

新国都 (300130)

布局电子支付全产业链，“支付+增值”服务开启增长新阶段

买入

2019年05月21日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

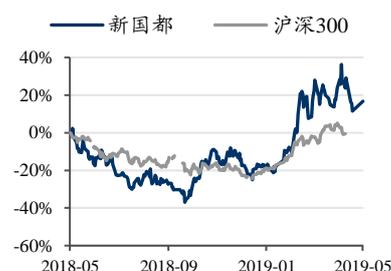
zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,319	3,384	3,979	4,610
同比(%)	87.5%	45.9%	17.6%	15.9%
归母净利润(百万元)	248	390	525	638
同比(%)	244.6%	57.4%	34.6%	21.4%
每股收益(元/股)	0.52	0.82	1.10	1.33
P/E(倍)	32.76	20.81	15.46	12.74

投资要点

- 专注电子支付领域，积极布局全产业链。**新国都专注于电子支付领域，主业金融 POS 机销售业务位于国内第一梯队，2014 年开始公司推进战略转型，全面布局电子支付产业链，2015 年成立信联征信全资子公司，次年收购公信诚丰，开拓征信业务市场；2015 年，收购浙江中正，切入生物识别领域；2018 年收购嘉联支付，切入银行卡收单业务，18 年企业收单服务营收占比达 43.8%。
- 第三方支付行业具备牌照壁垒，多方因素驱动行业持续增长，收单费率有望提升。**第三方支付牌照发放只减不增，牌照价值凸显，目前拥有全国收单业务牌照的企业仅剩 33 家，行业具备进入壁垒。第三方支付行业主要包括银行卡收单及网络支付，银行卡尤其是信用卡发卡数量持续增长、POS 机渗透率进一步提升以及银行卡交易量持续增长驱动银行卡收单市场持续增长，同时受益于对中小商户覆盖的明显优势，第三方机构持续抢占市场份额，在银行卡收单市场中份额占比有望继续提升；另外，非现金支付习惯的养成和扫码支付场景在更多行业的渗透将继续推动移动支付规模的增长，综合而言，预计我国第三方综合支付交易规模未来三年复合增速达 16.2%。自 96 费改后，行业监管逐渐规范，低费率竞争得到有效遏制，行业费率具备提升基础，自 18 年底支付宝、拉卡拉等行业巨头陆续上调费率，行业费率有望提升增强企业盈利能力。
- 收单业务持续扩张，增值服务成新看点。**近三年嘉联支付活跃商户数量逐年大幅增长，带来收单手续费收入持续增长，2015 和 2016 年嘉联支付覆盖商户数增速分别为 294.26%和 167.61%，2017 年嘉联支付在银联平台交易流水约为 5758 亿元，同比增长 92%，覆盖商户数超 300 万。未来嘉联将继续丰富收单产品，拓展客户范围至保险、广告、房地产等更多行业；为避免手续费收入单一盈利模式，构建核心竞争力，公司基于支付大数据，为商户提供定制化支付综合解决方案、广告运营、电子发票、营销获客、会员管理、门店管理等一系列增值服务，同时借助线下场景低成本导流，18 年增值服务快速起量。未来随着商户数量继续增加，增值服务利润占比有望持续提升，大幅提升公司盈利能力，同时商业模式优化亦有望带来估值水平的提升。
- 盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年实现营收 33.84/39.79/46.10 亿，归母净利 3.90/5.25/6.38 亿，EPS 分别为 0.82/1.10/1.33 元，对应当前股价 PE 分别为 21/15/13X，考虑公司收单流水稳定增长，增值服务快速起量优化商业模式，给予 19 年 30 倍估值，目标价 24.49 元，“买入”评级。
- 风险提示：**监管政策变化；行业竞争加剧；增值服务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.99
一年最低/最高价	8.93/19.93
市净率(倍)	3.77
流通 A 股市值(百万元)	5691.28

基础数据

每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	47.72
总股本(百万股)	477.90
流通 A 股(百万股)	334.98

相关研究

内容目录

1. 公司概况：以电子支付为核心，积极拓展上下游业务	5
2. 行业背景：第三方支付仍处增长快车道，行业监管逐渐规范，手续费率有望提升	7
2.1. 行业空间：第三方支付行业规模持续扩大，预计未来三年复合增速 16%	7
2.2. 行业政策：监管收紧，有望加速行业出清	14
2.3. 行业展望：增值服务成新盈利点，企业收单费率有望提升	15
3. 布局电子支付全产业链，“支付+增值”业务开启增长新阶段	17
3.1. 并入收单业务纵向整合产业链，增值服务成新看点	17
3.2. 智能 POS 机引领市场，海外为重要增量市场	21
3.3. 发展征信业务，变现支付大数据	23
3.4. 收购浙江中正，切入生物识别领域	24
4. 盈利预测及估值	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 新国都发展历程	5
图 2: 新国都股权结构图 (截至 2019Q1)	5
图 3: 公司近年营收及归母净利情况	6
图 4: 公司 2018 年各项业务营收占比	6
图 5: 公司近年毛利率及净利率情况	7
图 6: 公司近年期间费用率情况	7
图 7: 第三方支付业务类型	7
图 8: 2013-2020 年中国第三方支付交易规模业务结构	7
图 9: 中国第三方支付市场产业链	8
图 10: 中国银行卡/信用卡发卡量情况 (单位: 亿张)	9
图 11: 中国银行卡和信用卡人均持有量 (单位: 张)	9
图 12: 近年中国联网 POS 机数量 (单位: 万台)	9
图 13: 东亚部分地区每万人 POS 机拥有量 (单位: 台)	9
图 14: 近年中国银行卡交易笔数及金额情况	10
图 15: 近年中国银行卡消费情况	10
图 16: 银行卡收单市场中第三方机构份额占比逐年提升	11
图 17: 2013-2022 年中国第三方银行卡收单交易规模	11
图 18: 近年中国第三方移动支付交易规模 (万亿元)	12
图 19: 近年中国第三方互联网支付交易规模 (万亿元)	12
图 20: 2017 年不同场景线下扫码支付渗透率	12
图 21: 线下扫码支付覆盖场景有望持续增多	12
图 22: 艾瑞咨询统计及预测 2013-2022 年中国第三方综合支付交易规模情况	14
图 23: 2017 年第三方支付机构互联网业务量区间分布	14
图 24: 行业监管逐渐规范, 第三方支付费率有提升趋势	17
图 25: 嘉联支付发展历程	18
图 26: 嘉联支付拥有 300 多万家知名合作商户	18
图 27: 嘉联已和全国 96% 商业银行建立战略合作关系	18
图 28: 嘉联支付近年营业收入及净利润情况	18
图 29: 嘉联支付为多行业支付场景提供定制化服务	19
图 30: 新国都为餐饮行业量身开发的定制化解决方案	20
图 31: 新国都明星智能 POS 产品 N5	22
图 32: 移动、台式等多样化 POS 产品	22
图 33: 近年公司电子支付产品销售数量 (万套)	22
图 34: 近年公司电子支付产品销售收入 (亿元)	22
图 35: 公信诚丰微信公众号审核业务	24
图 36: 信联征信主要产品服务	24
图 37: 中正智能指纹押运管理系统	25
图 38: 支付宝刷脸支付产品“蜻蜓”	25
表 1: 第三方综合支付交易规模预测 (单位: 万亿元, 除百分比)	13
表 2: 96 费改前后银行卡收单手续费在产业链环节的利润分配	16

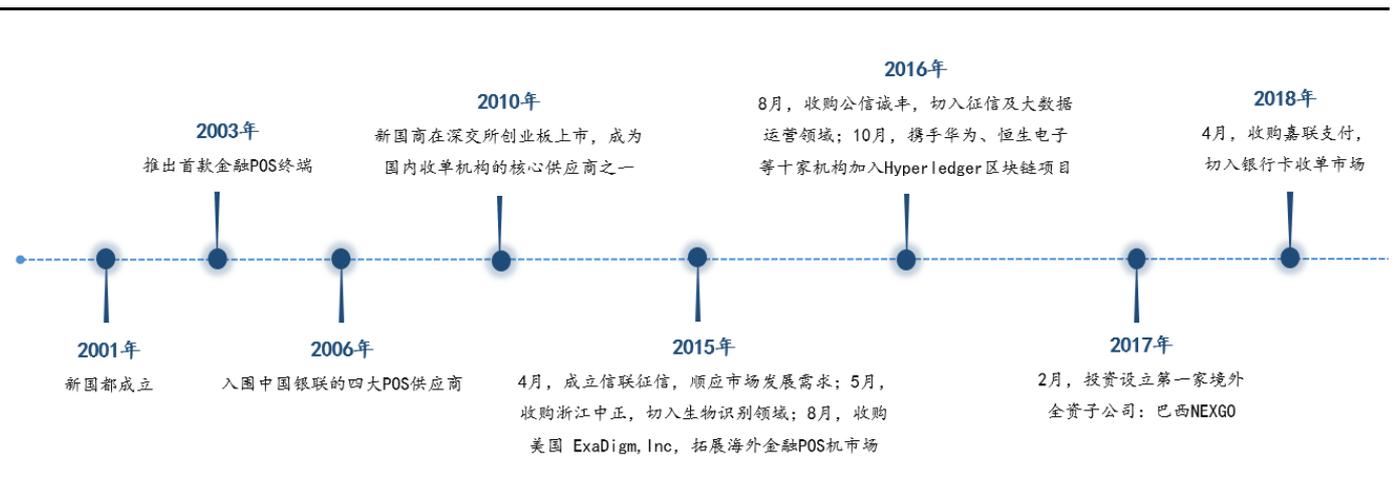
表 3: 2017 年全球 POS 机出货量排名	21
表 4: 2017 年全球 PIN 键盘、读卡器出货量排名	21
表 5: 分业务盈利分拆表	26
表 6: 可比公司估值对比 (截止 2019.5.21 日)	26

1. 公司概况：以电子支付为核心，积极拓展上下游业务

新国都成立于 2001 年，专注于电子支付领域，主要从事金融支付受理终端软硬件设备的生产、研发、销售和租赁，为客户提供电子支付技术综合解决方案。2010 年，新国都在深圳证券交易所创业板上市，成为国内收单机构和第三方收单服务商的核心供应商之一。同时，新国都积极推进国际化战略，拓展海外金融 POS 机市场，目前国际业务覆盖超过 70 个国家。

2014 年公司开始推行战略转型：以支付业务为基础，金融 POS 终端软硬件的设计和研发为核心，全面布局电子支付产业链，打造支付生态。公司通过投资、并购等方式不断整合电子支付产业链上下游核心资源：2015 年，成立信联征信全资子公司，次年收购公信诚丰，开拓征信业务市场；2015 年，收购浙江中正，切入生物识别领域；2018 年，收购嘉联支付，切入银行卡收单业务。同时，公司前瞻布局新领域，已拥有区块链、物联网、云计算、大数据分析等方面的技术储备。

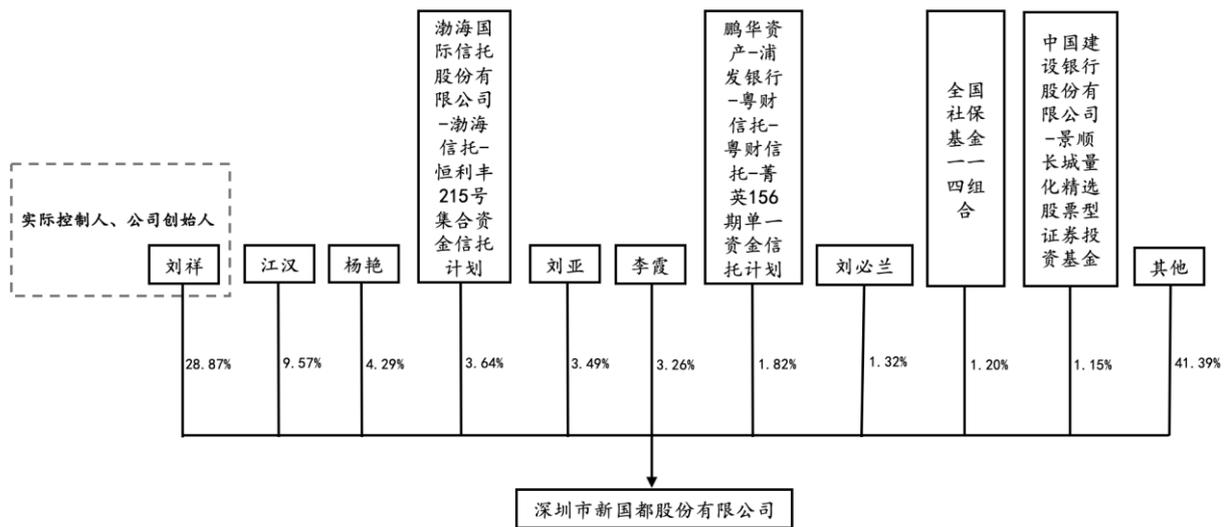
图 1：新国都发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，创始人刘祥为公司实际控制人，持有 28.87% 股权，总经理江汉为公司第二大股东，持有 9.57% 股权。

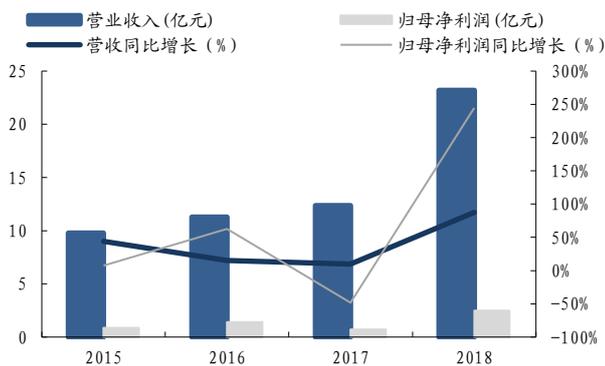
图 2：新国都股权结构图（截至 2019Q1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

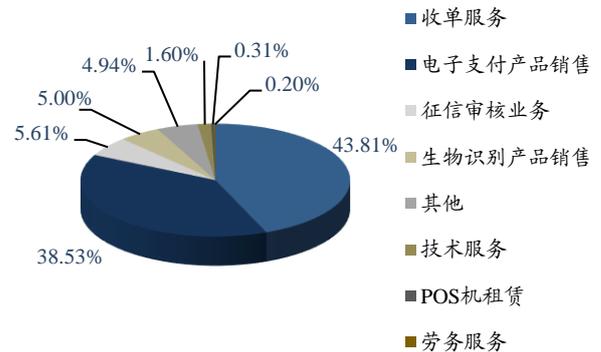
近年来公司通过延伸产业链布局，营收净利稳步增长。2015-2018年，公司营业收入分别为9.8/11.3/12.4/23.2亿元，分别同比增长44.1%/15.2%/9.8%/87.5%。归母净利润分别为0.9/1.4/0.7/2.5亿元，分别同比增长7.4%/62.6%/-48.3%/244.6%。2017年公司营收增速及归母净利润下滑，主要由于电子支付终端市场竞争加剧，价格战激烈，此外2016年基数较高，有三千万的股权转让收入。2018年并表了嘉联支付，收单业务贡献营收10.16亿，占总营收的43.81%，公司营收和净利润大幅增长。

图 3: 公司近年营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 公司 2018 年各项业务营收占比

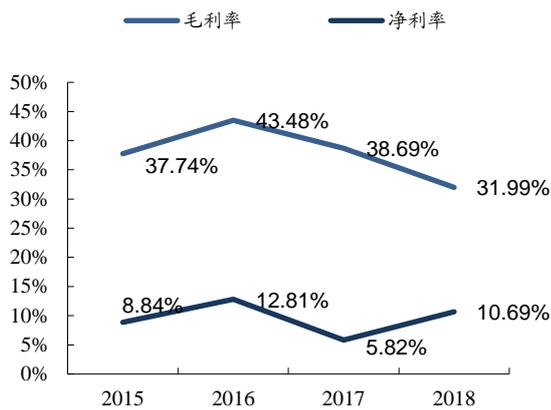


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业竞争加剧，电子支付终端产品毛利率下降，18年并入嘉联支付净利率有所提升。2016-2018年，电子支付终端产品毛利率分别为39.64%/32.30%/24.84%，呈下滑趋

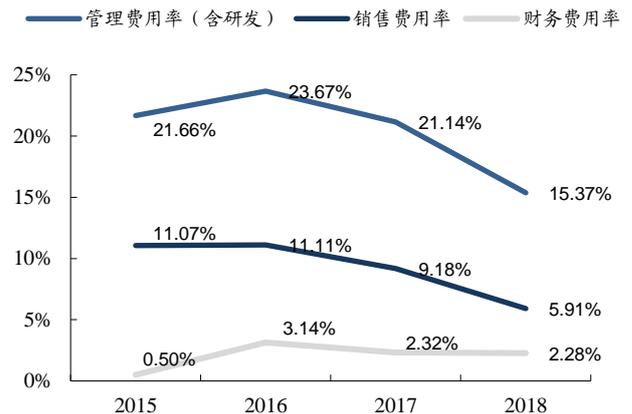
势。主要由于市场上 POS 硬件产品同质化严重，价格战激烈，同时，低毛利率的 MPOS 销售占比增加。期间费用率下降明显，研发投入稳步增长。受益于管理结构优化，近年来管理费用率和销售费用率均有所下降，2018 年嘉联支付的并表使公司净利率有所提升。公司重视自主研发能力，2015-2018 年研发投入分别为 1.31/1.49/1.55/2.02 亿元，保持稳定增长。

图 5: 公司近年毛利率及净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司近年期间费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

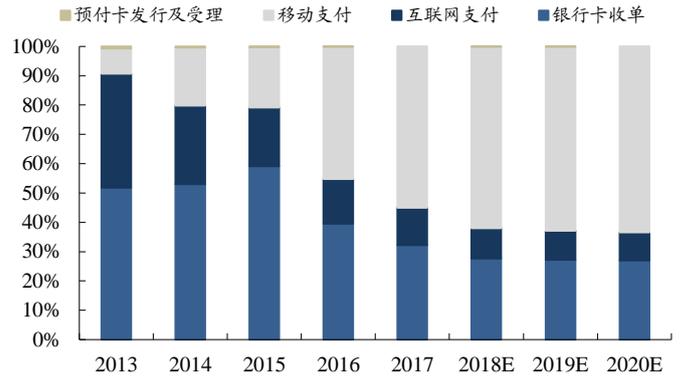
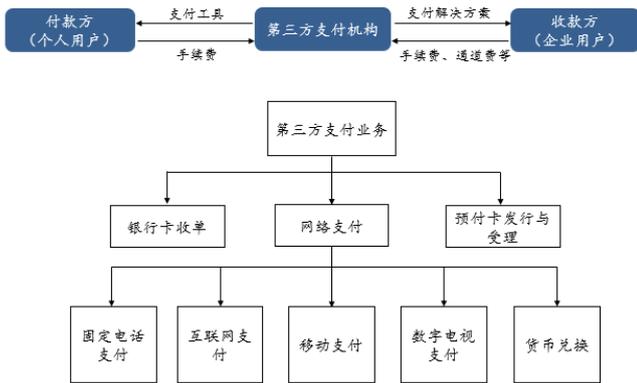
2. 行业背景: 第三方支付仍处增长快车道, 行业监管逐渐规范, 手续费率有望提升

2.1. 行业空间: 第三方支付行业规模持续扩大, 预计未来三年复合增速 16%

第三方支付是指独立于商户和银行并且具有一定实力和信誉保障的独立机构, 为商户和消费者提供交易支付平台。第三方支付业务可以分为银行卡收单、网络支付、预付卡发行与受理三种类型, 以收取手续费盈利。根据艾瑞咨询的数据, 2017 年第三方支付行业中, 银行卡收单业务规模占比 32%, 网络支付规模占比 68%, 其中网络支付中超过 80% 为移动支付。

图 7: 第三方支付业务类型

图 8: 2013-2020 年中国第三方支付交易规模业务结构



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

从第三方支付行业的产业链来看，主要包括监管部门、商业银行、第三方支付机构、清算机构、商户、消费者以及基础支持服务商。第三方支付行业的监管部门为中国人民银行，商业银行负责处理本机构所属账户的支付交易，第三方支付机构为商户和消费者提供支付服务并收取商户手续费，清算结构包括网联（主要处理网络支付业务清算）和银联（主要处理银行卡支付业务清算），为商业银行和第三方支付机构提供交易处理和资金清结算等服务，基础支持服务商则为第三方支付机构提供软硬件支持等技术服务。银行卡收单业务中收取商户的手续费主要在产业链环节中的商业银行、清算机构以及收单机构之间分配，网络支付业务还需要给支付宝/微信等机构分成账户端手续费。

图 9：中国第三方支付市场产业链



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

银行卡收单市场：银行卡收单业务是指收单机构通过各类 POS 机终端受理银行卡

刷卡消费等支付类交易资金的业务，收单主体包括银行和第三方。2010年，监管层对第三方支付机构开放银行卡收单业务，并实行牌照监管，第三方银行卡收单交易规模迅速增长。

随着我国银行卡数量稳步增长，POS机渗透率进一步提升，银行卡交易量继续增长，我国银行卡收单市场仍有持续增长态势。

银行卡发卡数量持续增长，信用卡增速明显。截至2018年末，全国银行卡在用发卡数量75.97亿张，同比增长13.51%。其中，借记卡在用发卡数量69.11亿张，同比增长13.20%；信用卡和借贷合一卡在用发卡数量6.86亿张，同比增长16.73%。全国人均持有银行卡5.46张，同比增长12.91%，其中人均持有信用卡和借贷合一卡0.49张，同比增长16.11%。上述数据显示，全国的发卡量保持稳步增长，信用卡增速明显。目前信用卡发卡数量及人均持有量远低于借记卡，随着我国个人信用体系的完善以及金融机构风控能力的提升，预计未来信用卡及其增值服务的增长空间很大，基于银行卡的支付及增值业务将呈现较好的发展趋势。

图 10: 中国银行卡/信用卡发卡量情况 (单位: 亿张)



数据来源: 中国支付清算协会, 东吴证券研究所

图 11: 中国银行卡和信用卡人均持有量 (单位: 张)



数据来源: 中国支付清算协会, 东吴证券研究所

受理环境不断完善，POS机渗透率有望进一步提升。截至2018年末，银行卡跨行支付系统联网商户2733.00万户，联网POS机具3414.82万台，较上年末分别增加140.40万户和295.96万台。全国（大陆地区）每万人对应的POS机数量为245.66台，同比增长8.91%，根据中国产业信息网，2016年中国香港、日本、韩国的万人POS机拥有量分别为815/660/642台，由此可见我国每万人对应的POS机数量仍有较大提升空间，POS机渗透率有望进一步提升。此外，随着移动支付方式的多样化，POS机具从只能受理银行卡物理刷卡升级为接受扫码及NCF等全渠道支付方式，支付场景的不断丰富以及生物识别等高新技术的广泛应用有望带来智能POS机终端向市场的进一步渗透。

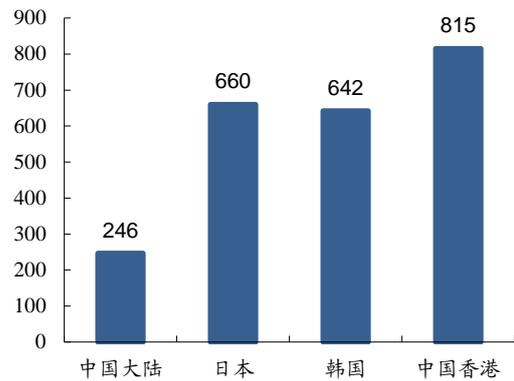
图 12: 近年中国联网POS机数量 (单位: 万台)

图 13: 东亚部分地区每万人POS机拥有量 (单位: 台)



数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

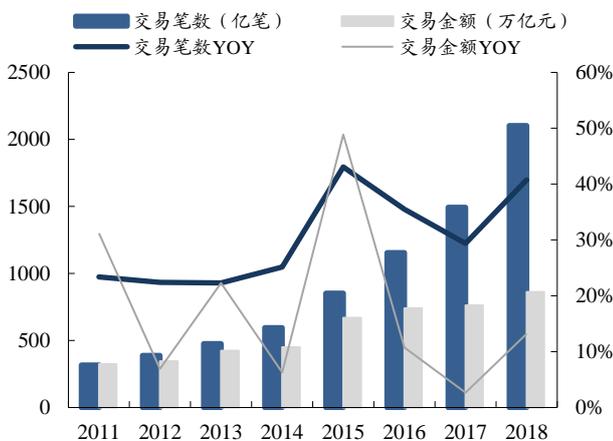
注：中国大陆为2018年数据，其他地区为2016年数据



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

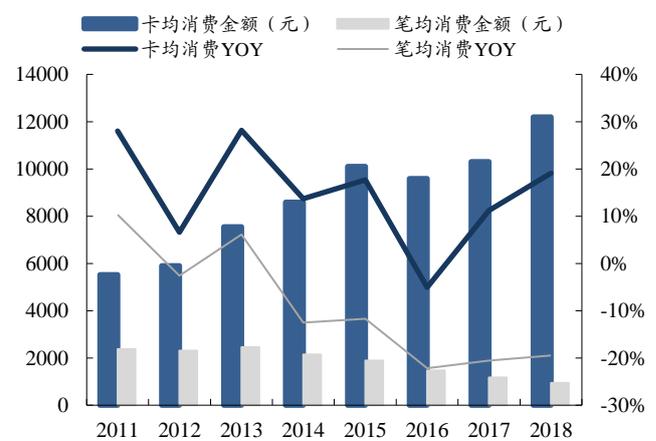
银行卡交易量持续增长，银行卡消费呈现小额高频态势。2018年，全国共发生银行卡交易2103.59亿笔，金额862.10万亿元，同比分别增长40.77%和13.19%，日均5.76亿笔，金额2.36万亿元。其中，银行卡存现业务78.63亿笔，金额60.03万亿元，同比分别下降18.44%和11.62%；取现业务140.87亿笔，金额58.90万亿元，同比分别下降18.65%和9.49%；转账业务900.73亿笔，金额650.42万亿元，同比分别增长41.08%和16.15%。消费业务983.36亿笔，金额92.76万亿元，同比分别增长67.73%和35.09%。数据显示，银行卡交易笔数保持较快增长，其中，存现和取现业务笔数有所下降，而转账和消费业务笔数快速上升，居民非现金支付的习惯逐渐养成。此外，银行卡在消费中的使用进一步增长，且呈小额高频态势。2018年，全年银行卡渗透率达48.97%，比去年上升0.26个百分点。卡均消费金额达1.22万元，同比上升19.06%；笔均消费金额943.28元，同比下降19.46%。

图 14: 近年中国银行卡交易笔数及金额情况



数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

图 15: 近年中国银行卡消费情况

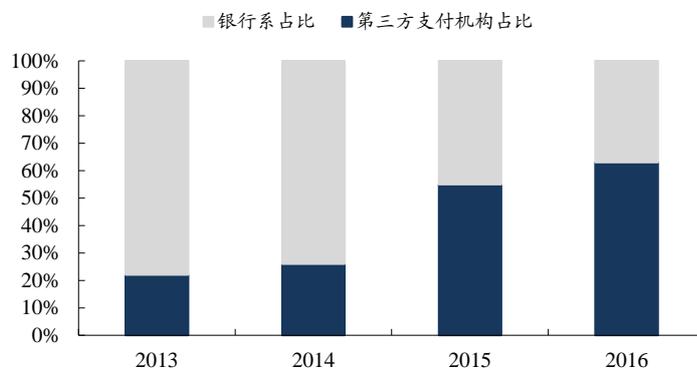


数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

银行卡收单市场结构方面，银行系份额不断萎缩，第三方支付机构份额逐年提升，

主要受益于对中小商户覆盖的明显优势。线下 POS 机收单市场的主要参与者是商业银行和第三方支付机构。2010 年以来，随着监管层放开对第三方机构的银行卡收单业务，第三方支付机构迅猛发展，不断抢占银行系市场份额，目前第三方机构的收单业务交易规模已超越银行系，并有进一步扩大趋势。第三方支付机构份额的逐年提升主要由于：1) 银行业务众多，收单业务只是其中之一，银行投入精力有限，并且与其他主业相比，收单业务利润较低，银行积极性不高。2) 银行同时作为发卡行与收单者，角色特殊，同业间关系不易处理。3) 银行风控严格，管约束较多，主要服务较大的企业客户，而第三方支付机构机制灵活，积极拓展中小商户，对中长尾市场的客户覆盖能力较强。

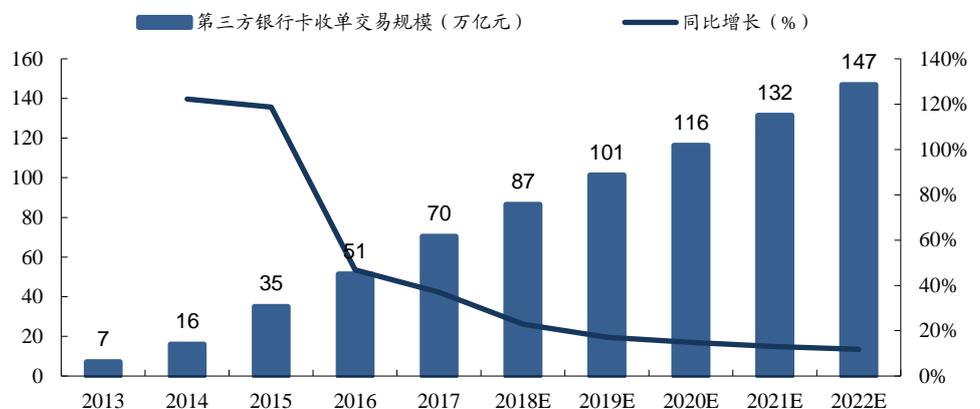
图 16: 银行卡收单市场中第三方支付机构份额占比逐年提升



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

根据艾瑞咨询，2013-2015 年间第三方银行卡收单交易规模增长率均超 100%，2017 年第三方银行卡收单交易规模达到 70.4 万亿元，预计 2018-2021 年这一市场复合增长率将达 15%。

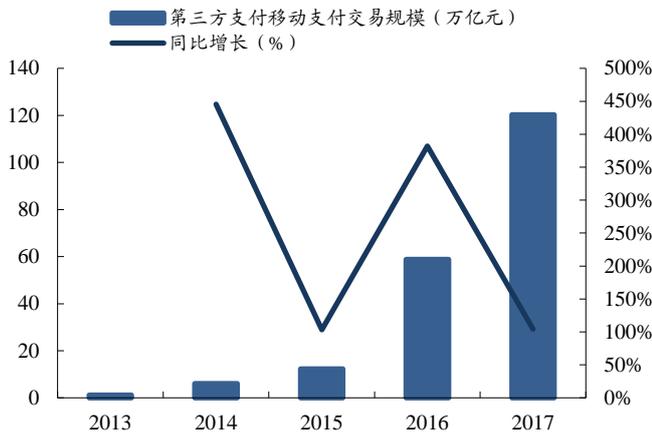
图 17: 2013-2022 年中国第三方银行卡收单交易规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

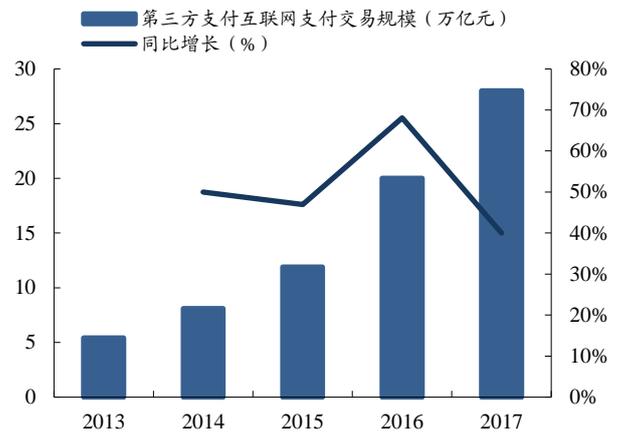
网络支付市场：主要分为互联网支付与移动支付两类。2017年，支付宝、财付通等强劲的互联网巨头加入第三方支付领域，移动支付快速增长，近四年同比增速均超过100%，交易规模从2013年的1.1万亿元增长到2017年的120.3万亿元。移动支付的大幅提升，替代了一定的互联网支付，互联网支付交易规模持续增长，但增速放缓，2017年互联网支付交易规模达到28万亿元。

图 18: 近年中国第三方移动支付交易规模 (万亿元)



数据来源：艾瑞咨询，Wind，东吴证券研究所

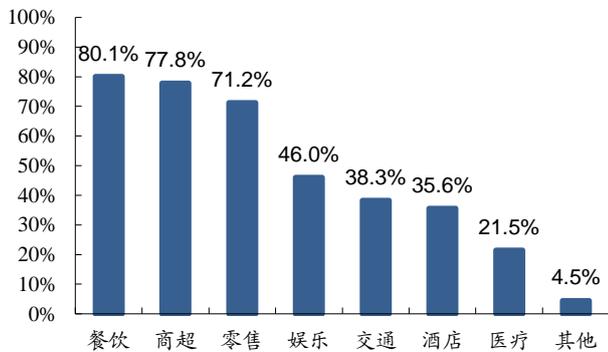
图 19: 近年中国第三方互联网支付交易规模 (万亿元)



数据来源：艾瑞咨询，Wind，东吴证券研究所

随着非现金支付习惯的养成和扫码支付场景在更多行业的渗透，移动支付交易规模有望继续保持快速增长。目前，线下扫码主要集中在商超和餐饮行业，2017年，线下餐饮扫码支付渗透率达80%，商超、零售扫码支付渗透率也均在70%以上，而娱乐、交通、酒店、医疗等场景扫码支付渗透率仍然较低。在交通出行领域，公交、出租车、共享单车、停车场、高速公路等场景支付具有刚需、高频、小额的特点，预计未来将成为支付公司必争之地，增长潜力较大。同时，娱乐、酒店、医疗等平均消费水平较高的支付场景也有望成为移动支付的重要增长点。

图 20: 2017年不同场景线下扫码支付渗透率



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 21: 线下扫码支付覆盖场景有望持续增多



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

根据上述分析: **第三方综合支付交易规模=第三方银行卡收单交易规模+第三方网络支付交易规模**, 根据我们对行业增长驱动要素的分析, 给出以下核心假设:

假设 1: 2018 年全国银行卡发卡量增速 13.51%, 预计 19-21 年全国银行卡发卡量继续保持稳定增长, 其中信用卡增速预计更为明显, 预测 19-21 年全国银行卡发卡量增速分别为 10%、8%、6%。

假设 2: 2018 年全国银行卡卡均消费金额同比上升 19.06%, 预计 19-21 年全国银行卡卡均消费金额继续保持增长, 但增速有所减缓, 预测 19-21 年银行卡卡均消费金额增速分别为 11%、8%、5%。

假设 3: 凭借对中小商户覆盖的明显优势, 第三方机构在银行卡收单市场中的份额占比逐年提升, 预计 2018 年第三方机构在银行卡收单市场份额占比约在 83% 左右, 预测未来三年这一份额占比将保持小幅上升, 分别为 84%、85%、86%。

假设 4: 网络支付方面, 随着扫码支付场景在更多行业的渗透, 预计移动支付交易规模继续保持较快增长, 预测 19-21 年移动支付交易规模增速分别为 26%、20%、15%; 另外预计未来三年交易规模将带动互联网支付继续增长, 但增幅有所减缓, 预测 19-21 年互联网支付交易规模增速分别为 12%、8%、4%。

表 1: 第三方综合支付交易规模预测 (单位: 万亿元, 除百分比)

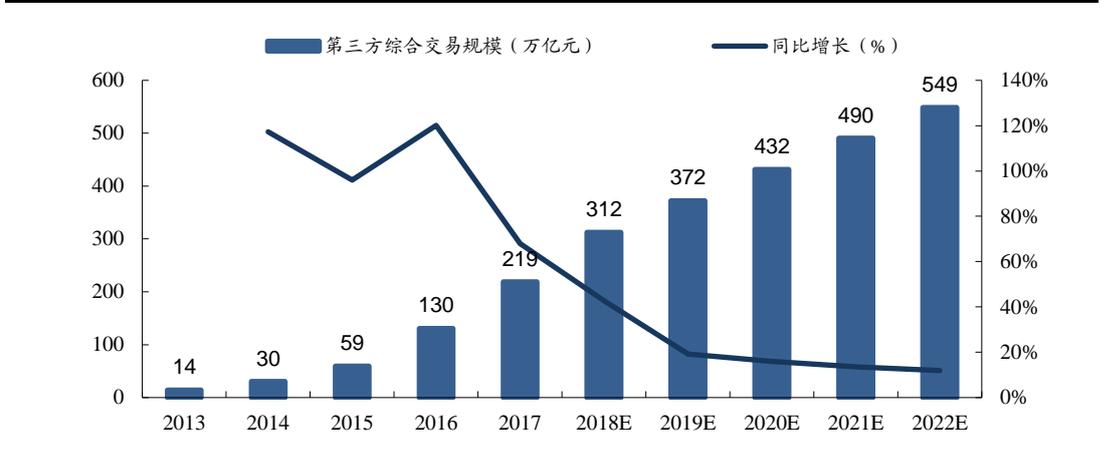
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
第三方银行卡收单交易规模	35	51	70	96	118	140	157
增速		46.9%	37.0%	36.8%	23.6%	18.0%	12.6%
占比		39.2%	32.0%	29.8%	29.8%	29.7%	29.5%
其中: 银行卡发卡量增速				13.5%	10.0%	8.0%	6.0%
银行卡卡均消费金额增速				19.1%	11.0%	8.0%	5.0%
第三方机构占银行卡收单市场份额			82%	83%	84%	85%	86%
第三方网络支付交易规模	24	79	149	225	279	330	375
增速		226.0%	88.2%	51.0%	23.9%	18.4%	13.7%
占比		60.8%	68.0%	70.2%	70.2%	70.3%	70.5%
其中: 互联网支付	12	20	28	33	37	40	42
增速		67.5%	40.3%	18.0%	12.0%	8.0%	4.0%
互联网/网络支付		25.3%	18.8%	14.7%	13.3%	12.1%	11.1%
移动支付	12	59	120	192	242	290	334
增速		382.0%	104.6%	60.0%	26.0%	20.0%	15.0%
移动/网络支付		74.7%	80.5%	85.3%	86.7%	87.9%	88.9%
第三方综合支付交易规模总计	59	130	219	321	397	470	533
增速		120.1%	68.0%	46.5%	23.8%	18.3%	13.4%

数据来源: 中国支付清算协会, 艾瑞咨询, 东吴证券研究所预测

注: 灰色底纹部分为东吴证券研究所预测的核心假设, 蓝色底纹部分为艾瑞咨询统计数据。

综上，我们预计 2019-2021 年我国第三方综合支付交易规模分别为 397/470/533 万亿元，预计未来三年复合增速约 16%，这一判断与艾瑞咨询预测的数据相差不大，未来三年复合增速略高于艾瑞咨询预计的 15%。

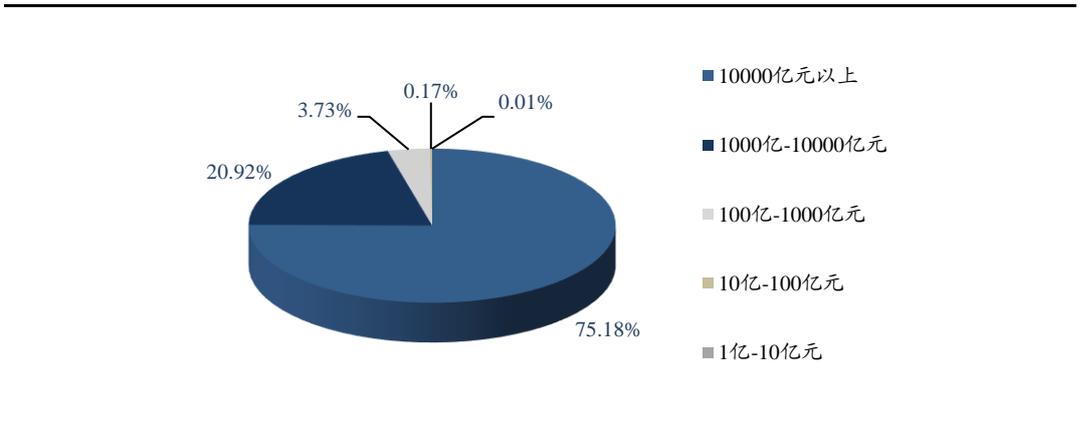
图 22: 艾瑞咨询统计及预测 2013-2022 年中国第三方综合支付交易规模情况



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

市场格局方面，大型第三方支付机构在行业保持优势地位，占据较大的市场份额。交易金额排名全国前十的第三方支付机构业务总和占互联网支付业务总金额的 75.18%，前十名的第三方支付机构每家的交易规模均在 1 万亿以上。交易规模在 1 千亿到 1 万亿美元的机构有 31 家，其业务量占交易总金额的 20.92%。行业中交易流水比较大的第三方支付公司包括银联商务、拉卡拉、通联支付、瑞银信等。

图 23: 2017 年第三方支付机构互联网业务量区间分布



数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 行业政策：监管收紧，有望加速行业出清

监管收紧，第三方支付牌照只减不增，牌照价值凸显。自 2011 年到 2015 年央行一共发放 271 张第三方支付牌照，2015 年后对非银行机构未再审批支付许可。根据中国人民银行网站的公告统计，截至 2019 年初，共 238 家支付机构拥有牌照，绝大多数还受到地域限制，支持全国范围银行卡收单的仅剩 33 张。现存第三方支付牌照变得稀缺，牌照价值凸显，尤其是全国性牌照，第三方支付行业形成了天然壁垒，存在较高的进入门槛。同时，2018 年以来监管部门对违规机构密集开出大额罚单，支付行业向合规方向发展，有望加速行业出清。

客户备付金 100% 交存，规范行业运营，对中小支付机构形成冲击。2018 年 6 月 29 日，央行发布《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事项的通知》，规定自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。客户备付金是指收付款双方通过第三方支付机构进行交易过程中，由于资金在账户之间流转的时间差，第三方支付机构预收的代付资金。为了保证备付金的安全，监管机构要求备付金 100% 存放指定机构，且不计付利息。**该政策使得备付金利息收入消失，对支付机构收入产生负面影响，尤其对中小型支付机构产生一定冲击。**根据艾瑞咨询，备付金利息收入在大型支付机构的收入占比约为 5%，而小型支付机构盈利模式单一，对客户备付金依赖较重，备付金利息营收占比达到 30%。备付金的 100% 交存政策有望规范行业运营，对于较为依赖备付金利息收入的中小支付机构形成冲击。

“断直连” 出台，行业监管走向规范。央行规定，自 2018 年 6 月 30 日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务必须全部通过网联平台处理。断直连是指第三方支付机构与各地银行的清算账户切断连接，所有交易必须通过网联或者网银实现集中的跨行转接清算，行业监管走向规范。政策降低了渠道壁垒，为中小支付机构营造更公平的竞争环境，助推第三方支付机构服务创新。

2.3. 行业展望：增值服务成新盈利点，企业收单费率有望提升

增值服务提供新的盈利点。随着智能 POS 的普及和大数据挖掘、云计算技术的利用，支付交易数据可以被商户合理利用于分析消费者行为，针对其消费特征和偏好制定或改善营销策略，提高用户粘性或忠诚度，开发用户潜在消费需求等。目前银行及第三方支付等众多接口碎片化严重，商户需要服务机构能够满足支付聚合、预订服务、管理会员管理、后台数据分析等多方面需求，因此第三方支付机构根据支付场景输出更多的行业解决方案及增值服务成为新的发展趋势，第三方支付公司逐渐从仅提供基础支付服务转型为提供增值服务和综合解决方案，摆脱单一利润模式，让支付平台化。

目前，凭借用户沉淀和数据积累，第三方支付行业提供的增值服务主要包括：

- **金融增值服务：**包括自营或者合作金融/非金融机构，提供理财、信贷、即时到账等金融服务。

- **大数据产品：**基于支付系统产生的大量用户数据和交易数据，开发大数据应用产品，切入征信和营销等领域。
- **技术、财务等企业经营辅助服务：**从提供支付工具拓展到提供会员管理、积分管理等营销服务以及财务管理等商户经营管理服务。

低费率竞争有望终结，收单费率有提升趋势。“96 费改”前，刷卡手续费实施政府定价，不同类型商户费率有所不同，其中餐娱类商户手续费率 1.25%，一般类商户手续费 0.78%，民生类商户手续费 0.38%，公益类商户约 0%（减免发卡行和银行清算组织费率，收单机构按服务成本进行收费），发卡行，银行清算组织和收单机构基本按照 7: 1: 2 的固定比例进行利润分配。商户的分类费率带来了低价竞争行为，业内称为“套码”，一些尤其是小型的第三方支付机构将高费率的商户调整为低费率用户收取较低的手续费从而获取更多的用户，由此长期以来市场上的手续费率较低。

2016 年 3 月央行发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》（16 年 9 月 6 日实施，又称“96 费改”），拉开了遏制第三方支付行业低价竞争的序幕，费改取消了商户类别的区分和收单市场的政府定价，刷卡手续费执行统一费率，对“套码”行为形成遏制，同时收单费用市场定价给了第三方支付机构更多的定价自主权。利润分配方面，发卡行服务费实行借贷分离，信用卡费率上限 0.45%，金额上不封顶，借记卡费率上限 0.35%，封顶 13 元，发卡行分配比例约在 77%-58%；清算机构向收单机构和发卡机构分别计收服务费，费率上限均为 0.065%，封顶 6.5 元，清算机构分配比例约在 14.4%-11%；收单机构服务费由以前的政府指导价改为实行市场调节，收单机构分配比例约在 8.6%-31%。

表 2：96 费改前后银行卡收单手续费在产业链环节的利润分配

	商户类别及费率	发卡行分配比例	清算组织分配比例	收单机构分配比例
96 费改前	分为餐娱类（1.25%）、一般类（0.78%）、民生类（0.38%）和公益类（约 0%）	约 70%	约 10%	以 20% 为基础上下浮动
96 费改后	取消按商户类别分类设定，刷卡手续费执行统一费率	实行借贷分离。信用卡费率上限 0.45%，金额上不封顶；借记卡费率上限 0.35%，封顶 13 元，分配比例约 77%-58%	清算机构向收单机构和发卡机构计收，费率上限为 0.065%，封顶 6.5 元，分配比例约 14.4%-11%	收单服务费由政府指导价改为实行市场调节，分配比例约 8.6%-31%

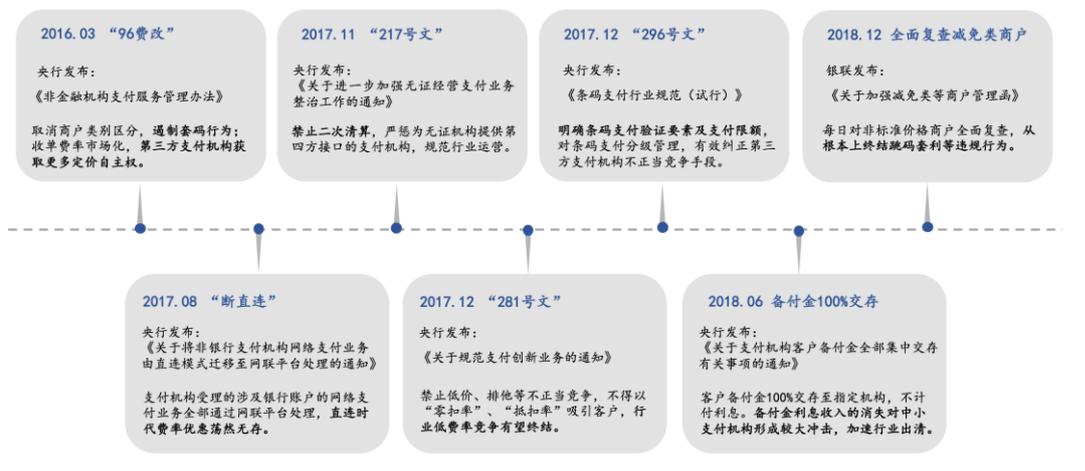
数据来源：易观，国家发展改革委，东吴证券研究所整理

对于受理支付宝、微信支付等扫码支付业务，收单机构负责拓展商户，与商户签订扫码支付受理协议，交易通过中国银联、网联公司等转接清算机构转送支付宝、微信支付。收单机构依据与商户签订的扫码支付受理协议约定的费率向商户收取手续费，扣除支付宝/微信支付的账户端手续费，剩余部分即为收单机构取得的扫码支付收单净费率。

而对于银联扫码业务，基本遵循银联卡收单业务的利益分配机制。

2017年12月央行又发布《关于规范支付创新业务的通知》（281号文），强调了支付服务市场公平竞争秩序的维护，指出不得滥用市场地位排除、限制支付服务竞争，不得采用低价、补贴等不正当手段拓展市场，不能以“零扣率”“抵扣率”等方式吸引客户。2018年12月，中国银联发出“关于加强减免类商户管理函”，将每日对商户交易中的终端唯一标识与商户入网注册时的终端唯一标识进行对比，从根本上终结了POS跳码套利等违规行为。一系列行业监管的规范为收单费率提升提供了基础，自2018年9月起，多家第三方支付机构如拉卡拉、付临门、随行付、开店宝等都上调了收单手续费，支付宝也在2019年2月将商家二维码收款费率上调回0.6%。低费率恶性竞争的局面有望终结，收单费率有提升趋势。

图 24：行业监管逐渐规范，第三方支付费率有提升趋势



数据来源：中国人民银行官网，中国银联官网，东吴证券研究所整理

3. 布局电子支付全产业链，“支付+增值”业务开启增长新阶段

3.1. 并入收单业务纵向整合产业链，增值服务成新看点

新国都 2017 年 11 月公布 7.1 亿元现金收购嘉联支付 100% 股权，并入收单业务实现产业链纵向整合。嘉联支付是具备全国银行卡收单牌照的 33 家机构之一，通过向商户布放 POS 机具，提供银行卡收单及增值服务，获取机具销售或租赁收入、手续费收入及增值服务收入。目前嘉联支付业务范围覆盖全国 34 个省市自治区，优势区域包括广东、长江以南沿海以及四川湖南地区，其中广深地区占据 20%-30% 的市场份额。

2018 年 5 月嘉联支付并表，嘉联承诺 2018 年扣非后归母净利润不低于 0.9 亿元，2018 年及 2019 年两年合计净利润不低于 1.9 亿元。2018 年，为激励嘉联支付核心管理层，公司发布新一期股权激励计划，100% 行权目标为 2018 年实现净利润 1.8 亿，2019 年实现净利润 2.7 亿，嘉联支付 2018 年实际实现归母净利润 2.08 亿，高出业绩承诺目

标 1.18 亿，高出股权激励 100% 行权目标 0.28 亿。

图 25: 嘉联支付发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收单业务快速扩张，商户数和交易金额持续增长。近三年嘉联支付活跃商户数量逐年大幅增长，带来收单手续费收入持续增长，2016 年嘉联支付在非金融收单服务机构全国交易金额排名前 15，2015 年及 2016 年商户数增速分别为 294.26% 和 167.61%，2017 年嘉联在银联平台交易流水约为 5758 亿元，注册商户数超 300 万，活跃商户数约 150 万。2018 年我们估计嘉联支付在银联平台交易流水约为 8000 亿。

图 26: 嘉联支付拥有 300 多万家知名合作商户



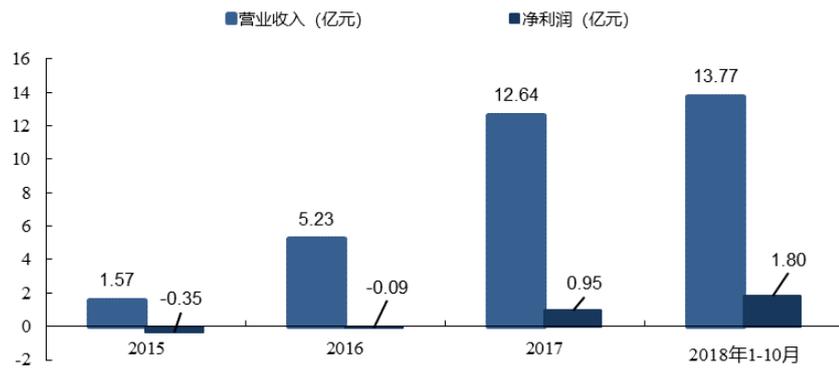
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 27: 嘉联已和全国 96% 商业银行建立战略合作关系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 28: 嘉联支付近年营业收入及净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年调整渠道合作模式，开拓小微商户收单业务，营收净利快速增长。2015-2017年及2018年1-10月，嘉联支付营业收入分别为1.57/5.23/12.64/13.77亿元，主要系2016年嘉联调整渠道合作模式，主要采取代理商的形式开拓小微商户收单业务，营收快速增长，2015-2016年净利润亏损，主要由于嘉联支付业务规模较小，2016年交易流水约3000亿，不足以覆盖成本及管理研发费用。2017年，嘉联支付净利润9512万元，实现扭亏为盈，主要得益于其在渠道合作模式、销售模式和人力资源管理模式上的进一步优化。2018年1-10月，得益于销售和管理效率的持续提升，嘉联支付实现净利润1.80亿元，净利率13.1%，同比提升5.6pct。

第三方支付行业仍有较大增长空间，嘉联支付客户范围有望继续扩大。未来嘉联支付将继续深耕收单市场，拓展客户范围至保险、广告、房地产等更多行业，预计收单业务交易流水将保持平稳增长。同时嘉联持续丰富收单产品，满足特定行业商户的不同需求，新国都也会为此提供支持，如在保险业支付解决方案的设计中，需要对付款人进行KYC认证，而新国都旗下子公司拥有KYC产品，可为此提供支持。

发展高毛利增值服务，优化商业模式，贡献业绩增量。支付是线下流量重要入口，随着商户增长，嘉联支付已经获得较大客户流量，为增值服务开展提供了客户基础。由于收单手续费收入盈利模式较为单一，且较为同质化，嘉联支付引入增值服务作为战略重点，跳脱流水分成竞争模式，培养核心竞争力，同时借助线下支付场景低成本导流，高毛利的增值服务能够显著提升公司盈利能力。目前，嘉联支付提供的增值服务包括有：

- **为特定行业提供定制化支付综合解决方案：**嘉联支付已经成功为超过36个行业商户提供不同经营场景的解决方案，如在餐饮酒店行业，为商户提供智能点餐、快速收银、营销引流、卡券发放、会员管理等综合服务；在教育政企行业，支持考试报名实时完成，重复支付订单自动退款等。

图 29：嘉联支付为多行业支付场景提供定制化服务

餐饮行业、酒店行业 为商户提供快速收银，营销引流，卡券发放，会员管理等服务	交通行业、航空票务 提供线上线下快捷购票方式，数据化管理，增强票务监管	证券行业、保险行业 便捷开户，多渠道支付，满足个性化需求
教育行业、政企行业 考试报名在线实时完成，智能分类分账，重复支付订单自助退款	批发行业、物流行业 实时监控，信息化管理，清算回款一体化	综合卖场、其他更多 解决交易资金清算与划付，商户集体入网信用卡受理问题

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

- **广告运营：**在支付小票和用户存留联背后印刷投放广告。
- **电子发票：**提供电子发票开具、收取、查检、储存、报销入账等一系列服务。
- **营销获客：**通过留存复购数据分析，帮助商家了解客户特征与偏好，定位潜在消费者，针对性发放优惠券，实现精准营销，增强客户粘性。
- **会员管理：**搭建会员系统，提供虚拟储值账户，会员预存充值加快商户回笼资金，并深度绑定会员。同时提供积分管理、预定管理、卡券派发等服务。
- **门店管理：**以智能 POS 机为切口，查看店铺实时经营实况，通过灵活多样的过滤条件筛选数据分析，辅助商户营销、售后等经营管理活动。

凭借支付大数据，嘉联支付发展增值服务，帮助商户解决在营销推广、客户管理、信贷需求、用户体验提升等方面的痛点，提升客户体验，增强客户粘性。目前使用嘉联支付增值服务的商户已经超过 30 万家，2018 年嘉联支付增值服务利润占比超过三成。未来随着公司持续扩大客户范围，商户规模增加带来流量红利，增值服务占比有望持续提升，贡献业绩增量，同时商业模式的优化有望提振公司估值水平。

图 30：新国都为餐饮行业量身开发的定制化解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 智能 POS 机引领市场，海外为重要增量市场

新国都金融 POS 机销售业务位于国内第一梯队，新型支付设备需求支撑电子支付产品业务营收。2006 年，公司成为中国银联系统指定全球金融 POS 四家供应商之一，处于电子支付终端龙头地位。2017 年新国都在亚太地区的 POS 出货量排名第七，全球排名第九，PIN 键盘全球出货量排名第五，读卡器全球出货量排名第一。

表 3: 2017 年全球 POS 机出货量排名

2017 年排名	2016 年排名	Manufacturer	Headquarters	Units	Chg.
1	1	Ingenico	France	10,932,400	4%
2	3	Newland	China	8,662,908	48%
3	6	Centerm	China	7,437,081	165%
4	2	Verifone	U.S.	6,237,360	3%
5	4	Pax Technology	China	5,906,417	28%
6	8	Itron Electronics	China	3,778,670	60%
7	7	BBPOS	Hong Kong	3,057,390	12%
8	10	Dspread Technology	China	3,008,000	61%
9	5	Xinguodu Technology (Nexgo)	China	2,219,764	-36%
10	11	Castles Technology	Taiwan	2,000,700	33%

数据来源：尼尔森，移动支付网，东吴证券研究所

表 4: 2017 年全球 PIN 键盘、读卡器出货量排名

Manufacturer	Units	Manufacturer	Units
--------------	-------	--------------	-------

PIN Pads		Dongles (Card Readers)	
SZZT Electronics	570,000	Xinguodu Technology	6,505,868
Pax Technology	507,845	Newland	1,080,585
Newland	500,890	MoreFun Electronic	657,200
Yarus	241,200	BBPOS	615,527
Xinguodu Technology	136,501	SZZT Electronics	452,800
Dspread Technology	119,000	Datecs	210,356
Gertec	107,634	Feitian Technologies	20,500
Toshiba Tec	35,000	CyberNet	9,500
Vanstone (Aisino)	26,805	ACS (Advanced Card Sys.)	2,210

数据来源：尼尔森，移动支付网，东吴证券研究所

非现金支付的普及引发商户对于同时支持银联、微信及支付宝等多种支付方式终端的需求。新国都凭借研发优势，推出满足各类支付业务需求的明星智能 POS 产品 N5，针对公交、高速公路、智能停车场等出行场景的工业级终端 Bi30 和 Hi30 以及其他多样化 POS 产品。2018 年公司出售全系列 POS 机约 707 万台，中标银联商务 2018 年商用支付终端及自助终端集中采购招标项目，入围中国邮政储蓄银行智能 POS 招标项目。

图 31: 新国都明星智能 POS 产品 N5



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

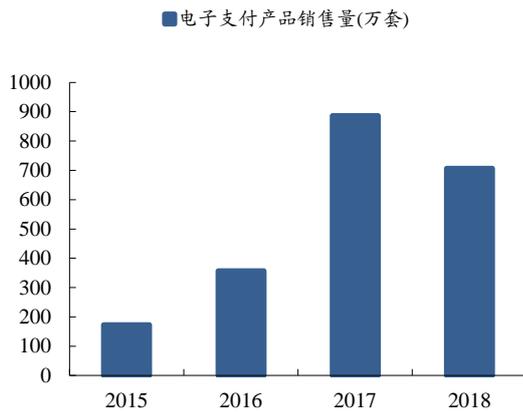
图 33: 近年公司电子支付产品销售数量 (万套)

图 32: 移动、台式等多样化 POS 产品

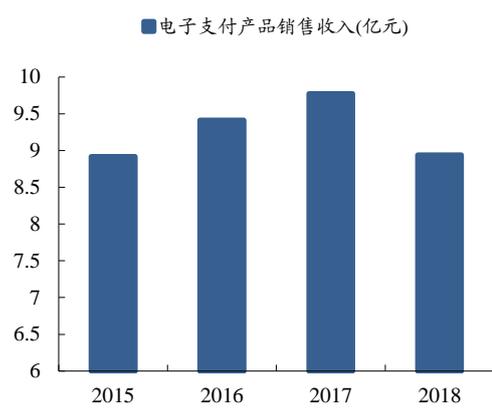


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 34: 近年公司电子支付产品销售收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2015-2018年,公司销售POS机销售量分别为172/357/886/707万台,实现电子支付产品销售收入分别为8.9/9.4/9.8/8.9亿元,15-17年POS机业务实现稳步增长,进入18年,由于产品同质化影响,价格战激烈,电子产品销售业务有所下滑。

在国内POS机市场价格战激烈,增长逐渐乏力的情况下,公司积极布局海外POS市场,带来新盈利点。国内POS市场竞争激烈,毛利率下滑,公司积极拓展毛利较高的海外市场。海外POS机尚存5-10年市场机会,公司目前主要从事机具出海,未来会涉及合作支付运营。2015年公司收购美国ExaDigm, Inc公司,成功打入国际市场,截至2018年末,公司国际业务已销售国家26个,已在巴西、迪拜等地设立子公司,国际化战略推进顺利。海外市场空间较大,毛利率水平高,有望为公司带来新盈利增长点。

3.3. 发展征信业务, 变现支付大数据

风险控制能力是支付领域的核心能力之一,征信业务是新国都完善产业链布局的重要一环。子公司公信诚丰和信联征信拥有大数据审核与征信的经验,有助于变现母公司的支付业务数据和征信牌照资源,提升风险控制能力。

公信诚丰专注于审核认证服务和数据审核技术开发,是腾讯第三方认证审核服务的S级供应商,居于行业领先地位。借助大数据分析、人工智能等前沿技术,公司向客户提供多元化服务,现有业务包含:微信公众号认证审核业务、新浪微博蓝V年审业务、商债管理业务、软件开发及互联网营销业务等。公司是腾讯第三方认证审核服务S级供应商,微信公众号审核业务持续增长,并成功地拓展到与内容相关的更多审核,客户范围也向美团等其他互联网B端客户拓展。2016-2018年,公信诚丰的净利润分别为4440/4643/6149万元,三年复合增速达17.7%。

信联征信拥有征信业务的重要资质,主要服务于金融领域,为客户提供大数据风控服务。公司是中国人民银行备案的第三方征信机构,是发改委首批综合信用服务试点机

构的 26 家之一。公司针对客户的定制化需求，提供大数据风控产品、咨询报告产品等各类信用管理工具。此外，信联征信在人工智能技术方面不断研发优化，与图像识别有关的 OCR 产品准确率高，其中营业执照 OCR 产品具有市面独有的电子码识别功能，识别准确率超越百度、商汤、文通等顶级专业公司，识别字段完整度超越阿里，文本挖掘分析技术支持千万级文书与公告的解析，利用智能运维技术建立的银行产品的异常监测模型，减少 70% 误报，漏报率为 0。

图 35: 公信诚丰微信公众号审核业务



数据来源：微信公众号，东吴证券研究所

图 36: 信联征信主要产品服务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.4. 收购浙江中正，切入生物识别领域

2015 年公司以 2.52 亿元收购具备领先生物识别技术的中正智能，获得在产品、技术、市场等方面的协同。中正智能主要从事生物特征识别及身份认证产品的设计、研发和销售，其产品主要应用于金融、安防、交通及信息安全领域，包括指纹和人脸识别算法、二代身份证模块、人证核验终端、智能金融自助设备等。在金融领域，中正智能的指纹识别相关产品是中国银行体系第一品牌，在国内各大商业银行及四大国有银行的市场占比超过 50%；在安防和信息安全领域，中正智能是全国七家公安部指纹应用算法的提供商之一，以及首批二代身份证指纹核验的设备厂商之一；在交通领域，中正智能已经与浙江、福建、河北等多个省市的道路运输管理局达成合作。

生物识别技术逐渐融入支付领域，中正智能将成为新国都战略布局的重要支撑。新国都致力于为客户提供综合支付解决方案，重视交易数据的收集、沉淀和分析，而中正智能存在通过生物识别领域沉淀大数据基础信息潜质。此外，“刷脸支付”等生物识别技术手段正在电子支付领域普及，未来可能出现新一轮的受理终端设备更新，中正智能的技术是未来新国都保持市场份额的关键。

2018 年新国都加大对生物特征识别及身份认证的投入，紧抓新一轮设备更新换代的机遇。公司升级人脸识别、生物识别云平台、身份证读取及鉴别类软件并获取专利，生物识别算法授权合作企业已超过 30 家，在金融机构 VIP、动态监控预警、联网锁身份核验、海事局船员履职管理等项目中得到很好的应用。

图 37: 中正智能指纹押运管理系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 38: 支付宝刷脸支付产品“蜻蜓”



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测及估值

电子支付产品销售：预计未来三年公司电子支付产品销售业务小幅增长，同时受产品同质化影响，毛利率呈小幅下降趋势，预计 19-21 年公司电子支付产品销售收入增速分别为 3%、3%、3%，毛利率分别为 24%、23%、22%。

收单服务：嘉联支付收单业务交易流水有望继续稳定增长，随着客户范围持续扩大，线下支付场景带来流量红利，有望为公司增值业务低成本导流。增值服务具备较高毛利率，预计将带动整体收单业务毛利率提升，考虑到公司 18 年开始发力增值服务，19 年增值业务有望贡献较大增量。嘉联支付自 18 年 5 月开始并表，预计 19-21 年公司收单业务收入增速分别为 98%、26%、22%，毛利率分别为 33%、36%、37%。

同时假定生物识别&征信审核&其他收入在预测期内保持平稳增长，盈利能力相对保持稳定，预计 2019-2021 年公司分别实现营业收入 33.84/39.79/46.10 亿元，实现归母净利润 3.90/5.25/6.38 亿元，EPS 分别为 0.82/1.10/1.33 元，对应当前股价 PE 分别为 21/15/13X。我们选取 A 股同行业公司作为可比标的，分别为拉卡拉和新大陆，平均估值 2019-2020 分别为 26/20X，考虑到公司收单流水稳定增长，增值服务快速起量优化商业模式，估值有望提升，给予公司 19 年 30 倍估值，对应目标价 24.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 分业务盈利分析表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
电子支付产品销售收入	894	921	948	977
yoy%		3.0%	3.0%	3.0%
营业成本	672	700	730	762
毛利率%	24.8%	24.0%	23.0%	22.0%
生物识别产品销售收入	116	129	142	154
yoy%		11.0%	10.0%	9.0%
营业成本	78	87	98	108
毛利率%	33.1%	32.0%	31.0%	30.0%
收单服务收入	1016	2012	2535	3093
yoy%		98.0%	26.0%	22.0%
营业成本	710	1348	1623	1949
毛利率%	30.1%	33.0%	36.0%	37.0%
征信审核业务收入	130	143	156	169
yoy%		10.0%	9.0%	8.0%
营业成本	60	67	75	83
毛利率%	53.7%	53.0%	52.0%	51.0%
其他收入	163	180	198	217
yoy%		10.0%	10.0%	10.0%
营业成本	58	61	67	74
毛利率%	64.7%	66.0%	66.0%	66.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

表 6: 可比公司估值对比 (截止 2019.5.21 日)

可比公司	单位: 元	EPS (单位: 元)		PE	
	目前股价	2019E	2020E	2019E	2020E
拉卡拉	57.42	1.88	2.48	29	22
新大陆	17.34	0.75	0.96	23	18
平均				26	20

数据来源: 表中拉卡拉、新大陆预测均为 WIND 一致预测, 东吴证券研究所

5. 风险提示

监管政策变化: 严监管逐步成为支付市场的主旋律, 电子支付行业从参与主体、业

务流程、交易权限等方面都须遵守全方位的规定，监管政策的变化可能对公司盈利情况产生一定影响。

行业竞争加剧：第三方支付机构大多依赖手续费收入盈利，产品较为同质化，若公司不能继续优化商业模式，提升用户粘性，存在行业竞争加剧的风险。

增值服务进展不及预期：公司为降低牌照经营风险，构建核心竞争力，大力发展增值服务，预测期内公司的毛利率及净利润水平与增值服务开展进度有一定关系，若增值服务进展不及预期，可能影响公司后续的盈利情况。

新国都三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,511	2,589	2,661	3,610	营业收入	2,319	3,384	3,979	4,610
现金	1,330	681	1,130	1,320	减:营业成本	1,577	2,264	2,592	2,975
应收账款	332	773	527	979	营业税金及附加	14	32	38	41
存货	268	479	377	605	营业费用	137	196	223	249
其他流动资产	580	656	627	706	管理费用	155	518	597	668
非流动资产	1,650	1,959	2,103	2,231	财务费用	53	77	78	71
长期股权投资	0	4	9	11	资产减值损失	18	0	0	0
固定资产	405	604	728	872	加:投资净收益	35	19	20	19
在建工程	0	113	135	132	其他收益	0	0	-0	-0
无形资产	42	39	37	27	营业利润	262	385	543	699
其他非流动资产	1,202	1,199	1,194	1,189	加:营业外净收支	-0	33	27	14
资产总计	4,160	4,548	4,764	5,841	利润总额	261	418	570	713
流动负债	1,913	1,880	1,602	2,081	减:所得税费用	13	23	38	72
短期借款	809	809	809	809	少数股东损益	0	5	7	4
应付账款	228	490	332	612	归属母公司净利润	248	390	525	638
其他流动负债	876	581	461	660	EBIT	277	441	596	729
非流动负债	127	152	145	135	EBITDA	318	481	648	793
长期借款	100	125	119	108					
其他非流动负债	27	27	27	27	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,040	2,032	1,748	2,216	每股收益(元)	0.52	0.82	1.10	1.33
少数股东权益	22	26	33	37	每股净资产(元)	4.39	5.21	6.24	7.51
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2,099	2,489	2,984	3,589	股)	478	478	478	478
负债和股东权益	4,160	4,548	4,764	5,841	ROIC(%)	7.4%	12.0%	14.0%	14.3%
					ROE(%)	11.7%	15.7%	17.6%	17.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	32.0%	33.1%	34.8%	35.5%
经营活动现金流	285	212	735	470	销售净利率(%)	10.7%	11.5%	13.2%	13.8%
投资活动现金流	-2	-331	-177	-172	资产负债率(%)	49.0%	44.7%	36.7%	37.9%
筹资活动现金流	-104	-530	-109	-108	收入增长率(%)	87.5%	45.9%	17.6%	15.9%
现金净增加额	178	-649	450	189	净利润增长率(%)	244.6%	57.4%	34.6%	21.4%
折旧和摊销	41	40	52	63	P/E	32.76	20.81	15.46	12.74
资本开支	61	306	139	126	P/B	3.87	3.26	2.72	2.26
营运资本变动	-47	-281	93	-288	EV/EBITDA	25.96	17.57	12.36	9.87

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

