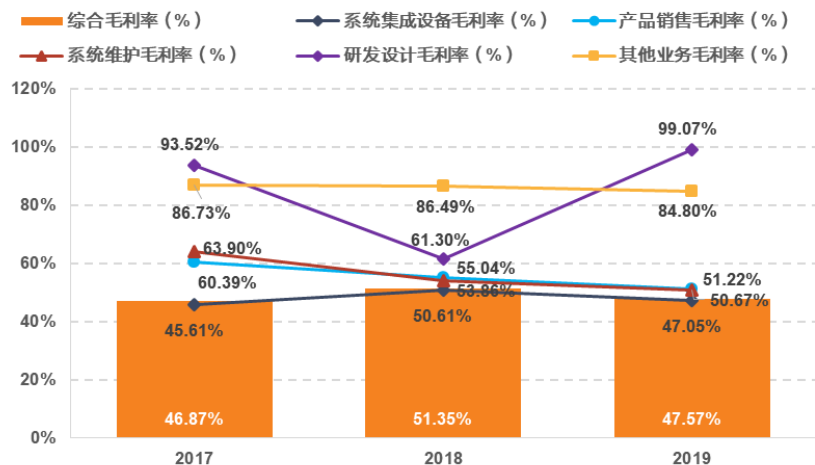
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司各产品类型毛利（百万元）及占比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司各产品类型毛利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 核心竞争力：获取订单能力及整体解决方案

2.4.1. 客户结构优质，不断深化渗透

公司客户结构逐步优化，资质和品牌壁垒日渐形成。公司下游客户主要由口岸主管部门、边检、海关、机场集团、国有企业、公安部门、交通管理部门、道路规划和建设管理部门等构成。

表 4：按公司业务板块分类下客户类型

板块类型	客户类别
智慧口岸	口岸办、边检、海关、主管部门、职能部门、机场集团、港口公司、政府投资平台等
智慧交通	公安部门、交通管理部门、职能部门、政府投资平台

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

从客户类型来看，政府部门及国有企业具备优质客户资源的属性，信誉度高。同时，出于对产品安全性及可靠性的考虑，客户对投标企业的审核门槛较高，倾向于选择兼具资质、口碑和品牌影响力的企业。一旦信任建立，存量客户资源容易形成黏性。

公司近年前五大客户贡献营收占比呈下降态势，从 2017 年 48% 降至 2019 年 39%，但公司整体营收收入维持 50% 的年复合增长率。一方面，说明公司的客户结构在不断优化，不单只依赖于核心客户。另一方面，公司业务逐渐向更广阔的市场渗透。公司产品主要为传统产品的智慧升级产品，当前公司已经将智慧产品拓展至全国 300 多个口岸，产品覆盖边检、海关等出入境旅客、货物及交通工具的查验。各口岸均逐步购买了公司的部分智慧产品，其智慧化还有较大增长空间（截至 2018 年底全国共有 306 个口岸）。

表 5：公司前五大客户及销售金额

时间	序号	客户名称	客户性质/实施地点	收入金额 (万元)	占营业收入比重
2019	1	霍尔果斯经济开发区管理委员会口岸管理局	口岸主管部门	10899.45	13.50%
	2	广西机场管理集团有限责任公司	机场	6099.24	7.55%
	3	宁波机场与物流园区投资发展有限公司	机场	6038.97	7.48%
	4	中华人民共和国北京出入境边防检查总站	机场	5097.11	6.31%
	5	武汉天河机场有限责任公司	机场	3063.57	3.79%
	合计			31198.34	38.63%
2018	1	广州白云国际机场股份有限公司	机场	8635.49	17.02%
	2	北京中航弱电系统工程有限公司	重庆江北国际机场/芒市机场总包商， 应用于机场、边检	2963.22	5.83%
	3	珠海格力港珠澳大桥珠海口岸建设管理有限公司	港珠澳大桥珠海公路口岸建设项目投资方， 应用于口岸	2574.90	5.07%
	4	中华人民共和国上海出入境边防检查总站	边检，浦东机场、虹桥机场	2569.30	5.07%
	5	盐城南洋机场有限责任公司	机场	2432.64	4.80%
	合计			19175.55	37.79%
2017	1	武汉天河机场有限责任公司	机场	8547.01	25.58%
	2	广西柳州市建设投资开发有限责任公司	政府投资平台，用于机场	2042.34	6.11%
	3	绥芬河市口岸管理委员会	口岸主管部门	2033.75	6.09%
	4	日照机场建设投资有限公司	机场	1726.90	5.17%
	5	中华人民共和国深圳海关	海关	1554.05	4.65%
	合计			15904.05	47.60%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4.2. 订单建设周期短，获取合同能力强

在智慧口岸、智能交通领域由于下游客户一般是政府机关单位或国有企业，行业企业主要通过公开招投标的方式开展业务，获取订单。

面向政府机关和事业单位的业务存在着一定的季节性特征。我国政府机关和事业单位通常采取预算管理和产品集中采购制度，一般为：下半年制订次年年度预算和投资计划，并通过次年第一季度的人民代表大会批准预算，次年二季度以后进行采购，次年年中或次年下半年完成合同执行，次年年底为项目验收集中期。因此，该类业务的收入通常以下半年为主，行业呈现一定的季节性特征。

图 16：一般项目进度

事项	制定次年年度预算和投资计划	人大批准预算	进行采购	完成合同执行	项目验收集中期
时间	下半年	次年 一季度	次年 二季度 及以后	次年 年中 或下半年	次年 年底

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

以上业务流程反应到业务操作上，意味着公司主要收入——系统集成项目，其开工建设到项目完成在半年内完工，一般不会超过一年，只有在基础条件首先、需求变化等突发状况下，项目周期才会超过一年。而从**会计政策**上，公司系统集成业务将于项目安装调试完毕且客户验收后确认收入。

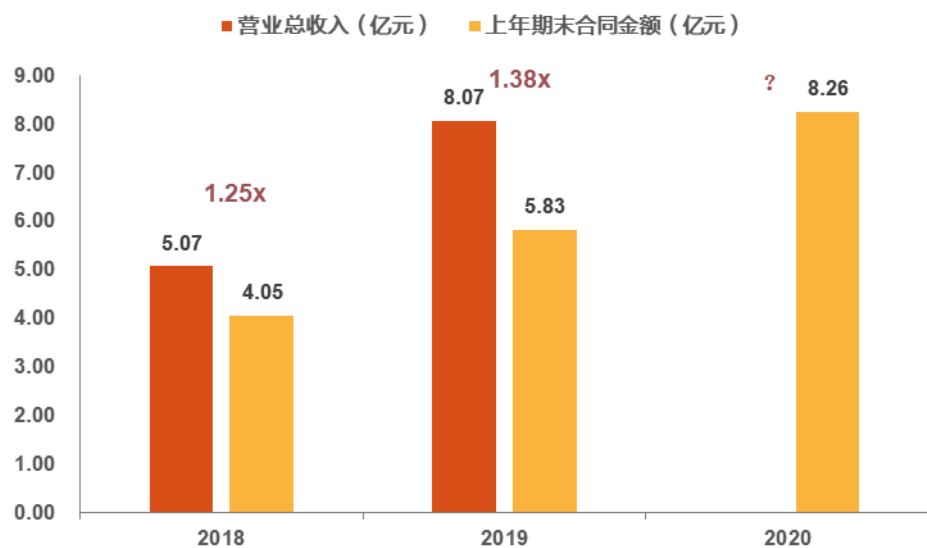
因此我们可以看到，公司过去披露的期末合同金额往往是次年收入趋势的先导指标，上年期末的合同在次年大概率完成，叠加次年所完成的当年合同，公司收入会对应上年合同有所放大。公司过去获取订单能力较强，按照公司 2019 年年末合同金额 8.26 亿元，考虑 2020 年新增订单，预计 2020 年公司收入将获得较高增长。

表 6：盛视科技期末合同数值（万元）

期间（万元）	期初合同金额 (A)	本期新增合同金额 (B)	本期完成合同金额 (C)	期末合同金额 (=A+B-C)
2017 年度	27859.61	50938.55	38185.17	40528.68
2018 年度	40528.68	76888.20	59051.76	58323.17
2019 年度	58323.17	116289.41	92001.31	82607.03

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：公司营业总收入与上年年末合同金额对比（亿元）

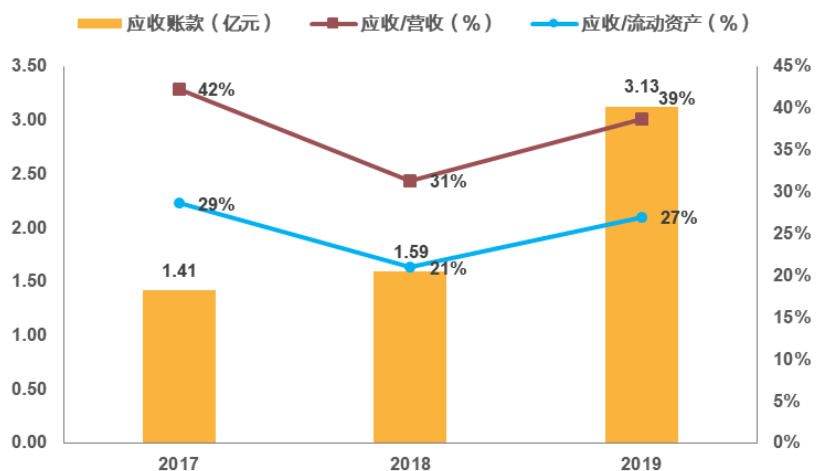


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4.3. 政府客户导致应收略高

公司面向客户主要为口岸、边检与机场等，以上特点决定了公司在过去应收账款占比较高。我们回顾 2017-2019 年历史，公司的应收账款金额随着订单量与收入正向增长，分别为 1.41、1.59 与 3.13 亿，考虑应收账款占营收总比重，过去三年分别为 42%、31%与 39%，稳中有降；应收账款/流动资产的比重趋势也与此类似，截止 2019 年，公司应收/流动资产的比例为 27%。

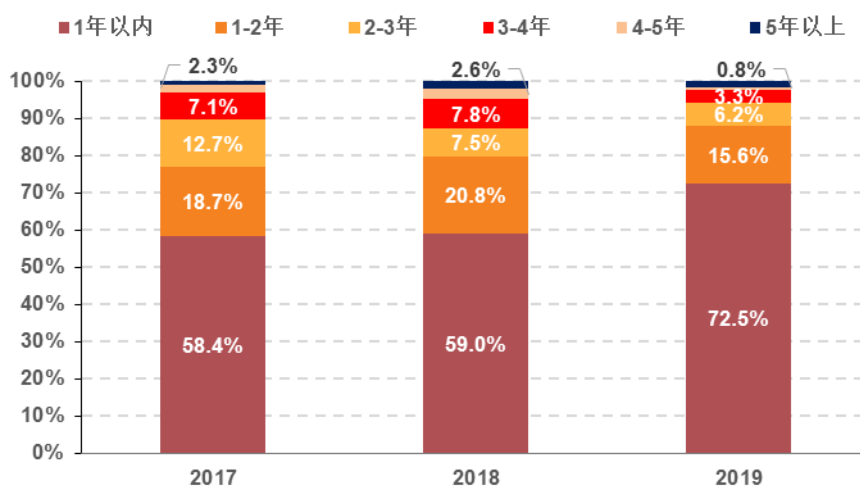
图 18：公司应收账款金额（亿）、应收/营收比重（%）以及应收/流动资产（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

尽管公司有较多应收账款，但观察其账龄，整体较为健康，账龄主要集中在 2 年以内，2017-2019 期限 2 年以内的应收账款占应收账款总额的比例分别为 77.08%、79.86%和 88.12%，短期应收账款的占比较高，且趋势上，2 年内的占比逐步提升。

图 19：2017-2019 公司应收账款账龄结构（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4.4. 系统集成能力与整体解决方案，加强订单获取能力

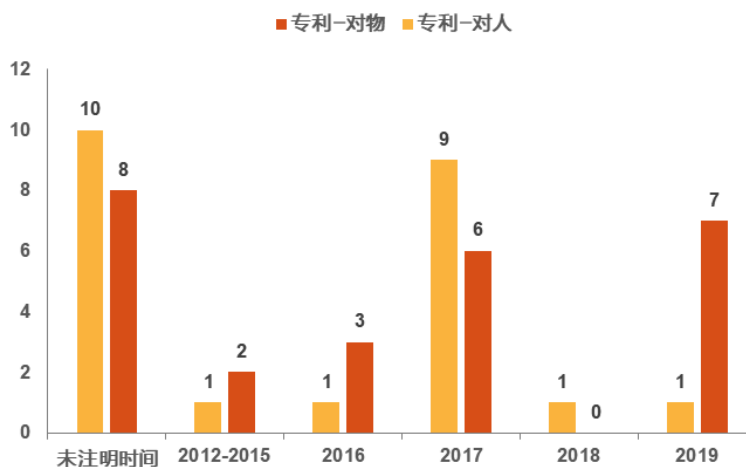
考察下游客户需求，智慧口岸需要的是对多种应用场景的查验能力，涉及旅客、交通运输工具、货物、邮件等，且是全流程查验，因此需要多类硬件以及软硬件之间的精准协同。公司在智慧口岸行业深耕二十余年，对客户的需求理解程度较深，可以快速响应以上多种需求，并且实现全生命周期服务。

以公司的专利为例，我们整理了过去数年公司所申请的专利，并按照“对旅客”与“对货物”这 2 种场景进行区分。可以看到：

- 1) 公司在这两个领域均拥有多品类的专利，能力较为均衡，不存在短板；
- 2) 从偏好来看，公司过去在对旅客应用场景上获得了较多专利，近年加速补齐对货物的场景专利。

公司在软硬件整体解决方案上具有优势，展望未来，5G 底层技术的应用可能带来全行业的应用技术革新，但我们认为，以公司的技术基础、行业理解，未来口岸管理若出现新的场景，公司将会迅速适应，订单获取能力将会进一步强化。

图 20：公司的专利覆盖人对物（个）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

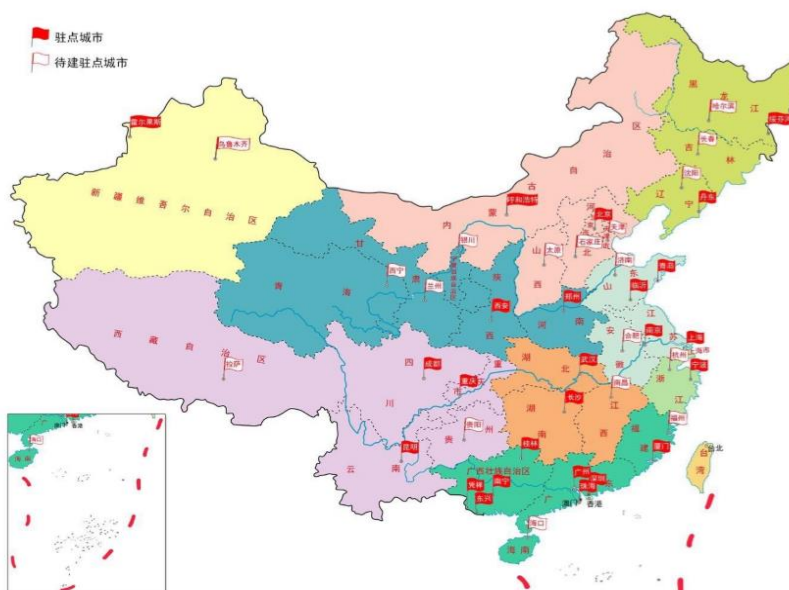
2.5. 商业模式小结：先发与专业带来高粘性，订单对业绩具前瞻指引

2.5.1. 先发优势+专业市场，客户粘性较强

2.5.1.1. 占据区域先发优势，复购率强

公司的下游客户，如口岸、边检、机场、港口等，具有分区域分布、各自采购的特点，因此也要求公司具有辐射全国的能力。当前在营销上，公司以深圳总部、武汉区域中心为依托，在当前的重点区域如西北、东北、华北、华东、西南、华南等设立区域中心，子公司包括香港、武汉、深圳与澳门，并在珠海、北京、浙江、湖北、厦门、上海、新疆、海口、天津分公司，已占据了我国对外交流的客货运通道的先发优势。

图 21：公司当前驻点城市 vs 待建驻点城市



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

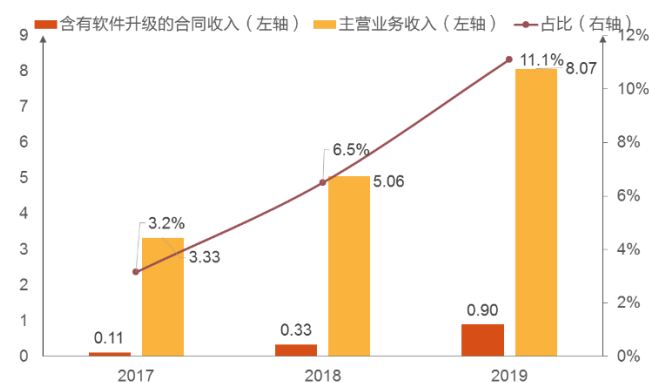
我们认为这样的先发优势易在后期阶段带来强大的复购效应：公司当前已在大量重点区域具有先发优势，并且深耕行业多年，对用户需求的理解较为深刻，用户对于系统一旦形成惯性，在软硬件升级更换时，用户所需要付出的转移成本较高，因此用户粘性较强，后期设备软件更换时的复购率更高。当前智慧口岸系统的历史数据有限，但我们参考历史头部客户数据，武汉、横琴口岸均出现复购，此外 2017-2019 年公司每年客户含软件升级服务的采购额占总收入的比重从原先的 3.2% 攀升至 11%。

图 22：17-19 年复购公司产品服务（按头部客户）

地区	时间	客户名称	合同名称	产品类别	收入金额 (万元)
武汉	2019	武汉天河机场有限责任公司	武汉天河 3 期扩建等共计 6 个项目	航空口岸查验系统	3063.58
	2017	武汉天河机场有限责任公司	武汉天河机场三期扩建工程 T3 航站楼联检设施供货和安装项目	航空口岸查验系统	8547.01
横琴	2019	中国建筑第二工程局有限公司	横琴口岸及综合交通枢纽开发工程项目口岸临时周转设施一站式关检设备供应合同	航空口岸查验系统	1830.3
	2017	中华人民共和国珠海出入境边防检查总站	横琴口岸等 9 个项目	陆运、水运查验系统等	778.46

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 23：公司含软件升级收入（亿）占比（复购率指标）

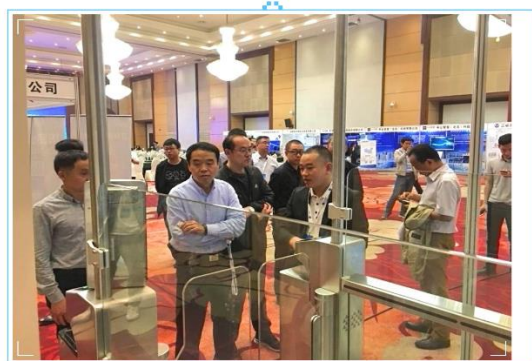


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5.1.2. 专业性市场具有“隐形壁垒”

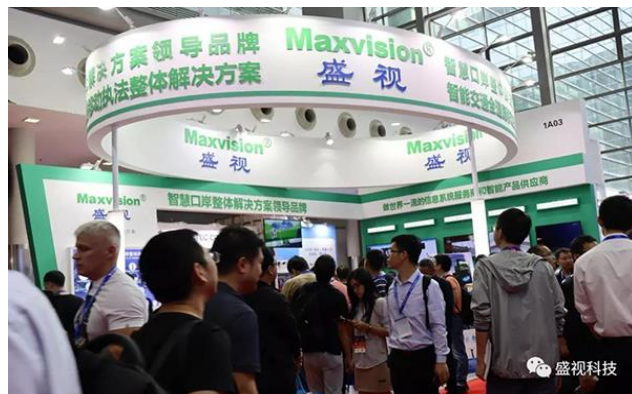
营销方式方面，公司主要通过现场展示会、高峰论坛、博览会、行业展会等以及在专业媒体、杂志上投放广告宣传公司产品等途径，以上各类活动和宣传口径，面向的大多为业内专业人士，且参与者目的性一般较为明确。我们对这类营销方式的理解是：盛视科技所对应的细分市场，是一个专业性较强的市场，导致外部竞争者容易忽略，因此出现“隐形壁垒”。

图 24：公司参加第四届全国民航“互联网+”智慧机场发展高峰论坛



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 25：公司同步出席国际公共安全博览会、通关信息科技博览会

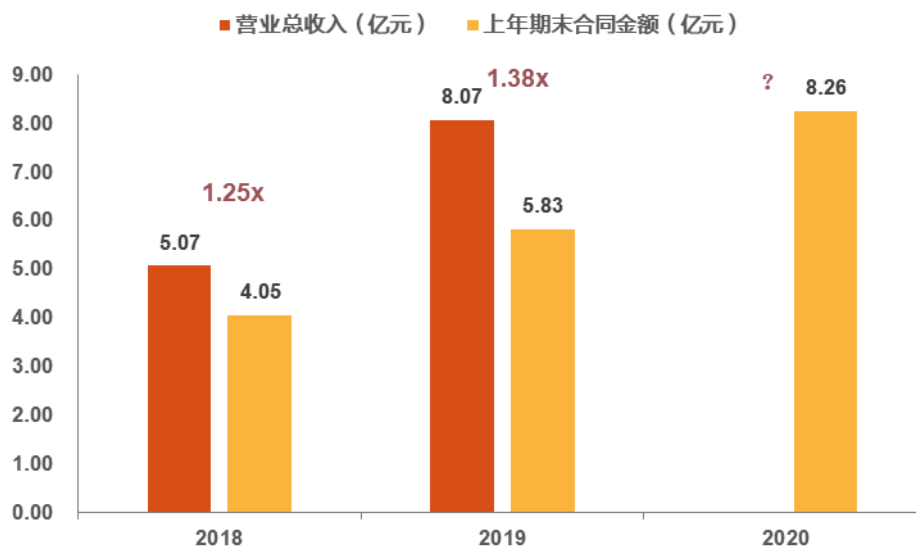


资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.5.2. 订单具有收入指引作用

历史上看，由于项目执行周期短于一年，公司每年的新增合同金额对于次年收入具有较强的指导意义，因此我们认为从研究角度，可以对公司的直客订单（如机场、边检、口岸主管部门等，直客订单不包含总包商）做到相对可视化的有效跟踪，以获得对未来一段时间收入预测的指导。

图 26：公司营业总收入与上年年末合同金额对比（亿元）

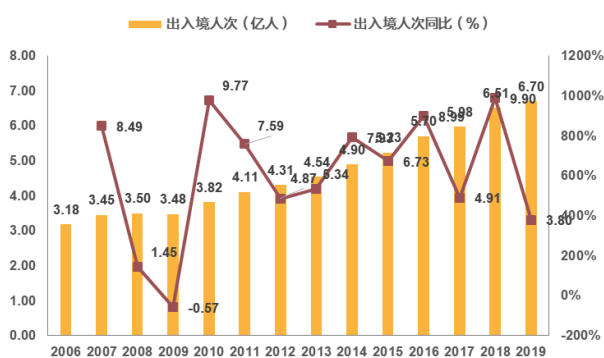


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 行业趋势：开放是永恒主题，催生景气度

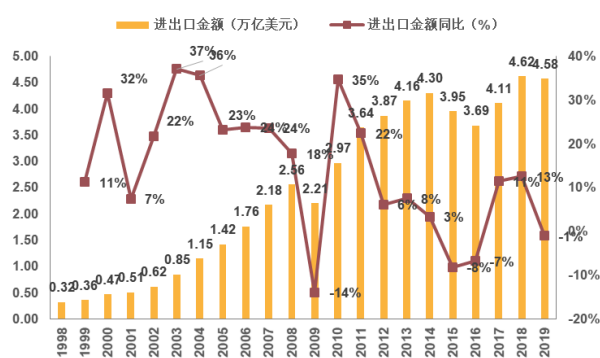
回顾过去四十年历史，开放是永恒主题，中国经济早已融入全球产业链，不论是旅客、货物等诸多方面，都在过去体现出快速增长，旅客运输方面，出入境人次由 2006 年的 3.18 亿人次翻番至 2019 年的 6.7 亿人次；货物方面，2019 年的进出口金额更是中国加入 WTO 前的 10 倍以上，在此期间自贸区、跨境电商口岸、市内免税店等各项深化开放举措相继推出。

图 27：2006-2019 年我国出入境人次（亿人次）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

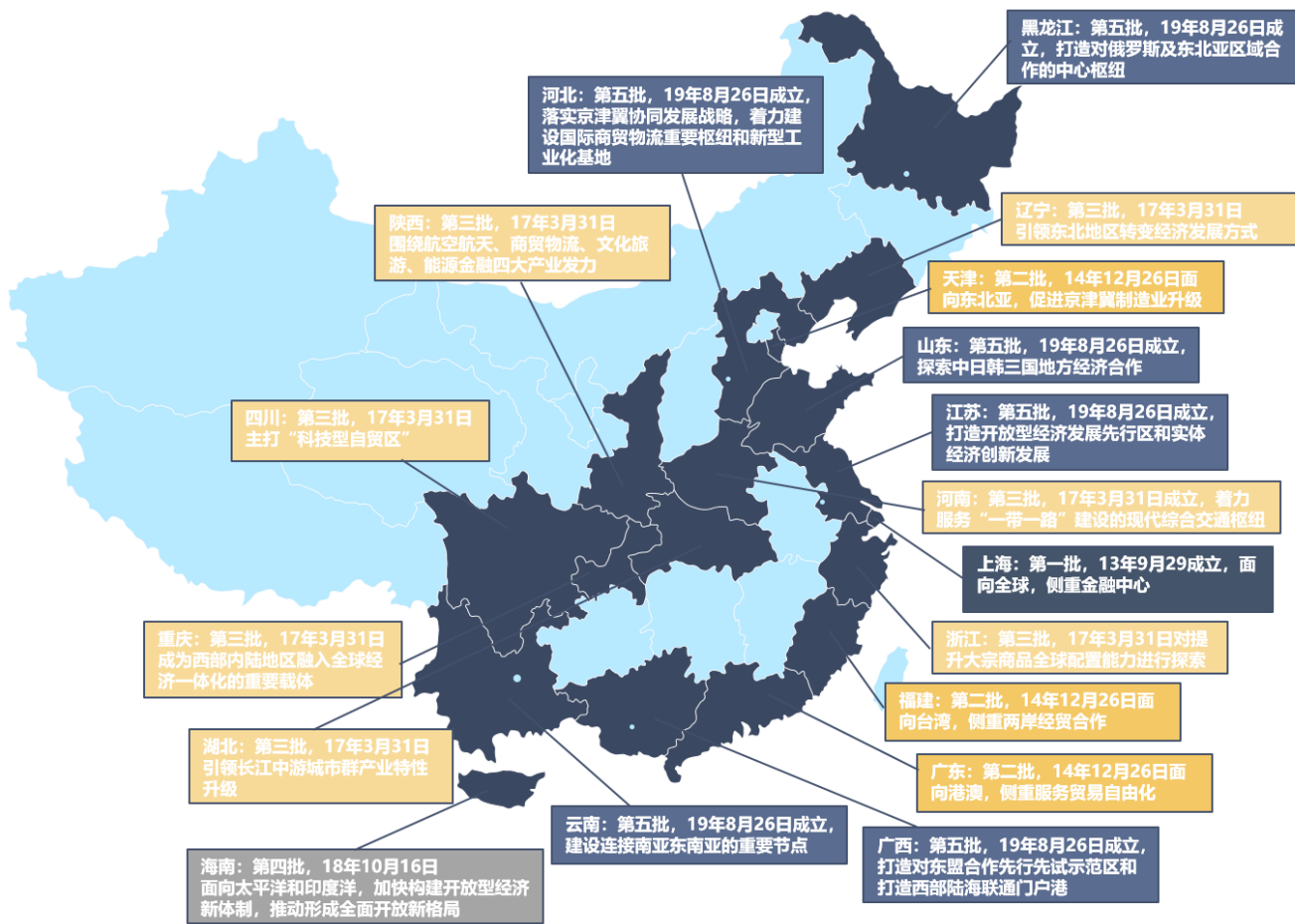
图 28：1998-2019 年我国进出口金额（万亿美元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

- **自贸区**：自 2013 年以来的 7 年时间内，我国已成立 18 个自贸区。

图 29：我国自贸区开放历史



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

- 跨境电商试验区**：2015 年以来，我国已成立 105 个跨境电商试验区，覆盖超过 30 个省市；2019 年，跨境电商零售出口总额同比增长 60%，今年前 5 个月，我国服务进出口总额 18686 亿元，同比下降 14.6%，跨境电商零售出口逆势增长，同比增长 12%。

图 30：一般进口与跨境电商税率与价格对比（化妆品）



资料来源：中国政府网、凤凰财经、新浪财经，天风证券研究所

2018 年以来美国为首的西方国家不惜重设贸易壁垒，试图从贸易、技术上限制中国发展，疫情后阶段上述趋势愈演愈烈，面临复杂的国际局势，5 月中央政治局常委会议首次提出构建国内国际双循环相互促进的新发展格局，具体指出：

- **外循环方面**：自贸试验区、自由贸易港、重点开发开放试验区、内陆开放型经济试验区、保税区等既是我国对外开放的重要载体，也是构建双循环格局的重要平台。
- **内循环方面**：布局若干超级工程，例如陆海通道、“一带一路”国际通道与走廊、生态走廊、前沿科技基础设施等。

上述“双循环”的顶层构架直接利好公司口岸业务，首先建立在中国持续扩大开放的“外循环”基础下，人流、物流会维持稳定增长，同时跨境口岸、自贸区、海南自贸岛、室内免税店试点以及一带一路（西部丝绸之路）等具体战术安排会让口岸的监管升级和迭代远超过往；另一方面，伴随流量和监管场景的复杂化，以机场为代表的口岸建设会掀起一轮基建高峰，这也契合了“内循环”的逻辑。

4. 公司涉及中国口岸业务的空间测算（除海南）

4.1. 模拟测算：口岸基建掀起公司新一轮加速扩张

2019 年公司航空、陆运、水运口岸占收入比重分别为 58.2%、31.9%和 8.9%，毛利占比则分别为 58%、31.4%和 9.9%；同时三块业务的毛利率水平介于 46-53%之间，我们通过口岸基建周期以及行业渗透率水平去进行测算，能较为精确模拟出公司的经营前景。（注：海南顶层规划非常宏伟，相关口岸及衍生监管场所拉动的潜在业务体量将会在下一章进行单独测算）。

具体分析，公司未来口岸业务的拉动主要基于以下几个因素：

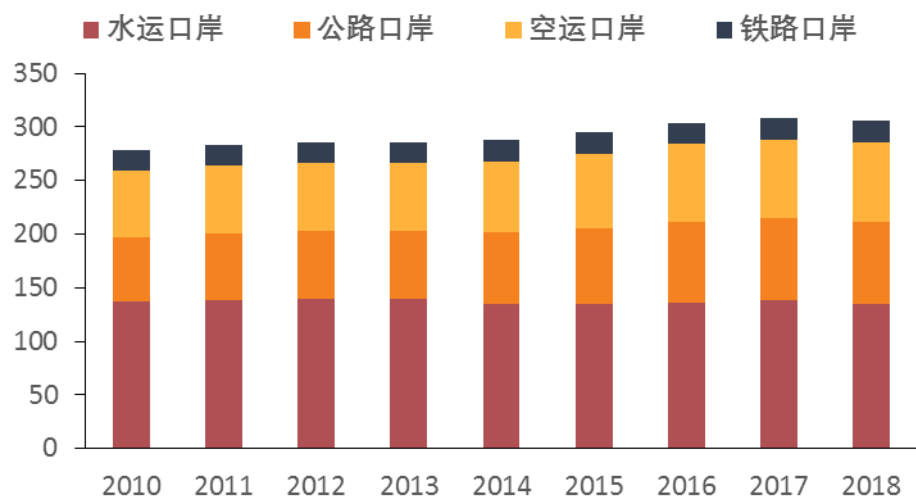
- **存量口岸的改、扩建**：进出境物资及人员的自然增长和最新技术、硬件的应用，趋势上而言，同一机场未来在单位客、货流量所依赖的基建投资额指标是逐年提升的。
- **存量口岸涉及公司业务板块的软、硬件升级换代**：参考各上市机场资产中机械设备约十年的折旧年限，无形资产中软件系统五年的折旧年限，公司所覆盖的产品会在 5-10 年周期迎来一次更新换代，考虑到新冠常态化及疫情所拉动的公共卫生设备升级、人脸识别、5G 及数字科技未来三年在口岸场景的密集应用，我们认为 2020 年之后绝大多数口岸的软、硬件升级需求及标准会远超过往。
- **新批口岸及临时开放口岸**：这类业务类似于存量口岸改扩建，考虑到 2010 年以来新批口岸数量相对平缓，拉长周期来看，占公司业务权重会相对有限。
- **海南岛口岸**：2025 年之前旅游人口的大幅增长，全岛免税所带来退税管理、物资的封关监管会使得该区域口岸升级会具备刚性，同时作为我国南海战略、持续开放的顶层战略的重要布局，海南口岸无论在数量、还是在质量的发展轨迹，都面临前所未有的历史机遇和挑战，新监管、新技术的投入运用场景也会最复杂，综上，我们认为其基建招标会在近两年内陆续开展（后章有详述）。

具体测算方法：在梳理 2010 年之后，包括中国口岸年鉴、机场基建信息、公司招股书客户、公开招投标信息以及财务报表之后，我们对于口岸业务测算的考量及把握度遵循如下特点：

- **测算逻辑**：1) 口岸定位、投资额和招标额的匹配；2) 人、货流量带来的监管强度和招标额的对应关系；3) 单位流量带来的采购额、公司的市场渗透率的合理提升；4) 市场容量、中标额和公司过往信息、历史业绩的匹配；5) 无论是那种口岸类型，永远是头部涉外的大型口岸贡献收入占比最高（海南岛或将例外）；
- **具体口岸测算-航空口岸是重点，准确度最高**：由于历年机场建设和公司中标信息相对详尽，2020-2025 年机场口岸建设规划较为全面，结合公司在头部机场较高的业务渗透率，这部分的测算会相对精确。相对而言，公路及海运口岸的官方披露信息较少，单一项目对该子板块的贡献影响较大，我们将采纳较为保守的场景。

截止至 2018 年底，中国口岸数量为 306 个，其中空运、水运、公路、铁路口岸分别为 74 个、135 个、76 个、21 个，我们在此基础上展开细节测算。

图 31：我国各类口岸数量



资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所

4.2. 航空口岸：重中之重，5 年 132 亿规模

4.2.1. 存量空运口岸改扩建

4.2.1.1. 历史渗透率：核心国际机场渗透率达到 83%！

2019 年公司收入中航空口岸应用场景收入达到 4.7 亿，占总收入比重的 58.2%。2017-2019 年公司获得多个机场订单，涉及的客户多为新建或有航站楼改扩建的大中型国际机场。

- 2017-2019 年年旅客吞吐量排名前 100 名的机场（小机场很多并非口岸，对公司贡献有限）中有 14 个机场完成了航站楼改扩建（不含卫星厅建设），公司在其中 8 个机场获取到订单，渗透率为 57%；如北京大兴机场、广州白云机场、武汉天河机场等具备一定体量国际客流且建设新航站楼的大型枢纽机场均为公司客户，可见公司具备较强的订单获取能力；
- 若从公司实际业务有直接相关度的国际机场+新建航站楼作为筛选条件，在这 14 个机场中有 6 个具备国际航线的机场完成了新建航站楼建设（非扩建修缮已有航站楼），公司获得了其中 5 个机场的订单，渗透率达到 83%，且各中标口岸地域分布较广，侧面验证了公司作为整体方案提供商的核心竞争力。

表 7：2017-2019 年 TOP100 机场改扩建项目及公司中标情况

	机场名称	2019 吞吐量排名	航站楼建成状况	公司客户	国际线
1	广州/白云	3	2018 年 4 月 T2 航站楼建成投产	是	是
2	重庆/江北	9	2017 年 7 月 T3A 竣工	是	是
3	武汉/天河	14	2017 年 8 月 T3 航站楼投入使用	是	是
4	长沙/黄花	15	2018 年 5 月 T1 航站楼修缮后重新启用 (非新航站楼)	否	是
5	福州/长乐	28	2018 年 11 月航站楼扩能工程竣工 (非新航站楼)	否	是
6	长春/龙嘉	30	2018 年 10 月 T2 航站楼投入使用	否	是
7	银川/河东	38	2017 年 8 月 T3 航站楼投入使用 (与公司相关为航站楼改造)	是	是
8	桂林/两江	40	2016 年 12 月 T2 投产, 2018 年 2 月完成国际厅改造	是	是
9	南通/兴东	51	2019 年 7 月新候机楼投产	是	是
10	北京/大兴	53	2019 年 9 月大兴机场投产	是	是
11	惠州/平潭	63	2019 年 9 月新航站楼投产	否	否
12	库尔勒	70	2017 年 10 月新建航站楼投产	否	否
13	舟山/普陀山	87	2018 年 5 月航站楼扩建工程完成 (与公司相关为航站楼改造)	是	是
14	兴义	91	2018 年 8 月 T2 航站楼投产	否	否

资料来源：CAAC，公司招股书，天风证券研究所

4.2.1.2. 如何理解机场口岸订单合同额与投资规模的相关性

公司于单个机场获取的订单金额不一，大如武汉天河机场 T3 航站楼扩建，相关合同前后达到 1.16 亿元，小如南通机场扩建，合同金额为 1952 万元，而订单金额的差异可能是机场扩建规模及合同覆盖产品范围不同所导致。根据相关合同金额进行大致估算，一个大型枢纽机场建设单一航站楼对应的联检系统及相关设备服务全部需求约在 1 亿元左右，中小型机场建设单一航站楼对应需求可能在 2000-5000 万元左右，而从量化的角度来看，每亿元机场投资额对应的公司合同金额主要在 48-200 万元之间，如此大的差异正如我们在前文所述要看整个口岸设备和软件的采购是通过机场整体招标，还是通过海关、检疫、边防等多个部门分开招标，基于过去公司的订单信息，我们倾向于采纳机场集中招标模式下，每亿元采购额约为 100 万元。

表 8：2017 年至今公司于机场获取订单概况

	订单年份	金额 (万)	国际线	具体内容	
1	上海两场	2017、2018	2569.3	是	上海边检总站自助通道系统建设项目等
2	白云机场 T2	2018	8635.5	是	广州白云机场 T2 联检单位弱电系统及设施设备建设项目专用查验设施设备采购项目等
3	济南指廊扩建	2020	9486	是	济南遥墙机场航站区扩建北指廊工程联检设施建设项目设备采购与安装项目
4	桂林机场 T2	2019	6099.2	是	广西桂林机场扩建工程 T2 航站楼口岸检查检验设施设备采购及安装等
5	宁波栎社 T2	2019	6039.0	是	宁波栎社国际机场扩建工程 2 号航站楼联检单位查验设施设备采购项目
6	武汉天河 T3	2017、2019	11610.6	是	武汉天河机场三期扩建工程 T3 航站楼联检设施供货和安装项目等
7	重庆江北 T3A	2018	2963.2	是	重庆江北国际机场三期口岸联检查验设施及配套信息化系统项目等
8	柳州机场	2017	2042.3	是	柳州白莲机场联检单位信息化查验设施设备系统采购及安装等
9	盐城机场 T2	2018	2432.6	是	盐城南洋国际机场 T2 航站楼联检单位信息化及专业查验系统建设项目等
10	银川 T2 改造	2018	2205.6	是	银川河东国际机场 T2 航站楼国际厅改造工程联检查验设施设备采购及安装项目等
11	日照机场	2017	1726.9	是	日照机场航站楼国际厅边防、海关、检验检疫智能查验及弱电信息化系统采购项目等
12	舟山机场扩建	2018	4099.0	是	联检信息化及专业查验系统施工
13	榆林机场二期	2019	1638.0	是	榆林榆阳机场二期扩建工程旅客航站楼等工程设计施工总承包项目等
14	南通机场扩建	2019	1952.1	是	南通兴东机场航站区改扩建项目口岸查验设备和智能化采购及安装项目等
15	北京两场	2017-19	5097.1	是	北京出入境边防检查总站大兴国际机场边检查验设施设备建设项目

资料来源：公司招股书，公司公告，天风证券研究所

注：北京两场、上海两场为机场中部分订单

表 9：盛视科技过去几年在空运口岸获取的合同金额及对应机场情况汇总

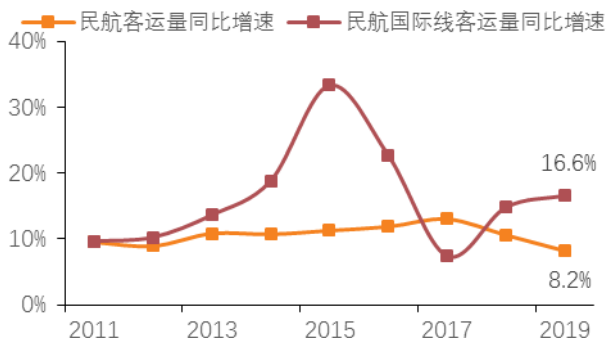
		2019 吞吐量排名	合同 (万元)	项目总投资 (亿)	单位投资额合同金额 (万元/亿元投资额)
1	上海浦东部分改造	2	2569.30	(非新建航站楼)	-
2	白云机场 T2	3	8635.49	180	48
3	重庆江北 T3A	9	2963.2	暂无明确数据	
4	武汉天河 T3	14	11610.6	146	79.5
5	济南遥墙北指廊扩建	25	9486	(非新建航站楼)	-
6	宁波栎社 T2	33	6039	85	71.5
7	银川河东 T2 改造	38	2205.6	(非新建航站楼)	-
8	桂林机场 T2	40	6099.2	33	187.2
9	南通兴东机场扩建	51	1952.1	12.8	152.5
10	北京大兴	53	5097.1	新建机场投资额不可比	-
11	榆林机场二期	64	1638	20.57	79.6
12	盐城机场 T2	72	2432.6	12.76	190.6
13	柳州机场	84	2042.3	4.34	470.6
14	舟山机场	87	4099	1.58 (非新建航站楼)	-
15	日照机场	104	1726.9	13.6	127
16	平均值		4573.1	-	156.3

资料来源：招股说明书，CAAC，各地方政府网站，天风证券研究所

4.2.1.3. 基建周期开启：存量机场改扩建订单大概率强势和测算

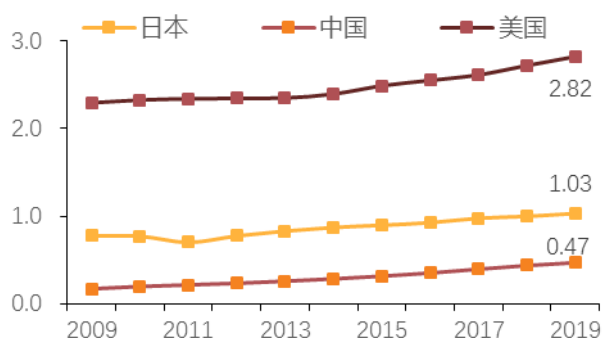
我国民航需求持续保持 10%左右的增速，且随着中国面向世界的程度不断提升，国民经济的持续增长，出入境旅客数量增速更快，2019 年民航国际线旅客量同比增长 16.6%，远高于民航旅客量 8.2%的增速。2019 年我国人均乘机次数仅为 0.47 次，相比发达国家仍有明显差距，我国民航长期需求较为刚性。

图 32：我国民航旅客量及国际航线旅客量增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：我国与美国、日本人均乘机次数对比



资料来源：DOT，日本国土交通省，天风证券研究所

高涨的客流对机场的保障能力反向施压，机场存量基础设施已经逐步难以满足日益增长的民航需求，现有机场改扩建，新建机场已经逐步提上日程。我们统计了和公司业务相关度最高的排名前十大机场（均拥有国际航线和口岸）信息，预计 2020-2025 年计划投产的航站楼的机场数量达到 37 个，投资额合计接近 9000 亿元，且各地机场对国际枢纽地位及

国际航线规模均有一定要求，而这将催生盛视所在市场的庞大需求，叠加公司较高的渗透率（新建航站楼+国际航线，17-19年渗透率达到83%），公司在未来5年将迎来存量机场改扩建所带来的大量订单。

表 10：2020-2025 年国内 TOP50 机场计划扩建投产情况

序号	机场	扩建状况	扩建进度	预计建成时间	投资 (亿)
1	上海浦东	修建 T3 航站楼	目前处于设计阶段	2025 年	500
2	广州白云	修建 T3 航站楼	2020 年 5 月获得发改委批复，6 月民航局完成可研评估	2025 年	488
3	成都双流	成都天府机场建设中	新建成都天府机场 2016 年奠基动工	预计 2021 年通航	718.64
4	深圳宝安	T3 卫星厅正在建设中	T3 卫星厅 2018 年 12 月奠基动工	预计 2021 年建成	109.4
5	昆明长水	拟建 T2 航站楼	拟新建 T2 航站楼、S2 卫星厅	预计 2025 年建成	864
6	西安咸阳	拟建设东航站楼等	新建东航站楼 2020 年 7 月奠基动工	预计 2024 年建成	471.4
7	重庆江北	拟建设 T3B	预可研报告已上报发改委，预计今年第四季度开工建设	预计 2023 年建成	165
8	杭州萧山	拟新建航站楼	T4 航站楼 2019 年奠基动工	预计 2022 年建成	300
9	南京禄口	在建 T1 改造	T1 航站楼改扩建工程 2017 年奠基动工	一阶段 2020 年投产	30
10	厦门高崎	新机场在建	计划整体迁建 2019 年 9 月已经获得国家立项批复	预计 2023 年投产	392
11	长沙黄花	新建 T3	新建 T3 航站楼 2020 年 7 月获民航局批复，有望 10 月开工	预计 2025 年建成	400
12	青岛流亭	新机场竣工	新建青岛胶东国际机场	2020 年 6 月竣工	381.75
13	海口美兰	T2 航站楼竣工	T2 航站楼竣工	2020 年 7 月竣工	178
14	乌鲁木齐	2019 年开建 T3	新建北区 T3 航站楼 2019 年动工	预计 2023 年建成	421.14
15	天津滨海	规划建设 T3	2020 年规划建设 T3 航站楼，新增东二跑道、卫星厅		210.86
16	沈阳桃仙	近期扩 T3 建 T4	近期规划扩建 T3 航站楼，新建 T4 航站楼获民航局批复		暂无准确信息
17	三亚凤凰	拟新建机场	拟新建机场		1000
18	大连周水子	拟建新机场	拟新建金州湾国际机场 2019 年 10 月获大连市发改委同意	预计 2025 年投产	暂无准确信息
19	济南遥墙	2019 年批复新建 T2,	2019 年批复新建 T2 航站楼、GTC 综合交通中心	预计 2023 年建成	400
20	南宁吴圩	拟新建 T3 航站楼	拟新建 T3 航站楼获得 2020 年 3 月国家民航局正式批复		暂无准确信息
21	兰州中川	拟新建 T3 航站楼	2020 年 7 月三期扩建 (新建 T3 航站楼) 前期手续全部完成	工程建设工期 4 年	230
22	福州长乐	拟新建 T2 航站楼	二期扩建 (拟新建 T2) 国家发改委正式批复	预计 2022 年建成	212.5
23	太原武宿	新建 T3 航站楼	新建 T3 航站楼预计于 2020 年内实施动工		223
24	南昌昌北	2019 年开始新建 T3	航站区概念规划及 T3 方案完成招标，预计 2022 年开工		240
25	呼和浩特	2020 年开建新机场	新建呼和浩特盛乐国际机场正在建设中		223.7
26	温州龙湾	2021 年开工新建 T3	2019 年新建 T3 航站楼正式获批		暂无准确信息
27	珠海金湾	拟新建航站楼	2019 年动工	预计 2023 年完工	48.02
28	合肥新桥	拟新建 T2	新建 T2 航站楼 2020 年获民航局批复，改扩建工程正式启动	预计 2023 年投产	117
29	石家庄正定	2020 年批准扩建	2020 年批准扩建		暂无准确信息
30	烟台蓬莱	T2 航站楼	2020 年开建 T2 航站楼	2022 年底前建成	55
31	泉州晋江	扩建保障楼	扩建航空保障楼正在建设中	2020 年 9 月建成	6.8
32	揭阳潮汕	扩建航站楼	扩建航站楼 2020 年 2 月开工建设	2023 年建成	21.95
33	西宁曹家堡	三期扩建	新建 T3 航站楼 2020 年 3 月获得发改委批复	建设工期 5 年	105.1
34	丽江三义	新建航站楼	2019 年 9 月新建 T3 航站楼获得批复		45
35	拉萨贡嘎	新建航站楼	T3 航站楼正在建设中	预计 2020 年底完工	39.07
36	绵阳南郊	T2 航站楼	2019 年 9 月批复新建 T2 航站楼	预计 2020 年投产	3.71
37	常州奔牛	新建航站楼	新建 T2 航站楼 2019 年 1 月已开始招标		10
	合计				8611.04

资料来源：CAAC，各政府网站，天风证券研究所

■ **存量机场改扩建假设及其结论**：37 家机场项目总投资额约为 8611 亿，考虑到部分已进入建设阶段，预计 2020-2025 年的实际投资额约为 6768 亿元，再剔除拆迁、填海

费用及部分非口岸小机场的投资,假设实际口岸机场投资额约为总额的 70%,即 4738 亿元;考虑到 2020 年疫情带来的影响,当年投资强度降低,同比负增长 15 个点;单位投资强度则参考前面测算的亿元固定资产投资额对应公司合同金额 100 万元,但随着技术升级尤其是后期 5G 技术的全面铺开以及口岸产品应用范围扩大带来的单位投资额对应合同金额每年提升 10%-20%,**最终我们认为 2020-2025 年存量机场改扩建带来的设备采购额总量约为 96 亿元,高峰建设期会出现在 2022-2024 年,考虑到客户黏度提升及公司知名度扩散,假设公司渗透率从 50%逐步提升至 80% (2017-2019 订单反馈公司在 TOP100 机场综合渗透率约为 57%,有扩建计划的国际机场渗透率为 83%),则公司在 2020-2025 年有望获得 69 亿元的订单。**

表 11: 空运口岸新建航站楼对应的智慧口岸传统业务需求

空运口岸: 新增航站楼建设	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
固定资产投资额 (亿)	751	638	734	954	1241	1489	1712	6768
YOY		-15%	15%	30%	30%	20%	15%	
口岸机场投资额占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	
口岸机场固定资产投资额 (亿)	526	447	514	668	868	1042	1198	4738
单位投资额 (万元合同/亿元投资额)	100	115	132	159	190	229	274	
YOY		15%	15%	20%	20%	20%	20%	
市场空间 (亿)	5.26	5.14	6.80	10.60	16.54	23.82	32.87	95.76
公司渗透率	50%	54%	58%	65%	69%	74%	80%	
潜在的收入 (亿)	2.63	2.77	3.94	6.89	11.41	17.62	26.29	68.94
YOY		5.6%	42.0%	74.8%	65.6%	54.4%	49.2%	

资料来源: Wind, 天风证券研究所测算

4.2.2. 存量航空口岸的软、硬件升级换代测算

智慧口岸建设循序渐进,众多老旧航站楼尚未应用智慧口岸设备,随着存量航站楼相关设备陆续升级,我们认为其安检设备需求投资需求同样不可小觑。2018 年我国口岸机场共有 119 个航站楼,参考各上市机场资产中机械设备约十年的折旧年限,无形资产中软件系统五年的折旧年限,我们认为各口岸相关设备大概率在 5-10 年的周期就将迎来一次更新换代,再考虑到本次新冠常态化及疫情所拉动的公共卫生设备升级、人脸识别、5G 及数字科技未来三年在口岸场景的密集应用,我们认为 2020 年之后绝大多数口岸的软、硬件升级需求及标准会远超过往,即单位流量带来的采购额或者说单个项目的采购额会有较大幅度增长。

4.2.2.1. 新冠常态化及疫情所拉动的公共卫生设备升级

在经历过 SARS、新冠等突发公共卫生事件冲击的中国而言,公共卫生设备升级或倒逼国际游客通行量最大的机场口岸进行新一轮的升级,目的是对当前以及未来或将出现的疫情做到:

- **全面开展疫情监测和风险评估。**加强大数据分析应用,积极开展与民航、移民局、电信服务商等部门的信息集成与共享,开展预警布控和信息交互。
- **全面加强来自疫情严重国家和地区的交通工具卫生检疫。**督促交通工具运营者严格落实交通工具隔离区域设置、异常情况报告、检疫广播宣传等措施。对报告载有可疑病例,或健康申报有传染病症状人员的交通工具,严格实施登临检疫。
- **全面执行 100%健康申报制度。**口岸全面实现《健康申明卡》纸质与电子两种方式并行申报,创新推出空港进出境旅客“三核一放”措施,做到健康申明卡一份不缺少。

- **全面落实“三查三排一转运”工作。**严格查验健康申报、开展体温筛查、实施医学巡查；在检疫排查环节落实“三排”，严格实施流行病学排查、医学排查、实验室检测排查；在检疫处置环节落实“一转运”，对疑似病例一律按照联防联控机制转运地方卫生健康部门妥善处置。
- **全面加强联防联控机制。**主动与地方政府健全信息共享机制，打通信息交流渠道，共享数据资源等。提供相关信息，共同做好口岸防输入，实现入境旅客行程可追溯、流向可追踪。
- **全面提升口岸技术保障。**加强口岸技术保障力量。增加血细胞检测能力和增配负压隔离单元，严格做到在移交转运前的单独隔离。全力保障体温监测和视频监控等设备准确有效、记录保存完整，确保各项检疫信息可追溯。

图 34：口岸防疫促发监管新需求，基于现有技术公司有望拿下大量订单



资料来源：人民网，招股说明书，天风证券研究所

图 35：盛视科技健康信息自助申报系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 36：盛视科技负压隔离系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.2.2.2. 5G 逐步成为标配：联手华为开拓新场景

近年来 5G 在机场场景下的应用已成为“标配”，无论是头部机场的改扩建，还是新机场的设计都会将 5G 应用作为核心考量因素，而在和公司业务直接相关的机场口岸管理方面，2018 年 6 月 14 日，国家移民管理局发布会上通报，大力提升科技信息化运用水平，推进边检自助通关，提高自助通关人员比例，在全国陆海空口岸实现中国公民出入境通关排队不超过 30 分钟。2018 年 8 月 28 日，国家移民管理局研究制定了《关于加快推进移民和出入境领域“放管服”改革的实施意见》，提出 6 方面 22 条具体政策措施，包括创新往来港澳查验方式，加快推进边检自助通道建设，提高口岸通关速度等内容，我们判断基于 5G 数据高速传输特征的新系统和设备将会在口岸场景下大规模推广。

表 12：头部机场及新建机场已将 5G 引用纳入“标配”

时间	5G 机场	应用领域	是否华为 5G 解决方案
2019.8	北京大兴国际机场	智慧出行集成服务系统：5G+人脸识别、5G+东航服务网	是
2019.5	深圳宝安国际机场	5G+4K 超高清视频信号，5G+北斗定位技术，基于 5G 的智能服务机器人应用，5G+围界巡逻	是
2019.1	广州白云机场	应用于机场安保；实现安检、视频监控、身份证识别、室内定位等数据融合，建立统一监控预警和应急处置机制	采用华为设备
2019.1	合肥新桥机场	A-CDM 系统 5G 应用、旅客行李监控视频的 5G 数字传输功能、G 转 WIFI 功能	华为参与 5G 基站架设工作
2019.10	上海浦东机场	无纸化出行项目、出租车智能管理系统；推动 FOD 防范、围界安防、智慧安保鸟击防范、无人机反制等系统	否
	成都双流国际机场	将应用于安检、旅客服务、票务、物流、机场自动化调度等	华为参与 5G 智慧空港
	海口美兰机场	将应用于人脸识别、自助行李托运、一证通关、行李自动分拣	未披露合作对象
	苏南硕放国际机场	将应用于调度、跑道、安检、旅客服务	未披露合作对象
	南京禄口机场	针对航站楼、贵宾厅、后勤保障中心、物流中兴、调度中心、应急指挥中心等不同场景	否

资料来源：各机场官网，天风证券研究所

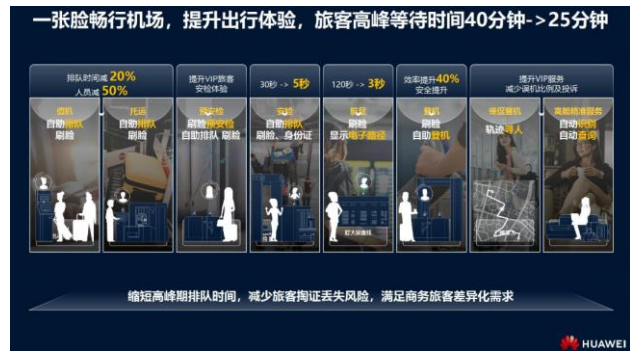
- 2019 年 10 月 29 日，盛视与华为就智慧口岸和智慧交通等领域的战略合作，在深圳签署了战略合作协议，华为在智慧机场业务中的云计算、人脸识别等算法上具备技术优势，在我们跟踪的 9 家采纳 5G 技术的机场中，有 5 家采用了华为的解决方案或相关设备，盛视科技作为国内为数不多的口岸综合解决方案提供商具备品牌及客户资源优势，有望在智慧机场领域与前者开展深度合作，力求在 5G 高科技相关领域，特别是通关、免税商品退税、保税监管区等领域中赢得更高市占率。

图 37：2019 年公司与华为战略合作签约仪式



资料来源：CTI，天风证券研究所

图 38：智慧机场解决方案是华为力推产品之一



资料来源：机场安防网，天风证券研究所

- **存量口岸的软、硬件升级换代假设和结论**：假设存量空运口岸未来每年航站楼存在更新改造需求，考虑到公共卫生、5G 数字技术在新机场的应用，我们判断设备更新需求比例从 9%逐步提升至 18%，单一合同金额自 4000 万元每年提升 15%-20%，则 2020-2025 年存量机场口岸软硬件设备更新需求创造的市场空间大概在 81.1 亿元，如公司渗透率从 40%提升至 80%(保守估计略低于机场改扩建渗透率)则 2020-2025 年为公司创造的增量营收大概为 56.15 亿元。

表 13：空运口岸存量航站楼改造对应的智慧口岸传统业务需求

空运口岸：存量航站楼更新设备需求	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
存量口岸航站楼数量（假设不变）	119	119	119	119	119	119	119	
设备更新比例	9%	11%	11%	14%	16%	18%	18%	
单一合同需求（万元）	4000	4600	5290	6348	7618	9141	10969	
YOY		15%	15%	20%	20%	20%	20%	
市场空间（亿）	4.28	6.02	6.92	10.58	14.50	19.58	23.50	81.10
公司渗透率	40%	45%	50%	60%	70%	75%	80%	
存量改造带来的需求（亿）	1.71	2.71	3.46	6.35	10.15	14.69	18.80	56.15
YOY		58.1%	27.8%	83.3%	60.0%	44.6%	28.0%	

资料来源：CAAC，天风证券研究所测算整理

4.2.3. 新增口岸带来的需求

- **假设和结论**：2010-2018 年我国空运口岸从 62 个增加至 74 个，平均每年新增近两个口岸。随着我国对外开放力度不断加大，各地方对新开、增开国际航线的需求提升，空运口岸数量仍然会持续增长。我们假设 2020-2025 年每年新增两个空运口岸，但由于新口岸大概率是中小型机场，考虑到大小机场投资额偏差度较大，我们保守假定单一机场合同为 4500 万元，同样因为新技术革新带来每年合同单价提升 10%-20%，则 2020-2025 年此部分新增市场空间大概为 8.57 亿元，如公司渗透率从 50%提升至 60%（新开设口岸渗透率低于存量口岸城市），则 2020-2025 年有望为公司贡献 4.64 亿元营收。

表 14：空运口岸新增口岸对应的智慧口岸传统业务需求

空运口岸：新增口岸设备需求	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
新增口岸数量	2	2	2	2	2	2	2	
单一合同需求 (万元)	4500	4950	5445	6262	7201	8641	10369	
YOY		10%	10%	15%	15%	20%	20%	
市场空间	0.90	0.99	1.09	1.25	1.44	1.73	2.07	8.57
公司渗透率	40%	50%	50%	50%	53%	56%	60%	
新增口岸带来的公司营收测算 (亿)	0.36	0.50	0.54	0.63	0.76	0.97	1.24	4.64
YOY		37.5%	10.0%	15.0%	21.9%	26.8%	28.6%	

资料来源：Wind，天风证券研究所测算整理

4.2.4. 航空口岸业务小结

综合上述分析，我们认为未来公司于空运口岸的主要增长点来自于新建航站楼对智慧口岸设备的投资需求，存量航站楼设备更新需求同样占据一定比重，新增口岸带来的增量需求相对较小，三项需求有望在 2020-2025 年创造 129.7 亿的订单，公司对空港的综合渗透率将会从 2020 年的 45% 提升至 70.0%。

表 15：空运口岸市场空间及公司潜在订单金额

单位 (亿)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
新增航站楼建设市场空间	5.26	5.14	6.80	10.60	16.54	23.82	32.87	95.76
YOY		-2.3%	32.3%	56.0%	56.0%	44.0%	38.0%	
新增航站楼建设公司订单	2.63	2.77	3.94	6.89	11.41	17.62	26.29	68.94
YOY		5.6%	42.0%	74.8%	65.6%	54.4%	49.2%	
存量航站楼设备更新市场空间	4.28	6.02	6.92	10.58	14.50	19.58	23.50	81.10
YOY		40.6%	15.0%	52.7%	37.1%	35.0%	20.0%	
存量航站楼设备更新公司订单	1.71	2.71	3.46	6.35	10.15	14.69	18.80	56.15
YOY		58.1%	27.8%	83.3%	60.0%	44.6%	28.0%	
新增口岸市场空间	0.90	0.99	1.09	1.25	1.44	1.73	2.07	8.57
YOY		10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	
新增口岸公司订单	0.36	0.50	0.54	0.63	0.76	0.97	1.24	4.64
YOY		37.5%	10.0%	15.0%	21.9%	26.8%	28.6%	
空运口岸市场空间	10.44	12.15	14.81	22.43	32.48	45.12	58.44	185.43
YOY		16.4%	21.9%	51.5%	44.8%	38.9%	29.5%	
空运口岸公司订单	4.70	5.98	7.95	13.86	22.33	33.28	46.33	129.73
YOY		27.2%	32.9%	74.4%	61.1%	49.0%	39.2%	
综合渗透率	45.0%	49.2%	53.7%	61.8%	68.7%	73.7%	79.3%	70.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算整理

4.3. 其他口岸：市场高度分散，渗透率缓步提升

我们前面已经分析了航空口岸设备投资需求，此部分我们将对其他类别口岸设备投资需求的市场空间及公司潜在获取订单额进行测算。2018 年中国各类别口岸中，客流主要集中于公路口岸、航空口岸、海运口岸，货流主要集中于海运口岸、河运口岸、公路口岸。公司前期获取的订单中，以客运为主的口岸包括绥芬河陆路口岸、横琴陆路口岸及三沙邮轮海港口岸，以货运为主的霍尔果斯陆路口岸，因此在此部分测算中，我们分别对客检需求及货检需求进行独立估算。

表 16：2018 年各类口岸出入境客流、货流统计

口岸类别	客 (万人次)	货 (万吨)
公路口岸	44205	11840
航空口岸	15822	1054
海运口岸	2368	285104
河运口岸	431	28009
铁路口岸	404	5186

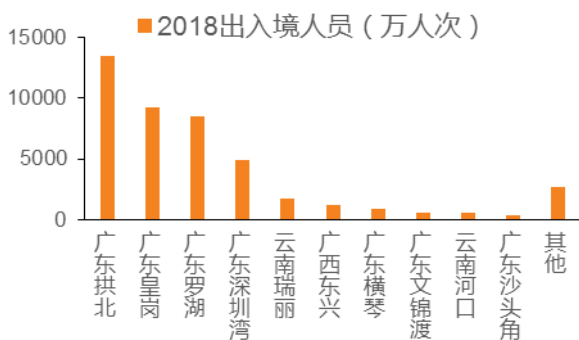
资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所

4.3.1. 客检需求测算

我们从运量、单位运量对应投资额、公司渗透率三个维度预测其他口岸客检需求市场空间。

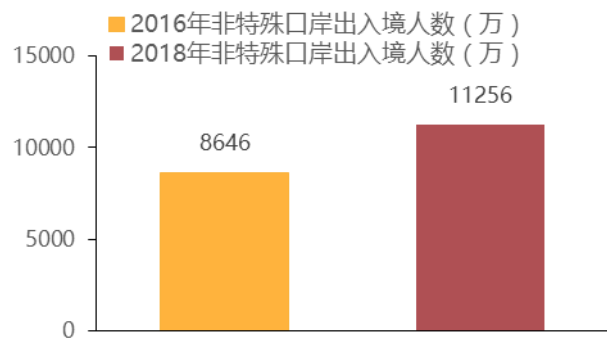
运量预测方面：我们观察到 2018 年公路口岸出入境旅客量达到 4.42 亿人次，但客流结构层面，广东拱北、皇岗、罗湖、深圳湾四个口岸客流过于集中，四大口岸合计客流达到 3.62 亿，在单价测算时不可比，如予以剔除，则其他公路口岸出入境人数为 8053 万人次，叠加海运、河运、铁路口岸出入境人数，我们用于市场空间测算的 2018 年客流基数为 11256 万人次。考虑到 2016-2018 年剔除特殊口岸的其他口岸客流量自 8646 万人次提升至 11256 万人次，年化增速 14.1%，因此我们假设 2019 年起客流量增速中枢约为 15%，考虑到疫情影响，客流结构呈现先降后升的趋势。

图 39：2018 年各公路口岸出入境人员数量



资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所

图 40：2016 年-2018 年非特殊口岸客流年化增速 14.1%



资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所

单位运量对应投资额方面：我们在公司披露的较大订单中找到三个主要与客检相关的合同，对应的口岸为绥芬河口岸、横琴口岸及南沙口岸。

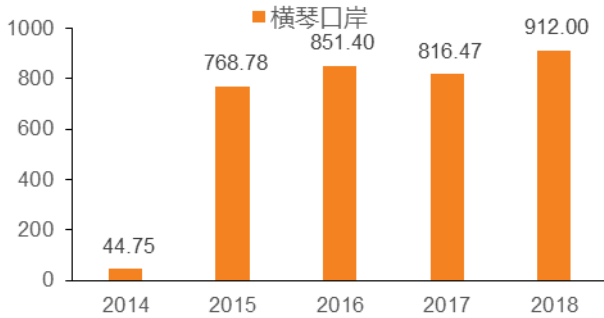
2018 年公司合同包括绥芬河中俄边境陆路口岸改造项目，该项目分为两期，前后为公司贡献的合同金额达到接近 3500 万元。绥芬河公路口岸是典型的以客流为主 (百万级) 的口岸，2018 年出入境人次 111.4 万人次，进出境货物仅有 64.9 万吨，可见绥芬河口岸主要以客检为主，单位出入境客流量对应合同金额 31.1 元。

2014 年验收的广东横琴口岸综合交通枢纽过渡期通关设施项目—边检查验及一站式电子验放系统项目合同金额 7349 万元，而 2018 年横琴口岸出入境人次为 912 万人次 (千万级)，单位出入境客流量对应合同需求 8.06 元，2019 年公司再度获取横琴口岸相关合同，订单总金额达到 2.84 亿元，单位出入境客流量对应合同需求 31.1 元，与绥芬河口岸几乎完全一致。

2019 年公司于南沙国际邮轮码头综合体项目获取一关两检设备和一关两检智能化工程项目合同，当年收入金额 1886 万元，考虑到 2018 年南沙邮轮码头进出境旅客量 104 万人

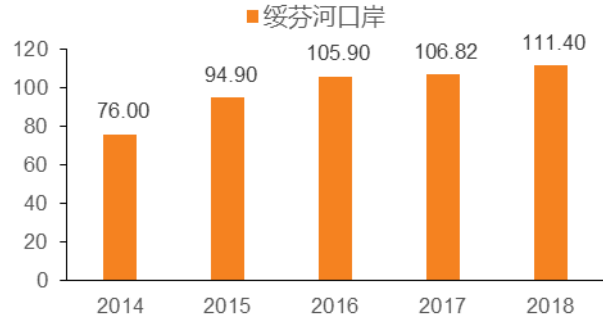
次，估算单位海港客流或将带来 18.1 元设备投资。

图 41：横琴口岸出入境旅客量（万人）



资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所

图 42：绥芬河陆路口岸出入境旅客量（万人）



资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所

考虑到进出境客流主要集中于公路口岸，我们认为单位旅客对应的设备投资需求应更接近于公路口岸，假设 2018 年基数为 30 元/人，未来随着技术进步及产品应用范围提升，单位合同金额每年提升 10%-15%。

具体测算：对于客流量最大的四个口岸进行单独核算，假设 2019 年如全部置换其智慧口岸设备需要的投资额为 30 亿元，其后每年假设增长 10%。考虑到更新迭代需求，假设存量设备约 6 年更新一次，公司渗透率从 20%提升至 30%，则 2020-2025 年，其他口岸客检智慧口岸设备订单可能达到 40.72 亿。

表 17：水运+陆运口岸客检订单测算

其他口岸：客检	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
客运量（扣除四大特殊口岸，万人次）	12944	9708	13591	17669	22086	26061	29970	
YOY	15.0%	-25.0%	40.0%	30.0%	25.0%	18.0%	15.0%	
单位客流合同额（万元/万人次）	33	36.3	39.9	44.7	51.4	59.1	68.0	
YOY		10%	10%	12%	15%	15%	15%	
扣四特殊大口岸市场空间（亿）	42.72	35.24	54.27	79.02	113.59	154.14	203.85	640.10
YOY		-17.5%	54.0%	45.6%	43.8%	35.7%	32.3%	
四大特殊口岸市场空间（亿元）	30.00	33.00	36.30	41.75	48.01	55.21	63.49	277.75
YOY		10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
设备更新比例	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	
合计市场空间（亿元）	12.07	11.33	15.03	20.05	26.82	34.75	44.38	152.36
公司渗透率	20%	21%	22%	25%	26%	28%	30%	
公司潜在合同金额（亿元）	2.43	2.38	3.31	5.01	6.97	9.73	13.31	40.72
YOY		-2.0%	39.0%	51.5%	39.2%	39.5%	36.8%	

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

4.3.2. 货检口岸市场空间测算

前面提到，水运及陆运进出境的货物体量占全国进出境总货量的大头，因此合理推测在货物的进出境监管投资当中，对陆路及水路口岸的货物监管投资亦明显大于空运货物监管的投资。为测算陆路及水路进出口货运监管设备的市场空间，我们做了如下工作：

监管业务量：由于陆路及水路货物属性相似，均主要为大宗商品及相对低附加值的货物，我们假设其在监管上使用的设备及流程较为类似，在测算市场空间时亦采用合并计算的方式。2018 年按照统计年鉴口径，全国海运、河运、公路、铁路口岸合计货运量 33.0 亿吨。

单位货运量对应的价：2019 年公司与新疆霍尔果斯经济开发区委员会口岸管理局签订合同，合同细分项目中最大细分项目为新疆霍尔果斯市南部联检区旅检货检通道检查设备安装工程及配套信息化系统项目，合同金额 1.07 亿元，我们以此合同为锚进行单位货运量的设备投资额测算。霍尔果斯是我国公路口岸中进出口货运量最大的口岸，2018 年进出口货运量达到 3482 万吨，但通过霍尔果斯口岸出入境人员数量仅为 17.9 万人次，可见货检是霍尔果斯口岸的核心需求，也就是说顶层对霍尔果斯口岸的投资主要聚焦在货检领域，以 2018 年的货运量及 2019 年的合同金额测算，万吨货运量对应的合同金额为 3.07 万元。

行业空间的增长：通过数据拟合，我们发现海关进出口监管业务量与全国的进出口金额呈现较为同步的关系，因此我们推断海关在货物监管的抽检率上一直保持着较为一致标准，货物监管量有望随进出口金额温和增长，2011-2019 年间，我国的进出口贸易金额复合增长率为 2.9%，我们保守预计未来仍能维持 2.5% 的增长率。

目前全国超 300 家口岸为公司现有客户，截至 2018 年末全国的口岸数量为 306 个，也就是说大多数的陆路及水运口岸或许已经部分/全部采用了公司的产品，考虑到客户对软件可能存在黏度，我们认为公司在未来的设备迭代中有望逐步渗透，取得更高的市占率。

- **货检口岸订单金额具体测算**：我们以 2018 年除空港外其他口岸进出口货运量作为基准，假设货量每年增长 2.5%，假设单位货运量合同金额每年增长 5%-10%，存量设备中每六年更新一次，渗透率从 5% 提升至 15%，则 2020-2025 年货检需求有望为公司贡献 14.4 亿元订单。

表 18：水运+陆运货检市场需求及公司订单测算

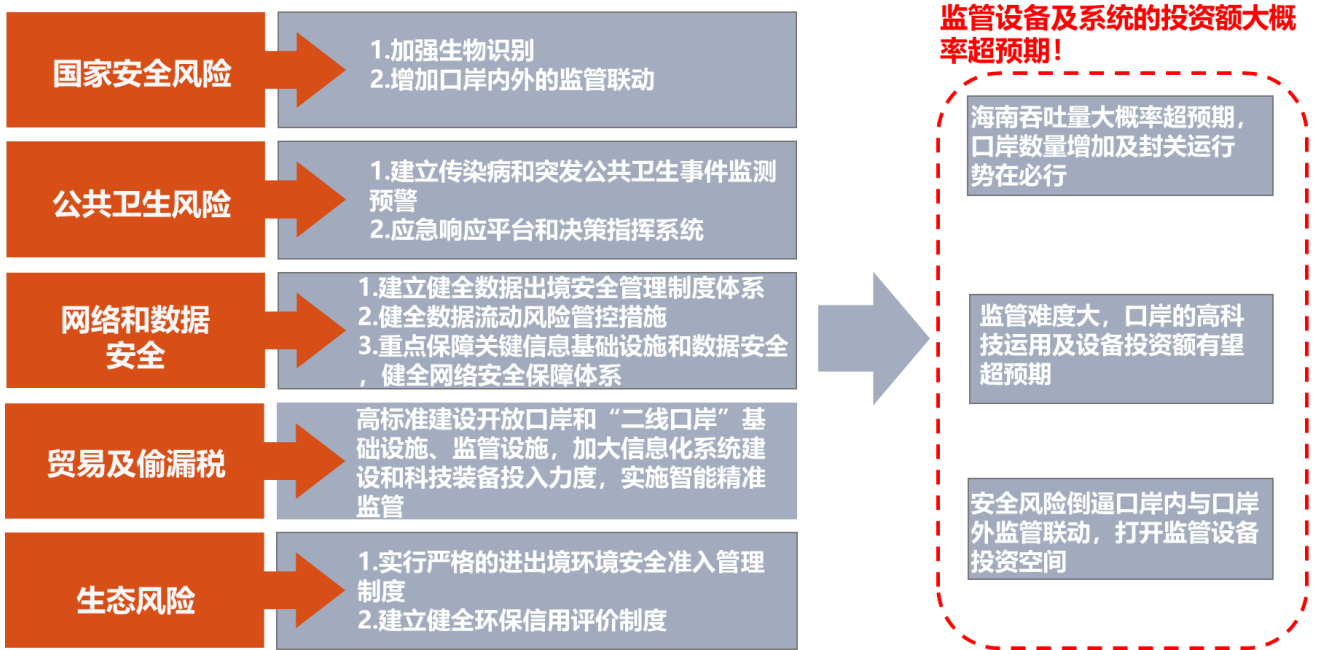
其他口岸：货检	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
口岸进出口货运量(剔除空运口岸, 万吨)	338392	346852	355523	364411	373522	382860	392431	
YOY	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	
单位货量设备需求(万元/万吨)	3.07	3.22	3.38	3.62	3.88	4.26	4.69	
YOY		5%	5%	7%	7%	10%	10%	
设备更新比例	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%	
市场空间(亿)	17.29	18.60	20.02	21.96	24.09	27.16	30.62	142.45
公司渗透率	5.0%	6.0%	6.5%	8.0%	10.0%	12.0%	15.0%	
公司潜在合同金额(亿元)	0.86	1.12	1.30	1.76	2.41	3.26	4.59	14.43
YOY		29.2%	16.6%	35.0%	37.1%	35.3%	40.9%	

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

5. 公司实为海南遗珠：自贸岛商机或将远超预期

2020 年 6 月 1 日中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，推动海南发展成为我国首个自贸港，国家南海战略的重要落子终于尘埃落定，得益于封闭的岛屿地理位置，海南在全面深化改革开放和试验最高水平开放政策具备独特优势；从战略目标上，海南将被赋予“三区一中心”，即国际旅游消费中心、国家重大战略服务保障区、全面深化改革开放试验区、国家生态文明试验区四大战略核心，而以 2025 年封关、全岛免税的终极目标为蓝本，我们判断海南在未来五年的人流、货流及衍生的消费市场将迎来快速扩张，而这势必导致各类口岸迎来新一轮的改、扩建和升级；同时，我们判断其规划、基建的都将被赋予“国际一流水平”的标准，这使得以 5G、可视化物流等数字科技和匹配的各类监管设备体系都将超越普通口岸的水平，这也将给公司带来商机，**笼统来看这类机会主要出现在三个领域，分别为：传统口岸业务、智能机场（看点是自助退税）领域以及保税监管（公司可能放在其他收入项）。**

图 43：高标准的政策有望带动海南快速发展，防范风险为重中之重

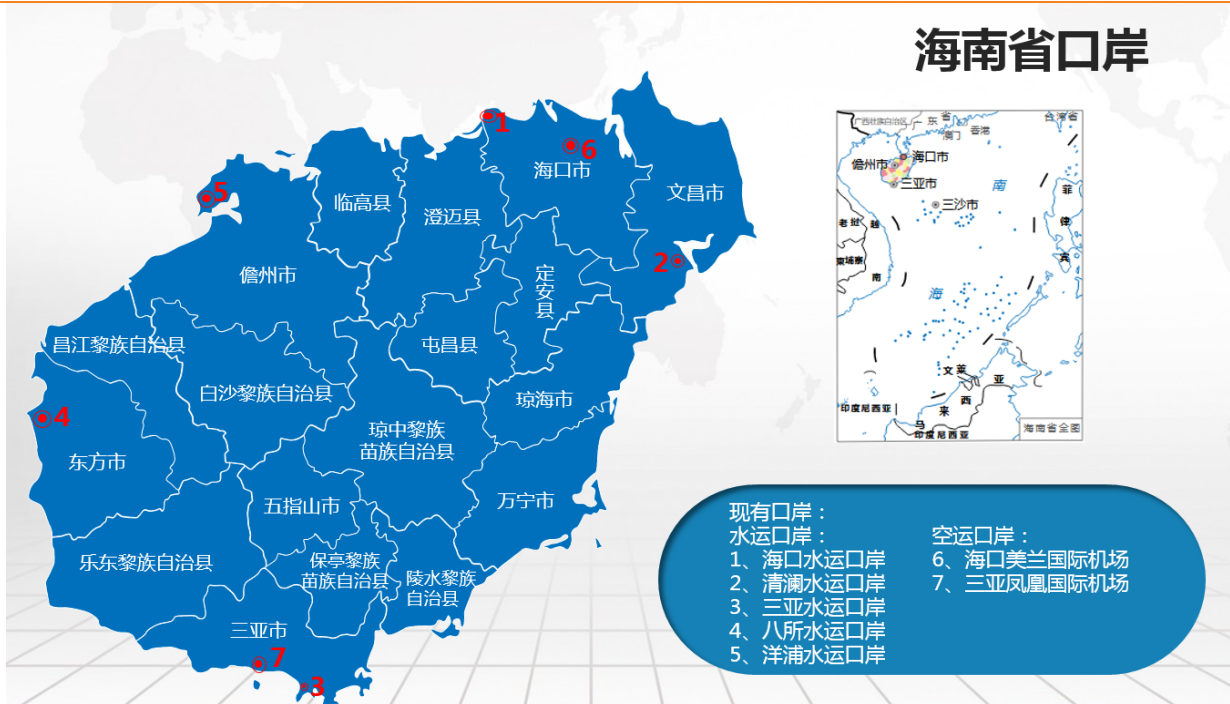


资料来源：《海南自由贸易港建设总体方案》，天风证券研究所

5.1. 传统口岸业务测算

目前海南拥有 7 大口岸，包括 5 个水运口岸和 2 个国际空港口岸，测算方法上我们会根据机场、海港邮轮旅客流量变化带来的单位投资额来计算空港和海港的客检设备采购额；而货物进出的主体是水运口岸，由于公司货运港口领域可参考的案例较少，且未来增量空间可能是各类货物、特别是大宗类商品，我们将参照公司参与的霍尔果斯（过去几年油气进口量增速较快）项目对海港口岸的货检市场容量进行推算。

图 44：当前海南 7 大口岸示意图



资料来源：口岸年鉴，天风证券研究所整理

客检：2019 年海南旅客量达到 8311 万人次，同比增长 9.4%，其中空港运量 4501 万人次，海港运量 3810 万人次，伴随免税政策推进以及第七航权的放开，假设 2025 年海南岛航空客流和海港客流分别达到 9000 万人次。相关查检设备投资有望迅速放量，参考公司在 2017 年执行的国际枢纽广州白云机场项目，结合技术进步带来的合同金额上涨，则当前单一国际旅客对应的查检设备订单金额应在 12 元左右；未来海港客流同样会显著提升，参考公司前期获得的南沙邮轮码头合同，单位海港客流或将带来 18.1 元设备投资；而全部口岸查检设备有望在未来 5 年时间内实现完全更新，高标准、新技术设备的引入，预计单位客流对应的设备投资额每年提升 10%-20%，公司渗透率从 50%提高至 65%，则 2020-2025 年公司有望在海南客检设备获得 17.2 亿元订单。

表 19：海南客检需求及公司潜在订单测算

海南：客检	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
空港客运量（万人次）	4501	5052	5670	6365	7144	8018	9000	
YOY		12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	
单位客流设备需求（元）	12.0	13.2	14.5	16.3	18.9	22.6	27.2	
YOY		10%	10%	12%	16%	20%	20%	
海港客运量（万人次）	3810	4397	5074	5856	6758	7799	9000	
YOY		15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	
单位客流设备需求（元）	18.1	19.9	21.9	24.1	26.5	29.2	32.1	
YOY		10%	10%	10%	10%	10%	10%	
当年理论市场空间（亿）	12.3	15.4	19.3	24.5	31.4	40.9	53.3	
设备投资完成率	0%	10%	28%	53%	75%	90%	100%	
当年设备投资额	0	1.54	3.48	5.99	7.06	6.13	5.33	29.54
公司渗透率	50%	50%	52%	56%	58%	61%	65%	
潜在订单（亿）	0	0.77	1.81	3.36	4.10	3.74	3.46	17.24
YOY		-	134.8%	85.3%	22.1%	-8.7%	-7.4%	

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

货检：目前海南有 5 个港口口岸，简单假设其货检设备在 2021-2025 年每年有一个港口进行更新，单一港口合同金额 2 亿元，公司渗透率从 50%提高至 60%，2020-2025 年公司潜在货检订单金额为 5.6 亿元。

表 20：海南货检市场空间及公司潜在订单测算

海南：货检	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
每年更新设备的口岸数量	0	0	1	1	1	1	1	
单一口岸合同金额（亿）	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
理论市场空间（亿）	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	10.00
公司渗透率	50%	50%	50%	55%	57%	59%	60%	
潜在订单（亿）	0.00	0.00	1.00	1.10	1.14	1.18	1.20	5.62
YOY		-	-	10.0%	3.6%	3.5%	1.7%	

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

公司在海南自贸区传统口岸业务小结：考虑到海南岛既是我国再次开放国门、展示国际化进程的窗口，又处于开放监管的前沿位置，其口岸设备的智能化、数字化水平会媲美国际一流水平，对设备的采购强度会超越国内平均水平，我们判断 2020-2025 年海南传统口岸业务的市场容量约为 39.5 亿元，公司有望获得的潜在订单约为 22.9 亿元。

表 21：公司于海南的市场空间及潜在合同测算

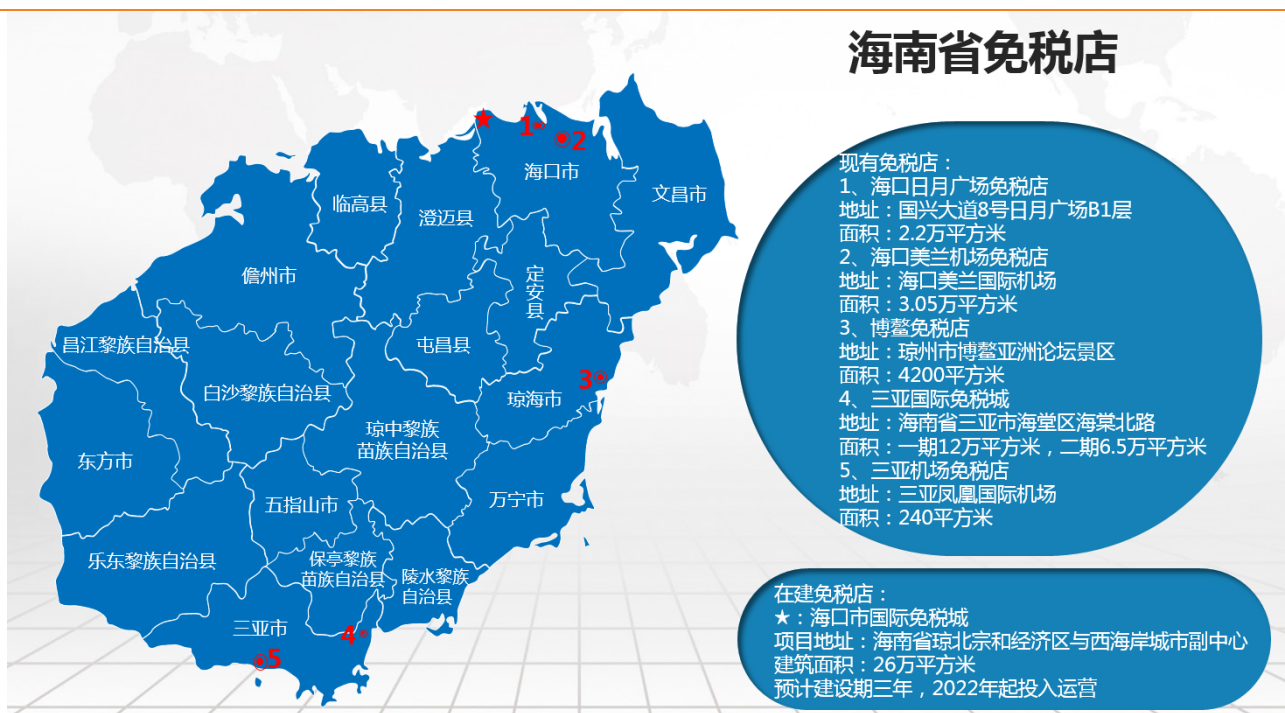
海南汇总 (单位: 亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025 合计
客检市场空间	0.00	1.54	3.48	5.99	7.06	6.13	5.33	29.54
YOY			126%	72%	18%	-13%	-13%	
客检潜在订单	0.00	0.77	1.81	3.36	4.10	3.74	3.46	17.24
YOY			135%	85%	22%	-9%	-7%	
货检市场空间	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	10.00
YOY				0%	0%	0%	0%	
货检潜在订单	0.00	0.00	1.00	1.10	1.14	1.18	1.20	5.62
YOY				10%	4%	4%	2%	
海南市场空间合计	0.00	1.54	5.48	7.99	9.06	8.13	7.33	39.54
YOY			255%	46%	13%	-10%	-10%	
海南潜在订单合计	0.00	0.77	2.81	4.46	5.24	4.92	4.66	22.86
YOY			265%	59%	18%	-6%	-5%	
综合渗透率		50.0%	51.3%	55.7%	57.8%	60.5%	63.6%	57.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算整理

5.2. 抢滩点：从自助退税设备到背后监管系统！

我国每年海外消费金额大，2018 年达到 2773 亿美元，而消费外流明显削弱国家消费内需。国家打造海南自贸岛的目的之一是吸引消费回流，并在海南岛大幅放开免税相关政策。免税运营商方面，2020 年 7 月起离岛旅客免税品购买限额达到 10 万元，可购买的免税品品类，单次购买限额均大规模放开，并且不排除未来政策进一步松动的可能性，7 月 1 日至 27 日，海关共监管离岛免税销售金额 22.19 亿元、购物旅客 28.10 万人次，较去年同期分别增长 234.19%、42.71%；环比分别增长 45.51%、12.63%。

图 45：海南免税消费场所



资料来源：各免税店网站，天风证券研究所整理

与此同时，各地政府对市内免税蛋糕已蠢蠢欲动，迄今为止我国已有 13 家市内免税

店（隶属中出服和中免两大集团），2020年6月以来先后有11个地方主体申请免税牌照，北京王府井已获批复，无论后续其它地方是否申请成功，我们认为这些“持证上岗者”大概率会在海南这块试验田全力拓展免税业务，叠加之前我们判断到2025年海南的旅游人次会达到1.8亿，这将导致几个变化：

- 目前已建和在建的五个免税场所或将难以满足需求，政府或将开辟新区域。
- 市内免税消费场景通常为市内购买，机场退税，伴随旅客人次和免税交易量的持续增长，市内免税店和机场退税点、提货处的客流会承受较大压力，若再考虑海南的免税品类不断放开，整个购买、退税环节时间会被拉长（机场空间更为有限），体验会大打折扣。

海南国际旅游定位较高，相信政府也会对上述情景有一定预知，2020年7月30日海关总署发布《多措并举做好海南离岛免税监管工作》，要求从完善管理制度、加大正面监管宣传力度、强化科技运用等多方面入手，创新管理模式和手段，通过调整业务系统参数控制，实现离岛免税购物全流程信息化监管，有效化解违规购物的管理风险，营造安定有序的市场购物环境，为海南自由贸易岛建设创造良好的法治环境和社会环境，并特别提出“完善科技系统功能，提升信息化监管水平。海关可以通过监管系统，实现对每一位离岛旅客限额、限量、限品种购物情况的信息收集和累加计算，通过核碰免税规则自动判断是否出现超限购物等违规情况，对于超规销售的情形，海关监管系统将自动作为异常数据转现场关员依规处置，有效避免了人工干预，同时亦可满足下一步海关对大数据风险分析及控制的工作需求”，我们判断未来核心关注的点在于：

表 22：各百货企业积极申请免税牌照

企业	免税品经营资质获得时间
王府井	6月9日获得免税品经营资质
百联股份	7月6日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
岭南控股	7月15日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
鄂武商 A	7月15日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
大商股份	7月19日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
欧亚集团	7月20日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
南宁百货	7月22日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
东百集团	7月23日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
步步高	7月23日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
友阿股份	7月23日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
东百集团	7月24日公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请
海旅发	7月30日媒体报导可能获得一张免税牌照

资料来源：各公司公告，东方财富网，天风证券研究所

- **基于自助退税和水客套利监管的市场**：免税消费激增，我们最容易想到的公司业务场景包括：

1) 机场自助退税设备和系统集成：国外部分国家如新加坡、澳洲、欧洲等地已经可以实现自助退税，随着海南离岛免税量迅速放量，口岸提货及退还保证金的人流、货流压力会迅速提升，首先会催生相关自动化设备、软件的需求，这一点并不足为奇；但要知道完成退税自助化，需要在后台操作系统中将购买人身份、进出岛行程、消费金额和额度、品类退税率进行逻辑验证，而公司在口岸系统拥有着传统优势，对于这类业务的把握能力原则上会高于竞争对手。

图 46：机场等待退税的排队人群



资料来源：新浪，天风证券研究所

图 47：韩国口岸的自助退税机



资料来源：马蜂窝，天风证券研究所

以澳大利亚 APP 退税为例，旅客购买 300 澳元以上且发票日期距离离境日期少于 60 日均可办理退税。旅客可以使用退税专用 APP：TRS，在离境前可以提前在 APP 中输入信息办理信息登记。首先旅客要输入自身信息如护照发行国家、护照号、离境时间等，随后输入购买物品信息如发票号码、ABN 号码、发票日期等，紧接着是输入退税收款信息如信用卡、银行卡信息等，最后点击出示申请获取二维码，在离境时凭借二维码、机票、护照申请退税。使用 APP 提前录入信息可以大幅降低查检流程繁琐程度，显著提高退税效率。

图 48：澳洲 App 退税流程



哪些人群可以退税

- 1.可以退税的人：澳大利亚公民及其他入境的外籍人员
- 2.退税物品：在离境60天内购买，在同一个ABN（税号）的商家下，含税商品共计超过300澳元

APP填写旅行信息

填写出境信息：

- 护照发行国家
- 护照号
- 离境时间

细节信息-发票

- ABN号码
- 发票号码
- 发票日期

细节信息-物品

- 物品种类
- 金额

细节信息-收款卡

- 信用卡
- 银行卡
- 支票

生成二维码

生成二维码

扫码核对信息

退税

资料来源：海外游，天风证券研究所

2) 水客套利的监管：海南免税消费的覆盖人群包含大陆居民，这导致水客的出行成本远低于其它区域，且全岛口岸众多，监管难度较其它区域更高，传统口岸的监管手段会伴随免税消费量的增加而捉襟见肘，我们认为基于免税店和口岸端的人像采集、身份识别、出行记录、大数据分析和系统深度学习算法都将被投入到应用中，或者说很可能和现有口岸系统形成整合、迭代，这无疑又会是公司的加分项。

- **经验一旦验证会被推广至全国：**从更长的一段时间来看，国家战略上会逐步放开国内免税店牌照，这意味着海南自助退税到口岸监管的各种经验一旦试行成功，会很容易复制到全国，不同于海南的是国内其它口岸的退税场景基本都是机场，而机场口岸则

是公司最主要的业务收入来源；所以我们决不能低估这块市场份额。

除上述 2C 端的场景以外，海南在传统 2B 的货物贸易方面，会建立起诸多海关监管特殊区域，实行“一线”放开、“二线”管住、岛内自由的方针，较国内其它自贸区，海南岛的监管难点在于幅员辽阔，口岸众多，预计被划定为保税监管场所的区域面积也会较大，这一政策同样也会大幅提升货品监管的难度，考虑到保税区为海关特定监管区域，公司创立之初便是在深圳设立“二线关”的时代，累积了同海关、边检在监管业务上的合作经验，我们判断在保税区这类“泛监管”领域，公司同样有较大的提升空间。

PS：因公司上述业务还未大规模开展，出于审慎原则，我们暂不对其市场容量和公司产生的收入进行预测，也不会计入我们的财务模型中。

6. 测算汇总及投资建议

6.1. 逻辑梳理及收入预测说明

综上，公司在口岸系统信息化赛道具有无以比拟的优势，未来五年业务迎来强势期的脉络已非常清晰，它们分别遵循三条主线：

一、伴随中国进出境旅客和货物持续增长，2020-2025 年 TOP50 国际机场的陆续交付使得口岸特别是机场口岸容量迎来快速增长，参照过去三年公司在机场项目 57%、头部国际机场项目 83% 的渗透率，我们有理由判断 19 年占公司 58% 收入比重的航空口岸业务将迎来强期。

二、疫情后时代的公共卫生系统升级，各地智慧机场概念的提出及 5G 等数字技术的成熟应用会让各口岸的软硬件升级换代进程和采购单价超越历史水平，而公司在口岸软件的独特优势，叠加其在软硬件集成方面的特点，会对下游海关、商检、边防、机场等客户有较强粘度，这会直接推升存量客户的更新采购市场。

三、从海南自贸岛的批准到近期中央提出的“双循环”，2025 年之前的海南自贸岛会发生翻天覆地的变化，预计旅客量、货物进出口量会有数倍增长，除了能够拉动公司在海南当地口岸项目需求，当地监管部门在免税商品、保税货物在物流、销售、退税各环节中，既要面临监管风险，又要体现国际旅游岛的开放舒适，所以原先系统的重构升级、自助退税设备的设计投入、面部识别和 5G 数字化科技的高强度运用很大概率会超市场预期，继而给公司带来大量的衍生业务；与此同时，海南自贸岛同样遵循其它自贸区可借鉴、复制的传统，一旦落地成功，很有可能会在国内其它具备市内免税店的口岸快速推广，公司新业务的拓展很有可能超市场预期。

基于上述事实，结合历史数据和政府规划，我们对公司的各条线业务测算结果如下：

表 23：盛视科技口岸订单测算汇总

单位 (亿)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020-2025
空运口岸	1.89	2.98	4.70	5.98	7.95	13.86	22.33	33.28	46.33	129.73
YOY		57.3%		27.2%	32.9%	74.4%	61.1%	49.0%	39.2%	
其中：新增航站楼建设			2.63	2.77	3.94	6.89	11.41	17.62	26.29	68.94
YOY				5.6%	42.0%	74.8%	65.6%	54.4%	49.2%	
存量航站楼设备更新			1.71	2.71	3.46	6.35	10.15	14.69	18.80	56.15
YOY				58.1%	27.8%	83.3%	60.0%	44.6%	28.0%	
新增口岸			0.36	0.50	0.54	0.63	0.76	0.97	1.24	4.64
YOY				37.5%	10.0%	15.0%	21.9%	26.8%	28.6%	
其他口岸	1.30	1.83	3.29	3.50	4.61	6.77	9.38	12.99	17.91	55.15
YOY		41.3%		6.2%	31.9%	46.8%	38.6%	38.4%	37.9%	
其中：客检			2.43	2.38	3.31	5.01	6.97	9.73	13.31	40.72
YOY				-2.0%	39.0%	51.5%	39.2%	39.5%	36.8%	
货检			0.86	1.12	1.30	1.76	2.41	3.26	4.59	14.43
YOY				29.2%	16.6%	35.0%	37.1%	35.3%	40.9%	
海南			0.00	0.77	2.81	4.46	5.24	4.92	4.66	22.86
YOY					264.5%	58.5%	17.5%	-6.0%	-5.2%	
客检			0.00	0.77	1.81	3.36	4.10	3.74	3.46	17.24
YOY					134.8%	85.3%	22.1%	-8.7%	-7.4%	
货检			0.00	0.00	1.00	1.10	1.14	1.18	1.20	5.62
YOY						10.0%	3.6%	3.5%	1.7%	
口岸收入	3.19	4.81	7.99	10.25	15.37	25.09	36.95	51.19	68.90	207.74
YOY		50.8%	66.2%	28.2%	50.0%	63.2%	47.3%	38.5%	34.6%	
智慧交通收入	0.14	0.25	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
YOY		82.7%	-70.7%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	
其他收入	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
YOY		-18.0%	-33.7%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	
总收入	3.34	5.07	8.07	10.25	15.37	25.09	36.95	51.19	68.90	207.74
YOY		51.8%	59.2%	28.2%	50.0%	63.2%	47.3%	38.5%	34.6%	

资料来源：Wind，天风证券研究所测算整理

除 2020 年受疫情干扰，收入增速稍有放缓，2021 年公司将进入新一阶段的逐年提速期，并有望在 2020-2025 年间获取 208 亿的总收入；同时，我们认为整个测算过程是保守审慎的，原因在于：

- 除口岸业务以外，2017-2019 年公司少量智慧交通、其他板块的业务收入，考虑到这些板块占比较小，且波动较大，预测过程中我们忽略不计。
- 在公司重中之重的航空口岸板块，我们预测值很大程度是基于国内 TOP50 具备国际航线机场的新航站楼建设规划，而忽略其它小型机场的订单；同时我们也将公司在新航站楼口岸建设的渗透率指标设置在 54-80% 之间，而不是过去三年 83% 的实际观测值。
- 海南及全国其它口岸基于自助退税、保税区监管所衍生出的设备、软件产品有望拉动公司其它板块收入，但当前还未正式实施，我们同样不在预测模型中体现。

6.2. 盈利预测及投资建议

随着我国开放力度不断加大，进出境客货流不断增长，公司强大的研发集成能力及存量业务逐步形成的客户黏度及口碑均将帮助其在智慧口岸类业务市场中大放异彩，且随着海南自贸港建设付诸行动，传统口岸的产品渗透度不断提升，技术升级迭代，长期发展前景亦有充足的想象空间，我们在本篇报告耗费 20 页的内容对公司所在市场进行了具体测算，结论是 2025 年公司有望达到 69 亿的收入体量，若假设净利润率不变，其利润体量将达到近 17 亿级别，考虑到疫情影响，预计 2020-2022 年营业收入分别为 10.2 亿、15.4 亿、25.1 亿，同比增速分别为 26.9%、50.0%、63.2%，归母净利润分别为 2.70 亿、4.02 亿、6.67 亿，增速分别为 26.5%、49.2%、65.8%；公司借助在口岸系统中的卡位优势，可拓展的市场空间较大，是典型的口岸信息化赛道龙头，结合近三年 50% 的复合增速中枢，保守给予公司对应 2021 年 50 倍 PE，对应 201 亿市值，给予“买入”评级及目标价 159.5 元，目标价对应 2020-2022 年的 PE 估值分别为 74.7X、50.1X、30.2X。

表 24：盛视科技盈利预测

单位 (百万)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	807.4	1024.6	1536.8	2508.7	3694.6
YOY	59.2%	26.9%	50.0%	63.2%	47.3%
归母净利润	213.1	269.6	402.2	666.8	989.3
YOY	50.3%	26.5%	49.2%	65.8%	48.4%
EPS (最新股本计算)	1.69	2.14	3.19	5.28	7.84
PE (2020-7-31)	62.6	49.5	33.2	20.0	13.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 25：2020 年 IPO 上市的 TMT 类公司估值表 (截至 2020 年 7 月 30 日)

证券代码	证券简称	上市日期	市盈率 PE(TTM)	上市至今涨跌幅 (%)
603290.SH	斯达半导	2020-02-04	240.4	1074.8
300846.SZ	首都在线	2020-07-01	176.5	513.0
603893.SH	瑞芯微	2020-02-07	153.0	514.4
300831.SZ	派瑞股份	2020-05-07	104.7	270.0
300842.SZ	帝科股份	2020-06-18	98.2	254.4
300830.SZ	金现代	2020-05-06	71.5	138.2
002983.SZ	芯瑞达	2020-04-28	70.4	151.3
605168.SH	三人行	2020-05-28	64.9	171.8
300852.SZ	四会富仕	2020-07-13	56.7	114.3
002987.SZ	京北方	2020-05-07	56.1	85.1
002990.SZ	盛视科技	2020-05-25	56.1	72.8
300843.SZ	胜蓝股份	2020-07-02	53.4	109.4
300845.SZ	捷安高科	2020-07-03	50.9	78.8
002981.SZ	朝阳科技	2020-04-17	47.0	62.2
002976.SZ	瑞玛工业	2020-03-06	45.3	34.3
300822.SZ	贝仕达克	2020-03-13	32.0	24.0
	平均值		86.07	229.28
	中位数		60.79	126.22

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

疫情和地缘政治等宏观因素或将导致公司经营波动：公司业务主要集中于各个口岸，如果疫情超预期或地缘政治因素不利于我国进一步开放，或宏观经济低于预期，可能会导致公司口岸业务的订单执行、拓展渗透不及预期。

财政紧张导致结账周期增加：公司客户主要为政府及相关下属企业，如财政紧张导致结账周期增加，可能会减慢公司确认收入的进程，进而影响业绩。

机场建设和 5G 技术常态化周期低于预期：基建建设及技术升级是主导公司未来增长的两大重要变量，如基建建设投资及 5G 技术常态化技术周期低于预期，则公司业绩增速可能会受到影响。

公司获取订单不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	328.93	494.74	1,629.59	1,465.72	1,336.19	营业收入	507.24	807.39	1,024.58	1,536.84	2,508.68
应收票据及应收账款	158.85	313.13	345.13	586.64	946.44	营业成本	246.78	423.29	535.86	803.77	1,304.51
预付账款	5.12	11.30	19.77	20.70	43.27	营业税金及附加	4.86	6.57	8.20	13.06	21.32
存货	242.16	317.74	377.88	712.07	996.47	营业费用	44.30	55.57	70.70	107.58	170.59
其他	11.48	12.67	32.38	28.03	65.99	管理费用	82.65	29.80	38.93	58.40	90.31
流动资产合计	746.55	1,149.57	2,404.74	2,813.16	3,388.36	研发费用	10.43	64.37	79.92	121.41	194.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.95)	(1.41)	(1.02)	(1.54)	(2.51)
固定资产	36.65	35.97	50.48	616.95	750.23	资产减值损失	4.92	0.00	7.49	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.42	194.41	29.72	503.78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	37.10	36.14	77.52	113.91	172.30	投资净收益	2.70	4.70	4.50	4.50	5.50
其他	28.59	21.29	23.15	24.05	22.63	其他	(51.56)	(19.79)	(9.00)	(9.00)	(11.00)
非流动资产合计	102.34	93.82	345.56	784.63	1,448.93	营业利润	163.12	244.29	289.02	438.66	735.53
资产总计	860.25	1,253.27	2,759.89	3,608.07	4,847.21	营业外收入	0.02	0.02	22.03	24.05	30.08
短期借款	0.00	56.20	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.02	0.01	1.50	0.45	0.03
应付票据及应付账款	83.99	261.22	80.23	457.93	464.92	利润总额	163.13	244.30	309.54	462.26	765.58
其他	341.04	285.45	550.24	617.71	1,182.83	所得税	21.36	31.20	39.93	60.09	98.76
流动负债合计	425.03	602.86	630.48	1,075.64	1,647.75	净利润	141.77	213.10	269.61	402.16	666.82
长期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	141.77	213.10	269.61	402.16	666.82
其他	23.00	25.09	22.75	23.61	23.82	每股收益(元)	1.12	1.69	2.14	3.19	5.28
非流动负债合计	23.00	25.09	72.75	73.61	73.82						
负债合计	448.03	627.95	703.23	1,149.25	1,721.57	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	94.68	94.68	126.24	126.24	126.24	营业收入	51.84%	59.17%	26.90%	50.00%	63.24%
资本公积	56.54	56.54	1,186.70	1,186.70	1,186.70	营业利润	98.58%	49.76%	18.31%	51.78%	67.68%
留存收益	317.55	530.64	1,930.42	2,332.58	2,999.40	归属于母公司净利润	98.51%	50.31%	26.52%	49.17%	65.81%
其他	(56.54)	(56.54)	(1,186.70)	(1,186.70)	(1,186.70)	获利能力					
股东权益合计	412.22	625.32	2,056.66	2,458.82	3,125.64	毛利率	51.35%	47.57%	47.70%	47.70%	48.00%
负债和股东权益总计	860.25	1,253.27	2,759.89	3,608.07	4,847.21	净利率	27.95%	26.39%	26.31%	26.17%	26.58%
						ROE	34.39%	34.08%	13.11%	16.36%	21.33%
						ROIC	376.76%	425.00%	155.95%	84.52%	62.93%
						偿债能力					
						资产负债率	52.08%	50.10%	25.48%	31.85%	35.52%
						净负债率	-78.22%	-69.29%	-76.53%	-57.34%	-40.97%
						流动比率	1.78	1.92	3.83	2.62	2.06
						速动比率	1.21	1.40	3.23	1.96	1.46
						营运能力					
						应收账款周转率	3.38	3.42	3.11	3.30	3.27
						存货周转率	2.84	2.88	2.95	2.82	2.94
						总资产周转率	0.74	0.76	0.51	0.48	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	1.12	1.69	2.14	3.19	5.28
						每股经营现金流	1.50	0.85	1.85	2.38	4.53
						每股净资产	3.27	4.95	16.29	19.48	24.76
						估值比率					
						市盈率	94.11	62.61	49.49	33.18	20.01
						市净率	32.37	21.34	6.49	5.43	4.27
						EV/EBITDA	0.00	0.00	39.37	25.37	15.48
						EV/EBIT	0.00	0.00	40.75	27.22	16.41

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	141.77	213.10	269.61	402.16	666.82
折旧摊销	1.81	4.12	10.12	31.82	44.28
财务费用	(0.06)	(0.73)	(1.02)	(1.54)	(2.51)
投资损失	(2.70)	(4.70)	(4.50)	(4.50)	(5.50)
营运资金变动	58.96	(81.49)	(41.10)	(127.32)	(130.75)
其它	(10.95)	(22.88)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	188.82	107.42	233.10	300.63	572.34
资本支出	69.12	0.64	262.33	469.14	709.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(140.07)	1.68	(517.54)	(935.33)	(1,413.94)
投资活动现金流	(70.95)	2.31	(255.21)	(466.19)	(704.14)
债权融资	6.52	61.44	55.64	55.80	55.56
股权融资	0.95	1.42	1,162.75	1.54	2.51
其他	(7.49)	(6.98)	(61.44)	(55.64)	(55.80)
筹资活动现金流	(0.03)	55.88	1,156.95	1.70	2.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	117.85	165.60	1,134.84	(163.87)	(129.53)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
	深 300 指数的涨跌幅	持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
	深 300 指数的涨跌幅	弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com