

新国都(300130)深度报告： 深耕“支付+终端”，全面推进出海战略

评级：增持(首次覆盖)

刘熹(证券分析师)

S0350523040001

liux10@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新国都	14.6%	3.7%	-22.5%
沪深300	6.7%	1.9%	-4.0%

市场数据

2024/09/26

当前价格 (元)	18.05
52周价格区间 (元)	14.27-26.35
总市值 (百万)	10,113.45
流通市值 (百万)	7,711.83
总股本 (万股)	56,030.19
流通股本 (万股)	42,724.82
日均成交额 (百万)	824.64
近一月换手 (%)	6.13

◆ 收单+终端+AI全方位布局，2018-2023年归母净利润CAGR为24.94%

公司成立于2001年，最早以POS机硬件生产销售起家，多次并购实现当前支付+终端+AI的全面布局；公司主要业务涵盖收单服务、电子支付设备及生物识别产品、AI应用等；2023年公司实现营收38.01亿元，同比-12%，2018-2023年CAGR为10.39%；2023年收单业务营收25.83亿元，占比68%，电子支付设备营收9.93亿元，占比26%。2023年公司归母净利润7.55亿元，同比+1586%，2018-2023年CAGR为24.94%，剔除2022年商誉减值和营业外支出影响则2023年归母净利润同比+110.09%。

◆ 收单业务：行业出清+提价β显著，公司牌照影响消退逐步展现强alpha

央行259号文要求实行“一机一码”改造，受行业合规性强化影响，2023年存量支付牌照数量为186家，相较峰值269家有30%以上的降幅，行业的竞争趋势趋缓。此外，手续费套利限制后，头部机构费率触底反弹，粗略假设公司小幅提价0.2%，扣除经销商50%分成后可释放出近50%的收单业务利润空间。

从收单流水上看，2021、2022年公司收单业务流水增速远高于同业竞争对手，2023年受牌照续展影响出现下滑，但2023年7月公司牌照成功续展，不利因素消退，2023 Q4嘉联支付收单产品线大批量出货，我们认为公司收单流水有望企稳，并逐步恢复此前的强增长态势。

出海方面，截至2023年底，公司跨境事业群基础团队已经组建完毕，面向跨境及海外市场的支付服务产品体系已经初步搭建完成，并实现了首笔海外本地交易收单。同时，公司也在围绕跨境电商、跨境贸易等场景积极布局支付服务业务，新推出的跨境支付产品 Paykka 已支持 10+全球主流币种的收款业务以及全球 150+币种的收单业务。

◆ 支付设备：海外市场成为主要增长驱动，国内鸿蒙POS机空间值得期待

1) 海外市场：根据尼尔森及ABI Research数据，2023年全球POS机出货达到1.55亿台，同比+4.6%；从2020-2022年平均出货增速上看，中东&非洲、拉美等欠发达地区POS机出货增速约在17%到25%，欧洲、加拿大等地区出货同样高增；新国都2020-2022年在中东&非洲/拉美/欧洲地区出货CAGR为65%/111%/76%。2023年公司海外出货总计446.39万台，同比+48.63%，2020-2023年CAGR124%。根据FIS数据，2022年中东&非洲现金支付比例仍高达43%，我们认为当前海外移动支付仍具备较高渗透空间。据我们测算，海外市场设备单价为国内3倍以上，加速出海使得公司支付设备毛利率提升至2023年45%；我们预计随着公司海外市场持续拓展，支付设备毛利率有望进一步增长。

2) 国内：公司基于Open Harmony开发打造首款国产化轻量智能POS机，打破Android/Windows等在金融终端操作系统的常年垄断地位；我们按照2027年15-30%的鸿蒙POS机渗透率假设，鸿蒙POS机可替换空间约达47-102亿元。

◆ AI：海外多款成熟AI应用，合作前华为算法科学家加速国内AI产业布局

公司参股子公司当前在海外有Picso（文生图）、Facemagic（AI换脸）、Meboom（AI头像）三款AI应用产品，截至2024年5月Picso、Facemagic在全球有超过100万次下载量。在国内市场方面，公司联合卫莎网络（前华为算法科学家创立）合资成立AI应用子公司，成立独立的AI团队专注对AI Agent方向的研究，我们认为，随着全球AIGC技术不断成熟及商业化加速落地，公司AI业务有望成为新的增长引擎。

◆ 投资建议及评级：公司是国内第三方支付领先企业，公司第一大主业收单业务逐步恢复叠加提价红利显现，第二大主业电子支付产品稳定增长，我们预计2024-2026年公司营业收入39.50/45.29/52.39亿元，归母净利润分别为5.87/10.88/13.42亿元，EPS分别为1.05/1.94/2.39元，当前股价对应PE分别为17/9/8X，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ 风险提示：线下消费增长不及预期、行业合规风险、行业竞争加剧、海外市场贸易风险、AI产品研发不及预期

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3801	3950	4529	5239
增长率(%)	-12	4	15	16
归母净利润（百万元）	755	587	1088	1342
增长率(%)	1588	-22	85	23
摊薄每股收益（元）	1.35	1.05	1.94	2.39
ROE(%)	18	12	19	19
P/E	16.81	17.23	9.29	7.54
P/B	3.13	2.11	1.74	1.43
P/S	3.54	2.56	2.23	1.93
EV/EBITDA	12.56	6.50	4.06	2.78

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

一、新国都：从POS机供应商到全球支付+AI领域佼佼者

- 1.1、发展历史：电子支付终端起家，收购嘉联支付实现产业链垂直闭环
- 1.2、公司主要产品&服务
 - 1.3.1、收入端：两大主业当前仍有承压，预计后续收入或将逐步企稳，
 - 1.3.2、利润端：2023年归母净利润实现上市以来新高，盈利能力持续提升

二、收单业务：行业提价趋势确立，长期景气拐点已至

- 2.1.1、行业概况：商户支付交易资金结算手续费，银行、收单机构、银联三方分润
- 2.1.2、行业概况：当前行业费率均值0.6%，较海外发达地区有3倍以上提升空间
- 2.2、行业复盘：前期红海市场低价竞争+强监管行业长期承压，当前底部位置明显
 - 2.3.1、行业拐点：违规行为出清+竞争环境改善，费率触底反弹
 - 2.3.2、行业拐点：疫情后线下消费强势复苏，收单流水增速有望迎底部反转
 - 2.3.3、行业拐点：受益于行业提价趋势，公司有望逐步提升利润释放空间
- 2.4.1、公司成长性：2023年前收单流水增速远强于行业，2023年因牌照影响短暂承压
- 2.4.2、公司成长性：建设直营团队加强渠道覆盖能力，收单业务盈利能力大幅提升
- 2.4.3、公司成长性：数字化场景服务逐步向系统化、平台 SaaS 化模式演变
- 2.4.4、公司成长性：布局跨境支付及海外收单业务

三、支付终端：充分把握出海机遇，国内鸿蒙生态空间广阔

- 3.1.1、全球市场：POS机出货稳定增长，2023年出货约1.55亿台，同比+4.6%
- 3.1.2、全球市场：亚洲外多个市场POS机出货增速较高，可渗透空间大
 - 3.2.1、出海：公司积极把握中东&非洲、欧洲、拉美等市场，全球出货高速增长
 - 3.2.2、出海：出海设备单价为国内3倍以上，带动支付设备盈利能力稳步上行
 - 3.2.3、出海：深耕当地头部客户，出货增长可持续性较强
 - 3.2.4、出海：打造SoftPOS、NEXGO Cloud新业务增长点
- 3.3、国内市场：鸿蒙设备加速推进，中期鸿蒙POS机空间可达数十亿元

四、AI：海内外广泛布局，国内发布首款AI“数字员工”

- 4.1、海外AI产品：旗下3款多模态AI应用产品，用户遍布全球
 - 4.2.1、国内AI布局：合作前华为算法科学家成立AI子公司，布局国内AI产业
 - 4.2.2、国内AI布局：推出首款AI“数字员工”产品，致力于发展通用领域的AI Agent

五、盈利预测和估值

一、新国都：从POS机供应商到全球支付+终端佼佼者

1.1、发展历史：电子支付终端起家，收购嘉联支付实现产业链垂直闭环

- 公司成立于2001年，2006年成为银联系统指定全球金融POS四家供应商之一，2010年深交所上市。公司最早以POS机硬件生产销售起家，多次并购实现当前支付+终端+AI的多方位布局，当前为全球领先的POS终端厂商。
 - ✓ 2015年，收购浙江中正智能，布局AI+支付业务；
 - ✓ 2018年，收购嘉联支付，进入收单市场。因为POS机厂商下游客户是收单厂商，至此，公司完成的产业链的上下游整合；
 - ✓ 2020年，成立数字货币研究所，同年成立AI研究中心；
 - ✓ 2022年，海外AI产品Pisco发布当周就升至producthunt日榜第一名和周榜第二名；国内收单业务排名上升至第三，成为业内除银联外仅次于拉卡拉的龙二厂商；获得欧洲支付牌照并进入欧洲收单市场；
 - ✓ 2023年，设备出海取得重大进展，全年出海446.39万台，同比+48.63%；联合国内AI应用公司卫莎网络成立合资AI子公司，专注AI Agent方向研发；
 - ✓ 2024年上半年，公司推出跨境支付牌照Paykka，现已布局海外本地收单和B2B外贸收款相关业务，可在欧盟地区为餐饮、零售等行业商户提供扫码、刷卡等多种支付方式的收单服务。

图：公司发展历程



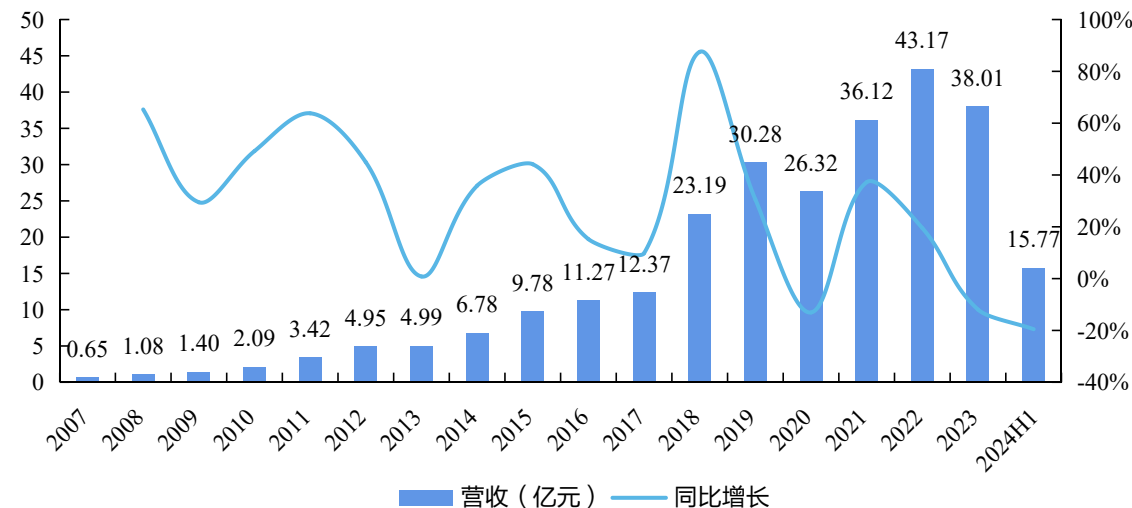
1.2、公司主要产品&服务

业务	子公司	产品与服务	应用场景
商户收单服务		<p>支付服务</p> <p>提供一站式综合支付解决方案，可受理刷卡、扫码、NFC、数字人民币等多种支付方式；提供智能POS、二维码牌、云音响、云打印设备、扫码盒子等支付受理设备。</p> <p>场景数字化服务</p> <p>以SaaS模式向客户提供会员管理、门店管理、营销管理、报表管理等多种增值服务和行业解决方案的一站式服务</p>	<p>涵盖餐饮、零售、生鲜、教育、娱乐、美容等30多个行业</p>
电子支付设备		<p>智能POS机N96 智能POS机N86 G25便携POS机 K206 mPOS机</p> <p>AF910自助终端 KD86付款音箱 KD58二维码支付音箱 EP910智能收款机</p>	<p>涵盖餐饮、酒店、零售、交通、物流、银行及医疗等行业</p>
AI		<p>Pieso AI图像生成器 Facemagic AI换脸 Meboom头像生成器</p>	<p>ToC端订阅消费</p>

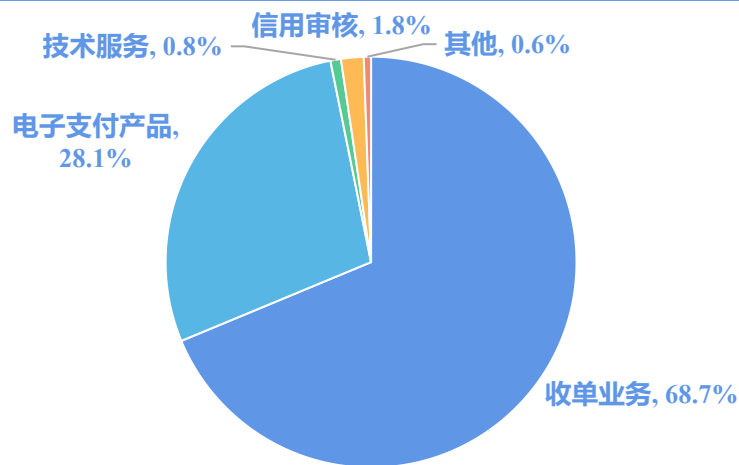
1.3.1、收入端：两大主业当前仍有承压，预计后续收入或将逐步企稳，

- 公司当前收入端仍有承压。2024H1公司实现营业收入15.77亿元，同比-19.52%，2023年公司实现收入38.01亿元，同比-11.94%，2018-2023年CAGR为10.39%；2024H1公司收单业务收入10.84亿元，同比-19%，主要原因是公司收单业务交易流水较去年同期峰值同比下滑所致。
- 电子支付设备稳定增长。2024H1第二大主营业务电子支付设备营收4.43亿元，同比-10.77%；公司延续设备出海势头，其中欧美日等高端市场取得明显突破。

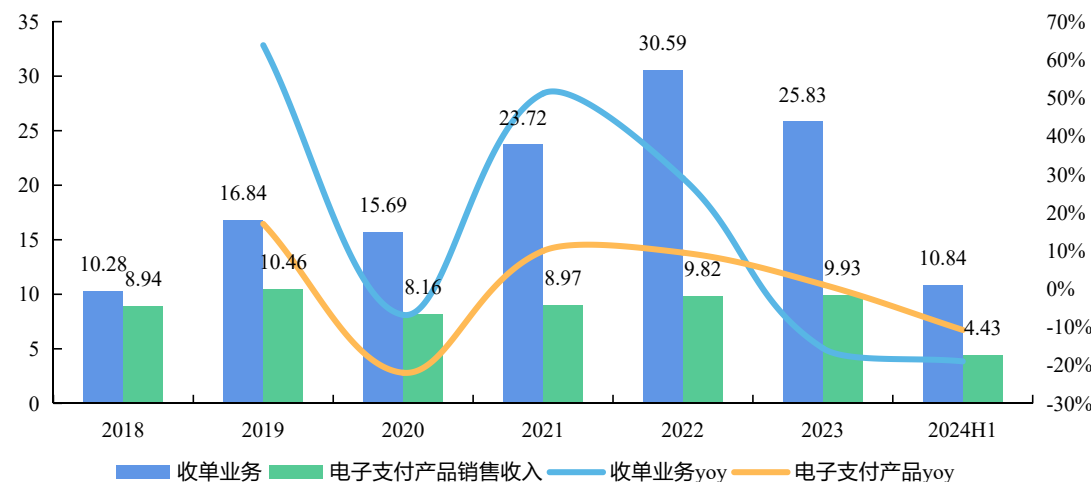
图：公司营收及增速（左：营收；右：增速）



图：2024H1公司主营业务构成



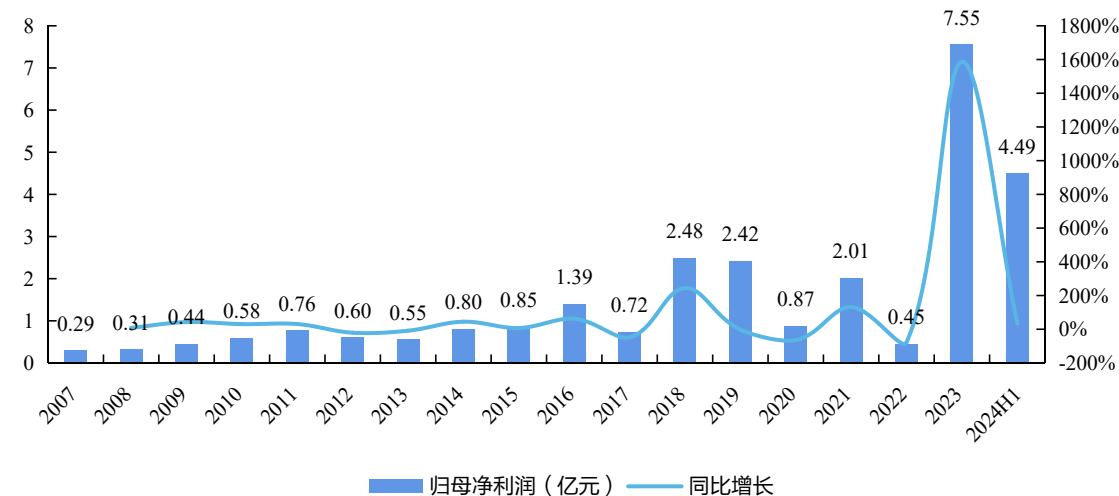
图：公司两大主营业务收入及同比增速（左：亿元，右：%）



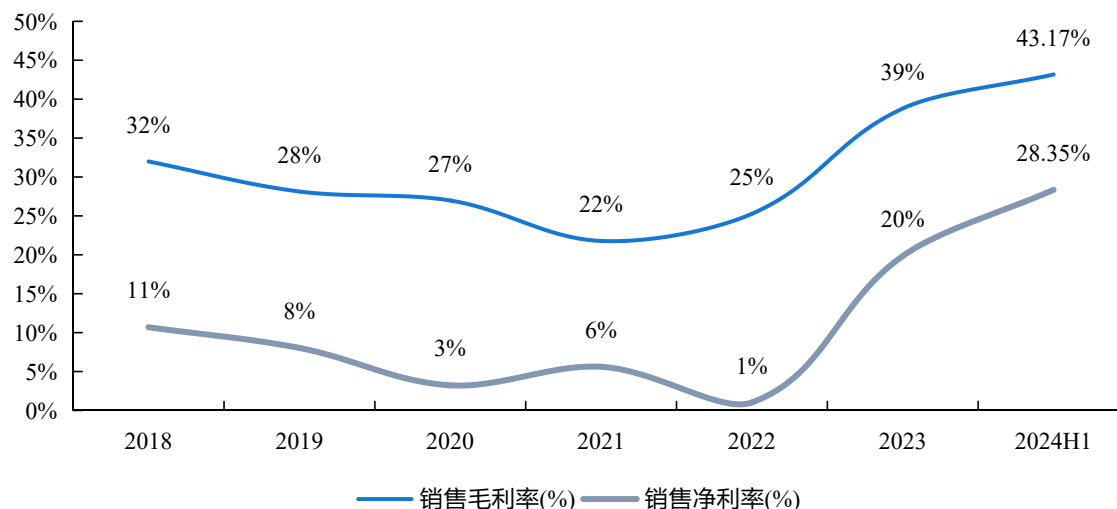
1.3.2、利润端：利润表现持续亮眼，2023年归母净利润实现上市以来新高

- **2023年归母净利润实现上市以来历史新高。**2023年公司实现归母净利润7.55亿元，同比+1586%，2018-2023年CAGR为24.94%；扣非后归母净利润7亿元，同比+279.84%；2024H1公司归母净利润为4.49亿元，同比+34.84%，我们认为公司正逐步进入利润的释放阶段，利润高速增长态势或将维持。
- **公司毛利率明显提升。**2024H1公司销售毛利率为43.17%，销售净利率28.35%，较2023年均维持快速提升的走势。
- **公司控费能力优秀，整体费用率维持平稳。**2024H1公司销售费用率为6.48%，管理费用率为6.61%，研发费用率为7.91%。

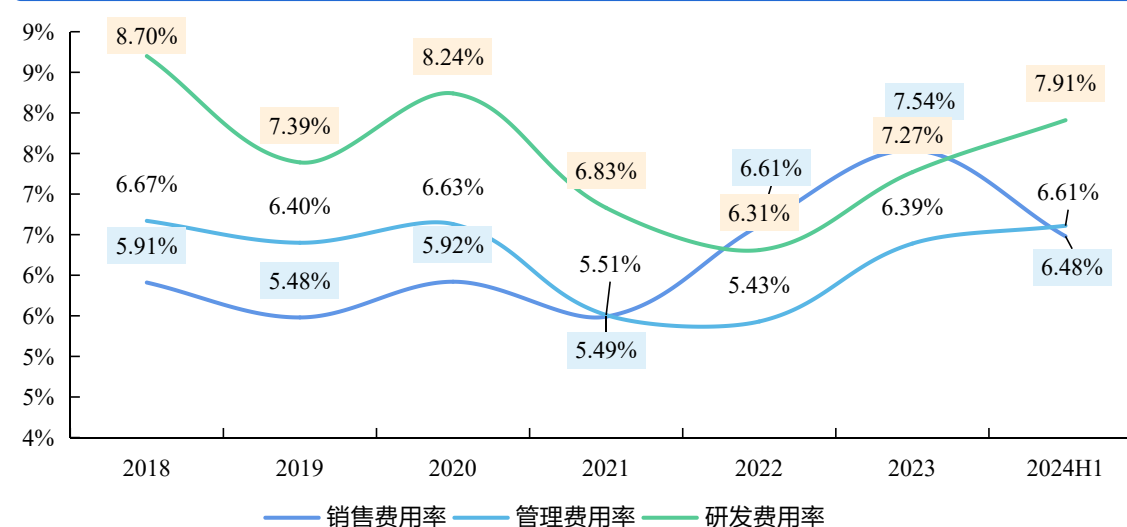
图：公司归母净利润及增速



图：公司盈利能力



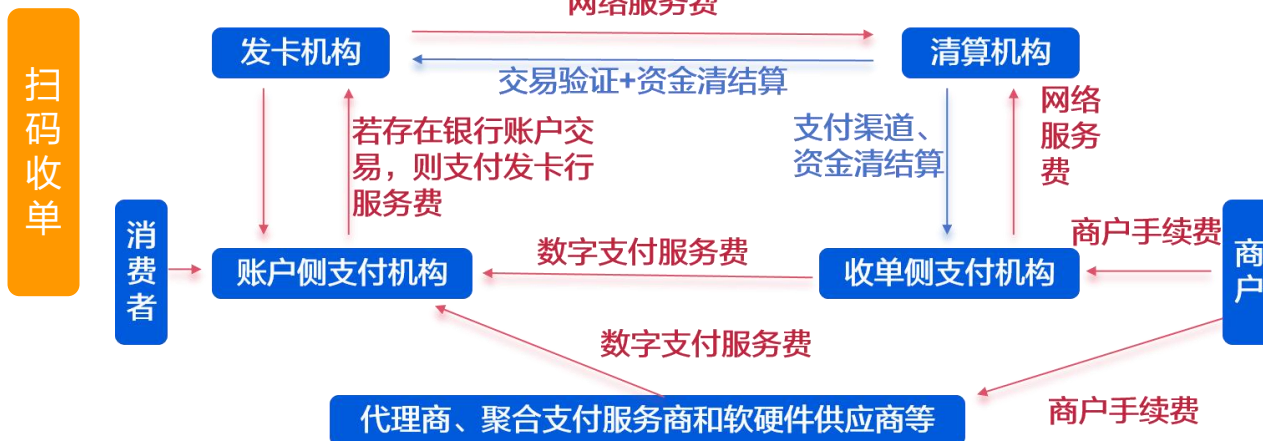
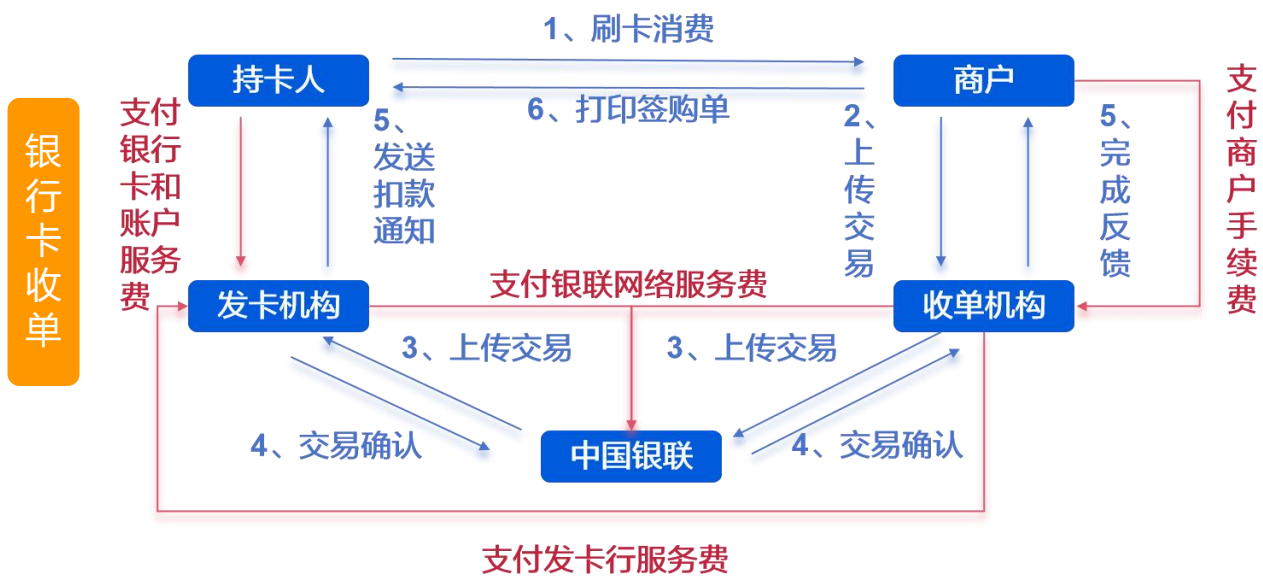
图：公司各项费用率情况



二、收单业务：行业提价趋势确立，长期景气拐点已至

2.1.1、行业概况：商户支付交易资金结算手续费，银行、收单机构、银联三方分润

图：第三方机构收单业务完整流程



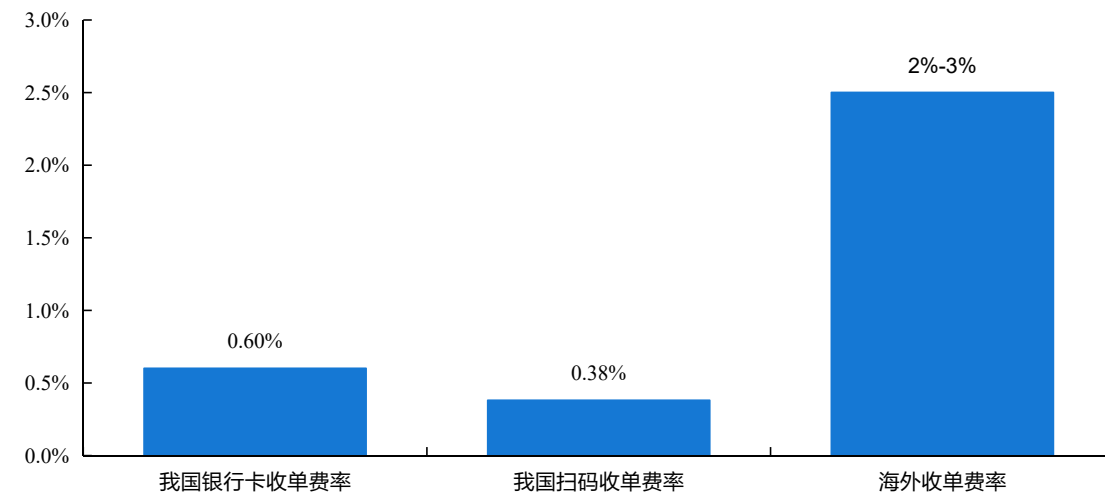
图：线下扫码收单产业图谱



2.1.2、行业概况：当前行业费率均值0.6%，较海外发达地区有3倍以上提升空间

- 我国收单费率水平远低于发达国家地区。
- ✓ 据艾瑞咨询数据，银行卡收单费率约0.6%，扫码收单费率约0.38%。2016年前行业费率最高达1.25%，2016年“96费改”将收单机构费率的定价权由政府指导变为市场化定价，在市场化竞争下，费率逐步下降至当前水平。
- ✓ 对标发达国家地区2%-3%费率水平，我国费率有3倍以上提升空间。以海外收单市场参与机构Paypal、World Pay为例，其收单费率在2.9%、2.75%，整体费率水平较为健康。

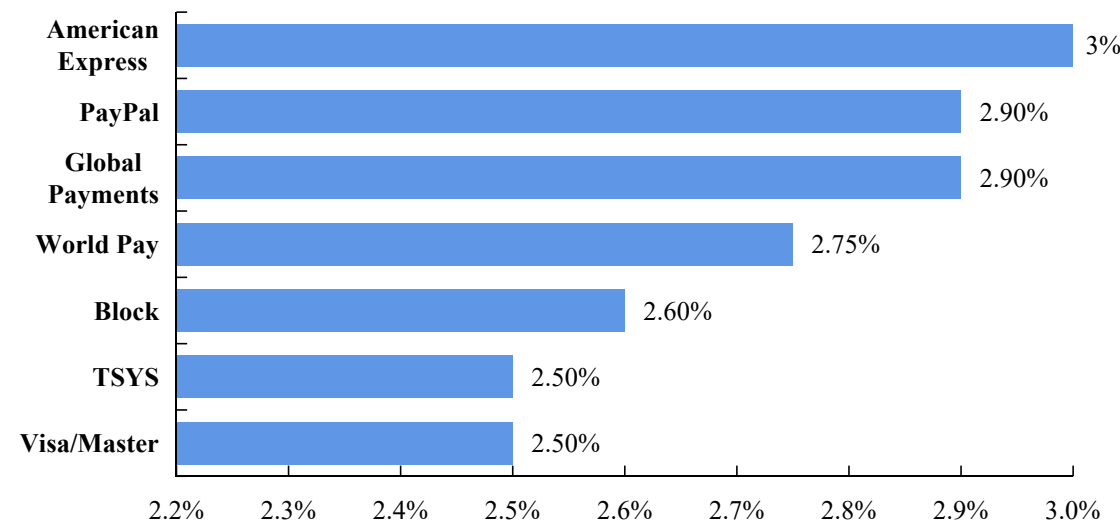
图：国内收单对比海外有3倍以上提升空间



表：96费改后收单机构费率实行市场化定价

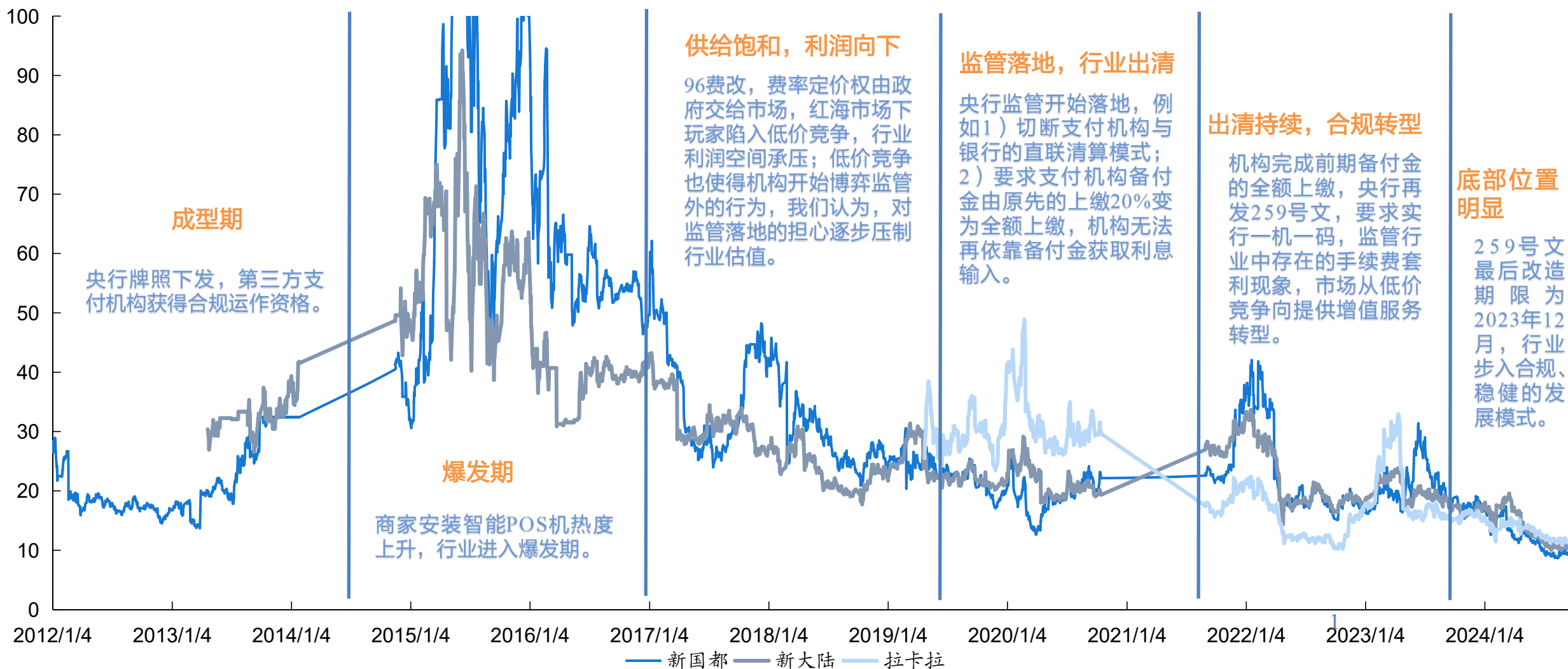
收费项目	收费方式	费率
收单服务费	收单机构向商户收取	实现市场调节价，均值为0.6%
发卡行服务费	发卡机构向收单机构收取	借记卡：不高于0.35%，单笔收费金额不超过13元
		贷记卡：不超过0.45%
网络服务费	清算机构向发卡行收取	不高于0.0325%（单笔金额不超过3.25元）
	清算机构向收单机构收取	不高于0.0325%（单笔金额不超过3.25元）

图：海外主要收单机构收单费率



2.2、行业复盘：前期红海市场低价竞争+强监管行业长期承压，当前底部位置明显

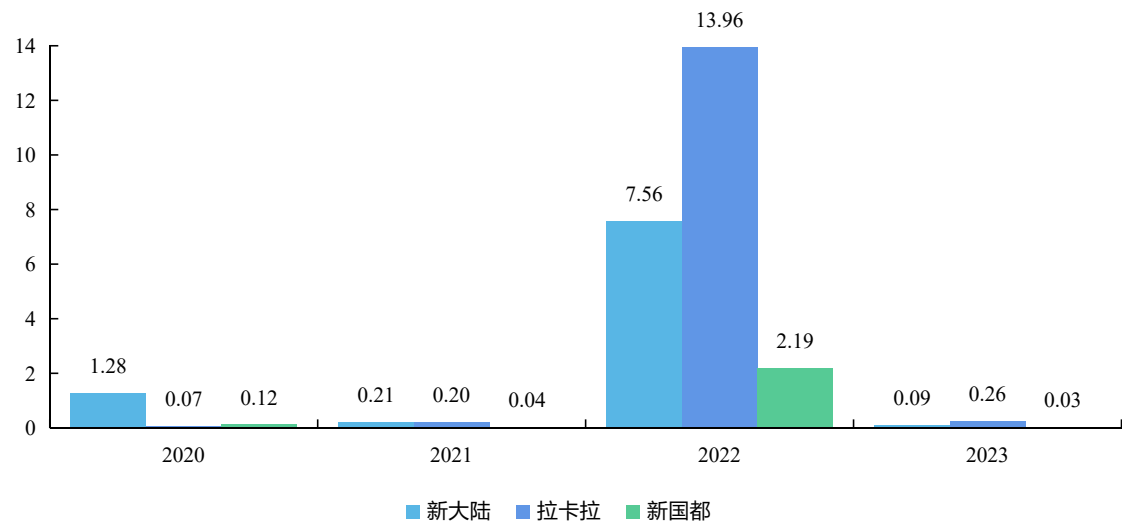
图：新国都、新大陆、拉卡拉预测PE估值（单位：倍，计算公式为对应日期收盘价/Wind一致预期每股收益(FY1)）



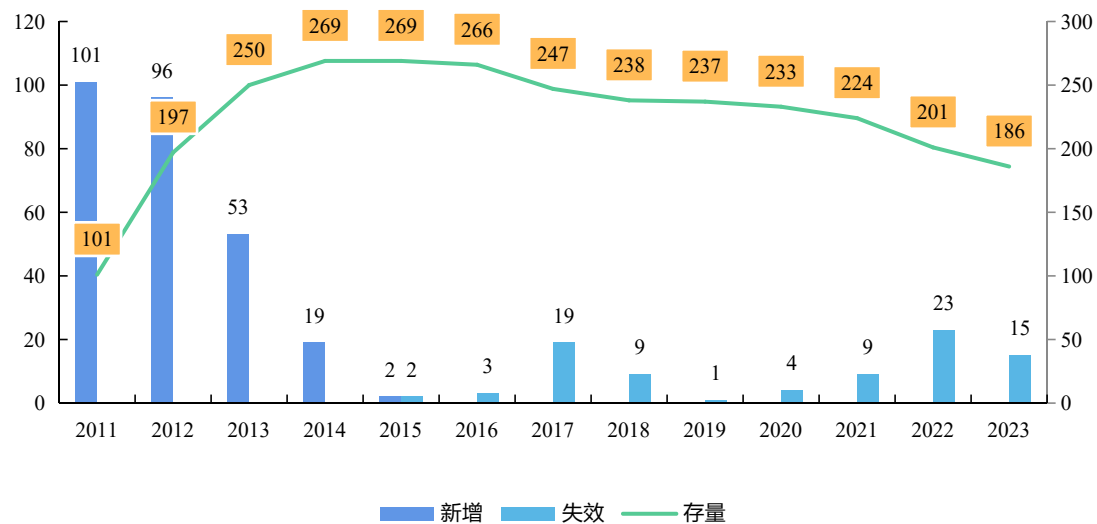
2.3.1、行业拐点：违规行为出清+竞争环境改善，费率触底反弹

- 2024年5月《非银行支付机构管理条例》实施，行业合规性再上台阶，三家头部机构费率触底反弹，我们认为当前行业景气度拐点信号已十分明显，充分利好行业头部机构。
- ✓ 违规行为出清且竞争环境改善：行业中此前存在术语叫“跳码”，指商户和机构利用央行对部分商户实行的优惠费率，违规将非优惠类商户上报为优惠类从而实现费率套利。2021年10月央行259号文明确要求“一机一码”，三家头部机构2022年均出现大额退还金额。据中国经济周刊及移动支付网数据，2023年注销牌照为15家，存量牌照为186家，较峰值下降幅度在30%以上，行业出清态势仍在继续。
- ✓ 收单费率大幅提升：2022-2023年头部收单机构收单费率均触底反弹提升，2024H1新国都收单费率已上升至0.15%。

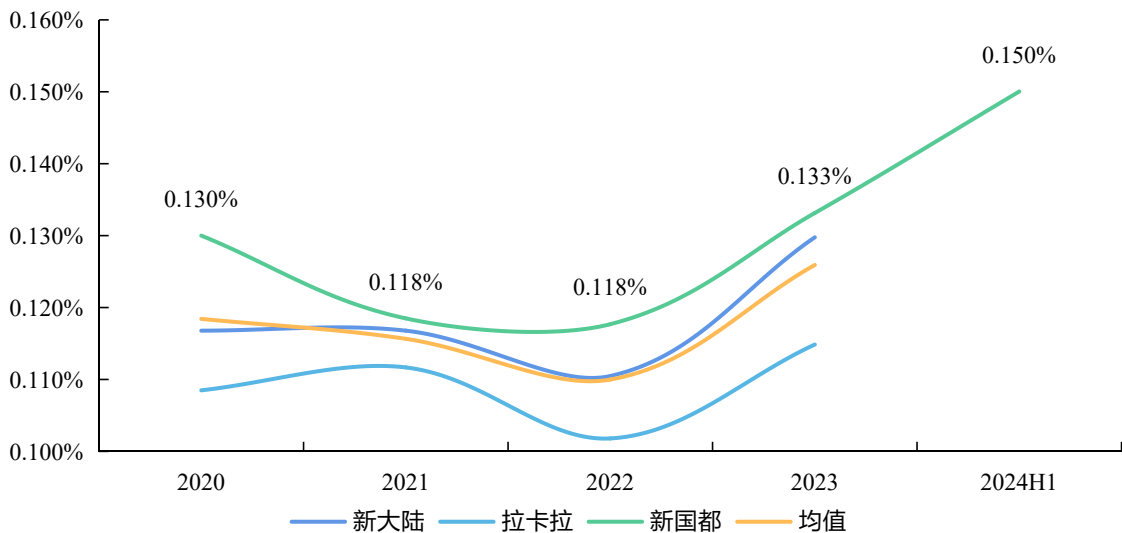
图：三家头部第三方支付机构营业外支出情况（亿元）



图：2015年以来收单牌照数逐步下降（左：新增、失效；右：存量）（单位：家）



图：头部收单机构综合费率提升（收单营收/收单流水）



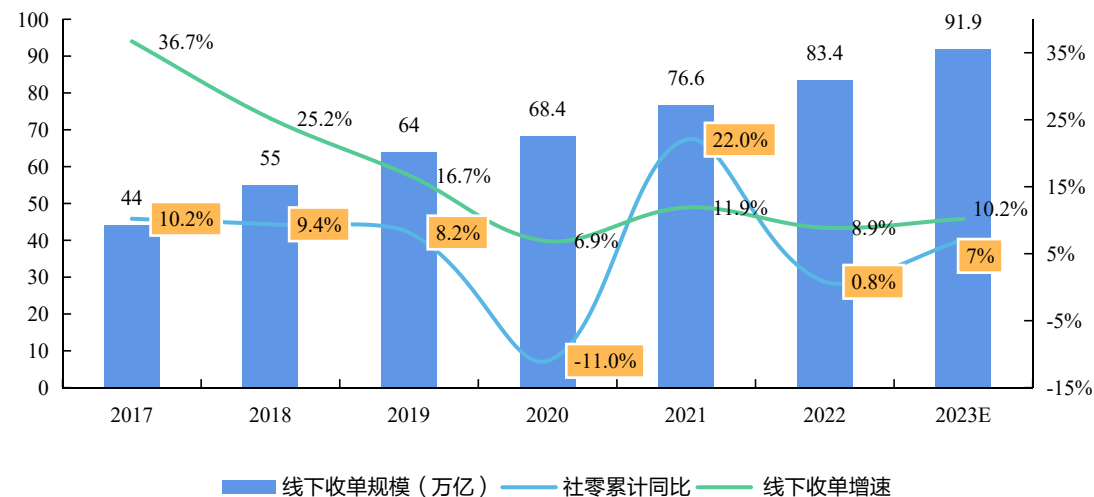
2.3.2、行业拐点：疫情后线下消费强势复苏，收单流水增速有望迎底部反转

■ 2023年社零累计同增7%+, 特约商户及存量POS机数量持续复苏。

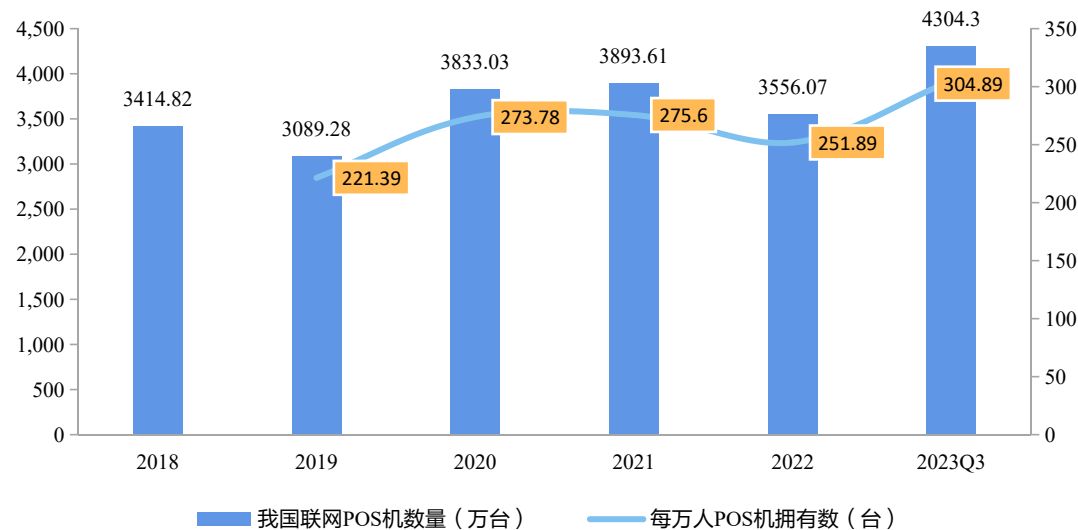
✓ 线下收单与社零累计同比走势相关：2023年社零累计同比均值回升到7%，疫情后线下消费业态恢复明显；据艾瑞咨询数据，2023年我国线下收单流水预计92万亿元，同比+10.2%；我们预计随着线下消费持续复苏，有望带动收单流水规模增速持续提升。

✓ 联网POS机以及特约商户数量达到历史峰值。截至2023年三季度末，银联跨行支付系统联网特约商户3465.90万户，联网POS机具4304.30万台，较上季度末分别增加691.43万户、754.92万台。全国每万人拥有联网POS机具304.89台，环比增长21.27%。

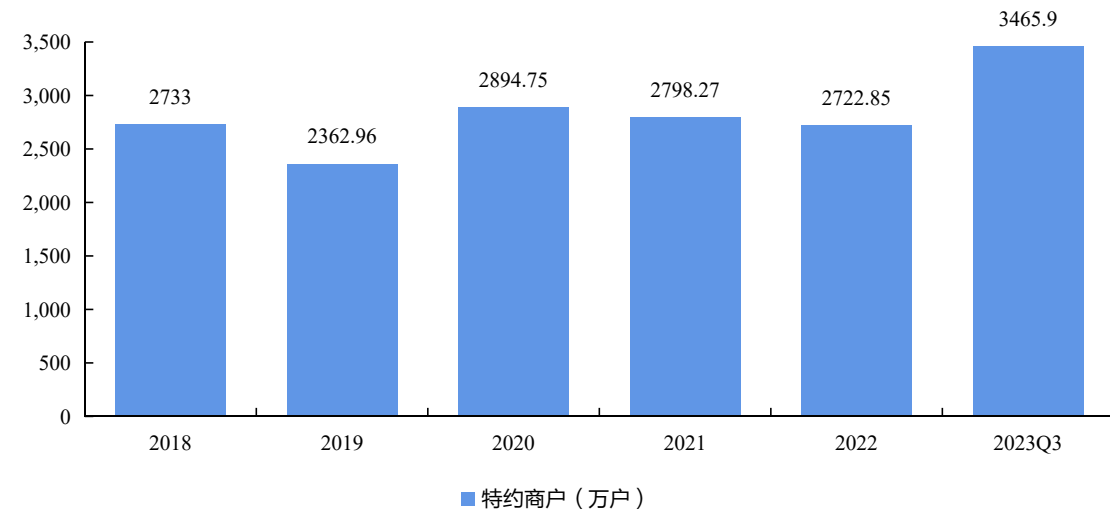
图：收单市场景气度和线下消费走势相关（左：万亿元；右：%）



图：我国联网POS机存量以及人均POS机台数



图：我国特约商户数量（万户）



2.3.3、行业拐点：受益于提价趋势，公司有望逐步提升利润释放空间

- 当前行业内不少机构都有提价的举动，小幅提价将对利润有明显的释放。我们假设公司2024年收单流水下滑幅度收窄至10%，以0.02%的提价幅度测算，提价带来的增量收入约为3.5亿元，假设经销商分成比例50%，则仍剩余1.75亿纯利润增量；2023年公司收单业务净利润3.83亿元，因此提价可使得公司释放近50%收单业务利润空间。若行业逐步恢复至1%左右较为健康的费率水平，以公司的流水规模测算可释放的利润空间则更加可观。

表：公司收单业务流水收入弹性空间测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收单流水（万亿元）	1.2	2	2.6	1.94	1.75	1.83	2.02
yoy（2024年起假设公司以10%增速逐渐恢复）		67%	30%	-25%	-10%	5%	10%
收单业务收入（假设2024年及往后保持2024H1费率，单位：亿元）	15.60	23.70	30.60	25.83	26.20	27.51	30.26
费率提升0.02%的增量收入（亿元）	2.4	4.0	5.2	3.9	3.5	3.7	4.0
1%费率下的增量收入（亿元）	8.40	16.30	21.40	12.97	8.72	9.16	10.07

2.4.1、公司成长性：2023年前收单流水增速远强于行业，2023年因牌照影响短暂承压

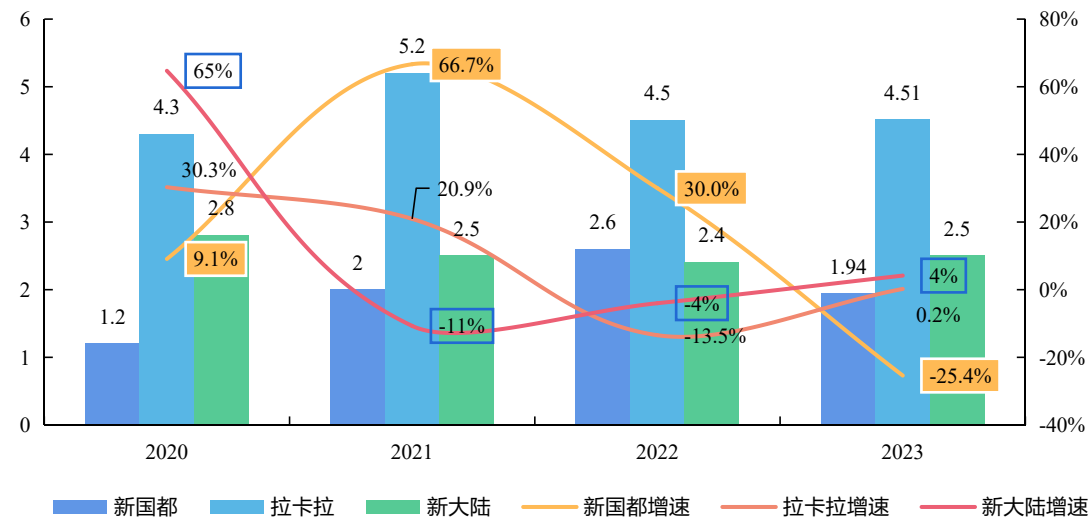
- 牌照续展影响前公司流水增速远领先于行业，2022年公司收单业务增长迅速，主要原因系公司2021年实行的“红海计划2.0”，加强商户收单服务投入和手续费补贴，与超过60家商业银行以及城商行达成总对总合作。
- 2023年7月，嘉联支付牌照成功续展，影响公司收单业务运营的关键风险消除。借此契机，嘉联支付逐步加大代理商渠道投入，完善国内直营网络建设、深化银行机构合作，2023Q4嘉联支付收单产品线大批量出货，12月份月度交易流水实现环比增长。截至2023年底，嘉联支付已经与400家银行达成合作，覆盖国有银行、股份制商业银行、城商行及农信社等。考虑到公司前期展现出来的强竞争力，我们认为公司收单流水有望恢复到常态化高增水平。

表：我国银行卡收单榜Top机构

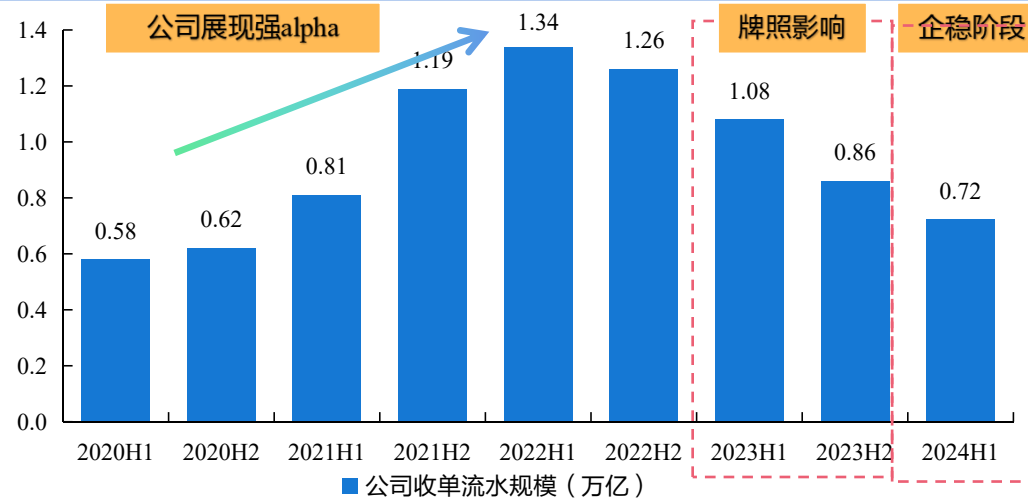
2023排名	2022排名	2021排名	2020排名	机构
1	1	1	1	银联商务
2	2	2	2	拉卡拉
6	3	5	18	嘉联支付（新国都）
7	4	6	6	银盛支付
3	5	3	12	国通星驿（新大陆）

评委会为ShowFin智库、TOP100、支付百科、热浪财经；评测依据为：体量指数、创新指数、潜力指数、品牌指数。

图：公司及其他头部收单机构收单流水对比（万亿元）



图：公司收单流水变化情况

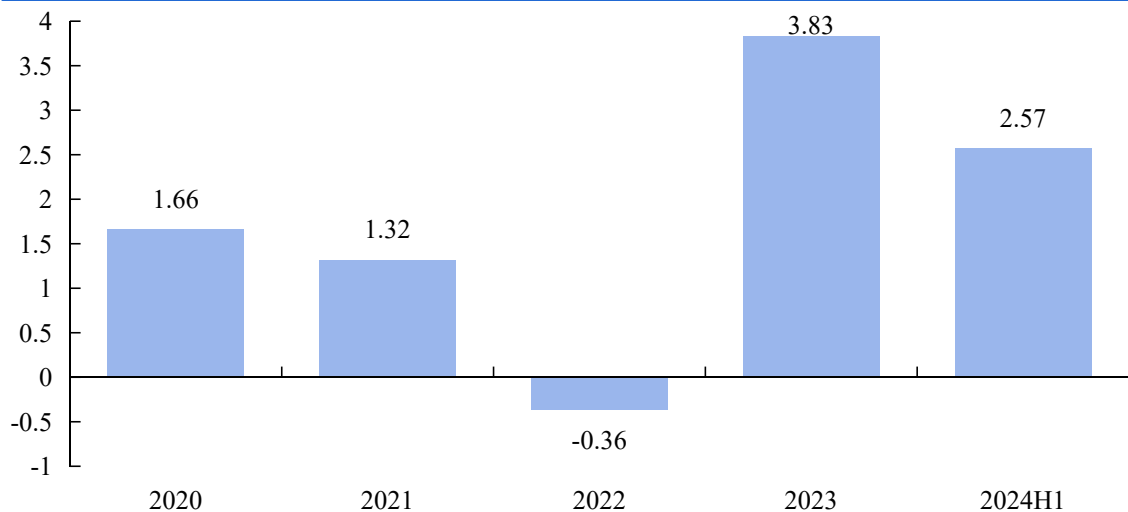


2.4.2、公司成长性：建设直营团队加强渠道覆盖能力，收单业务盈利能力大幅提升

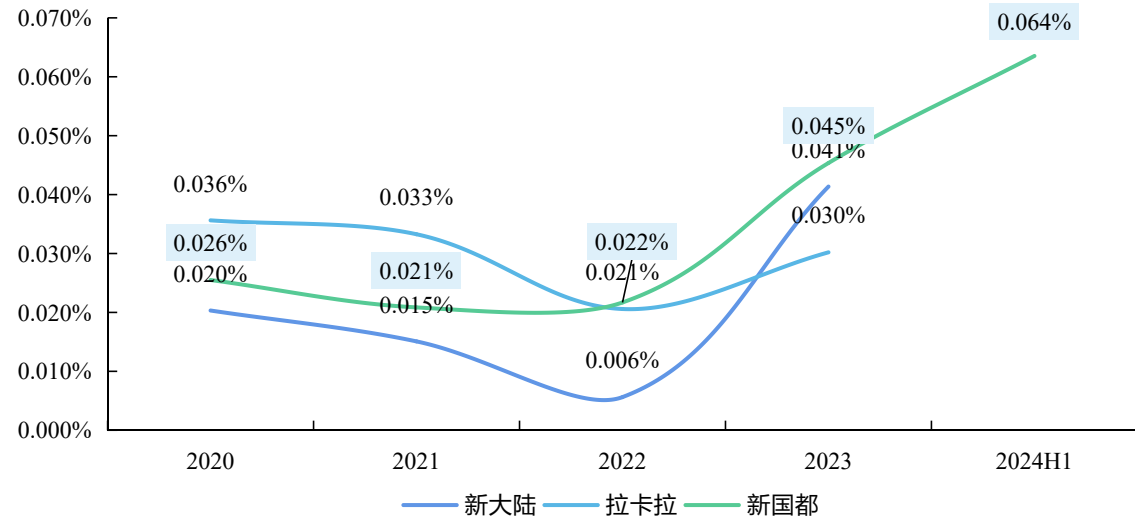
■ 控制分销商渠道成本，收单业务盈利能力直线提升

- ✓ 公司持续扩展分公司建设直营团队，提升渠道覆盖能力。截至2023年底，嘉联支付分公司数量达到36家，直营渠道覆盖全国178个城市，初步建成覆盖全国的直营网络。
- ✓ 收单业务盈利能力持续提升。2024H1嘉联支付收单净费率（毛利润/流水）为0.064%，较2022年近乎3倍提升。2024H1收单业务毛利率42.38%，自2023年以来持续加速提升，公司持续调整并优化经营策略，不断提升商户支付服务质量，积极拓展数字化服务场景。2024H1嘉联支付净利润2.57亿元，继2023年3.38亿元后，持续维持高速增长。

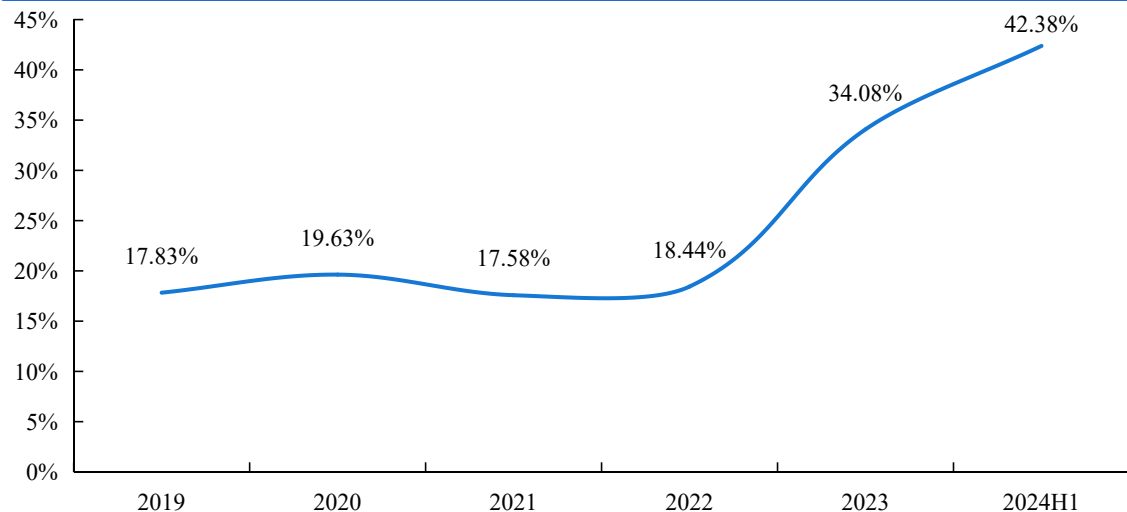
图：嘉联支付净利润（亿元）



图：公司收单净费率与友商对比（收单业务毛利/收单流水）



图：公司收单业务毛利率快速提升



2.4.3、公司成长性：数字化场景服务逐步向系统化、平台 SaaS 化模式演变

- 嘉联支付通过自研以及与行业知名的 SaaS 厂商合作等方式为多个行业及不同应用场景的合作伙伴及商家提供针对性的行业解决方案。2023年嘉联支付围绕商户门店场景，提供到店前、到店中、到店后全方位商户 SaaS 解决方案，目前已经推出嘉联云店等多个行业 SaaS 解决方案，覆盖餐饮、零售、教培、物业停车、美业、加油、景区、购物中心等十几个行业。

图：智慧云店餐饮SaaS

嘉联云店是由嘉联支付自主研发的一款集扫码点单、PC 前台点单、平板点单、自营外卖、会员营销、数字营销的一体化轻量级智慧门店餐饮SaaS系统。帮助商户优化用户体验、提高经营效率，帮助商家快速搭建专属小程序，助力商家经营数字化流量升级。



开通商户：	交易笔数：	交易金额：
10012 户	1283 万笔	10 亿+元

图：嘉联智慧教培缴费

嘉联智慧教培缴费管理系统是面向校园收费业务需求、智慧管理需求以及消费者缴费方式互联网化的发展趋势，通过公众号开放平台与传统线下收费渠道相结合，为各行业机构提供便捷、高效、安全的聚合收费、智慧管理于一体的在线缴费系统。以互联网+移动支付技术帮助学校提升收费效率，缩短收费周期，降低现金流管理风险。



开通商户：	交易笔数：	交易金额：
2329 户	317 万笔	21.3 亿元

图：嘉联智慧零售

嘉联智慧零售解决方案，为零售实体商户提供数字化经营管理，系统通过进销存管理，全渠道营销，多平台获客，私域流量运营，供应链协同，财务一体化，以及小程序，扫码购，线上商城等工具，为各类零售业态进行数字化赋能，助力实体商户完成数字化转型。



开通商户：	交易笔数：	交易金额：
4450 户	1.52 亿笔	61.25 亿元

图：嘉联智慧收银台

嘉联智慧收银台为全行业商户提供便捷收银模式，支持自定义收银，自定义小票打印，预授权收款、预授权完成与撤销、扫一扫收款、交易退款，收银员管理，员工交接班，收银方式切换等，为商户减缓收银压力，快速结算告别收银拥堵，解放前台收银员双手，节省人力、提高收款效率。



开通商户：	交易笔数：	交易金额：
13623 户	2.15 亿笔	109.6 亿元

图：智慧美业

嘉联智慧美业解决方案，为美业门店构建数字化、规范化业务流程管理；同时提供多种高效实用的营销玩法及拓客工具，快速提升业绩及盈利能力。



开通商户：	交易笔数：	交易金额：
177 户	109.4 万笔	9854 万元

图：智慧生活服务

嘉联智慧生活服务解决方案，为各类生活服务门店提供集会员管理、营销管理、商品管理、门店管理等于一体的智慧门店系统，实现营销多元化、顾客数据资产化。



开通商户：	交易笔数：	交易金额：
84 户	76.3 万笔	4579 万元

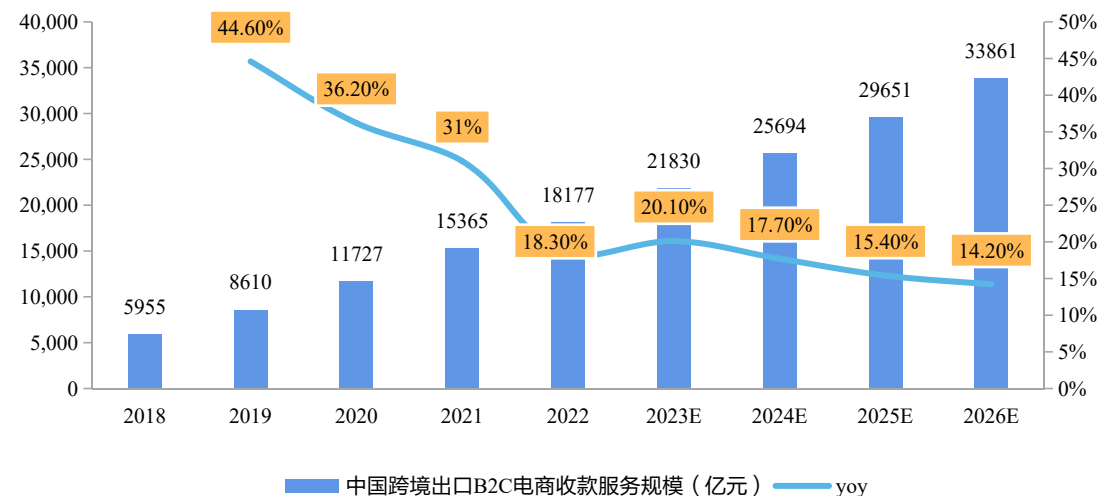
2.4.4、公司成长性：布局跨境支付及海外收单业务

- 2023年公司大力推动支付服务出海战略，成立跨境事业群，负责海外市场收单业务和跨境支付业务的开展。截至2023年底，公司跨境事业群基础团队已经组建完毕，面向跨境及海外市场的支付服务产品体系已经初步搭建完成，并实现了首笔海外本地交易收单。同时，公司也在围绕跨境电商、跨境贸易等场景积极布局支付服务业务，新推出的跨境支付产品 Paykka 已支持 10+全球主流币种的收款业务以及全球 150+币种的收单业务。
- Paykka作为新国都旗下的跨境支付品牌，已推出海外本地收单、B2B外贸收款等一系列创新产品，目前均取得显著进展。①Paykka海外本地收单业务正在快速拓展，为欧洲当地商户提供便捷、高效的支付解决方案；②B2B外贸收款业务也迎来开门红，产品上线不久便实现首笔入账，为业务的后续发展奠定了坚实基础。2023年3月Paykka成功中标某头部银行跨境回款业务服务项目，同时Paykka积极推广总对总模式，成功与一家服务于政府外贸综合平台的公司开展业务合作，共同为跨境企业提供一站式支付解决方案，有助于Paykka进一步拓宽业务渠道。2024年4月，Paykka成功获得香港海关颁发的MSO牌照，标志着公司在跨境支付领域得到了又一里程碑式的认可。此前，新国都已获颁卢森堡PI牌照、美国MSB牌照及国内银行卡收单牌照等多项资质，MSO牌照的获得进一步完善集团牌照版图，全面提升在全球支付市场的竞争力。

图：公司跨境支付及海外收单业务



图：中国跨境出口B2C电商收款服务规模及预测

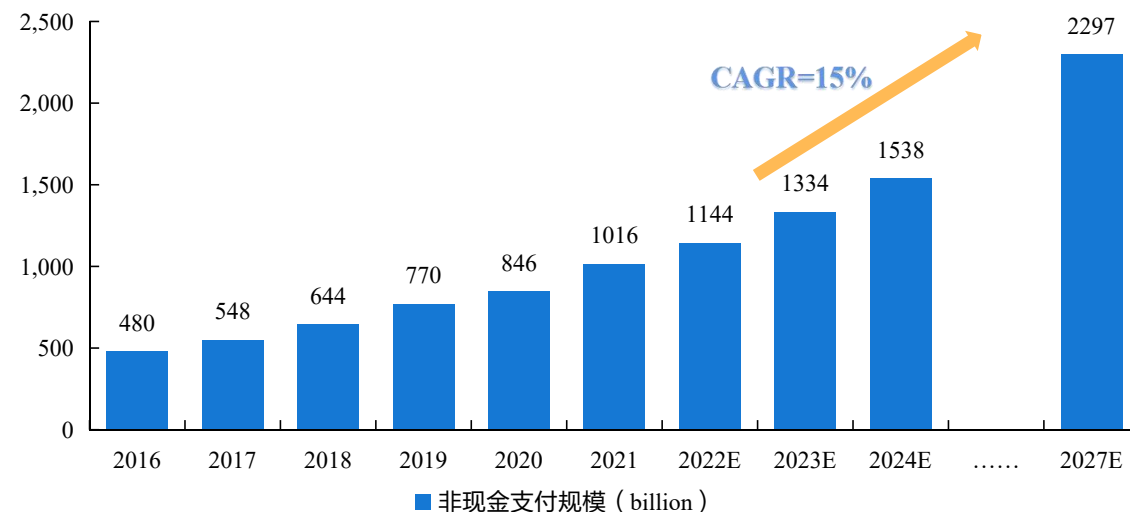


三、支付终端：充分把握出海机遇，国内鸿蒙生态空间广阔

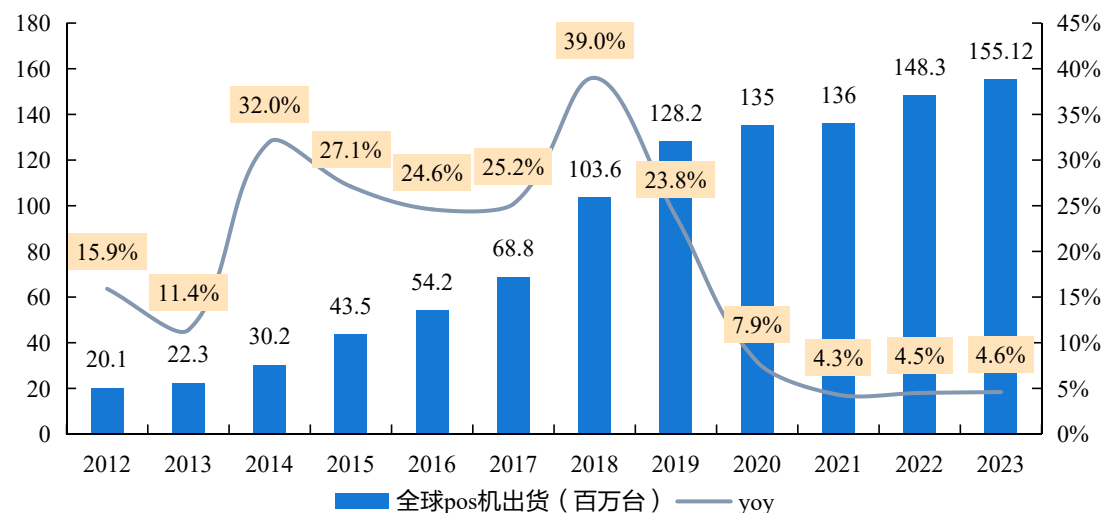
3.1.1、全球市场：POS机出货稳定增长，2023年出货约1.55亿台，同比+4.6%

- **全球POS机出货维持稳定增长。**根据第三方机构Capgemini预测数据中，全球非现金支付2022-2027年CAGR为15%，2027年规模预计达2.3万亿美元。根据尼尔森及ABI Research数据，2023年全球POS机出货达到1.55亿台，同比增长4.6%。
- **全球pos机市场规模：**不同第三方机构对全球POS终端软硬件2022、2023年市场规模统计约为700-950亿美元，到2030年前后的 CAGR 约为8%-10%。

图：全球非现金支付规模（十亿美元）



图：全球POS机出货量及增速



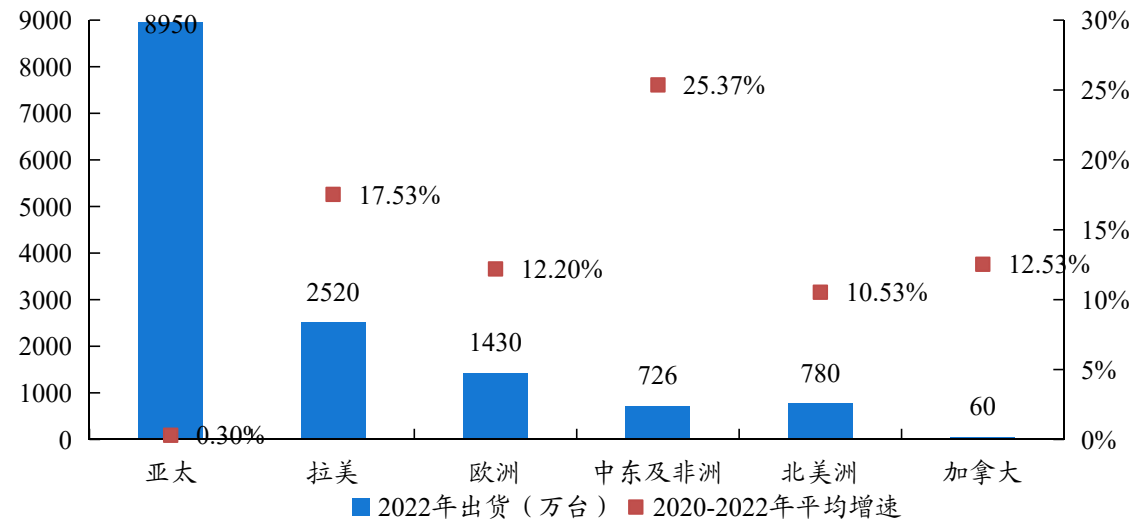
图：三方机构对全球POS市场规模预测（亿美元）

机构	市场规模（起始年份）	市场规模（预测年份）	CAGR
Grand view research	944(2022A)	1786.49(2030E)	8.30%
Fure market insight	737 (2022A)	1804 (2032E)	9.40%
Mordor intelligence	922.3 (2023E)	1398 (2028E)	8.68%

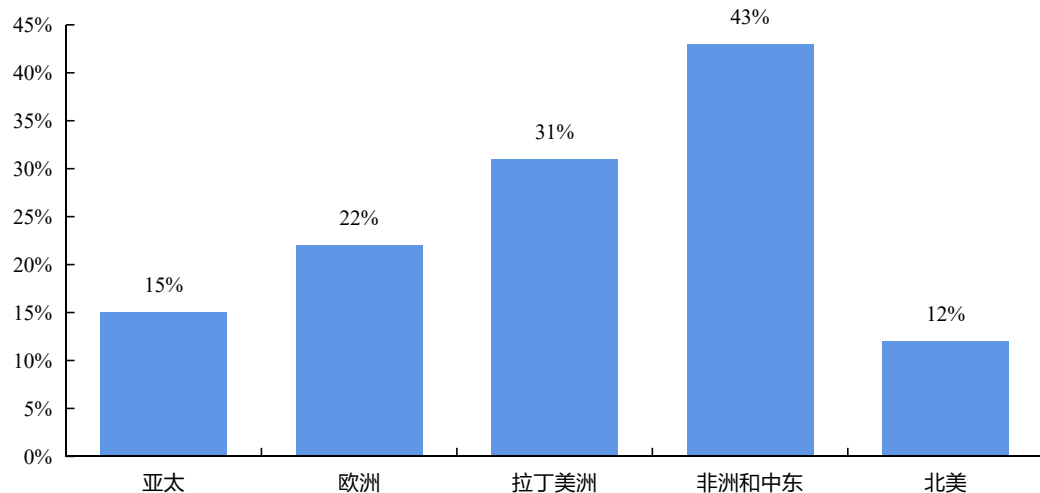
3.1.2、全球市场：亚洲外多个市场POS机出货增速较高，可渗透空间大

- 亚太地区POS机出货量最高，但欠发达地区移动支付有较大渗透空间。
- ✓ 从POS机出货增速上透视未来市场机会：从2020-2022年平均出货增速上看，中东&非洲、拉美等欠发达地区POS机出货增速约在17%到25%，欧洲、加拿大等地区出货增速同样较高。
- ✓ 从支付方式上验证POS机可渗透空间：从支付方式上看，欠发达地区尤其是非洲&中东现金使用率数倍于发达地区，非现金支付存在较大渗透空间。FIS预计2026年非洲地区数字钱包渗透率较2022年将接近翻倍，逐步取代当前现金为主的支付方式。

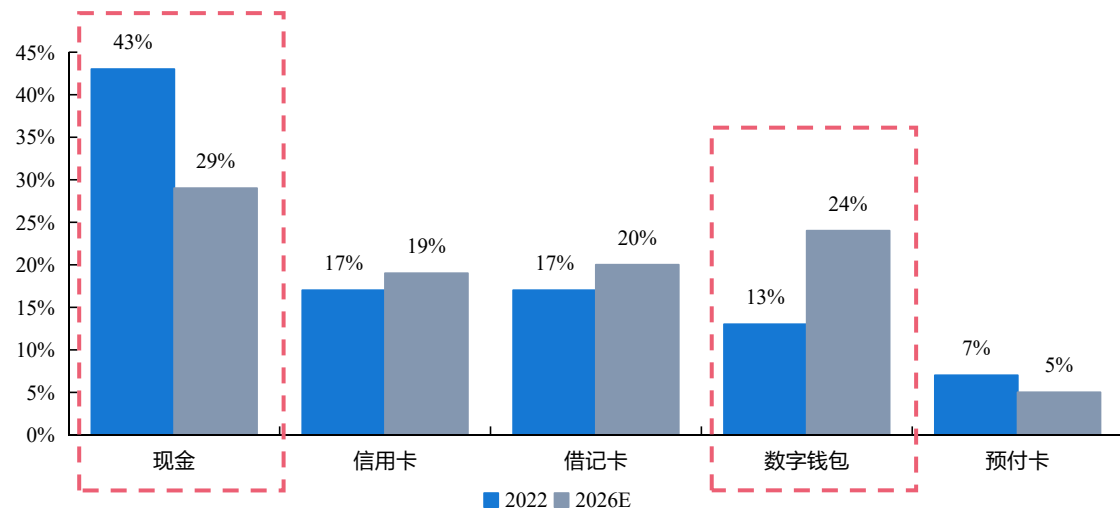
图：欠发达地区POS机出货增速处于领先地位



图：销售点支付中非洲及中东现金使用率最高



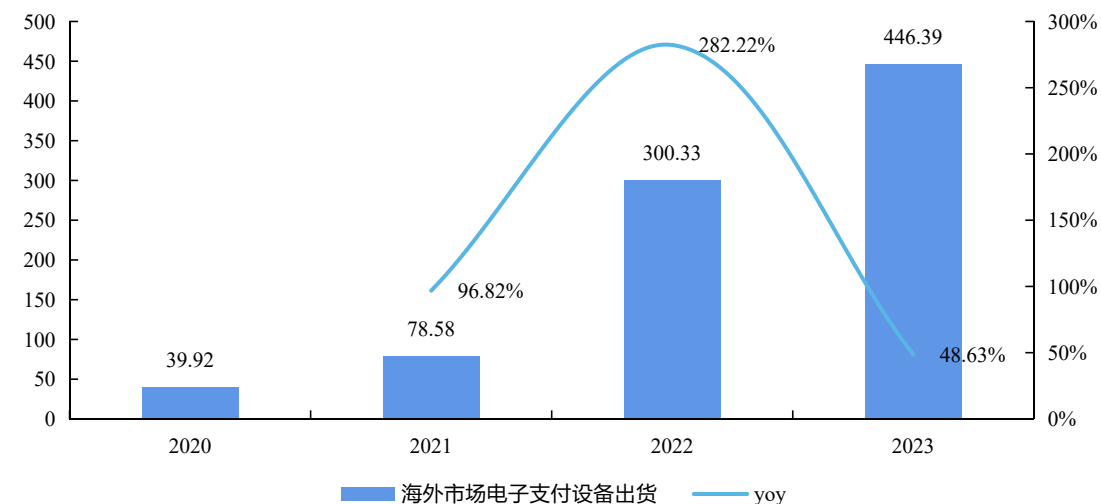
图：FIS预计中东&非洲数字钱包将逐步取代现金支付（由于重复计算总数可能不等于100%）



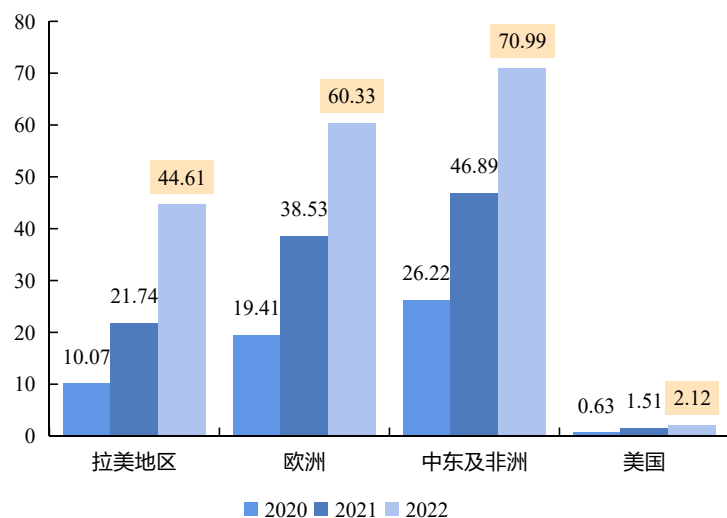
3.2.1、出海：公司积极把握中东&非洲、欧洲、拉美等市场，全球出货高速增长

■ 公司充分把握海外低渗透地区的市场红利。2023公司海外出货446.39万台，同比+48.63%，2020-2023年CAGR124%。据尼尔森报告数据，2022年公司在拉美/欧洲/中东&非洲/美国地区出货44.61/60.33/70.99/2.12万台，市占率分别为1.77%/4.22%/9.78%/0.27%；位居当地出货排名的第12/8/4/22位。从成长性上看，2020-2022年，公司在拉美/欧洲/中东&非洲/美国地区出货复合增速为111%/76%/65%/83%，排名上升7/3/10/0位。

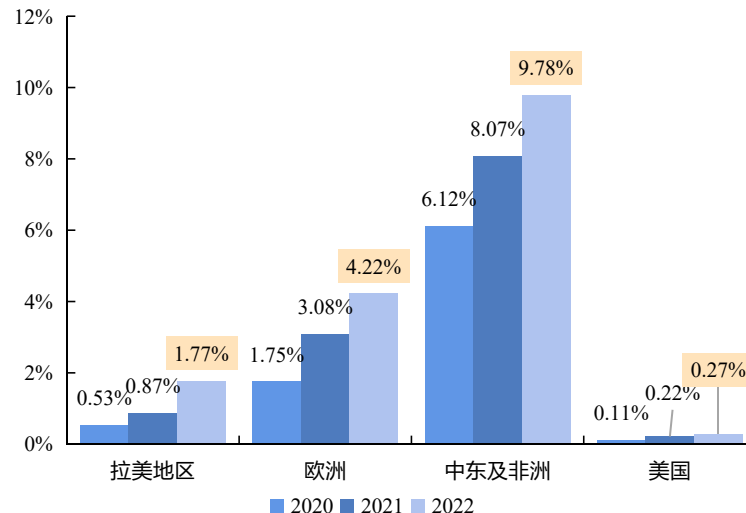
图：电子设备出海维持高增（万台）



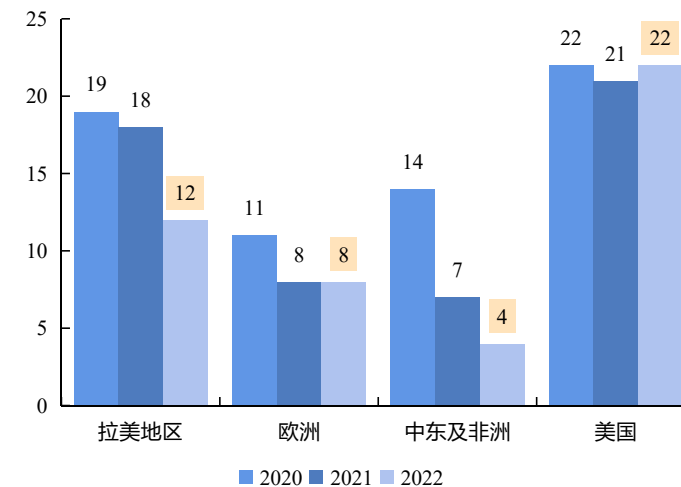
图：公司在海外各地区出货量（万台）



图：公司在海外各地区市占率



图：公司在各地区出货排名

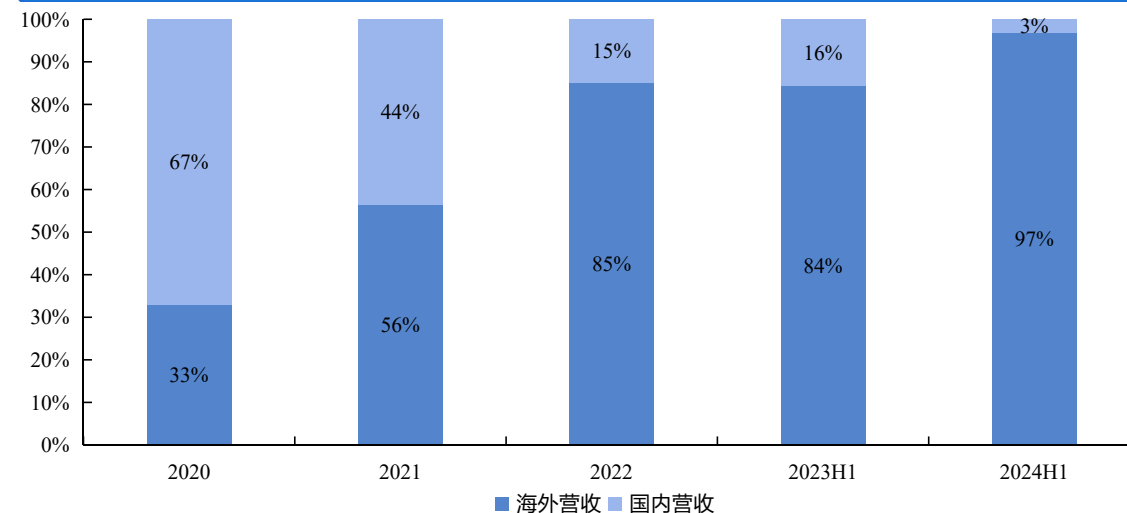


3.2.2、出海：出海设备单价为国内3倍以上，带动支付设备盈利能力稳步上行

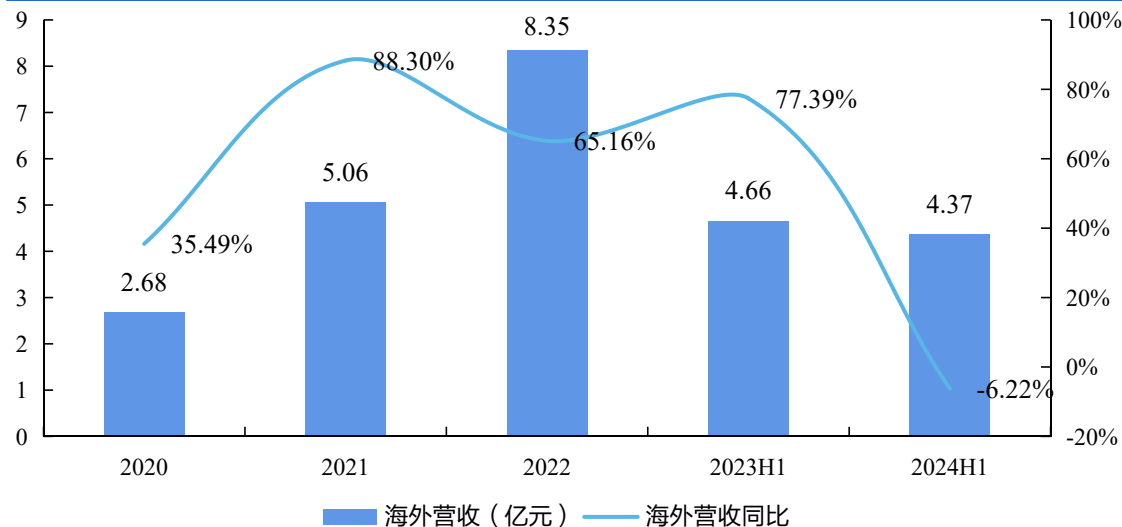
■ 海外高单价市场带来更大的发展机遇。

- ✓ 电子支付设备市场向海外转移；2024H1公司海外电子支付设备营收为4.37亿元，同比-6.22%，占电子支付设备总营收达到97%。公司在欧美日海外高端市场取得明显突破，2024H1营收突破1亿元，同比增长近50%。
- ✓ 海外市场带动电子支付设备毛利率稳定提升；2023年公司电子设备毛利率为45.45%，同比+6.48pct；我们测算得海外设备单价为国内的3倍以上，主要原因系公司在海外销售的机型中智能POS机、移动POS机占比超9成，我们预计随着公司加大对海外市场的拓展，电子支付设备的盈利能力或将持续攀升。

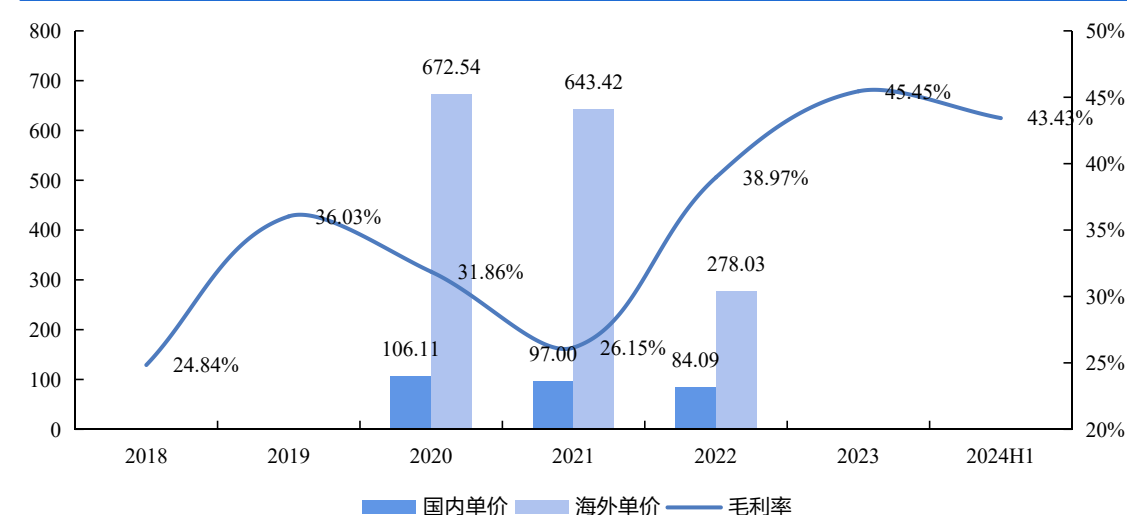
图：电子支付设备海内外营收占比，2024H1海外高达97%



图：公司电子支付设备出海营收



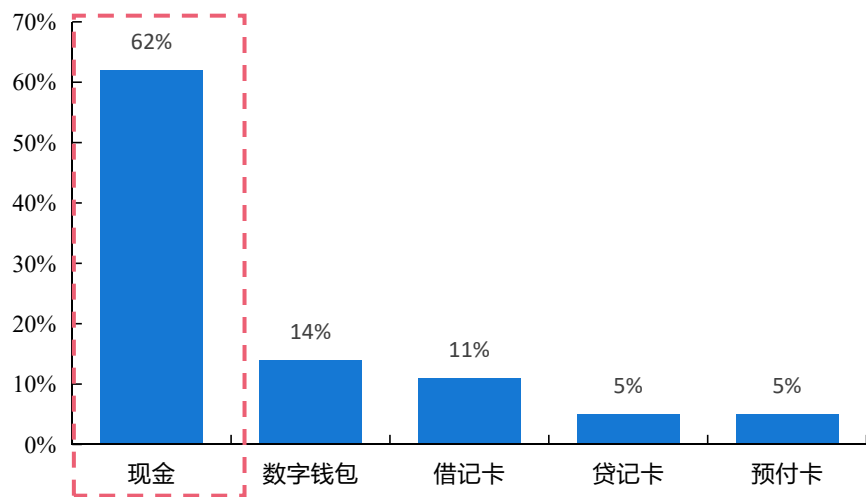
图：海外高单价市场带动公司支付设备毛利率提升（左：元/台；右：%）



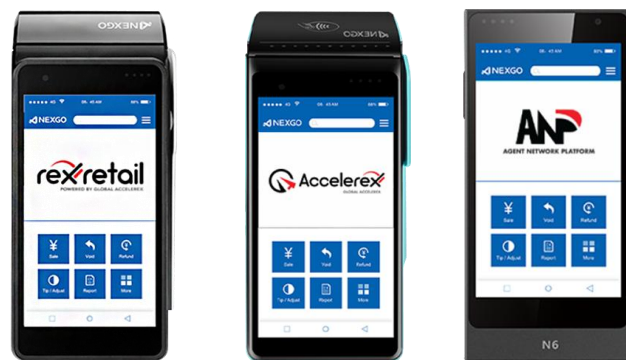
3.2.3、出海：深耕当地头部客户，出货增长可持续性较强

- 公司加速海外市场的本地化交付，表现出强劲的市场拓展能力及成长可持续性。
- ✓ 以非洲尼日利亚为例：尼日利亚人口超2亿，是非洲人口最多的国家，其中25岁以下年轻人占比高达60%，截至2022年6月互联网用户超过1.5亿，互联网普及率约为70%，市场发展潜力较大。公司在尼日利亚的客户之一Accelerex，是尼日利亚领先的金融科技公司，也是实体支付渠道第一大服务提供商，为尼日利亚所有商户收单银行提供服务，拥有超过10万个活跃的支持渠道。2022年Accelerex被英国《金融时报》评为非洲发展最快的公司之一，近年绝对增长率为120%，CAGR 30.3%。公司与Accelerex的合作超过10年，主要合作产品包括公司N3、N5、N6智能POS机。
- ✓ 以非洲埃及市场为例：FawryPay是埃及领先的支付平台，拥有超过22.5万个服务网点和渠道，为用户提供账单支付和电子钱包等金融服务。FawryPay与公司合作产品主要包括N5智能POS机，凭借运行平稳，备件可用，维护简单的优势，合作持续近4年，且持续平稳运营中。

图：2022年尼日利亚的销售点支付仍以现金为主



图：与Accelerex合作的智能POS机



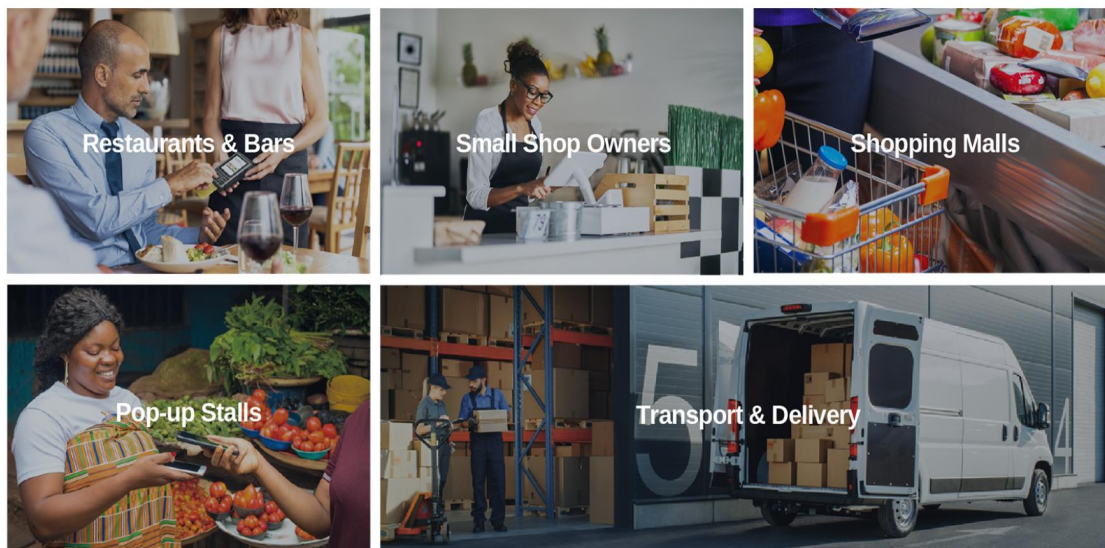
图：与FawryPay合作的智能POS机



3.2.4、出海：打造SoftPOS、NEXGO Cloud新业务增长点

- SoftPOS是一种基于软件的解决方案，可以将智能手机、平板电脑或其他 COTS（商用现成）移动设备转变为安全的支付接收设备。SoftPOS 仅依靠软件和支持NFC的COTS移动设备，代替非接触式支付终端，适用于任何非接触式和移动钱包支付渗透率高的市场。从市场空间上看，SoftPOS为包括中小商户在内的群体提供了比传统POS终端更好的解决方案；以欧洲为例，欧洲有5000万商家以及1700万POS机安装数，约有3500万微型和小型商家能从SoftPOS中受益，叠加智能手机100%普及率以及90%非接触卡普及率，SoftPOS发展前景十分广阔。
- NEXGO Cloud是一个基于云的服务平台，提供all-in-one式的服务，其主要功能包括：①可实现将密钥即时、远程注入客户现场数千个POS终端；②OTA升级，实现远程应用推送；③在NEXGO IoT中简便配置支付流程。NEXGO Store面向市场所有开发者和商家，新国都作为全球第四大POS终端供应商，在100多个国家和地区部署了超6.8千万个终端，庞大的用户群为程序开发者提供的广阔的发展空间。

图：SoftPOS适配小店主、购物中心等多场景



图：NEXGO Cloud——一个基于云的综合基础服务平台



3.3、国内市场：鸿蒙设备加速推进，中期鸿蒙POS机空间可达数十亿元

国内POS机当下可预见的增量机会——鸿蒙生态加速发展

- ✓ **深度绑定鸿蒙生态：**2023年1月子公司“新国都支付”签署OpenHarmony生态使能合作协议，已先后发布了多款已通过OpenHarmony兼容性测评的金融商用设备产品，包括一体化收款云喇叭KD58、财神云闪付终端KD60。公司基于Open Harmony开发打造首款国产化“金融终端操作系统” N82轻量智能POS机落地，首次实现真正的自主可控，打破Android/Windows等在金融终端操作系统的常年垄断地位，同时金融级安全增强，性能卓越，达到国际领先水平。
- ✓ **鸿蒙POS机替换空间广阔：**2023年第三季度我国存量POS4304万台，一方面假设2024-2027年复合增速为1%-3%，另一方面假设当前鸿蒙POS渗透率为5.5%，2027年渗透率为15%-30%，以智能pos机单价700元/台测算，2027年鸿蒙pos机市场空间约达47-102亿元；我们认为公司作为国产POS机领先厂商，有望充分受益鸿蒙生态设备的加速增长。

图：公司鸿蒙OS轻量POS机 N82



表：鸿蒙POS机可替换空间测算

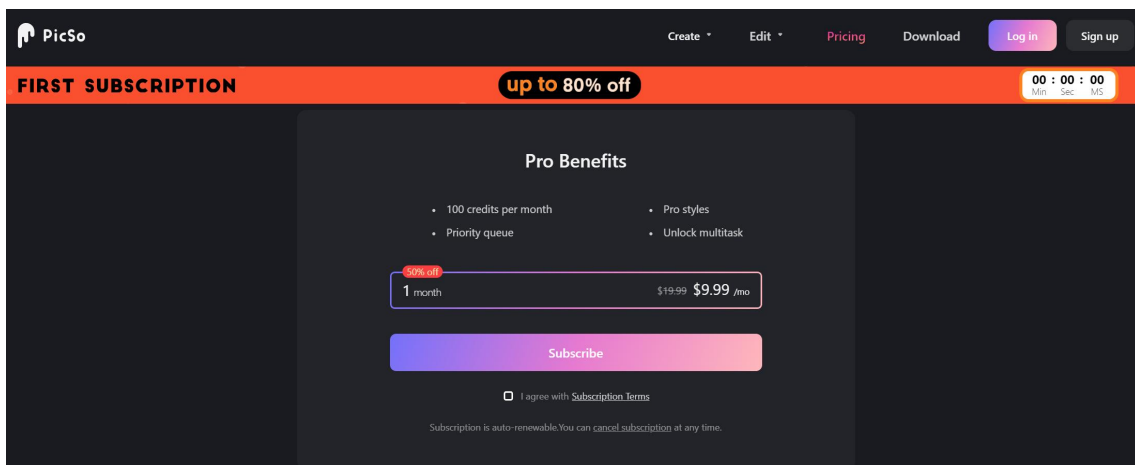
	2021	2022	2023Q3	2027E
乐观假设					
国内存量POS机（万台）	3893.6	3556.1	4304.3		4844.53
增速	2%	-9%	21%		3%
鸿蒙OS渗透率			5.50%		30%
替换数量（万台）			236.74		1453.36
市场空间（亿元）			16.57		101.74
中性假设					
国内存量POS机（万台）	3893.6	3556.1	4304.3		4479.07
增速	2%	-9%	21%		1%
鸿蒙OS渗透率			5.50%		15%
替换数量（万台）			236.74		671.86
市场空间（亿元）			16.57		47.03

四、AI：海内外广泛布局，国内发布首款AI“数字员工”

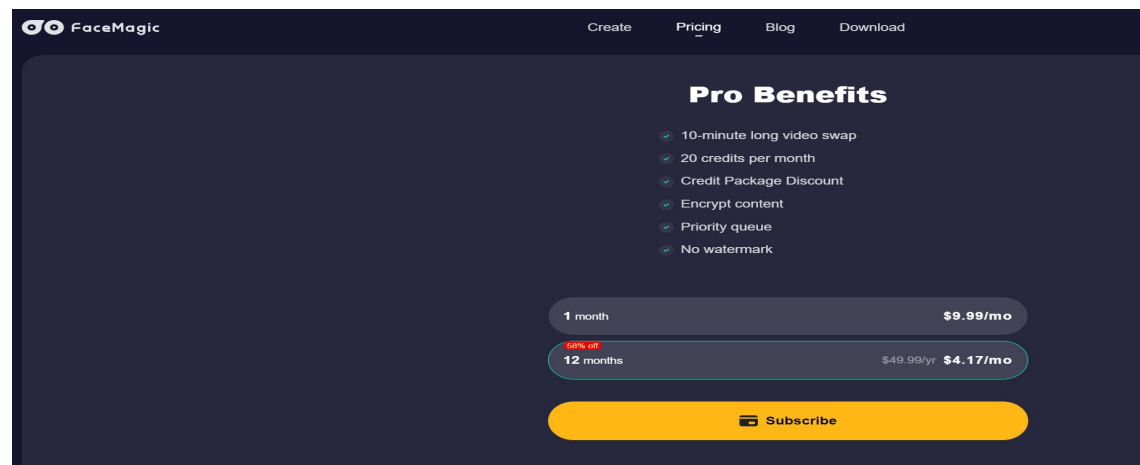
4.1、海外AI产品：旗下3款多模态AI应用产品，用户遍布全球

- 公司当前有3款成熟的AI多模态产品，Picso、Facemagic、Meboom，用户广泛分布于全球。
- ✓ **PicSo**：一款AI艺术生成器，通过AI算法分析用户输入文本或者图像从而生成艺术作品，Picso支持PC和移动设备（Android+IOS）访问，订阅价格为\$9.99/月；据点点数据，截至2024年3月Picso全球累计下载量超过100万+次。
- ✓ **Facemagic**：一款AI换脸应用程序，可以交换视频中的面孔，订阅方式可以分为按\$9.99/月和\$49.99/年；据点点数据，截至2024年5月全球下载量超过100万+次。
- ✓ **Meboom**：一款艺术形象生成器，通过上传照片、选择风格并输入文本提示，即可获得定制化的AI形象；Meboom可在App Store 和 Google Play 上下载。

图：Picso订阅费用



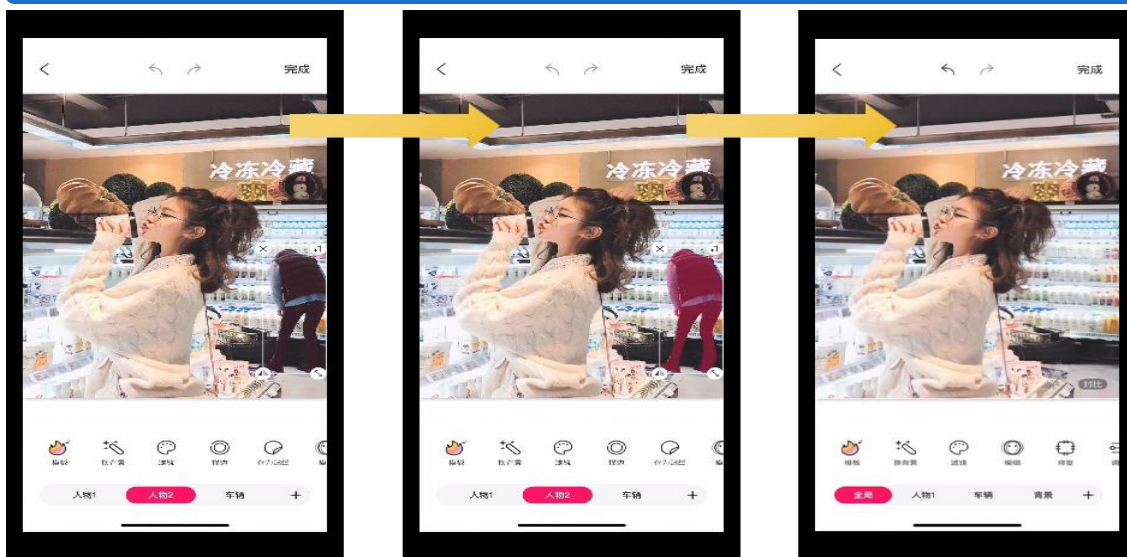
图：Facemagic订阅费用



4.2.1、国内AI布局：合作前华为算法科学家成立AI子公司，布局国内AI产业

- 基于海外市场成熟的产品经验，合作国内AI应用厂商成立子公司加速国内市场布局
- ✓ 联合前华为算法科学家：2023年10月，公司公告与上海卫莎网络共同出资设立上海拾贰区信息技术有限公司，新国都智能持股51%。上海卫莎是一家专注于前沿AI技术研究及应用的科技公司，成立于2017年4月，由前格瓦拉产品合伙人蔡天懿和上海交通大学-Versa脑科学与AI实验室主任、前华为海思算法科学家赵维杰联合创立，其AI技术以类脑计算理论为内核，构建概念网络，用更为接近人脑的学习方式，为用户提供简单、快捷、高效的AI工具，解锁图像、视频、音乐等各种复杂的应用场景。
- ✓ 上海卫莎：该公司先后推出“马卡龙玩图”、“不咕剪辑”等热门AI图像及视频创作工具。其中“马卡龙玩图”是国内首款单体智能识别AI视觉创作APP，曾荣获2018年苹果App Store中国区年度最佳应用。2020年推出的“不咕剪辑”以人工智能视频抠像分轨作为核心功能，较大提升了视频作者的创作效率，成为哔哩哔哩官方推荐视频创作工具。此外，上海卫莎推出的Versa Open API平台，可为开发者们与企业用户提供多种图片API接口如风格渲染、人像分割、智能填充等，并为企业提供定制化服务。

图：“马卡龙玩图”APP实现单体智能识别



图：“不咕剪辑”具有AI动态追踪等多项独有功能



4.2.2、国内AI布局：推出首款AI“数字员工”产品，致力于发展通用领域的AI Agent

■ 致力于发展AI Agent，有望形成新增长极。

- ✓ **合资AI子公司：**双方合资公司将建立独立的人工智能研究团队，致力于研发通用智能体（General Purpose AI Agent）技术，发展多模态AI，与其他系统及应用工具进行交互，不断完善非结构化知识系统、数字员工的自主学习和任务完成能力，发展金融业、零售业等新的行业客户，为新客户提供知识管理和问题解决的通用方案。
- ✓ **发布首款AI Agent产品。**2024年3月，双方合资公司上海拾贰区发布首款AI“数字员工”（AI Agent）产品，该产品是一款通用智能体（General Purpose AI Agent）产品，能够在不同企业和商户场景下，提供人工智能“数字员工”服务。产品基于企业私有化部署的GPT模型，通过企业数据的导入和训练，可以根据企业管理各模块的需求，生成不同功能的“数字员工”，例如人事“数字员工”、数据处理“数字员工”、客服“数字员工”、设计“数字员工”、AI短视频剪辑师等，从而大幅解放企业生产力，有效降低成本。在用户交互上，该产品创新性地采用了CUI（conversational user interface）交互方式，用户可以像与真人聊天一样，通过不同的聊天窗口，同时与多个数字员工进行工作的交流和任务的分配。

图：AI数字员工提供HR数字员工服务



图：AI数字员工提供视频剪辑服务



五、盈利预测和估值

5.1、各业务收入预测

- ✓ **电子支付设备：**公司2023年电子支付设备营收9.93亿元，我们预计公司支付设备出海加速，带动整体电子支付设备营收高速增长，预计2024-2026年公司电子支付设备营收10.25/11.30/12.47亿元，同比增长3.2%/10.25%/10.34%；
- ✓ **收单业务：**2023年公司收单业务收入25.83亿元，同比下滑15.55%；我们认为，随着行业费率逐步提高，叠加牌照影响消退，公司收单流水有望逐月恢复，预计2024-2026年公司收单业务收入26.48/30.48/35.46亿元，同比增长2.5%/15.12%/16.32%。

表：公司营收预测（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收总额	3801.26	3949.94	4528.58	5239.46
yoy	-11.94%	3.91%	14.65%	15.70%
1) 电子支付产品销售收入	993.49	1025.28	1130.37	1247.25
yoy	1.20%	3.20%	10.25%	10.34%
毛利率	45.45%	46.00%	47.00%	48.00%
2) 收单服务及其他收入	2583.49	2648.08	3048.47	3545.98
yoy	-15.55%	2.50%	15.12%	16.32%
毛利率	34.08%	42.12%	43.30%	44.21%
3) 其他	224.29	276.58	349.74	446.24
yoy		23.32%	26.45%	27.59%

5.2、可比公司估值

- ◆ **投资建议及评级：** 公司是国内第三方支付领先企业，公司第一大主业收单业务逐步恢复叠加提价红利显现，第二大主业电子支付产品稳定增长，我们预计2024-2026年公司营业收入39.50/45.29/52.39亿元，归母净利润分别为5.87/10.88/13.42亿元，EPS分别为1.05/1.94/2.39元，当前股价对应PE分别为17/9/8X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表：可比公司估值

股票代码	公司名称	归母净利润（亿元）			市值（亿元）	PE		
		2024E	2025E	2026E		截至2024/9/26	2024E	2025E
000997.SZ	新大陆	12.03	14.65	17.52	149.34	12.42	10.19	8.53
300773.SZ	拉卡拉	8.21	9.74	11.69	108.40	13.20	11.13	9.27
平均值						12.81	10.66	8.90
300130.SZ	新国都	5.87	10.85	13.40	101.13	17	9	8

- ◆ **线下消费增长不及预期：**公司收单业务与线下消费高度相关，覆盖餐饮、零售、美妆等细分行业，若线下消费增长不及预期可能影响公司收单业务收入；
- ◆ **行业合规风险：**收单行业面临严格的合规监管，若触及行业合规风险可能影响公司业务顺利开展；
- ◆ **行业竞争加剧：**行业竞争激烈，若竞争进一步加剧引发低价竞争可能影响公司盈利能力；
- ◆ **海外市场贸易风险：**公司支付设备大头收入来自海外市场，海外市场贸易风险可能对公司电子支付设备出海造成不利影响；
- ◆ **AI产品研发不及预期：**公司合作国内AI团队开发AI应用产品，若研发不及预期可能影响公司该部分产品创收能力。

新国都盈利预测表

证券代码： 300130

股价： 18.05

投资评级： 增持(首次覆盖)

日期： 20240926

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3640	3704	5099	6129	营业收入	3801	3950	4529	5239	每股指标				
应收款项	335	390	400	506	营业成本	2326	2184	2446	2772	EPS	1.44	1.05	1.94	2.39
存货净额	121	141	134	192	营业税金及附加	14	12	14	16	BVPS	7.74	8.57	10.39	12.65
其他流动资产	306	326	350	347	销售费用	287	320	331	393	估值				
流动资产合计	4403	4561	5983	7174	管理费用	243	265	286	335	P/E	16.8	17.2	9.3	7.5
固定资产	78	76	67	59	财务费用	-41	-55	-56	-76	P/B	3.1	2.1	1.7	1.4
在建工程	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	276	344	383	461	P/S	3.5	2.6	2.2	1.9
无形资产及其他	883	848	822	787	营业利润	774	990	1241	1470	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	104	150	150	150	营业外净收支	-3	-328	-3	-3	盈利能力				
资产总计	5469	5635	7022	8170	利润总额	771	662	1238	1467	ROE	18%	12%	19%	19%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	17	74	151	125	毛利率	39%	45%	46%	47%
应付款项	455	224	469	306	净利润	754	588	1087	1342	期间费率	13%	13%	12%	12%
合同负债	96	68	88	93	少数股东损益	-1	1	-1	0	销售净利率	20%	15%	24%	26%
其他流动负债	569	436	541	581	归属于母公司净利润	755	587	1088	1342	成长能力				
流动负债合计	1120	728	1098	980	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	-12%	4%	15%	16%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	1133	500	1505	1135	利润增长率	1,588%	-22%	85%	23%
其他长期负债	43	102	102	102	净利润	755	587	1088	1342	营运能力				
长期负债合计	43	102	102	102	少数股东损益	-1	1	-1	0	总资产周转率	0.82	0.71	0.72	0.69
负债合计	1163	830	1200	1083	折旧摊销	84	78	84	86	应收账款周转率	10.15	11.19	12.00	12.00
股本	557	560	560	560	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	12.98	16.67	17.78	16.97
股东权益	4306	4805	5821	7087	营运资金变动	315	-479	345	-277	偿债能力				
负债和股东权益总计	5469	5635	7022	8170	投资活动现金流	-42	-380	-9	2	资产负债率	21%	15%	17%	13%
					资本支出	-11	-353	-32	-24	流动比	3.93	6.27	5.45	7.32
					长期投资	-15	-46	0	0	速动比	3.60	5.73	5.10	6.86
					其他	-16	18	23	26					
					筹资活动现金流	666	-56	-101	-106					
					债务融资	0	46	0	0					
					权益融资	857	4	0	0					
					其它	-190	-105	-101	-106					
					现金净增加额	1758	64	1395	1030					

计算机小组介绍

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind金牌分析师团队核心成员。

分析师承诺

刘熹，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 计算机研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597