

收单有望量价齐升，商户平台粘性服务增长可期

2018年12月10日

投资要点

- ❖ **公司业务概览：POS机市场龙头，商户运营业务增长迅速。**公司是国内POS机市场的龙头企业，电子支付POS终端出货量国内第一；公司商户运营业务增长迅速，占比由2016年的6.1%增长至2018H1的43.1%；公司营收与净利润均保持强劲增长。2018年前三季度公司剔除地产业务后的营收/净利润为39.88亿元/4.74亿元，同比增长44%/30.86%；2018年股权激励计划规模为上市以来最大，主要激励公司重点战略业务，涵盖了支付运营及收单、POS终端设备、二维码识别和金融服务等重点战略业务，显示公司进入盈利周期的决心。
- ❖ **监管持续出清过剩产能，行业进入良性整合期，2018年Q3开启提价。**央行监管要求实现备付金100%集中交存，促使了支付机构回归支付业务本源，大力开拓增值业务服务，竞争压力预计也使支付机构市场集中度进一步上升。全国角度看，拥有全国性银行卡收单牌照的公司数量由2016年下半年的43家减少到2018年上半年的33家，预计未来支付与收单行业市场集中度有望持续提升；“96费改”促进收单行业市场化，商户向具有差异化竞争优势的头部收单机构靠拢，2018Q3，行业普遍收单费率提升万三，对应业务净利提升超过50%。
- ❖ **收单行业流水增长，公司支付业务迎来利好。**非现金支付和银行卡消费保持稳定增长，全国联网POS机数与联网商户数持续增长，收单行业市场增长空间明显。受收单行业流水增加带动，公司旗下国通新驿业务总交易量不断提升，2018年上半年支付服务业务总交易量突破6300亿元，同比增长超过70%，带动公司支付业务营收持续高增长，预计公司2018年流水突破1.3万亿元。
- ❖ **公司是POS机行业龙头企业，线下终端渗透率高。**2013-2017年POS机销量的CAGR达到32.5%；公司是全球POS机行业龙头企业，市占率为12.6%，位居全球第二。公司较高的POS机终端渗透率为公司打造一站式商户服务平台打下了坚实的基础。
- ❖ **“星POS平台”打造商户服务闭环，丰富商户资源促进增值服务变现。**公司商业模式为B2B2C，帮助商户用户降本增效，为商户提供支付、ERP、营销、金融等一站式服务，并通过数据分析实现精准定制化服务；公司商户资源丰富，公司“星POS平台”商户拓展有望进一步加速，增值服务变现可期；公司陆续上线“网商微贷”等基于数据模型的线上产品，已积累超过5万线上用户，2017年累计放贷14.2亿元，不良率仅为0.21%。
- ❖ **风险因素：**收单提价与流水增长不及预期、商户增值服务增长不及预期、POS机硬件终端市场增长不及预期。
- ❖ **盈利预测与估值评级：**考虑到2018年公司的地产业务加速出清，POS业务逐步进入到平稳发展阶段，我们下调公司2018/2019/2020年的盈利预测至0.61/0.80/0.98元（原预测：0.75/0.87/1.03元），对应PE分别为25x/19x/16x。对于公司估值，中期看，公司有望保持25%左右盈利增速，商户综合服务收入与软件应用服务盈利占比预计2019年超过60%，给予2019年25X目标估值，对应目标价20元，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,544.59	4,919.91	5,975.96	6,893.96	8,197.17
营业收入增长率	16%	39%	21%	15%	19%
净利润(百万元)	461.35	654.08	611.68	812.15	993.76
净利润增长率	37%	42%	-6%	33%	22%
每股收益EPS(基本)(元)	0.46	0.65	0.61	0.80	0.98
毛利率%	37%	35%	31%	33%	33%
净资产收益率ROE%	18.88%	13.53%	11.40%	13.34%	14.28%
每股净资产(元)	4.15	7.86	5.31	6.02	6.88
PE	34	24	25	19	16
PB	4	2	3	3	2

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年12月7日收盘价



买入 (维持)

当前价：15.31元

目标价：20元

中信证券研究部

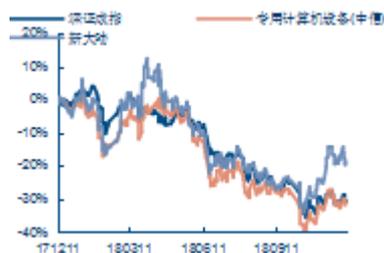
张若海

电话：021-20262114

邮件：zhangruohai@citics.com

执业证书编号：S1010516090001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

深证成指指数	7733.89点
总股本/流通股本	1010.8/1004百万股
近12月最高/最低价	21.25元/12.41元
近1月绝对涨幅	7.44%
近6月绝对涨幅	-8.79%
今年以来绝对涨幅	-14.19%
12个月日均成交额	186.52百万元

相关研究

1. 新大陆 (000997) 2017 年年报点评—支付业务快速成长，18 年加速结构性优化布局数字中国(2018-04-23)
2. 新大陆 (000997) 2017 年三季报点评—收入结构加速优化，加大投入布局支付服务面向未来(2017-10-30)
3. 新大陆 (000997) 重大事项点评—十五亿募投资金到位，商户支付服务业务升级全面提速(2017-09-27)
4. 新大陆 (000997) 2017 年中报点评—夯实转型基石，优化业务布局，提升估值预期(2017-08-04)
5. 新大陆 (000997) 重大事项点评—增发批文到手募资在即，转型成效已现聚焦未来(2017-07-24)

目录

公司业务概览：POS 机市场龙头，商户运营增长迅速	1
支付市场进入良性整合期，收单业务有望量价齐升	3
监管持续出清过剩产能，行业进入良性整合期	3
收单行业流水增长，公司支付业务迎来利好.....	6
POS+收单+增值服务一站式服务平台，SaaS+金融有望驱动增长	9
POS 机行业龙头企业，线下终端渗透率高	9
“星 POS 平台”打造商户服务闭环，丰富商户资源促进增值服务变现	10
风险提示	13
盈利预测与估值评级	13

插图目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：公司股权结构示意图	1
图 3：公司营收结构	2
图 4：2013-2018Q3 公司营业收入	2
图 5：2013-2018Q3 公司归母净利润	2
图 6：2017Q4-2018Q3 公司单季营业收入	2
图 7：2017Q4-2018Q3 公司单季归母净利润	2
图 8：支付机构交存人民银行客户备付余额	4
图 9：支付牌照变化格局	4
图 10：全国性银行卡收单（POS 收单）牌照数量变化	5
图 11：2012-2018Q3 全国非现金支付金额及笔数	7
图 12：银行卡发卡量以及人均持卡量变化	7
图 13：银行卡消费业务金额以及笔数变化	7
图 14：银行卡跨行支付系统联网商户数变化	8
图 15：联网 POS 机数变化	8
图 16：国通新驿交易流水变化	8
图 17：公司商户运营及增值业务营收及占比	8
图 18：公司商户运营及增值业务毛利率	8
图 19：2014-2025 年全球 POS 机市场规模	9
图 20：2013-2017 年全球 POS 机销量	9
图 21：2017 年全球 POS 机出货量排名	10
图 22：新大陆历年出货量市占率及排名	10
图 23：公司商业模式	10
图 24：多维商户数据促进公司金融服务业务发展	12

图 25：公司“发放贷款及垫款”科目余额	12
图 26：公司贷款利息收入	12
图 27：公司网商小贷放贷金额	13

表格目录

表 1：公司限制性股票授予情况	3
表 2：公司各部门股权激励人数	3
表 3：首次授予的限制性股票的各年度考核目标	3
表 4：“96”费改前后收单机构费率变化情况	5
表 5：主流 MPOS 最新费率	6
表 6：公司商户资源	11
表 7：“星 POS”平台增值服务	11
表 8：公司未来三年收入预测	13

公司业务概览：POS 机市场龙头， 商户运营增长迅速

公司是国内 POS 机市场的龙头企业。公司的电子支付 POS 终端出货量位居国内第一，新兴支付 POS 终端市占率超过 50%。公司成立于 1994 年，专注物联网领域，聚焦条码识别和电子支付两个领域，业务涵盖条码生成与识别、POS 机支付、商户服务平台、金融服务等领域。

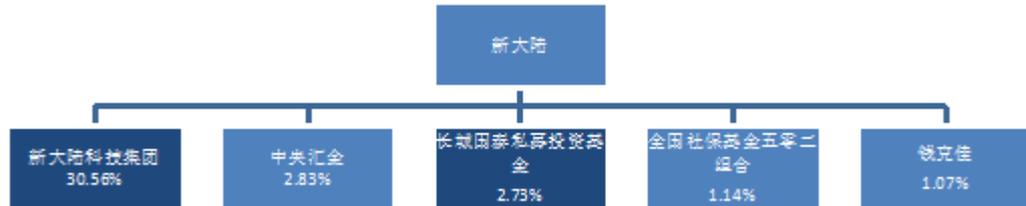
图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站，公司公告，中信证券研究部

公司的股权结构如下图。其中公司的实际控制人为胡钢，胡钢直接持有公司控股股东新大陆科技集团有限公司 61.69% 的股份，目前担任公司董事长以及新大陆科技集团有限公司董事长。

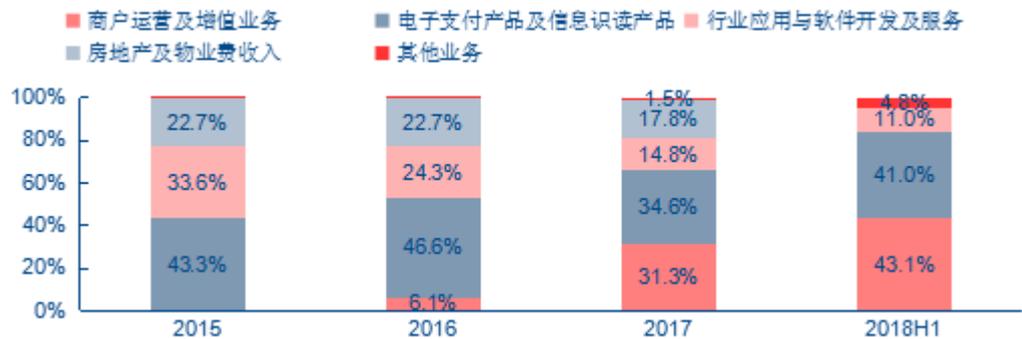
图 2：公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

业务结构：公司商户运营业务增长迅速，已停止经营房地产业务。从营收结构上看，公司 43% 为商户运营及增值业务，41% 为电子支付产品及信息识读产品，11% 为行业应用软件开发及服务。其中，商户运营及增值业务由 2016 年的 6.1% 增长到 2018H1 的 43.1%。公司即将终止房地产销售业务，承诺待“滨江新世纪花园”项目销售结束后不再从事房地产开发业务。

图 3：公司营收结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司营收与净利润均保持强劲增长。2018 年前三季度公司剔除房地产业务后的营收/净利润为 39.88 亿元/4.74 亿元，同比增长 44%/30.86%，维持高速增长态势。公司总体营收与净利润放缓主要是由于停止房地产业务经营所致。环比来看，公司 2018Q1-Q3 营收保持稳健增长，归母净利润环比增速虽然为负，但绝对水平依然保持稳健。

图 4：2013-2018Q3 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

图 5：2013-2018Q3 公司归母净利润（亿元）



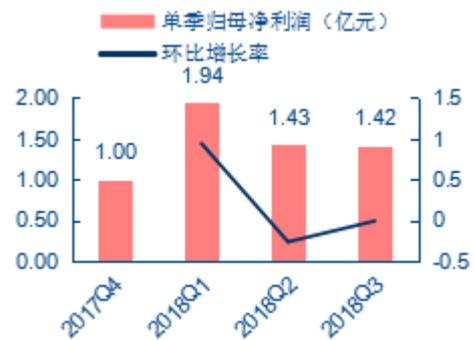
资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

图 6：2017Q4-2018Q3 公司单季营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：2017Q4-2018Q3 公司单季归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2018 年股权激励计划规模为上市以来最大，主要激励公司重点战略业务。公司本次股权激励计划包含的限制性股票占总股本的 4.10%，是公司上市以来三次股权激励方案中比例最高的一次，其中 2014 年和 2006 年的两次股权激励比例分别为 2.20%和 1.66%。公司此次股权激励主要集中于公司重点战略业务部门，包括国通星驿、支付公司、自动识别、网商小贷和北京亚大，涵盖了支付运营及收单、POS 终端设备、二维码识别和金融服务等重点战略业务，显示公司进入盈利周期的决心。

表 1：公司限制性股票授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
林学杰	副董事长	15	0.36%	0.01%
梁健	副总经理兼国通星驿总经理	75	1.81%	0.07%
徐志凌	副总经理兼财务总监	15	0.36%	0.01%
王栋	副总经理	15	0.36%	0.01%
吴春昶	董事会秘书	10	0.24%	0.01%
中层管理人员、核心技术（业务）人员、子公司主要管理人员及核心技术（业务）人员（261 人）		3,214	77.56%	3.18%
预留		800	19.31%	0.79%
合计		4,144	100.00%	4.10%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：公司各部门股权激励人数

部门	激励对象人数	部门具体业务
公司高管	5	总部
总部平台	20	总部
研究院	28	总部
国通星驿	60	支付运营及收单
支付公司	93	POS 终端设备
自动识别	52	二维码识别
网商小贷	19	金融服务
北京亚大	9	POS 终端设备

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3：首次授予的限制性股票的各年度考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，公司 2018 年的主营净利润增长率不低于 25%
第二个解除限售期	以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，公司 2019 年的主营净利润增长率不低于 55%
第三个解除限售期	以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，公司 2020 年的主营净利润增长率不低于 100%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

支付市场进入良性整合期，收单业务有望量价齐升

监管持续出清过剩产能，行业进入良性整合期

监管要求备付金 100%集中交存，促使支付机构回归支付业务本源

央行监管要求实现备付金 100%集中交存。近日，央行支付结算司发布《中国人民银行支付结算司关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》的特急文件，要求支付机构撤销开立在银行的客户备付金账户，实现在央行的集中交存。此前央行曾要求支付机构从 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，在 2019 年 1 月 14 日之前实现备付金 100%集中交存。

图 8：支付机构交存人民银行客户备付余额



注：央行资产负债表中，“非金融机构存款”是支付机构交存央行的客户备付金存款，这笔资金是支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收待付货币资金。

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

此次监管的核心在于降低系统性风险，促使支付机构回归支付业务本源。由于客户备付金利息收入在支付机构收入占比较高，此次备付金 100%集中交存对支付机构影响显著。对于地方性和小规模第三方支付机构往往收入来源简单，对备付金利息收入依赖度更高，本次监管措施极大地压缩了他们的生存空间。对于大的支付机构而言，在和商业银行业务接触时也失去了一个重要筹码，对银行的议价能力下降。因此，备付金新规对于整个支付行业是一个利空消息，但另一方面也促使了支付机构回归支付业务本源，大力开拓增值业务服务，竞争压力预计也使支付机构市场集中度进一步上升。

有效支付牌照减少，支付与收单行业市场集中度提升

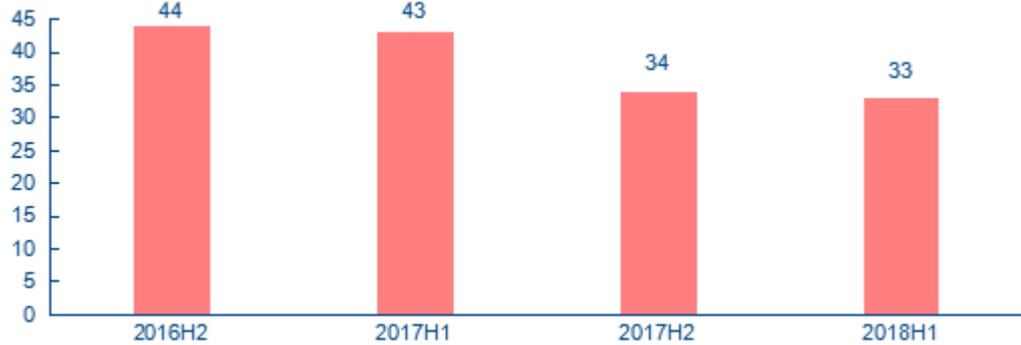
监管层收紧牌照续展审核，支付与收单牌照进入存量市场。2011-2015 年，央行共发放 271 张第三方支付牌照，2016 年暂停发放新牌照；在“总量控制、结构优化、提高质量、有序发展”的监管原则下，截止 2017 年 7 月，新注销支付牌照 10 个，总注销牌照 33 个，支付牌照目前减少至 238 张，接下来的两年内仍有 3 批支付牌照第一次到期面临续展压力。支付牌照中，拥有全国性银行卡收单（POS 收单）牌照的公司数量由 2016 年下半年的 43 家减少到 2018 年上半年的 33 家，而公司旗下国通星驿拥有其中一张全国性收单支付牌照。

图 9：支付牌照变化格局



资料来源：易观网，中信证券研究部

图 10：全国性银行卡收单（POS 收单）牌照数量变化



资料来源：易观网，中信证券研究部

“96 费改” 促进收单行业市场化，收单有望逐步提价

“96” 费改两周年，收单行业市场化发展显著。2016 年 3 月，发改委和央行发布了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，对银行卡收单业务的收费模式和定价水平进行了重要调整，于 2016 年 9 月 6 日正式实施。“96 费改” 进行了市场化定价、借贷分离、取消商户类别等相关改革，改善了收单市场上存在的套码、切机、信用卡套现等乱象，进一步规范了市场。同时，收单机构收取的收单服务费由现行政府指导价改为实行市场调节价，由收单机构与商户协商确定具体费率，鼓励收单机构积极开展业务创新，根据商户需求提供个性化、差异化增值服务，并按照市场化原则，综合考虑双方合作需要和业务开展状况，与商户协商合理确定服务收费。

表 4：“96” 费改前后收单机构费率变化情况

相关方	新政商户类别	“96 费改” 后	“96 费改” 前
发卡行服务费	标准类	借记卡（含预付卡）：交易金额的 0.35%（单笔封顶 13 元） 贷记卡（含准贷记卡）：交易金额的 0.45%（不封顶）	餐娱类：交易金额的 0.9%（房地产和汽车销售封顶 60 元） 一般类：交易金额的 0.55%（批发类封顶 20 元）
	优惠类	借记卡（含预付卡）：交易金额的 0.273%（单笔封顶 10.14 元） 贷记卡（含准贷记卡）：交易金额的 0.351%（不封顶）	民生类：交易金额的 0.26%
	减免类	0	公益类：0
银联网络服务费	标准类	分别向发卡机构、收单机构收取交易金额的 0.0325%（单笔封顶 3.25 元）	餐娱类：交易金额的 0.13%（房地产和汽车销售封顶 10 元） 一般类：交易金额的 0.08%（批发类封顶 2.5 元）
	优惠类	分别向发卡机构、收单机构收取交易金额的 0.0254%（单笔封顶 2.54 元）	民生类：交易金额的 0.04%
	减免类	0	公益类：0
收单服务费	标准类	市场化定价	餐娱类：交易金额的 0.22%（房地产和汽车销售封顶 10 元） 一般类：交易金额的 0.15%（批发类封顶 3.5 元）
	优惠类		民生类：交易金额的 0.08%
	减免类		公益类：成本价
总体原则		不区分商户类别，借贷分离，实行政府指导价、上限管理	区分商户类别制定商户手续费，即餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生 0.38%和公益类 0，并按 7:2:1 的比例在发卡银行、收单机构及卡组织之间分配。借贷合一，政府指导定价，特定行业上限管理。

资料来源：发改委，人民银行，中信证券研究部整理

“96 费改”抑制了低费率竞争，商户向头部收单机构集中，收单有望提价。商户收费“96 费改”之前分为 1.25%、0.78%、0.38%三档，而“96 费改”后（按 10000 元消费计算）为 $0.45\%+0.02\%+0.0325\%+X$ （X 为收单服务费） $=0.5025\%+X$ 。目前各大收单机构的费率都统一在 0.63%-0.68%+3 元之间，较费改前有所提升。费改前一些支付机构采取低费率竞争，将客户刷卡费率定为 0.55%甚至更低，为了降低运营成本维持利润水平，通常跳码到 0.38%的超市类低费率商户，但是这会对用户造成降额等处罚，用户最终会选择回归正规支付机构的正常费率机器。对商户来说，更愿意选择能为自己赋能、提供一站式解决方案、具有差异化竞争优势的头部收单机构，而这部分收单机构可以借此收取较高的收单服务费，这使得收单机构的集中度会进一步提升。

综合今年支付公司的公开提价信息看，目前行业在 Q3 末开启了万分之三左右的提价策略。

表 5：主流 MPOS 最新费率

品牌	MPOS	费率
拉卡拉	收款宝	0.68%+3
	点刷	0.68%+3
开店宝	即付宝	0.68%+3
	喔刷	0.69%+3
易生支付	立刷	0.69%+3
嘉联支付	瑞和宝	0.65%+3
瑞银信	星支付	0.63%+3
星驿付	通刷	0.65%+3
	通付	0.65%+3
随行付	鑫联盟	0.66%+3
	传统 MPOS	0.63%+3
盒子科技	盒子	0.65%+3
付临门	付临门	0.68%+3
上海尤恩	Q 刷	0.65%+3
	掌柜宝	0.65%+3
海科融通	支付宝	0.65%+3
和融通支付	会员宝	0.66%+3
	银收宝	0.66%+3
汇付天下	闪电宝	0.63%+3

资料来源：支付公司官网，中信证券研究部整理

收单行业流水增长，公司支付业务迎来利好

非现金支付业务逐年增长。随着线上消费比重的上升以及第三方支付的普及，我国支付行业“去现金化”趋势明显，根据中国人民银行数据，2012-2017 年非现金支付业务金额的 CAGR 为 19.6%，非现金支付业务笔数的 CAGR 为 25.5%。至 2017 年，全国共办理非现金支付业务 21608.78 亿笔，金额 3759.94 万亿元，同比分别增长 28.59%和 1.97%。

图 11：2012-2018Q3 全国非现金支付金额及笔数



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

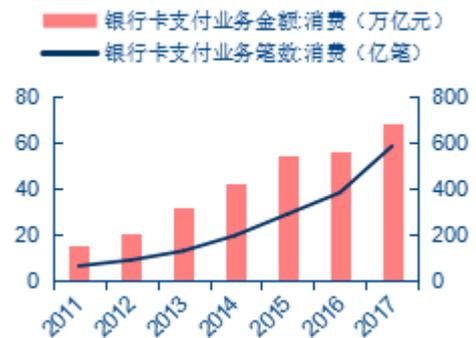
银行卡消费保持稳定增长，POS 机收单市场增长空间仍存。2011 年至 2017 年银行卡发卡量与银行卡人均持卡量的 CAGR 分别为 12.4%和 11.9%，保持平稳增长。银行卡消费业务方面，2011 年至 2017 年银行卡消费金额与消费笔数的 CAGR 分别为 37.2%和 24%，近三年的 CAGR 分别为 26.4%/7.7%，虽然整体增速有所放缓，但是增量依旧保持稳定，POS 机收单市场增长空间仍然明显。

图 12：银行卡发卡量以及人均持卡量变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：银行卡消费业务金额以及笔数变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

全国联网 POS 机数与联网商户数持续增长，收单行业市场增长空间明显。2017 年全国银行卡跨行支付系统联网商户达 2593 万家，同比增长 25.4%，2011 年-2017 年的 GAGR 为 35%。2017 年全国联网 POS 机数达 3119 万台，同比增长 27.1%，2011 年-2017 年的 CAGR 为 30.5%。全国联网 POS 机数和联网商户数的持续增长为智能 POS 收单发展提供了广阔空间，智能 POS 对于第三方支付收单市场具有重要的业务升级作用。

图 14：银行卡跨行支付系统联网商户数变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：联网 POS 机数变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

受收单行业流水增加带动，公司旗下国通新驿业务总交易量不断提升，带动公司支付业务营收持续高增长。国通新驿 2018 年上半年支付服务业务总交易量突破 6300 亿元，同比增长超过 70%，行业排名由 2016 年 12 月的第 12 位上升到 2018 年 6 月的第 7 位。公司的商户运营及增值业务（原支付运营及增值业务）2018H1 同比增长 67.5%，达到 11.23 亿元，占比由 2016 年的 6.1% 上升到 2018H1 的 43.1%，毛利率再经历 2017 年迅速扩张期的下跌后，实现稳步回升。预计在收单行业流水提升、收单提价的趋势下，公司收单业务的营收及毛利率有望进一步上升。预计公司 2018 年交易流水总量有望突破 1.3 万亿元。

图 16：国通新驿交易流水变化



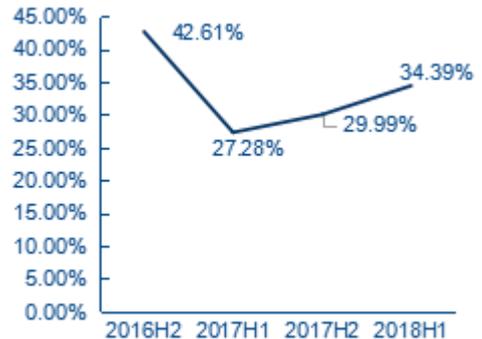
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 17：公司商户运营及增值业务营收及占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：公司商户运营及增值业务毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

POS+收单+增值服务一站式服务平台，SaaS+金融有望驱动增长

POS 机行业龙头企业，线下终端渗透率高

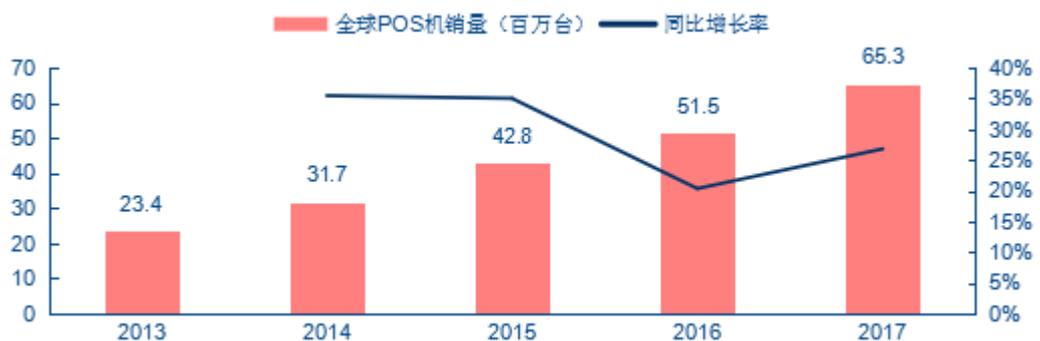
全球 POS 机市场保持稳健增长。根据 Grand View Research 的数据，全球 POS 机市场规模预计从 2016 年的 480 亿美元增长到 2025 年的 1161 亿美元，CAGR 达 10%。而根据我们的估算，2017 年全球 POS 机销量达 6530 万台，同比增长 26.4%，2013-2017 年的 CAGR 达到 29.2%。

图 19：2014-2025 年全球 POS 机市场规模



资料来源：Grand View Research（含预测），中信证券研究部

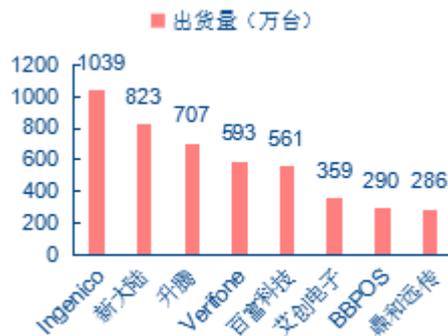
图 20：2013-2017 年全球 POS 机销量



资料来源：公司公告，公司及产业链调研（2013-2016 数据），中信证券研究部估算（2017 数据）

公司是全球 POS 机行业龙头企业，出货量增长领先全球平均水平。公司 2017 年 POS 机出货量达到 823 万台，市占率为 12.6%，位于全球第二，仅次于法国的 Ingenico 公司，市占率排名近几年不断上升。公司 2013-2017 年 POS 机出货量的 CAGR 为 68.9%，远高于全球 POS 机出货量 29.1% 的 CAGR，出货量增长领先全球平均水平，行业地位不断上升。

图 21：2017 年全球 POS 机出货量排名



资料来源：公司公告，公司及产业链调研（2013-2016 数据），中信证券研究部估算（2017 数据）

图 22：新大陆历年出货量市占率及排名



资料来源：公司公告，公司及产业链调研（2013-2016 数据），中信证券研究部估算（2017 数据）

公司较高的 POS 机终端渗透率为公司打造一站式商户服务平台打下了坚实的基础。公司凭借 POS 机行业的龙头地位，聚集了大量的终端商户用户，为公司国通星驿的支付服务业务和商户服务平台提供了用户流量基础。公司未来用户流量变现可期。

“星 POS 平台”打造商户服务闭环，丰富商户资源促进增值服务变现

公司商业模式：B2B2C，帮助商户用户降本增效。公司“星 POS 平台”以支付服务为支点，以智能 POS、新型扫码 POS 等多种终端为载体，在底层连接支付、ERP、营销、金融等各类商户服务，打通数据孤岛，为中小微商户提供全方位、强实用性、高性价比的一站式经营支撑服务。通过优质的商户服务，B 端商户用户降低了成本，扩大了利润，并将这部分利润用于 C 端补贴，扩大 C 端用户数量，提高用户粘性，形成良性循环。

公司的商户服务业务已经形成商业闭环，从前端到后端为商户提供一站式服务。前端层面，公司为商户提供 POS 机硬件供应，包括智能 POS、标准 POS 和新型扫码 POS 等多种终端载体；中端层面，公司旗下国通星驿提供收单服务；后端商户服务层面，公司“星 POS 平台”形成了支付终端（新大陆支付）、支付运维（北京亚大）、金融服务（新大陆金融）、ERP（科脉技术）、O2O 营销（新大陆翼码）的服务生态，为商户提供支付、ERP、营销、金融等服务，并通过数据分析实现精准定制化服务。

图 23：公司商业模式



资料来源：中信证券研究部整理

公司商户资源丰富，商户拓展有望加速。截止 2018 年 6 月，公司已与超过 150 家的 SaaS 合作伙伴、210 家 ISV 合作伙伴以及 410 家渠道合作伙伴展开了深度的业务合作，“星 POS”平台服务商户数量超过 25 万；金融服务方面，公司陆续上线“网商微贷”、“随星贷”、“分润保理”等基于数据模型的线上产品，截至 2018 年 6 月，已积累超过 5 万线上用户，总贷款余额 10.26 亿元；ERP 服务方面，公司旗下 ERP 提供商科脉技术商户客户超过 40 万；营销服务方面，公司旗下新大陆翼码商户数超过 37 万。凭借各子公司客户资源的协同效应，公司“星 POS 平台”商户拓展有望进一步加速。

表 6：公司商户资源

商户资源	数量
公司存量商户	400 万
“星 POS 平台”服务商户数	超过 25 万
金融服务商户数	超过 5 万
新大陆翼码商户数	超过 37 万
科脉技术	超过 40 万

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

凭借丰富的商户资源，公司增值服务变现可期。公司基于“星 POS”平台商户流量，推出多种增值服务变现，包括会员管理、多平台订单集群（订单来了）、电子发票、朋友圈广告、自助点餐（赢钱云点餐）、商户贷款等。随着公司“星 POS 平台”商户拓展的进一步加速，公司的增值服务营收和占比有望进一步提升。

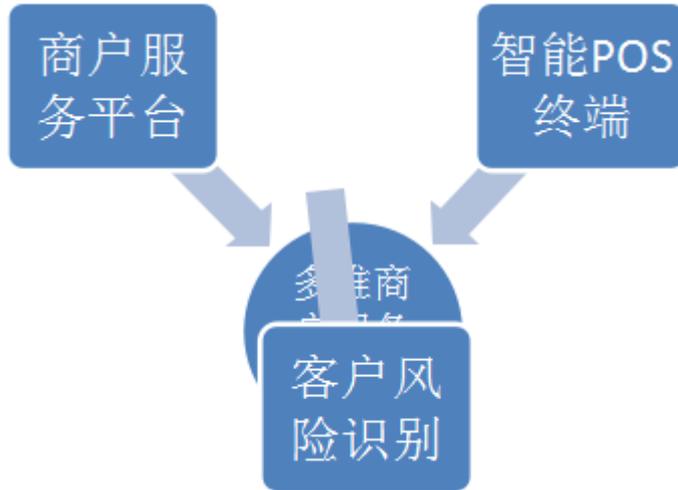
表 7：“星 POS”平台增值服务

增值服务项目	简介
会员管理	提供从商户活动推广到核销买单的营销闭环解决方案，旨在用大数据优化商户营销，提高消费者二次复购率
订单来了	实现与美团、饿了么、百度等外卖平台的无缝对接，集自动接单、打印单据、商品一键同步、数据分析、商户对账等众多功能于一身
电子发票	使用成本小于 0.1 元/张，无人力成本，开票效率达到 1000 张/分钟，支持多种税盘接入，提高开票效率与用户体验
朋友圈广告	帮助“商户/企业”选择适合自身的客群（性别、年龄、爱好、所处位置等）进行精准的朋友圈内广告展示投放，投放形式包括但不限于：图片、文字、视频、推广页等
赢钱云点餐	为餐饮类商户提供二维码自助点餐应用，一方面提高了点餐效率，另一方面向商户提供了包括现金、支付宝、微信、银行卡在内的全面收银数据汇总，帮助商户精确了解商品销售情况
商户贷款	是面向星 POS 商户（包含商户老板与员工）的免面签、免抵押的成长型贷款服务，贷款额度会随着商户流水的增加而不断的增加。除了上述免担保、免抵押外，星 POS 还具有快速审核、快速放款，还款方式灵活等特点

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

商户数据为风控业务服务，促进金融服务业务发展。公司通过商户服务平台和智能 POS 终端，获取了多维商户服务数据（包括客户信息、交易流水、税务信息等），为公司的风控业务提供了数据基础，实现低坏账率，从而提高放贷规模打下基础。

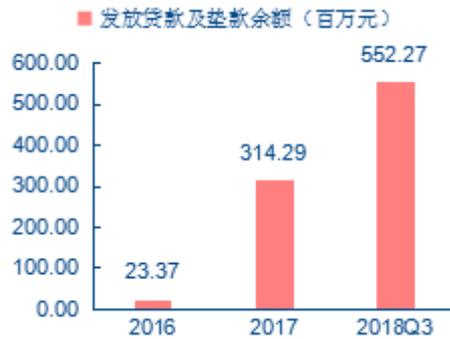
图 24：多维商户数据促进公司金融服务业务发展



资料来源：中信证券研究部整理

公司未来金融服务业务有望迎来显著增长。公司小额贷款业务增长迅速，“发放贷款及垫款”科目余额由 2016H2 的 2337 万元上升到 2018Q3 的 5.52 亿元，2018 上半年贷款利息收入达 2671 万元，同比增长 212%。公司 2017 年累计放贷金额由 2016 年的 0.22 亿元增长到 2017 年的 14.2 亿元，不良率仅为 0.21%。公司大力发展网商小贷业务，对网商小贷公司展开增资工作，注册资本由 1.875 亿元增加至 5 亿元。同时，凭借海量商户数据积累，公司陆续上线“网商微贷”、“随星贷”、“分润保理”等基于数据模型的线上产品，截至 2018 年 6 月，已积累超过 5 万线上用户，增长趋势显著。

图 25：公司“发放贷款及垫款”科目余额



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 26：公司贷款利息收入



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：公司网商小贷放贷金额



资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险提示

1. 收单提价与流水增长不及预期；
2. 商户增值服务增长不及预期；
3. POS 机硬件终端市场增长不及预期。

盈利预测与估值评级

综上所述，根据目前宏观经济及行业竞争格局，结合公司经营状况，我们的收入预测假设如下：

假设一：考虑到收单行业有望量价齐升，公司“星 POS”平台增值服务变现可期，商户运营及增值业务 2018/19 年实现收入增速 80%/25%，2019 年毛利保持稳定；商户服务业务中期保持 50%收入增速；

假设二：公司 POS 机终端硬件业务保持出货量和市占率的稳定增长，电子支付产品及信息识读产品 2018/19 年实现收入增速 15%；

假设三：公司停止房地产业务运营，2018 年（含有）后续盈利假设为零。

表 8：公司未来三年收入预测（单位：百万元）

	2018E	2019E	2020E
电子支付产品			
收入	1957.3	2250.895	2588.529
增长率	15%	15%	15%
支付运营和增值			
收入	2772	3465	4331.25
增长率	80%	25%	25%
房地产			
收入	263.1	78.93	23.679
增长率	-70%	-70%	-70%
行业应用			

	2018E	2019E	2020E
收入	834.9	876.645	920.4773
增长率	15%	5%	5%
其他			
收入	147.66	221.49	332.235
增长率	100%	50%	50%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

在上述假设下，考虑到 2018 年公司的地产业务加速出清，POS 业务逐步进入到平稳发展阶段，我们下调公司 2018/2019/2020 年的盈利预测至 0.61/0.80/0.98（原预测：0.75/0.87/1.03 元），对应 PE 分别为 25x/19x/16x。对于公司估值，中期看，公司有望保持 25%左右盈利增速，商户综合服务收入与软件应用服务盈利占比 2019 年超过 60%，给予 2019 年 25X 目标估值，对应目标价 20 元，维持“买入”评级。

利润表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,545	4,920	5,976	6,894	8,197
营业成本	2,229	3,179	4,097	4,650	5,490
毛利率	37.11%	35.39%	31.44%	32.56%	33.03%
营业税金及附加	156	124	149	172	206
销售费用	168	196	227	255	270
营业费用率	4.73%	3.98%	3.80%	3.70%	3.30%
管理费用	486	674	836	965	1,147
管理费用率	13.72%	13.70%	14.00%	14.00%	14.00%
财务费用	8	11	(48)	(76)	(84)
财务费用率	0.22%	0.22%	-0.80%	-1.11%	-1.02%
投资收益	46	34	15	40	33
营业利润	517	782	707	948	1,170
营业利润率	14.58%	15.90%	11.84%	13.75%	14.28%
营业外收入	58	10	40	44	40
营业外支出	2	1	2	2	1
利润总额	572	791	746	990	1,209
所得税	86	112	112	149	181
所得税率	15.03%	14.19%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	25	25	22	29	34
归属于母公司股东的净利润	461	654	612	812	994
净利率	13.02%	13.29%	10.24%	11.78%	12.12%

现金流量表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	572	791	746	990	1,209
所得税支出	-86	-112	-112	-149	-181
折旧和摊销	30	45	28	29	31
营运资金的变化	243	-1,282	1,290	-425	-530
其他经营现金流	347	283	-41	-96	-87
经营现金流合计	1,107	-276	1,911	351	441
资本支出	-65	-218	-65	-65	-65
投资收益	46	34	15	40	33
其他投资现金流	189	-952	0	0	0
投资现金流合计	170	-1,136	-50	-25	-32
发行股票	5	1,598	0	0	0
负债变化	16,533	18,402	-395	0	0
股息支出	-56	-81	-81	-92	-122
其他融资现金流	-16,964	-18,027	48	76	84
融资现金流合计	-483	1,892	-428	-15	-38
现金及现金等价物净增加额	794	480	1,433	310	371

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表（百万元）

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,568	1,977	3,410	3,720	4,091
存货	1,308	1,043	1,180	1,339	1,581
应收账款	788	731	870	1,004	1,193
其他流动资产	1,103	2,582	2,957	3,269	3,752
流动资产	4,766	6,332	8,417	9,332	10,617
固定资产	154	208	236	263	288
长期股权投资	148	153	153	153	153
无形资产	174	164	173	182	191
其他长期资产	1,036	1,720	1,720	1,720	1,720
非流动资产	1,511	2,245	2,282	2,318	2,352
资产总计	6,277	8,578	10,699	11,650	12,969
短期借款	46	395	0	0	0
应付账款	757	1,040	1,445	1,580	1,866
其他流动负债	2,628	2,094	3,651	3,718	3,845
流动负债	3,432	3,528	5,097	5,298	5,711
长期借款	60	40	40	40	40
其他长期负债	259	52	52	52	52
非流动性负债	319	92	92	92	92
负债合计	3,751	3,621	5,189	5,390	5,804
股本	938	1,011	1,011	1,011	1,011
资本公积	52	1,554	1,554	1,554	1,554
归属于母公司所有者权益合计	2,443	4,835	5,366	6,086	6,958
少数股东权益	83	122	144	173	207
股东权益合计	2,526	4,957	5,510	6,260	7,166
负债股东权益总计	6,277	8,578	10,699	11,650	12,969

主要财务指标

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	16.40%	38.80%	21.46%	15.36%	18.90%
营业利润增长率	23.60%	51.44%	-9.61%	34.01%	23.49%
净利润增长率	37.34%	41.78%	-6.48%	32.77%	22.36%
毛利率	37.11%	35.39%	31.44%	32.56%	33.03%
EBITDA Margin	24.64%	38.80%	-15.96%	29.89%	22.80%
净利率	13.02%	13.29%	10.24%	11.78%	12.12%
净资产收益率	18.88%	13.53%	11.40%	13.34%	14.28%
总资产收益率	7.35%	7.63%	5.72%	6.97%	7.66%
资产负债率	59.75%	42.21%	48.50%	46.27%	44.75%
所得税率	15.03%	14.19%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	12.20%	12.36%	15.00%	15.00%	15.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。