

公司加入 FiRa 联盟，UWB 应用有望 2 年内落地

投资要点

- **事件:** 2020年3月,公司正式加入 FiRa 联盟 (fine ranging),成为继小米、OPPO 后第三家加入该联盟的中国企业。
- **加入联盟体现 FiRa 对公司认可,润安“标杆案例”有望全国复制推广。** FiRa 联盟此次接纳浩云科技成为成员之一,既是国际组织对中国企业的认可,也是对公司在 UWB 领域拥有的成熟技术及独特优势的认可。浩云科技深耕物联网领域近 20 年,已围绕低代码平台、UWB 等核心技术及产品在各行业领域开展了成熟应用,其中控股子公司润安科技基于 UWB 精准位置服务提供物联网整体解决方案,目前已在司法、金融、电力等领域进行试点和落地。2020年1月10日,润安科技作为广东省司法行政科技协同创新中心核心成员,依托 UWB 技术打造的智慧监狱“监管人员司法电子身份认证平台”顺利通过包括司法部信息化指导工作专家组论证。该平台应用 UWB 精准定位技术,动态精度可达 10cm 以内,静态精度可达 2cm 以内,领先同行竞争对手 1-2 年。我们认为,润安科技在广东省监狱的经验,可以“标杆案例”的模式向全国复制推广,实现对司法场景市场的快速占领。
- **FiRa 联盟构建 UWB 生态系统,2 年有望实现应用落地。** FiRa 联盟 2019 年由 HID Global,恩智浦,三星等组建,通过制定标准和认证,从而确保建立跨芯片组、设备和基础设施服务的互操作 UWB 生态系统。联盟旨在发展超宽带 (UWB) 生态系统,为无缝用户体验树立新标准,参与成员涵盖接入、安全连接、移动和消费设备等领域。从行业发展来看,我们认为 UWB 技术有望在 2020-2021 年逐步实现应用落地,落地终端的形态上可以首先进入手机领域。其次,应用进入可穿戴设备与智能家居设备领域,并且将会打通手机、物联网、汽车之间的服务流程,实现无感车钥匙、汽车防盗、无感通行、VR 游戏中的安全距离提醒、根据用户位置而自动进行调整的更智能的家居控制等功能。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22 元、0.31 元、0.39 元,未来三年归母净利润将保持 24% 的复合增长率。考虑到 20 年公司润安科技智慧司法业务的持续推进和 UWB 技术在电力、金融等场景的应用,给予公司 20 年 42 倍 PE,6 个月内目标价 12.8 元,首次覆盖,给予“持有”评级。
- **风险提示:** 智慧监狱政策落地或不及预期;UWB 应用推广或不及预期;项目收入延期确认导致业绩波动的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	765.30	784.61	1143.36	1511.83
增长率	34.31%	2.52%	45.72%	32.23%
归属母公司净利润(百万元)	140.23	152.47	211.27	269.17
增长率	26.12%	8.73%	38.57%	27.40%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.22	0.31	0.39
净资产收益率 ROE	11.93%	9.72%	12.05%	13.56%
PE	54	49	36	28
PB	5.97	4.47	4.03	3.59

数据来源: Wind, 西南证券

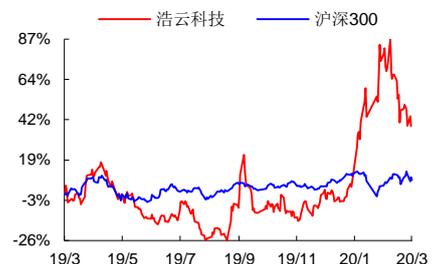
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
执业证号: S1250519080008
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.92
流通 A 股(亿股)	4.21
52 周内股价区间(元)	5.86-15.81
总市值(亿元)	75.12
总资产(亿元)	16.13
每股净资产(元)	1.87

相关研究

1 领先的银行安防供应商，稳健发展经营质量逐年提升

浩云科技是我国领先的金融安防行业整体解决方案提供商。浩云科技股份有限公司成立于 2001 年，注册资金 4.086 亿元，于 2015 年在创业板上市。公司的主营业务是为金融机构中各类风险对象(包括业务库、ATM 机/自助银行、营业网点、办公大楼等)或同一种风险对象的不同银行管理模式提供所需的金融安防行业整体解决方案。

抓住金融安防行业高增长契机发展，转型为金融领域安防解决方案提供商。过去 17 年，浩云科技抓住了中国安防行业高速发展的契机取得长足发展，历经了从安防工程商到系统集成商再到解决方案提供商的转变。解决方案提供商一般会针对细分行业（如金融、司法、公安等）提供定制化的软硬件综合解决方案，技术要求提高了行业的准入门槛，对行业客户业务的深刻理解形成了公司的护城河。

表 1：公司商业模式的演变与迭代

商业模式	安防工程商	系统集成商	解决方案提供商
业务线	仅负责安装、调试、运维服务	无缝集成安防多个系统，包括监控、门禁和报警系统等	针对细分行业定制软硬件产品的系统方案
产品线	无产品	具备软件开发能力	产品线包括软件和硬件，企业掌握相关核心技术，属于研发驱动型
竞争	低门槛，本地化经营为主	低门槛，本地化经营为主	技术门槛高，竞争企业少

数据来源：公司公告，西南证券整理

2015 年公司上市以后，公司确定了“一核三线”发展战略，即聚焦“IOT+IM”核心，共同开展金融物联、智慧司法、公共安全等三条业务主线，致力于成为“物联网智慧管理方案提供者、智慧与安全新世界的构筑者”。

1) **金融方面**：公司服务主要面向大型商业银行、股份制银行以及农村合作金融机构，未来将继续加强金融安防及金融物联的推广。

2) **司法方面**：公司为监狱、看守所和戒毒所提供大数据平台和人工智能产品的应用，落地智慧监狱，智慧社矫和智慧戒毒。

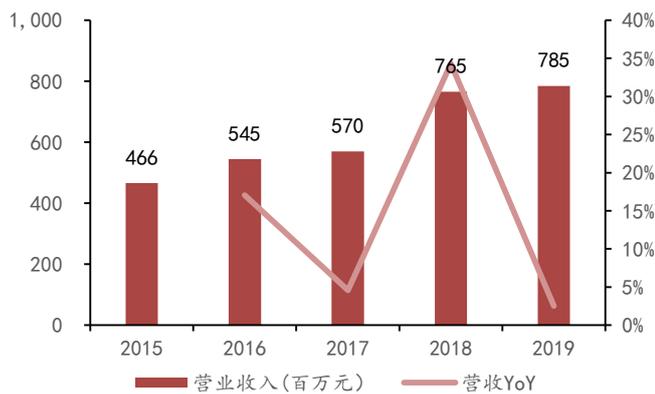
3) **公共安全方面**：公司主要为政府提供城市智慧监管的大数据处理和智能化分析服务，深挖公司的数据服务，探索新的业务模式。

图 1：云基础设施架构模型：PaaS 是云计算的灵魂

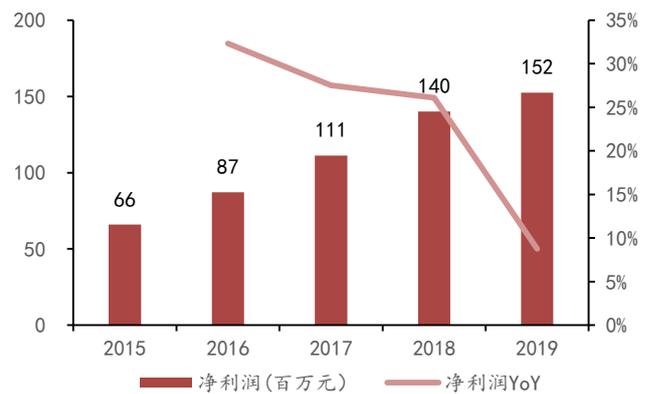


数据来源：浩云科技官网，西南证券整理

近5年公司营业收入和净利润保持稳定增长。公司2015-2019年的营业收入由4.7亿元增长至7.9亿元，复合增长率为13.9%，同期归母净利润由0.7亿元增长至1.5亿元，复合增长率为23.2%。营业收入的增长主要是因为公司抓住了近几年金融安防行业发展的契机，进而实现销售收入较快的增长。2019年营收增速和净利润增速下降主要是存在部分项目收入还未确认，影响了公司的整体收入和利润的确认。

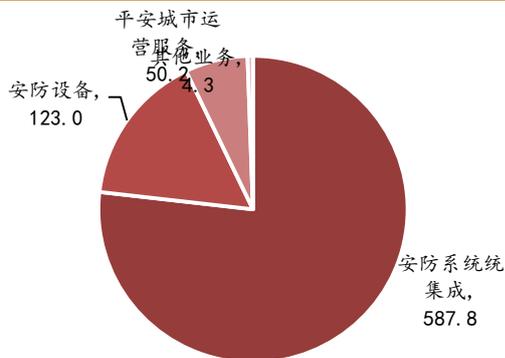
图2：公司近5年营收及增长情况


数据来源：Wind、西南证券整理

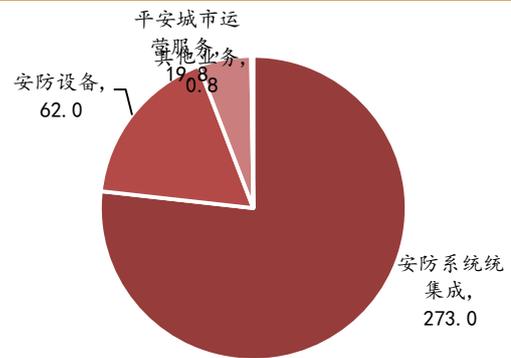
图3：公司近5年归母净利润及增长情况


数据来源：Wind、西南证券整理

安防系统集成服务贡献主要收入和毛利，各业务毛利率水平大体相当。从营收结构看，公司主要的营收和毛利来自于安防系统集成业务，2018年该业务的收入和毛利分别为5.9亿和2.7亿，占比均为76.8%。安防设备和平安城市运营服务和业务收入分别为1.2亿和0.5亿，同时贡献了0.6和0.2亿的毛利，公司各业务板块毛利率水平大体相当。

图4：2018年公司业务营收结构（百万元）


数据来源：Wind、西南证券整理

图5：2018年公司业务毛利结构（百万元）


数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 安防系统集成行业增速在 20%左右, 公司凭借竞争优势收入增长高于行业, 由于 19 年部分项目延期到 20 年确认, 预计 2019-2021 年收入增速分别为 2%、45%和 33%。

假设 2: 安防设备业务收入发展基本与安防系统集成业务保持同步, 收入增速比系统集成业务略低, 预计 2019-2021 年收入增速分别为 3%、40%和 25%。

假设 3: 平安城市运营服务业务保持加快的增长, 2019 年同期受到项目延期的影响, 预计 2019-2021 年收入增速分别为 7.7%、70%和 40%。

假设 4: 其他业务预计 2019-2021 年收入增速分别为 0、10%和 10%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
安防系统集成	收入	587.8	599.6	869.4	1156.2
	增速	54.2%	2.0%	45.0%	33.0%
	毛利率	46.4%	46.0%	46.0%	46.0%
安防设备	收入	123.0	126.7	177.4	221.7
	增速	-15.1%	3.0%	40.0%	25.0%
	毛利率	50.4%	50.0%	50.0%	50.0%
平安城市运营服务	收入	50.2	54.1	91.9	128.7
	增速	19.0%	7.7%	70.0%	40.0%
	毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	4.3	4.3	4.7	5.2
	增速	230.8%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.6%	19.0%	19.0%	19.0%
合计	收入	765.3	784.6	1143.4	1511.8
	增速	34.3%	2.5%	45.7%	32.2%
	毛利率	46.5%	46.1%	46.0%	46.0%

数据来源: Wind, 西南证券

表 3: 可比公司估值情况

公司名称	EPS (元)			PE		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
佳都科技	0.41	0.25	0.39	50	42	27
汉邦高科	0.23	0.36	0.00	48	41	26
平均数				49	41	27

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22 元、0.31 元、0.39 元，未来三年归母净利润将保持 24% 的复合增长率。考虑到 20 年公司润安科技智慧司法业务的持续推进和 UWB 技术在电力、金融等场景的应用，给予公司 20 年 42 倍 PE，6 个月内目标价 12.8 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

3 风险提示

智慧监狱政策落地或不及预期；UWB 应用推广或不及预期；项目收入延期确认导致业绩波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	765.30	784.61	1143.36	1511.83	净利润	158.11	171.92	238.23	303.51
营业成本	409.74	423.03	617.11	816.65	折旧与摊销	34.87	18.54	18.54	18.54
营业税金及附加	6.45	7.04	9.91	13.19	财务费用	-0.72	0.27	0.43	0.49
销售费用	61.71	70.62	102.90	136.06	资产减值损失	12.56	5.22	5.40	6.30
管理费用	68.01	102.00	148.64	196.54	经营营运资本变动	-20.90	-22.49	-181.03	-183.43
财务费用	-0.72	0.27	0.43	0.49	其他	-45.42	-28.41	-27.04	-16.87
资产减值损失	12.56	5.22	5.40	6.30	经营活动现金流净额	138.51	145.04	54.53	128.53
投资收益	5.43	22.57	19.00	12.00	资本支出	-7.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-128.37	22.57	19.00	12.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-136.33	22.57	19.00	12.00
营业利润	179.43	199.01	277.97	354.60	短期借款	-5.45	-14.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.45	3.25	2.30	2.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	180.87	202.26	280.27	357.07	股权融资	103.36	300.00	0.00	0.00
所得税	22.76	30.34	42.04	53.56	支付股利	-22.27	-28.05	-30.49	-42.25
净利润	158.11	171.92	238.23	303.51	其他	-22.00	-0.27	-0.43	-0.49
少数股东损益	17.89	19.45	26.95	34.34	筹资活动现金流净额	53.64	257.69	-30.93	-42.74
归属母公司股东净利润	140.23	152.47	211.27	269.17	现金流量净额	55.82	425.30	42.60	97.78
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	474.56	899.85	942.45	1040.23	成长能力				
应收和预付款项	362.97	374.82	546.91	722.86	销售收入增长率	34.31%	2.52%	45.72%	32.23%
存货	151.34	157.05	233.87	308.71	营业利润增长率	34.04%	10.91%	39.68%	27.57%
其他流动资产	119.73	122.75	178.88	236.53	净利润增长率	32.52%	8.73%	38.57%	27.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.81%	1.98%	36.33%	25.82%
投资性房地产	75.22	75.22	75.22	75.22	获利能力				
固定资产和在建工程	257.34	242.28	227.22	212.16	毛利率	46.46%	46.08%	46.03%	45.98%
无形资产和开发支出	137.56	134.30	131.04	127.78	三费率	16.86%	22.03%	22.04%	22.03%
其他非流动资产	31.26	31.05	30.83	30.61	净利率	20.66%	21.91%	20.84%	20.08%
资产总计	1609.98	2037.32	2366.43	2754.11	ROE	11.93%	9.72%	12.05%	13.56%
短期借款	14.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.82%	8.44%	10.07%	11.02%
应付和预收款项	164.90	159.13	233.26	311.10	ROIC	19.33%	20.15%	25.05%	26.35%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.91%	27.76%	25.97%	24.71%
其他负债	105.53	108.77	156.03	204.61	营运能力				
负债合计	284.44	267.90	389.28	515.71	总资产周转率	0.52	0.43	0.52	0.59
股本	408.49	692.32	692.32	692.32	固定资产周转率	2.73	3.14	4.87	6.88
资本公积	504.97	521.14	521.14	521.14	应收账款周转率	2.73	2.43	2.85	2.73
留存收益	457.23	581.66	762.44	989.35	存货周转率	2.77	2.66	3.10	2.98
归属母公司股东权益	1257.63	1682.05	1862.83	2089.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.98%	—	—	—
少数股东权益	67.92	87.37	114.32	148.66	资本结构				
股东权益合计	1325.55	1769.42	1977.15	2238.41	资产负债率	17.67%	13.15%	16.45%	18.72%
负债和股东权益合计	1609.98	2037.32	2366.43	2754.11	带息债务/总负债	4.92%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.98	5.93	4.96	4.53
					速动比率	3.44	5.33	4.35	3.92
					股利支付率	15.88%	18.39%	14.43%	15.70%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	213.59	217.81	296.94	373.62	每股收益	0.20	0.22	0.31	0.39
PE	53.57	49.27	35.55	27.91	每股净资产	1.82	2.43	2.69	3.02
PB	5.97	4.47	4.03	3.59	每股经营现金	0.20	0.21	0.08	0.19
PS	9.82	9.57	6.57	4.97	每股股利	0.03	0.04	0.04	0.06
EV/EBITDA	17.40	29.19	21.27	16.64					
股息率	0.30%	0.37%	0.41%	0.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn