

计算机

2025年06月19日

新国都 (300130)

—— AIGC 与支付出海 (Fintech 系列深度之二十)

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

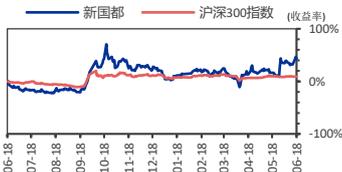
- 本篇报告主要强调：公司海外本地收单在国内 A 股上市收单公司中领先；公司海外参股的 AIGC 公司已获得正收益；国内收单行业有较强涨价预期。
- 新国都主要业务包括：收单及增值服务（2024 收入占比 67%）、电子支付产品（即 POS 机具，2024 收入占比 30%）。
- 预期差一：公司跨境支付与海外本地收单进展在第三方支付公司中领先。公司已经取得稀缺的卢森堡 PI 牌照，是近三年来唯一获得该支付牌照的 A 股上市公司，且公司在欧洲已落地首笔本地收单；POS 机具方面，2024 年公司 POS 机海外收入占 POS 机总收入比例已超 95%，POS 机海外收入超 9 亿元。2021 年公司 POS 机具全球出货量排名第十，有较强竞争力。另外，公司海外重点布局 SoftPOS 发展海外移动支付，获全球首张 MPoC 证书证明公司 SoftPOS 安全性、功能性。
- 预期差二：公司海外 AIGC 布局已产生正收益。公司海外参股公司 Duality Intelligence Limited，持股比例为 35%。该公司已经在海外市场推出多款 AI 应用。2023 年，公司从参股 AI 公司取得投资收益约 3364 万元，推测该 AI 公司 2023 年净利润近 1 亿元。
- 预期差三：国内收单行业出清，利好头部流水与费率。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，根据银联商务、拉卡拉当前公示的费率推测，扫码、刷卡终端费率长期有望达到 1%（当前扫码约 0.38%，刷卡约 0.6%）。公司收单业务综合排名行业靠前，有望享受行业出清红利。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2025-2027 年新国都实现收入 34、36、38 亿元，实现归母净利润 7.4、8.7、9.2 亿元。由于公司业务较为稳定，且与可比公司相似度高，我们使用 PE 进行估值。参考可比公司平均估值，可给予新国都 2025 年 32xPE，对应市值约 237 亿元，相较当前市值仍有 45%以上上升空间。
- 风险提示：国内收单流水不及预期；国内收单费率提升阻碍大于预期；海外 AIGC 参股公司利润表现不及预期；海外跨境支付布局推进不及预期。

市场数据： 2025年06月18日
收盘价(元) 28.12
一年内最高/最低(元) 35.80/14.27
市净率 3.7
股息率(分红/股价) 0.71
流通 A 股市值(百万元) 12,211
上证指数/深证成指 3,388.81/10,175.59

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日
每股净资产(元) 7.68
资产负债率% 25.24
总股本/流通 A 股(百万) 567/434
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
洪依真 A0230519060003
hongyz@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

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,148	701	3,392	3,589	3,821
同比增长率(%)	-17.2	-10.4	7.8	5.8	6.5
归母净利润(百万元)	234	156	738	874	922
同比增长率(%)	-69.0	-29.2	215.2	18.4	5.5
每股收益(元/股)	0.42	0.28	1.30	1.54	1.63
毛利率(%)	40.6	36.6	40.8	41.4	39.8
ROE(%)	5.6	3.6	15.2	15.8	14.9
市盈率	68		22	18	17

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。预计 2025-2027 年新国都实现收入 34、36、38 亿元，实现归母净利润 7.4、8.7、9.2 亿元。参考可比公司平均估值，可给予新国都 2025 年 32xPE，对应市值约 237 亿元，相较当前市值仍有 45%以上上升空间。

关键假设点

国内收单及增值服务收入 = 流水 * 平均净费率

预计 2025-2027 年流水分别为 1.47 万亿元、1.46 万亿元、1.43 万亿元；预计 2025-2027 年平均净费率分别为 0.151%、0.155%、0.158%。

综上，预计收单及增值服务 2025-2027 年收入 22、23、23 亿元，增速 5%、1%、0%；另预计 2025-2027 年国内收单及增值服务毛利率为 41%、42%、39%。

电子支付设备方面，预计 2025-2027 年海外收入增速为 12%、9%、10%；预计 2025-2027 年国内收入增速为-20%、-20%、-20%。

综上，预计电子支付设备 2025-2027 年收入 10、11、12 亿元，增速 11%、8%、9%；另预计 2025-2027 年电子支付设备毛利率为 40%、39%、39%。

有别于大众的认识

预期差一：市场可能不了解公司在海外布局的领先性

公司跨境支付与海外本地收单进展在第三方支付公司中领先。公司已经取得稀缺的卢森堡 PI 牌照，是近三年来唯一获得该支付牌照的 A 股上市公司，且公司在欧洲已完成本地收单落地；POS 机具方面，2024 年公司 POS 机海外收入占 POS 机总收入比例已超 95%，POS 机海外收入超 9 亿元。2021 年公司 POS 机具全球出货量排名第十，有较强竞争力。另外，公司海外重点布局 SoftPOS 发展海外移动支付，获全球首张 MPoC 证书证明公司 SoftPOS 安全性、功能性。

预期差二：市场可能忽视公司目前在 AIGC 方面的布局

公司海外参股公司 Duality Intelligence Limited，持股比例为 35%。Duality Intelligence 已经在海外市场推出多款 AI 应用。公司已从该境外 AI 公司取得正投资收益。2023 年，公司从参股 AI 公司取得投资收益约 3364 万元，推测该 AI 公司 2023 年净利润近 1 亿元。

预期差三：市场可能忽视收单行业正出现的较大变化

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，根据银联商务、拉卡拉当前公示的费率推测，扫码、刷卡终端费率长期有望达到 1%（当前扫码约 0.38%，刷卡约 0.6%）。

股价表现的催化剂

跨境支付相关政策出台；海外大模型能力大幅提升；消费相关刺激政策出台

核心假设风险

国内收单流水不及预期；国内收单费率提升阻碍大于预期；海外 AIGC 参股公司利润表现不及预期；海外跨境支付布局推进不及预期

目录

1. 新国都：特点是支付出海与 AIGC	6
1.1 业务：集团化管理，90%以上业务收入聚焦于支付行业	6
1.2 发展方向：本质上是追求商业模式的改善	7
1.3 财务分析：近年盈利能力维持高位，现金流充沛是优势	9
2 国内收单行业 β 带来业绩高增	11
2.1 源起：收单产生于支付服务的不断分工和细化	11
2.2 当下：经历快速发展期与调整期，步入高质量发展时代	13
2.3 未来：出清、“支付+”支撑提费，行业盈利能力上台阶	16
3 支付出海，公司已行业领先	19
3.1 布局：跨境支付平台 PayKKa 建立，海外本地收单落地	19
3.2 行业：市场广阔、政策加持，支付出海正当时！	20
3.3 POS 机具：深耕出海 13 年，海外营收占比超 90%	22
4 AIGC：结合地域特征，国内海外同布局	25
4.1 国内 to B：打造 AI“数字员工”	25
4.2 海外 to C：推出多款 AIGC 应用，已取得商业化成效	25
5 盈利预测与估值分析	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资分析意见	30
5.3 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司业务结构稳定, 收单及增值服务、电子支付产品为两大收入支柱	7
图 2: 2024 年公司两大主业收入增速下滑 (单位: 亿元)	7
图 3: 2021 年以来公司主业毛利率大幅提升.....	7
图 4: 公司的总体发展方向本质上是追求商业模式的改善	8
图 5: 以 POS 机具为基础, 向软件化、智能化、产业链整合、出海方向发展	9
图 6: 2023 年以来收入增速有所下滑	9
图 7: 近年公司盈利能力维持高位	9
图 8: 2021 年以来公司销售毛利率持续提升.....	9
图 9: 近两年三大类人员人数均有收缩	10
图 10: 人均薪酬增长较多, 可能主要由于结构变化 (单位: 万元)	10
图 11: 2020 年以来运营效率指标总体向好	11
图 12: 公司现金流充沛, 安全边际高	11
图 13: 传统收单主要参与方及其主要资金流、信息流情况	12
图 14: 收单机构产生于支付服务的不断分工和细化。	13
图 15: 经历行业爆发期与调整期, 步入高质量发展时代.....	14
图 16: 2023 年以来收单行业头部公司基本面数据证明费率已确实进入上行通道	17
图 17: 嘉联支付涉及的相关“支付+”市场规模 2027 年预计达到 1500 亿元... 19	19
图 18: 跨境支付服务向一站式综合服务进阶, 实力反哺行业.....	20
图 19: B2B 较 B2C 标准化较弱、风控难度更高, 新进入者有较多机会	21
图 20: 2022 年以来海外收入均超 9 亿元	23
图 21: 新国都 POS 机海外收入占比持续提升	23
图 22: PicSo “Edit Image” 功能, 对原图像输入 “Turn short hair into long” prompt.....	25
图 23: PicSo “Extend Image” 功能, 对两张图片输入 “Romantic evening, man wants to kiss lady” prompt.....	25
图 24: Facemagic 换脸示例.....	26
表 1: 公司主要业务聚焦在收单服务及电子支付产品	6
表 2: 线下刷卡、线下扫码主要参与方举例	12
表 3: 监管态度: 鼓励支付创新、违规行为惩处、引导让利实体	14

表 4: 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	16
表 5: 2023 年以来, 支付机构普遍提价	16
表 6: 以银联商务、拉卡拉为代表, 2024 年头部收单公司开始大幅提价	17
表 7: 2018 年以来, 嘉联支付持续布局“支付+”	18
表 8: 新国都已获海外高含金量牌照, 海外收单已领先	19
表 9: 新国都切入的跨境出口 B2B 贸易支付具有近 5 万亿 TAM, 且目前仍是蓝海	20
表 10: B2B 跨境支付市场渗透率低, 增速快, 前景好	21
表 11: 近期政策密集催化, 多处提到跨境支付系统的建设	21
表 12: 公司 POS 机具海外布局十年以上, 较为成熟	22
表 13: 2021 年度支付企业全球细分市场 POS 机具出货量排名	23
表 14: 公司强势地区亚太、欧洲、中东非预计 2024-2029 年增速全球靠前	24
表 15: 海外实体卡支付仍是主流, 支付需求与国内有差别	24
表 16: 新国都业务收入、毛利率拆分 (单位: 百万元)	28
表 17: 新国都主业可比公司估值表	30

1. 新国都：特点是支付出海与 AIGC

1.1 业务：集团化管理，90%以上业务收入聚焦于支付行业

新国都业务主要聚焦在收单服务及电子支付产品。公司以集团化发展为特色，多业务并行，子业务大多由独立子公司负责。

1) **收单及增值服务**：国内业务由子公司嘉联支付负责，业务主要包括传统国内线下银行卡、二维码收单及以支付为入口的场景数字化服务。这部分业务较为成熟，是公司收入支柱；海外业务由新国都 2023 年推出的全球支付服务品牌 PayKka 负责，处于初期快速发展阶段。

2) **电子支付产品**：由子公司新国都支付负责，主要提供各类金融 POS 机（智能 POS、移动 POS、扫码 POS 终端、刷脸支付终端、台式 POS、MPOS 及新型支付终端）、密码键盘及外接设备。产品主要销往海外。

3) **其他业务**：其他业务体量在千万收入量级，收入占比较小，其中相对重要的为审核业务。

表 1：公司主要业务聚焦在收单服务及电子支付产品

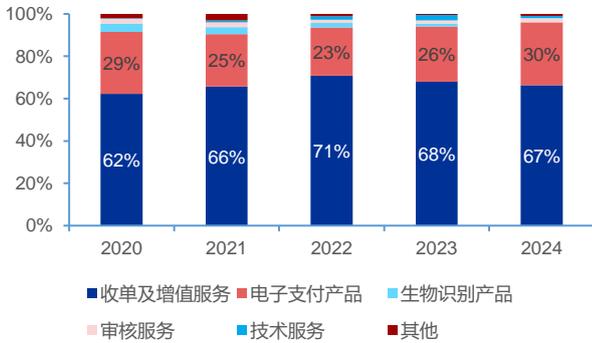
主要业务	负责子公司	子业务	业务内容	收入占比 (2024)
收单及增值服务	嘉联支付	国内收单业务	包括线下银行卡收单、二维码收单	67%
		场景数字化服务	包括嘉联云店、商户 SaaS、共享充电宝、政府消费券、电子发票、流量广告、银行合作、开放平台	
电子支付产品	新国都支付	电子支付的综合性解决方案	以金融 POS 机为主的电子支付受理终端设备软硬件的生产、研发、销售和租赁，产品包括各类 POS 机、密码键盘及外接设备	30%
审核服务业务	长沙法度	综合审核服务	审核认证服务、运营内容和业务审核服务	2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司业务结构稳定，收单及增值服务、电子支付产品为两大收入支柱。收单及增值服务、电子支付产品收入之和占比 2024 年为 97%。

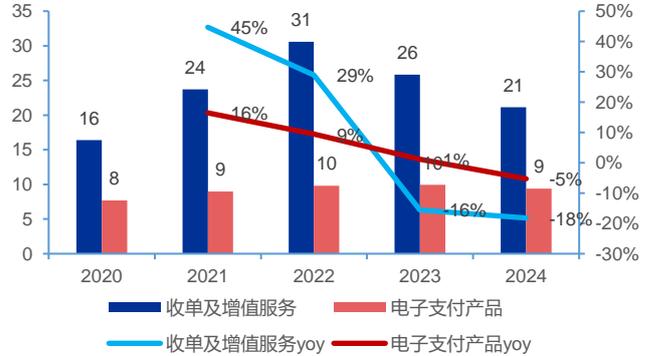
近两年公司两大主业收入增速下滑。2023 年收单及增值服务收入负增长主要是因为受牌照续展因素影响，收单业务交易流水同比下降所致。2024 年收单及增值服务收入负增长可能与商户合规程度提高导致流水进一步下滑有关。

图 1：公司业务结构稳定，收单及增值服务、电子支付产品为两大收入支柱



资料来源：公司年报，申万宏源研究

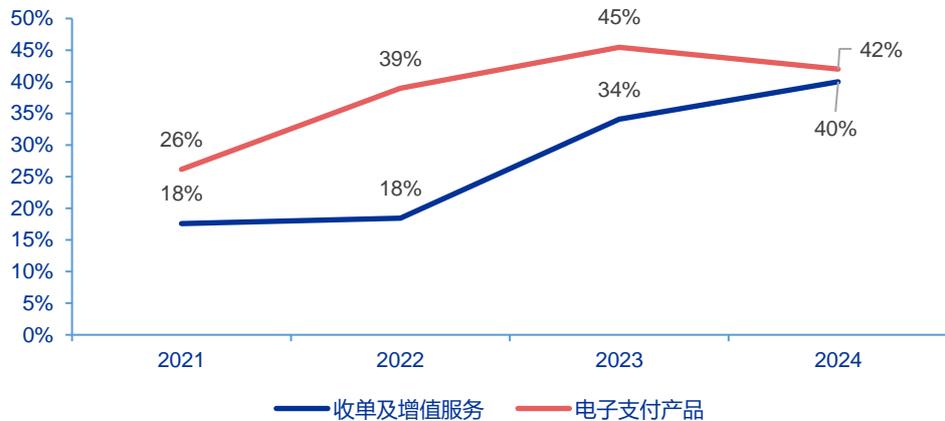
图 2：2024 年公司两大主业收入增速下滑（单位：亿元）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2021 年以来公司主业毛利率大幅提升。收单与增值服务毛利率从 2021 年 18% 上升至 2024 年的 40%，主要由于收单行业出清及公司经营策略的调整与优化。电子支付产品毛利率从 2021 年 26% 上升至 2024 年的 42%，主要由于海外市场收入占比提升。

图 3：2021 年以来公司主业毛利率大幅提升

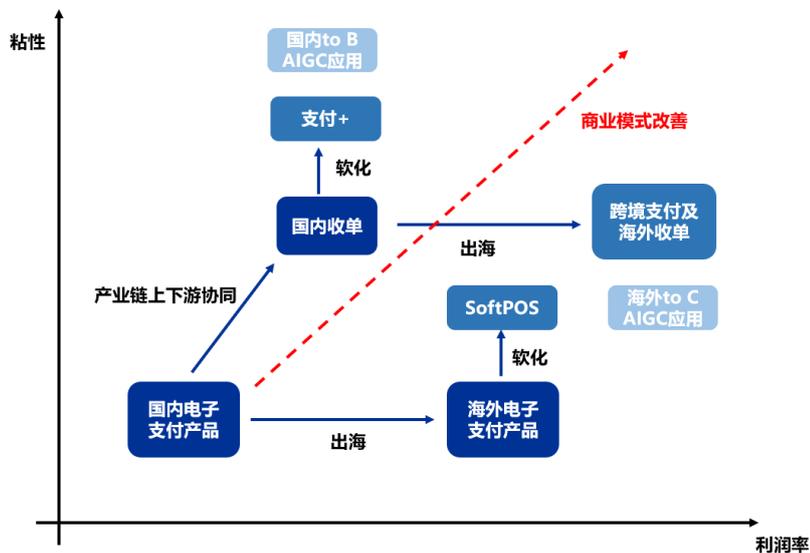


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 发展方向：本质上是追求商业模式的改善

公司的总体发展方向本质上是追求商业模式的改善。新国都成立于 2001 年，以 POS 机具为基础，向软件化、智能化、产业链整合、出海方向发展，带来的是粘性和利润率的提升。

图 4：公司的总体发展方向本质上是追求商业模式的改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究

复盘公司上市后的发展历程，公司对产业趋势的洞察较为敏锐。

2010-2012 年 POS 机具处于快速渗透阶段，公司在把握银联体系的市场份额的基础上积极拓展商业银行及第三方收单支付机构，三年内这两个细分领域取得了翻倍的增长。同时海外布局方面，2010 年开始调研海外市场，2012 年与美国 Exadigm 公司合作。

2013-2016 年，公司关注到互联网浪潮即将给产业带来的巨大改变，主动寻求转型。技术上，公司加大互联网相关技术的布局，先后推出可于智能手机连接使用的 MPOS 及智能 POS。同时，公司也通过收并购进行生物识别、物联网云技术等技术储备。2016 年公司已关注到支付产业对产业链上下游进行整合的趋势。

2018 年，公司收购收单公司嘉联支付进行产业链整合，嘉联支付交易流水和营收规模持续快速增长，收单业务成为公司关键收入支柱。

2020 年以来，疫情影响叠加第三方支付行业高压监管的环境下，公司积极探索创新业务与收单出海。2021 年开始公司已开始布局 AIGC 领域，2023 年参股海外公司成功推出多款 AIGC 应用实现较好商业化成效。支付服务出海方面，公司在行业内较为领先。目前已获得卢森堡 PI 牌照、中国香港地区 MSO 牌照、美国 MSB 牌照，具备海外本地收单与跨境支付业务的条件。公司在欧洲已落地本地收单业务。

图 5：以 POS 机具为基础，向软件化、智能化、产业链整合、出海方向发展



资料来源：公司公告，申万宏源研究

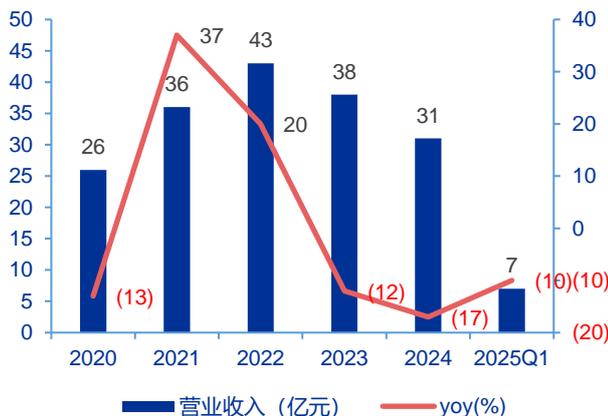
1.3 财务分析：近年盈利能力维持高位，现金流充沛是优势

公司 2023 年以来收入有所下滑。2023 年收入增速为-12%，2024 年收入增速为-17%。

由于公司近年有大笔一次性营业外支出，因此扣非归母净利润更能反映公司真实营业情况。公司 2022 年营业外支出达 2.19 亿元，主要由于嘉联支付在收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络的情形，按照相关要求将涉及资金退还指定账户产生的相关支出。2024 年营业外支出达 3.34 亿元，主要由于嘉联支付涉税调整事项所致。

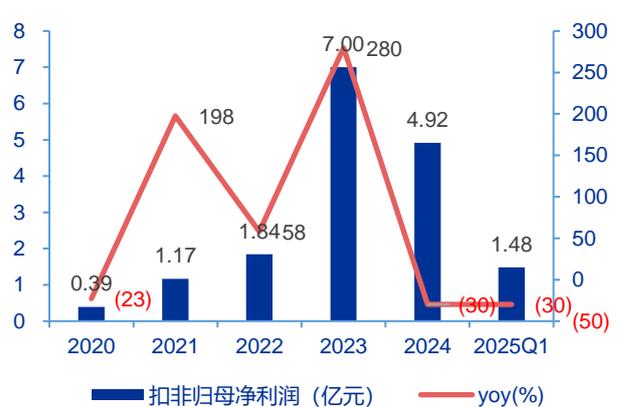
近年公司扣非归母净利润高增。公司扣非归母净利润 2023 年达 7 亿元，增速 280%。2024 年增速下滑主要由于 2023 年高基数，但仍较 2022 年及以前大幅提升。

图 6：2023 年以来收入增速有所下滑



资料来源：wind，申万宏源研究

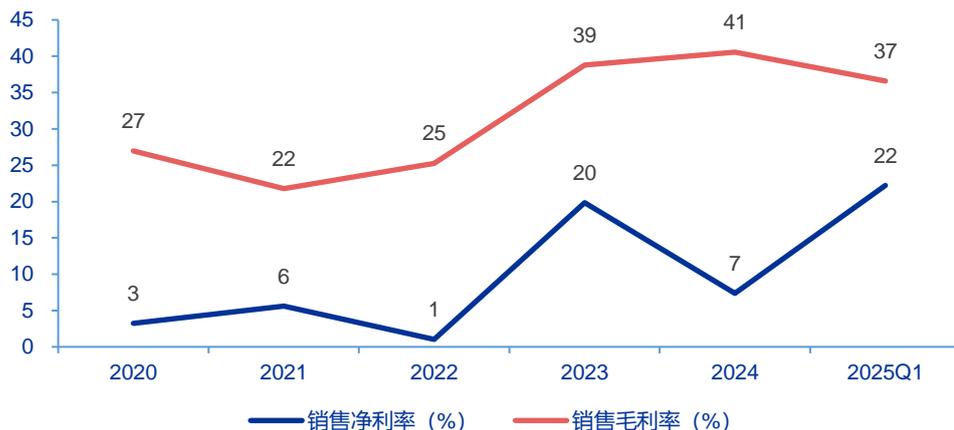
图 7：近年公司盈利能力维持高位



资料来源：wind，申万宏源研究

2021 年以来公司销售毛利率提升幅度较大。公司销售毛利率由 2021 年 22% 提升至 2025Q1 的 37%，2024 年全年销售毛利率达到 41%。

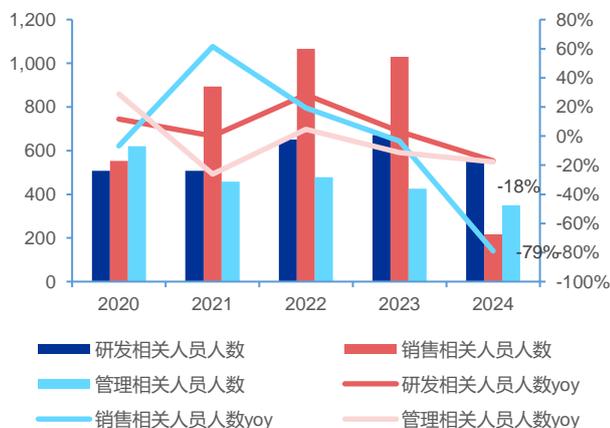
图 8：2021 年以来公司销售毛利率持续提升



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

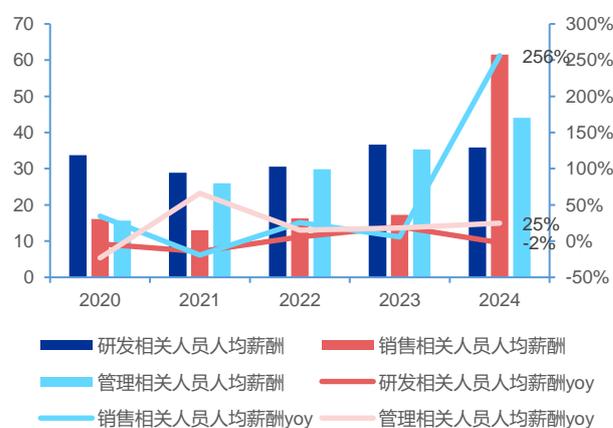
近两年通过控制员工人数进行费用控制, 人均薪资有所提升可能主要由于结构化变化。 2023、2024 年三类人员均负增长, 2024 年下降幅度较 2023 年更大, 尤其是销售人员增速为-79%, 这可能主要由于公司更多将地推业务外包而减少自身地推人员。2024 年销售人员人均薪酬大幅提升, 可能主要由于薪酬较低的地推人员的数量大幅减少导致。

图 9: 近两年三大类人员人数均有收缩



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 10: 人均薪酬增长较多, 可能主要由于结构变化 (单位: 万元)

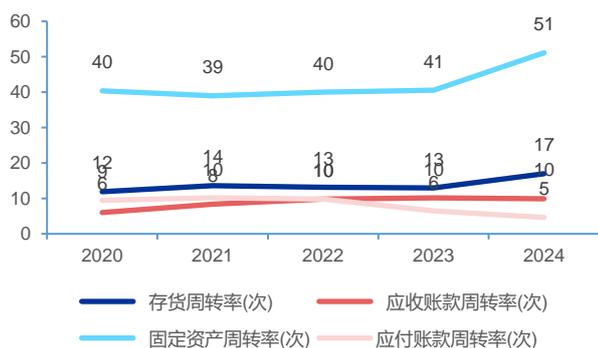


资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

2020 年以来运营效率指标总体向好。 2020 年以来公司存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率均持续提升。近两年应付账款周转率下降, 公司对下游议价能力提升。

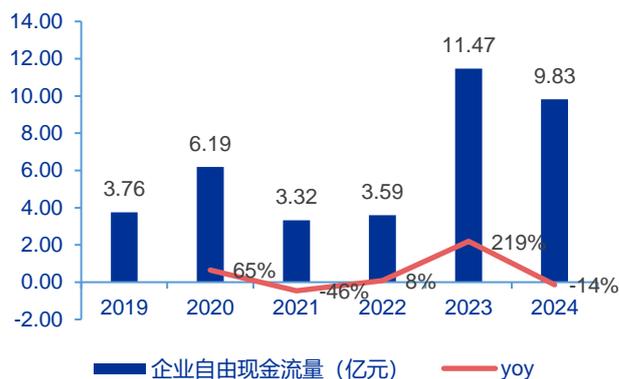
公司现金流充沛, 安全边际高。 公司企业自由现金流每年都在 3 亿元以上, 2023 年达到 11 亿元。且公司 2025Q1 货币资金 26 亿元, 资金充沛。

图 11: 2020 年以来运营效率指标总体向好



资料来源: iFinD, 申万宏源研究

图 12: 公司现金流充沛, 安全边际高



资料来源: wind, 申万宏源研究

2 国内收单行业β带来业绩高增

2.1 源起: 收单产生于支付服务的不断分工和细化

传统收单业务: 商家接受消费者的支付时, 收单机构为商家提供交易处理及资金结算等金融服务, 并收取手续费收入。

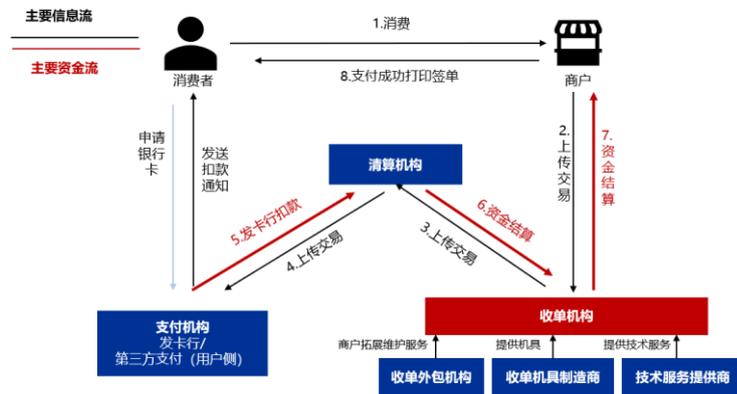
收单过程中主要涉及收单机构、清算机构、支付机构等。

收单机构的作用包括: 1) **连接商户与支付系统。** 将商户和各种支付系统(如银行卡支付网络、移动支付平台等)连接起来。对于商户而言, 他们无需去和复杂的支付系统逐一建立联系, 只需要和收单机构合作。2) **为商户提供支付受理设备与技术支持。** 包括 POS 机具, 及对新出现的技术升级。3) **交易处理与资金结算。** 交易处理包括验证银行卡/二维码的合法性。资金结算过程中收单机构需要和发卡银行、清算机构等多个主体进行资金清算和对账, 确保资金准确无误地到达商户的银行账户。

清算机构主要为银联、网联, 作用包括: 1) **资金清算与结算功能。** 银联针对银行间的资金清算, 网联针对网络支付业务清算。2) **提供支付转接服务。** 银联为银行之间的支付交易提供转接服务。例如当消费者在境外使用银联卡进行消费时, 银联会将交易信息从当地的受理网络转接至国内的发卡银行; 网联转接功能主要是针对网络支付, 将不同支付机构之间的支付请求进行转接。3) **维护支付清算秩序。** 4) **数据处理与统计分析。**

支付机构主要包括发卡行、第三方支付机构等, 作用包括: 1) **提供支付服务。** 包括支付方式创新及场景创新。2) **资金处理与结算服务。** 包括资金托管与管理、结算服务优化。3) **用户账户管理与服务。** 包括账户体系构建与增值服务。4) **普惠金融服务。**

图 13：传统收单主要参与方及其主要资金流、信息流情况



资料来源：申万宏源研究

收单机构参与者包括银行、专业第三方持牌收单公司。二者是既合作又竞争的关系，商业银行会与第三方收单公司合作，由第三方收单公司做市场拓展。

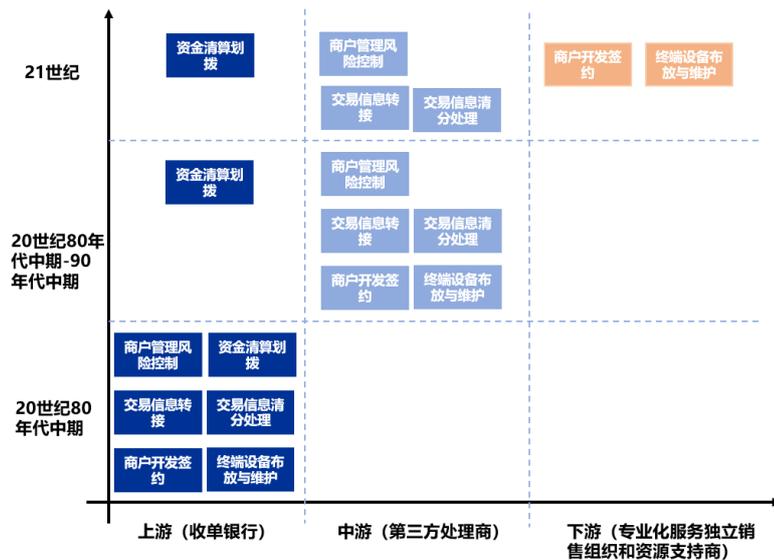
支付机构主要包括商业银行与用户侧第三方支付机构。用户侧第三方支付机构例如支付宝、财付通、京东支付等。

表 2：线下刷卡、线下扫码主要参与方举例

	线下刷卡	线下扫码
收单机构	商业银行 专业第三方持牌收单公司：银联商务、拉卡拉、新大陆（国通星驿）、新国都（嘉联支付）等	
清算机构	银联	网联
支付机构	商业银行	第三方支付机构：支付宝、财付通、京东支付等

资料来源：申万宏源研究

收单机构产生于支付服务的不断分工和细化。20 世纪 80 年代中期银行承担从商户开发签约到资金清算划拨的所有工作。20 世纪 80 年代中期到 90 年代中期，专业的第三方处理商出现，为银行承包除了资金清算划拨外所有工作并分成。21 世纪以来，支付服务进一步细化，第三方处理商也会将商户开发签约、终端设备布放与维护工作交给专业化服务独立销售组织和资源支持商。

图 14：收单机构产生于支付服务的不断分工和细化。


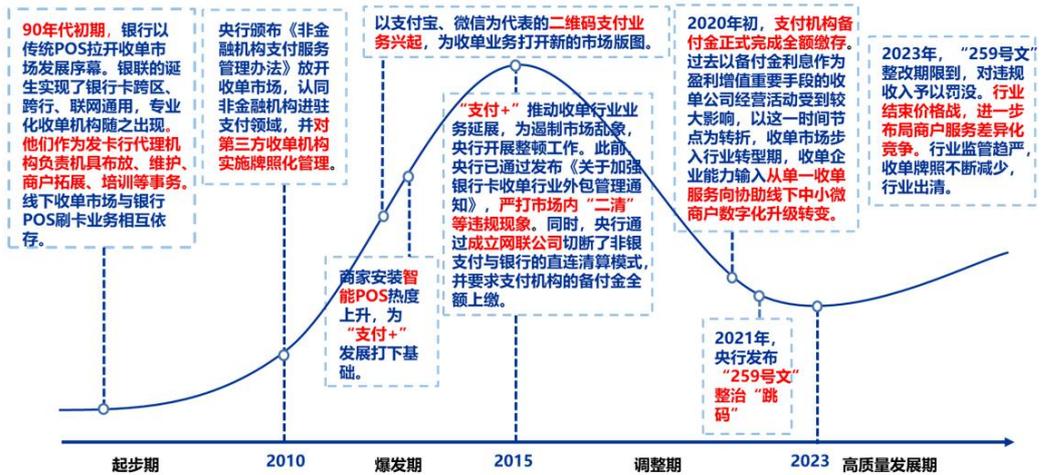
资料来源：新国都招股说明书，申万宏源研究

2.2 当下：经历快速发展期与调整期，步入高质量发展时代

2010 年开始，收单行业进入快速增长阶段。2010 年央行颁布《非金融机构支付服务管理办法》，对收单机构实行牌照化管理，收单机构的存在合规化，并明确了业务门槛与范围。此后，行业随着支付业务不断创新快速发展。

2015 年开始，由于行业不断创新过程中出现较多风险问题，央行不断出台政策规范行业。

以“259 号文”为契机，行业 2023 年进入出清+高质量发展阶段。《关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》（即“259 号文”）背景是支付机构把优惠费率给予并不该享有优惠的商户（即“跳码”），将手续费差额收入囊中，造成“国有资产流失”。该《通知》明确要求一台银行卡受理终端只能对应一个受理终端序列号，一台银行卡受理终端只能对应一个特约商户，即“一机一户”、“一机一码”。2022 年对支付机构存在“跳码”的情况罚款，行业几乎所有收单机构都受到较大处罚，行业从尾部开始出清。

图 15：经历行业爆发期与调整期，步入高质量发展时代


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

从上述发展阶段看，监管对行业的发展起到非常关键的作用。

监管的态度包括三方面：1) 对第三方支付刺激消费、改善支付流程价值的肯定；2) 对行业违规获取收益或导致资金风险行为的监管与处罚。包括客户备付金的存放与使用的规范、“二清”、“跳码”、“套现”等乱象整治。3) 持续引导让利实体。《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》、《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》均要求银行、银联让利，引导收单机构降费。

由此可以看出，实际上，对于能规范经营的支付机构，监管实际上是鼓励它们在合规的基础上创新的。

表 3：监管态度：鼓励支付创新、违规行为惩处、引导让利实体

时间	名称	发布机构	背景	主要内容	影响
2010	《非金融机构支付服务管理办法》	中国人民银行	一方面政府看到了“第三方支付机构”在支持“刺激消费、扩大内需”。另一方面，行业存在客户备付金的权益保障等问题需要法规及监管措施及时预防与纠正。	明确非金融机构提供的网络支付、预付卡的发行与受理、银行卡收单等支付服务受该办法管理。	规定了非金融机构从事支付服务需取得《支付业务许可证》，划定了门槛与范围，支付机构能在 合规的基础上进行创新
2015	《关于加强银行卡收单业务外包管理的通知》(即“199号文”)	中国人民银行	关键是为了清理无资质“二清”机构。 “二清”机构是指未获得中国人民银行支付业务许可证，在持牌收单机构的支持下实际从事支付业务的机构。	规范收单机构与外包机构合作，要求收单机构不得将核心业务外包，防止外包机构转让或转包业务。	要求有效防范二清风险
2016	《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》	中国人民银行	国家具有扩大消费促进经济增长的需求	将发卡行服务费、银行卡清算机构的网络服务费由政府定价改为实行政府指导价、上限管理，收单服务费由政府指导价改为市场调节价。对部分商户实行优惠措施，标准类商	降低商户经营成本、扩大银行卡受理意愿

				户费率为 0.6%，民生相关优惠类商户费率为 0.38%~0.48%，公益类商户 0 费率。	
2017	《关于持续提升收单服务水平规范和促进收单服务市场发展的指导意见》	中国人民银行	聚合支付的快速发展与乱象并存	鼓励收单机构服务创新。加强特约商户和外包服务机构管理，强化收单机构管理责任，其中要严格规范聚合支付服务合作。	鼓励聚合支付的同时加强监管力度
2021	《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》	中国人民银行	支持小微企业发展、引导支付行业让利实体经济	降低银行账户服务收费、降低人民币转账汇款手续费、取消部分票据业务收费、降低银行卡刷卡手续费。票据业务降费期限为长期，其余降费措施优惠期限为 3 年；票据业务、银行卡刷卡降费对象为所有客户（商户），其余措施降费对象为小微企业和个体工商户。	引导收单机构让利实体经济
2021	《关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》	中国人民银行	支付机构把优惠费率给予不该享有优惠的商户（即“跳码”），将手续费差额收入囊中，造成“国有资产流失”。	明确清算机构、收单机构的责任，明确对各类支付终端的要求。 明确要求一台银行卡受理终端只能对应一个受理终端序列号，一台银行卡受理终端只能对应一个特约商户，即“一机一户”、“一机一码”。	个人 POS 机套码乱象得到整治。银联要求 2023 年底完成终端改造。
2022	《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》	中国银保监会、中国人民银行	1) 受疫情影响，很多人还款能力明显下降， 信用卡逾期率上升 。部分人通过申请更多信用卡“借新还旧”，陷入过度借贷的漩涡 2) 信用卡业务是各家银行业金融机构竞争较为激烈的领域 ，部分银行业金融机构为争夺市场份额，经营规范性欠佳，服务理念薄弱，风险管控缺位	银行业金融机构、收单机构、清算机构应当建立健全对套现、盗刷等异常信用卡行为和非法资金交易的监测分析和拦截机制，对可疑信用卡、可疑交易依法采取管控措施，持续有效防控套现、欺诈风险，防范信用卡被用于违法犯罪活动。	对信用卡套现问题加强监管，对收单机构提出更高合规要求
2023	《非银行支付机构监督管理条例》	国务院	1) 推动非银行支付行业良性竞争和规范健康发展。 2) 将非银行支付行业的全链条全周期监管纳入法治化、规范化轨道，防范支付风险。 3) 引导非银行支付机构（以下简称支付机构）以服务实体经济为本，更好保护用户合法权益，进一步发挥其繁荣市场经济和便利人民生活等积极作用。	在支付业务方面，《条例》适应支付业务发展需要，将支付业务分为储值账户运营和支付交易处理两类，并授权中国人民银行制定具体规则。	条例是 首部 非银行支付机构监管的 行政法规

资料来源：中国人民银行官网，国务院官网，申万宏源研究

2.3 未来：出清、“支付+”支撑提费，行业盈利能力上台阶

基于上述复盘，监管的严苛并非要“消灭”第三方支付行业，而是希望第三方支付机构承担起对控制商户交易风险、合规运营、赋能并让利实体的责任，而对行业中服务、合规能力不达要求的商户进行淘汰。

实际数据表明，行业正在出清中，未来传统收单同质化竞争将趋缓。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。

表 4：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

2023 年以来，支付机构普遍提价，但头部机构提价较温和，一些排名相对靠后的机构提价非常激进。2023 年以来支付机构普遍由于“259 号文”执行、合规成本高、巨额罚单等因素开始提价。头部机构如拉卡拉、国通星驿上调万 2，海科融通提价达万 250+单笔 3 元。

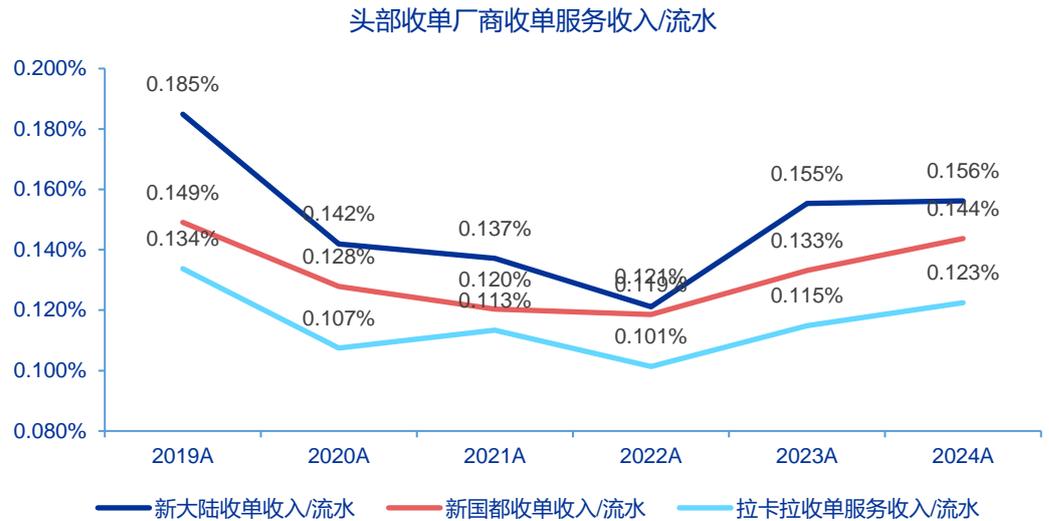
排名相对靠后的机构提价，一方面给予了头部机构市占率提升的机会，另一方面也打开了费率上行的通道。头部机构无论是合规性还是交易安全性都较好，叠加更低的费率市占率有望提升。

表 5：2023 年以来，支付机构普遍提价

公司	涨价情况
拉卡拉	2022 年 12 月 30 日起部分终端入网 121 天后费率上调万 2，即日起 2022 年 8 月 31 日(含)之前首次绑定终端费率为 0.62%，新入网终端费率还是 0.6%。
国通星驿	2023 年 1 月 3 日开始调价，收 99 流量费+上调万 2+30 天后上调万 2。
现代金融控股(成都)有限公司	2023 年 1 月 5 日起，对 2016 至 2021 年的历史产品入网超过 180 日的部分商户，订单支付交易加收 0.1% 至 1.4% 的“附加服务费”。
海科融通	2023 年 7 月 27 日费率进行了调整，费率涨价高达万 250+单笔 3 元
盛付通	2023 年 10 月 19 日零点，2023 年 5 月 31 日前入网的商户费率统一调整至万 71+单笔 3 元
合利宝	2023 年 1 月 1 日起，针对 2021 年 5 月 1 日之前注册的 4G 产品费率上调至万 100+3

资料来源：合利宝官网，拉卡拉，移动支付网，豆瓣，申万宏源研究

2023 年收单行业头部公司基本面数据证明费率已确实进入上行通道。用三家收单上市公司收单业务相关收入/年报中公告流水算出其净费率的近似值，可以看出 2023 年三家净费率都出现了明显提升。

图 16：2023 年以来收单行业头部公司基本面数据证明费率已确实进入上行通道


资料来源：iFinD，各公司年报，申万宏源研究

注：收入新大陆取“商户运营及增值服务”，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

近期头部收单公司公告提价，费率持续上行概率较高。2024 年 4 月 30 日，银联商务公告提费，借记卡费率 1%，贷记卡 1.5%，扫码 1%。2024 年 8 月 30 日，拉卡拉公告提费，借记卡费率 1%（对比之前 0.5%），贷记卡 1.5%（对比之前 0.6%），扫码 1%（对比之前 0.35%-0.6%）。

表 6：以银联商务、拉卡拉为代表，2024 年头部收单公司开始大幅提价

公司	数据时间	类型	费率	备注
嘉联支付（新国都）	2024/2/10	刷卡	0.6%+3	
		刷卡会员	0.5%+3	会员费：599/年；499/半年
		扫码	0.36%	秒到不加 3 不限笔数不限卡
		闪付	0.36%	秒到不加 3 不限笔数不限卡
国通星驿（新大陆）	2024/4/30	刷卡	0.63%+3	当日到账
		扫码	0.38%	单笔 2 万，单日 20 万，300 以内 0 手续费
		闪付	0.38%	
拉卡拉	2024/8/6	借记卡	0.5%	单笔收费最低 0.5 元，最高 100 元；日累计收费最低 0.6 元，最高 500 元。
		贷记卡	0.6%	单笔收费最低 0.78 元，最高 100 元；日累计收费最低 0.78 元，最高 500 元。
		扫码支付	0.35%-0.6%	单笔交易上限可能有所不同，如 2 万元。优惠期可享受更低的费率，如 0.3%-0.5%。
银联商务	2024/4/30	借记卡	1%	封顶 30 元/笔
		贷记卡	1.5%	
		境外卡	4%	
		云闪付/微信/支付宝/其他钱包	1%	
拉卡拉	//	借记卡	%	封顶 元/笔

贷记卡	2%
境外卡	4%
支付宝/微信支付/ 银联二维码等	1%

资料来源：义乌缀富，拉卡拉官网，银联商务，申万宏源研究

新国都子公司嘉联支付银行卡收单机构中排名靠前且较稳定，预期将享受行业出清、提价带来的红利。根据支付百科每年公布的银行卡收单机构榜，2021-2023 年嘉联支付排名分别为 5、3、6，该榜单由评委会从体量指数、创新指数、潜力指数、品牌指数四个维度综合打分得出。

“支付+”成收单行业发展共识，差异化可支持费率上行。“支付+”是一种将支付功能与其他业务或服务深度融合的创新模式。收单业务本身同质化竞争严重。而“支付+”模式能够使收单机构实现差异化竞争，为商户提供更具特色和价值的服务，从而提升自身的竞争力。

同时，“支付+”助力中小商户实现数字化转型，也是国家希望看到的发展方向。

2018 年开始重点布局“支付+”，2024 年年报中相关描述明显增加，体现重视程度再次提升。

表 7：2018 年以来，嘉联支付持续布局“支付+”

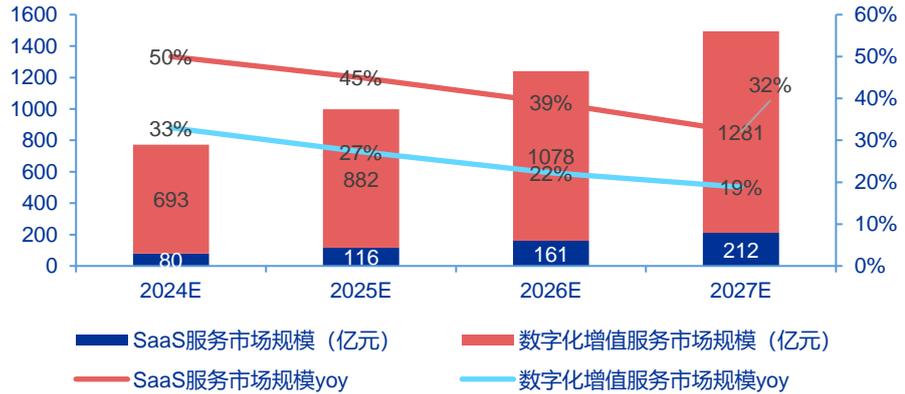
年份	布局
2018	将基于 SaaS 模式，从上游介入商户经营，为商户提供更大的附加价值作为嘉联支付 重点布局 。通过合作自研等方式成功为超过 36 个行业的商户提供不同经营场景的解决方案，提供 获客拓新、订单转化、二次营销、留存复购及经营数据分析、电子发票开具 等一站式服务使用增值服务的商户 超过 30 万家 ，报告期内，增值利润占比超过三成。
2019	使用嘉联支付提供的场景互联网服务的商户数同比增长 30%，与此相关的增值服务费收入已经有了可观的增长。
2020	年报对各业务描述较少，可能由于全年业务受到疫情影响较大
2021	场景数字化服务及金融科技服务实现收入约 8,734.06 万元，占嘉联支付总收入比例约 3.69%
2022	承接了西藏拉萨、日喀则等多地政府消费券项目，消费券累计 核销金额约 1.43 亿元 ，带动消费金额超 7 亿元。
2023	嘉联支付大力推动消费券等权益业务的发展，覆盖西藏、山东、广东、湖北等地 12 个城市， 核销金额约 5.25 亿
2024	嘉联旗下咕朵云开放平台已经入驻 280 家合作机构，其中 SaaS 软件服务商 65 家。报告期内，嘉联支付通过复用现有商户和渠道资源， 共享充电宝业务 取得较大增长。同时，嘉联支付作为 微信支付数电发票全国首家合作机构 ，推出嘉联立开票数电发票平台，为商户提供一站式的开票解决方案。 商户 SaaS 方面，嘉联智慧云店推出 多语言版本 NexgoShop ，助力国内餐饮商家打破语种交流界限，大大提升了海外游客的支付便利性。 积极配合各地政府开展购车补贴、商超消费补贴、以旧换新等消费促进活动，消费券业务规模快速增长，累计开展 547 轮各类消费券补贴活动， 核销金额超过 31 亿元，带动消费金额约 690 亿元 。

资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：“经营场景的解决方案”、“场景互联网服务”、“场景数字化服务”等表述均与“支付+”含义相同，本表使用公司年报原表述。

嘉联支付涉及的相关“支付+”市场规模 2027 年预计达到约 1500 亿元，市场广阔、规模高增。其中，SaaS 服务市场规模 2027 年预计超 200 亿元，增速超 30%；数字化增值服务市场规模 2027 年预计约 1300 亿元，增速近 20%。

图 17：嘉联支付涉及的相关“支付+”市场规模 2027 年预计达到 1500 亿元



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

注：中国中小商户 SaaS 服务市场规模包含中国企业级 SaaS 服务中线下商户 CRM/经营类、餐饮及零售类 SaaS 服务市场规模，不包含线上建站、电商 ERP 等 SaaS 服务；

数字化增值服务主要包含数字化营销服务、共享充电宝、电商服务、金融服务等内容。

3 支付出海，公司已行业领先

3.1 布局：跨境支付平台 PayKka 建立，海外本地收单落地

新国都已落实国际化战略布局，团队搭建完成、首笔收单落实。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

PayKka 是新国都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。跨境支付方面，公司上半年中标某银行跨境回款业务服务项目，并与多家平台型公司达成业务战略合作，为跨境企业提供一站式支付解决方案。

已获海外高含金量牌照，欧洲收单已领先。截至 2024H1，公司已经取得卢森堡 PI 牌照、中国香港地区 MSO 牌照、美国 MSB 牌照。其中卢森堡 PI 牌照是较为稀缺的牌照类型，新国都是近三年来唯一获得该支付牌照的 A 股上市公司。根据安永观察，截止 2022 年 PI 牌照全球仅 17 家机构获得。

表：新国都已获海外高含金量牌照，海外收单已领先

国家/地区	中国	中国香港	美国	欧洲	新加坡	其他
-------	----	------	----	----	-----	----

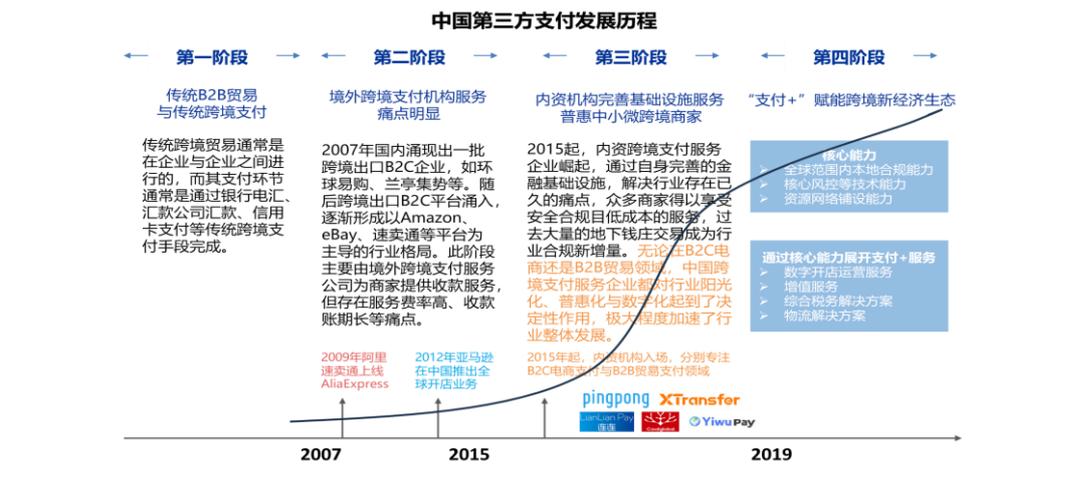
牌照名称	跨境电子外汇支付	MSO	MSB	EMI	MPI	API(英国)
	跨境人民币支付	/	MTL	PI	PI	MSB(加拿大)
要求	审核制	审核制	注册制	审核制	审核制	/
时间	未知	1年	1-2个月	1年	1年	/
难易程度	比较难	难	简单	难	较难	简单

资料来源：跨境支付老牛墨者，申万宏源研究

3.2 行业：市场广阔、政策加持，支付出海正当时！

中国跨境支付发展可分为四个阶段：1) 2015年前，由外资公司主导，行业面临回款慢、费率高、运营难等问题；2) 2015-2016年，以内资公司如 pingpong、连连支付等为代表，通过创新产品和服务改善跨境电商基础设施，降低成本，普惠小微商户，推动行业发展；3) 2017年起，跨境支付机构如 XTransfer 等转向 B2B 市场，专注中小微企业，推进外贸数字化；4) 当前阶段，跨境支付公司通过产品创新提供“支付+”服务，赋能跨境新经济生态，成为其重要建设者。

图 18：跨境支付服务向一站式综合服务进阶，实力反哺行业



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

新国都切入的跨境出口 B2B 贸易支付具有近 5 万亿 TAM，且目前仍是蓝海。

表 9：新国都切入的跨境出口 B2B 贸易支付具有近 5 万亿 TAM，且目前仍是蓝海

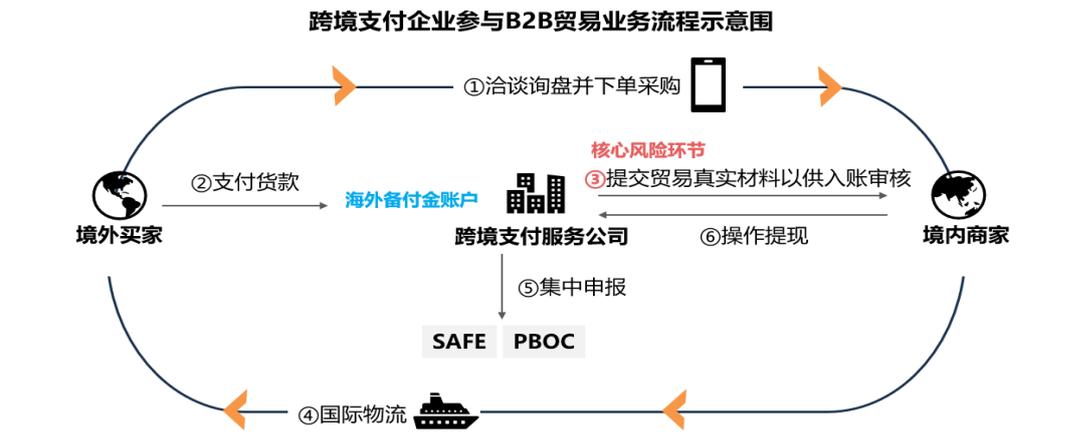
	跨境出口 B2C 电商支付	跨境出口 B2B 贸易支付	跨境进口电商支付	境外线下扫码支付	跨境 C2C 转账	跨境企业间转账
市场规模 (亿元)	18177 (2022)	3451/ 49000 (2022 实际规模/TAM)	2505 (2022e)	3700 (2019)	6117 (2019)	422 (2022e)
行业情况	发展成熟，实力反哺跨境电商行业	蓝海广阔，助力产业整体数字化升级	监管逐步趋严，且业务受疫情影响收缩较严重	市场集中度极高，很难切入	赛道聚焦，第三方支付可切入的市场规模体量较小	赛道聚焦，第三方支付可切入的市场规模体量较小

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

注：跨境出口 B2B 贸易支付 TAM 为在一般贸易额中的中小微企业业务规模总和

B2B 较 B2C 标准化较弱、风控难度更高，新进入者有较多机会。B2B 模式相较 B2C 交易时间更长，从沟通、定制、寻找供应商到发货、清关等，一笔交易往往长达数月，整个链路涉及大量的线下环节。B2B 跨境交易数据呈现分散、非结构化特征，其反洗钱风控环节的难度系数更高。

图 19: B2B 较 B2C 标准化较弱、风控难度更高，新进入者有较多机会



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

B2B 跨境支付市场渗透率不足 10%，跨境支付机构拥有广阔发展前景。根据艾瑞统计测算，2022 年中国跨境出口 B2B 贸易支付总体可实现市场规模 (TAM) 为 4.9 万亿元，同比增长 40%，随着出口 B2B 贸易小额化、碎片化趋势凸显，预计行业 TAM 仍将持续保持高速增长；2022 年市场渗透率仅 7%，市场发展空间巨大。

表 10: B2B 跨境支付市场渗透率低，增速快，前景好

	2019	2020	2021	2022
跨境 B2B 贸易支付市场可实现规模 (亿元)	7000	14000	35000	49000
跨境 B2B 贸易支付实际发生规模 (亿元)	28	77	1995	3451
跨境 B2B 贸易支付渗透率	0.4%	0.6%	5.7%	7.0%
跨境 B2B 贸易支付实际发生规模增速		175%	2491%	73%

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

注：其中“市场可实现规模”为一般贸易额中的中小微企业业务规模总和

近期政策密集催化发布，鼓励跨境支付系统建设及跨境电商，跨境支付市场规模有望扩大。2024 年 4 月 25 日，美国财政部长耶伦在接受路透社采访时表示，对中国银行进行制裁（切断部分中国银行与全球金融体系联系）是可能的。2024 年 4 月以来，国家出台多项政策、多次会议提到跨境支付相关内容。相关政策重点在于跨境支付系统的建设以及鼓励跨境电商。

表 11: 近期政策密集催化，多处提到跨境支付系统的建设

重要文件/新闻	时间	参与单位	与跨境支付相关的内容
《关于数字贸易改革创新发展的意见》	年月	央办 国务院	金融、在线教育、远程医疗、数字化交付等数字服务贸易创新发展。鼓励、经营者、配套服务商等各类主体做大做强

《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》	2024年11月	商务部	优化 跨境贸易 结算。
《关于金融工作情况的报告》	2024年11月	国务院	稳慎扎实推进 人民币国际化 。持续做好重点群体支付服务。健全自主可控的 跨境支付体系 。
金砖国家峰会	2024年10月	-	喀山宣言中提到了跨境支付体系的重要性，并 强调了建立快捷、高效、透明、安全、包容的跨境支付工具的必要性 ；金砖国家共同创建的 独立的跨境贸易支付系统——金砖之桥（BRICSPay） 在峰会期间推出。
第 27 次中国 - 东盟领导人会议	2024年10月	-	中国愿同东盟积极推进铁路、港口等基建合作，加快签署和实施 3.0 版自贸协定， 加强对接跨境支付系统，扩大本币结算规模 。
多边央行数字桥项目第 11 次观察员会议	2024年10月	中国人民银行、世界银行等	会议当天，中国银行河套皇岗分行落地 1 笔秒级“货币桥”跨境汇款业务，为辖区供应链企业完成约 4 万元人民币等值跨境汇款，并 实现秒级到账
关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见	2024年9月	国务院办公厅	优化跨境资金流动管理。完善外汇管理措施，探索基于企业信用的分级管理，提高服务贸易及服务领域对外投资的外汇业务便利度。 扩大人民币在服务贸易领域的跨境使用，支持开展人民币跨境贸易融资和再融资业务 。
《关于智慧口岸建设的指导意见》	2024年9月	海关总署等多部门	支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展，探索智能撮合、智能合约、 数字人民币跨境支付 ，便利在线跨境交易
《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	2024年6月	商务部 9 部门	支持符合条件的银行和非银行支付机构按规定凭交易电子信息， 为跨境电商企业提供高效、低成本的跨境资金结算服务 ； 允许跨境电商、跨境支付等应用场景数据有序自由流动 ，鼓励地方汇聚资源，积极参与跨境电商各领域标准建设
外汇管理局关于进一步优化贸易外汇业务管理的通知	2024年4月	国家外汇管理局	简化小微跨境电商企业外汇收支手续，进一步拓宽结算渠道，为小微跨境电商企业提供便利； 支持跨境电商企业按规定将出口货物在境外发生的营销、仓储、物流等费用与出口货款轧差结算 ，优化资金使用效率
数字商务三年行动计划（2024-2026 年）	2024年4月	商务部	优化跨境电商出口监管方式。组织跨境电商综试区开展平台和卖家出海等专项行动。 支持跨境电商赋能产业带，引导传统外贸企业发展跨境电商 ，建立线上线下融合、境内境外联动的营销服务体系。

资料来源：各部门官网，申万宏源研究

3.3 POS 机具：深耕出海 13 年，海外营收占比超 90%

公司 POS 机具海外布局十年以上，较为成熟。公司 2012 年正式组建国际业务部，并与美国 Exadigm, Inc 开展合作。业务开展覆盖的国家不断增加，到 2024H1 公司已在全球超过 100 个国家实现产品销售。

表 12：公司 POS 机具海外布局十年以上，较为成熟

年份	POS 机具海外布局
2012	2010-2011 年公司积极参加展会进行海外市场调研，2012 年正式试水海外，与美国 Exadigm, Inc 开展股权和期权合作项目，加强双方在研发、市场、认证等各方面资源的整合。组建国际业务部。
2014	完成局部市场的重点布局，确定代理与直销相结合的销售模式。海外市场订单取得重点突破，全年实现销售收入占公司中营业收入的 5%，较 2013 年增长 802%。
2015	国际市场全年实现销售收入占公司营业收入的 6%
2016	公司国际业务已实现销售国家近 20 个。
2017	公司国际业务已实现销售国家 26 个。
2019	公司国际业务已实现销售国家 46 个。
	公司在国际市场销售的机型中智能 POS 终端、移动 POS 终端占比超九成。

2022	已在全球 80 多个 国家实现产品销售、服务延伸及提供优质的解决方案。
2024	已在全球 超过 100 个 国家实现产品销售、服务延伸及提供优质的解决方案。在 欧美日海外高端市场 取得明显突破，上半年营收突破 1 亿元，同比增长将近 50%。（2024H1） NEXGOCloud 平台终端接入数量突破百万，SoftPOS 创新方案正式商业落地。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

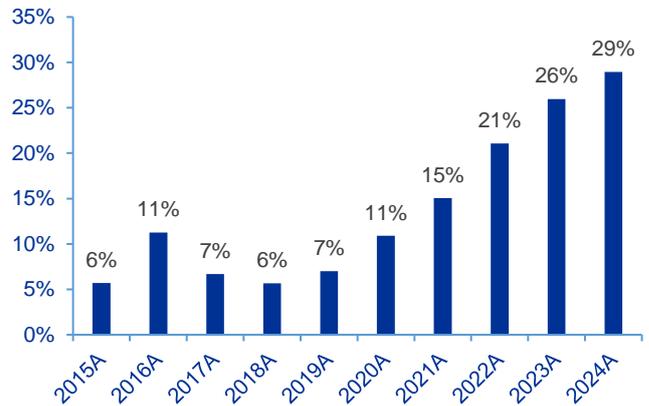
公司 POS 机海外收入占公司总收入比例持续增加，欧美日等高端市场增速较快。根据 2024 年年报，公司电子支付设备海外收入为 9.01 亿元，占公司全部海外收入的 99%。考虑数字可得性以公司全部海外收入为 POS 机海外收入参考。2024 年海外营业收入将近 9.11 亿元，收入占总收入比例达 29%，增速-8%。观察到海外毛利率由 2023 年 49.6% 下降到 2024 年 43.7%，我们推测海外收入、毛利率负增长可能由于竞争加剧导致。但局部市场增速较快，2024 年欧美日海外高端市场实现营业收入 2.71 亿元，同比增长 63.61%。

图 20：2022 年以来海外收入均超 9 亿元



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 21：新国都 POS 机海外收入占比持续提升



资料来源：iFinD，申万宏源研究

新国都 POS 机具全球有较强竞争力。2021 年新国都 POS 机具出货量全球排名第十，在亚太、欧洲、中东非排名靠前。

表 13：2021 年度支付企业全球细分市场 POS 机具出货量排名

排名	全球 (1.36 亿台)	亚太地区 (占 60%)	欧洲 (占 9%)	中东及非洲 (占 7%)	加拿大 (< 1%)	美国 (占 5%)	拉丁美洲 (占 18%)
1	联迪全球/银捷尼科(1413)	天喻信息(1053)	联迪全球/银捷尼科(339)	百富(76)	联迪全球/银捷尼科(10)	惠尔丰(161)	百富(698)
2	百富(1202)	华智融(803)	惠尔丰(172)	新大陆(69)	深圳证通(8)	联迪全球/银捷尼科(135)	联迪全球/银捷尼科(288)
3	新大陆(1124)	升腾(756)	商米(142)	惠尔丰(63)	新大陆(4)	虹堡(75)	新大陆(266)
4	天喻信息(1054)	新大陆(755)	Datecs(120)	艾体威尔(58)	惠尔丰(4)	Fiserw/Clover(64)	惠尔丰(215)
5	升腾(878)	魔方(747)	百富(97)	虹堡(55)	ID Tech(3)	百富(38)	Dspread(188)
6	华智融(852)	联迪全球/银捷尼科(608)	虹堡(67)	鼎和远传(53)	升腾(3)	商米(28)	商米(121)
	惠尔丰(0)	艾体威尔(0)	艾体威尔(0)	新国都(0)	商米(0)	Equinox(0)	深圳鼎智(0)

8	魔方(817)	JTact(478)	新国都(38)	深圳证通(46)	艾体威尔(3)	BBPOS(25)	虹堡(78)
9	艾体威尔(647)	新国都(417)	瑞柏(35)	商米(45)	百富(2)	上海商唐(22)	Gertec(79)
10	新国都(526)	上海动联 (359)	鼎和远传(29)	天波(43)	BBPOS(1)	ID Tech (20)	You Transactor(65)
CR5	41.70%	50.24%	65.94%	68.94%	36.23%	67.48%	59.18%

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

公司强势地区亚太、欧洲、中东非预计 2024-2029 年增速全球靠前，仍有增长潜力。

根据 Mordor Intelligence 预测，2024-2029 CAGR 亚太地区为 8%，欧洲地区 13%，中东非地区 17%，为全球 POS 机具出货量预期高增地区。

表 14：公司强势地区亚太、欧洲、中东非预计 2024-2029 年增速全球靠前

地区	2022 年全世界出货量占比	2024-2029 CAGR (预测)
亚太地区	60.4%	8.4%
拉美地区	17.0%	6.2%
欧洲地区	9.7%	12.8%
中东及非洲	7.3%	16.8%
美国	5.3%	8.9%
加拿大	0.4%	6.5%

资料来源：Mordor Intelligence（一家市场情报和咨询公司），申万宏源研究

获全球首张 MPoC 证书证明安全性、功能性，为 SoftPOS 出海奠定基础。2024 年 1 月，新国都 NEXGO 正式荣获 PCI 颁发的全球首张 Mobile Payment on COTS(简称“MPoC”)产品认证证书。获得 MPoC 证书意味着企业的移动支付解决方案在安全性、功能性等方面达到了国际认可的标准。

SoftPOS 相较传统硬件 POS 具有低成本、高便携性、高灵活性的特点，适合于海外移动商户、临时摊位、上门服务等多种灵活的业务场景。海外数字钱包相对国内渗透率较小，多数习惯用实体卡支付。SoftPOS 无需专门专门的硬件设备，利用智能手机或平板电脑已有硬件资源可完成支付，成本较低、使用方便。但由于移动设备的开放性，安全性弱于硬件 POS，适合小额交易场景。

对公司来说，SoftPOS 作为软件产品相较纯硬件具有更高粘性，若该部分收入提升有益于公司收入稳定性。

表 15：海外实体卡支付仍是主流，支付需求与国内有差别

支付方式	全球	亚太	欧洲	拉美	中东非	北美
数字钱包	30%	50%	13%	15%	18%	15%
信用卡	27%	20%	21%	29%	16%	42%
储蓄卡	23%	11%	41%	23%	23%	28%
现金	16%	16%	20%	29%	35%	11%
预付卡	2%	2%	3%	3%	5%	3%
POS 融资	1%	1%	2%	1%	3%	1%

资料来源：世界支付《全球支付报告 2024》，申万宏源研究

4 AIGC：结合地域特征，国内海外同布局

4.1 国内 to B：打造 AI “数字员工”

全资子公司设合资公司，加码 AI 业务。2023 年，子公司新国都智能与上海卫莎网络科技有限公司共同出资设立上海拾贰区信息技术有限公司，组建人工智能研究团队，开展通用智能体（General Purpose AI Agent）技术研发，发展多模态 AI 产品。

上海卫莎创立者为产业与学术界顶尖人物。上海卫莎成立于 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 脑科学与人工智能实验室主任、前华为海思算法科学家赵维杰联合创立。

2024 年已正式发布首款 AI “数字员工”（AI Agent）产品。该产品可结合下游垂直行业客户需求进行个性化定制，助力企业客户构建以“数字员工”为主体的下一代智能组织，现已初步在数字营销及短视频电商、品牌代运营、MCN 等行业实现商业化落地。

4.2 海外 to C：推出多款 AIGC 应用，已取得商业化成效

公司参股 AI 业务公司为境外公司 Duality Intelligence Limited，持股比例为 35%。Duality Intelligence 成立于 2018 年。该公司已经在海外推出多款 AI 应用，包括 PicSo、Face Magic 等工具类产品，应用涵盖了 AI 内容生成、图片及视频处理技术等领域。

PicSo：AI 艺术生成平台，将文本提示转化为高质量的数字艺术。它提供了一个用户友好的界面，适用于网页和移动设备，功能主要包括 AI Character（创建 AI 角色图像）、Edit Image（编辑图像）、Extend Image（扩展图像）。PicSo 的订阅价格为每月\$9.99。

图 22：PicSo “Edit Image” 功能，对原图像输入
“Turn short hair into long” prompt

图 23：PicSo “Extend Image” 功能，对两张图
片输入 “Romantic evening, man wants to kiss
lady” prompt



资料来源：PicSo 官网，申万宏源研究



资料来源：PicSo 官网，申万宏源研究

Facemagic: 利用人工智能技术实现人脸识别和 AI 换脸, 专为视频和照片编辑而设计。FaceMagic 支持多种媒体格式, 包括视频、照片和 GIF, 所有处理工作都在云端进行, 因此用户无需下载任何软件。FaceMagic 分为包年和包月, 每月\$9.99, 包年\$49.99。

图 24: Facemagic 换脸示例



资料来源：Facemagic 官网，申万宏源研究

公司已从该境外 AI 公司取得正投资收益。 根据公司披露的投资者交流公告, 2023 年公司从参股 AI 公司取得投资收益约 3364 万元。结合公司持股 35%, 该 AI 公司 2023 年净利润近 1 亿元。

5 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

1) 收入拆分及毛利率预测

a) “国内收单及增值服务” 收入及毛利率拆分

国内收单及增值服务收入 = 流水 * 平均净费率

流水端，参考“七嘴八舌说支付”公众号的行业月度流水数据，公司1-3月流水同比基本持平。考虑到行业监管趋势在挤压不合规流水、叠加大环境影响，我们保守预计未来三年流水处于稳定略降趋势。

预计2025-2027年流水增速分别为0%、-1%、-2%，流水分别为1.47万亿元、1.46万亿元、1.43万亿元。

“平均净费率”可进一步分拆为：刷卡净费率 * 刷卡流水占比 + 扫码净费率 * 扫码流水占比。

由于扫码的不断普及，预计扫码流水占比还将进一步提升。

根据表6，银联商务与拉卡拉已将最新刷卡、扫码费率标准定为1%。目前市场费率相较该指导价仍有较大提升空间，预计长期刷卡、扫码费率都将进一步上行，由于刷卡、扫码通道费率稳定，平均净费率有望随之上行。另外，扫码净费率高于刷卡净费率，我们认为随着行业合规不断深化，扫码流水占比会提升，同样带来平均净费率的提升。

经计算，预计2025-2027年平均净费率分别为0.151%、0.155%、0.158%。

综上，预计收单及增值服务2025-2027年收入22、23、23亿元，增速5%、1%、0%。

毛利率方面，收单及增值服务的主要成本是专业化服务（也就是给代理商的外包地推费用），与代理商带来的流水占总流水比例、代理商分润比例有关。

由于代理商推广成本较公司组建专门团队推广成本更低，预计后续代理商带来流水占比将进一步提升。同时，由于公司目前仍有扩大流水规模的需求，预计代理商分润比例会保持高位。

基于以上假设及分拆，预计2025-2027年国内收单及增值服务毛利率为41%、42%、39%。

b) “电子支付设备” 收入及毛利率拆分

由于国内POS机具市场竞争较为激烈，公司业务重心已经由国内转移到海外。2024年公司海外收入99%来自于POS机具海外收入，目前POS机具海外收入占POS机具总体收入比例已超过95%。

将“电子支付设备”收入拆分为海外、国内两部分：

海外目前在进入日本、欧洲等高端市场，预计后续出货量仍有提升空间，但海外设备单价持续下降，综合考虑两者影响预计 2024 年趋势，预计 2025-2027 年海外收入增速为 12%、9%、10%。

国内从过去几年收入的变化趋势以及国内设备单价来看，公司战略上不断收缩国内业务，该趋势预计将继续延续。预计 2025-2027 年国内收入增速为-20%、-20%、-20%。

综上，预计电子支付设备 2025-2027 年收入 10、11、12 亿元，增速 11%、8%、9%。

毛利率方面，电子支付设备主要是设备的料工费。由于设备平均成本具有一定规模效应，出货量提升会降低平均设备成本。

基于以上假设及分拆，预计 2025-2027 年电子支付设备毛利率为 40%、39%、39%。

c) 其他业务

公司其他业务包括审核服务、技术服务等，由于各自体量均较小，在盈利预测时统一归类为“其他”，其收入、毛利率预测如下表：

表 16：新国都业务收入、毛利率拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,600	3,612	4,317	3,801	3,148	3,392	3,589	3,821
(+/-%)		39%	20%	-12%	-17%	8%	6%	6%
营业成本		2825	3226	2326	1871	2007	2102	2300
毛利率		22%	25%	39%	41%	41%	41%	40%
1 收单及增值服务								
营业收入	1,560	2,372	3,059	2,583	2,113	2,222	2,254	2,254
(+/-%)		52%	29%	-16%	-18%	5%	1%	0%
占销售收入比重	60.0%	66%	71%	68%	67%	66%	63%	59%
营业成本		1954	2495	1703	1277	1322	1307	1374
毛利率		18%	18%	34%	40%	41%	42%	39%
2 电子支付产品								
营业收入	816	897	982	993	941	1,042	1,129	1,232
(+/-%)		10%	9%	1%	-5%	11%	8%	9%
占销售收入比重	31%	25%	23%	26%	30%	31%	31%	32%
营业成本		663	599	542	547	621	692	756
毛利率	32%	26%	39%	45%	42%	40%	39%	39%
3 其他								
营业收入	223	343	276	224	94	128	206	335
(+/-%)		54%	-20%	-19%	-58%	37%	61%	63%
占销售收入比重	9%	9%	6%	6%	3%	4%	6%	9%
营业成本		208	132	81	47	65	104	169
毛利率		39%	52%	64%	50%	50%	50%	50%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2) 费用预测

a. 销售费用

由于 2024 年公司更多直营转代理，销售人员应有较大的下降，由于将地推外包更为经济，预计该趋势将持续。预计销售人员 2025-2027 年增速为-5%、-5%、-5%。

由于低薪资的地推人员进一步减少，预计销售人均薪酬增速 2025-2027 年分别为 5%、4%、3%。

薪酬之外的其他费用，预计与收入增速相匹配，预计 2025-2027 年增速为 8%、6%、6%。

综上，预计销售费用 2025-2027 年增速 3%、1%、1%，销售费用率 6%、6%、6%。

b. 管理费用

行政人员、财务人员、职能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 2025-2027 年增速为 0%、0%、0%；行政人员 2025-2027 年增速为 0%、0%、0%；职能人员过去两年均负增长，预计降本增效趋势维持，2025-2027 年增速为-5%、-5%、-5%。

根据模型拆分，过去 4 年人均薪酬均处于上升态势，在目前大环境下我们认为该趋势延续但增速不会太高，预计人均薪酬 2025-2027 年增速为 12%、10%、8%。

薪酬之外的其他费用，预计与收入增速相匹配，预计 2025-2027 年增速为 8%、6%、6%。

综上，预计管理费用 2025-2027 年增速 8%、6%、5%，管理费用率 7%、7%、7%。

c. 研发费用

人员方面，过去两年技术人员人数增速分别为-17%、1%，处于降本后企稳的状态，预计后续维持稳定略增，2025-2027 年增速分别为 1%、1%、1%。

人均薪酬方面，2024 年增速为-2%，我们认为后续维持稳定略增趋势，2025-2027 年增速分别为 1%、1%、1%。

薪酬之外的其他费用，预计与收入增速相匹配，预计 2025-2027 年增速为 8%、6%、6%。

综上，预计研发费用 2025-2027 年增速 4%、3%、3%，研发费用率 8%、8%、8%。

同时，由于当前国内外 AIGC 大模型能力日新月异、快速提升，预计下游 AIGC 应用产品能力、商业化价值也将随之进一步提升。又由于海外 C 端应用付费习惯较好，预计公司参股的海外 AIGC 公司将保持快速发展。**因此，预计海外 AIGC 公司投资收益 2025-2027 年增速为 20%、20%、20%，分别为 0.52、0.62、0.75 亿元。**

综上，预计新国都 2025-2027 年归母净利润为 7.38、8.74、9.22 亿元，增速分别为 215%、18%、6%。

5.2 投资分析意见

选取新大陆、拉卡拉、移卡为可比公司。新大陆主要业务包括收单及增值服务（2024 收入占比 38%）、POS 机具及识读产品（2024 收入占比 48%）；拉卡拉主要业务为支付业务（2024 收入占比 90%）；移卡主要业务包括一站式支付服务（2024 收入占比 87%）、商户解决方案（2024 收入占比 11%）、到店电商服务（2024 收入占比 2%）。这几家公司与新国都业务相似度较高。

首次覆盖，给予“买入”评级。由于公司业务较为稳定，且与可比公司相似度高，我们使用 PE 进行估值。参考可比公司平均估值，可给予新国都 2025 年 32xPE，对应市值约 237 亿元，相较当前市值仍有 45%以上上升空间。

表 17: 新国都主业可比公司估值表

证券代码	公司名称	2025/6/18 总市值 (亿元/HKD)	iFinD 一致预期归母净利润 (亿元/亿港元)					PE				PB(LF)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
000997.SZ	新大陆	321	10.1	13.1	15.7	18.3	32	25	20	18	5	
300773.SZ	拉卡拉	235	3.5	6.1	6.9	7.8	67	39	34	30	7	
9923.HK	移卡	58	0.9	1.7	2.2	2.8	67	34	27	21	2	
平均 PE							55	32	27	23	5	
300130.SZ	新国都	160	2.3	7.4	8.7	9.2	68	22	18	17	4	

资料来源：iFinD，申万宏源研究

注：其中新大陆、拉卡拉、新国都归母净利润、总市值单位均为人民币亿元，移卡归母净利润、总市值单位为亿港元

5.3 风险提示

国内收单流水不及预期。国内收单流水假设基于国内消费基本稳定及公司市场拓展开展顺利，若消费持续下行或公司代理商合作不顺利可能导致流水低于预期。

国内收单费率提升阻碍大于预期。虽然目前头部公司都有提费预期，但实操中提费可能伴随商户的流失与同业的竞争，提费是基于市场情况动态的过程。若提费导致的负面影响较大可能导致提费进度慢于预期。

海外 AIGC 参股公司利润表现不及预期。随着 AI 技术的推陈出新及行业竞争加剧，公司参股公司海外 AIGC 业务未来盈利能力可能存在不确定性。

海外跨境支付布局推进不及预期。海外跨境支付布局需要投入大量人力，若投入产出进度不及预期可能导致公司费用率过高，影响盈利能力。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,801	3,148	3,392	3,589	3,821
营业收入	3,801	3,148	3,392	3,589	3,821
营业总成本	3,105	2,563	2,726	2,838	3,051
营业成本	2,326	1,871	2,007	2,102	2,300
税金及附加	14	36	39	41	44
销售费用	287	205	210	213	215
管理费用	243	231	248	263	275
研发费用	276	277	286	295	305
财务费用	-41	-56	-65	-76	-88
其他收益	65	27	29	31	33
投资收益	45	43	52	62	75
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	3	7	-3	-2	-3
资产减值损失	-36	-148	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	774	514	745	842	875
营业外收支	-3	-304	0	0	0
利润总额	771	210	745	842	875
所得税	17	-22	15	-22	-36
净利润	754	231	730	864	911
少数股东损益	-1	-3	-9	-10	-11
归母净利润	755	234	738	874	922

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	754	231	730	864	911
加：折旧摊销减值	86	179	20	25	32
财务费用	-7	-3	-65	-76	-88
非经营损失	-44	-75	-52	-63	-75
营运资本变动	312	347	20	12	37
其它	33	37	4	50	50
经营活动现金流	1,133	716	657	812	868
资本开支	11	21	28	27	28
其它投资现金流	-31	-38	52	62	75
投资活动现金流	-42	-59	24	35	47
吸收投资	857	146	0	0	0
负债净变化	0	0	-89	0	0
支付股利、利息	119	488	70	222	263
其它融资现金流	-71	66	65	76	88
融资活动现金流	666	-277	-94	-146	-175
净现金流	1,758	386	586	702	740

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,403	4,615	5,236	5,964	6,742
现金及等价物	3,640	4,013	4,599	5,301	6,041
应收款项	427	364	387	406	428
存货净额	121	99	111	118	135
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	214	139	139	139	139
长期投资	212	250	250	250	250
固定资产	78	45	56	62	63
无形资产及其他资产	775	782	781	779	777
资产总计	5,469	5,691	6,323	7,055	7,832
流动负债	1,120	1,409	1,381	1,471	1,600
短期借款	19	89	0	0	0
应付款项	597	673	722	756	827
其它流动负债	504	647	659	715	773
非流动负债	43	87	87	87	87
负债合计	1,163	1,496	1,468	1,559	1,687
股本	557	567	567	567	567
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,041	2,176	2,176	2,176	2,176
其他综合收益	18	18	18	18	18
盈余公积	133	177	317	483	658
未分配利润	1,557	1,259	1,787	2,273	2,757
少数股东权益	0	-3	-11	-22	-32
股东权益	4,306	4,195	4,854	5,496	6,145
负债和股东权益合计	5,469	5,691	6,323	7,055	7,832

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.33	0.41	1.30	1.54	1.63
每股经营现金流	2.00	1.26	1.16	1.43	1.53
每股红利	0.66	0.40	0.12	0.39	0.46
每股净资产	7.59	7.40	8.58	9.73	10.90
关键运营指标(%)					
ROIC	115.0	69.7	284.2	451.6	993.7
ROE	17.5	5.6	15.2	15.8	14.9
毛利率	38.8	40.6	40.8	41.4	39.8
EBITDA Margin	20.6	6.1	20.6	22.0	21.4
EBIT Margin	19.2	4.9	20.0	21.3	20.6
营业总收入同比增长	-11.9	-17.2	7.8	5.8	6.5
归母净利润同比增长	1,588.4	-69.0	215.2	18.4	5.5
资产负债率	21.3	26.3	23.2	22.1	21.5
净资产周转率	0.88	0.75	0.70	0.65	0.62
总资产周转率	0.70	0.55	0.54	0.51	0.49
有效税率	2.3	-12.9	2.2	-2.8	-4.5
股息率	2.3	1.4	0.4	1.4	1.6
估值指标(倍)					
P/E	21.1	68.1	21.6	18.3	17.3
P/B	3.7	3.8	3.3	2.9	2.6
EV/Sale	4.2	5.1	4.7	4.5	4.2
EV/EBITDA	20.5	83.8	23.0	20.3	19.6
股本	557	567	567	567	567

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

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