



投资评级：买入（维持）

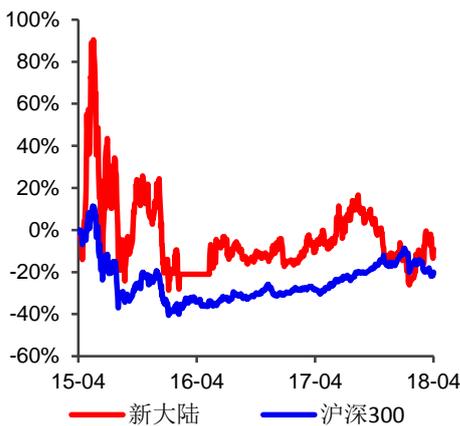
新大陆（000997）

计算机设备 III / 计算机设备 II / 计算机

主要数据(截止4月26日收盘):

当前股价(元)	19.04
总市值(亿元)	192.46
流通市值(亿元)	176.95
总股本(亿股)	10.11
流通股本(亿股)	9.29
第一大股东	新大陆科技集团有限公司
第一大股东持股比例	30.56%

近三年股价表现:



长城国瑞证券研究所

分析师:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

执业证书编号: S0200517100001

研究助理:

刘亿

liuyi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200117070016

联系电话: 0592-5161646

地址: 厦门市思明区深田路 46

号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

——信息识读和电子支付龙头，围绕主业开展增值服务

主要观点:

◆公司业绩保持快速增长。2017 年公司实现营业总收入 49.20 亿元，同比增长 38.80%；归母净利润为 6.54 亿元，同比增长 41.78%。2012-2017 年营业收入 CAGR 为 29.60%，归母净利润 CAGR 为 52.14%。公司毛利率基本在 37%-41% 区间波动。公司费用控制情况良好，2012 年以来，费用率呈现逐步下降势头；净利率基本稳定，略有上升。公司 ROE、ROA、ROIC 等指标逐年提升。

◆智能 POS 推广大势所趋。传统 POS 机功能单一、系统封闭、升级困难，随着移动支付的兴起，越来越难以满足用户需求，POS 机逐渐智能化将是未来发展的重要趋势。智能 POS 除了支持更多支付方式外，还能够作为数据采集终端，为精准营销、财务管理等增值服务内容提供支撑。根据中国银联统计数据，2016 年智能 POS 终端市场出货量超过 100 万台，较 2015 年增长近 10 倍，预计 2017 年智能 POS 终端出货量将超过 200 万台；另据产业信息网，2019 年我国智能 POS 终端交易规模将达到 65.4 万亿元，智能 POS 的渗透率将高达 51.2%。

◆国内信息识读设备和 POS 机具龙头。在信息识读设备领域，根据 VDC Research，2015 年公司在全球条码识别设备领域市场占有率为 3.5%，居全球第五，是唯一进入前十位的中国企业。在 POS 机方面，2017 年，公司标准 POS、MPOS、IPOS、智能 POS 合计销量超过 830 万台，全产品系列出货量和市占率持续保持国内第一、全球第三的龙头地位。

◆收单业务未来发展空间广阔。2016 年，公司使用自有资金获得国通星驿 100% 的股权。国通星驿于 2010 年 6 月成立，是福建省唯一具有央行颁发的全国性《支付业务许可证》的金融服务公司，与中国邮政等多家大型企业集团建立了长期战略合作关系。收购国通星驿后，公司在电子支付领域的硬件销售、支付运营、O2O 营销、运维服务、数据运营服务等各方面实现全产业链布局。国通星驿 2016 年、2017 年税后净利润分别为 1.17 亿元、2.35 亿元，大幅超过承诺值。我们认为，随着未来公司 POS 终端的陆续投入，商户增加带来的流水将为公司收单业务的持续快速增长奠定良好基础。



投资建议：

在公司电子支付产品及信息识读、支付运营及增资业务保持快速增长的前提假设下，我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.763、0.934 和 1.083 元，对应 PE 分别为 24.95 倍、20.39 倍和 17.58 倍。目前计算机设备行业最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 59.54 倍，我们认为公司估值具有较大提升空间，因此维持其“买入”评级。

风险提示：

业务拓展风险；市场竞争风险。

主要财务数据及预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4855.90	5768.85	7052.15	8581.35
增长率(%)	37.02%	18.80%	22.25%	21.68%
归母净利润（百万元）	654.08	771.27	944.25	1095.02
增长率(%)	41.78%	17.92%	22.43%	15.97%
EPS（元）	0.688	0.763	0.934	1.083
毛利率	34.54%	34.47%	34.45%	33.76%
净资产收益率（摊薄）	13.53%	13.92%	14.73%	14.77%

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



目 录

1 收入和利润增长稳健.....	5
2 支付方式日趋多元，智能 POS 和线下收单蓬勃发展.....	8
2.1 支付手段趋于多元，移动支付增长明显.....	8
2.2 银行卡支付业务量快速增长.....	10
2.3 手续费下调，银行卡收单行业迎来发展良机.....	11
2.4 智能 POS 推广大势所趋.....	12
3 POS 机具和信息识读设备龙头，多领域拓展完善产业布局.....	15
3.1 信息识读设备领先国内其他厂商.....	15
3.2 全球第三大 POS 终端厂商，积极拓展高端产品.....	16
3.3 持续拓展银行卡收单业务，未来市场空间广阔.....	16
3.4 成立网商小贷，由硬件设备商向数据运营商转型.....	17
3.5 与科脉技术深入合作，优势互补.....	18
盈利预测.....	19



图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司主要业务范围	5
图 3: 新大陆股权结构 (截至 2017 年 9 月 30 日)	6
图 4: 2012-2017 年公司营业收入构成	6
图 5: 2012-2017 年公司毛利润构成	6
图 6: 2012-2017 年公司营业总收入及其增长情况	7
图 7: 2012-2017 年公司归母净利润及其增长情况	7
图 8: 2012-2017 年公司毛利率和费用率情况	7
图 9: 2012-2017 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况	7
图 10: 2008-2017 年我国非现金支付业务笔数及增速	8
图 11: 2008-2017 年非现金支付业务金额及增速	8
图 12: 2013-2017 年我国电子支付业务笔数及增速	8
图 13: 2013-2017 年我国电子支付业务金额及增速	8
图 14: 2013-2017 年我国电子支付主要类别支付笔数	9
图 15: 2013-2017 年我国电子支付主要类别支付金额	9
图 16: 2016Q1-2017Q3 我国第三方移动支付市场交易规模	9
图 17: 2017Q3 我国第三方移动支付市场交易规模	9
图 18: 2008-2017 年我国银行卡发卡量及增速	10
图 19: 2008-2017 年我国银行卡支付业务笔数及增速	10
图 20: 2008-2017 年我国银行卡交易额及增速	10
图 21: 2008-2017 年我国银行卡渗透率情况	10
图 22: 银行卡收单业务模式	11
图 23: 银行卡收单行业产业链	11
图 24: 2008-2017 年我国银行卡跨行支付系统联网商户数	13
图 25: 2008-2017 年我国联网 POS 机数情况	13
图 26: 智能 POS 对银行卡收单业务的提升	14
图 27: 2011-2015 年全球条码识读设备市场规模	15
图 28: 2015 年全球条码识读设备市场结构	15
图 29: 国通星驿主要合作伙伴	16
图 30: 科脉技术消费服务业 ERP 解决方案	18

表目录

表 1: 2016 年调整前银行卡刷卡手续费情况	12
表 2: 2016 年调整后银行卡刷卡手续费情况	12
表 3: 传统 POS 与智能 POS 的比较	13
表 4: 2016 年全球 POS 终端出货量排行榜	16

1 收入和利润增长稳健

公司成立于1994年4月，2000年8月在深圳证券交易所上市。公司专注物联网领域，聚焦条码识别和电子支付两个领域，通过内部整合资源和外延并购扩展两条路径，实现从硬件提供商到系统方案提供商，从业务运营合作方到数据运营合作方转变。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

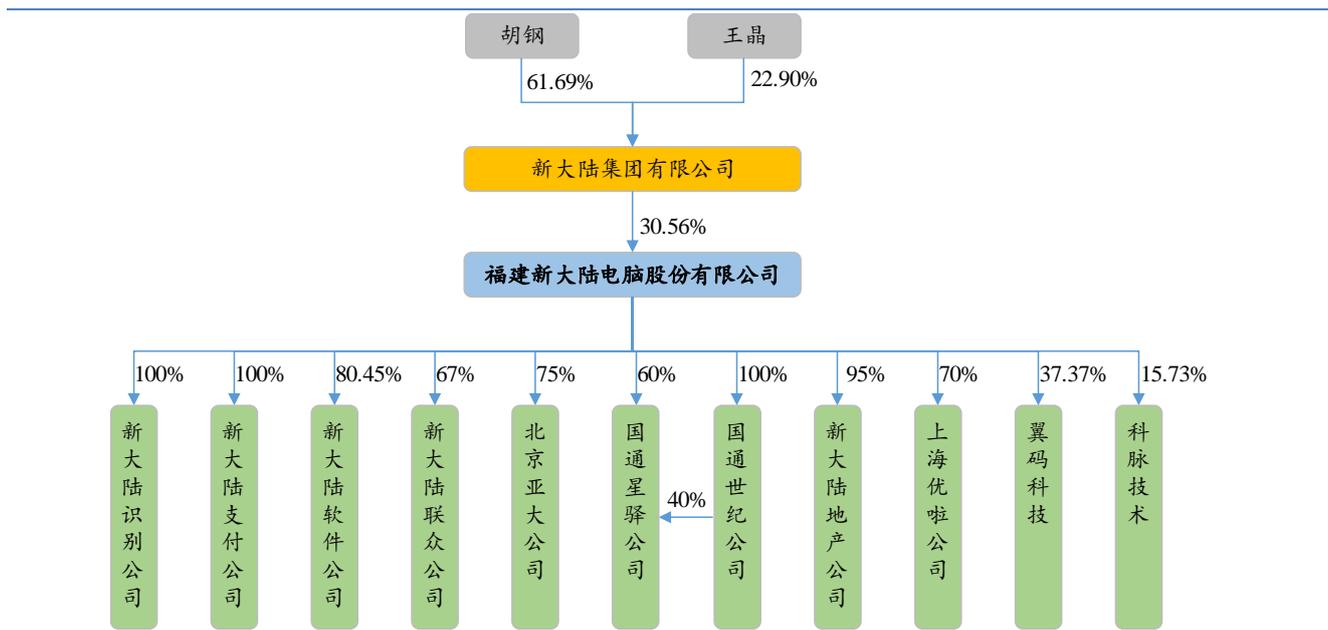
图 2：公司主要业务范围



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

公司控股股东为新大陆科技集团有限公司（以下简称新大陆集团），截至2017年三季度，新大陆集团持有公司30.56%的股份。新大陆集团的股东主要为公司的管理层，其中，公司董事长胡钢持股61.69%，副董事长王晶持股22.90%，公司董事林学杰持股2.25%，监事许成建持股1.59%。公司下属子公司较多，其中对公司收入和利润影响较大的包括新大陆自动识别技术有限公司、新大陆支付技术有限公司、福建新大陆软件工程有限公司、福建国通星驿网络科技有限公司等。

图 3：新大陆股权结构（截至 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

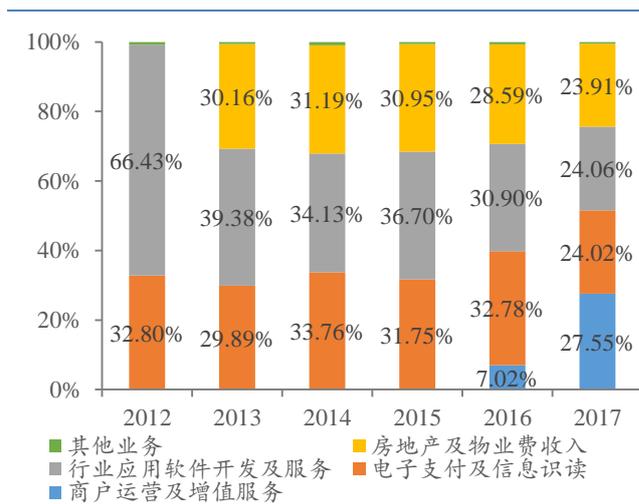
公司的主营业务是为电子支付行业和信息识别行业客户提供终端产品和系统解决方案，为移动通信行业 and 高速公路行业客户提供软件和系统开发等信息化服务，2016 年，公司收购国通星驿（于 2016 年 10 月 24 日并表）进入银行卡收单业务板块，并成立广州网商小贷公司开展小贷业务。2017 年，商户运营及增值业务贡献了 31.72% 的营业收入和 27.55% 的毛利润，电子支付产品及信息识读产品贡献了 35.05% 的收入和 24.02% 的毛利润，行业应用软件开发及服务贡献 14.96% 的收入和 24.06% 的利润。

图 4：2012-2017 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 5：2012-2017 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

2017 年公司营业收入为 48.56 亿元，同比增长 37.02%；归母净利润为 6.54 亿元，同比增长 41.78%。2012-2017 年公司营业收入 CAGR 为 29.60%，归母净利润 CAGR 为 52.14%。公司毛利率基本在 37%-41% 区间波动，2017 年较上年略有下滑，主要与公司业务结构变化和收单手续费调整有关；公司费用控制情况良好，



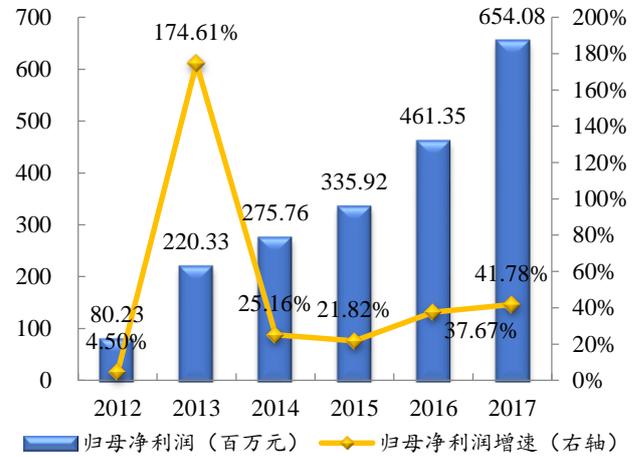
2012年以来，费用率呈现逐步下降势头；净利率基本稳定，略有上升。公司ROE、ROA、ROIC等指标逐年提升。

图 6：2012-2017 年公司营业总收入及其增长情况



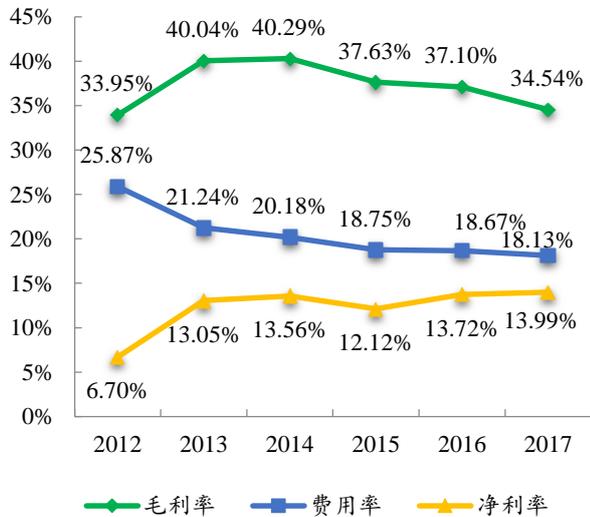
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 7：2012-2017 年公司归母净利润及其增长情况



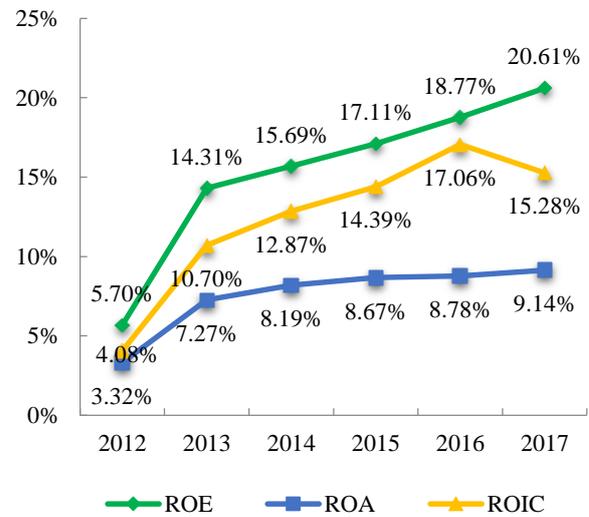
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 8：2012-2017 年公司毛利率和费用率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 9：2012-2017 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况



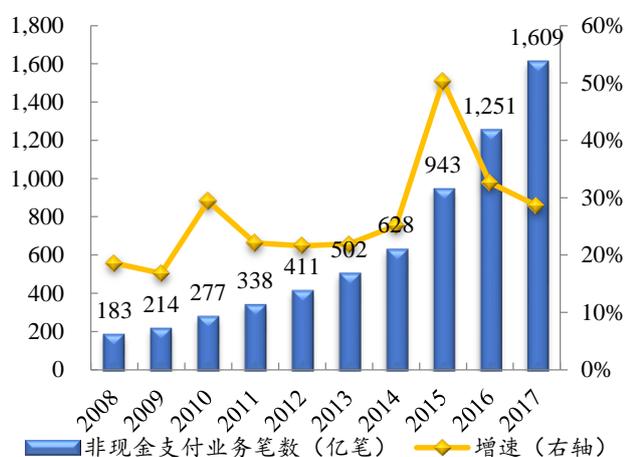
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

2 支付方式日趋多元，智能 POS 和线下收单蓬勃发展

2.1 支付手段趋于多元，移动支付增长明显

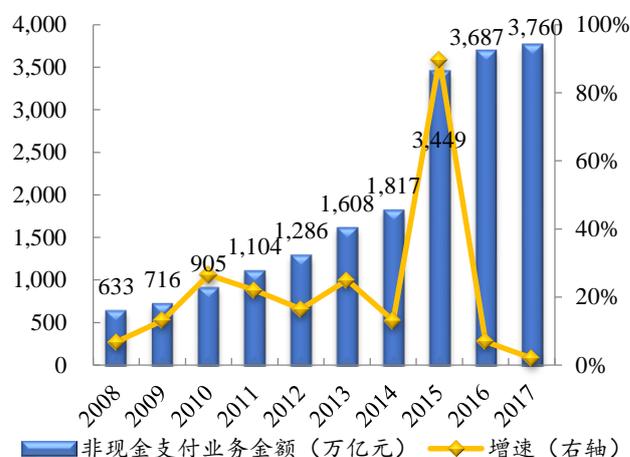
根据中国人民银行公布的数据，2017 年，全国共办理非现金支付业务（包含票据、银行卡及其他结算业务。其他结算业务包含贷记转账、直接借记、托收承付及国内信用证业务）1,608.78 亿笔，金额 3,759.94 万亿元，同比分别增长 28.59% 和 1.97%。在 2008-2017 年十年间，非现金支付业务笔数保持两位数增长，自 2010 年以来，每年同比增速均高于 20%。

图 10：2008-2017 年我国非现金支付业务笔数及增速



资料来源：中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

图 11：2008-2017 年非现金支付业务金额及增速



资料来源：中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

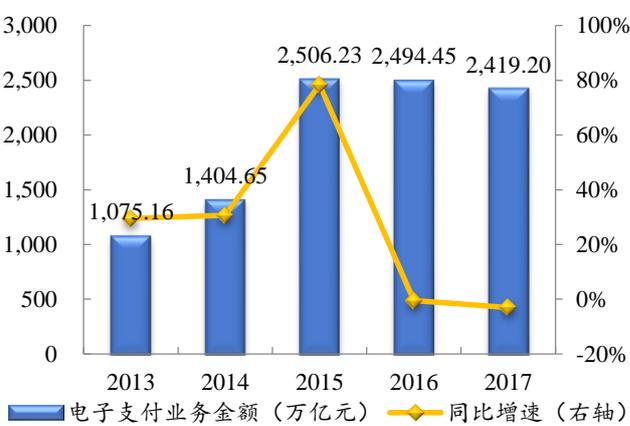
在各类非现金支付方式中，电子支付（包括网上支付、电话支付、移动支付、ATM 业务、POS 业务和其他电子支付等六种业务类）近年的业务量增长迅速，2017 年，银行业金融机构共处理电子支付业务 1525.80 亿笔，金额 2 419.20 万亿元，占非现金支付业务数量和金额的 94.84% 和 64.34%。

图 12：2013-2017 年我国电子支付业务笔数及增速



资料来源：中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

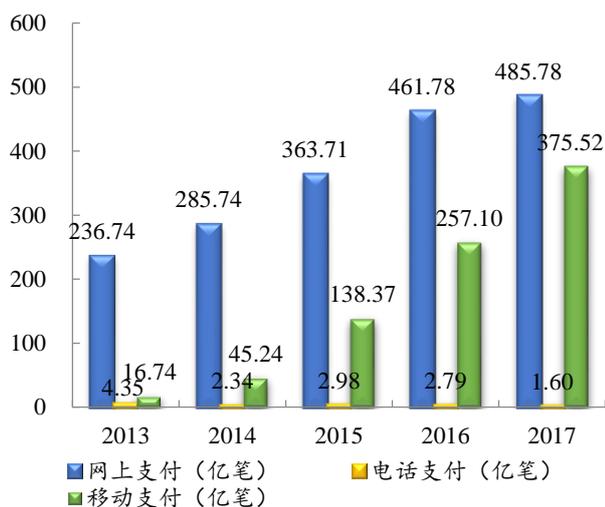
图 13：2013-2017 年我国电子支付业务金额及增速



资料来源：中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

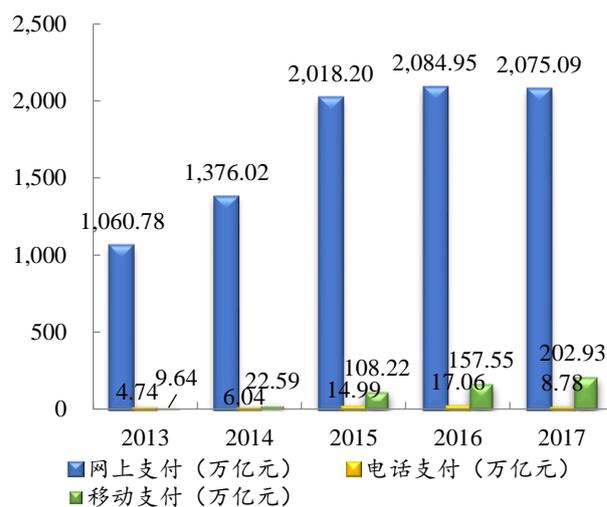
在主要的电子支付方式中，网上支付目前在业务数量和支付金额方面均居于首位，但是移动支付的增长十分迅速，2017年，银行业金融机构共处理移动支付业务375.52亿笔，金额202.93万亿元，同比分别增长46.06%和28.80%。2017年，非银行支付机构发生网络支付业务92867.47亿笔，金额143.26万亿元，同比分别增长74.95%和44.32%。

图 14：2013-2017 年我国电子支付主要类别支付笔数



资料来源：中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

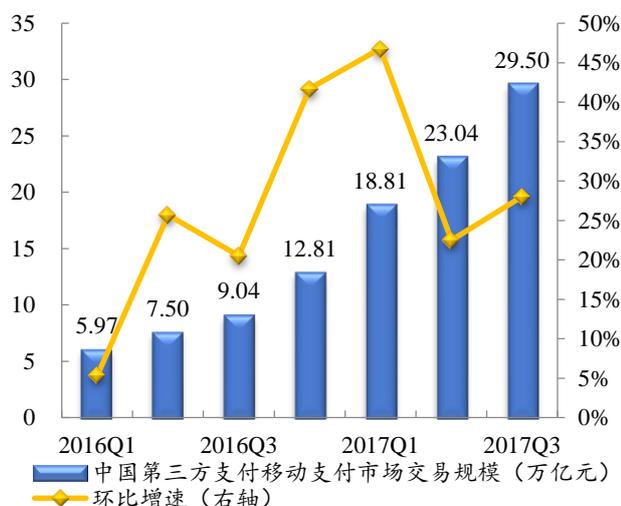
图 15：2013-2017 年我国电子支付主要类别支付金额



资料来源：中国人民银行、Wind、长城国瑞证券

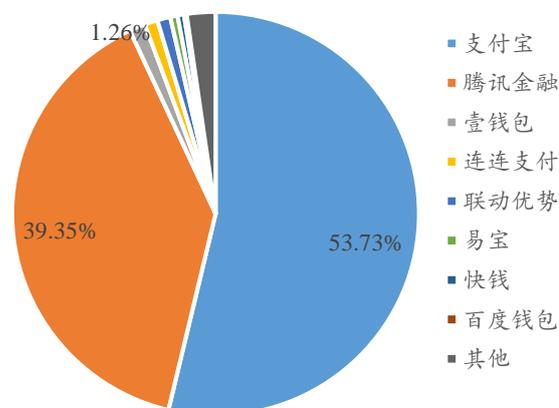
在移动支付领域，根据易观智库报告，2017年第三季度，我国第三方支付移动支付市场交易规模达29.50万亿元，环比增长28.02%。2017年第3季度，移动支付市场前三甲的位次保持不变，但份额略有变化，支付宝以53.73%继续占据移动支付市场头名，腾讯金融以39.35%的占有率居于次席，两大巨头占据了绝大部分市场份额。

图 16：2016Q1-2017Q3 我国第三方支付移动支付市场交易规模



资料来源：易观智库、长城国瑞证券研究所

图 17：2017Q3 我国第三方支付移动支付市场交易规模

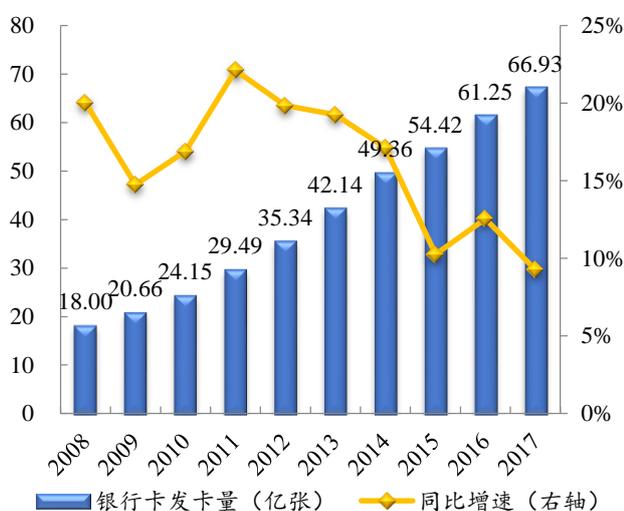


资料来源：易观智库、长城国瑞证券

2.2 银行卡支付业务量快速增长

我国银行卡发卡量保持稳步增长,截至2017年末,全国银行卡在用发卡数量66.93亿张,同比增长9.27%。相对发卡量而言,银行卡支付业务量增长更为突出,2017年,全国共发生银行卡交易51,494.3亿笔,金额761.65万亿元,同比分别增长29.41%和2.67%,其中消费业务586.27亿笔,金额68.67万亿元,同比分别增长52.96%和21.54%。我国银行卡渗透率(指剔除房地产、大宗批发等交易类型,银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例)在2013年以前提升速度较快,2013-2017年间每年上升较小,2017年银行卡渗透率为48.71%,较上年提升0.24个百分点。

图 18: 2008-2017 年我国银行卡发卡量及增速



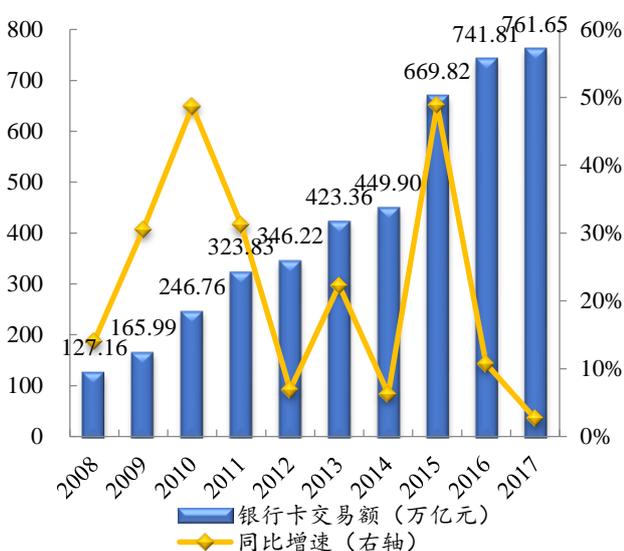
资料来源: 中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

图 19: 2008-2017 年我国银行卡支付业务笔数及增速



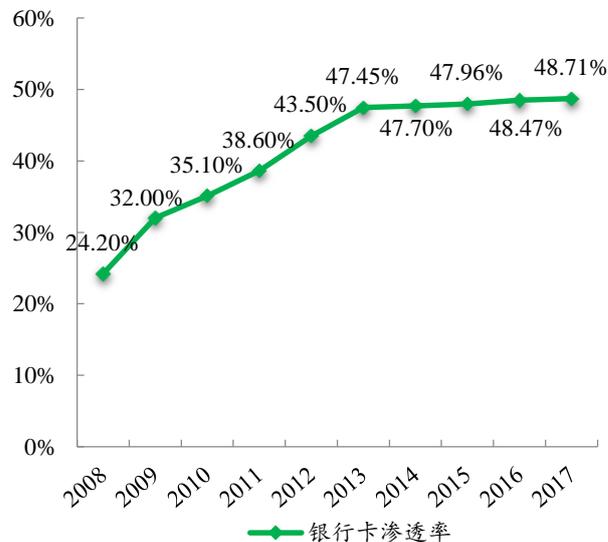
资料来源: 中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

图 20: 2008-2017 年我国银行卡交易额及增速



资料来源: 中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

图 21: 2008-2017 年我国银行卡渗透率情况

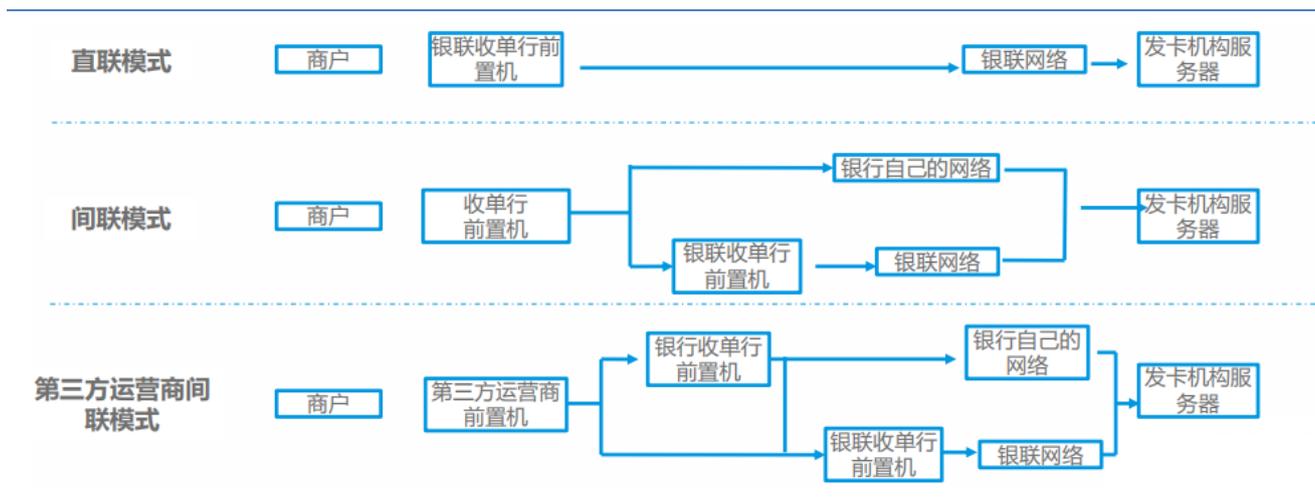


资料来源: 中国人民银行、Wind、长城国瑞证券

2.3 手续费下调，银行卡收单行业迎来发展良机

银行卡收单业务是指签约银行向商户提供的本外币资金结算服务。国内银行卡收单业务模式主要分为直联和间联两种模式；直联是指 POS 终端直接与银联系统相连接，交易信息先送至银联主机系统，由银联系统自动判断后直接送相关的发卡银行，然后信息再沿路返回；间联是指终端连接到提供机具的商业银行主机系统，当发生跨行银行消费交易时才将信息送至银联主机系统，由银联系统分选判断后再送相关的发卡银行，然后信息再沿路返回。直联模式大多存在于网上支付，线下收单多为第三方运营商（收单机构）间联模式。

图 22：银行卡收单业务模式



资料来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所

图 23：银行卡收单行业产业链



资料来源：艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所

2016年3月，国家发展改革委、中国人民银行发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，通知将收单服务费由现行政府指导价改为实行市场调节价，相对于调整前，在较大程度上降低了总体费用水平，



该费率调整与 2016 年 9 月 6 日实施。费率调整有利于扩大银行卡及第三方支付的使用范围，从而促进我国收单行业的规模增长。

表 1：2016 年调整前银行卡刷卡手续费情况

	发卡行	清算机构	收单机构
餐娱类：宾馆、餐饮、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品、房地产和汽车销售	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%，其中房地产和汽车销售封顶 10 元
一般类：百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区	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 3.5 元
民生类：超市、大卖场、水电煤气、加油、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.08%
公益类：公立医院和公立学校	0	0	按照服务成本收取

注：1.单店营业面积在 100（含 100）平方米以下的餐饮类商户按一般类商户标准执行；2.未在表中列出的行业按照一般类商户标准执行；3.收单服务费标准为基准价，实际执行中可以此为基础上下浮动 10%。

资料来源：中国人民银行、长城国瑞证券

表 2：2016 年调整后银行卡刷卡手续费情况

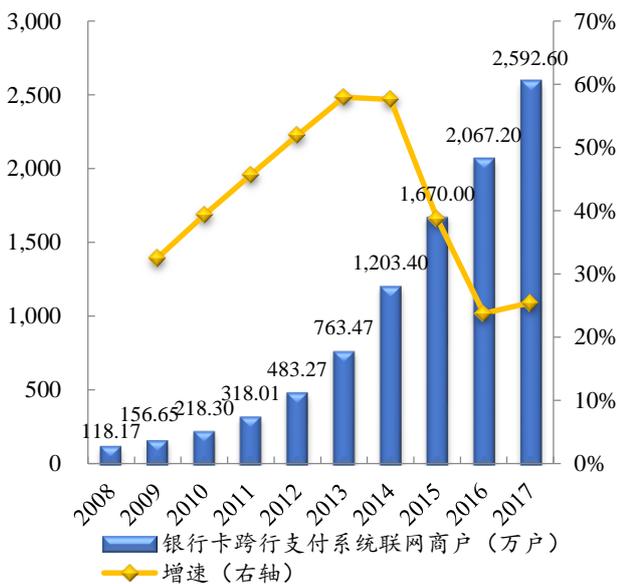
收费项目	收费方式	费率及封顶标准
收单服务费	收单机构向商户收取	实行市场调节价
发卡行服务费	发卡机构向收单机构收取	借记卡：不高于 0.35%（单笔收费金额不超过 13 元）
		贷记卡：不高于 0.45%（上不封顶）
网络服务费	银行卡清算机构向发卡机构收取	不高于 0.0325%（单笔收费金额不超过 3.25 元）
	银行卡清算机构向收单机构收取	不高于 0.0325%（单笔收费金额不超过 3.25 元）

资料来源：发改委、中国人民银行、长城国瑞证券

2.4 智能 POS 推广大势所趋

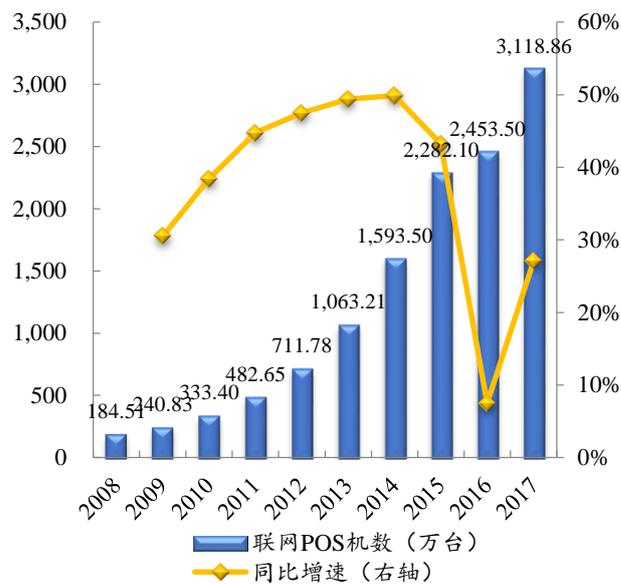
截至 2017 年末，银行卡跨行支付系统联网商户 2592.60 万户，联网 POS 机具 3118.86 万台，ATM 96.06 万台，较上年末分别增加 525.40 万户、665.36 万台和 3.64 万台。全国每万人对应的 POS 机具数量 225.56 台，同比增长 26.04%。我国银行卡跨行支付系统联网商户数量长期保持 20% 以上的增速，联网 POS 机具除了 2016 年增速为 7.51% 外，其他年份的增速均在 25% 以上。

图 24: 2008-2017 年我国银行卡跨行支付系统联网商户数



资料来源: 中国人民银行、Wind、长城国瑞证券研究所

图 25: 2008-2017 年我国联网 POS 机数情况



资料来源: 中国人民银行、Wind、长城国瑞证券

传统 POS 机功能单一, 在移动支付逐步兴起的背景下, 无法将多种支付方式相结合; 同时, 传统 POS 采集的数据为单项流动, 开放性程度低, 不利于数据分析, 难以提供增值服务; 除此之外, 传统 POS 采用升级困难。智能 POS 机在传统 POS 的基础上增加了智能平台和蜂窝通讯, 支持多种支付方式, 具有多种功能。智能 POS 之所以智能, 是因为它利用大数据挖掘技术以及云计算技术, 对消费相关数据进行适当的分析, 帮助商户进行精准营销, 以及财务管理等。

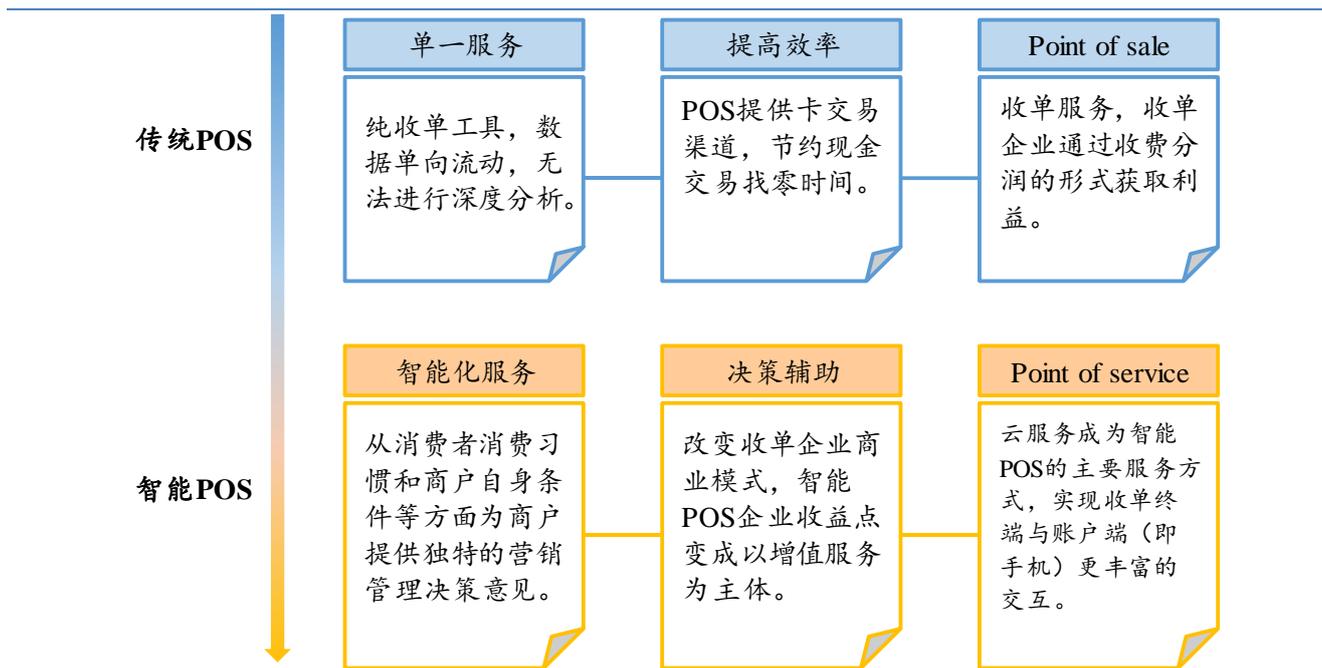
根据中国银联统计数据, 2016 年智能 POS 终端市场出货量超过 100 万台, 较 2015 年增长近 10 倍, 预计 2017 年智能 POS 终端出货量将超过 200 万台, 未来智能 POS 终端逐步替换传统 POS 将成为市场发展趋势。根据中国产业研究报告网, 2019 年我国智能 POS 终端交易规模将达到 65.4 万亿元, 智能 POS 的渗透率将高达 51.2%。

表 3: 传统 POS 与智能 POS 的比较

	传统 POS	智能 POS
开放性	封闭的, 无法与其他设备关联	开放的, 与收银系统, ERP 管理系统, 会员系统连接, 帮助商户建立数据通信
搭载系统	嵌入式操作系统和专用的处理芯片	安卓通用型操作系统
收款服务	单一的刷卡收款方式, 其他收款方式需要增加外接设备	所有付款方式集为一体, 包括闪付、扫码、第三方支付等
附加功能	无	容纳一个商家所需要的大部分业务需求, 可以收集客户数据, 线上推广店铺
商户体验	独立的收银体系, 升级困难, 有价格优势	机具体积小, 使用方便, 但是价格微高

资料来源: 艾瑞咨询、长城国瑞证券研究所

图 26：智能 POS 对银行卡收单业务的提升



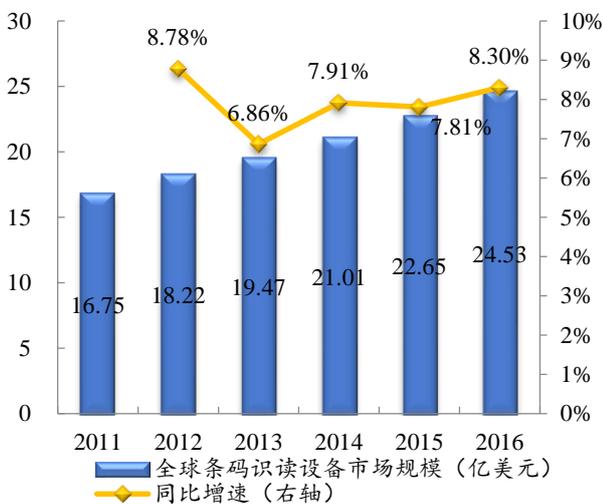
资料来源：宜人智库、长城国瑞证券研究所

3 POS 机具和信息识读设备龙头，多领域拓展完善产业布局

3.1 信息识读设备领先国内其他厂商

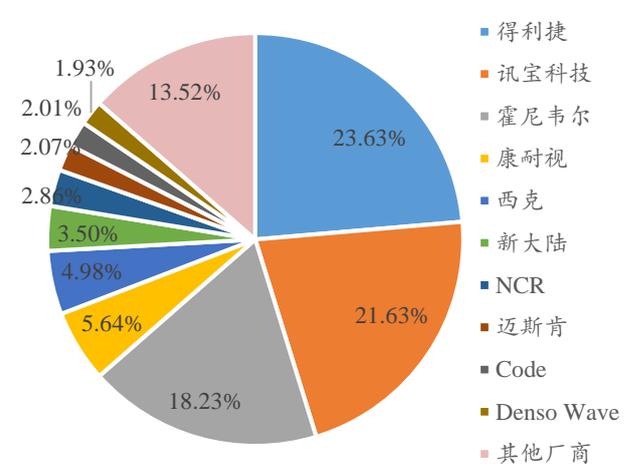
根据产业信息网，2016 年全球条码识读设备市场规模为 24.54 亿美元，同比增长 8.30%，该市场集中度较高，2015 年行业前十大厂商市场份额达到 86%，其中前三大厂商得利捷、讯宝科技（现为斑马技术业务部门）、霍尼韦尔合计占有 64% 的市场份额。公司是唯一一家进入全球条码识读设备市场前十的中国企业，2015 年市场占有率为 3.50%。

图 27：2011-2015 年全球条码识读设备市场规模



资料来源：产业信息网、长城国瑞证券研究所

图 28：2015 年全球条码识读设备市场结构



资料来源：VDC、长城国瑞证券

在条码识别设备领域，公司收入主要来自子公司福建新大陆自动识别技术有限公司（公司持股 100%）、江苏智联天地科技有限公司（公司持股 80%）。新大陆自动识别公司的产品主要包括便捷式数据采集器、扫码枪、固定式扫描器、数据识读引擎等，适用于移动支付、零售、快递、医疗卫生等多个领域；江苏智联的主要产品为行业终端，并提供物联网终端运营管理系统，产品面向物流、快递、电商、铁路、机场、电力、医疗等多个行业。

2017 年上半年公司进军工业领域，推出国内首款工业条码扫码枪并迅速形成多个标杆商业成功案例，2017 年下半年公司与中国电子技术标准化研究院签订《物联网感知技术联合实验室合作备忘录》，在条码、射频识别和生物特征识别等物联网感知技术领域，联合开展行业、国家和国际等相关标准研制，共同承接国家重大项目与研究课题。此外，公司积极探索市场前沿，在“无卡就医”应用、智能制造升级、网销市场等领域取得一定突破。国际市场上，公司业务版图继续全球化延伸，填补了日韩与澳洲市场空白，在美洲市场取得较好增长，在俄罗斯、意大利市场形成重大突破，夯实 EMEA（欧洲、中东、非洲三地区的合称）地区第四大品牌地位。

3.2 全球第三大 POS 终端厂商，积极拓展高端产品

2017 年，公司标准 POS、MPOS、IPOS、智能 POS 合计销量超过 830 万台，全产品系列出货量和市占率持续保持国内第一、全球第三，其中，附加值最高的智能 POS 产品成功实现了从银行、第三方到互联网企业用户的全范围覆盖，全年销量超过 50 万台。同时，公司中标通联支付 POS 设备集中采购项目和中国银行智能 POS 采购项目，POS 运营维护单位被评为中国银行总行重点厂商，整体品牌影响力得到进一步巩固。在国际市场上，公司继续加强与海外伙伴的合作，海外 POS 销售规模超过 30 万台。

表 4：2016 年全球 POS 终端出货量排行榜

2016 年排名	2015 年排名	生产商	总部所在地	2016 年出货量	同比增速
1	1	Ingenico (包括联迪)	法国	10,513,000	7%
2	2	Verifone	美国	6,085,000	2%
3	3	新大陆	中国大陆	5,841,468	6%
4	4	百富	中国大陆	4,626,218	11%
5	6	证通电子	中国大陆	3,936,500	49%
6	7	新国都	中国大陆	3,445,213	147%
7	14	升腾资讯	中国大陆	2,808,719	293%
8	5	BBPOS	中国香港	2,737,925	-7%
9	8	鼎合远传	中国大陆	1,870,000	73%
10	10	虹堡科技	中国台湾	1,505,600	48%

资料来源：Nilson、长城国瑞证券研究所

3.3 持续拓展银行卡收单业务，未来市场空间广阔

2016 年，公司使用自有资金获得国通星驿 100% 的股权（共支付 6.80 亿元，其中使用 4.08 亿元收购国通星驿 60% 股权；使用 2.72 亿元收购国通世纪 100% 股权，国通世纪无实质业务，持有国通星驿 40% 的股权）。国通星驿于 2016 年 10 月并表。

国通星驿于 2010 年 6 月成立，是福建省唯一具有央行颁发的全国性《支付业务许可证》的金融服务公司，与中国邮政等多家大型企业集团建立了长期战略合作关系。截至 2016 年 3 月 31 日，国通星驿覆盖超过 43 万商户，累计服务超 3 亿人次用户，并已与 47 家代理机构建立了战略合作伙伴关系。

图 29：国通星驿主要合作伙伴



资料来源：国通星驿官网、长城国瑞证券研究所



收购国通星驿后，公司在电子支付领域的硬件销售、支付运营、O2O 营销、运维服务、数据运营服务等各方面实现全产业链布局。通过各业务的不断协同和整合，公司能够为商户提供 POS 机具、银行卡收单、增值服务和运维服务等系统解决方案。

国通星驿的业绩承诺为 2016 年度经审计的税后净利润不低于 5,000 万元，2016 年度、2017 年度经审计的税后累计净利润不低于 1.1 亿元。根据公司公告，国通星驿 2016 年、2017 年税后净利润分别为 1.17 亿元、2.35 亿元，大幅超过承诺值。

业务方面，公司继续深耕以中小微、民生为主的商户支付服务，进一步完善全国各省分公司与多级代理营销渠道建设工作，业务覆盖范围拓展至全国 34 个省市自治区，存量商户数量超过 300 万户。同时，公司交易规模继续保持较快增长，于 2017 年 5 月正式进入全国线下收单行业前十，2017 年全年公司支付服务业务总交易量突破 8000 亿元，同比增长超过 150%。

根据公司募集资金使用的可行性分析，未来三年公司将铺设 216 万台 POS 终端进行商户拓展，并建成以综合支付平台、增值服务平台为核心的商户服务平台，为商户提供“互联网+”整体解决方案，增强商户粘性。我们认为，随着未来公司 POS 终端的陆续投入，商户增加带来的流水将为公司收单业务的持续快速增长奠定良好的基础。

3.4 成立网商小贷，由硬件设备商向数据运营商转型

2016 年 4 月，公司获批设立广州市网商小额贷款有限责任公司，网商小贷主要业务范围为办理各项小额贷款及其他经批准的业务，根据国家企业信用信息公示系统，截至 2018 年 3 月 26 日，网商小贷注册资本为 1.875 亿元，公司持股 80%。

设立网商小贷，是公司从硬件设备商向数据运营商转型迈出的重要一步。公司在金融支付、自动识别、软件工程、电子商务等领域多年经营，为网商小贷基于大数据的互联网小额贷款业务开展提供了基础条件。公司投资设立小额贷款公司，能够整合各分子公司的数据和行业资源，并基于前期积累的互联网金融数据处理、风控等经验，为中小微企业提供金融服务。

公司收购国通星驿后，为商户提供银行卡收单及相关增值服务，相对于其他小贷公司而言，公司具有数据资源优势，同时与商户建立了更为紧密的联系，能够更为有效地对商户信用情况、还款能力等特征进行分析，从而能够以更具竞争力的价格为商户提供小额贷款，并尽可能地降低贷款风险。公司在小贷业务方面一直保持稳健发展的策略，2017 年，公司与兴业消费金融、海尔消费金融等各类金融机构建立起战略合作关系，全年公司累计放款 14.2 亿元，不良率为 0.21%。

3.5 与科脉技术深度合作，优势互补

2017年9月，公司与科脉技术签订《定向发行股份认购协议》，公司以现金8,000万元认购科脉技术定向发行800万股股份，持股比例为15.73%；2018年1月，科脉技术完成新增股份登记，公司认购科脉技术15.73%的股份完成。

科脉技术成立于1999年，2015年12月在新三板挂牌上市，主营业务是为零售、餐饮、专卖等消费服务类企业提供行业ERP管理软件和互联网O2O技术平台及运营服务，也是国内较早从事POS软件的供应商之一，目前在国内拥有超过1000个销售和服务网点、超过30万终端用户。

公司与科脉技术的产品和服务在客户方面具有一定的重合，两者能够形成较好的协同。2017年10月，公司与科脉技术签订《战略合作协议》，基于各自的主营业务与资源，在新大陆星POS商户服务平台与科脉应用收银软件及享多多商户服务平台进行全面深化战略合作。这些合作包括数据运营层面、渠道层面等多个方面，有利于双方在智能硬件、商户数据运营和商户金融服务等方面促进各自业务发展和产品升级。

图 30：科脉技术消费服务业 ERP 解决方案



资料来源：科脉技术公开转让说明书、长城国瑞证券研究所



盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4855.90	5768.85	7052.15	8581.35	货币资金	1976.61	2308.25	2061.57	2912.43
减：营业成本	3178.64	3780.44	4622.95	5684.23	应收和预付款项	883.63	2523.91	3611.05	3858.38
营业税金及附加	123.54	146.76	179.41	218.32	存货	1042.68	3166.90	1980.82	4348.65
营业费用	196.04	232.89	284.70	346.43	其他流动资产	2429.33	805.51	805.51	805.51
管理费用	673.86	800.55	978.63	1190.84	长期股权投资	153.00	158.25	163.51	168.77
财务费用	10.68	-22.02	-32.49	-36.17	投资性房地产	49.49	42.28	35.08	27.88
资产减值损失	49.40	49.40	49.40	49.40	固定资产	344.39	299.61	275.72	271.90
投资收益	33.90	5.26	5.26	5.26	无形资产	187.13	833.14	971.34	1152.74
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1511.40	891.60	881.52	883.30
其他经营损益	124.83	137.31	157.91	181.59	资产总计	8577.65	11029.45	10786.11	14429.57
营业利润	782.47	923.39	1132.70	1315.14					
其他非经营损益	8.97	8.97	8.97	8.97	短期借款	395.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	791.44	932.36	1141.67	1324.11	应付和预收款项	3131.25	5030.84	3885.44	6482.78
所得税	112.33	131.59	161.30	187.19	长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00
净利润	679.11	800.78	980.38	1136.92	其他负债	54.55	264.95	264.95	264.95
少数股东损益	25.03	29.51	36.13	41.90	负债合计	3620.80	5335.79	4190.39	6787.73
归母净利润	654.08	771.27	944.25	1095.02	股本	1010.81	1010.81	1010.81	1010.81
					资本公积	1553.77	1553.77	1553.77	1553.77
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	2086.33	2977.93	3843.88	4848.09
经营活动现金流	-266.02	1073.78	39.27	1234.72	归母股东权益	4835.22	5542.52	6408.46	7412.67
投资活动现金流	-1136.39	-171.61	-254.49	-346.70	少数股东权益	121.63	151.14	187.27	229.16
融资活动现金流	1892.46	-425.19	-31.45	-37.16	股东权益合计	4956.85	5693.66	6595.73	7641.83
现金流量净额	488.93	476.99	-246.68	850.86	负债和股东权益	8577.65	11029.45	10786.11	14429.57

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。