

新大陆

000997

审慎增持 (维持)

数字货币基建龙头，DCEP 有望重塑成长边界

2021 年 05 月 09 日

市场数据

市场数据日期 2021-05-07

收盘价(元)	14.44
总股本(百万股)	1032.06
流通股本(百万股)	1027.34
总市值(百万元)	15168.38
流通市值(百万元)	14834.72
净资产(百万元)	6087.08
总资产(百万元)	11361.95
每股净资产(元)	5.79

分析师:

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

吴鸣远

wumingyuan@xyzq.com.cn

S0190519080001

研究助理:

杨本鸿

yangbenhong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7063	8195	9480	10925
同比增长	14.3%	16.0%	15.7%	15.2%
归母净利润(百万元)	454	612	797	957
同比增长	-34.3%	34.7%	30.2%	20.1%
毛利率	33.5%	33.2%	33.6%	34.0%
净利率	6.4%	7.5%	8.4%	8.8%
净资产收益率(%)	7.4%	9.0%	10.5%	11.2%
每股收益(元)	0.44	0.59	0.77	0.93
每股经营现金流(元)	0.48	0.53	0.43	0.68

投资要点

- **近三十年产业积淀，渐成数字商业领军。**新大陆成立于 1994 年，经过近三十年发展，引领了中国支付行业数代的产品更替与升级，逐步构建起以数字商业为核心的产业版图，包括商户运营服务、物联网设备、行业信息化三大业务集群。其中，以第三方支付为核心的商户运营服务是公司的火车头业务，也是收入增长的主要驱动，2020 年实现收入 39.8 亿元，同比增长 26.5%，收入占比为 56.29%。
- **第三方支付行业景气向上，集中度提升。**2020 年第三方支付交易规模为 432 万亿元，其中银行卡收单占比约 30%。在银行卡发卡量增长、非现金交易占比提升、收单服务费率企稳的背景下，行业景气度有望持续提升。与此同时，随着央行对第三方支付的监管趋严，牌照只收不发，市场份额有望向行业龙头集中。新大陆拥有全国性银行卡收单业务牌照，2020 年收单规模突破 2.8 万亿元，同比增长 63%，充分受益于行业趋势。
- **软硬端建设皆有核心卡位，DCEP 有望重塑公司成长边界。**目前，DCEP 正加速试点，催生银行 IT 软件及硬件端、支付侧产业机会。新大陆目前是稀缺的大行总行级 DCEP 受理软件系统服务商，为近 30 家银行建造支付前置系统，适配数千家银行系统升级需求，并在潜在市场巨大 DCEP 硬件钱包领域进行了深入布局；同时，公司的全系列智能 POS 均已支持 DCEP 支付，实现线下消费环境与 DCEP 无缝连接。DCEP 的试点与普及有望带来公司新的成长机会。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 6.12、7.97、9.57 亿元，5 月 7 日收盘价对应的动态市盈率 PE 值分别为 24.3 倍、18.7 倍、15.6 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：1、DCEP 推进不及预期；2、智能产品研发及落地情况不及预期；3、宏观因素影响致使公司业绩不及预期；4、缴纳罚金罚款从而影响业绩预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、新大陆：数字商业版图渐丰，DCEP 有望重塑成长边界.....	- 3 -
1.1、近卅年积淀，新大陆数字商业产业版图渐丰.....	- 3 -
1.2、商户运营服务是公司业绩增长的火车头业务.....	- 4 -
1.3、DCEP 有望重塑新大陆商户运营服务成长边界.....	- 4 -
2、行业分析：老树开新花，新大陆受益于市场集中度提升.....	- 6 -
2.1、非现金支付市场规模巨大，有望量价双升.....	- 6 -
2.2、DCEP 加速试点，催生 IT 软硬件市场新需求.....	- 8 -
2.3、政策收紧抬升行业进入壁垒，龙头有望受益.....	- 13 -
3、公司研究：厚积薄发，三大业务互为犄角卡位 DCEP.....	- 15 -
3.1、商户运营服务：以支付为本，生态日益完善.....	- 15 -
3.2、物联网设备：电子支付、信息识别技术领先.....	- 18 -
3.3、行业信息化：场景资源丰富，开发经验充足.....	- 21 -
4、盈利预测与投资建议.....	- 23 -
5、风险提示.....	- 24 -
图 1、新大陆发展历程.....	- 3 -
图 2、新大陆业务框架.....	- 3 -
图 3、第四届数字中国建设峰会新大陆展区.....	- 5 -
图 4、第三方支付业务分类.....	- 6 -
图 5、96 费改收单各环节机构所得示意图（一般情况）.....	- 7 -
图 6、中国银行卡在用发卡量和渗透率.....	- 7 -
图 7、银行卡收单市场规模.....	- 8 -
图 8、银行 IT 软件系统迭代升级新需求.....	- 11 -
图 9、中国银行 DCEP 钱包界面.....	- 11 -
图 10、我国 DCEP 钱包硬件形态.....	- 12 -
图 11、支付终端及系统需升级以适配 DCEP.....	- 13 -
图 12、第三方支付细分业务牌照数量（个）及占总牌照数比例（%）.....	- 15 -
图 13、新大陆智能星 POS.....	- 16 -
图 14、新大陆支付服务业务总交易量.....	- 17 -
图 15、小微经营贷产品.....	- 18 -
图 16、金融科技业务累计服务用户数（万）、资管余额及不良率.....	- 18 -
图 17、公司人脸识别支付设备 FP0S F10.....	- 19 -
图 18、公司智慧社区产品形态.....	- 22 -
图 19、新大陆数字食安原理图.....	- 22 -
图 20、可比厂商 PE 估值情况（截止至 2021 年 5 月 7 日收盘）.....	- 24 -
表 1、公司分产品收入（亿元）.....	- 4 -
表 2、2019 年下半年以来 DCEP 相关政策.....	- 9 -
表 3、DCEP 重要试点情况汇总（更新至 2021 年 4 月 30 日）.....	- 10 -
表 4、六大行启动 DCEP 硬件钱包试点.....	- 12 -
表 5、第三方支付业务监管政策.....	- 14 -
表 6、商户运营服务集群产品表.....	- 16 -
表 7、物联网设备集群产品表.....	- 19 -
表 8、公司核心技术及应用场景.....	- 21 -
表 9、公司分业务收入预测.....	- 23 -
表 10、公司盈利预测结果（截止至 2021 年 5 月 7 日收盘）.....	- 24 -
附表.....	- 26 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

1、新大陆：数字商业版图渐丰，DCEP有望重塑成长边界

1.1、近卅年积淀，新大陆数字商业产业版图渐丰

新大陆数字技术股份有限公司，简称“新大陆”，成立于1994年4月20日，并于2000年8月7日在深交所挂牌上市。公司成立之初，主要从事银行卡系列机具制造销售和行业应用软件开发与服务。经过二十余年发展，公司引领了中国支付行业数代的产品更替与升级，并逐步构建起以数字商业为核心的产业版图。

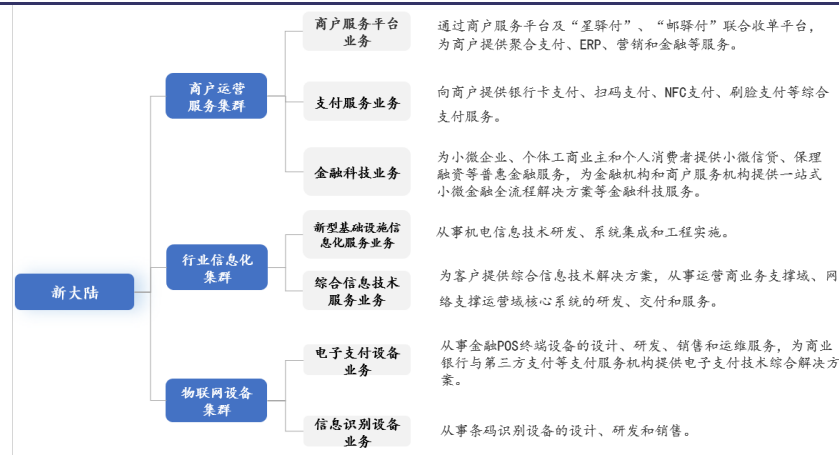
图 1、新大陆发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，公司围绕数字商业，共打造了三大业务集群，包括：商户运营服务、物联网设备、行业信息化。其中，以商业运营服务最为核心。

图 2、新大陆业务框架



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 商户运营服务：依托商业服务平台，为商户提供支付服务与金融科技服务，该业务集群主要的子公司包括福建国通星驿网络科技（100%控股）、福建新大陆支

付技术（100%控股）等；

2) 物联网设备：电子支付设备、信息识别设备的设计、研发、销售以及运维，该业务集群主要的子公司包括新大陆自动识别（100%控股）等；

3) 行业信息化：提供数字政务、工业大数据、农业物联网等综合解决方案，该业务集群主要的子公司包括福建新大陆软件工程（控股 80.45%）等。

1.2、商户运营服务是公司业绩增长的火车头业务

商户运营服务是公司的火车头业务，也是收入增长的主要来源。2020 年，公司支付运营及增值业务、电子支付及信息识读产品、行业应用软件开发及服务三大板块分别实现收入 39.8 亿、18.6 亿、11.7 亿元，同比变动 26.5%、-1.2%、7.5%。其中，支付运营及增值业务（可等同于商户运营服务）的收入占比为 56.29%，且是公司收入增长的主要来源。

表 1、公司分产品收入（亿元）

产品	2016	2017	2018	2019	2020
支付运营及增值服务	2.17	15.41	26.15	31.43	39.75
YOY		611.10%	69.75%	12.13%	26.50%
电子支付产品及信息识读产品	16.52	17.02	20.24	18.78	18.56
YOY	25.13%	3.06%	18.94%	-7.24%	-1.19%
行业应用与软件开发及服务	8.60	7.26	9.56	10.84	11.65
YOY	-15.87%	-15.57%	31.67%	13.33%	7.47%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第三方支付、数据增值业务、PaaS 平台服务构筑公司商户运营服务的三大引擎。其中，在支付服务方面，公司 2020 年支付服务业务总交易量超 2.8 万亿，同比增长 62.76%；在数据增值业务方面，公司已完成央行征信系统对接工作，助力累计管理资产余额上升至 38.10 亿元，同比增长 18.32%；在商户 PaaS 平台服务方面，公司服务的商户数量已超过 300 万家。

1.3、DCEP 有望重塑新大陆商户运营服务成长边界

目前，DCEP（数字人民币，全称为 Digital Currency Electronic Payment）正进入加速试点阶段，新大陆依托在商户运营服务领域的积淀，正积极布局、切入 DCEP 的银行 IT 软件端、银行 IT 硬件端、支付侧产业机会，有望深度受益，重新定义公司成长边界。

- 银行 IT 软件端：稀缺的大行总行级 DCEP 系统服务商

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

新大陆目前是稀缺的大行总行级 DCEP 系统服务商，为近 30 家银行建造支付前置系统，适配数千家银行系统升级需求。公司旗下北京亚大公司为国有六大行（包括中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、中国邮政储蓄银行、交通银行、中国银行）中的总行级 DCEP 受理系统软件服务商，2020 年承建了部分银行总行级 DCEP 受理系统，已在所有试点城市开展 DCEP 系统建设及场景建设，提供前、中、后台全方位服务体系（前台服务商户，中台服务各省分行及商业银行，后台服务总行）。公司配合运营机构实现支付机构及其他商业银行等 2.5 层机构接入，助力 DCEP 的正式分发与推广。当前，新大陆已为全国近 30 家银行建设了支付前置系统，可通过改造升级实现 DCEP 受理，并通过场景平台进一步支持场景建设。

● 银行 IT 硬件端：积极探索 DCEP 硬件钱包等新蓝海机会

DCEP 硬件钱包有望成为新蓝海市场，可能成为支付系统的重要配套。公司依托深厚的产业积累，积极探索 DCEP 硬件钱包等新机会，主动把握新型支付方式出现对国内支付受理环境设备产生的全面升级需求；同时根据双离线等新标准模式，以及 DCEP 的具体应用场景拟推出更多定制化产品。

● 支付侧：全系列智能 POS 支持 DCEP 支付

目前，新大陆的全系列智能 POS 均已支持 DCEP 支付，实现线下消费环境与 DCEP 无缝连接，适用于零售、便利、餐饮、商超等小额高频支付场景。新大陆数字支付实验室研发的 POS 积极参与深圳 DCEP 试点活动，区别于传统的 POS 机，智能 POS 系列产品支持各类二维码高速识读，以此来实现 DCEP 扫码场景。在第四届数字中国建设峰会上，公司展示了为中国银行、邮储银行等提供的 DCEP 专用设备。

图 3、第四届数字中国建设峰会新大陆展区



资料来源：新大陆官微，兴业证券经济与金融研究院整理

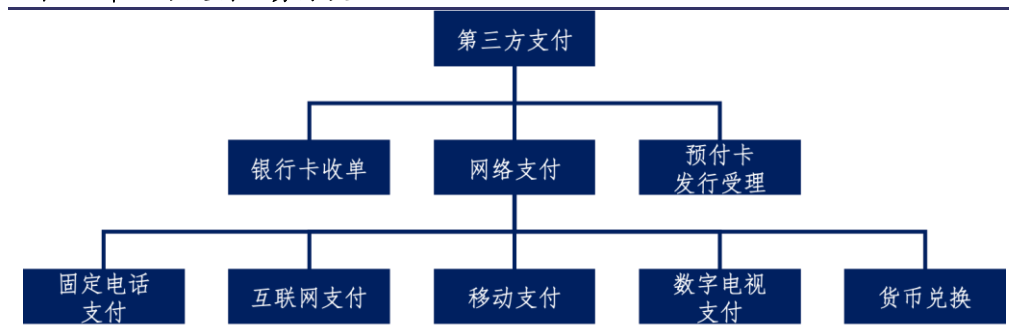
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2、行业分析：老树开新花，新大陆受益于市场集中度提升

2.1、非现金支付市场规模巨大，有望量价双升

新大陆的商户运营服务以第三方支付业务为底座，特别是在银行卡收单领域，具有较强的资源禀赋，其全资子公司国通星驿拥有全国性银行卡收单业务牌照。第三方支付是指第三方支付机构在付款人与收款人之间提供的银行卡收单、网络支付、预付卡的发行与受理及中国央行确定的其他货币资金转移服务，其细分市场包括银行卡收单、网络支付（联网支付与移动支付）、预付卡发行与受理。据艾瑞咨询预测，2020年第三方支付交易规模为432万亿元，移动支付、银行卡收单、互联网支付三大细分市场的交易规模占比分别为63.4%、27.0%、9.6%；其中，银行卡收单市场规模占第三方支付市场规模比例近三成。

图 4、第三方支付业务分类



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

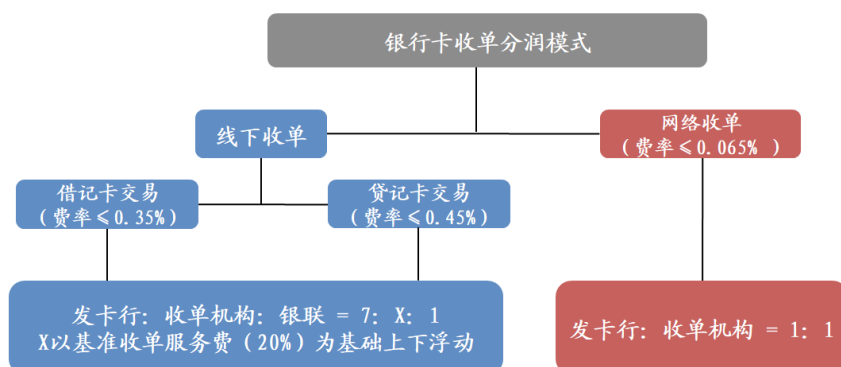
银行卡收单指通过销售点（POS）终端等为银行卡特约商户代收货币资金的行为。银行卡收单产业链主要包括：

- 1) **上游**：银行或第三方机构等发卡机构，负责向消费者提供各种银行卡，并提供服务收取手续费；
- 2) **中游**：银行或第三方机构（新大陆等）等收单机构，负责商户的开拓与管理、授权与请求、账单结算等，收入来源于特约商户交易手续费的分成及服务费，另外转接机构（银联、网联清算等）负责收单机构和发卡机构的数据转接和联通；
- 3) **下游**：商户，是与收单机构签有商户协议，受理银行卡的零售商、个人、公司或其他组织。

银行卡收单遵循“721”分润模式，“96 费改”完善手续费定价机制。2013 年 1 月，国家发改委发文，规定手续费分配一般遵循 7:X:1 的分润比例（其中 7 成归发卡行所有，X 成归收单方所有，1 成归银联所有），其中 X 成由收单机构根据行业指导价格与商户协议约定，以基准收单服务费（一般为刷卡手续费的 20%）为

基础上下浮动。2016年9月6日，国家发改委、中国人民银行联合颁布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，刷卡手续费借贷分离并执行统一费率，同时降低发卡银行和清算机构的政府指导价格，第三方支付公司实行市场调节价。具体而言，发卡机构的服务费费率水平降低至借记卡交易不超过交易金额的0.35%，贷记卡交易不超过0.45%；网络服务费费率（银联所得）水平降低为不超过交易金额的0.065%，且单笔交易的收费金额不超过6.5元，由发卡、收单机构各承担50%。

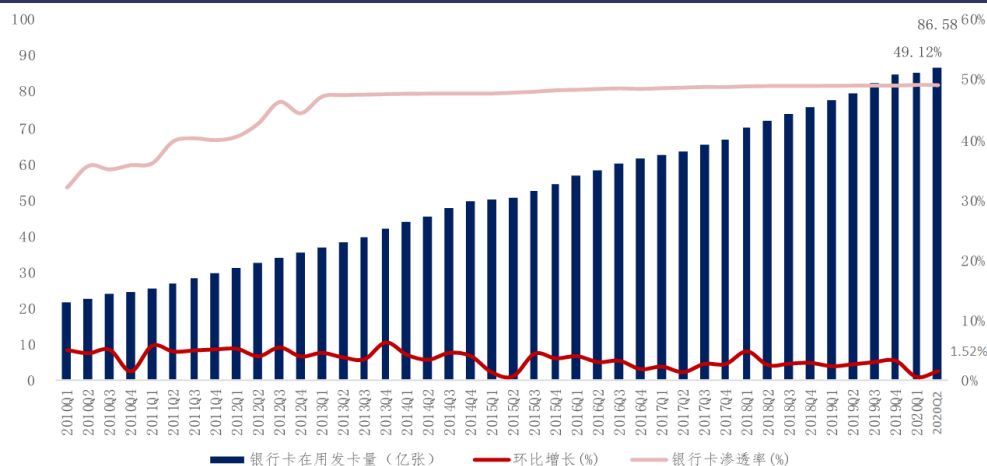
图 5、96 费改收单各环节机构所得示意图（一般情况）



资料来源：移动支付网，兴业证券经济与金融研究院整理

银行卡发卡量增长、非现金交易占比提升带来银行卡收单交易规模持续扩张。根据艾瑞咨询统计，2022年银行卡收单交易规模有望达147万亿元，2016~2022年复合增速达18%，收单交易规模保持较快增长。其中，银行卡发卡量增长是交易规模增长的重要驱动因素，近五年我国银行卡发卡量持续增长，环比增速约3%。

图 6、中国银行卡在用发卡量和渗透率



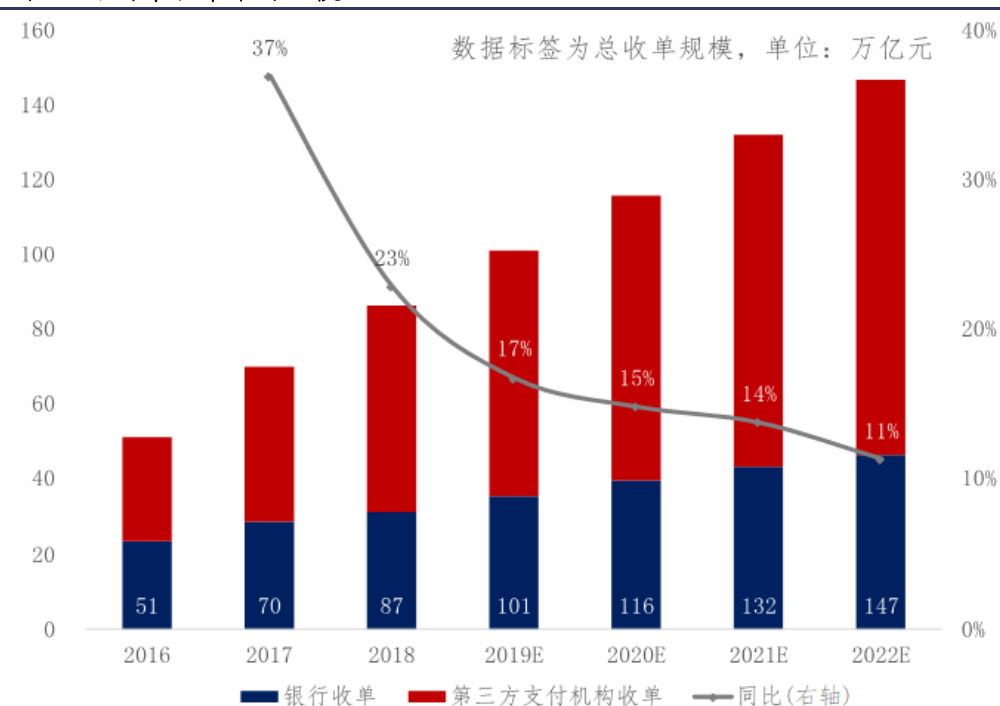
资料来源：中国支付清算协会，兴业证券经济与金融研究院整理

收单服务费率企稳，有望改善收单市场盈利能力。收单交易规模、收单服务费率是决定收单市场收入规模的核心要素。在收单服务费率方面，自2019年初国家严厉打击“0费率”、低费率的市场恶性竞争现象以来，收单费率趋于稳定。随着收单市场交易规模持续增长、以及收单服务费率企稳，收单市场有望迎来量价双升，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

不断改善行业的盈利能力。与此同时，第三方支付机构作为收单市场的重要参与主体，其份额不断提升，将享受更多的市场红利。

图 7、银行卡收单市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中国支付清算协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、DCEP 加速试点，催生 IT 软硬件市场新需求

目前，DCEP 正加速试点，有望对包括第三方支付在内的商户运营服务带来新的市场机会。我国于 2014 年开始推进 DCEP 研究，2017 年成立数字人民币研究所，2020 年 2 月确立币种形态。2020 年 10 月，央行开展 DCEP 首轮试点；2021 年 2 月，开始探索 DCEP 跨境应用，DCEP 正按照央行计划有序推进。

表 2、2019 年下半年以来 DCEP 相关政策

时间	相关政策信息
2019/7/8	央行研究局局长王信透露，国务院已正式批准央行 DCEP 的研发。
2019/8/10	DCEP 研究所所长穆长春首度公布央行数字货将采用“双层运营体系”。
2019/9/24	央行行长易纲表示，DCEP 研究取得了积极进展，不过目前没有时间表。
2019/10/10	央行发布 2020 年度招聘公告，央行 DCEP 研究所欲招聘 6 人，主要为密码学、计算机、微电子、计量经济、支付清算等领域的硕、博士，该招聘计划在 2019 年时为 4 人。
2019/11/28	央行副行长范一飞表示，DCEP 已基本完成顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作，下一步将合理选择试点验证地区、场景和服务范围，稳妥推进数字化形态法定货币出台应用。
2020/1/13	央行召开 2020 年工作会议，强调要继续推进 DCEP 研发。
2020/2/24	央行发布《金融分布式账本技术安全规范》，规定了金融分布式账本技术安全体系。
2020/4/3	央行 2020 年全国货币金银和安全保卫工作电视电话会议要求，要坚定不移推进法定 DCEP 研发工作。
2020/4/17	央行 DCEP 研究所相关负责人表示，DCEP 将先行在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来的冬奥场景进行内部封闭试点测试。
2020/8/12	商务部发布《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》，提出“在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展 DCEP 试点，先由深圳、成都、苏州、雄安新区等 28 个城市及未来冬奥场景相关部门协助推进，后续视情扩大到其他地区。”
2020/10/24	央行发布关于《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见的通知。《征求意见稿》规定，人民币包括实物形式和数字形式，为发行 DCEP 提供法律依据。
2020/12/11	央行、银保监会、证监会、外汇局等部门联合发布《全球法人识别编码应用实施路线图（2020-2022 年）》，在 DCEP 跨境业务场景提出 LEI 应用规则。
2021/1/6	2021 年中国央行工作会议召开，会议要求，稳妥开展 DCEP 试点测试。
2021/4/28	央行 DCEP 研究所所长穆长春表示，DCEP 将接纳更多私营企业作为其生态成员。

资料来源：政府官网，央行官微，兴业证券经济与金融研究院整理

DCEP 将在 28 个省市深化试点，2020 年以来进入密集试点期。2020 年 8 月，商务部发文表示将在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的 28 个试点地区开展 DCEP 试点。目前，DCEP 已在深圳、苏州、上海、北京、成都等地开展多轮红包试点，覆盖生活缴费、餐饮购物、交通出行、智慧养老、政务服务等多个领域等领域，未来有望全面渗透生活全场景。

表 3、DCEP 重要试点情况汇总（更新至 2021 年 4 月 30 日）

时间	试点地区	推行情况
2020/4/30	上海市	首笔 DCEP 在虹口养老场景完成首单支付，标志着 DCEP 在虹口区养老服务领域的使用正式启动
2020/4/28	京东	京东表示已与央行就 DCEP 试点达成合作，曾在 1 月份用电子货币支付部分员工工资，也使用 DCEP 支付给其他企业。
2020/4/16	苏州市相城区	苏州市相城区要求各区级机关、事业单位和直属企业员工在 4 月份安装央行 DCEP 数字钱包，5 月将其工资中的交通补贴的 50% 通过央行 DCEP 的形式发放。
2020/4/22	雄安新区	雄安新区召开了法定 DCEP（DCEP）试点推介会。
2020/7/8	滴滴出行	中国央行 DCEP 研究所与滴滴出行正式达成战略合作协议，共同研究探索 DCEP 在智慧出行领域的场景创新和应用。
2020/10/16	中石化	中国石化广东石油分公司在深圳 11 座加油站试点上线 DCEP 支付应用
2020/10/18	深圳罗湖区	深圳罗湖 DCEP 红包测试收官。
2020/10/30	华为	Mate 40 成为全球首款支持 DCEP 硬件钱包的智能手机。
2020/12/23	众安保险	伴随着一位消费者于 12 月 15 日在众安保险 APP 购买的尊享 e 生 2020 版成功出单，全国范围内首张 DCEP 保单出炉。
2020/12/27	苏州	苏州 DCEP 红包测试收官。
2020/12/29	北京	北京市首个央行 DCEP 应用场景在丰台丽泽落地。
2021/1/11	农业银行	农行推出 ATM 机的 DCEP 存取现功能。
2021/1/21	中国银行	支持通过 DCEP 在线购买北京地铁票业务。
2021/2/7	北京	北京启动“数字王府井 冰雪购物节” DCEP 试点活动。
2021/2/15	网商银行、微众银行	DCEP APP 内，在选择要添加钱包的运营机构中，除六大行外，网商银行和微众银行已经位列其中。
2021/2/24	成都	成都在 2 月 24 日正式推出“DCEP”红包。
2021/3/19	雄安	中国银行、中国电信和国家电网率先在雄安新区将 DCEP 硬钱包应用于新能源汽车充电场景。

资料来源：新浪财经，政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

从具体的市场需求来看，DCEP 有望对银行 IT 软件端、银行硬件设备端、以及支付侧带来增量需求。

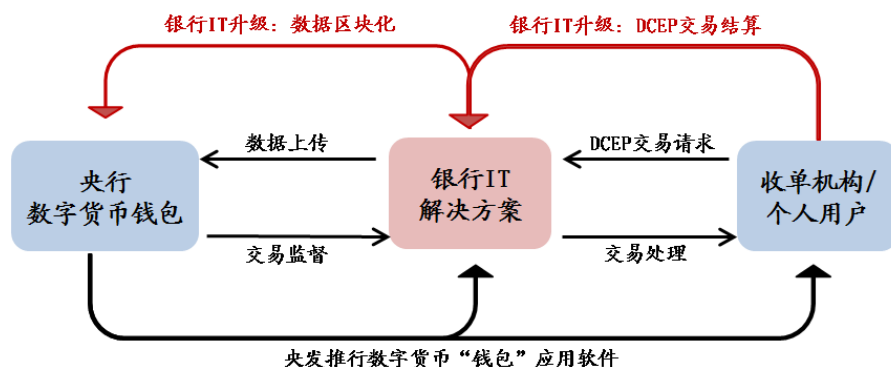
1) 银行 IT 软件端：DCEP 对当前银行的账户系统、核心系统等带来新的挑战，因此催生新的软件系统迭代需求。商业银行从原先以纸钞为主、数字系统为辅（以记账作用为主）的 M0 系统，转变为交易全程数字化：面对用户端需进行 DCEP

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 10 -

交易请求接收，面向央行端需进行数据编码与区块链格式转码，并接收央行的交易监督，及时向用户端进行交易结果反馈。因此，原有的银行 IT 系统将需要升级至以适配 DCEP 及以数字化交易为核心的新系统，以适用于全新的 DCEP 时代。

图 8、银行 IT 软件系统存迭代升级新需求



资料来源：赛迪顾问，兴业证券经济与金融研究院整理

六大行 DCEP 钱包全面上线，已开始面向公众开展测试。DCEP 钱包具备收付款、转账、还款等基本功能，可以使用二维码扫一扫、靠近对方手机或收款机器“碰一碰”付款。六大行 DCEP 子钱包推送范围不断扩大，农行、建行的子钱包支持 4 个应用，其余大行支持 5 个应用。目前，六大行 APP 内 DCEP 个人钱包已开始面向公众开展广泛测试，子钱包使用范围不断扩张，已接入滴滴出行、哔哩哔哩、京东 App、善融商务等多个 APP。

图 9、中国银行 DCEP 钱包界面



资料来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 11 -

2) 银行 IT 硬件端：硬件钱包市场潜力巨大，六大行产品纷纷亮相。硬件钱包即“DCEP 芯片卡”，包括可视蓝牙 IC 卡、IC 卡、手机 eSE 卡、手机 SD 卡、手机 SIM 卡等 5 种形态，可辅助进行数字法币兑回、圈存、交易、查询等功能，是满足 DCEP 双离线支付技术不可或缺的一环。随着 DCEP 全面推广，预计硬件钱包在消费者端具备 9 亿人次持卡需求，商户端具备 9000 万户刚性配置需求。假设消费者端硬件钱包价格在 100 元/个，则推算硬件钱包远期市场空间在千亿量级。

表 4、六大行启动 DCEP 硬件钱包试点

时间	试点银行	推行情况
2021/1/5	邮储银行	邮储银行在上海交通大学医学院附属同仁医院员工食堂测试了“可视卡”形态的硬件钱包，首次曝光 DCEP 的“卡片”形态。
2021/2/5	工商银行	工商银行 DCEP 可视卡在湖南和顺石油滨水加油站亮相，成为第二个公开亮相的银行 DCEP 可视卡。
2021/2/8	农业银行	“铜钱”形态的 DCEP 硬件钱包在雄安亮相，在外观设计上迎合新年主题，前后膜红底金图，印制“雄安”字样和牛年生肖图案，正面有屏幕，支持两个硬件钱包碰一碰双离线支付。
2021/2/14	邮储银行	邮储银行推出了叠加“健康宝”功能的 DCEP 可视卡和指纹卡硬件钱包。除了 DCEP 消费之外，用户持该产品在健康宝设备上一贴，即可完成健康宝状态查询和登记。
2021/2/14	中国银行	推出搭载北京健康码查询功能的可视卡，与中国联通合作推出冬奥会场景的滑雪手套、冬奥特色徽章、智能手表等形态硬件钱包。
2021/2/14	工商银行	工行在北京 DCEP 试点活动中推出了多种多样的硬件钱包，包括可视卡、手表手环、充电宝、老年拐杖、报时器、老年警报器等。

资料来源：零壹财经，新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

以可视蓝牙卡为例，其在智能卡上有屏幕显示交易额、余额等信息，通过蓝牙等方式与智能手机进行交互，可以配合手机 App 进行查询和账户信息同步。2021 年 1 月以来，六大行全面启动硬件钱包试点，包括可视卡、指纹卡、可穿戴在内的多形态产品纷纷亮相。

图 10、我国 DCEP 钱包硬件形态

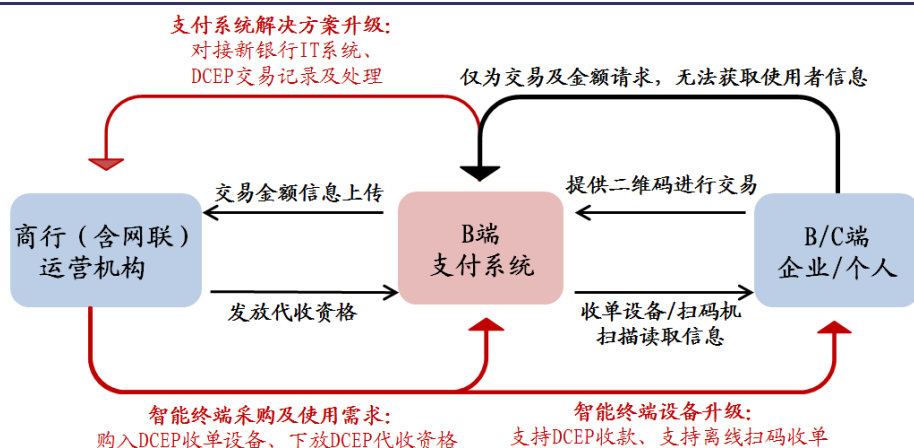


资料来源：零壹财经，新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3) 支付侧: 支付终端具备升级需求, 以适配 DCEP 应用及双离线支付。DCEP 的使用没有改变支付扫码形式, 但新增了终端设备的新应用软件兼容需求。一方面, 扫码设备 (如扫码枪、扫码机具) 需要新增对 DCEP 及央行可能推行的 DCEP 应用程序 (例如央行“钱包”) 的兼容及适配。另一方面, 相比于当前市面扫码设备必须联网, 新的支付终端需要支持双离线支付模式。目前除了银联外, 商行等银行机构的 POS 机具以招标及采购为主。因此, 支付终端设备的新需求将首要利好智能收单设备龙头厂商。

图 11、支付终端及系统需升级以适配 DCEP



资料来源: 赛迪顾问, 兴业证券经济与金融研究院整理

智能支付终端存在刚性替换需求, 预计智能 POS 替换空间达百亿元。DCEP 作为法币, 商户必须具备支付接收功能, 而传统支付终端无法承载数字法币交易, 因此智能支付终端成为未来商户刚需设备。假设我国当前联网机具数量达 6000 万台, 智能 POS 渗透率为 40%, 则仍有 3600 万台非智能的传统 POS 设备需要进行全面替换。假设每台智能 POS 设备平均单价为 700 元, 则推算智能 POS 替换空间高达 252 亿元。

2.3、政策收紧抬升行业进入壁垒, 龙头有望受益

以新大陆为代表的第三方支付龙头公司未来有望享受行业优势地位带来的更好发展机会。一方面, 有更好的市场和研发资源禀赋, 以抓住包括 DCEP 在内的新市场需求; 另一方面, 传统的第三方支付行业市场集中度不断提升, 龙头公司将分享更多的市场份额。

第三方支付监管趋严, 龙头厂商深度受益。2016 年起, 央行对第三方支付行业的监管总体体现了“从宽到严”的要求, 第三方支付行业参与者数量经历了先升后降的过程。随着监管趋严, 行业的市场集中度不断提升, 市场份额呈现出逐渐向龙头厂商集中的趋势。

表 5、第三方支付业务监管政策

时间	部门	政策名称	主要内容
2021	央行	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	规范了备付金集中交存后的客户备付金集中存管业务，明确了央行及其分支机构、清算机构、备付金银行相应备付金管理职责
	央行	《中国人民银行公告〔2020〕第 18 号》	非银行支付机构应充分考虑非现金支付与现金支付的兼容性，不得通过各种形式宣传无现金支付或歧视现金支付概念。
	央行	《非银行支付机构行业保障基金管理办法（征求意见稿）》	规定三种可以使用保障基金用于兑付客户备付金的情形
2020	中国支付清算协会	《收单外包服务机构备案管理办法（试行）》	明确了外包机构的定义、外包服务机构备案工作流程、外包服务机构申请备案的时限要求，设定了外包服务机构申请备案的基本条件、协会取消外包服务机构备案的情形
	央行	《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知（征求意见稿）》	从银行卡受理终端、条码支付受理终端、创新支付受理终端等方面对支付受理终端管理提出要求；细化并强调特约商户实名制管理要求，明确面对面、同步视频等商户信息核验方式和特约商户巡检要求；从交易信息的真实性与完整性、终端位置监测、收单机构及清算机构的交易监测责任、特约商户资金结算监测等方面对收单业务监测提出管理要求
2019	银联业管委	《关于就部分规范问题开展全面自查整改的通知》	要求收单机构全面排查梳理自身或合作外包机构的业务情况，坚决打击一机多商户、为非法商户提供支付服务、套用低费率价格、移机等问题。
	中国支付清算协会	《关于发布 2019 年支付结算违法违规行为重点举报事项的公告》	确定了 2019 年支付结算违法违规行作为重点举报事项，包括为赌博等非法交易提供支付结算服务行为、扰乱支付市场秩序、侵害消费者合法权益等。
	央行	《中国央行关于进一步加强支付结算管理防范电信网络新型违法犯罪有关事项的通知》	对加强账户实名制管理、加强转账管理、加强银行卡业务管理、强化可疑交易监测等方面进行了规定。
2018	央行	《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》	要求支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，规定可以保留的账户除外。
	央行	《支付机构客户备付金集中存管账户试开办资金结算业务的通知》	在支付机构和银行积极接入网联平台的基础上，备付金集中存管账户以后将直接在央行有关部门开立，专项用于所有支付业务资金清算。
	央行	《关于对非银行支付机构发起涉及银行账户的支付业务需求进行调研相关文件的通知》	要求支付机构和银行应积极接入网联平台。
2017	全国金融工作会议	-	防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置；所有金融业务都要纳入监管，及时有效识别和化解风险，整治金融乱象。
2016	国务院	《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》	推进农村支付环境建设。鼓励银行机构和非银行支付机构面向农村地区提供安全、可靠的网上支付、手机支付等服务，拓展银行卡助农取款服务广度和深度。

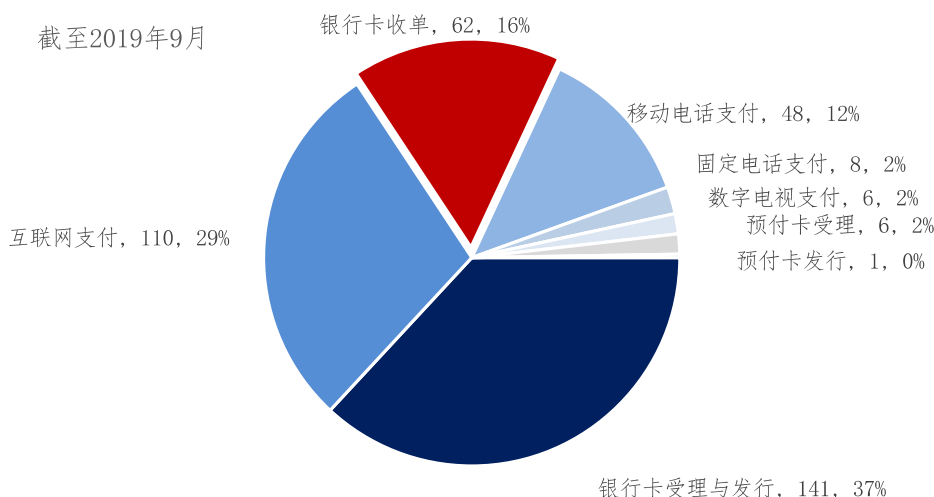
资料来源：各政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

第三方支付牌照只收不放，牌照价值逐步显现。央行颁发牌照许可后第三方支付机构才能开展银行卡收单业务，2011-2015 年期间，央行共发放包括支付宝、拉卡拉、快钱等在内的 271 张第三方支付牌照；2015 年后对非银行机构未再批复支付业务许可证，并在 2015 年 8 月份，央行注销了 3 张支付牌照，结束了第三方支付牌照“只发不撤”的历史。2016 年 8 月，据央行官网消息，央行对 27 家非银行支付机构《支付业务许可证》续展申请作出决定，将坚持“总量控制”原则，“一段时期内原则上不再批设新机构”，并注销长期未实质开展支付业务的支付机构牌照。目前，具有银行卡收单业务的机构为 62 家，其中，仅有 31 家具备全国银行卡收单权限。

图 12、第三方支付细分业务牌照数量（个）及占总牌照数比例（%）



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

3、公司研究：厚积薄发，三大业务互为犄角卡位 DCEP

3.1、商户运营服务：以支付为本，生态日益完善

新大陆的商户运营服务业务是 DCEP 最为直接和重要的应用场景。该业务以支付服务为基础，逐渐延伸出商户服务平台、金融科技业务，生态日益完善。从目前的业务结构来看，商户服务平台旨在搭建多方位的 SaaS 服务生态平台，而支付服务、金融科技的目标是提供通用类的 SaaS 业务。

表 6、商户运营服务集群产品表

业务	相关产品	产品介绍
商户服务平台	商户服务平台及“星驿付”、“邮驿付”联合收单平台	为商户提供聚合支付、ERP、营销和金融等服务，帮助中小微客户提升效率
支付服务	“星驿付”、“星通宝”、“陆POS”、“小陆”、“星支付”、“星驿伙伴”、“邮驿付”、“邮政便民服务站”	推出针对各类商户、企业和合作伙伴的专业化解决方案
金融科技	综合消费贷、小微经营贷、网商微贷	依托新大陆在商户服务方面的技术、数据，专注为小微企业、个体工商户、个私业主等提供应收账款融资服务

资料来源：公司年报，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 商户服务平台：星 POS 平台加速研发，全面赋能百万家商户。

新大陆研发的智能星 POS 具有全聚合支付、消费分期、会员营销、聚合外卖、电子发票等优势。智能星 POS 汇集了聚合外卖、电子发票、会员管理、朋友圈广告等丰富的增值服务以及商户贷款、消费分期等安全便捷的金融服务。智能星 POS 可一键接入二维码、银行卡及钱包等全支付方式，支持消费者或商户承担手续费两种两种分期方式，可开展满减、随机减、优惠券、积分、开卡、充值返赠等营销活动，实现与美团、饿了么、百度等外卖平台的无缝对接，可开具电子发票，助力商家实现收银便利、提升客户转化率、精准营销、降低成本等目标。

“星 POS”平台加速研发与合作，全面赋能百万家商户。公司将持续完善商户一站式服务平台“星 POS”的建设与升级工作，SaaS 业务持续高速发展。商户服务平台方面，截止至 2020 年底，公司已与超过 209 家的 SaaS 合作伙伴、620 家 ISV 合作伙伴以及 1813 家渠道合作伙伴展开全面合作。截至 2020 年 12 月，公司 PaaS 平台服务商户数量超 300 万家，同比增长 76.5%，渗透零售、餐饮、便民等众多行业领域。

图 13、新大陆智能星 POS



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

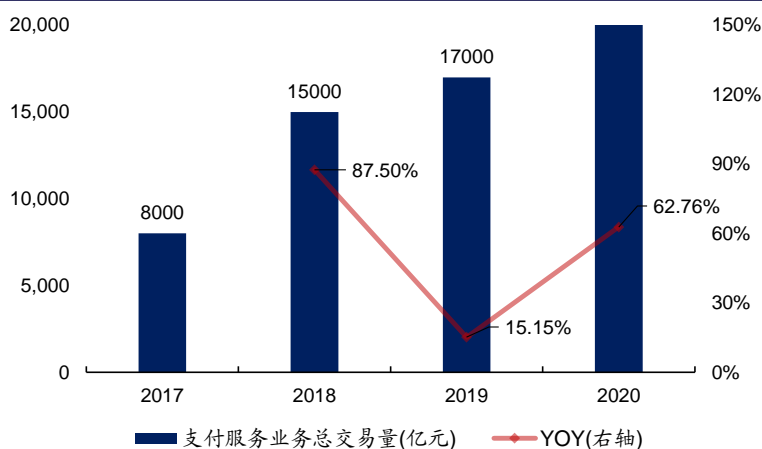
2) 支付服务业务：核心支付业务商户数、交易量齐升

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

全资子公司国通星驿负责布局支付服务。国通星驿是拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构，主营业务为向商户提供银行卡支付、扫码支付、NFC 支付、刷脸支付等综合支付服务，围绕“星驿付”等子品牌推出针对各类商户、企业和合作伙伴的专业化解决方案。

核心支付业务商户数、交易量齐升。随着公司对商户服务维度与黏性的不断提升，支付服务业务进入良性的发展状态，公司在零售、餐饮、娱乐、交通、物流等垂直领域继续深化布局。截止 2020 年 12 月，支付服务业务总交易量超 2.8 万亿元，同比增加 62.76%。

图 14、新大陆支付服务业务总交易量



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 金融科技业务：服务客户、资管余额规模持续增长

依托商户领域优势，布局金融科技业务。新大陆旗下的网商小贷、网商代理等子公司以金融科技和大数据分析为核心工具，以小微金融为主要方向，基于商户服务平台的客群及数据资源优势，为小微企业、个体工商业主和个人消费者提供小微信贷、保理融资等普惠金融服务，为金融机构和商户服务机构提供一站式小微金融全流程解决方案等金融科技服务。

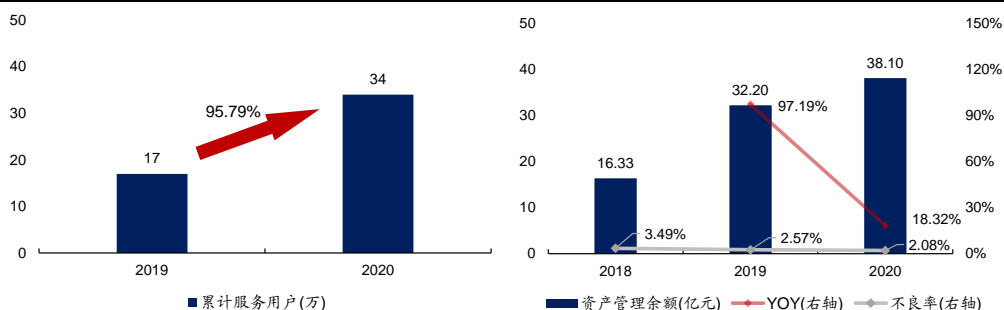
图 15、小微经营贷产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司金融科技服务客户、资管余额规模持续增长。截至 2020 年 12 月，公司金融科技业务累计服务用户超 34 万户，较 2019 年底增长 95.79%；全年发放贷款 60.59 亿元，同比增长 14.55%；累计管理资产余额 38.10 亿元，同比增加 18.32%；不良率 2.08%，风控能力较强。

图 16、金融科技业务累计服务用户数（万）、资管余额及不良率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、物联网设备：电子支付、信息识别技术领先

新大陆在物联网设备领域技术领先，研发能力较强，有望为 DCEP 提供强有力的技术和设备的平台赋能。公司的物联网设备业务依靠自主创新持续完善物联网产业链，主要包括电子支付设备、信息识别设备业务。在电子支付设备上，推出了人脸识别支付设备 FPOS F10、新一代“掌中宝”全卡电签 POS 终端 ME52，为各类线下支付场景和零售创新提供更全面、贴身的解决方案；另外在信息识别业务上，推出全新固定式工业条码扫描器 NLS-Soldier100、桌面式条码扫描器 NLS-FR80、固定式条码扫描器 NLS-FM80，夯实码识读产业领军者地位。

表 7、物联网设备集群产品表

业务	相关产品	
电子支付设备业务	智慧收银	人脸识别支付 FPOS F10、FPOS F7
		智慧零售收银 CPOS X5、CPOS X1
	智能终端	N910 Pro、N910、N920、N700、N850
	专业金融 POS	ME52、SP620
	扫码终端	ME50C、ME55、ME66、ME68S
	丰富外设	ME51、SP100、VB75、VB80
信息识别设备业务	便携式数据采集器	NLS-MT30、N7e-P 等
	手持式条码扫描器	NLS-HR22-BT、NLS-HR22 等
	固定式条码扫描器	NLS-FM80、NLS-FR80 等
	工业智能	NLS-SOLDIER100 等
	条码识读引擎	NLS-EM2、NLS-N1 等
	信息终端	NLS-NQuire200

资料来源：公司年报，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 电子支付设备业务：核心智能终端先后入围大行。

公司发布全新人脸识别设备 FPOS F10。2020 年 9 月，公司发布全新人脸识别支付设备 FPOS F10，既可独立使用，也可搭配智能安卓 POS、多功能密码键盘等设备使用，能够广泛应用于零售、医疗、餐饮、自助售货机、银行柜面业务办理及政府职能政务办理等场景，打造多元化支付场景，有效解决不同场景支付痛点。同时 FPOS F10 拥有优越性能，支持多种方式灵活组网，保证稳定在线，并结合活体检测功能，有效防范二维假体攻击。

图 17、公司人脸识别支付设备 FPOS F10



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

电子支付设备种类多样化，核心智能终端先后入围大行。目前，公司已陆续推出人脸识别支付终端、智能收银机和云音箱等多款新品，在 2020 年宏观因素导致需求短期下降以及下游客户拓展计划延迟的情况下，公司凭借技术和产品优势，先后入围多家大型银行客户的设备供应商名单，全年智能 POS、智能收银机、标准 POS、新型扫码 POS 等产品合计销量超过 880 万台。

2) 信息识别业务：不断夯实码识读产业领军者地位。

公司不断夯实码识读产业领军者地位。2020 年公司识读设备出货量同比增长 11%，针对工业行业，公司着力打造工业级精品，完成对电子制造、新能源、家电等大型制造业重点客户的覆盖，实现大量工业生产线上条码识别产品的国产化替代；针对医疗行业，公司成功中标多地市医疗相关单位项目，提供识读终端、追溯设备、护理 PDA 等医疗专用配套设备，并基于电子健康码、电子身份信息码推出流动人员防疫、核算检测管理、疫苗追溯等疫情防控解决方案，取得较好的市场化成果。

NVH/NVF 工业级产品打开中高端市场，业务辐射多领域大型企业。公司先后推出多款 NVH/NVF 工业级系列产品，顺利打开了中高端工业级市场，除已经形成先发优势的电子产品、集成电路制造业外，目前已拓展至新能源、医疗器械、汽车制造、地理信息、煤炭特种作业、金属加工、工装治具等行业，为多家全球 500 强、行业头部客户提供产品与服务。

医疗自动识别设备业内领先，覆盖医疗应用各环节场景。作为国内首家拥有医疗全系列产品的自动识别设备厂商，产品能力覆盖急救救护、入院手续办理、样本采集、输液管理应用、临床护理、药品拣选、出院结算等环节；同时，公司提供的医疗专用型号设备采用了抗菌材料，有效地保护医护操作人员，降低交叉感染的概率。

自研技术持续赋能，助力公司丰富 AIoT 矩阵。公司自主研发的人脸识别受理终端与人脸活体检测算法相继通过国家金融 IC 卡安全检测中心-银行卡检测中心终端安全（支持活体检测）和活体检测（增强级）认证，使得公司成为我国唯一拥有自主研发人脸识别算法的支付硬件供应商，充分发挥科研储备与垂直行业的交叉优势，进一步增强了公司 AIoT 产品力。

表 8、公司核心技术及应用场景

核心技术	技术应用
人脸识别、电子支付应用技术	电子支付设备业务：智慧收银、智能终端、专业金融 POS、扫码终端等
条码识别	信息识别设备业务：二维码（条码）通用解码芯片、可信数字身份安全解码芯片等
智能终端设计	信息识别设备业务：数据识读引擎、扫码枪、PDA、嵌入式扫描器、桌面式扫描器、专业智能平板以及嵌入式人工智能技术、设备管理软件系统等

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、行业信息化：场景资源丰富，开发经验充足

新大陆通过行业信息化业务积累了丰富的场景资源，包括电信运营商支撑业务、智慧社区、智慧农业等，可为 DCEP 提供优质的落地土壤。

1) 以电信运营商支撑业务为核心，布局移动互联网行业应用。

在电信运营商支撑业务领域，公司的综合业务自动化探测系统作为运营商 BOSS 系统运维保障的一部分，站在用户的使用角度出发，从端到端对各个平台子系统进行自动化的业务测试，从而获得各子系统相关业务的可用性、响应性能数据。公司已成功中标江苏移动投诉处理支撑服务框架项目、智慧服务运营平台研发项目、福建移动大数据对外变现应用支撑开发服务项目等，并成功入围 2020 中国铁塔 IT 服务项目，提供铁塔经营分析系统、资源管理系统等产品及测试服务。

2) 基于大数据建设智慧社区，具备多维产品价值。

基于运营商人口数据，公司充分利用移动互联网信息技术的集成应用，集合社区的泛感知设备、智能安防设备、智能信报箱、智能一卡通等物联网数据，形成基于信息化、智能化社会管理与服务的一种新的管理形态的社区。智慧社区具备动态掌握信息、提升政务效率、提升行业规范等多维价值。

图 18、公司智慧社区产品形态

基于运营商人口数据，充分利用移动互联网信息技术的集成应用，集合社区中的泛感知设备、智能安防设备、智能信报箱、智能一卡通等物联网数据，形成基于信息化、智能化社会管理与服务的一种新的管理形态的社区。



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 技术赋能，加速农业向信息化转型。

新大陆着眼农产品贸易，进行互联网赋能。根据公司 2020 年报披露，截止 2020 年 12 月，公司在广东省已完成申报认定 21525 个益农信息社，实现便民服务 1497 万人次，实现电子商务累计成交额 8.36 亿元。同时，依托底层大数据、AI、区块链能力，食安领域发布主体追溯系统。公司持续积极打造农产品全流程溯源，开发了城市农产品溯源平台“数字食安”城市平台，目前，公司已在杭州和扬州完成落地试点工作，其中，在杭州落地超过 150 个市场，扬州落地 10 个市场，合计覆盖超过 2 万个农产品贸易行业各类经营主体。

图 19、新大陆数字食安原理图



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与投资建议

我们对公司三大主营业务收入情况进行如下预测：1) 商户运营及增值服务收入：2020 年以来，公司支付商户拓展情况亮眼，商户规模、收单交易量持续高速增长；叠加公司星 POS 平台加速赋能商户，增值业务空间广阔，预计公司 2021 年至 2023 年该业务收入增速为 24.0%、21.0%、20.5%。2) 电子支付产品及信息识读产品收入：随着央行 DCEP 进入密集试点元年，未来 2-3 年有望全面推广，公司智能 POS 设备具备刚性替换需求，或在 2022 年底达到替换高潮，因此预计 2021 年至 2023 年该业务收入增速有望达 6.0%、10.0%、8.0%。3) 行业应用与软件开发及服务收入：未来公司将继续赋能农业加速向信息化转型，平台覆盖客户数量持续增长，收入有望保持稳健增长，预计 2021 年至 2023 年该业务收入增速为 5.9%、4.3%、3.9%。综上所述，预计公司 2021 年至 2023 年营业收入为 82.0 亿、94.8 亿、10.9 亿元，同比增长 16.0%、15.7%、15.2%。

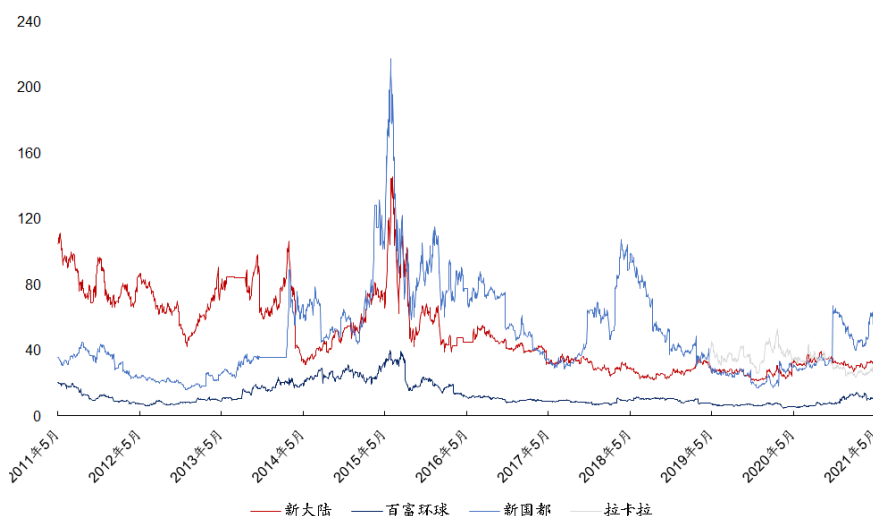
表 9、公司分业务收入预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
商户运营及增值服务收入	3142.7	3975.5	4928.4	5963.8	7185.2
增长率 (%)	20.2%	26.5%	24.0%	21.0%	20.5%
电子支付产品及信息识读产品收入	1877.9	1855.6	1967.0	2163.64	2336.7
增长率 (%)	-7.2%	-1.2%	6.0%	10.0%	8.0%
行业应用与软件开发及服务收入	1083.7	1164.6	1232.9	1285.5	1335.4
增长率 (%)	13.3%	7.5%	5.9%	4.3%	3.9%
其他收入	77.2	67.2	67.2	67.2	67.2
增长率 (%)	-78.0%	-13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入合计	6181.5	7062.9	8195.4	9480.2	10924.5
增长率 (%)	3.9%	14.3%	16.0%	15.7%	15.2%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 PE 值低于行业及自身历史平均水平。公司 PE (TTM) 值 (截止至 2021 年 5 月 7 日收盘，下同) 为 33.0X。目前，公司可比厂商百富环球、新国都、拉卡拉可比的平均 PE (TTM) 为 34.24X，公司 PE 估值水平低于同业平均；相比与公司历史 PE 水平而言，公司 2010 年至今的历史平均 PE (TTM) 值为 50.1X，当前公司 PE 估值水平低于历史估值中枢。

图 20、可比厂商 PE 估值情况（截止至 2021 年 5 月 7 日收盘）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测与投资建议：预计公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 6.12、7.97、9.57 亿元，5 月 7 日收盘价对应的动态市盈率 PE 值分别为 24.3 倍、18.7 倍、15.6 倍，维持“审慎增持”评级。

表 10、公司盈利预测结果（截止至 2021 年 5 月 7 日收盘）

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7063	8195	9480	10925
同比增长	14.3%	16.0%	15.7%	15.2%
归母净利润(百万元)	454	612	797	957
同比增长	-34.3%	34.7%	30.2%	20.1%
毛利率	33.5%	33.2%	33.6%	34.0%
净利率	6.4%	7.5%	8.4%	8.8%
每股收益(元)	0.44	0.59	0.77	0.93
每股经营现金流(元)	0.48	0.53	0.43	0.68
市盈率	32.8	24.3	18.7	15.6
市净率	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

1、DCEP 推进不及预期的风险

公司紧抓 DCEP 产业机遇，全面布局银行 DCEP 软件系统、硬件钱包以及支付设备升级。2021 年，DCEP 进入密集试点时期，预计未来 2-3 年内将进行全面应用推广。假如 DCEP 的推广进度不及预期，则公司相应的 DCEP 产品所贡献的收入可能不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 24 -

2、支付、识别等产品研发及落地情况不及预期的风险；

公司 2020 年研发投入超 6 亿元，主要投入于电子支付、信息识别、DCEP 等设备识别；若新产品研发及落地推进不及预期，可能将影响公司在新业态的卡位优势，将影响公司开辟新的利润增长点以及提升公司的持续盈利能力。

3、宏观因素影响致使公司业绩不及预期的风险。

若宏观环境出现较大波动，可能导致下游客户招投标进程延缓，从而导致公司电子支付设备、信息识别设备等硬件产品销售量不及预期。

4、经营过程中缴纳罚金罚款，从而影响业绩预期的风险。

随着我国收单行业监管趋严，公司子公司国通星驿曾收到监管行政处罚，2020 年公司罚金罚款滞纳金为 7045 万元。假如后续公司还有产生大额罚单，可能会对公司的业绩造成一定负面影响。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7725	9581	10465	12103
货币资金	4429	5246	5814	6714
交易性金融资产	171	0	0	0
应收账款	1007	1195	1409	1632
其他应收款	801	1461	1364	1642
存货	903	1335	1502	1693
非流动资产	4058	3210	3296	2993
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	39	20	23
投资性房地产	89	90	90	90
固定资产	556	448	339	230
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	155	124	88	54
资产总计	11783	12791	13761	15096
流动负债	5149	5359	5496	5745
短期借款	804	706	722	730
应付票据	137	55	63	72
应付账款	778	1062	1161	1354
其他	3431	3537	3550	3588
非流动负债	207	240	229	277
长期借款	157	196	183	232
其他	50	44	45	46
负债合计	5357	5599	5725	6022
股本	1032	1032	1032	1032
资本公积	1779	1779	1779	1779
未分配利润	3104	3632	4309	5114
少数股东权益	321	366	429	507
股东权益合计	6426	7192	8036	9074
负债及权益合计	11783	12791	13761	15096

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	454	612	797	957
折旧和摊销	342	139	139	139
资产减值准备	11	-172	0	0
无形资产摊销	31	30	31	30
公允价值变动损失	-77	-30	-45	-45
财务费用	17	-26	-42	-55
投资损失	-28	-34	-33	-32
少数股东损益	48	45	63	78
营运资金的变动	-721	-535	-183	-485
经营活动产生现金流量	491	547	440	706
投资活动产生现金流量	-297	213	98	80
融资活动产生现金流量	-556	56	30	114
现金净变动	-370	816	569	900
现金的期初余额	2061	4429	5246	5814
现金的期末余额	1690	5246	5814	6714

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7063	8195	9480	10925
营业成本	4693	5474	6291	7213
营业税金及附加	41	66	72	81
销售费用	261	328	346	392
管理费用	431	574	645	710
财务费用	-17	-26	-42	-55
资产减值损失	-11	210	130	105
公允价值变动	77	30	45	45
投资收益	28	34	33	32
营业利润	690	823	1065	1257
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	128	87	101	96
利润总额	564	738	966	1163
所得税	61	81	106	128
净利润	502	657	860	1035
少数股东损益	48	45	63	78
归属母公司净利润	454	612	797	957
EPS (元)	0.44	0.59	0.77	0.93

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性				
营业收入增长率	14.3%	16.0%	15.7%	15.2%
营业利润增长率	-12.7%	19.4%	29.4%	18.1%
归母净利润增长率	-34.3%	34.7%	30.2%	20.1%
盈利能力				
毛利率	33.5%	33.2%	33.6%	34.0%
净利率	6.4%	7.5%	8.4%	8.8%
ROE	7.4%	9.0%	10.5%	11.2%

偿债能力

资产负债率	45.5%	43.8%	41.6%	39.9%
流动比率	1.50	1.79	1.90	2.11
速动比率	1.31	1.54	1.63	1.81

营运能力

资产周转率	58.8%	66.7%	71.4%	75.7%
应收帐款周转率	718.3%	707.3%	728.3%	718.5%

每股资料(元)

每股收益	0.44	0.59	0.77	0.93
每股经营现金	0.48	0.53	0.43	0.68
每股净资产	5.92	6.61	7.37	8.30

估值比率(倍)

PE	32.8	24.3	18.7	15.6
PB	2.4	2.2	2.0	1.7

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 26 -

分析师声明

本人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，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 27 -