

新北洋 (002376)

证券研究报告

2018年07月23日

受益于巨头线下流量争夺,新零售再造一个“新北洋”

零售自助终端是新零售线下流量核心入口,巨头投放有望加速

零售自助终端作为线下流量的核心入口,有望首先落地。从需求端看,消费升级下中国消费者对便利度提升的自助零售接受度高,从供给端看,巨头获客成本与 ARPU 值差距缩小明显,收入增长遇瓶颈。参考友宝,自助终端坪效是传统门店 5~6 倍;公司 2017 年归母净利润 1.19 亿元,同比增长 52.99%,盈利和商业模式已得到验证。我们认为线下自助零售终端是巨头争夺关键,从试水到落地巨头投放有望加速。

对标日本,智能自助终端仍在初级阶段,千亿市场可期

20 世纪 70 年代起,成本上升、人口老龄化及人均收入增长刺激日本自动售货机行业繁荣发展,总保有量 494 万台。对标日本,中国起步较晚还处于初级阶段,我们认为 CAGR 可达 60%,未来增量市场可期。根据哇哈哈自动售货机铺货计划及尼尔森统计其市场份额,参考日本饮料和非饮料二分市场下,我们认为中国自动售货机市场可达千亿。

专注智能产品和服务创新,技术、品牌以及产品规模打造领先优势

公司提前布局智能行业,关注自主研发和技术发展,与国内知名快递、物流企业均达成了长期合作,形成品牌优势。16 年 5 亿募投项目预计年底全部达产后,公司年产能扩至 20 万台,目指最大的自动售货机制造商。集中度方面,我们认为会相当高。行业为巨头采购,类似运营商市场,无论饮料还是电商可谓巨头的不超过三家。巨头智能终端标准化程度高,存在规模效应,管理角度也不会选定太多供应商。我们认为新北洋相比传统厂商贴近客户需求,相比创业公司又具备规模优势,竞争力突出。

二次创业成绩亮眼,新兴业务地位凸显

公司加快培育新零售/物流/金融等战略新兴业务,2015-2017 年,物流业务与新零售业务收入为 2.48 亿元、4.48 亿元、5.26 亿元,在营业收入中占比分别为 20.50%、27.37%、28.25%,新兴业务贡献加大,战略地位凸显,成绩亮眼。2017 年公司传统业务金融和专用打印机行业的营业收入约为 13.35 亿,同比增长 12.41%,增长稳定,是国内细分行业龙头企业。

看好新零售业务加速落地,维持买入评级

公司“二次创业”以来,夯实金融、物流等核心领域,开拓新零售领域,围绕此三大领域专注智能化与服务创新,高速进发。预计公司 2018/2019/2020 年净利润 4.1/5.0/6.2 亿元,维持 EPS 0.62/0.76/0.93,当前股价对应 PE 24/20/16 倍。我们看好新零售业务加速落地打开长期成长空间,维持“买入”评级。

风险提示:智能自助终端推广进度低于预期;票据核心模块表现不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,635.02	1,860.43	2,679.26	3,295.49	4,115.41
增长率(%)	35.03	13.79	44.01	23.00	24.88
EBITDA(百万元)	301.67	406.96	655.36	788.47	960.07
净利润(百万元)	227.13	286.43	411.55	504.08	620.00
增长率(%)	54.22	26.11	43.68	22.48	23.00
EPS(元/股)	0.34	0.43	0.62	0.76	0.93
市盈率(P/E)	44.23	35.07	24.41	19.93	16.20
市净率(P/B)	4.18	3.90	3.01	2.75	2.46
市销率(P/S)	6.14	5.40	3.75	3.05	2.44
EV/EBITDA	26.55	17.44	14.92	11.88	10.02

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	15.09 元
目标价格	18.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	665.71
流通 A 股股本(百万股)	573.83
A 股总市值(百万元)	10,045.60
流通 A 股市值(百万元)	8,659.12
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	27.23
一年内最高/最低(元)	19.44/10.68

作者

沈海兵	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001	
shenhaibing@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《新北洋-公司点评:金融物流持续快速成长,新零售有望成为加速器》 2018-02-05
- 2 《新北洋-季报点评:业绩符合预期,看好全年增速》 2017-10-26
- 3 《新北洋-半年报点评:聚焦金融物流行业,业务稳步增长》 2017-08-22

内容目录

1. 零售自助终端，未来新零售线下流量核心入口.....	4
2. 线下流量的争夺，巨头零售自助终端投放有望加速.....	5
2.1. 需求端：长期来看，中国特色“移动支付”提升自助终端便利性.....	5
2.2. 供给端：线下流量成为巨头争夺的关键，判断有望从试水到落地.....	6
2.3. 零售自助终端的原型，自动售货机盈利模式已得到验证.....	7
3. 对标日本：从自动售货机来看，目前渗透率仅 10%不到.....	8
3.1. 日本：自动售货机繁荣发展史.....	8
3.2. 中国：增量市场可期，未来四年 CAGR 超过 60%.....	10
3.3. 长期来看，自动售货机的市场空间超过千亿.....	11
4. 专注智能产品和服务创新，打造世界先进的智能设备解决方案提供商.....	12
4.1. 二次战略期开启，卡位新零售风口.....	12
4.2. 核心竞争力：技术、品牌以及产品规模打造领先优势.....	13
4.3. 从 0 到 1，预计 18 年新零售业务收入继续上升.....	15
5. 二次创业成绩亮眼，新兴业务地位凸显.....	15
5.1. 二次创业开启，业绩增长再创新高.....	15
5.2. 新兴业务贡献加大，传统业务业绩稳定.....	16
6. 盈利预测与估值.....	18
7. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：无人化大势所趋，亚马逊无人零售是未来行业终极形态.....	4
图 2：以智能微超为代表的零售自助终端有望首先落地.....	4
图 3：2017 年潜在客户中有 66.5%愿意尝试无人店.....	5
图 4：我国手机移动支付用户占手机网民的比例达到 70%.....	6
图 5：线上获客成本上升，逐年缩小与 APRU 的差距.....	6
图 6：传统的自动售货机坪效已达到 6 万元/m ² /年.....	7
图 7：友宝占据 40%+自动售货机市场份额.....	7
图 8：2015-2017 年营业收入 CAGR 超过 20%.....	8
图 9：2015-2017 年归母净利润 CAGR 达到 75.54%.....	8
图 10：90 年代日本租金相对于 70 年代翻了五倍.....	9
图 11：日本老龄化严重，1970 年就进入了高龄化社会.....	9
图 12：日本 1970-80 年人均收入上升使自动售货机从 100 万台增加到 400 万台.....	10
图 13：中国自动售货机人均保有量为 1/6500 台/人，相比日本人均保有量 1/23 台/人还处于初级阶段.....	10
图 14：凯度咨询预测 2020 年我国自动售货机接近 138 万台.....	11
图 15：截止到 2016 年日本自动售货机细分种类构成.....	12
图 16：新北洋“无人便利店”.....	13

图 17: 公司在自助行业的发展为自动售货机打下了良好的基础	13
图 18: 公司历年研发投入保持快速增长	14
图 19: 公司提前布局智能行业, 具有品牌优势	14
图 20: 自动售货机行业年复合增长率在 30%以上	15
图 21: 二次创业后营收突破原始天花板	16
图 22: 归母净利润增速由负转为正	16
图 23: 新兴业务营业收入占比逐渐接近传统业务	17
图 24: 新兴业务毛利润贡献与传统业务毛利润贡献差距逐渐缩小	17
图 25: 传统业务业绩稳定增长	17
表 1: 自动售货机空间估算	12
表 2: 部分自动售货机制造商可实现产能情况	15
表 3: 公司形成多业务格局发展	16
表 4: 可比公司估值表 (截止 2018 年 7 月 20 日收盘数据)	18

零售自助终端，未来新零售线下流量核心入口

无人零售是新零售的终极形态，零售自助终端有望首先落地。新零售正日益成为产业共识，降低成本和丰富流量入口驱动，新零售正加速落地。无人零售主要分为自动售货机（或称为自动贩卖机）、零售自助终端与无人店三类，其中无人店是新零售线下流量入口的终极形态，其以亚马逊试水“无人零售”于2016年12月西雅图开的第一家无人商店——Amazon Go 为代表。考虑技术成熟度，参考巨头相关规划和测试，我们认为零售自助终端有望首先落地。

图 1：无人化大势所趋，亚马逊无人零售是未来行业终极形态



资料来源：环球网、天风证券研究所

图 2：以智能微超为代表的零售自助终端有望首先落地



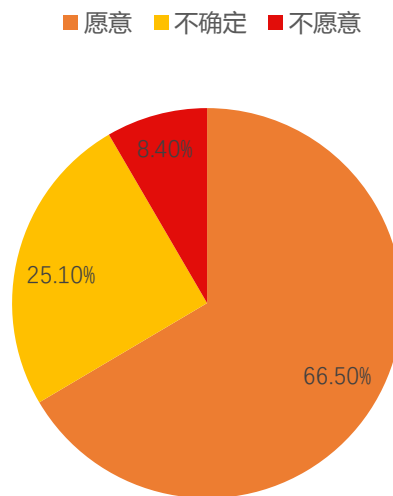
资料来源：环球网、天风证券研究所

线下流量的争夺，巨头零售自助终端投放有望加速

需求端：长期来看，中国特色“移动支付”提升自助终端便利性

自助终端提升购物便利性，而中国消费者对新事物接受度高。传统自动售货机大多用来满足人群密集的地方，大多布置于学校、办公楼、工厂等半封闭场所以及机场、地铁等交通枢纽，满足消费者对不同商品品类的即时性购物需求。而随着大部分的 80、90 后走上工作岗位、大学，他们一天的大部分时间都处在学校、办公楼、工厂等这种半封闭场所里。他们作为新时代的消费主体，消费观念发生了转变，他们不再只关注商品价格，而对购物时的便捷性有了一定的追求。根据艾瑞咨询的数据显示，66.5%从未使用过无人店（自动售货机属于无人店的一种）的用户，都表达了愿意尝试的意愿。

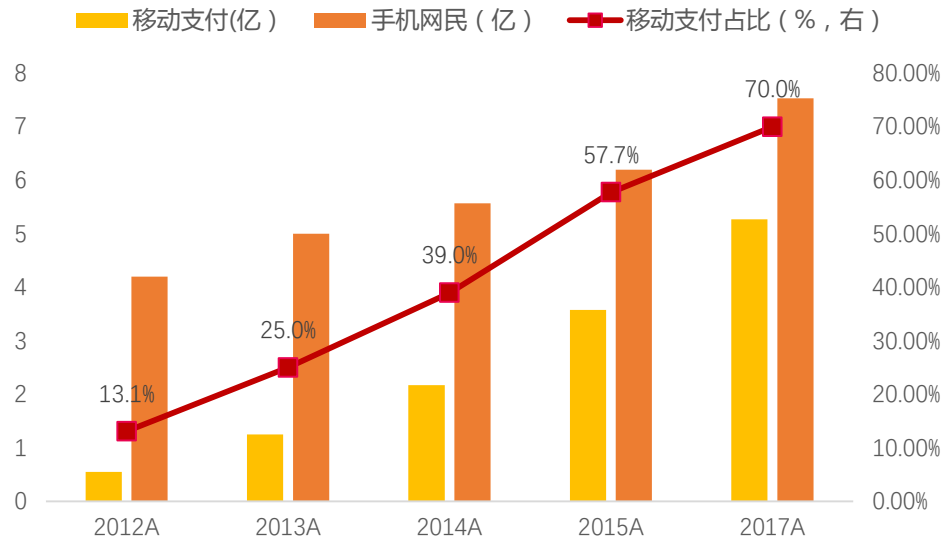
图 3：2017 年潜在客户中有 66.5%愿意尝试无人店



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

中国移动支付普及率高，进一步提升自助终端体验的便利性。自动售货机的支付手段得到了变革，从原始只能使用硬币购物变革为可以使用支付宝、微信支付等移动支付手段购物。智能手机的普及与网络时代的便捷性使得支付宝、微信支付等移动支付手段得以快速推广，当前我国消费者已逐步形成在日常生活中使用移动支付工具的习惯。根据中国互联网网络信息中心（CNNIC）数据，截至 2017 年 12 月，我国手机移动支付用户已达 5.27 亿人，占手机网民的比例达到 70.0%，较 2016 年底增长 5800 万人，移动支付占比增长 12.5%。

图 4：我国手机移动支付用户占手机网民的比例达到 70%



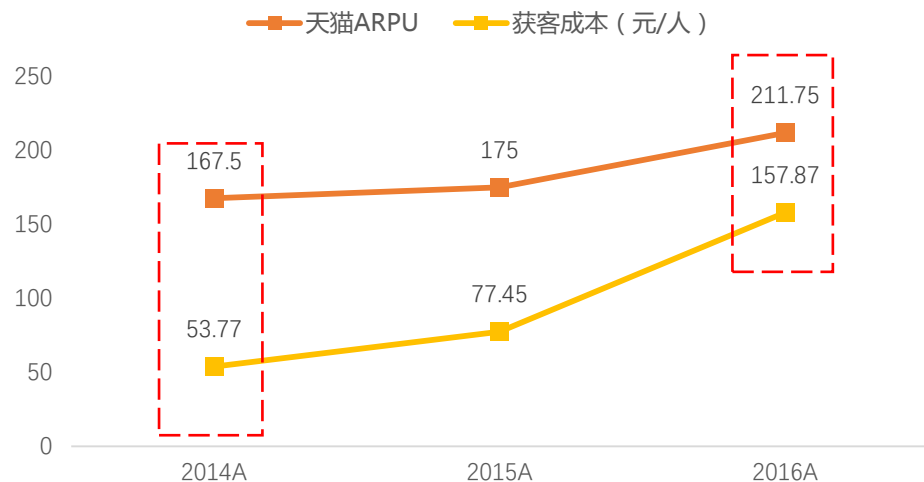
资料来源：中国互联网网络中心、天风证券研究所

供给端：线下流量成为巨头争夺的关键，判断有望从试水到落地

巨头收入增长遇到天花板，同时线上获客成本上升。消费升级，需求环境发生变化，零售企业面临着成本上升和收入增长的双重压力。传统线下零售企业的人力成本、租金成本明显上升，并且受到线上电商快速发展的冲击，收入端潜力很小，根据中国连锁经营协会的报告，2017 年租金成本上升了 5.6%，人工成本上升了 8%。

以线上零售企业以阿里巴巴的淘宝为例，根据阿里巴巴的年报数据，2014-2016 年的营销费用分别为 85.13 亿元、113.07 亿元、163.13 亿元，2013-2016 年淘宝活跃买家分别为 2.55 亿人、3.50 亿人、4.23 亿人、4.54 亿人。假设其用于获取淘宝新客户的营销费用占比与阿里巴巴整体费用占比相同，分别为 60%、50%、30%，那么 2014-2016 年淘宝的获客成本分别为 53.77 元/人、77.45 元/人、157.87 元/人。而根据易观数据显示，2014-2017 年淘宝的 ARPU 分别为 167.5 元/人、175 元/人、211.75 元/人。获客成本逐渐接近 ARPU。

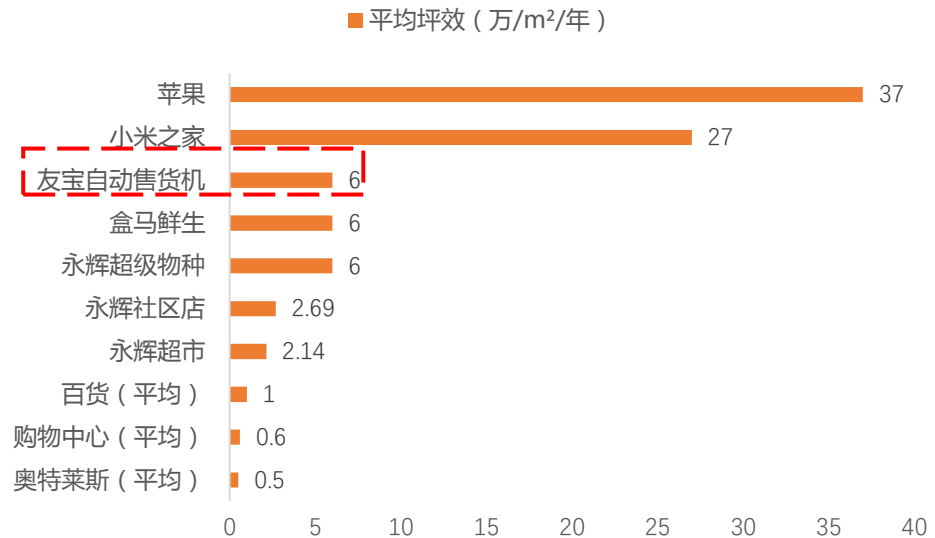
图 5：线上获客成本上升，逐年缩小与 ARPU 的差距



资料来源：Analysys 易观、阿里巴巴年报、天风证券研究所

巨头若铺设智能自主终端，预计坪效为传统店铺的 5~6 倍。传统零售企业为获得更多的市场、更高的利润，纷纷布局新零售市场。根据易观统计数据显示，近年来兴起的新零售门店效益显著高于传统线下门店：阿里巴巴旗下的盒马鲜生和永辉超级物种、友宝的自动售货机坪效达到 6 万/平方米/年，是传统线下门店的好几倍。小米之家的坪效更是高达 27 万/平方米/年，仅次于苹果的线下零售店。自动售货机成本优势明显，自动售货机相对于盒马鲜生、永辉超级物种而言，占地面积小，运营成本、人工成本低，因此具备明显的成本优势。

图 6：传统的自动售货机坪效已达到 6 万元/m² /年



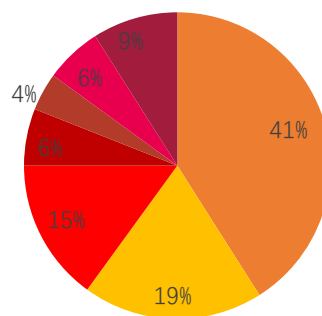
资料来源：Analysys 易观、天风证券研究所

零售自助终端的原型，自动售货机盈利模式已得到验证

当前友宝我国国内第一大自动售货机运营商。截至 2016 年 12 月末，公司的自动售货机在全国一线城市及其他重要城市投放超过 57000 台，95%为智能售货机。截至 2017 年上半年末，友宝的自动售货机保有量约为 61632 台。友宝自动售货机市场占有率超过 40%，遥遥领先于其他竞争对手。

图 7：友宝占据 40%+自动售货机市场份额

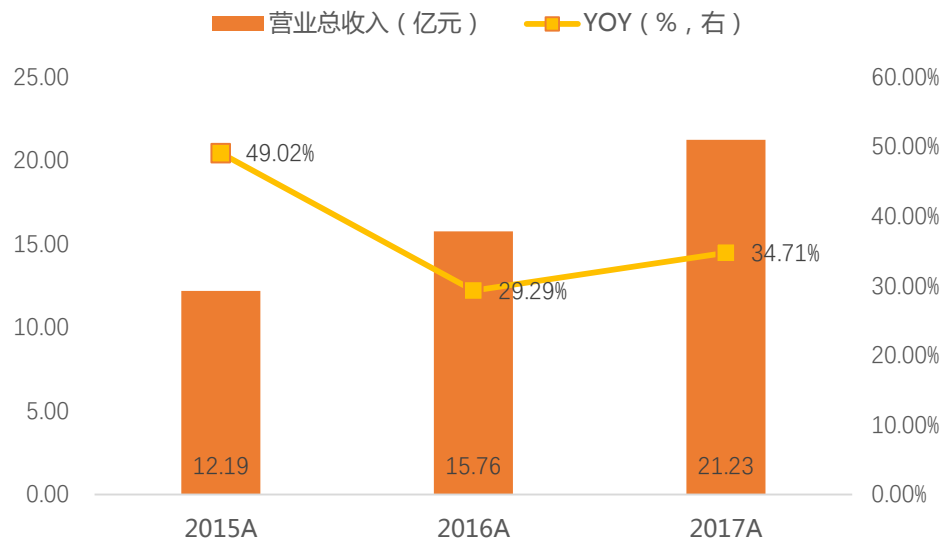
友宝 上海米源饮料 广州富宏 苏州乐美 北京银海之星 饮料商直营 其他



资料来源：嘉世咨询，天风证券研究所

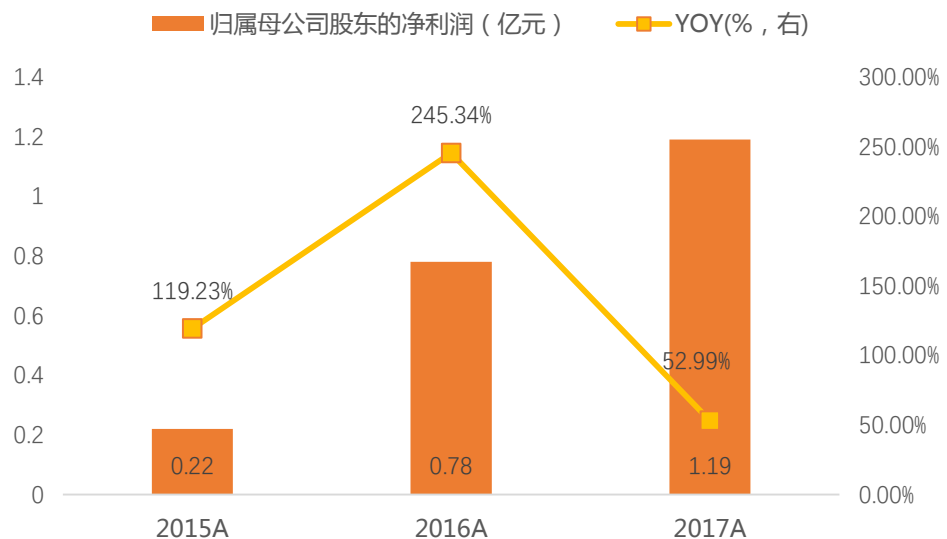
友宝在线盈利，自动售货机商业模式得到验证。友宝作为国内最大的自动售货机运营商，它的业绩发展在一定程度上可以用来说明这种商业模式是否可行。2015年至2017年，友宝在线营业收入分别为12.19亿元、15.76亿元、21.23亿元，三年的复合增速约为20.3%。2015年，友宝在线商业模式开始兑现，全年实现归母净利润2244.21万元，一举实现扭亏为盈。2017年，全年实现归母净利润约1.19亿元，较2016年同期增长52.99%。

图 8：2015-2017 年营业收入 CAGR 超过 20%



资料来源：友宝在线年报，天风证券研究所

图 9：2015-2017 年归母净利润 CAGR 达到 75.54%



资料来源：友宝在线年报，天风证券研究所

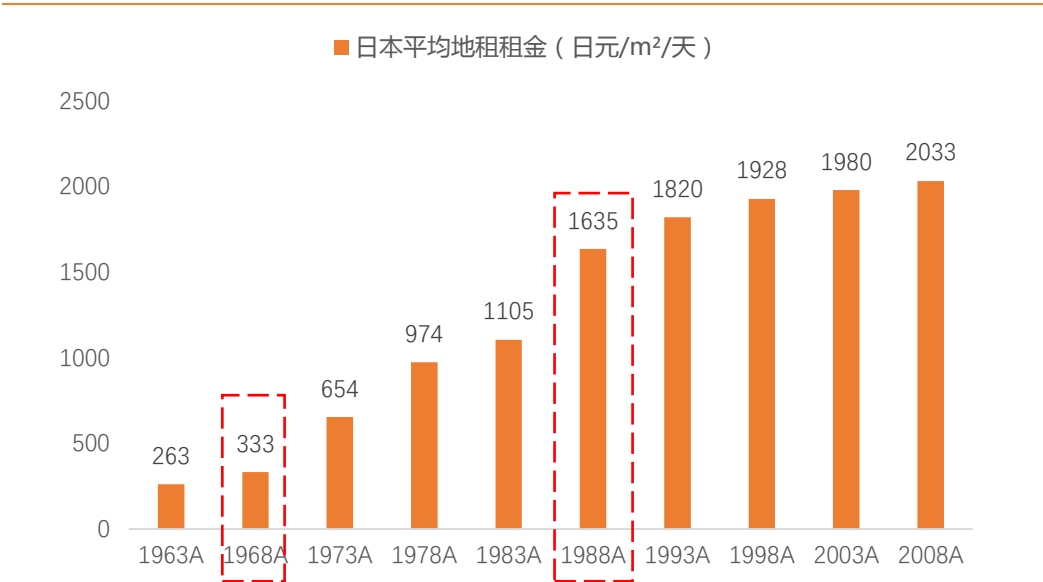
对标日本：从自动售货机来看，目前渗透率仅 10%不到

日本：自动售货机繁荣发展史

成本上升、人口老龄化，为自动售货机快速发展创造条件。日本自动售货机行业发展比较

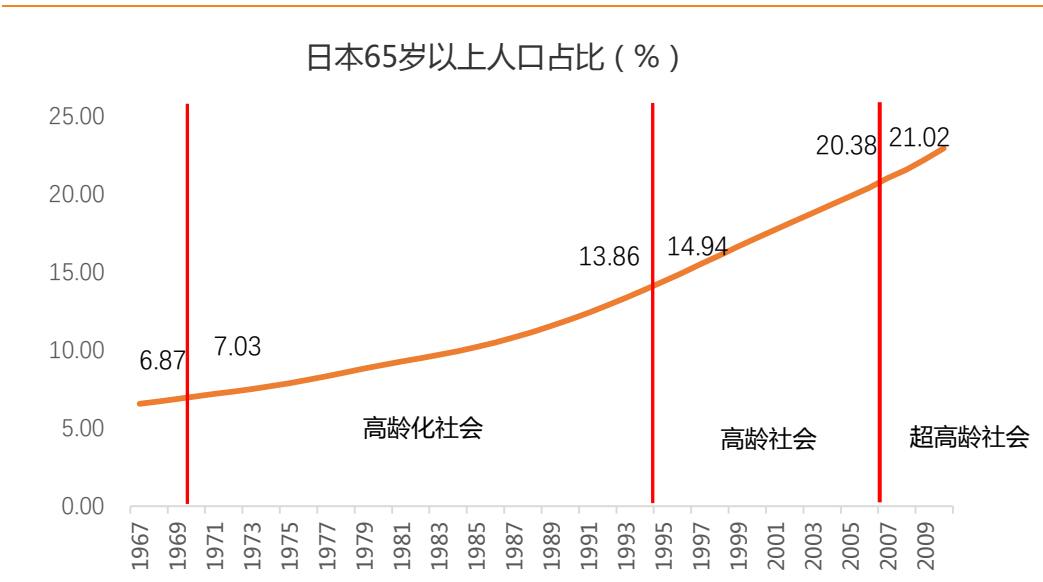
早，目前已经形成了系统完备的成熟体系，截止 2017 年底，日本自动售货机的总量有 427 万台。20 世纪七八十年代日本零售业租金成本上涨，社会开始步入高龄化社会，人工成本上升，在这双重压力之下，日本的传统零售行业发展困难。而自动售货机占地面积小，运营需要的人数少，在租金方面有着天然的优势，所以日益增长的成本为自动售货机市场发展创造了机会。

图 10：90 年代日本租金相对于 70 年代翻了五倍



资料来源：商业地产云智库，天风证券研究所

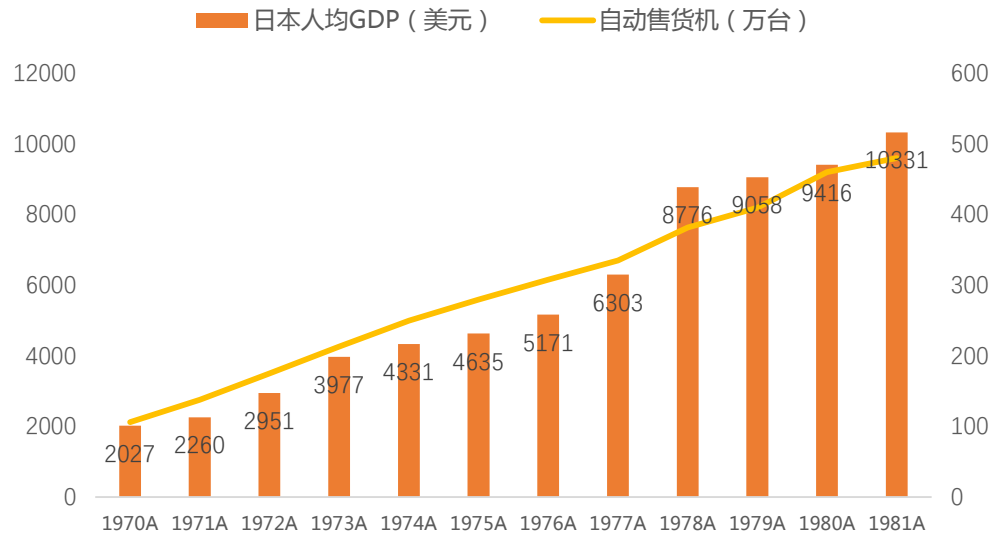
图 11：日本老龄化严重，1970 年就进入了高龄化社会



资料来源：wind、世界卫生组织、天风证券研究所

人均收入增长刺激自动售货机行业快速发展。二十世纪七八十年代，日本的经济处于高速发展的阶段，在这一阶段，日本的自动售货机发展迅速。根据世界银行统计的数据显示，1980 年日本的人均收入为 9146 美元，相比于 1970 年的人均收入 2027 美元翻了 3.5 倍。人均收入的快速增长拉升了消费力，从而带动了自动售货机的需求，1970 年到 1980 年日本的自动售货机从 100 万台增加到 400 万台，翻了 3 倍。

图 12:日本 1970-80 年人均收入上升使自动售货机从 100 万台增加到 400 万台

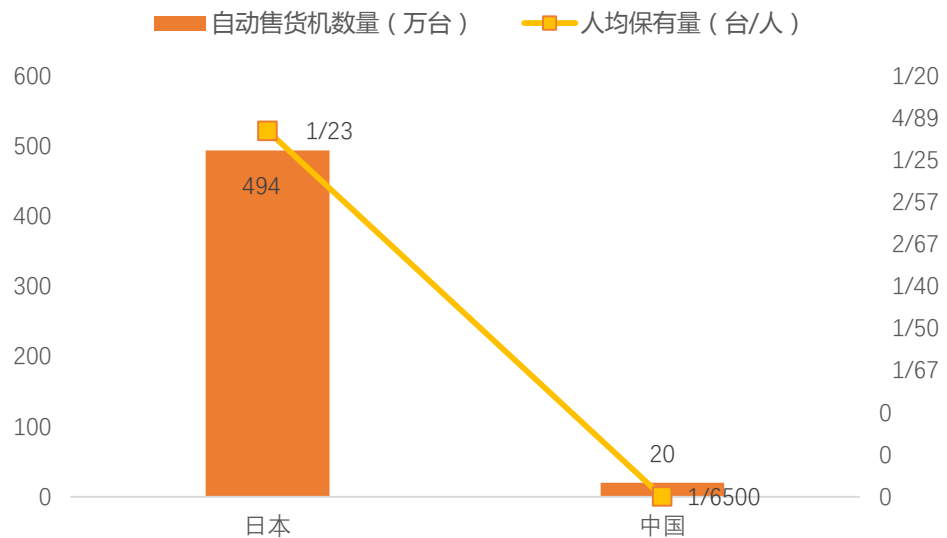


资料来源: 世界银行, 日本自动贩卖机工业会、天风证券研究所

中国: 增量市场可期, 未来四年 CAGR 超过 60%

中国的自动售货机市场, 相比于日本几乎全面覆盖的自动售货机市场, 目前还处于初级阶段。中国自动售货机起步较晚, 第一台自动售货机是 1994 年日本三得利公司引进的, 经过二十多年的发展, 截止 2016 年底, 中国的自动售货机总量达到了 20 万台, 平均 6500 人使用一台自动售货机。对比自动售货机总量为 494 万台, 平均 25 人使用一台自动售货机的日本而言, 目前中国的自动售货机行业还处于发展的初级阶段, 有很大的进步空间。

图 13: 中国自动售货机人均保有量为 1/6500 台/人, 相比日本人均保有量 1/23 台/人还处于初级阶段

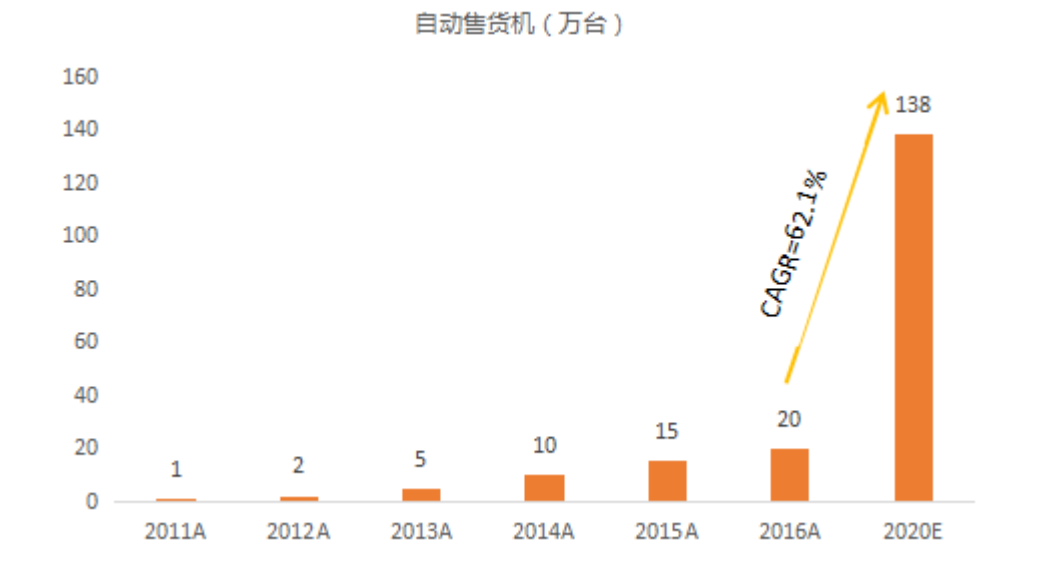


资料来源: 日本自动贩卖机工业会, 凯度咨询、天风证券研究所

预计 2017-2020 年中国自动售货机复合增速将超过 60%。目前我国的自动售货机无论在普及率、使用率还是在功能服务, 仍然与日本存在较大的差距, 还存在巨大的成长空间,

根据凯度咨询统计的数据，截至 2016 年底，我国的自动售货机有 20 万台，相比 2012 年翻了十倍。在美国，自动售货机和便利店的数量比例为 30:1。据凯度咨询预测，中国便利店规模在 2020 年将达到 4.6 万家。若自动售货机的发展达到美国水平，届时全国自动售货机总数将接近 138 万台。

图 14：凯度咨询预测 2020 年我国自动售货机接近 138 万台

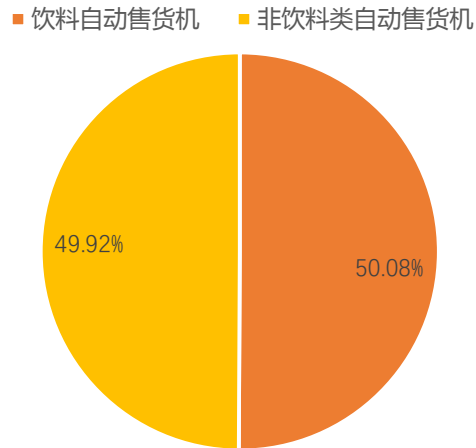


资料来源：凯度咨询、天风证券研究所

长期来看，自动售货机的市场空间超过千亿

我国自动售货机还处于初级阶段，未来市场前景非常可观。当前我国的自动售货机保有量只有 20 万台，相比于日本还有很大的差距，暂时处于发展的初级阶段。根据娃哈哈旗下宗盛智能科技有限公司的董事长宗泽后讲话：“宗盛科技已经在中国投放了 1.8 万多台自动售货机，2018 年将布置 5 万台，并且以后会在中国大约 3000 个县城里，每个区县布置 50 台”，那么建立成熟终端销售网络的娃哈哈旗下公司将布置 21.8 万台自动售货机。根据尼尔森的数据，娃哈哈在中国饮料市场市场份额为 8.6%，假设未来饮料市场内饮料厂商的市场份额保持不变，所有饮料厂商都将按照这样的计划铺设自动售货机，所以未来中国的饮料自动售货机将达到 253 万台。在前面我们已经知道，日本的饮料售货机和非饮料自动售货机二分天下，假设中国的自动售货机也将是饮料和非饮料二分天下的格局，则中国自动售货机的市场空间为 506 万台。参考市场价格，假设每台自动售货机售价为 2 万，则将为自动售货机的上游制造商创造出 1012 亿的市场空间。

图 15：截止到 2016 年日本自动售货机细分种类构成



资料来源：日本自动贩卖机工业协会，天风证券研究所

表 1：自动售货机空间估算

项目	数值
娃哈哈自动售货机总投放量（万台）	21.8
娃哈哈市场份额	8.6%
假设 1：未来饮料市场内饮料厂商的市场份额保持不变	
饮料市场自动售货机投放量（万台）	253
假设 2：饮料市场和非饮料市场二分自动售货机市场	
中国自动售货机总数量（万台）	506
自动售货机平均单价（万元/台）	2
上游自动售货机制造商所属的市场空间（亿元）	1012

资料来源：中国食品代理网、尼尔森、天风证券研究所

专注智能产品和服务创新，打造世界先进的智能设备解决方案提供商

二次战略期开启，卡位新零售风口

2018 年，是公司“二次创业”以来第二次战略（2018-2020 年）的开局之年，是公司重要的战略发展机遇期。随着数字经济时代的到来，各行各业开始全面进行智能化升级。公司积极应对市场变化，加快培育新零售/物流/金融等战略新兴业务，完善企业业务布局。2017 年 9 月 25 日，公司携无人便利店系统解决方案及关键模块核心技术亮相 2017 中国国际无人店&零售新终端服务创新展览会(上海)。公司的无人便利店涉及智能微超、自动售货机、生鲜自提柜等多种零售自助终端。同年 11 月，公司参展第十九届中国零售业博览会，重点展示了 RFID 技术应用解决方案。

图 16：新北洋“无人便利店”



资料来源：公司官方微博、天风证券研究所

公司是智能产品领域的先行者，无论是在银行智能领域还是在物流智能领域。公司积极对新零售行业各客户的开发培育以及对产品线的不断丰富完善，为公司 2018 年智能零售业务的开发奠定了良好基础。公司积极洞察并把握与电商、知名快消品企业及零售运营商等目标客户的应用需求与机会，与多个目标客户建立了业务联系，并成功与部分客户达成了战略合作关系。

图 17：公司在自助行业的发展为自动售货机打下了良好的基础



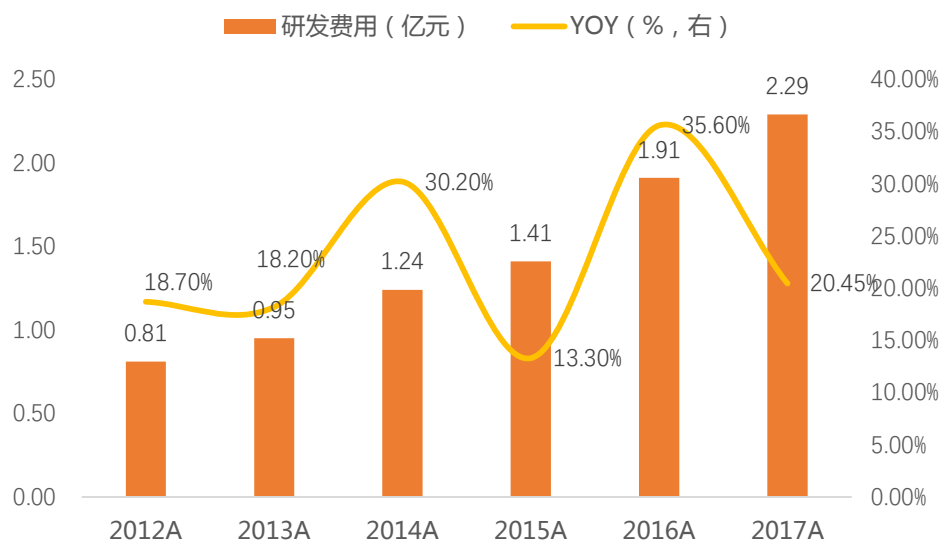
资料来源：公司官网、天风证券研究所

核心竞争力：技术、品牌以及产品规模打造领先优势

公司重视研发投入，关注技术发展。公司高度重视技术研发，把研发放在战略地位。公司坚持研发高投入，以市场为导向，不断开发新产品，完善核心技术，升级产品结构，全面提升公司综合竞争力。2017 年，公司研发投入共计 2.29 亿元，同比增长 20.45%，占营业收入比重 12.33%。共开展产品开发项目 192 项，其中：新零售、物流、金融等聚焦行业相关产品/技术开发项目 117 项。在人员结构上，公司的技术人员逐年增加，技术人员占公

司总人数的 50%左右，有利于公司在行业中持续保持技术领先性。

图 18：公司历年研发投入保持快速增长



资料来源：公司年报、天风证券研究所

提前布局智能行业，形成品牌优势。为了满足市场需求，公司自主研发、生产了智能快递柜系列产品，凭借其智能化的产品性能、简便的维护管理、人性化的使用体验，赢得了客户的信赖，与国内知名快递、物流企业均达成了长期合作。公司在智能物流柜相关产品的大规模生产销售起到了一个很好的宣传作用，并且在相关技术应用领域、身份识别、支付手段等方面具有明显优势，可以从侧面说明公司在自助设备产品技术和规模生产方面的能力。另外，公司钣金加工优势明显，在防锈、户外、格口可靠性等经验完全可复制，在生产设备上具有先发优势。

图 19：公司提前布局智能行业，具有品牌优势



资料来源：公司年报、天风证券研究所

募投完成，产能扩充，公司与富士冰山成为双寡头。公司始终坚持自己的前瞻性战略，积极在智能产品领域布局，扩充生产线。2016 年通过募投筹集 4.2 亿用于自助服务终端产品研发与生产技改项目，项目建成后可增成年产 13 万台自助服务终端设备产品的生产能力。进一步扩充产能。根据公司公告，2017 年随着募投项目的部分投产，公司已具备年产能约 15 万台左右智能终端的生产能力；预计 2018 年底募投项目全部达产后，将具备每年 20 万台的生产能力，将是国内产能最大的自动售货机制造商。

表 2：部分自动售货机制造商可实现产能情况

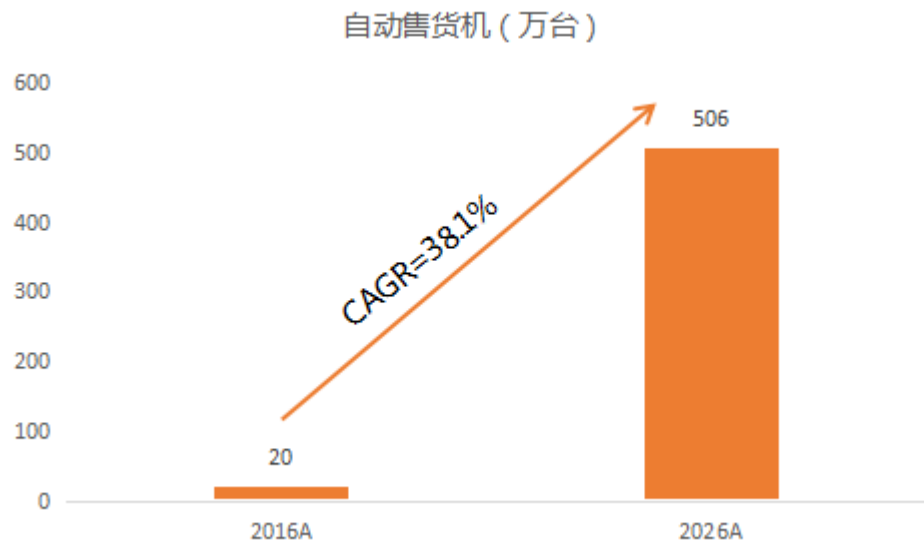
厂商名称	年产能/产能 (台)
新北洋	20 万 (产能)
大连富士冰山	15 万 (产能)
澳柯玛	2 万 (产能)
青岛易触数码	3 万 (产能)
湖南中谷科技	6 万 (出货量)
湖南中吉科技	3.6 万 (出货量)

资料来源：各公司官网、天风证券研究所

从 0 到 1，预计 18 年新零售业务收入继续上升

受益于行业空间广阔，预计自动售货机行业年复合增长率 30%以上。借鉴日本自动售货机的发展，从初期阶段到成熟阶段总共花了十年。假设中国自动售货机从初期阶段发展到成熟阶段也是十年。在第三部分，我们测算中国的自动售货机数量为 506 万台，并且根据凯度数据统计，2016 年中国自动售货机为 20 万台。基于此，我们预测自动售货机未来十年的复合增长率 30%以上。

图 20：自动售货机行业年复合增长率在 30%以上



资料来源：凯度数据、天风证券研究所

自动售货机不单单是销售网点，还是良好的线下宣传和增值服务点，优质点位具有稀缺性和排他性，近几年国内各大企业巨头抢占点位资源，积极投放自动售货机。随着京东、阿里、苏宁、美的等非饮料厂商自动售货系列投放计划展开，非饮料售货机市场有望在未来几年迎来高速增长。

二次创业成绩亮眼，新兴业务地位凸显

二次创业开启，业绩增长再创新高

公司是一家以嵌入式打印机起家的公司，通过持续的技术投入和股权收购，形成了从打印识别关键基础零、部件到智能终端整机及系统集成产品的规模生产制造能力。2015 年，公司突破原始产品生态格局，进行“二次创业”。公司依托在光、机、电、软等领域深厚的技术积累和丰富经验，围绕重点聚焦的金融、物流、新零售等行业，积极向智能设备、装

备产品领域拓展延伸，迅速创新形成了具有较强竞争力的产品及解决方案，能快速满足客户完整的一站式应用需求，最终形成多动力发展的业务格局。

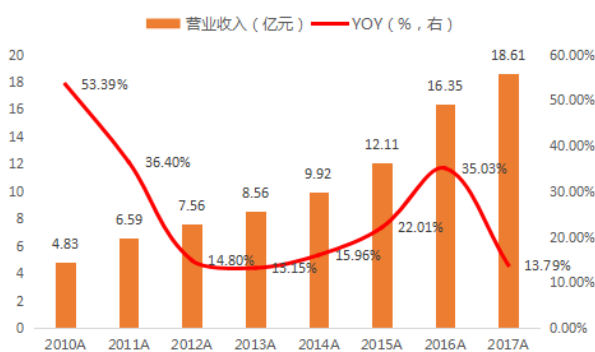
表 3：公司形成多业务格局发展

业务	具体业务类型
传统业务	国内外市场商业/零售、交通、彩票、医疗、政府公务等行业领域的专用打印产品、ODM/OEM 业务等。
	金融业务 面向金融产品集成商和银行终端客户，提供关键零件、核心模块到整机、系统集成和服务完整的“现金管理”和“非现金管理”产品及解决方案。
新兴业务	物流业务 面向快递物流、电商物流等领域，围绕物流信息和自动化的升级，提供相关智能物流装备和解决方案。
	新零售业务 面向零售行业平台运营商和消费品厂商客户，根据客户的商业应用需求，提供线上线下相结合的智能零售设备及应用解决方案

资料来源：公司年报、天风证券研究所

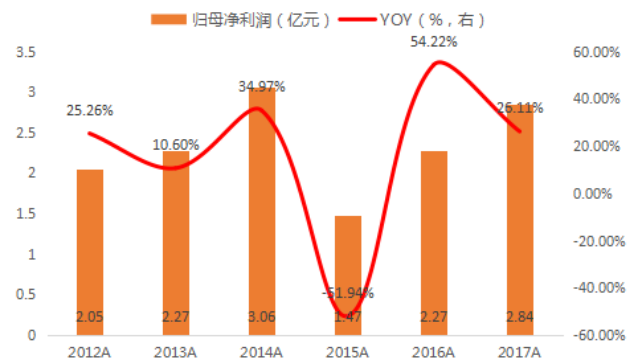
公司营业收入、归母净利润继续保持稳定增长。自 2015 年，公司围绕战略规划和年度经营计划，继续聚焦金融和物流行业，着力培育发展智能零售等战略新兴业务，经营状况良好，继续保持稳定增长。2017 年，公司全年营业收入 18.61 亿元，同比增长 13.79%；公司取得归属上市公司股东净利润为 2.86 亿元，同比增长 26.11%。

图 21：二次创业后营收突破原始天花板



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 22：归母净利润增速由负转为正

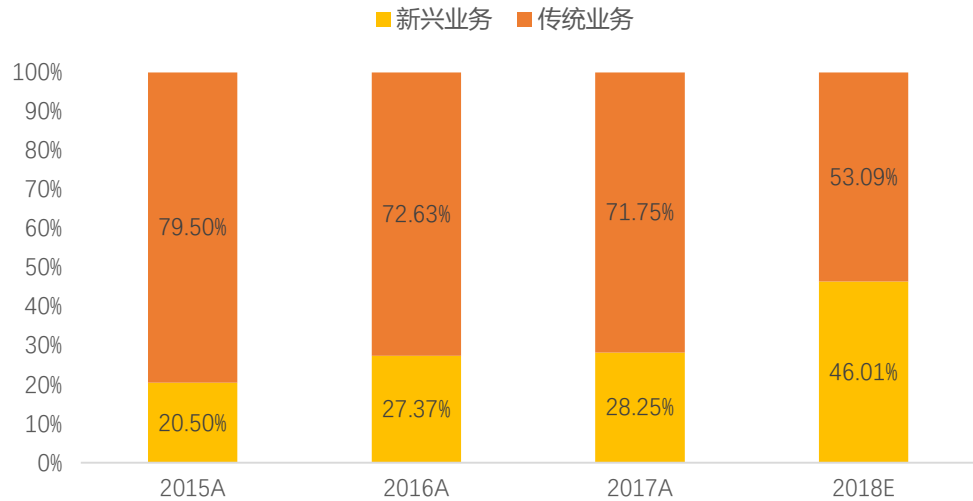


资料来源：公司年报、天风证券研究所

新兴业务贡献加大，传统业务业绩稳定

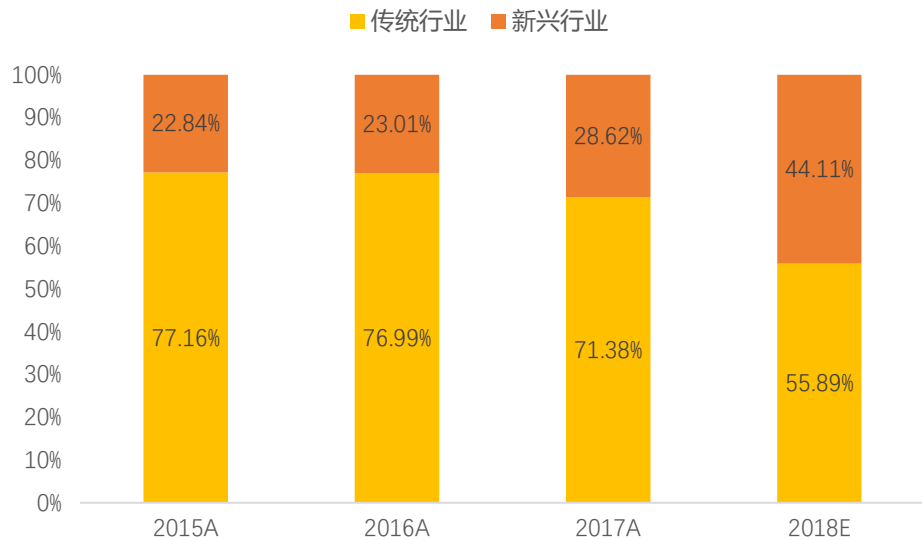
新兴业务贡献加大，战略地位凸显。2018 年是公司第二次战略的开局之年，公司正式发力于新零售行业。距离 2015 年“二次创业”已有三年，传统业务中的金融业务和专用打印机业务等发展已较为稳定，而物流业务和新零售业务收入在公司营业收入中占比持续提高。2015-2017 年，物流业务与新零售业务收入为 2.48 亿元、4.48 亿元、5.26 亿元，在营业收入中占比分别为 20.50%、27.37%、28.25%。在毛利润方面，2015-2017 年，新兴行业物流与新零售行业业务毛利润为 1.31 亿元、1.80 亿元、2.35 亿元，在公司总的毛利润中占比分别为 22.84%、23.01%、28.62%。公司 2016 年开始布局新零售行业，预期在 2018 年新零售行业相关产品将实现规模化的销售，将成为公司新的业绩增长点，与此同时，新兴业务物流及新零售行业将成为公司的主要盈利来源。

图 23：新兴业务营业收入占比逐渐接近传统业务



资料来源：公司年报、天风证券研究所

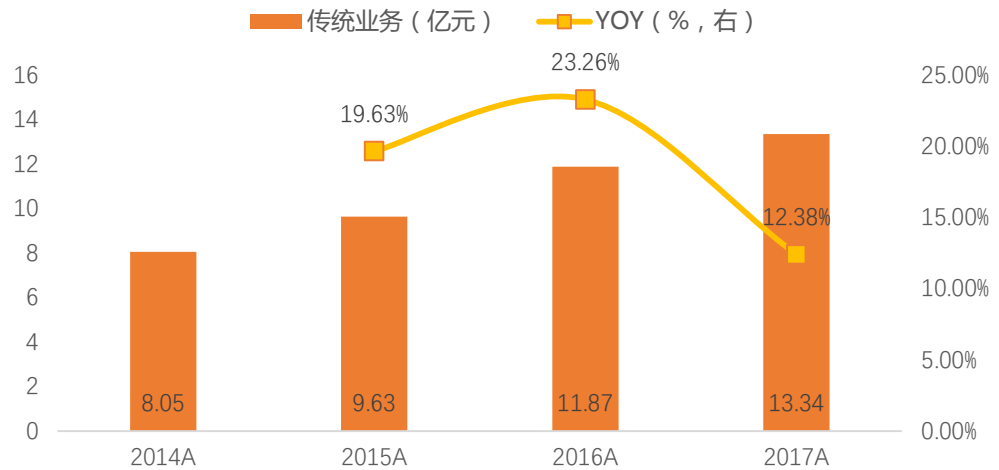
图 24：新兴业务毛利润贡献与传统业务毛利润贡献差距逐渐缩小



资料来源：公司年报、天风证券研究所

传统业务业绩稳定增长。近年来，随着宏观环境和各行业市场的急剧变化，专用打印机市场竞争加剧，行业增速减缓，但公司是国内细分行业龙头企业，仅位于国外 EPSON、ZEBRA 等国际知名企业之后，是中国民族专用打印机行业的领跑者。金融机具产品受益于政策支持以及银行科技化发展，金融机具的需求不断上升，公司的清分机、硬币交换机等产品发展态势良好。2017 年，公司传统业务金融和专用打印机行业的营业收入约为 13.35 亿，同比增长 12.41%，业绩保持稳定增长。

图 25：传统业务业绩稳定增长



资料来源：公司年报、天风证券研究所

1. 盈利预测与估值

公司“二次创业”以来，夯实金融、物流等核心领域，开拓新零售领域，加快培育战略新兴业务，围绕此三大领域专注智能化与服务创新，高速进发，在技术、品牌以及产品规模方面打造领先优势。

- 1) 收入端，考虑传统业务包括金融机具在内稳定增长，新兴业务新零售从 2018 年开始有望实现快速增长，我们预计 2018~2020 年收入有望实现 44%/22%/25% 的增长。
- 2) 盈利能力端，考虑传统业务毛利率等逐步企稳，预计新零售业务初期毛利率约 40%，我们判断整体盈利能力有望保持，我们预计 2018~2020 年净利率在 15% 左右。
- 3) 预计公司 2018/2019/2020 年净利润 4.1/5.0/6.2 亿元，维持 EPS 0.62/0.76/0.93，当前股价对应 PE 24/20/16 倍。选取计算机行业有相同自助设备业务的可比公司作为对标，同类公司 2018 年的平均估值为 PE 为 27 倍，我们给予公司目标价 18.0 元，对应 PE 29 倍。我们看好新零售业务加速落地打开长期成长空间，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值表（截止 2018 年 7 月 20 日收盘数据）

公司	市值 (亿元)	PE: 2018E	PE: 2019E
神思电子	26	38	26
三泰控股	48	46	37
中国长城	218	24	22
广电运通	139	13	11
大冷股份	29	13	12
均值		26.8	21.6

资料来源：WIND 一致预测、天风证券研究所

风险提示

- 1、自动售货机、物流柜推广进度低于预期：若推广进度低于预期，公司收入增速存在低于预期的风险。
- 2、票据核心模块表现不及预期，可能导致公司市场份额下滑，同时毛利率下降。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	555.88	706.51	626.38	1,158.53	1,007.98	营业收入	1,635.02	1,860.43	2,679.26	3,295.49	4,115.41
应收账款	547.70	524.58	1,082.11	855.70	1,588.22	营业成本	853.24	1,040.53	1,425.10	1,728.80	2,175.12
预付账款	17.88	15.15	36.41	12.96	56.98	营业税金及附加	27.26	24.39	35.41	42.51	45.68
存货	412.57	460.69	663.77	738.79	1,030.00	营业费用	186.72	180.95	254.80	309.78	379.44
其他	389.09	249.92	325.90	313.36	434.88	管理费用	286.09	343.13	464.32	585.18	725.14
流动资产合计	1,923.12	1,956.85	2,734.56	3,079.34	4,118.06	财务费用	8.77	34.71	49.71	63.17	75.91
长期股权投资	423.66	495.83	495.83	495.83	495.83	资产减值损失	46.36	3.32	3.10	3.05	3.16
固定资产	896.12	984.68	966.87	967.24	965.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	2.07	1.98	2.02
在建工程	66.38	11.04	42.62	73.57	74.14	投资净收益	12.40	69.97	89.00	90.12	98.50
无形资产	152.24	140.03	118.52	97.00	75.48	其他	(24.80)	(207.74)	(182.14)	(184.20)	(201.04)
其他	440.16	466.17	438.50	432.17	435.48	营业利润	238.98	371.16	537.90	655.10	811.49
非流动资产合计	1,978.57	2,097.75	2,062.33	2,065.81	2,046.45	营业外收入	100.44	10.44	8.00	9.11	9.10
资产总计	3,901.69	4,054.60	4,796.89	5,145.15	6,164.51	营业外支出	4.07	1.39	2.60	2.69	2.23
短期借款	414.00	588.69	0.00	0.00	0.00	利润总额	335.35	380.22	543.30	661.53	818.36
应付账款	387.00	384.88	654.33	606.15	976.24	所得税	43.18	31.48	44.45	53.25	66.86
其他	397.73	162.39	351.35	342.51	431.81	净利润	292.17	348.74	498.85	608.27	751.50
流动负债合计	1,198.72	1,135.97	1,005.68	948.66	1,408.05	少数股东损益	65.04	62.31	87.30	104.20	131.50
长期借款	0.27	0.18	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	227.13	286.43	411.55	504.08	620.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.34	0.43	0.62	0.76	0.93
其他	35.73	35.57	57.63	42.98	45.39						
非流动负债合计	36.00	35.75	57.63	42.98	45.39						
负债合计	1,234.73	1,171.72	1,063.32	991.64	1,453.45	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	263.23	306.60	393.90	498.10	629.60	成长能力					
股本	631.49	631.49	665.71	665.71	665.71	营业收入	35.03%	13.79%	44.01%	23.00%	24.88%
资本公积	642.22	653.92	1,012.27	1,012.27	1,012.27	营业利润	28.68%	55.31%	44.92%	21.79%	23.87%
留存收益	1,773.39	1,945.22	2,673.96	2,989.70	3,415.75	归属于母公司净利润	54.22%	26.11%	43.68%	22.48%	23.00%
其他	(643.37)	(654.35)	(1,012.27)	(1,012.27)	(1,012.27)	获利能力					
股东权益合计	2,666.96	2,882.88	3,733.58	4,153.51	4,711.06	毛利率	47.81%	44.07%	46.81%	47.54%	47.15%
负债和股东权益总计	3,901.69	4,054.60	4,796.89	5,145.15	6,164.51	净利率	13.89%	15.40%	15.36%	15.30%	15.07%
						ROE	9.45%	11.12%	12.32%	13.79%	15.19%
						ROIC	13.72%	14.41%	20.32%	21.50%	27.37%
						偿债能力					
						资产负债率	31.65%	28.90%	22.17%	19.27%	23.58%
						净负债率	-3.57%	4.35%	-3.31%	9.26%	-4.90%
						流动比率	1.60	1.72	2.72	3.25	2.92
						速动比率	1.26	1.32	2.06	2.47	2.19
						营运能力					
						应收账款周转率	3.21	3.47	3.34	3.40	3.37
						存货周转率	4.76	4.26	4.77	4.70	4.65
						总资产周转率	0.47	0.47	0.61	0.66	0.73
						每股指标(元)					
						每股收益	0.34	0.43	0.62	0.76	0.93
						每股经营现金流	0.27	0.63	0.15	1.15	0.16
						每股净资产	3.61	3.87	5.02	5.49	6.13
						估值比率					
						市盈率	44.23	35.07	24.41	19.93	16.20
						市净率	4.18	3.90	3.01	2.75	2.46
						EV/EBITDA	26.55	17.44	14.92	11.88	10.02
						EV/EBIT	32.33	20.99	16.64	13.04	10.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，并应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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com