

新国都 (300130.SZ)

收单业务规模持续增长，支付终端发力海外市场

全球领先数字支付科技公司，收单业务及支付终端双轮驱动。1) 新国都成立于2001年，主要从事以金融POS机为主的电子支付受理终端设备软硬件的生产、研发、销售和租赁，以此为载体，为客户提供电子支付技术综合解决方案。2) 2021年，公司收单及增值服务收入达到23.72亿元，同比增长44.71%，毛利率为17.58%、较同期下降6.36个百分点。嘉联支付通过“支付+经营”的服务体系，以支付为入口全面融入商户经营场景，根据不同行业的特点，以SaaS模式为客户提供会员管理、智能营销、金融科技等多种增值服务和行业解决方案的一站式服务。2021年嘉联支付累计处理交易流水约1.97万亿元，较上年同期增长61.48%，近三年交易流水年复合增长率达35.22%，交易流水规模快速提升。另外，2021年嘉联支付继续加大对市场渠道、商户端补贴的投入，由于该部分补贴金额一次性计入成本，所以短期内其业务毛利率呈现同比下降的态势。3) 同时，电子支付产品收入达到8.97亿元，同比增长16.46%，毛利率为26.15%、较同期提升0.10个百分点。2021年新国都与非洲、欧洲和南美洲地区的客户形成了战略合作关系，同时产品研发团队结合海外本地化需求，针对性地开发专业化产品，获得海外客户的认可。公司电子支付设备业务在海外市场收入同比增长88.30%，出货量同比增加96.82%，业绩大幅增长并保持了较好的毛利率水平。国内市场方面，2021年新国都支付成功中标中国建设银行、中国邮政储蓄银行、中国光大银行等重要客户的多个电子支付设备采购项目。另外，上游供应链核心物料供货较紧张的情形以及美元汇率的波动对电子支付终端业务毛利率带来一定影响。4) 利润方面，公司2021年实现归母净利润2.01亿元，同比增长131.98%，其中非经常损益为0.84亿元，主要为增值税加计抵减带来。

数字人民币推进不断加速，多项业务战略性布局。1) 从各国角度而言，如果一国数字货币成功推出，或可重构整个国际货币体系，对全球金融体系和宏观经济产生重大影响。大国竞争态势下，数字人民币推进进程有望持续加速。2) 根据2021年报，公司积极推进与银行机构在数字人民币的运营活动和技术服务领域方面的合作。目前已完成部分机构前期的技术联调和系统测试，并配合银行机构进一步协助商户端的受理终端改造、双离线试点改造及场景落地等推广服务，已在冬奥会等场景中实现应用。同时，公司积极进行数字人民币“硬钱包”产品开发，目前已完成产品设计和技术开发。未来，公司也将紧随行业发展，不断探索数字人民币生态下新的商业模式。

首次覆盖，给予“买入”评级。根据关键业务假设及2021年报情况进行盈利预测，预计2022-2024年营业收入分别为46.82亿元、58.88亿元及71.99亿元，归母净利润分别为3.16亿元、4.76亿元及6.66亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：监管环境影响业务进展；疫情影响线下经济。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,632	3,612	4,682	5,888	7,199
增长率 yoy (%)	-13.1	37.2	29.6	25.8	22.3
归母净利润(百万元)	87	201	316	476	666
增长率 yoy (%)	-64.3	132.0	57.5	50.5	40.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.18	0.41	0.65	0.97	1.36
净资产收益率(%)	3.5	8.0	11.1	14.6	17.4
P/E(倍)	90.6	39.1	24.8	16.5	11.8
P/B(倍)	3.2	3.1	2.8	2.4	2.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年4月1日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	计算机设备
4月1日收盘价(元)	16.02
总市值(百万元)	7,836.94
总股本(百万股)	489.20
其中自由流通股(%)	72.64
30日日均成交量(百万股)	22.60

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2338	2687	2715	3365	4056
现金	1596	1752	1514	1952	2339
应收票据及应收账款	450	481	725	792	1063
其他应收款	18	19	30	31	43
预付账款	20	56	42	81	69
存货	163	252	277	381	413
其他流动资产	91	127	127	127	127
非流动资产	1038	1111	1198	1245	1275
长期投资	15	13	9	5	0
固定资产	79	107	216	283	327
无形资产	4	4	-11	-24	-30
其他非流动资产	941	988	984	981	978
资产总计	3376	3798	3913	4610	5330
流动负债	606	1178	957	1231	1355
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	296	416	493	638	727
其他流动负债	310	761	464	593	628
非流动负债	344	76	92	95	95
长期借款	298	0	16	19	19
其他非流动负债	46	76	76	76	76
负债合计	950	1254	1049	1326	1450
少数股东权益	0	19	22	27	34
股本	489	489	489	489	489
资本公积	1063	1083	1083	1083	1083
留存收益	930	1009	1329	1809	2483
归属母公司股东权益	2427	2526	2842	3256	3846
负债和股东权益	3376	3798	3913	4610	5330

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	345	233	219	645	622
净利润	85	203	319	481	673
折旧摊销	29	35	18	24	19
财务费用	-1	3	45	78	109
投资损失	4	0	1	1	1
营运资金变动	78	-85	-164	61	-181
其他经营现金流	151	77	0	0	0
投资活动现金流	217	-14	-106	-73	-50
资本支出	19	23	91	52	34
长期投资	236	-11	4	4	4
其他投资现金流	473	-3	-11	-16	-12
筹资活动现金流	-184	-179	-352	-134	-185
短期借款	-40	0	0	0	0
长期借款	1	-298	16	3	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	10	20	0	0	0
其他筹资现金流	-155	99	-368	-137	-184
现金净增加额	375	37	-238	439	387

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2632	3612	4682	5888	7199
营业成本	1922	2825	3605	4483	5408
营业税金及附加	8	9	20	22	25
营业费用	156	198	238	285	342
管理费用	174	199	223	252	282
研发费用	217	247	279	329	378
财务费用	-1	3	45	78	109
资产减值损失	-126	-16	0	0	0
其他收益	88	104	89	95	94
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	0	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	107	224	361	533	748
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	12	4	8	6	7
利润总额	96	221	353	528	742
所得税	10	18	34	47	69
净利润	85	203	319	481	673
少数股东损益	-1	2	3	5	7
归属母公司净利润	87	201	316	476	666
EBITDA	96	203	323	501	698
EPS (元/股)	0.18	0.41	0.65	0.97	1.36

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-13.1	37.2	29.6	25.8	22.3
营业利润 (%)	-55.2	109.3	60.8	47.8	40.4
归属母公司净利润 (%)	-64.3	132.0	57.5	50.5	40.1
获利能力					
毛利率 (%)	27.0	21.8	23.0	23.9	24.9
净利率 (%)	3.3	5.6	6.7	8.1	9.3
ROE (%)	3.5	8.0	11.1	14.6	17.4
ROIC (%)	2.2	5.3	9.5	13.1	15.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.1	33.0	26.8	28.8	27.2
净负债比率 (%)	-52.9	-54.5	-50.8	-57.5	-58.6
流动比率	3.9	2.3	2.8	2.7	3.0
速动比率	3.4	1.9	2.4	2.3	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	5.2	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.41	0.65	0.97	1.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	0.48	0.45	1.32	1.27
每股净资产 (最新摊薄)	4.96	5.16	5.81	6.66	7.86
估值比率					
P/E	90.6	39.1	24.8	16.5	11.8
P/B	3.2	3.1	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	68.2	31.8	19.8	11.9	8.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 4 月 1 日收盘价

内容目录

一、深耕金融科技二十年，硬件终端和收单业务驱动增长.....	4
二、数字人民币具有重要国家战略意义，大国竞争态势下推广再加速.....	10
三、盈利预测.....	13
四、风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 尼尔森 2020 年度 POS 机出货量及市场份额排行榜.....	4
图表 3: 2018-2021 年公司 POS 机具销售量.....	5
图表 4: 公司股权结构图.....	5
图表 5: 2016-2021 公司营业收入及增速.....	6
图表 6: 2016-2021 公司归母净利润及增速.....	6
图表 7: 2021 公司各项业务收入占比.....	6
图表 8: 2016-2021 公司销售毛利率及净利率走势.....	7
图表 9: 2017、2020、2021 年嘉联支付流水情况.....	7
图表 10: 电子支付业务毛利率水平.....	8
图表 11: 硬件业务海外业务收入增速.....	8
图表 12: 2018-2021 年研发费用情况.....	9
图表 13: 2018-2021 年销售、管理、财务费用增速.....	9
图表 14: 数字人民币对经济发展的推动作用.....	10
图表 15: 2015-2020 年银行机构小微企业贷款余额.....	10
图表 16: 2019/06-2021/09 美联储总资产规模.....	11
图表 17: 近期数字人民币在跨境结算中的应用探索.....	11
图表 18: 全球央行等数字货币推进梳理.....	12
图表 19: 2020-2024E 公司收入及毛利预测.....	14
图表 20: 可比公司估值.....	14

一、深耕金融科技二十年，硬件终端和收单业务驱动增长

1) 新国都成立于2001年，于2010年10月成功在深圳交易所创业板上市，股票代码：300130。公司主要从事以金融POS机为主的电子支付受理终端设备软硬件的生产、研发、销售和租赁，以此为载体，为客户提供电子支付技术综合解决方案。经过十余年的发展，公司已经形成了自主独立的研发能力，产品和技术均达到国际领先水平。公司坚持以“创新”为企业的核心理念，秉承“专注、专业”的企业精神，以“人性、安全、便捷、速度”为标准，以商户需求和使用体验为导向，不断优化产品结构，开发新产品，研发新技术，追求卓越的产品品质，不断提升综合服务质量，具备了优秀的综合竞争实力，保障了公司的稳定、健康发展。2) 公司在国际、国内金融POS行业均处于第一梯队。2020年POS机具销售量排名全球第十，国内排名第八，业务覆盖超过50个国家。

图表1：公司发展历程



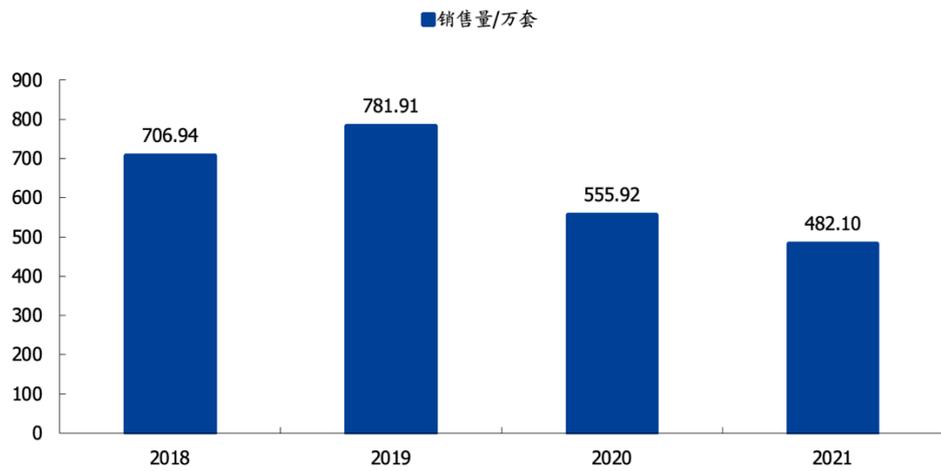
资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

图表2：尼尔森2020年度POS机出货量及市场份额排行榜（单位：台）

RANK	Manufacturer/Headquarters	Shipments	Share
1	Worldline	13,918,075	10.31%
2	New POS	11,605,797	8.60%
3	MoreFun	11,524,546	8.54%
4	Tianyu	11,394,635	8.44%
5	Pax	10,976,326	8.13%
6	Newland	9,111,094	6.75%
7	Verifone	8,910,123	6.60%
8	Centerm	7,281,086	5.39%
9	Vanstone	5,989,700	4.44%
10	Xinguodu	5,734,040	4.25%

资料来源：尼尔森，国盛证券研究所

图表 3: 2018-2021 年公司 POS 机具销售量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

股权结构稳定, 管理层利益高度绑定。 1) 根据 2021 年报, 董事长刘祥作为公司创始人持有 28.20% 股权, 为公司第一大股东和实际控制人, 副总经理江汉持有 7.46% 股权, 为公司第二大股东, 公司股权结构稳定, 有利于长期战略执行。2) 根据公告, 公司分别在 2014 年、2015 年、2017 年、2018 年、2020 年和 2021 年公布了六期股票期权激励计划, 其中 2021 年 4 月公司向符合条件的 195 位激励对象授予 4500 万份股票期权, 对嘉联支付未来两年业绩提出业绩考核目标。因此, 核心管理团队与公司利益高度绑定。

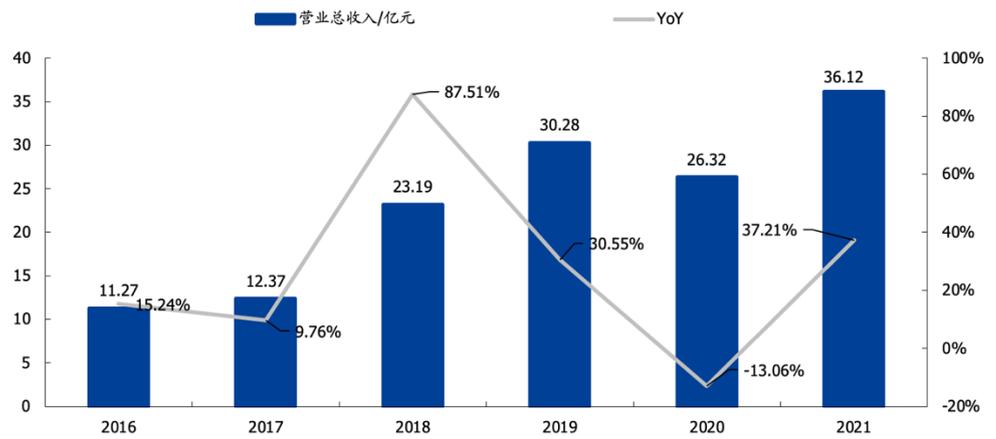
图表 4: 公司股权结构图



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

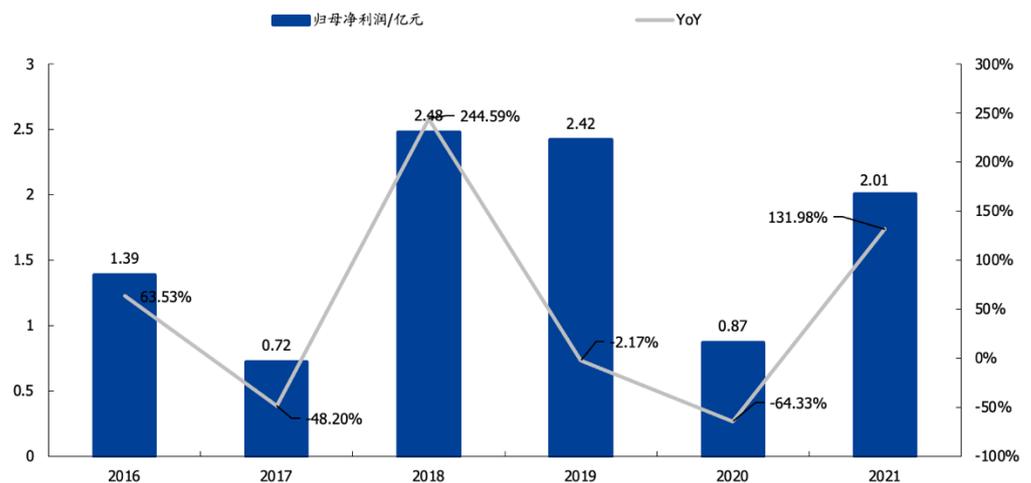
近六年收入稳步增长, 21 年归母净利润大幅增长。 1) 根据 Wind 数据, 2016-2021 年公司营业总收入分别为 11.27 亿、12.37 亿、23.19 亿、30.28 亿、26.32 亿和 36.12 亿, 年化复合增速达到 26.23%, 处于稳步增长趋势。2) 2016-2021 年公司归母净利润分别为 1.39 亿、0.72 亿、2.48 亿、2.42 亿、0.87 亿和 2.01 亿, 2020 年出现下滑主要是新冠疫情对线下消费的影响, 造成公司 2020 年主营业务收入有所下降, 从而带来整体净利润下降。其中, 2021 年归属于上市公司股东的净利润为 2.01 亿元, 同比增长 131.98%。

图表 5: 2016-2021 公司营业收入及增速



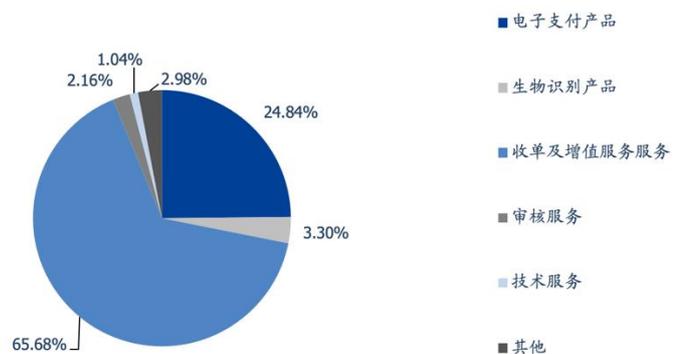
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2016-2021 公司归母净利润及增速



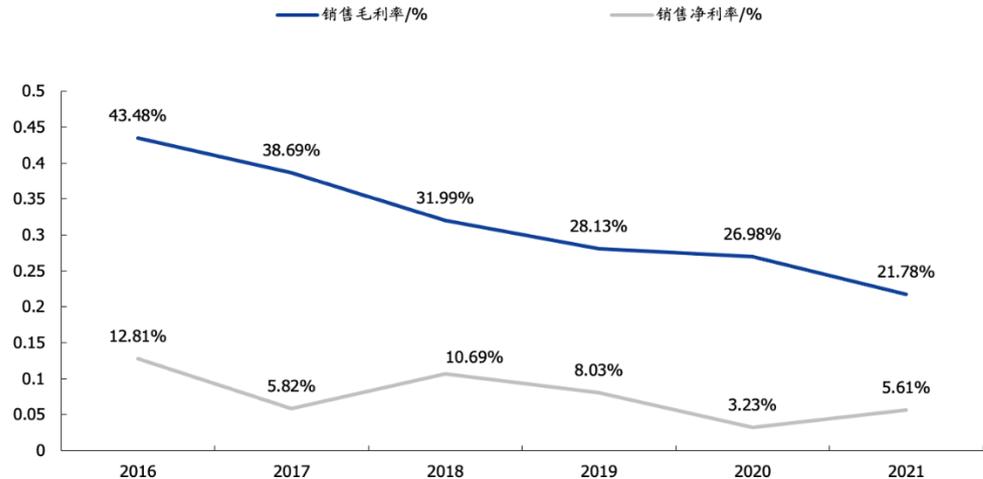
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2021 公司各项业务收入占比



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 8: 2016-2021 公司销售毛利率及净利率走势

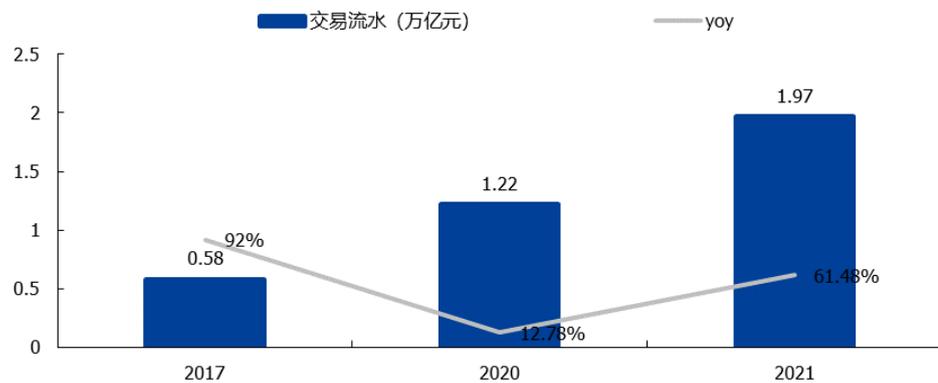


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

收单业务规模高速增长，支付终端发力海外市场，双轮驱动态势已形成。

1) 2021 年，公司收单及增值服务收入达到 23.72 亿元、同比增长 44.71%，毛利率为 17.58%、较同期下降 6.36 个百分点。嘉联支付通过“支付+经营”的服务体系，以支付为入口全面融入商户经营场景，根据不同行业的特点，以 SaaS 模式为客户提供会员管理、智能营销、金融科技等多种增值服务和行业解决方案的一站式服务。2021 年嘉联支付累计处理交易流水约 1.97 万亿元，较上年同期增长 61.48%，近三年交易流水年复合增长率达 35.22%，交易流水规模快速提升。另外，2021 年嘉联支付继续加大对市场渠道、商户端补贴的投入，由于该部分补贴金额一次性计入成本，所以短期内其业务毛利率呈现同比下降的态势。

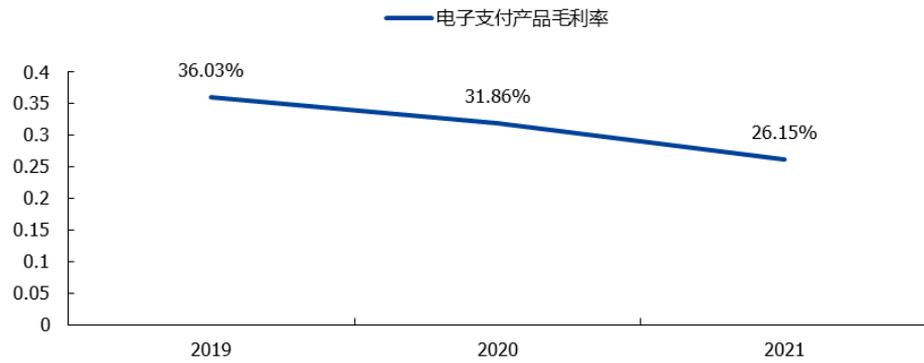
图表 9: 2017、2020、2021 年嘉联支付流水情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

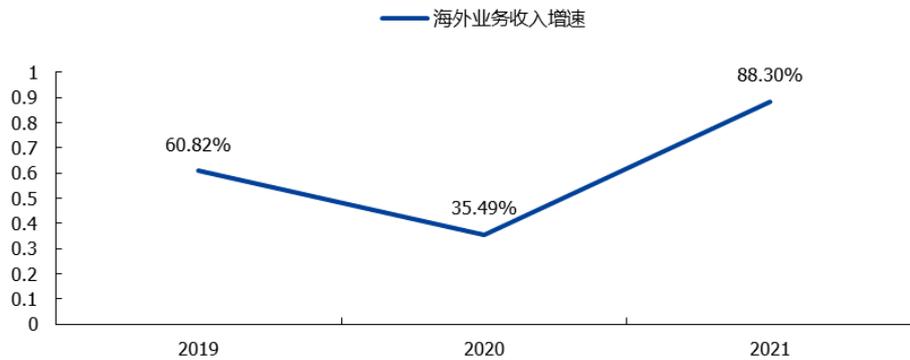
2) 电子支付产品方面，2021 年，公司收入达到 8.97 亿元、同比增长 16.46%，毛利率为 26.15%、较同期提升 0.10 个百分点。2021 年新国都与非洲、欧洲和南美洲地区的客户形成了战略合作关系，同时产品研发团队结合海外本地化需求，针对性地开发专业化产品，获得海外客户的认可。公司电子支付设备业务在海外收入同比增长 88.30%，出货量同比增加 96.82%，业绩大幅增长并保持了较好的毛利率水平。国内市场方面，2021 年新国都支付成功中标中国建设银行、中国邮政储蓄银行、中国光大银行等重要客户的多个电子支付设备采购项目。另外，上游供应链核心物料供货较紧张的情形以及美元汇率的波动对电子支付终端业务毛利率带来一定影响。

图表 10: 电子支付业务毛利率水平



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

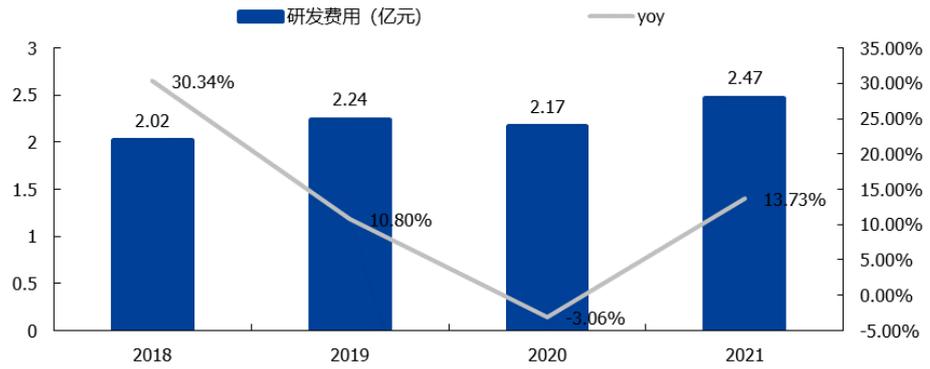
图表 11: 硬件业务海外业务收入增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

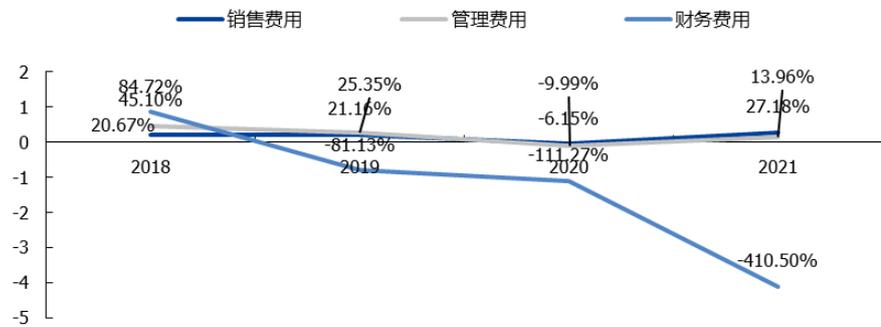
研发创新持续投入, 费用趋势总体平稳。1) 研发创新方面公司也持续投入, 2021 年研发投入约 2.47 亿元, 同比增长 13.73%, 占营业收入的 6.83%。主要投入在生物识别领域、数字化应用领域以及电子支付技术领域, 主要研发项目包括医保业务综合服务终端、自助收银机、高端手持移动 POS 及商户服务数字化平台等。2) 费用而言, 销售费用同比增长 27.18%、管理费用同比增长 13.96%, 均处于历史正常水平, 财务费用同比增长 410.50%, 主要由租赁折现利息增加及现金折扣减少所致。

图表 12: 2018-2021 年研发费用情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

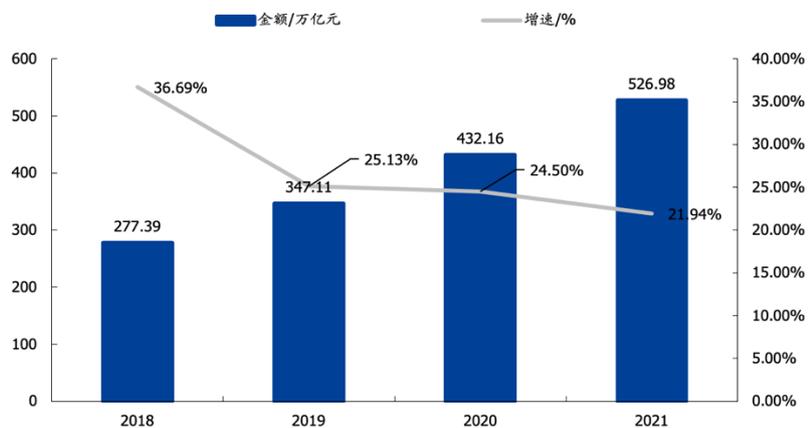
图表 13: 2018-2021 年销售、管理、财务费用增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

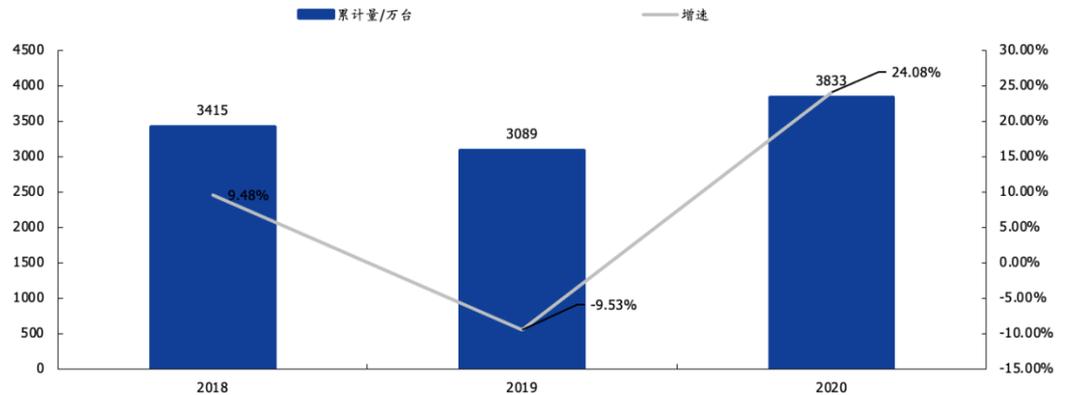
移动支付交易量快速增长, 促成智能 POS 崛起。 1) 随着国内互联网巨头大力普及, 移动支付已广泛应用于线下各消费场景。根据央行数据, 2018-2021 年全国银行业金融机构移动支付业务交易量增速分别达到 36.69%、25.13%、24.50%和 21.94%, 2021 年交易量达到 526.98 万亿元, 处于高速增长阶段。2) 移动支付的普及以及相关多样化 APP 的应用对 POS 终端提出了更高的要求, 从而倒逼了智能 POS 的发展。总量来看, 2020 年全国联网 POS 机具累计达到 3833 万台, 同比增长 24.08%。

图表: 2018-2021 年全国银行业金融机构移动支付业务交易量及增速



资料来源: 央行, 国盛证券研究所

图表：2018-2020年全国联网POS机具累计数量



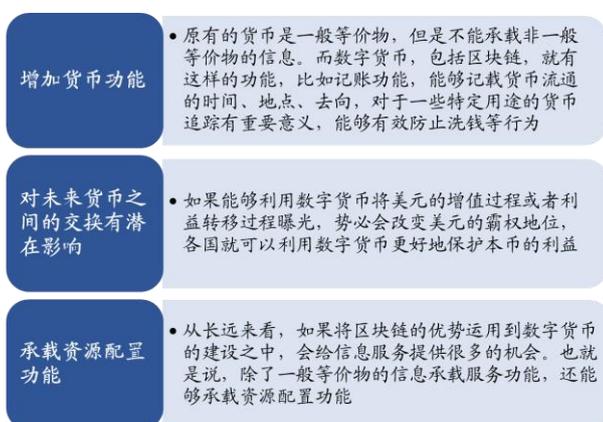
资料来源：央行，国盛证券研究所

二、数字人民币具有重要国家战略意义，大国竞争态势下推广再加速

数字人民币具有极强的国家战略意义，对内可实现精准调控、对外或是人民币国际化的重要抓手之一。

算法可承载多维度数据信息，为“精准滴灌”提供可能。1) 小微企业等或成为今年信贷支持的重点之一。2021年，央行等五部门近日决定进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策至2021年年底，这意味着对小微企业融资支持政策再加码，货币政策的“精准滴灌”亦为重点。而小微企业贷的透明度较低、风控难度较高、难以监控贷款用途，成为缓解其融资难融资贵的主要障碍之一。2) 数字人民币与传统纸币存在诸多不同，最基础的一点在于其电子化形态，从而可应用多种机制算法，承载大量重要信息。2020年，中国社会科学院信息化研究中心主任、信息化与网络经济室主任姜奇平在采访中表示，数字人民币增加了货币的功能，可承载非一般等价物的信息，能够记载货币流通的时间、地点、去向等，还可承载资源配置功能。由此，在政策上，通过将数字人民币与多种货币政策工具相结合，小微贷将更精准地对接实体经济金融服务需求；在风控上，透过数字人民币承载的大量信息，经营贷款或可以做到特定场景、特定用途才可使用。

图表 14: 数字人民币对经济发展的推动作用



资料来源：中国经济时报，国盛证券研究所

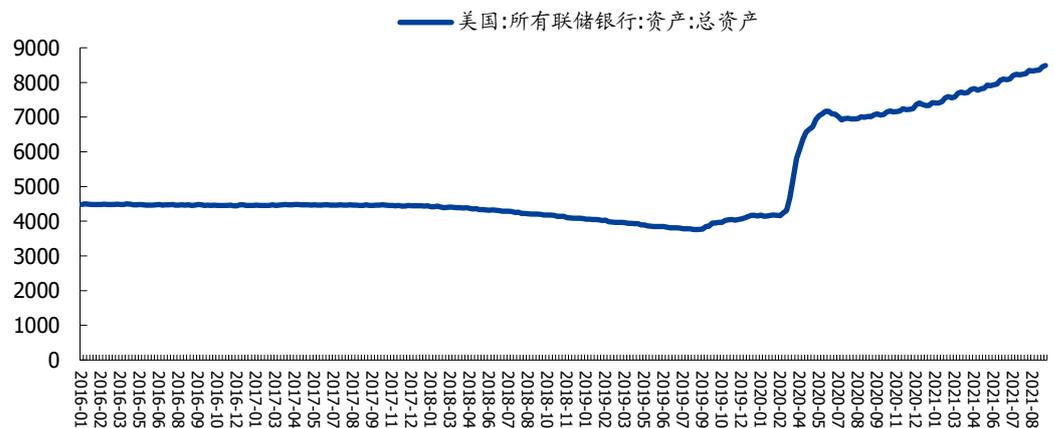
图表 15: 2015-2020年银行业金融机构小微企业贷款余额



资料来源：Wind，国盛证券研究所

全球流动性泛滥以及大国竞争环境下，DCEP 推广对于人民币国际地位的提升起到关键作用。1) DCEP 有利于人民币币值稳定，强化货币主权。2020 年 10 月，央行数研所穆长春表示，统筹管理数字人民币发行额度，保证 100% 的准备，杜绝超发。另一方面，美元放水趋势明显，经历 2020 上半年的大放水后，截至 2021 年 9 月 25 日，美联储总资产达到 8.49 万亿美元。在全球美元大放水背景下，各国对货币主权的重视程度大幅提升，数字人民币有助于保持人民币币值稳定，利于各国接受人民币作为国际支付、结算、投资和储备货币的手段。2) DCEP 有利于推动人民币跨境支付结算。数字人民币基于区块链技术，采用集中式分布式账本和分布式银行分类账系统，可减少中介机构接入，绕开以美元主导的国际支付清算系统。此外，数字人民币高效率、低成本等优势，也可使得跨境支付更为便捷，从而加速人民币国际化。3) DCEP 有利于保障国际金融安全。数字人民币具有“可控匿名”的技术特征，可有效追查走私、洗钱、非法融资等违法犯罪行为。同时，数字人民币还可加强国际社会在资本流动、金融创新和监管等方面的合作。4) 2021 年 2 月 24 日，央行数研所宣布，与香港金融管理局、泰国中央银行、阿拉伯联合酋长国中央银行联合发起多边央行数字货币桥研究项目 (m-CBDC Bridge)，探索央行数字货币在跨境支付中的应用；3 月 27 日，中国和伊朗签署“25 年全面合作计划”，合作协议涉及伊朗向中国提供石油供应时采取人民币结算，包括中国新推出的数字人民币。由此可见，数字人民币已成为推进人民币国际化的重要手段，具有极强的政治意义。

图表 16: 2019/06-2021/09 美联储总资产规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 近期数字人民币在跨境结算中的应用探索

时间	国际合作方	合作具体内容
2021 年 2 月 24 日	央行数研所、香港金融管理局、泰国中央银行、阿拉伯联合酋长国中央银行	联合发起多边央行数字货币桥研究项目 (m-CBDC Bridge)，探索央行数字货币在跨境支付中的应用。根据该项目研究成果，各参与方将评估多边央行数字货币桥在跨境资金调拨、国际贸易结算及外汇交易中应用的可行性
2021 年 3 月 27 日	中国、伊朗	签署“25 年全面合作计划”，中国将在 25 年内向伊朗投资 4000 亿美元，合作协议涉及伊朗向中国提供石油供应时采取人民币结算，包括中国新推出的数字人民币

资料来源: 相关机构官网, 国盛证券研究所

全球大国竞争加剧，数字人民币的推广或更为迫切。1) 2019 年 6 月，由 Facebook 联合 27 个行业巨头创建的加密货币 Libra 白皮书发布，计划建立一套简单、无国界的货币

和为数十亿人服务的金融基础设施，对各国的货币主权造成一定程度的压力，央行数字货币的推进得到高度重视。2020年起，全球主要国家在数字货币方面的进展明显加快，大国竞争之势加剧。2020年2月，美联储就电子支付和数字货币的相关技术展开研究与实验，并开始研究数字货币发行的可行性；5月，法国央行完成基于区块链的数字欧元测试；7月，日美欧七国集团（G7）决定将就发行央行数字货币（CBDC）展开合作，并拟协调于8月底到9月上旬在美国举行首脑会议；10月，俄罗斯宣布在2021年试点CBDC以应对加密货币挑战；11月欧洲开始探索推出数字欧元的可能性。2）国际环境为央行推进数字货币的重要刺激因素之一。从全球角度而言，目前各国央行都在基金推进数字货币发行进程，原因在于面临来自比特币和Libra的竞争压力；从各国角度而言，如果一国数字货币成功推出，或可重构整个国际货币体系，对全球金融体系和宏观经济产生重大影响。大国竞争态势下，数字人民币推进进程有望持续加速。

图表 18: 全球央行等数字货币推进梳理

时间	国家/地区/组织	事件
2019年6月	Facebook等	由 Facebook 联合 27 个行业巨头创建的加密货币 Libra 白皮书发布，计划建立一套简单、无国界的货币和为数十亿人服务的金融基础设施
2020年1月	国际清算银行 (BIS) 及英国、瑞典、加拿大、瑞士、加拿大、日本、欧洲	国际清算银行 (BIS) 及六家央行 (英国、瑞典、瑞士、加拿大、日本以及欧洲央行) 组成工作组，讨论在本国发行 CBDC 的可行性
2020年1月	国际货币基金组织 (IMF)	国际货币基金组织 (IMF) 总裁、经济学家 Kristalina Georgieva 今日在推特上列出了该组织新的一年首要任务。为了推进全球 189 个成员国的经济健康发展，Georgieva 表示，各国领导人必须“跟上金融科技的实际发展，包括数字货币”
2020年1月	澳大利亚	澳大利亚央行透露，已决定模拟在批发支付系统中使用 CBDC
2020年2月	美国	美联储就电子支付和数字货币的相关技术展开研究与实验，并开始研究数字货币发行的可行性
2020年5月	法国	法国央行完成基于区块链的数字欧元测试
2020年6月	国际清算银行 (BIS)	发布的年度报告中称可以通过降低利率或限制 CBDC 的零售持有量，来避免危机期间资金流出商业银行
2020年7月	柬埔寨	柬埔寨国家银行行长 Chea Serey 本周表示，该国已于本月试用名为 Bakong 的央行数字货币。
2020年7月	英国	英国央行宣布正在考虑央行数字货币 (CBDC) 的研究和开发
2020年7月	日本	日本央行宣布将 CBDC 纳入官方经济计划
2020年7月	法国	法国央行公布 8 家入围其数字货币计划的公司，这些公司将可以通过试验探索将金融工具 (不包括加密货币) 兑换成央行货币的新方法，测试央行数字货币的监管以便改善进行跨境支付的条件，以及调配中央银行资金的手段
2020年7月	日美欧七国集团 (G7)	日美欧七国集团 (G7) 决定将就发行央行数字货币 (CBDC) 展开合作，并拟协调于 8 月底到 9 月上旬在美国举行首脑会议，共享面向实用化的课题及各国的智慧
2020年7月	立陶宛	位于欧洲东北部的立陶宛发行了全球首枚 CBDC，也就是“央行数字货币”
2020年7月	美国	美国联邦法院表示根据华盛顿法律，将比特币定义为“货币”
2020年7月	菲律宾	菲律宾央行已成立委员会，研究发行数字货币的可行性与政策
2020年7月	俄罗斯	俄罗斯立法机关在今年 7 月通过了一项名为“关于数字金融资产”的法案。
2020年7月	新加坡	新加坡金管局 (MAS) 和淡马锡 (TEMASEK) 共同发布了 Ubin 项目第五阶段的研究报告。Ubin 项目是 MAS 针对区块链开展的研究项目，目前已经完成了全部五个阶段的研究工作
2020年8月	巴西	巴西央行于 8 月下旬创建了一个工作组，开始研究 CBDC 发行的过程。
2020年8月	日本	日本银行准备正式开始对该国中央银行发行的数字货币 (CBDC) 进行实证试验。日本银行虽然现阶段还没有具体的发行计划，但已计划深入研究“数字日元货币”
2020年9月	巴西	巴西央行行长内托 (Roberto Campos Neto) 表示，巴西可能会在 2022 年之前准备好使用 CBDC。

2020年10月	美国	美国联邦储备委员会主席鲍威尔在由国际货币基金组织（IMF）主办的跨境支付专题讨论会上表示：在任何央行数字货币（CBDC）的发展中，对美国来说，“做对比做第一个更重要”。
2020年10月	欧洲	欧洲央行首次发布了一份长达50页的《数字欧元报告》，明确了数字欧元的重要性
2020年10月	加拿大	加拿大银行在10月5日发布了一份有关中央银行数字货币的风险和收益的报告
2020年10月	日本	日本央行发布央行数字货币报告，明确了未来数字货币的规划、设定及实施路线，阐述了发行数字货币的先导实验，称将在下一财年初（2021年4月）启动第一阶段实验，测试数字货币的基础核心功能。
2020年10月	俄罗斯	俄罗斯宣布在2021年试点CBDC以应对加密货币挑战
2020年10月	巴哈马	巴哈马中央银行宣布，“SandDollar”作为一种国家支持的虚拟货币现在可在全国范围内使用。因此，巴哈马成为世界上首个正式推出CBDC的国家。
2020年11月	澳大利亚	澳大利亚央行宣布启动一个项目，以探索使用分散式账本技术（DLT）的“批发型”央行数字货币（CBDC）的潜在用途和意义。
2020年11月	欧洲	最近，欧洲央行行长ChristineLagarde表示，已经开始探索推出数字欧元的可能性，欧元数字货币有望在两到四年内推出。
2020年12月	Facebook等	原本拟推出的超主权数字货币Libra更名为Diem。路透社对此报道称，这一更改是为了强调该项目的独立性，从而获得监管部门的批准
2021年2月	瑞典	瑞典央行(Riksbank)将其央行数字货币(CBDC)的试点项目再延长12个月，该项目将在埃森哲(Accenture)的协助下进行，运营至2022年2月
2021年5月	美国	美国财政部长耶伦表示支持研究央行数字货币政策。
2021年5月	韩国	韩国央行(Bank of Korea)表示，正通过公开招标寻找合作伙伴，为数字货币建立一个试点平台，以研究在测试环境中推出央行数字货币(CBDC)的可行性。测试将包含商业银行和零售网点的模拟，预计将于8月开始，持续到明年6月
2022年1月	美国	根据彭博环球财经报道，美联储在决定是否发行数字货币方面迈出重要一步

资料来源：各机构组织官网，国盛证券研究所

公司在数字货币领域已经有多项深度卡位。根据2021年报，公司专注于电子支付技术领域的研发和创新，随着国家数字人民币的研发试点工作的稳步推进，公司积极推进与银行机构在数字人民币的运营活动和技术服务领域方面的合作。目前已完成部分机构前期的技术联调和系统测试，并配合银行机构进一步协助商户端的受理终端改造、双离线试点改造及场景落地等推广服务，已在冬奥会等场景中实现应用，并加快完善数字人民币受理环境的生态建设。同时，公司积极进行数字人民币“硬钱包”产品开发，目前已完成产品设计和技术开发。未来，公司也将紧随行业发展，不断探索数字人民币生态下新的商业模式。

三、盈利预测

1、收入

（1）收单及增值服务：考虑行业费率稳中有升、流水规模伴随经济逐步回升，预计业务收入保持相对较高增速水平，参考2021年45%的同比增速，预计2022-2024年增速约为40%、30%、30%。

（2）硬件产品：包括电子支付产品及生物识别产品，考虑数字人民币、智能技术的逐步推进，预计业务增速保持15%左右增速。

（3）审核服务、技术服务及其他：参考历年增速，预计未来三年业务规模相对稳健。

2、毛利率

考虑规模效应，各业务毛利率预计稳中有升，2022-2024年综合毛利率约为22.99%、23.86%、24.88%。

图表 19: 2020-2024E 公司收入及毛利预测 (单位: 元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,632,361,743.29	3,611,738,606.63	4,681,874,850.11	5,887,542,713.55	7,199,401,581.63
电子支付产品	770,336,872.99	897,160,676.90	1,031,734,778.44	1,176,177,647.42	1,329,080,741.58
生物识别产品	103,686,033.95	119,177,587.65	135,862,449.92	153,524,568.41	171,947,516.62
收单及增值服务	1,639,114,078.53	2,372,009,443.03	3,320,813,220.24	4,317,057,186.31	5,396,321,482.89
审核服务	59,862,893.31	78,346,008.34	94,015,210.01	110,937,947.81	127,578,639.98
技术服务	6,986,005.90	37,664,759.29	56,497,138.94	84,745,708.40	127,118,562.60
其它	52,375,858.61	107,380,131.42	42,952,052.57	45,099,655.20	47,354,637.96
收入增速预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入		37.21%	29.63%	25.75%	22.28%
电子支付产品		16.46%	15.00%	14.00%	13.00%
生物识别产品		14.94%	14.00%	13.00%	12.00%
收单及增值服务		44.71%	40.00%	30.00%	25.00%
审核服务		30.88%	20.00%	18.00%	15.00%
技术服务		439.15%	50.00%	50.00%	50.00%
其它		105.02%	-60.00%	5.00%	5.00%
毛利率预测 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率		21.78%	22.99%	23.86%	24.88%
电子支付产品		26.15%	28.00%	29.00%	30.00%
生物识别产品		40.00%	40.50%	41.00%	42.00%
收单及增值服务		17.58%	19.00%	20.00%	21.00%
审核服务		48.00%	49.00%	50.00%	51.00%
技术服务		90.00%	91.00%	92.00%	93.00%
其它		10.00%	9.50%	9.00%	8.50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。根据关键假设及近期财报, 预计 2022-2024 年营业收入分别为 46.82 亿元、58.88 亿元及 71.99 亿元, 归母净利润分别为 3.16 亿元、4.76 亿元及 6.66 亿元。

我们以新大陆、优博讯、广电运通作为可比公司, 参照可比公司估值, 公司目前 PE 水平低于行业平均, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 20: 可比公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	营业总收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2022/4/1	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021	2022E
000997.SZ	新大陆	169.05	80.79	101.05	116.66	7.19	8.27	10.77	23.51	20.44	15.70
300531.SZ	优博讯	56.81	14.81	20.42	27.55	1.85	2.68	3.60	30.71	21.20	15.78
002152.SZ	广电运通	259.51	67.82	76.34	86.13	8.24	9.46	11.15	31.49	27.43	23.27
	平均								28.57	23.02	18.25
300130.SZ	新国都	78.37	46.82	58.88	71.99	3.16	4.76	6.66	24.80	16.46	11.77

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 截至 2022 年 4 月 1 日; 可比公司盈利预测参考 Wind 一致预期)

四、风险提示

监管环境影响业务进展：支付收单行业在监管引导下逐步进入稳健发展阶段，若后续监管环境发生变化，公司支付收单业务或受到影响。

疫情影响线下经济：若疫情形势大幅恶化，或对宏观经济及线下消费产生负面影响，进而影响公司的收单及机具生产等业务。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com