

# 新大陆 (000997)：AI助力公司转型，积极布局数字货币蓝海市场

2020年04月23日

强烈推荐/维持

新大陆 公司报告

## 报告摘要：

公司营业收入相对稳定，保持较高增速的同时利润可观。根据2019年业绩快报，2019年公司实现营业总收入61.82亿元，同比增长3.94%；归属于上市公司股东的净利润为6.91亿元，同比增长17.87%。受疫情影响，2020年一季度，公司预计实现营收12.45-13.13亿元，同比下降0%-5%，预计实现归母净利润0.87-1.11亿元，同比下降55%-65%。

公司业务保持良性发展，支付服务业务交易量进入稳定增长阶段。公司在零售、餐饮、娱乐、交通、物流等垂直领域继续深化布局，目前存量服务商户超过850万户，6月日均交易笔数超过400万笔，7月单日交易流水峰值突破50亿元。2020年，公司3月份交易规模环比增长56%，季度末平台日交易峰值突破85亿元。一季度支付服务交易总规模突破6400亿元，同比增长77%，为二季度经营奠定良好开端。

**FPOS F7，首款采用人脸识别线下支付安全应用技术进行设计的“刷脸POS”成功研发，满足银行卡受理终端安全规范。**新大陆支付技术公司于2019上半年重磅推出“刷脸POS”——人脸识别受理终端FPOS F7。标志公司率先拥有了全面进入人脸识别支付领域的绿色通行证，重新定义支付生活，进一步便捷支付方式，为实现支付多元化提供更多可能。

**电子支付设备或助力数字货币落地。**央行计划推出官方数字货币DCEP，实现离线、匿名支付服务，将带来支付系统的升级改造。公司受益于电子支付设备、信息识别设备业务方面积累的技术和经验，或将助力数字货币落地，迎来巨大需求。

**公司盈利预测及投资评级：**公司业务保持良性发展，看好公司支付服务业务、信息识别设备业务发展。我们预计，公司2019-2021年将实现归母净利润分别为6.91/8.46/10.91亿元，对应EPS分别为0.66/0.80/1.04元，当前股价对应2019-2021年PE值分别为27/22/17倍。给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**物联网市场竞争加剧，支付行业创新进度存在不确定性。

## 财务指标预测

| 指标        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,919.91 | 5,947.28 | 6,181.75 | 7,167.86 | 8,323.50 |
| 增长率(%)    | 38.80%   | 20.88%   | 3.94%    | 15.95%   | 16.12%   |
| 净利润(百万元)  | 654.08   | 585.84   | 690.50   | 846.21   | 1,090.54 |
| 增长率(%)    | 41.78%   | -10.43%  | 17.87%   | 22.55%   | 28.87%   |
| 净资产收益率(%) | 13.53%   | 11.14%   | 11.57%   | 12.65%   | 14.32%   |
| 每股收益(元)   | 0.69     | 0.58     | 0.66     | 0.80     | 1.04     |
| PE        | 25.83    | 30.64    | 27.05    | 22.07    | 17.13    |
| PB        | 3.71     | 3.53     | 3.13     | 2.79     | 2.45     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司专注物联网领域，聚焦条码识别和电子支付，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。

## 未来3-6个月重大事项提示：

## 交易数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间(元)   | 17.76-18.22   |
| 总市值(亿元)      | 186.79        |
| 流通市值(亿元)     | 180.5         |
| 总股本/流通A股(万股) | 105173/101633 |
| 流通B股/H股(万股)  | /             |
| 52周日均换手率     | 1.84          |

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：王健辉

010-66554035

wangjh\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

## 分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

## 研究助理：陈晓博

chenxb\_yjs@dxzq.net.cn

## 研究助理：魏宗

18811318902

weizong@dxzq.net.cn

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 三大集群协调配合，营业收入高速增长 .....       | 4  |
| 1.1 二十载专注物联网，实际控制人能力强 .....      | 4  |
| 1.2 营业状况稳中有进，剔除地产扭亏为盈 .....      | 5  |
| 1.3 三大集群结构明确，支付运营后来居上 .....      | 6  |
| 2. POS 厂商世界第二，收单业务前景可观 .....     | 7  |
| 2.1 非现支付市场巨大，行业监管略有冲击 .....      | 7  |
| 2.2 智能 POS 替代传统，市场凸显增长潜力 .....   | 8  |
| 2.3 产业布局高瞻远瞩，全股收购国通星驿 .....      | 9  |
| 2.4 “96 费改”规范行业，支付牌照举足轻重 .....   | 12 |
| 3. 全力建设商户服务平台，率先推出刷脸支付终端 .....   | 14 |
| 3.1 “星 POS”引领行业前沿，募投项目指日可待 ..... | 14 |
| 3.2 支付行业央行指路，刷脸产品备受瞩目 .....      | 17 |
| 3.3 数字商业赛道开启，“人脸会员”试点运营 .....    | 19 |
| 3.4 数字公民便利生活，强强联手合作迅雷 .....      | 20 |
| 4. 电子支付经验助力数字货币落地 .....          | 20 |
| 5. 盈利预测与公司估值 .....               | 22 |
| 6. 风险提示 .....                    | 23 |

## 表格目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1：主要控股参股公司 .....              | 5  |
| 表 2：国通星驿主要产品 .....              | 11 |
| 表 3：“96 费改”调整前后相关机构费率调整情况 ..... | 12 |
| 表 4：“星 POS”平台增值功能 .....         | 15 |
| 表 5：商户服务系统与网络建设项目收益模式 .....     | 17 |
| 表 6：FPOS F7 规格参数 .....          | 19 |
| 表 7：“All in One”解决方案亮点 .....    | 19 |

## 插图目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程 .....                     | 4 |
| 图 2：公司与实际控制人之间的控制关系 .....            | 4 |
| 图 3：2014-2018 年公司营业收入及增长情况 .....     | 5 |
| 图 4：2014-2018 年公司归属母公司净利润及增长情况 ..... | 5 |
| 图 5：2018 年公司按行业划分营业收入占比情况 .....      | 5 |
| 图 6：2018 年公司境内外营业收入占比情况 .....        | 5 |
| 图 7：公司主营业务及集群 .....                  | 6 |
| 图 8：2014-2018 年公司各项业务营业收入占比情况 .....  | 6 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 9：2014-2018 年公司各项业务毛利情况（亿元） .....   | 7  |
| 图 10：2014-2018 年公司各项业务毛利率情况 .....     | 7  |
| 图 11：2015-2019Q3 各年银行非现金业务笔数及金额 ..... | 7  |
| 图 12：2015-2020 各年中国第三方移动支付交易规模 .....  | 7  |
| 图 13：2015-2019Q3 银行卡累计发卡数量情况 .....    | 8  |
| 图 14：2015-2019Q3 联网 POS 机累计数量情况 ..... | 8  |
| 图 15：传统 POS 与智能 POS 的区别 .....         | 9  |
| 图 16：新大陆电子支付产业链发展规划图 .....            | 10 |
| 图 17：国通星驿发展历程 .....                   | 11 |
| 图 18：公司支付运营及增值业务增长情况 .....            | 13 |
| 图 19：公司支付服务业务总交易量 .....               | 14 |
| 图 20：公司收单业务快速增长原因 .....               | 14 |
| 图 21：公司商户服务平台业务合作情况 .....             | 16 |
| 图 22：商户服务平台建设规划图 .....                | 17 |
| 图 23：CPOS 系列 X3/X5 智能一体化收银终端 .....    | 18 |
| 图 24：数字公民三大创新 .....                   | 20 |
| 图 25：央行数字货币农行内测图 .....                | 21 |
| 图 26：使用数字货币进行离线支付的方法及系统 .....         | 22 |

## 1. 三大集群协调配合，营业收入高速增长

### 1.1 二十载专注物联网，实际控制人能力强

新大陆（股票代码：000997.SZ），成立于1994年，前身为福建新大陆电脑有限公司，于2018年更名为新大陆数字技术股份有限公司。公司专注物联网领域，有所为有所不为、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。

2000年8月公司在深圳证券交易所挂牌上市，2005年12月，成为全流通的A股上市公司。2015年6月，公司市值突破400亿。2015年8月，入选“2014中国主板上市公司价值百强”。新大陆数字技术股份有限公司已经形成了以产业、资本、技术、市场为纽带，具有战略管控能力和辐射效应的母公司管理层组织，并将通过产融互动的发展方式，加快各项业务发展，保障广大股东利益。

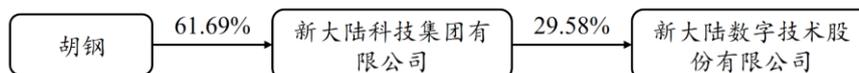
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

实际控制人经验丰富，众多子公司分工明确。截至2019年9月30日，公司前十大股东持股比例为42.28%，最大持股股东为新大陆科技集团有限公司，持股比例为29.58%。因胡钢持有最高股东新大陆科技集团有限公司62.69%股份，因此公司实际控制人为胡钢。胡钢曾获第三届全国科技实业家创业奖金奖，享受国务院特殊津贴，曾任福建省电子计算机研究所总工程师、福建实达电脑集团股份有限公司总裁，为公司董事。截至2018年12月31日，公司拥有福建新大陆支付技术有限公司、福建新大陆自动识别技术有限公司、福建国通星驿网络科技有限公司等31家子公司。

图 2：公司与实际控制人之间的控制关系



资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

**表 1: 主要控股参股公司**

| 公司名称           | 公司类型 | 主要业务                 | 注册资本      | 总资产 (元)          | 营业收入 (元)         | 净利润 (元)        |
|----------------|------|----------------------|-----------|------------------|------------------|----------------|
| 福建国通星驿网络科技有限公司 | 子公司  | 计算机网络技术研发、开发; 银行卡收单等 | 10,000 万元 | 3,408,943,320.54 | 2,818,189,488.10 | 301,605,390.80 |
| 福建新大陆支付技术有限公司  | 子公司  | 支付终端设备制造、技术开发及服务     | 17,000 万元 | 1,132,863,740.82 | 1,964,337,207.21 | 133,099,265.28 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.2 营业状况稳中有进, 剔除地产扭亏为盈

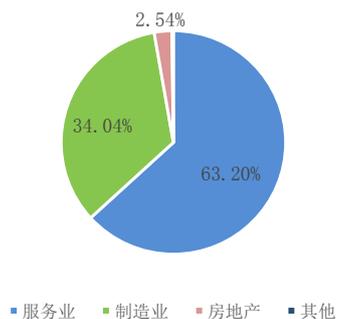
公司营业收入相对稳定, 保持较高增速的同时利润可观。在 2013-2018 年, 公司营业收入保持高速增长, 年均复合增长率 (CAGR) 达 27.72%, 根据 2019 年业绩快报, 2019 年, 公司实现营业总收入 61.82 亿元, 较上年同期增长 3.94%; 归属于上市公司股东的净利润为 6.91 亿元, 较上年同期增长 17.87%。若剔除报告期内股权激励成本摊销影响 (不考虑所得税), 则归属上市公司股东的净利润为 7.64 亿元, 同比增长 27.57%。2020 年一季度, 受疫情影响, 公司预计实现营收 12.45-13.13 亿元, 同比下降 0%-5%, 预计实现归母净利润 0.87-1.11 亿元, 同比下降 55%-65%。

**图 3: 2014-2019 年公司营业收入及增长情况**

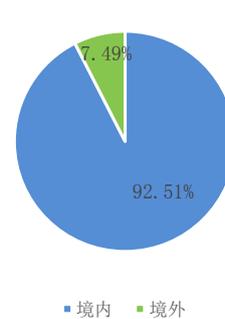

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 4: 2014-2019 年公司归属母公司净利润及增长情况**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 5: 2018 年公司按行业划分营业收入占比情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 6: 2018 年公司境内外营业收入占比情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

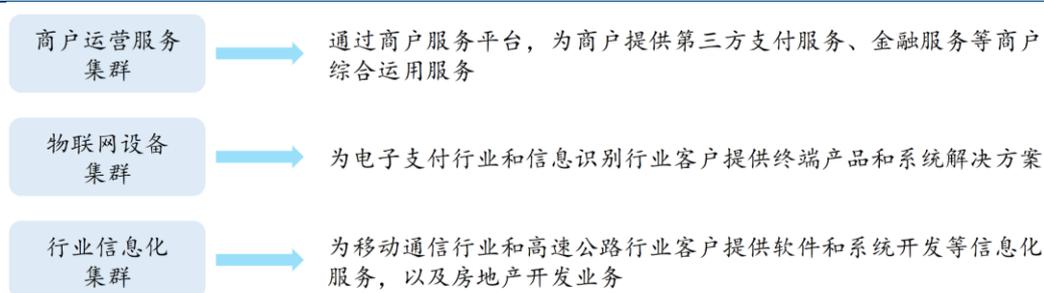
公司密切关注国家“一带一路”战略, 将已经通过了国际认证的多款产品与具备国际领先水平的支付技术向国际推广, 采用投资并购等方式来实现公司产品与业务的海外拓展计划, 进一步扩大公司的业务规

模。2018 年，公司境外营业收入为 4.46 亿元，同比增长 28.30%，占总营业收入比重为 7.49%，该比值在 2017 年为 7.06%。

### 1.3 三大集群结构明确，支付运营后来居上

过去几年，公司全面推进以商户物联网为核心的发展战略，目前为止，已形成了商户运营服务集群、物联网设备集群和行业信息化三大集群。公司的主营业务主要是通过商户服务平台，为商户提供第三方支付服务、金融服务等商户综合运用服务；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；为移动通信行业和高速公路行业客户提供软件和系统开发等信息化服务，以及房地产开发业务。

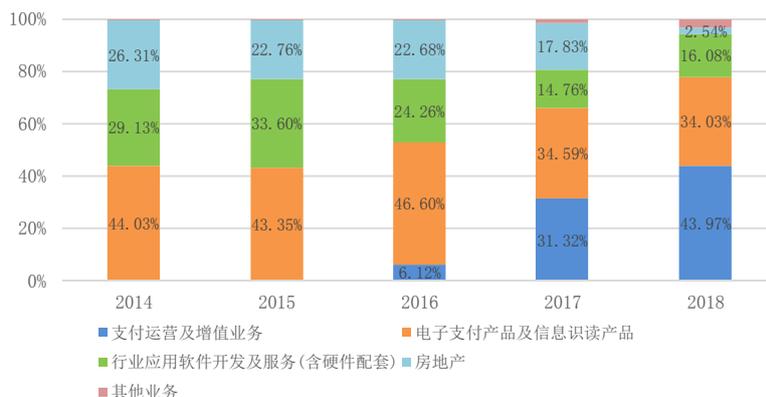
图 7：公司主营业务及集群



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2016 年起，支付运营及增值业务增长迅速，房地产业务逐渐萎缩。在 2015 年之前，公司营业收入主要由电子支付产品及信息识读产品、行业应用软件开发及服务及房地产三项业务构成，其中电子支付产品及信息识读产品营业收入占比最高，为 44.03%。但是从 2016 年公司收购国通星驿开始，支付运营及增值业务崛起，这也标志着公司的转型。到 2018 年，支付运营及增值业务占比超过电子支付产品及信息识读产品，达到 43.97%。同时，在公司全力转型期间，房地产项目为公司的战略转型升级提供了良好的现金流支撑，使公司顺利的完成了在商户物联网领域的布局。“新大陆壹号”项目销售结束后，公司不再从事房地产开发业务。2018 年房地产项目已经收尾，营业收入占比仅为 2.54%。

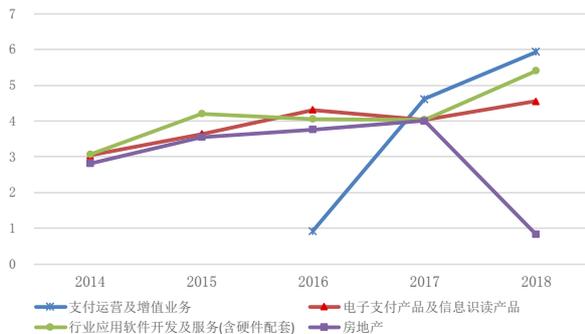
图 8：2014-2018 年公司各项业务营业收入占比情况



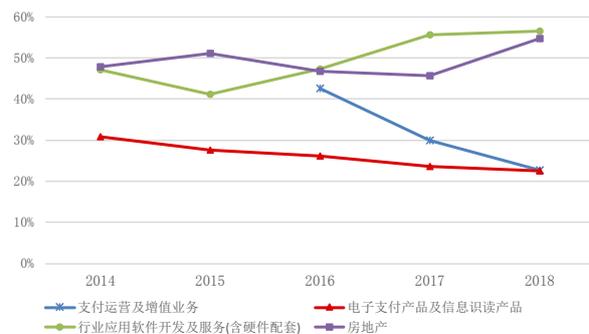
资料来源：Wind，东兴证券研究所

各项业务毛利相近，行业应用软件开发及服务毛利率超过 50%。在 2014-2016 年，公司电子支付产品及

信息识读产品、行业应用软件开发及服务以及房地产三项业务毛利十分接近, 2018 年, 由于公司战略定位及产业侧重点原因, 房地产业务毛利骤降。但是 2016 年由于公司开展支付运营及增值业务, 毛利迅速增加, 由于营业收入较高, 2017 年开始该项业务毛利为各项业务之首。但是该项业务毛利率水平在逐渐下降, 部分原因可能是行业竞争逐渐加剧。整体而言, 行业应用软件开发及服务业务毛利率水平较高且相对稳定, 2018 年毛利率为 54.83%。

**图 9: 2014-2018 年公司各项业务毛利情况 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 10: 2014-2018 年公司各项业务毛利率情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. POS 厂商世界第二, 收单业务前景可观

### 2.1 非现支付市场巨大, 行业监管略有冲击

随着人们生活方式的逐渐转变, 非现金支付业务的迅猛发展。据中央人民银行统计, 2018 年全年银行非现金业务金额达到 3,769 万亿元, 非现金业务笔数为 2,203 亿笔, 平均每人每年非现金支付 147 笔; 而 2019 年前三季度非现金业务笔数加总已经超过了 2018 年全年, 高达 2,352 亿笔。在经历了 2015-2017 第三方移动支付大规模增长后, 我国第三方移动支付交易规模增长逐渐趋于平稳, 据艾瑞咨询预测, 2020 年, 中国第三方移动支付交易规模将达到 331.40 万亿元, 增长率约为 25%。

**图 11: 2015-2019Q3 各年银行非现金业务笔数及金额**


资料来源: 中央人民银行, 东兴证券研究所

**图 12: 2015-2020 各年中国第三方移动支付交易规模**


资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

人均 5.89 张银行卡, 巨大需求助力 POS 机市场, 但行业监管趋于严格致使联网 POS 机数量下降。根据各年中央人民银行各年支付体系运行总体情况报告, 截至 2019Q3, 我国银行卡发卡数量为 82.17 亿张,

全国人均持有银行卡 5.89 张。以银行卡为代表的非现金业务的快速增长为非现金支付设备带来了发展机遇。联网 POS 机数量在 2015-2018 年迅速增加, CAGR 为 14.38%。但是截至 2019Q3, 联网 POS 机累计数量下滑, 出现负增长情况。主要原因为监管政策的整顿, 为了解决线下 POS 和线上钱包类应用成为信用卡非法套现的重灾区的现象, 相关监管政策已经出台, 对行业的冲击也是显而易见的。

图 13: 2015-2019Q3 银行卡累计发卡数量情况



资料来源: 中央人民银行, 东兴证券研究所

图 14: 2015-2019Q3 联网 POS 机累计数量情况



资料来源: 中央人民银行, 东兴证券研究所

## 2.2 智能 POS 替代传统, 市场凸显增长潜力

在国内 POS 机市场上, 目前一、二线城市传统 POS 机铺设较集中, 市场相对趋于饱和, 主要有更换新设备的需求; 但三、四线城市的传统 POS 机渗透率仍存在一定的上升空间。同时, 智能 POS 替代传统 POS 趋势逐渐显现, 或将给市场带来新的增长点。

传统 POS 是一种独立的设备, 可以增加外接部件, 但是无法与其他设备相关联。由于机具更新较麻烦, 商户体验性不高。智能 POS, 是指在传统 POS 的基础上增加了智能平台和 3G 通讯, 支持多种支付方式, 具有多种功能的 POS 机。它是一个基于移动互联网云服务的专业智能商业管理终端, 从支付环节出发, 帮助商家通过消费数据收集去了解消费者, 并实现再营销的工具平台。开放的智能 POS 只要联网即可进行系统更新, 附加的其他服务满足商户的大部分需求, 如客单的精细化管理、客户的精准营销等, 协助商户给消费者提供更加优质的服务。

智能 POS 采用基于安卓的智能 POS 定制操作系统, 支持第三方应用软件快速开发及加载, 可提供银行卡刷卡、扫码支付和 NFC 等多种支付方式。在数据对接上, 智能 POS 可以便捷地与收银系统、ERP 管理系统、会员系统等连接, 帮助商户建立数据通信。同时, 智能 POS 系统可以加载各类商户的应用 APP, 包括会员管理、异业营销、收银系统对接、消费信贷、持卡人权益等, 为商户提供一站式经营与金融服务。

公司持续加大智能 POS 的产品研发和市场推广的投入, 以 POS 高端制造与互联网服务深度融合为产业升级的突破口, 加快整合业务能力, 提高板块协同性, 扩大 POS 终端服务商户规模, 深度挖掘商户价值, 沉淀数据资源, 为商户提供从终端到服务的“互联网+”整体解决方案。

**图 15：传统 POS 与智能 POS 的区别**

|  | 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，东兴证券研究所

公司目前已成为亚太第一、全球第二大 POS 设备供应商，行业影响力稳定提升。公司陆续推出 FPOS 系列 F7 人脸识别受理终端、CPOS 系列 X3/X5 智能一体化收银终端、VB72/VB73 云音箱等多款新品，为各类线下支付场景提供更全面、贴身的解决方案。2019 年 2 月，公司智能 MINI 收银机 N850 荣获德国汉诺威工业设计论坛颁发的“IF”设计大奖。公司 2019 年上半年智能 POS、标准 POS、新型扫码 POS 等产品合计销量超过 500 万台。同时，公司在银行和互联网市场中取得良好进展，先后入围中国银行、民生银行、华夏银行、兴业银行以及城商行农信社等多家银行类客户的设备供应商名单，在智能一体化收银终端方面与京东、苏宁等互联网企业展开深度合作，同时积极拓展了中石油、中石化、烟草、电信等非金融行业客户。在国际市场上，公司进一步深耕海外市场，设立巴西子公司，完成 Visa PIN 认证与首批订单生产出货，实现海外产品本地化改造与批量供货。2019H1 公司海外出货量超 32 万台，实现销售数量翻番，销售收入同比增长超 150%。

### 2.3 产业布局高瞻远瞩，全股收购国通星驿

电子支付业务是公司目前的主要业务之一，也是公司未来重点发展的战略方向之一。2014 年起，公司开始积极完善电子支付产业布局，先后收购了北京亚太 75% 股权、智联天地 80% 股权、新大陆支付 30% 股权和国通星驿 100% 权益，形成了集支付终端销售、银行卡收单及商户运营维护服务于一体的电子支付完整产业链布局。与此同时，公司先后增资了翼码科技，参股了兴业数金，落实“互联网+”行动计划的步伐明显加快。

图 16: 新大陆电子支付产业链发展规划图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司参股控股多家支付领域公司, 丰富产品, 健全产业结构, 弥补自身不足。公司新收购的国通星驿主营业务为向商户提供银行卡收单和其他增值业务。经过多年的发展, 国通星驿积累了大量客户资源, 具有丰富的银行卡收单及增值服务经验, 沉淀了海量高频的支付数据, 具有较强的行业竞争力和盈利能力。公司子公司北京亚大主营业务是为金融企业及第三方支付机构提供维护及运营服务, 具有丰富的电子支付业务维护及运营服务经验。公司参股公司翼码科技是中国领先的 O2O 营销服务提供商, 主要从事二维码 O2O 营销业务场景的研究与推广, 以及为开展 O2O 营销业务的企业客户提供支撑与运营服务, 具有丰富的商户增值服务平台开发与运营经验。

公司全股收购国通星驿, 布局银行卡收单行业。福建国通星驿网络科技有限公司成立于 2010 年 6 月, 是一家专门提供银行卡收单综合支付服务的第三方支付机构。公司于 2016 年直接收购国通星驿 60% 的股权, 又因国通世纪公司持有国通星驿 40% 的股份, 公司将其 100% 的股权收购, 从而直接及间接拥有国通星驿公司 100% 的股权。

**图 17：国通星驿发展历程**


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

国通星驿突破传统金融服务单一化的局限，以「星驿付」为主品牌，通付、通刷、通码、星驿付+等为子品牌，形成全方位的金融服务品牌矩阵，推出针对个人、商户和企业的专业化解决方案，持续保持行业领先地位。国通星驿以健全的金融服务、完善的品牌体系和多样化的行业解决方案，成为中国支付行业的新锐力量。

**表 2：国通星驿主要产品**

| 产品名称     | 产品介绍  | 主要特点   |
|----------|---|--|
| 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，并以安全、稳定的到账方式赢得众多商户的青睐。   | 功能健全：支持收单刷卡所有功能，包括消费、退货预授权等<br>快速稳定：依托强大的交易平台，交易处理快速稳定<br>到账稳定：定时清结算，资金安全，到账稳定<br>查询便捷：专设微信服务平台，及时推送账单信息，随时查询交易明细<br>高效办理：专业团队高效服务，及时审核下机<br>服务贴心：多平台多渠道客户服务，定时回访，随时解决机具使用问题 |
| 星驿付 +POS | 为商户提供多种收款功能，还能为用户提供赚取佣金（便民缴费）、投资理财（金融服务）等全方位服务，提升商户业务的整体收益。星驿付 +POS 的主要理念就是融合，可根据不同行业的个性化需求叠加专属功能，也可以与合作方的现有业务结合，成为一站式一体化的经营管理工具。 | 多种支付：刷卡、插卡、挥卡、无卡，多种支付方式一台设备轻松搞定。<br>业务丰富：能收款缴费，能充值分润，能金融理财，一机在手，万事不愁。<br>应用扩展：开放式高效平台，按需扩展应用，全面覆盖各类行业。<br>助农业务：特色助农业务，面向农村金融，助益农村发展。   |
| 通付 MPOS  | 一款专门为小微商户解决资金收付需求的终端。拥有成熟的支付应用场景可供不同的客户选择，同时支持多种终端形态，可通过蓝牙及音频连接技术配合相关客户端，实现与主流智能手机/平板/收银系统通讯，为使用者提供收款、转账、信用卡还款、手机充值等金融服务和增值服务。    | 小巧轻便、随时收款：体积只有银行卡大小，专为小微商户收款而设计<br>资金安全、稳定到账：清结算系统强大，保障商户资金安全稳定到账<br>操作简单、费率优惠：申请审核快，操作界面简易直观，不学就会用<br>自由设置、全面支持：支持所有带银联标识的卡   |

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

## 2.4 “96 费改”规范行业，支付牌照举足轻重

“96 费改”净化收单行业环境，有牌照的公司竞争力加强，行业结构得以调整。2016 年，国家发展改革委员会同人民银行、银监会、商务部发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》（简称“96 费改”）。该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，这有助于降低总体费用水平，扩大银行卡及第三方支付的适用范围，从而促进我国收单行业的规模增长。同时，支付行业不断规范化，无牌照代理商逐渐退出，持牌机构获得了较好的发展环境，随着格局逐渐稳定，行业秩序也正在得到建立。

表 3：“96 费改”调整前后相关机构费率调整情况

|     | 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 | 0.7%                     |                    | 政府根据商户行业进行管控       |
|     | 清算机构 | 0.1%                     |                    |                    |
|     | 收单机构 | 0.2%                     |                    |                    |
| 调整后 | 发卡机构 | 不高于 0.35%，<br>封顶不高于 13 元 | 不高于 0.45%，<br>上不封顶 | 各行业收单费率将趋于一致，由市场定价 |
|     | 清算机构 | 0.0325%                  |                    |                    |
|     | 收单机构 | 与商户自主协商                  |                    |                    |

资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

具有全国范围银行卡收单资质的机构建有 31 家，国通星驿 2017 年成功续牌。自 2011 年 5 月 3 日中央人民银行发放首批 27 家第三方支付牌照起，经过近年的整顿、注销，截至 2019 年 6 月 30 日，市场存量有效支付牌照 237 张。其中拥有全国范围内收单资质的机构逐渐减少，目前仅有 31 家，区域性范围收单资质的机构为 30 家。而国通星驿公司拥有全国范围收单资质，也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。公司在 2017 年成功续牌，目前牌照有效期至 2022 年 6 月 26 日。

自 2016 年收购国通星驿后，公司开始全面转型，支付运营及增值业务迅速扩张。在不到三年的时间里，公司支付运营及增值业务迅猛崛起。2016-2018 年，该业务 CAGR 高达 247.14%，2018 年，公司该项业务已经超过传统电子支付产品及信息识读产品业务，营业收入为 26.15 亿元，占总比为 43.97%，成为公司第一大业务。

图 18：公司支付运营及增值业务增长情况



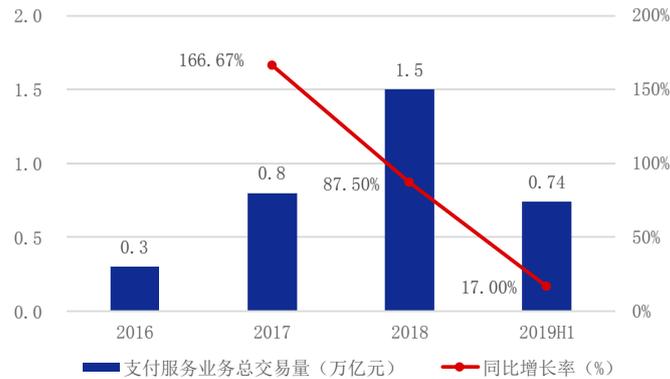
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司高度重视规范化经营，持续强化自身在系统技术、资金清算、交易安全等环节的系统管理能力，公司新增近百条风控规则，持续优化风控系统，有效识别高风险商户，进一步优化商户等级额度。同时公司持续加强交易系统处理能力，截至 2019 年 6 月 30 日，核心交易系统日交易处理峰值能力较 2018 年增长 220%。

公司业务保持良性发展，支付服务业务交易量进入稳定增长阶段，扫码支付占比扩大。随着公司对商户服务维度与黏性的不断提升，支付服务业务进入良性的发展状态，公司在零售、餐饮、娱乐、交通、物流等垂直领域继续深化布局，目前存量服务商户数量超过 850 万户，6 月日均交易笔数超过 400 万笔，7 月单日交易流水峰值突破 50 亿元。2019H1 公司支付服务业务总交易量超 7400 亿元，同比增长约 17%，其中扫码支付贡献了较大增量，交易量同比增长 323.62%，截至 2019 年 6 月，在公司单月发生的交易次数中，扫码支付的占比已超过 78%。

作为支付运营服务提供商，公司与支付宝和微信属于产业链上下游关系。双方共同为商户提供扫码支付服务，并为消费者打造一个良好的消费和支付体验。具体从产业链的角度来看，类比银行卡支付，银联作为清算机构，新大陆是在银联体系中为商户落地支付场景进行服务；而在扫码支付中，微信支付宝充当清算机构的角色，而新大陆为线下扫码支付服务的落地提供支付服务。

图 19：公司支付服务业务总交易量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

行业因素及个体因素共同发挥作用，加之收购国通星驿助力，公司支付运营业务快速增长。从行业角度，在“96 费改”后，公司受益于支付行业的不断规范，使得持牌机构获得了较好的发展环境，随着格局逐渐稳定，行业秩序也逐步得到建立。从个体角度，公司在商户服务领域拥有较为完善的产业生态，于支付设备、支付服务、ERP 等经营服务、数据运营、金融服务等各个环节都具备很强的业务能力，能够为商户提供体验良好的一站式经营支撑服务，两方面因素共同支撑公司支付运营业务交易规模快速增长。

图 20：公司收单业务快速增长原因



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 全力建设商户服务平台，率先推出刷脸支付终端

#### 3.1 “星 POS” 引领行业前沿，募投项目指日可待

“星 POS” 商户服务平台提供经营一站式服务，可以满足商户多维度需求。2017 年 3 月公司线下商户服务平台“星 POS”正式上线，“星 POS” 商户服务平台是以智能 POS 和聚合支付为入口，以商户物联网为载体，在覆盖全支付场景的基础功能上，联合各类商户服务合作伙伴，充分挖掘不断沉淀的海量数据，为商户提供全方位、强实用性、高性价比的经营一站式服务。目前，平台已拥有包括智能 POS 终端管理、应用商店、流量管理、收单管理系统等核心系统以及聚合外卖等增值服务应用，未来公司将继续深度挖掘商户需求、不断完善“星 POS” 平台的商户服务生态。

公司旨在打造行业领先的线下商户一站式服务中台。公司通过“星 POS”商户服务平台,以支付为基础,依托公司的智能收款设备,为商户提供支付、营销和金融等服务,通过大数据分析,帮助商户尤其是中小微商户提升经营效率、降低运营与融资成本。公司业务推广采用直营与联营两种模式,联营伙伴有渠道代理商、商户软件服务商、聚合支付服务商等。

表 4: “星 POS”平台增值功能

| 平台功能  | 功能介绍及特点  |
|---|--|
|    | <p><b>订单来了: 聚合外卖系统</b></p> <p>与美团、饿了么、百度等外卖平台的无缝对接,集自动化接单、打印单据、商品一键同步、数据分析、商户对账等众多功能于一身。解决商户多平台的使用烦恼,为商户带来简单方便的体验,满足外卖商户的所有常用需求。</p>   |
|   | <p><b>全支付收款方式: 安全便捷</b></p> <p>提供微信、支付宝、银联支付、云闪付、蚂蚁花呗、现金等全支付收款方式,无论商户是从线上、线下或是由外卖平台进行的所有交易,均可保证交易流程的安全便捷,有效帮助商户规避例如最近出现的扫码转账加二维码等诈骗陷阱。</p>   |
|  | <p><b>电子发票系统</b></p> <p>电子发票业务是新大陆星 POS 平台,为满足平台商户通过互联网开具增税普通发票的需求推出的开票业务。旨在降低商户经营成本、简化开票流程、提供服务质量、简化对账流程。消费者仅需扫一扫二维码,即可在 60 秒内完成开票流程,开票变得简单高效</p>   |
|  | <p><b>商户信用贷款系统</b></p> <p>分为“商户成长贷”及“商户大额贷”两种</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 商户成长贷是面向星 POS 商户 (包含商户老板与员工) 的免面签成长型贷款服务,贷款额度会随着商户流水的增加而不断的增加。</li> <li>2. 商户大额贷是根据商户大额贷是为商户老板定制的高额度需面签的贷款服务,放款额度在 2 万到 30 万之间。</li> </ol> <p>可以解决担保、抵质押物以及融资、贷款困难的问题。此外,星 POS 还具有快速审核、快速放款,还款方式灵活等特点。</p> |
|  | <p><b>朋友圈广告系统</b></p> <p>可以帮助“商户/企业”实现微信朋友圈广告投放,广告本身依托于微信公众号体系,帮助“商户/企业”选择适合自身的客群 (性别、年龄、爱好、所处位置等) 进行精准的朋友圈内广告展示投放、投放形式包括但不限于: 图片、文字、视频、推广页等。</p>  |

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2018 年公司继续加大投入，进一步加强商户一站式服务平台“星 POS”的建设与推广工作。公司以中台为定位，以智能 POS、新型扫码 POS 等多种终端为载体，在底层连接支付、ERP、营销、金融等各类商户服务，打通数据孤岛，为中小微商户提供一站式经营支撑服务。同时，平台积极尝试各类增值服务与创新业务，陆续推出支付与广告模式相结合的超级码业务、支付与微信粉丝相结合的粉丝经营模式、数据与金融相结合的“随星贷”产品等，增值业务收入实现较好增长。业务方面，公司积极打造良性的合作生态，以赋能者的角色与 ERP、ISV、营销等各类商户 SaaS 服务商展开深度合作，截至 2018 年末，公司 PaaS 平台服务商户数量超过 50 万家，与超过 260 家的 SaaS 合作伙伴、280 家 ISV 合作伙伴以及 660 家渠道合作伙伴展开了深度的业务合作，较 2017 年末分别增加约 190 家、200 家和 490 家。

图 21：公司商户服务平台业务合作情况

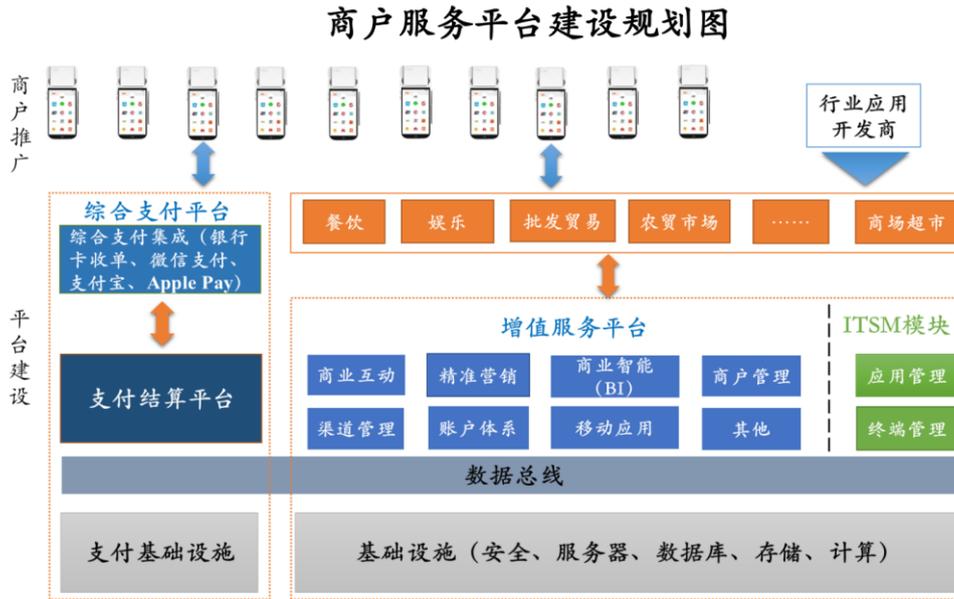


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

非公开募集资金超 95% 用于商户服务系统与网络建设项目，实施项目带动公司产业转型升级。2017 年，公司非公开募集资金 15.6 亿元，其中承诺投资超过 15.3 亿元用于建设商户服务系统与网络建设项目。该项目将铺设 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。该项目投资内容包括 POS 终端投入、商户服务平台建设和渠道网络建设。而建成该项目对于公司产业转型升级具有很强的推动作用。该项目实施的必要性主要包括以下三点：

- 提供“互联网+”整体解决方案是公司产业升级的核心
- 商户服务蕴藏巨大商业价值，发展前景广阔
- 互联网 POS 具有智能终端属性，是切入商户

图 22: 商户服务平台建设规划图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

募投项目各业务收益模式明确，目前产生收益符合预期。截至 2019 年 6 月 30 日，该项目累计投入募集资金 35,417.29 万元，已完成预计 23.09% 的投资进度。同时在 2018 年全年产生 5,071.94 万元收益，在 2019 上半年产生 3,731.37 万元收益。该项目计算期为 8 年，计算期年均营业收入为 66,397.18 万元，税后投资回收期为 4.81 年（含建设期 3 年），税后内部收益率为 18.91%。

表 5: 商户服务系统与网络建设项目收益模式

| 项目         | 收益模式   |
|------------|--|
| POS 终端租赁收入 | 在采取租赁推广模式下，公司可分期取得 POS 终端租赁收入。                   |
| 综合支付服务收入   | 提供综合支付服务，从国通星驿或其他支付机构取得分润收入。                     |
| 增值服务收入     | 为商户提供增值服务可选套餐，取得：（1）年费、月费；（2）专项服务费；（3）第三方客户引流分润。 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 支付行业央行指路，刷脸产品备受瞩目

央行明确规划支付行业未来应加大科技赋能支付服务力度，探索安全与便捷的刷脸支付产品。中央人民银行在《金融科技（FinTech）发展规划（2019—2021 年）》中指明：“加大科技赋能支付服务力度”，“探索人脸识别线下支付安全应用，借助密码识别、隐私计算、数据标签、模式识别等技术，利用专用口令、‘无感’活体检测等实现交易验证，突破 1:N 人脸辨识支付应用性能瓶颈，由持牌金融机构构建以人脸特征为路由标识的转接清算模式，实现支付工具安全与便捷的统一”。其中明确提出探索人脸识别支付功能，为刷脸支付提供了有力的政策支持。

公司的人脸识别技术始终走在行业前沿，不断推出具有人脸识别功能的终端，深受市场好评。2018 年，公司在美国及欧洲的展会上，新大陆支付技术两款基于“互联网”理念的全新智能一体化收银终端 CPOS X5、CPOS X3 亮相世界舞台，这两款兼具商业管理，结算收银，多元化支付等功能于一体的产品一经亮

相，并受到了诸多的关注。设备均采用安卓 7.1 安全定制系统，搭载高通八核处理器，全面提升设备性能；主副屏均带 500 万像素摄像头，还可支持人脸识别；支持全支付模块，能够支持目前市场流行的所有支付方式；内置国密芯片，全方位保障支付安全。为满足不同客户的需求，两款设备最主要的区别在于打印机的配置上，CPOS X3 不带打印设备（但可选外设打印机），而 CPOS X5 内置高速热敏打印机，集成 80\*80mm 大纸卷，带自动切纸功能，打造流畅的打印体验。

新大陆支付技术智能一体化收银终端 CPOS X3、X5 致力于打造终端、操作系统、应用和服务一体化的生态系统。产品适配市场主流配件，可拓展丰富的外设，如钱箱、扫码枪、打印机等。通过线上线下的互动环节与会员管理系统及多元化的支付方式，将线上线下的客户资源整合，实现全方位的营销模式，在把握零售、餐饮等行业发展趋势的同时，更贴近客户的个性化需求，把自身领先的移动收银技术与金融 POS 有机结合起来，丰富支付方式，全面优化购物体验，为零售、餐饮注入新的活力，打造一个全新的商业盈利平台。

图 23：CPOS 系列 X3/X5 智能一体化收银终端



资料来源：新大陆支付技术官方公众平台，东兴证券研究所

**CPOS X5 助力云闪付 APP 人脸识别支付业务落地，成为福建省首款支持云闪付 APP 开放式人脸识别支付业务落地的支付终端。**由交通银行福建省分行联合中国银联福建分公司携手推出的福建省首笔云闪付 APP 开放式人脸支付业务在福州成功上线，新大陆支付技术为项目提供专业的设备及相关支撑。公司智能一体式收银终端 CPOS X5 凭借优越的性能及良好的用户体验效果，被选定为该项目的指定设备，与中国银联福建分公司及交通银行福建省分行一起，共同助力人脸识别支付业务的顺利开展。

**FPOS F7，首款采用人脸识别线下支付安全技术进行设计的“刷脸 POS”成功研发，满足银行卡受理终端安全规范。**新大陆支付技术公司于 2019 上半年重磅推出“刷脸 POS”——人脸识别受理终端 FPOS F7。这标志着新大陆支付技术公司率先拥有了全面进入人脸识别支付领域的绿色通行证，掌握了行业话语权，重新定义支付生活，进一步便捷支付方式，为实现支付多元化提供更多可能。

同时，**FPOS F7 能够为银联、阿里、腾讯的人脸支付终端方案提供强有力的支撑。**产品多重组合拳，全面保障支付安全：不仅配置基于 3D 结构光摄像头的人脸数据采集模块，结合活体检测功能，可以抵抗各种二维、三维的伪造攻击；还具备软硬件安全防护机制，可以防止被加装非法电路或被改造。FPOS F7 采用安卓智能支付系统，配备 7 寸彩触屏，内置符合安全规范的密码键盘，可作为人脸识别线下支付的独立设备；也可作为商户原有收银设备的升级伴侣，成为支持新兴支付方式的利器。

表 6：FPOS F7 规格参数

| 项目          | 规格                                 | 项目   | 规格                                 |
|-------------|------------------------------------|------|------------------------------------|
| 操作系统        | Android                            | 处理器  | ARM 多核 CPU+安全协处理器                  |
| 显示屏         | 7 寸彩触屏                             | 人脸识别 | 3D 结构光人脸数据采集模块                     |
| 密码键盘        | 内置虚拟密码键盘（触屏）                       | 条码支付 | 可选（3D 摄像头）                         |
| SAM 和 SIM 卡 | SIM 卡：可选 1 个                       | 音频   | 3W 喇叭                              |
| 通讯          | 可选以太网，可选 4G                        | WIFI | IEEE 802.22B/G/N                   |
| 物理接口        | USB 口、RJ11 串口、<br>RJ45 网口（可选）、DC 座 | 安全   | 符合中国银联“人脸识别线下支付安全应用规范”、银行卡受理终端安全规范 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3 数字商业赛道开启，“人脸会员”试点运营

公司“**All in One**”解决方案帮助中小商户实现一站式经营，开启数字商业模式。公司持续完善商户一站式服务平台“星 POS”的建设工作的同时，在新大陆战略发布会上，新大陆国通星驿公司正式对外发布的“**All in One**”（简称“**AIO**”）商户解决方案，以智能通用型收银终端 CPOS、智能 POS、新型扫码 POS 等多种终端为载体，在底层连接支付、ERP、营销、金融等各类商户服务，建立数据中台，进行数据采集、统计与分析，实现系统性埋点、后台数据统计与分析以及用户行为分析等能力，为商户、特别是广大中小商户提供一站式经营支撑服务，助力其数字化转型，实现智慧经营。同时报告期内，公司积极运用自身场景能力和在数据处理上的优势，联合行业合作伙伴，为商户打造“进店即会员”等基于图像识别与人工智能的智慧营销支撑系统。截至 2019 年 6 月，公司签约 AIO 合作机构 21 家，遍布全国 13 座城市。

“**All in One**”针对商户及商户服务商痛点，通过数字化商业的模式，解决其痛点问题。当前，商户（小 B 端）的痛点聚焦于增加收入、降低成本、提升效率和金融支撑四方面；商户服务商（大 B 端）的痛点则是触达成本高、规模扩张难和数字化能力偏弱。以此为背景，“**All in One**”通过数字化战略的实施，在新大陆集团全产业链的支持下，打造数字化联盟，重组生产要素、重构生产关系、释放生产力。针对商户和商户服务商不同的痛点，“**All in One**”将以扩大入口、数字化中台、出口变现为切入点，提出解决之道。商户数字化亮点包括：一站式数字化收银解决方案、数字金融科技系统、数字化营销系统、商户决策数字化等等；服务商数字化亮点则在于数字化中台、会员中台、数据中台。目前，“**All in One**”已有广东益农、澳门中行、科脉等多个成功的应用案例。

表 7：“All in One”解决方案亮点

| 对象           | 痛点                  | 解决方案亮点                                       | 解决方案特征          |
|--------------|---------------------|--|-----------------|
| 商户（小 B 端）    | 增加收入、降低成本、提升效率和金融支撑 | 商户数字化：一站式数字化收银解决方案、数字金融科技系统、数字化营销系统、商户决策数字化等 | 扩大入口、数字化中台、出口变现 |
| 商户服务商（大 B 端） | 触达成本高、规模扩张难和数字化能力偏弱 | 服务商数字化：数字化中台、会员中台、数据中台                       |                 |

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

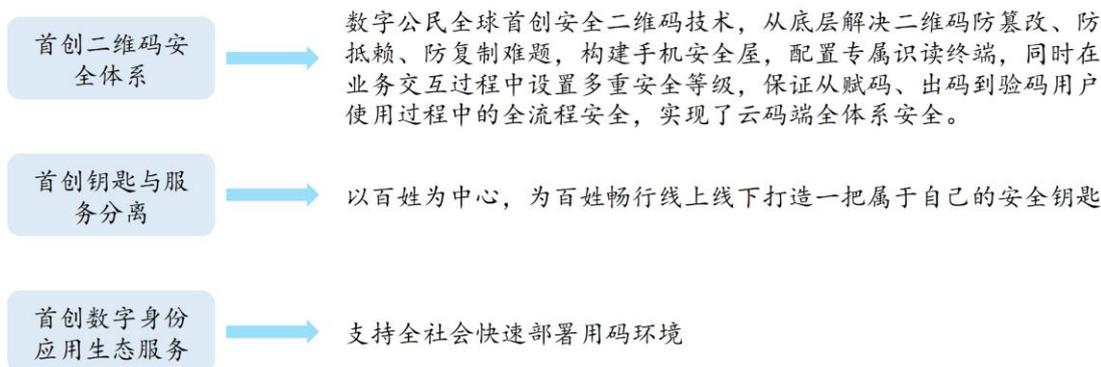
“陆客”平台集结数字化服务，“人脸会员”功能已进行试点运营。新大陆“陆客”平台集合“见面即会员，进门即会员”、经营分析、远程运营、一键补货等数字化服务，是新大陆 All in One 发展路径的重要成果，旨在打破各维度边界，深度挖掘自有资源，融合支付技术公司、科脉软件、国通星驿全国性支付牌照及星 POS 商户运营体系，为服务商和商户打造一站式的标准化服务。目前，“陆客”平台“人脸会员”功能已开始在上海试点运营，不日将正式上线。“人脸会员”功能可以无感化自动识别会员，并判断出会员年龄、消费偏好、平均客单价、消费时段等一系列信息，实现老用户关怀、新用户营销。

### 3.4 数字公民便利生活，强强联手合作迅雷

全球首颗数字公民安全解码芯片诞生，安全解码芯片奠定技术基础。2018年4月，新大陆科技集团在首届数字中国建设峰会上发布“全球首颗数字公民安全解码芯片”，此次推出的数字公民安全码及全球首颗数字公民安全解码芯片，是新大陆在通用二维码上创新“复合赋码”技术研发的防篡改、防伪造、防抵赖的安全二维码；数字公民安全解码芯片是从底层奠定二维码安全基石，与数字公民安全码共成一套安全体系。由新大陆数字公民安全二维码解码芯片提供核心技术的社保卡，线上线下面全面打通。

数字公民渗透居民生活细节，目前已经在部分地区投入使用，实现便利化。数字公民创新基于安全二维码的可信数字身份应用能力，以公民身份证号为根，以安全二维码为交互介质，打造出一套以百姓为中心、安全可信、可管可控的“为人赋码”能力体系，构建网络与实人之间的可信连接纽带。数字公民致力于成为“公民通行线上线下的便捷工具；公民管理数据资产的安全钥匙；公民实人进入数字世界的桥梁”。现在，福州市鼓楼区居民下载数字公民 app，凭身份码即可一键实名登入鼓楼各大政务平台、无证照通行景区、图书馆，在政务窗口办事、到药店买药，享受美好的数字生活。

图 24：数字公民三大创新



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

新大陆与区块链行业领军企业迅雷集团在 2018 年 9 月达成战略合作。结合新大陆“行业芯片设计技术、物联网二维码核心技术”与迅雷集团“迅雷链、星域云”的优势资源，共同推进“数字公民”重要工程的落地。迅雷是全球领先的云计算与区块链技术服务公司，旗下网心科技打造的超级区块链平台迅雷链，具备全球领先的百万 TPS 高并发、秒级确认的领先性能，大幅提升了区块链技术的性能水准。

## 4. 电子支付经验助力数字货币落地

央行从 2014 年开始研究法定数字货币，2019 年底央行数字货币 DCEP (Digital Currency Electronic Payment) 开始在深圳试点，标志着我国数字货币即将进入生活应用场景。2020 年 1 月，央行宣布已经

基本完成法定数字货币顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作。DCEP 的采用将实现 M0 电子化或者数字化，实现离线、匿名支付服务，对央行来说，现钞和硬币的发行、印制、回笼和贮藏等环节成本较高，且携带不便、易被伪造、匿名不可控，存在被用于洗钱等违法犯罪活动的风险，有必要实现数字化。因此 DCEP 的推广将实现支付方式质的飞跃，引领新一代变革。

数字货币和现行的电子货币最大的不同在于其具有可追溯功能、加密和可穿透式监管等。这些特点能提高商业银行对于机构或个人金融行为的合法性辨识和风险管控效率，在穿透式、加密和可溯源特性的加持下，金融诈骗、专款挪用、资金盗用等违法行为，将难以规避监管的追踪。

**图 25：央行数字货币农行内测图**



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

由于 DCEP 采用“央行-商业银行”的双层运营体系，因此商业银行之外的机构无法参与，但是 DCEP 可以不依赖于银行账户而实现转账、支付等功能，因此有支付经验和牌照的服务商可以加入 DCEP 产业链，成为运营商，收取服务手续费，这对于新大陆来说是一个绝佳的拓宽产品线的机会。

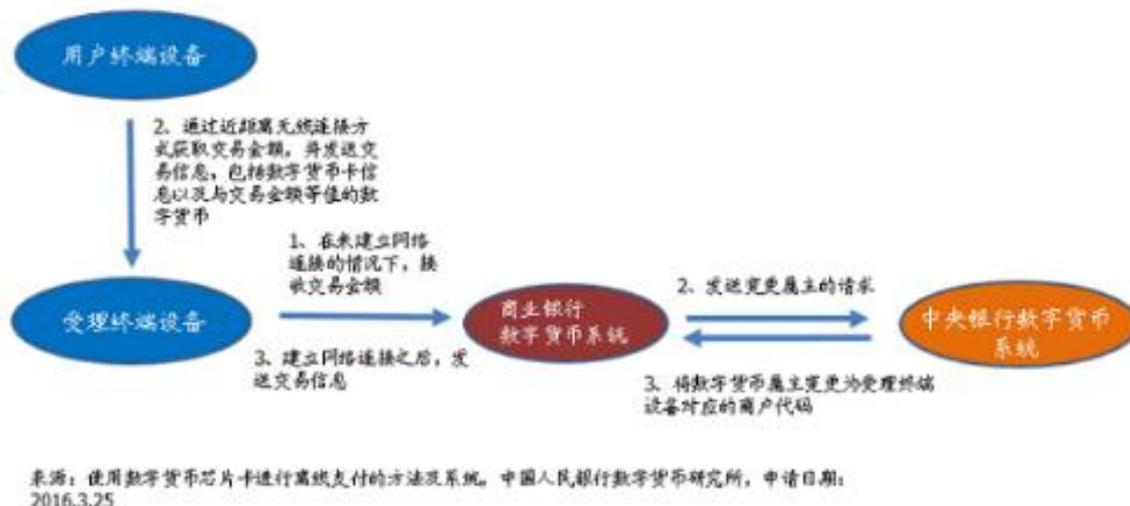
新大陆支付技术公司深耕金融支付市场二十余年，是国内领先的电子支付领域产品研发、销售以及支付整体解决方案的综合提供商，拥有电子支付市场第一集团军地位。其金融终端产品及行业解决方案广泛应用于银联商务、各大银行等收单机构，与第三方支付公司建立良好合作关系；并且**移动智能收单领域市场份额稳居第一**；提供个性化互联网金融产品及 SaaS 服务等。

**国通星驿公司是拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构**，具有丰富的支付及增值服务经验。国通星驿的主营业务是向商户提供扫码支付、银行卡支付、NFC 支付等综合支付服务。公司围绕“星驿付”、“星通宝”、“星支付”、“星伙伴”、“邮政便民服务站”等子品牌，推出针对各类商户和企业的专业化解决方案。

公司的电子支付设备将受益于未来 POS 机改造带来的巨大需求。

DCEP 带来的 M0 电子化、数字化将使支付系统设备引来巨大转变，引起新一轮需求。一方面是前端机具，目前使用的 POS 机读取能力集中在磁条、芯片和二维码，能够进行移动支付最新方式。而 DCEP 要求双离线支付，因此这些前端机具必要有重大改变；并且双离线支付方面，NFC 技术显著优于二维码，因此此支付设备的读取方式也将迎来重大变革。另一方面是支付体系规模，DCEP 作为 M0 的替代，必然是其他移动支付方式无可比拟的，2020 年 2 月我国 M0 已经有 8.82 万亿元，规模庞大。其在交易过程中若类似于普通的移动支付产生手续费，则将冲击到移动支付行业费率，若不产生手续费，则第三方移动支付将受到巨大冲击，可能一蹶不振。

图 26：使用数字货币进行离线支付的方法及系统



资料来源：中国人民银行数字货币研究所专利，公开资料整理，东兴证券研究所

在 POS 机方面，在新大陆支付公司与北京亚大公司主要从事金融 POS 终端设备的设计、研发、销售和运维服务，为商业银行与第三方支付等支付服务机构提供电子支付技术综合解决方案。电子支付终端产品包括智能通用型收银 CPOS 设备、智能 POS 设备、标准 POS 设备、MPOS 设备、新型扫码 POS 设备等，应用场景覆盖餐饮、商超、物流等各类行业，并且销售覆盖国内外市场。

在信息识别设备业务方面，新大陆识别公司、江苏智联公司、思必拓公司从事条码识别设备的设计、研发和销售，公司拥有自主研发的二维码（条码）解码芯片，同时在智能终端设计研发环节，公司拥有自主的主板设计能力，产品类别包括数据识读引擎、扫码枪、PDA、固定式扫描器及专业智能平板等，适用于移动支付、物流快递、智能制造、电子检票、零售商超、医疗健康、特种作业等诸多应用场景。

随着 DCEP 的落地，公司在电子支付设备、信息识别设备业务方面将迎来巨大的需求，公司在这方面积累的技术和经验将助力支付系统的升级改造，预计公司将在数字货币浪潮中赢得发展潜力。

## 5. 盈利预测与公司估值

**公司盈利预测及投资评级：**公司业务保持良性发展，看好公司支付服务业务、信息识别设备业务发展。我们预计，公司 2019-2021 年将实现归母净利润分别为 6.91/8.46/10.91 亿元，对应 EPS 分别为

0.66/0.80/1.04 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 27/22/17 倍。给予“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

**风险提示：**物联网市场竞争加剧，支付行业创新进度存在不确定性。

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           | 单位:百万元 |        |        |        |        | 利润表            | 单位:百万元 |         |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                 | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |                | 2017A  | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 6332   | 7967   | 7921   | 9065   | 10384  | <b>营业收入</b>    | 4920   | 5947    | 6182   | 7168   | 8323   |
| 货币资金            | 1977   | 2631   | 1855   | 2150   | 2497   | <b>营业成本</b>    | 3179   | 4078    | 3910   | 4566   | 5256   |
| 应收账款            | 731    | 742    | 918    | 1065   | 1236   | 营业税金及附加        | 124    | 51      | 62     | 72     | 84     |
| 其他应收款           | 1624   | 3100   | 3222   | 3736   | 4339   | 营业费用           | 196    | 219     | 289    | 335    | 348    |
| 预付款项            | 79     | 62     | 64     | 67     | 70     | 管理费用           | 674    | 438     | 517    | 564    | 613    |
| 存货              | 1043   | 1084   | 1039   | 1213   | 1397   | 财务费用           | 11     | 10      | 15     | 35     | 42     |
| 其他流动资产          | 806    | 275    | 275    | 275    | 275    | 研发费用           | 0      | 460     | 618    | 644    | 748    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 2245   | 3090   | 4020   | 4036   | 3998   | 资产减值损失         | 49.40  | 90.01   | 93.56  | 108.49 | 125.98 |
| 长期股权投资          | 153    | 235    | 235    | 235    | 235    | 公允价值变动收益       | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 208    | 591    | 677    | 684    | 640    | 投资净收益          | 33.90  | 39.12   | 39.12  | 39.12  | 39.12  |
| 无形资产            | 164    | 194    | 195    | 196    | 197    | 加:其他收益         | 63.40  | 69.50   | 73.37  | 85.07  | 98.79  |
| 其他非流动资产         | 84     | 2      | 2      | 2      | 2      | <b>营业利润</b>    | 782    | 689     | 789    | 966    | 1244   |
| <b>资产总计</b>     | 8578   | 11057  | 11942  | 13101  | 14382  | 营业外收入          | 10.06  | 4.14    | 4.14   | 4.14   | 4.14   |
| <b>流动负债合计</b>   | 3528   | 5324   | 5301   | 5720   | 6049   | 营业外支出          | 1.08   | 20.14   | 8.10   | 8.10   | 8.10   |
| 短期借款            | 395    | 610    | 645    | 906    | 1069   | <b>利润总额</b>    | 791    | 673     | 785    | 962    | 1240   |
| 应付账款            | 1040   | 943    | 892    | 1042   | 1199   | 所得税            | 112    | 67      | 78     | 96     | 124    |
| 预收款项            | 375    | 296    | 296    | 296    | 296    | <b>净利润</b>     | 679    | 606     | 707    | 867    | 1117   |
| 一年内到期的非流动负债     | 263    | 98     | 98     | 98     | 98     | 少数股东损益         | 25     | 20      | 17     | 20     | 26     |
| <b>非流动负债合计</b>  | 92     | 268    | 448    | 448    | 448    | 归属母公司净利润       | 654    | 586     | 690    | 846    | 1091   |
| 长期借款            | 40     | 234    | 414    | 414    | 414    | <b>主要财务比率</b>  |        |         |        |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |                | 2017A  | 2018A   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>负债合计</b>     | 3621   | 5592   | 5749   | 6168   | 6496   | <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 122    | 208    | 225    | 245    | 271    | 营业收入增长         | 38.80% | 20.88%  | 3.94%  | 15.95% | 16.12% |
| 实收资本(或股本)       | 1011   | 1044   | 1052   | 1052   | 1052   | 营业利润增长         | 51.44% | -11.97% | 14.59% | 22.44% | 28.75% |
| 资本公积            | 1554   | 1774   | 1885   | 1885   | 1885   | 归属于母公司净利润增长    | 41.78% | -10.43% | 17.87% | 22.55% | 28.87% |
| 未分配利润           | 2003   | 2461   | 2979   | 3613   | 4431   | <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 4835   | 5257   | 5968   | 6688   | 7615   | 毛利率(%)         | 35.39% | 31.43%  | 36.75% | 36.30% | 36.85% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 8578   | 11057  | 11942  | 13101  | 14382  | 净利率(%)         | 13.80% | 10.19%  | 11.44% | 12.09% | 13.42% |
| <b>现金流量表</b>    | 单位:百万元 |        |        |        |        | 总资产净利润(%)      | 7.63%  | 5.30%   | 5.78%  | 6.46%  | 7.58%  |
|                 | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | ROE(%)         | 13.53% | 11.14%  | 11.57% | 12.65% | 14.32% |
| <b>经营活动现金流</b>  | -276   | -56    | 593    | 456    | 639    | <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 净利润             | 679    | 606    | 707    | 867    | 1117   | 资产负债率(%)       | 42%    | 51%     | 48%    | 47%    | 45%    |
| 折旧摊销            | 44.68  | 124.50 | 142.17 | 174.56 | 200.42 | 流动比率           | 1.79   | 1.50    | 1.49   | 1.58   | 1.72   |
| 财务费用            | 11     | 10     | 15     | 35     | 42     | 速动比率           | 1.50   | 1.29    | 1.30   | 1.37   | 1.49   |
| 应收帐款减少          | 57     | -11    | -177   | -146   | -172   | <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 预收帐款增加          | -700   | -79    | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率         | 0.66   | 0.61    | 0.54   | 0.57   | 0.61   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -1136  | -1     | -1587  | -259   | -250   | 应收账款周转率        | 6      | 8       | 7      | 7      | 7      |
| 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率        | 5.48   | 6.00    | 6.74   | 7.41   | 7.43   |
| 长期投资减少          | 0      | 0      | -771   | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |        |
| 投资收益            | 34     | 39     | 39     | 39     | 39     | 每股收益(最新摊薄)     | 0.69   | 0.58    | 0.66   | 0.80   | 1.04   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 1892   | 676    | 218    | 99     | -43    | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.48   | 0.59    | -0.74  | 0.28   | 0.33   |
| 应付债券增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊薄)    | 4.78   | 5.03    | 5.67   | 6.36   | 7.24   |
| 长期借款增加          | -20    | 194    | 180    | 0      | 0      | <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |        |
| 普通股增加           | 72     | 33     | 8      | 0      | 0      | P/E            | 25.83  | 30.64   | 27.05  | 22.07  | 17.13  |
| 资本公积增加          | 1502   | 220    | 111    | 0      | 0      | P/B            | 3.71   | 3.53    | 3.13   | 2.79   | 2.45   |
| <b>现金净增加额</b>   | 480    | 619    | -776   | 296    | 347    | EV/EBITDA      | 19.96  | 20.56   | 19.07  | 15.32  | 11.99  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

### 叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。专注研究海内外云计算产业，新零售、OTT 等高增长领域。

## 研究助理简介

### 陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

### 魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526