

增持 (维持)

目标价: 1.57 港元

现价: 1.41 港元

预期升幅: 11.7%

市场数据

日期 2017.08.10

收盘价(港元)	1.41
总股本(亿股)	27.77
总市值(亿港元)	39.15
净资产(亿港元)	38.65
总资产(亿港元)	53.86
每股净资产(港元)	1.39

数据来源: Wind

相关报告

《产业布局完善, 业绩增长可期》20170620 海外深度研究报告

《支付牌照顺利续展, 第三方支付持续发展》20170627 海外事件点评

《预告随行付 2017H1 营业额快速增长》20170719 海外事件点评

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

兴业证券研究所副总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

00818.HK 高阳科技

随性付发展平稳, 中期营收利润双升

2017 年 08 月 10 日

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万港元)	1,921	3,120	4,381	5,389
同比增长(%)	39.5	62.4	40.4	23.0
归属股东净利润(百万港元)	284	343	384	421
同比增长(%)	54.8	20.8	11.9	9.7
毛利率(%)	30.8	28.0	27.0	26.5
归属股东的净利润率(%)	14.8	11.0	8.8	7.8
净资产收益率(%)	7.9	8.7	8.8	8.7
每股收益(港仙)	10	12	14	15

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

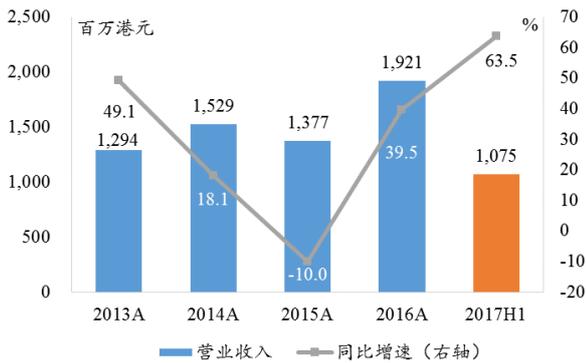
- **我们的观点:** 高阳科技以随行付为未来业务核心, 旗下百富环球、金融业务解决方案及平台业务解决方案与可以实现与随行付的协同发展。2017H1 公司核心业务随行付营业额同比增长 100%, 实现利润增长 70% 且核心业务占比扩大 12.5 个百分点至 69.1%。我们预计公司 2017-2019 年将分别实现营业收入 31.2、43.8 及 53.9 亿港元, 分别同比增长 62.4%、40.4% 和 23.0%。预计公 2017-2019 年将分别实现净利润 3.4、3.8 及 4.2 亿港元, 分别同比增长 20.8%、11.9% 及 9.7%。我们维持公司增持评级, 并上调高阳科技每股目标价至 1.57 港元。2017-2019 年, 高阳科技目标股价分别对应的 PE 为 12.7、11.4 及 10.4, 建议投资者关注。
- **2017H1 营收+净利双升:** 2017H1, 公司实现营业收入 10.6 亿港元, 同比上升 63.5%; 毛利润 3.0 亿港元, 同比上涨 47.4%; 年度溢利 2.1 亿港元, 同比上升 74.7%; 归属股东净利润 1.9 亿港元, 同比上升 75.3%。2017 财年上半年, 公司实现毛利润率 28.0%, 同比下降 3.0 个百分点; 归属股东净利润率 18.0%, 同比上升 1.3 个百分点。
- **随行付发展稳健, 业务收入占比扩大:** 2017H1, 随行付拥有活跃商户数量 200 万户, 较 2016 年上升了 38.9%。在交易金额方面, 2017H1, 随行付实现交易金额 4500 亿元, 为 2016 年全年交易金额的 55.6%。从营业收入构成看, 随行付营业收入占公司总营业收入的 69.1%, 同比提升了 12.5 个百分点。
- **风险提示:** 公司支付牌照取缔、收单业务竞争激烈、国家政策转向



报告正文

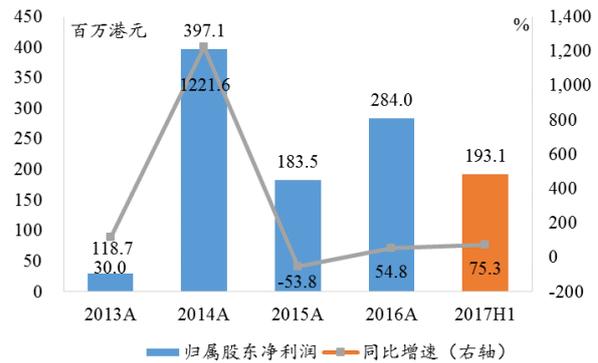
- **2017H1 营收+净利双升：**公司公告 2017 年上半年业绩。2017H1，公司实现营业收入 10.6 亿港元，同比上升 63.5%；毛利润 3.0 亿港元，同比上涨 47.4%；年度溢利 2.1 亿港元，同比上升 74.7%；归属股东净利润 1.9 亿港元，同比上升 75.3%。2017 财年上半年，公司实现毛利润率 28.0%，同比下降 3.0 个百分点；归属股东净利润率 18.0%，同比上升 1.3 个百分点。公司毛利润率下降主要原因系为公司报告期内销售成本同比上升 70.8%；归属股东净利润率上升的系由于报告期内公司出售一间附属公司获得收益 6326.2 万港元之原因。

图 34、公司营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

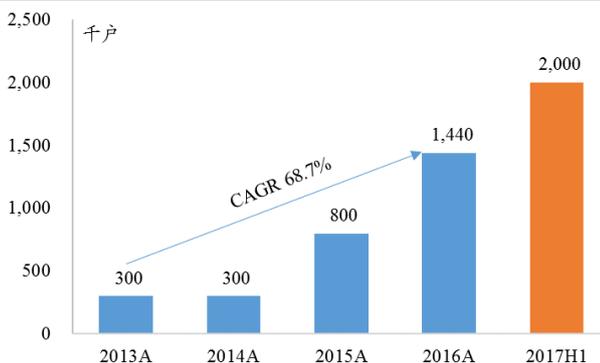
图 35、归属股东净利润及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

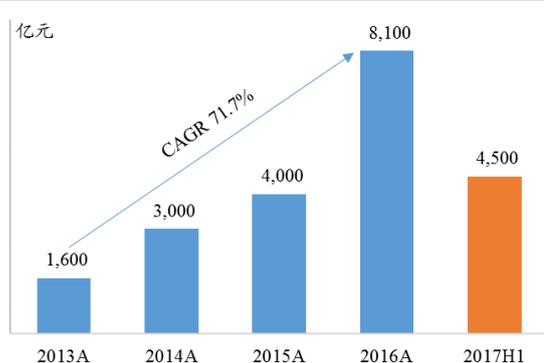
- **随行付发展稳健，业务收入占比扩大：**随行付为公司支付交易处理解决方案业务，主要面向小微商户提供支付服务、结算服务及其他金融类服务以及营销方案服务。从活跃商户数量看，2013-2016 年，随行付活跃商户数量实现年复合增长率 68.7%。2017H1，随行付拥有活跃商户数量 200 万户，较 2016 年上升了 38.9%，保持上升趋势。在交易金额方面，2013-2016 年，随行付交易金额实现年复合增长率 71.7%。2017H1，随行付上半年实现交易金额 4500 亿元，为 2016 年全年交易金额的 55.6%。

图 34、随行付活跃商户数量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 35、随行付交易金额

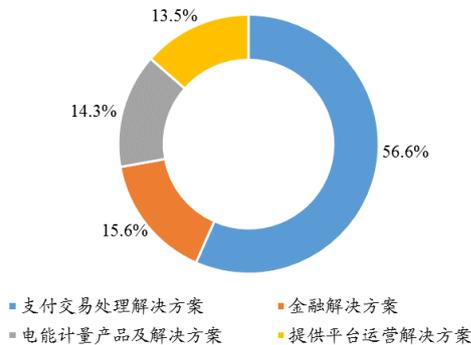


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

受益于商户数量的稳步增长，2013-2016 年，随行付营业收入实现年复合增长率 38.0%。2017 财年上半年，随行付实现营业收入 7.4 亿港元，同比增长 100%；经营溢利 1.1 亿港元，同比增长 70%。从营业收入构成看，2016 财年上半年，公司支付交易处理解决方案、金融解决方案、电能计量产品及解决方案与提供平台运营解决方案业务收入分别占比 56.6%、15.6%、14.3%及 13.5%。

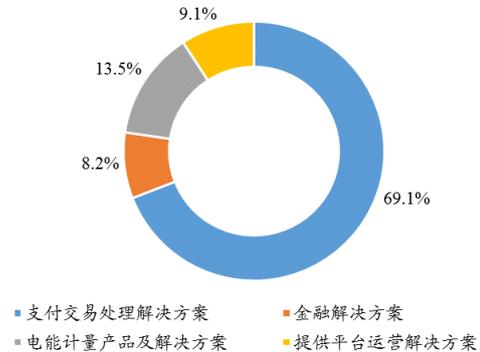
2017H1，上述四项业务占比分别为 69.1%、8.2%、13.5%及 9.1%。随行付收入占比同比提升了 12.5 个百分点。

图 34、2016H1 公司营业收入构成



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

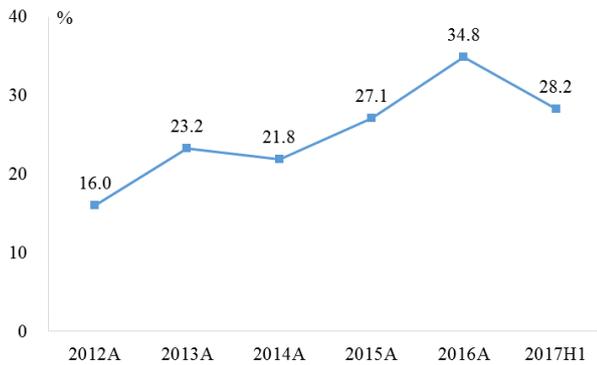
图 35、2017H1 公司营业收入构成



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

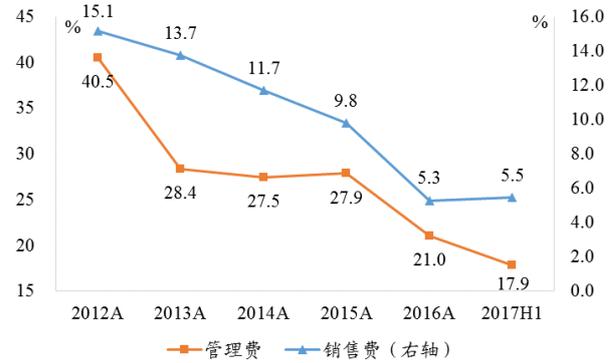
- **财务状况稳健：**2017 年上半年，受益于公司应付款项负债同比下降 16.5%，公司资产负债率为 28.2%，较 2016 年下降 6.6 个百分点。在费用率方面，2017H1，公司销售费用率及管理费用率分别为 5.5%及 17.9%，分别同比下降 1.7 及 4.9 个百分点。当期，公司销售费用率较 2016 年微升 0.2 个百分点，管理费用率较 2016 年下降 3.1 个百分点。费用率的改善将有助于公司净利润率的提升。

图 34、资产负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 35、管理费用率及销售费用率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **未来发展展望：**公司将继续深化全产业链布局，助力随行付业务发展。高阳科技具有自 POS 机制造至线上支付软件编写能力，公司上下游业务一体化有助于各部门协同发展，保障公司竞争优势。依托母公司平台，2017 年 6 月 9 日，随行付发布了智慧支付平台。智慧支付平台支持是跨系统(银联云闪付及其他主流二维码支付)、跨平台(Android 平台、iOS 平台)、跨终端(多品牌智能 POS)的创新智慧支付综合解决方案，能为商户、运营商、软硬件厂商在不同场景下提供更贴切、更安全的支付与营销服务。另外，随行付支付牌照顺利续展至 2022 年，这将有利于公司业务的平稳发展。
- **我们的观点：**高阳科技以随行付为未来业务核心，旗下百富环球、金融业务解决方案及平台业务解决方案与可以实现与随行付的协同发展。2017H1 公司核心业务随行付营业额同比增长 100%，实现利润增长 70%且核心业务占比扩大 12.5 个百分点至 69.1%。我们预计公司 2017-2019 年将分别实现营业收

入 31.2、43.8 及 53.9 亿港元，分别同比增长 62.4%，40.4% 和 23.0%。预计公 2017-2019 年将分别实现净利润 3.4、3.8 及 4.2 亿港元，分别同比增长 20.8%、11.9% 及 9.7%。我们维持公司增持评级，并上调高阳科技每股目标价至 1.57 港元。2017-2019 年，高阳科技目标股价分别对应的 PE 为 12.7、11.4 及 10.4，建议投资者关注。

- **风险提示：**公司支付牌照取缔、收单业务竞争激烈、国家政策转向

附表

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,337.5	4,954.9	5,736.7	6,882.5
现金及现金等价物	2,805.0	3,719.0	4,616.5	5,176.2
应收账款及应收票据	243.5	902.0	778.3	1,288.7
存货	75.0	171.2	179.2	254.8
非流动资产	2,161.5	2,322.2	2,595.8	2,911.7
投资物业	2.1	1.8	1.6	1.4
物业、厂房及设备	267.1	342.1	435.9	553.2
租赁土地	32.2	31.2	30.3	29.4
无形资产	10.5	7.8	5.9	4.4
以权益法入账之投资	1,663.3	1,829.6	2,012.5	2,213.8
可供出售金融资产	106.1	106.1	106.1	106.1
资产总计	5,499.0	7,277.1	8,332.5	9,794.3
流动负债	1,913.2	3,313.4	3,946.0	4,943.9
应付款项	1,700.3	3,100.5	3,733.2	4,731.1
非流动负债	0.2	0.2	0.2	0.2
递延所得税负债	0.2	0.2	0.2	0.2
负债合计	1,913.4	3,313.6	3,946.2	4,944.1
股本	6.9	6.9	6.9	6.9
储备	3,524.3	3,867.4	4,251.2	4,672.4
少数股东权益	54.5	89.2	128.1	170.8
股东权益合计	3,585.7	3,963.5	4,386.3	4,850.2
负债及权益合计	5,499.0	7,277.1	8,332.5	9,794.3

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	332.1	402.0	449.7	493.5
折旧和摊销	105.6	117.4	144.6	179.0
利息收入	-19.7	-20.5	-26.0	-30.4
存货增加	-24.7	-96.3	-8.0	-75.6
应收应付款项	727.3	793.1	756.4	487.4
已付所得税	-8.9	-24.1	-27.0	-29.6
经营活动产生现金流量	908.8	958.6	1,058.7	771.4
投资活动产生现金流量	-291.4	-44.6	-161.2	-211.6
融资活动产生现金流量	3.9	-	-	-
现金净变动	621.3	914.0	897.5	559.8
现金的期初余额	2,292.3	2,805.0	3,719.0	4,616.5
现金的期末余额	2,805.0	3,719.0	4,616.5	5,176.2

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,921.2	3,120.2	4,380.6	5,388.9
营业成本	1,328.5	2,246.6	3,197.8	3,960.8
毛利润	592.7	873.7	1,182.8	1,428.1
销售费用	101.6	187.2	262.8	323.3
管理费用	403.8	561.6	788.5	970.0
应占百富环球业绩	199.0	212.9	231.0	253.0
除税前溢利	332.1	402.0	449.7	493.5
所得税	19.5	24.1	27.0	29.6
年度溢利	312.7	377.8	422.8	463.9
少数股东损益	28.7	34.8	38.9	42.7
归属股东净利润	284.0	343.1	383.9	421.2
EPS(港币)	10.2	12.4	13.8	15.2

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性(%)				
营业收入增长率	39.5	62.4	40.4	23.0
毛利润增长率	24.1	47.4	35.4	20.7
净利润增长率	54.8	20.8	11.9	9.7
盈利能力(%)				
毛利率	30.8	28.0	27.0	26.5
归属股东的净利率	14.8	11.0	8.8	7.8
ROE	7.9	8.7	8.8	8.7
偿债能力(%)				
资产负债率	34.8	45.5	47.4	50.5
流动比率	1.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.1
营运能力(次)				
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	5.5	5.2	5.2	5.2
每股资料(港元)				
每股收益	0.10	0.12	0.14	0.15
每股净资产	1.29	1.43	1.58	1.75
估值比率(倍)				
PE	13.9	11.5	10.3	9.4
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengvp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。