

2020年08月17日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002  
baoyc@ghzq.com.cn

证券分析师： 任春阳 S0350517100002  
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

## 客流分析系统龙头，云 saas 转型助力新成长

### ——汇纳科技（300609）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
汇纳科技	4.1	18.1	14.1
沪深 300	3.5	20.2	26.8

市场数据 2020-08-14

当前价格（元）	42.09
52 周价格区间（元）	30.91 - 48.00
总市值（百万）	5127.55
流通市值（百万）	2664.52
总股本（万股）	12182.34
流通股（万股）	6330.54
日均成交额（百万）	61.68
近一月换手（%）	70.80

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 投资要点：

### ■ 线下客流分析系统龙头企业，业绩稳步增长

公司主营线下实体商业消费行为数据的采集分析及应用，产品包括客流分析系统等，已持续为全国 1800 多座购物中心以及超过 5 万家品牌零售店提供线下大数据分析服务，每年客流统计人次超过 100 亿，市占率超过 70%，是国内线下客流分析系统龙头企业。受益于线下客流分析行业的发展，公司营收从 2012 年的 6202 万元增长到 2019 年的 3.25 亿元，7 年时间增长了 4.24 倍，对应的净利润也从 1865 万元增长到 6845 万元，CAGR 20.41%，业绩稳步增长。

### ■ 线下实体商业亟需转型，客流分析百亿市场空间

受电商的冲击，传统线下零售额占比从 2014 年的 89.37% 逐步下降到 2019 年的 74.17%，未来仍有下降的趋势，因此购物中心等线下实体商业面临压力，亟需经营模式转型。不同于线上销售具备天然的数据痕迹优势，线下实体商业消费者数据匮乏，但逐步意识到数据的重要性，因此客流分析行业需求向好。仅考虑购物中心和零售店，我们测算到 2025 年线下客流分析系统行业的市场空间分别为 81.52/18.79 亿元，如果考虑旅游景区、交通枢纽、展会等行业，客流分析系统行业将远超 100 亿元。

### ■ “汇客云”加速落地，云 saas 转型助力新成长

公司深耕线下客流分析行业 16 年，构建了研发、客户、服务三重壁垒，行业龙头地位凸显。为了顺应行业数据化的发展趋势以及进一步提高公司的市占率，公司在原有系统销售方式的基础上，积极拓展数据服务模式，搭建了“汇客云”大数据服务平台，推出主要以 saas 交付的数据服务产品，为线下商业实体提供诊断、评估、预测和决策支持的全面解决方案。根据我们的测算，“汇客云”模式下，基础服务+增值服务每年的市场空间高达 22.5 亿元，行业的市场空间打开。截止 2019 年底，接入“汇客云”平台的样本数量已超过 1500 家，已成为国内规模最大的线下实体商业大数据平台，并且随着数据服务理念逐步深入以及公司数据服务战略的不断推进，“汇客云”平台用户接入数量将逐年增长，预计未来会形成滚雪球和传帮带效应，相较于公司 2019 年的营收 3.25 亿元以及数据服务模式下潜在 22.5 亿

元/年的市场空间，公司的成长空间打开。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予公司“增持”评级。**我们看好公司在线下客流分析系统的龙头地位以及“汇客云”平台向云转型的发展前景。预计公 2020-2022 EPS 分别为 0.70、0.95、1.20 元，对应当前股价 PE 为 60、44、35 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**客流分析系统下游需求放缓的风险、公司订单获取及执行低于预期风险、募投项目低于预期风险、股东减持的风险、利率上行风险、新冠疫情反复的风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	325	357	496	603
增长率(%)	30%	10%	39%	22%
归母净利润（百万元）	68	84	116	146
增长率(%)	4%	23%	37%	26%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.70	0.95	1.20
ROE(%)	11.25%	6.63%	8.50%	9.90%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 客流分析系统龙头企业，业绩稳步增长 .....	5
1.1、 深耕客流分析领域，稳居行业龙头地位 .....	5
1.2、 系统销售为主，加快云转型，业绩稳步增长 .....	6
2、 线下实体商业亟需转型，客流分析数据服务百亿市场 .....	8
2.1、 电商冲击实体商业面临转型，客流分析需求向好 .....	8
2.2、 线下零售行业客流分析百亿市场空间 .....	10
3、 “汇客云”加速落地，云 saas 转型助力新成长 .....	11
3.1、 研发、客户、服务构筑三重竞争优势 .....	11
3.2、 丰富商业模式，“汇客云”云转型打开成长空间 .....	15
3.3、 多次股权激励绑定员工利益，业绩考核高增长彰显未来发展信心 .....	19
4、 盈利预测与评级 .....	20
5、 风险提示 .....	20

## 图表目录

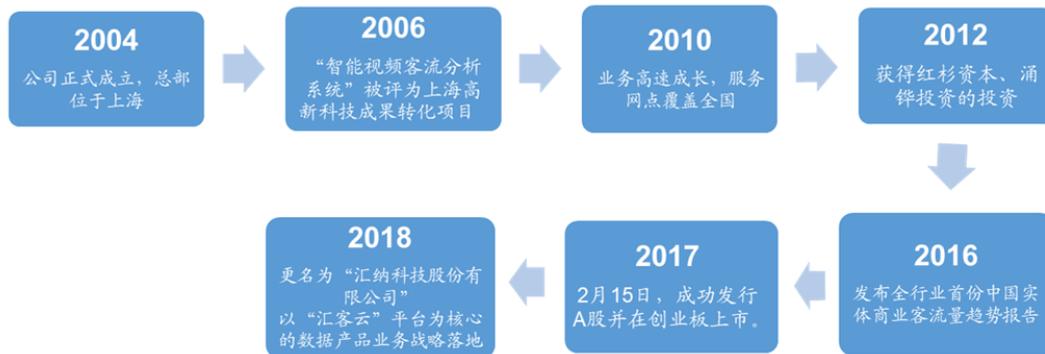
图 1: 汇纳科技发展历程.....	5
图 2: 公司前十大股东.....	5
图 3: 公司系统销售和云服务两种商业模式.....	6
图 4: 公司营收及其增速.....	6
图 5: 公司归属净利润及其增速.....	6
图 6: 公司近几年营收构成占比.....	7
图 7: 2019 年公司毛利构成占比.....	7
图 8: 公司各业务毛利率情况.....	7
图 9: 公司的期间费用率情况.....	7
图 10: 近几年网上线下社会消费品零售总额.....	8
图 11: 近几年网上线下社会消费品零售总额占比.....	8
图 12: 客流统计软件界面部分内容(客流量及消费者画像等).....	8
图 13: 全国已开购物中心数量及面积情况.....	10
图 14: 全国每年新开购物中心数量及面积情况.....	10
图 15: 近几年我国连锁零售企业门店总数.....	10
图 16: 每年新增连锁零售企业门店数.....	10
图 17: IPVA 客流分析系统基本原理.....	12
图 18: 公司拥有 3 个研发中心.....	12
图 19: 需求导向型的研发机制.....	12
图 20: 公司研发人员数量及占比.....	13
图 21: 公司研发费用金额及占比.....	13
图 22: 公司产品应用情况.....	14
图 23: 公司下游客户情况.....	14
图 24: 系统销售和数据分析两种模式共存.....	16
图 25: 汇客云的产品及服务.....	17
图 26: 汇客云产品特点.....	17
图 27: 汇客云平台提供的主要功能产品.....	18
图 28: 接入“汇客云”平台的样本数量.....	19
表 1: 客流分析在购物中心、零售店和公告行业的具体作用.....	9
表 2: 购物中心和零售店客流分析系统市场规模测算.....	11
表 3: 公司其他产品.....	13
表 4: 公司全国各地服务网点.....	14
表 5: 系统销售和数据分析两种模式对比.....	15
表 6: 两种模式利弊分析.....	16
表 7: 公司定增募投项目情况.....	16
表 8: 数据分析模式下市场空间.....	18
表 9: 公司上市以来股权激励情况.....	19

# 1、客流分析系统龙头企业，业绩稳步增长

## 1.1、深耕客流分析领域，稳居行业龙头地位

线下客流分析领域龙头企业。汇纳科技成立于 2004 年，2017 年在创业板上市，公司成立以来始终专注于为线下实体商业提供客流分析的大数据服务，即通过客流分析系统等多种类型传感器采集线下消费者行为数据，在此基础上进行数据可视化呈现及挖掘应用。经过十几年的发展，公司的客户遍及全国 1800 多座购物中心，以及超过 5 万家品牌零售店，遍布全国 400 多个城市 and 地区，市占率超过 70%，已经成长为国内线下客流分析领域龙头企业。

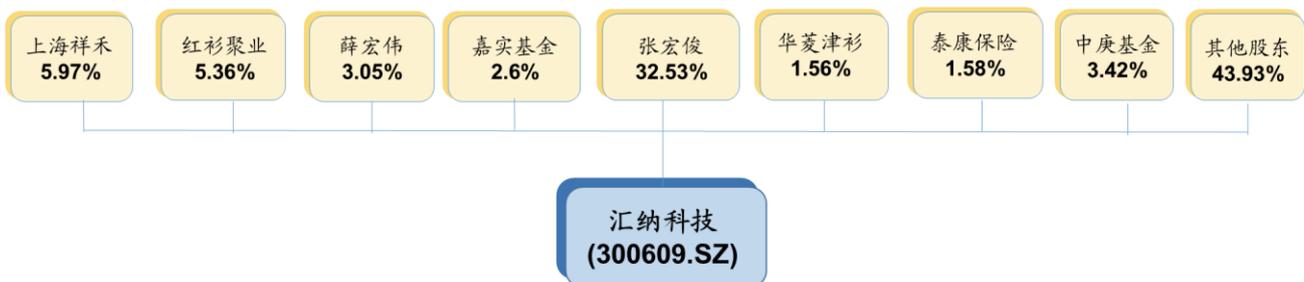
图 1：汇纳科技发展历程



资料来源：公司官网、国海证券研究所

实际控制人张宏俊，持股比例 32.53%，机构股东较多。截至 2020 年 6 月 19 日，前十大股东合计持有公司 56.07% 股权，股权集中度相对较高，其中第一大股东张宏俊先生持有 32.53% 股份，为公司的实际控制人，持股 5% 以上的股东还有上海祥禾（5.97%）和红杉聚业（5.36%），此外嘉实基金、中庚基金、泰康保险、华菱津杉等通过二级市场购买或者参与公司定增跻身公司前 10 大股东，机构股东较多，彰显出对公司投资价值的认可。

图 2：公司前十大股东

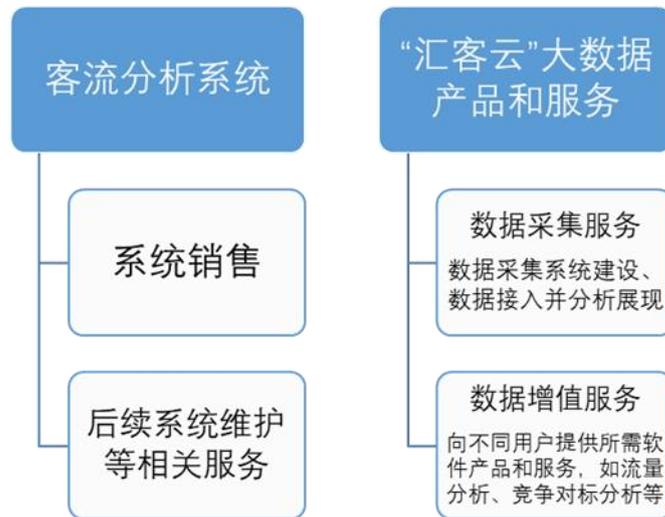


资料来源：wind、国海证券研究所

## 1.2、系统销售为主，加快云转型，业绩稳步增长

线下客流分析系统集成商积极向数据服务商转型。公司传统主要产品为客流分析系统，主要盈利模式为一次性的系统销售收入和后续的运维服务收入。随着公司客户量的不断积累，客流分析系统硬件设施在全国的广泛布局以及数据报表分析系统应用不断成熟，同时结合线下零售业的发展需求，公司在原有系统销售基础上，延伸数据采集服务和增值服务，构建线下实体商业大数据平台。2018年以来公司积极开展产品云化的转型尝试，推进“汇客云”大数据服务和产品战略，推出主要以 SaaS 交付的数据服务产品，提供针对实体商业运营的诊断、评估、预测和决策支持的产品和服务。在这种模式下，客户不用支付客流分析系统的费用，可以只需为数据采集和分析服务支付相应标准的数据服务费，公司由系统集成商积极向数据服务商转变，商业模式也由项目制转向运营制。

图 3：公司系统销售和云服务两种商业模式



资料来源：公司年报、国海证券研究所

公司营收从 2015 年的 1.35 亿元增长到 2019 年的 3.25 亿元，5 年时间增长了 140.57%，归属净利润也从 3716 万元提高到 6845 万元，年均复合增速 16.50%，业绩整体呈现出稳步增长的态势。受新冠疫情的影响，公司 2020Q1 的业绩有所下滑，实现营收 4216 万元 (-1.57%)，净利润亏损 771 万元 (-184.97%)。

图 4：公司营收及其增速



资料来源：wind、国海证券研究所

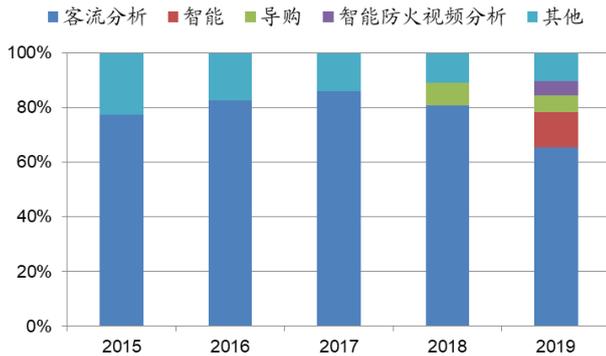
图 5：公司归属净利润及其增速



资料来源：wind、国海证券研究所

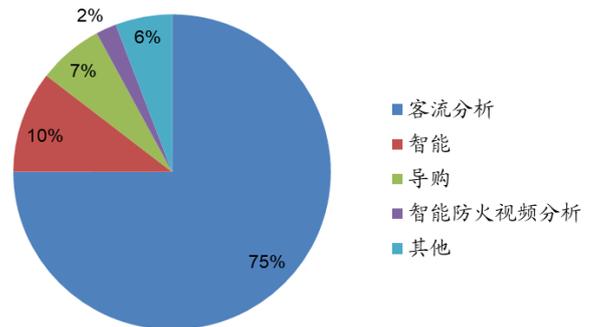
从营收构成来看，客流分析系统一直是公司最主要的收入来源，前几年占比一直在 80%左右，近几年随着公司拓展上下游业务，客流分析系统的营收占比有所下降，但 2019 年营收占比 65.42%，仍然占比最大。2018、2019 年分别拓展了导购系统、智能系统和智能防火系统等，但营收占比均不大，其他业务包括 wifi 定位系统、停车场管理系统等。需要说明的是，公司 2018 年开始云转型，2019 年“汇客云”实现收入 1500 万元，虽然目前的业绩贡献不大，但随着公司产品的推广，接入平台样本数量增加，未来数据服务业务的业绩贡献将会提高。

图 6: 公司近几年营收构成占比



资料来源: wind、国海证券研究所

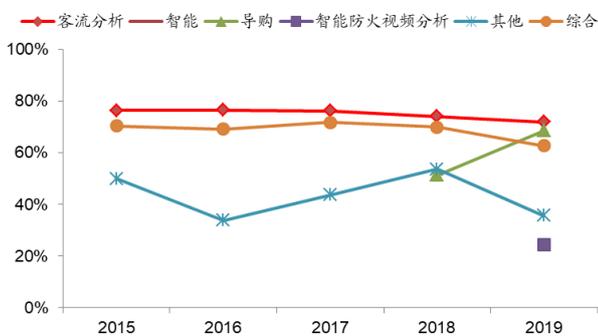
图 7: 2019 年公司毛利构成占比



资料来源: wind、国海证券研究所

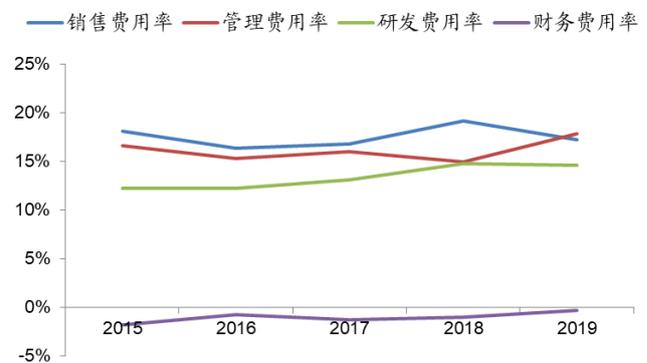
公司的主要产品客流分析系统主要由硬件（数据采集探头、数据分析设备、数据服务器等）和软件（数据分析报表系统、客流视频数据分析算法等），其中硬件部分的核心设备为定制采购，公司主导该硬件的研发和设计，具体生产交由第三方供应商完成，软件部分完全由公司自主研发。公司的盈利核心是将知识、技术、人力资本等转化为高市场价值的线下消费行为数据分析产品和服务，具有“轻资产”特征。因此公司客流分析系统的毛利率始终保持在 70%以上的较高水平。智能系统、导购系统、智能防火视频分析系统等近几年拓展的业务的毛利率较客流分析系统低，由于业务占比不大，虽然对公司的综合毛利率有所影响，但整体影响不大，公司的综合毛利率保持在 60%以上的较高水平。

图 8: 公司各业务毛利率情况



资料来源: wind、国海证券研究所

图 9: 公司的期间费用率情况



资料来源: wind、国海证券研究所

期间费用方面：销售费用率维持在 16-19%之间，管理费用率控制在 15-18%上下，研发费用率从 2015 年的 12.30%提高到 2019 年的 14.65%，有逐步提高的

趋势，显示出公司对研发的重视和持续投入，以保持产品的领先地位。财务费用率常年处于负水平。公司的期间费用控制良好。

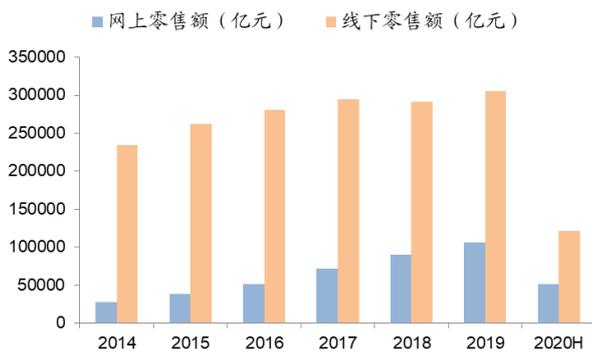
## 2、线下实体商业亟需转型，客流分析数据服务百亿市场

### 2.1、电商冲击实体商业面临转型，客流分析需求向好

近些年随着互联网、移动互联网、物流等行业的发展，淘宝、京东、拼多多等电商迅速崛起，改变着人民的生活方式以及零售业的生态。我国社会消费品零售总额从2014年的26.24万亿增长到2019年的41.16万亿，年均复合增速9.42%，其中网上零售额从2.79万亿增长到10.63万亿，年均复合增速30.68%，远高于线下零售的年均增速5.42%。网上零售占比从2014年的10.63%迅速提高到2019年的29.90%，受电商的冲击，线下零售占比逐年下降，从2014年的89.37%下降到2019年的74.17%。

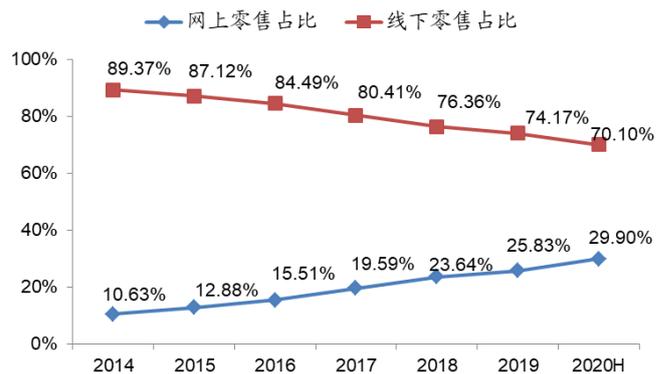
虽然线下销售额占比仍占大部分，但面对电商的冲击，传统的线下销售如购物中心、百货商场、零售店等面临着巨大的压力，亟需经营模式的转型。线上销售天然具备浏览痕迹，消费者的行为数据十分丰富，可以通过消费者的点击、浏览、购买等手段进行数据采集，获取用户的时间、偏好、需求、位置等信息，经过大数据分析可以实现精准营销。而线下实业由于意识、资金实力、技术手段等因素，导致消费者数据的匮乏。随着线下实体商业逐步意识到客流统计与分析的重要性，相应的需求会持续提升。

图 10：近几年网上线下社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 11：近几年网上线下社会消费品零售总额占比



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

客流信息是衡量线下商业运营状况的重要指标，客流统计不仅包含客流量、转化率、客单价、滞留时长、客户画像等信息，还提供时间、空间等多角度的数据，根据这些数据进行进一步的客流分析可以帮助购物中心以及零售店做出合理的经营决策，进而提高经营业绩。

图 12：客流统计软件界面部分内容（客流量及消费者画像等）



资料来源：百度图片、国海证券研究所

对于购物中心来说，客流统计与分析在运营状况、商铺比较、营销效果分析、消费行为洞察等领域有应用。具体来说通过分析各楼层、店铺的客流信息，可以合理安排商铺和广告位置以及决策各商铺的租金水平；对节假日促销活动的效果进行有效评估，并对未来的活动方案制定提供依据；根据历史客流量的变化，合理安排物业保洁人员、营业时间等，提高购物中心的体验感以及人力资源的效率等。

对零售店（品牌连锁店）来说，客流分析可以应用在店铺经营、客群洞察、精准营销、竞品分析、客流预测等方面：比如根据消费者的停留时间、行动轨迹、成交量、消费者画像等，优化货品摆放、客群导流、合理安排库存；根据客流量和成交率等情况，可以进行员工的绩效评估等。

此外，客流分析系统还可以广泛应用于展会、景区、园区、轨交、市政、电信等对人流统计及预警控制有客观需求的公共行业。通过客流分析系统的引入和应用，该等公共行业可以获得实时人流数据，开展相应的分析应用及预警控制等。

表 1：客流分析在购物中心、零售店和公告行业的具体作用

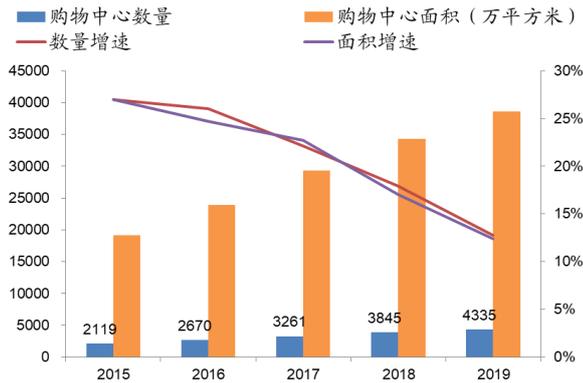
类型	作用
购物中心	1、通过分析楼层、店铺门前的客流信息，为商铺租金水平，购物中心布局及租户位置、广告等决策提供依据
	2、分析各家店铺的品牌影响力，为新开购物中心做数据支持。
	3、对节假日主题或者促销活动的效果进行有效评估，并对未来的活动方案制定提供依据。
	4、根据客流量的变化，合理的安排物业保洁人员、营业时间等，提高购物中心的体验感以及人力资源的效率。
零售店 (品牌连锁店)	1、根据历史客流量的数据可以合理安排店员等，优化资源配置。
	2、根据消费者的停留时间、行动轨迹、成交量、消费者画像等，优化货品摆放、客群导流、合理安排库存等
	3、根据客流量和成交率等情况，可以进行员工的绩效评估。
	4、多角度分析促销活动的效果，为以后活动提供决策依据。
	5、结合第三方数据以及消费者画像，进行精准营销。
	6、总店管理：根据各个零售店客流数据进行分析经营情况以及区域居民的消费能力与结构
公告行业	还可以广泛应用于展会、景区、园区、轨交、市政、电信等对人流统计及预警控制有客观需求的公共行业。通过客流分析系统的引入和应用，该等公共行业可以获得实时人流数据，开展相应的分析应用及预警控制等。

资料来源：招股说明书、知乎、国海证券研究所

## 2.2、线下零售行业客流分析百亿市场空间

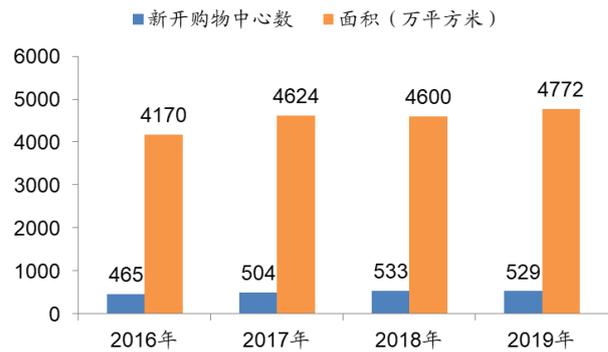
随着城镇化的推进，全国已开的购物中心数量从 2015 年的 2119 家增长到 2019 年的 4335 家，5 年时间增长了 104.58%，对应的面积也从 1.92 亿平方米提高到 3.86 亿平方米，年均复合增速 19.13%。不过随着电商的冲击，购物中心已开数量及面积的增速均呈现逐年下降的趋势，同时近几年每年新开购物中心稳定在 500 个以上，面积 4600 万平方米左右。

图 13: 全国已开购物中心数量及面积情况



资料来源: wind、国海证券研究所

图 14: 全国每年新开购物中心数量及面积情况



资料来源: 赢商网、国海证券研究所

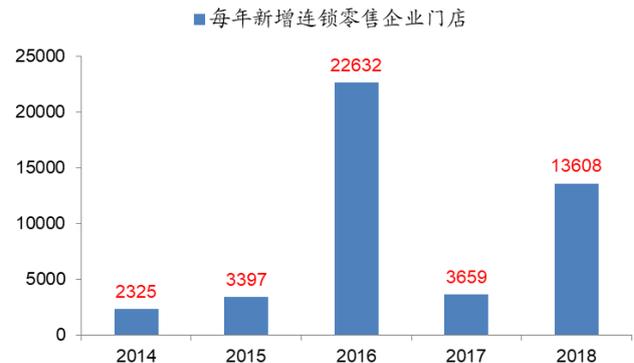
我国连锁零售企业门店数整体呈现稳步增长的态势，2019 年达到 24.97 万家，每年新增的门店数波动比较大，呈现出大小年的现象，每隔 2-3 年新增上万家，少的年份新增 2-3 千家，这可能与新品牌出现后快速扩张有关。

图 15: 近几年我国连锁零售企业门店总数



资料来源: wind、国海证券研究所

图 16: 每年新增连锁零售企业门店数



资料来源: wind、国海证券研究所

在欧美、日本等发达国家，客流分析系统在购物中心及连锁店的渗透率高达 90%，而国内由于意识、资金等原因，渗透率还不高，随着零售业对数据认知的提升，客流分析系统的需求也随之增加。我们假设目前国内零售行业客流分析系统的渗透率为 20%，以此来测算市场空间：

- 1) 购物中心 2025 年市场空间 81.52 亿元。假设到 2025 年目前已开的 4335 个购物中心客流分析系统的渗透率由 20% 提高到 90%，同时假设平均每年新

增 400 个购物中心，每个购物中心的店铺级客流分析系统按 150 万元计算，则到 2025 年市场空间为 81.52 亿元。

2) 零售（连锁）店市场空间 18.79 亿元。我们假设 2025 年零售店的客流分析系统渗透率由 20% 提高到 70%，平均每年新增 9000 家连锁店，每个连锁店的客户分析系统按 1 万元计算，则到 2025 年市场空间为 18.79 亿元。

表 2: 购物中心和零售店客流分析系统市场规模测算

		2019 年	2025 年
购物中心	数量 (个)	4335	
	渗透率	20%	90%
	存量增加数 (个)	4335 * (0.9-0.2) = 3034	
	历年新增数 (个)	400 * 6 = 2400	
	总计 (个)	3034 + 2400 = 5434	
	单个购物中心采购额	150 万元	
	市场规模	81.52 亿元	
零售店	数量 (万个)	24.97 (2018 年)	
	渗透率	20%	70%
	存量增加数 (万个)	24.97 * (0.7-0.2) = 12.49	
	历年新增数 (万个)	0.9 * 7 = 6.3	
	总计 (万个)	12.49 + 6.3 = 18.79	
	单个零售店采购额	1 万元	
	市场规模	18.79 亿元	

资料来源: wind、招股说明书、国海证券研究所

综合以上测算,我们认为线下零售行业客流分析系统市场空间 100.31 亿元。需要说明的是,客流分析系统也可以在旅游景区、交通枢纽、展会等领域有应用,如果考虑这些,市场空间更大。

### 3、“汇客云”加速落地,云 saas 转型助力新成长

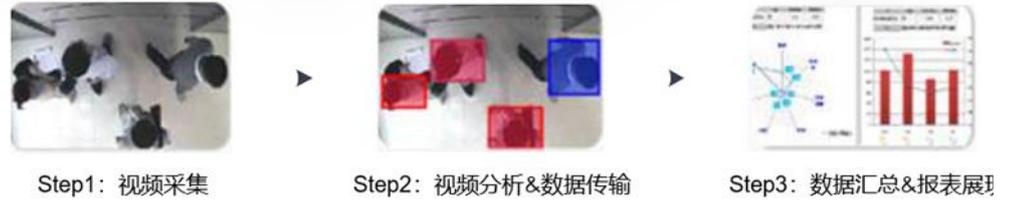
#### 3.1、研发、客户、服务构筑三重竞争优势

##### 3.1.1、研发投入持续加大,产品不断完善

**IPVA 客流分析系统产品品牌优势明显。**公司综合运用大数据和物联网技术为实体商业提供全面的数据采集、数据管理及数据运营服务,并能根据市场需求和技术变化趋势不断予以更新完善。公司产品覆盖从基础信息采集、信息加工处理、客流数据传输、数据分析呈现整个环节,产业链完整。在客流数据采集和管理方面,公司自主研发的视频分析算法、数据应用平台及其核心配套设备,拥有 41 项专利及 59 项计算机软件著作权,主要产品 IPVA 客流分析系统在行业内具有较高的知名度,“智能视频运动目标跟踪检测技术的研究与应用”项目、“IPVA

商业客流分析系统”项目、“实体商业多角度数据采集与分析系统”项目、“多位数据采集智能传感器”项目，分别获得 2008 年度、2012 年度、2018 年度、2019 年度上海科学技术奖，公司产品和品牌优势明显。

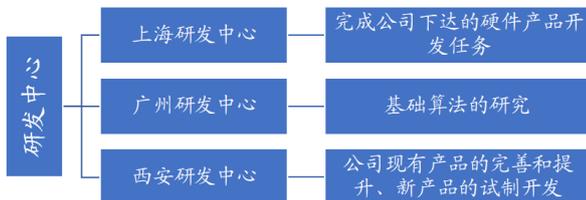
图 17: IPVA 客流分析系统基本原理



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

**研发投入持续提升，产品不断完善。**公司高度重视研发工作，构建了较为完善的研发体系，在上海、西安和广州成立 3 个研发中心，承担不同的研发任务。公司建立了需求导向型的研发机制，建立起了客户需求、评审、小批量试验、场外实验、交付的研发工作流程。2019 年公司引进了曾历任万达商管总经理、苏宁集团副总裁丁遥行业专家团队、佐治亚理工大学商业分析中心主任胡宇数据科学团队，构建了“数据+科学+商业”的数据产品研发人才体系，进一步增强了公司在数据价值挖掘以及数据建模分析方面的核心能力。公司坚持技术创新，目前产品和技术已累计获得软件著作权 59 项，专利 41 项，自主知识产权 154 项。

图 18: 公司拥有 3 个研发中心



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

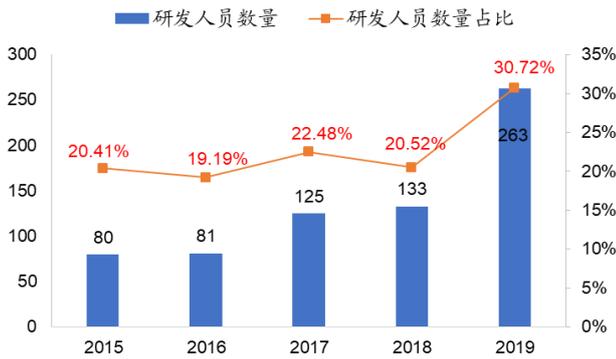
图 19: 需求导向型的研发机制



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

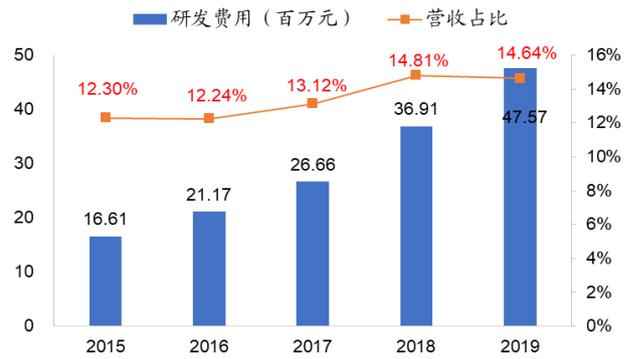
公司研发人员逐年增加，从 2015 年的 80 人增长到 2019 年的 263 人，2019 年公司研发人员占比高达 30.72%，对应研发投入也呈现稳步增长态势，研发费用率维持在较高水平，2019 年研发费用 4757 万元，占营收比例达 14.67%。公司持续加大研发投入，扩充研发团队，为公司未来的长期发展提供了保障。

图 20: 公司研发人员数量及占比



资料来源: wind、国海证券研究所

图 21: 公司研发费用金额及占比



资料来源: wind、国海证券研究所

**智慧购物产品及服务不断完善。**公司在大力推进客流分析系统布局的同时,也从客户的实际需求出发,围绕客流数据采集分析这一核心,自行研发或集成了多项智慧购物产品及服务,例如 Wi-Fi 定位系统、智能停车场管理系统、电子导购系统等。公司的主打产品 IPVA 客流分析系统及其他智慧购物产品及服务极大丰富了客户接触顾客的渠道,以便公司从多个维度对顾客行为进行分析,更有效地为顾客提供服务、满足顾客的需求。

表 3: 公司其他产品

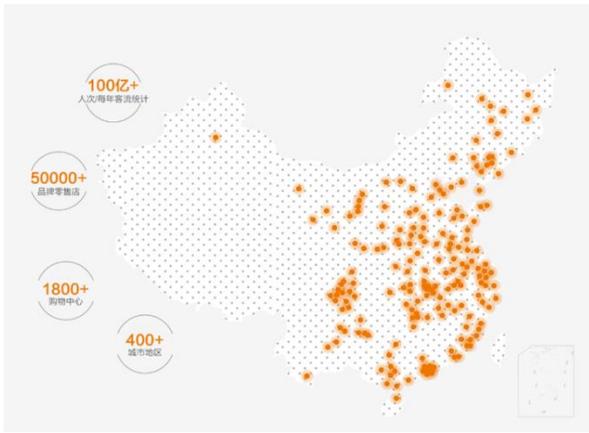
产品或服务	数据采集方式	功能
Wi-Fi 定位系统	通过无线接入点、无线控制器为携带具有 WiFi 功能智能终端的消费者提供无线接入服务	分析终端用户的购物行为、购物喜好,并根据位置服务推送相关促销页面
智能停车场管理系统	以视频分析与图像识别技术为核心,结合通信、控制、数据库等技术手段	为现代停车场运营管理提供更为高效智能的解决方案
电子导购系统		是联系线下大中型商业实体与广大消费者的媒介渠道,也是线下实体商业信息数据的流量入口之一和智慧购物体系建设的组成部分

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

### 3.1.2、大量客户及数据积累构筑竞争壁垒

公司致力于线下消费行为数据分析,自 2004 年成立以来一直专注于客流分析系统的开发与应用,是国内客流分析行业的先行者和领先者。商业零售领域十几年的行业经验,为公司积累了大量的优质客户资源,公司产品基本覆盖了诸如万达广场、龙湖天街、银泰中心、恒隆广场、龙之梦、新世界等 1800 多家知名百货商场和购物中心,以及耐克、艾格、彪马等 50000 余家品牌零售连锁店铺,客户遍布全国 400 多座城市。

图 22: 公司产品应用情况



资料来源: 官网、国海证券研究所

图 23: 公司下游客户情况



资料来源: 公司微信公众号、国海证券研究所

大量的客户积累构筑了公司较强的竞争壁垒: 1) 由于线下消费行为数据采集点高昂转换成本的存在, 行业多年积淀所累积的数据入口价值将是先行者的天然竞争壁垒, 并且随着客户数量的增多以及市占率的提升, 这种优势愈加明显; 2) 公司作为行业龙头, 凭借产品和服务在业界拥有良好的口碑, 下游客户具备很强的黏性(比如软件和数据服务长时间使用后, 更换需要大量时间和精力)。

3.1.3、健全的项目交付及运营服务体系增强客户黏性

公司拥有优异的项目交付能力, 拥有经验丰富、配备合理的项目管理团队以及稳定的安装外包服务商队伍, 能够有力保证满足客户对于项目交付的要求, 同时能够在短时间内跨区域完成客流分析系统的安装上线。在长期的客户运维服务中, 公司积累了丰富的经验, 已经形成了较为完备的客户运维服务体系。除了公司总部所在地上海之外, 公司还在全国主要区域中心城市深圳、北京、广州、南京、沈阳、武汉、西安、成都设立了 8 家分公司, 在全国各大区域均设有运营服务中心及服务网点, 并配有专业技术见长、行业经验丰富的运营服务团队, 增强客户黏性。

表 4: 公司全国各地服务网点

地区	服务部覆盖城市
华东地区	上海、苏州、无锡、芜湖、合肥、宁波、南京、徐州、金华、常州、台州、亳州、义乌、绍兴、湖州、诸暨、阜阳、六安、铜陵、扬州、衢州、南通、长沙、宜昌、襄阳、武汉、南昌、黄石、马鞍山、杭州、余姚、泰州、阜阳、南通、荆门、湘潭、十堰、上饶、常德、宜春、抚州、益阳、九江
华南地区	莆田、厦门、福州、晋江、泉州、宁德、佛山、东莞、龙岩、江门、福清、桂林、柳州、南宁、清远、湛江、三明、梅州、漳州、昆明、成都、重庆、贵州、六盘、遂宁、曲靖、惠州、西双版纳、广州、深圳、海口、香港、澳门、台湾、北海
华北地区	大庆、哈尔滨、长春、沈阳、赤峰、满洲里、营口、齐齐哈尔、大连、四平、鸡西、锦州、牡丹江、延吉、通辽、辽阳、盘锦、吉林、天津、北京、呼和浩特、包头、济南、青岛、石家庄、太原、潍坊、济宁、泰安、滨州、枣庄、晋中
西部地区	西安、银川、乌海、乌鲁木齐、西宁、渭南、三门峡、郑州、焦作、平顶山、新乡、酒泉

资料来源: 公司官网、国海证券研究所

## 3.2、丰富商业模式，“汇客云”云转型打开成长空间

### 3.2.1、系统销售基础上增加数据服务，商业模式不断丰富

公司客流分析系统在零售领域的推广和布局已经卓有成效，已经成为该领域的龙头企业。但仍以系统销售方式为主，这也是线下实体商业信息化建设的常见模式。为了顺应线下实体商业数据化的行业发展趋势，为迅速扩大公司客流分析系统在线下实体商业的覆盖面和占有率，同时也为公司构建线下实体商业大数据平台夯实基础，公司在系统销售方式的基础上新增了数据服务方式。

在数据服务方式下，公司将以提供数据服务为导向，在整合客流数据、第三方数据、政府公开数据等数据资源的基础上，为线下商业实体客户提供一系列的客流统计分析产品及服务组合，将选择权交给客户。商业实体客户可以不完全为客流分析系统本身买单，公司将收取少量安装费用（或数据开通费）甚至免费建设（或开通）。但客户如果想获得全面综合的客流数据分析服务，则需要支付相应标准的数据服务费。

表 5：系统销售和数据服务两种模式对比

	系统销售模式	数据服务模式
业务实质	两种方式的业务实质均是“数据服务”；系统销售方式下虽然销售的是有形产品，但引导其实现销售的还是有形产品包含的数据分析部分	
业务导向	以具体产品及服务的销售为导向	明确数据服务作为业务导向
数据范围	单体数据（包括客流数据、销售额、成交量、天气条件等）	由单体数据延伸至多来源、多角度的数据集合
销售标的	以具体产品及服务为销售标的	以客流统计分析产品及服务组合为销售标的，用户拥有选择权
销售收入	具体产品及服务一次性完成交付	持续数据服务，可实现稳定多期收入

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

需要说明的是：1)数据服务和系统销售本质上都是数据服务，对购物中心来说，其布局客流分析系统的目的在于获取相关客流数据，为运营管理以及投资决策提供支持，客流分析系统本身并不是最重要的。2)两种模式不是相互替代的关系，数据服务模式更适用于新增客户，也即之前因预算等因素而不愿使用客流分析系统的线下商业实体，而包括万达地产、龙湖地产等主要客户，由于其对于消费者信息数据的需求更加个性、丰富与精细，并且对数据的保密性要求更强，预计仍然采用系统销售方式，未来两种模式将会共存。

图 24: 系统销售和数据服务两种模式共存



资料来源：招股书、国海证券研究所

**数据服务模式对客户和公司都有益。**对客户来说，系统销售模式下的一次性投资较多，资金压力大，数据服务相当于分期付款，资金压力小一些；另外数据服务模式下，可以获取更多的增值服务，了解自身在行业中的地位，以便对经营作出调整；对公司来说，一次性的系统销售对公司的业绩波动较大，采用数据服务模式，公司的受益期更长，业绩稳步增长，同时公司采用先付费后使用的模式，有利于公司销售现金的回流，不会对应收账款的回收产生不利影响。此外，提供数据服务，还能增强提供客户的体验感，增加客户黏性。

表 6: 两种模式利弊分析

	系统销售模式	数据服务模式
对客户而言	一次性的系统投资较多，资金压力大	每年只需支付数据服务费用，资金压力小，另外可以获取更多行业内信息的增值服务
对公司而言	一次性的系统销售导致公司的业绩波动较大，可持续性较弱	提供运营服务，受益期更长，业绩稳步增长，同时采用先付费后使用的模式，有利于公司销售现金的回流，增加客户黏性。

资料来源：招股书、国海证券研究所

**定增募集资金为数据服务业务提供保障。**在数据服务模式下，客流分析系统需要公司提供，这对公司的资金实力有很高的要求，公司 2020 年 6 月成功通过非公开发行股票的方式募集资金净额 6 亿元，用于实体商业线下数据采集网络建设、大数据运营管理中心建设预计补充流动资金等，资金到位为数据服务业务的发展提供了保障，从而进一步巩固和提升公司在客流分析领域的龙头地位。

表 7: 公司定增募投项目情况

项目名称	项目投资额	募集资金投资额	项目简介
实体商业线下数据采集网络建设项目	7.612 亿元	3.0083 亿元	在 1500 家实体商业（百货商场、购物中心、专业卖场等）内铺布线下标准客流采集系统，通过人工智能算法进行客流识别，从而形成较为全面的实体商业线下数据采集网络
大数据运营管理中心建设项目	2.91 亿元	2 亿元	建设公司商业大数据运营管理中心，建成集数据集成、存储、挖掘、分析、服务于一体的大数据运行管理平台，营造线下实体商业大数据生态环境，构建商业大数据价值变现的基础
补充流动资金	1 亿元	1 亿元	缓解公司快速增长过程中的资金压力，保证公司业务的健康持续发展

资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 3.2.2、“汇客云”加速落地，云转型打开成长空间

2015 年上半年起，公司开始着手搭建“汇客云”大数据服务平台，“汇客云”是连接实体商业的数据平台，帮助实体商业洞察每一个消费者行为，挖掘流量价值，提升运营管理效率，是公司推广数据服务方式的主要载体。“汇客云”以公司独有的多年线下数据积累为核心，整合多方数据资源和能力，推出主要以 SaaS 交付的数据服务产品，为线下商业实体提供诊断、评估、预测和决策支持的全面解决方案。

图 25：汇客云的产品及服务



资料来源：公司官网、国海证券研究所

“汇客云”具有海量线下触角、超维数据融合、随时随地随需三大特点。①海量线下触角。公司已经在全国各地安装了多达 20 万的实体商业客流数据采集传感器，始终致力于线下消费行为数据分析，也即通过多种类型传感器采集线下消费者行为数据，在此基础上进行数据可视化呈现及挖掘应用。②超维数据融合。根据历史客流数据和当前客流信息，结合零售商其他经营销售数据（如销售额、成交量）等以及其他相关数据（如天气条件、营业时段、促销活动信息等），对不同时段和不同区域客流数据进行汇总、挖掘、对比与分析，输出多种类型图表，为管理人员提高管理效率和进行管理决策提供诸多有价值的信息。③随时随地随需。“汇客云”平台能够随时、随地、随需提供数据支持服务，经营数据一手掌握、基础数据服务、增值数据服务、定制化数据服务支持全年无休，安全、稳定、快捷。

图 26：汇客云产品特点



资料来源：公司官网、国海证券研究所

“汇客云”打开成长空间。公司针对购物中心运营的业务特点，从购物中心项目选址、开业筹备、营运管理、市场营销、品牌调整等重点业务环节深挖用户需求，目前汇客云平台已经推出了流量分析、运营对标、客群洞察等 SaaS 化数据增值服务产品，同时基准归隐分析、营销活动评估产品在研发测试中，未来围绕客户的需求还会有更多产品陆续研发出来。

图 27：汇客云平台提供的主要功能产品



资料来源：公司公告、国海证券研究所

“汇客云”平台的盈利方式分为基础服务和增值服务 2 部分，其中基础服务主要提供一些基本的数据采集和结果呈现，每家购物中心根据面积大小及店铺多少基础服务费用在 20-30 万元/年，增值服务是为客户提供更有价值的产品，如商场内数据多维查询展现和基础分析功能的流量分析、反映实体商业的运营水平，透视行业及区域竞争格局的运营对标分析等。增值服务是按模块来收费，我们假设每个模板按 8 万元/年收费，5 个模块就是 40 万元/年。基础服务+增值服务每家购物中心的收费将在 20-70 万元/年，平均 45 万元/年，我们按全国近 5000 家购物中心来算，仅购物中心的潜在市场空间将高达 22.5 亿元/年，而这仅仅是数据服务在购物中心领域一年的潜在市场空间，相比本报告第二部分分析的系统销售的 100 亿（非一年）的市场规模，数据服务模式行业市场空间打开，如果考虑零售店，市场空间将更大。

表 8：数据服务模式市场空间

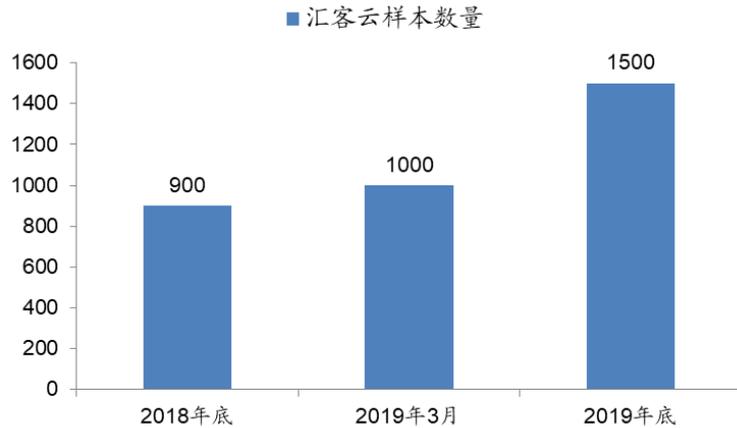
	基础服务	增值服务	总和
	根据面积和商铺多少， 20-30 万元/年	5 个产品（未来更多），每个模块平均 8 万元/年， 0-40 万元/年，	
平均	25 万元/年	20 万元/年	45 万元/年
购物中心按 5000 个计算	12.5 亿元/年	10 亿元/年	22.5 亿元/年

资料来源：国海证券研究所

公司 2015 年开始搭建“汇客云”平台，经过近几年的推广，截至 2019 年底，接入“汇客云”平台的样本数量已超过 1500 家，已经成为国内线下商业客流相关数据资源规模最大的平台，并且随着数据服务理念逐步深入以及公司数据服

务战略的不断推进，“汇客云”平台用户接入数量将逐年增长，预期未来会形成滚雪球和传帮带效应，扩大商业大数据服务平台的覆盖面，形成良性循环，相较于公司 2019 年的营收 3.25 亿元以及数据服务模式潜在 22.5 亿元/年的市场空间，公司的成长空间将打开。

图 28: 接入“汇客云”平台的样本数量



资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 3.3、多次股权激励绑定员工利益，业绩考核高增长彰显未来发展信心

公司重视员工的激励机制，从 2017 年上市以来，公司一共推出了五次限制性股票或者股票期权激励计划，覆盖了公司核心员工，持续的股权激励计划绑定核心员工的利益，提高核心人员和研发团队的稳定性，利于公司长期发展。同时 2020 年最新的限制性股票激励计划主要面向核心高管以及首席数据科学顾问等 8 名人才，业绩考核要求为 2021 年和 2022 年的营收分别不低于 6 亿和 8 亿人民币（2019 年营收仅为 3.25 亿元），较高的业绩考核条件彰显出公司对于云转型战略所带来的未来业绩高增长充满信心。

表 9: 公司上市以来股权激励情况

	2017	2018	2019 第一期	2019 第二期	2020
激励方式	限制性股票	股票期权	股票期权	股票期权	限制性股票
规模	100.30 万股，首次 92.30 万股，预留 8 万股	344.25 万份股票期权，首次 275.40 万份，预留 68.85 万份	261 万份股票期权，首次授予 211 万份，预留 50 万份	350 万份股票期权，首次 300 万份，预留 50 万份	限制性股票数量为 82 万股
激励人数	66 人	151 人	25 人	87 人	8 人
行权条件	以 2016 年净利润为基数，2017-2019 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、80%	以 2016 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增长率不低于 40%、80%、160%	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率不低于 80%、160%、240%	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率不低于 80%、160%、240%。	2021-2022 年营业收入分别不低于人民币 6 亿元/8 亿元。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

长效激励机制保证公司能够“引得来、留得住人才”。2019年，公司引进了曾历任万达商管总经理、苏宁集团副总裁丁遥行业专家团队（列个表）、佐治亚理工大学商业分析中心主任胡宇数据科学团队，构建了“数据+科学+商业”的数据产品研发人才体系，进一步增强了公司在数据价值挖掘以及数据建模分析方面的核心能力，为公司数据服务产品研发和推广打下了坚实基础。

## 4、盈利预测与评级

首次覆盖，给予公司“增持”评级。我们看好公司在线下客流分析系统的龙头地位以及“汇客云”平台向云转型的发展前景。预计公司2020-2022EPS分别为0.70、0.95、1.20元，对应当前股价PE为60、44、35倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	325	357	496	603
增长率(%)	30%	10%	39%	22%
归母净利润（百万元）	68	84	116	146
增长率(%)	4%	23%	37%	26%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.70	0.95	1.20
ROE(%)	11.25%	6.63%	8.50%	9.90%

## 5、风险提示

- 1) 客流分析系统下游需求放缓的风险；
- 2) 公司订单获取及执行低于预期风险；
- 3) 募投项目低于预期风险；
- 4) 新冠疫情反复的风险；
- 5) 股东减持的风险；
- 6) 宏观经济下行风险。

附表：汇纳科技盈利预测表

证券代码:	300609.SZ				股价:	42.09	投资评级:	增持		日期:	2020-08-14
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值		2019	2020E	2021E	2022E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	11%	7%	9%	10%	EPS		0.68	0.70	0.95	1.20	
毛利率	63%	64%	64%	64%	BVPS		5.83	10.30	10.97	11.81	
期间费率	36%	39%	38%	38%	<b>估值</b>						
销售净利率	21%	24%	23%	24%	P/E		62.19	60.48	44.08	34.97	
<b>成长能力</b>					P/B		7.22	4.09	3.84	3.56	
收入增长率	30%	10%	39%	22%	P/S		13.11	14.29	10.31	8.47	
利润增长率	4%	23%	37%	26%	<b>利润表 (百万元)</b>						
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
总资产周转率	0.44	0.25	0.32	0.35	营业收入		325	357	496	603	
应收账款周转率	1.49	1.52	1.53	1.55	营业成本		121	127	179	215	
存货周转率	2.41	2.43	2.61	2.81	营业税金及附加		2	3	3	4	
<b>偿债能力</b>					销售费用		56	59	84	103	
资产负债率	18%	10%	13%	14%	管理费用		58	82	104	121	
流动比	3.21	5.23	2.97	2.53	财务费用		(1)	(4)	(1)	(1)	
速动比	2.81	4.86	2.62	2.21	其他费用/(-收入)		18	3	3	3	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>		<b>66</b>	<b>93</b>	<b>129</b>	<b>164</b>	
现金及现金等价物	133	455	184	125	营业外净收支		7	5	5	5	
应收款项	218	235	323	388	<b>利润总额</b>		<b>73</b>	<b>98</b>	<b>134</b>	<b>169</b>	
存货净额	50	53	70	78	所得税费用		0	8	11	14	
其他流动资产	7	7	10	12	<b>净利润</b>		<b>73</b>	<b>90</b>	<b>123</b>	<b>156</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>408</b>	<b>750</b>	<b>586</b>	<b>604</b>	少数股东损益		5	6	8	10	
固定资产	38	119	249	537	<b>归属于母公司净利润</b>		<b>68</b>	<b>84</b>	<b>116</b>	<b>146</b>	
在建工程	0	258	402	223	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	13	13	46	73	<b>经营活动现金流</b>		<b>68</b>	<b>98</b>	<b>94</b>	<b>166</b>	
长期股权投资	46	46	46	46	净利润		73	90	123	156	
<b>资产总计</b>	<b>738</b>	<b>1420</b>	<b>1562</b>	<b>1715</b>	少数股东权益		5	6	8	10	
短期借款	10	10	10	10	折旧摊销		7	6	16	36	
应付款项	33	39	57	72	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	44	54	90	116	营运资金变动		(16)	(36)	(161)	(117)	
其他流动负债	41	41	41	41	<b>投资活动现金流</b>		<b>(120)</b>	<b>(339)</b>	<b>(274)</b>	<b>(109)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>127</b>	<b>143</b>	<b>197</b>	<b>238</b>	资本支出		(28)	(339)	(274)	(109)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		(4)	0	0	0	
其他长期负债	2	2	2	2	其他		(88)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>筹资活动现金流</b>		<b>374</b>	<b>575</b>	<b>(35)</b>	<b>(44)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>130</b>	<b>146</b>	<b>200</b>	<b>241</b>	债务融资		10	0	0	0	
股本	101	121	121	121	权益融资		10	601	0	0	
股东权益	609	1274	1363	1475	其它		355	(25)	(35)	(44)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>738</b>	<b>1420</b>	<b>1562</b>	<b>1715</b>	<b>现金净增加额</b>		<b>322</b>	<b>334</b>	<b>(215)</b>	<b>14</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机组介绍】

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

任春阳、宝幼琛，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。