

# 新大陆 (000997) \ 计算机

## ——收单业务高速增长，平台运营扬帆启航

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 20.86元  
 目标价格: 28.7元

### 投资要点:

#### ► 公司为识读&POS双龙头，外延发展升级平台运营商

公司掌握条码识别核心技术，在一/二维码识读方面达到行业领先水平，已成长为国内识读设备和POS机领域的龙头企业。公司在支付产业链前端凭借高市占率的识读设备和POS机形成支付入口；在中端为商户提供银行卡收单服务；在后端则基于商户平台系统为商户提供多元化服务。公司未来有望实现支付产业链闭环，逐步由设备提供商升级为平台运营商。

#### ► 公司切入收单市场，业务增长值得期待

公司通过收购国通星驿切入银行卡收单市场，17年上半年银行卡收单流水超3700亿，同比增长约263%。公司作为仅存的34家全国范围银行卡收单方之一，在监管趋严的大背景下，其收单牌照价值已逐步凸显。同时，随着智能POS渗透率的提升，公司将为更多商户提供线下扫码收单服务，两者将共同为公司的业绩提供增长动力。

#### ► 升级平台运营商，多元化服务正起航

公司非公开发行股票募集资金不超过15.79亿元，主要投向商户服务系统与网络建设项目。随着越来越多的商户进驻服务平台，公司基于商户的支付沉淀数据将O2O营销、消费金融等业务资源与商户进行更好的对接，从而为商户提供更加多元化的增值服务。

#### ► 首次覆盖，给予“推荐”评级

预计公司2017-2019年实现归母净利润6.87亿元、8.80亿元以及11.67亿元，同比增长分别为48.89%、28.06%以及32.62%；EPS分别为0.68元、0.87元、1.15元，对应当前股价PE分别为31.1倍、24.3倍和18.3倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

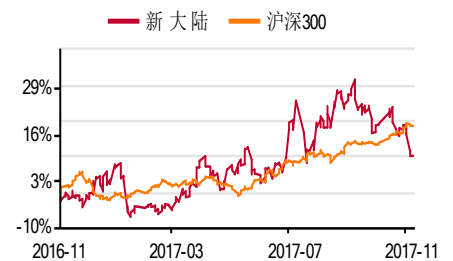
#### ► 风险提示

1) POS机销量不及预期；2) 商户拓展放缓；3) 平台运营不及预期；

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,011/924
流通A股市值 (百万元)	19,281
每股净资产 (元)	4.64
资产负债率 (%)	45.83
一年内最高/最低 (元)	25.30/17.55

### 一年内股价相对走势



吴金雅 分析师

执业证书编号: S0590517020001

电话: 0510-82833337

邮箱: wujy@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3045.28	3543.92	5000.10	5728.65	6956.95
增长率 (%)	36.23%	16.37%	41.09%	14.57%	21.44%
EBITDA (百万元)	485.44	602.94	912.81	1189.36	1532.16
净利润 (百万元)	335.92	461.35	686.88	879.64	1166.59
增长率 (%)	21.82%	37.34%	48.89%	28.06%	32.62%
EPS (元/股)	0.332	0.456	0.680	0.870	1.154
市盈率 (P/E)	63.61	46.32	31.11	24.29	18.32
市净率 (P/B)	9.78	8.75	6.83	5.33	4.13
EV/EBITDA	41.07	32.84	25.53	19.56	15.59

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

<b>1. 公司为识读&amp;POS 双龙头，外延并购升级平台服务商</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司为国内识读设备和 POS 机龙头.....	4
1.2. 外延式并购布局，多业务板块协同发展.....	4
1.3. 公司短期看电子设备和收单，长期看平台运营.....	6
<b>2. 识读&amp;POS 国内市占率第一，业务增长稳定</b> .....	<b>8</b>
2.1. 强大技术积累保证识读设备和 POS 国内龙头地位.....	8
2.2. 需求提升叠加马太效应，识读业务增长稳定.....	9
2.3. 存量替代&海外拓展双因素驱动，POS 业务再起航.....	13
<b>3. 收单业务快速增长，深耕用户支付流量</b> .....	<b>18</b>
3.1. 在第三方支付各业务规模中，银行卡收单为最.....	18
3.2. 第三方支付规模增长迅猛，乱象丛生.....	19
3.3. 市场监管收紧，收单牌照价值凸显.....	20
3.4. 国通星驿银行卡收单增长空间巨大.....	24
3.5. 商户受理环境逐渐改善，多元化收单服务客户.....	27
<b>4. 升级平台运营商，开启多元服务时代</b> .....	<b>28</b>
4.1. 建设商户服务系统，平台运营实质性落地.....	28
4.2. 发挥协同效应，打造多元化服务.....	29
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>30</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>32</b>

## 图表目录

图表 1: 公司主要识读设备和 POS 产品.....	4
图表 2: 新大陆外延发展历程.....	5
图表 3: 新大陆股权结构及主要业务布局.....	5
图表 4: 新大陆营收增长稳定.....	6
图表 5: 新大陆净利润水平增长迅速.....	6
图表 6: 新大陆公司营收结构图.....	6
图表 7: 新大陆各业务营收及增速.....	7
图表 8: 公司未来发展思路清晰.....	8
图表 9: 新大陆技术不断积累.....	8
图表 10: 新大陆在研发上高投入.....	9
图表 11: 全球识别设备将稳步提升.....	10
图表 12: 2013 年全球条码识读设备市场结构.....	10
图表 13: 2015 年全球条码识读设备市场结构.....	10
图表 14: 识读设备主要的应用领域.....	11
图表 15: 2015 年八大经济区物流园区建设状态.....	11
图表 16: 菜鸟网络的仓储建设规划.....	11
图表 17: 2016Q1-2017Q1 中国扫码支付增长较快.....	12
图表 18: 扫描设备在零售领域的应用.....	12
图表 19: 新大陆在识读设备行业竞争中尽显马太效应.....	12
图表 20: 智能 POS 集众多功能于一身.....	13
图表 21: 智能 POS 与传统 POS 的区别.....	13
图表 22: 智能 POS 专利申请数量快速增长.....	14
图表 23: POS 机保有量.....	14
图表 24: 国内受理商户数量.....	14

图表 25: 未来 3 年智能 POS 市场规模测算.....	15
图表 26: 发达国家和发展中国家对于 POS 需求点各不相同.....	16
图表 27: 国内主要 POS 厂商纷纷进军海外市场.....	16
图表 28: 国内主要 POS 厂商海外销售区域.....	17
图表 29: 新大陆海外营收快速增长.....	17
图表 30: 16 年新大陆全球 POS 出货量第三.....	17
图表 31: 16 年新大陆亚太 POS 出货量第一.....	17
图表 32: 第三方支付牌照类型.....	18
图表 33: 第三方机构各支付业务交易量.....	18
图表 34: 银行卡收单市场中第三方支付机构交易金额占比逐步提升.....	19
图表 35: 第三方交易规模增长迅速.....	19
图表 36: 第三方支付机构交易笔数占比达 63.4%.....	19
图表 37: “96”费改前收单费用.....	20
图表 38: 费改后收单费用.....	21
图表 39: 费改前后收单各方的收益变动.....	21
图表 40: 各批次支付牌照续展情况.....	22
图表 41: 支付牌照现存情况.....	22
图表 42: 支付牌照的价值越来越高.....	23
图表 43: 国通星驿公司产品布局.....	25
图表 44: 电子支付设备带来支付入口流量.....	26
图表 45: 全国银行卡保有量及增速.....	27
图表 46: 智能 POS 打造多元收单环境.....	28
图表 47: 公司定增智能支付中心和商户平台系统项目.....	29
图表 48: 公司多业务协同提供多元化服务.....	30
图表 49: 公司各业务营收预测.....	31
图表 50: 可比公司估值表 (11 月 6 日收盘价).....	32
图表 51: 财务预测摘要.....	33

## 1. 公司为识读&POS 双龙头，外延并购升级平台服务商

### 1.1. 公司为国内识读设备和 POS 机龙头

新大陆是一家集设备提供和平台运营为一体的科技公司。公司背靠强大的新大陆集团，依托自身掌握的核心技术，同时在研发上不断高投入，目前已经成长为国内识读设备和 POS 机的龙头企业，其中公司 POS 机出货量已经达到全球第三，亚洲第一。

图 1：公司主要识读设备和 POS 产品



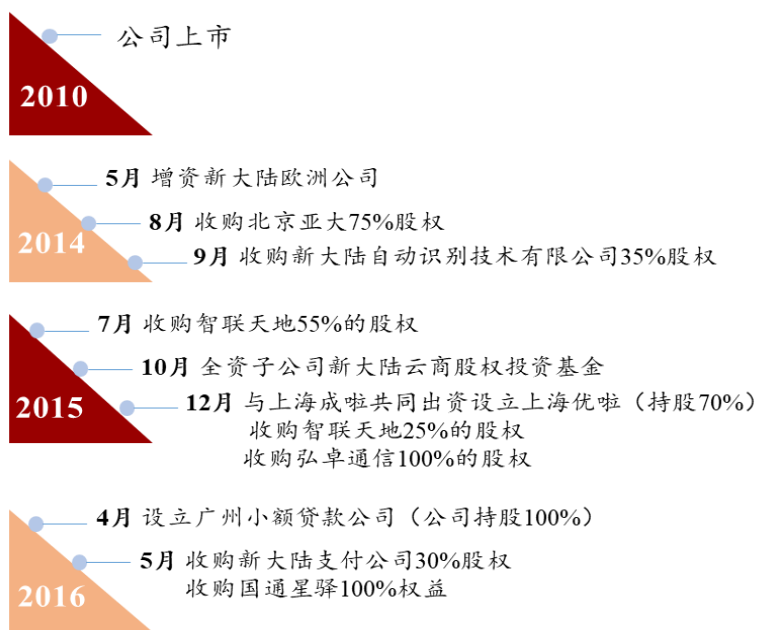
来源：公司官网、国联证券研究所

### 1.2. 外延式并购布局，多业务板块协同发展

公司在 2014 年到 2016 年初的外延发展主要集中在巩固识别设备和 POS 业务、试水消费金融两个方向：在巩固识读设备业务方面，公司现金收购了智联天地 75% 股权以打开物流行业识读设备市场；在巩固自身 POS 运营系统维护方面，公司收购了北京亚大 75% 股份；在试水消费金融方面，公司出资设立了广州小额贷款公司，持股 100%。

而在 2016 年 5 月，公司收购了从事银行卡收单业务的国通星驿，自此切入银行卡收单领域，此次收购对公司的营收贡献较大。国通星驿 2016 年、2017 上半年收单业务营收分别为 3000 亿、3700 亿，同比增长 452.7%、263%。上市公司的信用背书以及相关平台资源为收单业务的快速增长提供了强有力的支持。此外，公司在 2017 年 7 月得到了证监会关于非公开发行股票的批准，募集资金投向商户平台系统。未来，公司将在收单服务的基础上为商户提供更加多元化的增值服务，由硬件设备提供商升级平台运营商的大幕正徐徐打开。

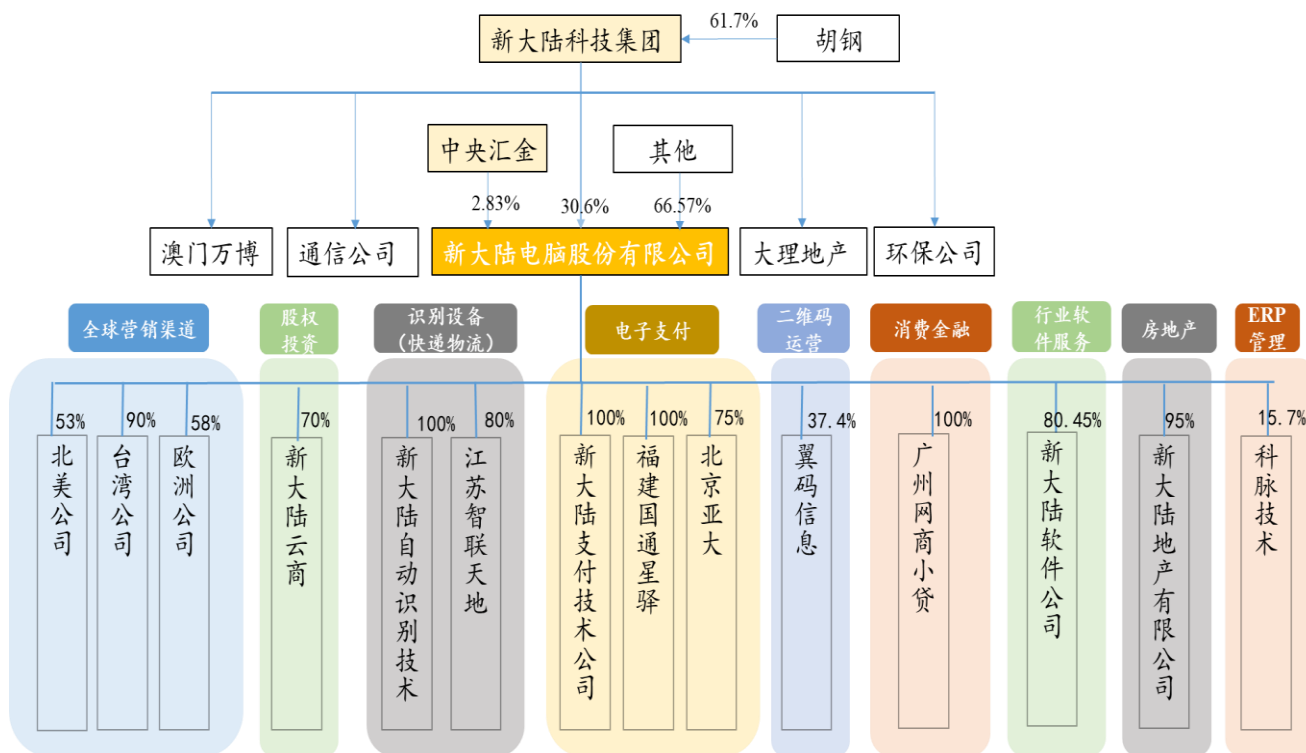
图表 2: 新大陆外延发展历程



来源: 公司公告、国联证券研究所

公司经过 2015 年和 2016 年的集中产业并购, 目前已经形成了房地产、行业软件服务、识别设备、电子支付、二维码运营以及消费金融等领域为主的业务体系。

图表 3: 新大陆股权结构及主要业务布局



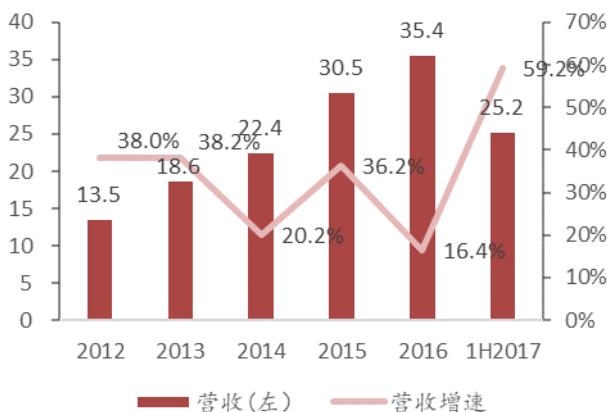
源: 公司年报、国联证券研究所

### 1.3. 公司短期看电子设备和收单，长期看平台运营

➤ 电子设备和收单业务为当前最大看点

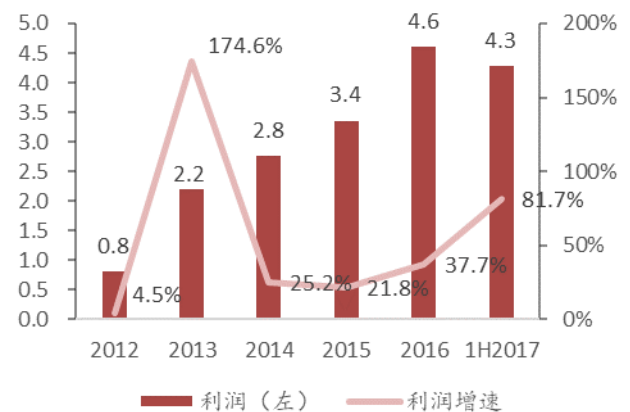
公司整体经过多年的发展, 不管从营收规模还是利润水平来说都已经进入了中大型公司行列。从具体的数据来看, 公司 17 年上半年实现总营收 25.2 亿元, 同比 16 年上半年 15.8 亿元增长 59.2%; 净利润的规模增长和速度也都表现出向上的趋势, 其中 17 年上半年的净利润达到 4.28 亿元, 同比 16 年上半年净利润 2.36 亿元增长 81.7%。

图表 4: 新大陆营收增长稳定



来源: wind、国联证券研究所

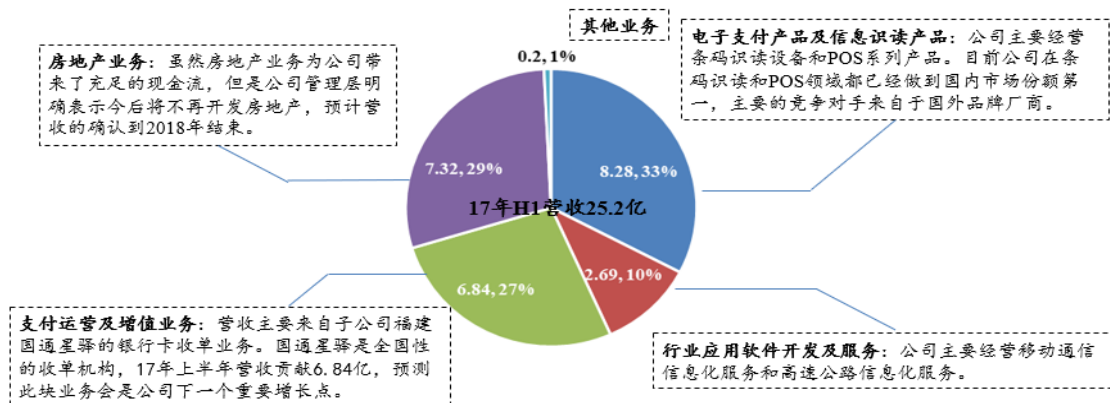
图表 5: 新大陆净利润水平增长迅速



来源: wind、国联证券研究所

分业务来看, 公司 17 年上半年电子支付产品及信息识读产品业务营收 8.28 亿元, 占比 33%, 行业应用软件开发及服务 (含硬件配套) 业务营收 2.69 亿元, 占比 10%, 支付运营及增值业务营收 6.84 亿元, 占比 27%, 房地产业务营收 7.32 亿元, 占比 29%, 其他业务营收 0.2 亿元, 占比 1%。

图表 6: 新大陆公司营收结构图

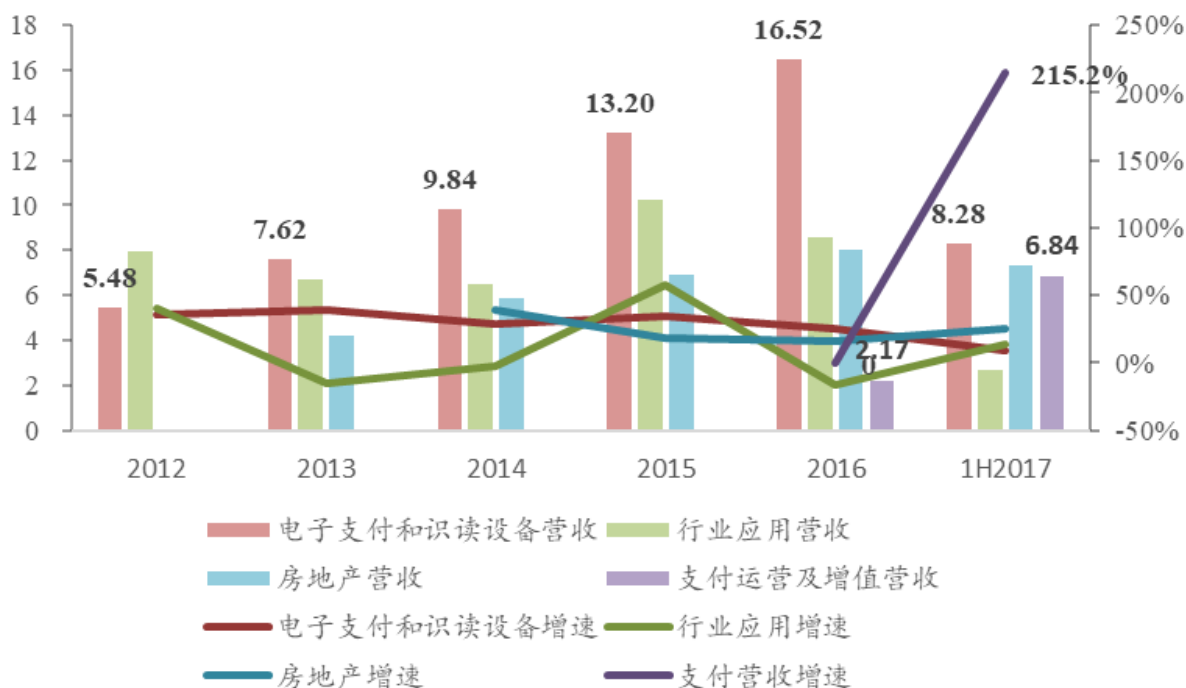


来源: 公司年报、国联证券研究所

结合公司目前各块业务的发展情况来看，我们认为电子设备（主要为识读产品和 POS 产品）和收单业务为公司当下最大看点：

- 从营收规模来看，电子支付产品及信息识读产品营收在公司业务中占比最大，17 年上半年达到 8.28 亿，占比达 33%，且随着下游需求的稳步提升此块业务规模有望进一步增加。相比之下，公司房地产业务虽然体量也不小，但此业务已进入收尾期，公司明确表示未来不再开发房地产项目；行业应用业务营收则占公司营收的比重较小。
- 从营收增速上来说，支付运营及增值业务 17 年上半年营收达到 6.84 亿，相比 16 年全年 2.17 亿增长 215.2%，是公司所有业务中发展最快的。此块业务主要由公司子公司国通星驿完成，依靠上市公司平台国通星驿扩展商户速度较快。我们认为随着下游商户的进一步拓展，未来公司收单业务仍然会呈现高速增长态势。

图表 7：新大陆各业务营收及增速

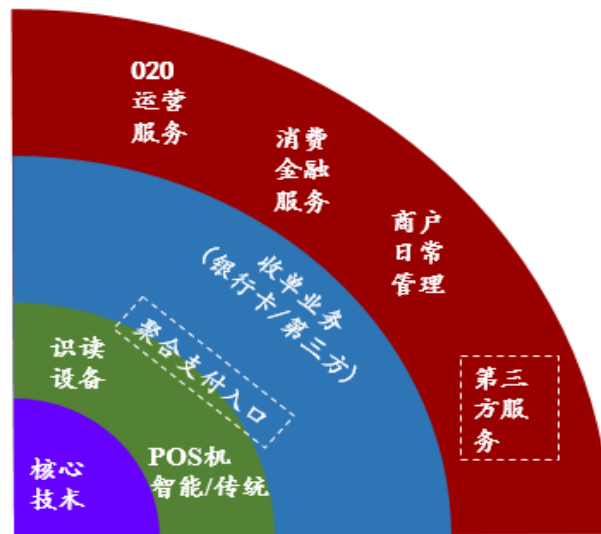


来源：公司年报、国联证券研究所

➤ 平台运营为公司长期发展增添动力

经过一系列的业务布局，公司未来的发展思路已经清晰可见：在核心技术的基础上，公司可以提供较高质量的识读设备和 POS 机；凭借高市占率的识读设备及 POS 机形成支付入口；公司通过收单业务深度服务商户；在深耕商户流水数据的基础上利用自身的商户平台及旗下业务资源为商户提供更加多元化的增值服务。

图表 8：公司未来发展思路清晰



来源：国联证券研究所

## 2. 识读&POS 国内市占率第一，业务增长稳定

### 2.1. 强大技术积累保证识读设备和 POS 国内龙头地位

新大陆公司自成立以来就专注于识别技术的研发和积累，于 2010 年发布首颗二维码解码芯片，成为国际上少数几家拥有该核心技术的企业之一。经过数年的研发积淀，目前公司已经拥有二维码相关专利 179 项，包括 120 项二维码专利、37 项二维码识读引擎专利和 22 项二维码物联网应用商业模式专利。公司在近些年也获得了国家实验室的认可，相关扫描产品获得了全球权威机构的认证，也参与了国家非接触式一维码和二维码扫描枪通用规范的编写、国家物联网相关行业标准的编写，同时研制出了新一代的物联网解码芯片和第三代汉信码解码芯片。

图表 9：新大陆技术不断积累

时间	事件
2012 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>条码识读芯片和引擎的技术得到进一步优化，全码制二维码解码芯片研发成功并开始逐步批量应用于产品</li> </ul>
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司以二维码专家成员身份主持编写的《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》于 2014 年 4 月通过工信部立项审核，被列为工信部 2014 年重点项目</li> </ul>
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司工程实验中心的 4 大类 56 个检测项目获得 CNAS 国家实验室认可；</li> <li>公司第三代汉信码解码芯片实现量产，增加汉信码（税控行业）、CODE32、Febraban48（南美银行业内规范）的解码算法，有竞争优势；</li> </ul>

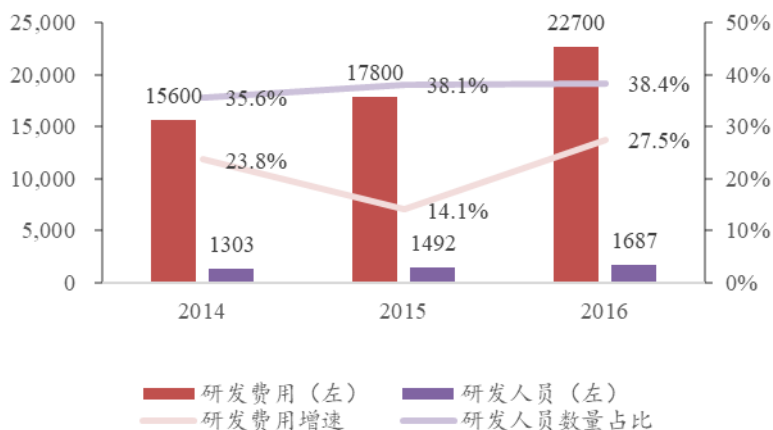


- 公司主持编制的中国物联网重点行业标准《信息技术面阵式二维码识读引擎通用规范》、《信息技术非接触式一维码扫描枪通用规范》、《信息技术非接触式二维码扫描枪通用规范》正式实施；
- 公司工程实验中心通过国家实验室 CNAS 现场监督和扩项评审，成为国内首家检测能力全面覆盖条码识读设备行业标准的企业实验室；
- 公司自主研发出新一代物联网解码芯片 IOTC-0390，增强了对我国自主知识产权的汉信码（CSC）支持；
- 条码识读引擎 NLS-EM1399、NLS-EM1395、NLS-EM3096 及手持式条码扫描器 NLS-HR23 等四款产品，获得美国保险商实验所（UL）认证；

来源：公司公告、国联证券研究所

目前，公司在国内设备识读领域市占率处于行业第一，但公司依旧投入较多资源进行产品研发。从年报数据可知，公司的研发费用持续增长、研发人员数量占比也保持在较高位置：其中 2016 年，公司投入研发费用 2.27 亿元，同比 2015 年研发费用 1.78 亿元增长 27.5%；公司研发人员 1687 名，占总体员工人数 38.4%。

图表 10：新大陆在研发上高投入



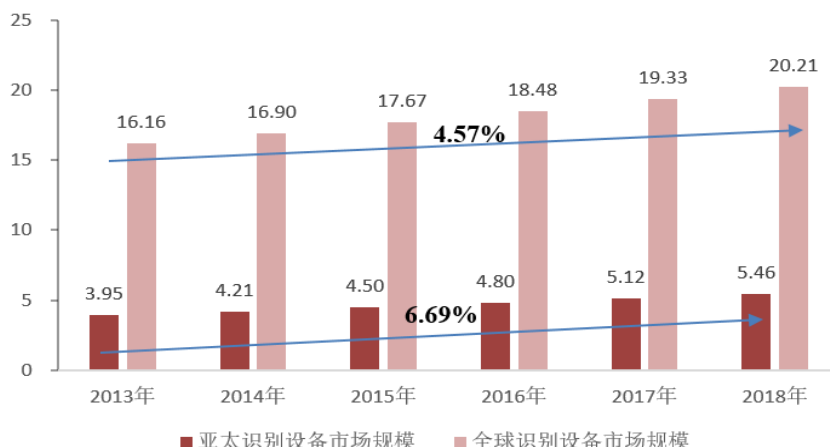
来源：公司公告、国联证券研究所

## 2.2. 需求提升叠加马太效应，识读业务增长稳定

### ➤ 全球识别设备需求稳步提升

根据 VDC 公司的调查数据，全球识别设备市场将维持 4.57% 的复合增长率，在 2018 年将达到 20.21 亿美元的市场规模。在全球市场中，亚太市场是增长较快的地区，将以 6.69% 的高复合增长率在 2018 年达到 5.46 亿美元的市场规模，届时整个亚太地区市场规模占比将达到 27%。

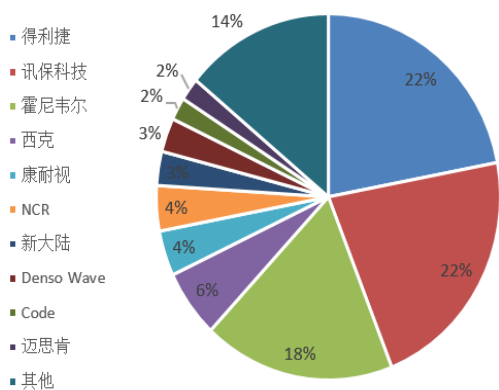
图表 11：全球识别设备将稳步提升



来源：VDC、国联证券研究所

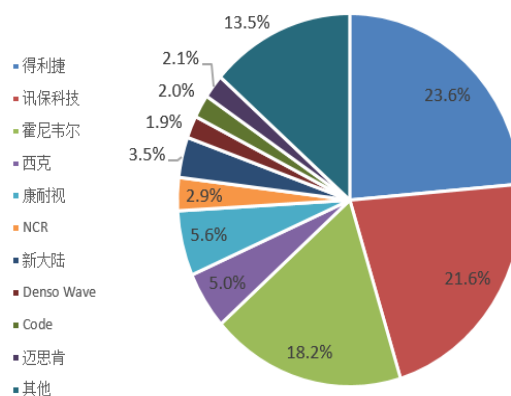
从全球的竞争格局来看，目前得利捷、讯保科技（现在已被斑马技术收购）和霍尼韦尔这三家公司的市场占有率达到了 60%左右，大幅领先于其他厂商，是全球条码识别设备的主要供应商。公司凭借技术研发与产品创新，成为条码识别领域唯一进入全球前十的中国企业。从市场占有率上来看，公司从 2013 年全球市场占有率 3%提升到 2015 年市场占比 3.5%。相应的，公司的识别设备营收也从 2013 年的 1.5 亿元增长到 2015 年的 3.49 亿元，复合增速 52.5%。

图表 12：2013 年全球条码识读设备市场结构



来源：VDC、国联证券研究所

图表 13：2015 年全球条码识读设备市场结构



来源：VDC、国联证券研究所

➤ 受益于零售和物流行业发展，未来国内识读设备需求将进一步提升

随着我国“互联网+”战略提出以及物联网产业的迅速发展，条码识别设备也得到了较快的发展。目前，我国条码识别设备主要运用在商贸零售、仓储物流、产品溯源、工业制造、医疗健康、O2O 运营等领域，且随着这些应用领域的持续发展，条码识读设备的需求还将得到进一步提升。

**图表 14：识读设备主要的应用领域**

应用领域	具体应用
零售、物流、仓储等领域	条码识读设备是零售、物流、仓储市场中的主要信息采集设备，被广泛应用于物资存储、运输、分发、销售、派送等各个环节。
产品溯源领域	产品溯源即在产品生产和销售过程中，将每个环节的信息通过条码等技术在产品上做出相应的质量状态标示，生产管理者或消费者可通过该标识直接查询相关信息。
工业制造领域	条码识别技术及其基础上的机器视觉是现代工业设备实现检测、感知、通信和相应的主要路径之一。
医疗健康领域	利用条码等自动识别技术，标识和识别包括药品、生化标本、医疗设备、医疗工作人员以及病人身份等在内的信息，通过智能移动终端采集核心信息，并与医院管理信息化系统及临床管理信息化系统进行交互，搭建移动医疗作业平台。
O2O 运营领域	二维码与 O2O 运营模式使得线下的产品、服务及用户信息能随时随地线上化，并且依托手机支付等途径形成从移动营销、消费者渗透、数据采集、产品服务、支付结算、后续服务为一体的良性商业循环。

来源：中情商报网、国联证券研究所

在条码识别设备运用的下游领域中，物流仓储领域对于识别设备的需求尤为旺盛。近些年由于电商网络仓储物流发展的需要，像阿里、京东及顺丰这样的物流服务商加大了在全国范围内的仓储布局。根据 2015 年的统计数据，全国八大经济区物流园区在建的园区数量为 190 个，在运营的有 739 个，未来还将进一步增加。以阿里为例，根据 15 年的公开数据，旗下的菜鸟网络将在未来的 2-3 年内进行全国范围内仓储建点，预计在 2018 年建筑面积总计将达到 521.1 万平方米，总占地面积将达到 1.2 万亩。

**图表 15：2015 年八大经济区物流园区建设状态**

区域	规划	在建	运营	合计
北部沿海经济区	5	30	181	216
长江中游经济区	35	50	126	211
黄河中游经济区	21	40	114	175
东部沿海经济区	9	14	133	156
南部沿海经济区	10	18	107	135
西南经济区	16	38	78	132

来源：极光物流、国联证券研究所

**图表 16：菜鸟网络的仓储建设规划**

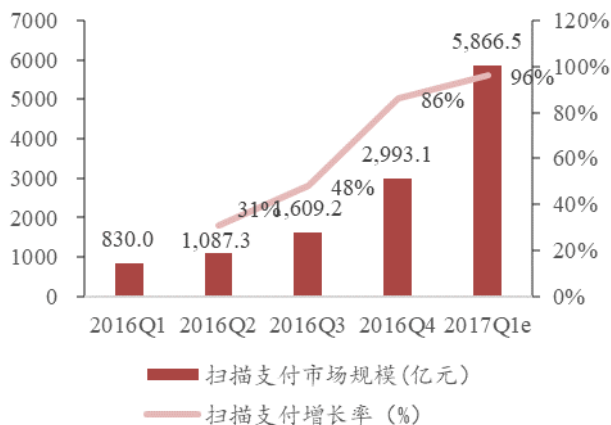
重点地区	现状		2018E	
	占地 (亩)	建筑面积 (千㎡)	占地 (亩)	建筑面积 (千㎡)
东北	-	-	507	287
北部	1277	192	1487	422
江浙沪	1880	207	2784	1419
东南沿海	269	-	269	152
南部	387	-	1581	829
中部	868	-	2368	878
西北	-	-	1000	100
西南	315	-	1045	558
新疆	-	-	500	283
东盟	-	-	500	283
合计	4996	399	12040	5211

来源：公开资料、国联证券研究所

此外，商品零售是识读扫描设备应用的又一重要场景。在商品零售环节，扫描设备一方面可以用来扫描商品的条形码以获得商品价格及其他相关信息，便于收银员结

算；另一方面可以用来扫描手机条形码完成线下支付流程。扫描商品条形码的需求由来已久且随着商品零售行业的发展稳定增长，相比之下，线下扫码支付在近年表现出了较快的增长态势。根据艾瑞咨询的调研数据，2016 年第四季度线下扫码支付规模达 2993 亿，环比增长 86%，未来仍然会保持较快增长。

图表 17：2016Q1-2017Q1 中国扫码支付增长较快



来源：艾瑞咨询、国联证券研究所

图表 18：扫描设备在零售领域的应用



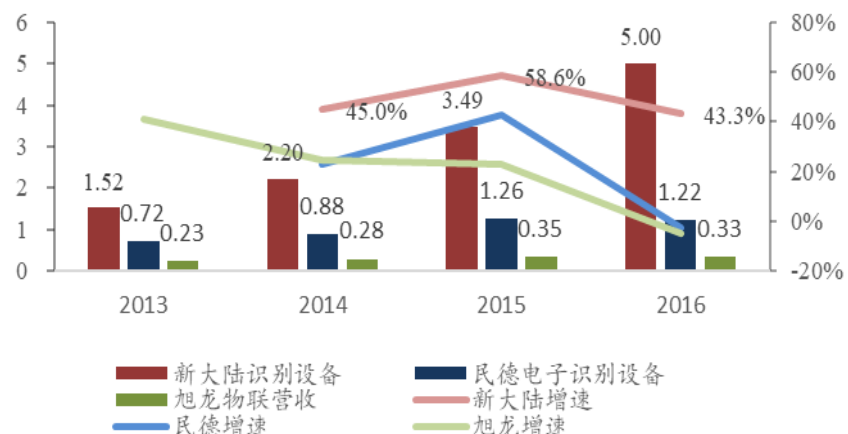
来源：公开资料、国联证券研究所

➤ 马太效应下公司识别设备业务发展远超行业平均水平

由于国内市场在未来几年对识读设备的需求稳步提升，同时公司在和同业对手竞争中体现出马太效应，所以公司将充分受益于市场对于识读设备需求的增长。

根据公开信息，国内 A 股市场中做识读设备的公司主要有新大陆、旭龙物联和民德电子（新大陆占股 10%）。从这几家公司的营收情况来看；在绝对的销售额上，新大陆公司遥遥领先，凸显公司龙头地位；在营收增速上，新大陆达到 43.3%，而旭龙物联和民德电子均出现小幅下跌，体现了新大陆在行业竞争中的马太效应。

图表 19：新大陆在识读设备行业竞争中尽显马太效应



来源：Wind、国联证券研究所

基于以上分析,我们认为随着物流行业大规模仓储基地的建设以及商品零售领域对于识读设备的需求提升,叠加公司在同行中的龙头地位,未来 3-5 年内公司识读设备销量将保持增长态势。

### 2.3. 存量替代&海外拓展双因素驱动, POS 业务再起航

➤ 智能 POS 渗透率低, 存量 POS 提供巨大替代空间

随着支付方式的不断增加和支付场景的不断丰富,商家对于支付多样化的需求逐渐显现。相比于传统 POS 机而言,智能 POS 机虽然价格比较贵,但是在很多方面有着传统 POS 机不可比拟的优势。在支付功能方面,智能 POS 机几乎囊括了所有的支付方式,未来将成为线下支付的重要聚合入口;在盈利模式方面,依托机具的智能化,未来增值服务也将会是智能 POS 的一个重要收入来源。

图表 20: 智能 POS 集众多功能于一身



来源: 公开资料、国联证券研究所

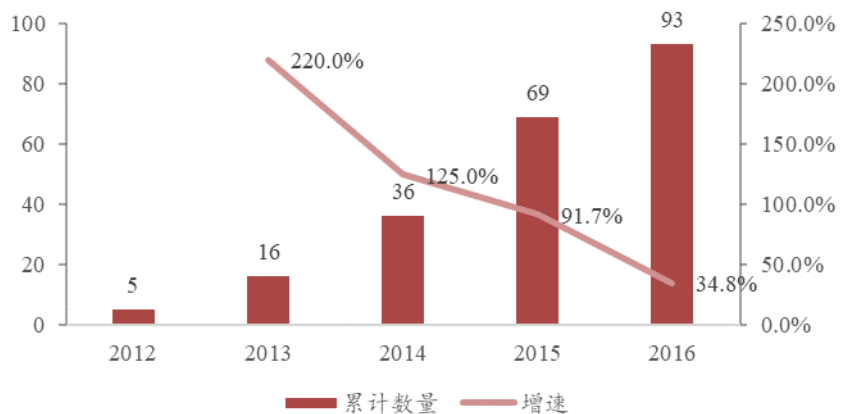
图表 21: 智能 POS 与传统 POS 的区别

功能	传统 POS	智能 POS
支付功能	只支持银行卡刷卡支付	支持银行卡刷卡和各种移动支付
操作系统	无操作系统	有多种, windows、linux、Android
单机价格	多集中在 300-500 元之间	1000 元左右
盈利模式	硬件一次性售出	流水分润+增值服务
开放性	无开发开放性	可写入应用, 应用不向互联网商家开放
增值服务	以刷卡为主	提供会员管理、营销等多种服务

来源: 易观智库、国联证券研究所

截至 2016 年底,我国有联网 POS 终端 2453 万台,其中智能 POS 机不到 100 万台,占比约 4%,渗透率较低。由于智能 POS 机相比传统 POS 机而言结合了很多新功能,所以国内在智能 POS 机领域的专利申请数量也快速增长。

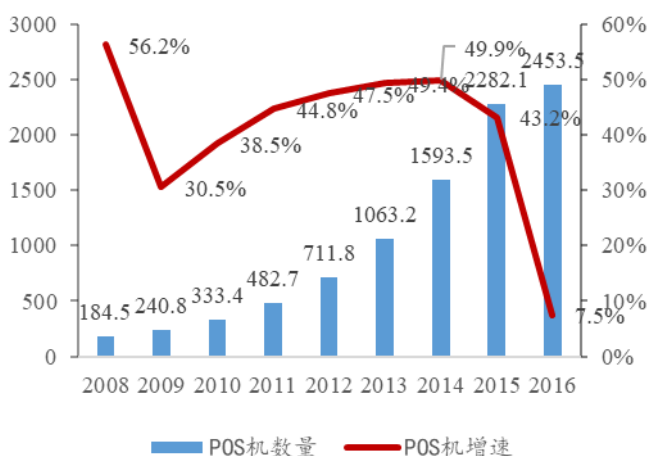
图表 22：智能 POS 专利申请数量快速增长



来源：易观智库、国联证券研究所

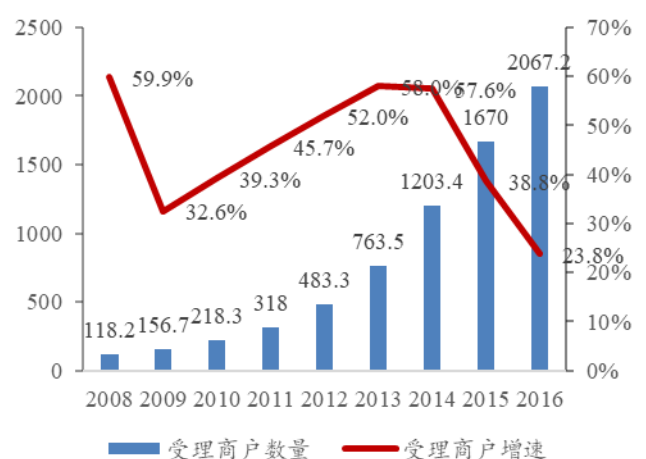
整个 POS 机市场规模随着银行卡的发展和受理商户数量的增加而不断扩大。截止 2016 年国内的 POS 机保有量已经达到 2453.5 万台，增速为 7.5%，相比 2015 年 43.2% 的增速同比大幅下滑。同时受理商户的增速也出现了下滑，16 年受理商户数量达到 2067.2 万台，增速由 15 年的 38.8% 下降到 23.8%。2016 年的巨幅滑落主要是由于央行加强了对于第三方支付的监管，对于违规的第三方支付厂商进行了不同程度的处罚，POS 终端销售量和商户拓展因此受波及。未来随着第三方支付更加规范的操作，POS 市场和受理商户数量将会逐步回归正常增长水平。

图表 23：POS 机保有量



来源：公开资料、国联证券研究所

图表 24：国内受理商户数量

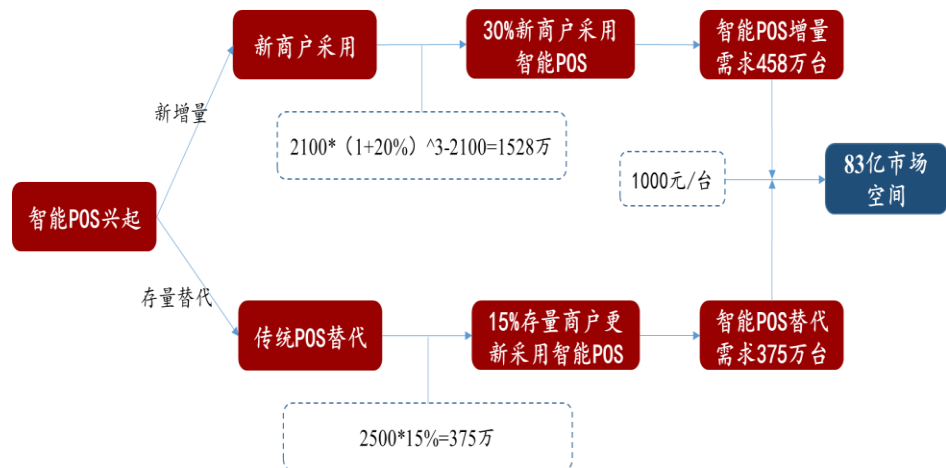


来源：公开资料、国联证券研究所

现在，市场智能 POS 存量不到 100 万台，未来的增长空间一方面来自于新增商户使用智能 POS 的比例较高，另一方面则来自于智能 POS 对传统 POS 的存量替代。2016 年底，联网 POS 终端数量约 2500 万台，保守估计未来 3 年按照 15% 的替代率计算，有 375 万台的替换需求；在新增用户方面，保守估计在 2016 年 2100 万受理商户的基础上，未来 3 年保持 20% 的增速，那么 3 年后新增用户数量将达 3628 万，净增 1528 万商户。假设有 30% 的新增商户采用智能 POS，即新增智能 POS 需求为 458

万台。总体来说，3年后会产生833万台的需求，按照每台1000元的售价，未来将产生83亿左右的市场空间。由于公司是传统POS机龙头，拥有多年研发经验，所以我们认为公司在智能POS领域有实力也更有希望受益智能POS市场的崛起。

图表 25：未来3年智能POS市场规模测算



来源：国联证券研究所

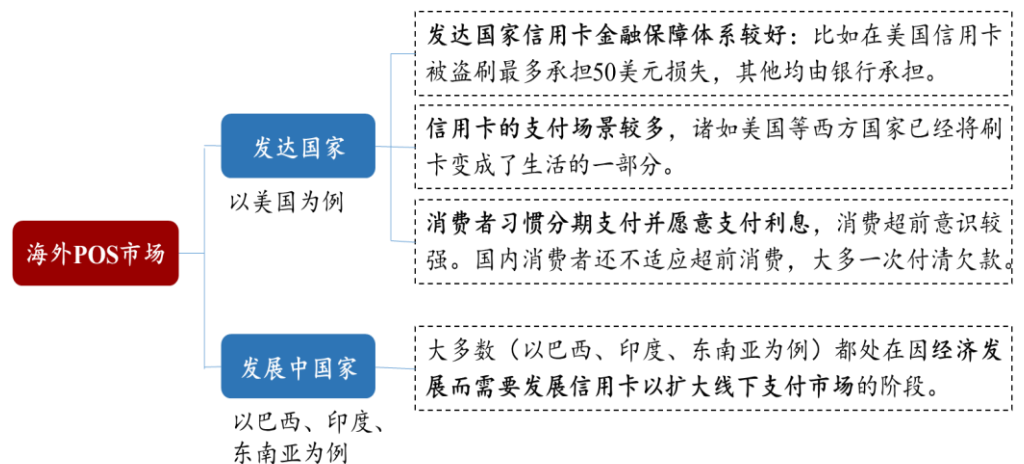
➤ 海外 POS 市场广阔，公司 POS 出货量亚太第一全球第三

从全球范围来看，根据 Global Market 预测报告，从 2016 年到 2023 年间 POS 终端市场规模复合增长率将达到 19%，预计市场规模超过 1035.2 亿美元。从尼尔森 2016 年全球调研报告来看，全球 POS 的出货量为 5424 万台，同比增长 24%，由于受国内政策对于第三方支付监管的影响，16 年国内 POS 增速对于全球增长有拖累作用。我们认为，随着第三方支付机构运营的进一步规范化，未来几年全球 POS 市场仍将会保持增长态势。

POS 机的海外市场主要包括了金融发展较为完善的发达国家（以欧美为例），和经济不是很发达的第三世界国家（以东南亚、印度、巴西为例）。发达国家对于 POS 机的需求主要由于金融安全体系的发展情况较好、支付场景较多及消费者超前消费的支付习惯。就美国和中国人均持卡量来说，中国信用卡持卡量人均 0.3 张/人，而美国的人均信用卡持有量约为 3 张/人，后者是前者的十倍之多。

发展中国家对于 POS 机的需求则和发达国家不同，大多数（以巴西、印度、东南亚为例）都因为在经济发展的过程中需要发展信用卡以扩大线下支付市场。

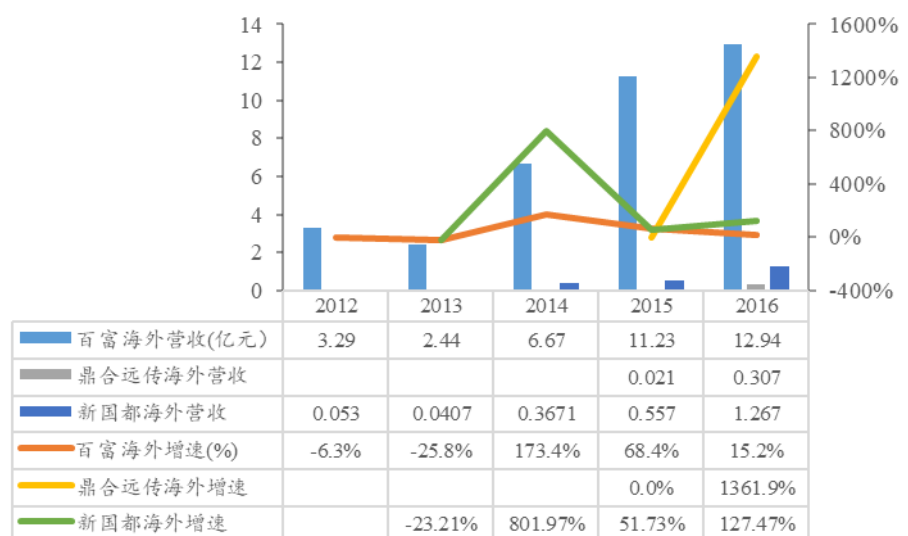
图表 26：发达国家和发展中国家对于 POS 需求点各不相同



来源：国联证券研究所

由于海外 POS 市场的广阔空间，现阶段国内大型的 POS 机具生产厂商都积极拓展海外市场，且都取得了不错的成绩。国内目前上市的 POS 机厂商主要包括新大陆、百富环球、鼎合远传及新国都，其中：2016 年百富环球海外 POS 营收达到了 12.94 亿，同比增长 15.2%；新国都实现 POS 海外营收 1.27 亿元，同比增长 127.5%；鼎合远传实现 POS 海外营收 0.31 亿元，同比增长 1367.9%。国内厂商的 POS 机产品在国外的销售价格比国内高出很多，一台传统 POS 机在国内售价约 400-500 元，而在国外售价则高达 1000 元左右。

图表 27：国内主要 POS 厂商纷纷进军海外市场



来源：Wind、国联证券研究所



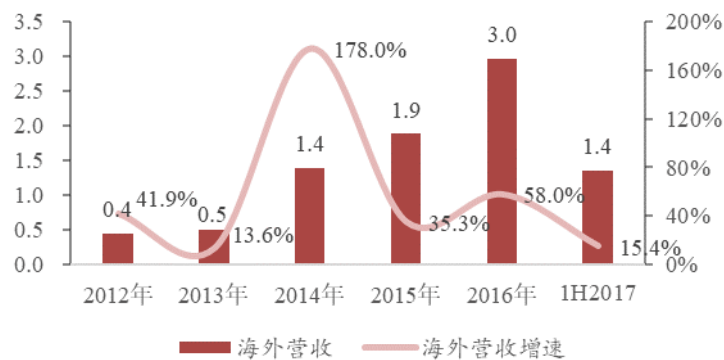
图表 28：国内主要 POS 厂商海外销售区域

公司	海外主要拓展区域
百富环球	美洲、拉丁美洲、欧洲、美国、意大利、巴西、印度
新国都	印度、独联体、东南亚、中东、非洲、欧洲、美国
新大陆	中东/非洲，欧洲和拉丁美洲

来源：公司公告、国联证券研究所

新大陆自进军海外市场以来，海外营收呈现快速增长态势，其中 16 年全年海外营收 2.97 亿元，同比增长 57.98%，17 年上半年海外营收 1.4 亿，同比增长 15.4%。根据尼尔森的调查报告，新大陆目前 POS 出货量已经达到全球第三、亚太第一，2016 年 POS 机全球出货量达到 584.1 万台，同比增长 6%；亚太市场出货量达到 538.05 万台，同比增长 3%。

图表 29：新大陆海外营收快速增长



来源：Wind、国联证券研究所

图表 30：16 年新大陆全球 POS 出货量第三

16 年排名	15 年排名	公司名称	终端出货量	同比增长
1	1	法国安智	1051.3 万	7%
2	2	美国惠尔丰	608.5 万	2%
3	3	福建新大陆	584.1 万	6%
4	4	百富环球	462.6 万	11%
5	6	证通电子	393.6 万	49%
6	7	深圳新国都	344.5 万	147%
7	14	升腾(中国)	280.8 万	293%
8	5	香港 BBPOS	273.8	-7%
9	8	鼎合远传	187 万	73%
10	10	台湾虹堡	150.6 万	48%

来源：尼尔森、国联证券研究所

图表 31：16 年新大陆亚太 POS 出货量第一

16 年排名	15 年排名	公司名称	终端出货量	同比增长
1	1	福建新大陆	538.05 万	3%
2	2	法国安智	507.9 万	15%
3	6	新国都	330.2 万	150%
4	3	证通电子	270 万	42%
5	5	升腾(中国)	260.1	264%
6	7	百富环球	253.3 万	2%
7	6	香港 BBPOS	204.2 万	-20%
8	11	鼎合远传	181 万	69%
9	8	美国惠尔丰	121.3 万	2%
10	10	深圳华智融	82.1	6%

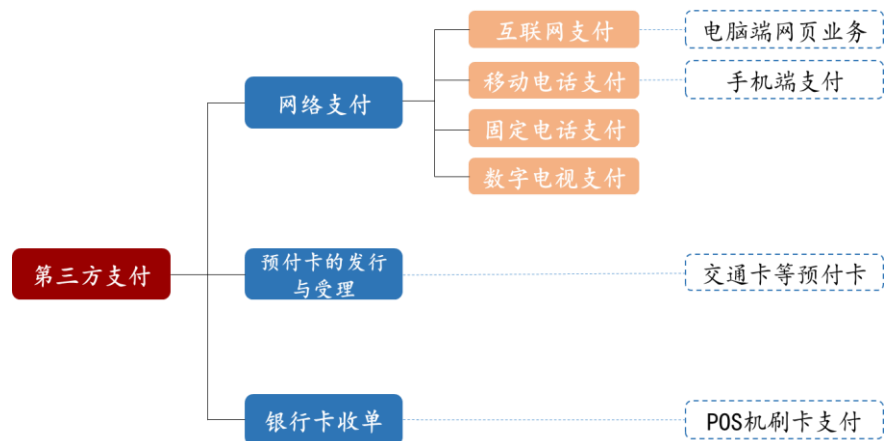
来源：尼尔森、国联证券研究所

### 3. 收单业务快速增长，深耕用户支付流量

#### 3.1. 在第三方支付各业务规模中，银行卡收单为最

目前，我国的第三方支付业务主要分为网络支付、预付卡的发行与受理以及银行卡收单三个类型，其中网络支付又分为互联网支付、移动电话支付、固定电话支付以及数字电视支付。第三方支付机构想要进从事相关服务都要取得央行颁发的业务牌照。

图表 32：第三方支付牌照类型



来源：公开资料、国联证券研究所

在第三方支付机构各支付业务中，根据中国支付清算协会出具的 2016 年和 2015 年交易量数据可以看出，银行卡交易量最大，其他按照从高到低的次序依次是网上支付、移动支付和预付卡，16 年交易金额分别为 466.08 万亿、54.25 万亿、51.01 万亿和 0.082 万亿，同比增长分别为 25.60%、124.27%、132.29 和 7.72%。

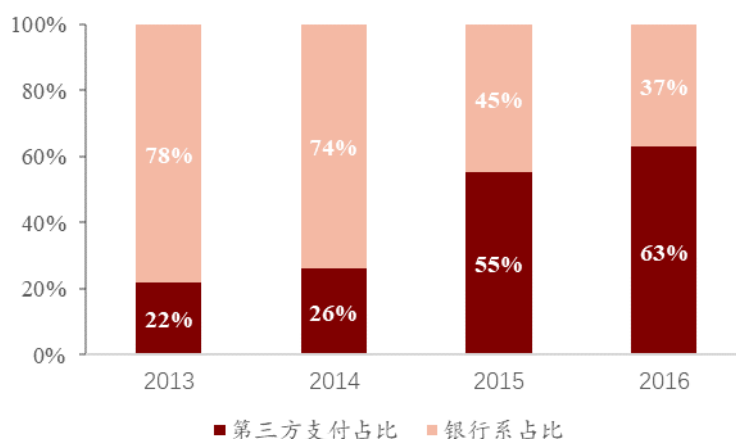
图表 33：第三方支付机构各支付业务交易量

(万亿)	2016 年	同比	2015 年
银行卡交易量	466.08	25.60%	371.08
网上支付交易量	54.25	124.27%	24.19
移动支付交易量	51.01	132.29%	21.96
预付卡发卡金额	0.082	7.72%	0.076

来源：中国支付清算协会、国联证券研究所

在银行卡线下收单机构中，主要以商业银行和第三方支付收单机构为主。根据银联公布的数据，近年第三方支付机构的银行卡收单占比不断扩大，未来扩大趋势将进一步延续。第三方支付机构的占比不断提高一方面是因为银行的业务众多，收单业务只占很少一块，投入精力有限；另一方面则是第三方支付机构相比于银行而言服务中小微长尾市场客户的能力较强。

图表 34：银行卡收单市场中第三方支付机构交易金额占比逐步提升

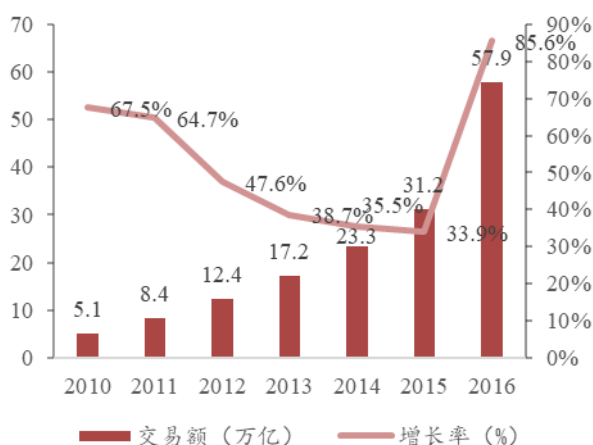


来源：中国支付清算协会、国联证券研究所

### 3.2. 第三方支付规模增长迅猛，乱象丛生

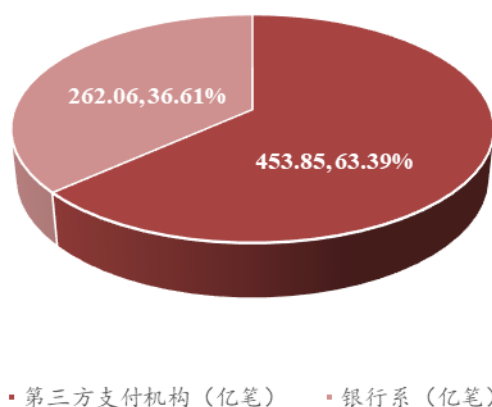
近些年，国内第三方支付规模迅猛发展，根据比达咨询的数据，第三方支付规模一度从 2010 年的 5.1 万亿增长到 2016 年的 57.9 万亿，复合增长率约 50%，目前中国已成为非银行支付机构交易量第一的市场。随着整个第三方支付市场规模的高速增长，国内第三方支付机构的收单笔数和收单金额也呈现快速上升趋势，根据《中国支付清算运行报告 2017》，第三方支付机构收单业务笔数达到 451.85 亿笔，占整个收单市场的 63.4%。

图表 35：第三方支付交易规模增长迅速



来源：比达咨询、国联证券研究所

图表 36：第三方支付机构交易笔数占比达 63.4%



来源：中国支付清算协会、国联证券研究所

在国内收单业务高速增长的同时，也出现了很多行业乱象：

- 套现：由于信用卡预借现金的手续费较高，且商户 POS 机的刷卡费率较低，所以很多持卡人和商户联合起来进行套现；

- **套码**：根据 2013 年国家发改委、央行制定的银行卡刷卡手续费率，不同类型商户刷卡的费率不同，其中：餐饮娱乐类的为 1.25%；百货等一般商户为 0.78%；超市、油站等为 0.38%；公益、医疗、教育等免手续费。一些商户利用套码行为降低自身实际 POS 机刷卡费率。
- **虚假商户**：由于我国现在的第三方支付机构大多采用层层外包的模式拓展新商户，所以很多机构为了大规模拓展商户在审核环节降低了资格审查要求。

### 3.3. 市场监管收紧，收单牌照价值凸显

#### ➤ “96”费改规范收单市场

2015 年 8 月 10 日，发改委会同人民银行、银监会、商务部与商业银行代表召开会议，提出了《中国支付清算协会〈关于完善银行卡刷卡手续费定价机制有关问题意见〉的征求意见函》并要求各家银行提出反馈意见，该方案获得国务院批复，于 2016 年 9 月 6 日开始实施，这项改革被市场称为“96 费改”。

在此次费改之前，银行刷卡手续费的收取分不同类型的商户进行。商户被分为四种类型，即餐娱类、一般类、民生类和公益类，除了公益类不用交手续费外，其他类型商户在刷卡时均需要支付手续费。整个银行卡收单的过程主要涉及了发卡行、收单机构和银行卡清算组织这三方，手续费基本按照 7：2：1 的比例在三者之间分配。

**图表 37：“96”费改前收单费用**

商户类型	发卡行服务费	银行卡清算组织 网络服务费	收单服务费基准价
1.餐娱类：餐饮、宾馆、娱乐、珠宝首饰、工艺美术品、房地产及汽车销售	0.9%。其中房地产和汽车销售封顶 60 元	0.13%。其中房地产和汽车销售封顶 10 元。	0.22%。其中房地产、汽车销售封顶 10 元。
2.一般类：百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区门票等	0.55%。其中批发类封顶 20 元。	0.08%。其中批发类封顶 2.5 元。	0.15%。其中批发类封顶 35 元。
3.民生类：超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.08%
4.公益类：公立学校和公立医院	0	0	按照服务成本收取

来源：公开资料、国联证券研究所

费改之后，将不再存在四种类别商户的分别计费，取而代之的是将所有商户划分为统一类别用户，只区分借记卡和贷记卡进而确定不同的刷卡费率。此次改革统一了商户类别、取消了费率梯次计价方式，辅之以借贷分离措施的落实，有效杜绝了商户套码的不法行为。

**图表 38：费改后收单费用**

	费率类别	收费区间		不同行业
		借记卡	贷记卡	
调整前	发卡机构	0.70%		政府根据商户行业进行管控
	收单机构	0.20%		
	清算机构	0.10%		
调整后	发卡机构	不高于 0.35%，封顶不高于 13 元	不高于 0.45%，上不封顶	各行业收单费率将趋于一致，由市场定价
	收单机构	与商户自主协商		
	清算机构	分别向收单机构和发卡行收取不高于 0.0325%（单笔不超过 3.2 元）		

来源：公开资料、国联证券研究所

**图表 39：费改前后收单各方的收益变动**

消费金额	发卡行实际收益变动 (新政前费率按照一般类 0.78% 计算)			银联实际收益变动 (新政前费率按照一般类 0.78% 计算)	
	改革前	改革后		改革前	改革后
		借记卡	贷记卡		
10000 元	10000*0.78%*0.7 =55 元	13-3.25 =9.75 元	10000*0.45%-3.25 =41.5 元	10000*0.78%*0.1 =7.8 元	10000*0.065% =6.5 元
3700 元	3700*0.78%*0.7 =20 元	3700*0.35%-1.2 =11.8 元	3700*0.45%-1.2 =15.45 元	3700*0.78%*0.1 =2.886 元	3700*0.065% =2.405 元
1000 元	1000*0.78%*0.7 =5.5 元	1000*0.35%-0.325 =3.175 元	1000*0.45%-0.325 =4.175 元	1000*0.78%*0.1 =0.78 元	1000*0.065% =0.65 元

来源：易观智库、国联证券研究所

调整后的费率，更加有利于商户的发展，不仅让很多原来处于高费率的商户得到了减负，也将提高商户对银行卡的接受程度从而有利于进一步做大线下银行卡收单市场。在新政下，收单机构对于商户收取的费用将由市场定价，即商户可以和收单机构互相商讨确定费率的具体数额。

#### ➤ 央行通过牌照续展调控收单市场

2011 年 5 月，央行首批颁发 27 张支付业务许可证给支付宝、快钱、汇付、拉卡拉、盛付通、银盛等第三方支付机构。随后，2011 年 8 月、2011 年 12 月、2012 年 6 月和 2014 年 7 月，央行又颁发了 4 批支付业务许可证。此后半年多时间里，央行再未批复一家企业，直到 2015 年 3 月再次发牌，但仅发放广东广物电子商务有限公司一张牌照（开展预付卡发行与受理业务），到此为止，央行共计颁发了 270 张第三方支付牌照。

随后由于第三方支付发展速度迅猛，且市场乱象不断，央行在接下来的牌照续展中不断进行收紧，对于违规操作的企业收回第三方支付牌照或者缩窄其服务范围，对

于业务不规范的企业则暂停业务发展或者处以罚款。

图表 40：各批次支付牌照续展情况

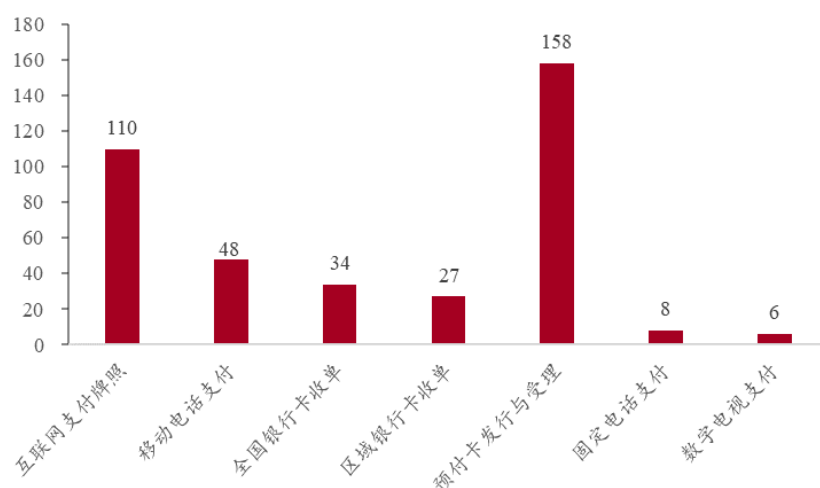
时间	牌照续展批次	内容
2016 年 8 月	第一批	首批 27 家第三方支付牌照于 2016 年 5 月到期，官方对首批牌照续展工作相当谨慎，经过 3 个多月最终于 8 月才公布。 首批 27 家支付机构全部得到续展，有效期为 5 年。其中有 15 家调整了支付业务范围，有 5 家终止固定电话支付业务，有 3 家终止在部分省份开展银行卡收单业务。
2016 年 8 月	第二批	除去于 2016 年 1 月 5 日被央行注销的上海畅够企业服务有限公司，其余 12 家均成功续展，有效期 5 年。其中两家机构合并，一家业务范围收窄。
2016 年 12 月	第三批	53 家机构中，除 1 家公司不予以续展，2 家公司被要求合并外，其余均得到续展，有效期 5 年。
2017 年 6 月	第四批	第四批基本上，缩小了 1 家的收单范围，终止续展 10 家，其中包括全国性的收单机构 1 家。

来源：公开资料、国联证券研究所

从历次央行对于牌照续展的结果可以看出，由于第三方支付发展速度快、规模大，央行为了规范市场的发展避免各种乱象甚至违法行为的发生，在未来很长一段时间内将会对拥有第三方支付牌照的企业进行持续监管，同时对于牌照的续展也将更加谨慎。

截至目前，市场上总共还有“预付卡发行与受理”牌照 158 张，“互联网支付”牌照 110 张，“银行卡收单”牌照 61 张（其中，全国范围内的收单牌照只剩下 34 张），“移动电话支付”牌照 48 张，“固定电话支付”牌照 8 张，“数字电视支付”牌照 6 张。

图表 41：支付牌照现存情况



来源：中国人民银行、国联证券研究所

我们预计在未来强监管的环境下，一些经营不善或者违规经营的第三方支付机构将逐渐被清出市场。整个收单市场将会向牌照拥有方聚拢，拥有牌照的第三方支付机构将会持续瓜分被清理出来的那部分市场份额。

➤ 第三方支付牌照价值提升

2010年，非金融机构支付服务管理办法出台，第三方支付机构正式被纳入监管范围。从2015年开始，管理层监管力度逐渐加强，非银支付机构网络支付业务管理办法、完善银行卡刷卡手续费定价机制、二维码支付业务规范征求意见稿等政策相继出台。

从近年在第三方支付领域的收购情况来看，第三方支付牌照的价值屡创新高，其中单张支付牌照的收购价格最高达到了23.8亿元。从第三方支付牌照的收购速度来看，15年开始并购的速度在明显加快：2012年1起，2013年3起，2014年3起，2015年10起，2016年10起。

图表 42：支付牌照的价值越来越高

时间	收购方	第三方支付公司	牌照业务	收购价	对应股权
2016年10月	新华金控	国华汇银	预付卡发行与受理（北京）	0.7亿	100%
2016年10月	唯品会 (vips.us)	贝付宝	互联网支付、跨境外汇支付	4亿	100%
2016年10月	键桥通讯 (002316)	点佰趣	银行卡收单（全国）、预付卡发行与受理（浙江、山东、福建、广东）	9.45亿	45%
2016年9月	新力金融 (600318)	海科融通	银行卡收单（全国）	23.8亿	100%
2016年9月	美团点评	钱袋宝	互联网支付、移动支付、银行卡收单（全国）、跨境外汇支付	>10亿	100%
2016年9月	民盛金科 (002647)	合利宝	互联网支付、移动支付、银行卡收单（全国）	14亿	90%
2016年8月	美的集团 (000333)	神州通付	互联网支付、移动支付	3亿	50%
2016年8月	恒大集团	集付通	互联网支付、预付卡发行与受理（广西、广东、云南）、基金支付	5.7亿	-
2016年6月	海联金汇	联动优势	互联网支付、移动支付、银行卡收单（全国）、跨境外汇支付、基金支付	30.4亿	92%
2016年1月	泰禾集团 (000732)	福建一卡通	预付卡发行与受理	0.38亿	100%
2015年11月	小米	捷付睿通	互联网支付、移动支付、银行卡收单（全国）	6亿	65%
2015年11月	500彩票网	统统付	预付卡发行与受理（浙江、上海）、互联网支付	3560万美元	63%
2015年8月	大生农业 金融 (01103.HK)	嘉点卡	预付卡发行与受理（上海）	2.68亿	80%
2015年7月	陆家嘴 (600663)	开联通	预付卡发行与受理、互联网支付	10亿港元	25%
2015年7月	蓝盾股份 (300297)	汇通宝	预付卡发行与受理（上海、广州、福建）	—	100%

2015年7月	东方财富 (300059)	宝付	互联网支付	2.5 亿	27%
2015年6月	达华智能 (002512)	卡友支付	银行卡收单(全国)	0.25 亿	7%
2015年6月	昆百大 A(000560)	上海瀚银	互联网支付、移动支付	0.5 亿	8%
2015年5月	资和信 (871284)	艾登瑞德	预付卡发行与受理(北京、上海、江苏、四川)	1.9 亿	100%
2015年3月	九鼎投资 (600053)	九派支付	互联网支付、移动支付、预付卡发行与受理(北京、上海、湖南)	0.7 亿	70%
2014年12月	万达集团	快钱	互联网支付、移动支付、银行卡收单	3.15 亿 美元	69%
2014年8月	中国微电子 (00139.HK)	恒大万通支付	预付卡发行与受理(广西、广东、云南)	6 亿	100%
2014年6月	东吴证券 (601555)	苏州市民卡	预付卡发行与受理(江苏)	0.33 亿	20%
2013年12月	海尔 (01169.HK)	海尔快捷通	互联网支付	1.465 亿	100%
2013年11月	ST天成 (600112)	国华汇银	预付卡发行与受理(北京)	0.3 亿	100%
2013年8月	平安创新 投资基金 等	平安付	互联网支付、移动支付、银行卡收单	—	100%
2013年7月	高鸿股份 (000851)	一九付	互联网支付	8.1 亿	100%
2012年10月	京东(jd.us)	京东钱包	互联网支付、移动支付、银行卡收单(北京)	—	100%

来源：公开资料、国联证券研究所

同时，具有全国性收单牌照的乐富支付有限公司在2017年6月正式被央行处以不予以续展并注销的决定。此前，乐富在全国设有35家分公司，POS终端布放量300万台，签约商户超260万家，有4000家合作伙伴，年清算规模达到1.2万亿。紧接着今年8月份，央行上海总部公示了10张罚单，汇付天下、快钱支付等12家第三方支付机构接连收到罚单，总计罚金279万元。

随着央行对于第三方支付的监管加强，甚至直接吊销违规严重的大规模收单机构的支付牌照，未来收单牌照的价值也会越来越高。

### 3.4. 国通星驿银行卡收单增长空间巨大

新大陆上市公司于2016年5月完成了对国通星驿100%股权的收购。国通星驿主要经营全国范围内的银行卡收单业务，在监管加强的背景下，成功通过央行2017年7月的牌照续展(有效期至2022年)，成为拥有全国范围内收单业务资格的34家第三方支付机构之一。



➤ 公司通过星驿付等拳头产品经营银行卡收单市场

公司目前主要的产品包括金融 POS、星驿付+POS 以及 MPOS 这三款核心产品。其中：金融 POS 和一般 POS 并无本质区别，主要的应用场景为商场、超市等有刷卡需求的消费领域；星驿付+POS 在基本银行卡刷卡收单的功能下，结合移动互联网时代下的商户需求，除提供多种收款功能外还为商户提供赚取佣金（便民缴费）、投资理财（金融服务）等全方位服务的产品；通付 MPOS 则抓住了行业小微客户的痛点，为其提供移动收单功能，适用场景多，采购成本低。

**图表 43：国通星驿公司产品布局**

产品名称	产品图样	说明
金融 POS		星驿付金融 POS 是一款面向各类商户用户的传统收款终端。它提供了商户日常经营所需的各类支付收款功能。
星驿付+POS		星驿付+POS 不仅为商户提供多种收款功能还能提供赚取佣金（便民缴费）、投资理财（金融服务）等全方位服务的产品，提升商户业务的整体收益。
通付 MPOS		通付是一款专门为小微商户解决资金收付需求的终端。它拥有成熟的支付应用场景，可实现与主流智能手机/平板/收银系统通讯，为用户提供收款、转账、信用卡还款、手机充值等多项金融服务和增值服务。

来源：公司官网、国联证券研究所

➤ 高市占率的电子设备打造支付入口

电子设备产品作为电子支付产业链的前端入口，其背后连接的商户资源都是公司收单业务的潜在客户，都可能为公司带来支付流量。

目前公司的电子设备（主要包括识读设备和 POS 机）在全国的市场占有率已经位列第一。在识读设备层面：识读引擎可被集成进扫描枪或智能 POS 并通过识别一维码和二维码进行支付；手持式条码扫描器主要用在线下条码支付；固定式数据采集器主要用在传统收银台的商品扫描结算。在 POS 层面，公司的产品 MPOS、标准 POS 及智能 POS 则是天然的支付入口，用户和商户分别通过 POS 进行资金的支付和收取。

图表 44：电子支付设备带来支付入口流量



来源：公司官网、国联证券研究所

➤ 上市公司背书，国通星驿商户拓展速度加快

目前，第三方支付机构由于人工成本方面的因素而大规模的采用了代理商模式为主、直销模式为辅的商户拓展模式。在实际的商户拓展过程中，第三方支付机构需要与某个区域的代理商合作，从而获取该地区的商户，保证收单业务的实现。由于目前各种金融乱象的存在，代理商对于旗下商户的回款问题尤为重视，在选择第三方支付机构合作时，会慎重考虑支付机构的信用问题。目前，代理商一般会从商户资金安全性出发优先选择知名第三方支付机构(比如银联商务、支付宝、财付通等)或者有上市公司信用背书的支付机构。

上市公司为国通星驿提供的背书效应有利于其进行商户拓展，随着服务商户数量的提升，公司的收单业务也实现了快速增长。截止 2017 年 6 月，公司的银行卡收单流水超 3700 亿，同比增长约 263%；同时，公司的支付运营及增值业务营业总收入达 6.84 亿元。

➤ 国通星驿银行卡收单前景广阔

我们认为公司的银行卡收单业务规模未来仍将有较为快速的增长，主要基于以下几个理由：①整体银行卡收单市场的规模在不断增长；②第三方支付机构的线下银行卡收单规模占比在逐步提高；③公司拥有上市公司信用背书，有望进一步拓展下游商户数量。

在银行卡收单市场方面，整体收单市场的规模在不断扩大。银行卡收单市场的扩大有赖于银行卡保有量的增长。从央行的数据来看，全国的银行卡保有量在 2015 年达到 54.42 亿张，相比 2014 年的 49.36 亿张，同比增长 10.25%。且从历史的情况来看，银行卡的数量一直保持稳定的增长，将有利于整个收单市场的做大。

图表 45：全国银行卡保有量及增速



来源：中国银联、国联证券研究所

在业务占比方面，第三方支付机构的线下收单规模占比在稳步提高。从央行公布的统计数据中我们可以看出，整个线下 POS 机收单市场主要参与者是第三方支付机构和商业银行，由于第三方支付机构这几年的快速发展，其市场占比从 2013 年的 22% 增加到 2016 年的 63%。

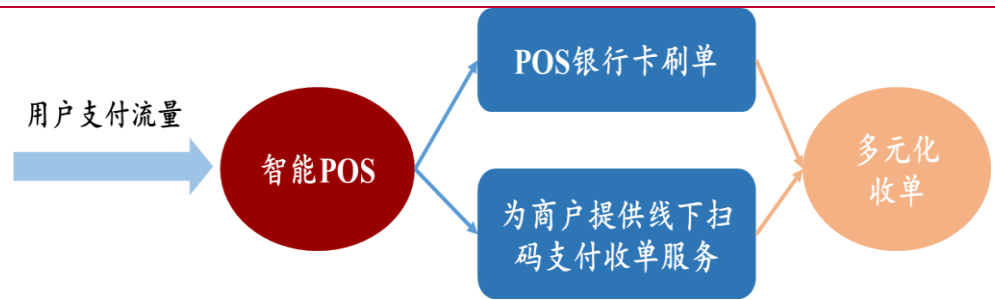
在商户拓展方面，国通星驿背靠上市公司，可以充分利用上市公司平台资源不断增强竞争力。目前国通星驿 100% 股权已被新大陆上市公司收购，上市公司的平台背书效应将会极大增强代理商对于公司收单业务的信心，这有利于公司收单商户的拓展。其次，国通星驿一方面可以利用新大陆强大的二维码识别技术及智能 POS 技术对现有机具进行更新换代，另一方面则可以借助新大陆的二维码营销及商户平台系统为商户提供增值服务。

### 3.5. 商户受理环境逐渐改善，多元化收单服务客户

目前，智能 POS 集合了传统银行卡的刷卡功能、线下扫码支付以及 NFC 支付等功能。其中使用频率较高的是线下扫码支付和 POS 刷卡功能，分别主要面向小额和大额的支付场景。

随着智能 POS 在未来渗透率不断提高，国通星驿在进行银行卡刷卡收单的同时，会为商户提供线下扫码收单服务，从而获得商户流水的分润。公司在支付入口处提供多样化的支付方式，一方面能够更好地服务商户，满足商户多元化收银的需求；另一方面能够在帮助商户收单的基础上积累商户的交易数据，并利用积淀的数据结合自身业务资源为客户提供更多的服务，从而达到深度绑定用户的目的。

图表 46：智能 POS 打造多元收单环境



来源：国联证券研究所

## 4. 升级平台运营商，开启多元服务时代

### 4.1. 建设商户服务系统，平台运营实质性落地

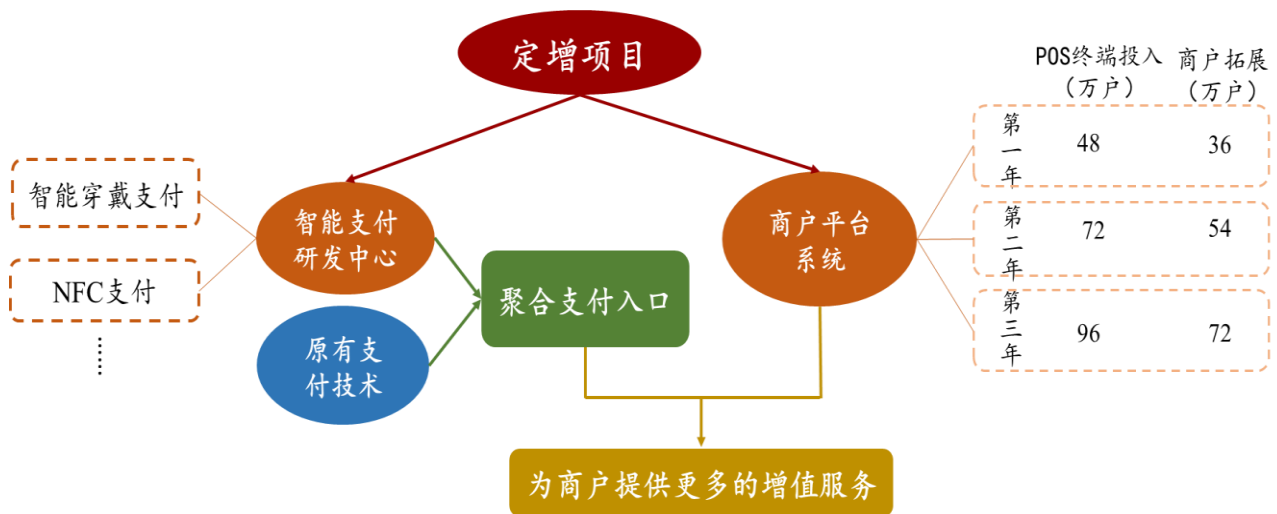
证监会于 2017 年 7 月 21 日核准了公司非公开发行股票事项。本次非公开共发行股票数量不超过 8721.7 万股（此次募集后，公司的股本增厚至 10.26 亿股），募集资金不超过 15.79 亿元，募集资金主要投向商户服务系统与网络建设项目和智能支付研发中心建设项目，且公司分别预备总投入 17.66 亿元、1.53 亿元，占用募集资金分别为 15.52 亿元、0.27 亿元。

随着支付场景的不断增多和支付方式的不断丰富，公司通过此次定增进行智能支付研发中心的建设，目的是想掌握更多的支付技术，使得支付入口支持更多的支付方式，如智能穿戴支付等。

此外，定增商户平台服务系统是公司从设备提供商向平台运营商升级的重要一步，本次项目的建设将在“POS 终端投入”、“商户服务平台”、“营销渠道”等方面发力。在 POS 机方面，将充分利用公司的资源在未来 36 个月内铺设 216 万台 POS 终端（第一年 48 万台，第二年 72 万台，第三年 96 万台），力争实现新增 162 万商户的拓展目标（未来三年分别实现 36 万、54 万、72 万的商户拓展目标），推广方式包括终端直接销售、租赁方式（为主要方式）、免费提供并收取押金以及免押金免费提供等。

在商户服务平台建设方面，公司试图打造一个集综合支付平台、增值服务平台、支付结算平台等为一体的综合服务提供商，将所有的商户通过 POS 终端连接到公司的平台上，并以此为基础为商户提供更多的增值服务。

图表 47：公司定增智能支付中心和商户平台系统项目



来源：国联证券研究所

## 4.2. 发挥协同效应，打造多元化服务

公司自从提出“从设备提供商向系统方案解决商转变，从业务运营合作方向数据服务合作方转变”以来，就一直朝着平台运营商的方向努力。公司业务布局广泛，拥有优质资产众多，通过搭建平台能够更加有效地发挥公司资产之间的协同效应。

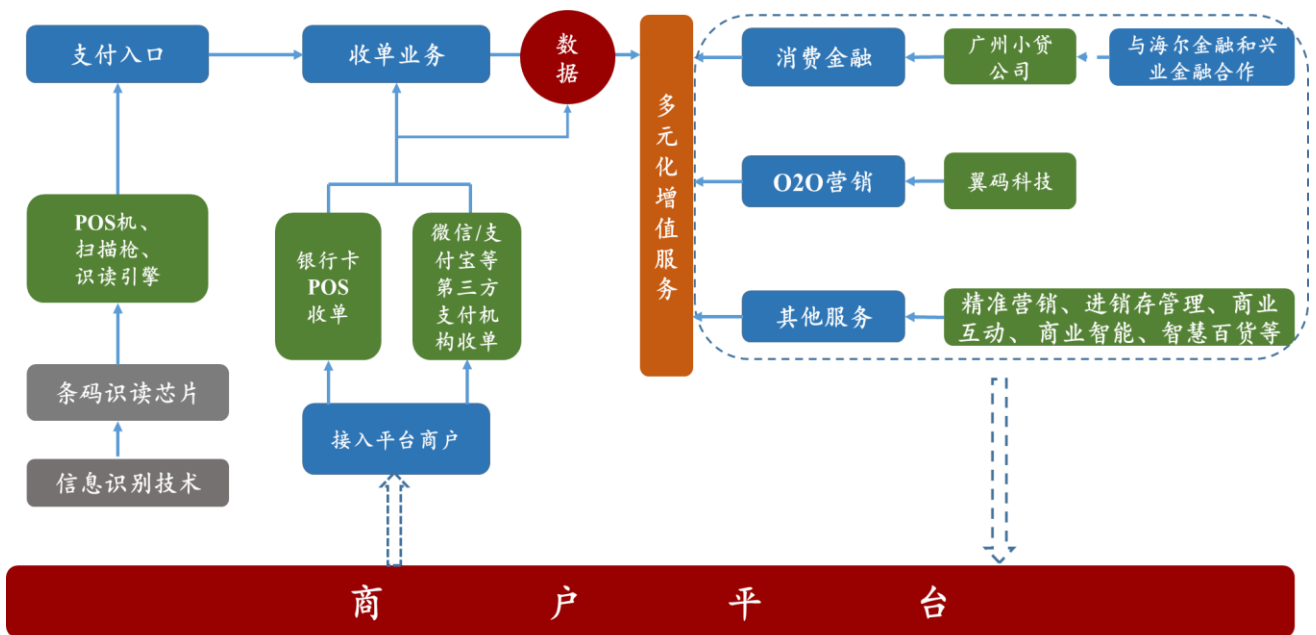
在整个搭建的平台中，公司利用掌握的先进信息识别技术研制出条码识读芯片，进而为 POS 机和商品零售等领域的采集终端提供技术支持。同时，公司的智能支付研发中心建设将为公司积累更多的技术，有助于公司打造聚合支付入口。

公司通过收购国通星驿切入银行卡收单业务，为商户提供传统 POS 机收单服务，同时借助智能 POS 的不断渗透可以为商户提供针线下扫码收单服务，完善线下商户的支付环境。

未来，在商户服务平台项目全面落地之后，公司有望通过此平台为商户提供更多的服务，充分发挥自身业务之间的协同效应。比如，公司可以将翼码科技的 O2O 营销服务功能集成到平台当中，商户可以根据自身宣传的需要自行获取服务；公司亦可以将广州小贷服务集成到平台中，商户在选择贷款服务后，由平台的风控模型读取商户流水数据从而直接决定放款与否。

由于第三方增值服务的广阔空间，未来公司不排除会在平台中引入第三方服务机构，为商户提供定制化的服务内容。带有深度定制的服务形式一方面会加强商户对公司的依赖程度，另一方面会为公司带来新的利润增长点。

图表 48：公司多业务协同提供多元化服务



来源：公司公告、国联证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### ➤ 盈利预测

公司主营“电子支付与信息识读”、“行业应用软件”、“支付运营及增值服务”及“房地产”这四块业务：

- 在电子支付产品及信息识读业务方面，根据公司半年报数据，该领域总营收为 8.28 亿元（其中：电子支付硬件营收为 6.29 亿元；识读产品营收为 1.98 亿元），同比增长 9.6%。公司未来将受益于智能 POS 崛起对国内传统 POS 起到的替代效应以及传统 POS、MPOS 等产品进一步开拓海外市场，同时叠加国内市场对于识读设备的需求提升，总体上给予公司该业务 17-19 年分别 20%、25%、25%的增速。
- 在行业应用软件开发及服务(含硬件配套)业务方面，由于此业务的主要客户为电信运营商和高速公路管理局等，所以在营收确认上主要集中在下半年。根据公司的上半年和下半年的历史业绩，2017 年上半年营收 2.69 亿元，预计全年营收为 9.46 亿元，同比增长 10%。
- 在支付运营及增值服务业务方面，公司 17 年上半年的银行卡收单流水达到 3700 亿，营收达到 6.84 亿。鉴于公司收单业务的快速发展，预计 17 年此块业务营收将达到 12 亿元左右。
- 在房地产业务方面，公司从 13 年开始介入房地产并开始确认收入。从 13 年

到 2017 年上半年，公司共累计确认房地产收入为 32.39 亿元。整个楼盘总共可供出售的面积为 26.8 万平方米，截止 17 年上半年已出售 24.5 万平方米，还剩 2.3 万平方米待销售。根据每平方米售价测算，公司未来还将确认 3.04 亿元收入。

**图表 49：公司各业务营收预测**

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
电子支付产品及信息识读产品	1319.82	1651.54	1981.9	2477.3	3096.6
毛利率	27.57%	26.11%	28%	27%	26%
同比	34.07%	25.13%	20%	25%	25%
行业应用软件开发及服务	1022.51	860.23	946.3	1040.9	1145.0
同比	56.97%	-15.87%	10.0%	10%	10%
毛利率	41.13%	47.24%	48.0%	48.0%	48.0%
支付运营及增值业务		216.64	1200	1970.5	2675.3
同比			453.91%	64.21%	35.77%
毛利率			44.00%	55.00%	60.00%
房地产	692.7	803.84	832	200	
同比	17.86%	16.04%	3.50%	-75.96%	
毛利率			50.00%	50.00%	
主营业务收入	3035.03	3532.25	4960.1	5688.7	6916.9
其他业务	10.24	12.35	40	40	40
同比	-13.66%	20.61%	223.89%	0.00%	0.00%
毛利率			75%	75%	75%
总计	3045.27	3544.6	5000.1	5728.6	6956.9
同比	36.2%	16.4%	41.1%	14.6%	21.4%
毛利率			39.8%	41.7%	43.0%
去除地产收入的营收	2342.33	2728.41	4168.10	5528.65	6956.95
同比	43.2%	16.5%	52.8%	32.6%	25.8%

来源：国联证券研究所

基于以上预测，我们预计公司 2017-2019 年公司营收分别为 50 亿元、57.28 亿元以及 69.56 亿元，同比增长分别为 41.1%、14.6%以及 21.4%；分别实现归母净利润 6.87 亿元、8.80 亿元以及 11.67 亿元，同比增长分别为 48.89%、28.06%以及 32.62%。

#### ➤ 可比公司估值表

我们选取了新国都、证通电子、优博讯和海联金汇作为可比公司进行估值对比。新大陆 2017-2019 年 EPS 分别为 0.68 元、0.87 元和 1.15 元，对应 11 月 6 日收盘价 PE 分别为 31.1 倍、24.3 倍和 18.3 倍。鉴于公司在国内识别设备和 POS 机领域的龙头地位、收单业务流水的快速增长以及平台运营的多元化服务模式，我们看好公司长期发展，参考可比公司估值给予公司 2018 年 33 倍 PE，目标价 28.7 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**图表 50：可比公司估值表（11 月 6 日收盘价）**

证券代码	公司简称	当前股 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300130	新国都	25.67	68.07	0.58	0.73	0.88	43.98	35.37	29.02
002197	证通电子	12.79	65.89	0.21	0.24	0.35	60.86	53.25	36.51
300531	优博讯	20.25	56.70	0.33	0.42	0.53	61.55	48.36	38.32
002537	海联金汇	10.63	133	0.36	0.45	0.55	29.69	23.83	19.4
平均							49.02	40.20	30.81
000997	新大陆	21.14	214	0.68	0.87	1.15	31.11	24.29	18.32

来源：wind、国联证券研究所

## 6. 风险提示

1) POS 机销量不及预期；2) 收单商户拓展速度放缓；3) 商户平台运营不及预期。



**图表 51：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	622.42	1297.64	4500.09	5155.79	6261.26	营业收入	3045.28	3543.92	5000.10	5728.65	6956.95
应收账款+票据	808.22	1584.01	1694.23	2061.67	2499.55	营业成本	1899.21	2229.23	3012.42	3339.08	3967.04
预付账款	123.60	77.43	187.22	106.12	242.39	营业税金及附加	165.14	155.98	220.00	252.06	306.11
存货	1658.78	1307.80	2039.34	1475.48	2491.55	营业费用	148.37	167.73	235.00	263.52	313.06
其他	776.94	226.77	300.00	300.00	300.00	管理费用	413.68	486.22	675.01	750.45	904.40
<b>流动资产合计</b>	<b>3989.96</b>	<b>4493.65</b>	<b>8720.88</b>	<b>9099.06</b>	<b>11794.74</b>	财务费用	9.08	7.71	5.35	27.43	14.44
长期股权投资	74.00	147.74	147.74	147.74	147.74	资产减值损失	19.41	27.24	19.30	19.30	19.30
固定资产	148.69	153.64	105.52	153.33	94.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	106.58	106.58	0.00	0.00	投资净收益	0.64	14.12	0.00	0.00	0.00
无形资产	31.59	173.77	169.64	165.51	161.38	其他	0.00	0.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	346.75	855.26	1370.72	1462.55	1554.37	<b>营业利润</b>	<b>391.03</b>	<b>484.60</b>	<b>833.01</b>	<b>1076.82</b>	<b>1432.60</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>601.03</b>	<b>1436.99</b>	<b>1900.21</b>	<b>1929.13</b>	<b>1958.05</b>	营业外净收益	65.82	87.84	40.54	40.54	40.54
<b>资产总计</b>	<b>4590.99</b>	<b>5930.64</b>	<b>10621.08</b>	<b>11028.19</b>	<b>13752.79</b>	<b>利润总额</b>	<b>456.85</b>	<b>572.44</b>	<b>873.55</b>	<b>1117.36</b>	<b>1473.14</b>
短期借款	79.90	46.48	4035.80	4044.13	4707.39	所得税	87.88	86.06	149.38	189.95	243.22
应付账款+票据	941.22	835.87	1576.04	1097.41	2078.82	<b>净利润</b>	<b>368.97</b>	<b>486.39</b>	<b>724.18</b>	<b>927.41</b>	<b>1229.93</b>
其他	1257.05	2223.90	1698.68	1648.68	1498.68	少数股东损益	33.04	25.04	37.30	47.76	63.34
<b>流动负债合计</b>	<b>2278.18</b>	<b>3106.25</b>	<b>7310.52</b>	<b>6790.22</b>	<b>8284.89</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>335.92</b>	<b>461.35</b>	<b>686.88</b>	<b>879.64</b>	<b>1166.59</b>
长期带息负债	0.00	60.00	60.00	60.00	60.00						
长期应付款	0.00	238.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>298.00</b>	<b>60.00</b>	<b>60.00</b>	<b>60.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2278.18</b>	<b>3404.25</b>	<b>7370.52</b>	<b>6850.22</b>	<b>8344.89</b>						
少数股东权益	128.70	82.90	120.19	167.96	231.30						
股本	938.62	938.40	938.40	938.40	938.40						
资本公积	28.88	14.84	14.84	14.84	14.84						
留存收益	1216.61	1490.25	2177.13	3056.77	4223.36						
<b>股东权益合计</b>	<b>2312.81</b>	<b>2526.39</b>	<b>3250.56</b>	<b>4177.97</b>	<b>5407.90</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4590.99</b>	<b>5930.64</b>	<b>10621.08</b>	<b>11028.19</b>	<b>13752.79</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	341.65	440.14	690.57	893.76	1196.08
折旧摊销	27.05	29.99	41.13	51.78	51.78
财务费用	6.71	3.04	-1.86	20.22	7.23
存货减少	-113.25	353.89	-731.54	563.85	-1016.07
营运资金变动	517.35	243.12	-78.29	-814.98	257.27
其它	28.34	43.66	19.30	19.30	19.30
<b>经营活动现金流</b>	<b>807.85</b>	<b>1113.84</b>	<b>-60.70</b>	<b>733.93</b>	<b>515.59</b>
资本支出	10.25	65.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	1788.31	1803.72	0.00	0.00	0.00
其他	1380.72	2038.68	-490.03	-66.35	-66.15
<b>投资活动现金流</b>	<b>-417.84</b>	<b>169.67</b>	<b>-490.03</b>	<b>-66.35</b>	<b>-66.15</b>
债权融资	-212.19	-175.46	3989.32	8.33	663.26
股权融资	51.47	4.50	0.00	0.00	0.00
其他	-65.89	-311.76	-236.14	-20.22	-7.23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-226.61</b>	<b>-482.71</b>	<b>3753.18</b>	<b>-11.89</b>	<b>656.03</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>158.27</b>	<b>801.40</b>	<b>3202.45</b>	<b>655.70</b>	<b>1105.47</b>

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	36.23%	16.37%	41.09%	14.57%	21.44%
EBIT	21.38%	24.99%	52.14%	30.50%	30.13%
EBITDA	19.84%	24.20%	51.39%	30.30%	28.82%
归属于母公司净利润	25.16%	37.34%	48.89%	28.06%	32.62%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.63%	37.10%	39.75%	41.71%	42.98%
净利率	12.12%	13.72%	14.48%	16.19%	17.68%
ROE	15.38%	18.88%	21.94%	21.94%	22.54%
ROIC	16.38%	19.30%	28.63%	13.80%	16.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	49.62%	57.40%	69.40%	62.12%	60.68%
流动比率	1.75	1.45	1.19	1.34	1.42
速动比率	0.68	0.95	0.87	1.08	1.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.26	4.43	4.03	5.22	3.99
存货周转率	1.14	1.70	1.48	2.26	1.59
总资产周转率	0.66	0.60	0.47	0.52	0.51
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.46	0.68	0.87	1.15
每股经营现金流	0.80	1.10	-0.06	0.73	0.51
每股净资产	2.16	2.42	3.10	3.97	5.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	63.61	46.32	31.11	24.29	18.32
市净率	9.78	8.75	6.83	5.33	4.13
EV/EBITDA	41.07	32.84	25.53	19.56	15.59
EV/EBIT	43.49	34.56	26.73	20.45	16.14

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064