

强烈推荐-A (维持)

新大陆 000997.SZ

当前股价: 22.38 元  
2017年08月02日

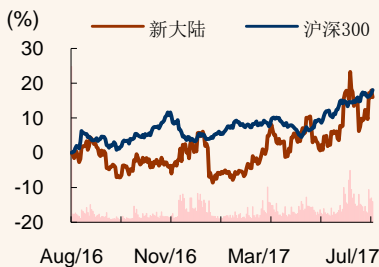
深度解构A股小蚂蚁金服

基础数据

上证综指	3293
总股本(万股)	93816
已上市流通股(万股)	92432
总市值(亿元)	210
流通市值(亿元)	207
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	22.4
资产负债率	55.8%
主要股东	新大陆科技集团有限
主要股东持股比例	32.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	23	17
相对表现	-3	12	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新大陆(000997)一疾风知劲草,“小蚂蚁金服”支付牌照顺利续展》2017-06-26
- 2、《新大陆(000997)一A股小蚂蚁金服,长缨在手缚苍龙》2017-04-26
- 3、《新大陆(000997)一支付收单+智能POS,成就A股小蚂蚁金服》2017-03-29

刘泽晶

010-57601795  
liuzejing@cmschina.com.cn  
S1090516040001

研究助理

刘玉萍  
liuyuping@cmschina.com.cn

研究助理

宋兴未  
songxingwei@cmschina.com.cn

本篇报告我们再次深入论述“A股小蚂蚁金服”新大陆这一稀缺标的的成长逻辑,同时针对投资者关心的商户运营和传统主业增长两方面的问题做详细解答。公司“支付收单-消费金融-商户运营”的增长逻辑正加速落地,继续维持“强烈推荐-A”评级。

- **普惠理念、增量市场,线下商户的小蚂蚁金服。**我们率先并坚定认为新大陆是“A股的小蚂蚁金服”,核心逻辑在于:差别于阿里对线上B2C交易流量数据的占领,公司将借智能POS这一重要的线下用户导流和数据收集端口卡位线下流量市场,目标推动线下商户的互联互通。以支付撬动数据流量,再以流量带动消费金融和商户运营服务。和蚂蚁金服不谋而合的是,公司亦定位长尾蓝海市场,发掘了小微商户的运营服务这一“新大陆”,增量市场逻辑给予公司更大成长空间。
- **商户运营平台带来人工成本节约和经营管理效率提升。**商户运营服务将带来的贡献和成效,一方面,智能POS聚合多样化功能,除满足商户全支付(刷卡、闪付、扫码)需要外,还将开放PaaS平台提供包括会员管理、权益营销等在内的SaaS型线下商户一站式服务。智能POS机将逐渐由商户支付管理终端向经营管理柜台和金融服务功能延伸,对于商户是直接的人工成本节约;另一方面,开放式的商户服务平台从支付前端向商企后台的运营管理延伸,可基于云平台提供类管理软件式应用,对于广大小微商户而言,可获取的应用服务得到扩充,同时帮助提升运营管理的效率。
- **传统硬件主业仍不乏生机。**支付设备的移动应用化升级催生了智能POS机,这一带有数据属性的智能终端将盘活存量支付设备市场,而新大陆在智能POS机市场具有明显的技术和先发优势;公司的信息识读芯片技术全球领先,在快递物流、商贸零售、医疗等领域应用广泛,帮助推动物联网在多行业场景的落地;而近几年公司国外业务也快速发展,扬帆海外。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**考虑此次增发摊薄,预计17-19年EPS为0.72/0.79/1.12元,对应PE为31/28/20倍。支付收单爆发式增长,POS主业稳健,综合消费金融及商户运营变现可期,维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**支付收单行业监管风险;商户运营发展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3045	3545	4742	5489	6972
同比增长	36%	16%	34%	16%	27%
营业利润(百万元)	418	517	790	958	1386
同比增长	23%	24%	53%	21%	45%
净利润(百万元)	336	461	678	812	1151
同比增长	22%	37%	47%	20%	42%
每股收益(元)	0.36	0.49	0.72	0.79	1.12
PE	62.5	45.5	31.0	28.3	19.9
PB	9.6	8.6	7.9	6.9	5.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、支付+智能 POS，成就 A 股小蚂蚁金服	4
1、以支付为入口，拓展应用场景	5
2、平台普惠商户运营，沉淀数据价值	8
二、普惠商户运营服务，降本增效	10
1、智能 POS 聚合多功能，节约配置成本	10
2、管理类应用，提升经营效率	12
三、硬件业务不乏生机，扬帆海外	14
1、智能 POS 盘活支付设备市场	15
2、信息识读多行业应用广泛	16
3、海外市场扬帆起航	19
4、行业信息化保持稳定	19
四、投资建议：维持“强烈推荐-A”评级	20

## 图表目录

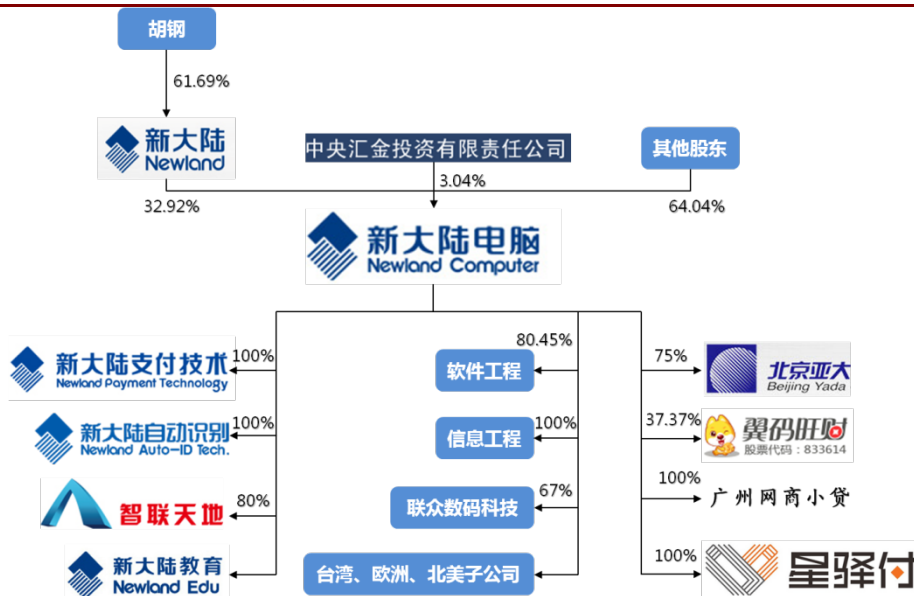
图 1：新大陆股权结构图，运营业务类内容丰富	4
图 2：蚂蚁金服商业模式	5
图 3：新大陆的商户一站式服务生态圈	5
图 4：新大陆从通用型支付应用切入，为商户提供一站式服务	6
图 5：银行卡支付收单流程图	7
图 6：商户服务平台建设规划图	9
图 7：智能 POS 机集多功能于一身	10
图 8：智能 POS 机全方位的支付结算管理功能	11
图 9：第三方支付交易规模仍在快速增长	11
图 10：新大陆智能 POS 机核心优势	12
图 11：翼码部分客户	12
图 12：翼码旺财 O2O 营销商业模式	13
图 13：基于智能 POS 的商户运营云平台	13
图 14：新大陆主营业务构成	14
图 15：公司的支付产品	15
图 16：公司的识读产品	15

图 17: 国内 POS 机行业发展历史.....	15
图 18: 智能 POS 机与传统 POS 机的对比.....	16
图 19: 联网 POS 机环比增量放缓.....	16
图 20: 智能 POS 前景良好.....	16
图 21: 公司识别类产品收入快速增长.....	17
图 22: 智联天地产品线.....	18
图 23: 快递员 PDA 用途.....	18
图 24: 条码识别设备在零售业商品管理中的应用.....	18
图 25: 识读设备在医疗领域应用广泛.....	18
图 26: 公司在海外市场的举措和成绩.....	19
图 27: 新大陆近年海外业务快速增长.....	19
图 28: 新大陆历史 PE Band.....	21
图 29: 新大陆历史 PB Band.....	21
表 1: 新大陆与蚂蚁金服对比.....	4
表 2: 线下支付产业链收入来源.....	6
表 3: 2016 年“96 费改”前后银行卡支付收单服务费对比.....	7
表 4: 新大陆二维码识读芯片技术全球领先.....	17
表 5: 移动信息化业务产品线: 通信运营支撑为主, 7 大产品线并行.....	19
表 6: 新大陆联众近年来陆续承担多项食品溯源重点项目.....	20
表 7: 公司未来三年盈利预测表.....	20
表 8: 估值对比表.....	21
附: 财务预测表.....	22

## 一、支付+智能 POS，成就 A 股小蚂蚁金服

我们一直坚定认为新大陆是 A 股的小蚂蚁金服，核心逻辑在于：区别于阿里对线上 B2C 交易流量数据的占领，公司将借智能 POS 这一重要的线下用户导流和数据收集端口卡位线下流量市场，以支付撬动数据流量，再以流量带动消费金融和商户运营服务。

图 1：新大陆股权结构图，运营业务类内容丰富



资料来源：招商证券

**普惠理念，增量市场。**和蚂蚁金服不谋而合的是，公司定位的亦是长尾蓝海市场。蚂蚁金服从线上支付切入，提供综合普惠金融服务；而公司从线下支付入口导入，发掘 6000-7000 万小微商户的运营服务这一“新大陆”，增量市场逻辑给予公司更大空间。

**蚂蚁金服线下商户端的合作伙伴。**市场或存在微信、支付宝扫码支付替代银行卡刷卡，侵蚀第三方支付收单市场的担忧，但实际上 C 端基因强大的微信、支付宝在扫码支付产业链扮演的主要是发卡行和清算组织的角色，第三方支付机构因为和商户的衔接能获取更高的手续费收入。此外，智能 POS 聚合了扫码支付功能在内，公司也一直是微信、支付宝主要的设备供应商，以及商户地推服务合作方。

表 1：新大陆与蚂蚁金服对比

	蚂蚁金服	新大陆
入口	支付宝	线下智能 POS
主要客群	线上商户及个人	6000-7000 万线下小微商户
服务能力	支付、营销、信用、金融、安全保障等	支付、SaaS 型经营管理服务、金融服务等
数据	商户及个人交易数据	商户支付数据、营销引流数据、会员系统、ERP 等
盈利来源	支付宝手续费、综合金融、数据应用变现	银行卡、扫码付等收单手续费、商户运营、消费金融
推广方式	网络效应	商户地推

资料来源：招商证券

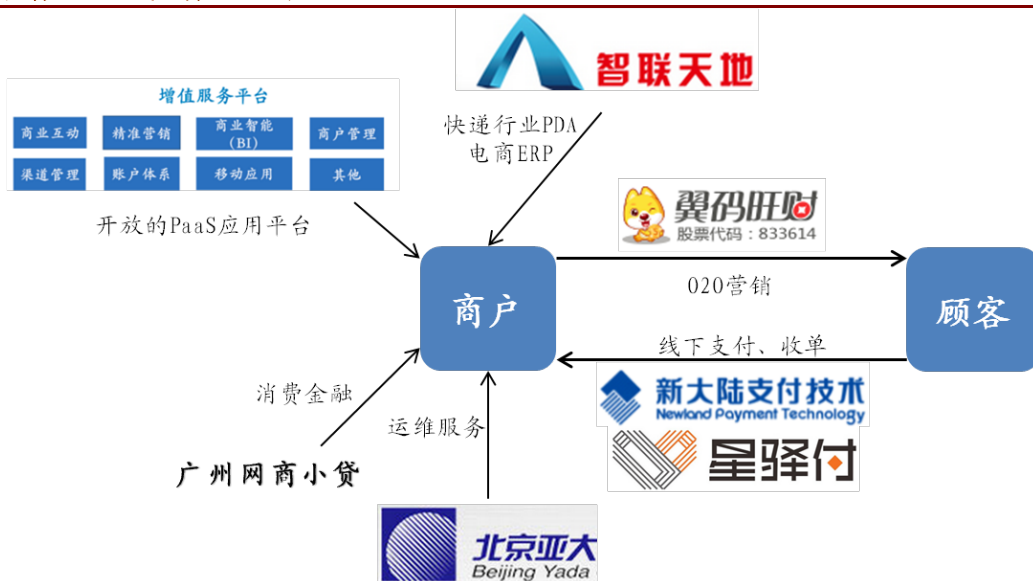
图 2: 蚂蚁金服商业模式



资料来源: 创业邦、招商证券

**新大陆的线下支付生态圈。**以支付收单为流量入口，开展消费金融业务，再基于智能 POS 和线下商户资源推进数据运营，结合已有的支付生态圈布局，可为商户提供贷款、理财、营销和大数据等全方位服务。

图 3: 新大陆的商户一站式服务生态圈

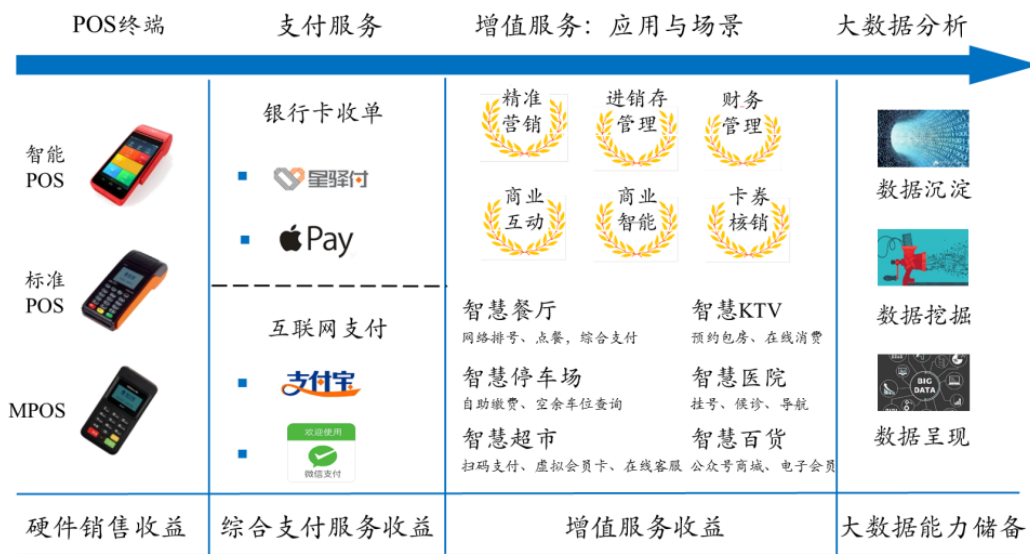


资料来源: 招商证券

### 1、以支付为入口，拓展应用场景

**支付的工具入口属性。**蚂蚁金服成长为超级金融巨头，支付宝功不可没，任何平台，获客和流量都是必须解决的首要问题，而智能 POS 终端在线下支付流量的获取上具备天然的渠道优势。

图 4: 新大陆从通用型支付应用切入, 为商户提供一站式服务



资料来源: 公司公告、招商证券

支付在圈住用户之后能够进一步拓展更多的应用场景, 支付宝入口后蚂蚁金服实现了理财、征信等综合金融服务, 而新大陆基于 POS 终端的支付, 除了带来收单服务收入外, 还可带来金融服务及各种增值服务的变现。

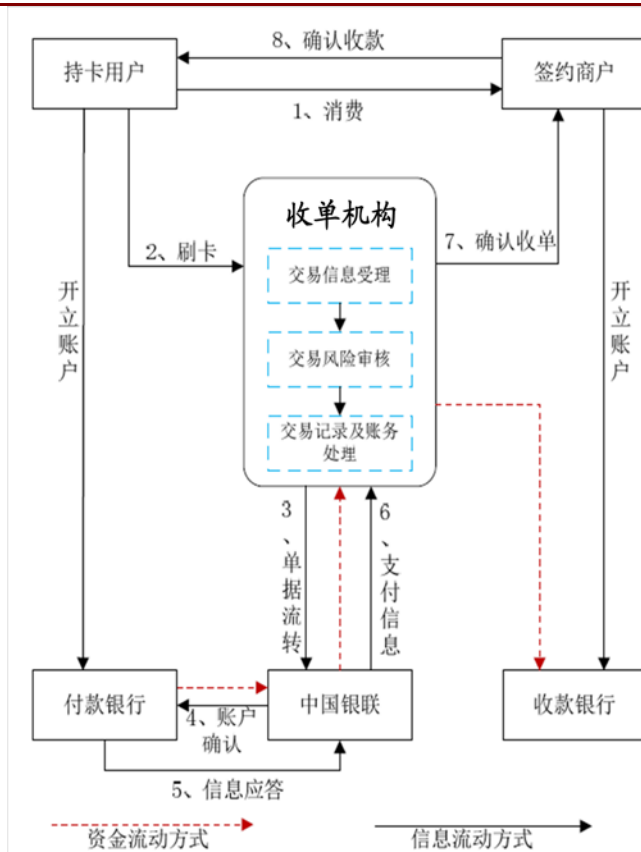
表 2: 线下支付产业链收入来源

项目	收入来源
POS 租赁收入	租赁推广模式下, 公司分期取得 POS 终端租赁收入
综合支付服务收入	提供综合支付服务, 从国通星驿或其他支付机构取得分润收入
增值服务收入	为商户提供增值服务可选套餐, 取得: (1) 年费、月费; (2) 专项服务费; (3) 第三方客户引流分润
金融服务	向客户提供短期信贷, 取得利差收入

资料来源: 公司公告、招商证券

银行卡收单机构服务费率在千 1.5 左右, 扫码支付手续费约千 2。商户的非现金交易支付收单的过程如下图所示, 服务费总共包括 3 方面: 发卡行服务费、银行卡清算组织网络服务费、第三方收单服务费 (分别对应下图资金流动链上的付款银行、中国银联和收单机构)。此外, 根据商户特殊需求, 收单机构可为经过进一步审查后的商户提供满足相关管理规定的 T+0、D+0 结算增值服务。银行卡支付收单服务费根据不同的商户类别, 不同的银行机构之间存在差异, 整体费率在千 6-7 左右, 分到第三方收单机构的费用大约在千 1.5 左右 (发卡行服务费一般是千 4-4.5, 银联清算服务费约为千 0.5-0.7)。普遍存在的一个误区是微信、支付宝扫码支付未来逐步替代银行卡刷卡, 从而侵蚀第三方支付收单机构利益, 但实际上微信、支付宝扮演的主要是发卡行和清算组织的角色, 第三方支付收单机构仍是扫码支付产业链中的一个环节, 且手续费率在千 2 左右。

图 5: 银行卡支付收单流程图



资料来源：拉卡拉招股说明书、招商证券

“96 费改”对规模以上第三方收单机构影响甚微。2016 年 9 月 6 日,国家发改委、中国人民银行颁布的《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》开始实施,具体的变动主要是:

- 取消行业分类定价,降低发卡行服务费率水平;
- 对发卡行服务费进行借贷记卡分离定价;
- 改变了网络服务费的收取模式,降低网络服务费费率水平;
- 收单服务费实行市场调节价,由收单机构与商户自主协商确定具体费率;
- 对部分商户实行发卡行服务费、网络服务费费率优惠措施。

从下表的明细对比我们可以看出,“96 费改”主要变动的是发卡行和银联清算的服务费模式,市场化的定价对于第三方收单机构整体市场或存在一定的冲击,但是对于规模以上的收单机构而言存在行业集中度提升的利好。

表 3: 2016 年“96 费改”前后银行卡支付收单服务费对比

相关方	新政策 商户类别	96 费改后	96 费改前
-----	-------------	--------	--------

发卡行 服务费	标准类	借记卡: 交易金额的 0.35% (单笔封顶 13 元) 贷记卡: 交易金额的 0.45% (不封顶)	餐娱类: 交易金额的 0.9% (房地产和汽车销售封顶 60 元) 一般类: 交易金额 0.55% (批发类封顶 20 元)
	优惠类	借记卡: 交易金额的 0.273% (单笔封顶 10.14 元) 贷记卡: 交易金额的 0.351%	民生类: 交易金额的 0.26%
	减免类	0	公益类: 0
银联服务费	标准类	分别向发卡机构、收单机构收取交易金额的 0.0325% (单笔封顶 3.25 元)	餐饮类: 交易金额的 0.13% (房地产和汽车销售封顶 10 元) 一般类: 交易金额的 0.08% (批发类封顶 2.5 元)
	优惠类	分别向发卡机构、收单机构收取交易金额的 0.0254% (单笔封顶 2.54 元)	民生类: 交易金额的 0.04%
	减免类	0	公益类: 0
收单服务费	标准类	市场化定价	餐饮类: 交易金额的 0.22% (房地产和汽车销售封顶 10 元) 一般类: 交易金额的 0.15% (批发类封顶 3.5 元)
	优惠类		民生类: 交易金额的 0.08%
	减免类		公益类: 成本价
总体原则	不区分商户类别, 借贷分离, 实行政府指导价、上限管理		区分商户类别指定商户手续费, 即餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生费 0.38% 和公益类 0, 并按 7:2:1 的比例在发卡银行、收单机构及卡组织之间分配。借贷合一, 政府指导定价, 特定行业上限管理。

资料来源: 支付圈、招商证券

**支付牌照收紧, 产业龙头持续受益。**从 15 年下半年开始, 央行收紧支付牌照的发放, 目前具有全国性支付收单牌照的机构仅 43 家, 在监管趋严的环境下, 行业集中度将进一步提高。2017 年 6 月 26 日, 央行官网公布第四批非银行支付机构《支付业务许可证》续展决定, 9 家将被注销支付牌照, 2 家被缩减业务范围。央行整顿支付市场决心斐然, 去“二清”之风疾劲, 强监管已成常态, 支付收单产业龙头将持续受益。公司控股子公司福建国通星驿的全国银行卡收单业务牌照顺利续展, 有效期增至 2022 年 6 月 26 日。受益上市公司背书和自身渠道建设, 收单流水排位大幅跃升, 市场份额不断提高, 带来业绩的爆发式增长。

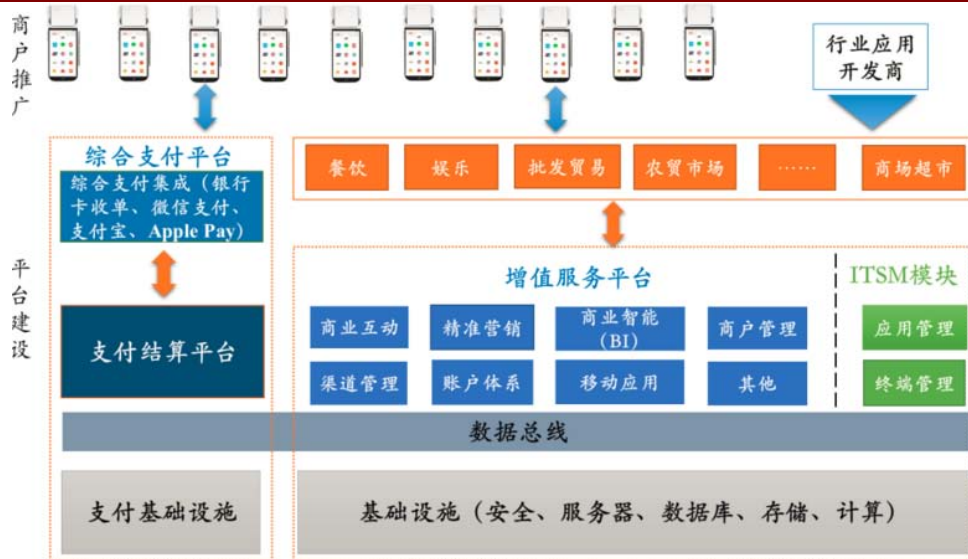
## 2、平台普惠商户运营, 沉淀数据价值

**蚂蚁金服的规模化商户运营生态。**除支付宝带来的支付能力外, 蚂蚁金服还拥有淘宝生态圈, 规模化地实现了商户运营。平台帮助线上商户便捷支付、获取金融服务、精准营销、有效获客等, 同时具备金融能力、信用能力、营销能力、以及安全保障能力。



平台之上开放引入独立的第三方软件开发商，满足商户生态需求，提升各项业务环节的体验同时降低成本。营销方面，借助用户端授权的数据，以及第三方服务商提供的产品与服务，帮助商户建立数据挖掘的能力，从而辅助获客、营销等环节。结合支付宝端的发券及会员卡的能力，可实现多场景之间的交叉营销，亦帮助商户进行市场拓展。

图 6：商户服务平台建设规划图



资料来源：公司公告、招商证券

公司定增建设商户服务平台，以硬件设备为入口推动业务运营。公司定增募资 15.78 亿元将在 36 个月铺设 216 万台 POS 终端，主要为智能 POS 机，目标实现新增 162 万商户的拓展。商户服务云平台包括综合支付、增值服务及 IT 服务管理在内，其中支付平台除了搭载自己的收单服务外，还将集成微信、支付宝等互联网支付方式；而服务平台也计划接入第三方商业服务软件，如大众点评、美团等。

**数据是蚂蚁金服综合普惠金融服务的支撑。**金融的关键在于对风险的把控，风控的核心是征信能力，而征信的核心就在数据，而只有用户基数足够多的数据才是有价值的。蚂蚁金服对于传统银行服务没有覆盖到的人群和场景的规模化运营，有效率地盘活了长尾客户这个增量市场，而其搭建的征信和金融云平台亦成为核心价值所在。

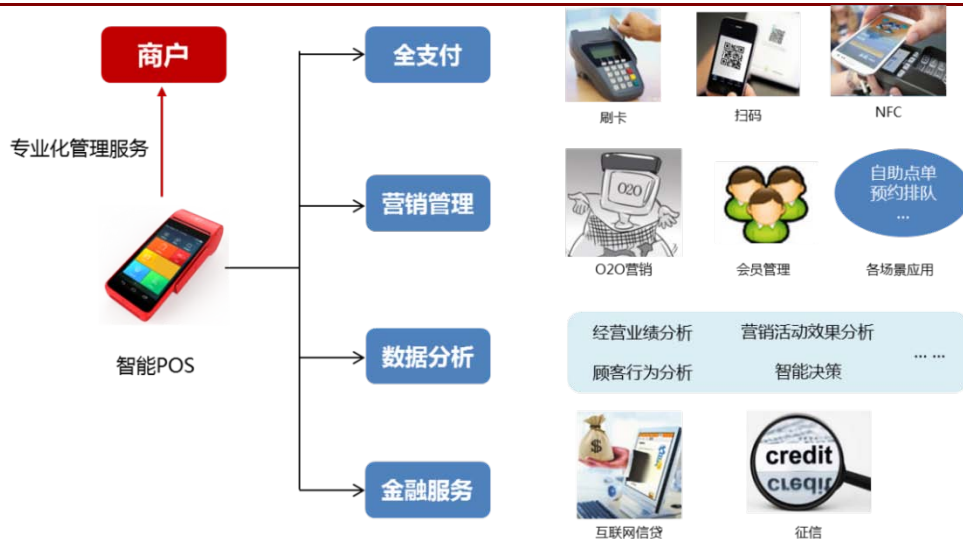
**商户服务平台沉淀数据，推动向数据运营的延伸。**公司以智能 POS 为切入口，搭载多样化商户应用，在扩大商户服务的广度和深度同时，挖掘更丰富的经营和交易数据。交易数据是关于商户的纯度最高的数据，可实现多维度变现，再结合公司内容丰富的支付产业生态圈，通过优质的 B 端和中介收获 C 端价值。

## 二、普惠商户运营服务，降本增效

公司发掘了数千万小微商户的运营服务这一“新大陆”，商户运营的成效和贡献会是什么呢？

- 一方面，智能 POS 机聚合了多样化的功能，除满足企业商户全支付（刷卡、闪付、扫码）需要外，还将在通用型应用之外开放 PaaS 平台，引入第三方合作伙伴，为商户提供包括会员管理、权益营销等在内的 SaaS 型线下商户一站式服务。智能 POS 机将逐渐由商户支付管理终端向经营管理柜台和金融服务功能延伸，对于商户是直接的人工成本节约；
- 另一方面，开放式的商户服务平台从支付前端向商企后台的运营管理延伸，可基于云平台提供类管理软件式应用，对于广大小微商户而言，可获取的应用服务得到扩充，同时帮助提升运营管理的效率。

图 7：智能 POS 机集多功能于一身

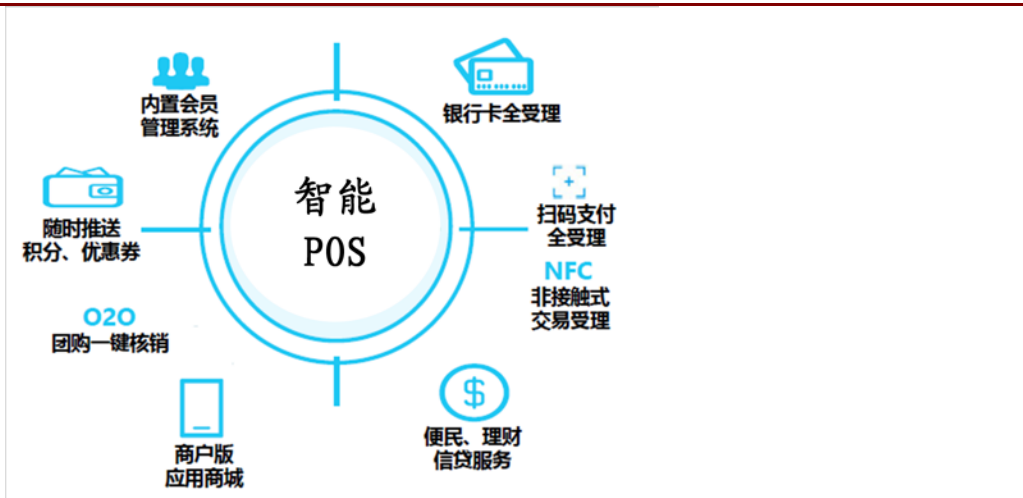


资料来源：招商证券

### 1、智能 POS 聚合多功能，节约配置成本

**聚合支付，节省交易成本。**智能 POS 机集成了银行卡、NFC 和二维码等多种支付方式，一机即可实现支付、卡券核销、会员管理等全方位支付结算管理功能，融合了部分个人生活服务平台功能，提升客户支付体验的同时节约了双方的交易成本。

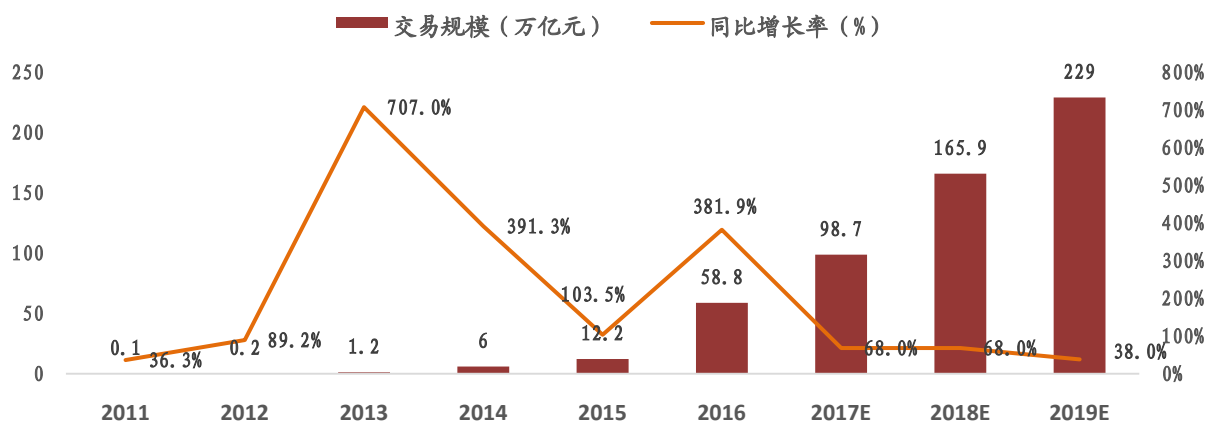
图 8: 智能 POS 机全方位的支付结算管理功能



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

公司从支付切入商户运营具有全产业链优势。我国第三方支付交易规模快速增长, 预计今年将接近百万亿元, 以微信、支付宝为代表的扫码支付更是迅猛发展, 公司也一直是微信、支付宝主要的设备供应商, 以及商户地推服务合作方。第三方支付规模的快速扩张也为以智能 POS 机为入口的商户运营提供了更好的数据基础。公司作为国内 POS 龙头, 在进行商户拓展时相比其它收单机构可节约 25—35% 的硬件成本, 同时具备质量优势, 而公司布局的多个子公司在商户运营方面也经验丰富。

图 9: 第三方支付交易规模仍在快速增长



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

硬件生产商出身, 公司在支付收单产业链上能够对下游用户的需求做最及时有效的响应。公司的子公司国通星驿积累了超过 100 万合作商户; 翼码科技在 O2O 领域积累了涉及 53 个行业的 22 万线下商户; 北京亚大为 30 余万商户提供 POS 机售后服务; 广州网商小贷亦具备消费金融经验, 公司的全产业链协同优势显著。

图 10: 新大陆智能 POS 机核心优势



资料来源：公司公告、招商证券

## 2、管理类应用，提升经营效率

“智能 POS+商户运营平台+后端云”为中小企业提供一站式服务。我国 6、7 千万的小微商户普遍存在经营手段单一、经营效率低下的问题，受电商冲击严重，运用“互联网+”提升经营效率的需求强烈，且不少还有临时性的金融服务需求。公司通过智能 POS 终端与商户运营平台的连接与信息交互，向商户提供包含经营管理、销售支付、金融服务等模块，促进商户管理效率的改善、运营成本的降低，以及服务渠道价值的拓展等。实现个人、商户企业、生产企业、金融机构间的金融服务连接和商品供销连接。

### ➤ 集约管理生活服务应用

可承担商户所需求的大部分业务需求，包括银行卡受理、移动支付受理、团购券核销、外卖接单、打印排队单据、积分兑换等；广告、传单、促销活动管理等营销管理；包括手机充值、信用卡还款、公交卡充值等等各种便民服务。

公司的子公司翼码科技是我国二维码电子凭证产品的先行者及基于二维码构建 O2O 营销业务的探索者与实践者，打通线上近千条社交网络、搜索引擎、电商平台渠道，连接线下数以亿计的二维码标签，形成以“二维码”为接口的渠道联盟。

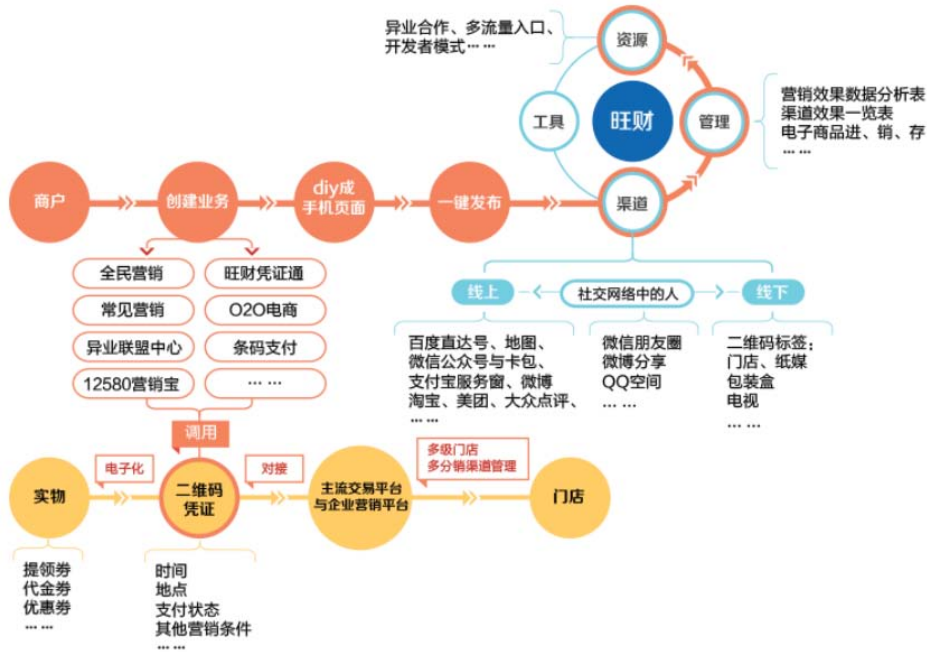
图 11: 翼码部分客户



资料来源：招商证券

翼码旺财为商户提供完整的“线上顾客引流、线下支付交易、线上信息收集”的闭环式 O2O 营销服务。

图 12: 翼码旺财 O2O 营销商业模式



资料来源：公司公开转让说明书、招商证券

➤ 商户管理系统

开放的智能终端与收银系统，ERP 管理系统，会员系统连接，实现不同系统之间的信息联动，帮助商家更好地建立数据通信，降低业务成本，减少人工差错，增强内控服务等。

➤ 基于商户经营数据的金融服务

基于商户交易数据的征信、信贷、保理等业务。

图 13: 基于智能 POS 的商户运营云平台



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

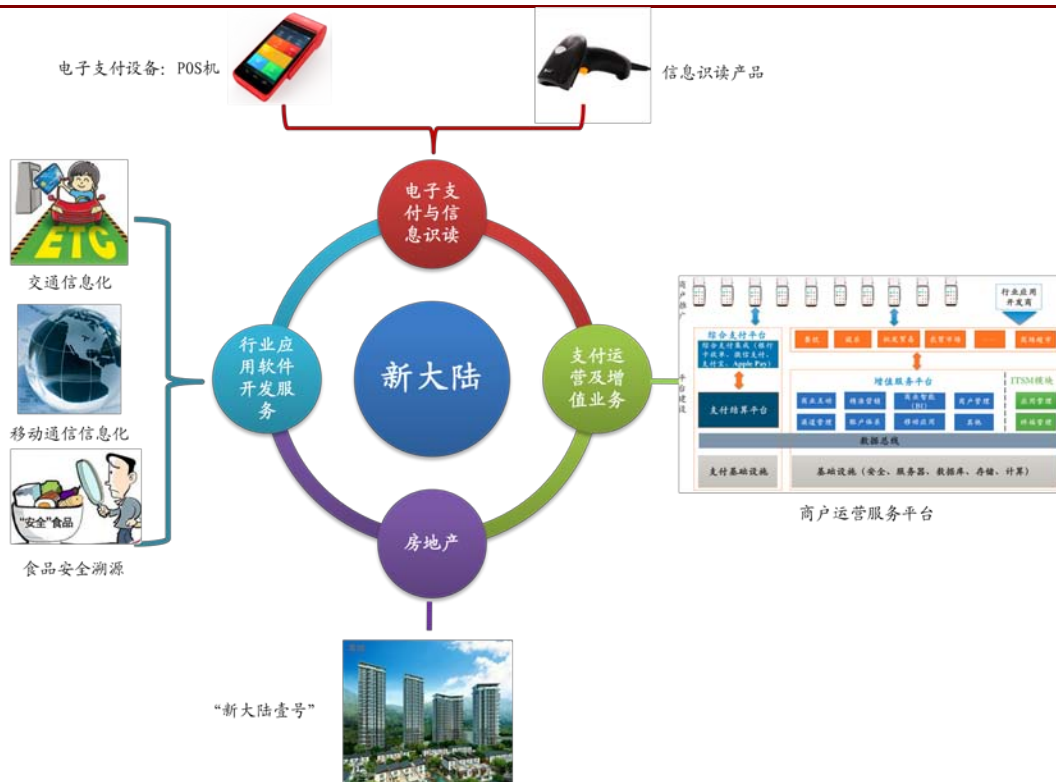
➤ 云端中小企业 SAAS 服务

商户运营的 PaaS 平台，在支付、商户营销等通用化应用外，叠加定制化内容式应用服务。通过智能 POS + 云端 SAAS 应用服务中小商家，包括：进销存、会计记账/网上报税等、会员管理、微信公众平台、支付宝服务窗、百度直达号等平台集成管理、商户移动电子商务平台、第三方厂商或开发者参与的开放平台等

### 三、硬件业务不乏生机，扬帆海外

公司积极推动“硬件供应-业务运营-数据运营”的转型，A 股小蚂蚁金服的新成长逻辑加速落地，同时，公司传统的硬件主业仍不乏生机和增长。公司在 POS 机和扫码设备领域颇有建树，是国内及亚太区第一、全球第三大 POS 机设备供应商，以及国内最大的条码支付设备供应商。智能 POS 终端盘活存量 POS 市场，信息识读产品行业应用广泛，而海外市场亦生机勃勃。

图 14：新大陆主营业务构成



资料来源：招商证券

图 15: 公司的支付产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 16: 公司的识读产品

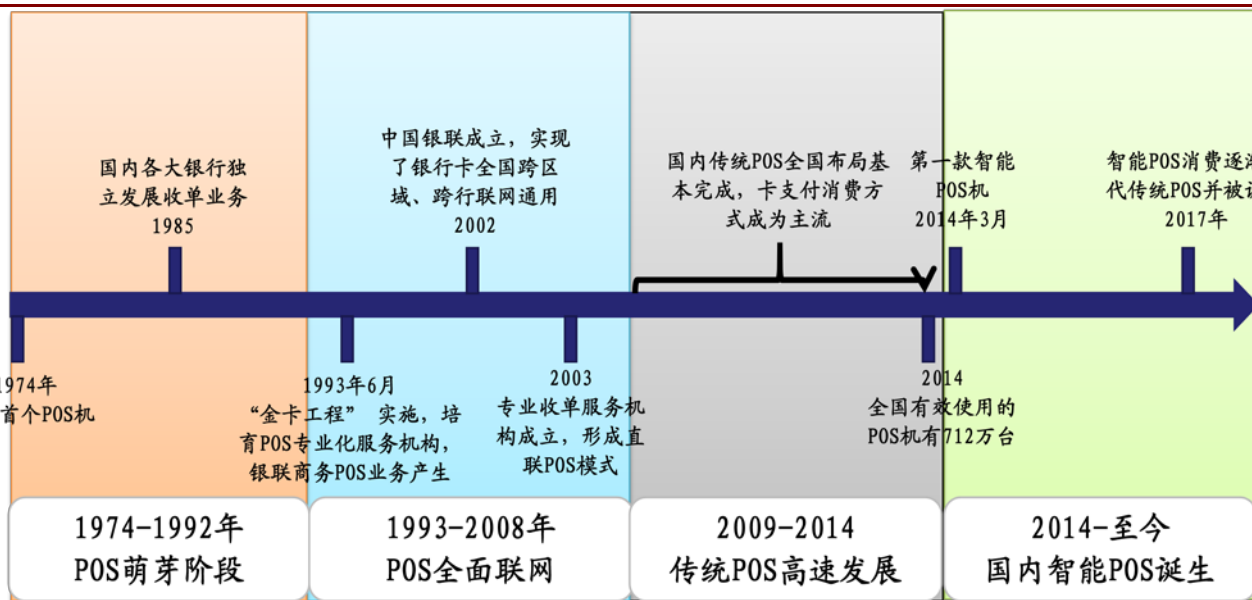


资料来源：公司官网、招商证券

### 1、智能 POS 盘活支付设备市场

支付设备的移动应用化升级催生智能 POS。POS 机在满足线下收单这一基本功能外，随着各种互联网应用的发展，面临多方面功能提升需求。虽然在相对落后地区提高渗透率的成长逻辑仍然成立，但是智能 POS 机由于聚合支付及多样化应用优势正加速成为支付设备市场主要增长力，从 2014 年产生第一款智能 POS 机开始，这一升级的支付设备终端加速渗透。

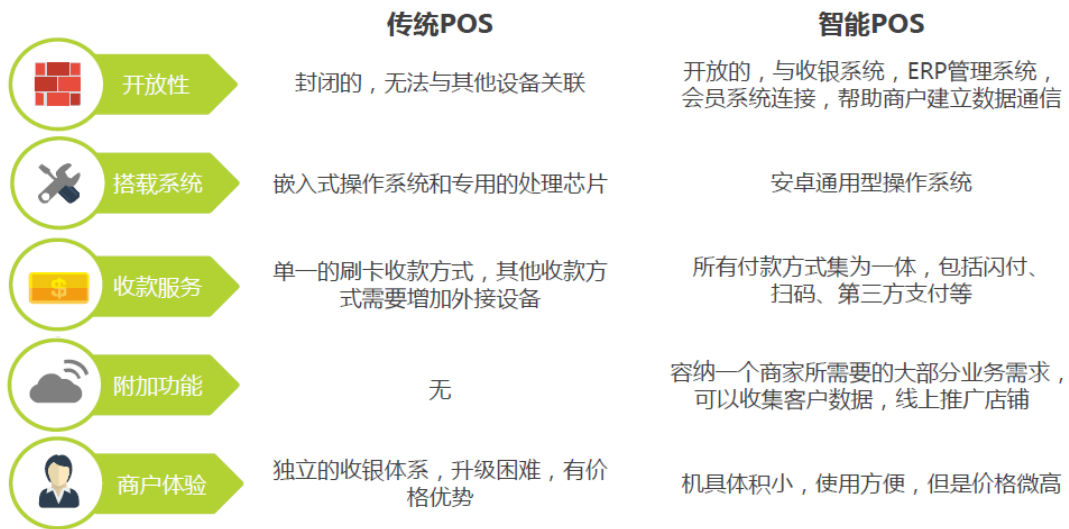
图 17: 国内 POS 机行业发展历史



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

智能 POS 机是一个基于移动互联网云服务的专业智能商业管理终端，在传统 POS 的基础上增加了智能平台和 3G 通讯，支持多种支付方式，并具备多种功能。它从支付环节出发，实现对商户和消费者数据的采集和分析应用。

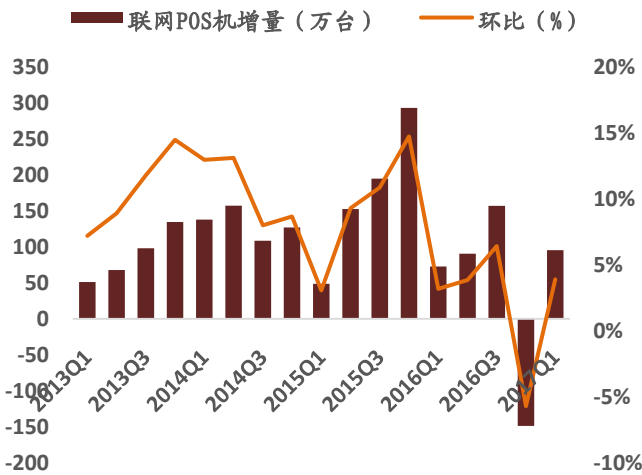
图 18: 智能 POS 机与传统 POS 机的对比



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

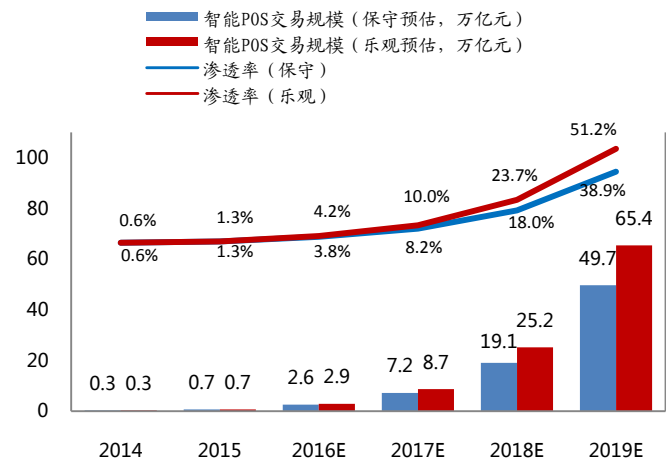
新大陆在智能 POS 硬件端先发优势显著。作为国内 POS 机龙头，公司生产的智能 POS 机质量优良，主力产品 N900 在 2016 年打败 14 家竞争对手拿下唯一的银联商务主流招标包件，增量市占率近半，客户认可度佳。智能 POS 相对传统 POS 存在更高的进入壁垒，虽然总体 POS 机增量环比增速放缓，但智能 POS 加速渗透和替代，平均单个 POS 机负荷的收单流量也在上升。

图 19: 联网 POS 机环比增量放缓



资料来源：央行、招商证券

图 20: 智能 POS 前景良好



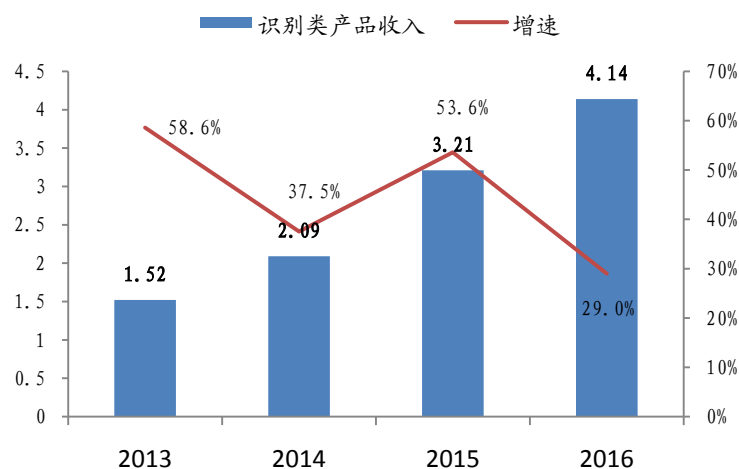
资料来源：艾瑞咨询、招商证券

## 2、信息识读多行业应用广泛

公司信息识读类产品高速增长。除了移动支付以外，条码识别技术也广泛应用于快递、连锁零售（非支付）、工业制造、医疗健康、产品溯源等其他领域。条码技术下游应用领域的发展和应用层次的深化驱动产业发展，相比移动支付，这些领域扫码环境往往更加复杂，对识别设备的性能要求更高，公司该项业务凭借技术优势快速增长。



图 21: 公司识别类产品收入快速增长



资料来源: 公司年报、招商证券

**新大陆信息识读芯片技术全球领先。**从 2010 年公司推出全球首颗二维码解码芯片以来, 公司的芯片技术一直全球领先, 目前是国内唯一一家掌握二维码自主核心技术的企业。公司同时还是行业标准的制定者, 参与多项国家级行业标准的制订, 部分主持编写的标准意义重大。

表 4: 新大陆二维码识读芯片技术全球领先

时间	事件	意义
2004	新大陆二维码引擎研发成功	国内唯一, 国际上少数掌握此技术的企业, 并出口到韩国和美国
2005	中国第一张电子票在新大陆诞生	为 O2O 行业的发展提供了基本条件
2006	完成了一系列对二维码识读引擎的开发和完善	技术水平与国际先进制造商同步
2010	发布全球首颗二维码解码芯片“中国芯”	相比软件解码速度提高 10 倍以上, 识读效率提高 30-50 倍; 解码核心技术能力跻身国际一流
2012	发布全球首颗第二代二维码解码芯片	全面支持市场主流的二维码与国际通用一维条码, 覆盖了 99% 以上的市场应用范围
2014	研发出首个汉信码解码芯片及相应的识读软件, 参与多项国家级行业标准的制订	主持编写的《非接触式一维码扫描枪通用规范》、《非接触式二维码扫描枪通用规范》被列为工信部 2014 年重点行标项目, 《面阵式二维码识读头通用规范》填补了国内标准空白, 达到国际领先水平。
2015	第三代二维码解码芯片成功流片	较第二代增加了汉信码(税控行业)、CODE32、Febraban48(南美银行业内规范)码制的解码算法; 能够适应各种非纸质应用拍摄, 功耗明显降低至毫安级, 极大增强了其使用范围

资料来源: 公司公告、招商证券

**依托智联客户渠道, 信息识读产品进军快递市场。**快递行业“圈地现象”严重, 快递公司往往选择固定的供应商, 行业关系壁垒较高。智联天地与圆通有着长期稳定的合作关系, 并正逐渐打开邮政、韵达、UPS 等快递公司合作渠道。新大陆产品优势将借助智联客户渠道进一步发挥。

图 22: 智联天地产品线



资料来源: 公司网站、招商证券

随着快递行业信息化发展, PDA(手持移动终端)成为快递员必备机具之一, 不断增长的业务量刺激快递行业 PDA 需求。

图 23: 快递员 PDA 用途



资料来源: 招商证券

识读产品在零售和医疗等领域推动物联网落地。目前我国工业总体还处于“有量无质”的阶段, 工业生产的自动化、智能化已被《中国制造 2025》发展战略定位为重点发展领域。基于条码识别技术的“机器视觉”是现代工业自动化重要领域之一, 有望快速渗透发展。

图 24: 条码识别设备在零售业商品管理中的应用



资料来源: 招商证券

图 25: 识读设备在医疗领域应用广泛

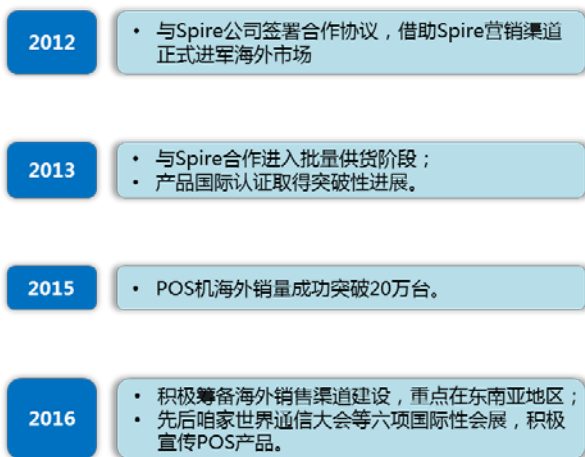


资料来源: 招商证券

### 3、海外市场扬帆起航

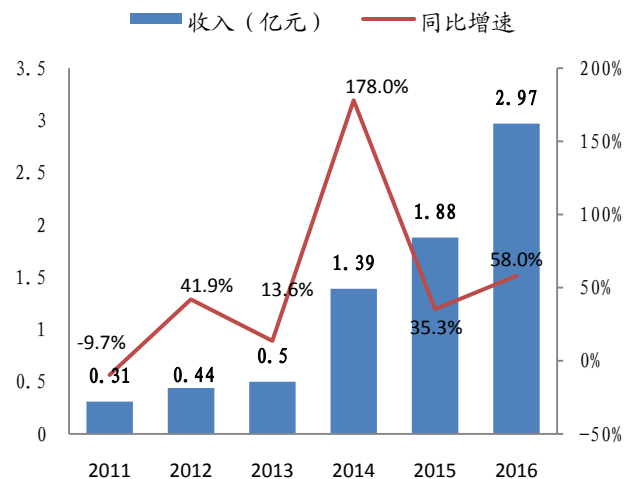
海外支付及识别产品市场相比国内空间广阔，毛利更高，将是公司未来重点开拓的领域之一。海外市场目前处于寡头垄断格局（Ingenico、Verifone、百富占据近 85% 的份额），但整体市场空间是国内的 5 倍以上，且国外 POS 机市场毛利率平均在 40-50%，远高于国内平均 20%-30% 的水平。公司近年来积极布局海外市场，在东南亚自建渠道，台湾、欧洲、北美也有子公司拓展，2016 年实现海外 POS 机销量超 25 万台。

图 26：公司在海外市场的举措和成绩



资料来源：公司年报、招商证券

图 27：新大陆近年海外业务快速增长



资料来源：Wind、招商证券

### 4、行业信息化保持稳定

交通信息化积极拓展福建省外市场，以交通为切入口，涉足智慧城市。交通信息化之外，公司还涉足电子政务、智能交通、平安城市等智慧城市领域，预计公司凭借在高速公路信息化领域多年积累的技术、经验和品牌基础，将重点发展市内智能交通业务，并逐步向智慧城市其他领域拓展。

移动信息化业务转型云计算&大数据。公司的移动通信支撑服务业务，以 BOSS 系统为基础，为移动运营商提供信息化解决方案，积累了移动、联通、电信、国家广播电视等客户。现积极探索新领域：云计算方面，公司分布式计算平台和云维护平台产品“NL-详单云”已面世；大数据方面，公司基于研究院 Hadoop 平台，构建混搭式企业级大数据平台，负责跨域数据整合和企业级 IT 资源池建设，目前已推出一系列面向各领域的大数据产品；同时，公司积极探索移动互联网、物联网、第三方测试等新领域，目前已形成“通信运营支撑为主，7 大产品线并行”的产品结构。

表 5：移动信息化业务产品线：通信运营支撑为主，7 大产品线并行

业务门类	具体产品
业务运营支撑（主营）	渠道经理平台产品、公共事业待收费产品、行商支撑客户端产品、手机经分产品、全业务流程监控系统、移动式多业务操作平台、酬金系统、综合业务自动化探测解决方案、集团客户业务专区
大数据	NL-SAP 自助分析产品、智慧旅游解决方案、有价值客户保有解决方案、移动媒体广告解决方案、收入保障解决方案、NL-流量运营解决方案、客户标签平台、成本效益提升解决方案、NL-NewHadoop 企业版
移动互联网	手机门户平台

敬请阅读末页的重要说明

云计算	NL-详单云
物联网	物联网云支撑平台、智慧追溯平台、智慧车网综合服务管理平台
企业信息化	NL-人力资源管理系统、NL-综合办公平台、NL-企业信息门户
其它	第三方测试

资料来源：公司网站、招商证券

**食品安全问题带来溯源产业发展机遇。**2010年起国家陆续投入大量财政资金支援全国城市建立肉菜流通追溯体系，公司食品溯源市场领先。经营十余年，公司已建立从硬件设备到软件平台完整产品体系，是国内少数几家在流通追溯领域真正具备软硬件产品知识产权化、系统集成应用一体化的“一站式”解决方案提供商，也是目前国内唯一一家从种植养殖到餐桌实现闭环追溯的解决方案提供商，近年来陆续承接多项重点项目。

**表 6：新大陆联众近年来陆续承担多项食品溯源重点项目**

承接项目	覆盖城市
肉菜流通追溯体系集成项目	杭州、大连、南昌、海口
商务部全国肉类蔬菜流通追溯体系建设采购项目	北京、长春、郑州、贵阳、西宁、苏州、芜湖、潍坊
福建省“放心肉”服务体系肉品质量安全信息可追溯系统	福建省
农业部动物标识及疫病可追溯系统建设	
国家兽药产品追溯信息系统建设	

资料来源：公司网站、招商证券

## 四、投资建议：维持“强烈推荐-A”评级

我们预计公司未来几年的核心增长驱动力将来自于支付运营及增值服务，主要包括国通星驿的收单服务费和支付产业生态圈内的消费金融及商户运营服务费。公司的电子支付及信息识读业务将在智能 POS 和信息识读多行业应用的带动下维持 15-20% 的增速；房地产业务在 2018 年收入确认完成后将终止；行业应用软件开发及服务随十三五规划的推进稍有企稳。

我们预计公司 17-19 年的营业收入分别为 47.42、54.89、69.72 亿元，归属母公司的净利润分别为 6.78、8.12、11.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.72、0.87、1.23 元，若考虑此次 15.8 亿元的定增摊薄，预计摊薄 17-19 年摊薄 EPS 分别为 0.72、0.79、1.12 元，当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 31X/28X/20X。

**表 7：公司未来三年盈利预测表**

业务	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017E	2018E	2019E
电子支付及信息识读	9.84	5.23	13.20	7.55	16.52	19.82	22.80	26.22
YoY	29.14%	21.90%	34.07%	44.56%	25.13%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	30.89%	30.18%	27.57%	26.35%	26.11%	26.50%	26.00%	25.50%
房地产	5.88	5.19	6.93	5.86	8.04	8.04	1.61	
YoY	39.33%	288.59%	17.86%	12.79%	16.04%	0.00%	-80.00%	
毛利率	47.78%	47.93%	51.20%	52.86%	46.78%	50.00%	50.00%	
行业应用软件开发及服务	6.51	3.09	10.23	2.36	8.60	9.46	10.41	11.45
YoY	-2.71%	45.69%	56.97%	-23.47%	-15.87%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	47.18%	50.39%	41.13%	49.07%	47.24%	48.00%	48.00%	48.00%
支付运营及增值服务					2.17	9.98	19.96	31.94
YoY						360.00%	100.00%	60.00%

毛利率					42.61%	40.00%	50.00%	60.00%
合计	22.35	13.54	30.45	15.83	35.45	47.42	54.89	69.72
YoY	20.20%	73.02%	36.23%	16.89%	16.40%	33.79%	15.75%	27.02%
毛利率	40.11%	41.83%	37.91%	39.85%	37.11%	37.55%	39.55%	44.96%

资料来源: Wind、招商证券

表 8: 估值对比表

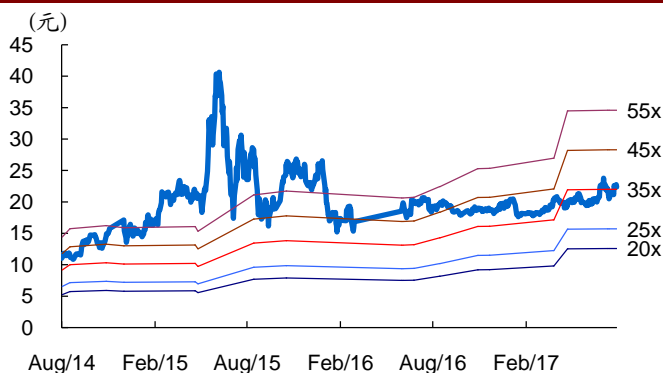
公司名称	证券代码	2017EPS	2018EPS	2019EPS	PE (17)	PE (18)	PB	市值 (亿)
新大陆	000997.SZ	0.72	0.79	1.12	31	28	8.14	210
证通电子	002197.SZ	0.21	0.24	0.35	59	52	2.37	64
新国都	300130.SZ	0.69	0.84	1.08	27	22	3.03	44
华峰超纤	300180.SZ	0.47	0.69	0.97	54	37	3.47	161

资料来源: Wind、招商证券

风险提示:

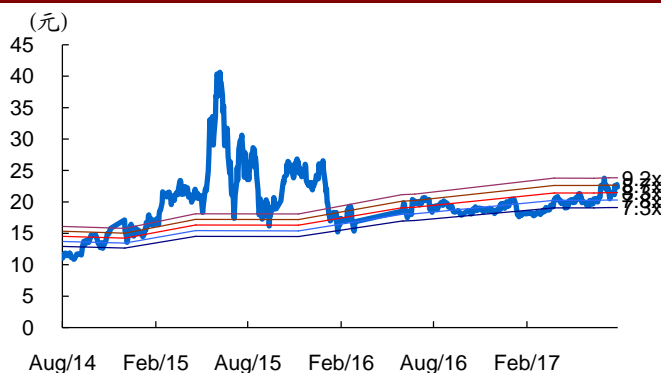
- 1) 支付收单行业监管风险;
- 2) 消费金融业务拓展低于预期;
- 3) 商户运营发展低于预期。

图 28: 新大陆历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 29: 新大陆历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 《新大陆 (000997) —疾风知劲草, “小蚂蚁金服” 支付牌照顺利续展》, 2017-06-26
- 《新大陆 (000997) —A 股小蚂蚁金服, 长缨在手缚苍龙》, 2017-04-25
- 《新大陆 (000997) —支付收单+智能 POS, 成就 A 股小蚂蚁金服》, 2017-03-29
- 《新大陆 (000997) —核心主业高速增长, 海外业务拓展有望提速》, 2016-08-17
- 《新大陆 (000997) —以牌照撬动支付数据运营, 发展战略拥抱 “资本时代”》, 2016-06-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4142	4766	5273	6385	7985
现金	772	1568	1074	1550	1956
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	57	12	17	19	24
应收款项	658	788	1028	1190	1512
其它应收款	93	784	1049	1214	1542
存货	1659	1308	1698	1941	2361
其他	903	306	407	470	591
<b>非流动资产</b>	656	1511	1495	1480	1467
长期股权投资	74	148	148	148	148
固定资产	149	154	158	161	165
无形资产	32	174	156	141	127
其他	402	1036	1033	1030	1028
<b>资产总计</b>	<b>4798</b>	<b>6277</b>	<b>6767</b>	<b>7865</b>	<b>9452</b>
<b>流动负债</b>	2482	3432	3676	4034	4651
短期借款	80	46	0	0	0
应付账款	744	757	989	1131	1375
预收账款	1090	1075	1404	1606	1953
其他	569	1553	1282	1297	1322
<b>长期负债</b>	3	319	319	319	319
长期借款	0	60	60	60	60
其他	3	259	259	259	259
<b>负债合计</b>	<b>2485</b>	<b>3751</b>	<b>3995</b>	<b>4353</b>	<b>4971</b>
股本	939	938	938	1025	1025
资本公积金	31	17	17	17	17
留存收益	1215	1489	1697	2306	3213
少数股东权益	129	83	120	164	226
归属于母公司所有者权益	2184	2443	2652	3348	4255
<b>负债及权益合计</b>	<b>4798</b>	<b>6277</b>	<b>6767</b>	<b>7865</b>	<b>9452</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	800	1107	301	567	619
净利润	336	461	678	812	1151
折旧摊销	27	30	43	42	40
财务费用	7	3	3	(7)	(10)
投资收益	(28)	(46)	(46)	(46)	(46)
营运资金变动	444	633	(424)	(283)	(589)
其它	14	25	46	50	74
<b>投资活动现金流</b>	(418)	170	19	19	19
资本支出	(10)	(65)	(27)	(27)	(27)
其他投资	(408)	235	46	46	46
<b>筹资活动现金流</b>	(227)	(483)	(813)	(110)	(233)
借款变动	57	(229)	(341)	0	0
普通股增加	418	(0)	0	87	0
资本公积增加	(435)	(14)	0	0	0
股利分配	(260)	(469)	(469)	(203)	(244)
其他	(7)	230	(3)	7	10
<b>现金净增加额</b>	<b>156</b>	<b>794</b>	<b>(494)</b>	<b>476</b>	<b>405</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3045	3545	4742	5489	6972
营业成本	1899	2229	2912	3330	4050
营业税金及附加	165	156	209	242	307
营业费用	148	168	224	260	330
管理费用	414	486	651	753	956
财务费用	9	8	3	(7)	(10)
资产减值损失	19	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	28	46	46	46	46
<b>营业利润</b>	418	517	790	958	1386
营业外收入	40	58	58	58	58
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	457	572	846	1014	1442
所得税	88	86	131	158	228
<b>净利润</b>	369	486	715	856	1214
少数股东损益	33	25	37	44	62
<b>归属于母公司净利润</b>	336	461	678	812	1151
<b>EPS (元)</b>	0.36	0.49	0.72	0.79	1.12

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	36%	16%	34%	16%	27%
营业利润	23%	24%	53%	21%	45%
净利润	22%	37%	47%	20%	42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.6%	37.1%	38.6%	39.3%	41.9%
净利率	11.0%	13.0%	14.3%	14.8%	16.5%
ROE	15.4%	18.9%	25.6%	24.2%	27.1%
ROIC	14.2%	15.0%	23.4%	22.3%	25.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.8%	59.8%	59.0%	55.4%	52.6%
净负债比率	1.7%	6.4%	0.9%	0.8%	0.6%
流动比率	1.7	1.4	1.4	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.2	1.5	1.9	1.8	1.9
应收帐款周转率	5.4	4.9	5.2	4.9	5.2
应付帐款周转率	3.2	3.0	3.3	3.1	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.36	0.49	0.72	0.79	1.12
每股经营现金	0.85	1.18	0.32	0.55	0.60
每股净资产	2.33	2.60	2.83	3.26	4.15
每股股利	0.50	0.50	0.22	0.24	0.34
<b>估值比率</b>					
PE	62.5	45.5	31.0	28.3	19.9
PB	9.6	8.6	7.9	6.9	5.4
EV/EBITDA	7.4	6.1	4.0	3.4	2.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘泽晶：**2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

**宋兴未：**招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

**刘玉萍：**招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。