华峰超纤 (300180.SZ)　计算机行业

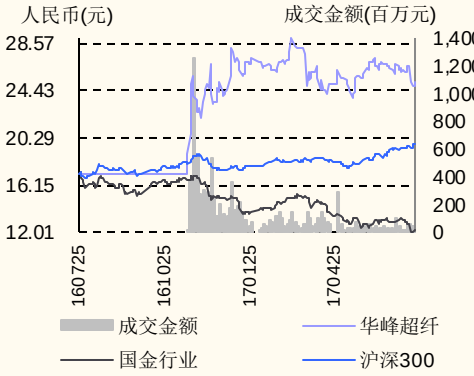
评级：增持　首次评级　　公司深度研究

市场价格（人民币）：25.18 元
目标价格（人民币）：27.60-28.20 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	379.94
总市值(百万元)	15,889.08
年内股价最高最低(元)	29.00/17.09
沪深 300 指数	3728.60



移动支付方兴未艾，坐拥风口增长无忧

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.250	0.212	0.680	1.015	1.275
每股净资产(元)	3.211	5.541	4.739	5.624	6.736
每股经营性现金流(元)	0.268	-0.385	-0.096	2.273	0.453
市盈率(倍)	100.72	118.77	37.03	24.81	19.75
行业优化市盈率(倍)	22.7	20.88	21.9	22.02	22.02
净利润增长率(%)	2.98	-15.46	329.16	49.33	25.65
净资产收益率(%)	7.80	3.82	14.34	18.05	18.94
总股本(百万股)	395.00	475.00	634.80	634.80	634.80

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **移动支付已成大势所趋，公司并购威富通科技成最纯正受益标的：**华峰超纤传统主业为超细纤维材料的开发、生产和销售，是国内目前超纤材料产销规模最大的企业。公司与 2016 年 9 月公告以 20 亿对价收购威富通科技，并于近期完成资产过户。威富通致力于移动支付的合作服务商角色，通过商户拓展、支付接入服务等模式，契合微信支付、支付宝等产品的线下扩张需求，从而与巨头共赢互利。在盈利模式上，威富通通过收取支付费率分润的方式获得收入，其增长直接受益于移动支付行业高速发展的红利，使公司成为 A 股移动支付最纯正标的。
- **借力银行端海量优质商户资源，威富通支付流水高速增长：**威富通在成功成为微信、支付宝等互联网巨头的优质服务商后，并未满足于现有规模，而是创新式地发展出了“银行模式”。银行作为传统线下 POS 收单的重要参与者，拥有海量的优质商户资源。威富通与银行签约，作为技术服务商为其移动支付系统提供技术接入。截至 2016 年年底，公司已与 70 多家银行签订了技术合作协议，2016 年上半年通过银行模式产生的交易金额的月均复合增长率为 48.71%。2017 年 4 月，公司成功与招行总行签约，为其供移动支付整体解决方案。我们预计，当前与公司签约的银行数有望超过百家。“银行模式”使威富通以较小的推广成本，实现了整体支付流水的高速增长，已成公司最主要的营收来源。
- **以支付为起点，商户增值服务有望衍生更大市场：**威富通不仅仅为用户提供移动支付技术服务，同时还提供移动营销、移动商城、行业应用解决方案等增值服务。例如威富通为沃尔玛提供了预付卡系统的技术与服务支持，成功在微信平台上线了电子单用途商业预付卡，实现了实体卡电子化。同时，威富通将微信小程序与沃尔玛电子礼品卡的模式进行结合，上线了第一个电子礼品卡小程序。随着移动设备尤其是智能手机的普及，移动端成为企业进行营销的重要渠道。移动营销的精准、高速、实时性的特点大大提高了营销效果的转化率。威富通原有的支付服务客户均有真实的移动场景营销需求，其迫切希望新的解决方案能适应当前的移动互联网用户习惯。由于能直接带来销售流量，我们认为这部分商户的付费意愿较为强烈，有望成为威富通未来发展的一个新增长点。

盈利预测及投资建议

潘宁河　联系人
panninghe@gjzq.com.cn

钱路丰　分析师 SAC 执业编号：S1130517060003
qianlufeng@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明　　用使丽杨司公限有资投托信宝华供仅告报此

此报告仅供华宝信托投资有限公司杨丽使用

- 我们给予公司“增持”评级，预计威富通在 2017、2018、2019 年的支付分润的收入分别为 5.0 亿、6.3 亿、7.1 亿，公司净利润为 3.5 亿、4.3 亿、5.6 亿。华峰超纤传统业务 2017、2018、2019 年净利润为 1.8 亿、2.2 亿、2.5 亿。采用分部估值法，威富通在未来三年将享受移动支付行业的增长红利，考虑其轻资产、业绩弹性较高的属性，给予 2018 年 32X 估值，市值 137.6 亿。传统超纤业务增长稳定、市占率较高，给予 2018 年 18X 估值，市值 39.6 亿。整体上市公司估值为 177.2 亿，并购完成后总股本 6.35 亿，目标价 27.9 元。

风险提示

- 移动支付增速放缓；威富通与银行端合作进展未达预期；超纤业务产能释放未达预期

内容目录

一、主业经营稳健，并购威富通进军移动支付 5
超纤业务经营稳健 5
并购威富通，进军移动支付领域 5
二、从线上渗透至线下，移动支付已成大势所趋 6
传统线下收单市场庞大，银行卡支付占据主流 6
三、与巨头共赢互利，威富通以合作服务商身份切入移动支付 9
互联网巨头借力合作服务商，获取商户资源 9
威富通抓住机遇，以服务商身份发展“受理机构模式” 10
“受理机构模式”存在可持续性隐忧 11
四、完成“银行模式”华丽转型，实现可持续性增长 12
银行携商户资源介入线下移动支付生态链 12
威富通以技术优势扮演银行服务商角色 13
“银行模式”加速落地，来自银行端的交易流水已成公司主要收入 14
“银行模式”有助增强公司盈利的可持续性 15
五、以支付为起点，商户增值服务有望衍生更大市场 15
威富通为商户提供支付技术以外的增值服务 15
移动场景营销服务有望为公司注入新的增长动力 17
六、盈利预测与投资建议 17
盈利预测 17
投资建议 17
风险提示 17

图表目录

图表 1：华峰超纤近年业务稳健增长 5
图表 2：威富通公司股权结构 6
图表 2：威富通营收及利润保持高速增长 6
图表 3：线下商户规模庞大 7
图表 4：全国社会消费品零售额连年增长 7
图表 5：传统银行卡收单市场各参与方 7
图表 6：中国手机网民规模快速增长 8
图表 7：中国移动支付市场交易规模迅速扩大 8
图表 8：移动支付打破传统线下收单产业链 9
图表 9：移动支付在收单业务占比逐年提升 9
图表 10：微信发起“星火计划”扶持第三方服务商 10
图表 11：威富通通过“受理机构模式”切入支付生态链 11
图表 11：威富通“受理机构模式”数据、资金流程图 11
图表 12：商业银行占传统 POS 收单市场份额最大，达到 45% 12

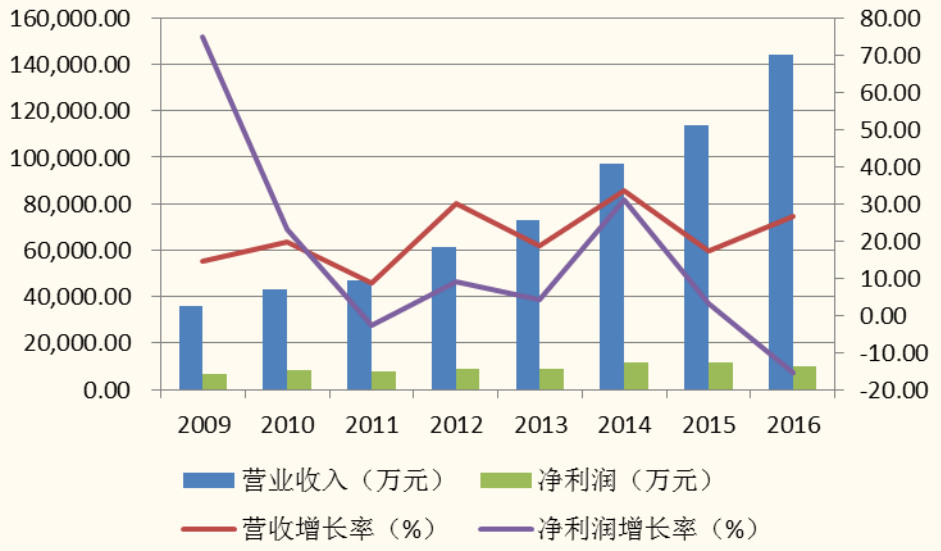
图表 14：银行携商户资源介入线下移动支付生态链.....13
图表 15：威富通“银行模式”数据、资金流程图.....14
图表 16：威富通签约银行家数稳步增长.....15
图表 17：威富通“银行模式”交易额逐月增长.....15
图表 19：银行模式占比逐年提高，已成主要收入来源.....15
图表 20：威富通为多行业客户提供移动商务运营服务.....16
图表 21：中国移动营销市场规模逐年扩大.....16
图表 22：威富通未来三年支付流水（亿元）及分润费率预测.....17

一、主业经营稳健，并购威富通进军移动支付

超纤业务经营稳健

- **超纤材料龙头，产能储备充足。**华峰超纤即上海华峰超纤材料股份有限公司，创立于 2002 年，专业从事超细纤维材料的开发、生产和销售，是国内目前超纤材料产销规模最大的企业。公司具备 3,600 万平米/年超纤材料的生产能力，其位于江苏启东年产 7,500 万米产业用非织造布超纤材料项目一期项目第一阶段已于 2016 年 6 月底建成，二期项目正在建设中，未来有望释放产能，逐步为公司贡献利润。
- **下游需求稳定，业绩稳步增长。**目前公司出产的超纤材料已广泛应用于鞋类、沙发家具、箱包、球类等下游行业，并向手套、服装、汽车内饰、军工等应用领域不断拓展。随着下游行业快速发展和应用领域不断延伸，超纤材料需求总量持续稳定增长，保证了公司业务的稳健运营。

图表 1：华峰超纤近年业务稳健增长



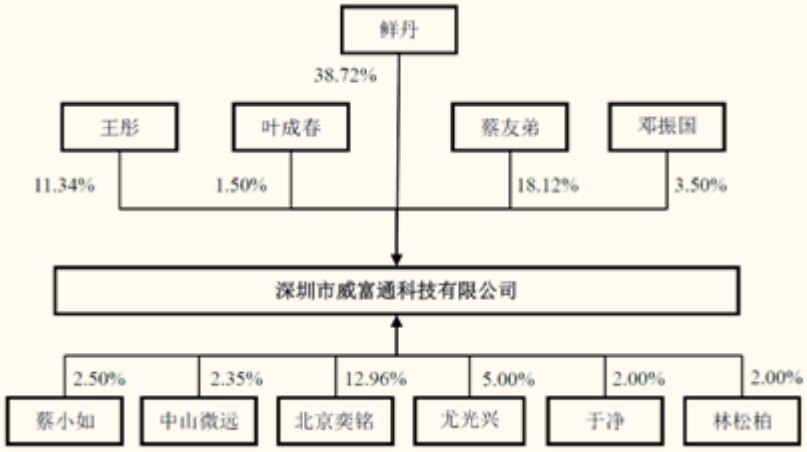
来源：wind，国金证券研究所

- **环保成本抑制超纤业务未来发展空间。**公司业务属于塑料制品行业的人造革合成革子行业，细分行业为超细纤维聚氨酯合成革行业，在产品生产过程中会产生少量废水、废气等污染物，如果处理不当会污染环境，给周围环境造成不良影响。虽然公司已严格按照有关环保法规及相应标准对上述污染物排放物进行了有效治理，使“三废”的排放达到了环保规定的标准，但随着社会环境保护意识的不断增强，国家及地方政府可能在将来颁布新的法律法规，提高环保标准，控制化工企业的开工率，公司的超纤业务将面临更高的环保成本，未来发展空间在一定程度上受限。

并购威富通，进军移动支付领域

- **20 亿并购威富通，已完成资产过户。**2016 年 9 月 30 日，华峰超纤公告拟收购威富通 100%股权。12 月 13 日，公司公告最新预案，拟作价 20.5 亿元收购威富通 100%股权，收购交易以现金方式支付 2.91 亿元，发行股份支付 17.59 亿元（12.76 元/股），公司拟定以 14.08 元/股向尤小平、王蔚、新沃资管计划、上海并购基金 4 名对象定增配套募资不超过 5.7 亿元。威富通 2016-2018 年的承诺扣非净利润分别不低于 1.3 亿、1.57 亿和 1.86 亿。2017 年 4 月 27 日，该预案获证监会无条件通过。6 月 27 日，公司正式完成资产过户，威富通成为上市公司全资子公司。

图表 2：威富通公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **威富通是移动支付领域具备高增长潜力的优质标的。**威富通成立于 2006 年，主营业务定位为移动支付领域的软件技术服务商及增值业务提供商。威富通以其自主开发的云平台软件系统结合 SaaS 商业模式，向第三方支付公司、银行、商户等移动支付行业的主要参与方提供技术加营销的一站式行业解决方案。威富通 2014、2015、2016 年 1~10 月营业收入分别为 371 万元、5021 万元和 29951 万元，对应的 2015 年和 2016 年的增长率分别为 1258%和 616%；而近三年的归母净利润分别为-714 万元、1091 万元和 10409 万元，对应的 2015 年和 2016 年的增长率分别为 253%和 1045%。作为移动支付领域起步较早、技术实力较强、运营经验较为丰富的标的，威富通具备较高的成长潜力。

图表 3：威富通营收及利润保持高速增长

来源：公司公告，国金证券研究所

二、从线上渗透至线下，移动支付已成大势所趋

传统线下收单市场庞大，银行卡支付占据主流

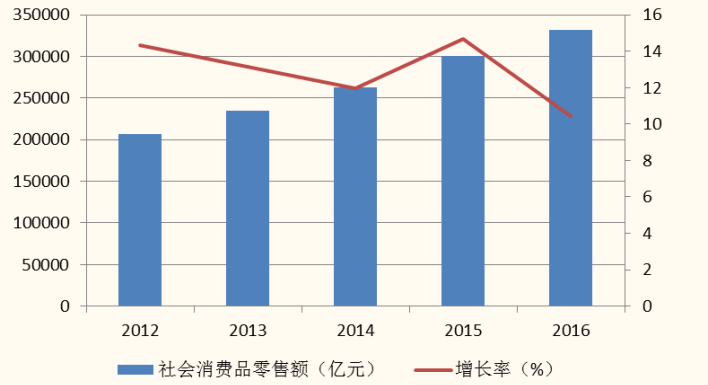
■ **居民消费增长，带动传统线下收单市场。**线下收单泛指消费者通过非现金方式，向线下商户完成消费支付的行为。从 2012 年至 2016 年，中国社会零售品消费总额连年保持高速增长，年增长率达到 10%以上。而从商户端来看，我国潜在的线下商户规模较大，国家工商局数据显示，截止 2016 年底，全国实有各类市场主体 8704.4 万户，全年新增市场主体 1651.3 万户，同比增长 11.6%。市场主体和消费规模的持续增长，为线下收单市场的高速发展奠定了场景基础。根据央行网站于 2017 年 3 月 15 日发布的

《2016 年支付体系运行总体情况》，数据显示，2016 年，全国共办理非现金支付业务 1251.11 亿笔，金额 3687.24 万亿元，同比分别增长 32.64%和 6.91%。

图表 4：线下商户规模庞大

来源：易观国际，国金证券研究所

图表 5：全国社会消费品零售额连年增长



来源：易观国际，国金证券研究所

- **银行卡支付是传统收单业务的主流方式。**银行卡是传统线下收单业务的主要介质。银行卡收单业务是指收单机构与特约商户签订银行卡受理协议，在特约商户按约定受理银行卡并与持卡人达成交易后，为特约商户提供交易资金结算服务的行为。银行卡收单业务的参与者主要有：
  - **发卡行：**主要职能是向持卡人发行各种银行卡，并通过提供各类相关的银行卡服务收取一定费用。在国内，目前还没有出现非银行的发卡机构。
  - **收单行：**指跨行交易中兑付现金或与商户签约进行跨行交易资金结算，并且直接或间接地使交易达成转接的银行。
  - **收单机构：**收单机构可以分为两大类：具有收单资质的金融机构，目前为所有银行，其中商业银行共 247 家，农商行共 70 家，119 家村镇银行；具有收单资质的非金融机构，目前，共有 62 家非金融企业获取了收单资质。比如，支付宝，银联商务，财付通，快钱，拉卡拉，等等。
  - **清算结构：**通过建立公共信息网络和统一的操作平台，向成员机构提供信息交换、清算与结算，协助成员机构进行风险控制及反欺诈服务。在国内目前唯一的清算机构是中国银联。

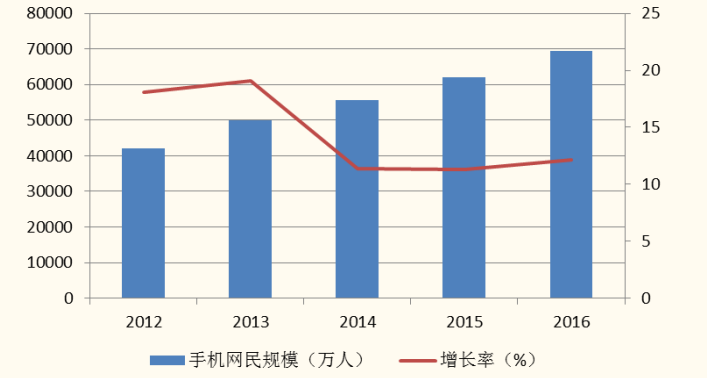
图表 6：传统银行卡收单市场各参与方

来源：国金证券研究所整理绘制

智能手机的普及带动了移动支付习惯

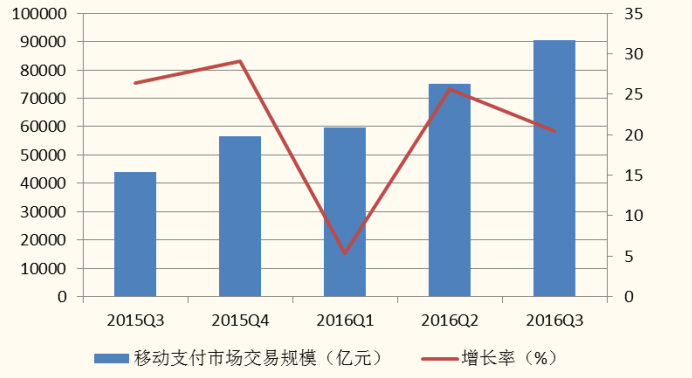
- **用户上网场景已从 PC 端迁移至移动端。**随着智能手机等移动终端的用户规模增加和 4G/WIFI 网络的建设，中国移动互联网市场得到高速发展，截止到 2015 年 12 月，中国手机网民规模为 6.19 亿，相比去年增长 11.1%，移动支付应用作为移动互联网经济和消费的底层，也由此实现快速增长。例如：阿里巴巴 2015 年双 11 全天交易额突破 912.17 亿，其中移动端交易额 626 亿元，占比为 68%。京东 618 下单量超过 1500 万单，移动端订单量占比超过 60%。

图表 7：中国手机网民规模快速增长



来源：易观国际，国金证券研究所

图表 8：中国移动支付市场交易规模迅速扩大



来源：易观国际，国金证券研究所

- **二维码技术奠定了线下移动支付的基础。**早在上世纪 90 年代，二维码支付技术就已经形成。然而由于缺少成熟的支付方案支撑，二维码应用一开始只是应用于打折、比价等信息应用层面，无法进入资金结算环节。随着电子商务和移动支付的兴起，支付成本成为关键。二维码支付凭借操作简单便捷、搭建成本低廉等特点，开始成为线下移动支付的主流方式。针对二维码存在的信息安全问题，央行曾一度叫停二维码支付。2016 年 8 月，支付清算协会向支付机构下发《条码支付业务规范》（征求意见稿），意见稿中明确指出支付机构开展条码业务需要遵循的安全标准。这是央行在 2014 年叫停二维码支付以后首次官方承认二维码支付的地位，并明确其“作为银行卡支付有效补充”的支付定位。

多方积极推进，移动支付已成线下收单新常态

- **阿里腾讯争夺支付入口，培养用户习惯。**在移动支付已成大势所趋的形势下，阿里、腾讯等互联网巨头，纷纷投入资金和人力，意在将其旗下的支付宝、微信等产品打造成用户支付的入口。2013 年支付宝推出余额宝产品，主打货币基金理财，同时引导用户将银行卡绑定至支付宝产品。而擅长社交的微信则在 2014 年春节发起“红包大战”，以抢红包的场景吸引用户通过微信完成绑卡和支付。根据相关数据，仅 2015 年春节期间，微信用户即新增绑定 2 亿张银行卡。同时，在线下场景，阿里腾讯等投资的滴滴打车、大众点评等 O2O 互联网产品，通过巨额补贴推广，培养了用户线下移动支付的习惯。

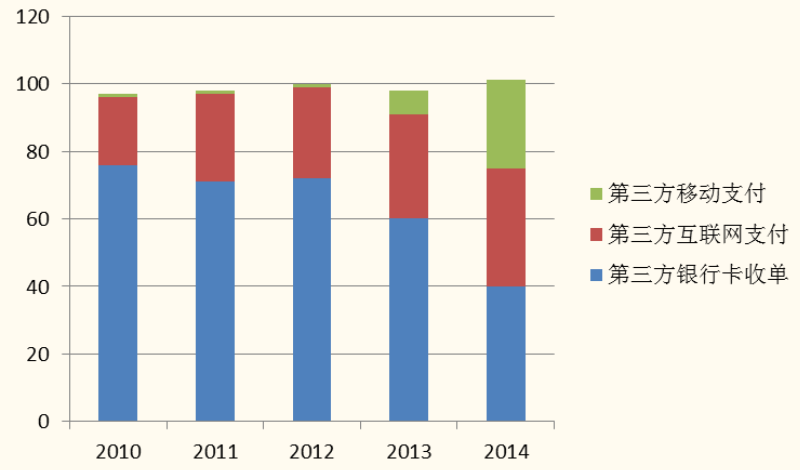
- **线下商户积极迎接移动支付变革。**面对较低支付费率和更高支付便捷度的变革，线下商户纷纷推进移动支付升级。例如支付宝推出条码付业务后，为微型商户提供无须额外设备的低成本收款服务，交易成本降至传统 POS 机收单方案的 1/2 到 1/6。在低费率的刺激下，2013 年 11 月起，全国 29 家银泰百货、银泰城门店都可以使用支付宝钱包付款。2013 年 12 月开始，美宜佳、红旗连锁、喜士多、7-11 等多家连锁便利店企业陆续全面支持支付宝支付。随后，万达影院、大悦城、王府井等全国大型零售企业以及电影院、KTV 和餐饮企业等接入支付宝。当前，支持支付宝、微信等移动支付方式收款已成为商户吸引客流的一大重要因素。

图表 9：移动支付打破传统线下收单产业链

来源：国金证券研究所整理绘制

- **移动支付已成线下收单新常态。**经过多方在资本和人力上的积极投入，用户的移动支付习惯已经较为牢固，移动支付已经成为线下收单的新常态。2011-2015 年，移动支付领域的线下收单业务总额分别 15 万亿、21.7 万亿、29.7 万亿、38.6 万亿和 48.6 万亿，对应的增长率分别为 46%、43%、37%、31%和 25%。未来五年，该项规模有望继续逐年递增。

图表 10：移动支付在收单业务占比逐年提升



来源：wind，国金证券研究所

三、与巨头共赢互利，威富通以合作服务商身份切入移动支付

互联网巨头借力合作服务商，获取商户资源

- **互联网公司缺乏 B 端商户资源。**在移动支付的生态链中，阿里腾讯等互联网巨头公司通过其 APP 的广大用户群和高度粘性，拥有数亿的 C 端用户，在这一领域已经形成了很高的竞争壁垒，后来者很难进入。然而支付本质上需要连接 C 端用户和 B 端商家的资金流，互联网巨头仅仅拥有 C 端用户资源，无法完成支付闭环，同时，B 端的商户资源，地域分布广，线下属性强，并非互联网巨头的传统客户。
- **阿里腾讯借力合作服务商模式快速铺开商户资源。**考虑到商户资源的线下推广，需要跨地域投入大量人力，并非互联网公司擅长的经营模式，阿里腾讯等都提出了合作服务商模式，以期快速铺开商户资源。该模式通过支付手续费分成的方式，吸引各地的合作服务商通过地推人员向商户推广移动支付，并给予商户相关的技术支持。平台服务商发挥了“连接器”的作用，能够快速地帮助移动支付扩张各行各业的商家。

- **微信支付：**微信支付为鼓励扶持服务商模式，提出了“星火计划”。首期“星火计划”扶持上百个服务商，在超市、便利店、餐饮、商圈、药店等行业进行优惠活动，覆盖 15 万家全国门店。该计划在运营经费、物料支持、技术支持等多个方面对服务商进行扶持。“星火计划”将在为期一年的时间内累计投入 1 亿元营销经费，扶持平台服务商成长壮大。 除此之外，针对不同行业场景，微信支付团队还会为服务商提供物料及技术支持，通过向服务商提供标准物料及解决方案、开通服务商企业号等，全方位为服务商创造更良好的运营条件。自微信支付把接口能力全面开放给服务商以来，短短 5 个月已有超过 5000 家服务商入住。
- **支付宝：**支付宝在线下商家的推广起步较早，但面对移动支付激烈的竞争形势，也积极借力第三方服务商。公司的蚂蚁金服开放平台上线，向合作伙伴全面开放其覆盖商业运作全流程的 12 大分类能力，以及千万的商家资源。为了鼓励服务商开拓更多的商家，支付宝还针对“支付宝收款”推出相应的业务协作政策：如果服务商旗下所有商家的累计月日均交易笔数小于 1000 笔，服务商将获得旗下商家交易金额乘以 0.25%的业务协作费，如果服务商旗下所有商家的累计月日均交易笔数大于等于 1000 笔，服务商将获得的业务协作费则是旗下商家交易金额乘以 0.35%。

图表 11：微信发起“星火计划”扶持第三方服务商

激励活动	经费金额	经费使用
运营激励经费	每个服务商每月运营激励经费 50 万元封顶，费用可累计使用	运营激励经费 100% 由服务商自主在服务商平台配置随机立减运营活动
万元大礼包	根据星火计划计算规则，若服务商获取的运营激励经费不足 1 万元，补足到 1 万元；同时向每个服务商提供 50 套基础物料	运营激励经费 100% 由服务商自主在服务商平台配置随机立减运营活动
奖励方案	普通类服务商所服务的线下商户月订单净增笔数>=2500 笔且平均每笔订单金额>=10 元，则每笔净增订单均可奖励 0.2 元。	直接奖励

来源：微信官网，国金证券研究所

威富通抓住机遇，以服务商身份发展“受理机构模式”

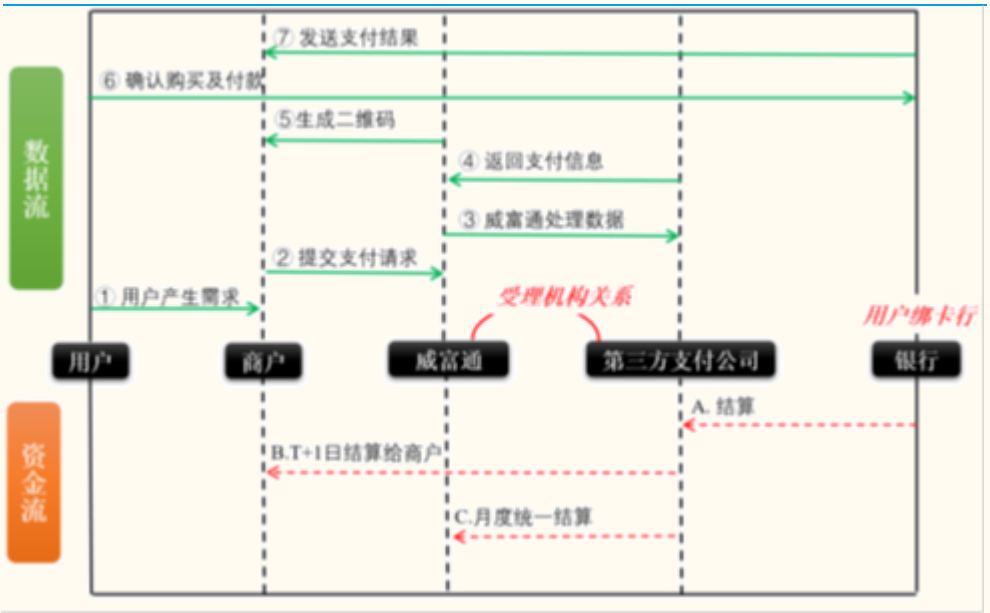
- **“受理机构模式”是威富通发展初期主要的业务模式。**早期威富通以服务商身份，与移动支付行业主流的第三方支付公司建立签约受理机构关系。威富通负责利用自身的商户拓展团队和渠道合作商向签约的第三方支付公司导入商户资源。威富通同时帮助商户快速向例如支付宝、京东钱包、财付通（微信支付、QQ 支付）等支付公司申请支付接口，缩短申请流程。帮助商家获得支付接口后，威富通通过自主开发的软件系统实现交易数据与第三方支付公司交易系统间的实时传输，威富通可以为商户接入多个支付通道并集成在统一的系统中，解决不同支付系统软硬件不兼容的问题。

图表 12：威富通通过“受理机构模式”切入支付生态链

来源：国金证券研究所整理绘制

- **手续费分润产生收入，不涉及“二清”。**在“受理机构模式”下，资金的清分由第三方支付公司负责。用户使用微信支付、支付宝等移动支付软件向商户发起付款后，第三方支付公司按照每笔交易金额的一定比例向商户收取手续费，随后将剩余交易金额清分给商户，交易完成后再按照交易金额的一定比例作为技术服务费支付给威富通。威富通没有触及商户资金的清分，也没有产生相关的资金沉淀，因而并不涉及不合法的“二清”业务（即第三方支付公司将结算工作外包给了无支付牌照的机构进行二次清分，监管层已明文禁止此类做法）。

图表 13：威富通“受理机构模式”数据、资金流程图



来源：公司公告，国金证券研究所

“受理机构模式”存在可持续性隐忧

- **渠道拓展业务门槛较低，竞争激烈。**在“受理机构模式”下，公司拓展商户主要依靠自身拓展团队或渠道合作商，由于该业务门槛较低，因而进入者众多，行业竞争较为激烈，无法形成稳定的利润空间。

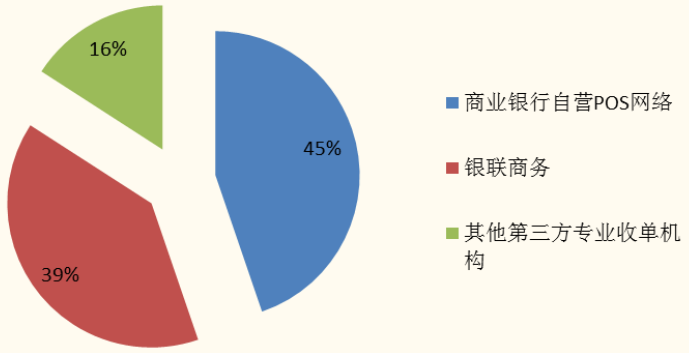
- **用户粘性不高，存在可替换性风险。**线下商户面对的支付服务商较多，服务趋于同质化，如面对更低费率的选择，其更换服务商的可能性较大。公司无法保证较为稳定的客户群。
- **居安思危，开启“二次创业”。**公司意识到“受理机构模式”虽然短期为公司带来良好的现金流，但考虑到长远发展的可持续性，业务转型不可避免。公司从支付生态链的银行端为切入口，探索出了一条“银行模式”的高质量商业模式。

四、完成“银行模式”华丽转型，实现可持续性增长

银行携商户资源介入线下移动支付生态链

- **银行在 POS 收单市场拥有深厚的存量商户基础。**传统的线下 POS 收单市场，参与者主要有银联商务、商业银行和第三方支付机构。其中商业银行自带支付牌照，启动 POS 收单业务较早，且网点分布遍及全国。经过多年客户渠道的深耕，商业银行自营的 POS 网络已经占据了 40%左右的 POS 终端份额。考虑到已经与其客户建立了信任关系，且拥有庞大的商户资源，由商业银行作为主体来拓展其既有客户使用移动支付功能具有天然优势。

图表 14：商业银行占传统POS 收单市场份额最大，达到45%



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- **银行拥有更专业的资金清分能力。**传统的第三方支付公司在金融领域积累不足，常常出现资金清分能力不够的情况，致使许多商户无法及时收到交易款项，给商户带来了极大不便。而银行是用户进行金融活动的中心，管理着庞大的资金链，在支付清算能力上相比第三方支付公司有很大优势，可以及时进行资金清分使商户收到交易款，以此提升商户的用户体验。
- **商户资金的沉淀为银行带来存款收益。**和传统收单业务一样，商业银行切入支付业务，除了赚取一定的支付手续费率外，更多的考量是希望吸引商户的沉淀资金成为银行的存款，从而带来息差收益。传统的第三方支付公司在使用客户沉淀资金方面面临较为严厉的监管，根据央行的最新规定，第三方支付机构在交易过程中，产生的客户备付金，今后将统一交存至指定账户，由央行监管，支付机构不得挪用、占用客户备付金。而商业银行作为持牌金融机构，可以合法使用客户沉淀资金带来的存贷款收益，促使银行更加迫切地切入线下支付生态链。

图表 15：银行携商户资源介入线下移动支付生态链

来源：国金证券研究所整理绘制

威富通以技术优势扮演银行服务商角色

- **威富通的技术和经验为银行带来价值。**银行因为长期从事传统金融业务，对于新兴的移动支付产业缺乏专门的技术开发团队及营销团队，银行独自为其客户开发移动支付服务并帮助客户进行营销具有很大的局限性。此时，威富通利用自身在移动支付领域积累的技术开发经验和移动运营经验，其主营业务产品与服务就可以帮助银行以较低的财务和时间成本迅速开展移动支付相关业务。银行选择威富通作为技术服务商开展移动支付业务合作具有如下优势：
  - **成本。**银行投入成本低，威富通负责客户的售前及售后服务，无须银行投入客服人力成本。
  - **经验。**威富通为国内超过 50 家的银行提供受理机构合作服务，具备成熟的技术开发经验和实施案例。
  - **培训。**威富通为银行提供全面的市场和产品培训，协助银行进行商户的市场拓展。
  - **商务。**商务团队快速支持接入商户，合作启动一个月内，完成整个商务流程和系统部署，且有 4*24 小时客服。
- **成功转型，从“受理机构模式”切换至“银行模式”。**在银行大举介入移动支付生态链的过程中，威富通抓住机遇，利用自身的技术和运营优势，开辟了新的以银行为中心的商业模式。银行模式是威富通目前的主要业务模式，在银行模式下，威富通与银行为签约合作关系。作为银行的技术服务商，威富通以其自主开发的移动支付云平台软件系统为银行以及商户提供包括平台搭建、移动支付接入、交易数据传输、系统运营、市场拓展及客户服务等一套完整的移动支付解决方案。在银行模式下，威富通业务根据商户来源的不同，分为以下两种营收模式：
  - **自拓客户型：**如果银行模式下的商户资源是由威富通拓展，商户将与威富通签订技术服务协议约定服务内容和技术服务费费率，由威富通向商户提供移动支付接入、数据传输、交易系统安装维护、资金清分等打包服务。打包服务中的移动支付通道、资金清分等服务实际为威

富通向银行采购的服务功能，所采购服务相应费用将按照威富通与银行签定的合作协议相应条款确定。

- **银行客户型。**如果银行模式下的商户资源是由银行拓展的，威富通则只与银行存在合作协议关系，而不与银行掌握的商户签订任何协议。在此种情形下，威富通只负责为银行及其商户提供移动支付技术服务。银行根据与威富通签订的合作协议中约定的费率向威富通支付技术服务费。

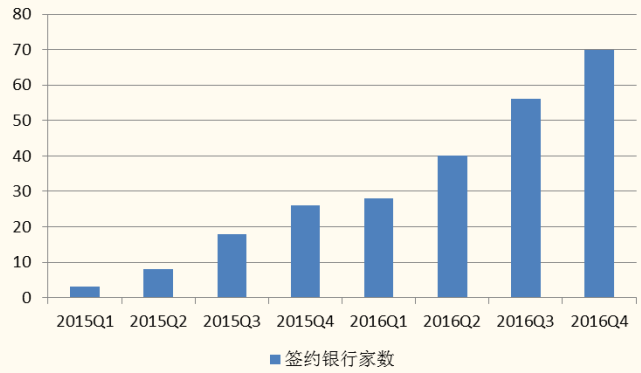
图表 16：威富通“银行模式”数据、资金流程图

来源：公司公告，国金证券研究所

“银行模式”加速落地，来自银行端的交易流水已成公司主要收入

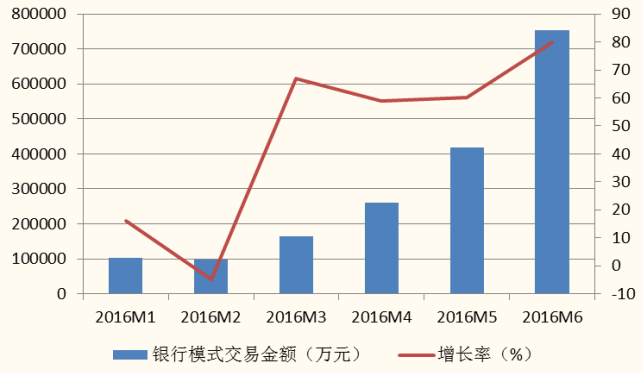
- **签约银行进程加速。**2015 年下半年起，威富通加速与银行进行合作，以银行海量的商户数量为依托，服务的商户数量、交易金额、交易笔数，继续呈现爆发式的增长态势。截至 2016 年年底，公司已与 70 多家银行签订了技术合作协议，其中包括：兴业银行总行，中信银行总行及深圳分行、宁波分行、苏州分行、郑州分行、济南分行、沈阳分行、南京分行、西安分行，浦发银行总行及广州分行，民生银行深圳分行、长沙分行、苏州分行、合肥分行、贵阳分行、泉州分行，宁波银行，汉口银行，郑州银行，天津银行，洛阳银行，东莞农商行，石狮农商行，晋中银行，北京银行深圳分行等。2017 年 4 月，公司成功与招行总行签约，为其供移动支付整体解决方案，我们预计当前签约银行数已近百家。
- **来自银行端流水爆发式增长。**银行模式在 2016 年实现了突破性的飞跃。2016 年 4 月、5 月、6 月，通过银行模式产生的交易流水分别环比上月增长 59.1%、60.3%、79.8%。2016 年上半年度，通过银行模式产生的交易金额的月均复合增长率为 48.71%。银行模式的突破性发展标志着公司大力布局银行模式的发展战略已经获得成功。
- **替代原有模式，“银行模式”已成公司主要收入来源。**经过一年多的业务发展，目前银行模式业务已经成为威富通主要的收入来源。根据威富通管理层提供的未经审计的财务数据，2016 年 1-6 月银行模式移动支付分润业务收入达到 7,890.19 万元，占同期营业收入的 73.82%，并且收入占比呈现进一步上升的趋势。

图表 17：威富通签约银行家数稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：威富通“银行模式”交易额逐月增长



来源：公司公告，国金证券研究所

“银行模式”有助增强公司盈利的可持续性

- **多年成功运营经验铸就竞争壁垒。**由于银行对于交易系统的安全性、稳定性具有极高的要求，且银行在选择技术合作商时招标、采购、合作谈判的流程较长，银行会优先选择已经具有为银行开发移动支付系统项目经验的公司。威富通已经基本完成了全国各级别银行客户的初步布局。目前在移动支付。技术服务细分领域，银行移动支付相关系统开发及移动项目运营服务的提供商除威富通外还没有规模相当的直接竞争者。因此，威富通在该领域拥有较高的竞争壁垒和先发优势。后来者缺乏相应的项目开发和商户营销经验，很难在短期内与公司形成竞争关系。
- **替换成本高，银行客户具备较强粘性。**对已经使用威富通移动支付云平台系统的银行客户，在系统稳定运行的情况下，更换公司所开发的系统而使用其他公司开发的系统需要重新进行合作谈判、系统开发、商户系统更新替换等一系列复杂流程，时间成本和财务成本很高。因此，公司对于已经拓展签约的银行客户具有很强的不可替代性。
- **次日结算模式优化现金流质量。**在受理机构模式下，第三方支付公司对威富通的技术服务费通常采取按月度结算，但在银行模式下，由于银行具备较强的资金清分能力，银行对威富通的技术服务费采取按 T+1 日结算的方式。这大大缩短了威富通技术服务费的账期并优化了威富通的现金流质量。

图表 19：银行模式占比逐年提高，已成主要收入来源

模式	2016		2015		2014	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
受理机构模式	6.07%	69.21%	16.04%	71.89%		
银行模式	91.38%	63.13%	51.90%	75.48%		
其中：威富通自拓商户	76.53%	55.98%	50.67%	74.89%		
银行拓展商户	14.85%	100.00%	1.22%	100.00%		
二清模式	2.55%	48.77%	32.06%	66.74%	100.00%	57.89%
合计	100.00%	63.13%	100.00%	72.10%	100.00%	57.89%

来源：公司公告，国金证券研究所

五、以支付为起点，商户增值服务有望衍生更大市场

威富通为商户提供支付技术以外的增值服务

- 威富通不仅仅为用户提供移动支付技术服务，同时还提供移动营销、移动商城、行业应用解决方案等增值服务。

- **移动营销：**威富通围绕微信的社交功能，利用微信公众号为商户制定移动营销合作方案，包括 20 个标准的移动营销模块（抽奖类、众筹类、组团类、竞技类、闯关类、拼图类等），瞄准商户的目标客户群，发挥微信公众号的品牌作用，帮助商户向粉丝传播具有价值的谈资话题或营销活动，提高用户的品牌宣传、线上产品营销以及拓展新客户。

图表 20：威富通为多行业客户提供移动商务运营服务

南方基金

威富通为南方基金提供包括网站、APP和微信的移动广告、营销策略、技术开发等全渠道运营推广服务，合作期间获得了数十倍的效果增长，有效的提升了南方基金线上营销水平。

中国民生银行 CHINA MINSHENG BANK 信用卡中心 CREDIT CARD CENTER

威富通自2014年开始为民生银行总行信用卡中心提供微信服务号的系统开发和运营服务，提供了高可靠性的可弹性扩容的解决方案，配合行方完成了多次峰值同时在线人数超过100万的大型营销推广活动。

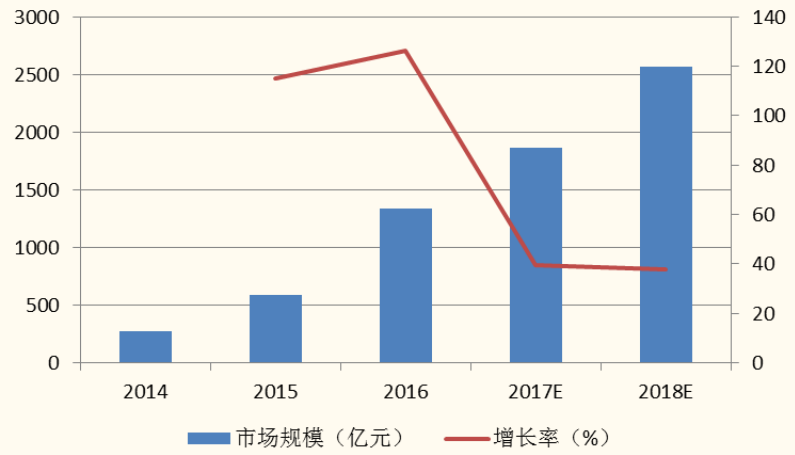
深圳农村商业银行 Shenzhen Rural Commercial Bank

作为深圳农商行的移动运营合作伙伴，威富通的营销活动创意和用户体验获得了行方的高度认可，“深圳农村商业银行”官方微信平台喜获中国金融营销金果子奖之“2016中国金融业社会化营销最佳平台”奖。。

来源：公司官网，国金证券研究所

- **移动商城：**线下商户作为新兴的民营经济体，其庞大的数量以及潜在的金融服务需求使其逐渐成为了移动支付行业的主要力量。威富通以微信公众号为载体，围绕客户营销、商业服务等环节，为商户提供了 O2O 全流程的移动商城合作方案。移动商城的主要服务功能包括：商品管理、订单管理、营销活动、数据报表、个性化设置、全员推广、供销连接。移动商城服务的典型案例商户包括：永辉会员店、创维酷开电视商城。
- **行业应用解决方案：**威富通针对不同的行业，为大型企业提供定制化的移动支付接口及营销解决方案，包括：交通行业、教育行业、快递行业等。具体产品包括基于微信公众号的移动售票、微信智慧校园方案、微信快递物流跟踪等。

图表 21：中国移动营销市场规模逐年扩大



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

移动场景营销服务有望为公司注入新的增长动力

- **移动场景营销备受线下商户青睐。**随着移动设备尤其是智能手机的普及，移动端成为企业进行营销的重要渠道。移动营销的精准、高速、实时性的特点大大提高了营销效果的转化率。近年来，移动营销的市场规模膨胀，越来越多的广告主由原来单一的营销渠道转向多终端营销，在移动端的营销投入逐年增加。iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，2016 年中国数字广告市场份额在多样化的投放渠道中位列第一，占比 38.8%，其中移动广告的占比达 21.7%，占据数字广告大壁江山。伴随移动 APP、移动搜索等营销渠道的成熟，以及移动端用户体量的积累，移动端营销将成为品牌广告主最青睐的广告形式。
- **增值服务有望成为新增长点，并带动支付业务流水。**威富通原有的支付服务客户均有真实的移动场景营销需求，其迫切希望新的解决方案能适应当前的移动互联网用户习惯。由于能直接带来销售流量，我们认为这部分商户的付费意愿较为强烈，有望成为威富通未来发展的一个新增长点。另外，由于威富通支付业务的模式特点，其收取的软件技术服务费是按照用户每笔交易金额的一定比例计算，因此增值服务业务的战略目的不仅在于帮助客户扩大交易流水、增强用户对于威富通服务的粘性，更在于直接推动收入的增长。

六、盈利预测与投资建议

盈利预测

- 未来威富通银行端业务有望拓展顺利，支付流水保持稳定增长。预计威富通在 2017、2018、2019 年的支付分润的收入分别为 5.0 亿、6.3 亿、7.1 亿，公司净利润为 3.5 亿、4.3 亿、5.6 亿。

图表 22：威富通未来三年支付流水（亿元）及分润费率预测

业务类别	2017E		2018E		2019E	
	流水	费率	流水	费率	流水	费率
银行自拓客户	7000	0.02%	11000	0.015%	15000	0.012%
威富通推荐客户	2700	0.1%	4300	0.08%	5800	0.07%
威富通直拓客户	300	0.3%	480	0.25%	640	0.2%
合计（综合费率）	**10000**	**0.05%**	**15780**	**0.04%**	**21440**	**0.03%**

来源：国金证券研究所

- 超纤业务将继续维持较高的市占率，新厂投产释放未来两年产能。预计华峰超纤传统业务 2017、2018、2019 年净利润为 1.8 亿、2.2 亿、2.5 亿。

投资建议

- 我们给予公司“增持”评级。我们预计，威富通在未来三年将享受移动支付行业的增长红利，考虑其轻资产、业绩弹性较高的属性，给予 2018 年 32X 估值，市值 137.6 亿。传统超纤业务增长稳定、市占率较高，给予 2018 年 18X 估值，市值 39.6 亿。整体上市公司估值为 177.2 亿，并购完成后总股本 6.35 亿，目标价 27.9 元。

风险提示

- 移动支付增速放缓；
- 威富通与银行端合作进展未达预期；
- 超纤业务产能释放未达预期

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	**970**	**1137**	**1439**	**2301**	**2916**	**3493**
增长率	33.55%	17.17%	26.57%	59.89%	26.73%	19.79%
主营业务成本	706.8	832.2	1140.7	1518.7	1866.2	2235.5
%销售收入	72.84%	73.19%	79.27%	66.00%	64.00%	64.00%
毛利	264	305	298	782	1050	1257
%销售收入	27.16%	26.81%	20.73%	34.00%	36.00%	36.00%
营业税金及附加	-0.8	-1.8	-7.3	-11.7	-14.9	-17.8
%销售收入	0.08%	0.16%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
营业费用	-25.8	-29.2	-30.5	-47.0	-67.0	-83.0
%销售收入	2.66%	2.56%	2.12%	2.04%	2.30%	2.38%
管理费用	-110.4	-133.2	-161.8	-190.0	-202.0	-220.0
%销售收入	11.37%	11.72%	11.24%	8.26%	6.93%	6.30%
息税前利润（EBIT）	127.8	136.3	121.2	533.6	765.9	936.7
%销售收入	13.17%	11.99%	8.43%	23.19%	26.27%	26.82%
财务费用	3.2	0.8	2.0	-26.0	-7.8	15.9
%销售收入	0.33%	0.07%	0.14%	-1.13%	-0.27%	0.45%
资产减值损失	-4.0	-3.6	-12.9	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	1.9	0	0	0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
%税前利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	**126**	**138**	**89**	**508**	**758**	**953**
营业利润率	12.96%	12.12%	6.21%	22.06%	26.00%	27.27%
营业外收支	5.7	-2.4	27.9	0.0	0.0	0.0
税前利润	131.5	135.4	117.2	507.7	758.1	952.5
利润率	13.55%	11.91%	8.14%	22.06%	26.00%	27.27%
所得税	-16.0	-16.4	-16.6	-76.1	-113.7	-142.9
所得税率	12.17%	12.14%	14.18%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	115.5	118.9	100.5	431.5	644.4	809.7
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司的净利润	**115**	**119**	**101**	**432**	**644**	**810**
净利率	11.90%	10.46%	6.99%	18.75%	22.10%	23.18%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	115.5	118.9	100.5	431.5	644.4	809.7
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非现金支出	65.7	68.9	81.5	308.4	308.4	308.4
非经营收益	5.7	-2.4	27.9	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-53.1	-84.5	-336.8	-800.6	490.2	-830.3
经营活动现金净流	**122**	**106**	**-183**	**-61**	**1443**	**288**
资本开支	-143.3	-371.7	-583.7	0	0	0
投资	0.0	-58.1	0.0	0	0	0
其他	-48.2	-111.5	-155.2	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	**-192**	**-541**	**-739**	**0**	**0**	**0**
股权募资	0.0	0.0	0.0	-55.3	-82.7	-103.9
债权募资	-15.8	-15.8	350.7	83.5	-413.3	15.9
其他	0.0	336.5	585.7	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金净流	**-16**	**321**	**936**	**28**	**-496**	**-88**
现金净流量	**-85**	**-115**	**18**	**-32**	**947**	**200**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	-28.6	-86.0	55.5	23.0	970.0	1169.8
应收款项	268.9	265.8	417.1	692.6	711.6	970.4
存货	201.8	189.7	321.2	406.8	487.9	583.8
其他流动资产	0.0	42.5	114.1	114.1	114.1	114.1
流动资产	442.1	412.0	907.9	1236.5	2283.5	2838.1
%总资产	29.57%	17.27%	25.41%	34.41%	52.72%	62.00%
长期投资	38.8	101.8	971.1	1609.4	66.5	-210.8
固定资产	630.9	626.6	685.8	739.7	2008.0	2010.7
%总资产	5.70%	5.40%	3.30%	5.80%	8.20%	9.10%
无形资产	64.3	324.8	316.9	315.8	282.0	248.1
非流动资产	734.0	1053.1	1973.8	2664.9	2356.5	2048.1
%总资产	49.09%	44.14%	55.25%	74.17%	54.40%	44.74%
资产总计	**1495.2**	**2385.8**	**3572.8**	**3592.9**	**4331.6**	**4577.8**
短期借款	0.0	170.0	296.0	405.5	0.0	0.0
应付款项	76.1	524.6	501.9	36.4	618.9	159.3
其他流动负债	-36.1	-618.5	-103.4	356.0	-176.9	459.6
流动负债	40.0	76.1	694.6	798.0	442.0	618.9
长期贷款	0.0	165.8	142.6	142.6	142.6	142.6
其他长期负债	36.1	618.5	103.4	-356.0	176.9	-459.6
负债	**76.1**	**860.4**	**940.6**	**584.6**	**761.5**	**301.9**
普通股股东权益	1419.1	1525.4	2632.2	3008.3	3570.1	4275.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债股东权益合计	**1495.2**	**2385.8**	**3572.8**	**3592.9**	**4331.6**	**4577.8**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.243	0.250	0.212	0.680	1.015	1.275
每股净资产	2.988	3.211	5.541	4.739	5.624	6.736
每股经营现金净流	0.774	0.268	-0.385	-0.096	2.273	0.453
每股股利	0.033	0.027	0.030	0.087	0.130	0.164
回报率						
净资产收益率	8.14%	7.80%	3.82%	14.34%	18.05%	18.94%
总资产收益率	8.55%	5.71%	3.39%	14.85%	17.68%	20.46%
投入资本收益率	10.17%	8.58%	4.22%	14.98%	18.31%	28.74%
增长率						
主营业务收入增长率	33.55%	17.17%	26.57%	59.89%	26.73%	19.79%
EBIT增长率	31.65%	6.65%	-11.04%	340.12%	43.53%	22.30%
净利润增长率	28.55%	2.98%	-15.46%	329.16%	49.33%	25.65%
总资产增长率	8.27%	59.56%	49.75%	0.56%	20.56%	5.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.81	4.71	4.64	3.45	5.10	3.83
存货周转天数		4.39	3.55	3.73	3.83	3.83
应付账款周转天数	22.05	14.09	2.63	3.17	375.16	5.21
固定资产周转天数	1.41	1.54	0.72	1.14	1.68	2.39
偿债能力						
净负债/股东权益	5.36%	56.40%	35.73%	19.43%	21.33%	7.06%
EBIT利息保障倍数	39.47	180.08	61.10	-20.56	-98.06	59.07
资产负债率	5.09%	36.06%	26.33%	16.27%	17.58%	6.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**2.00**	**2.00**	**2.00**	**2.00**	**2.50**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD