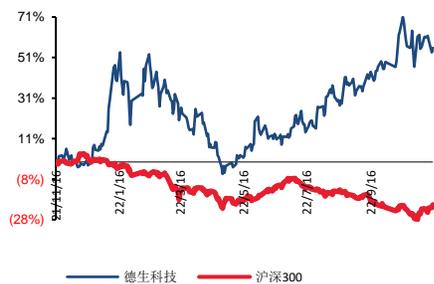


通信 通信设备

社保卡或是数字人民币最佳载体，政务 IT 构筑新增长点

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	309/214
总市值/流通(百万元)	4,919/3,409
12 个月最高/最低(元)	22.15/11.05

相关研究报告:

德生科技(002908)《业绩加速增长，数字人民币业务落地》--2022/09/27

证券分析师: 曹佩

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

研究助理: 程漫漫

E-MAIL: chengmm@tpyzq.com

报告摘要

社保卡或是数字人民币最佳载体。根据北京日报的报道，在人民银行数字货币研究所、北京人力资源和社会保障局的共同指导下，中国邮政储蓄银行北京分行联合多家单位，共同启动北京民生一卡通叠加数字人民币硬件钱包研发，首张样卡已制作完成。这将是全国首批叠加数字人民币硬件钱包的第三代社保卡。社保卡+硬件钱包成为了数字人民币的载体已经完成了相关试点工作。

业绩高增长。2022 年前三季度公司毛利率 42.62%，同比提升 2.48%；净利率 10.94%，同比提升 1.74pct。其中三季度业绩增速亮眼，2022Q3 收入同比增长 78.97% (2022Q2: 34.71%)，归母净利润同比增长 97.71% (2022Q2: 43.03%)，扣非后的归母净利润同比增长 88.52% (2022Q2: 40.72%)，三季度业绩增速明显加快。

定位于民生综合服务商，业绩进入快速增长通道，高研发投入奠定技术优势。公司以社保卡业务起家，经过多年深耕，逐步具备社保卡应用全产业链服务优势，构建了以人力资源运营为主的综合人社运营服务矩阵，贡献收入成效显著。近年来公司业绩增长不断提速，同时研发投入保持稳定增长，顺利通过 CMMI ML5 最高等级评估，拥有多项专利，体现公司强大的技术实力。

政策支持、市场广阔，自身具备生态与场景优势，社保卡业务奠定德生发展基石。近年来，国家大力推动建立以社会保障卡为载体的“一卡通”服务管理模式，国家对社保民生行业的支持和推动是社会保障行业发展的主要源动力之一。我国具备高人口基数，且社保持卡人数逐年攀升，奠定社保卡发卡量不断增长的基础。同时和发达国家相比我国在社会保障体系投入占比仍不高，且绝大多数存量持卡为第二代和第一代社保卡，因此社保行业及以社保卡为载体的居民服务“一卡通”仍有较大发展空间。德生较早布局，当前处于行业领先地位，战略合作“朋友圈”强大，与华为技术、腾讯云、软通智慧、中国移动、中国平安、中国电子等建立了战略合作伙伴关系；且“一卡通”功能场景众多，公司中标多项重点项目，在多地得到迅速推广。

凭借“社保卡+”全产业链服务优势，社保运营服务发展势猛。基于公司多年在社保民生服务领域的业务积累，以及政府对自身服务效能的要求进一步提高，公司进入社保运营服务领域，提供基于大数据的人力资源运营服务、社保金融服务、C端知识运营服务、农村电商运营服务，当前各领域已积累众多运营成果，在多地逐步推广，标杆项目不断落地，2022年上半年“人社运营及大数据服务”业务的合同订单金额同比增长104.61%，体现了公司在社保民生运营服务方面的拓展初见成效。

数字人民币发展如火如荼，公司积极布局培育增长新动能。我国是法定数字货币研究的先行者，多年来在顶层设计与理论研究、实践层面均不断向前推进，公司具备数字人民币应用的必要技术储备，并且参与叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通制作项目，有望享受数字人民币浪潮下的产业机遇，培育新的增长动能。

投资建议：公司是一卡通建设和民生服务领域的领先企业，1999年成立之初进入社保卡领域，多年深耕行业积累起技术、生态与场景优势，在政策利好、市场广阔的有利外部环境下，社保卡业务奠定公司发展基石。凭借社保卡全产业链条优势，公司进入人社运营与大数据服务领域，提供多种相关服务，标杆案例不断落地，贡献收入增长亦逐渐显现。如今数字人民币发展如火如荼，德生积极参与叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通制作项目，有望凭借自身技术储备与经验优势，受益于数字人民币发展浪潮，培育新增长动能。预计2022-2024年公司的EPS分别为0.50/0.77/1.15元，给予“买入”评级。

风险提示：社保卡需求量增长不及预期；数字人民币业务落地不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	742.64	1113.96	1670.94	2422.86
(+/-%)	32.03%	50.00%	50.00%	45.00%
净利润(百万元)	91.55	154.87	235.99	353.99
(+/-%)	26.86%	69.18%	52.38%	50.00%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.50	0.77	1.15
市盈率(PE)	53	31	20	14

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1. 民生综合服务商，业绩进入快速增长通道.....	5
1.1 公司以社保卡业务起家.....	5
1.2 社保卡业务为基，拓展至全产业链服务能力.....	6
1.3 业绩增速改善，高研发下技术实力雄厚.....	8
2. 政策支持、市场广阔，生态与场景优势下社保卡业务奠定德生发展基石.....	9
2.1 处于政策风口，社保持续受到重视.....	9
2.2 社保卡市场空间广阔，三代卡仍潜力巨大.....	10
2.3 德生较早布局，生态与场景优势构建起强大竞争壁垒.....	11
3. 凭借“社保卡+”全产业链服务优势，社保运营服务发展势猛.....	13
3.1 基于大数据的人力资源运营服务.....	13
3.2 智能知识运营服务.....	15
3.3 社保金融服务.....	16
3.4 电商运营服务.....	17
4. 数字人民币如火如荼，积极布局培育新增长动能.....	17
4.1 我国数字人民币不断向前推进.....	17
4.2 德生积极布局，有望培育新增长动能.....	18
5. 投资建议.....	19
6. 风险提示.....	19

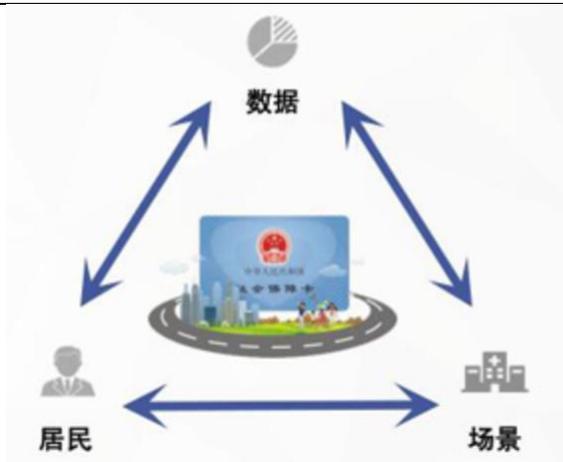
图表目录

图表 1: 公司定位于社保民生综合运营服务商	5
图表 2: 公司成立与发展历程	5
图表 3: 数据赋能加速居民服务“一卡通”	6
图表 4: 德生科技社保卡应用全产业链服务优势	7
图表 5: 德生科技主要业务	7
图表 6: 2022H1 人设运营及大数据服务占营收比重明显提升	8
图表 7: 公司近年来营收增长不断提速	8
图表 8: 公司近年来扣非后的归母净利润增长不断提速	8
图表 9: 公司研发投入保持较稳定增长	9
图表 10: 近年我国社保行业相关政策情况	9
图表 11: 我国社保卡持卡人数及渗透率持续增长	10
图表 12: 公司社保卡发行市占率情况	11
图表 13: 公司战略合作伙伴众多	12
图表 14: 居民服务“一卡通”功能众多	12
图表 15: 社保运营服务相关成果	13
图表 16: 德生科技人力资源大数据服务	14
图表 17: 德生科技人力资源与就业大数据服务得到广泛落地	14
图表 18: 公司在毕节市的项目受到多方认可	15
图表 19: C 端知识运营服务	16
图表 20: “信用就医”可实现百姓就医无感支付，提升医疗便民服务质量	17
图表 21: 在理论研究和顶层设计层面，数字人民币持续推进	18
图表 22: 叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通	19

1. 民生综合服务商，业绩进入快速增长通道

德生科技的战略定位为“社保民生综合运营服务商”。公司基于对“社保卡是政府与百姓之间重要的信息和金融通道”的认知，定位于“社保民生综合运营服务商”，在“搭建政府与民生的桥梁”的愿景指引下，围绕“大数据”底座、“互联网”工具、“运营服务”体系三大要素，大力推广围绕“社保卡”的发行服务和围绕“居民”的运营服务这两大核心业务形态，协助政府提升管理、服务的效率与网格化治理的水平。

图表 1：公司定位于社保民生综合运营服务商



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

1.1 公司以社保卡业务起家

从社保卡业务切入，业务边界不断扩展。公司成立于1999年，以智能卡业务进入行业；2004年成为规模最大的社保卡供应商之一；2014年公司进入社保卡应用领域；2017年全面进入社保卡运营服务领域，并且在深交所上市，为社保行业首家A股上市公司。2020年公司建立以社保卡为载体的居民服务“一卡通”。

图表 2：公司成立与发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

公司凭借多年来深耕社保民生领域积累的客户和技术优势，积极响应《人力资源

和社会保障事业发展“十四五”规划的通知》，提出“要推动建立以社保卡为载体的居民服务‘一卡通’新格局”的要求，以第三代社会保障卡为载体，提出“政府主导+市场化运作”的理念，构建政府主导下的全领域“多卡融合、一卡通用”的应用模式，这是推进城市信息资源共享与整合的重要基础设施建设。

图表 3：数据赋能加速居民服务“一卡通”



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

1.2 社保卡业务为基，拓展至全产业链服务能力

多年深耕社保卡业务，公司逐步具备社保卡应用全产业链服务优势。通过单一产品进入地市后，公司根据客户需求逐步配套智能知识运营服务、城市就业运营服务、社保金融服务、电商运营服务等多种产品和服务，形成跨行业综合运营服务体系，并利用技术中台使产品和服务快速上线，让城市运营服务的价值不断得到提升。同时，公司联合国内领先的运营商和大厂，实现全方位“社保卡+”全产业链服务。

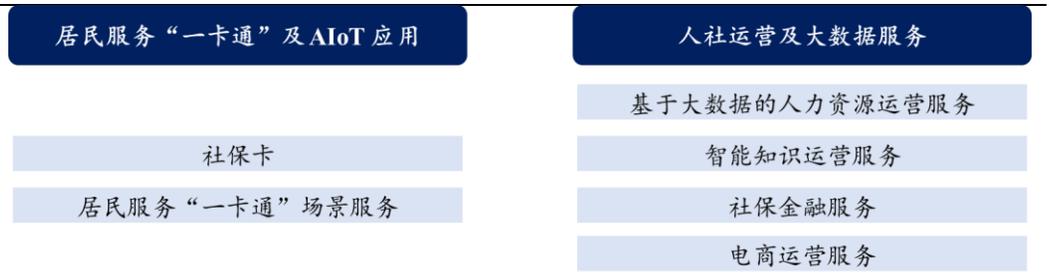
图表 4：德生科技社保卡应用全产业链服务优势



资料来源：公司公众号，太平洋证券研究院

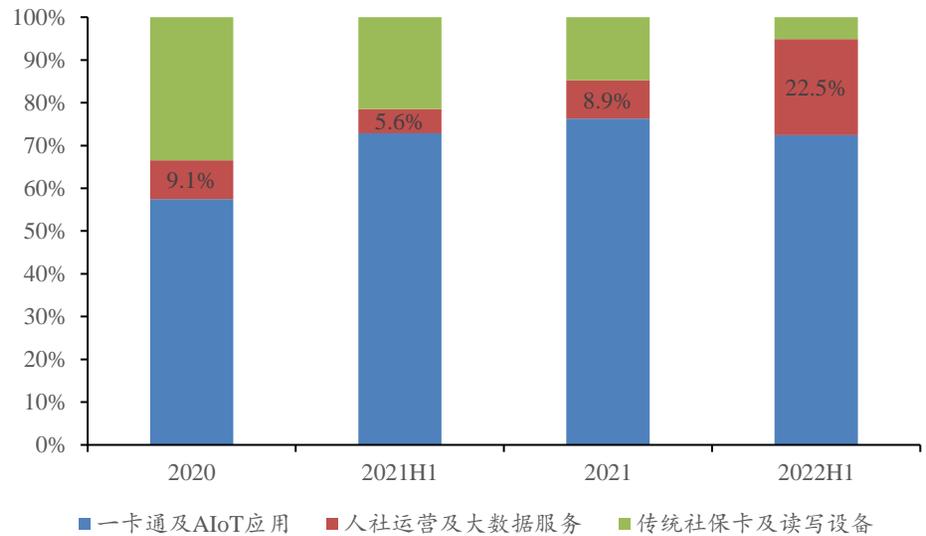
基于公司多年在社保民生服务领域的业务积累，构建了以人力资源运营为主的综合人社运营服务矩阵，且成效逐渐显现。公司在人设运营及大数据服务领域的业务主要包括基于大数据的人力资源运营服务、智能知识运营服务、社保金融服务、电商运营服务等4个方面。2022上半年，公司在人设运营及大数据服务业务收入同比高增450%，占营收比重同比提升16.9pct至22.5%，体现了公司在社保民生运营服务方面的拓展逐见成效。

图表 5：德生科技主要业务



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

图表 6：2022H1 人设运营及大数据服务占营收比重明显提升

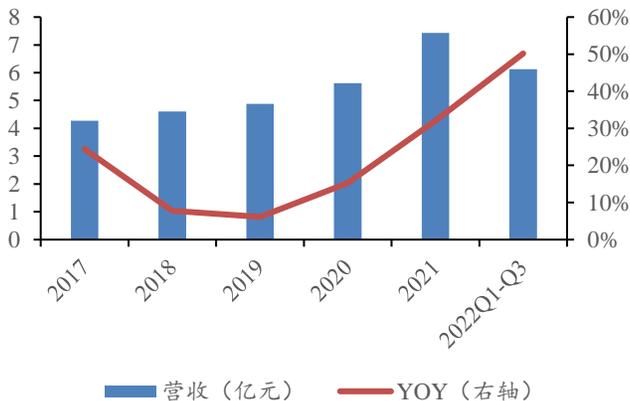


资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

1.3 业绩增速改善，高研发下技术实力雄厚

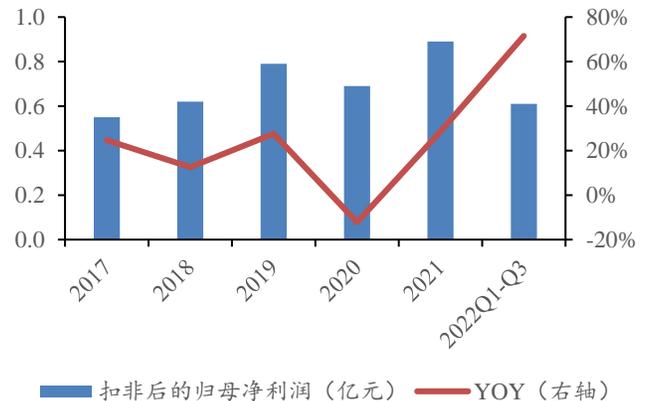
公司近年来业绩增长不断提速。2020-2022 三季度公司营收分别同比增长 15.2%、32.0%、50.2%，2017-2021 年复合增长率为 14.9%；2020-2022 三季度公司扣非后的归母净利润分别同比 -12.2%、28.6%、71.5%，2017-2021 年复合增长率为 12.8%。公司业绩增速明显改善。

图表 7：公司近年来营收增长不断提速



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

图表 8：公司近年来扣非后的归母净利润增长不断提速

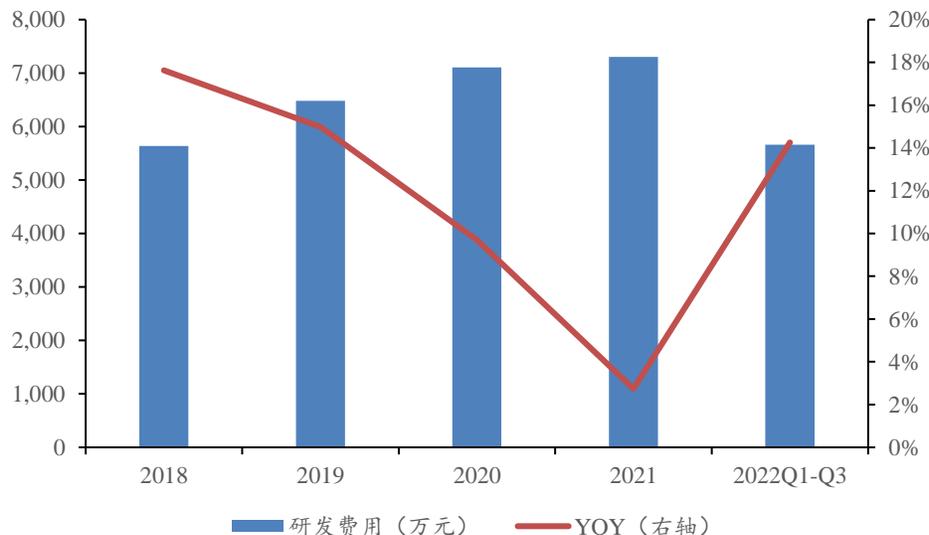


资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

持续高研发投入，奠定雄厚技术实力。近年来公司研发投入保持稳定增长态势，2022 年前三季度研发费用同比增长 14.26%。凭借深厚的技术底蕴和强有力的研发能力，

公司顺利通过CMMI ML5最高等级评估，并荣获“2021年-2024年中国软件诚信示范企业”称号。截至2022上半年，公司拥有27项专利、300余项软件著作权，并通过了知识产权管理体系认证。

图表 9：公司研发投入保持较稳定增长



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

2. 政策支持、市场广阔，生态与场景优势下社保卡业务奠定德生发展基石

2.1 处于政策风口，社保持续受到重视

近年来，国家大力推动建立以社会保障卡为载体的“一卡通”服务管理模式，国家对社保民生行业的支持和推动是社会保障行业发展的主要源动力之一。2021年，人力资源和社会保障部相继出台了《关于开展社会保障卡“一卡通”创新应用示范工作的通知》和《人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划的通知》，提出要推动建立以社保卡为载体的居民服务“一卡通”新格局，随后相关政策陆续出台，目前全国各地纷纷响应居民服务“一卡通”的建设，广东、安徽、海南、江西、青海、辽宁等省份均发布了明确的工作通知。

图表 10：近年我国社保行业相关政策情况

时间	文件/文章	部门/出处	具体内容
2021年11月	《“十四五”国家信息化规划》	中国网络安全和信息化委员会	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年1月	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》	国务院	要建立社会保险公共服务平台，完善以社会保障卡为载体的“一卡通”服务管理模式

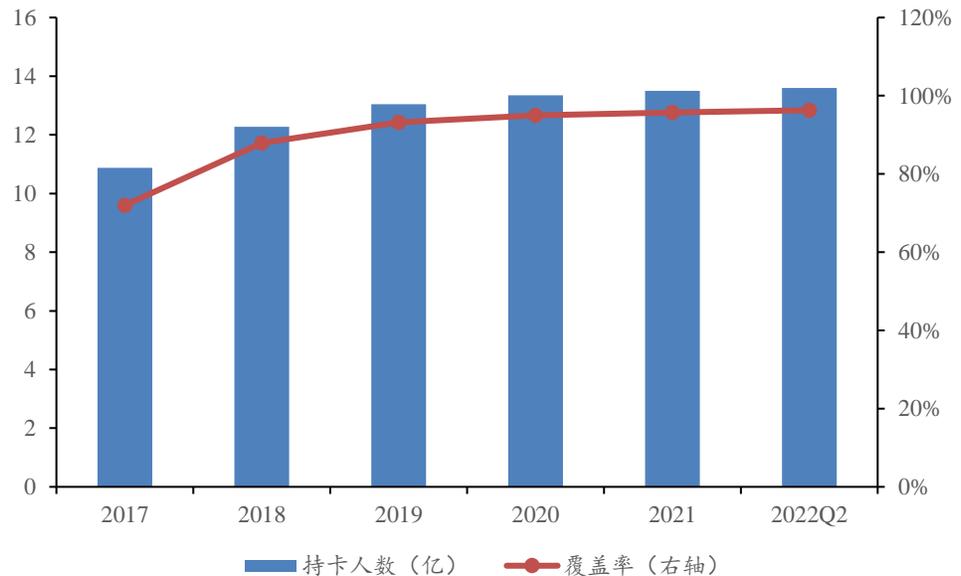
2022 年 4 月	《促进我国社会保障事业高质量发展、可持续发展》	习近平总书记在《求是》杂志发表	强调社会保障是保障和改善民生、维护社会公平、增进人民福祉的基本制度保障，要加大再分配力度，强化互助共济功能，把更多人纳入社会保障体系，为广大人民提供更可靠、更充分的保障，不断满足人民群众多层次多样化的需求。
2022 年 4 月	《关于加强数字政府建设的指导意见》	中央深改委会议审核通过	要求统筹推进各行业各领域政务应用系统集约建设，提升数据高效共享和协同管理水平，用数字技术为政府机构赋能，目的是要转变政府职能，通过指尖上的政府来打造服务型政府。

资料来源：公司官网，公开资料整理，太平洋证券研究院

2.2 社保卡市场空间广阔，三代卡仍潜力巨大

社保持卡人数逐年攀升，奠定近年来社保卡发卡量不断增长基础。截至2022Q2，社保卡持卡人数已达13.6亿人，较2017年提升2.72亿人；渗透率高达96.3%，较2017年累计提升24.3pct。基于我国巨大的人口基数，社保卡市场空间巨大，且近几年得到了快速发展。

图表 11：我国社保卡持卡人数及渗透率持续增长



资料来源：人力资源和社会保障部，太平洋证券研究院

长远看社保行业及以社保卡为载体的居民服务“一卡通”仍有较大空间。

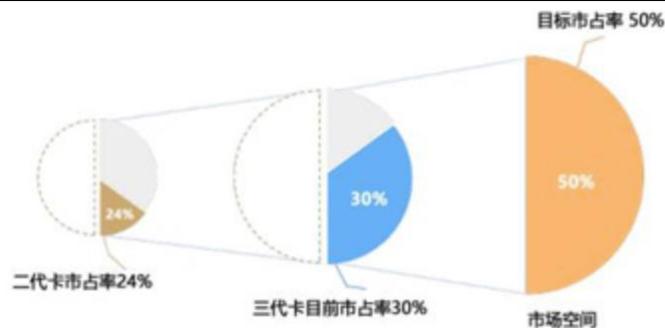
- **和发达国家相比，我国在社会保障体系方面的投入还有较大的提升空间。**2021年中国社会保障和就业类开支为3.39万亿，在GDP的占比约为3%，而发达国家该比例平均为10-20%。从长远来看，社会保障事业作为“共同富裕”的重要组成部分，该行业长期发展的空间巨大，随着向2035年远景目标的迈进，我国社保体系的支出将逐步增加，社会保障事业的市场空间会逐步增大，因此也将给经营社保服务的企业带来巨大的发展机会。

- **第三代社保卡仍有广阔发展前景。**当前全国绝大部分存量持卡为第二代和第一代社保卡，第三代社保卡是“一卡通”的关键载体，截至2021年12月底，全国社保卡持卡人数达13.52亿，其中第三代社保卡持卡人数仅为1.38亿，仍存在12.14亿张三代卡发行的巨大市场空间。当前正处于第三代社保卡的换卡高峰期，预计未来3-5年该业务都有较好的增长趋势。

2.3 德生较早布局，生态与场景优势构建起强大竞争壁垒

公司社保卡业务具备先发优势，处于行业领先地位。公司1999年以智能卡业务进入行业，具有20余年人社领域政务服务经验，业务覆盖28个省级行政区、150多个地市，在全国所有地级市的覆盖率已超过50%，服务群体数亿。公司与100多个地市签署主动发卡协议，银行协议近70家，目前在安徽、海南、江苏、广东等省份保持较高的发卡份额。

图表 12：公司社保卡发行市占率情况



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

战略合作“朋友圈”强大，生态优势显著。公司深耕社保行业20多年来，是各地人社部门、社保卡发卡银行、中国银联的重要战略级合作伙伴。公司在“一卡通”业务领域的专业能力推动了公司不断扩大战略合作“朋友圈”，目前公司与华为技术、腾讯云、软通智慧、中国移动、中国平安、中国电子等建立了战略合作伙伴关系，且成果斐然，如与数字广东网络建设有限公司联合研发推出“粤康码 数字哨兵”的数字化抗疫产品，有效提升防疫工作的精准化，目前已在广东省全面落地，并在全国其他省市加速推广，构建起以“一卡通”为载体的社会保障体系生态圈。

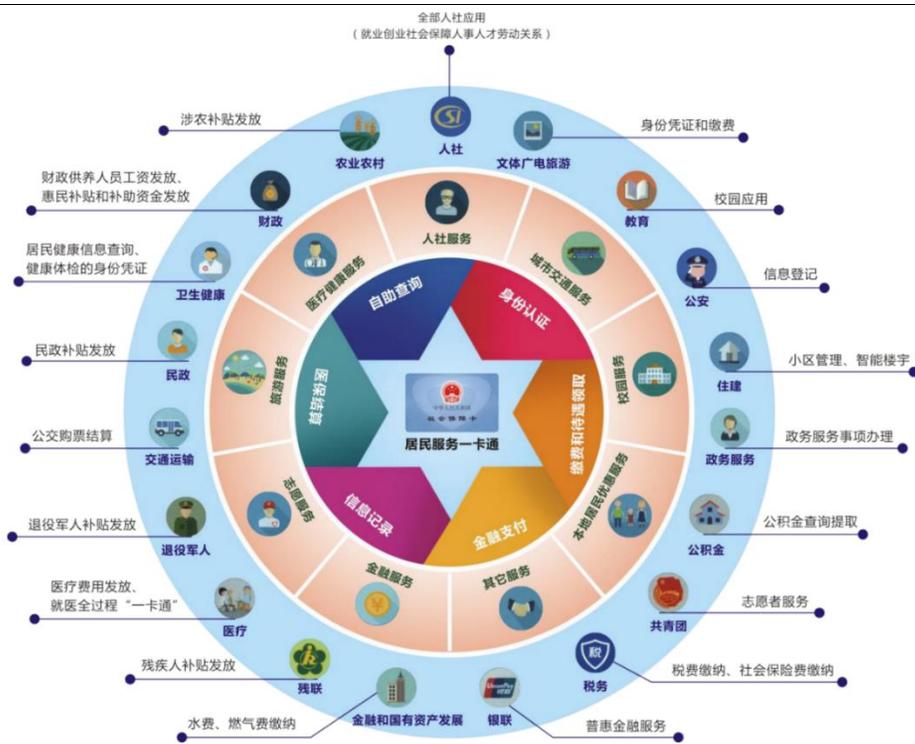
图表 13：公司战略合作伙伴众多



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

“一卡通”功能场景众多，公司中标重点项目，在多地迅速推广。其服务内容包括基于居民服务“一卡通”的设备铺设、系统搭建、平台维护等综合服务，具体功能为协同人社部门建设城市“一卡通”的基础信息、资金收支、保障服务、交通旅游、人才服务、文体生活六大系统，提供从产品开发、应用及运营等全方位、多层次的服务支持。其主要应用场景包括公共交通、政府资金发放、公共场景服务等各种民生类服务。其中，公司推出的三代卡即时补换设备、身份识别终端等，构建了线上线下一体化服务场景，为居民服务“一卡通”服务体系建设打下了坚实基础，2022年公司中标山东省农信社、湖北省建行、光大银行广州分行等多个省市即时制卡设备项目。同时，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，已陆续在广东、安徽、江苏、河北、北京等部分地市建设近40个社会保障卡信息管理系统。

图表 14：居民服务“一卡通”功能众多



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

3. 凭借“社保卡+”全产业链服务优势，社保运营服务发展势猛

基于公司多年在社保民生服务领域的业务积累，以及政府对自身服务效能的要求进一步提高，公司进入社保运营服务领域，提供基于大数据的人力资源运营服务、社保金融服务、C端知识运营服务、农村电商运营服务，当前已积累众多运营成果。**2022年上半年“人社运营及大数据服务”业务的合同订单金额同比增长104.61%，体现了公司在社保民生运营服务方面的拓展逐见成效。**

图表 15：社保运营服务相关成果



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

3.1 基于大数据的人力资源运营服务

通过大数据赋能人力资源服务。德生科技通过整合多部门、多渠道的海量脱敏信息构建“全量、精准、动态”的人力资源数据资产，利用人工智能和大数据技术，从多维度为每个人塑造精细化个人画像，同时为政府建立就业大数据系统，应用常态化分析、反馈、预警机制，提供可灵活配置、可视化的就业服务成果，实现劳动力数据的动态管理，为政府在就业方面的决策提供依据。同时依托人力资源大数据平台，公司能为人力资源公司赋能，提供准确有效的就业人员需求并促成就业，提升城就业水平。

图表 16：德生科技人力资源大数据服务



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

人力资源运营服务逐步推广。目前，德生科技人力资源与就业大数据服务已落地全国16个省、150多个市区县，其中，在贵州、江苏等地为超过1000万劳动力数据提供分析、诊断服务，在广西省开展超过200万劳动力信息调查。目前公司已承接贵州省毕节市劳动力信息数据采集及分析服务项目，并参与“贵州毕节人力资源服务产业园”的运营服务，协助20+家培训学校及人力资源机构入驻。

图表 17：德生科技人力资源与就业大数据服务得到广泛落地



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

标杆项目落地发挥示范效应，有望得到更大范围的复制推广。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、街道）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。据就业服务工厂运营统计，累计线下+线上服务近600万人次，推荐就业岗位近4万。2022年上半年，“毕节模式”数字化就业服务获得毕节市人民政府、贵州省人社厅等部门的高度认可，已吸引贵州多地、及其他省份的政府领导赴毕节考察学习，同时也有助于公司加速其他地市的推广复制。

图表 18：公司在毕节市的项目受到多方认可

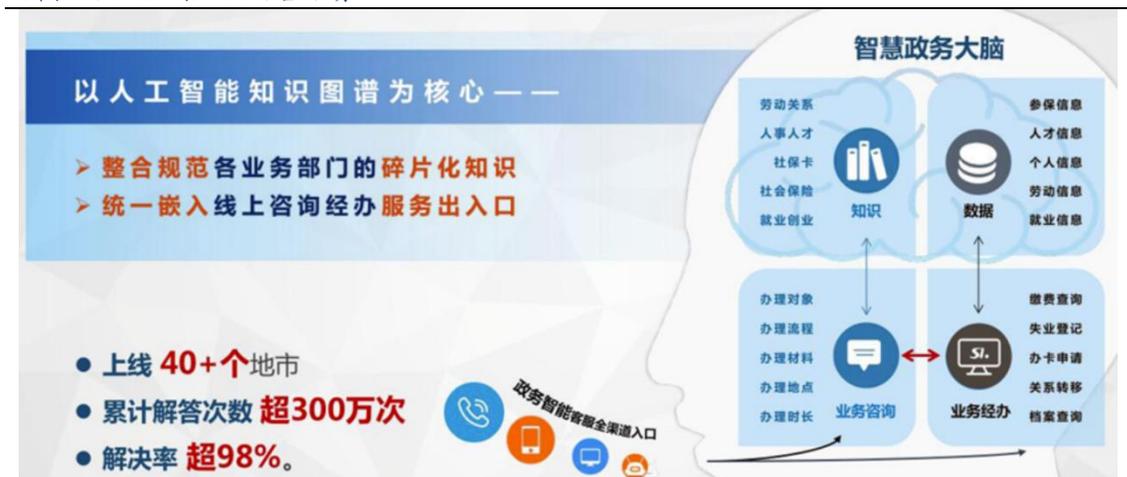


资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

3.2 智能知识运营服务

商业模式实现创新，在多地得到迅速推广。智能知识运营服务是公司以SaaS模式服务C端客户的一项成功商业实践，是公司内部成功孵化的又一创新商业模式。其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，目前银行端的复制效应更快更强，已落地广发银行等金融机构。截至2022上半年，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800万次，服务解决率超过 98%。尤其在手机银行APP推出“社保管家”一站式服务，使公司成为社保卡发行银行“社保热点专区”的知识运营商，体现了公司在民生服务领域独树一帜的运营优势。

图表 19：C 端知识运营服务



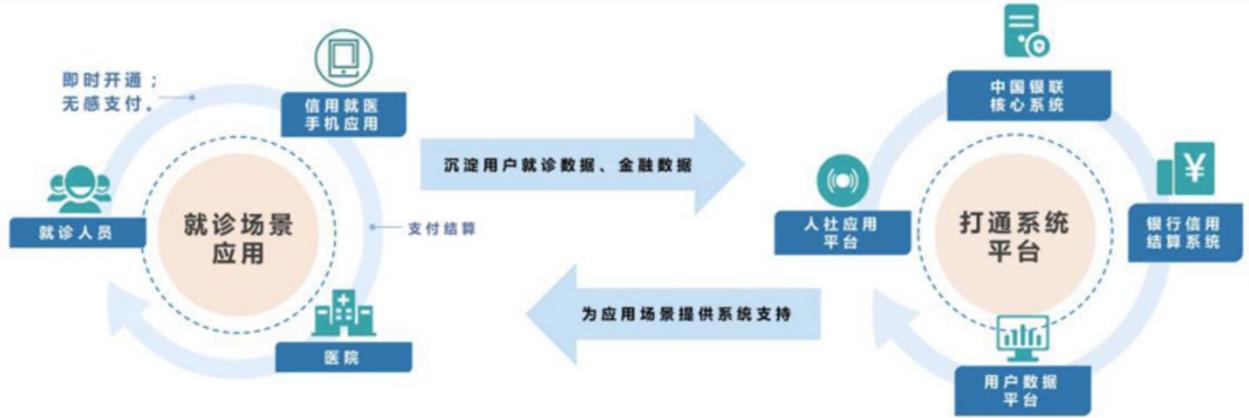
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

3.3 社保金融服务

作为政府与百姓唯一的实名金融通道，围绕社保卡的实名特性、金融特性，公司通过完善的服务体系，有效地提升了基于社保卡的全方位服务效能。公司作为中国银联智慧城市社保金融平台的重要合作伙伴，已助力政府部门落地11个省份的惠民惠农财政补贴资金“一卡通”发放服务，涵盖养老金、农民工工资、政府奖励、各类财政补贴等资金通过社保卡发放，公司累计发放资金超550亿元，惠及百姓超1.5亿人次。

“信用就医”是公司社保金融领域的一项重要服务，覆盖推广初见成效。“信用就医”可实现百姓就医无感支付，提升医疗便民服务质量，已覆盖上海、浙江、广东、安徽、河南、湖南、山东、福建、四川等省份，接入全国超1300家医疗机构，交易金额近1亿元。其中，在广东省上线的南方医科大学珠江医院、广州市第一人民医院、广州医科大学附属第二医院，交易量逐步活跃，公司与合作银行已推行可持续的商业模式，加速以社保为基础的信用消费场景的拓展。

图表 20：“信用就医”可实现百姓就医无感支付，提升医疗便民服务质量



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

3.4 电商运营服务

积极响应国家战略，乡村电子商务服务站大量落地，电商运营服务不断推进。产业振兴是乡村振兴的重中之重，公司与国家战略同频共振，促进县域产业数字化转型，响应实施“乡村振兴”战略。公司已累计建设乡村电子商务服务站近700个，培训人才近1亿人，服务覆盖广东、云南、海南、陕西、湖南、湖北等多省多县，为超100个县、10,000个新农人提供电商服务，带动上万余建档立卡贫困户增收。截至2022上半年，公司成功落地陕西礼泉、陕西彬州、陕西志丹、广东廉江、江西全南等多地13个电子商务进农村综合示范项目。随着2021年电子商务示范县项目全面转入“县域商贸体系建设项目”，公司结合在电商站点建设积累的经验有望取得先发优势。

4. 数字人民币如火如荼，积极布局培育新增长动能

4.1 我国数字人民币不断向前推进

数字人民币理论与顶层设计、实践角度都在不断推进、取得突破。

- 理论与顶层设计层面，我国是法定数字货币研究的先行者，早在2014年就开展了系列研究，多年来持续推进，2022年10月12日央行发布《扎实开展数字人民币研发试点工作》。
- 实践层面，试点应用和场景建设不断取得突破，人民银行先后选择15个省（市）的部分地区开展数字人民币试点，并综合评估确定了10家指定运营机构。数字人民币在批发零售、餐饮文旅、教育医疗、公共服务等领域已形成一大批

涵盖线上线下、可复制可推广的应用模式。2022年1月，数字人民币APP首次应用市场公开上架，试点城市个人用户可下载、开通、使用，说明我国数字人民币整体运营体系日趋完善，当前在全国各大城市的交通、消费等场景均已可见数字人民币的身影。截至2022年8月31日，15个省（市）的试点地区累计交易笔数3.6亿笔、金额1000.4亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过560万个。

图表 21：在理论研究和顶层设计层面，数字人民币持续推进

时间	相关进展
2014 年	开展系列研究
2016 年	人民银行成立数字货币研究所，作为具体推进数字人民币工作的金融基础设施单位
2018 年	人民银行制定了数字人民币研发框架
2021 年	人民银行数字人民币研发工作组发布《中国数字人民币的研发进展》白皮书，首次系统披露顶层思路
2022 年	人民银行发布《扎实开展数字人民币研发试点工作》

资料来源：中国人民银行，公开资料整理，太平洋证券研究院

4.2 德生积极布局，有望培育新增长动能

公司参与叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通制作项目，积极布局有望享受数字人民币浪潮下的产业机遇。2022年8月，据北京日报客户端报道，在人民银行数字货币研究所、北京人力资源和社会保障局的共同指导下，邮储银行北京分行联合多家单位，共同启动北京民生一卡通叠加数字人民币硬件钱包研发，首张样卡已制作完成。这将是全国首批叠加数字人民币硬件钱包的第三代社保卡。公司作为北京民生一卡通的主要服务商之一，深度参与该项目的建设。同时，北京已有规划在社保卡上增加数字人民币功能，公司具备数字人民币应用的必要技术储备，且在一卡通的场景应用、政府补贴发放等领域有丰富的实施和运营经验。作为国家大力推行的战略方向，数字人民币应用当前仍处于爆发前夜，面临巨大的发展空间。公司积极参与，凭借技术储备与先发经验优势，有望享受数字人民币浪潮下的产业机遇，培育新的增长动能。

图表 22：叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通



资料来源：公司公众号，北京日报，太平洋证券研究院

5. 投资建议

公司是一卡通建设和民生服务领域的领先企业，1999年成立之初进入社保卡领域，多年深耕行业积累起技术、生态与场景优势，在政策利好、市场广阔的有利外部环境下，社保卡业务奠定公司发展基石。凭借社保卡全产业链条优势，公司进入人社运营与大数据服务领域，提供多种相关服务，标杆案例不断落地，贡献收入增长亦逐渐显现。如今数字人民币发展如火如荼，德生积极参与叠加数字人民币硬件钱包的北京民生一卡通制作项目，有望凭借自身技术储备与经验优势，受益于数字人民币发展浪潮，培育新增长动能。预计2022-2024年公司的EPS分别为0.50/0.77/1.15元，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- (1) 社保卡需求量增长不及预期；
- (2) 数字人民币业务落地不及预期；
- (3) 行业竞争加剧。

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	742.64	1113.96	1670.94	2422.86
营业成本	422.01	634.96	944.08	1356.80
营业税金及附加	4.80	3.34	5.01	7.27
销售费用	89.63	133.67	200.51	290.74
管理费用	50.64	77.98	116.97	169.60
财务费用	1.50	-3.02	-0.27	3.45
资产减值损失	-7.97	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.55	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	113.55	170.63	260.90	391.94
其他非经营损益	-8.81	-0.01	-0.45	-0.43
利润总额	104.75	170.63	260.45	391.51
所得税	11.39	15.75	24.45	37.52
净利润	93.36	154.87	235.99	353.99
少数股东损益	1.82	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	91.55	154.87	235.99	353.99
资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	284.34	222.79	334.19	484.57
应收和预付款项	576.11	820.13	1240.68	1808.04
存货	123.36	195.93	295.58	429.11
其他流动资产	3.26	3.51	5.26	7.63
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	20.37	25.94	30.84	35.08
无形资产和开发支出	308.85	284.90	260.94	236.99
其他非流动资产	-260.15	-262.47	-262.47	-262.47
资产总计	1343.30	1577.89	2192.19	3026.10
短期借款	53.38	60.33	253.34	485.85
应付和预收款项	256.76	375.06	555.59	804.78
长期借款	41.31	41.31	41.31	41.31
其他负债	122.30	102.25	150.13	214.06
负债合计	473.75	578.95	1000.37	1546.00
股本	200.93	308.43	308.43	308.43
资本公积	313.91	206.41	206.41	206.41
留存收益	342.89	472.28	665.16	953.45
归属母公司股东权益	856.06	985.45	1178.32	1466.61
少数股东权益	13.49	13.49	13.49	13.49
股东权益合计	869.55	998.94	1191.81	1480.10

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	93.36	154.87	235.99	353.99
折旧与摊销	13.05	30.70	29.05	29.72
财务费用	1.50	-3.02	-0.27	3.45
资产减值损失	-7.97	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-71.72	-203.44	-294.13	-390.42
其他	-41.17	-13.52	-9.42	-9.70
经营活动现金流净额	-12.95	-34.41	-38.77	-12.97
资本支出	-305.25	-10.00	-10.00	-10.00
其他	294.35	10.00	10.00	10.00
投资活动现金流净额	-10.89	0.00	0.00	0.00
短期借款	-4.60	6.95	193.01	232.50
长期借款	41.31	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.01	0.00	0.00	0.00
支付股利	-20.09	-25.49	-43.12	-65.70
其他	-10.58	-8.60	0.27	-3.45
筹资活动现金流净额	8.05	-27.14	150.17	163.35
现金流量净额	-15.79	-61.55	111.40	150.38
财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	32.03%	50.00%	50.00%	45.00%
营业利润增长率	18.18%	50.26%	52.90%	50.23%
净利润增长率	29.51%	65.88%	52.38%	50.00%
EBITDA 增长率	19.75%	54.81%	46.07%	46.75%
获利能力				
毛利率	43.17%	43.00%	43.50%	44.00%
期间费率	28.92%	28.73%	28.48%	28.14%
净利率	12.57%	13.90%	14.12%	14.61%
ROE	10.74%	15.50%	19.80%	23.92%
ROA	6.95%	9.82%	10.77%	11.70%
ROIC	14.12%	16.07%	18.58%	20.73%
EBITDA/销售收入	17.25%	17.80%	17.34%	17.55%
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.76	0.89	0.93
固定资产周转率	37.04	51.04	61.74	76.59
应收账款周转率	1.68	1.74	1.78	1.74
存货周转率	3.72	3.71	3.69	3.64
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.21%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	35.27%	36.69%	45.63%	51.09%

负债和股东权益合计	1343.30	1577.89	2192.19	3026.10	带息债务/总负债	19.99%	17.56%	29.45%	34.10%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.30	2.33	1.96	1.82
EBITDA	128.10	198.31	289.68	425.11	速动比率	2.02	1.96	1.65	1.53
PE	52.73	31.17	20.45	13.64	每股指标				
PB	5.55	4.83	4.05	3.26	每股收益	0.30	0.50	0.77	1.15
PS	6.50	4.33	2.89	1.99	每股净资产	2.82	3.24	3.86	4.80
EV/EBITDA	22.98	23.61	16.45	11.40	每股经营现金	-0.04	-0.11	-0.13	-0.04

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。