

2023年04月27日
德生科技(002908.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

通信终端及配件

一卡通筑基，民生数据要素打开成长天花板

智慧民生核心标的，打造居民服务一卡通体系

德生科技是 A 股唯一一家专注社保民生行业的上市企业。公司凭借 20 余年人社领域政务服务经验，目前已经形成围绕“居民服务一卡通”与“居民数据”的两大商业闭环，一卡通建设为数据开发提供场景，数据运营提升一卡通价值，二者互相促进。随着第三代社保卡进入换发高峰期，新增发卡量与日俱增，同时由于迭代后的社保卡芯片空间容量足够大，可以接入更多的功能，并叠加数字人民币，实现一卡通用。根据人社部数据，截至 2022 年底，第三代社保卡持卡人数达到 2.67 亿人，同比增长 93.48%，仍存在超 11 亿张三代卡发行的巨大市场空间。2022 年，公司全年发卡量约 3,600 万张，销售收入同比增长近 64%，公司的三代卡市场份额始终保持在行业领先地位。

标杆案例复制推广，民生数据运营构筑新增长极

公共就业服务能力提升需求迫切，2022 年 7 月人社部公示 20 个公共就业服务能力提升示范城市，迎来 20 城近 20 亿的就业服务建设风口，德生科技凭借完整的解决方案和丰富的项目经验有望受益。公司打造的“毕节市全口径劳动力大数据分析应用平台”是全国首个以“大数据+互联网运营”为基础的数字化城乡就业服务平台，获政府高度认可，将在全国市场复制推广。

随着数据二十条落地，数据要素市场被激活，公司在标准化数据交易产品方面的多年积累也迎来了巨大的发展机遇。目前，公司在城市就业分析、政务业务核验、个人征信认证等领域，已经形成标准化的数据交易产品。以一卡通的各项场景应用为基础，结合就业服务、身份核验等多项民生数据应用，形成“数据沉淀”、“数据开发”、“数据运营”的完整闭环，以数据产品和运营服务赋能民生保障事业。

投资建议：

德生科技是国内领先的民生综合运营服务商，短期受益于第三代社保卡换卡高峰，中长期发力数据要素市场，凭借多年在社保民生领域的数据积淀，人社数据运营业务有望打开成长空间。预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 15.60/21.75/27.48 亿元，归母净利润分别为 1.93/2.74/3.42 亿元。首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 26.70 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

风险提示：

三代社保卡推进不及预期；人社大数据运营发展不及预期；市场竞争加剧；数据要素政策落地不及预期。

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

26.70 元

股价 (2023-04-26)

20.50 元

交易数据

总市值(百万元)	6,327.27
流通市值(百万元)	4,384.70
总股本(百万股)	308.65
流通股本(百万股)	213.89
12 个月价格区间	11.05/23.31 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.1	28.7	46.1
绝对收益	14.5	23.4	50.7

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	742.6	905.4	1,560.2	2,175.2	2,748.4
净利润	91.5	113.8	192.8	273.7	341.7
每股收益(元)	0.46	0.37	0.62	0.89	1.11
每股净资产(元)	4.33	3.73	6.79	7.41	8.12

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.24	42.60	32.82	23.12	18.52
市净率(倍)	3.66	4.30	3.07	2.84	2.62
净利润率	12.3%	12.6%	12.4%	12.6%	12.4%
净资产收益率	11.2%	11.5%	12.1%	12.8%	14.7%
股息收益率	0.5%	0.3%	1.0%	1.7%	2.4%
ROIC	10.6%	11.5%	13.0%	13.7%	14.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 德生科技：国内领先的民生综合运营服务商	5
1.1. 深耕民生领域二十余年，数据运营实现商业闭环	5
1.2. 股权激励绑定核心骨干，业绩考核彰显发展信心	6
1.3. 收入稳健增长，人社大数据运营构筑新增长极	7
2. 以社保卡为基石，打造居民服务一卡通体系	8
2.1. 锚定“共同富裕”，提升社保投入增进民生福祉	8
2.2. 政策东风已至，第三代社保卡发行空间广阔	9
2.3. “国民账户”一卡多用，明星项目形成口碑效应	11
3. 加大运营商业模式升级，民生数据要素乘风起	14
3.1. 人社数据运营业务打开成长空间	14
3.1.1. 人社信息化需求释放，政策补贴持续加码	14
3.1.2. 数字化就业兴起，毕节模式有望推广复制	15
3.1.3. “互联网+”创新业务打开2C运营市场	17
3.2. 数据要素市场激活，民生数据厚积薄发	19
3.2.1. 数据要素产业价值加速释放	19
3.2.2. 标准化数据交易产品落地可期	22
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1. 基本假设与营收预测	23
4.2. 投资建议	24
5. 风险提示	25

目 录

图 1. 德生科技发展历程	5
图 2. 德生科技商业模式闭环	5
图 3. 德生科技前十大股东（2023 年一季报）	6
图 4. 2018-2022 年营业收入及增速	7
图 5. 2018-2022 年归母净利润及增速	7
图 6. 2019-2022 年主营业务结构（亿元）	7
图 7. 2019-2022 年主营业务占比	7
图 8. 2020-2022 年毛利率情况	8
图 9. 2018-2022 年费用率情况	8
图 10. 2012-2021 年全国 60 周岁及以上老年人口情况	8
图 11. 2012-2022 年我国社会保障和就业财政支出	9
图 12. 2011-2022 年全国社保卡持卡人数	10
图 13. 三代卡主动发卡模式	11
图 14. 居民服务“一卡通”具体功能展示	12
图 15. 居民服务一卡通数字化平台展示	12
图 16. 北京民生一卡通示范项目	13
图 17. 2018-2023 年中央财政就业补助资金	14
图 18. 人社部就业服务能力示范城市近 20 亿补贴	15
图 19. 德生科技搭建贯穿县-乡-村“三级联动+”服务体系	15
图 20. 德生数字化就业服务工厂运营示意图	16
图 21. 贵州省“毕节市全口径劳动力大数据分析应用平台”	16

图 22. “人才快递” 专注服务大型蓝领用工企业	17
图 23. 智慧客服业务模式	17
图 24. 信用就医让就医场景更便利	18
图 25. 信用就医打通系统平台	19
图 26. 我国数据要素市场培育的顶层机制建设	19
图 27. “数据二十条” 政策架构	20
图 28. 数据“三权分置”	21
图 29. 2016-2025E 我国数据要素市场规模及预测	21
图 30. 德生科技已形成标准化数据交易产品	22
图 31. 德生科技“数据底座+中台+场景”架构	22
表 1: 2022 年股权激励计划目标	6
表 2: 社保卡及一卡通相关政策梳理	9
表 3: 我国人社相关政策梳理	14
表 4: 德生科技营收拆分预测	23
表 5: 德生科技重要财务数据和盈利预测	24
表 6: 可比公司估值表 (2023-04-26)	24

1. 德生科技：国内领先的民生综合运营服务商

1.1. 深耕民生领域二十余年，数据运营实现商业闭环

德生科技是民生领域数字经济龙头企业。公司成立于1999年，是A股唯一一家专注社保民生行业的上市企业。回溯德生科技发展历程，我们将其大致分为三个阶段，1) **卡商阶段**：公司成立之初便定位为“智能卡应用服务商”，在2004年成为规模最大的社保卡供应商之一，首创了多款社保卡相关的系统设备或软件平台。2) **信息化服务商阶段**：公司于2013年成为金融社保卡主流供应商，并开始向社保卡应用服务领域发力，发展社保卡发行和运营两大核心服务。3) **运营服务商阶段**：2017年公司全面进入居民数据运营服务领域，通过“互联网+运营”的方式，建立以居民服务“一卡通”为标志的可持续运营服务体系，实现“高频、精准、定制化”的民生综合服务。

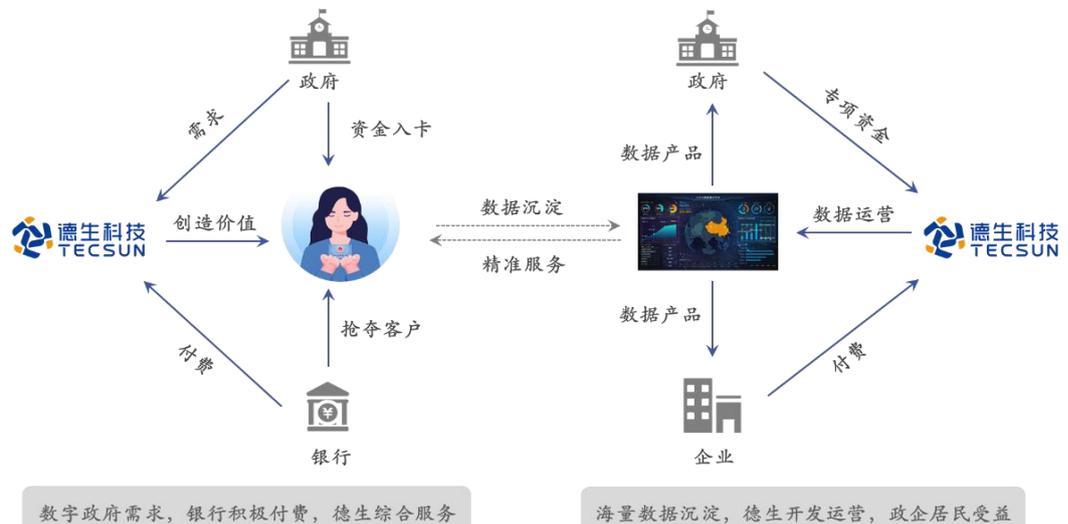
图1.德生科技发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

面向民生领域，形成围绕“居民服务一卡通”与“居民数据”的两大商业闭环。一方面，围绕居民服务一卡通，公司打通了“数字政府需求，银行积极付费，德生综合服务”的核心商业闭环，即通过持续的一卡通用卡场景建设，提升居民使用一卡通的频率，进而拉动更为活跃的交易和资金流动，从而为银行创造价值。另一方面，大量数据沉淀为公司的数据开发和数据运营服务创造了机会。公司打通了“海量数据沉淀，德生开发运营，政企居民受益”的数据运营商业闭环，即基于大量用卡场景下沉淀的数据，叠加公司自身的数据资源和技术能力，融合多源数据要素，形成标准化数据产品，为政府、企业创造价值。一卡通建设为数据开发提供场景，数据运营提升一卡通价值，二者齐头并进互相支持。

图2.德生科技商业模式闭环

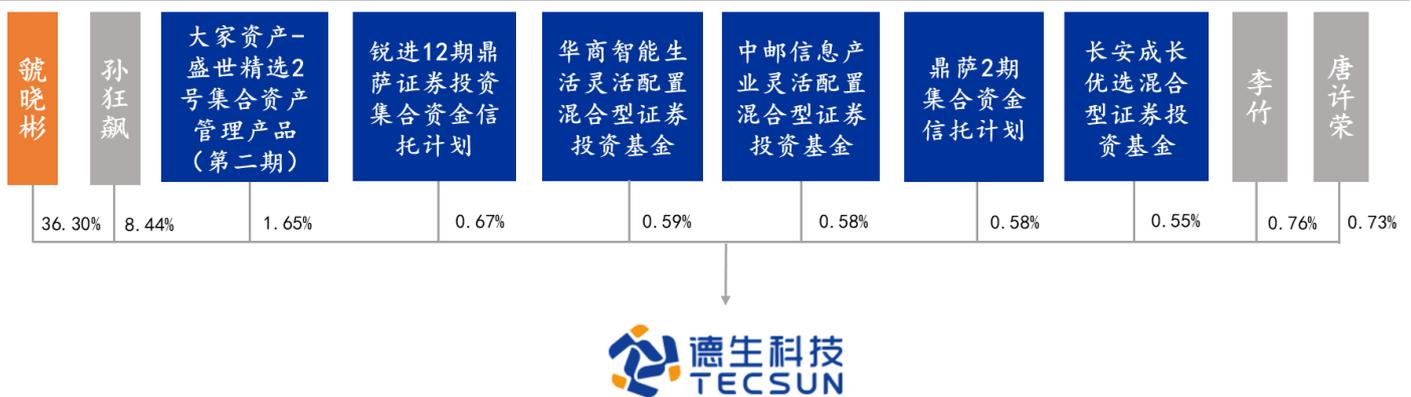


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 股权激励绑定核心骨干，业绩考核彰显发展信心

股权结构稳定，核心成员具备相关行业或政府等工作经历。公司创始人、实际控制人为毓晓彬先生，持股比例 36.3%，第二大股东孙狂飙先生持股比例 8.44%，股权相对集中有利于高效决策。公司核心人员具备政府相关经历，董事长兼总经理毓晓彬于 2013 年获聘中国劳动学会信息化专业委员会常务理事、2016 年当选广州市天河区第八届政协委员；副总经理朱会东于 2011 年被广东省密码管理局列为广东省重点领域网络与信息安全商用密码检查专家组成员；董事会秘书兼财务总监陈曲曾任广州市天河区第九届政协委员。

图3.德生科技前十大股东（2023年一季报）



资料来源：公司公告，安信证券研究中整理

股权激励绑定核心骨干，业绩考核彰显发展信心。2022年12月，公司向243名核心员工授予股票期权，其中5名为公司的董事和高级管理人员，238名为中层管理人员及核心技术（业务）人员，核心技术人员和骨干与公司深度绑定的关系增强了员工的工作积极性，为公司的长期稳定发展提供保障。此次股权激励计划的公司层面业绩指标方面彰显了未来三年的发展信心，其中今年的目标值：“以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于110%；或以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于110%”。

表1：2022年股权激励计划目标

2022年股权激励	业绩考核目标之触达值	业绩考核目标之目标值	行权比例
第一个行权期	以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于80%；或以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于80%。	以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于110%；或以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于110%	40%
第二个行权期	以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于140%；或以2021年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于140%	以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于190%；或以2021年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于190%	30%
第三个行权期	以2021年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于200%；或以2021年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于200%。	以2021年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于270%；或以2021年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于270%。	30%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 收入稳健增长，人社大数据运营构筑新增长极

收入端高质量稳定增长，受益于第三代社保卡放量业绩可期。2022年，公司实现营业收入9.05亿元，同比增长21.91%；归母净利润为1.14亿元，同比增长24.26%，主要系三代卡及“一卡通”场景服务、以及人力资源运营服务业务收入增长所致。随着第三代社保卡进入换发高峰期，预计未来几年该业务将呈现高速增长态势，主营业务加速确定性高。

图4.2018-2022年营业收入及增速

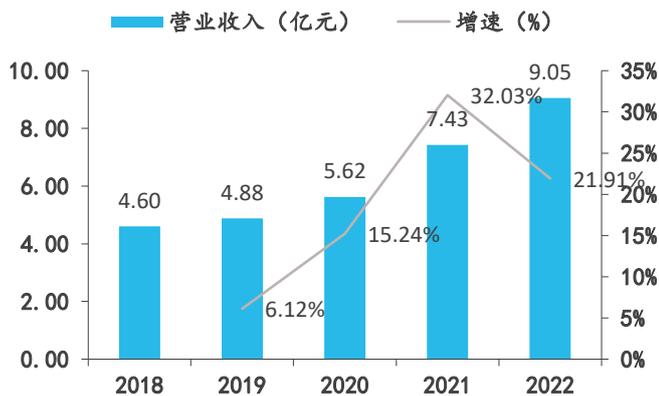


图5.2018-2022年归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

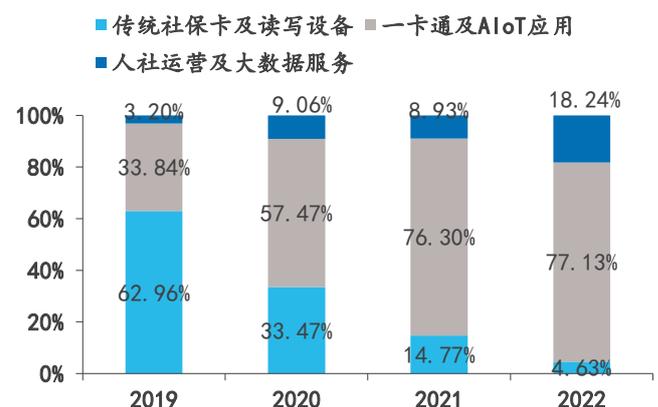
三代卡换发高峰迎来确定性增长，人社运营打开成长天花板。1) 一卡通及AIoT应用是公司目前最主要的营收来源，2021年实现收入5.67亿元，同比增长约75%，占比从2019年的34%提升至2021年的76%，增长显著，主要系三代社保卡进入换发高峰，以及居民服务“一卡通”在交通、医疗、社保、政务、疫情防控等场景深化应用。而与之相对的传统社保卡（“二代卡”）及读写设备的收入则逐年下降，符合公司发展逻辑。2) 人社运营及大数据服务构筑新增长极，2022年该业务收入为1.65亿元，同比增长高达149.12%。凭借多年在社保民生服务领域的业务积累，公司积极把握数字化就业服务、“信用就医”无感支付等需求，第二成长曲线逐渐清晰。

图6.2019-2022年主营业务结构（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

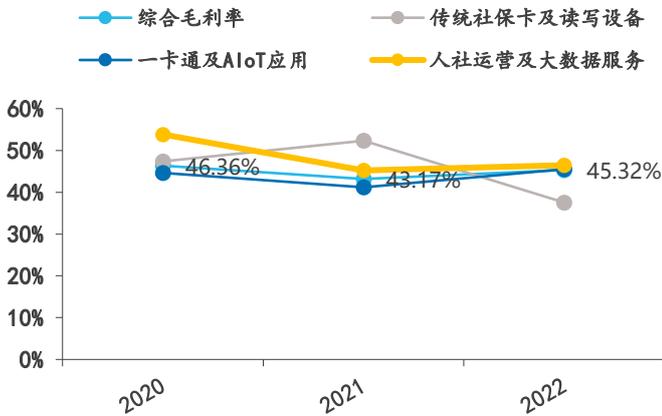
图7.2019-2022年主营业务占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

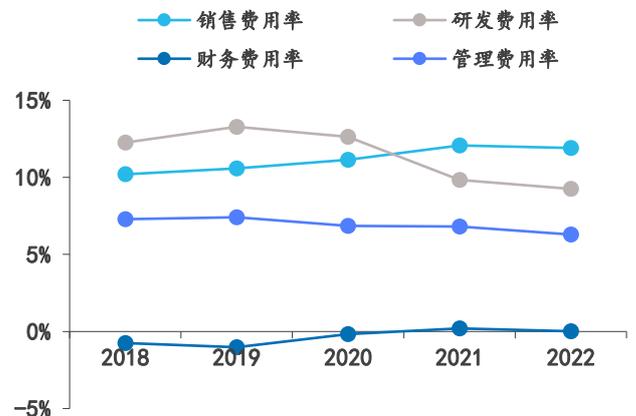
毛利率保持较高水平，费用端管控能力良好。1) 盈利能力方面，公司综合毛利率稳定在45%左右，分业务来看，2022年，一卡通及AIoT应用业务毛利率为45.52%，同比提升4.35个百分点，人社运营及大数据服务业务毛利率46.44%，同比提升1.23个百分点，传统社保卡及读写设备业务毛利率37.54%。2) 费用率方面，2022年公司销售费用率为11.9%，管理费用率6.29%，研发费用率9.25%，均保持相对稳定。

图8.2020-2022年毛利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图9.2018-2022年费用率情况



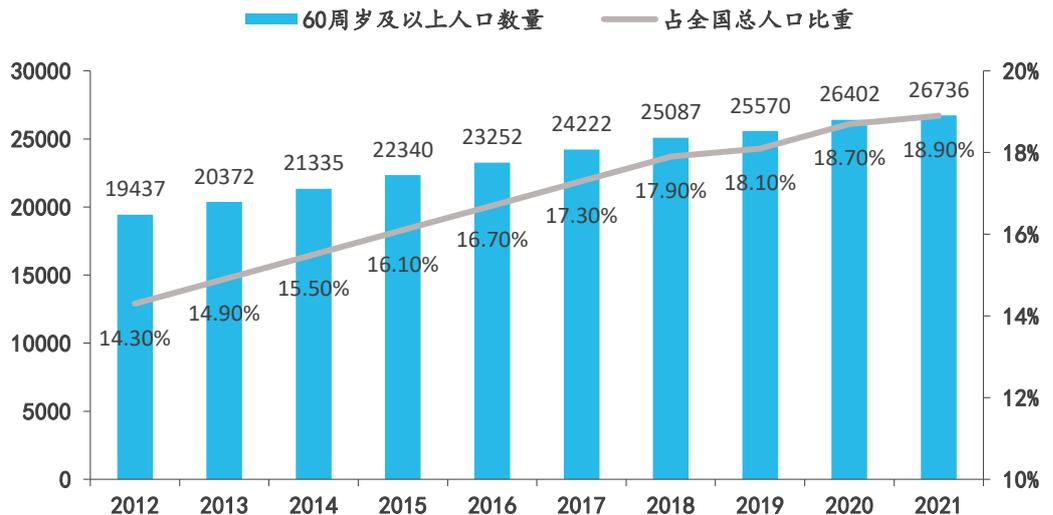
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 以社保卡为基石，打造居民服务一卡通体系

2.1. 锚定“共同富裕”，提升社保投入增进民生福祉

人口老龄化加剧，养老问题成为民生关注的重中之重。根据国家卫健委，截至2021年末，全国60周岁及以上老年人口2.67亿，占总人口的18.9%；全国65周岁及以上老年人口20056万人，占总人口的14.2%。全国65周岁及以上老年人口抚养比20.8%。根据国家信息中心经济预测部，“十四五”时期，60岁及以上老年人口总量将突破3亿，占比将超过20%，进入中度老龄化阶段。2035年左右，60岁及以上老年人口将突破4亿，占比将超过30%，进入重度老龄化阶段。我国在未来较长的时间段里将持续面临人口长期均衡发展的压力。

图10.2012-2021年全国60周岁及以上老年人口情况

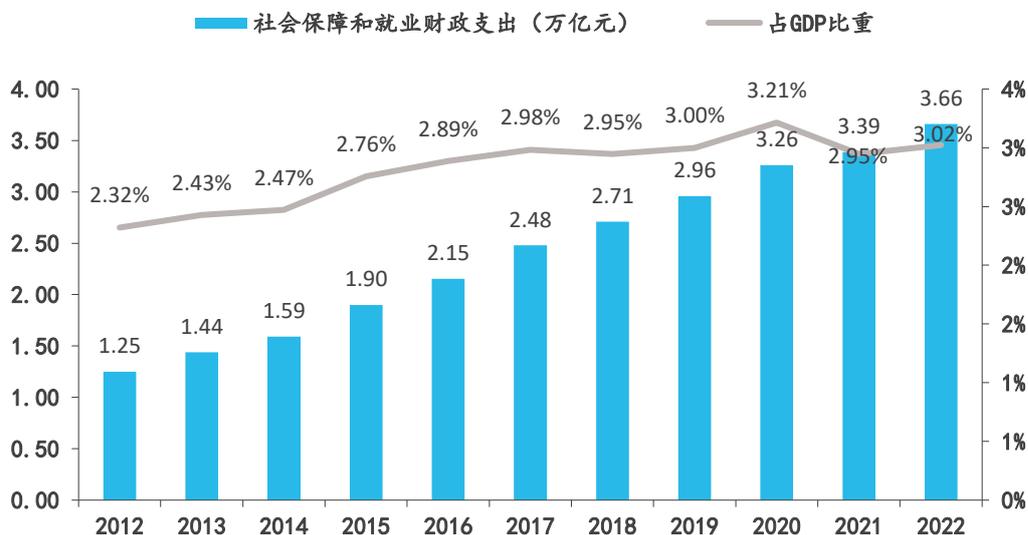


资料来源: 国家卫健委, 安信证券研究中心

保障民生奔向“共同富裕”，我国社保投入仍有巨大空间。2022年4月，习总书记在《求是》杂志发表《促进我国社会保障事业高质量发展、可持续发展》，强调社会保障是保障和改善民生、维护社会公平、增进人民福祉的基本制度保障，要加大再分配力度，强化互助共济功能，把更多人纳入社会保障体系。尽管我国社会保障制度改革已经进入系统集成、协同高效

的阶段，但和发达国家相比，我国在社会保障体系方面的投入还有巨大的提升空间，2022年中国社会保障和就业类开支为3.66万亿元，占GDP比重约3%，而发达国家该比例平均为10-20%。从长远来看，社会保障事业作为“共同富裕”的重要组成部分，我国社保体系的支出将逐步增加，因此也将给经营社保服务的企业带来巨大的发展机会。

图11.2012-2022年我国社会保障和就业财政支出



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2.2. 政策东风已至，第三代社保卡发行空间广阔

社保卡升级为居民服务一卡通，逐步实现一卡多用、全国通用。1999年12月，全国首张社会保障卡在上海发行，采用接触式CPU卡芯片，功能从最初支持就医结算，逐步形成“一卡多用、全国通用”的发展格局。2009年7月，经中国人民银行、人社部批准，加载了金融功能的第二代社保卡迎来首发。2017年9月，第三代社会保障卡在武汉大学中南医院发放，采用双界面、大容量CPU卡芯片，增加数字证书，进一步实现非接触读卡和安全规范用卡，标志着我国社保行业进入第三代社保卡时代，跨省异地就医等费用直接结算成为现实。2021年11月，《“十四五”国家信息化规划》中提出以社会保障卡为载体，推动居民服务“一卡通”在政务服务、社会保障、城市服务等领域的线上线下应用。

表2：社保卡及一卡通相关政策梳理

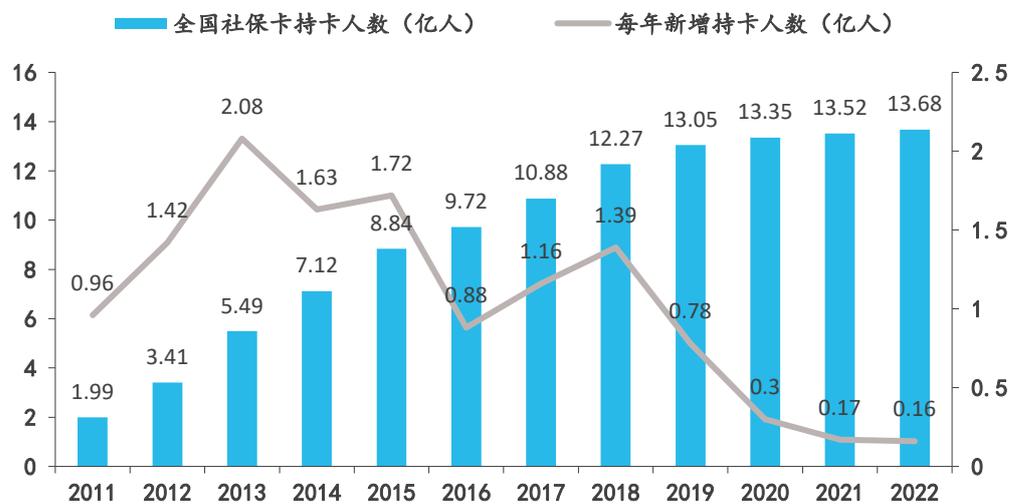
颁布时间	行业法规	颁布机构	主要内容
1999.12	《社会保障卡建设总体规划》	劳动保障部	全国范围内的社会保障卡建设正式起步，上海市发放了全国首张社会保障卡。
2011.07	《关于社会保障卡加载金融功能的通知》	中国人民银行、人社部	社会保障卡加载金融功能，以单一芯片同时支持社保应用和金融应用为最终模式。2011年至2012年为试点阶段，2013年起开始全面推广。
2014.07	《关于加快推进社会保障卡应用的意见》	人社部	以“一卡多用，全国通用”为总目标，到2017年底，实现社会保障卡可跨地区、跨业务直接办理个人的各项人力资源和社会保障事务，开放向其他公共服务领域的集成应用，基本实现全国社会保障一卡通。
2016.12	《关于加快推进跨省异地就医结算系统建设的通知》	人社部办公厅	2017年上半年，实现所有省级异地就医结算系统与国家异地就医结算系统对接；2017年底前，实现所有统筹区全面对接，支持跨省异地安置退休人员符合转诊规定人员的住院费用持社会保障卡直接结算。
2019.03	《关于全面开展电子社会保障卡应用工作的通知》	人社部办公厅	要求各地利用2-3年时间，实现电子社会保障卡的广泛应用，形成社保卡线上线下综合应用模式。

2020.10	《关于推广应用具有金融功能的第三代社会保障卡的通知》	人社部办公厅、央行办公厅	自 2021 年起，全国所有地区新发、补领、换领社保卡时全部采用支持 SM 系列算法的第三代社保卡，并加快签发电子社保卡，实现线上线下“一卡通用、一网通办”。
2021.11	《“十四五”国家信息化规划》	中央网络安全和信息化委员会	提出以社会保障卡为载体，推动居民服务“一卡通”在政务服务、社会保障、城市服务等领域的线上线下应用。
2022.10	《推进长三角区域社会保障卡居民服务一卡通规定》	三省一市（江苏省、浙江省、安徽省、上海市）人大常委会	为建立长三角区域以社会保障卡为载体的居民服务一卡通、促进基本公共服务便利共享提供法治保障，该规定提出推动“多卡集成、多码融合、一码通用”，促进跨区域居民服务便利共享。
2022.10	《个人养老金实施办法》	人社部等五部门	提出“参加人领取个人养老金时，商业银行应通过信息平台检验参加人的领取资格，并将个人养老金划转至本人社会保障卡银行账户。”

资料来源：安信证券研究中心整理

社保卡持卡人数逐年增加，第三代卡发行的市场空间广阔。社保卡是服务百姓的“民生大卡”，根据人社部数据，截至 2022 年底，全国社保卡持卡人数达到 13.68 亿人，普及率为 96.8%，其中第三代社保卡持卡人数达到 2.67 亿人，同比增长 93.48%，仍存在超 11 亿张三代卡发行的巨大市场空间。结合二代卡的发行节奏，我们发现二代卡首次试点发行的时间为 2009 年，而 2013-2015 年是每年新增持卡人数高峰期，原代卡需要时间过渡到下一代，一般情况下社保卡的有效期限为十年，由此我们预计 2023 年将进入三代卡的发卡高峰期。全国各地市正积极推动第三代社保卡的发行，2022 年，公司全年发卡量约 3,600 万张，销售收入同比增长近 64%，公司的三代卡市场份额始终保持在行业领先地位。

图12.2011-2022年全国社保卡持卡人数

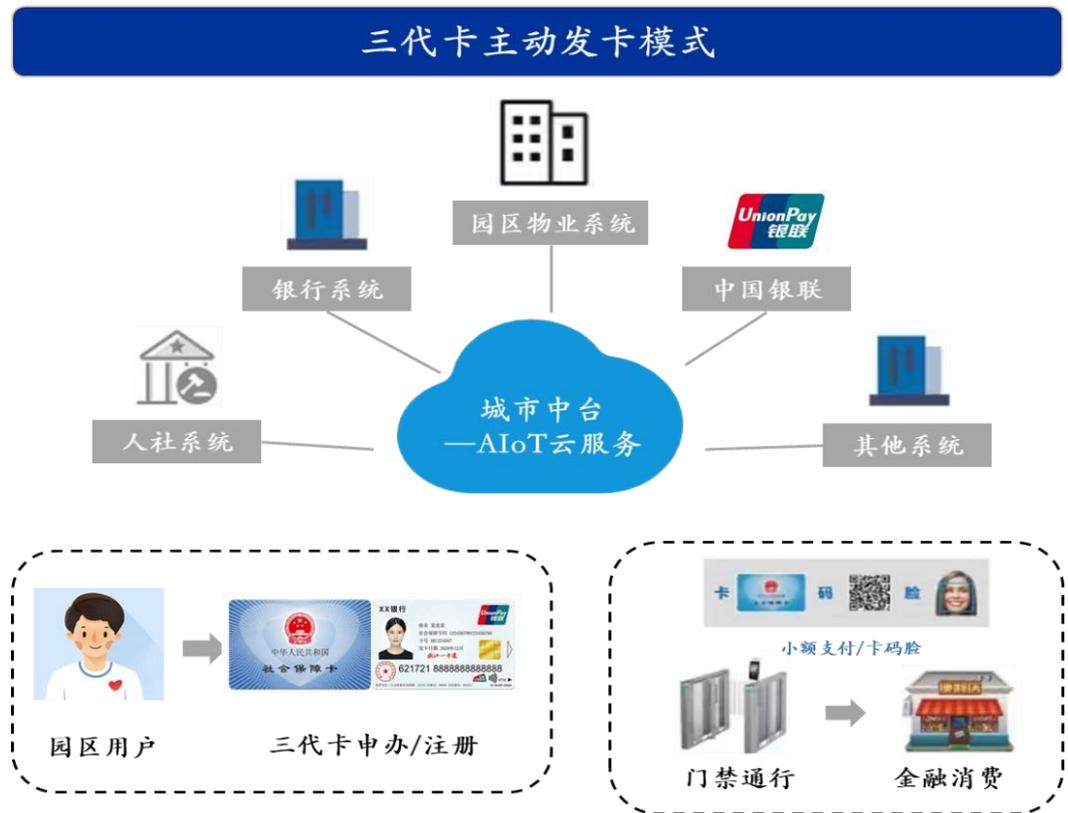


资料来源：人社部，安信证券研究中心

2.3. “国民账户”一卡多用，明星项目形成口碑效应

通过“场景化”实现“以用卡促进发卡”。德生科技结合多年在身份识别领域积累的园区、社区、校园、景区等场景化 AIoT 优势，把第三代社保卡的发放与居民生活场景快速结合，即发即用，并逐步形成了“以应用促发卡”的多场景应用服务模式来为各地搭建基于第三代社保卡为载体的居民服务一卡通综合服务。根据公司公告，截至 2022 年上半年，公司已与近 130 个地市签署主动发卡协议，其中银行协议超 70 家，新增发卡量与日俱增。目前公司基于场景化 AIoT 应用的三代卡主动发卡模式已在行业中构建起独特的竞争优势，在安徽、江苏、湖北、河南等省份均保持着较高的发卡份额。

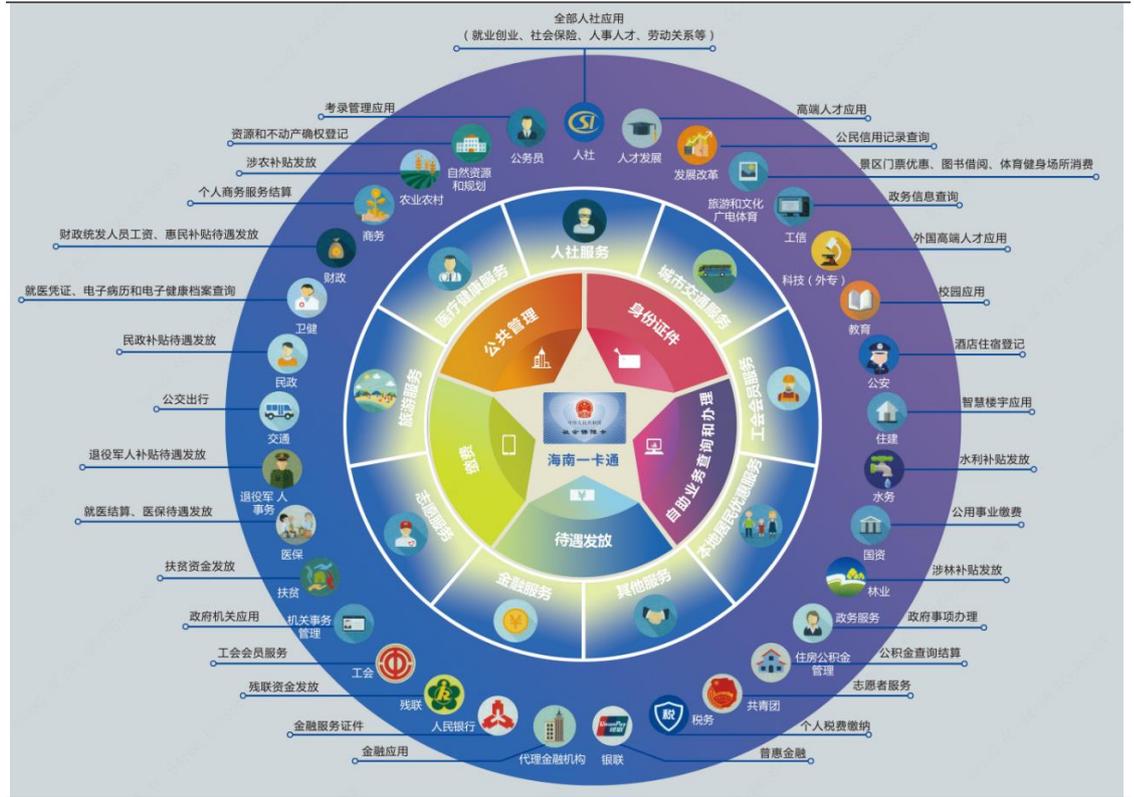
图13.三代卡主动发卡模式



资料来源：德生科技官方微信公众号，安信证券研究中心

以社保卡为载体，居民服务“一卡通”的快速推进。2022年，国务院办公厅印发《依托全国一体化政务服务平台开展社会保障卡居民服务“一卡通”应用时点方案的通知》，标志着“一卡通”已由人社部单一部门工程升级为整个政府的总体工程。全国各地响应国家“积极推动以社会保障卡为载体的居民服务‘一卡通’建设”的要求，居民服务一卡通的需求量不断攀升。以第三代社会保障卡为载体，建设政府主导下的全领域“多卡融合、一卡通用”的应用模式，同时通过社保卡发放政府补贴、养老金，将是社会奔向“共同富裕”新阶段的重要基础设施。

图14.居民服务“一卡通”具体功能展示



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司助力各级人社部门和社保卡发卡银行开展第三代社保卡发行工作，已陆续在 10 多个省、市建设社会保障卡信息管理系统。根据公司公告，公司以“数据底座+中台+场景”的方式，成功在安徽、广东、湖北、江苏等省份近 40 个城市落地居民服务一卡通平台，其中安徽省滁州市凭借平台卡位和场景应用叠加，实现全年销售收入近 3,000 万元，充分体现一卡通平台卡位优势。

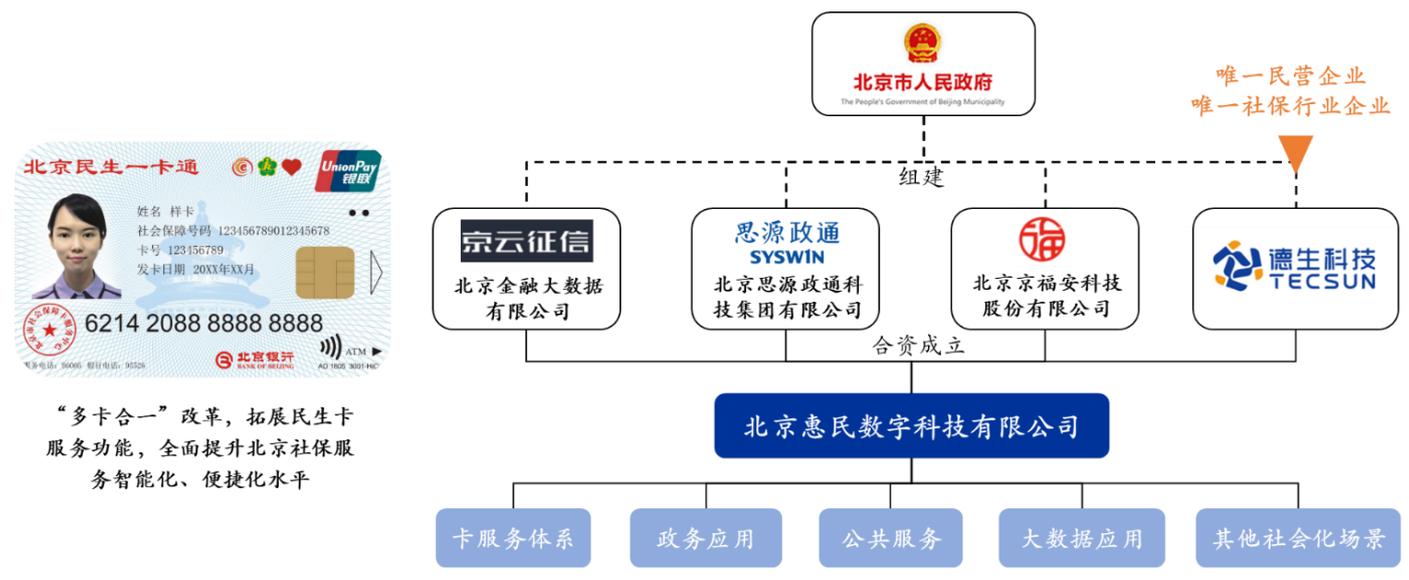
图15.居民服务一卡通数字化平台展示



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

打造北京民生一卡通明星标杆项目，单卡价值量有望提升。公司主导实施了全国第一个一卡通项目“芜湖城市一卡通”的建设，深度参与了全国最具标杆意义的“北京民生一卡通”建设，并先后在铜仁、东莞、清远、鹰潭等城市顺利实现一卡通项目落地。其中，北京“一卡通”项目的复杂性、先进性、标杆性在全国均属前列，公司投资参股了项目的实施单位北京惠民数字科技公司。北京民生一卡通整合了北京社会保障、待遇分配、公共交通、医疗、养老、残疾人保证、金融服务等民生应用，数字人民币将支持硬件钱包功能，实现多卡合一。我们认为，多功能叠加、多场景应用有望使一卡通的单卡价值量得到提升。

图16.北京民生一卡通示范项目



资料来源：企查查，公司公告，安信证券研究中心整理

“国民账户”社保卡与数字人民币深度结合。社保卡是唯一一张政府发放的覆盖全民、实名、且附带金融功能的卡，是重要的“国民账户”，而社保卡与数字货币具有天然的结合点，社保卡是实人实名的载体，具有庞大的用户基数，且具备唯一性，数字货币作为硬钱包加载至社保卡将有助于数字货币的推广普及；而数字货币的便捷支付功能也与第三代社保卡的 NFC 支付功能高度契合，将为第三代社保卡提供更多应用场景，互相促进。

打造可持续的社保卡运营模式，创造更多的社会效益和经济效益。根据公司公告，公司将在发卡和铺设设备的基础上提供更多的运营服务：一方面是卡片、设备和系统产生的运维服务费，另一方面是不断叠加的应用服务场景，例如微信和支付宝，原来的支付渠道比较窄，随着应用场景的增加可以拓宽更多的支付渠道；社保卡也类似，政府需要打破数据孤岛，在一卡通的基础设施建设完成后，需要通过银行不断投入资源拓展应用场景，以保持数据的真实有效性、动态准确性，让社保卡的价值逐渐增大，是可持续的 SaaS 模式。

3. 加大运营商业模式升级，民生数据要素乘风起

3.1. 人社数据运营业务打开成长空间

3.1.1. 人社信息化需求释放，政策补贴持续加码

人口结构变化衍生就业问题，催生人社信息化建设需求。当前人口红利消退、老龄化加剧已成为不可避免的现实，人口结构的变化倒逼国家产业结构发生重大调整，而产业调整又进一步对人力资源提出新的要求，这使得社会出现了“招工难”和“就业难”并存的矛盾局面。目前，城乡就业服务普遍存在难以完整精确掌握居民就业数据、工作系统相互割裂、难以长效运营等困境，人力资源服务分散、未形成统一的民生服务体系。而完善的信息化系统能够动态收集和实时分析海量数据，提供完整准确的数据分析和及时的预警。

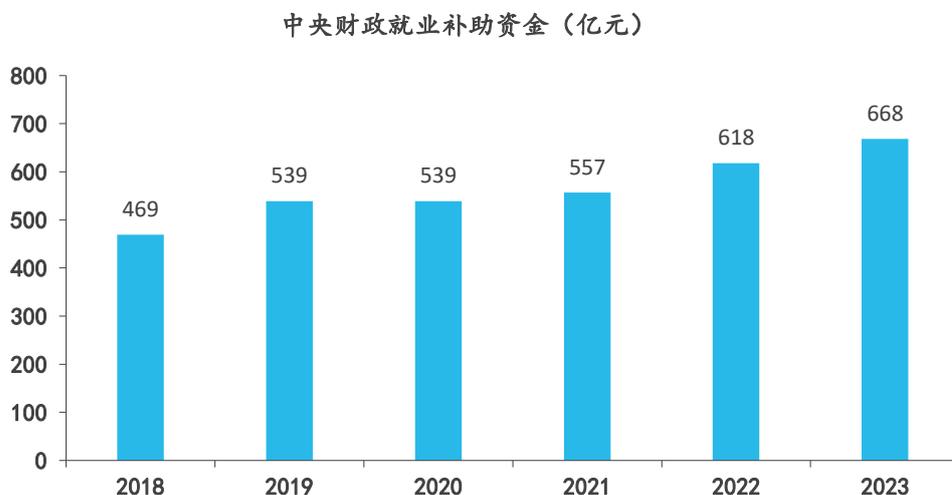
表3：我国人社相关政策梳理

行业法规	颁布时间	颁布机构	主要内容
《人力资源市场暂行条例》	2018.6	国务院	县级以上人民政府应当将人力资源市场建设纳入国民经济和社会发展规划，运用区域、产业、土地等政策，推进人力资源市场建设，发展专业性、行业性人力资源市场，国家鼓励社会力量参与人力资源市场建设，县级以上人民政府建立覆盖城乡和各行业的人力资源市场供求信息系统。
《关于充分发挥市场作用促进人才顺畅有序流动的意见》	2019.1	人社部	加快发展人力资源服务业，支持各地设立人力资源服务业发展专项资金，积极培育各类人力资源服务机构，鼓励发展高端人才猎头等专业化服务机构。
《关于支持多渠道灵活就业的意见》	2020.7	国务院	把支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，取消对灵活就业的不合理限制，强化政策服务供给，创造更多的灵活就业的机会。
《“十四五”就业促进规划》	2021.8	国务院	推进大数据在就业统计监测领域的应用，升级全国劳动力资源信息库，健全失业动态监测机制
《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	2021.11	人社部、发改委、财政部、商务部、市场监管总局	大力提升人力资源服务水平，进一步推动创新发展；健全完善高水平人力资源服务产业园体系，进一步推动集聚发展；着力促进人力资源服务助力共建“一带一路”，进一步推动开放发展；抓紧建设高标准人力资源市场体系，进一步推动规范发展。

资料来源：安信证券研究中心整理

稳就业是“六稳”的牛鼻子，加大财政就业补贴支持。2023年全国财政工作视频会议中提出，将继续优化完善助企纾困政策，落实落细就业优先政策，调整完善部分减负稳岗扩就业政策举措，加强就业公共服务，帮助高校毕业生、农民工、脱贫人口等重点群体就业创业。2023年，中央财政就业补助资金安排668亿元。

图17.2018-2023年中央财政就业补助资金



资料来源：财政部，安信证券研究中心

人社部就业服务能力示范城市近 20 亿补贴将利好公司人社业务发展。按照《财政部办公厅 人力资源社会保障部办公厅关于组织申报 2022 年公共就业服务能力提升示范项目的通知》相关要求，各个市委、市政府共同探讨并制定各自示范项目的实施方案，经省政府研究后向国家进行推荐，最终 2022 年公共就业服务能力提升示范项目名单为：天津滨海新区、河北石家庄、内蒙古呼和浩特、辽宁沈阳、吉林长春、江苏苏州、福建厦门、江西赣州、山东潍坊、河南郑州、湖北荆门、湖南长沙、广东佛山、广西玉林、重庆南岸区、四川德阳、贵州黔东南、云南楚雄、甘肃张掖、新疆克拉玛依。单个城市补贴不超过 1 亿元，迎来 20 城 20 亿的就业服务建设窗口，德生科技凭借完整的解决方案和丰富的项目经验有望受益。

图 18.人社部就业服务能力示范城市近 20 亿补贴



资料来源：财政部，安信证券研究中心

3.1.2. 数字化就业兴起，毕节模式有望推广复制

“三级联动+”深化就业服务数字化运营。为进一步提高就业服务拓展速度，公司提出以区县为对象，采用 SaaS 模式，以“县乡村”三级联动平台和服务工厂数字化运营平台为工具，以互联网运营为手段，搭建乡村经纪人网络，在政府与个人之间建立长期、互信的交互链路，实现动态的数据回流与政府服务的精准触达，帮助政府提高公共就业服务效率，快速实现就业服务的规模扩张。

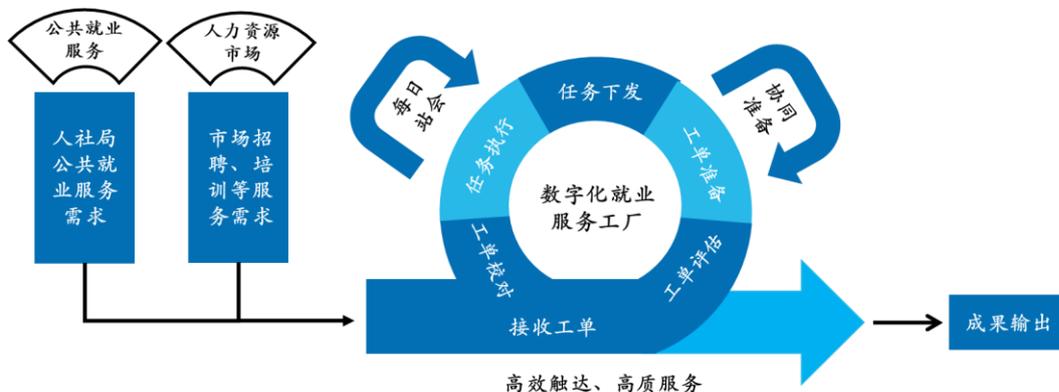
图 19.德生科技搭建贯穿县-乡-村“三级联动+”服务体系



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

此外，公司通过“数字化就业服务工厂”整合市场优质资源，并充分发挥数据资源优势，将政府职能和市场能量通过数据连接起来，构建百姓与政府之间的线上互信通道，依托线上运营团队和乡村劳务经纪人网络，为城市就业工作开展提供“有组织、有温度、有实效”的运营服务，从“数据-人-服务”树立全生命周期人力资源培育开发新理念，实现城市人力资源服务数字化升级。

图20.德生数字化就业服务工厂运营示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

首创“大数据+互联网运营”就业平台，毕节模式有望复制推广。贵州省“毕节市全口径劳动力大数据分析应用平台”是全国首个以“大数据+互联网运营”为基础的数字化城乡就业服务平台，覆盖“三大体系、九大模块、五大用户、百项应用”，依托毕节人社指挥体系，实现全市就业服务工作人员互联网化，覆盖9个县市区280个乡镇3,718个村社区，完成600多万劳动力信息调查，构建了大数据劳动力就业档案库，并建立了劳动力数据常态化更新机制。基于大数据的人力资源运营服务业务是公司独创的商业模式，公司希望通过为G端政府建立就业大数据系统，赋能B端人力资源公司和C端灵活就业人群。公司在贵州省打造了“毕节模式”数字化就业服务样板，为公司在全国铺开市场提供了优秀的范本。截至2022年底，公司数字化城乡就业服务已落地贵州、河南、广西、四川等多个省市地区，为全国1,000万+劳动力提供了就业服务。

图21.贵州省“毕节市全口径劳动力大数据分析应用平台”



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

“链接政府、服务个人”，收购金色华勤打开 2C 运营服务市场。2021 年，公司收购了北京金色华勤数据有限公司 51% 股权，本次收购直接提升了公司服务个人用户的互联网运营能力，是公司商业模式的一次重大升级，首次实现了 2G 的“项目实施”向 2C 的“互联网运营”的跨越。公司与金色华勤在打造数字化就业服务中深度协同，根据年报披露，金色华勤旗下产品“亲亲小保” APP 注册用户已达 300 多万，付费企业接近 2 万家，公司通过结合亲亲小保在互联网运营和人力资源服务的专业能力，助力客户“精准、高效”实现蓝领招聘。公司与“亲亲小保”共同打造的蓝领就业产品“人才快递”在运营方面取得突破，截至 2022 年底，“人才快递”直播招聘业务已联合 1000+ 服务机构、覆盖全国 25 个省，在快手平台拥有粉丝数达 35 万人，获得简历投递总量超 2 万 5 千份。打通从就业人群数据获取到促成就业的完整闭环，形成“用工企业-求职个人-政府部门-服务机构”的就业数字化生态圈。

图22. “人才快递”专注服务大型蓝领用工企业

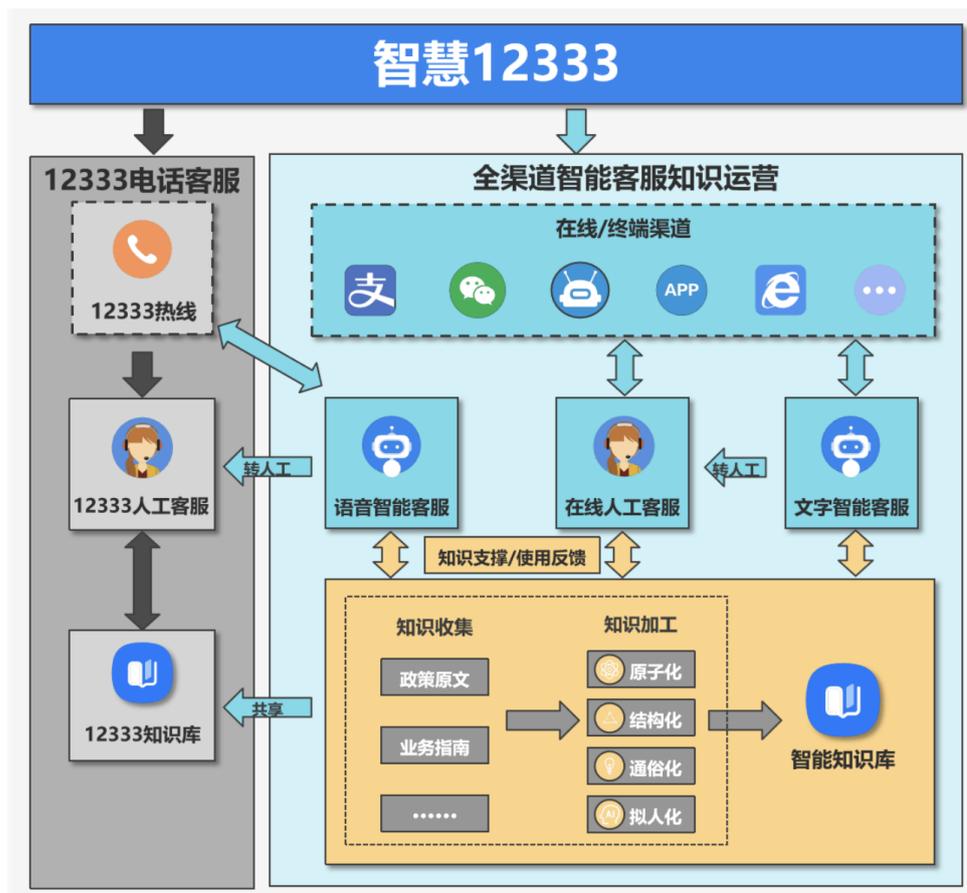


资料来源：德生科技官方微信公众号，安信证券研究中心

3.1.3. “互联网+”创新业务打开 2C 运营市场

智能知识运营进一步打开 2C 市场，SaaS 模式有望复制。德生智能客服产品以渠道分流和知识内容运营为核心，以在线客服和微信小程序为载体结合打造智慧 12333，形成市民咨询到办理业务的完整经办闭环，分流人社客服和经办人员接待压力，让市民足不出户即可办理业务。智能客服是公司以 SaaS 模式服务 C 端客户的又一成功商业实践，是公司内部成功孵化的又一创新商业模式，与公司传统 2G 业务有本质区别，SaaS 服务的特性使得该业务的边际扩张成本极低，预计将在公司传统业务覆盖的城市中加速复制，根据年报披露，公司智能知识运营服务已上线近 60 个地市，覆盖 17 个省份，累计服务人数超 930 万次，服务解决率超过 98%。

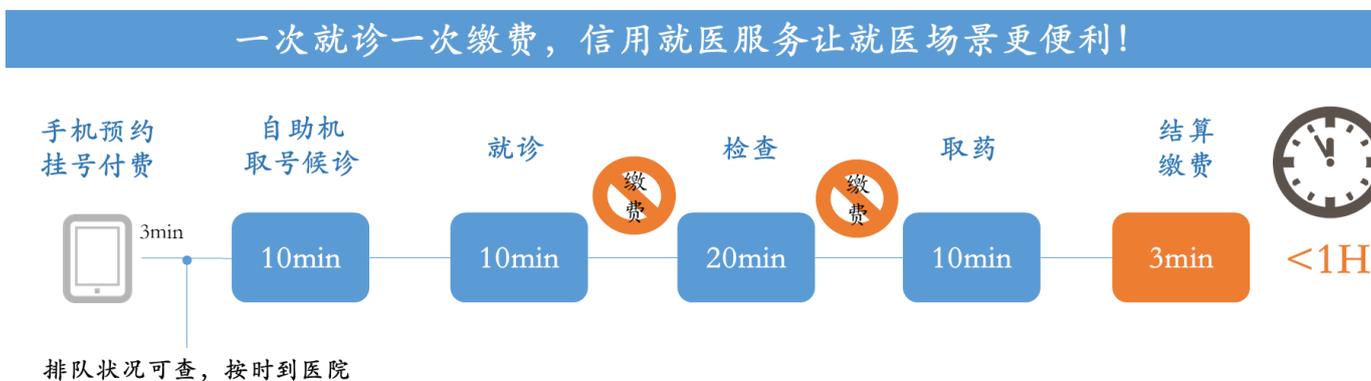
图23.智慧客服业务模式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

“信用就医无感支付”是基于“互联网+医保+信用”的惠民就医创新模式。公司推出的社保金融创新产品“信用就医无感支付”是与中国银联共同打造的医疗支付新生态，打通了政府数据和银行信用体系，并在长三角一带已实现跨区域信用支付的数字化升级。信用就医覆盖门诊就医、住院押金、缴费结算等业务场景，实现“先看病、后付费”的就医体验，助力解决参保人“排队长、缴费烦、看病难、费用贵”等问题。根据年报披露，“信用就医无感支付”已接入全国超1,400家医疗机构，累计交易金额近1.3亿元。

图24.信用就医让就医场景更便利

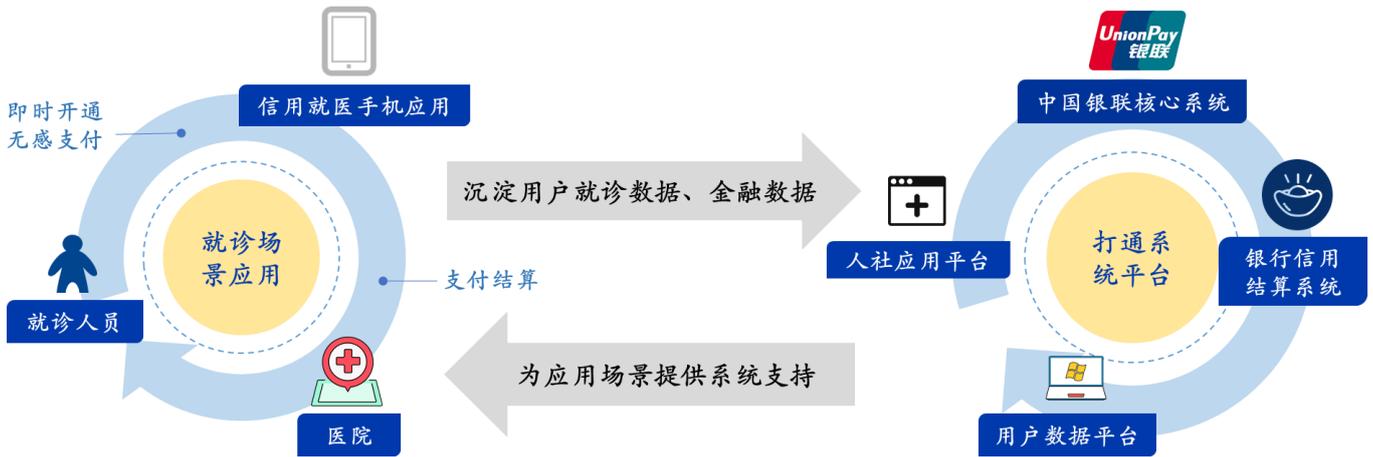


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

打通政府数据和银行信用体系，沉淀就诊数据和金融数据。广州“信用就医无感支付”作为全国首创“智慧医保”住院便民服务，具备“免排队”、“亲情付”、“就医信用专用额度”等特点，已被

列为“2023 年广州十件民生实事”之一，将在广州上线 100+医院，及广东各地市复制。此项业务以独特商业模式加强了银行与 C 端客户的粘度，可拓展银行高质量客户的增值服务渠道，且在医院实现的信用消费服务，具备可持续的资金流水，因此银行的积极性非常高，银行按每家医院的接口费及运营服务进行付费，未来银行会积极叠加更多服务（如：理财、商业保险、药品配送等）。

图25.信用就医打通系统平台



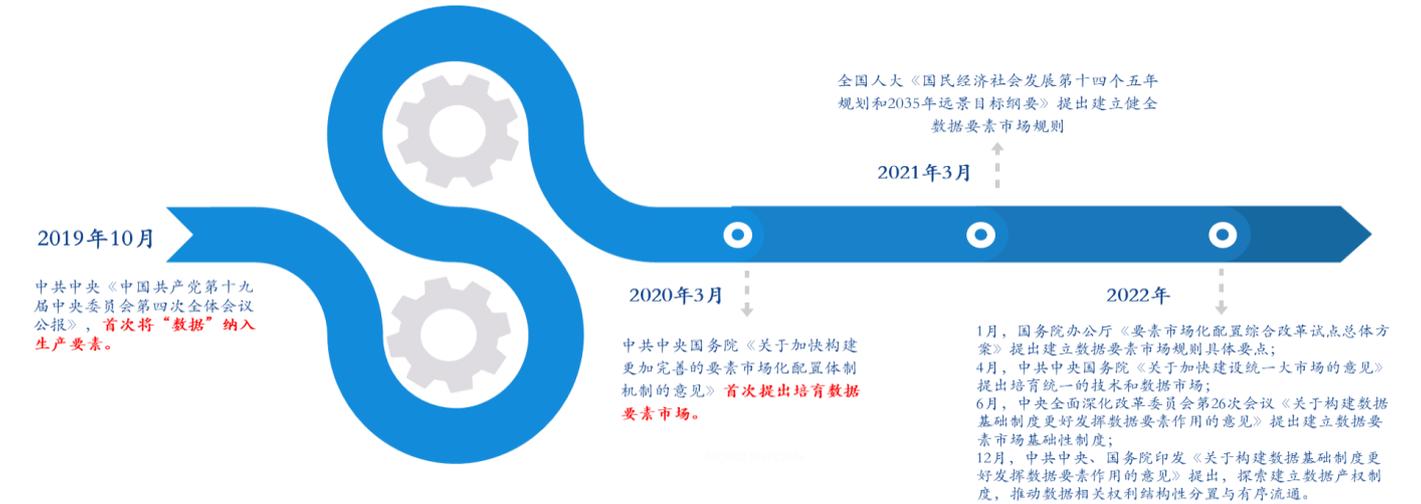
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 数据要素市场激活，民生数据厚积薄发

3.2.1. 数据要素产业价值加速释放

在全球范围内，我国率先将数据列入核心生产要素，旨在进一步激发数据价值，赋予数据更大的使命。随着信息技术、大数据、人工智能的发展，数据的重要性凸显，它催生了很多新产业、新模式。因此“数据”作为一种生产要素独立出来。2020年4月9日，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式公布，提出坚持深化市场化改革，破除阻碍要素自由流动的体制机制障碍，扩大要素市场化配置范围，健全要素市场体系，并分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向。我们认为，数据要素产业是数字经济和要素市场化配置两大国家级顶层战略规划交汇点和破题口，对我国未来经济社会发展有至关重要的巨大价值。

图26.我国数据要素市场培育的顶层机制建设



资料来源：安信证券研究中心整理

顶层设计落地，数据要素价值有望得到释放。数据作为新型生产要素，作为数字经济乃至数字中国的重要基础，围绕数据要素的一系列政策体系在2022年逐渐得到完善。2022年12月23日，中共中央、国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（数据二十条），提出构建数据产权、流通交易、收益分配、安全治理等制度，奠定数字中国的制度基础。2023年2月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，提出到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放。同时，今年两会期间国家提出组建国家数据局，负责协调数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，彰显了国家对数据的生产要素和资源属性的高度重视。

图27. “数据二十条”政策架构



资料来源：国务院官网，安信证券研究中心

“数据二十条”的核心主线是坚持促进数据合规高效流通使用、赋能实体经济，以充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利为目标。考虑到数据作为新型生产要素，与传统生产要素土地有异曲同工之处，“数据二十条”以解决市场主体遇到的实际问题为导向，借鉴农村土地产权制度所有权、承包权和经营权相分离的新型模式，创新数据产权观念，淡化所有权、强调使用权，聚焦数据使用权流通，创造性提出建立数据资源持有权、数据加工使用权和数据产品经营权“三权分置”的数据产权制度框架，构建中国特色数据产权制度体系，以期实现多方主体利益协调。

图28.数据“三权分置”

面向主体的数据资源持有权

- 《意见》强调的并非是人们人们对单个数据的占有或控制，所以不是“数据所有权”的术语表达。这不仅意味着我国数据产权配置顶层设计放弃了所有权的立法思路，更催生了一种类似于数据“准占有”制度的新型权利样态，旨在保护权利主体对数据的和平持有状态，并为权利主体“依法持有”数据提供正当性依据，以防止其他主体对数据的非法获取和利用。

基于处理的数据加工使用权

- 数据加工使用权的权利主体为数据处理者。只有在满足“依法持有”或“合法取得”数据的前提下，数据处理者才有权加工和使用。对于非法获取的数据，数据处理者不仅无权加工使用，还可能构成篡改、破坏、泄露数据或者非法利用数据等行为。



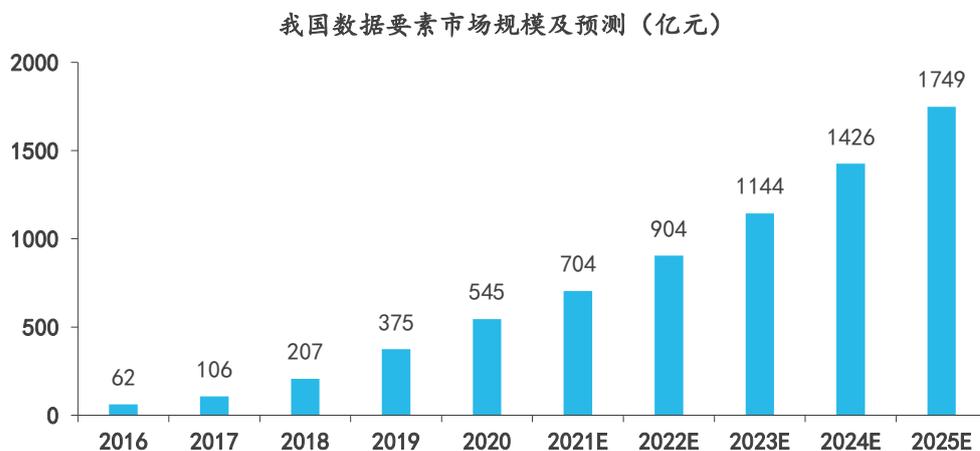
针对竞争的数据产品经营权

- 数据产品经营权主要指数据竞争性权益，即数据处理者对第三方的限制性权益，以防止同行业竞争者不当利用其数据产品获得利益。数据产品经营权主要是指网络运营者对其研发的数据产品进行开发、使用、交易和支配的权利。比如，《深圳经济特区数据条例》第五十八条规定：“市场主体对合法处理数据形成的数据产品和服务，可以依法自主使用，取得收益，进行处分。”

资料来源：《数据“三权分置”的新路径》，中国社会科学报，安信证券研究中心

数据为数字经济的发展提供了不可或缺的动力支持，近年来全球数据量呈井喷式发展。根据国际数据公司（IDC）预测，2025 年全球数据量将达到 163ZB。随着数据量指数级增长，数据分析算法和技术迭代更新，数据创新应用和产业优化升级，数据对社会变革的影响将更加深远。与此同时，随着数据要素相关政策文件推动数据要素市场深化改革，我国数据要素市场规模进入高速增长阶段。根据国家工业信息安全发展研究中心预测，“十四五”期间我国数据要素市场规模复合增速将达到 26.3%，2025 年将达到 1749 亿元，整体上进入高速发展阶段。

图29.2016-2025E 我国数据要素市场规模及预测



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，安信证券研究中心

3.2.2. 标准化数据交易产品落地可期

乘势而上，数据交易产品迎来重大发展机遇。随着数据要素逐渐受到政企各届的重视，数据交易逐渐从无序走向正规，公司在数据治理领域多年的积累也迎来了发展良机。多年来聚焦人社行业，深度理解民生服务场景，成为了公司开展数据业务坚实的竞争壁垒。公司一直坚持大数据应用方面的探索和创新，在就业、就医、征信核验、政务数据融合分析等领域，保持常年的实践。其中在乐山主导实施的“政数通”产品，在城市级成功打通了各委办局的数据孤岛，形成了真正的城市级综合政务数据服务。目前，公司在城市就业分析、政务业务核验、个人征信认证等领域，已经形成标准化的数据交易产品，随着各地数据交易所的逐步建设和完善，公司的数据交易产品将得到快速发展。

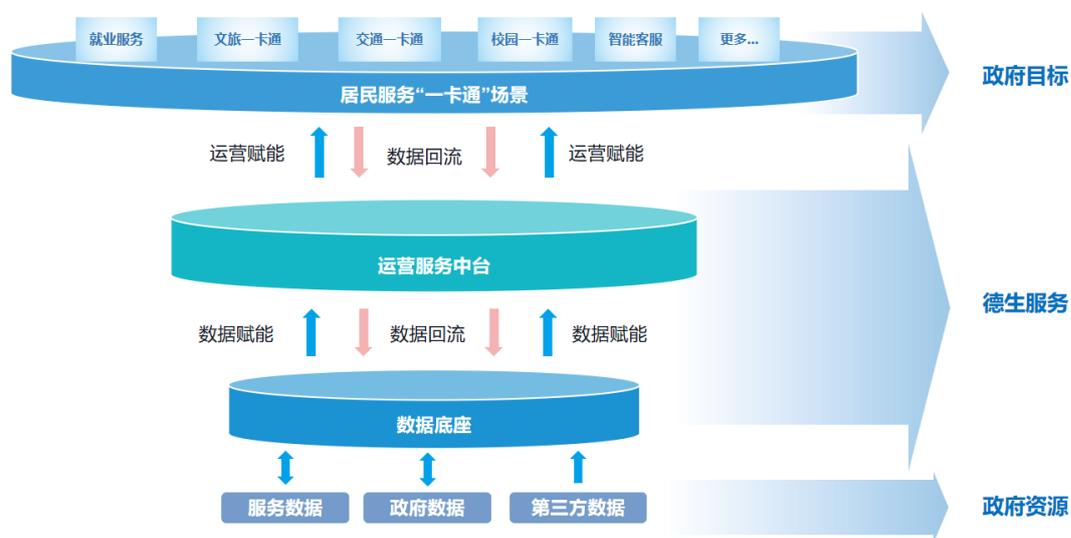
图30.德生科技已形成标准化数据交易产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

公司通过“数据底座+中台+场景”的方式，从各类定制场景中提炼出标准服务清单，覆盖了民生应用、金融应用、大数据应用、AI应用等软件系统，并在全国快速推进落地，大幅提升产品服务的推广效率和交付速度。公司在“基于业务产生数据”“基于数据产生新的应用场景”方面具备天然的优势，未来将通过运营政务民生数据，链接到公司业务覆盖的各大场景，形成数据产品体系服务政企居民。

图31.德生科技“数据底座+中台+场景”架构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 基本假设与营收预测

一、关于一卡通及 AIoT 应用业务的假设

- 1) 由于 2013-2015 年是二代社保卡的换卡高峰，社保卡有效期一般为十年，因此推测 2023 年将迎来三代社保卡的换卡高峰，我们预计该业务将呈高速增长态势。
- 2) 以社保卡为载体的居民服务一卡通将是近几年各地政府的工作重点，多功能叠加、多场景应用有望使一卡通的单卡价值量得到提升。
- 3) 德生作为社保民生领域的专家，凭借多年的服务经验积累，以及在重点城市树立的标杆效应，市占率有望进一步提升。

二、关于人社运营及大数据服务的假设

- 1) 公司打造的“毕节模式”有望在全国其他城市推广复制，除了项目建设费外，后续 SaaS 化运维费亦将为公司贡献持续收入。
- 2) 信用就医可拓展银行高质量客户的增值服务渠道，因此银行的积极性非常高，公司按每家医院的接口费及运营服务收费，我们认为，在银行的助力下将接入更多医院，收入预计快速增长。
- 3) 升级为运营服务商业模式，以软件平台运营为主，毛利率有望持续提升。

三、关于传统社保卡及读写设备的假设

由于进入三代社保卡发放期，传统社保卡（“二代卡”）及读写设备的收入预计逐年下降，符合公司发展逻辑。

表4：德生科技营收拆分预测

营收拆分 (亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	7.43	9.05	15.60	21.75	27.48
YOY (%)	32.02%	21.91%	72.32%	39.42%	26.35%
综合毛利率	43.17%	45.32%	47.55%	47.66%	47.73%
一卡通及 AIoT 应用	5.67	6.98	12.03	16.88	20.65
YOY (%)	75.30%	23.23%	72.34%	40.22%	22.38%
人社运营及大数据服务	0.66	1.65	3.21	4.57	6.57
YOY (%)	30.20%	149.10%	94.39%	42.46%	43.74%
传统社保卡及读写设备	1.10	0.42	0.36	0.30	0.26
YOY (%)	-41.75%	-61.80%	-15.00%	-15.00%	-15.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

4.2. 投资建议

德生科技是国内领先的民生综合运营服务商，短期受益于第三代社保卡换卡高峰，中长期发力数据要素市场，凭借多年在社保民生领域的数据积淀，人社数据运营业务有望打开成长空间。预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 15.60/21.75/27.48 亿元，归母净利润分别为 1.93/2.74/3.42 亿元。首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 26.70 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

表5：德生科技重要财务数据和盈利预测

摘要（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	742.6	905.4	1,560.2	2,175.2	2,748.4
净利润	91.5	113.8	192.8	273.7	341.7
每股收益（元）	0.46	0.37	0.62	0.89	1.11
每股净资产（元）	4.33	3.73	6.79	7.41	8.12
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率（倍）	34.24	42.60	32.82	23.12	18.52
市净率（倍）	3.66	4.30	3.07	2.84	2.62
净利润率	12.3%	12.6%	12.4%	12.6%	12.4%
净资产收益率	11.2%	11.5%	12.1%	12.8%	14.7%
股息收益率	0.5%	0.3%	1.0%	1.7%	2.4%
ROIC	10.6%	11.5%	13.0%	13.7%	14.1%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

表6：可比公司估值表（2023-04-26）

可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				市盈率			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
久远银海	121.73	1.84	2.63	3.41	4.05	33.25	46.35	35.74	30.07
山大地纬	59.24	0.62	1.38	1.79	2.27	63.25	42.93	33.16	26.06
楚天龙	90.34	1.66	2.28	2.89	3.33	48.45	39.59	31.30	27.09
						最大值	46.35	35.74	30.07
						平均值	42.96	33.40	27.74
						最小值	39.59	31.30	27.09

资料来源：Wind，安信证券研究中心（上述均采用 Wind 一致预测）

5. 风险提示

- 1) **三代社保卡推进不及预期**: 随着第三代社保卡迎来换卡高峰, 公司主营业务加速增长确定性高。但由于一卡通涉及多个政府部门、银行等主体, 存在推进不及预期的风险。
- 2) **人社大数据运营发展不及预期**: 人社大数据业务作为公司的第二增长曲线, 目前已有标杆案例, 但若“毕节模式”复制推广不及预期, 则会影响公司远期成长空间。
- 3) **人社信息化市场竞争加剧**: 随着国家对民生行业的政策带动人社信息化市场前景看好, 更多的市场参与者加大该领域的资金投入, 且不断更新的“互联网+”建设要求对公司的业务推进提出新的挑战。
- 4) **数据要素相关政策落地不及预期**: 数据要素市场发展与公司未来重点发力的数据运营业务密切相关, 若相关政策落地不及预期, 则有可能影响人社大数据运营业务的高速成长。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	742.6	905.4	1,560.2	2,175.2	2,748.4	成长性					
减:营业成本	422.0	495.0	818.3	1,138.5	1,436.6	营业收入增长率	32.0%	21.9%	72.3%	39.4%	26.4%
营业税费	4.8	5.1	8.9	12.4	15.6	营业利润增长率	36.3%	28.7%	68.4%	42.0%	24.9%
销售费用	89.6	107.8	187.0	271.6	329.4	净利润增长率	26.9%	24.3%	69.5%	42.0%	24.9%
管理费用	123.7	140.7	264.5	376.3	466.0	EBITDA增长率	35.4%	25.7%	60.1%	41.3%	27.6%
财务费用	1.5	0.1	-0.7	0.5	11.7	EBIT增长率	39.3%	27.6%	69.2%	42.6%	28.2%
资产减值损失	-0.9	25.9	60.5	59.9	92.3	NOPLAT增长率	34.3%	29.0%	68.2%	42.6%	28.2%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	17.3%	18.7%	74.9%	12.7%	34.9%
投资和汇兑收益	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	11.3%	32.3%	82.2%	9.1%	9.6%
营业利润	106.0	136.4	229.6	325.9	406.9	利润率					
加:营业外净收支	-1.2	-0.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	43.2%	45.3%	47.6%	47.7%	47.7%
利润总额	104.7	135.5	229.6	325.9	406.9	营业利润率	14.3%	15.1%	14.7%	15.0%	14.8%
减:所得税	11.4	12.8	21.7	30.9	38.5	净利润率	12.3%	12.6%	12.4%	12.6%	12.4%
净利润	91.5	113.8	192.8	273.7	341.7	EBITDA/营业收入	16.0%	16.5%	15.4%	15.6%	15.7%
						EBIT/营业收入	14.3%	14.9%	14.7%	15.0%	15.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	10	8	6	6	5
货币资金	284.3	410.5	868.0	1,115.6	1,246.1	流动营业资本周转天数	345	295	397	284	345
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	485	460	600	472	510
应收账款	551.9	583.5	1,373.1	1,354.8	2,092.0	应收账款周转天数	223	229	229	229	229
应收票据	12.1	14.1	24.2	33.8	42.7	存货周转天数	89	92	92	92	92
预付账款	13.0	4.7	8.1	11.3	14.3	总资产周转天数	584	572	519	516	496
存货	123.4	126.0	286.2	287.2	436.3	投资资本周转天数	480	467	474	383	409
其他流动资产	2.3	3.4	5.8	8.1	10.2	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	11.2%	11.5%	12.1%	12.8%	14.7%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	6.8%	7.6%	6.6%	8.5%	8.0%
长期股权投资	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	ROIC	10.6%	11.5%	13.0%	13.7%	14.1%
投资性房地产						费用率					
固定资产	19.0	22.2	30.5	36.3	42.8	销售费用率	12.1%	11.9%	12.0%	12.5%	12.0%
在建工程	1.3	3.5	0.0	0.0	0.0	管理费用率	16.7%	15.5%	17.0%	17.3%	17.0%
无形资产	228.8	222.6	239.8	258.7	279.5	财务费用率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
其他非流动资产	105.4	101.8	101.8	101.8	101.8	三费/营业收入	28.9%	27.5%	28.9%	29.8%	29.4%
资产总额	1,343.3	1,493.9	2,939.2	3,209.4	4,267.4	偿债能力					
短期债务	65.0	8.0	91.0	126.9	575.9	资产负债率	35.3%	23.0%	28.7%	28.8%	41.3%
应付账款	238.7	196.4	522.8	477.9	784.7	负债权益比	54.5%	29.9%	40.2%	40.4%	70.4%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.30	3.33	3.05	3.05	2.18
其他流动负债	124.9	138.2	228.4	317.8	401.0	速动比率	2.02	2.97	2.71	2.74	1.93
长期借款	41.3	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-	-	-	-	-
其他非流动负债	3.9	1.0	1.0	1.0	1.0	分红指标					
负债总额	473.8	343.7	843.2	923.6	1,762.6	DPS(元)	0.10	0.07	0.20	0.34	0.48
少数股东权益	13.5	22.4	37.5	58.9	85.6	分红比率	27.8%	24.1%	54.6%	54.6%	54.6%
股本	200.9	308.6	308.6	308.6	308.6	股息收益率	0.5%	0.3%	1.0%	1.7%	2.4%
留存收益	655.1	819.2	1,749.9	1,918.2	2,110.5						
股东权益	869.6	1,150.3	2,096.0	2,285.8	2,504.7						
						现金流量表					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	93.4	122.7	207.8	295.1	368.4	EPS(元)	0.46	0.37	0.62	0.89	1.11
加:折旧和摊销	6.2	9.1	10.7	11.9	13.3	BVPS(元)	4.33	3.73	6.79	7.41	8.12
资产减值准备	-0.9	25.9	60.5	59.9	92.3	PE(X)	34.24	42.60	32.82	23.12	18.52
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	3.66	4.30	3.07	2.84	2.62
财务费用	1.5	0.1	-0.7	0.5	11.7	P/FCF	49.83	-238.78	-22.57	17.93	22.60
投资损失	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0	P/S	4.22	5.35	4.06	2.91	2.30
少数股东损益	1.8	8.9	15.1	21.4	26.7	EV/EBITDA	27.22	32.45	26.12	18.69	15.98
营运资金的变动	-114.4	-90.4	-624.8	-34.7	-629.2	CAGR(%)	2.2%	25.6%	45.1%	55.1%	33.1%
经营活动产生现金流量	-12.9	75.7	-331.4	354.2	-116.8	PEG	1.27	1.76	0.47	0.55	0.74
投资活动产生现金流量	-10.9	-12.4	-32.7	-36.6	-40.6	ROIC/WACC	1.27	1.39	1.57	1.65	1.70
融资活动产生现金流量	8.1	65.7	821.6	-69.9	287.9	REP	2.61	3.01	1.97	1.68	1.32

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034