

新开普 (300248.SZ) 互联网金融行业

评级：买入 维持评级

公司研究

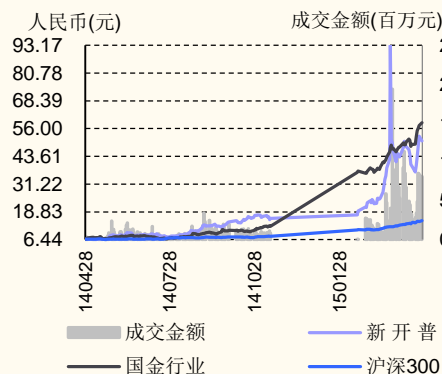
市场价格 (人民币): 50.51 元

目标价格 (人民币): 90.00 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)	171.06
总市值 (百万元)	14,417.57
年内股价最高最低 (元)	93.17/6.44
沪深 300 指数	4807.59



公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益 (元)	0.275	0.265	0.176	0.228	0.309
每股净资产 (元)	5.69	3.76	4.01	4.36	4.88
每股经营性现金流 (元)	0.31	0.03	-0.11	-0.26	-0.41
市盈率 (倍)	50.57	119.98	299.51	230.93	170.66
行业优化市盈率 (倍)	N/A	350.62	281.47	281.47	281.47
净利润增长率 (%)	-41.81%	54.00%	32.90%	29.70%	35.32%
净资产收益率 (%)	4.83%	7.04%	8.77%	10.45%	12.64%
总股本 (百万股)	89.20	142.72	285.44	285.44	285.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

分享校园信息化千亿市场: 校园一卡通是抓住了校园中支付的环节, 有了这个卡位之后, 公司可以在包括教务、多媒体教学 IT、管理系统等其他多个模块深入做下去。我们看到, 近几年高校的投入已经从校园硬件投入到信息化的软件投入倾斜。仅天津市一年的高校信息化投入在 20 亿左右, 因此全国高校信息化投入在千亿级别。而新开普是此千亿市场的唯一一家上市公司, 其他竞争对手在规模上无法跟公司构成竞争。

■ **行业整合, 扩大高校用户覆盖量:** 从覆盖的高校数量来看, 公司目前是市场份额第一。通过行业整合, 来巩固市场份额第一的位置, 扩大高校覆盖量。收购迪科之后, 预计今年公司将覆盖 1100 所高校, 拥有 1000 万的学生用户。未来几年公司有望覆盖到 2000 所高校。

■ **从线下到线上, 分享千亿流水市场:** 通过移动互联产品“玩校”, 公司将自己的云系统与高校 IT 系统对接, 将线下用户导到线上。预计明年将会有 800-1000 家高校接入系统。由于公司掌握了校园卡充值、消费这一个高频应用的入口, 一年高校学生的消费金额是 3000 亿。公司占据 1/3 的高校, 所以线上化之后, 公司将拥有 1000 亿的学生消费流水记录, 基于此的学生消费金融、信贷评估等后续衍生商业空间巨大。

■ **后续的教育、金融、招聘等新业务:** 占据了几千万的高校学生, 同时掌握了支付入口, 在教务、教学等信息化模块基础上后续延伸在线教育、金融信贷、互联网招聘等新业务将是十分自然的。公司将构建一个围绕特定高校学生的全生态服务, 成为校园运营商。

投资建议

■ 我们认为市场对新开普的认识仅停留到校园一卡通服务商的角色, 对其目前的转型和未来的大空间没有充分的价值评估。

估值

■ 维持“买入”评级, 维持 6 个月目标价 90 元, 预测 15-16 年 EPS 为 0.18 元和 0.23 元。

风险

■ 支付应用不及预期; 新业务的开发不及预期。

相关报告

1. 《构建校园互联网生态》, 2015.4.23

郑宏达 分析师 SAC 执业编号: S1130513080002
(8621)60230211
zhenghd@gjzq.com.cn

内容目录

校园一卡通综合服务商仅仅是起步	4
公司以校园一卡通起家，不断延伸平台服务	4
行业整合收编，不断巩固垄断地位	5
抓住两个千亿市场	6
根本战略，从线下到线上	7
移动互联网发展已成定局，但校园移动应用匮乏	7
新开普移动互联之校园基础应用：玩校	8
以充值为刚需，从线下向线上导用户	9
千亿市场之一，千亿高校信息化市场的唯一上市公司	10
抓住居于核心地位的一卡通，抓住支付金融属性	10
新开普积极布局其他高校信息化模块	12
后续衍生教育、招聘等业务具有天然的优势	13
千亿市场之二，千亿的高校学生消费市场	14
校园消费金融时代已经来临	14
消费分期，解决信用卡使用痛点	14
无论是校园用户风控还是征信，数据是关键	15
校园消费金融火热，趣分期已估值 10 亿美元	15
新开普校园金融发展路径	16
公司布局支付，构建校园消费的基础设施	17
移动支付开始大规模普及	17
拥抱新技术，学生历来是先行军	18
新开普围绕校园支付进行一站式布局	19
从硬件到软件再到平台新开普提供基于 NFC 技术移动支付整体解决方案 ..	20

图表目录

图表 1：新开普提供一揽子打包服务解决方案	4
图表 2：2014 年度公司营业收入分类占比	5
图表 3：2014 年度公司分类毛利率	5
图表 4：公司近年来营业收入增长良好（单位：百万）	5
图表 5：公司近年来的净利润情况（单位：百万）	5
图表 6：校园一卡通主要企业	6
图表 7：迪科远望的客户	6
图表 8：移动互联网用户规模预测（单位：亿）	7
图表 9：移动互联网市场规模（单位：亿元）	8
图表 10：移动互联网市场结构	8
图表 11：2013-2014 年移动宽带用户当月净增数和总数占比情况	8
图表 12：中国移动的 4G 用户数呈爆发式发展（单位：万）	8

图表 13: 玩校的基础功能	9
图表 14: 在线充值导入用户	9
图表 15: 我国校园信息化投资规模保持快速增长 (单位: 亿元)	10
图表 16: 我国各类院校数量	11
图表 17: 校园一卡通的投资模式	11
图表 18: 新开普提供多层次校园一卡通信息化平台	12
图表 19: 公司研发项目一揽	12
图表 20: 京东校园白条使用流程	14
图表 21: 校园分期市场的主要参与者	15
图表 22: 趣分期发展迅速	16
图表 23: 新开普校园金融发展路径	16
图表 24: 我国移动支付使用人数 (单位: 亿)	17
图表 25: 第三方移动支付交易市场规模 (单位: 亿元)	18
图表 26: 移动支付方式对比	18
图表 27: 移动支付在校园更具发展的土壤	19
图表 28: 新开普的校园支付布局	19
图表 29: 新开普 NFC 系统架构图	20
图表 30: 新开普具备针对手机 NFC-SIM 的解决方案	21
图表 31: 新开普的硬件终端都开始支持 NFC 移动支付	21
图表 32: 玩校与学校系统对接打通支付功能	22

校园一卡通综合服务商仅仅是起步

公司以校园一卡通起家，不断延伸平台服务

- 公司于 2000 年成立，起家于智能一卡通业务，相对于其他智能一卡通企业，公司在研发实力、技术素质、业务规模以及设计领域具有相对优势，能够提供综合性的校园卡系统解决方案和较强的系统集成能力，在校园应用领域树立了比较高的领先地位，截止 2014 年底，已经拥有全国 650 余所本科院校及 850 余所中职院校的近 1,000 余万持卡人用户提供了个性化、可持续的集小额支付、身份识别、能源管控和信息集成为一体的校园信息化服务。
- 公司继续强化在校园一卡通的领军定位，于 2015 年 2 月 13 日发布公告，以 3.2 亿元的对价收购迪科远望 100% 股权，迪科远望自成立以来一直专注于智能一卡通系统及相关软硬件的研发、集成、销售和服务，是国内最早提供校园一卡通系统整体解决方案的专业厂家之一。北京市本科院校共有 59 所，其中“211 工程”院校、“985 工程”院校分别有 26 所、8 所，其中迪科远望服务的客户占比分别达 54.24%、57.69% 和 50.00%。
- 通过此次合并，公司作为全国性的校园一卡通服务商，进一步巩固了在华北地区的领先优势，并且迪科远望在知名高校的品牌效应会进一步得到整合增强，校园一卡通用户具有较高的粘性，进一步扩大与其他同类型的领先优势。

图表 1：新开普提供一揽子打包服务解决方案



校园一卡通



企业一卡通

终端+系统+集成



城市一卡通

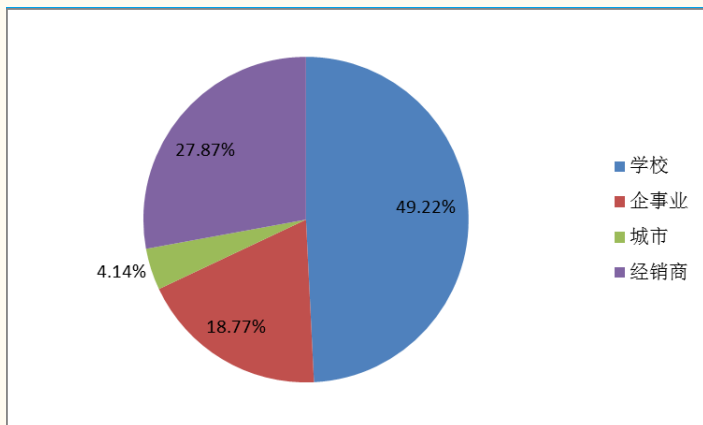


NFC移动支付

来源：公司资料、国金证券研究所

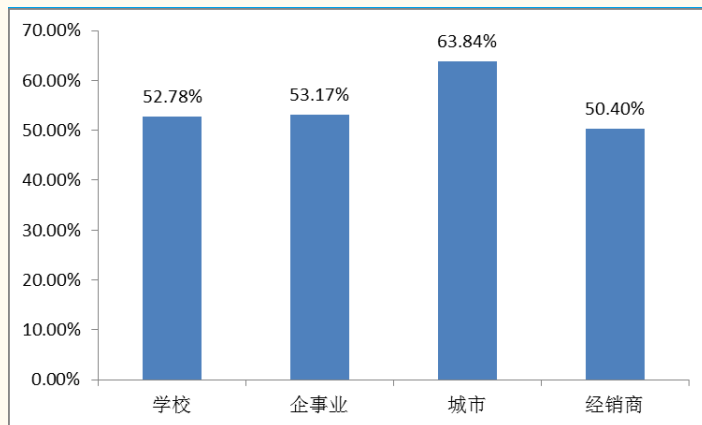
- 公司的产品包括各类一卡通卡片，以及结合而成的管理系统，例如校园一卡通包含了智能卡消费系统、图书馆系统、车辆出入管理、门禁控制系统等以一卡通为载体的各位综合管理系统，另外，公司以校园应用为主，进一步拓展了企业一卡通、城市一卡通等应用领域，同时，积极进行研发，打造了适应移动互联时代的移动 APP 玩校及 NFC 移动支付。

图表 2：2014 年度公司营业收入分类占比



来源：公司资料、国金证券研究所

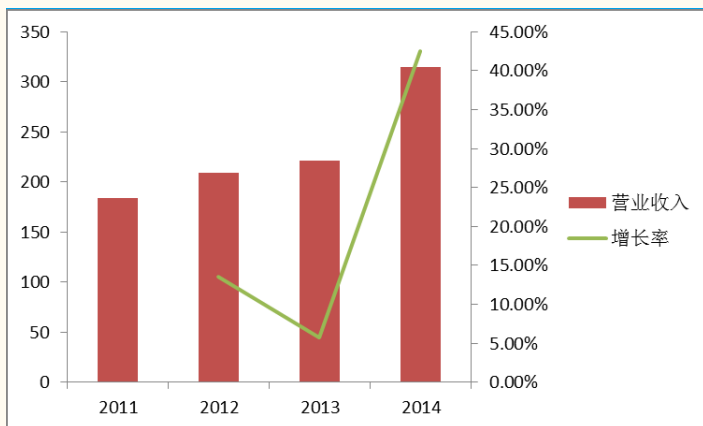
图表 3：2014 年度公司分类毛利率



来源：公司资料、国金证券研究所

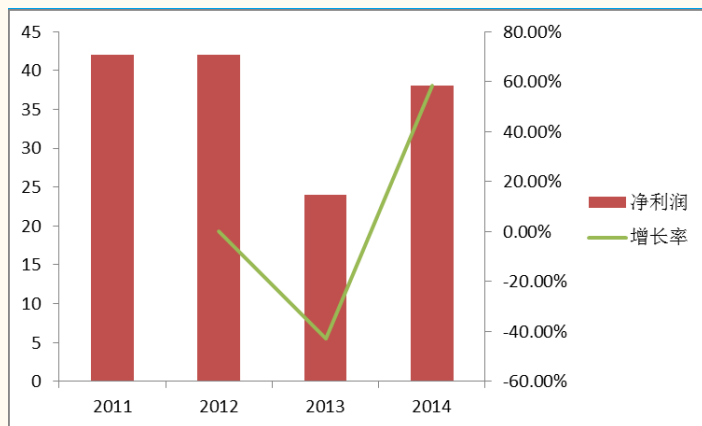
- 从公司的营收来看，公司目前仍然以学校的事业占比最高，其中经销商的销售行业大部分以为学校，接近于公司整体营收的 80%，由于行业市场向好，近几年公司毛利率保持在平稳趋势甚至有小幅度增加。

图表 4：公司近年来营业收入增长良好（单位：百万）



来源：国金证券研究所

图表 5：公司近年来的净利润情况（单位：百万）



来源：国金证券研究所

- 公司营业收入分为两部分，一方面来自于老客户的存量改造，例如 M1 卡转向更加安全的 CPU 卡的技术升级改造、系统升级扩建等二次开发业务；另一部分为行业拓展，其中校园市场仍远远为饱和，并且积极开展企业一卡通及城市一卡通的业务拓展。
- 公司较好的控制费用管理，使得 2014 年在营业收入大幅度增长的情况下，营业利润同样获得大幅度攀升，并且为持续保持市场竞争力，公司在技术创新、产品研发方面的投入力度不断加大，研发人员薪酬大幅增长，使 2014 年研发费用较上年大幅增长 30.79%。

行业整合收编，不断巩固垄断地位

- 新开普占据高校市场的 1/3，未来通过整合收编，不断扩大自己的市场份额。目前市场上存在的企业基本情况如下：

图表 6：校园一卡通主要企业

序号	企业名称	业务范围
1	新开普	自成立以来一直专注于智能一卡通系统的软件及各种智能终端的研发、生产、集成、销售和服务，产品线包括数字化校园及一卡通、城市一卡通、金融 IC 卡行业应用、手机一卡通、短信服务省市运维、能源监控管理等
2	迪科远望	自成立以来一直专注于校园一卡通系统解决方案及相关软硬件产品的研发、系统集成，在北京地区拥有较高的市场占有率
3	新中新	主营业务为金龙卡数字化校园产业、智能控水控电等卡应用产业、第二代居民身份证产业、智能交通产业、软件服务外包产业等五大主导产业，在校园一卡通领域，主要从事校园一卡通系统的产品开发与系统集成，以及项目中核心应用的软硬件产品的开发、生产、销售与服务
4	广东智慧	主要产品为校园一卡通、城市一卡通、通用一卡通、数字化校园等系统解决方案，以及考勤机、门禁机、水控器、卡片、挂失机、读卡器等
5	浙江正元	主营业务是向教育、军警、大型企事业单位等提供智慧一卡通、物联网产品及解决方案
6	沈阳宝石	主要从事智能一卡通系统的软件及各种智能终端的研发、生产、集成等，是全国中小企业股份转让系统挂牌公司，证券代码为 430697，2013 年的销售收入为 2,845.33 万元
7	上海树维	主要从事教育信息化领域的软件开发和系统集成，拥有校园基础平台、校园一卡通、教务综合管理、学生综合管理等产品体系
8	南开太阳	主要从事自动化技术、计算机技术、机电一体化技术等信息技术领域的产品开发、技术咨询和技术服务，一卡通系统主要应用于学校、企事业单位等各类消费及身份认证场所，如餐厅、超市、图书馆、浴室、考勤门禁点、班车点及停车场等场所

来源：新开普招股说明书、国金证券研究所

- 公司于 2015 年 2 月 13 日发布公告，以 3.2 亿元的对价收购迪科远望 100% 股权，迪科远望是一家与公司同类型较小规模的公司，其主要客户为北京客户，通过此次合并，增强了新开普在北京地区的市场占有率，更好的整合全国的市场，并且，北京地区多所高校，通过对迪科远望的收购，能够提高品牌知名度，并且进一步扩充北方市场的份额，收购迪科远望之后，预计今年公司将覆盖 1100 所高校，拥有 1000 万的学生用户。未来几年公司有望覆盖到 2000 所高校。
- 校园一卡通系统的使用一般具有延续性，客户的后续需求黏性较大，这为智能一卡通厂商带来持续业务收入的同时，客观上也提高了其客户拓展的难度，具有众多优质客户资源的行业领先企业的业务价值凸显。我们认为，这就为行业领先者树立了壁垒，谁拥有的资源越多，在后续的发展中，优势就越大。

图表 7：迪科远望的客户

项目	北京地区			全国 211 工程院校
	普通本科院校	211 工程院校	985 工程院校	
总量	59	26	8	112
迪科远望的客户	32	15	4	19
迪科远望的渗透率	54.24%	57.69%	50.00%	16.96%

来源：交易报告书、国金证券研究所

抓住两个千亿市场

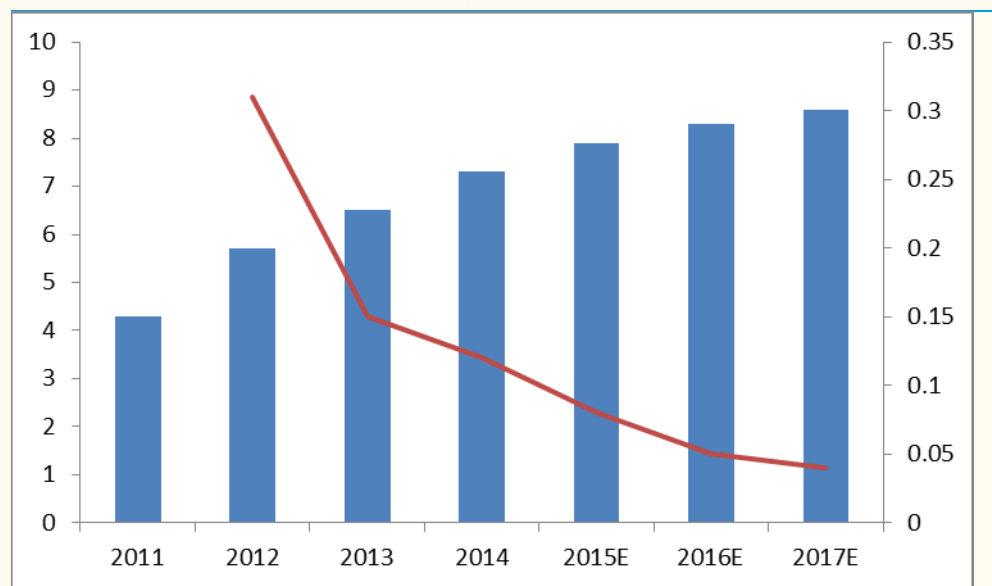
- 公司有了一卡通，就有了整个校园信息化的最核心模块，因为这个模块是跟金融、支付联系紧密。有了这个优势，公司未来将充分分享两个千亿市场：1、千亿高校信息化市场；2、千亿学生消费市场。

根本战略，从线下到线上

移动互联网发展已成定局，但校园移动应用匮乏

- 我们在去年说过移动互联网在 2014 年将迎来爆发式的发展，现在来看，基本上已经成为定局，有两个趋势是可以说明这个问题，一是受益于小米等中国企业的推动，性价比高的手机迅速在消费者中普及，这些价格便宜但是配有 4G 和高配置的智能手机极大的增强了消费者的体验，另外一方面从运营商来说，大力推动 4G 使得流量越来越便宜，越来越多的人从 2G 直接迈入 4G 的时代。
- 2014 年中国移动互联网市场规模迎来增速高峰值，增长率达到 183.8%，总量达 13437.7 亿元人民币。在用户移动化行为习惯逐渐养成的前提下，2014 年移动互联网整体市场表现突出，移动营销、移动购物、移动游戏等细分领域都获得较大增长。

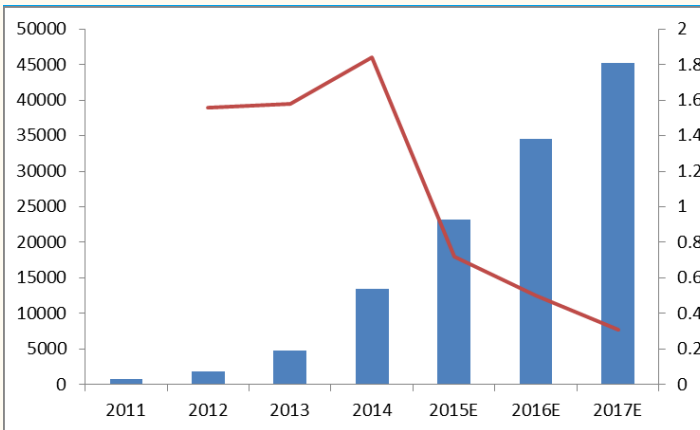
图表 8：移动互联网用户规模预测（单位：亿）



来源：易观国际、国金证券研究所

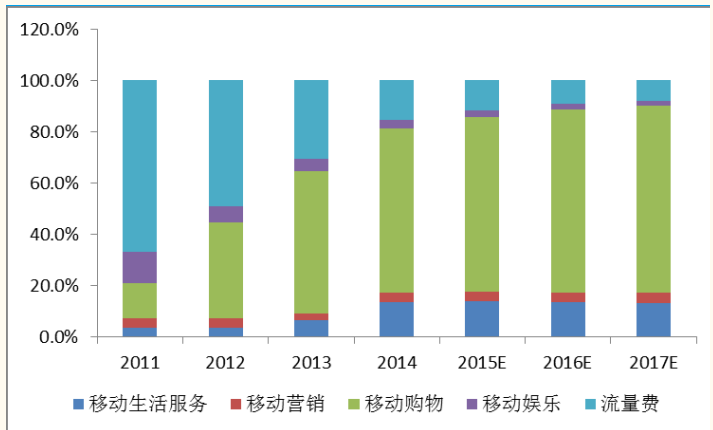
- 2014 年移动互联网流量继续高速增长，但收入增速同比放缓。据公开数据显示，随着 4G 业务的发展，基础电信企业加快了移动网络建设，新增移动通信基站 98.8 万个，是上年同期净增数的 2.9 倍，总数达 339.7 万个。除此之外，移动 4G 电话用户大幅增长也促进运营商移动流量收入进一步提高。但 2014 年套餐中流量资费持续下降，运营商甚至以“送流量”的方式展开用户争夺，这种流量价格战将逐步加深流量的贬值效应，这种趋势下，从个人用户来看，使用手机的进行上网行为的时间将会越来越长，使用的频率将会越来越频繁。

图表 9：移动互联网市场规模（单位：亿元）



来源：易观国际、国金证券研究所

图表 10：移动互联网市场结构



来源：易观国际、国金证券研究所

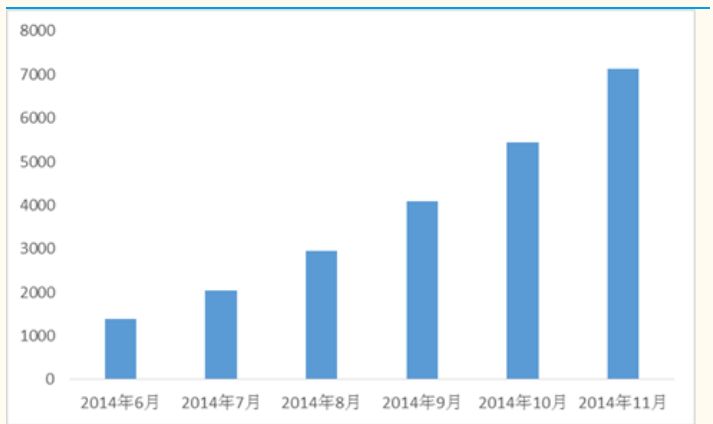
- 从中国移动的运营来看，2015 年在终端的营销资源及补贴将全部投向 4G 终端，不再对 2G、3G 终端进行补贴。中国移动 2015 年的终端销售目标是 2.5 亿部，其中 4G 终端 2 亿部，希望明年将 4G 用户拓展到 2.5 亿户。中国联通已宣布 2015 年将拿出 60 亿元重点补贴双 4G 终端，计划 2015 年双 4G 终端销量达到 1 亿部。中国电信则通过 160 亿元为消费者打造 100 款精品 4G 手机，拉动全年销售手机突破 1 亿部。
- 根据 IDC 预测，随着低端芯片的大量出货，为千元以下产品的增长提供了保证，运营商为了发展 4G 用户，也会和手机厂商积极宣传推广千元 4G 手机，因此 2015 年运营商渠道的千元产品将主导低端市场。

图表 11：2013-2014 年移动宽带用户当月净增数和总数占比情况



来源：工信部、国金证券研究所

图表 12：中国移动的 4G 用户数呈爆发式发展（单位：万）



来源：公司财报、国金证券研究所

新开普移动互联之校园基础应用：玩校

- 我们看到，在移动互联网迅速发展的时候，学校领域的应用却鲜有人做，显得较为匮乏。在这种背景下，公司基于一卡通进行延伸发展，2014 年推出了基于移动互联网学校领域的应用：玩校。
- 如果说，以往我们都是通过 PC 来访问校园应用的话，随着移动互联网时代的到来，公司推出了基于一卡通的移动互联网应用，满足学生群体对移动互联网的需求，推出了玩校应用。目前，玩校大概已经在 70 多所高校成功落地。
- 在功能的实现方面，玩校集学习、生活、交友、娱乐、消费、求职于一体的全新校园 APP。它可以与学校现有的校园一卡通系统进行对接，实现学生校园门禁，食堂、超市消费等应用场景，并可通过“玩校”进行缴纳水电费、

消费记录查询、自助挂失等操作。在功能看来，玩校通过整合校园所有应用到一个 APP 当中，学生可以在手机上实现学生的日常事务处理。

图表 13：玩校的基础功能



来源：公司网站、国金证券研究所

- 另外一个比较实用的功能是通过玩校来获得校园的最新信息，特别对于新入学的学生来讲，新生通过下载新开普“玩校”，可以快速了解学校概况，学校的通知公告等；掌握学校的迎新相关流程和注意事项，方便新生快速报到，尽快融入大学学习与生活。

以充值为刚需，从线下向线上导用户

- 我们从充值场景来看，以前在学校都是线下取钱，在学校网点充值，现在可以在线上直接为一卡通充值。

从学校来讲，处于对成本的考虑，每一个网点，一个员工的成本一年是 10 万，一个学校一般会有 2-3 个网点，因此每年为学校节省至少 20-30 万成本，所以学校愿意做。

从学生来讲，通过一卡通线上充值可以随时随地，不用担心充值营业时间的的问题，学生也愿意在线上充值。

图表 14：在线充值导入用户



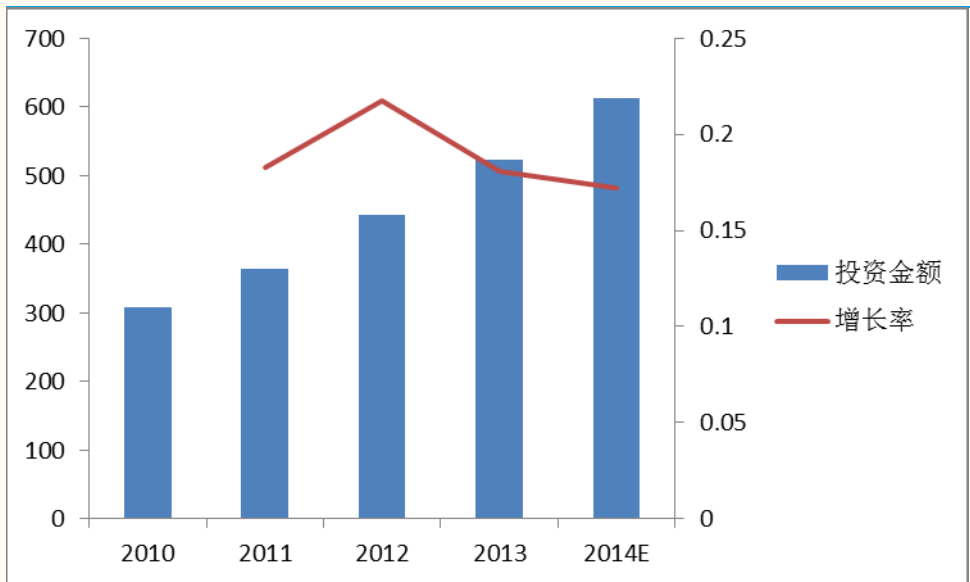
来源：公开资料、国金证券研究所

千亿市场之一，千亿高校信息化市场的唯一上市公司

抓住居于核心地位的一卡通，抓住支付金融属性

- 校园一卡通以卡作为主体，连接校园各个系统之间，目前市场的发展可以分为三大部分：一是进一步向职校、专科以及中小学推广校园一卡通及其集成管理系统；二是原有系统的自然损耗终端、技术更新以及由 M1 卡迈向更加智能的 CPU 卡的更新，老的第一批校园一卡通用户存在产品替换的唯一需求；三是一卡通系统的整合以及升级，对校园信息化程度的要求的不断增加，拓展更多的基于校园一卡通的应用，对已有校园信息一卡通的进一步整合，从以上三点理由来看，校园一卡通仍然存在较大的发展空间。
- 从投资规模上来看，校园信息化建设投资规模在 2010 年的我国教育行业信息化投资金额为 307.1 亿元，到 2013 年已增至 522.2 亿元，期间年均复合增长率达 19.36%，2014 年预计投资金额达到 612.1 亿元，较 2013 年增长 17.22%，未来仍然有望不断增长，达到千亿级别。
- 从政策上来说，《国家中长期教育改革和发展规划纲要》对教育信息化未来十年发展提出了明确的目标要求，从教育信息化基础设施建设、优质数字教育资源开发与应用、国家教育管理信息系统三个方面描绘了教育信息化的发展蓝图，各地区各学校实施校园信息化建设纲要的文件层出不穷，对于学校提升自身硬实力而言，校园信息化建设也是必不可少的一环。

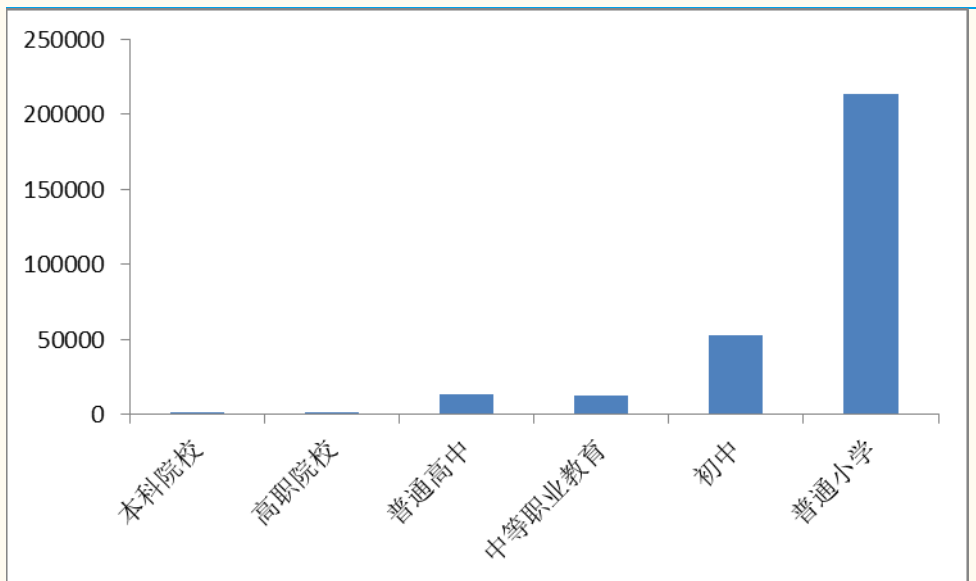
图表 15：我国校园信息化投资规模保持快速增长（单位：亿元）



来源：计世咨询、国金证券研究所

- 根据 2014 年的《中国统计年鉴》，截止 2013 年底，我国有本科院校 1170 家，高职专科院校共有 1321 家，高中、中等职业教育、初中合计达 78418 家，普通小学数量则达 213529，从行业实施来看，随着校园一卡通的建设推进，未来从高等教育向中等教育和义务教育进行延伸。
- 而新开普作为一卡通目前市场领先的校园一卡通信息服务商，目前拥有超过 1000 家所学校的客户，在行业居于领先地位，无论是行业拓展还是收购兼并，都具有明显优势。

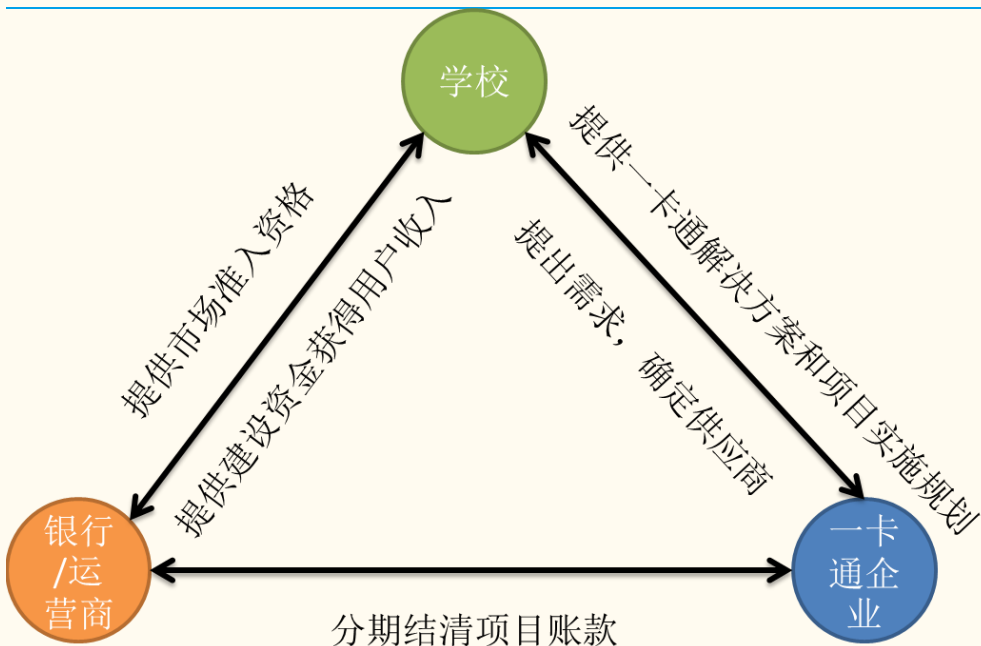
图表 16：我国各类院校数量



来源：2014 中国统计年鉴、国金证券研究所

- 原有校园使用的图书借阅卡、就餐卡、水电使用等卡片的技术采用的是光电卡或者磁卡，设计简单、功能单一。随着信息化的发展，现有的卡介质逐步的升级到了集成电路 IC 卡，特别是包含了 RFID 卡的功能，具有耐腐蚀、防水防潮，抗干扰及多方向识别等良好的物理性能，并具有逻辑加密性强、安全性能高等突出特点，现已成为智能一卡通系统的最佳载体。
- 对于大规模的校园一卡通信息化建设，由于现有的校园一卡通往往与学生的银行卡相绑定，所以对于此类投资，往往由银行或者运营商来负责相应的资金投入，作为回报，银行或者运营商可以获得校园的渠道拓展，并且由于校园信息化建设的需求相对比较确定，项目实施周期和回款往往都比较稳定。

图表 17：校园一卡通的投资模式



来源：公开资料、国金证券研究所

- 无论是从教育部到各省教育厅，都在强调推进校园信息化建设，发布教育信息行动计划纲领文件，这是对尚未渗透市场的有力支撑，新开普深耕校

园一卡通市场多年，不断推出一系列丰富的产品来满足校园信息化程度的日渐增加。

图表 18：新开普提供多层次校园一卡通信息化平台



来源：公开资料、国金证券研究所

新开普积极布局其他高校信息化模块

- 公司是唯一一家在 A 股上市的高校信息化企业，在资本平台上具有优势，同时，通过合并迪科远望，在规模和地区分布上又占有优势，公司多年持续保持对研发力量的投入，在 2014 年校园收入同比增长 42.19%，相对于 2010 年的校园部分的收入已经实现了 223% 的增长。公司在研发比例的投入保持在 10% 左右，不断深化在高校信息化领域的研发投入。

图表 19：公司研发项目一览

项目名称	功能及所处阶段	功能模块描述
高校协同社区平台	信息集成，结项	为广大师生提供一个服务教学、科研活动全过程的虚拟网络交互环境，突破传统模式的时间、空间限制。
高校学生学习平台	信息集成，结项	学生学习平台是针对高校学生开发的一套自主学习、评教、查询学习资源等功能，主要目的是不但让学生方便了解校内的学习课程、教学资源、对教学评价以外，还能学到不同专业实用的知识。提升学生综合能力。
高校版本教务管理系统	信息集成，结项	新开普综合教务管理系统以减轻教学管理工作量、提高教学管理工作效率为目标，系统版本根据学校类型来定，初次开发版本定位为技工学校版本，实现学分制教学管理。
知识共享与协作平台	信息集成，结项	知识共享与协作平台通过整合高校各类知识资源，建立学校、部门、个人的知识中心，构建一体化知识资源服务和协作体系，提升高校知识资源共享水平
个人数据服务中心	信息集成，结项	个人数据服务中心的建设促进了信息的流通和共享，解决了教职员工及广大学生群体填写校内相关表格时需进入多个系统填写、重复填写、甚至填写不一致的问题，同时也解决了重要信息的跨系统审批问题。
一卡通系统综合门户平台	校园一卡通，测试	“城市一卡通平台 V2.0”是在“城市一卡通统一产品平台”框架下实现的，能够灵活应对市场业务需求、投建方提供的环境条件限制、行业对接和扩展。配套提供开放的对接标准、传输接口、文件规范、相关接入流程等，在数据处理能力上满足单点数据处理、分布式数据处理业务要求。
人脸识别技术应用	身份识别，测试	以人脸识别技术为核心，实现跨平台多识别应用的融合，包括证件照自动识别抓拍，互联网证件照自动比对审核，考试监管人员身份自动比对，人脸关键视频帧提取，通道人员出入管理等应用，并封装易集成可独立授权的跨平台识别算法库，为第三方基于

		Windows/ios/linux/android 平台的各类应用提供算法支撑。
NFC 移动支付运营平台	移动互联，测试	ISO18092FeliCa 被动通讯模式标准类型，在 Touch and Go, Pay, Connect, Explore, Load 的常用应用领域有成熟的案例。支持 NFC 手机以卡模拟、阅读器、点对点方式应用于产品中。

来源：公司年报、国金证券研究所

- 根据综上所述，校园信息一卡通具有极强的粘性，特别是在多个系统集成之后更换的成本高，通过对校园市场的扩张以及兼并策略，并且持续在校园项目的研发，新开普则是行业特点的受益者。另外，公司利用上市公司的优势，又在横向并购行业内的公司，拓展自己的领域，进一步加强市场的领先优势，最后，公司注重企业发展内涵，不断加强研发领域的投入。

后续衍生教育、招聘等业务具有天然的优势

- 校园一卡通信息化平台同时蕴含着大量的商机，通过做高校学分系统等，可以了解到学生哪门课学的好，哪门课学的不好，进行相应的衍生培训教育。
- 例如将校园学分系统可以与 MOOC 平台相结合，通过大数据进行匹配推荐，进行教育资源整合，并通过大数据的分析运用，改善学生的学习行为。
- 从另一方面来说，MOOC 或者教育本身是需要反馈的，通过对全国各个高校的学生成绩的统计分析，可以更好的改善已有的教学水平，分析学生的薄弱环节进行 IT 职业培训等职业教育。
- 另外，也可以利用高校学分系统来进行互联网招聘，例如选出学习成绩居前 20% 的学生，选出学习过相应课程的学生等等。再通过就业系统来进行相应的通知招聘等。
- 公司本身就具备玩校 APP 的运营和就业系统的开发实施，两者结合可以更好的做互联网招聘特别是校园招聘这一块。

千亿市场之二，千亿的高校学生消费市场

校园消费金融时代已经来临

- 2013 年京东成立金融集团，2014 年全面发力金融业务，战略重点主要放在技术、O2O、金融、渠道下沉、国际化等五大领域，2015 年上线股权众筹平台，发力农村金融和校园金融，在校园分期购物火热的情况下，京东金融已经针对大学生购物推出了校园白条业务。
- 2015 年京东金融正式启动在全国百余所高校的“校园白条”线下布局，在各大高校校园内设立金融服务站，配备金融服务专员，为高校学生现场授信开通“校园白条”，京东校园白条的信用额度为 3000-8000 元，30 天内免息，并可选择最高 24 期的分期付款。
- 校园白条的申请流程是，学生在关注微信公众号并且填写表格申请后，再到设在校园内的服务站凭借学生证等证件验明身份，即可开通白条服务。可用来在京东商城购买全品类的商品及服务，所购商品还可免运费。

图表 20：京东校园白条使用流程



来源：公开资料、国金证券研究所

- 苏宁旗下易付宝团队也在积极筹备入局校园市场事宜，易付宝与校园一卡通的对接，主要是支持自助充值和自动充值两大功能，用户在易付宝校园卡充值系统填写校园卡号等必备信息，然后持卡至学校圈存点即可完成充值服务，并且正在积极布局校园业务。

消费分期，解决信用卡使用痛点

- 在信用卡推广的起步阶段，为了推广用户，各家银行为了抢占市场份额，扩大发行规模，降低了信用卡的申办难度，由于大学生信用度和刷卡率低，大学生信用额度也不高，造成了审批下来的信用卡空置率高，或者坏账率高居不下，导致目前银行已经停办了此类业务。
- 但是中国目前有 2500 万的大学生用户，对于手机、电脑等电子产品的需求大量存在，根据相关数据，50%有借款需求，30%有过真正的借款行为，潜在借款需求量巨大。
- 对于不能办卡的学生，通过消费分期来完成大类电子品的消费，既满足了真实的消费需求，又可以挖掘和培养校园信用体系。通过跟踪记录消费行为，为离开学校以后的分期消费做铺垫。校园分期相当于先进行了一次用

户筛选，选择了用户中未来成长性最强的大学生群体，从他们的学生时代就介入，培养了他们分期的金融习惯，从而获得了沉淀下来的优质用户。

- 目前是为大学生提供优消费金融服务，并逐步挖掘学生的消费数据价值，但业务范围可逐步向已毕业学生、蓝领及白领人群扩张，同时也可拓宽产品品类，比如考驾校、旅游、学新东方分期付款等等，这些学生长大之后会有结婚、育儿等一系列的需求。目前国内针对学生市场的消费金融市场一片红海，虽蕴含着巨大的市场机遇但仍竞争激烈。

图表 21：校园分期市场的主要参与者

参与公司	产品	贷款来源	估值
趣分期	有数码产品、奢侈品、运动户外、美容护肤、服饰箱包等	其他 P2P 理财平台	10 亿美元
分期乐	主要是数码消费分期，手机、电脑、平板、相机等	自管理财平台（桔子理财）	数十亿元
京东白条	以京东自营业务为主	京东资金	-
信通袋	培训、旅游、购物	自营 P2P 理财平台	-

来源：公开资料、国金证券研究所

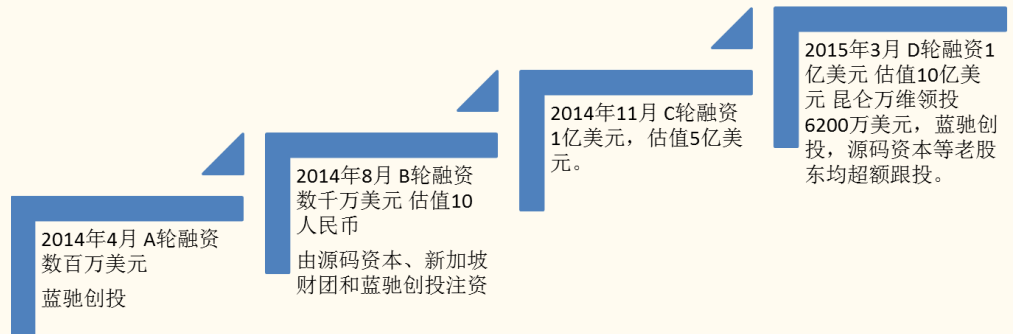
无论是校园用户风控还是征信，数据是关键

- 由于学生没有信用消费记录，所以对于学生的信用征集没有办法进行。
- 京东金融方面采取的措施包括已利用大数据风控将风险前置。为了降低坏账率，会利用用户的消费记录、配送信息、退货记录、购物评价等数据进行风险控制；同时，配合校园服务站点现场认证学生身份，并对授信额度做合理控制。
- 分期公司做第一次的电话审核后，线下工作人员会到宿舍走访、确认信息：包括学生证、身份证、饭卡、成绩单、银行流水和家庭住址、父母的联系方式，再进行面谈，强化沟通。审核通过后，学生用纸笔填写资料，签合同，按手印，再拍照录入系统。趣分期会从借款方收取一定的管理费，并提取出一定比例纳入风险备用金。学生还款逾期 30 天以上算作坏账，由平台先行垫付。
- 相对于信用卡的借贷双方信息完全公开，对借贷人的信用审核，由银行、金融机构等大数据支撑，校园分期的风控征信目前仍然处于原始阶段。考虑到地推成本的问题，我们认为，借鉴信用卡的征信流程将成为趋势。

校园消费金融火热，趣分期已估值 10 亿美元

- 趣分期目前在全国拥有超越 2000 名全职员工，超越 10 万名兼职员工，业务范围覆盖全国 99% 以上高校的所有在校大学生，是目前中国最大的分期购物平台。从坏账率来看，大概在万分之一多点。
- 2015 年 4 月 8 日，分期购物平台趣分期宣布完成新一轮战略投资，金额接近一亿美元。知名上市公司昆仑万维领投 6200 万美元。蓝驰创投、源码资本等老股东均超额跟投。趣分期于 2014 年 3 月 21 日上线，短短一年发展迅猛，先后在 2014 年 4 月，8 月，11 月和 2015 年 4 月获得四轮融资。目前拥有数百万高校注册用户。
- 趣分期根据学制类型、学年长短，进行了用户分类，限制了每个阶段的用户最多分期数，最高可用金额。如，专科（二年制）专一用户最多 20 分期数，可用金额 6000 元，专二则是 8 期，4000 千元。本科（四年制），大一最多 24 期，可以金额 10000 元。总体上，本科比专科用户在分期数和可用金额方面高，随着年级数递增，对应分期数和可用金额递减。

图表 22：趣分期发展迅速

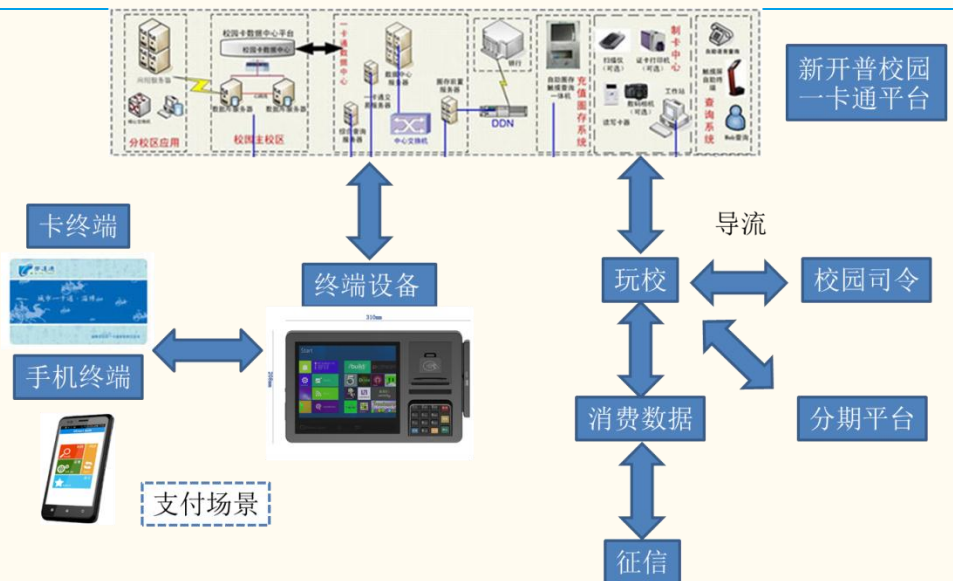


来源：国金证券研究所

新开普校园金融发展路径

- 通过移动互联产品“玩校”，公司将自己的云系统与高校 IT 系统对接，将线下用户导到线上。预计明年将会有 800-1000 家高校接入系统。由于公司掌握了校园卡充值、消费这一个高频应用的入口，一年高校学生的消费金额是 3000 亿。公司占据 1/3 的高校，所以线上化之后，公司将拥有 1000 亿的学生消费流水记录，基于此的学生消费金融、信贷评估等后续衍生商业空间巨大。
- 这些消费数据往往是银行或者其他公司所触碰不到的，对于校园分期来说能够有效降低坏账率，并且能够降低运营成本，实现高效自动化的评估学生。
- 作为校园一卡通运营商并且拥有移动互联的优势，新开普自身亦可以参与校园金融的发展，并且有着校园司令的流量导入，整体协同效应强。

图表 23：新开普校园金融发展路径



来源：国金证券研究所

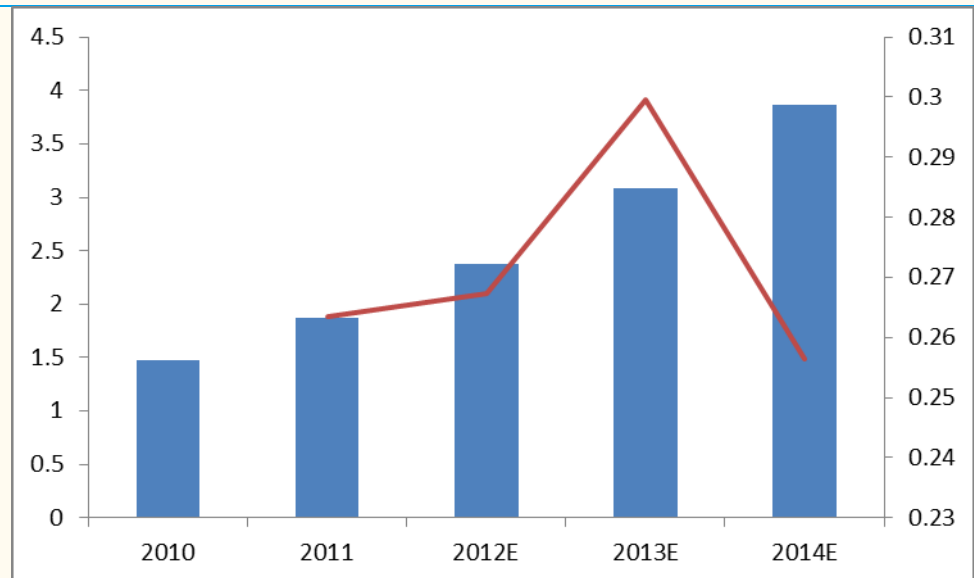
公司布局支付，构建校园消费的基础设施

移动支付开始大规模普及

■ 根据 Enfodesk 的观点，移动支付市场发展迅速的原因如下：

- 智能终端和移动互联网发展迅速，为移动支付发展提供终端和网络基础。智能终端和移动互联网的快速发展对移动应用和移动支付具有较大的促进作用。
- 移动应用数量的迅速增长为移动支付提供了较为丰富的应用环境。特别是购物、理财、生活服务等交易类应用的发展，丰富了移动支付的市场应用环境。
- 移动支付厂商加大产品开发和推广力度。鉴于移动支付市场未来的发展前景，众多支付厂商加大了对移动支付领域的开发和推广力度。例如，支付宝、财付通、快钱、汇付天下等互联网支付厂商纷纷推出移动支付产品；银联、联动优势、钱袋宝等企业则举行了大规模的市场推广活动；移动、联通和电信三大运营商也纷纷成立支付公司，移动近场支付商用城市不断增加。

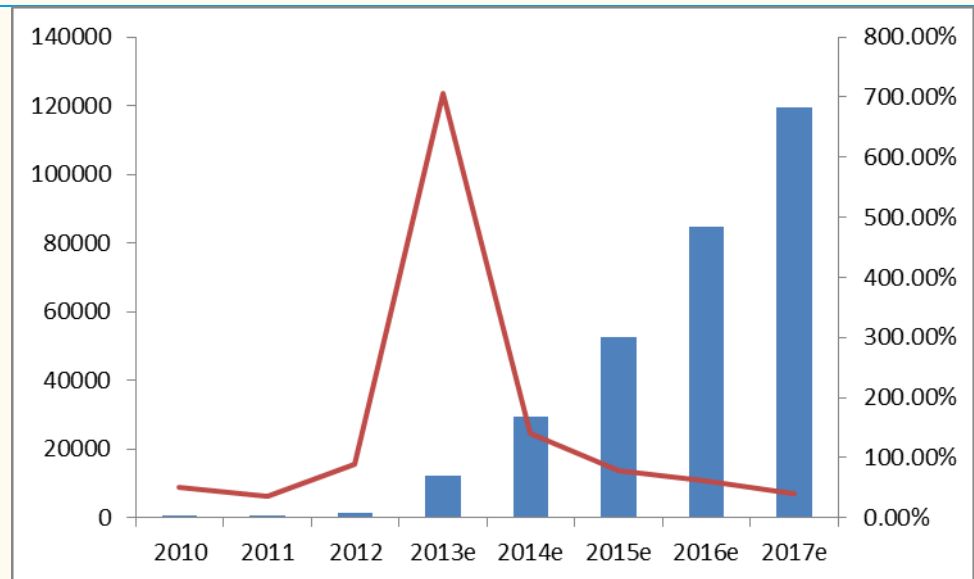
图表 24：我国移动支付使用人数（单位：亿）



来源：Enfodesk、国金证券研究所

- 艾瑞数据显示，2013 年中国第三方移动支付市场交易规模达 12197.4 亿，同比增速 707.0%。其中，转账、还款等个人应用成为主要的交易规模来源，移动网购已不再是支撑行业发展的主要场景。艾瑞咨询认为，伴随着移动支付技术的发展，线下将成为互联网巨头、收单机构、运营商、银行等多方竞争的核心战场，而伴随着线上市场的逐步成熟，互联网支付企业将聚焦于线下到线上的反向 O2O 市场，以期在线下市场中取得突破。

图表 25：第三方移动支付交易市场规模（单位：亿元）



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

- 移动支付的技术手段包括 NFC 支付，二维码支付和声波支付，其中，NFC 支付由中国银联手机支付和移动运营商主导推动，在初期现场支付存在三种主流的技术标准，现在 NFC 最终成为主流技术标注。二维码支付支付宝和微信支付都支持，声波支付仅由支付宝支持。

图表 26：移动支付方式对比

方式	使用需求
NFC 支付	支持 NFC 的手机，POS 机终端改造
二维码支付	智能手机，银行卡绑定
声波支付	仅支持支付宝，自动售货机开始改造使用

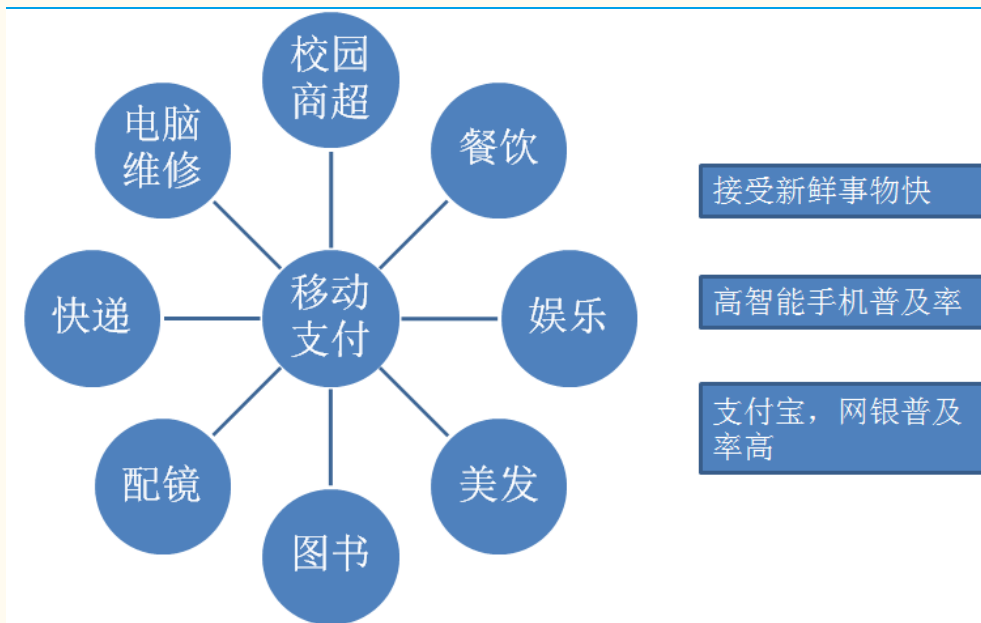
来源：国金证券研究所

- 在这三种支付方式中，二维码支付成本最为低廉，技术最为简单，虽然 NFC 则需要手机的 NFC 芯片支持，但是具有安全性高、耗能低和制造成本低的优势，尤其对于支付来说安全极为敏感，我国 NFC 发展落后的问题在于中国移动和银联对支付标准的争议，随着这一问题的解决，NFC 支付将因其优势逐渐走向主流。

拥抱新技术，学生历来是先行军

- 在新技术的体验上，大学生向来是先行军，无论是 SNS 还是电子商务，这得益于大学生接受新鲜事物的理念以及智能手机在大学生的普及，我们认为，新开普占据校园入口，并且在 NFC 移动支付提供一站式解决方案，显然是最佳受益者。
- 从应用场景来说，大学也为移动支付提供了丰富的消费土壤。例如校园商超、餐饮、娱乐、美发、图书、配镜、快递、电脑维修等等。支付宝和网银在学生领域的开通率极高，为移动支付提供了便利。

图表 27：移动支付在校园更具发展的土壤

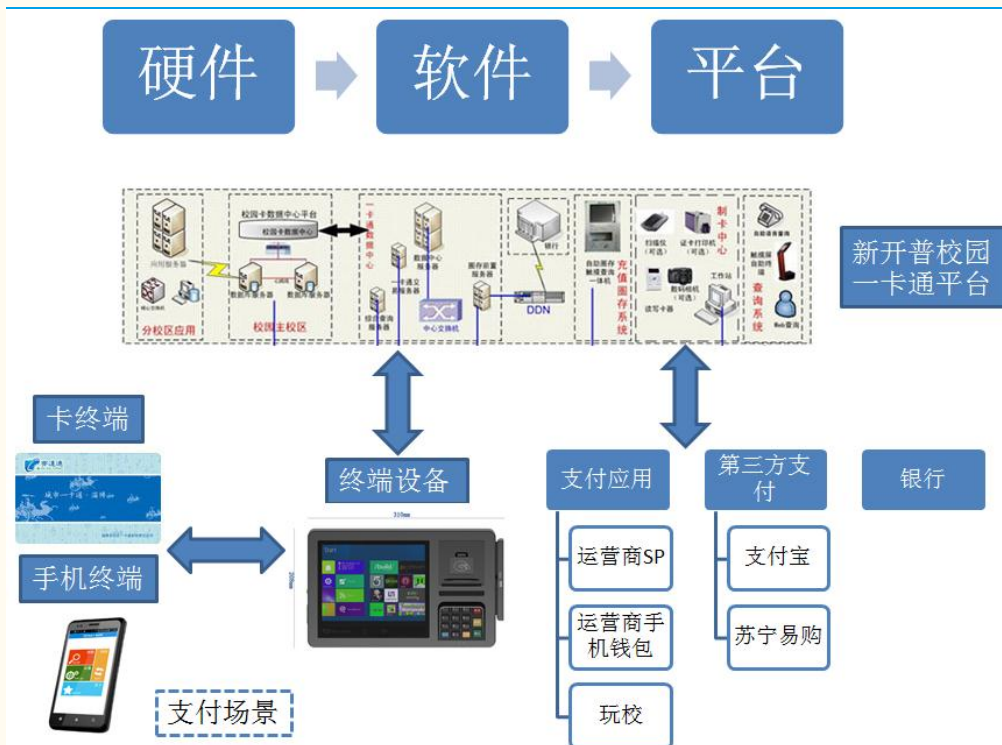


来源：国金证券研究所

新开普围绕校园支付进行一站式布局

- 我们认为，目前新开普已经围绕校园支付做了相当充分的布局，最核心的高校一卡通平台由新开普构建，平台由上对接校园各项应用，例如水电、上网、停车等一系列系统，通过校园一卡通或者手机终端对接新开普的消费终端机，处理餐饮、洗衣、复印、商店等应用，学生可以通过玩校移动应用来处理日常的消费情况，第三方支付与学校的消费系统对接必须通过新开普进行，并且打通银行的交易接口。

图表 28：新开普的校园支付布局

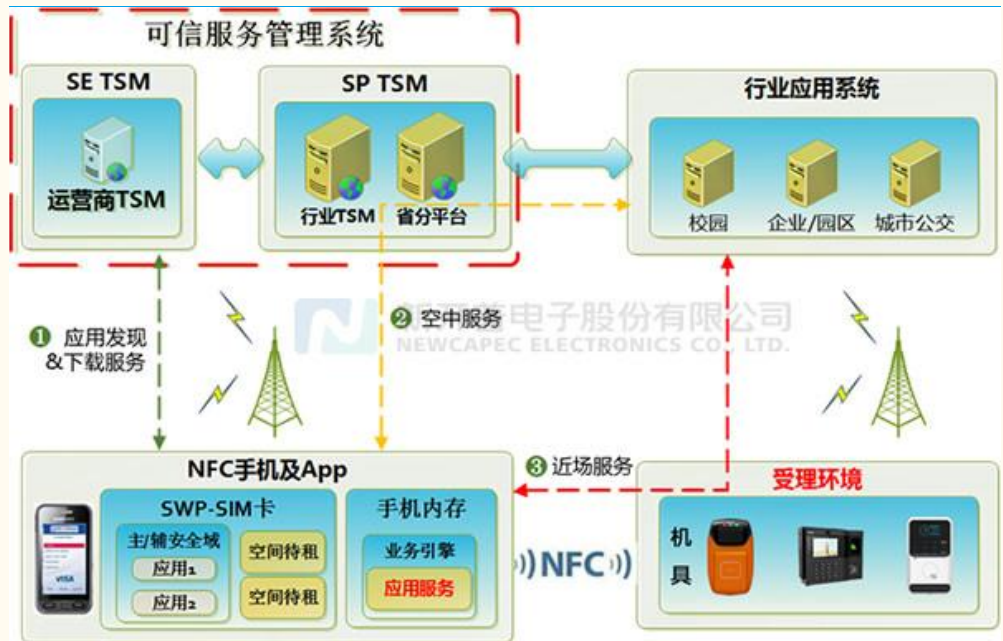


来源：国金证券研究所

从硬件到软件再到平台新开普提供基于 NFC 技术移动支付整体解决方案

- 从整个系统结构上来看，新开普对系统的功能拓展做了相当充分的准备，在诸多的关键技术上都提供相应的解决方案。例如 TSM 可信服务管理系统、行业应用系统、业务受理环境、用户终端 4 部分组成。
- 从技术上来说，新开普的 NFC 系统具有如下特点：
 - 多卡合一：一张 NFC-SIM 卡汇集银行卡、信用卡、门禁卡、会员卡等，实现手机移动支付的社会化应用，一卡在手轻松无忧。
 - 双向通信：NFC 支持双向无线认证和通信，NFC 手机可模拟读卡器，进行读卡、写卡操作。
 - 移动互联：将 NFC 技术与第三代、第四代移动通信技术相结合，实现空中发卡、空中充值、空中圈存、卡信息查询、以及其他移动互联增值服务。
 - 节约成本：NFC 技术将智能 IC 转为手机中的应用，节省卡片成本。用户的发卡、充值等过程均通过客户端自助完成，管理者可减少相应的人力、设备投入。

图表 29：新开普 NFC 系统架构图



来源：公司官网、国金证券研究所

- 行业 SP TSM 平台：由新开普提供的行业应用服务管理平台，可受运营商 TSM 平台委托，管理 SP 卡应用、SP 客户端、辅助安全域。提供 SP 行业应用管理、用户个性化服务，为用户提供行业应用服务，为 SP 提供商、系统管理提供管理门户，为行业应用服务提供通信通道。
- 从系统上来看，手机校园一卡通，即是在校园一卡通系统的基础上，结合手机通讯运营商的网络，利用最新的智能卡技术，将校园一卡通系统与手机相结合，使用手机作为载体完成一卡通功能。由新开普提供的行业一卡通业务系统，为最终用户提供卡片个性化数据及行业应用服务。

图表 30：新开普具备针对手机 NFC-SIM 的解决方案



来源：公司官网、国金证券研究所

- 从硬件上来看，新开普提供的 CPU 卡终端，读卡器、消费 POS、门禁、考勤、公交车载机、水控、无线联网门锁、通道设备等都支持 NFC 功能。

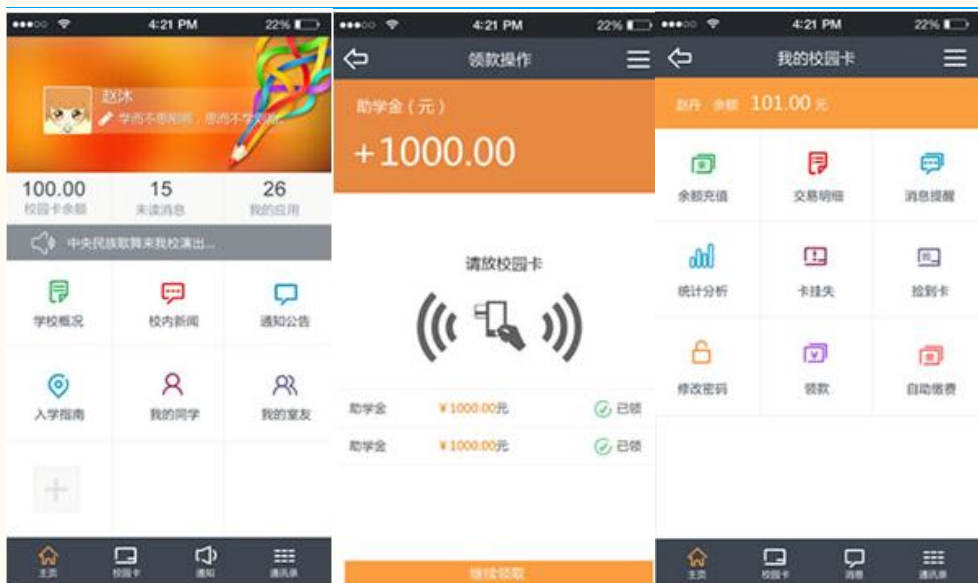
图表 31：新开普的硬件终端都开始支持 NFC 移动支付



来源：公司官网、国金证券研究所

- 从用户终端来看，新开普提供多种付款方式，例如手机钱包客户端，开通 NFC 手机钱包业务的用户可通过运营商提供的手机客户端浏览运营商 TSM 平台发布的各种应用(如银行卡、公交卡等)，并进行上述应用的动态下载及管理。：由新开普提供，在应用下载时下载并集成到运营商手机钱包客户端中；用户通过新开普的玩校系统完成行业应用的卡操作，包括卡片余额/消费记录的查询、空中圈存、自助缴费，以及其他移动互联网增值业务。

图表 32：玩校与学校系统对接打通支付功能



来源：公司官网、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	209	221	315	455	645	915
增长率		5.6%	42.6%	44.3%	41.8%	41.9%
主营业务成本	-97	-109	-149	-220	-312	-446
%销售收入	46.1%	49.4%	47.3%	48.4%	48.4%	48.7%
毛利	113	112	166	235	333	469
%销售收入	53.9%	50.6%	52.7%	51.6%	51.6%	51.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-5	-6	-9
%销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-43	-70	-83	-114	-161	-229
%销售收入	20.4%	31.5%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%
管理费用	-26	-34	-41	-68	-99	-137
%销售收入	12.4%	15.2%	13.0%	15.0%	15.4%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	42	6	39	48	66	94
%销售收入	19.9%	2.6%	12.4%	10.6%	10.2%	10.3%
财务费用	7	6	3	3	2	-1
%销售收入	-3.5%	-2.6%	-0.9%	-0.7%	-0.3%	0.2%
资产减值损失	-4	-5	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	7	32	52	68	93
营业利润率	21.7%	3.1%	10.1%	11.3%	10.5%	10.1%
营业外收支	3	19	11	3	3	3
税前利润	49	26	43	55	71	96
利润率	23.3%	11.7%	13.7%	12.0%	11.0%	10.5%
所得税	-7	-2	-5	-4	-6	-8
所得税率	13.5%	5.9%	11.8%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	42	24	38	50	65	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	25	38	50	65	88
净利率	20.1%	11.1%	12.0%	11.0%	10.1%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	42	24	38	50	65	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	9	19	11	12	12
非经营收益	-1	-1	-1	2	-3	1
营运资金变动	-33	-5	-52	-79	-111	-159
经营活动现金净流	16	28	4	-16	-37	-59
资本开支	-30	-75	-54	-9	-6	-7
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	3	-1	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-76	-55	-10	-6	-7
股权募资	0	6	10	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	12	83
其他	-9	-9	-9	0	-15	-18
筹资活动现金净流	-9	-3	1	0	-3	66
现金净流量	-20	-51	-50	-26	-46	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	277	224	172	146	100	100
应收款项	138	130	157	231	327	464
存货	52	72	106	121	171	244
其他流动资产	12	74	11	24	33	47
流动资产	479	500	446	521	631	855
%总资产	87.4%	85.7%	70.0%	69.9%	71.9%	75.5%
长期投资	0	1	19	23	22	22
固定资产	55	66	159	178	191	212
%总资产	10.0%	11.3%	25.0%	23.8%	21.8%	18.7%
无形资产	11	11	12	22	31	41
非流动资产	69	83	191	225	246	277
%总资产	12.6%	14.3%	30.0%	30.1%	28.1%	24.5%
资产总计	548	583	637	746	878	1,131
短期借款	0	0	0	0	12	94
应付款项	37	57	75	92	131	187
其他流动负债	12	4	11	29	35	44
流动负债	49	61	86	121	178	324
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	8	10	0	0	0	0
负债	57	72	86	121	178	325
普通股股东权益	491	507	536	610	685	791
少数股东权益	0	4	15	15	15	15
负债股东权益合计	548	583	637	746	878	1,131

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.472	0.275	0.265	0.176	0.228	0.309
每股净资产	5.510	5.686	3.756	4.008	4.364	4.881
每股经营现金净流	0.182	0.312	0.025	-0.112	-0.260	-0.410
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.57%	4.83%	7.04%	8.77%	10.45%	12.64%
总资产收益率	7.68%	4.20%	5.93%	7.09%	7.98%	8.49%
投入资本收益率	7.34%	1.05%	6.26%	7.57%	9.29%	10.74%
增长率						
主营业务收入增长率	13.66%	5.60%	42.59%	44.28%	41.76%	41.86%
EBIT 增长率	7.13%	-86.35%	586.41%	23.38%	35.90%	43.59%
净利润增长率	0.53%	-41.81%	54.00%	32.90%	29.70%	35.32%
总资产增长率	9.32%	6.31%	9.27%	46.90%	14.94%	26.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	195.3	203.9	150.4	170.0	170.0	170.0
存货周转天数	200.1	207.4	218.5	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	92.8	105.9	110.5	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	48.5	#DIV/0!	#DIV/0!	118.0	77.0	49.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.41%	-43.76%	-31.18%	-24.91%	-13.86%	-0.71%
EBIT 利息保障倍数	-5.7	-1.0	-13.6	-14.7	-30.3	65.7
资产负债率	10.39%	12.29%	13.54%	17.14%	21.81%	31.39%

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	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-23	买入	43.51	N/A

来源：国金证券研究所

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 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 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%以下。

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作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