

计算机

2024 年 11 月 13 日

新大陆 (000997)

—— 低 PE 高增长的出海与提价

报告原因：首次覆盖

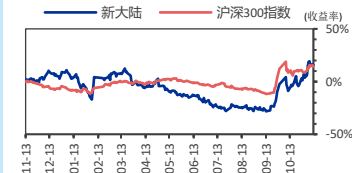
买入 (首次评级)

市场数据： 2024 年 11 月 12 日
收盘价 (元) 20.68
一年内最高/最低 (元) 22.00/11.85
市净率 3.1
股息率 (分红/股价) 1.06
流通 A 股市值 (百万元) 21,225
上证指数/深证成指 3,421.97/11,314.46

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 6.78
资产负债率% 41.58
总股本/流通 A 股 (百万) 1,032/1,026
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com

研究支持

罗宇琦 A0230124070004
luoyq@swsresearch.com

联系人

罗宇琦
(8621)23297818x
luoyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 本篇预期差：收单与商户服务的提价与出海、硬件海外营销本地化带来公司收入高增预期。
- 新大陆主营业务包括商户运营及增值服务（线下收单+商户服务，2024H1 收入占比 46%）、电子支付产品及信息识读产品（硬件终端，2024H1 收入占比 42%）、行业应用与软件开发服务（2024H1 收入占比 12%）。
- 预期差一：收单行业迎来拐点，从“内卷”到“提价”。2023 年，收单行业迎来拐点，行业由于监管的加强结束价格战，费率开始止跌回升。
- 价：预计收单仍有提价空间。1) 行业监管趋严，收单牌照不断减少，当前有“支付交易处理 I 类”牌照的公司仅 50 家（收单范围全国 29 家），2022 年尚有 61 家。2) 当前国内费率低位，中外对比，海外收单费率在 2.5% 以上，国内仅 0.6%（刷卡）、0.38%（扫码）。3) 公司 2023 年收购杉昊智能大力投入商户服务，差异化服务支撑单商户价值量上行。
- 量：流水结构双重优化。1) 商户结构：公司重视与银行、大型 KA 客户合作，2023 年月流水大于 50 万以上商户同比提升超 16%，2024H1 进一步提升；2) 支付方式：扫码支付净费率高于刷卡支付。扫码支付占比近 5 年均处于上升态势，2024H1 笔数、金额同比增长 2.6、4.6 个百分点。
- 预期差二：硬件出海，竞争力强、市场广阔。2022 年新大陆 POS 机具出货量全球第一。公司当前实行本土化、实体化营销策略，重点布局拉美、东南亚、欧洲。拉美地区，公司在巴西已经实现了较好增长。巴西以外，墨西哥、阿根廷人均终端量仅为巴西约 1/8，渗透空间大。东南亚、欧洲未来五年市场规模 CAGR 分别可达 16%、13%，随着公司团队组建完毕预计将复刻拉美地区高速增长。
- 主业聚焦，高毛利率业务占比提升。公司 2016 年收购国通星驿，从传统支付硬件终端切入线下收单+商户运营。新业务粘性高、毛利率高、潜在市场空间大，传统电子支付产品及信息识读产品爆发力强、海外毛利率高、潜在市场空间较大，其收入占比之和不断提升。
- 公司收入受消费影响较大，复苏期弹性强。公司商户结构中 70% 以上（零售类商户约 50%，餐娱类商户约 20%）属于社会消费品零售总额统计范畴，与该指标相关性较强。
- 2025 年 16x PE，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2024-2026 年新大陆实现收入 84.56、96.28、108.06 亿元，实现归母净利润 11.03、13.75、16.92 亿元，对应 2024-2026 年 PE 仅为 19X/16X/13X。采用 PE 估值法，参照可比公司估值，给予 2024 年 28x PE，目标市值 309 亿元。
- 风险提示：宏观经济恢复速度不及预期，消费复苏缓慢；商户增值服务推行不及预期；海外布局受地缘政治影响。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,250	5,573	8,456	9,628	10,806
同比增长率 (%)	11.9	-5.3	2.5	13.9	12.2
归母净利润 (百万元)	1,004	819	1,103	1,375	1,692
同比增长率 (%)	-	0.1	9.9	24.7	23.1
每股收益 (元/股)	0.99	0.81	1.07	1.33	1.64
毛利率 (%)	.	.	.	.	.
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	21		19	16	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2024-2026 年新大陆实现收入 84.56、96.28、108.06 亿元，实现归母净利润 11.03、13.75、16.92 亿元。采用 PE 估值法，参照可比公司估值，给予 2024 年 28x PE，目标市值 309 亿元。

关键假设点

a) 商户运营及增值服务：收单服务+经营服务

2021 年后，流水受到宏观环境较大影响，预计若宏观环境缓慢恢复，流水能超过 2021 年。综上，预计 2024-2026 年流水分别为 2.2、2.4、2.6 万亿元；

预计平均净费率 2024-2026 年分别为 0.122%、0.132%、0.137%；经营服务处于快速增长阶段，预计 2024-2026 年收入增速分别为 30%、25%、20%。

增值服务毛利率较高，随着增值服务收入占比提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 46%、46%、47%。

b) 电子支付产品及信息识读产品：国内+海外

预计国内 2024-2026 年收入增速为-5%、10%、8%；海外为 10%、12%、15%。

预计整体业务毛利率 2024-2026 年分别为 39%、41%、42%。

有别于大众的认识

预期差一：市场可能认为收单业务主要为交易额驱动

实际，2023 年为收单行业拐点，行业在强监管下出清，费率止跌回升，当前仍有一定上行空间。另一方面，部分商户增值服务不再免费提供，而是收取一定订阅费用，当前收入、ARPU 值双高增。当前，这一部分业务的盈利能力强于大众预期，若叠加消费复苏将实现量价双击。

预期差二：市场未充分认知支付行业出海的竞争力和空间

实际，1) 2022 年新大陆 POS 机具出货量全球第一，具有强竞争力；2) 海外 POS 机目标市场尚未饱和。公司当前重点布局拉美、东南亚、欧洲。拉美墨西哥、阿根廷人均终端量仅为巴西约 1/8，提升空间大。东南亚、欧洲未来五年市场规模 CAGR 分别为 16%、13%，随着公司团队组建完毕预计将复刻拉美地区高速增长。

股价表现的催化剂

社会消费品零售总额增速上行；支付行业费率进一步上行；商户服务 ARPU 值进一步提升；海外业务体量进一步提升；获得海外收单牌照

核心假设风险

宏观经济恢复速度不及预期，消费复苏缓慢；商户增值服务推行不及预期；海外布局受地缘政治影响

目录

1 支付行业全球领先，30 年行业深耕.....	6
1.1 业务：金融终端领域起家，切入收单业务协同发展	6
1.2 管理：稳定经营 30 年	9
1.3 弹性：收入受宏观影响较大，复苏期弹性强	9
2 收单+增值服务：两大费率提升逻辑	10
2.1 收单：流量型业务，竞争优势居前	10
2.2 提价逻辑一：行业出清，费率拐点已现	12
2.3 提价逻辑二：增值服务，商户价值上行	15
2.4 流水端：商户结构、支付方式结构双重优化	16
2.5 收单出海：政策、支付习惯拐点已现	17
3 支付硬件：海外营销加码，终端迭代升级.....	18
3.1 增长点一：出海已具规模，潜力地区本地化为增量	18
3.2 增长点二：支付终端升级，成熟市场仍有迭代需求	21
4 技术升级：AI 助力产品、服务能力提升	21
4.1 技术能力：支付、识读技术全域成绩亮眼	21
4.2 AIDC 与 AI 结合：扩展智能感知识别终端应用场景	22
4.3 大数据+云原生+AI：电信运营商服务能力全面升级	23
5 盈利预测和估值分析	24
5.1 盈利预测	24
5.2 投资分析意见	26
5.3 风险提示	26

图表目录

图 1：公司主要业务发展脉络	6
图 2：新大陆当前主要业务概览	6
图 3：公司历史收入增速证明硬件产品具有较强爆发力（单位：亿元，%）	7
图 4：业务收入结构优化，高质量业务占比提升	8
图 5：2021-2024H1 商户运营与增值服务毛利占比由 16%到接近 50%，毛利质量提升	8
图 6：公司股权结构图	9
图 7：公司商户结构中 70%的商户属于社会消费品零售统计范畴	9
图 8：新大陆近五年营业收入及增速	10
图 9：近五年社会消费品零售总额及增速	10
图 10：第三方支付行业中布局面向企业端的线下收单机构	11
图 11：收单机构处于行业中游	11
图 12：2023 年 A 股上市收单公司中新大陆收单流水仅次于拉卡拉（单位：万亿元）	12
图 13：2023 年 A 股上市收单公司中新大陆收单业务收入仅次于拉卡拉（单位：亿元）	12
图 14：行业结束价格战，费率开始提升	13
图 15：线下刷卡收单：商户端费率实行市场调节价	14
图 16：线下扫码收单：商户端费率实行市场调节价	14
图 17：公司 PaaS 平台服务商户数逐年提升（单位：万家）	16
图 18：24H1 行业整体流水负增长，但头部企业下降较少（单位：万亿元）	17
图 19：按商户规模划分，公司交易流水大客户比例在提升	17
图 20：2023 年全球电子商务支付方式，电子钱包已占主导	18
图 21：2023 年全球销售点支付方式，电子钱包已占主导	18
图 22：拉美出货量大幅提升，本地化布局已成熟可复制	19
图 23：墨西哥、阿根廷每千人对应 POS 终端仍有较大提升空间（单位：台） ...	20
图 24：得益于境外高毛利率产品收入占比提升，硬件整体毛利率不断提升	20
图 25：智能感知识别终端产品矩阵-公司 AIDC 领域新技术已完成产品化导入	22
图 26：公司为运营商及多个行业基于大数据平台提供支持服务	23

表 1：公司主要业务特性对比总结	8
表 2：2023 银行卡收单机构榜 TOP10	12
表 3：持有中国人民银行非银行支付机构《支付业务许可证》的机构数量不断下降13	
表 4：国通星驿公告手续费上限 2.50%，相较目前平均费率有较大上行空间	14
表 5：新大陆面向商家终端费率估计	15
表 6：欧美头部收单公司收单费率都在 2.5%以上.....	15
表 7：商户服务布局 2017 年已启动，大力布局多年，行业拐点坚定加大投入	15
表 8：2021 年度支付企业全球细分市场出货量排名	19
表 9：智能 POS 为商家提供更多业务支持	21
表 10：公司具备国际领先的技术能力和创新水平	21
表 11：AIDC 技术进展	22
表 12：收入预测汇总（单位：亿元）	24
表 13：费用预测汇总.....	26
表 14：可比公司估值.....	26

1 支付行业全球领先，30 年行业深耕

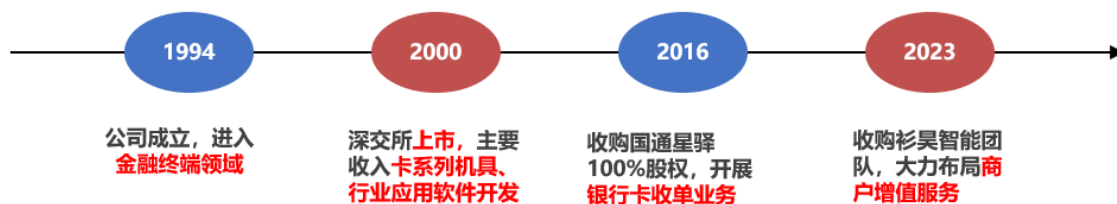
1.1 业务：金融终端领域起家，切入收单业务协同发展

新大陆是一家支付公司，公司目前业务主要包括：1) 硬件部分：支付与识别终端的设计、研发、销售、维护；2) 软件部分：线下收单、商户增值服务、电信运营商数字化服务。

新大陆 1994 年成立，2000 年于深交所主板上市，上市之期以“卡系列机具”与“行业应用软件开发及服务”为主要收入来源。“卡系列机具”后归入“电子支付产品及信息识读产品”业务，当前已具有全球竞争力。“行业应用软件开发及服务”最初主要包括高速公路信息化，后进入运营商信息化领域，目前客户以运营商为主。

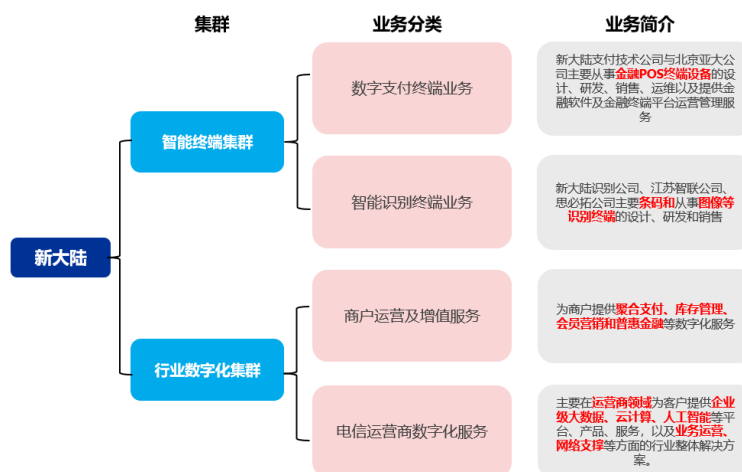
2016 年收购 100% 国通星驿股份进入收单领域是里程碑事件。该业务与公司原有支付硬件业务有较强协同性。收购后，该部分业务收入快速增长，与支付硬件业务同为公司两大收入支柱。

图 1：公司主要业务发展脉络



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 2：新大陆当前主要业务概览



资料来源：公司年报，申万宏源研究

毛利率、粘性、爆发力、市场空间多方面比较，“商户运营及增值服务”、“电子支付产品及信息识读产品”两块业务各有优势，质量较高。

1) 毛利率：商户运营及增值服务>行业应用软件开发及服务=电子支付产品及信息识读产品。

2) 粘性：商户运营及增值服务>行业应用软件开发及服务>电子支付产品及信息识读产品。

商户运营及增值服务：收入来自 1) 商户支付流量抽成，只要商户仍在使用公司的收单机具，公司就能获得收入；2) SaaS 软件服务，软件中存有商家经营相关数据信息，随着使用时间增长，商家更换软件的成本提升，粘性强。

行业应用软件开发及服务：项目制，需要投标获得，但后期一般有维护服务收入，有一定粘性。

电子支付产品及信息识读产品：硬件产品，品类间功能差异较小容易替换。

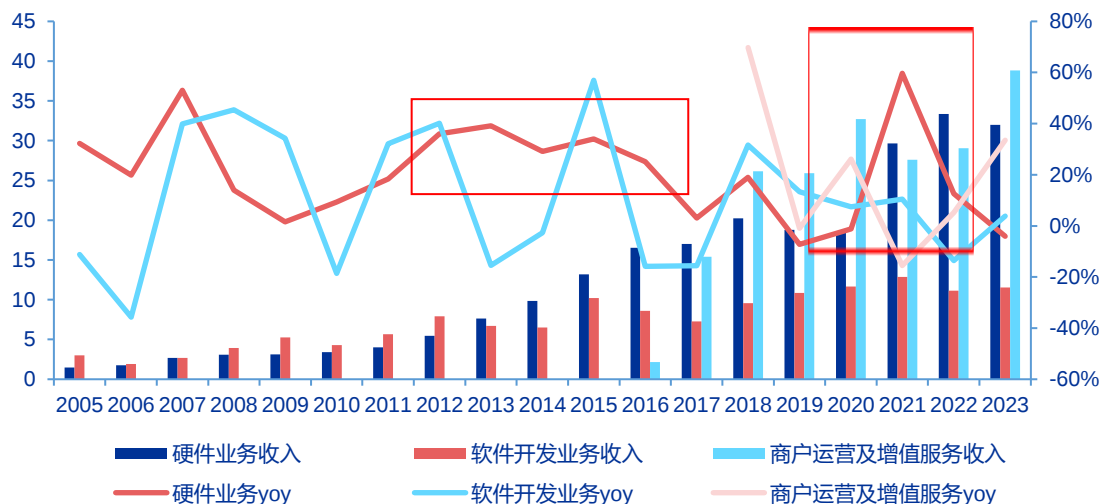
3) 爆发力：电子支付产品及信息识读产品>商户运营及增值服务>行业应用软件开发及服务。

电子支付产品及信息识读产品：由于硬件通常是标准化的产品，当市场空间扩张或市场需求提升时收入能在短时间内较快提升，因此爆发力最强。例如 2012-2016 年，由于第三方支付的快速崛起与移动互联网浪潮的影响，公司硬件收入连续五年高增，成为公司最大收入来源。

商户运营及增值服务：收单部分具有标准化特征，而 SaaS 服务部分具有软件特征，处于二者之间。

行业应用软件开发及服务：定制化开发，受到需求与供给双重制约，爆发力较弱。

图 3：公司历史收入增速证明硬件产品具有较强爆发力（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，申万宏源研究

4) 潜在市场空间：商户运营及增值服务>电子支付产品及信息识读产品>行业应用软件开发及服务。商户运营及增值服务目前主要在国内，但目前各大第三方支付机构都有跨境支付的布局，且海外收单牌照易得性好于国内，有出海预期，发展空间大；公司电子支付产品及信息识读产品在全球有较高市占率，目前通过本地化、实体化部署进一步渗透，仍有较大潜在空间；行业应用软件开发及服务主要局限于国内特定行业，空间较小。

表 1：公司主要业务特性对比总结

业务	毛利率	粘性	爆发力	潜在市场空间
商户运营及增值服务	45%	高	中	大
电子支付产品及信息识读产品	41%	低	高	较大
行业应用软件开发及服务	41%	中	低	小

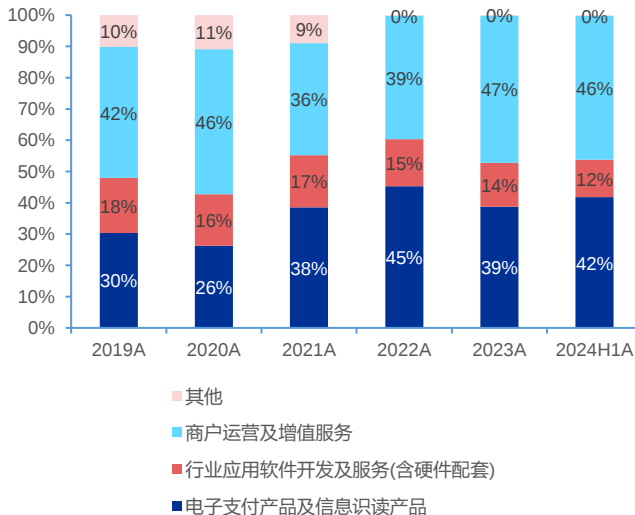
资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：毛利率取 24H1 数据

近年业务结构优化，高质量业务占比提升。公司当前收入主要来自商户运营及增值服务、电子支付产品及信息识读产品，比例均衡，业绩以粘性业务为基兼具爆发力。

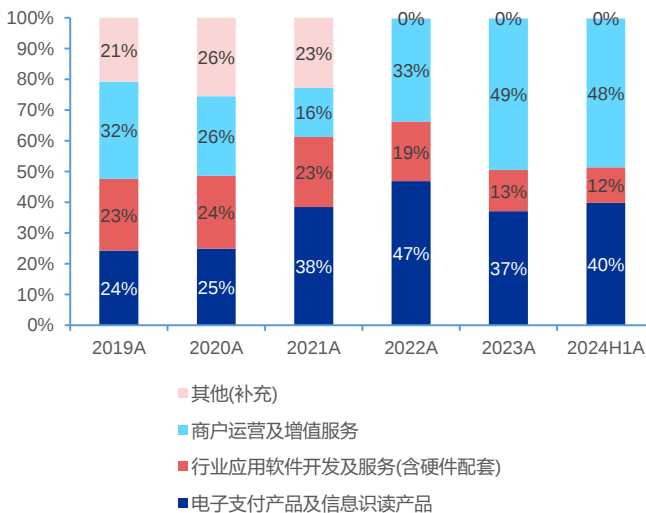
与此同时，毛利质量提升。粘性业务商户运营与增值服务毛利占比由 2021 年 16% 提升至 2024H1 近 50%，毛利稳定性不断提升。

图 4：业务收入结构优化，高质量业务占比提升



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 5：2021-2024H1 商户运营与增值服务毛利占比由 16%到接近 50%，毛利质量提升

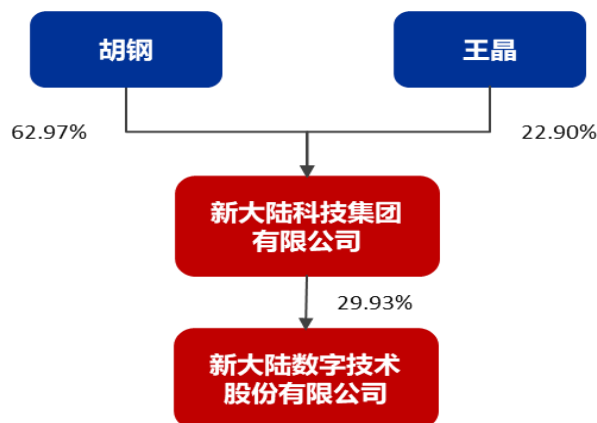


资料来源：iFinD，申万宏源研究

1.2 管理：稳定经营 30 年

实控人为公司创始人，管理层稳定经营 30 年。胡钢、王晶通过新大陆科技集团对新大陆控股，胡钢为公司实控人。其他机构或个人股东持股均在 3% 以下，公司股权结构稳定。

图 6：公司股权结构图

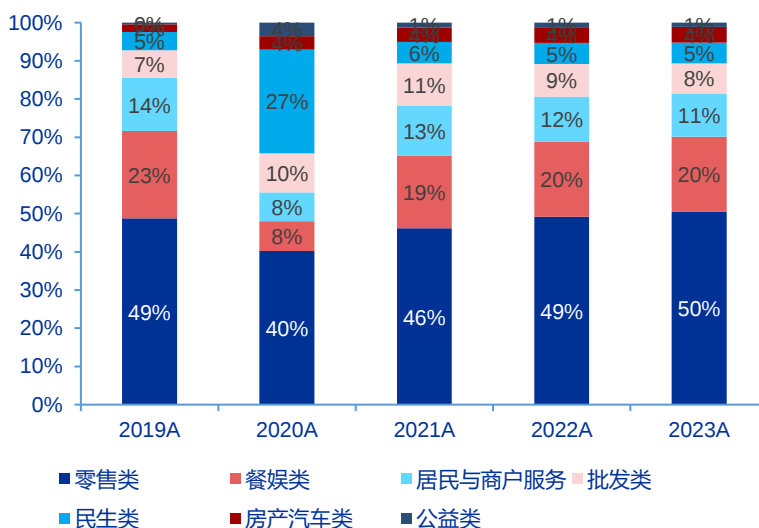


资料来源：iFinD，申万宏源研究

1.3 弹性：收入受宏观影响较大，复苏期弹性强

公司商户结构中 70% 以上商户属于社会消费品零售统计范畴。公司零售类商户基本稳定在 50%，餐娱类商户基本稳定在 20%，这两类完全属于社会消费品零售总额统计范畴。另外，汽车类也包含于社零统计范畴，但公司归类于“房产汽车”类，无法得知确切比例，因此实际比例大于 70%。

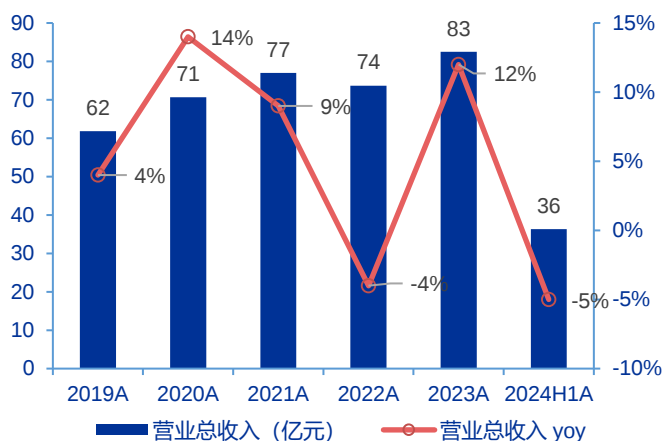
图 7：公司商户结构中 70% 的商户属于社会消费品零售统计范畴



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2021-2024H1 公司收入增速变化趋势与社零增速变化趋势基本重合。随着财政政策的实施，若消费再次复苏，公司收入预计将有较强弹性。

图 8：新大陆近五年营业收入及增速



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 9：近五年社会消费品零售总额及增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2 收单+增值服务：两大费率提升逻辑

2.1 收单：流量型业务，竞争优势居前

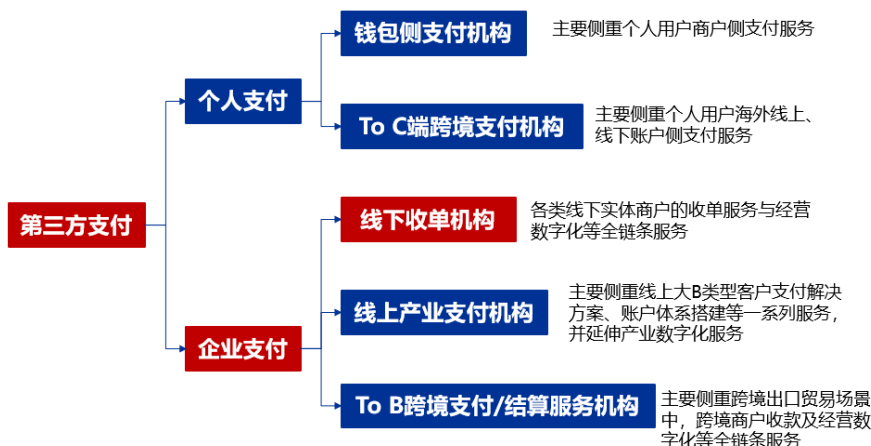
“商户经营与增值服务”业务：面向企业端的线下收单业务，收入包含“传统线下收单”与“商户增值服务”两部分，“传统线下收单”由子公司国通星驿负责，“商户增值服务”由子公司国通星驿、杉昊智能负责。

1) 传统线下收单：向与星驿付合作的商家收取基于流水额度的费率。国通星驿拥有的支付交易处理 I 类牌照（2024 年 8 月前称为“银行卡收单”牌照），业务处理范围为全国，能进行线下刷卡、扫码收单。

2) 增值服务：为商户提供支付解决方案和数字化转型服务，包括基于业务理解定制化的支付解决方案、营销管理、客户关系管理、金融服务等。

商户经营与增值服务收入 = 线下收单流水 * 净费率 + 商户增值服务费用。

图 10：第三方支付行业中布局面向企业端的线下收单机构



资料来源：36 氪，艾瑞研究院，申万宏源研究

产业链：收单行业处于产业链中游。

下游是商户，为商户提供支付渠道解决方案，并基于交易流水一定比例的收单费用。当前，越来越多的收单机构为下游商户提供增值服务并开始收取费用，成为新收入来源。

上游包括发卡机构、清算机构、支付机构。发卡机构、清算机构按照收单交易额收取一定比例通道费用。收单的机具需要向上游支付终端设备制造商购买。还有一些收单机构与收单外包机构合作维护拓展商户。一些金融科技企业也会为缺乏自建能力的收单机构提供技术支持。

图 11：收单机构处于行业中游



资料来源：艾瑞研究院，申万宏源研究

竞争格局：公司收单业务在 2023 年银行卡收单机构榜中排名第三。根据由 ShowFin 智库、TOP100 组委会、支付百科、热浪财经联合发起的“2023 年中国支付机构 TOP 综合指数榜”，公司控股子公司国通星驿排名第三。该榜单从四个维度综合测评参榜企业，包括体量指数、创新指数、潜力指数、品牌指数。

表 2：2023 银行卡收单机构榜 TOP10

排名	机构/品牌	综合指数	排名	机构/品牌	综合指数
1	银联商务	8995.65	6	嘉联支付	7134.64
2	拉卡拉支付	8423.43	7	银盛支付	6535.65
3	国通星驿	8147.64	8	通联支付	6026.53
4	乐刷科技	7564.34	9	海科融通	5954.75
5	合利宝支付	7234.95	10	联动优势	5843.34

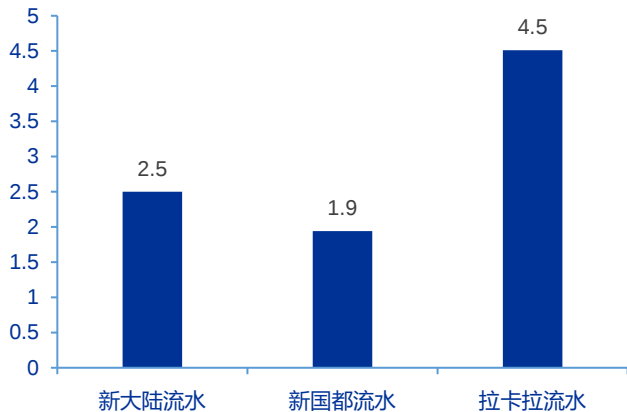
资料来源：界面新闻，申万宏源研究

注：评委会成员 ShowFin 智库、TOP100 组委会、支付百科、热浪财经。该榜单从四个维度综合测评参榜企业，者四个维度分别是：体量指数、创新指数、潜力指数、品牌指数。

体量指数由组委会收集以及企业提供，其中包含企业资产、资源股东方、分支机构数、客户数等方面。评委会采取行业资讯公司、中国支付清算协会年度报告，各地区支付协会等组织数据，综合计算创新指数、潜力指数，通过行业主流媒介、行业从业者口碑采集调研参榜机构品牌指数。

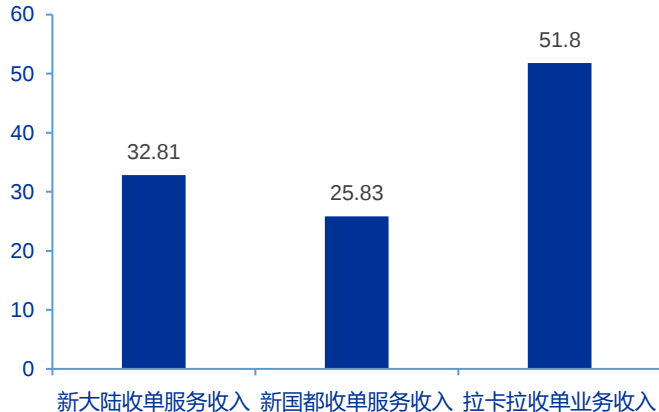
A 股上市公司中，收单业务流水、收入仅次于拉卡拉，验证上述排名。A 股上市公司中有收单业务且披露的公司包括新大陆、新国都、拉卡拉。

图 12：2023 年 A 股上市收单公司中新大陆收单流水仅次于拉卡拉（单位：万亿元）



资料来源：各公司年报，申万宏源研究

图 13：2023 年 A 股上市收单公司中新大陆收单业务收入仅次于拉卡拉（单位：亿元）



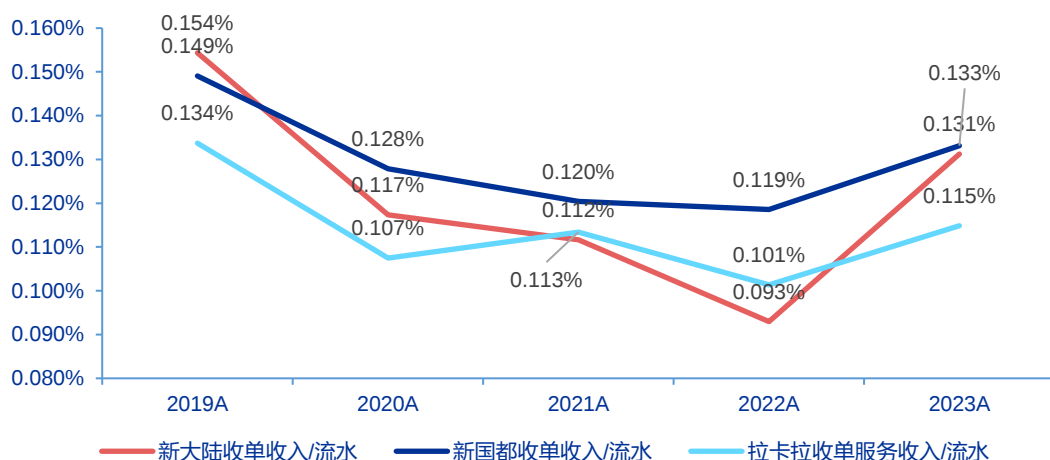
资料来源：iFinD，申万宏源研究

注：收入新大陆取子公司国通星驿收入，拉卡拉取“支付业务”，新国都取“收单及增值服务”

2.2 提价逻辑一：行业出清，费率拐点已现

行业结束价格战，费率开始提升。以头部收单公司公告收单相关业务收入与对应流水额度作为净收单费率估计，2023 年以前，收单费率一路下行，收单公司之间价格战激烈。2023 年 259 号文公布惩治行业价格战导致的“跳码”问题，对违规收入罚款，尾部支付公司为求生存开始提高费率。

图 14：行业结束价格战，费率开始提升



资料来源：iFinD，各公司年报，申万宏源研究

注：收入新大陆取子公司国通星驿收入，拉卡拉取“支付业务”，新国都取“收单及增值服务”；流水根据各公司年报中公告流水，拉卡拉包括银行卡和扫码流水之和

支付行业监管收严，行业加速出清，利好头部机构。

259号文后，2024年5月1日《非银行支付机构监督管理条例》正式生效，该条例是首部非银行支付机构监管的行政法规。中国人民银行非银机构《支付业务许可证》数量也不断下降，未展续家数近年增多，监管机构审查趋严加速行业出清。

目前，仅有50家支付机构拥有支付交易处理I类全国牌照，对比2022年仍有61家。其中，收单范围为全国的仅29家，国通星驿是其中之一。

表 3：持有中国人民银行非银行支付机构《支付业务许可证》的机构数量不断下降

批次	时间	审批结果	未展续家数
第六批	2023/7/5	18家支付机构，12家续展，2家中止审查，2家未提交续期申请，2家主动退出	6
第五批	2023/1/5	18家支付机构，12家续展，2家中止审查，4家未提交续期申请	6
第四批	2022/6/26	79家支付机构，52家续展，中止审查8家，10家未提交申请，8家主动退出，1家不予受理	27
第三批	2021/12/21	51家支付机构，40家支付机构续展成功，中止审查6家支付机构，5家支付机构未提交续展申请	11
第二批	2021/8/29	12家支付机构，10家成功续展，1家被中止，1家不续展	2
第一批	2021/5/13	27家支付机构，24家成功续展，3家不续展	3

资料来源：中国人民银行官网，申万宏源研究

商户端服务费率当前处于较低水平，有一定浮动空间。

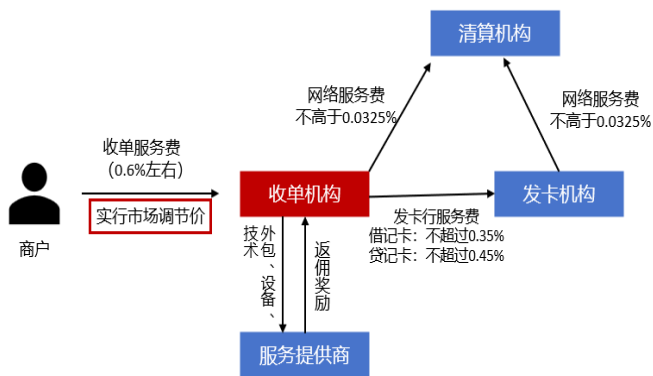
《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》只限制了发卡行和清算机构服务费的上临界点。

国家发展改革委、中国人民银行《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》规定：

发卡行收费借记卡交易不超过交易金额的 0.35%，贷记卡交易不超过 0.45%。清算机构网络服务费费率水平降低为不超过交易金额的 0.065%，由发卡、收单机构各承担 50%。

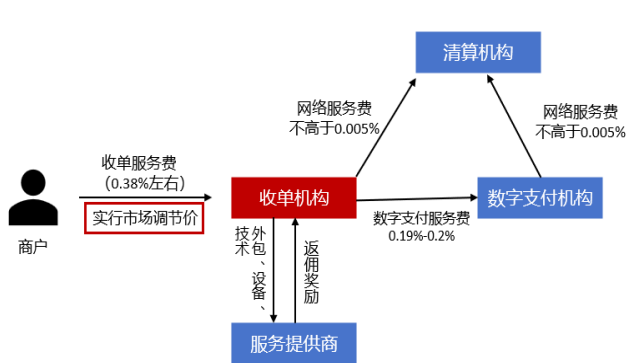
发卡机构借记卡交易单笔收费金额不超过 13 元，贷记卡不限。银行卡清算机构借、贷记卡单笔交易金额不超过 6.5 元。

图 15：线下刷卡收单：商户端费率实行市场调节价



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 16：线下扫码收单：商户端费率实行市场调节价



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

国通星驿 POS 刷卡手续费上限 2.50%，二维码支付手续费上限 1.00%。

表 4：国通星驿公告手续费上限 2.50%，相较目前平均费率有较大上行空间

序号	收费项目	支付方式	支付渠道	费率范围	封顶
1	交易手续费	POS 刷卡	借记卡	0.45%- 2.50%	18 元-25 元
			贷记卡	0.52%- 2.50%	/
		二维码支付	银联单笔 < 1000 元	0.30%- 1.00%	/
			银联单笔 ≥ 1000 元	0.42%- 1.00%	/
			微信/支付宝	0.30%- 1.00%	/
2	网络服务费	/	/	0-198 元/年	/
3	其他服务费	/	/	0-300 元	/

资料来源：星驿付官网，申万宏源研究

经估算当前平均商家终端费率不超过 0.613%，仍有较大提升空间。新大陆收单收入以“商户经营与增值服务”收入代替，其中包括少量增值服务收入可能高估净费率。通道费率以最高费率估计（线下刷卡收单最高费率），同样可能高估费率。在高估的情况下，当前平均商家终端费率仍不超过 0.613%，对比上限有较大提升空间。

表 5：新大陆面向商家终端费率估计

	2019	2020	2021	2022	2023
新大陆流水（万亿）	1.7	2.8	2.5	2.4	2.5
新大陆收单服务收入（亿元）	25.92	32.7	27.62	21.98	32.44
新大陆收单收入/流水	0.152%	0.117%	0.110%	0.092%	0.130%
银联+发卡行费率	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
终端费率估计	0.636%	0.600%	0.594%	0.575%	0.613%

资料来源：iFinD，公司年报，申万宏源研究

中外对比，佐证费率上行合理性。欧美头部收单公司收单费率都在 2.5% 以上，中国收单行业费率偏低。

表 6：欧美头部收单公司收单费率都在 2.5% 以上

地区	收单公司	银行卡收单费率	备注
美国	Square	2.6% + 10 美分	
	PayPal	2.99% + 固定费用	
	Chase	2.6% + 10 美分	
欧洲	WorldPay	3.4% + 20 便士 (Paypal)	两种费用方式选择，第一种根据不同商业类型设置不同费率，第二种较高的固定费用
	Adyen	11 便士 + 3% (银联卡)	11 便士+基于支付方法的费率

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

2.3 提价逻辑二：增值服务，商户价值上行

商户服务布局 2017 年已启动，大力布局多年，行业拐点坚定加大投入。公司对商户服务的布局追溯到 2017 年，投入 15 亿元定增开发商户服务系统，并于 2019 年开始垂直场景建设。2023 年随着行业拐点显现，公司于 2023Q3 通过少数股权置换的方式引入杉昊智能团队，该团队深耕商户运营领域 15 年且具备较强的 SaaS 综合服务能力。

表 7：商户服务布局 2017 年已启动，大力布局多年，行业拐点坚定加大投入

发展阶段	年份	年报中对商户增值服务的布局	总体状况
2016-2019	2016	完成对 国通星驿 的收购，相关“支付运营及增值服务”年报中描述排序偏后	收购后积极大力投入
		商户运营服务集群为全年发展关键，其中“商户服务平台业务”为重中之重，公司自主搭建并运营的线下商户一站式服务平台“星 POS”上线；定增后预计将 15 亿元投入“商户服务系统与网络建设项目”。 截至 2017 年末，公司已与超过 90 家的 SaaS 合作伙伴进行 API 层面的业务对接，完成近 10 万家试点商户的推广工作。同时，在未来战略中描述更加聚焦。	
	2017		
	2018	业务描述延续商户服务重要性， 定量未来三年目标 ：完成 216 万台收款终端铺设，力争实现新增 162 万商户的拓展目标。	
2020-2022	2019	业务描述延续商户服务重要性，提出要为广大中小微商户提供 “All In One”的商户解决方案 ，并进行 垂直场景建设	收单整体处于行业价格战中
	2020	业务亮点是硬件海外业务突破 ，商户服务处于持续发展中，与超过 209 家的 SaaS 合作伙伴、620 家 ISV 合作伙伴以及 1813 家渠道合作伙伴展开了深度的业务合作	
	2021	对商户运营及增值服务描述 略保守 ，年报论述排序在硬件设备之后	
		聚焦于硬件终端智能化	

年报中强调指出第三方支付行业进入**良币时代**，重要拐点 259 号文
2023 至今 2023 **首次披露商户服务 ARPU 值**，当前服务 370 万活跃商户
积极布局 SaaS 服务，2023 年第三季度通过少数股权置换的方式**引入杉昊智能团队**
行业拐点，坚定大力投入

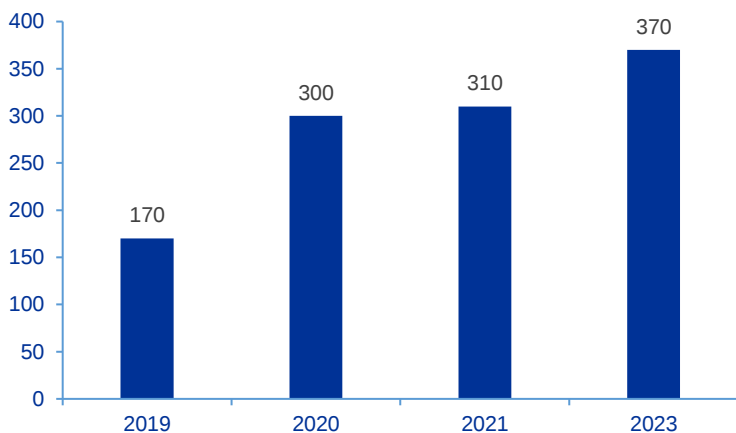
资料来源：公司年报，申万宏源研究

已实现 12 大场景解决方案，新场景还在持续搭建。目前公司已经完成包括零售、餐饮、校园等 12 个大场景 46 个细分场景解决方案的入驻对接，合计场景建设超 1,500 个。

商户增值服务布局初见成效，量价齐升。相比于 2023 年半年报中 295 元/年的商户 ARPU 值，2024 半年报中，单商户 ARPU 年化后为 334 元/年，**提升 13%**。同时，公司 PaaS 平台服务商户数逐年提升，**2023 年已达 370 万家**。

2024H1 首次单独公布“经营类服务收入”，报告期内实现收入 2.76 亿元，同比增长 55%。

图 17：公司 PaaS 平台服务商户数逐年提升（单位：万家）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.4 流水端：商户结构、支付方式结构双重优化

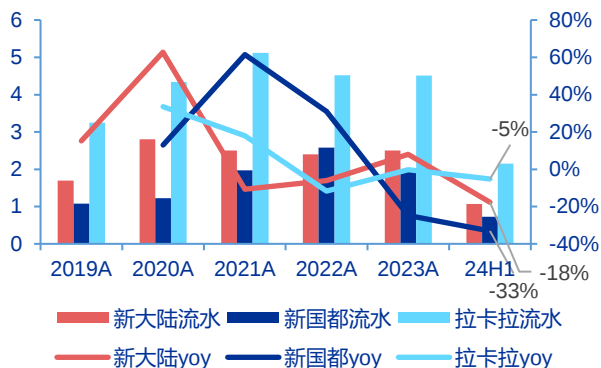
24H1 行业整体流水负增长，但头部企业下降较少，市占率提升。对比新大陆、新国都、拉卡拉流水情况，当前流水下降是全行业的共同β，但越头部的企业下降幅度越小。24H1 拉卡拉流水 yoy -5%，新大陆流水 yoy -18%，新国都流水 yoy -33%。

商户结构优化，月流水大于 50 万元商户比例持续提升。随着外部环境的变化，新大陆下游商户拓展策略变化。2020 年“公司深耕于以中小微、民生为主的商户支付服务”。2022 年，由于外部宏观环境变化对我国线下消费市场产生影响，公司开始采用重风控轻扩张战略。2023 年，公司与多家银行合作开展营销促消费活动，帮助公司聚焦中腰部商户群体，月流水大于 50 万元的商户比例同比增长超 16%，24H1 该比例进一步提升。

加强与银行、大型 KA 客户合作，流水结构有望进一步改善。24H1 公司累计新增中标各地银行联合收单项目近 个，交易流水超 亿，累计为商户补贴手续费 亿元，

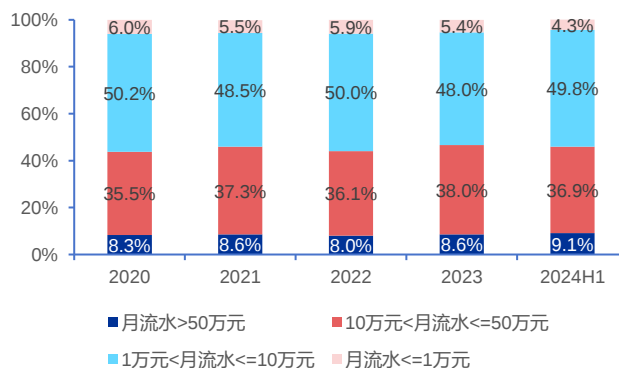
营销补贴金额达 2.23 亿元。同时，公司持续加强大型 KA 客户项目合作，实现与国药集团和烟草集团的战略级合作，并完成中国移动总公司场景建设入围。

图 18: 24H1 行业整体流水负增长，但头部企业下降较少（单位：万亿元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 19: 按商户规模划分，公司交易流水大客户比例在提升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

扫码支付占比提升，且该部分笔数、金额均处于增长态势。2019 年公司扫码交易笔数占比达 87.84%，2021 年达 90% 以上，24H1 持续提升，扫码交易笔数、金额占总流水笔数、金额较去年同期分别提升 2.6 和 4.6 个百分点。

扫码支付净费率水平高于刷卡支付，其占比提升有利于收入提升。通道费率均按最高计算，线下扫码收单净费率可达到 0.175% (0.38%-0.2%-0.005%)，线下刷卡收单净费率仅为 0.1175% (0.6%-0.45%-0.0325%)。

2.5 收单出海：政策、支付习惯拐点已现

人民币国际化程度深化。环球银行金融电信协会 (SWIFT) 数据显示，2024 年 8 月，人民币在全球支付中占比为 4.69%，2023 年 11 月以来，人民币连续十个月成为全球第四位支付货币。2024 年 1-8 月，银行代客人民币跨境收付金额合计为 41.6 万亿元，同比增长 21.1%。

金砖国家正开发自己的支付系统，中国作为金砖五国之一货币重要性将提升。俄罗斯财政部长 10 月 9 日表示，金砖国家正在努力开发新的国际支付系统，希望绕过“政治化”的西方平台，在新技术的基础上实现更快、更便宜、不受外界干扰的外贸交易。10 月 24 日，外交部网站发布《金砖国家领导人第十六次会晤喀山宣言》，宣言重申致力于加强金砖国家金融合作。

全球收单市场规模仍在扩张。根据尼尔森报告，2022 年 150 家全球主要收单机构共完成 4468.9 亿笔交易，同比增长 12.1%。

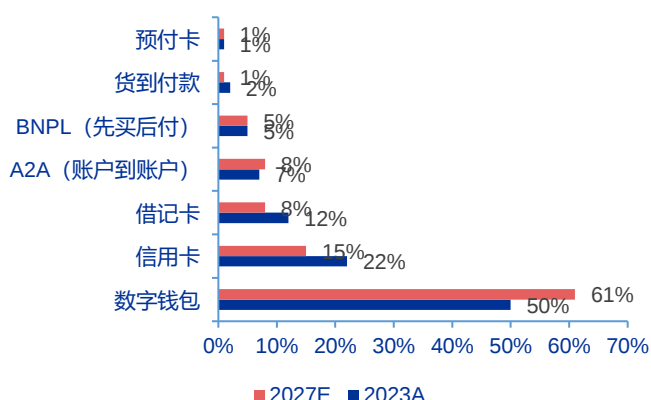
国内第三方收单机构开始开展海外收单业务，新大陆收单业务也有出海预期。当前，新国都子公司 Paykka 已推出海外本地收单、BB 外贸收款等一系列支付服务产品，并已

取得卢森堡 PI 牌照、香港 MSO 牌照、美国 MSB 牌照。新大陆与新国都业务相似性高，竞争力更强，预计收单业务也将拓展至海外。

支付宝、微信支付已全球布局。支付宝出境游服务已到超过 70 个国家和地区，微信跨境支付已覆盖 69 个国家。

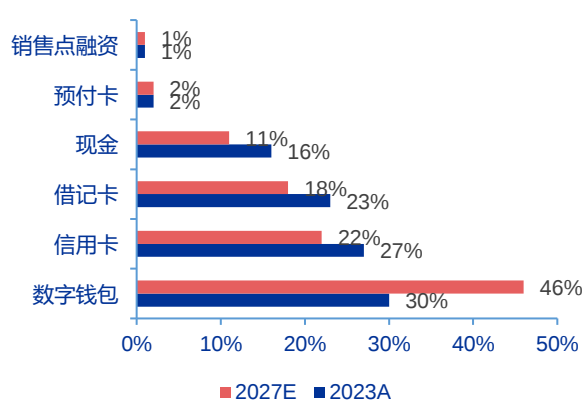
数字钱包已成为全球支付方式 TOP1，且仍有渗透空间。根据 worldpay 《2024 年全球支付报告》，2023 年数字钱包已成为线上、线下支付最主流的方式，且这一比例预计仍会上升。

图 20：2023 年全球电子商务支付方式，电子钱包已占主导



资料来源：worldpay（世界支付），申万宏源研究

图 21：2023 年全球销售点支付方式，电子钱包已占主导



资料来源：worldpay（世界支付），申万宏源研究

新大陆在国内与微信支付、支付宝是收单合作伙伴，微信支付、支付宝在海外的发展也将便于公司后续海外收单的开展。

3 支付硬件：海外营销加码，终端迭代升级

3.1 增长点一：出海已具规模，潜力地区本地化为增量

全球现金交易量处于下滑态势，POS 机具仍具渗透空间。根据 worldpay 数据，全球在过去五年现金交易量不断下降，全球现金交易比例由 26% 下降到 17%，预计 27 年将下降到 11%。**近五年全球 POS 出货量保持较快增长。**根据 2023 年尼尔森发布的报告显示，2022 年度全球 POS 终端出货量近 1.5 亿台，近 5 年全球出货量复合增长率超过 9%。

新大陆在亚太、拉丁美洲、加拿大等新兴市场位居前列，2022 年成为全球 POS 机具出货量与市场份额 TOP1。2021 年新大陆全球 POS 机出货量排名第三，2022 年上升至第一。2021 年，新大陆在亚太地区、拉丁美洲、中东及非洲、加拿大地区市占率分别位列第四、第三、第二、第三。

表 8：2021 年度支付企业全球细分市场出货量排名

排名	全球 (1.36 亿台)	亚太地区 (占 60%)	拉丁美洲 (占 19%)	欧洲 (占 9%)	中东及非洲 (占 7%)	美国 (占 5%)	加拿大 (< 1%)
1	联迪全球/银捷 尼科(1413)	天喻信息 (1053)	百富(714)	联迪全球/银捷 尼科(339)	百富(76)	惠尔丰(161)	联迪全球/银捷 尼科(10)
2	百富(1202)	华智融(803)	联迪全球/银捷 尼科(288)	惠尔丰(172)	新大陆(69)	联迪全球/银捷尼 科(135)	SZZT(8)
3	新大陆(1124)	升腾(756)	新大陆(266)	Sunmi(142)	惠尔丰(63)	虹堡(75)	新大陆(4)
4	天喻信息 (1054)	新大陆(755)	惠尔丰(215)	Datecs(120)	艾体威尔(58)	Fiserw/Clover(64)	惠尔丰(4)
5	升腾(878)	魔方(747)	Dspread(188)	百富(97)	虹堡(55)	百富(38)	ID Tech(3)

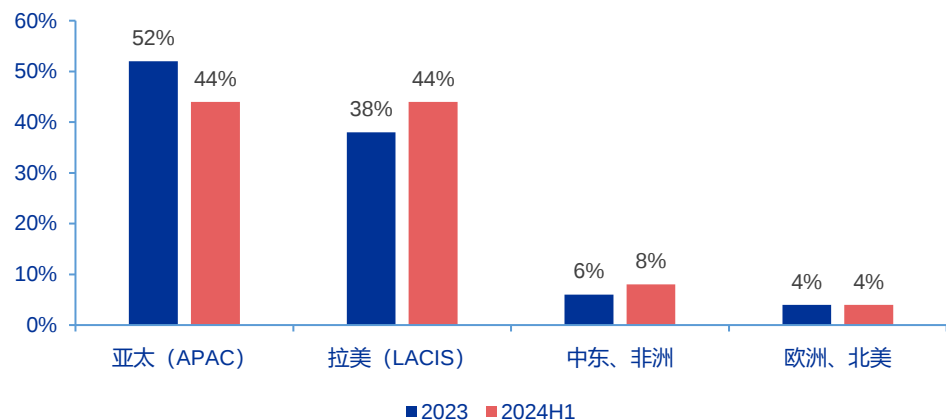
资料来源：尼尔森《2021 年全球 POS 与收单市场报告》，申万宏源研究

注：括号内为出货量，单位万台

海外继续加强本地化部署和实体化运作。新大陆加速 POS 出海战略，已在南美、南亚、欧洲等地区建立销售网络，中国香港、拉美巴西成立分公司，全球营销网络覆盖 120 多个国家和地区。

拉美本地化布局已成熟可复制。2019 年公司首先在巴西试点本地化，巴西子公司实现海外产品的当地化改造与批量供货。2024H1 拉美地区销售收入突破 6 亿元人民币，同比增长超 18%，公司在巴西保持良好成长性之外，持续开拓墨西哥、阿根廷等地区。

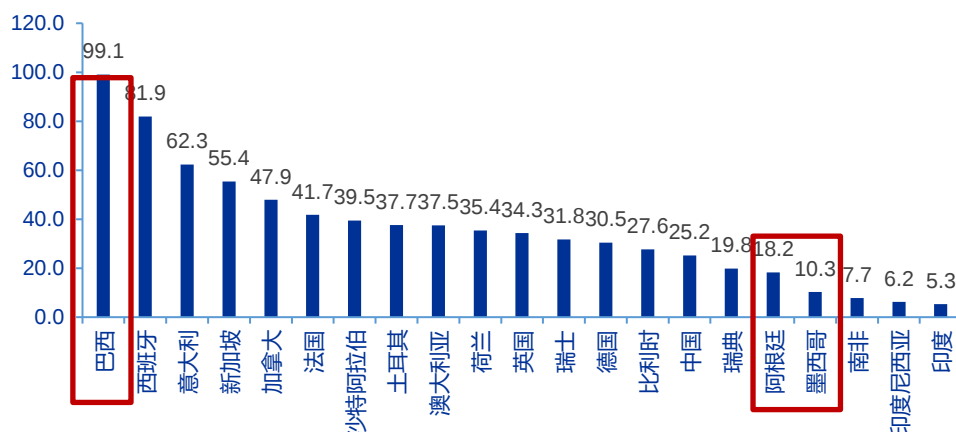
图 22：拉美出货量大幅提升，本地化布局已成熟可复制



资料来源：公司年报，申万宏源研究

拉美（巴西以外）市场：渗透空间达数倍。根据 Mordor Intelligence（摩多智能）预测，拉丁美洲 POS 终端市场预计在预测期间（2022-2027 年）的复合年增长率为 6.2%。**公司布局地区墨西哥、阿根廷潜力较大。**2022 年墨西哥、阿根廷每千人对应 POS 终端量仅为巴西约 1/8，仍有较大提升空间，预计增速将高于平均。

图 23：墨西哥、阿根廷每千人对应 POS 终端仍有较大提升空间（单位：台）



资料来源：国际清算银行，申万宏源研究

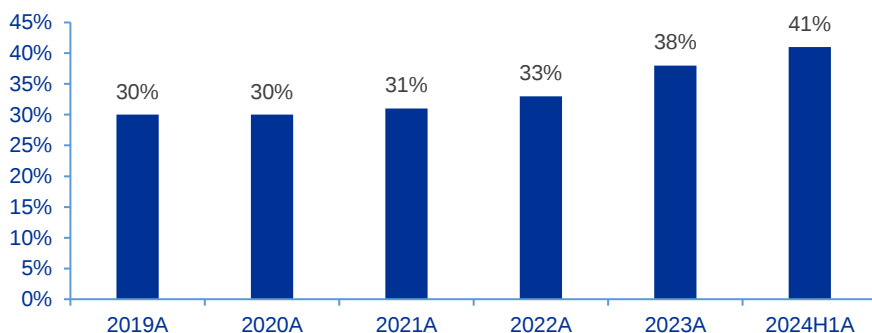
东南亚市场：竞争相对分散，进入门槛较低，预计未来 5 年将保持高速增长，CAGR 15.73%。根据 Mordor Intelligence 的报告，东南亚 POS 终端市场规模预计 2024 年为 42.9 亿美元，预计到 2029 年将达到 89 亿美元，预测期内（2024-2029 年）复合年增长率为 15.73%。

欧洲市场：预计未来保持中高速增长，CAGR 12.8%，市场集中度略高于东南亚，非接触式支付普及推动发展。根据 Mordor Intelligence 预测，欧洲 POS 终端市场规模 2024 年为 2094 万美元，预计到 2029 年将达到 3823 万美元，预测期内（2024-2029 年）复合年增长率为 12.80%。

预计明年欧美、东南亚市场布局将初见成效。2024H1 公司着重开展欧美与东南亚市场本地化建设，已完成 2 家子公司设立，实现多个国家海外团队搭建。

境外毛利率远高于国内，预计未来随着海外销量占比进一步提升，硬件整体毛利率仍有提升空间。2024H1 海外业务收入占集群总收入比例达 75%，毛利率达 40.90%，同比提升 2.59pct。

图 24：得益于境外高毛利率产品收入占比提升，硬件整体毛利率不断提升



资料来源：iFinD，申万宏源研究

3.2 增长点二：支付终端升级，成熟市场仍有迭代需求

支付受理端硬件的升级将使上游硬件提供商受益。

1) 星驿付与慧徕店首批支持支付宝“碰一下”。近期支付宝推出“碰一下”，通过简化支付方式与微信二维码支付进行竞争。星驿付与慧徕店积极推进支付宝“碰一下”技术在全国各省市落地开花，在支付宝“碰一下”全国服务商先峰赛中斩获“先锋服务商第一名”的荣誉。

2) 智能 POS 相较传统 POS 为商户提供更多业务支持。智能 POS 机与传统 POS 的区别可以类比按键手机和智能手机，一个只提供较为单一的功能，另一个通过 APP 的形式提供更多增值服务。

表 9：智能 POS 为商家提供更多业务支持

	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：中为咨询，申万宏源研究

智能 POS 在公司产品中重要性提升。根据 2023 公司半年报，在国内支付终端需求尚未恢复的情况下，公司推出的多款智能 POS 成功入围工行、农行、交行等国有银行，为公司提供了新的增长点，智能 POS 出货量较去年同期增长超 80%。

4 技术升级：AI 助力产品、服务能力提升

4.1 技术能力：支付、识读技术全域成绩亮眼

公司具备国际领先的技术能力和创新水平。新大陆在解码芯片、条码技术、区块链、大数据、人工智能算法、识别支付终端领域都有全国乃至全球领先的产品，体现公司技术领域能力和竞争力。

表 10：公司具备国际领先的技术能力和创新水平

领域	成绩
芯	2010 年，推出全球首颗二维码解码“中国芯”； 2018 年，发布全球首颗自主研发的数字公民安全解码芯片； 2020 年，推出第五代二维码解码芯片 IOTC-0610，识读速度较上一代提升 100%。
码	国内首家拥有完全自主知识产权的条码核心技术的企业； 拥有国内首家获得 CNAS 认可的企业条码实验室；

	主持或参与制定了 10 项国家标准。
链	拥有自主研发的区块链平台“新链”； 福建首家通过中国信通院可信区块链政务评测的企业，全国仅四家。
数	拥有 电信级大数据支撑服务能力 平均每天处理数据量高达 300PB+； 支撑 3 亿+用户。 自主研发活体检测算法 获得计算机视觉国际顶级会议 CVPR2020 竞赛多模态活体检测 全球第四、国内企业第一 ；
智	通过 BCTC 活体检测增强级国家权威认证和公安部第三研究所人脸识别性能检测； 主导执笔人脸识别领域国家标准。
端	在支付技术领域、识别技术领域位居世界领先的行业地位； 1997 年，发布自主研发的 国内首款分体式 POS，打破国外垄断 ； 2017 年，手持智能 POS N910 成为 全球首款通过 PCI 5.x 认证的产品 ； 2021 年，发布了具有 21Tops 强大算力、高速高精度人脸识别算法 AI 边缘计算产品； 2021 年，成为开放原子开源基金会 OpenHarmony 项目群成员和 A 类候选捐赠人。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

4.2 AIDC 与 AI 结合：扩展智能感知识别终端应用场景

自动识别与数据采集（AIDC，Auto Identification and Data Collection）是一项通用的技术手段，它包括不通过键盘把数据直接录入到计算机系统的方法。AIDC 主要解决的问题是实物与信息之间的匹配关系。

由条码领域向更多 AIDC 技术延伸，结合 AI 构建全新解决方案。公司在巩固条码领域的核心技术优势外，加快向机器视觉、RFID、OCR、UWB、定位等技术领域拓展，与 AI 技术相融合，构建从条码识读到机器视觉多样化、智能化的场景解决方案。

表 11：AIDC 技术进展

技术领域	进展
RFID	基于行业芯片开发了 RFID 引擎模组与算法，在物流、零售、能源等行业头部客户投入使用
OCR	自研 OCR 算法库覆盖多个场景，包括生产日期识别、面单识别、车牌识别、停车场管理等领域
算法	nvKit 视觉算法库已完成产品化导入，目前已支撑多个 IVD 场景和客户；24H1 发布 AIBD (AI Barcode Decode) 算法，针对扫码任务中的复杂扫码背景、复杂条码质量等因素造成的困难场景，在解码的速度、成功率上进行优化

资料来源：公司年报，申万宏源研究

发布 AI 平台 AutoML，整合已有 AI 技术。2023 年内，公司 AI 自动学习平台 AutoML 已完成验收，实现数据管理、模型管理、超参设置、模型量化与转换等一系列操作，支持条码识读、OCR、视觉各方面的应用，IVD 专用的 AI+视觉检测产品（NLS-FM600 智能视觉相机）进入量产阶段。

图 25：智能感知识别终端产品矩阵-公司 AIDC 领域新技术已完成产品化导入



资料来源：公司年报，申万宏源研究

4.3 大数据+云原生+AI：电信运营商服务能力全面升级

以“数智化、云原生、自主可控”为目标，业务运营系统架构不断演进。在运营商业务支撑市场领域，公司持续研发新一代数智云原生业务运营、政企运营等电信运营商数智化领域平台产品。24H1，公司成功中标中移总部大数据平台基础能力及新业务研发等多个项目，报告期内累计实现服务收入 1.73 亿元，进一步巩固了运营商市场地位。

图 26：公司为运营商及多个行业基于大数据平台提供支持服务



资料来源：公司年报，申万宏源研究

大数据、人工智能能力助力公司为运营商提供更优质、先进技术支持。

在大数据行业赋能领域，公司为运营商客户提供智慧工厂平台，整合数字化分析工具，具备面向报表、多维分析、数据挖掘、自助分析等多种分析能力。24H1 实现大数据赋能业务收入超 7,500 万元。

在人工智能领域，公司持续打磨 AI 底座智航大模型智能应用平台。简化大模型应用的开发、管理与部署流程，使业务专家能够便捷地将大模型技术应用于实际业务场景，提升效率并加速业务创新。24H1 人工智能算法业务累计实现收入近 1,000 万。

5 盈利预测和估值分析

5.1 盈利预测

1) 收入分拆和毛利率预测

a) 商户运营及增值服务收入包含收单服务、经营服务收入、金融科技利息收入

2024 年没有明确的流水规模大幅提升拐点，参考 2024H1，预计 2024 全年流水 2.2 万亿元。2021 年开始流水受到宏观环境较大影响，预计若宏观环境缓慢恢复，流水将超过 2021 年水平。综上，预计 2024-2026 年流水分别为 2.2、2.4、2.6 万亿元；

行业出清、扫码支付占比上升、商户服务加持，预计平均净费率逐年提升，2024-2026 年分别为 0.122%、0.132%、0.137%；

2023 年经营服务收入估计为 5 亿元，预计随着公司战略聚焦未来将快速增长，2024、2025、2026 年增速分别为 30%、25%、20%。

金融科技利息收入历年较稳定，预计 2024-2026 年增速均为 5%。

综上假设，经测算，商户运营及增值服务 2024、2025、2026 年收入增速为 2%、17%、13%。

2024H1 商户运营及增值服务毛利率为 45%。由于增值服务毛利率较高，随着增值服务收入占比提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 46%、46%、47%。

b) 电子支付产品及信息识读产品根据公司战略将业务划分为国内、海外

预计国内是存量换新需求，海外有快速扩张的逻辑，因此预计国内 2024、2025、2026 年收入增速为-5%、10%、8%，海外为 10%、12%、15%，综上测算整体业务 2024、2025、2026 年增速为 6%、11%、13%。

毛利率方面，对国内外市场毛利率分别预测，综合得出整体业务毛利率 2024、2025、2026 年分别为 39%、41%、42%。

表 12：收入预测汇总（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
商户运营及增值服务	31	40	34	29	39	39	46	52
yoy		26%	-14%	-15%	34%	2%	17%	13%
毛利率	38%	28%	26%	27%	41%	46%	46%	47%
电子支付产品及信息识读产品	19	19	30	33	32	34	38	43
yoy	-7%	-1%	60%	13%	-4%	6%	11%	13%
毛利率	30%	30%	31%	33%	38%	39%	41%	42%
行业应用与软件开发及服务	11	12	13	11	12	11	12	13
yoy	13%	7%	10%	-14%	4%	-5%	10%	8%
毛利率	%	%	%	%	%	%	%	%

营业收入	56	64	70	67	76	78	89	101
yoy	-2%	13%	11%	-5%	14%	2%	15%	13%
营业总收入	62	71	77	74	83	85	96	108
yoy	4%	14%	9%	-4%	12%	3%	14%	12%

资料来源：iFinD，公司年报，申万宏源研究

公司近年费用基本平稳，预计 2024 年公司加大海外投入可能导致三费略升，但总体保持稳定。

a. 销售费用率

由于今年是公司出海关键年份，首先会投入销售，预计销售人员 2024、2025、2026 年增速为 30%、10%、5%。

由于海外薪酬可能高于国内，预计销售人均薪酬增速 2024、2025、2026 年分别为 25%、15%、10%。

薪酬之外的其他费用，预计 2024 年由于海外布局增速较高，后续与收入增速相匹配，2024、2025、2026 年增预计为 20%、14%、12%。

综上，预计销售费用率 2024、2025、2026 年分别为 7%、7%、7%。

b. 管理费用率

行政人员和财务人员的薪酬计入管理费用率，由于近年业内公司大多降本增效，这部分人员数量和工资预计不会有非常大的涨幅。

预计财务人员、行政人员 2024、2025、2026 年增速均为 1%、1%、1%，人均薪酬 2024、2025、2026 年增速为 3%、2%、2%。

薪酬费用以外的费用，2024 年由于海外布局，预计增速较收入增速偏高，后续与收入增速相匹配，2024、2025、2026 年增预计为 10%、14%、12%。

综上，预计管理费用率 2024、2025、2026 年分别为 9%、8%、8%。

c. 研发费用率

人员方面，预计新业务需要新人，近年委外增加，预计稳定略增，2024、2025、2026 年增速分别为 5%、4%、3%。

人均薪酬方面，研发人员工资本来偏低，预计海外开拓工资略微抬升，2024、2025、2026 年增速分别为 10%、5%、5%。

薪酬费用以外的费用，2024 年由于海外布局，预计增速较收入增速偏高，后续与收入增速相匹配，2024、2025、2026 年增预计为 10%、14%、12%。

综上，预计研发费用率 2024、2025、2026 年分别为 9%、8%、8%。

表 13：费用预测汇总

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4%	4%	4%	5%	5%	7%	7%	7%
管理费用率	9%	6%	7%	7%	7%	9%	8%	8%
研发费用率	10%	9%	9%	9%	8%	9%	8%	8%

资料来源：iFinD，申万宏源研究

综合以上收入、毛利率、费用拆分，预计 2024、2025、2026 年归母净利润分别为 11.03、13.75、16.92 亿元，增速分别为 9.9%、24.7%、23.1%。

5.2 投资分析意见

选取新国都、拉卡拉、恒生电子作为可比公司。其中新国都业务包括支付服务和电子支付设备等，与新大陆业务最为相似。拉卡拉主要是支付服务不进行硬件生产。另外，由于支付行业处于行业转折，存在整体低估的情况，且新大陆商户经营与增值服务的重要性提升，业务不断软化，与恒生电子等金融 IT 厂商的相似性提升，将恒生电子纳入可比公司范畴。

新大陆估值在行业中被低估。预测新大陆 2024、2025、2026 年归母净利润为 11.03、13.75、16.92 亿元，当前市值对应 2024、2025、2026 年 PE 分别为 19X、16X、13X，低于可比公司均值。

由于新大陆与新国都业务类型、所处行业最为类似，我们认为估值水平在可比公司均值基础上进一步参考新国都将更为公允。因此给予 2024 年 28X PE，对应市值 309 亿元。

表 14：可比公司估值

证券代码	公司名称	2024/11/12	iFinD 一致预期归母净利润 (亿元)				PE				PB(LF)
		总市值 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
300130.SZ	新国都	156.7	7.6	5.7	9.9	11.9	20.8	27.3	15.8	13.2	3.7
300773.SZ	拉卡拉	183.2	4.6	7.7	9.4	11.1	40.0	23.9	19.5	16.6	5.2
600570.SH	恒生电子	650.3	14.2	15.0	17.8	20.8	45.7	43.4	36.6	31.3	7.4
平均 PE							31.5	24.0	20.4	5.4	
000997.SZ	新大陆	213.4	10.0	11.0	13.7	16.9	21.3	19.4	15.5	12.6	3.1

资料来源：iFinD，申万宏源研究

5.3 风险提示

宏观经济恢复速度不及预期，消费复苏缓慢。公司收单业务收入与商户交易额紧密相关，若消费恢复不及预期，公司该部分业务收入增速可能不及预期。

商户增值服务推行不及预期。若商家对增值服务的需求不及预期，可能增值服务的渗透率提升不及预期。

海外布局受地缘政治影响不及预期。当前国际局势变化较大，若海外受到地缘政治影响可能导致销售困难，使销售结果不及预期。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,370	8,250	8,456	9,628	10,806
营业收入	6,661	7,611	7,787	8,927	10,072
营业总成本	6,434	6,508	6,992	7,830	8,612
营业成本	4,950	4,928	4,890	5,486	6,058
税金及附加	27	43	44	50	56
销售费用	362	391	554	672	767
管理费用	518	541	770	816	862
研发费用	657	632	721	796	868
财务费用	-133	-101	-63	-76	-96
其他收益	67	55	55	55	55
投资收益	-13	-56	-56	-56	-56
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-138	-50	0	0	0
信用减值损失	-395	-455	-32	-21	-20
资产减值损失	-49	-94	-15	-22	-33
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	408	1,144	1,416	1,755	2,140
营业外收支	-753	-3	0	0	0
利润总额	-345	1,140	1,416	1,755	2,140
所得税	4	115	141	174	211
净利润	-350	1,026	1,275	1,581	1,929
少数股东损益	32	22	172	206	237
归母净利润	-382	1,004	1,103	1,375	1,692

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

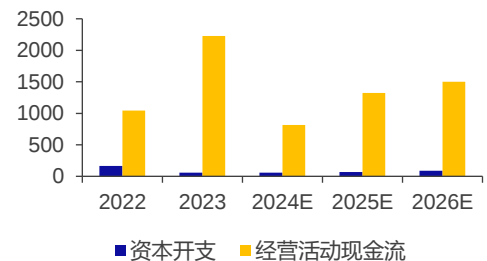
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-350	1,026	1,275	1,581	1,929
加：折旧摊销减值	549	632	108	106	122
财务费用	0	15	-63	-76	-96
非经营损失	78	82	56	56	56
营运资本变动	704	418	-563	-345	-509
其它	458	510	0	0	0
经营活动现金流	1,045	2,227	813	1,322	1,503
资本开支	167	59	59	67	89
其它投资现金流	-475	-1,408	-56	-56	-56
投资活动现金流	-642	-1,467	-115	-123	-145
吸收投资	1	1	0	0	0
负债净变化	20	723	-571	122	103
支付股利、利息	266	305	410	450	561
其它融资现金流	-91	-112	63	76	96
融资活动现金流	-336	307	-917	-253	-362
净现金流	101	1,042	-219	947	995

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

资本开支与经营活动现金流



百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,649	7,939	8,142	9,474	10,965
现金及等价物	3,831	4,592	4,373	5,319	6,314
应收款项	2,210	2,046	2,280	2,428	2,572
存货净额	1,061	883	1,032	1,245	1,571
合同资产	100	134	173	199	224
其他流动资产	448	284	284	284	284
长期投资	533	475	475	475	475
固定资产	349	422	420	423	443
无形资产及其他资产	3,056	4,364	4,364	4,364	4,364
资产总计	11,587	13,200	13,401	14,737	16,248
流动负债	5,710	6,321	5,657	5,862	6,005
短期借款	523	1,264	693	815	918
应付款项	1,074	1,316	1,223	1,306	1,346
其它流动负债	4,113	3,741	3,741	3,741	3,741
非流动负债	117	171	171	171	171
负债合计	5,827	6,492	5,827	6,033	6,176
股本	1,032	1,032	1,032	1,032	1,032
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,468	1,557	1,557	1,557	1,557
其他综合收益	-2	0	0	0	0
盈余公积	315	379	450	538	647
未分配利润	2,757	3,412	4,035	4,871	5,893
少数股东权益	173	312	484	690	927
股东权益	5,760	6,708	7,573	8,704	10,072
负债和股东权益合计	11,587	13,200	13,401	14,737	16,248

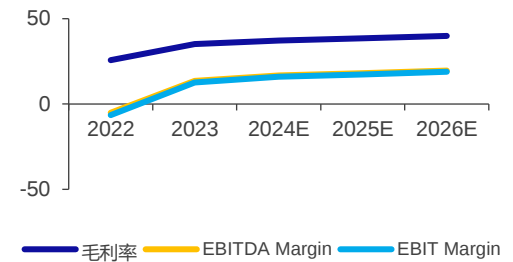
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

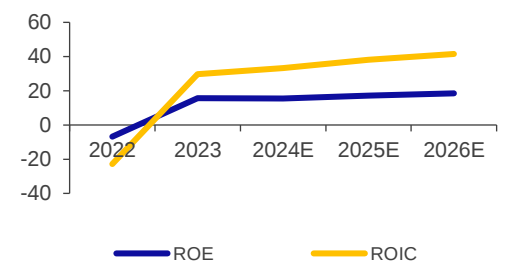
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	-0.37	0.97	1.07	1.33	1.64
每股经营现金流	1.01	2.16	0.79	1.28	1.46
每股红利	0.00	0.00	0.40	0.44	0.54
每股净资产	5.41	6.20	6.87	7.77	8.86
关键运营指标(%)					
ROIC	-22.8	29.8	33.3	38.2	41.5
ROE	-6.8	15.7	15.6	17.2	18.5
毛利率	25.7	35.2	37.2	38.5	39.9
EBITDA Margin	-5.1	13.6	16.7	18.1	19.6
EBIT Margin	-6.5	12.6	16.0	17.4	18.9
营业总收入同比增长	-4.3	11.9	2.5	13.9	12.2
归母净利润同比增长	-154.2	-	9.9	24.7	23.1
资产负债率	50.3	49.2	43.5	40.9	38.0
净资产周转率	1.19	1.19	1.10	1.11	1.10
总资产周转率	0.57	0.58	0.58	0.61	0.62
有效税率	-1.3	9.6	9.6	9.6	9.6
股息率	0.0	0.0	1.9	2.1	2.6
估值指标(倍)					
P/E	-55.9	21.3	19.4	15.5	12.6
P/B	3.8	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/Sale	3.0	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	-59.4	20.6	16.1	13.2	11.1
股本	1,032	1,032	1,032	1,032	1,032

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

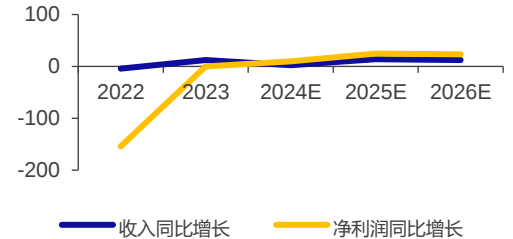
经营利润率(%)



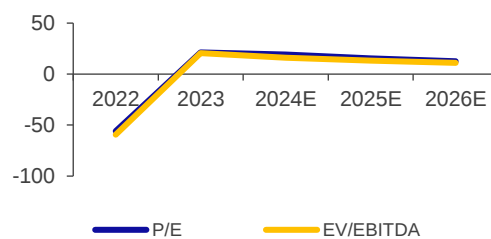
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。