

新北洋 (002376)

2017-3-5

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

加码智能业务，金融、物流步入收获

报告要点

■ “二次创业”，跨越发展瓶颈

公司为国产专用打印扫描设备龙头，受制经济环境，原有业务呈现一定压力。以 2015 年为新的起点，公司启动“二次创业”：聚焦“识别”产品，培育“智能”业务，重点转向新兴的金融、物流等行业，内生外延双轮驱动，跨越发展瓶颈。预计 2016 年金融、物流行业占比已达三分之二。

■ 专用打印、扫描业务不断突破，国内海外稳步增长

受益下游需求增长、国产替代及产业集中度提升趋势，专用打印扫描仍有较大空间。公司从两个维度寻求突破：1) 优化营销及服务渠道，深入挖掘潜在需求，对优质行业级客户加快布局，效果已然显现；2) 发力国际市场，加大新产品推广销售和新兴国家市场的开拓力度，海外营收稳步增长。

■ 积极布局物流自动化，快递柜有望持续放量增长

公司充分把握物流行业的信息化、自动化发展趋势，围绕信息化和自动化方面的需求痛点，快速布局相应产品：以便携打印机、面单打印机为起点，推出智能快递柜，自动分拣柜等，其中智能快递柜为丰巢重要供货商。快递行业单价下降、人员成本压力倒逼其收寄件环节降本增效，快递柜作为最后 100 米理想的解决方案，具备极大空间。丰巢股东包括顺丰等快递巨头，资金雄厚，后续数年快递柜铺货量有望维持快速增长，公司也正着手募集资金扩产，快递柜将有力提供业绩增长动力。分拣柜等其他智能产品存在广阔空间。

■ 金融智能化多环节，核心优势助力成长

政策驱动及人员成本压力不断上升背景下，金融行业智能设备需求持续增长，渗透度不断提升。公司围绕其需求积极布局。上游：在金融产品关键件方面，积极推广高性能 CIS，进一步丰富传感器关键件产品线；在嵌入式模块领域，继续加大现金鉴别模块、嵌入式票据鉴别仪等产品研发，强化公司核心供应商的地位。下游：面向银行终端客户，推出“现金”和“非现金”类产品和解决方案。金融产业链布局具备核心竞争力，持续增长可期。

■ 维持“买入”评级

公司“二次创业”，已然跨越发展瓶颈，传统行业稳健，金融、物流异军突起，具备持续快速成长潜力。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37 元、0.49 元、0.61 元，维持“买入”评级。

风险提示：

1. 快递柜等快递智能化设备竞争加剧；
2. 金融智能化设备采购需求波动。

当前股价：13.31 元

分析师 马先文

☎ 862765799815

✉ maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511060001

分析师 刘慧慧

☎ (8621) 65799814

✉ liuhh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516080002

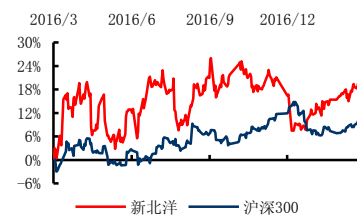
联系人 邓芳程

☎ (8621)68752081

✉ dengfc@cjsc.com.cn

公司基本数据	2017.03.03
总股本 (万股)	63149
流通 A 股/B 股(万股)	57213/0
资产负债率	32.29%
每股净资产 (元)	3.67
市盈率 (当前)	57.07
市净率 (当前)	3.63
12 个月内最高/最低价	14.40/10.70

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《转型进入收获期，业绩迈入上升通道》
2014-10-8

《营收稳定增长，下半年期待金融产品放量》
2014-8-22

《多轮驱动，2014 年将迎来业绩反转与估值提升》
2014-4-21

目录

二次创业：专业打印扫描龙头跨越发展瓶颈	4
专用打印扫描龙头，传统行业遭遇瓶颈	4
聚焦“识别”、培育“智能”，开启“二次创业”	5
内生外延双轮驱动：跨越发展瓶颈，重回上升通道	6
内生：技术研发+快速响应保障领先地位	6
外延：纵横布局，快速切入新兴市场	7
传统行业增长稳定，金融物流异军突起	8
传统行业：优化渠道、发力海外，实现稳步增长	9
金融：市场保持增长，产业链布局初具成效	10
金融设备行业高速增长，智能设备需求释放	10
上下游产业链全面布局，四条业务主线协同发展	12
产业链布局成效显著，金融业务子公司快速增长	13
物流：需求明确，智能物流柜将继续保持快速增长	14
物流行业快速增长，公司多环节布局智能设备需求	14
供货丰巢，智能物流柜迎来高速增长	15
定增扩产，开启新一轮快速成长	17
存货增加，印证产品需求强劲	17
定增扩产，成长空间进一步打开	17

图表目录

图 1：公司在多个传统的专用打印机领域市场份额为国内同行第一	4
图 2：公司主要客户零售及餐饮业增速趋于下降	5
图 3：“二次创业”前公司传统行业国内营收增速持续承压	5
图 4：智能识别市场规模保持增长	6
图 5：研发费投入保持较快增长，占营收比例保持在 11%以上	7
图 6：研发投入成效显著，专利数量丰富	7
图 7：上市以来积极开展外延并购，快速切入新兴领域	8
图 8：“二次创业”后，营收增速逐步提升	8
图 9：传统行业增长稳定，金融物流发展较快	8
图 10：公司立体化的营销渠道促进传统业务增长	9
图 11：2015 年募投项目之一为建设营销渠道及服务网络	9
图 12：公司多层次的海外营销渠道支持海外业务开展	10

图 13: 国际化战略全方位促进海外市场增长	10
图 14: 专用打印扫描产品销售量快速增长.....	10
图 15: 公司的国际化战略促进海外市场稳定增长.....	10
图 16: 金融行业上下游产业链布局完善	12
图 17: 从事 CIS 关键件的华菱光电实现稳健增长	14
图 18: 荣鑫科技发展势头良好.....	14
图 19: 快递行业保持快速增长.....	15
图 20: 快递单价不断下调, 发展智能物流柜来降低成本需求巨大	16
图 21: 快递网点数保持增长	16
图 22: 丰巢智能快递柜.....	17
图 23: 数码科技业绩已呈现加速增长趋势.....	17
图 24: 2016 年三季度末, 公司存货大幅增加	17
图 25: 存货中原材料和在产品占比较高	17
 表 1: 传统专用打印产品较多, 涉及行业广泛	 4
表 2: 公司在各个行业积极培育“智能”产品业务	6
表 3: 各类政策密集出台, 催生各类金融机构对公司产品的需求	11
表 4: 公司 4 条业务主线协同发展, 公司在各个领域具有领先优势.....	13
表 5: 金融终端产品中标情况, 纸币清分机、硬币兑换机表现出色.....	13
表 6: 公司积极围绕信息化和自动化布局物流行业	15
表 7: 定增资金主要用于智能物流柜, 硬币兑换机等产能的扩张	17
表 8: 公司在智能物流柜, 硬币兑换机项目上有着显著的优势	18

二次创业：专业打印扫描龙头跨越发展瓶颈

历史上，新北洋凭借技术优势成为国产专用打印扫描设备行业的领跑者，近年来，国内外形势的变化给公司带来较大的增长压力。公司以 2015 年为新的起点，启动“二次创业”：聚焦“识别”产品，培育“智能”业务；重心从传统业务转向新兴的金融、物流等行业；向产业链下游延伸，从“产品制造和服务商”升级为“产品及解决方案提供商”；通过内生技术创新和外延并购整合双轮驱动，跨越发展瓶颈。

专用打印扫描龙头，传统行业遭遇瓶颈

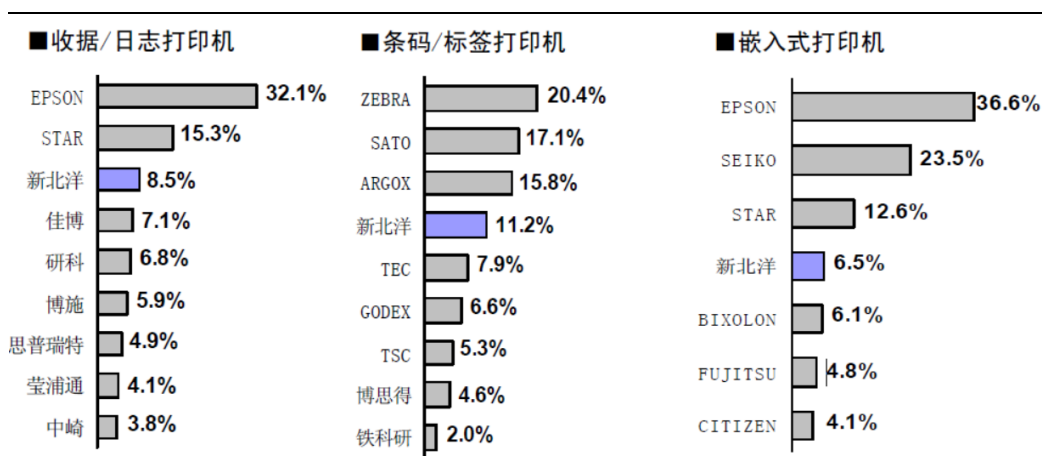
公司作为我国专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的民族企业，是国内专用打印扫描行业龙头，产品较多，涉及行业广泛，市占率仅次于国际巨头。在某些细分领域，公司地位已极具优势，如 2010 年，公司在铁路客票打印机市场份额超过 60%，被指定为中国铁路行包公司唯一标签打印机供应商；在邮政系统条码/标签打印机市场，其市场份额超过 90%。

表 1：传统专用打印产品较多，涉及行业广泛

产品类别	主要下游需求
收据/日志打印机	超市、商场、便利店、饭店、医院、药店、彩票设备商、POS系统集成商
条码/标签打印机	超市、商场、制造企业、服装企业、中国铁路、公路、航空、邮政、市政部门、医疗机构、金融、通信
嵌入式打印机	超市、商场、银行、自助终端设备制造商、彩票设备制造商、衡器制造商、医疗器械制造商
相关产品	电信部门、金融部门、市政部门、企业单位、税务机关、医院、彩票运营商

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 1：公司在多个传统的专用打印机领域市场份额为国内同行第一

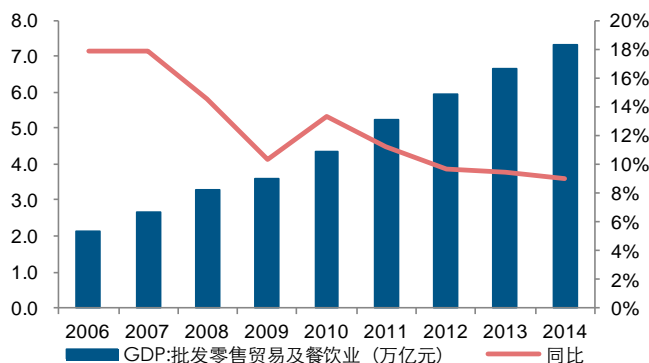


资料来源：CCIA，长江证券研究所

下游景气度欠佳，市场逐渐饱和，下游需求增速趋缓。受近年 GDP 增速下行等宏观环境影响，公司的重要客户餐饮及零售等行业景气度下降，对公司产品的需求放缓。2014

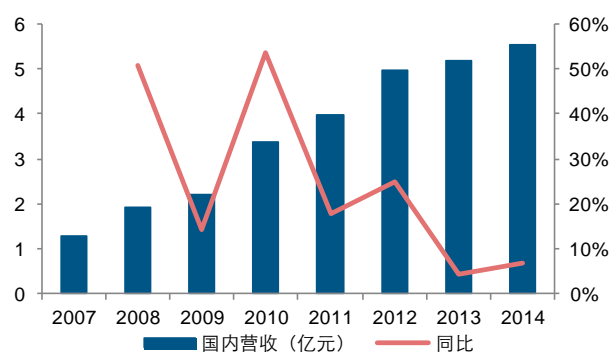
年我国批发零售贸易及餐饮业产值为 7.34 万亿元，同比仅增长 8.99%，创历年新低，加之随着产品的普及，专用打印市场渗透率已相对较高，新增需求逐年减少，公司的传统业务增速也面临压力。

图 2：公司主要客户零售及餐饮业增速趋于下降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：“二次创业”前公司传统行业国内营收增速持续承压



资料来源：公司公告，长江证券研究所

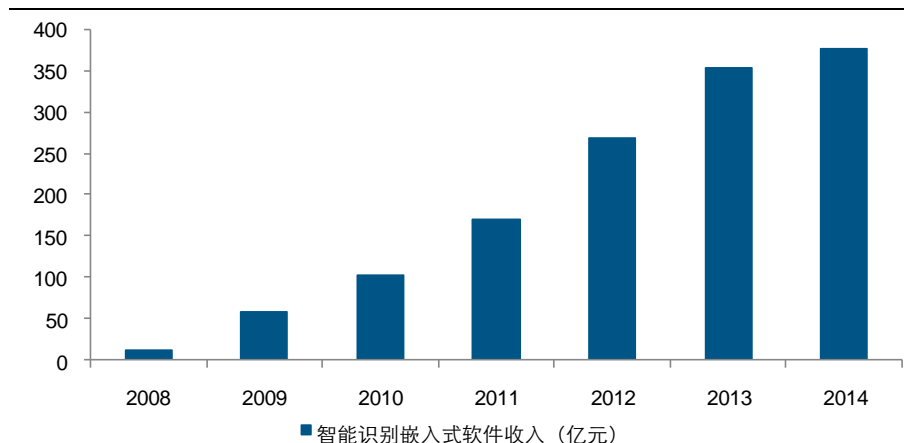
对于公司而言，传统业务增速很难有大的改观，为提升增长轨道，公司从 2015 年开启二次创业，寻求传统业务突破和新业务培育：

- 1、渠道建设+国际化，传统业务挖掘新需求。**对于传统专用打印业务，公司重点实施“渠道建设+国际化”战略，竞争力进一步提升，海外市场则进入需求快速增长的新兴市场国家，已实现突破。
- 2、寻求新业务方向，进入高景气行业。**除增强自身内延增长外，公司的新产品研发和外延也迅速铺开，控股“鞍山搏纵”、数码科技，成立“荣鑫科技”等进入新兴的金融、物流行业，业务格局明显优化。

聚焦“识别”、培育“智能”，开启“二次创业”

聚焦识别技术，加快占领市场。近年来，自动识别的需求在不断增大，产品智能化升级加速，金融信息化、物联网、现代物流等新兴机会给识别领域带来了更加广阔的应用空间。在识别领域，公司的主要产品是专用扫描技术，在此基础上，逐步向条码自动识别、图像识别、OCR 识别、RFID&IC 识别等“识别产品”延伸和聚焦。目前，公司专用扫描产品主要用于各种票据、纸币、证卡扫描、高速文档扫描等，后续将不断满足金融、政府等行业用户在扫描应用安全、介质鉴别、清分识别等方面的需求。2014 年 3 月，公司收购华菱光电 26% 股权，完成控股，进一步完善产业链上游关键零部件的整合掌控，有力地提升了公司这一领域的竞争力。

图 4：智能识别市场规模保持增长



资料来源：电子信息产业统计年鉴，长江证券研究所

培育“智能”产品，把握行业发展机遇。随着社会公共服务水平的提高，自助终端产品已逐渐向商业、社区、超市、农村发展，信息化、大数据等的发展使得“互联网”+自助新应用模式开启，智能化的产品将极大地降低成本，提高效率，这些都为自助终端市场提供更广阔的发展空间。公司积极发展智能终端产品，重点围绕金融、物流、交通领域等推出自助的智能化设备。

表 2：公司在各个行业积极培育“智能”产品业务

应用行业	代表产品
金融	智慧柜员机、新一代现金处理设备、纸币清分机
物流	智能快递柜、智能分拣柜、打印模块
餐饮等行业	高速扫描仪、新一代智能POS
工业	参股正棋机器人，从事工业机器人及智能制造

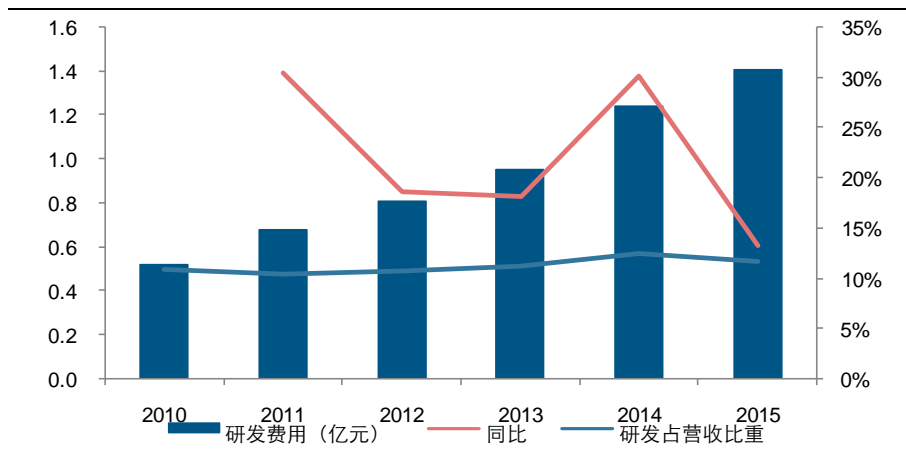
资料来源：公司公告，长江证券研究所

内生外延双轮驱动：跨越发展瓶颈，重回上升通道

内生：技术研发+快速响应保障领先地位

持续的研发投入是公司技术领先的保障。公司持续加大研发投入，研发费用保持快速增长，占营收的比重保持在 11% 以上，为公司持续获得技术突破打下良好基础。

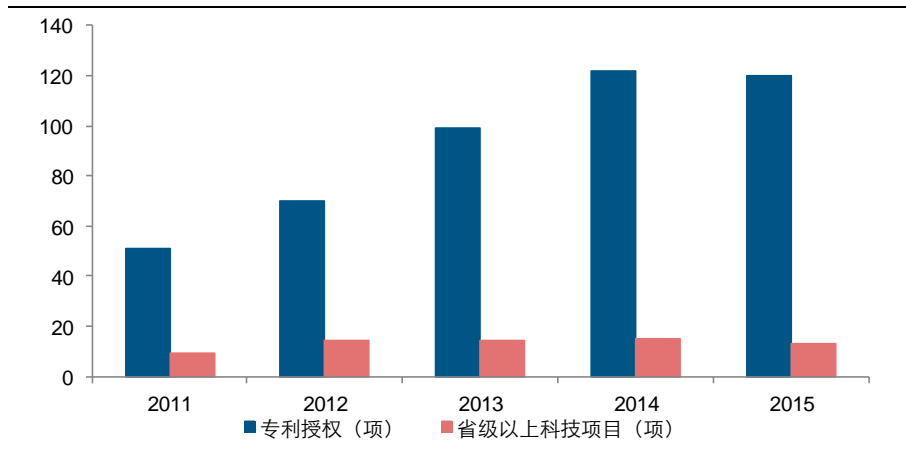
图 5：研发费投入保持较快增长，占营收比例保持在 11%以上



资料来源：公司公告，长江证券研究所

研发投入成效显著。截至 2016 年 6 月 30 日，公司累计拥有专利 687 项，其中发明专利 213 项（含国际发明专利 41 项）；正在申请并受理的专利 288 项，其中发明专利 248 项（含国际发明专利 62 项）；取得软件产品登记证书 82 项，计算机软件著作权证书 134 项。公司掌握从专用打印扫描关键基础零部件、整机到系统集成的核心设计与制造技术，并且在智能终端和识别产品领域快速形成了强有竞争力的产品线，多项产品技术达到国内领先，已成为国内金融、物流行业市场中有一定影响力的产品解决方案提供商。2015 年，公司共进行了产品开发项目 165 项，其中金融产品线和终端集成产品线 108 项，占比超过 65%。

图 6：研发投入成效显著，专利数量丰富



资料来源：公司公告，长江证券研究所

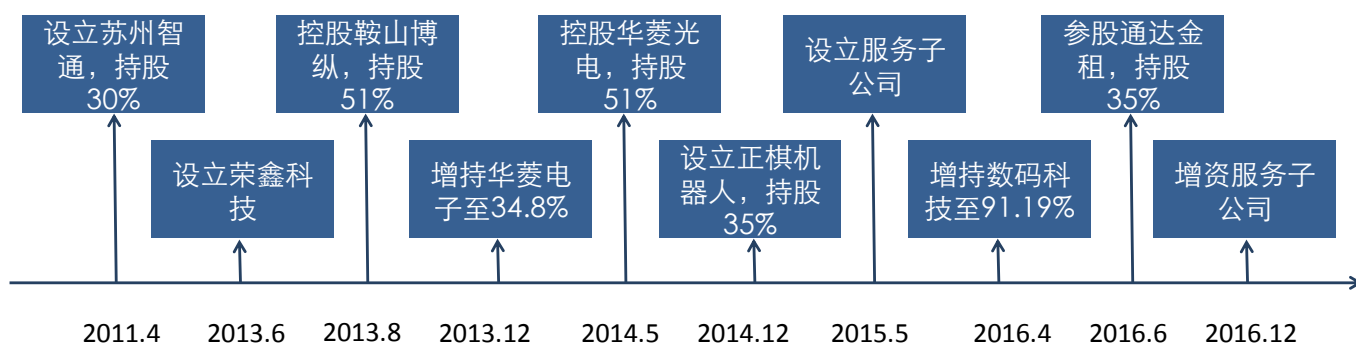
外延：纵横布局，快速切入新兴市场

另一方面，公司通过并购等外部方式迅速切入目标市场，实现加速增长。公司外部整合主要从横向和纵向两个维度进行布局。横向方面主要是与公司产品相关或互补的企业，

目前已进入高景气度的金融、物流领域，通过成立服务子公司等加速服务化；纵向布局主要是公司产品上下游产业链的延伸。

优势互补，进军新兴市场。2013 年 6 月，公司将原有的金融事业部门剥离成立子公司荣鑫科技，充分发挥专业化分工的优势；2013 年 8 月并购鞍山博纵切入清分机市场；2013 年 12 月增持华菱光电股份，凭借其 CIS 业务快速占领金融上游的关键件领域；2016 年 4 月增持数码科技，凭借其进入快速发展的智能物流柜领域，成功创造新的业绩增长点。2014 年 12 月，公司参股正棋机器人，布局工业自动化及高端制造业。

图 7：上市以来积极开展外延并购，快速切入新兴领域

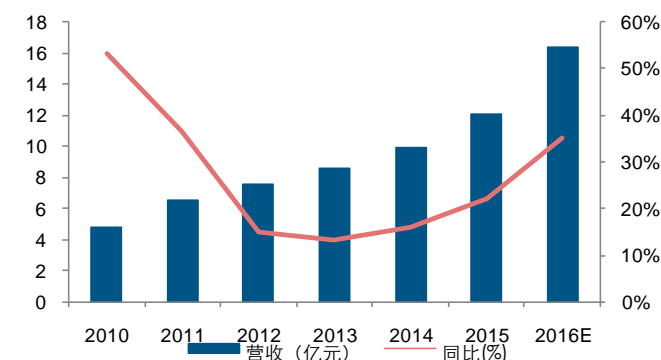


资料来源：公司公告，长江证券研究所

传统行业增长稳定，金融物流异军突起

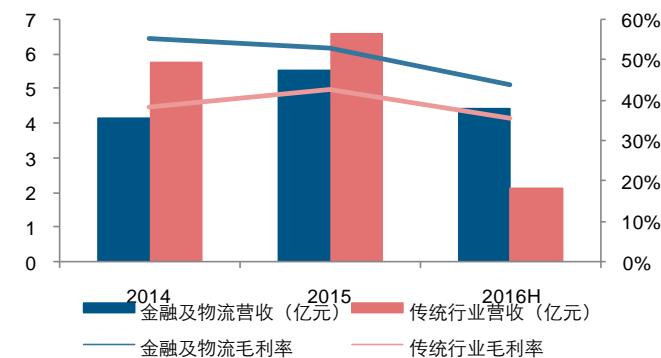
公司自 2015 年开启“二次创业”以来，积极推进业务布局的转型和市场结构的调整，加大了外部资源整合力度，在激烈的市场竞争中保持了较好的增长势头。在实现传统业务稳步增长的同时，公司重点布局的金融、物流行业发展势头迅猛，在营收中的比重不断上升，金融、物流行业产品毛利率也大幅高于传统业务。到 2016 年上半年，金融及物流行业的营收首次超过传统行业。据 2016 年度业绩快报，2016 年公司实现营收 16.35 亿元，同比增长 34.00%；实现归属母公司净利润 2.27 亿元，同比增长 54.44%。

图 8：“二次创业”后，营收增速逐步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：传统行业增长稳定，金融物流发展较快



资料来源：公司公告，长江证券研究所

传统行业：优化渠道、发力海外，实现稳步增长

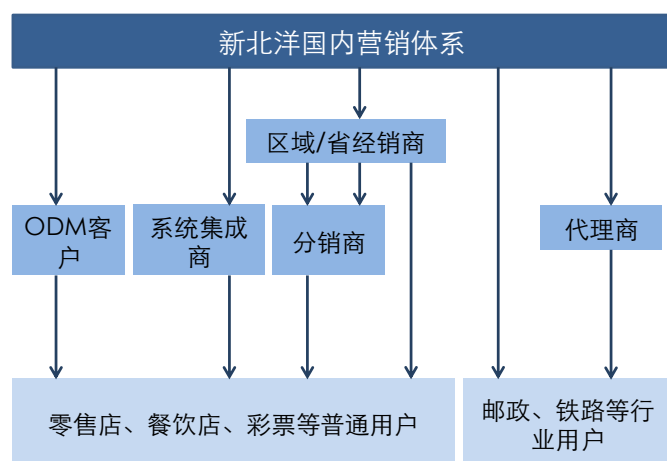
为应对传统专用打印行业景气度不佳，公司主要从两个维度着力改善：

1) 优化营销及服务渠道，深入挖掘潜在需求：公司原有的销售体系主要分为直销和分销两个方面，其中直销面对的客户主要包括：终端客户、系统商和 ODM 大客户，国内直销大客户主要有铁路、邮政等行业客户以及部分系统商；渠道分销产品主要有收据/日志打印机、条码/标签打印机、混合打印扫描产品中的身份证卡复印机。

2015 年以来，公司持续加大销售渠道及服务投入，充分利用原本的 300 多家一二级分销商，向零售、餐饮、彩票等普通用户加大营销力度；在行业市场，与多家高铁系统商建立了业务关系，加大与中国邮政的合作关系；在巩固线下渠道分销网络的同时，积极试点线上电商销售。

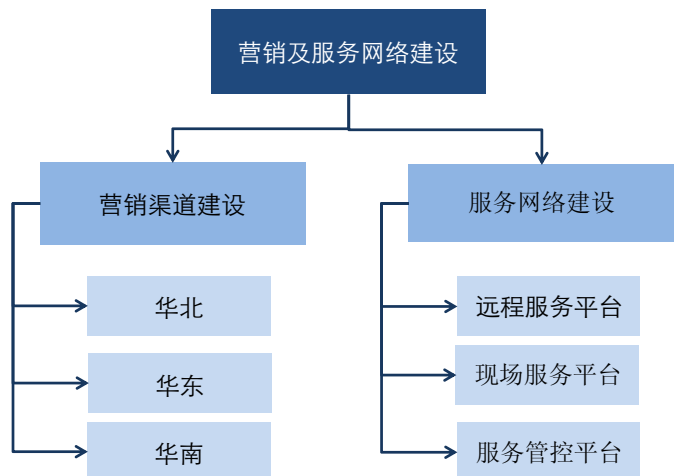
2015 年推出的再融资方案中，募投项目之一即为营销及服务网络建设。营销渠道方面，分别在北京以及国内重点城市设立更加贴近市场的 3 个营销分支机构；服务网络建设方面，在现场服务平台、远程服务平台、服务管控平台三个层面全面展开。

图 10：公司立体化的营销渠道促进传统业务增长



资料来源：公司资料，长江证券研究所

图 11：2015 年募投项目之一为建设营销渠道及服务网络

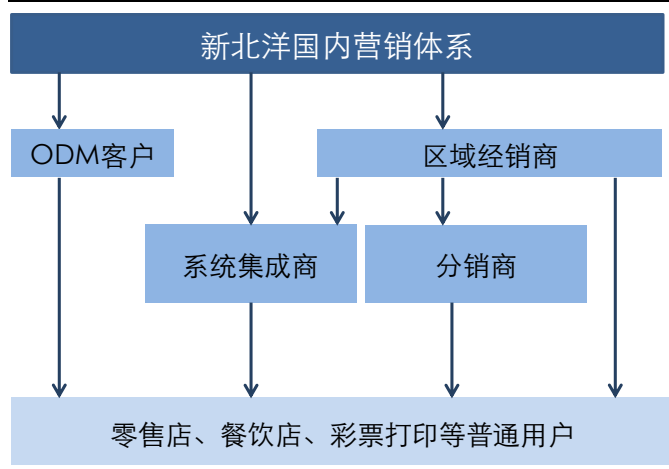


资料来源：公司资料，长江证券研究所

发力国际市场，海外营收稳步增长：公司十分重视海外市场的开拓，海外市场保持较好增长，海外市场销售体系方面，直销主要是 ODM 大客户；分销主要通过公司海外的子公司和经销商来开展。

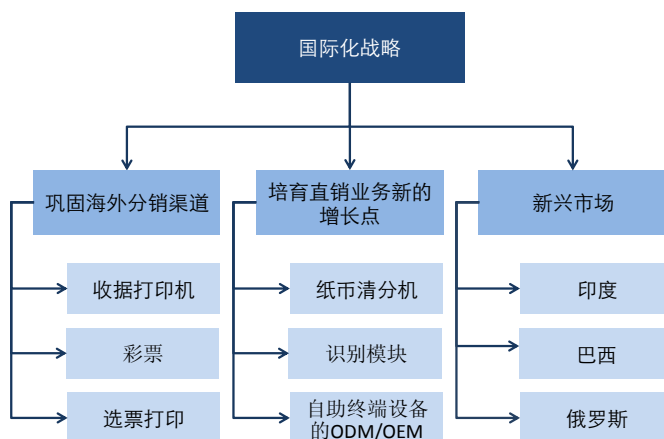
2015 年以来，公司继续加大海外市场布局：进一步巩固海外的渠道分销，加强与已有金融、零售领域战略大客户的合作，深入挖掘新的潜在项目机会；积极开发并寻求欧美地区物流、零售、航空、医疗等领域专用打印机、识别模块、自助终端设备的 ODM/OEM 新业务，培育海外直销业务新的增长点；在欧美市场相对饱和的背景下，加大新产品推广销售和新兴国家市场的开拓力度。

图 12：公司多层次的海外营销渠道支持海外业务开展



资料来源：公司资料，长江证券研究所

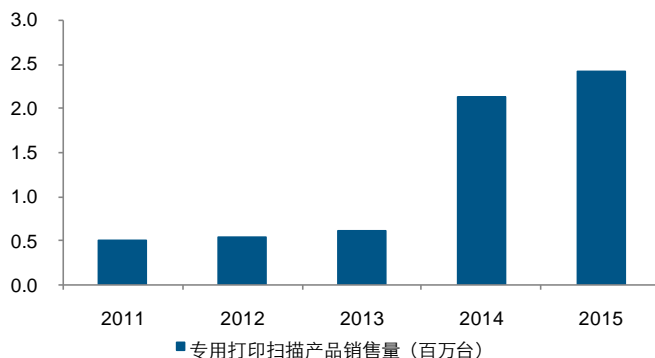
图 13：国际化战略全方位促进海外市场增长



资料来源：公司资料，长江证券研究所

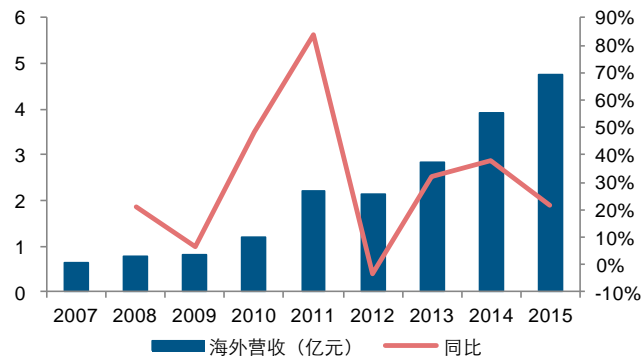
两大战略成效显著，传统业务实现稳步增长。从公司近几年大的经营业绩可以看到，两大战略已经逐步起到作用，主要体现在，1) 作为传统行业的专用打印扫描产品销量不断上升，在经济整体景气度较低的背景下也实现了较快增长；2) 海外市场营收稳定增长，在国内新业务突破之前，海外收入占营收的比重逐步提升。我们预计，随着国内新营销网络进一步成熟，传统业务的营收将进一步优化。

图 14：专用打印扫描产品销售量快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 15：公司的国际化战略促进海外市场稳定增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

金融：市场保持增长，产业链布局初具成效

金融设备行业高速增长，智能设备需求释放

金融设备行业高速增长，市场空间广阔。根据央行发布数据，截至 2015 年中国 ATM 和 CRS 铺设量已达 85 万台，年复合增长率达到了 26%，其他设备也不断放量，预计未来三年，金融设备仍将保持较快增长。

政策密集出台，催生各类金融机构对智能产品的需求。随着利率市场化、普惠金融、辅币硬币化、金融设备国产化、“假币零容忍”和“现钞全额清分”等政策的推进，金融行业对文档类、票据类、现金类、自助类产品需求迅速发展。

表 3：各类政策密集出台，催生各类金融机构对公司产品的需求

政策类别	催生需求	潜在空间
利率市场化	新一代现金类（TCR、大额存款机）设备、智能自助终端等	银行网点22.1万个（2015年），大中型网点均存在需求
普惠金融	智能型、低成本、小体积、支持存折打印的金融终端	约70万个新增网点（农村和社区）
辅币硬币化	硬币自助处理设备	商业银行、商超、交通网点（地铁等）均在需求
金融设备国产化	各类国产设备对进口设备进行替代	文档扫描市场外商占60%以上的份额，有着大的潜在空间
“假币零容忍”和“现钞全额清分”等	清分机	一方面是渗透率提升，一方面是老旧设备逐步替换

资料来源：公司公告，长江证券研究所

利率市场化政策的实施及发展致使银行间竞争加剧，各大银行开始向节约运营成本、增强吸储能力的方向发展，新一代现金类（TCR、大额存款机）设备和各自助设备将成为银行的重要投入方向。

2015 年底，国务院发布《2016-2020 年推进普惠金融发展规划》，重点是提高金融服务覆盖率，主要体现在农村金融和社区金融，而未来农村和社区服务新增网点数量可达 70 万个。

中国人民银行辅币硬币化政策的推行，有效引导了硬币兑换设备的市场推广，硬币兑换机可实现纸币和硬币的双向自由兑换，是解决硬币回收难及回收处理不及时的关键设备。未来商超、交通等行业也势必加大硬币自助处理设备需求。公司在硬币兑换机布局处于国内领先。

国家越来越重视信息安全问题，金融设备国产化政策将极大促进国产品牌的发展。目前，很多领域外资都占主导，意味着进口替代有着很大的市场空间。

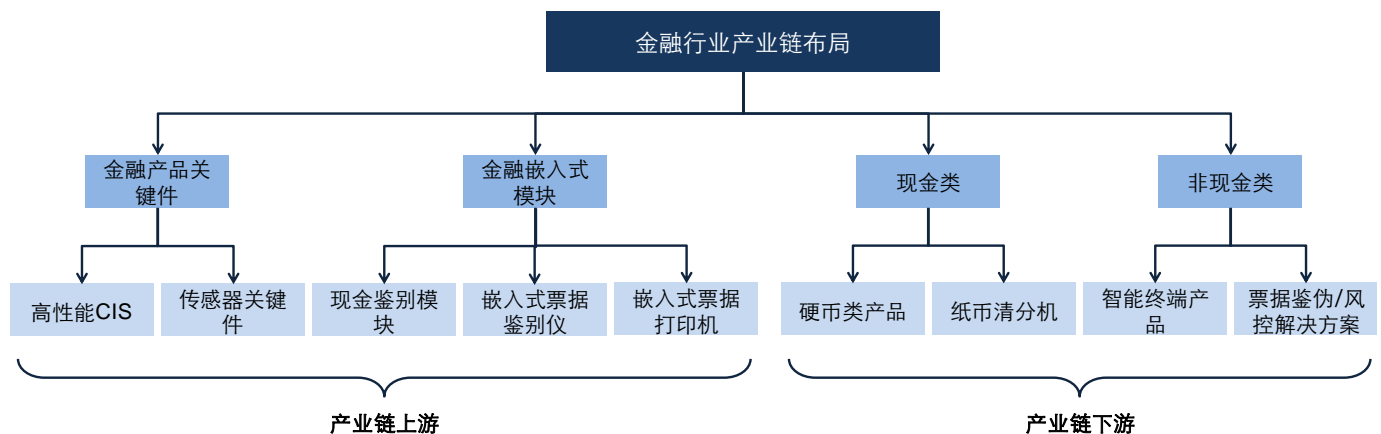
金融行业随着“假币零容忍”和“现钞全额清分”等政策的全面推行，目前国内现金处理中心和银行网点对清分设备的需求非常明确，经历 15 年低点后，目前行业增速开始回暖。

金融创新带来新的业务风险也对公司产品形成需求。伴随金融创新产品出现和信息技术的发展，各种技术和业务风险随之而来，特别是近年来暴露的多起票据诈骗大案让银行更加关注风险防控管理，并加大了对信息技术和风险防范解决方案的投入。银监会 2015 年先后发文明确当前票据业务中的众多风险提示，提出了加强风险控制的监管要求。随着票据统一后汇票业务的大幅增长，能提升工作效率、降低人为鉴别和管理风险的智能化“票据鉴伪系统型产品”和“重空凭证管理系统”已经成为银行票据管理系统发展的重要趋势。

上下游产业链全面布局，四条业务主线协同发展

随着金融行业需求的逐步释放，公司将金融智能设备作为重点发展的领域，凭借掌握专用打印扫描领域的核心技术，充分发挥公司的技术创新优势和快速定制开发优势，在产业链上下游全面布局。

图 16：金融行业上下游产业链布局完善



资料来源：公司公告，长江证券研究所

产业链上游，在金融产品关键件业务方面，积极推广高性能CIS，并进一步丰富传感器关键件产品线，培育新的增长点；在金融嵌入式模块业务方面，继续加大现金鉴别模块、嵌入式票据鉴别仪、嵌入式票据打印机等嵌入式模块产品研发，确保公司作为票据处理模块核心供应商的地位。

产业链下游，面向银行终端客户，加快丰富并完善公司的“现金”和“非现金”类产品和解决方案。

现金类产品领域，公司积极跟踪把握央行“辅币硬币化”的政策契机，发挥公司在硬纸币兑换设备的先发优势，加快完善硬币清分、清点、清洗、包装等系列产品组合，进一步扩大硬币类产品销售规模；在纸币清分机业务业务方面，继续保持在已入围银行的批量销售，积极参与各大银行的招标采购，继续加强开拓海外清分机市场。

非现金类产品领域，公司积极把握传统银行为降本增效，积极采用各种智能化的自助设备替代人工柜员的趋势，加快推出系列智能终端产品，积极向各大银行推广复制；针对近年发生的多起票据诈骗案件，且涉及金额巨大，银行内部重空凭证管理和票据鉴伪已成为银行风控的重点和难点，公司将在已有成功试点的基础上，进一步完善现有票据鉴伪/风控管理解决方案，推进在部分重点银行的项目落地，并积极向其他银行复制推广。

四条业务线协同发展。公司重点围绕金融领域，强化“以市场为中心、以客户为导向”，深挖客户需求，为客户提供更完善的产品及解决方案。公司的产品分为四条业务线：1)、硬币流通类产品与解决方案，把握国家硬币发行流通的政策机遇，解决硬币流通问题；2)、现金处理类产品与解决方案，包括清分机及新一代现金处理设备，如TCR、高速存款机等；3)、银行的自助服务产品与解决方案，主要是契合银行人工替代的发展趋势，节约银行运营成本、提升服务体验；4)、票据鉴伪与风控管理系统。

表 4：公司 4 条业务主线协同发展，公司在各个领域具有领先优势

业务主线	代表产品	公司优势
硬币流通类	硬币兑换一体机	针对该领域有多项发明专利，子公司荣鑫科技中标多家银行，打开渠道
现金处理类	清分机、新一代现金处理设备（TCR、高速存款机）	子公司鞍山搏纵拥有算法等核心技术、多家银行总行的销售渠道
银行的自助服务	智慧柜员机	专用打印、扫描技术龙头，自助终端领域的多年积累经验
票据鉴伪与风控管理系统 支票打码机、嵌入式票据鉴别仪、重空凭证风控管理系统等		是CIS等金融关键件领域的国有龙头企业

资料来源：公司公告，长江证券研究所

产业链布局成效显著，金融业务子公司快速增长

公司将金融市场作为重点开拓领域，通过成立荣鑫科技、并购鞍山搏纵、华菱光电不断丰富和完善产品线，根据客户需求和行业发展趋势推出了多款创新型产品。通过金融行业上下游全产业链布局，公司在多个关键环节实现了规模增长。

产业链上游，在金融产品关键件方面，华菱光电推出的高性能 CIS 得到推广；在金融产品嵌入式模块方面，新北洋负责的多款现金、票据的鉴别、售卖、打印模块完成研制推向市场，并在部分银行的智慧柜员机项目的测试验证中得到认可，成为重要的模块供应商。

产业链下游，公司在银行终端产品和解决方案方面增速较快，2016 年上半年，公司加大了硬纸币兑换设备的推广，同比实现了较快增长，硬币清分、清点、清洗、包装等系列产品也加快设计完善，荣鑫科技负责的硬纸币兑换一体机已在山东、江苏、福建等地区的部分银行网点进行产品试用；鞍山搏纵负责的纸币清分机 2016 年上半年在多家银行的招标测试中表现出色，并再次入围交通银行、建设银行选型采购项目，同时在海外部分国家银行采购招标中成功中标，开始实现批量销售；TCR、高速存款机等现金处理智能终端加快开发验证；在已有成功试点的基础上，上半年进一步完善现有票据鉴伪/风控管理解决方案，积极在多个商业银行进行验证推广。

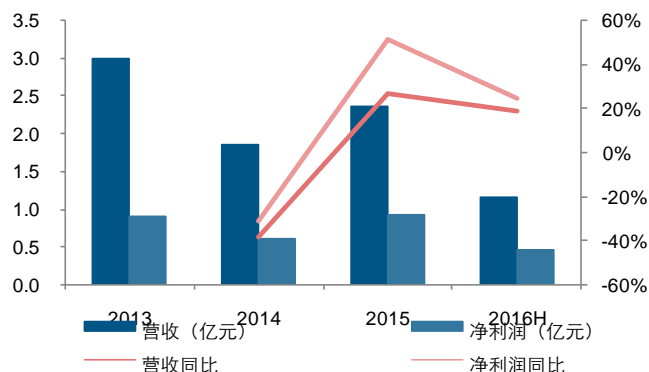
表 5：金融终端产品中标情况，纸币清分机、硬币兑换机表现出色

中标时间	中标主体	招标公司	中标情况	中标产品
2015.5	鞍山搏纵	中国邮政	入围	纸币清分机
2016.7	鞍山搏纵	交通银行	入围	纸币清分机
2016.8	鞍山搏纵	建设银行	入围	清分机（二口半）
2016.3	鞍山搏纵	光大银行	入围	纸币清分机（一口半）
2016.6	荣鑫科技	邮政储蓄银行天津分行	中标	纸硬币兑换机
2016.6	荣鑫科技	华融湘江银行总行	中标	集中作业前端设备
2016.11	荣鑫科技	富滇银行	中标	纸硬币自助兑换机
2016.11	荣鑫科技	交通银行	中标	硬币清分机、硬币兑换机
2016.12	荣鑫科技	浦发银行太原分行	中标	硬币兑换机
2016.12	荣鑫科技	乐山市商业银行	中标	硬币清分机

资料来源：公司公告，中国采招网，长江证券研究所

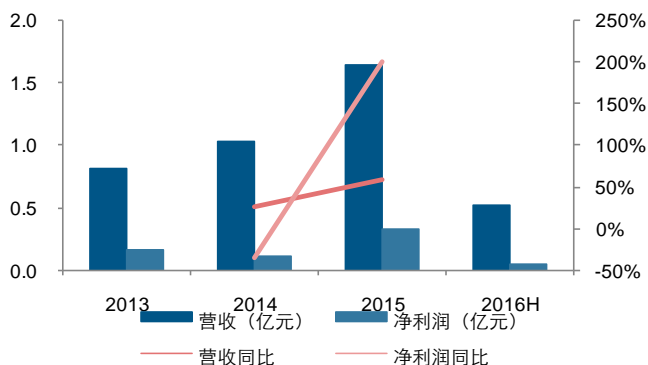
金融业务子公司表现出色，持续快速增长值得期待。公司金融业务的营收主要来自荣鑫科技、华菱光电和鞍山搏纵，近两年，前两者的营收和净利润都表现出色，2015 年两者都达到 50%以上的增速，鞍山搏纵从事的纸币清分机业务在整体采购需求下降、竞争加剧的情况下仍实现逆势增长。主要从事金融设备整机及终端业务的荣鑫科技表现出色，2015 年净利润增长了 202%。得益于金融行业对智能设备的强劲需求及公司的良好布局，金融板块业务持续快速增长值得期待。

图 17：从事 CIS 关键件的华菱光电实现稳健增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：荣鑫科技发展势头良好



资料来源：公司公告，长江证券研究所

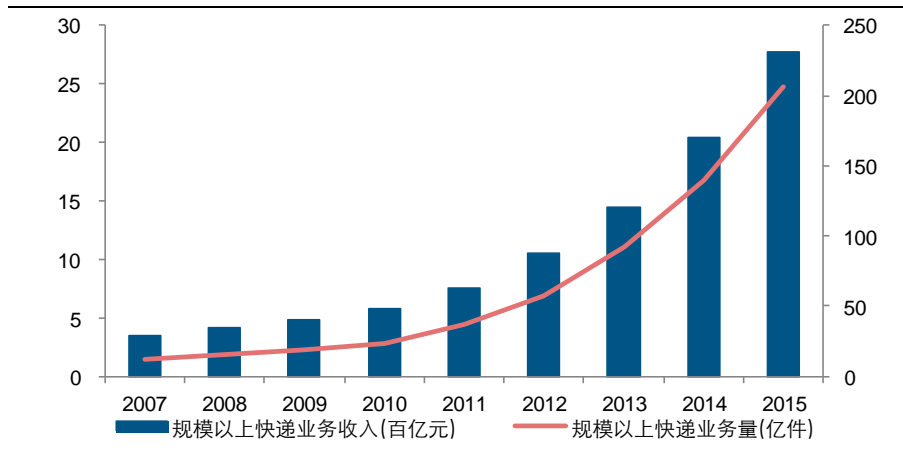
物流：需求明确，智能物流柜将继续保持快速增长

物流行业快速增长，公司多环节布局智能设备需求

物流行业基础设施和技术装备市场存在巨大空间。据国家发改委披露，2015 年中国社会物流总额预计可达 220 万亿元。目前我国物流基础设施建设仍显不足，物流园区、物流技术装备等建设尚有待加强，物流技术、人才培养和物流标准也不能完全满足物流业发展需要，物流服务一体化和集约化程度亦不高。这为我国物流行业的软硬件基础设施、技术装备市场提供了巨大空间。

作为物流的重要分支，由于电商快速发展，快递业务规模持续扩大。2015 年快递业务量达 206 亿单，同比增长 48%，业务收入 2,760 亿元，同比增长 35%，随着电子商务和其他需求的持续释放，预计未来几年还将保持较快增长。《国务院关于促进快递业发展的若干意见》要求以“互联网+”快递为发展方向，培育壮大快递企业，支持骨干企业建设工程技术中心，开展智能终端、自动分拣、机械化装卸、冷链快递等技术装备的研发应用，技术和产品渗透有望持续提升。

图 19：快递行业保持快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

在物流信息化、自动化领域加紧布局。公司积极研究分析物流行业的信息化、自动化发展趋势，加快规划设计在物流行业的业务布局。围绕在信息化和自动化方面的需求痛点，推出相应的产品。

表 6：公司积极围绕信息化和自动化布局物流行业

产品类别	代表产品
物流信息化产品	便携打印机、面单打印机、条码打印机、移动终端、扫描仪
物流自动化产品	自动分拣柜、快递安检机
物流配送环节的智能终端产品	智能快件柜、冷链柜

资料来源：公司公告，长江证券研究所

- 1) 针对物流行业信息化方面的需求痛点，公司以等信息化产品为突破口，与部分知名电商物流建立业务合作关系，快速切入电商物流领域，同时启动了新型移动终端的研制开发；
- 2) 针对物流行业自动化方面的需求痛点，进一步完善了自动分拣柜产品，实现了稳定销售，同时启动了新型的自动分拣解决方案等自动化设备的设计开发。
- 3) 为抢抓快递物流配送“最后一百米”的行业市场机遇，公司在 2015 年积极发掘快递公司各类物流自动化设备的需求，并成功在智能快件柜、分拣柜等智能终端产品项目上实现突破，当年完成产品设计发布，当年即实现销售额近亿元。预计 2016 年仍保持快速增长。

目前公司物流行业的收入来自面单打印机、便携打印机、智能快件柜、分拣柜、条码打印机等多个产品，智能快件柜产品销售贡献占比最大。

供货丰巢，智能物流柜迎来高速增长

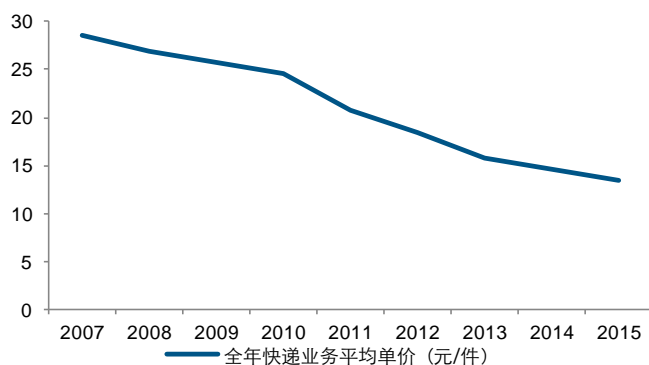
智能物流柜产品得到丰巢等众多公司的认可。公司与国内各知名物流公司有着长期合作，各物流公司对公司的研发、生产实力及服务水平十分认可。随着合作的深入，公司

以全面经营客户的思路，依托和发挥自身在光机电一体化产品设计创新和规模化生产制造上的优势，快速响应物流公司各类物流自动化设备的需求，得到包括丰巢在内的众多物流行业客户的认可。

智能物流柜高速增长仍将持续，丰巢作为行业龙头将充分受益。丰巢作为面向所有快递公司、电商物流的 24 小时自助开放平台，于 2015 年 6 月由顺丰、申通、中通、韵达、普洛斯五家物流公司联合设立，随着智能物流柜快速成长为行业龙头。

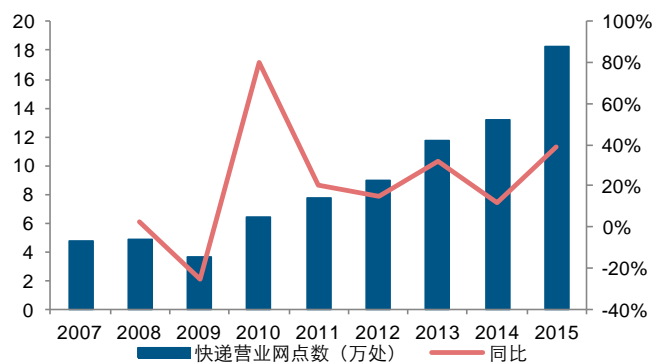
面临快递行业竞争不断激烈，快递单价持续下调，快递公司成本压力凸显，智能快递柜作为快递最后 100 米最佳解决方案，有着广阔的市场。智能物流柜主要配置在小区、企业、学校、办公楼、超市等人口密集区域，据国家统计局统计信息，截至 2014 年全国共有 70 万个小区、仅规模以上工业企业数量就达到 37.8 万个，普通高等学校 0.25 万所，中等教育学校 8 万所，这些数据从一个侧面显示出我国的智能物流柜市场的巨大潜力。快递网点的快速增长也从另外一个角度说明了智能物流柜的潜在市场空间。

图 20：快递单价不断下调，发展智能物流柜来降低成本需求巨大



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：快递网点数保持增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

据国家邮政局发布的《中国智能快递柜发展现状及趋势报告》，截至 2015 年 4 月，我国业务量前 50 位的城市共安装智能物流柜 3.12 万组，累计派送快件超过 1.13 亿件。而 2015 年国内的快递营业网点则是 18.3 万处，智能物流柜的数量与营业网点数量相比，仍存在很大缺口，预计未来数年智能快递柜需求仍将保持快速增长态势。

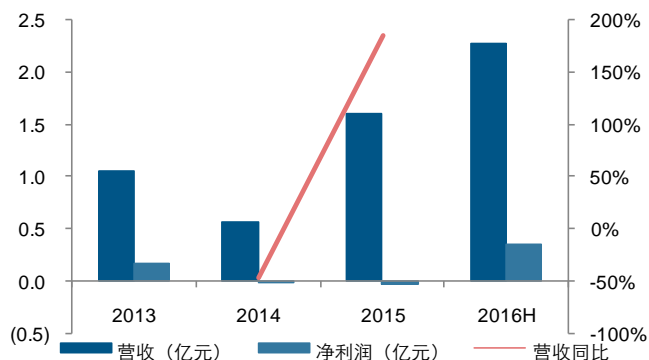
丰巢的快速扩张对公司产品形成较大的潜在需求。丰巢成立仅一年之余，就已在 74 个城市布放了 4 万组智能快递柜，格口数量已达 300 万，注册快递员超 40 万，服务用户数超 3000 万，单日最高包裹处理量达 286 万件，发展态势迅猛。丰巢于 2017 年 1 月完成 A 轮融资，将在一二线城市加速拓展网点布局，计划 2017 年新增 3 万个网点。丰巢作为智能物流柜领域首屈一指的公司，未来的发展前景巨大，对公司的产品有着巨大的潜在需求。2015 年以来，数码科技业绩呈现快速增长。

图 22：丰巢智能快递柜



资料来源：威腾网，长江证券研究所

图 23：数码科技业绩已呈现加速增长趋势



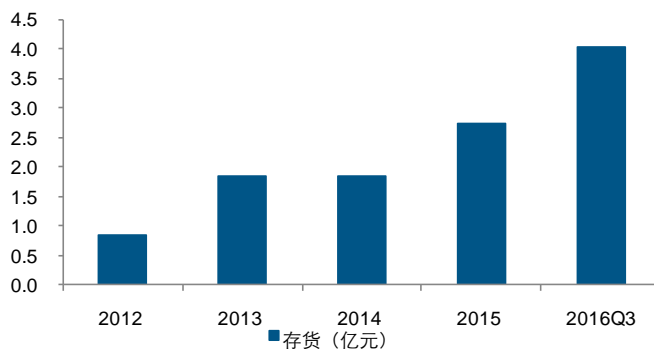
资料来源：公司公告，长江证券研究所

定增扩产，开启新一轮快速成长

存货增加，印证产品需求强劲

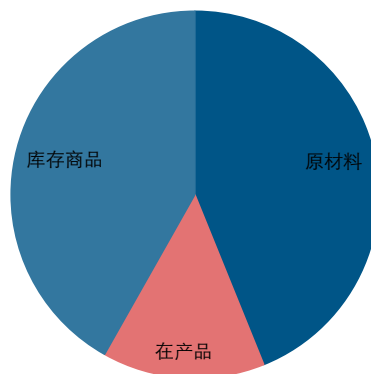
2016 年以来，公司存货快速增长，截至 2016 年三季度，存货达到 4.04 亿元，主要是原材料和在产品。由于公司生产为订单驱动，存货增长印证下游需求和订单势头良好。我们预计智能快递柜是存货增加的重要因素。

图 24：2016 年三季度末，公司存货大幅增加



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：存货中原材料和在产品占比较高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

定增扩产，成长空间进一步打开

定增项目市场前景广阔。公司于 2016 年 12 月启动定增，自助服务终端产品研发与生产是主要的募投项目，预计智能物流柜和硬币兑换机是重点。具体来看，公司拟新增设备 155 台（套），对自助服务终端产品技术与规模化生产制造技术进行升级。项目建成达产后，可新增年产 13 万台自助服务终端产品的生产能力。达产年可实现营业收入 8.23 亿元，利润总额 1.66 亿元，税后财务内部收益率为 30.38%。

表 7：定增资金主要用于智能物流柜，硬币兑换机等产能的扩张

序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入（万元）
1	自助服务终端产品研发与生产技改项目	56,700	45,000
2	补充流动资金	5,000	5,000
	合计：	61,700	50,000

资料来源：公司公告，长江证券研究所

技术优势保障项目实施。公司以多年自助服务产品研发生产经验和技術储备为基础，加上快速响应的能力，在募投项目的实施方面有着显著的优势。

表 8：公司在智能物流柜，硬币兑换机项目上有着显著的优势

优势方面	智能物流柜项目	硬币兑换机项目
关键技术	8项专利	20项专利
产品性能	在应用效率、身份识别、支付手段、兼容性、安全性和可扩展性方面具有明显优势	硬币卷发放速度、纸币大小额兑换、硬币提升、冠字号码识别、银行卡功能等方面均超过国内外同类产品
成本控制	国内劳动力及原材料采购成本优势以及规模化生产优势，产品成本价格相对较低	
客户服务	北京、上海、广州、成都、深圳等区域性客服中心及授权经销维修站，快速响应并及时提供全方位的售前售后服务	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

产品+金融，助力快速增长。2016年6月，公司与威海市商业银行共同出资设立通达金租，利用金融租赁平台促进现有产品增长。其中，公司出资3.5亿元，持股35%，威海市商业银行出资6.5亿元，持股65%。2016年9月，子公司数码科技与通达金租、丰巢科技三方拟签署协议，通达金租向数码科技购买智能快件柜并出租给丰巢科技使用，丰巢科技向通达金租承租并支付租金，合同金额2亿元，租赁业务的整合将有利于公司产品加速推广。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1211	1635	2126	2607
增长率(%)	22%	35%	30%	23%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	147.3	230.9	306.6	386.2
增长率(%)	-52%	57%	33%	26%
每股收益(元)	0.233	0.366	0.486	0.612
净资产收益率 (%)	7.7%	9.3%	11.0%	12.1%
每股经营现金流 (元)	0.46			

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1211	1635	2126	2607	货币资金	763	302	840	853
营业成本	637	967	1264	1563	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	574	668	862	1044	应收账款	471	717	932	1143
%营业收入	47.4%	40.9%	40.6%	40.0%	存货	275	391	511	632
营业税金及附加	12	16	21	26	预付账款	13	19	25	31
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	17	20	25	29
销售费用	123	131	159	169	流动资产合计	1572	1498	2396	2765
%营业收入	10.2%	8.0%	7.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	222	278	340	404	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	18.3%	17.0%	16.0%	15.5%	长期股权投资	93	443	443	443
财务费用	-1	-5	-18	-24	投资性房地产	38	38	38	38
%营业收入	-0.1%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	固定资产合计	778	758	741	729
资产减值损失	43	0	0	0	无形资产	133	126	120	114
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	410	410	410	410
投资收益	11	16	35	35	递延所得税资产	16	0	0	0
营业利润	186	265	395	504	其他非流动资产	46	46	46	46
%营业收入	15.3%	16.2%	18.6%	19.3%	资产总计	3087	3320	4195	4546
营业外收支	42	70	40	40	短期贷款	244	0	0	0
利润总额	227	335	435	544	应付款项	262	386	505	624
%营业收入	18.8%	20.5%	20.5%	20.9%	预收账款	35	49	64	78
所得税费用	26	37	48	60	应付职工薪酬	42	67	87	108
净利润	201	298	387	484	应交税费	17	26	34	43
归属于母公司所有者的净利润	147.3	230.9	306.6	386.2	其他流动负债	210	272	349	422
少数股东损益	54	67	80	98	流动负债合计	811	800	1039	1275
EPS (元/股)	0.23	0.37	0.49	0.61	长期借款	70	-330	-80	-450
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	288	179	256	350	其他非流动负债	99	99	99	99
取得投资收益	8	16	35	35	负债合计	983	569	1058	924
长期股权投资	0	-350	0	0	归属于母公司	1910	2489	2796	3182
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	194	261	342	439
固定资产投资	-105	-16	-21	-26	股东权益	2104	2750	3137	3622
其他	-20	0	0	0	负债及股东权益	3087	3320	4195	4546
投资活动现金流净额	-124	-350	14	9	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
股权融资	0	349	0	0	EPS	0.233	0.366	0.486	0.612
银行贷款增加 (减少)	124	-644	250	-370	BVPS	3.18	4.15	4.43	5.04
筹资成本	82	5	18	24	PE	57.07	36.41	27.41	21.76
其他	-160	0	0	0	PEG	1.51	0.96	0.72	0.57
筹资活动现金流净额	46	-290	268	-346	PB	4.18	3.21	3.01	2.64
现金净流量	209	-461	538	14	EV/EBITDA	34.13	25.71	17.80	13.55
					ROE	7.7%	9.3%	11.0%	12.1%

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	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沪深 300 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 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。