

收单高速增长，海外+SaaS打开第二成长曲线

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年度业绩报告。23 年实现营收 82.5 亿元，同比增长 11.9%；实现归母净利润 10.0 亿元，同比扭亏+13.9 亿元；实现扣非归母净利润 10.8 亿元，同比增长 136.8%。单 Q4 来看，实现营收 23.7 亿元，同比增长 28.4%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比扭亏+9.4 亿元；实现扣非归母净利润 1.9 亿元，同比扭亏+2.1 亿元。
- **23 年收单表现优异，整合杉昊智能加深商户 SaaS 布局。** 23 年商户增值和运营业务实现营收和利润高增，同比+33.6%至 38.8 亿元，毛利率同比+13.99pp 至 41.2%。1) **收单:** 2023 年国内社会消费品零售总额同比增长 7.2%，三方支付行业伴随国内消费重启增长；但下半年行业内各公司严格执行 259 号文关于所有终端设备符合“一机一户一码”的要求，整体来看行业内部分公司受风控合规强化影响流水承压；但新大陆在严监管的环境下持续把握市场机遇，23 年整体支付服务交易规模同比约+8%至 2.5 万亿，叠加行业竞争缓和下费率稳步提升，盈利能力持续提升。2) **商户 SaaS:** 23 年商户 SaaS 实现收入 10.95 亿元，占商户增值业务比为 28%，公司为 370 万活跃商户提供经营和金融科技服务，单用户 ARPU 值达 295 元/年，23Q3 公司通过少数股权置换的方式引入深耕商户运营领域杉昊智能团队，提升面向中小微商户数字化转型的服务能力，推动商户运营及增值服务业务稳健发展。
- **海外硬件持续深化本地化部署，23 年实现稳健增长。** 2023 年支付产品及信息识读产品实现营收 32.0 亿元，同比-4.1%。分地区来看，1) 海外业务多市场多模式拓展，23 年实现收入 22.5 亿元，同比增长 8.7%。市场拓展方面，23 年公司在全球范围内新增设立 5 家子公司，先后在新加坡、日本、欧洲、北美等国家和地区开展实体运作；拉美地区除巴西外，公司还在阿根廷、墨西哥和委内瑞拉加大投入力度，为后续持续增长打下基础。服务模式方面，23 年公司在欧洲地区结合 TOMS 商业数字化服务平台重点推进从硬件到增值服务的业务方向扩展。2) 23 年国内硬件升级换代需求短期收缩，实现营收 9.5 亿元，同比下滑 25.0%。
- **成本端改善明显，盈利能力大幅提升。** 1) 成本端来看，23 年公司整体毛利率为 40.3%，同比提升 7.43pp，具体来看，商户运营及增值服务/电子支付产品及信息识读产品毛利率分别为 41.2%/37.7%，分别同比+13.99pp/+4.41pp。2) 费用端来看，23 年销售/管理/研发费用率分别同比下滑 0.17pp/0.47pp/1.25pp 至 4.7%/6.7%/7.7%；扣非归母净利润率为 13.1%，同比+6.93pp，整体盈利能力大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。** 公司收单业务持续受益于流水复苏和行业提费，短期利润弹性较大；中长期公司一方面通过收购杉昊智能提升商户 SaaS 服务能力；另一方面海外持续加大本地化部署，增长曲线陡峭，利润端释放值得期待。预计 24-26 年 EPS 为 1.21/1.46/1.71 元，当前股价对应的 PE 为 14/12/10 倍，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 21.78 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期；海外拓展不及预期；行业竞争加剧；参股子公司公允价值波动；数字人民币推广不及预期等风险。

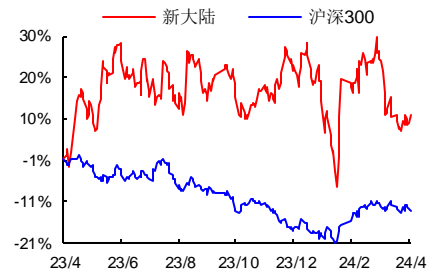
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8249.52	9223.06	10415.46	11786.62
增长率	11.94%	11.80%	12.93%	13.16%
归属母公司净利润(百万元)	1003.59	1250.05	1510.03	1768.46
增长率	362.91%	24.56%	20.80%	17.11%
每股收益 EPS(元)	0.97	1.21	1.46	1.71
净资产收益率 ROE	15.29%	17.07%	17.85%	18.09%
PE	18	14	12	10
PB	2.78	2.42	2.10	1.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 罗紫莹
电话: 0755-26671517
邮箱: lzyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.32
流通 A 股(亿股)	10.26
52 周内股价区间(元)	14.45-20.28
总市值(亿元)	177.72
总资产(亿元)	132.00
每股净资产(元)	6.20

相关研究

1. 新大陆(000997): 支付流水快速增长, AI 相关应用落地 (2023-09-04)

盈利预测

关键假设：

1) 电子支付和识读业务：公司持续深化海外硬件本地化部署，以积极把握海外渗透率提升机遇，不断加强与各国家头部客户合作，海外硬件将迎来快速增长；而国内市场升级换代需求短期收缩，整体来看，预计 2024-2026 年该业务订单增速分别为 6.2%、6.2%、6.2%。

2) 商户运营及增值业务：考虑到国内收单业务持续受益于流水复苏和行业提费趋势；同时公司通过整合 23Q3 收购的杉灵智能进一步提升商户数字化转型解决方案能力，商户解决方案有望迎来量价齐升。预计 2024-2026 年该业务订单增速分别为 19.6%、19.4%、18.9%。

3) 行业应用软件开发及服务：公司持续加大投入人工智能和大数据等相关技术，成功中标四川铁塔、新疆移动、中国铁塔等人工智能项目，AI 应用场景案例快速增长，后续新项目落地可期。预计 2024-2026 年该业务项目数量增速分别为 5%、7%、8%。

4) 公司积极采取降本增效措施，费用管控效果可持续，毛利率稳中有进。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电子支付和识读业务	收入	3199.2	3398.4	3609.9	3834.3
	增速	-4.1%	6.2%	6.2%	6.2%
	毛利率	37.7%	38.7%	39.2%	39.6%
商户运营及增值业务	收入	3882.6	4644.4	5546.2	6595.1
	增速	33.6%	19.6%	19.4%	18.9%
	毛利率	41.2%	42.0%	42.3%	42.3%
行业应用软件开发及服务	收入	1154.4	1167.2	1248.9	1348.9
	增速	3.8%	5.0%	7.0%	8.0%
	毛利率	37.7%	39.0%	39.5%	40.0%
其他业务	收入	13.3	13.1	10.5	8.4
	增速	-19.1%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
合计	收入	8249.5	9223.1	10415.5	11786.6
	增速	11.9%	11.8%	12.9%	13.2%
	毛利率	40.3%	40.3%	40.8%	41.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 92.2 亿元（+11.8%）、104.2 亿元（+12.9%）和 117.9 亿元（+13.2%），归母净利润分别为 12.5 亿元（+24.6%）、15.1 亿元（+20.8%）、17.7 亿元（+17.1%），EPS 分别为 1.21 元、1.46 元、1.71 元，对应动态 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 倍。

相对估值

综合考虑业务范围，我们选取移卡、拉卡拉和新国都作为同业可比公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
9923.HK	移卡	47 (亿港元)	10.54 (港元)	0.03	0.50	0.82	1.09	511	20	12	9
300773.SZ	拉卡拉	113	14.15	0.57	1.05	1.30	1.54	28	13	11	9
300130.SZ	新国都	131	20.86	1.36	1.73	2.19	2.68	17	12	10	8
平均值									15	11	9
000997.SZ	新大陆	178	17.22	0.97	1.21	1.46	1.71	18	14	12	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2024 年行业平均估值为 15 倍，公司 PE 为 14 倍，略低于行业平均水平。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.21/1.46/1.71 元，当前股价对应的 PE 分别为 14/12/10 倍。考虑到公司收单业务持续受益于流水复苏和行业提费，短期利润弹性较大；中长期公司一方面通过收购杉昊智能提升商户 SaaS 服务能力；另一方面海外持续加大大地化部署，增长曲线陡峭，利润端释放值得期待，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 21.78 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8249.52	9223.06	10415.46	11786.62	净利润	1025.53	1315.84	1592.86	1871.39
营业成本	4927.89	5501.75	6161.84	6937.94	折旧与摊销	82.37	111.45	126.13	145.17
营业税金及附加	42.60	44.86	49.71	57.38	财务费用	-100.79	45.70	38.27	26.36
销售费用	390.74	435.33	491.61	555.15	资产减值损失	-94.08	390.00	390.00	420.00
管理费用	541.40	1309.67	1479.00	1673.70	经营营运资本变动	315.58	-479.77	171.94	208.48
财务费用	-100.79	45.70	38.27	26.36	其他	998.61	-273.16	-346.22	-368.92
资产减值损失	-94.08	390.00	390.00	420.00	经营活动现金流净额	2227.21	1110.06	1972.98	2302.47
投资收益	-56.21	0.00	0.00	0.00	资本支出	-186.36	-140.00	-190.00	-250.00
公允价值变动损益	-50.08	-30.00	-30.00	-30.00	其他	-1280.70	163.50	-30.00	-30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1467.06	23.50	-220.00	-280.00
营业利润	1143.58	1465.75	1775.03	2086.09	短期借款	741.12	289.30	-624.25	88.76
其他非经营损益	-3.20	4.46	4.70	4.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1140.39	1470.21	1779.73	2090.93	股权融资	88.28	0.00	0.00	0.00
所得税	114.85	154.37	186.87	219.55	支付股利	-283.67	-301.08	-375.01	-453.01
净利润	1025.53	1315.84	1592.86	1871.39	其他	-239.16	-79.56	-38.27	-26.36
少数股东损益	21.94	65.79	82.83	102.93	筹资活动现金流净额	306.58	-91.34	-1037.54	-390.61
归属母公司股东净利润	1003.59	1250.05	1510.03	1768.46	现金流量净额	1042.34	1042.23	715.44	1631.86
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4491.61	5533.84	6249.28	7881.14	成长能力				
应收和预付款项	2034.40	2587.75	2920.39	3294.20	销售收入增长率	11.94%	11.80%	12.93%	13.16%
存货	882.60	1071.13	1180.71	1321.06	营业利润增长率	180.29%	28.17%	21.10%	17.52%
其他流动资产	530.00	332.73	308.37	340.47	净利润增长率	393.39%	28.31%	21.05%	17.49%
长期股权投资	79.39	79.39	79.39	79.39	EBITDA 增长率	195.98%	44.24%	19.50%	16.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	421.73	412.87	429.08	476.96	毛利率	40.26%	40.35%	40.84%	41.14%
无形资产和开发支出	850.70	890.00	939.54	998.38	三费率	10.08%	19.42%	19.29%	19.13%
其他非流动资产	3909.31	3907.42	3905.53	3903.65	净利率	12.43%	14.27%	15.29%	15.88%
资产总计	13199.75	14815.12	16012.29	18295.24	ROE	15.29%	17.07%	17.85%	18.09%
短期借款	1246.19	1535.49	911.24	1000.00	ROA	7.77%	8.88%	9.95%	10.23%
应付和预收款项	1316.09	1455.24	1632.94	1840.07	ROIC	23.76%	28.97%	29.66%	30.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.64%	17.60%	18.62%	19.15%
其他负债	3929.23	4117.78	4543.66	5112.35	营运能力				
负债合计	6491.51	7108.52	7087.84	7952.42	总资产周转率	0.67	0.66	0.68	0.69
股本	1032.06	1032.06	1032.06	1032.06	固定资产周转率	21.68	22.36	24.74	26.02
资本公积	1837.74	1837.74	1837.74	1837.74	应收账款周转率	7.64	7.71	7.31	7.37
留存收益	3791.60	4740.57	5875.58	7191.03	存货周转率	4.84	5.46	5.20	5.29
归属母公司股东权益	6396.65	7329.22	8464.24	9779.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.22%	—	—	—
少数股东权益	311.59	377.38	460.21	563.14	资本结构				
股东权益合计	6708.24	7706.60	8924.45	10342.82	资产负债率	49.18%	47.98%	44.27%	43.47%
负债和股东权益合计	13199.75	14815.12	16012.29	18295.24	带息债务/总负债	19.20%	21.60%	12.86%	12.57%
					流动比率	1.26	1.37	1.54	1.65
					速动比率	1.12	1.22	1.37	1.48
					股利支付率	28.27%	24.09%	24.83%	25.62%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1125.17	1622.91	1939.43	2257.62	每股收益	0.97	1.21	1.46	1.71
PE	17.71	14.22	11.77	10.05	每股净资产	6.20	7.10	8.20	9.48
PB	2.78	2.42	2.10	1.82	每股股利	0.27	0.29	0.36	0.44
PS	2.15	1.93	1.71	1.51					
股息率	1.60%	1.69%	2.11%	2.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
