



深耕高校信息化领域，收购尼普顿完善校园生态

投资评级：增持（首次）

主要观点：

报告日期：2020-09-07

收盘价（元）	17.30
近 12 个月最高/最低（元）	19.12/12.45
总股本（百万股）	126.67
流通股本（百万股）	126.67
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	21.91
流通市值（亿元）	21.91

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

研究助理：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_策略研究_策略专题_内循环新格局，科技创新勇立潮头——从政策主线看科技长牛的投资机会》2020-08-04

正元智慧深耕高校信息化领域 20 年，从一卡通业务逐渐走向线上线下、校内校外、ToB/ToC 一体化的智慧校园生态服务商。当前教育信息化支出日益增长，公司在高校智慧校园领域积极布局，先后覆盖智慧校园的各类应用场景，打造易校园 APP 的校园云平台，有望利用新兴 ICT 技术，赋能智慧校园的各类参与方，我们认为公司业绩的长期驱动力如下：

教育信息化资本开支日益增长，公司持续受益

2010 年以来教育信息化领域政策频发，学生消费需求趋于多样化，学校管理效率有待提升，驱动教育信息化资本开支持续增长。我们测算高校智慧校园总支出有望达到 215 亿元，叠加每年 10%-15% 的运维费和 5 年的系统更新周期，每年高校智慧校园市场平均资本开支有望达到 70 亿元。公司深耕高校信息化市场，我们根据收入测算市占率为 6.8%，处于领先地位，有望持续受益于行业的高景气和市场集中度的提升。

收购尼普顿完善校园生态，转型智慧校园生态运营服务商

公司通过收购和参股，先后覆盖智慧校园的餐饮、住宿、用水、用电、洗衣、饮水等场景，近期有望通过收购尼普顿切入校园空调和热水场景，进一步完善校园生态布局。此外，公司通过打造易校园 APP 云平台，汇集海量校园内外师生的生活数据。有望利用新兴 ICT 技术，通过校园大数据的分析，为学校、教师、学生等各类校园参与者提供更有价值的应用服务，从而助力公司从传统的高校一卡通信息系统集成商，转向智慧校园生态服务与运营商。我们预计未来公司除了校园系统集成项目的持续拓展，也将有望获取更多、更具持续性的运营服务收入，为公司长期增长打开空间。

投资建议

假设公司收购尼普顿 2021 年初并表，预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 8.58/13.22/16.19 亿元，同比增长 14.3%/54.0%/22.5%。预计公司实现归母净利润 0.52/0.81/1.18 亿元，同比增长 16.0%/54.5%/45.4%。考虑收购尼普顿和配套融资增加公司市值 4.4 亿元，同时参考可比公司新开普和公司历史 PE 的情况，给予公司 2021 年 35 倍 PE，对应收购尼普顿后的合理市值为 28.35 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	751	858	1,322	1,619
收入同比(%)	32.5%	14.3%	54.0%	22.5%
归属母公司净利润	45	52	81	118
净利润同比(%)	-10.5%	16.0%	54.5%	45.4%
毛利率(%)	37.9%	36.9%	34.8%	35.1%
ROE(%)	7.5%	8.2%	10.6%	12.8%
每股收益(元)	0.47	0.41	0.56	0.73
P/E	40.89	41.91	34.39	23.65
P/B	2.96	3.37	3.15	2.91
EV/EBITDA	27.29	36.43	32.85	22.49

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

- 1) 国内疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；
- 2) 企业校园 IoE 综合服务平台落地不及预期；
- 3) 高校教育经费减少，信息化积极性不及预期；
- 4) 与尼普顿协同效应不及预期。

正文目录

1 深耕高校信息化领域，打造校园生态服务	5
1.1 公司历经三个发展阶段，从一卡通走向智慧校园	5
1.2 聚焦校园业务，完善产品体系	6
1.3 实际控制人持股比例较大，公司股权结构稳定	8
2 丰富校园应用场景，转型 IOE 平台服务商	9
2.1 教育信息化 2.0 阶段，多重因素驱动教育信息化发展	9
2.2 教育经费持续增长，智慧校园市场空间大	11
2.3 线上线下一体化，丰富校园应用场景	13
2.4 打造校园全场景服务云平台，转型 IOE 平台服务商	14
2.5 基于场景平台的校园大数据分析具有广阔应用价值	16
3 收购尼普顿完善生态场景，协同效应可期	18
3.1 尼普顿：校园后勤生态圈热水、空调运营领军企业	18
3.2 收购补全智慧校园生态场景，协同效应可期	19
3.3 业绩承诺彰显公司发展信心	21
4 盈利预测与投资建议	22
风险提示	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

图表 1 正元智慧三个发展阶段.....	5
图表 2 公司分行业收入情况.....	6
图表 3 公司校园业务收入及增速.....	6
图表 4 公司智慧校园总体框架.....	7
图表 5 公司股权结构.....	8
图表 6 教育信息化相关政策.....	9
图表 7 中国大学生消费水平分布.....	10
图表 8 普通本专科在校学生数.....	11
图表 9 中国教育财政支出情况.....	11
图表 10 中国教育信息化市场规模及增速.....	12
图表 11 部分智慧校园项目投入规模.....	12
图表 12 公司子公司业务布局.....	13
图表 13 易校园全部应用.....	14
图表 14 易校园首页应用.....	15
图表 15 易校园健康状况登记功能.....	16
图表 16 校园大数据为各方提供决策指导.....	17
图表 17 尼普顿发展历程.....	18
图表 18 尼普顿分业务收入情况.....	19
图表 19 公司校园业务概览.....	19
图表 20 尼普顿合作高地域分布.....	20
图表 21 尼普顿业绩承诺概要.....	21
图表 22 公司营业收入拆分与预测.....	22

1 深耕高校信息化领域，打造校园生态服务

1.1 公司历经三个发展阶段，从一卡通走向智慧校园

浙江正元智慧科技股份有限公司前身为成立于2000年3月的金信软件，由浙江三川物业股份有限公司和浙江金信经贸有限公司共同出资设立，注册资本1000万元。在正元的第一个八年中，公司稳步发展，获得国家信息产业部计算机信息系统集成二级资质，发布高端一卡通系统3.0版本，由单一功能卡向一卡通方向发展。2009年开始，公司进入快速发展期，由一卡通向智慧一卡通产品与服务提供商转变，对产品与服务进行了第二次升级改造，品牌影响力明显加强，公司开始全面进入全国市场。2012年，由杭州正元、易康投资、正浩投资、博信优选、合力创投、吕德民、盈瓯创投、李琳、浙江连连科技有限公司、乾盈投资、金础创投、李成、盈沛投资、文诚创投共14位股东共同作为发起人，公司顺利完成股份制改造，正式更名为“浙江正元智慧科技股份有限公司”。

图表 1 正元智慧三个发展阶段



资料来源：公司公告，华安证券研究所

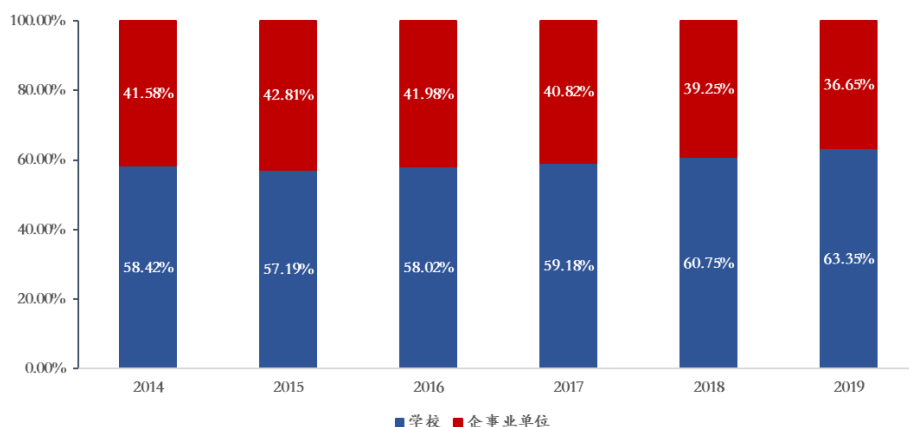
2017年，公司成功在深圳交易所上市，正式进入转型升级期，前后参股双旗智慧、浙江小兰等企业，开启智慧公寓、智慧洗衣、智能电控、智能水控等业务，持续完善校园生态布局。2019年，公司加快线上线下业务推进，以云服务为基础全力推进易校园，以一卡通为基础叠加自助洗衣等其他校园服务，逐步形成涵盖“吃住行知用”的校园服务运营生态；同时，公司公开发行可转换债券，推进校园IoE综合服务平台、智慧易联洗衣生活服务平台研发建设，逐步由一卡通企业向物联网企业转型升级。

我们认为未来智慧校园服务商的竞争主要是生态体系的竞争，正元智慧具备将高校原有独立的学工、教务管理、图书馆等各项系统打通、打破信息孤岛的能力，同时在校园服务领域也已经形成较为完备的生态布局，在未来智慧校园服务商的竞争中抢占先机。

1.2 聚焦校园业务，完善产品体系

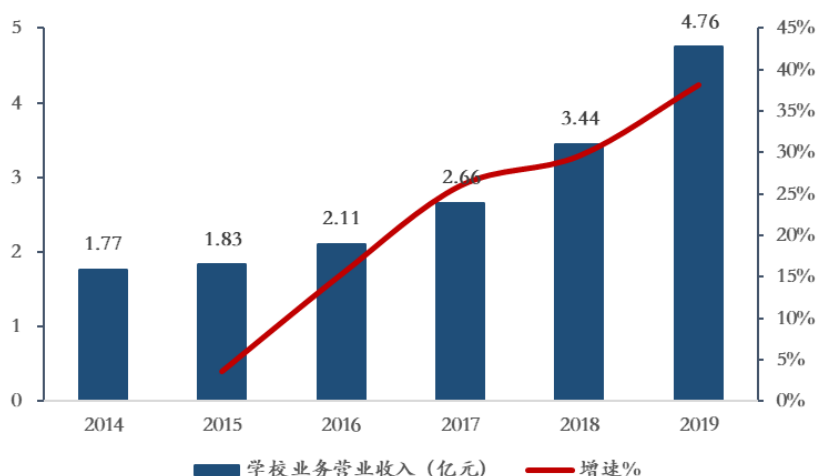
收入快速增长，校园业务占比高达 60%。公司自成立以来收入快速增长，收入规模由 2012 年的 2.11 亿元增长至 2019 年底的 7.51 亿元，7 年间收入复合增速达 19.89%。另一方面，公司在成立之初即从事校园一卡通的销售、生产业务，随后在二十年的发展中，逐步围绕一卡通拓展智慧校园业务，在教学、科研、管理、学习、生活等智慧校园场景下进行深入应用，开启智慧电控、水控、洗衣、食堂等众多应用，校园市场一直是公司最重要的根据地，近年来校园业务占比一直维持在 60% 左右。随着公司产品体系的不断完善以及校园应用场景的不断拓宽，公司校园业务收入增速持续增长，2019 年增速高达 38.71%。

图表 2 公司分行业收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

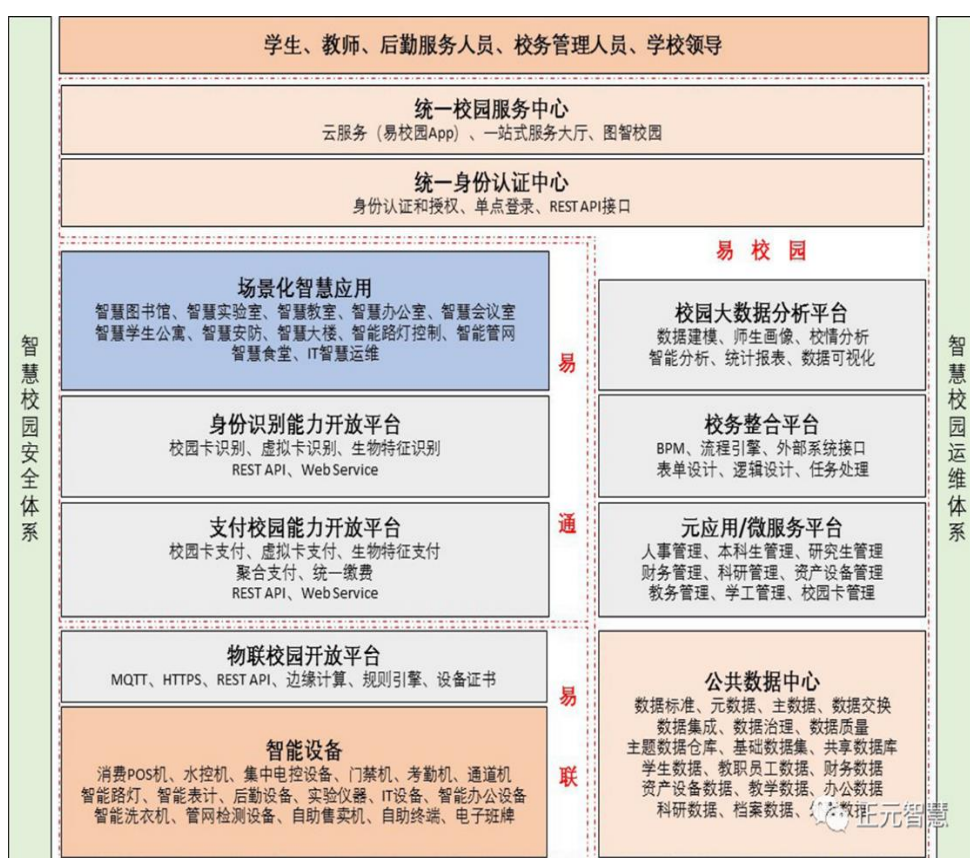
图表 3 公司校园业务收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

不断完善产品体系，构建校园生态圈。公司的业务布局以校园信息化为基础，持续专注为学校提供智慧校园解决方案，构建线上线下、校内校外、ToB/ToC 一体化的智慧校园服务新生态。为了实现产品愿景，公司规划了“三个中心、六大平台、N 个场景化应用”的产品体系架构，在 IaaS、SaaS、PaaS 三个层级均有较为完善的布局。IaaS 层包括消费 POS 机、水控机等各种智能设备，PaaS 层已形成物联校园开放平台、支付校园能力开放平台、身份识别能力开放平台、碎片化的元应用/微服务平台、管理服务协同的校务整合平台、校园大数据智能分析平台六大平台和公共数据中心，SaaS 层包括统一校园服务中心、统一身份认证中心两大中心和囊括智慧公寓、智慧图书馆、智慧食堂、智慧教室、智慧实验室、智慧安防等多个场景化智能应用。我们认为，公司持续聚焦校园业务，完善产品体系，逐步构建起校园服务新生态，竞争力有望继续提升。

图表 4 公司智慧校园总体框架

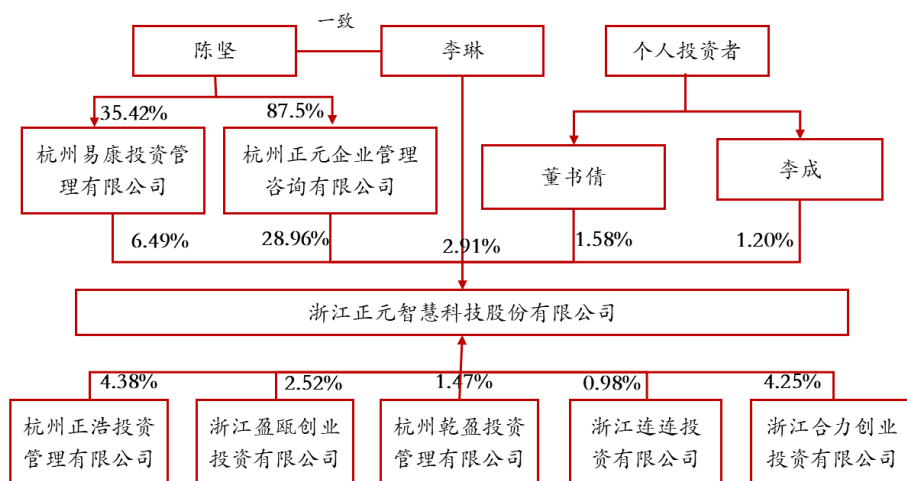


资料来源：公司公众号，华安证券研究所

1.3 实际控制人持股比例较大，公司股权结构稳定

公司前十大股东中，实际控制人陈坚通过控股的两家企业合计持股达到 27.57%，同时，其妻李琳持股 2.91%，为陈坚先生的一致行动人，因而，陈坚先生及其妻子合计持股超 30%。目前陈坚先生继续担任公司董事长，公司股权和管理结构都较为稳定。其他股东中，易康投资和正浩投资均系为实施员工股权激励而设立的持股公司，其他的股东包括浙江盈瓯、浙江合力、浙江乾盈、浙江连连以及两位个人投资者等，持股比例均不超过 5%。

图表 5 公司股权结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2 丰富校园应用场景，转型 IoE 平台服务商

2.1 教育信息化 2.0 阶段，多重因素驱动教育信息化发展

政策端：政策密集发布，顶层规划逐渐完善。2010 年起，国家持续推出关于支持教育信息化发展的相关政策，教育信息化已上升为国家战略。2011 年，教育部发布《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》，明确提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费，为教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入提供了保障。自 2012 年至今，教育部每年制定当年的《教育信息化工作要点》，供各教育厅(教委)、部内各司局和各直属单位使用和执行。2016 年，国务院发布《国家信息化发展战略纲要》，提出推进教育信息化，完善教育信息基础设施和公共服务平台，教育信息化正式成为国家战略。2018 年，《教育信息化 2.0 行动计划》发布，提出“三通两平台”建设、“教育+互联网模式应用普及”、“三全两高一”目标、“教育+互联网”融合创新发展转变等规划，为教育信息化尤其是智慧校园的中长期投入提供了支撑。2019 年，教育部发布《中国教育现代化 2035》，提出建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台，推进教育治理方式变革，加快形成现代化的教育管理与监测体系，推进管理精准化和决策科学化。至此，我国教育信息化的顶层规划逐步完善，有望推动我国教育信息化产业快速发展。

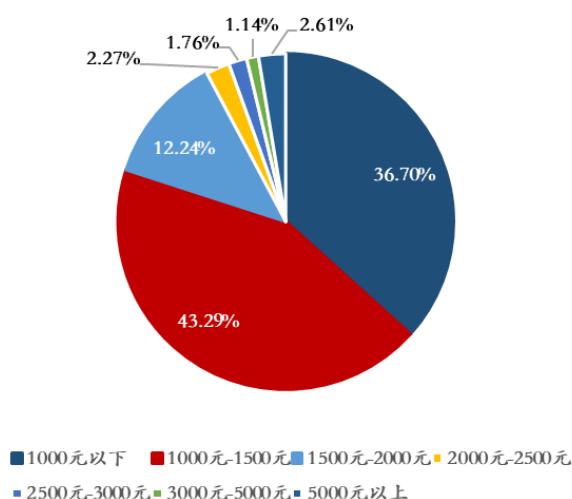
图表 6 教育信息化相关政策

时间	政策名称	发布单位	具体内容
2011 年	《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》	教育部	明确提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费；要求加强数字校园建设，缩小学校之间的数字化差距
2011 年	《关于成立教育部信息化领导小组的通知》	教育部	领导小组下设教育信息化推进办公室，作为领导小组的办事机构，具体负责教育信息化推进工作，加快教育信息化进程
2013 年	关于印发《“十二五”国家自主创新能力建设规划》的通知	国务院	搭建安全高效的国家教育管理公共服务平台，建设教育管理信息系统，完善教育基础信息数据库，提高教育管理效率和服务能力
2015 年	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	鼓励互联网企业与社会教育机构根据市场需求开发数字教育资源，提供网络化教育服务；鼓励学校利用数字教育资源及教育服务平台，逐步探索网络化教育新模式，扩大优质教育资源覆盖面，促进教育公平
2016 年	《教育部关于印发<2016 年教育信息化工作要点>的通知》	教育部	推进信息化教学应用，通过开发一批专业化教学应用工具软件，扩大网络学习空间应用覆盖面，逐步实现“网络学习空间人人通”
2016 年	《国家信息化发展战略纲要》	国务院	推进教育信息化，完善教育信息基础设施和公共服务平台
2017 年	《国务院关于印发国家教育事业发展规划“十三五”规划的通知》	国务院	拓展教育新形态，积极发展“互联网+教育”，优化校园育人环境，创建平安校园，巩固高等学校后勤改革成果，推进学校公共安全视频监控建设及联网应用工作，加强人防、物防、技防设施建设
2018 年	《教育信息化 2.0 行动计划》	教育部	到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，继续推进“三通两平台”，构建一体化的“互联网+教育”大平台，逐步实现资源平台的互通，普及推广网络学习空间应用，组织师生利用网络空间开展教学和学习
2018 年	《教育部关于颁布<中小学数字校园建设规范（试行）>的通知》	教育部	对各地中小学校数字校园建设提出了建设的总目标和总原则，提出实现校园环境数字化、信息系统互联互通、用户信息素养提升、学习方式和教育教学模式创新四个目标
2019 年	关于实施全国中小学教师信息技术应用能力提升工程 2.0 的意见	教育部	服务国家“互联网+”、大数据、人工智能等重大战略，推动教师主动适应信息化、人工智能等新技术变革，积极有效开展教育教学
2019 年	《中国教育现代化 2035》	教育部	加快信息化时代教育变革。建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台；推进教育治理方式变革，加快形成现代化的教育管理与监测体系，推进管理精准化和决策科学化

资料来源：华安证券研究所整理

学生端：消费能力提升，需求趋于多样化。华东政法大学发布的《2018 中国大学生网络生态和消费行为报告》显示，2018 年中国高校校园市场总规模供给约为 9449.98 亿元（含学费），在校大学生月均家庭供给为 1325.5 元。根据数据分布，近八成大学生月均生活费少于 1500 元，其中高于 1000 元低于 1500 元的占比最高，达到了 43.2%，月均生活费在千元以下的数量次之，占比为 36.7%，目前一线城市的月度生活费用已接近 2000 元，大学生目前总体消费能力较十年前提升了数倍，我们认为未来大学生月均生活费有望稳步提升。另一方面，持续增长的消费能力也催生了多样化的功能需求。以往校园一卡通建设相关投资主要集中在餐饮收费、门禁、图书管理等传统的通用功能，但是，随着学生消费能力的增长，智慧洗衣、智慧空调、智慧食堂等应用逐渐兴起。我们认为，随着消费能力的增长，智慧校园有望得到更大程度的应用。

图表 7 中国大学生消费水平分布



数据来源：《2018 中国大学生网络生态和消费行为报告》，华安证券研究所

学校端：学生人数持续增长，教育信息化助力管理效率提升。据国家统计局统计，我国高校在校学生近十年来持续增长，2019 年已突破 3000 万。但目前我国高校的数量不足 3000 所，因此，平均每所高校在校大学生已超 1 万人，如若加上研究生，平均每所高校在校学生数量还要更高，这给高校管理者带来了极大的管理压力。一方面，学校教学与生活方面场景众多，选课缴费、宿舍门禁、住宿管理、课堂考勤等均需耗费大量时间与精力。另一方面，与中小学校园相区分，高校校园与其他社会部门的联系更为紧密，安全隐患无处不在。教育信息化是提升管理效率、解决校园安全问题的有力手段之一。以正元智慧的校园一卡通整体解决方案为例，除可实现银校园存、班车收费、机房上机收费、医院收费、考务费用缴纳、多钱包账务处理、购物消费等消费管理功能外，还具有对校园各层级、单位的水电资源进行管理和控制的功能，往后随着数据的积累，通过对校园数据的分析，可进行水电的智能管控，有效降低校园风险。

图表 8 普通本专科在校学生数

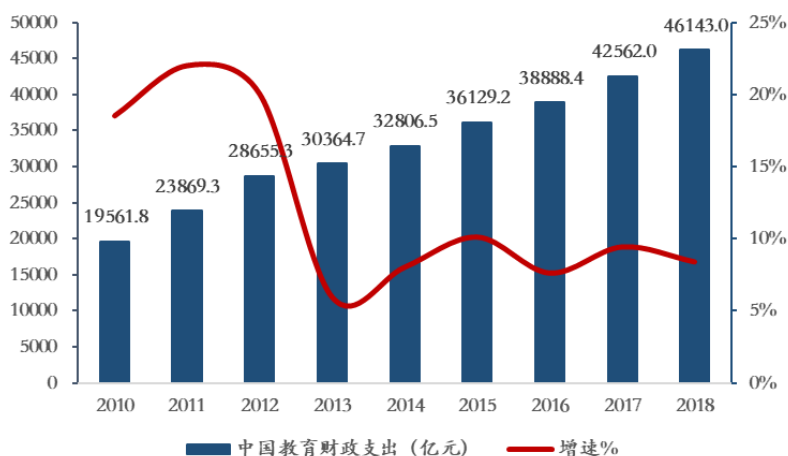


数据来源：国家统计局，华安证券研究所

2.2 教育经费持续增长，智慧校园市场空间大

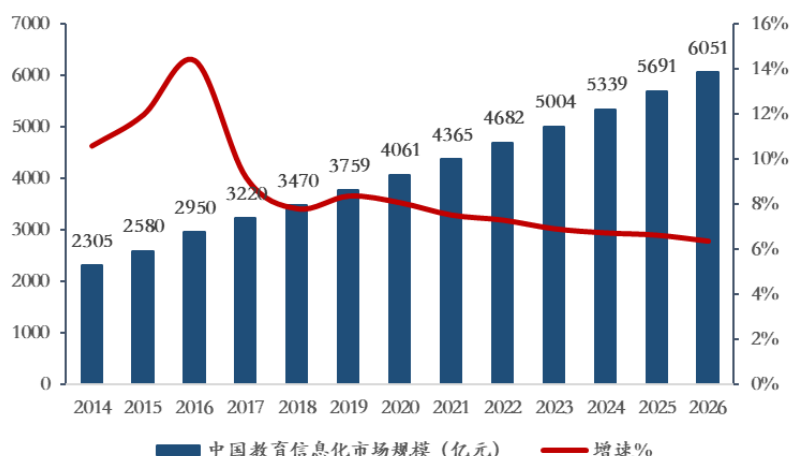
教育经费持续增长，教育信息化投入力度有望延续。在教育信息化 2.0 的背景下，国家对于教育的重视程度不断加大，教育财政支出持续增长。国家统计局数据显示，中国教育财政支出增长率维持在 8% 左右，2018 年教育财政支出为 46143 亿元，与 2010 年相比翻了一倍，增长速度较快。另一方面，根据智研咨询统计，2018 年中国教育信息化市场规模达 3470 亿元，预计到 2026 年，市场规模将达到 6051 亿元。在政策的不断加持下，我们认为，中国教育财政支出在未来几年内仍将持续增长，由于国家规定，教育信息化支出不得低于教育经费的 8%，因此，教育信息化投入有望保持增长趋势，教育信息化市场空间广阔。

图表 9 中国教育财政支出情况



数据来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 10 中国教育信息化市场规模及增速



数据来源：智研咨询，华安证券研究所

智慧校园资本支出较大，公司位于领先地位。根据招标网信息显示，目前国内普通高校建设整套智慧校园系统普遍支出在 600-1000 万元，而在教育经费和师生规模都更为庞大的双一流院校，智慧校园项目支出将会更多。因此，假设每所高校进行智慧校园建设平均投入为 800 万元，目前我国高等院校智慧校园市场空间达 215 亿。由于目前技术变革不断加快，智慧校园系统每 5 年需要更新迭代一次，再加上每年 10%-15% 的系统运维费用，因此，智慧校园市场平均每年资本开支可达 70 亿元，空间较大。另一方面，在智慧校园领域，多年来的竞争已经淘汰了大多数中小厂商，目前，正元智慧与新开普为智慧校园领域的两家龙头企业。2019 年，正元智慧和新开普智慧校园业务的收入分别为 4.76 亿元、6.71 亿元，据此我们测算两家上市公司的市占率分别为 6.8% 和 9.6%，行业集中度依然较低。我们认为，正元智慧已经具备一定的先发优势，伴随行业竞争格局趋于集中，有望持续受益于市占率提升。

图表 11 部分智慧校园项目投入规模

时间	项目名称	中标金额 (万)
2019.8.28	福建师范大学协和学院智慧校园建设项目（一期）	518
2019.11.20	中国农业银行股份有限公司杭州分行杭州电子科技大学智慧校园项目	990
2019.12.03	浙江经济职业技术学院智慧校园（一卡通）升级采购项目	878
2019.12.30	中国工商银行山西省分行山西财经大学智慧校园项目	610
2020.3.20	中国农业银行股份有限公司马鞍山分行皖江工学院智慧校园项目	822
2020.3.25	山西农业大学智慧校园项目	1398
2020.7.17	中国农业银行浙江理工大学智慧校园合作项目部分软硬件设施采购项目	807
2020.8.17	湖南农业大学湖南农大银校合作2020第2批——智慧校园一校通系统及人脸识别门禁系统采购项目	514

资料来源：招标网，华安证券研究所

2.3 线上线下一体化，丰富校园应用场景

公司致力于校园信息化建设，依托校园一卡通，充分运用物联网、人工智能、大数据、云计算、区块链等技术，提供智慧校园解决方案，构建线上线下、校内校外、ToB/ToC 一体化的智慧校园服务新生态。

打通信息屏障，提高师生效率，为学校提供精细化管理。在传统的校园服务上，公司的一卡通系统将学校原有相对独立的学籍管理、生活消费、身份认证、图书借阅、教务管理、上机管理等信息化系统连为一体，紧密关联了校内的商务消费、身份识别和认证、财务结算和自助服务等各种行为，取代了学校管理和生活中所用的多种证件和支付手段，极大地方便了教职工和学生的生活，同时也方便学校管理者高效处理校务，提高办事效率，实现精细化管理。

积极收购子公司，丰富校园应用新场景。公司基于传统校园服务，通过收购子公司的模式，聚力构建智慧校园服务新生态，从一卡通向物联网运营服务转型升级，向物联网产业深度拓展，积极打造智慧校园生活场景化服务的多样性、应用的智能性。通过整合高校运营资源，提供智慧洗衣、智慧公寓、智慧图书馆等服务，开展线下运营，实现了智慧校园的餐饮、住宿、用水、用电、洗衣、饮水等全场景的校园服务生态，实现业务从 ToB 到 ToC 的服务延伸。

我们认为，公司不断加强校园场景应用，由线上业务向线下延伸，线上线下相促相融，智慧校园服务生态建设优势有望显现。

图表 12 公司子公司业务布局

时间	子公司名称	主营业务
2005年	广西筑波智慧科技有限公司	智能一卡通业务
2006年	浙江正元数据系统工程有限公司	校园大数据分析
2008年	青岛天高智慧科技有限公司	智能一卡通业务
2009年	杭州容博教育科技有限公司	中小学智慧校园系统
2011年	杭州捷卡智慧科技有限公司	增值运营服务
2012年	浙江云马智慧科技有限公司	易校园平台
2016年	浙江正元曦客科技有限公司	校园健康管理软件
2016年	浙江校云智慧科技有限公司	教务管理软件
2018年	浙江小兰智慧科技有限公司	智慧洗衣业务
2018年	浙江坚果智慧科技有限公司	中小学智慧食堂
2019年	浙江双旗智慧科技有限公司	智慧公寓业务

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 打造校园全场景服务云平台，转型 IOE 平台服务商

基于应用场景打造云平台，转型 IOE 平台服务商。公司自 2017 年上市后进入转型升级期，全力搭建云平台，着力构建物物互联、人物互通的泛在物联网络，向 IOE 平台服务商转型。2018 年公司基于原有校园业务，推出易校园 App，为中国校园广大师生提供集学习、生活、就业、娱乐于一体的校园全场景服务平台。易校园 APP 将传统一卡通应用与移动支付技术和移动互联网特征相融合，直接在移动端实现了校园服务、智慧应用、一卡通基础功能、在线教育服务、在线招聘、娱乐消费等多场景的应用，目前已开通线上 60 多种缴费方式，方便师生实施线上缴费。此外，为方便学校管理，易校园管理中心后台可供学校数据实时查询、实时使用、实时分析、实时整理。

图表 13 易校园全部应用



资料来源：易校园 App，华安证券研究所

校园成长、兼职以及电商模块相结合，全方位服务学生，增强用户粘性。易校园 App 除了最基本的校园日常功能模块外，还提供校园成长、兼职以及电商模块，满足学生的全方位需求。校园成长模块包括在线课程、校园招聘、出国留学以及公益等四大板块，进入比智慧校园更广阔的在线教育新市场，有利于打开公司新市场空间。兼职和电商模块为学生提供了全新应用场景，有利于增强产品的用户粘性。

目前，易校园 App 已有 500 万注册用户，具备较好的用户基础。我们认为，公司云平台将各种应用场景底层数据打通，汇聚了海量学生数据，有利于构建校园大数据，为校园参与多方提供数据分析服务。

图表 14 易校园首页应用



资料来源：易校园 App，华安证券研究所

疫情带来健康管控新需求，公司积极布局。此次疫情期间，学校基于防疫考虑极大催生了对智能化校园产品的需求，公司积极关注校园端不断加速成长的疫情防控需求，研发了健康状况登记全新模块，并推出支持绑卡或手动输入验证、支持信息自动匹配、支持 GPS 位置自动获取、支持未打卡通知提醒、支持登记与记录查询与导出等多种模块功能，积极为全国高校做好疫情防控工作做出贡献。通过线上健康状况登记，学生每日对自身体温等健康状况以及近期动向进行报备打卡，方便学校对在校学生中的确诊病例、疑似病例、发热情况、近期去向等数据进行统计，实时掌握学生身体状况，为校园疫情防控做好数据支撑。目前，该模块且已在长沙学院、九江学院、甘肃交通职业技术学院等多家学校进行了部署与应用。我们认为，疫情有望催生高校对信息化和智能化产品的投入，为公司打开增量市场空间。

图表 15 易校园健康状况登记功能



资料来源：易校园 App，华安证券研究所

2.5 基于场景平台的校园大数据分析具有广阔应用价值

学校中的数据有很高的教学与科研价值，校园大数据分析和应用不但可以辅助学校的教学管理，还能改变传统的授课模式、学习模式和管理模式。公司通过布局校园各类应用场景，搭建校园服务云平台，有望掌握海量校园内外的师生数据。通过数据标准的制定和公共数据中心的建设，提取数据中隐含的、未知的、极具潜在应用价值的信息和规律，可以为学校、商户以及持卡用户等各参与方提供行为指导，具有广阔应用价值。具体而言，可以面向三类用户提供数据分析服务：

面向学校管理者的决策支持数据分析：贫困行为分析（贫困生判定）；资源利用率分析、充值行为分析（合理部署设备）；健康行为分析（学生读书期间身体健康情况和饮食、体育锻炼的关系）；学生培养计划（优秀毕业生和在校行为的关系，例如进出图书馆、学生考勤、宿舍门禁、考试成绩、选课情况等）等。

面向商户管理者的决策支持数据分析：供商户经营决策校内消费群体消费能力的划分（以持卡人基本消费数据为基础，按照消费频次以及平均消费金额为维度进行统计分析，将校内消费群体消费的能力做划分）。

面向持卡用户的决策支持数据分析：各餐厅平均就餐率分析（哪些餐厅不排队）；各餐厅高峰时段消费人次时间频度分析（什么时间不排队）。

我们认为，通过对校园大数据进行分析，一方面可以为校园各方提高决策指导，发挥数据的潜在价值，实现数据变现，另一方面也可以针对性地对公司产品进行优化，提高产品核心竞争力，有利于公司巩固在竞争中的优势地位。

图表 16 校园大数据为各方提供决策指导

参与方	行为指导	具体应用
学校管理者	贫困行为分析	贫困生判定
	资源利用率分析	合理部署设备
	健康行为分析	学生读书期间身体健康情况和饮食、体育锻炼的关系
	学生培养计划	优秀毕业生和在校行为的关系，例如进出图书馆、学生考勤、宿舍门禁、考试成绩、选课情况等
商户管理者	校内消费群体消费能力的划分	以持卡人基本消费数据为基础，按照消费频次以及平均消费金额为维度进行统计分析，将校内消费群体消费的能力做划分
持卡用户	各餐厅平均就餐率分析	哪些餐厅不排队
	各餐厅高峰时段消费人次时间频度分析	什么时间不排队

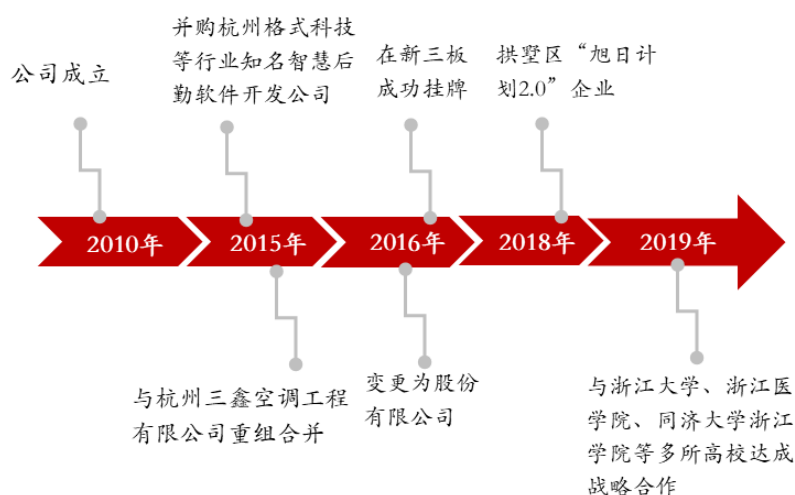
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 收购尼普顿完善生态场景，协同效应可期

3.1 尼普顿：校园后勤生态圈热水、空调运营领军企业

浙江尼普顿科技股份有限公司(以下简称“尼普顿”)成立十载，通过技术创新和收购逐渐成为校园后勤生态圈热水、空调运营的领军企业。尼普顿成立于2010年7月，由贾立民发起创立。在2010-2014年，尼普顿专注于建设高校后勤生态圈，从事高校智慧后勤软件、校园中央洗浴热水、空调租赁、直饮水、开水器、洗衣机等项目的投资、运营和管理，为其发展奠定了基础。2015年，经过与杭州三鑫空调工程有限公司重组合并，公司空调板块的实力大大增强，进一步明确高校后勤服务行业领先地位。目前，公司旗下拥有后勤宝、乌里、骨哨等多个智慧后勤行业龙头品牌，已与包括浙江大学、天津南开大学、北京理工大学、中南大学、长沙理工大学、南京理工大学在内的200余家高校达成协议，累计服务师生超过100万人。

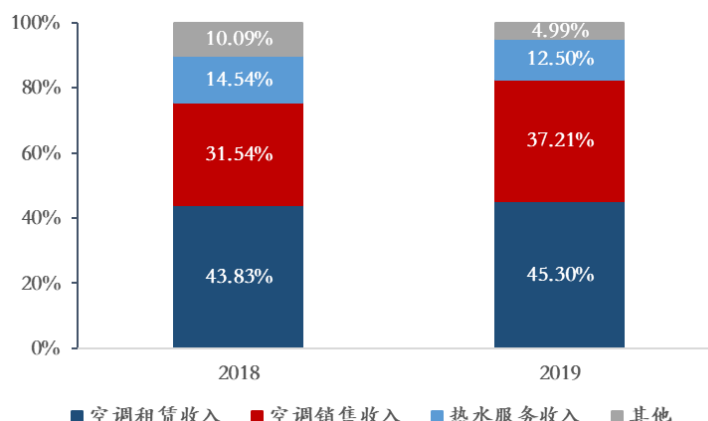
图表 17 尼普顿发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

收入规模增速明显，空调业务是主力。2014年上市以来，公司收入持续增长，收入规模由2014年0.16亿元增长至2019年的1.59亿元，复合增速高达58.29%。2016年增长166.08%，主要原因是2015年12月并表三鑫空调、先贝电子等子公司。同比口径下，2016年收入较上年增加24.49%。此后，尼普顿不断开拓市场、新签项目，驱动公司营业收入保持高速增长。另一方面，从公司营业收入结构来看，近几年，空调销售收入和空调租赁收入之和占比均在70%以上，空调业务是公司业务发展的主力。

图表 18 尼普顿分业务收入情况



数据来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 收购补全智慧校园生态场景，协同效应可期

正元智慧旨在构建智慧校园服务新生态，逐步涵盖校园“吃住行知用”等多种应用场景。此前，正元智慧已通过收购拓展了智慧洗衣、智能水电管控、智慧食堂等多种校园生态，其中，智慧洗衣业务仅一年实现高校新增用户近百家、装机近万台，双旗智慧在成立的第一年即成功拿下北京大学、复旦大学、北京航空航天大学、西安交通大学等一批知名院校智慧公寓系统建设项目，协同效应快速凸显，已证明通过收购完善校园场景可实现业务的高速增长。此次收购尼普顿，有望在空调租赁等场景实现多层面的协同效应。

业务协同：补全校园刚性应用场景，完善效应生态布局。正元智慧以易校园平台为支撑，将智慧后勤、智慧洗衣、智慧公寓、智能水电等纳入智慧校园服务生态体系。而尼普顿的主营业务是高校学生空调租赁、热水服务以及基于空调租赁开展的空调销售业务，校园空调租赁、热水服务均为校园刚性需求拓展的特定应用场景。因此，此次收购有利于公司快速补齐空调板块业务，进一步丰富校园生活场景，增强客户黏性，为全面建设智慧校园提供多领域支撑。

图表 19 公司校园业务概览

TO B 业务	智慧一卡通	智慧教室	智慧实验室	智慧安防
	智慧办公室	智慧图书馆	智慧食堂	智慧公寓
TO C 业务	智慧洗衣	自主售卖机	智慧空调	

资料来源：华安证券研究所整理

渠道协同：整合客户资源，拓宽国内市场。正元智慧确定了完善业务布局、建立具有一体化服务能力的综合性平台，以匹配日益增加的校园服务场景的发展战略，同时提出在稳住浙江市场的同时，向西北、华东区域拓展的营销策略。尼普顿作为空调、热水板块的优势企业，拥有广泛的市场，西北区域合作高校中，山西有8所，甘肃、新疆、内蒙古等省份均有涉及，整体市场规模较大。因此，此次收购有利于正元智慧整合行业优势资源，拓宽国内市场，进一步补齐产业短板，扩大行业领先优势，同时也有利于双方共享客户资源，导入各自的优势产品，扩大整体的市场占有率和销售规模。

图表 20 尼普顿合作高地域分布



资料来源：公司官网，华安证券研究所

研发协同：共享研发成果，提升研发效率。正元智慧依托于多年来积累的校园信息化服务及管理系统的经验，研发了智慧易通平台，通过智能识别师生群体的生活、学习、工作情景和个体的特征，将学校物理空间和数字空间有机衔接起来。而尼普顿通过建立信息化管理平台及高校智慧服务终端，将尼普顿智慧生活、后勤宝等高校服务平台深扎高校智慧生活领域，成就开放式管理应用生态战略。此次收购如果顺利完成，公司和尼普顿可在统一的目标下，统筹规划研发资源，充分发挥各方的优势，共享研发成果，提高研发效率，打通双方校园管理的云平台，进一步提升公司的技术实力。

管理协同：整合产业资源，降低各项成本。本次交易完成后，公司和尼普顿可通过管理机构、销售机构的合理布局，研发队伍的优化整合，大幅降低管理成本、营销服务成本、研发成本，为整合资源进行业务拓展奠定坚实基础；通过融资渠道的优化，可大幅度降低财务成本，有效发挥管理协同效应。

3.3 业绩承诺彰显公司发展信心

公司于7月21日发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(预案),对尼普顿未来三年的净利润做出了较高的业绩承诺。根据《收购框架协议》的要求,2023年尼普顿预计实现净利润3400万元,在四年内实现净利润翻倍,复合增速达18.9%。

我们认为,业绩承诺彰显了公司对市场的把握和发展的信心,同时业绩承诺的实现也有赖于公司进一步加大校园空调等业务的市场拓展。目前,公司通过收购等模式已经构筑了校园智慧应用全场景生态圈,业务已具备持续增长的条件,未来发展值得期待。

图表 21 尼普顿业绩承诺概要

净利润 (万元)	2020	2021	2022	2023
标的资产在2020年度内完成交割的	1500	2400	2900	3400
标的资产在2021年度内完成交割的		2400	2900	3400

资料来源:公司公告,华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

核心假设

- 1) **校园系统建设收入**: 考虑到 2020 年疫情影响, 公司系统建设项目开展、实施、回款有所放缓, 因此预计全年增速较去年有所放缓。但明年伴随疫情影响的消退, 公司在手订单有望加快转换。预计 2020/21/22 年公司校园业务系统建设的收入增速为 6.94%/32.3%/19.8%。
- 2) **校园服务与运营收入**: 公司通过收购和参股小兰智慧、双旗智慧、掌门物联等生态伙伴, 布局智慧洗衣、公寓系统等校园智慧后勤场景, 预计未来运营服务收入占比有望逐步提升。预计 2020/21/22 年运营服务占前一年系统建设的收入比例分别为 24.7%/26.7%/28.7%。
- 3) **尼普顿并表收入**: 根据收购的净利润承诺, 结合尼普顿的净利率, 我们预计尼普顿 2020/21/22 年收入 1.66/2.40/2.90 亿元, 假设尼普顿 2021 年初并表。
- 4) **毛利率**: 疫情影响下收入增速放缓, 人员支出相对刚性, 预计全年毛利率有小幅下滑。另一方面, 尼普顿毛利率较公司要低, 并表或将拉低综合毛利率, 预估毛利率 2020/21/22 年分别为 36.9%/34.8%/35.1%。

图表 22 公司营业收入拆分与预测

业务拆分	2018	2019	2020E	2021E	2022E
校园业务	3.44	4.76	5.36	6.92	8.55
yoy%	29.32%	38.37%	12.52%	29.17%	23.57%
系统集成	3.05	4.07	4.35	5.76	6.90
yoy%	28.73%	33.43%	6.94%	32.31%	19.80%
服务与运营	0.39	0.69	1.01	1.16	1.65
占前年系统集成比例%	16.49%	22.73%	24.73%	26.73%	28.73%
企事业业务	2.23	2.75	3.23	3.90	4.74
yoy%	21.86%	23.32%	17.29%	20.87%	21.66%
系统集成	1.98	2.35	2.70	3.24	3.89
yoy%	21.29%	18.92%	15.00%	20.00%	20.00%
服务与运营	0.25	0.40	0.52	0.66	0.85
占前年系统集成比例%	15.54%	20.25%	22.25%	24.25%	26.25%
尼普顿 (并表)				2.40	2.90
yoy%				60.00%	20.83%
承诺净利润				0.24	0.29
净利率%				10.00%	10.00%
收入合计	5.67	7.51	8.58	13.22	16.19
yoy%	26.28%	32.45%	14.26%	54.02%	22.51%

资料来源: WIND, 华安证券研究所

投资建议

正元智慧深耕高校信息化领域 20 年，从一卡通业务逐渐走向线上线下、校内校外、ToB/ToC 一体化的智慧校园生态服务商。当前教育领域正在从信息化向智能化转变，教育信息化支出日益增长，高校智慧校园市场空间达到 215 亿元，平均每年资本开支可达 70 亿元。公司通过收购和参股，先后覆盖智慧校园的餐饮、住宿、用水、用电、洗衣、饮水、空调等全场景，打造易校园 APP 的智慧校园云平台，汇集海量校园内外师生的生活数据。有望利用新兴 ICT 技术，通过校园大数据的分析，为学校、教师、学生等各类校园参与者提供更有价值的应用服务，从而助力公司从传统的高校一卡通信息系统集成商，转向智慧校园生态服务与运营商，打开长期增长空间。

假设公司收购尼普顿 2021 年初并表，预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 8.58/13.22/16.19 亿元，同比增长 14.3%/54.0%/22.5%。预计公司实现归母净利润 0.52/0.81/1.18 亿元，同比增长 16.0%/54.5%/45.4%。考虑收购尼普顿和配套融资增加公司市值 4.4 亿元，同时参考可比公司新开普和公司历史 PE 的情况，给予公司 2021 年 35 倍 PE，对应收购尼普顿后的合理市值为 28.35 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 1) 国内疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；
- 2) 企业校园 IoE 综合服务平台落地不及预期；
- 3) 高校教育经费减少，信息化积极性不及预期；
- 4) 与尼普顿协同效应不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	966	1,038	1,922	1,738	营业收入	751	858	1,322	1,619
现金	242	337	519	636	营业成本	467	542	862	1,050
应收账款	426	376	787	549	营业税金及附加	4	5	7	9
其他应收款	40	46	70	86	销售费用	79	90	118	144
预付账款	16	18	28	34	管理费用	150	172	238	292
存货	213	230	476	384	财务费用	16	11	21	27
其他流动资产	28	261	517	433	资产减值损失	21	20	41	30
非流动资产	314	322	403	517	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	130	130	130	130	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	53	81	123	186	营业利润	48	52	80	117
无形资产	59	77	98	126	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	72	35	52	76	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1,279	1,359	2,325	2,255	利润总额	45	52	80	117
流动负债	599	652	1,388	1,247	所得税	1	1	2	2
短期借款	329	371	870	774	净利润	44	51	79	114
应付账款	156	152	315	225	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)
其他流动负债	113	130	204	249	归属母公司净利润	45	52	81	118
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	80	70	111	158
长期借款	5	5	5	5	EPS (元)	0.36	0.41	0.50	0.73
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	604	657	1,393	1,252	主要财务比率				
少数股东权益	54	53	50	47	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	127	127	161	161	成长能力				
资本公积	223	233	317	343	营业收入	32.50%	14.26%	54.02%	22.51%
留存收益	272	289	404	451	营业利润	-8.02%	7.04%	54.54%	45.43%
归属母公司股东权益	622	649	882	955	归属于母公司净利润	-10.49%	16.02%	54.54%	45.43%
负债和股东权益	1,279	1,359	2,325	2,255	获利能力				
					毛利率(%)	37.85%	36.90%	34.79%	35.14%
					净利率(%)	6.00%	6.09%	6.11%	7.26%
					ROE(%)	7.47%	8.23%	10.56%	12.80%
					ROIC(%)	6.93%	5.98%	6.91%	7.91%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.17%	48.35%	59.91%	55.55%
					净负债比率(%)	13.69%	5.46%	38.13%	14.24%
					流动比率	1.61	1.59	1.38	1.39
					速动比率	1.26	1.24	1.04	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.65	0.72	0.71
					应收账款周转率	2.02	2.14	2.27	2.43
					应付账款周转率	3.36	3.52	3.70	3.89
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.41	0.50	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.41)	1.24	(2.22)	2.56
					每股净资产(最新摊薄)	4.91	5.13	5.49	5.95
					估值比率				
					P/E	40.9	42.0	34.5	23.7
					P/B	3.0	3.4	3.2	2.9
					EV/EBITDA	27.29	36.52	32.93	22.55

资料来源: WIND, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 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%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。