

新北洋 (002376)

国内专用打印机行业龙头，金融、物流业务表现亮眼

推荐 (首次)

现价: 12.35 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.newbeiyang.com.cn
大股东/持股	威海北洋电气集团股份有限公司/14.69%
实际控制人/持股	威海市人民政府国有资产监督管理委员会/21.05%
总股本(百万股)	631
流通 A 股(百万股)	571
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	77.99
流通 A 股市值(亿元)	70.55
每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	29.30

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

研究助理

闫磊 一般从业资格编号
S1060115070011
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **公司是国内专用打印机行业龙头，技术领先持续发展：**公司是专用打印机关键部件和整机以及解决方案提供商，经过十多年的发展，已成长为国内专用打印机行业龙头企业。公司在专用打印机核心技术领域拥有自主知识产权。公司热打印头 (TPH) 产品全球市场占有率排名第三，接触式扫描传感器 (CIS) 产品全球市场占有率排名第五。根据 CCIA (中国计算机行业协会) 的数据，公司早在 2008 年在国内专用打印机行业的市场份额就已名列前茅，在国内本土厂商中排名第一。公司自 2010 年上市以来，每年投入大量资金进行研发，保证技术和产品始终处于行业领先地位。此外，公司还成立了海外分公司加速公司在海外市场的扩张，公司在海外市场目前发展势头良好。我们认为，国内市场与海外市场齐发力，公司的专用打印机业务未来持续快速增长可期。
- **内生外延并举，持续深化金融行业布局：**公司在金融行业的业务主要有两部分，一是给上游提供 CIS 等关键零件、金融嵌入式模块等，二是给下游银行客户提供清分机等整机设备和解决方案。自 2013 年以来，公司内生外延并举，持续深化在金融行业的布局。2013 年 6 月，公司成立控股子公司荣鑫科技，拓展国内金融机具市场。2013 年 8 月，公司收购鞍山搏纵 51% 股权，切入国内纸币清分机市场。2016 年 12 月，公司公告定增预案，拟募集资金用于自助服务终端产品研发与生产技改项目，其中自助服务终端产品在金融行业的拓展主要是硬币兑换产品。随着辅币硬币化在我国渐成趋势，未来硬币兑换产品将有很大的市场空间。若本次定增获批，将是公司金融业务发展的一大契机。
- **智能物流柜在物流行业取得突破，助力公司业绩高增长：**当前，我国物流行业特别是快递行业高速发展。根据国家邮政局数据，2016 年，我国规模以上快递业务量为 312.80 亿件，同比增长 51.33%；我国规模以上快递业务收入为 3974.4 亿元，同比增长 43.50%。我国规模以上快递业务量已经连续六年每年增长超过或者接近 50%，我国已成为全球第一快递大国。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1211	1635	2189	2892	3742
YoY(%)	22.0	35.0	33.9	32.1	29.4
净利润(百万元)	147.3	227	316	424	557
YoY(%)	-51.9	54.2	39.2	34.2	31.3
毛利率(%)	47.4	47.8	48.2	50.3	51.8
净利率(%)	12.2	13.9	14.4	14.7	14.9
ROE(%)	9.6	11.0	13.8	15.6	17.0
EPS(摊薄/元)	0.23	0.36	0.50	0.67	0.88
P/E(倍)	52.95	34.3	24.7	18.4	14.0
P/B(倍)	4.08	3.2	3.0	2.6	2.2

随着快递业的高速发展，“最后 100 米”的问题凸显。智能物流柜能有效解决“最后 100 米”难题，因而迎来发展机遇，行业市场规模迅速增长。自 2015 年起，公司成功在智能物流柜等物流行业智能终端产品项目上实现突破。公司目前是丰巢科技智能物流柜的主要供货商。在物流行业特别是快递行业高速发展的背景下，随着智能物流柜行业市场规模的迅速增长，公司物流行业业务未来发展值得期待，公司物流行业业务将成为公司业绩高增长的强大助力。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.67 元、0.88 元，对应 5 月 23 日收盘价的 PE 分别约为 24.7、18.4、14.0 倍。公司是我国专用打印机行业龙头企业，多年来保持在研发方面的高投入，保证技术和产品始终处于行业领先地位。公司成立海外子公司开拓海外市场，目前海外市场发展势头良好。国内市场与海外市场齐发力，公司的专用打印机业务未来持续快速增长可期。近年来，公司在金融、物流行业重点发力。公司一方面通过设立子公司以及外延式并购深化金融行业布局；一方面瞄准物流行业“最后 100 米”痛点，推出智能物流柜等物流行业智能终端产品，取得重大突破。公司的金融、物流业务表现亮眼。2016 年 12 月，公司公告定增预案，拟募集资金用于自助服务终端产品研发与生产技改项目，自助服务终端产品包括硬币兑换产品以及智能物流柜产品。若本次定增获批，公司的金融和物流业务将进一步获得更大的发展动力。我们看好公司的未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**专用打印机设备出货量下降的风险；金融行业业务拓展不达预期的风险；智能物流柜推广进度不达预期的风险。

正文目录

一、公司是国内专用打印机行业龙头，技术领先持续发展	5
1.1 专用打印机行业简介.....	5
1.2 公司是国内专用打印机行业龙头.....	6
1.3 公司财务分析.....	9
二、内生外延并举，持续深化金融行业布局	11
2.1 成立荣鑫科技，拓展国内金融机具市场.....	11
2.2 收购鞍山搏纵，切入清分机市场.....	12
2.3 公告定增预案，发展自助终端产品.....	12
三、智能物流柜在物流行业取得突破，助力公司业绩高增长	13
3.1 我国快递行业高速发展，智能物流柜迎来发展机遇.....	13
3.2 丰巢科技获大额融资，通达金租助力公司物流业务.....	14
四、盈利预测与投资建议	15
五、风险提示	15

图表目录

图表 1	专用打印机分类	5
图表 2	专用打印机领域各种打印技术比较	6
图表 3	专用打印机行业上下游产业链	6
图表 4	公司专用打印机领域两大系列产品	7
图表 5	公司传统业务和战略新业务分类	7
图表 6	公司对山东华菱、华菱光电的持股情况	8
图表 7	2014-2016 年华菱光电均完成业绩承诺	8
图表 8	公司在国内专用打印机行业的市场份额名列前茅	8
图表 9	公司 2011-2016 年营业收入的 CAGR 为 21.32%	8
图表 10	公司 2011-2016 年专用打印机销量的 CAGR 为 34.75%	8
图表 11	公司 2011-2016 年研发投入的 CAGR 为 22.96%	9
图表 12	公司 2011-2016 年海外业务收入的 CAGR 为 16.01%	9
图表 13	2014-2016 年公司营业收入及增速	10
图表 14	2014-2016 年公司归母净利润及增速	10
图表 15	2014-2016 年公司营业收入的构成情况	10
图表 16	2014-2016 年公司毛利润的构成情况	10
图表 17	公司毛利率、期间费用率、归母净利率分析	11
图表 18	公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分析	11
图表 19	荣鑫科技产品列表	11
图表 20	荣鑫科技营业收入、净利润及净利率	11
图表 21	鞍山搏纵 2013-2015 年业绩承诺及完成情况	12
图表 22	公司 2016 年 12 月公告的定增预案相关的定增项目	13
图表 23	我国规模以上快递业务量及增速	13
图表 24	我国规模以上快递业务收入及增速	13
图表 25	2009-2014 年我国自提柜行业市场规模及增速	14
图表 26	丰巢科技发展历程	14

一、 公司是国内专用打印机行业龙头，技术领先持续发展

1.1 专用打印机行业简介

专用打印机当前在各行业领域广泛应用。专用打印机区别于一般办公和家庭用打印机，主要为电子信息化、自动识别等设备和应用系统提供信息输出所需的打印服务，专用打印机大多数属于微型打印机范畴，就全球市场来看，专用打印机在早期主要运用于商业、零售领域。但是随着 20 世纪 80 年代以来电子信息化和自动化程度的增加，专用打印机被运用的领域越来越多，包括工业、制造业、交通运输、物流、餐饮、彩票等，到现在已随处可见。

专用打印机主要分为收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机三大类。从全球市场来看，日本和美国在全球专用打印机行业占据领先地位。在全球收据/日志打印机领域，以 EPSON 为代表的日本企业销售额所占比重超过 50%；在全球条码/标签打印机领域，以 ZEBRA 为代表的美国厂商销售额所占比重超过 50%，日本厂商所占比重达到了 30%；在全球嵌入式打印机领域，日本厂商占绝对的主导地位，销售额所占比重超过 80%。

图表 1 专用打印机分类

专用打印机种类	发展的契机	应用场景
收据/日志打印机	POS 系统的应用与普及	超市结算清单/餐饮厨房点菜单/电脑彩票/话费查询清单/证券交割单等实时打印场合
条码/标签打印机	条码自动识别技术的发展	各种车/船/机票和发票，各种医药/服装/食品/电子/机械等产品，各种行包/邮包/物资/物品等条码和标签的打印
嵌入式打印	多功能小型一体化的需求	商业/金融 POS 机的结算清单打印，仪器仪表/医疗器械输出信息打印，电子秤标签打印，电脑彩票打印，停车场计费单打印，自动取款机/自动缴费机/自动查询机的收据清单打印等

资料来源：新北洋公司公告，平安证券研究所

在专用打印机领域，热打印技术已经成为主流趋势。热打印是指通过控制热打印头发热体的加热和冷却，使打印介质受热变色或使染料熔化，使介质着色而完成文字、图像输出。这种技术早在上世纪 70 年代就已经比较成熟，最早运用于条码打印和传真机，后运用领域更加广泛。除热打印技术之外，专用打印机领域还有激光、喷墨和针式打印三种形式，但热打印技术因其在打印速度、维护成本、产品体积等多方面都具有较大优势而逐渐被市场接受。根据 CCIA 数据，2008 年全球专用打印机市场中热打印机的销量占比为 67%，而且占比预计呈上升趋势。

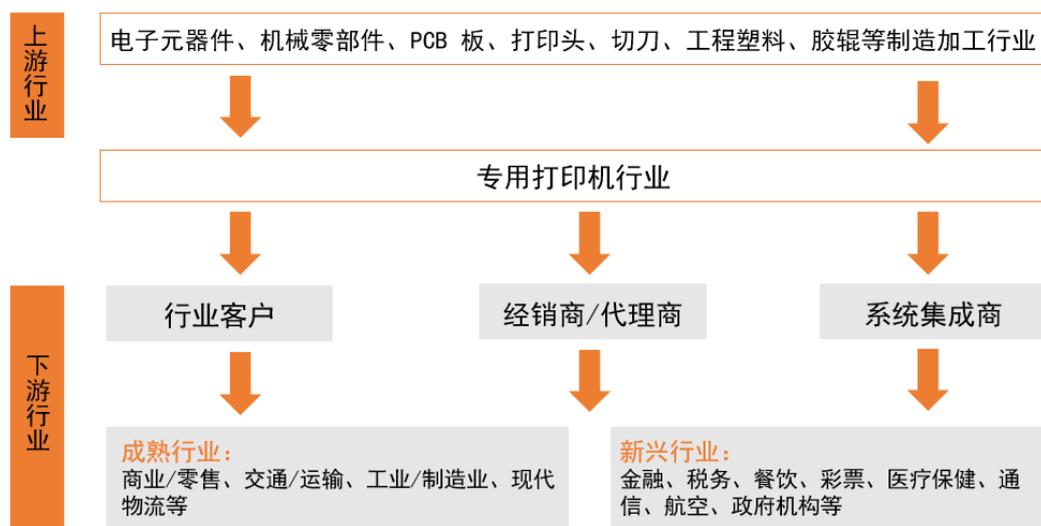
图表 2 专用打印机领域各种打印技术比较

打印方式	优点	缺点
激光打印	高速、低噪音、打印质量高	体积大、使用及维护成本高、不能拷贝打印
喷墨打印	低噪音、打印质量较高、适应多种幅宽打印	体积较大、综合成本高、高速打印时打印质量下降、不能拷贝打印
针式打印	结构简单、使用耗材成本低、可拷贝打印	噪声大、打印速度低、打印质量粗糙
热打印	结构简单、打印速度快、噪声低、打印头寿命高、易维护、使用成本低、适应大负荷应用。	普通热敏纸打印内容不能长时间保存、不能拷贝打印

资料来源：新北洋公司公告，平安证券研究所

在我国，专用打印机市场起步于 20 世纪 90 年代，随着 POS 机的发展和“三金工程”的推进，专用打印机在我国得到迅速发展。目前，专用打印机可运用于商业/零售、交通、彩票、医疗、通信、政府公务等多个下游行业，上游是电子元器件、机械零部件、PCB 板、打印头、切刀、工程塑料、胶辊等制造加工行业。根据 CCIA 数据显示，2008 年，我国专用打印机市场在全球市场占比 6.8%。我们认为，随着我国各下游行业信息化的发展，我国专用打印机市场在全球占比将逐步提高。

图表 3 专用打印机行业上下游产业链



资料来源：新北洋公司公告，平安证券研究所

1.2 公司是国内专用打印机行业龙头

公司是智能打印识别产品及解决方案提供商，专业从事专用打印、识别及智能终端产品研发、生产、销售和服务，目前已经形成了关键基础零部件、整机及系统集成产品两大产品系列。2015 年，公司内部进行“二次创业”，将业务调整为两大类：传统业务和战略新业务。传统业务包括国内外市场商业/零售、交通、彩票、医疗、通信、政府公务事务等行业的打印扫描产品、ODM/OEM 业务；战略新业务则主要是为金融、物流行业客户提供信息化、智能化解决方案。

图表 4 公司专用打印机领域两大系列产品



资料来源：新北洋公司官网、平安证券研究所

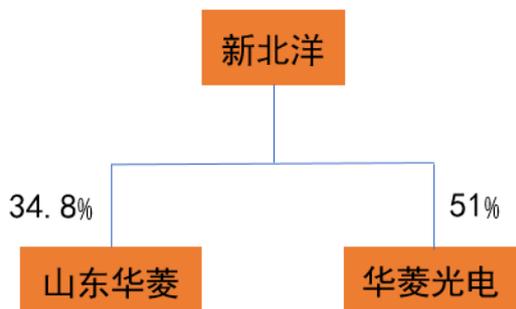
图表 5 公司传统业务和战略新业务分类

	分类	简介
传统业务	关键基础零部件	主要是为收据、标签等专用打印机提供关键基础零件和部件
	整机及系统集成产品	产品包括收据日志打印机、条码标签打印机、专用扫描产品、混合打印扫描产品以及自动服务系统和设备。
战略新业务	金融行业	主要面向智慧银行，产品主要有 CIS 关键件、金融嵌入式模块业务、清分机等
	物流行业	为物流行业实现自动化和信息化提供支持，目前产品主要是智能物流柜，面单打印机和工业型条码打印机也在快速增长

资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

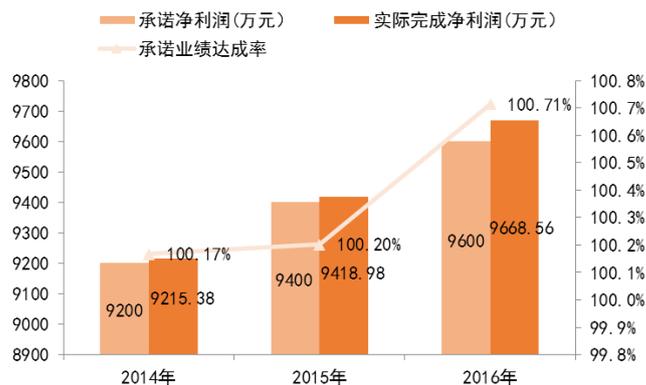
公司在专用打印机核心技术领域拥有自主知识产权。公司热打印头（TPH）产品全球市场占有率排名第三，接触式扫描传感器（CIS）产品全球市场占有率排名第五。TPH 应用于需要各类热打印输出的产品，由公司的参股公司山东华菱生产，山东华菱也是国内唯一一家能独立开发、生产 TPH 的公司。截至目前，公司持有山东华菱 34.80% 的股权，是山东华菱的第一大股东。CIS 主要应用于扫描类产品，由公司的控股子公司华菱光电生产。公司在原持有华菱光电 25% 股权的基础上，于 2014 年又收购了华菱光电 26% 的股权，目前合计持有华菱光电 51% 的股权，取得了华菱光电的控股权。2016 年，华菱光电实现扣非归母净利润 9668.56 万元，完成了 2016 年 9600 万元的业绩承诺。

图表 6 公司对山东华菱、华菱光电的持股情况



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

图表 7 2014-2016 年华菱光电均完成业绩承诺



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

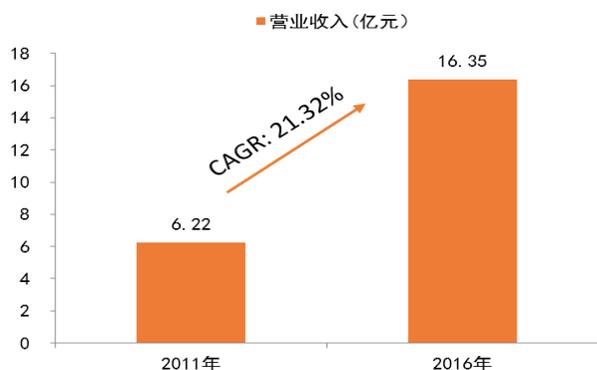
公司专注于专用打印机的研发与生产，成立十多年来，已成长为国内专用打印机行业龙头企业。根据 CCIA 的数据，公司早在 2008 年在国内专用打印机行业的市场份额就已名列前茅，在国内本土厂商中排名第一。公司自 2010 年上市以来，借助上市公司的平台优势，持续深入推进技术研发并取得显著的成效，公司的技术和产品始终处于行业领先地位。公司的营业收入和专用打印机的销量持续快速增长，行业龙头地位稳固。

图表 8 公司在国内专用打印机行业的市场份额名列前茅

产品类别	2008 年国内专用打印机市场占有率排名情况
收据/日志打印机	EPSON(32.1%)、STAR(15.3%)、新北洋(8.5%)、佳博(7.1%)、研科(6.8%)、博施(5.9%)、思普瑞特(4.9%)、莹浦通(4.1%)、中崎(3.8%)
条码/标签打印机	ZEBRA(20.4%)、SATO(17.1%)、ARGOX(15.8%)、新北洋(11.2%)、TEC(7.9%)、GODEX(6.6%)、TSC(5.3%)、博思得(4.6%)、铁科研(2.0%)
嵌入式打印机	EPSON(36.6%)、SEIKO(23.5%)、STAR(12.6%)、新北洋(6.5%)、BIXOLON(6.1%)、FUJITSU(4.8%)、CITIZEN(4.1%)

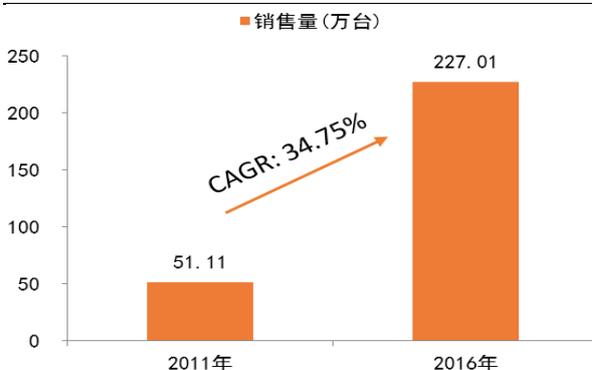
资料来源：CCIA、新北洋公司公告、平安证券研究所

图表 9 公司 2011-2016 年营业收入的 CAGR 为 21.32%



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

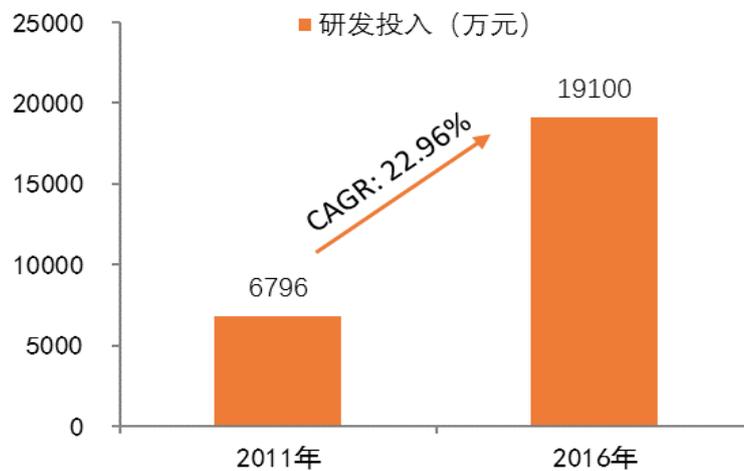
图表 10 公司 2011-2016 年专用打印机销量的 CAGR 为 34.75%



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

公司每年都投入大量资金进行技术研发。2011年以来，公司的研发投入占营业收入的比重一直保持在10%以上。2011-2016年，公司研发投入的年均复合增长率为22.96%，超过公司营收的年均复合增长率。

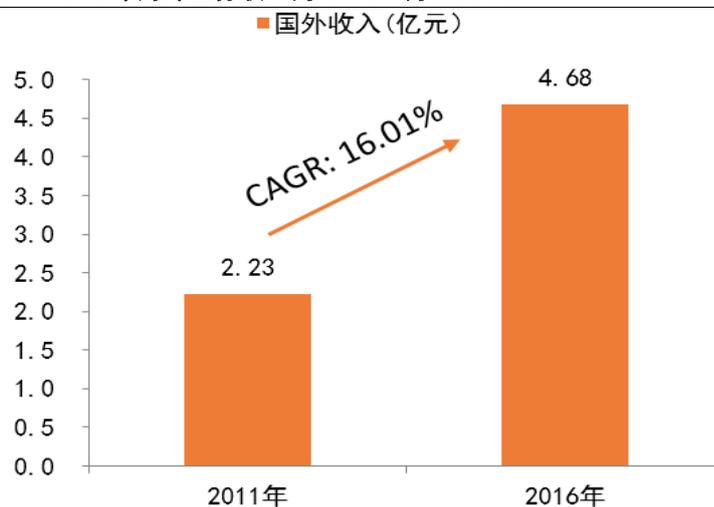
图表 11 公司 2011-2016 年研发投入的 CAGR 为 22.96%



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

公司在海外市场发展势头良好。公司在海外成立了分公司拓展海外市场，努力成为世界一流的企业。2016年，公司在海外市场的收入为4.68亿，占营业收入的比重为28.65%，海外市场也是公司发展的重要一环。我们认为，在国内专用打印机市场，公司行业龙头地位稳固，在高研发投入的支撑下，公司在国内市场的竞争力将会持续增强，市场份额有望持续提升。考虑到公司当前在海外市场良好的发展势头，国内市场与海外市场齐发力，公司的专用打印机业务未来持续快速增长可期。

图表 12 公司 2011-2016 年海外业务收入的 CAGR 为 16.01%



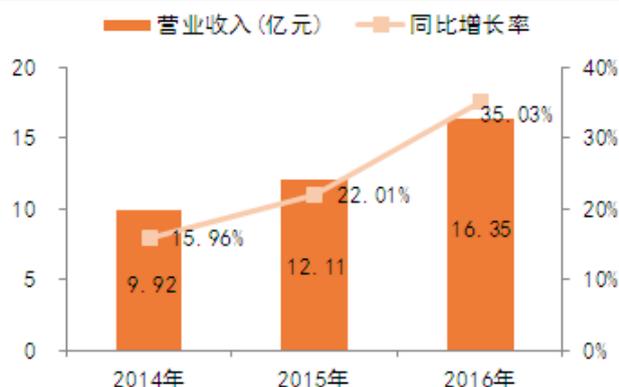
资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

1.3 公司财务分析

2014-2016年，公司营业收入加速增长。2016年公司实现营业收入16.35亿元，同比增长35.03%；2015年公司实现营业收入12.11亿元，同比增长22.01%，2014年公司实现营业收入9.92亿元，同比增长15.96%。在归母净利润方面，2016年公司实现归母净利润2.27亿元，同比增长54.22%，

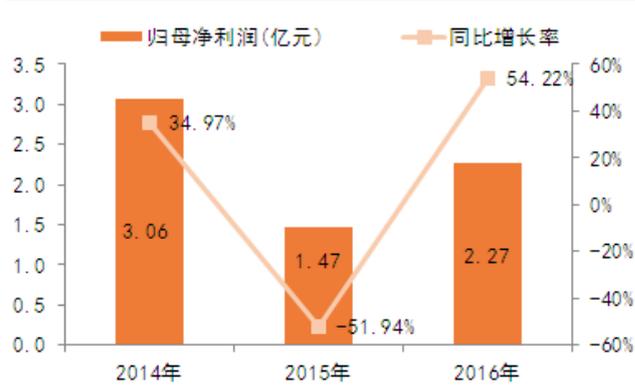
2015 年公司实现归母净利润 1.47 亿元,同比下降 51.94%,2014 年公司实现归母净利润 3.06 亿元,同比增长 34.97%。其中,公司 2015 年归母净利润下滑的主要原因是:2014 年公司在已持有华菱光电 25%股权的情况下,收购华菱光电 26%的股权,取得了华菱光电的控股权。因为对公司原持有的华菱光电 25%的股权的公允价值在购买日重新计量,产生了 1.72 亿元的非经常性损益,导致 2014 年公司归母净利润基数较高。在扣非归母净利润方面,公司 2015 年、2016 年扣非归母净利润分别为 1.37 亿元、1.81 亿元,同比增长 13.65%、32.15%。

图表 13 2014-2016 年公司营业收入及增速



资料来源:新北洋公司公告、平安证券研究所

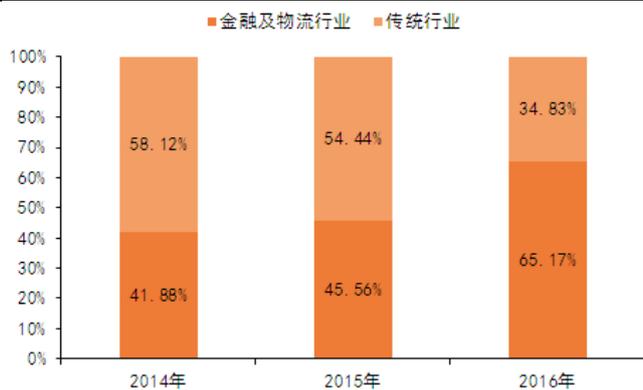
图表 14 2014-2016 年公司归母净利润及增速



资料来源:新北洋公司公告、平安证券研究所

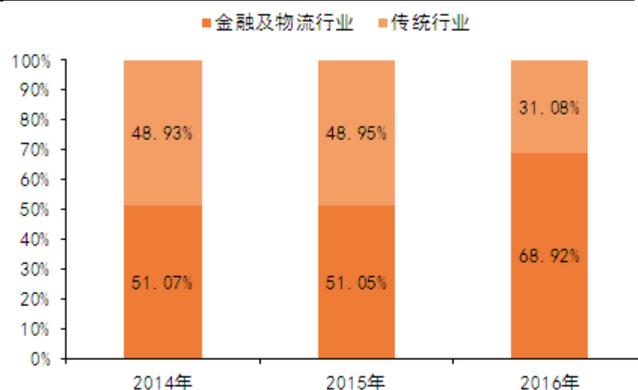
金融及物流行业业务收入在公司营业收入中的占比持续提高。2014-2016 年,金融及物流行业业务的收入分别为 4.16 亿元、5.52 亿元、10.66 亿元,在营业收入中占比分别为 41.88%、45.56%、65.17%。在毛利润方面,2014-2016 年,金融及物流行业业务毛利润分别为 2.30 亿元、2.93 亿元、5.39 亿元,在公司总的毛利润中占比分别为 51.07%、51.05%、68.92%。目前,金融及物流行业已成为公司营收和毛利的主要来源。

图表 15 2014-2016 年公司营业收入的构成情况



资料来源:新北洋公司公告、平安证券研究所

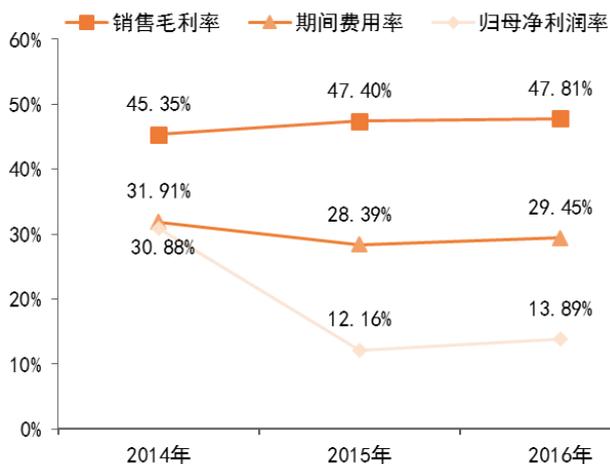
图表 16 2014-2016 年公司毛利润的构成情况



资料来源:新北洋公司公告、平安证券研究所

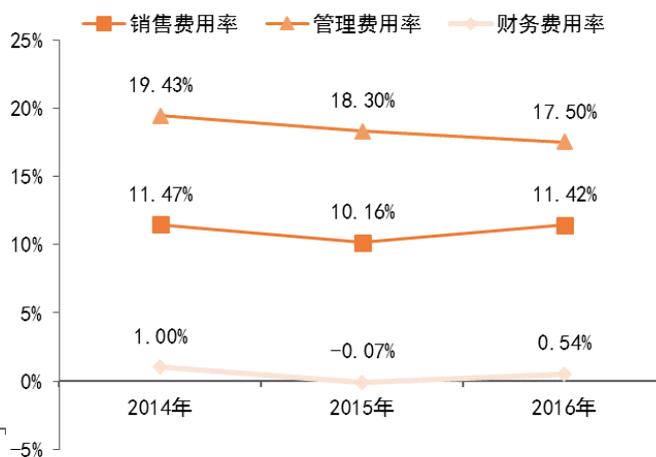
在盈利能力方面,2014-2016 年,公司毛利率分别为 45.35%、47.40%、47.81%,毛利率一直保持在 45%以上;期间费用率分别为 31.91%、28.39%、29.45%,期间费用率变化不大;归母净利润率分别为 30.88%、12.16%、13.89%,2014 年因为非经常性损益的影响,公司的归母净利润率较高。2016 年,公司的归母净利润率相比 2015 年提高了 1.73 个百分点,表明当前公司的盈利能力呈上升趋势。

图表 17 公司毛利率、期间费用率、归母净利率分析



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

图表 18 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分析



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

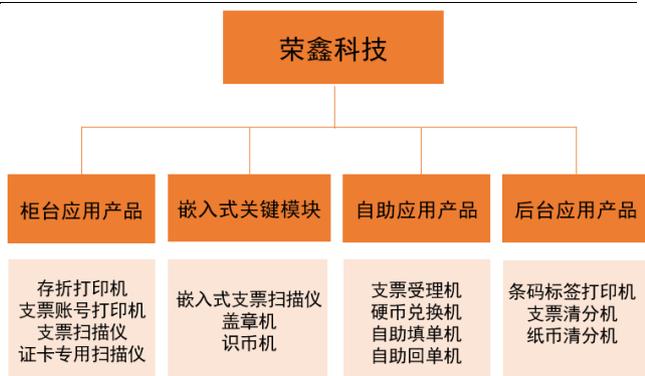
二、内生外延并举，持续深化金融行业布局

2.1 成立荣鑫科技，拓展国内金融机具市场

2013年6月，公司成立控股子公司荣鑫科技，拓展国内金融机具市场。荣鑫科技前身为公司的金融事业部，成立之前主要是做海外支票扫描方面的产品，后续开始做国内支票市场，包括支票打码及受理、钱币及票据处理、识币器、票据鉴伪等。目前除进行金融行业相关机具的生产销售外，还提供金融行业完整的解决方案，产品包括现金、票据、支付相关的嵌入式打印、扫描关键模块、桌面应用终端及自助集成相关产品和解决方案。

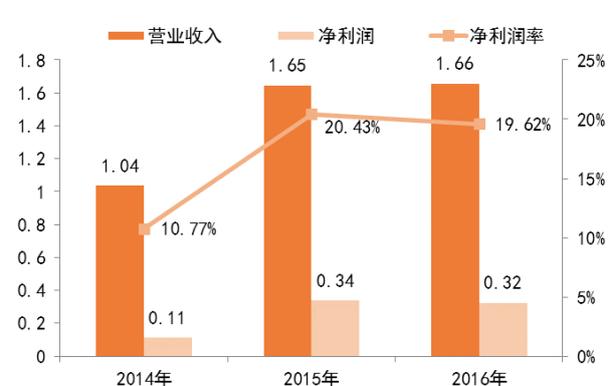
当前，荣鑫科技的经营状况良好。2014-2016年，荣鑫科技净利润率分别为10.77%、20.43%、19.62%。最近两年，荣鑫科技的净利润率稳定在20%左右，处于较高的净利润率水平。目前，公司持有荣鑫科技60%的股权。荣鑫科技的净利润并表，为公司业绩提供了有力支持。

图表 19 荣鑫科技产品列表



资料来源：荣鑫科技官网、平安证券研究所

图表 20 荣鑫科技营业收入、净利润及净利率



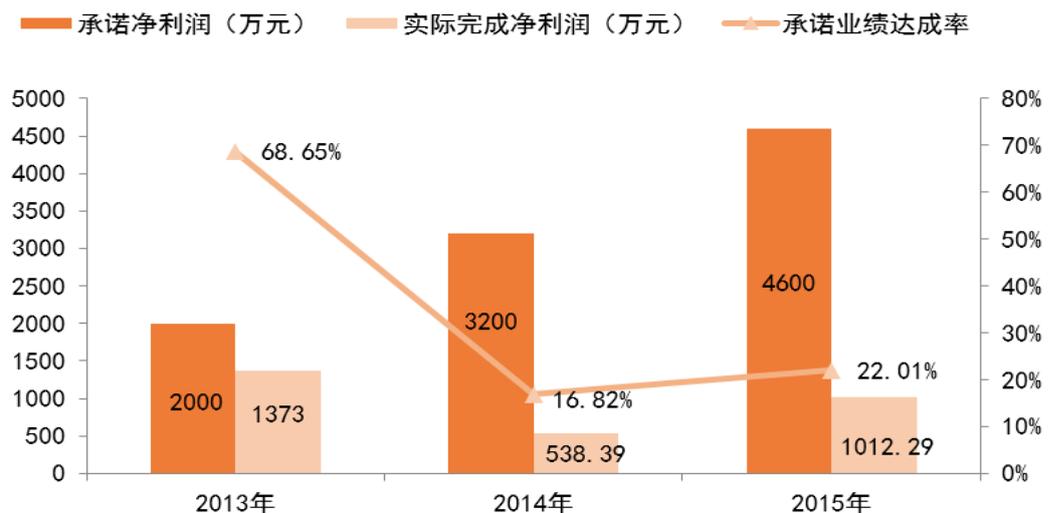
资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

2.2 收购鞍山搏纵，切入清分机市场

2013年8月，公司收购鞍山搏纵51%股权，迅速切入纸币清分机市场。目前鞍山搏纵的主要业务是生产和销售纸币清分机。鞍山搏纵承诺在2013-2015年分别实现不低于2000万元、3200万元、4600万元的净利润，而实际完成的净利润分别为1373万元、538.39万元、1012.29万元。鞍山搏纵2013-2015年三年的承诺业绩达成率分别为68.65%、16.82%和22.01%，均未完成业绩承诺。公司自2014年开始对鞍山搏纵计提商誉减值，到2016年商誉已经从收购时的1.14亿元减值到0.25亿元。鞍山搏纵之所以没能完成承诺业绩，主要是因为银行需求的下降以及鞍山搏纵原有产品综合竞争力偏弱。

由于目前银行的清分机大部分在2012年前后购买，而清分机的平均寿命为5-8年，因此大部分银行会在近期进行清分机的集中更换，2016年底各大银行已经开始进行清分机的招标工作，整个市场将迎来一波小高峰。公司对鞍山搏纵的收购帮助其丰富完善产品线，发挥集团规模采购优势降低产品制造成本，提高了鞍山搏纵在清分机市场的整体竞争力。因此，鞍山搏纵目前在积极参与各大银行的招标活动时收获颇丰，目前已经中标了建设银行、交通银行、中国邮政的项目，还入围了中国银行的招标活动。我们认为，在这波清分机市场小高峰下，鞍山搏纵的经营情况会在2017年开始好转，公司在清分机领域的市场份额也会逐步提高。

图表 21 鞍山搏纵 2013-2015 年业绩承诺及完成情况



资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

2.3 公告定增预案，发展自助终端产品

2016年12月，公司公告定增预案，预计将向不超过10名特定投资者定向增发不超过41,186,161股，募集资金总额不超过5亿元。本次募集资金主要用于两方面：自助服务终端产品研发与生产技改项目和补充流动资金，分别投入4.5亿元和5000万元。自助终端产品主要包括硬币兑换产品和智能物流柜。

随着小额货币硬币化成为国际趋势，辅币硬币化在我国也渐渐盛行。目前，已经有江苏、浙江、上海、山东等省市开始逐渐减少一元以下纸质币的发行，转由硬币替代。同时央行也规划建设硬币兑换网络以推广小面额货币的硬币化，并计划投放硬币兑换机至地铁、商超等地，以方便市民使用，提高硬币利用率，为硬币流通创造良好的环境。我们认为，未来硬币兑换产品将有很大的市场空间。若本次定增获批，将是公司金融业务发展的一大契机。

图表 22 公司 2016 年 12 月公告的定增预案相关的定增项目

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入（万元）
自助服务终端产品研发与生产技改项目	56,700	45,000
补充流动资金	5,000	5,000
合计	61,700	50,000

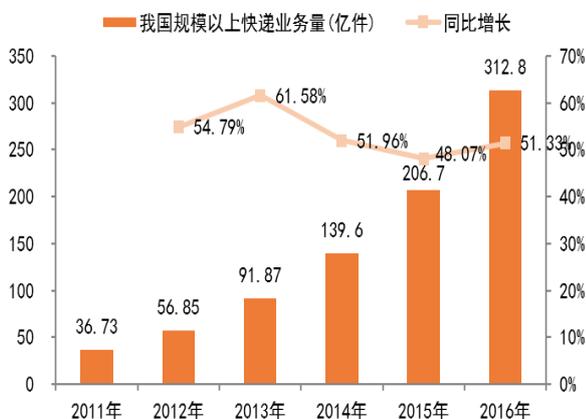
资料来源：新北洋公司公告、平安证券研究所

三、智能物流柜在物流行业取得突破，助力公司业绩高速增长

3.1 我国快递行业高速发展，智能物流柜迎来发展机遇

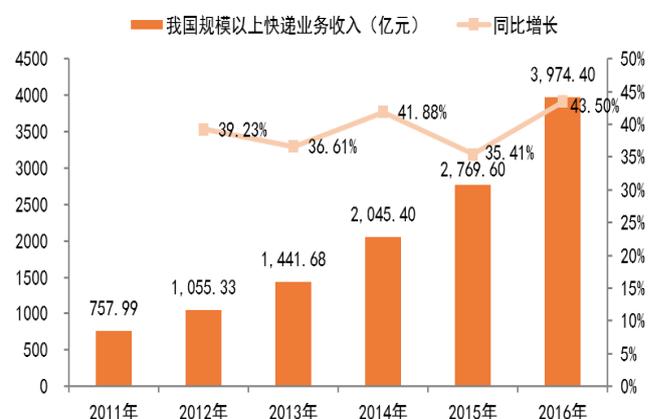
当前，我国物流行业特别是快递行业高速发展。根据国家邮政局数据，2016 年，我国规模以上快递业务量为 312.80 亿件，同比增长 51.33%；我国规模以上快递业务收入为 3974.4 亿元，同比增长 43.50%。我国规模以上快递业务量已经连续六年每年增长超过或者接近 50%，我国已成为全球第一快递大国。

图表 23 我国规模以上快递业务量及增速



资料来源：Wind、国家邮政局、平安证券研究所

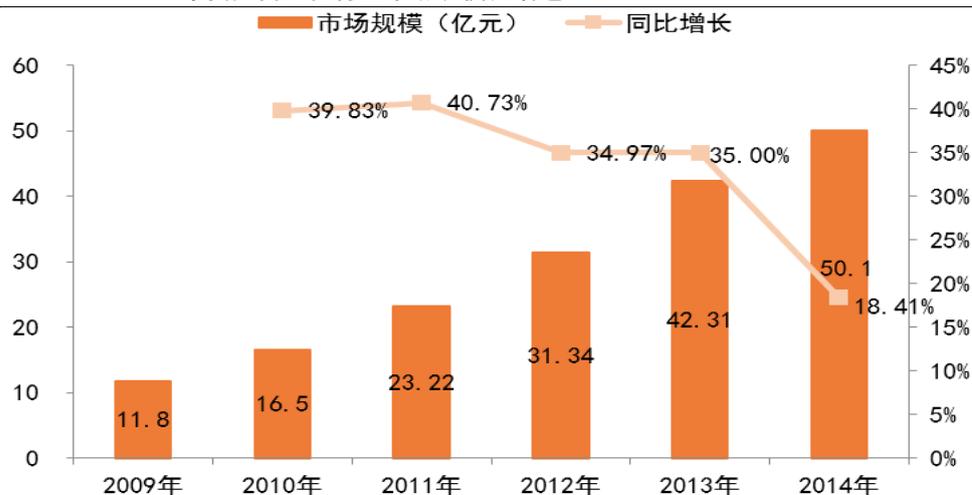
图表 24 我国规模以上快递业务收入及增速



资料来源：Wind、国家邮政局、平安证券研究所

随着快递行业的高速发展，“最后 100 米”的问题凸显。目前我国的快递业务成本构成中终端派送占比在 50%以上，快递员需要上楼、等收件人，加上快递员上班时间与大部分人重叠，所以极可能碰到没有收件人的情况，这些都大大降低了派送效率，这也是我国物流成本居高不下的主要原因之一。智能物流柜能够提高配送端的效率，减少时间成本，有效解决“最后 100 米”难题。随着快递行业的高速发展，智能物流柜的市场规模也在迅速增长。根据中国产业信息网数据，2014 年，我国自提柜行业的市场规模为 50.1 亿元，同比增长 18.41%。我们预计，未来我国智能物流柜的市场规模将达到百亿量级。

图表 25 2009-2014 年我国自提柜行业市场规模及增速



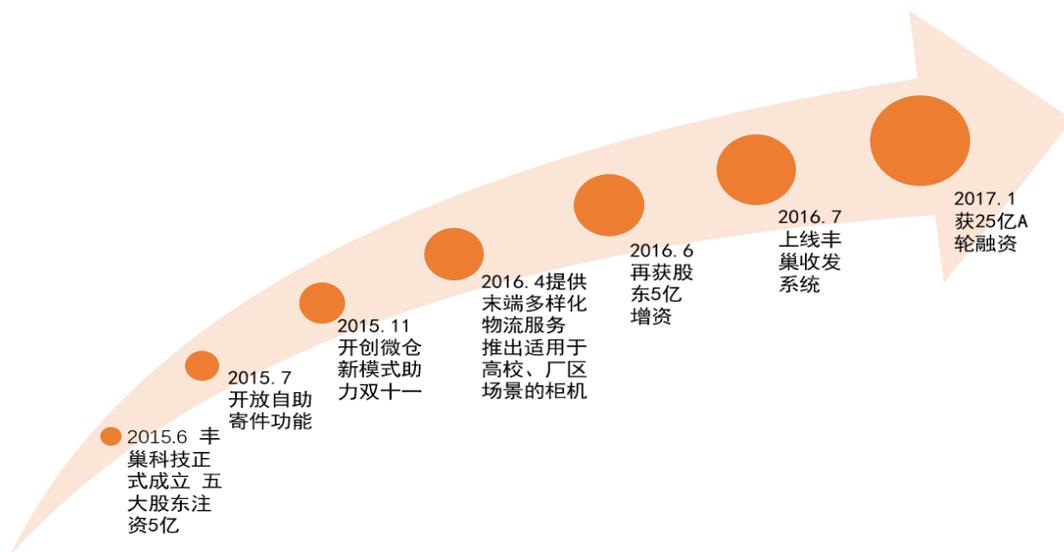
资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

3.2 丰巢科技获大额融资，通达金租助力公司物流业务

公司于 2015 年进行内部“二次创业”，开始将一部分发展重心放在物流行业，主要提供两块服务：整机自动化产品（智能物流柜）和整机信息化产品（便携打印机、面单打印机）。自 2015 年起，公司成功在智能物流柜等物流行业智能终端产品项目上实现突破。公司已与多家物流公司达成合作，为其提供产品和服务。公司目前是丰巢科技智能物流柜的主要供货商。

丰巢科技成立于 2015 年 6 月，由顺丰等五大股东联合出资 5 亿元成立。丰巢科技以智能物流柜为切入点，深耕“最后 100 米”的物流服务。2016 年 6 月，丰巢科技获原股东 5 亿元增资；2017 年 1 月，丰巢科技获 25 亿元 A 轮融资，由鼎晖领投，多家知名投资机构跟投。截至 2016 年底，丰巢科技已经完成全国 70 多个重点城市超过 40000 台轨迹网点布局，并与全国 100 多家知名物业公司达成战略合作。作为丰巢科技的主要供货商，公司的智能物流柜业务将显著受益丰巢科技业务的推广。

图表 26 丰巢科技发展历程



资料来源：丰巢科技官网、平安证券研究所

2016年6月，公司与威海市商业银行共同投资成立了山东通达金融租赁有限公司（以下简称“通达金租”），公司持股35%。通达金租向公司控股子公司数码科技购买智能物流柜并出租给丰巢科技使用，丰巢科技向通达金租承租、使用该智能物流柜设备，并向通达金租支付租金。同时数码科技与通达金租签署《回购协议》，在承租人丰巢科技出现租赁违约情形时，对通过融资租赁方式销售的智能物流柜设备承担回购义务。丰巢科技通过融资租赁的方式，使自身能够在前期利用有限的资金铺设更多的物流柜，而公司通过关联交易则为自身获得了更多的订单。当前，公司智能物流柜融资租赁的业务模式发展迅速。2016年，通达金租成功与丰巢科技达成了2亿额度的融资租赁销售合作。

另外，如前所述，2016年12月，公司公告定增预案，拟募集资金用于自助服务终端产品研发与生产技改项目，其中自助服务终端产品在物流行业的拓展主要是智能物流柜产品。若本次定增获批，公司的智能物流柜业务必将取得更进一步的发展。我们认为，公司物流行业业务的未来发展值得期待，公司物流行业业务将成为公司业绩高增长的强大助力。

四、 盈利预测与投资建议

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为21.89亿元、28.92亿元、37.42亿元，同比增长33.9%、32.1%、29.4%；归母净利润分别为3.16亿元、4.24亿元、5.57亿元，同比增长39.2%、34.2%、31.3%；EPS分别为0.50元、0.67元、0.88元，对应5月23日收盘价的PE分别约为24.7、18.4、14.0倍。

公司是我国专用打印机行业龙头企业，多年来保持在研发方面的高投入，保证技术和产品始终处于行业领先地位。公司成立海外子公司开拓海外市场，目前海外市场发展势头良好。国内市场与海外市场齐发力，公司的专用打印机业务未来持续快速增长可期。近年来，公司在金融、物流行业重点发力。公司一方面通过设立子公司以及外延式并购深化金融行业布局；一方面瞄准物流行业“最后一公里”痛点，推出智能物流柜等物流行业智能终端产品，取得重大突破。公司的金融、物流业务表现亮眼。2016年12月，公司公告定增预案，拟募集资金用于自助服务终端产品研发与生产技改项目，自助服务终端产品包括硬币兑换产品以及智能物流柜产品。若本次定增获批，公司的金融和物流业务将进一步获得更大的发展动力。我们看好公司的未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、 风险提示

- （一） 专用打印机设备出货量下降的风险；
- （二） 金融行业业务拓展不达预期的风险；
- （三） 智能物流柜推广进度不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1923	2586	3285	4124
现金	556	880	1163	1505
应收账款	518	789	938	1296
其他应收款	30	27	49	50
预付账款	18	23	31	39
存货	413	501	657	797
其他流动资产	389	366	448	437
非流动资产	1979	2598	3292	4062
长期投资	424	766	1108	1450
固定资产	896	1192	1549	1980
无形资产	152	142	130	118
其他非流动资产	507	498	506	515
资产总计	3902	5184	6578	8186
流动负债	1199	2201	3048	3940
短期借款	414	1257	2055	2574
应付账款	273	395	451	612
其他流动负债	512	549	542	754
非流动负债	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
负债合计	1235	2237	3084	3975
少数股东权益	263	354	475	635
股本	631	631	631	631
资本公积	642	642	642	642
留存收益	1131	1538	2084	2801
归属母公司股东权益	2404	2594	3018	3576
负债和股东权益	3902	5184	6578	8186

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	183	452	310	775
净利润	292	407	546	717
折旧摊销	65	68	74	94
财务费用	9	30	70	101
投资损失	-12	-12	-12	-12
营运资金变动	-224	-40	-368	-124
其他经营现金流	53	0	0	0
投资活动现金流	-824	-675	-756	-851
资本支出	251	278	352	428
长期投资	-394	-342	-342	-342
其他投资现金流	-967	-740	-746	-765
筹资活动现金流	411	-295	-70	-101
短期借款	188	0	0	0
长期借款	-70	-0	-0	-0
普通股增加	31	0	0	0
资本公积增加	325	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-295	-70	-101
现金净增加额	-223	-518	-516	-176

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1635	2189	2892	3742
营业成本	853	1134	1436	1804
营业税金及附加	27	33	43	56
营业费用	187	241	318	412
管理费用	286	361	477	617
财务费用	9	30	70	101
资产减值损失	46	33	29	37
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	12	12	12
营业利润	239	370	530	727
营业外收入	100	100	100	100
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	335	467	627	823
所得税	43	60	81	106
净利润	292	407	546	717
少数股东损益	65	91	122	160
归属母公司净利润	227	316	424	557
EBITDA	409	564	771	1017
EPS (元)	0.36	0.50	0.67	0.88

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	35.0	33.9	32.1	29.4
营业利润(%)	28.7	55.0	43.1	37.0
归属于母公司净利润(%)	54.2	39.2	34.2	31.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	47.8	48.2	50.3	51.8
净利率(%)	13.9	14.4	14.7	14.9
ROE(%)	11.0	13.8	15.6	17.0
ROIC(%)	10.0	11.1	11.9	13.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	31.6	43.1	46.9	48.6
净负债比率(%)	-0.1	12.8	25.5	25.4
流动比率	1.6	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.3	0.9	0.9	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.50	0.67	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	0.72	0.49	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.11	4.78	5.66
估值比率	-	-	-	-
P/E	34.34	24.67	18.37	13.99
P/B	3.24	3.01	2.58	2.18
EV/EBITDA	19.8	15.2	11.9	9.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033