

# 新大陆 (000997.SZ)

## 支付生态化、身份应用网络化开启加速成长期

**国内金融 IT 领军，治理结构优化，进入加速成长期。**新大陆数字技术股份有限公司成立于 1994 年，2000 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司坚持自主研发，积累了在二维码识别技术和 POS 设备领域的优势。2015 年，公司开启数据运营服务商转型，商业模式丰富的同时切入千亿市场，现已进入财务验证阶段。并且，2018 年对核心高管和技术人员的股权激励计划落地，治理结构改善后大幅提升团队执行力。2018 年金融数据服务相关收入达 1.88 亿元，同比增长 193.06%，2019Q1 剔除房地产后整体归母净利润为 2.46 亿元，同比增长 48.63%，利润增长有望进入加速期。

**第三方支付竞争格局改善，数据运营 SaaS 生态成发力点，Square 佐证业务模式及前景。**1) 自 2015 年央行开始收紧对第三方支付机构的监管，而全国银行卡消费业务量在 2018 年达到 92.76 万亿元，同比增长 35.08%。另外，随着“断直连”时代来临，互联网巨头受压制，行业竞争格局改善。合规经营企业在经历严厉的监管环境以后将享受“剩者红利”。2) “96 费改”后收单行业利润空间收窄，公司坐拥百万商户数据资源，SaaS 增值服务极大提升客户粘性和流量价值。公司线上数据风控金融产品占比不断提升，经历极端环境考验后有望加速放量，成功切入金融助贷服务千亿市场。3) 随着 Square 近年交易流水增长和商业模式升级，资本市场逐步认可其价值，给予近 10x PS 估值，佐证数据运营模式的价值及前景。

**物联网时代加速 IT 建设，卡位“数字公民”身份应用网络，开启新蓝海。**全球物联网大时代来临，2018 年国内 5G 开始预商用。为保障“数字中国”，后续信息化基础设施建设还有望加速。而“数字中国”是新时期国家信息化发展的新战略，涵盖各领域信息化建设。公司与公安部合力打造“互联网+”可信身份认证平台（简称“CTID 平台”），为民众提供开通身份证网上功能服务。公司是 CTID 二维码芯片和识读引擎的核心供应商，也是二维码技术的核心输出方，有望主导几十亿规模的蓝海市场。

**2019 年目标市值为 261 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。**根据关键业务假设，预计 2019-2021 年营业收入分别为 75.83 亿、97.56 亿和 122.44 亿，归母净利润预计分别为 7.65 亿、10.12 亿和 13.04 亿。未来三年净利润 CAGR 为 31%，考虑收单及增值业务快速增长以及“数字公民”计划有望打开蓝海市场，给予 PEG=1.1，即 2019 年目标市值为 261 亿元，对应 PE 34x。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**业务推进不达预期；宏观经济风险；关键假设与实际不符。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,856	5,760	7,583	9,756	12,244
增长率 yoy (%)	37.0	18.6	31.7	28.7	25.5
归母净利润(百万元)	654	586	765	1,012	1,304
增长率 yoy (%)	41.8	-10.4	30.6	32.2	28.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.63	0.56	0.73	0.97	1.25
净资产收益率(%)	13.7	11.1	13.3	15.3	16.7
P/E(倍)	27.6	30.9	23.6	17.9	13.9
P/B(倍)	3.7	3.4	3.2	2.7	2.3

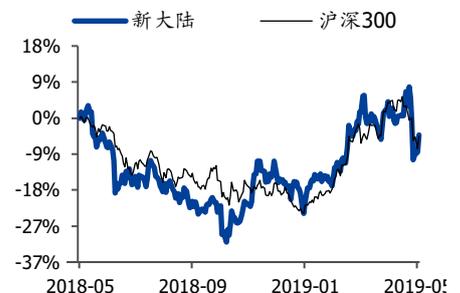
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	计算机设备
最新收盘价	17.32
总市值(百万元)	18,084.24
总股本(百万股)	1,044.12
其中自由流通股(%)	96.39
30 日日均成交量(百万股)	10.59

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	6,332	7,967	10,757	10,372	14,113
现金	1,977	2,631	2,136	2,975	3,138
应收账款	731	742	1,197	1,297	1,833
其他应收款	1,624	0	2,138	613	2,839
预付账款	79	62	124	116	185
存货	1,043	1,084	1,667	1,883	2,575
其他流动资产	879	3,449	3,495	3,490	3,543
<b>非流动资产</b>	2,245	3,090	3,258	3,438	3,635
长期投资	153	235	323	413	500
固定投资	208	591	628	672	727
无形资产	187	194	214	238	266
其他非流动资产	1,697	2,070	2,094	2,116	2,142
<b>资产总计</b>	8,578	11,057	14,015	13,811	17,748
<b>流动负债</b>	3,528	5,324	7,849	6,778	9,560
短期借款	395	610	610	610	610
应付账款	1,040	943	1,622	1,688	2,469
其他流动负债	2,094	3,771	5,617	4,480	6,481
<b>非流动负债</b>	92	268	223	179	135
长期借款	40	234	190	145	102
其他非流动负债	52	34	34	34	34
<b>负债合计</b>	<b>3,621</b>	<b>5,592</b>	<b>8,072</b>	<b>6,957</b>	<b>9,695</b>
少数股东权益	122	208	234	269	313
股本	1,011	1,044	1,044	1,044	1,044
资本公积	1,554	1,774	1,774	1,774	1,774
留存收益	2,086	2,591	3,184	3,960	4,915
归属母公司股东收益	4,835	5,257	5,709	6,585	7,740
<b>负债和股东权益</b>	8,578	11,057	14,015	13,811	17,748

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-276	-56	125	1,251	614
净利润	679	606	791	1,046	1,348
折旧摊销	45	124	97	116	139
财务费用	11	10	-17	-24	-40
投资损失	-34	-39	-37	-39	-37
营运资金变动	-1,035	-883	-709	151	-797
其他经营现金流	58	125	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-1,136	-1	-229	-257	-299
资本支出	218	377	81	91	109
长期投资	-1,006	585	-88	-87	-87
其他投资现金流	-1,924	961	-237	-254	-277
<b>筹资活动净现金流</b>	1,892	676	-391	-156	-151
短期借款	349	215	0	0	0
长期借款	-20	194	-44	-44	-44
普通股增加	72	33	0	0	0
资本公积增加	1,502	220	0	0	0
其他筹资现金流	-10	13	-346	-111	-108
<b>现金净增加额</b>	479	622	-495	838	164

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4,856	5,760	7,583	9,756	12,244
营业成本	3,179	4,078	5,275	6,808	8,548
营业税金及附加	124	51	67	86	108
营业费用	196	219	244	278	314
管理费用	674	438	1,099	1,374	1,698
财务费用	11	10	-17	-24	-40
资产减值损失	49	90	95	128	163
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	39	37	39	37
<b>营业利润</b>	782	689	857	1,144	1,489
营业外收入	10	4	28	25	17
营业外支出	1	20	6	7	9
<b>利润总额</b>	791	673	879	1,162	1,498
所得税	112	67	88	116	149
<b>净利润</b>	679	606	791	1,046	1,348
少数股东收益	25	20	26	34	44
<b>归属母公司净利润</b>	654	586	765	1,012	1,304
EBITDA	803	771	949	1,244	1,586
EPS (元/股)	0.63	0.56	0.73	0.97	1.25

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	37.0	18.6	31.7	28.7	25.5
营业利润 (%)	51.4	-12.0	24.4	33.6	30.2
归属母公司净利润 (%)	41.8	-10.4	30.6	32.2	28.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	34.5	29.2	30.4	30.2	30.2
净利率 (%)	13.5	10.2	10.1	10.4	10.6
ROE (%)	13.7	11.1	13.3	15.3	16.7
ROIC (%)	11.8	9.4	11.7	13.7	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.2	50.6	57.6	50.4	54.6
净负债比率 (%)	-25.8	-30.9	-21.7	-31.7	-29.5
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.59	0.60	0.70	0.78
应收账款周转率	6.4	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	3.5	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.56	0.73	0.97	1.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.61	1.38	0.12	1.20	0.59
每股净资产 (最新摊薄)	4.63	5.03	5.47	6.31	7.41
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	27.6	30.9	23.6	17.9	13.9
P/B	3.7	3.4	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	21.1	21.5	18.0	13.0	10.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、国内金融 IT 领军，治理结构优化，进入加速成长期.....	5
1. 国内扫码识别、POS 机具领军，积累技术和品牌优势.....	5
2. 数据运营战略逐步落地，股权激励提升业务执行力.....	7
3. 收单及增值服务快速发展，2019 年有望迎业绩加速点.....	9
二、第三方支付竞争格局改善，数据运营成发力点，Square 佐证业务模式及前景.....	12
1. 行业加速出清后竞争格局改善，第三方支付进入“剩者为王”阶段.....	12
2. 百万商户数据运营资源，有望打开千亿增值服务空间.....	17
3. Square 模式受市场认可，佐证数据运营价值.....	24
三、物联网时代加速 IT 建设，卡位“数字公民”、开启新蓝海.....	29
1. 物联网大时代来临，加速构建数字化基础设施.....	30
2. “数字中国”政策及事件不断加码.....	31
3. “数字公民”核心卡位，开启百亿级蓝海市场.....	33
四、盈利预测及估值.....	38
五、风险提示.....	39

## 图表目录

图表 1: 公司主营业务梳理.....	5
图表 2: 2017 年全球各地区 POS 厂商出货量情况表.....	6
图表 3: 公司 POS 相关产品.....	6
图表 4: 公司条码识别产品线.....	6
图表 5: CTID 安全二维码.....	7
图表 6: 公司业务逐步升级.....	8
图表 7: 公司发展历史.....	8
图表 8: 公司股权结构和参控股公司.....	9
图表 9: 2014-2018 营业收入及增速.....	10
图表 10: 2014-2018 归母净利润及增速.....	10
图表 11: 2014-2018 扣非后归母净利润及增速.....	10
图表 12: 2015-2018 年营业收入增速及归母净利润增速（剔除地产业务后）.....	10
图表 13: 2014-2018 年房地产业务收入.....	11
图表 14: 2013-2018 年收单业务商户数和交易金额.....	11
图表 15: 2018 年各项业务收入占比.....	11
图表 16: 近年支付行业监管政策梳理.....	13
图表 17: 近年第三方支付公司被并购交易不完全统计.....	14
图表 18: 2011-2018H 国内第三方支付牌照发放和注销情况.....	15
图表 19: 2015-2018 年全国银行卡消费业务量及增速.....	15
图表 20: 银行和银联从事支付业务的优劣势.....	16
图表 21: 2017 年国内前二十家银行卡收单机构交易金额（估计值）.....	16
图表 22: “网联”业务模式.....	17
图表 23: “网联”对支付业务链的改变.....	17
图表 24: “96”费改前后费率对比.....	18
图表 25: 商户运营服务模式简介.....	18
图表 26: 公司支付产业链发展规划图.....	19

图表 27: 增值服务项目内容.....	19
图表 28: "翼码旺财"产品列表.....	20
图表 30: "翼码旺财"主要合作伙伴.....	21
图表 29: 科脉·御商零售连锁企业运营管理软件.....	21
图表 29: 科脉技术合作伙伴.....	22
图表 31: 网商金融旗下产品情况.....	22
图表 32: 科技对金融服务的改造逐步深入.....	23
图表 33: 全网企业相关公开数据总量/亿条.....	23
图表 34: 金税工程推进历史.....	24
图表 35: 大数据风控在普惠金融中的应用.....	24
图表 36: Square 支付服务收费标准此处录入标题.....	25
图表 37: Square 的主要硬件产品.....	25
图表 38: Square 的主要软件产品.....	26
图表 39: Square 增值服务及收费模式.....	27
图表 40: Square Capital 产品.....	28
图表 41: 2012-2018 年 Square 营业收入及净利润情况.....	28
图表 42: 公司服务商户的总交易支付额 GPV (Gross Payment Volume).....	29
图表 43: 近年大型商户贡献的 GPV 占比情况.....	29
图表 44: 近三年 Square 公司的 PS 估值区间.....	29
图表 45: 我国物联网产业规模及预测.....	30
图表 46: 2018 年国内三大运营商 5G 推进计划.....	30
图表 47: 2015-2025 全球物联网接入设备数量/十亿.....	31
图表 48: 数字中国重点项目及内容.....	32
图表 49: "数字中国"相关政策梳理.....	33
图表 50: "数字公民"项目由来.....	34
图表 51: 《国务院关于在线政务服务的若干规定》部分内容.....	34
图表 52: CTID 验码模组产品.....	35
图表 53: DE90 CTID 人证核验桌面终端.....	35
图表 54: LK90 CTID 人证核验智能门锁.....	35
图表 55: 新大陆人证核验终端系列产品.....	36
图表 56: 身份凭证二维码.....	37
图表 57: "两岸数字居民体系"签约仪式.....	37
图表 58: 公司在"数字公民"项目可能的盈利模式.....	37
图表 59: 2014-2018 年全球条码识读设备销售总额预测.....	38
图表 60: 分项目收入增速假设.....	38
图表 61: 分项目毛利率假设.....	38
图表 62: 费用增速假设.....	39

## 一、国内金融 IT 领军，治理结构优化，进入加速成长期

### 1. 国内扫码识别、POS 机具领军，积累技术和品牌优势

**自主研发型企业，在扫码识别、POS 机、信息化等方面积累优势。**1) 新大陆数字技术股份有限公司成立于 1994 年，2000 年 8 月在深圳证券交易所挂牌上市。早年坚持自主研发，在二维码技术方面积累技术，并涉足 POS 机具领域。目前主营业务分为三类：以支付服务为支点、叠加金融服务等增值服务的商户综合运营服务；为电子支付行业和信息识别行业客户提供终端产品和系统解决方案；为综合信息技术服务行业和高速公路行业客户提供软件和系统开发等信息化服务。2) 目前公司在三项业务领域均具备领先优势：POS 机行业出货量亚太第一、全球第二；物联网平台包含信息识读等产品，公司拥有核心自主知识产权，国内多行业市占率第一；行业信息化涉及移动通信信息化、交通信息化等，在福建等地区市占率较高。

图表 1: 公司主营业务梳理

类型	业务	内容
商户运营服务集群	商户服务平台业务	通过“星 POS”商户服务平台，以支付为基础，依托公司的智能收款设备，为商户提供支付、营销和金融等服务，通过大数据分析，帮助商户尤其是中小微商户提升经营效率、降低运营与融资成本
	支付服务业务	国通星驿公司是拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构，具有丰富的支付及增值服务经验
	金融服务业务	网商小贷公司和网商保理公司以大数据运营和金融科技输出为核心定位，基于商户服务平台的数据优势，为小微企业、个体工商户和个人消费者提供小微信贷、保理融资等普惠金融服务
物联网设备集群	电子支付设备业务	新大陆支付公司与北京亚大公司主要从事金融 POS 终端设备的设计、研发、销售和运维服务
	信息识别设备业务	新大陆识别公司、江苏智联公司主要从事条码识别设备的设计、研发和销售，公司拥有自主研发的二维码（条码）解码芯片，在条码技术、产品和整体解决方案上具备较强市场竞争力
行业信息化集群	综合信息技术服务业务	致力于为客户提供综合信息技术解决方案，主要从事运营商业务支撑域、网络支撑运营域核心系统的研发、交付和服务
	高速公路信息化服务业务	主要从事 ITS 和高速公路机电信息技术研发、系统集成和工程实施，是国内一流的道路机电工程系统承建商和智能交通云数据服务解决方案提供商

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**国内乃至全球的 POS 机领军厂商。**根据尼尔森发布的《2017 年全球 POS 供应商排行》，新大陆以 48% 的增幅跃居全球第二大 POS 供应商，并居亚太地区榜首，POS 行业处于绝对领军地位。根据公司年报，2018 年智能 POS、标准 POS、新型扫码 POS 等产品合计销量超过 1300 万台，覆盖了包括中国银行、建设银行、银联商务、通联支付等传统头部客户，以及阿里、腾讯、美团、京东等互联网新兴巨头。

图表 2: 2017 年全球各地区 POS 厂商出货量情况表

2017 年排名	2016 年排名	厂商	出货量/台	涨跌幅
1	1	Ingenico France	10932400	4%
2	3	Newland China	8662908	48%
3	6	Centerm China	7437081	165%
4	2	Verifone U.S.	6237360	3%
5	4	Pax Techonology China	5906417	28%
6	8	Itron Electronics China	3778670	60%
7	7	BBPOS Hong Kong	3057390	12%
8	10	Dspread Technology China	3008000	61%
9	5	Xinguodu Technology(Nexgo) China	2219764	-36%
10	11	Castles Technology Taiwan	2000700	33%

资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

图表 3: 公司 POS 相关产品

**智能 MINI 收银机 N850**  
智能 MINI 收银机 N850 拥有 7 吋电容触控屏, 屏幕上集成了基本的磁卡阅读器, 接触式 IC 卡、射频卡、后厨扫码头, 集成打印头, 除了高速移动支付, 智能点单外, 还能完成传统收款、公共事业缴费等增值服务, 帮助解决传统库存收款不便等问题。

**智能分体系码支付终端 N700**  
N700 内置专业识别模块, 能精准实现商品扫码入账; 可选扫码枪或摄像头, 支持银行卡刷卡支付、扫码、云闪付、Apple Pay 等多种支付方式; 可选加速通道, 真正实现了移动支付、移动支付。

**智能扫码终端 N550**  
新一代 N550 融合了智能 POS 和专用扫码设备的核心优势, 配备 4 寸触摸屏和电子卷屏, 搭载加速扫码引擎, 采用 Android 系统, 全智能运营, 界面丰富, 可实现多种业务应用, 让支付与互联网行业时代无缝连接。

**智能商用终端 N510**  
N510 集多种功能于一体, 全新安卓平台, 高速扫码引擎, 性能更强大, 配备高速摄像头, 具备多业务处理能力, 扫码精准快速, 轻松实现移动支付。

**N910 综合受理终端**  
手持智能终端 N910 性能强大, 搭载安卓 5.X 系统, 双 CPU 设计, 支持全卡支付, 条码支付, O2O 等多种应用场景。

**N900 综合受理终端**  
可实现智能支付 (全卡/条码/声波/NFC)、传统金磁刷卡、商品管理管理 O2O 等业务应用; 支持电商订单扫码和 O2O 扫码, 实现双向扫码, 能够快速储值及支付。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

条码识别领域, 技术、产业地位、市占率均遥遥领先。公司识别类业务主要包括条码识别的算法、芯片、引擎、扫描设备再到解决方案。根据官网资料, 公司全球首创二维码解码芯片, 拥有国际领先的解码技术与识读引擎, 是国内条码识别产业链最完整的企业。公司是国内行业条码技术标准主持编制单位, 承担多项国家级条码核心技术与产业化项目。在支付宝和微信条码支付市场占有率 90% 以上, 国家卫计委药监项目市场占有率 60% 以上, 全国彩票市场占有率 70% 以上。

图表 4: 公司条码识别产品线



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2018 年扫码设备产品销售继续快速增长, 技术专利和数字身份应用均获重大推进。1) 年报显示, 2018 年公司手持式条码扫描器市场排名上升至全球第四; 工业级扫码器全年

销量业绩同比增长超过 300%，在全球知名电子代工厂商、国内知名手机厂商等应用中逐渐打开市场；PDA 产品销售增长显著，在物流领域继续占据市场领先地位。国际市场上，欧洲公司、北美公司销售业绩均创历史新高，EM、FM 和 PDA 系列销售数量同比大幅增长，公司继续保持 EMEA（欧洲、中东、非洲三地区的合称）地区和美洲地区第四大品牌地位。2)2018 年公司工程实验中心新增 55 个检测项目获 CNAS 国家实验室认证，“QR 码条码解码芯片及其解码方法”获中国专利金奖，全年共获得专利授权 9 项，新申请专利 37 项。公司助力公安部第一研究所 CTID2.0 上线，自主研发并发布 CTID 安全码及解码芯片，与新大陆公共服务公司一起，为 CTID 构建起基于二维码的数字身份安全应用闭环能力。

图表 5: CTID 安全二维码



资料来源：数字公民网，国盛证券研究所

## 2. 数据运营战略逐步落地，股权激励提升业务执行力

以电子支付与识读产品、行业信息化解决方案为基础，从 IT 设备商向数据运营商逐步转变。历史上公司共经历了四个阶段：1994-1997 年，作为金融设备生产商，强调以市场为中心；1997-2000 年，软硬协同发展，积极拓展行业信息化，并实现上市；2001-2007 年，软件服务业务权重逐步加大，入选国内软件收入规模前 100 强；2008-2014 年物联网战略聚焦，二维码解码芯片技术斩获诸多行业应用订单。2015 年至今，公司正在经历第五个发展阶段，即通过收单增值服务和“数字公民”计划向数据运营服务商转型。

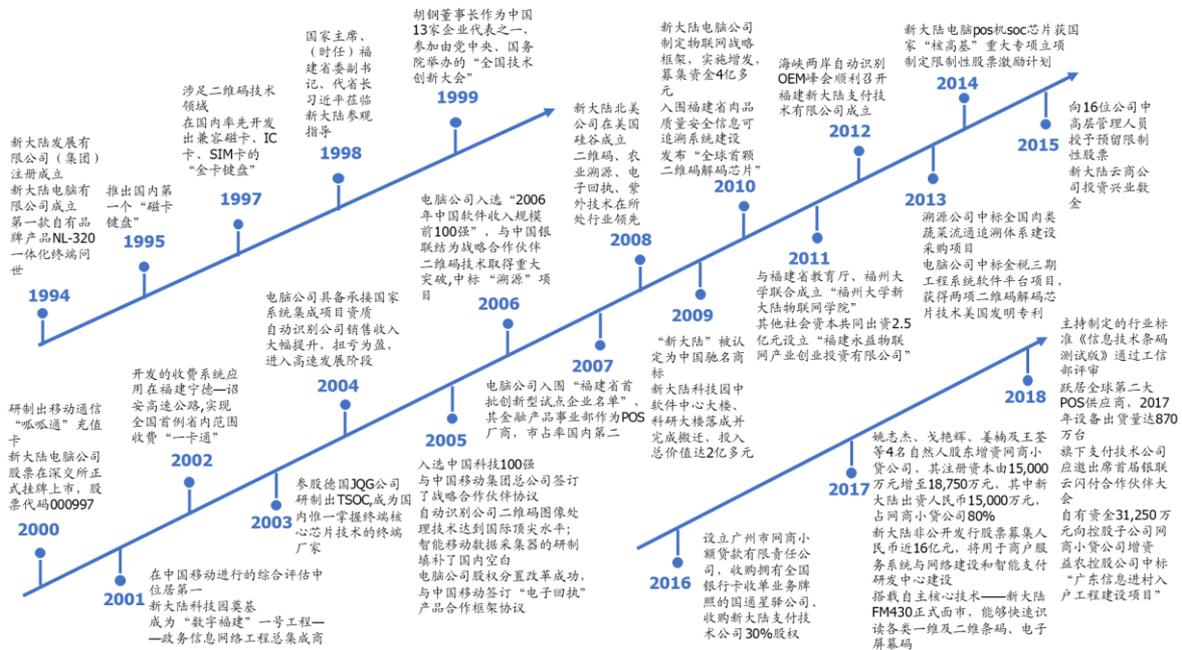
**业务升级战略丰富商业模式和盈利空间，且已进入财务验证期。**1) 收单服务、数据运营的客户粘性和盈利能力更强，对公司商业模式丰富作用巨大。并且每次业务升级，对应市场空间成倍的增长。传统支付硬件销售、系统建设市场空间仅百亿级别。而根据央行数据测算，国内收单市场规模千亿级别。数据运营基于规模性商户数据积累，衍生出丰富增值服务，包括金融服务（信贷、征信等）、精准营销、进销存管理、财务管理、财务管理、商业智能（BI）、会员管理等。其中仅信贷数据服务市场空间可达千亿级别。另外，公司在“数字公民”项目的核心卡位还有望打开中长期盈利空间。2) 根据 2018 年财报，利息收入、手续费及佣金收入两项共计 1.88 亿元，对应 2018 年末金融服务贷款余额 16.33 亿元。即数据运营服务已经进入财务验证阶段。

图表 6: 公司业务逐步升级

项目	硬件销售	收单服务	数据运营
盈利模式	硬件销售、系统建设费	支付手续费	基于商户大数据的增值服务费；“数字公民”项目硬件及服务
服务内容	支付设备：标准 POS、mPOS、智能 POS、移动支付扫码枪、NFC 外设等；收单系统建设；预付卡系统建设	收单服务	金融服务（小微商户信贷、商户征信、T+0 等）、精准营销、进销存管理、财务管理、财务管理、商业智能（BI）、会员管理等；CTID 二维码解决方案
市场级别	百亿级别	千亿级别	千亿级别
空间测算	根据央行数据，2018 年国内新增联网 POS 机具为 295 万台，单价按照 1000 元计算，POS 市场空间约为 30 亿元；根据 VDC 预测，2018 年亚太区条码识读设备市场规模为 5.46 亿美元	根据央行发布的 2018 年国内银行卡消费业务金额为 93 万亿，草根调研了解，收单机构赚取的手续费率保守按照 0.1% 计算，收单机构的收入规模约为 1000 亿元	仅考虑小微贷款市场，根据央行数据，2018 年银行卡跨行支付系统联网商户数为 2733 万户，按照每户每年信用贷款需求为 5 万元，相关服务机构乐观按照余额的 10% 收取服务费，信贷服务市场空间约为 1400 亿元

资料来源：公司公告、央行等网站，国盛证券研究所

图表 7: 公司发展历史

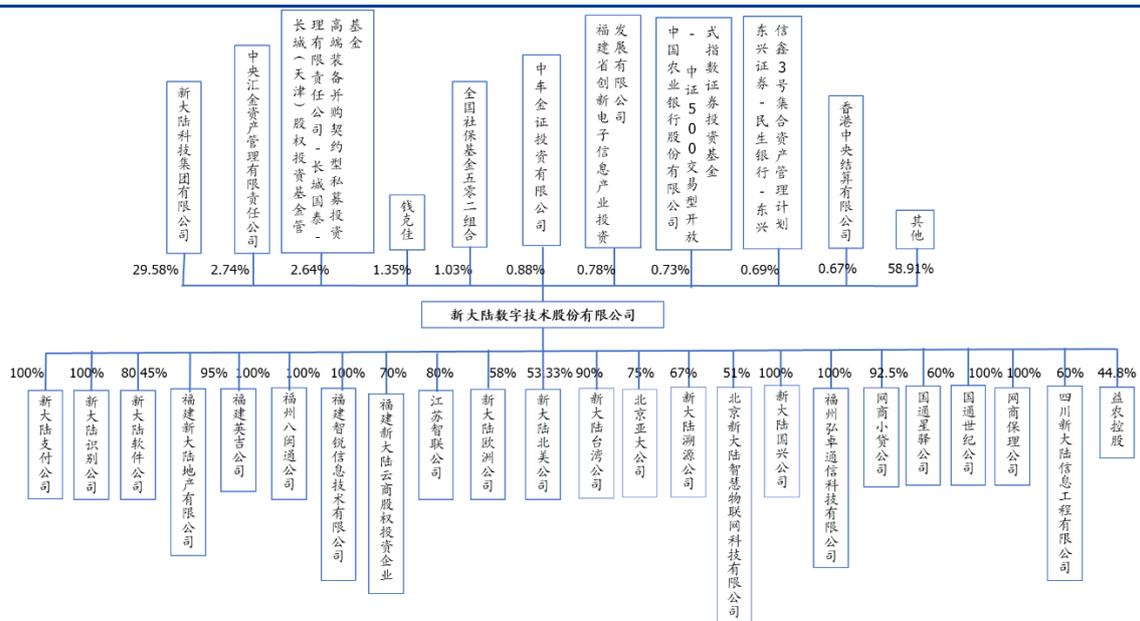


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

创始人拥有深厚科研背景，股权激励提升业务动力、佐证治理结构改善。1) 创始人胡钢先生为科研背景出身，其职业生涯前期在福建省电脑研究所工作，并被列为学术带头人培养，完成国内第一块汉卡的开发。1994 年创立新大陆，高度重视自主研发能力，目前集团产业横跨电子信息、生物制药与环保三个领域。2) 2018 年 9 月公司公告股权激励

励计划，拟授予包括公司中高层管理人员以及核心技术人员等 272 位限制性股票 4,144 万股，首次授予 3,344 万股，预留 800 万股，授予价格为 7.22 元/股。限售期为自限制性股票登记之日起 12 个月、24 个月、36 个月。本次股权激励分别对三次限售解锁做出要求：均以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，2018 年的主营净利润增长率不低于 25%，2019 年的主营净利润增长率不低于 55%，2020 年的主营净利润增长率不低于 100%。预留股票分两次解锁：均以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，2019 年的主营净利润增长率不低于 55%，2020 年的主营净利润增长率不低于 100%。前期公司 2014 年股权激励计划实际已超额完成，本次激励对象和股票数均远超上次，可以极大激励核心团队发展业务的动力和信心，同时也是公司治理结构大幅改善的佐证。

图表 8: 公司股权结构和参股控股公司

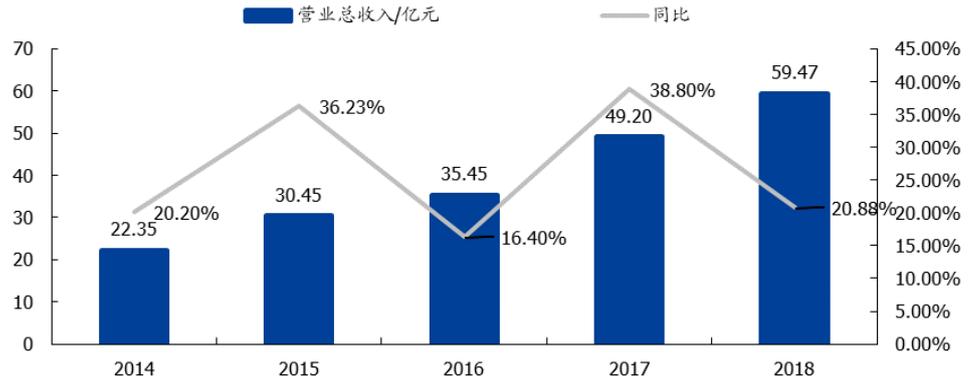


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3. 收单及增值服务快速发展, 2019 年有望迎业绩加速点

历年实际业绩快速增长, 2019 年有望迎来业绩加速点。1) 根据历年财报, 2014-2018 年营业收入复合增速为 28%, 2014-2018 年归母净利润复合增速为 21%。如果剔除房地产业务营销, 部分年份收入和利润增速均超过 40%。特别是 2018 年房地产业务收入仅为 1.51 亿元, 剔除地产后公司实际营业总收入同比增长 43.23%, 归母净利润同比增长 26.12%, 处于快速增长势头。2) 根据 2019Q1 季报, 剔除房地产后公司归母净利润为 2.46 亿元, 同比增长 48.63%。利润增速超出市场预期, 考虑去年同期单季度利润基数较大, 2019 年有望迎来业绩加速点。

图表 9: 2014-2018 营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2014-2018 归母净利润及增速



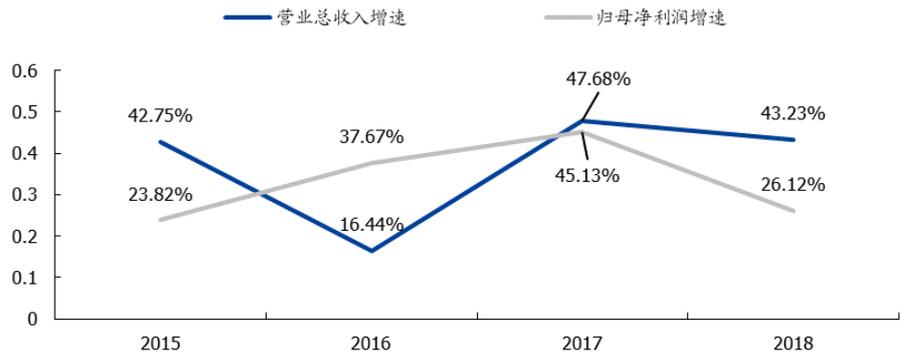
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2014-2018 扣非后归母净利润及增速



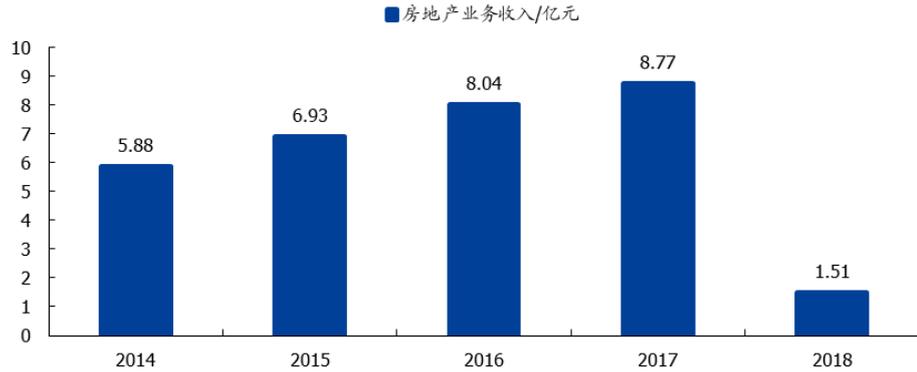
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2015-2018 年营业收入增速及归母净利润增速 (剔除地产业务后)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2014-2018 年房地产业务收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

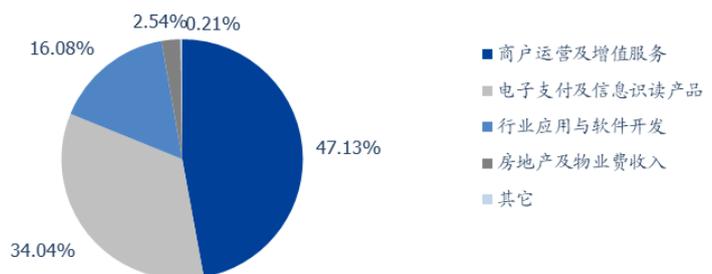
**收单业务保持高速增长, 金融增值服务成为重要盈利点。**1) 2013 至 2018 年期间, 公司收单业务发展迅速, 商户数由 0.4 万户增长至 700 万户, 同期每年交易金额由 13 亿元增长至 15000 亿元。其中, 2018 年交易金额同比增长约 88%, 并且 2019 年一季度交易流水较去年同期增长 42.58%, 依然维持高增势头。2) 2016 年公司现金收购国通星驿, 之后收单业务实现高速增长, 2018 年财报显示收单业务收入占比已经达到 47.13%, 成为增长贡献主要来源。3) 根据年报, 基于商户大数据的金融服务收入实现高速增长, 2018 年利息、手续费及佣金合计收入 187,595,236.49 元, 同比增长 193.06%, 而 2019Q1 公司利息、手续费及佣金合计收入 98,517,053.65 元, 而去年同期为 28,175,112.76 元, 同比增长 250%。考虑该业务毛利率高达 90% 以及增长仍在加速, 有望成为 2019 年重要利润增量来源。

图表 14: 2013-2018 年收单业务商户数和交易金额

时间	商户数 (万户)	交易金额 (亿元)
2013	0.4	13
2014	6.4	241
2015	28.0	1055
2016	70.4	3071
2017	300.0	8000
2018	700.0	15000

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 2018 年各项业务收入占比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

## 二、第三方支付竞争格局改善，数据运营成发力点，Square 佐证业务模式及前景

### 1. 行业加速出清后竞争格局改善，第三方支付进入“剩者为王”阶段

监管不断收紧，支付牌照价值凸显。1)从2011年4月底签发首批第三方支付牌照算起，央行累计发放271张支付业务许可证，行业迎来高速发展，随之而来的还有盗码、切机、二清泛滥等行业乱象。2)但2015年央行开始收紧对第三方支付机构的监管，通过央行吊销、自主注销、合并的方式，支付牌照数量停止增长并出现下降。根据券商中国统计，截至2018年7月5日，央行累计注销支付牌照名单已增加到33家，目前最新的支付牌照数量为238张。同时，“二清”等无证支付机构遭遇严厉清理。因此，现存第三方支付牌照变得稀缺，牌照价值凸显、价格水涨船高，尤其是全国性牌照。

图表 16: 近年支付行业监管政策梳理

时间	发布单位	政策内容
2010年6月	央行	《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付机构正式被纳入监管范围
2015年12月	央行	《非银支付机构网络支付业务管理办法》，加大第三方网络支付行业监管力度
2015年12月	银联	中国银联就正式下发疑似“二清”公司的871家公司名单，中国银联业务管理部已将该名单下发给各支付机构，要求各支付机构汇报合作情况
2015年12月	央行	《关于提供无牌机构办理支付业务信息线索函》，正式开始“围剿”二清机构
2015年12月	央行	《关于进一步加强银行卡收单业务外包管理的通知》，控制外包服务范围，加强对商户的检查
2016年3月	央行和国家发展改革委	《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，用于完善银行卡刷卡手续费定价机制，收单机构实行自主定价，新规将于9月6日起实施
2016年3月	央行	在全国范围内开展了银行卡收单外包业务专项抽查，为以规范外包、打击二清为核心，对虚假商户入网、违规开放交易接口、违规多次转包业务等严厉打击、严肃查处
2016年4月	支付清算协会	《支付结算违法违规行为举报奖励办法实施细则》，进一步建立并明确了支付结算违法违规行为举报奖励制度及细节，并自2016年7月1日起施行
2016年4月	央行与中宣部、中央维稳办等14部委	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》，央行强调将开展无证机构整治工作
2016年10月	银联	《银联卡受理市场违规约束实施细则》，进一步严格管控和规范了收单市场各方的角色定位与责任
2017年1月	央行	《中国人民银行支付结算司关于开展违规“聚合支付”服务清理整治工作的通知》
2017年1月	央行	《中国人民银行关于强化银行卡受理终端安全管理的通知》
2017年2月	央行	《中国人民银行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》
2017年4月	央行	《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》，支付机构应将客户备付金按照一定比例（约20%左右）缴存至人民银行专用存款账户，该账户资金暂不计付利息
2017年5月	央行	《中国人民银行办公厅关于加强小额支付系统集中代收付业务管理有关事项的通知》，加强集中代收付业务管理，维护支付清算秩序，防范业务风险
2017年8月	央行	《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》，明确了支付机构直连迁移网联平台的具体时间点，即2018年6月30日起直连模式将被全部切断
2017年10月	支付清算协会	《银行卡收单外包服务机构评级指引》，在评级机制下，收单机构可以对外包服务机构的风险程度以及自身风险偏好等，审慎决定是否与其开展合作
2017年11月	央行	《关于进一步加强无证经营支付业务整治工作的通知》，无证支付机构、二清机构遭遇最严厉清理
2017年12月	央行	《中国人民银行关于规范支付创新业务的通知》，支付创新产品或者服务先报备再开展
2017年12月	央行	《条码支付业务规范（试行）》、《关于加强条码支付安全管理的通知》，对条码支付业务的实行分级管理以及限额要求后，安全进一步增强，损失相对可控；另一方面也体现央行鼓励采用更为安全的动态条码提供支付服务
2017年12月	银联	《银联卡受理终端设备安全认证规则》，整体提高对银联卡受理终端设备安全认证的准入门槛
2018年5月	银联	《银联卡受理市场违规行为管理实施细则》
2018年8月	全国金融标准化技术委员会	《聚合支付安全技术规范》（征求意见稿），聚合支付标准即将出台，准入门槛将提高

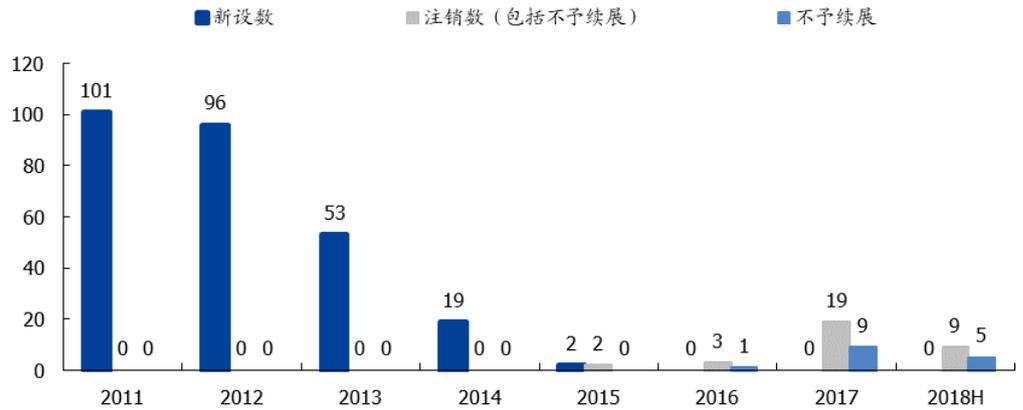
资料来源：相关政府网站，国盛证券研究所

图表 17: 近年第三方支付公司被并购交易不完全统计

序号	被并购第三方支付公司	牌照类型	并购方	交易时间	交易金额	持股比例
1	嘉联支付	银行卡收单	新国都	2017.11	7.1	100%
2	银盈通支付	互联网支付、预付卡	国美金融科技	2017.6	7.2 亿元	100%
3	雅酷空间	互联网支付、移动支付、预付卡	51 信用卡	2017.4	11 亿元	未知
4	广东信汇	银行卡收单	易联汇华 (北京)	2017.4	1.3 亿元	60%
5	山东省电子商务运营管 理	互联网支付	绿地集团	2016.12	未知	未知
6	上海德颐	银行卡收单	银嘉金服	2016.11	6 亿元	100%
7	上海即富	银行卡收单	键桥通讯	2016.10	9.45 亿元	45%
8	国华汇银	预付卡	新华金控	2016.10	7000 万元	100%
9	钱袋宝	互联网支付、移动支付、银行卡收单	美团点评	2016.9	未公布	100%
10	未知	未知	奇虎 360	2016.9	4.5 亿元	未公布
11	合利金融	互联网支付、移动支付、银行卡收单	民盛金科	2016.9	14 亿元	90%
12	海科融通	银行卡收单	新力金融	2016.9	23.8 亿元	100%
13	广西集付通	互联网支付、预付卡收单	恒大集团	2016.8	5.7 亿元	未公布
14	深圳神州通付	互联网支付、移动支付	美的集团	2016.8	近 3 亿元	50%
15	国通星驿	银行卡收单	新大陆	2016.6	6.8 亿元	100%
16	浙江贝付	互联网支付	唯品会	2016.4	4 亿元	未公布
17	北京交广科技	预付卡	七分钱网络科技	2016.3	0.28 亿元	60%
18	捷付睿通	互联网支付、移动支付、银行卡收单	小米科技	2016.2	6 亿元	65%
19	联动优势	互联网支付、移动支付、银行卡收单	海立美达	2016.1	30 亿元	100%
20	点佰趣	银行卡收单	即富	2016.1	未公布	未公布

资料来源: 易观智库, 搜狐科技等媒体, 国盛证券研究所

图表 18: 2011-2018H 国内第三方支付牌照发放和注销情况



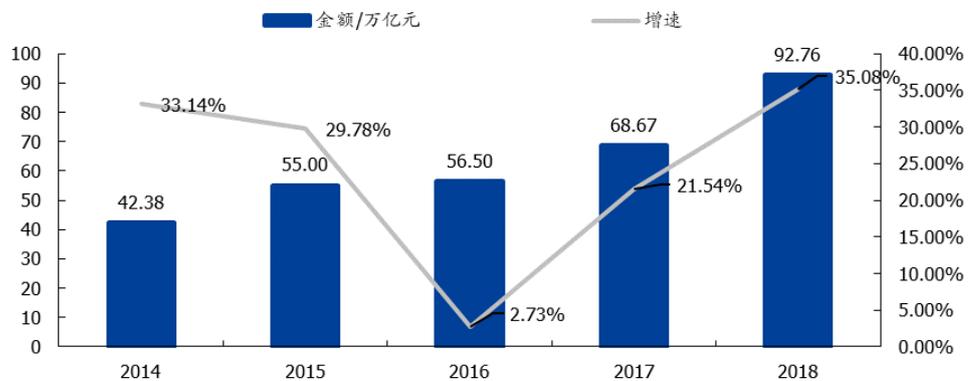
资料来源: 央行, 国盛证券研究所

**2018 年大额罚单频现, 支付行业有望加速出清。**2018 年以来, 监管机构针对整个支付行业的监管趋严, 逾千万罚单屡见不鲜, 不仅包括第三方支付机构, 还有国有大型银行。

1) 银行业方面, 2018 年 3 月, 央行开出重磅罚单, 对中国民生银行厦门分行 (新兴支付清算中心) 给予警告, 合计处罚金额 1.63 亿元; 对平安银行给予警告, 合计处罚金额 1334.41 万元。2) 支付机构方面, 据搜狐网统计, 截至 8 月 8 日, 央行对支付机构结算领域开出近 70 张罚单, 合计罚没金额近 4 个亿。特别是近两个月, 千万罚单频现: 卡友公司被合计处罚金额约 2583 万, 智付电子支付有限公司罚没金额合计约 4152 万元, 国付宝支付被罚没约 4646 万元, 银盛支付被罚没约 2248 万元, 联动优势被罚没约 2640 万元。另外, 包括支付巨头支付宝也被处以 412 万元的罚款。3) 具体来看, 卡友支付被没收违法所得 92.42 万元, 并处罚款 2490.09 万元, 合计处罚金额 2582.51 万元, 央行对卡友支付的罚款高达违法获利的 27 倍; 智付电子被罚金额相当于 2014 年至 2017 年第三季度的总利润, 足见央行严惩银行卡收单乱象的决心。相关公司在被高额处罚以后, 面临经营困难的局面, 严监管趋势有望加速行业出清。

**银行卡消费业务量快速增长, 收单行业进入剩者收获期。**1) 根据央行数据, 全国银行卡消费业务量在 2018 年达到 92.76 万亿元, 同比增长 35.08%, 银行卡收单业务规模仍然快速增长。2) 近年支付行业监管力度不断加强, 尤其 2018 年大额罚单频现。合规经营企业在经历严厉的监管环境以后成为行业“剩者”, 随着部分企业的退出而行业规模仍在快速扩张, 将进入剩者收获期。

图表 19: 2015-2018 年全国银行卡消费业务量及增速



资料来源: 央行, 国盛证券研究所

**行业逐步出清后, 专业、合规、机制灵活的支付机构有望胜出。**1) 根据草根调研, 银行和银联占据银行卡收单市场大部分份额, 尤其占据诸多优质企业客户, 但自身也存在机制、技术以及业务积极性等各方面问题。2) 支付公司的技术团队和地面团队是核心。

支付系统需要与银行核心系统对接，IT化能力要求较高。国通星驿作为民营背景的老牌支付机构，相关技术积累深厚，并且拥有灵活的分润机制，对地推合作伙伴激励充分，同时风控水平良好、经营合规。3) 根据公告，公司主要以中小微、民生为主的商户支付服务，在零售、餐饮、娱乐、交通、物流等领域布局，存量商户数量达到700万户。目前扫码交易已逐渐成为公司交易增长的主要动力之一，至2018年12月，公司平台当月扫码交易笔数在当月总交易笔数中占比已超过70%。2018年公司支付服务业务总交易量突破1.5万亿元，同比增长约88%。因此，专业的第三方支付机构基于线下优势，行业出清后正在快速扩张。

图表 20: 银行和银联从事支付业务的优劣势

机构	优势	劣势
银行	品牌可信度高	属于服务义务范畴，业务积极性较差
	风控意识很强	人员薪酬成本较高，运营团队规模跟不上
银联	拥有众多银行和电商客户资源	业务利润较低，跟主业相比差距巨大
	支付流水规模排名靠前	角色问题（既当裁判又当球员），跟其他银行关系不好处理
		管制约束较多，员工积极性一般
		系统稳定性问题，如接口服务稳定性较差等（由于IT系统核心是自身开发维护，其他的外围服务都是外包）

资料来源：网络公开资料，相关公司官网，国盛证券研究所

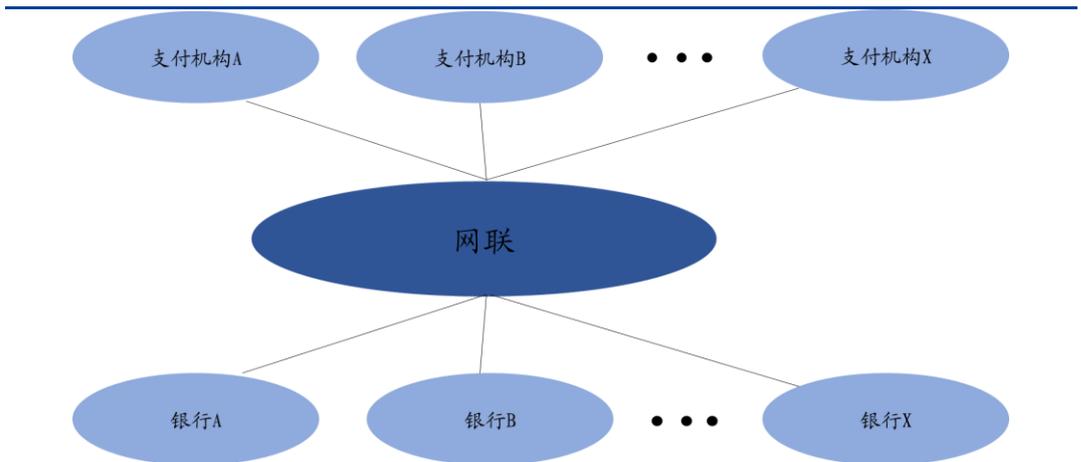
图表 21: 2017年国内前二十家银行卡收单机构交易金额（估计值）

排名	收单机构	2017年清算交易金额/亿元
1	银联商务	190000
2	拉卡拉支付	20000
3	通联支付	18000
4	瑞银信	17000
5	北京海科融通	14000
6	随行付	12000
7	点佰趣	9000
8	银盛支付	9000
9	付临门	8500
10	易生支付	8000
11	国通星驿	8000
12	中汇支付	7000
13	汇付天下	7000
14	杉德支付	6000
15	嘉联支付	6000
16	乐富支付	5500
17	现代金控	4000
18	和融通	4000
19	重庆市钱宝科技	3500
20	中付电子支付	3000

资料来源：相关公司官网、公告，搜狐科技等媒体，国盛证券研究所

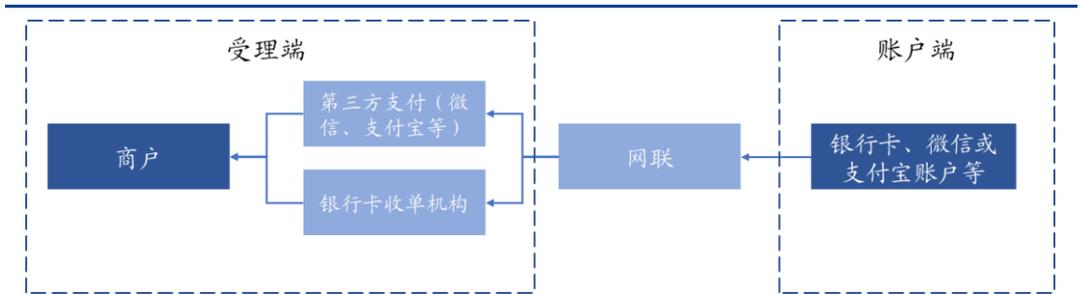
**“断直连”时代来临，互联网巨头受压制，第三方支付竞争格局改善。** 1) 2017年的209号文要求，2018年6月30日前，支付机构和银行必须接入网联。而2018年初，央行也发布1号文、要求支付机构和银行尽快接入网联。根据搜狐报道，截至2018年6月底，共有462家商业银行和115家支付机构接入网联平台。此外，网联一季度处理业务57.75亿笔，金额为2.02万亿元。2) 随着“断直连”时代来临，第三方支付机构（如微信、支付宝等）不能直接与银行账户端相连，所有支付机构均通过网联实现对接，互联网巨头在账户端的流量优势不再突出，并且不再享受直联银行的低费率。3) 近期瑞银信官网发布关于费率调整通知：自2019年3月1日起将取消前期优惠活动，将服务商结算价上调万四。另外，拉卡拉、付临门等多家支付机构宣布上调费率。1月4日，微信支付发布公告抵制“零费率”，要求涉嫌违规的服务商在2月1日前完成整改。同时，支付宝也将商家收款的费率重新调回0.6%。收单服务费率普遍上行，佐证支付行业的竞争格局改善。

图表 22: “网联”业务模式



资料来源：网络公开资料，国盛证券研究所

图表 23: “网联”对支付业务链的改变



资料来源：相关公司官网，艾瑞咨询，国盛证券研究所

## 2. 百万商户数据运营资源，有望打开千亿增值服务空间

**“96费改”：收单利润空间收窄，倒逼业务创新。** 1) 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，并于2016年9月6日正式实施，被业内称为“96费改”。2) “96费改”使得行业进一步规范，银行卡收单价格体系透明化，服务费得到降低（最高降幅达一半），进一步压低第三方收单机构利润空间。3) 由于利润空间收窄，倒逼收单行业企业业务创新，主要围绕下游商户的增值服务，包括金融服务、营销管理等方面。

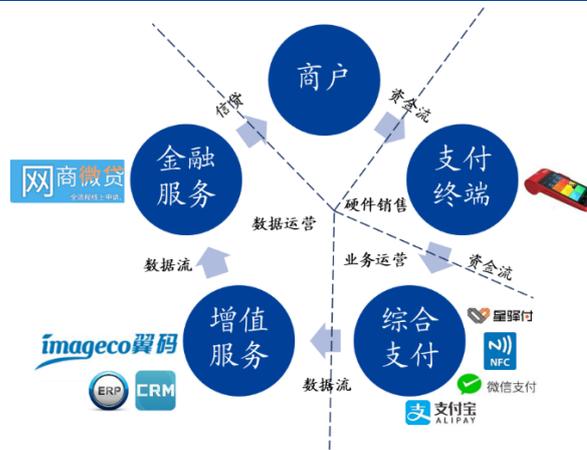
图表 24: “96” 费改前后费率对比

时间	类型	费率	备注
费改前	餐饮娱乐类	1.25%	发卡行、收单机构、清算机构按照 7: 2: 1 分成
	一般类 (百货、批发、培训等)	0.78%	
	民生类 (超市、卖场、水电气、加油等)	0.38%	
费改后	收单服务费 (向商户收取)	市场定价	
	发卡行服务费 (向收单机构收取)	借记卡不高于 0.35%，13 元封顶 信用卡不高于 0.45%，不封顶	信用卡一般在 0.6%，借记卡在 0.5%
	网络服务费 (分别向收单机构和发卡行收取)	不高于 0.0325%，3.25 元封顶	

资料来源: 央行, 国盛证券研究所

**百万商户数据资源基础, SaaS 增值服务成为提升客户粘性和流量价值的关键。** 1) 截止 2018 年底, 公司服务的商户达到 700 万, 其使用的 POS 等支付相关设备 (及搭载的 SaaS 服务软件) 成为重要的数据采集来源。例如, 智能 POS 机可收集的数据包括设备信息、运行时信息、地理位置信息、应用信息、交易信息、网络信息和人流信息等, 同时增值服务整体方案中 SaaS 应用的信息也可采集包括商户的会员信息、订单信息、商品信息和营销信息等。2) 支付方案 SaaS 化可带来低门槛快速推广、费用成本降低、安全可靠等优势, 还能融合多种功能, 如刷卡支付、扫码支付、订单管理等核心功能, 还可集成会员管理、电商营销、电子发票等增值功能。并且, 支付数据多维度分析还可产生信贷融资、精准营销等衍生能力。因此, SaaS 增值服务对提高用户粘性和流量价值具有重要意义。

图表 25: 商户运营服务模式简介



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 公司支付产业链发展规划图

POS终端	支付服务	增值服务: 应用与场景	大数据分析
智能 POS  标准 POS  MPOS 	<b>银行卡收单</b> 银联支付 Apple Pay <hr/> <b>互联网支付</b> 支付宝 微信支付	<b>精准营销</b> <b>进销存管理</b> <b>财务管理</b> <b>商业互动</b> <b>商业智能</b> <b>卡券核销</b> 智慧餐厅 网络排号、点餐、综合支付 智慧停车场 自助缴费、空余车位查询 智慧超市 虚拟会员卡、在线客服、公众号商城、电子会员	<b>数据沉淀</b> <b>数据挖掘</b> <b>数据呈现</b>
硬件销售收益	综合支付服务收益	增值服务收益	大数据能力储备

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 增值服务项目内容

增值服务	主要功能
精准营销	通过引入第三方会员卡券积分系统, 为商户提供一系列营销工具和促销活动支持, 实现会员卡、积分、卡券发放核销等功能。
进销存管理	通过引入第三方进销存管理系统, 实现进销存单据管理、库存管理、报表统计等功能。
财务管理	通过引入第三方财务管理系统, 以会计业务为基础, 在此基础上实现总账管理、生产财务报表、个人所得税计算等财务功能。
商业互动	建立商户、店长、平台服务人员等相关人员的账户连接, 实现高效互动、业务导入和业务支持功能。
商业智能 (BI)	根据商户授权的日常交易数据, 分析商户经营状况, 实现数据挖掘和分析功能。
小额信贷	基于公司风控平台提供信用贷款和仓单质押贷款产品。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**翼码科技 (新大陆参股 37%) 为国内 O2O 营销领军。** 1) 上海新大陆翼码信息科技股份有限公司成立于 2006 年, 2017 年正式晋升新三板创新层, 是国内二维码凭证与二维码标签产品的商业模式的最早市场实践者。2014 年推出以移动支付为抓手、连接线上线下的 O2O 互动营销平台——翼码旺财。目前翼码旺财已成为大数据驱动精准营销平台, 如今拥有 30 多万企业用户, 覆盖金融、保险、运营商等 50 多个行业。2) 2019 年 3 月 19 日, 微信支付合作伙伴大会在广东广州举行, 以“全新天地”为主题, 吸引了 3000 余名支付行业及服务商企业代表参加。翼码科技作为微信支付金牌服务商受邀参会。翼码科技自 2015 年起开启微信支付服务商业业务, 提供智慧零售解决方案, 让门店经营赋予了更多营销价值, 为微信支付带来了优衣库、美的、联想等 25 个行业的上百个优质品牌商, 抵达千亿级市场交易量, 业务遍及全国 34 个省市自治区。翼码科技荣获“质量标兵”、“营销王牌”、“行业专家”、“跨界精英”、“优秀学霸”等荣誉。

**科脉技术 (新大陆参股 16%) 为国内零售与餐饮业 ERP、营销管理软件领军。** 1) 科脉技术成立于 1999 年, 2015 年正式挂牌新三板上市, 聚焦零售与餐饮业态, 利用云计算、移动互联网、人工智能和物联网等技术, 为企业提供 ERP 软件、移动支付、全渠道营销及大数据运营等数字化服务, 帮助企业实现商业价值的全面提升。2) 科脉总部位于深圳, 在武汉设有大型研发中心。公司是国家高新技术企业、中国软件行业信用等级 AAA 企业、深圳市唯一参与国家标准《系统与软件效率》制定单位。目前拥有计算机软件著作权 120 余件, 申请发明专利 10 余件, 申请商标 400 余件。3) 科脉在全国拥有 1000 多家合作伙伴, 销售服务网点布局全国, 终端用户超过 40 万, 每天有超过 300 万台终

端设备运行着科脉软件。

**打造 PaaS 服务平台，构建 SaaS 合作商生态壁垒。**新大陆积极打造合作伙伴生态，与 ERP、ISV、营销等各类 SaaS 服务商展开深度合作。截至 2018 年末，公司 PaaS 平台服务商户数量超过 50 万家，与超过 260 家的 SaaS 合作伙伴、280 家 ISV 合作伙伴以及 660 家渠道合作伙伴展开了深度的业务合作，较 2017 年末分别增加约 190 家、200 家和 490 家。

图表 28: “翼码旺财”产品列表

类别	产品	功能	详情
聚合支付	聚合支付	支付通道全覆盖，柜台收银、财务对账、运营管理轻松联动	1、全渠道聚合支付：支付宝、翼支付、微信支付、云闪付、沃支付、和包支付、QQ 钱包；2、对接微信、支付宝营销活动和数据共享；3、满足跨门店退换货，日结账单直达微信，强大的财务管理平台；4、门店终端自由组合，开通便捷，上门指导
	配套硬件	集多种收款方式和智慧经营于一体，商家好帮手	1、综合受理终端：型号 N910、ME62、ER6800、ER6900、NLS-MT90、ME50C；2、条码扫描器：NLS-OY10、NLS-FR20v2、NLS-HR32、NLS-OY20
	电子发票	在电子发票的业务实现中，翼码提供电子发票解决方案的技术开发及应用场景	商家在柜台张贴开票二维码，消费者扫码填写发票企业名称，即自动打印发票
智能会员	会员营销	增加用户的粘性，有效地留住客户，提升复购率	1、会员招募：商家通过支付宝、微信、天猫的联名会员卡来收集客户信息，将线下流量引流到线上，提升顾客留存率；2、会员管理：基于会员联名卡信息，把握客户的需求和购买力；对会员进行分级管理；为商家提供营销活动支持；关注“翼码旺财”公众号，账单直达微信
	智能会员营销	通过会员积分、等级制度等多种管理办法，增加用户的粘性和活跃度，持续延伸用户生命周期	大数据海量收集会员；自定义标签，获取精准客户画像；高端定制会员专属运营服务；完善会员数据库，全方位打造积分营销管理系统
应用软件	小程序商城	基于微信小程序建立的 B2C 移动商城，微信一键分享，便捷选购	小程序商城简单五步易开通，快速上手流量来源多样。并且传播速度快、范围广，用户体验好，具有市场优势
	全链数据看板	移动端的数据看板、多维度数据收集，及时触达日结账单、盈亏报表，入口直连钉钉或微信手机端，层层设密保护公司原始数据库	全方位定制各级所需要的数据报表；基于大数据应用的内部管理系统
	H5 互动营销场景	各种好玩有趣的小功能，各种前沿实用的小应用，辅助商家营销推广，提供智能化服务体验！	抽奖互惠：转转乐、幸运大转盘、有奖问答、老虎机、过金蛋、卡券分享；节日营销：妈妈我爱你、女人我最大、粽礼寻 TA、迎元旦晒祝福、劳动最光荣、母亲节、七夕节、我是升旗手；免费助手：微信编辑、微官网、炫码、活动列表；强大的奖品体系：优惠券、代金券、折扣券、提货券多种类型任意发放
	纸质代金券	高效引流，全程跟踪，助力企业完成商品经营的多模式分销	可开拓市场流量、对特殊产品铺货、方便客户送礼、且库存管理高效
	微商城	流量平台化，渠道碎片化，营销人性化	商家可任意自定义商城风格，并开展有趣的创意游戏和营销活动；帮助客户拉新促活打造多渠道裂变式流量；提供多维度的数据流量报表及时推送，有利于商家财务管理；集支付、引流、选购、互动、配送为一体的全栈式服务
	卡券营销	商家通过营销活动将卡券作为活动奖品，发布微信公	支付宝卡券：支付+营销；微信卡券：将卡券通过微信下发，吸粉利器；我的卡券：实现电子卡券生成、下发、领取、验证（核销）的闭环；天

	众号营销活动	猫卡券：线上购买，线下使用，引流到店
微信礼品卡	商家通过微信小程序发行的电子卡券，顾客可转赠或存入卡包，到店消费	可一键转赠好友、自动存入微信卡、多渠道售卖、依托于微信小程序
异业营销	两个或以上的企业通过翼码建立合作关系，强强联合，相互分享市场营销中的资源	异业合作双方与翼码的业务关联。例如京东利用线上渠道（京东 APP、微信、QQ 和网站）或线下渠道（物流快递 DM 单）为麦当劳等商品引流，而麦当劳利用 1900 多家餐桌二维码让消费者下载；武汉中信银行微信公众号是武汉中信银行客户回馈的渠道，通过翼码与之合作上架仟吉电子券 8 个月时间交易额 510 万
智慧零售	通过最短的路径，链接一切经过用户判断的有价值场景，让身在这个场景的人实现所见即所得的场景体验	通过展示、分享、触达、支付、到店 AI 试衣，AR 体验馆、扫码导购、LBS 门店等多维度引流有效解决粉丝无互动，不关注、门店萧条业绩下滑、品牌影响力低的问题
智慧门店	赋能品牌门店数字化，全域消费者运营，挖掘消费者需求，实现闭环经营	设立分享会员专属权益、支付宝扫码付款、线上微淘、搜索、线下商圈爆点、门店互动、玩 AR 互动游戏、根据消费者购买习惯及时推送商家优惠活动、多角度多点位远程巡店,管控到位等方法解决有门店缺客流、有客流无转化、有会员难互动问题

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 29：“翼码旺财”主要合作伙伴



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 30：科脉·御商零售连锁企业运营管理软件



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 31: 科脉技术合作伙伴



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**线上数据风控产品占比不断提升, 经历极端环境考验后有望加速放量。**1) 公司基于百万级别商户服务平台的数据资源, 逐步完善配套的信息科技系统、智能风控系统, 对于线下辅助风控的依赖逐步降低, 通过模型分析、全流程线上作业已逐渐成为规模扩张的主要手段。2018 年先后上线了“随星贷”、“置业贷”、“闪电付”等适用于不同场景需求的线上产品, 12 月当月线上放款金额已超过放款总额的 50%。2) 面对金融去杠杆等外部环境变化, 公司金融服务运营平稳有序, 资产质量在极端环境考验下表现稳定, 数据挖掘与风险控制能力得到合作伙伴认可, 与消费金融、保险、信托以及银行等各类金融机构建立起良好的合作关系。2018 年末, 公司金融服务贷款余额 16.33 亿元, 不良率 3.49%。3) 通过设立保理公司以及增资小贷公司, 加码金融服务业务。2018 年 1 月, 公司设立网商保理公司, 为生态链内的中小微企业提供保理融资服务。2018 年 5 月, 对网商小贷公司进行增资, 注册资本由 1.875 亿元增加至 5 亿元。4) 2018 年报显示, 2018 年利息、手续费及佣金合计收入 1.88 亿元, 同比增长 193.06%, 而 2019Q1 公司利息、手续费及佣金合计收入 0.99 亿元, 同比增长 250%。考虑该业务毛利率高达 90% 以及增长仍在加速, 有望大幅增厚利润。

图表 32: 网商金融旗下产品情况

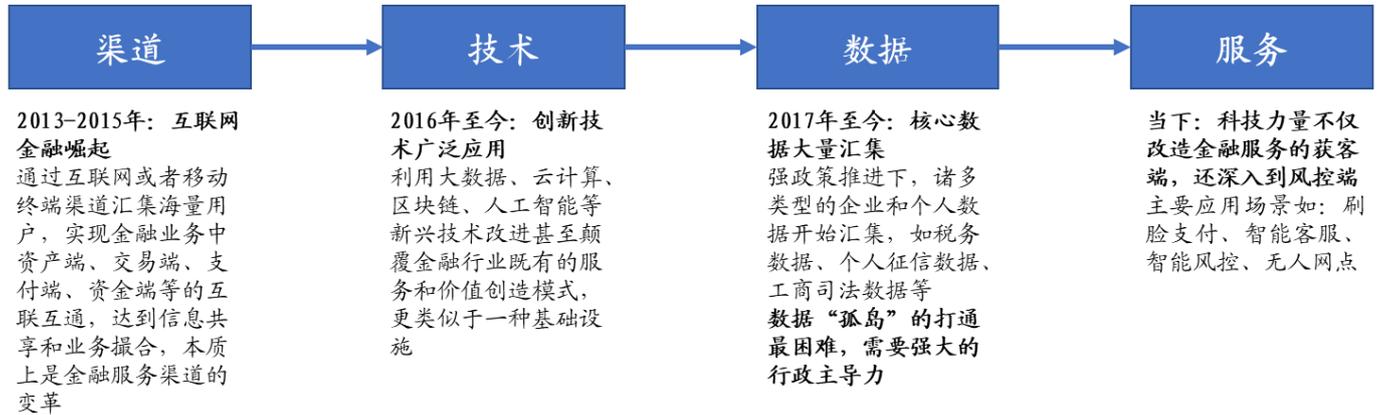
类型	产品特点	用途	申请对象
综合消费贷	低门槛(无抵押担保, 纯信用)、快审批(最快当天到账)、多期限(最长分期可达 24 期)	外出旅游, 结婚庆典, 教育培训, 房屋装修	中国公民 22-55 周岁, 月收入 3000 元以上, 贷款申请地区本地户籍或近半年在本地工作
小微经营贷	低门槛(无抵押担保, 纯信用)、快审批(最快当天到账)、多期限(最长分期可达 24 期)	经营周转, 专为小微企业量身定制的无抵押贷款	中国公民 22-55 周岁, 本地经营, 需提供企业营业执照信息, 营业执照、POS 流水、商户结算账户流水、或个人征信资料
网商微贷	申请简、额度活、任性花、随意还款	资金周转	中国公民 22-55 周岁, 二代身份证, 实名手机号, 信用认证(信用模式, 购物记录模式, 公积金模式三种申请方式)

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**信用贷款是实现普惠金融唯一路径, 近年核心征信数据汇集加速风控模式的成熟, 有望打开千亿信贷服务市场。**1) 根据央行发布的《2017 年中国普惠金融指标分析报告》, 2017 年末, 普惠领域小微企业贷款余额 67738.95 亿元, 同比增长 9.79%; 小微企业信用贷款比例为 13.72%, 比上年末高 1.54 个百分点。可见, 目前小微企业贷款绝大部分以抵押贷方式开展, 考虑到大多数小微企业缺乏抵押资产以及银行开展抵押贷款的业务成本, 要大范围支持小微企业融资、实现真正的普惠金融, 信用贷是唯一的选择。2) 近年核心征信数据大规模汇集加速风控模式的成熟。结构化数据、尤其金融类数据具备极高的征信价值, 近年随着线上交易平台的发展以及国家对金税工程等项目的投入, 核心大数据实现规模汇集。根据风报的数据统计, 全网企业相关公开数据总量在 2016 年首次突破 10 亿条。如税务数据类, 金税三期从 2005 年开始到现在进入收尾阶段, 叠加 2016 年国内大规模推广营改增, 搭建了统一的纳税服务平台, 实现了全国增值税数据大

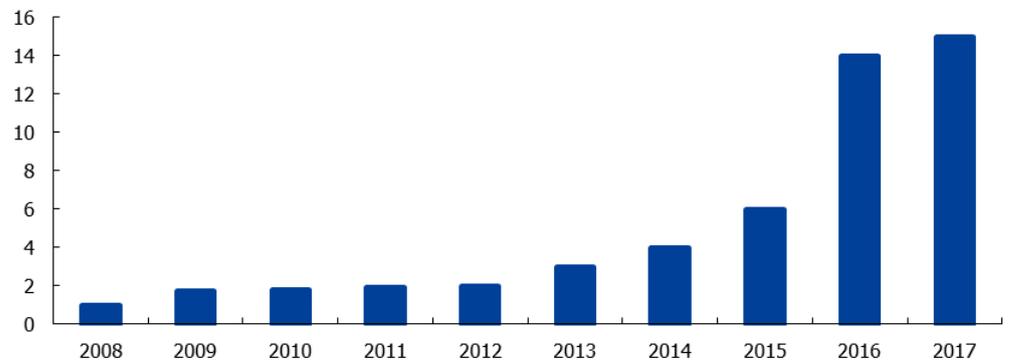
集中；如交易数据类，淘宝、天猫线上商城交易数据以及支付宝的支付数据实现大规模汇集，对蚂蚁金服的普惠金融业务风控起到关键作用。当核心征信数据大规模汇集以后，利用人工智能算法进行数据分析，可在贷前审核中的反欺诈、贷后环节的异常监测等环节大范围应用价值，实现对风险的精准识别。并且，使得贷款的审批时效从若干天降低至“秒批秒贷”，效率和落地价值大幅提升。3）考虑小微企业信用贷款服务，根据央行数据，2018年银行卡跨行支付系统联网商户数为2733万户，按照每户每年信用贷款需求为5万元，相关服务机构乐观按照贷款余额的10%收取服务费，信贷服务市场空间约为1400亿元。

图表 33: 科技对金融服务的改造逐步深入



资料来源：产业调研，国盛证券研究所

图表 34: 全网企业相关公开数据总量/亿条



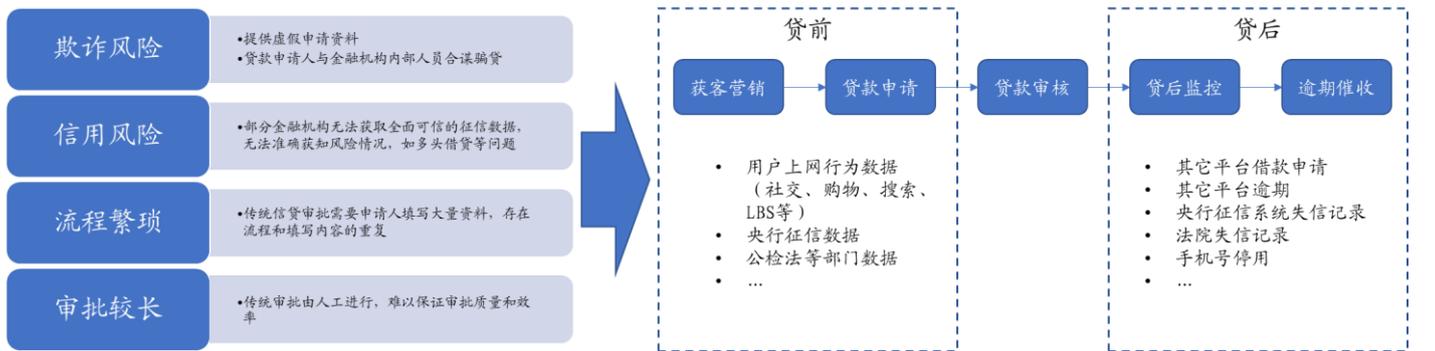
资料来源：风报，国盛证券研究所

图表 35: 金税工程推进历史

	金税一期工程	金税二期工程	金税三期工程
时间	1994年-1998年	1998年-2003年	2005年至今
主要事件	伴随着1993年开始的税制改革,为对增值税专用发票进行有效管理,时任国务院副总理在听取了相关单位的汇报后批准启动金税工程一期项目;1995年,在辽宁鞍山、江苏镇江和广东珠海三市50个试点单位实施上线;1996年,因手工采集数据错误率高以及覆盖面窄,停止运行	在全国范围内建立覆盖总局、省局、地(市)局、县(区)局的四级交叉稽核;把稽核和防伪税控原本相互独立的系统捆绑在一起运行,做到数据共享、功能互补,解决交叉稽核中由于人工录入数据造成的数据错误;同时把海关增值税完税凭证纳入金税工程管理;将增值税征管各环节都放在网络上运行	2005年国务院审议通过金税三期工程项目建议书;2007年发改委批准金税三期工程可研报告;2008年金税三期工程正式启动。根据一体化原则,建立基于统一规范的应用系统平台,依托计算机网络,总局和省局高度集中处理信息,覆盖所有税种、所有工作环节、国地税局并与有关部门联网
主要成果	增值税交叉稽核系统(该系统主要采用企业提供增值税专用发票,由税务机关组织手工录入的方式进行数据采集)和增值税防伪税控系统在全国范围内推广使用	增值税交叉稽核系统和发票协查系统在全国范围内联网运行;防伪税控认证子系统在全国范围内推广运行,防伪税控开票子系统已经大规模推广	该系统融合了税收征管变革和技术创新,统一了全国国地税征管应用系统版本,搭建了统一的纳税服务平台,实现了全国税收数据大集中

资料来源:网络公开资料,国盛证券研究所

图表 36: 大数据风控在普惠金融中的应用



资料来源:产业调研,艾瑞咨询,国盛证券研究所

### 3. Square 模式受市场认可, 佐证数据运营价值

**Square:** 以信用卡读卡器起家, 实现快速扩张并成功上市。Square 成立于 2009 年 2 月, 并于 2015 年 11 月在纽交所上市。公司总部位于美国加州旧金山, 员工总数 1853 人, 是一家从事商户交易的移动支付公司。Square 创办的初衷是帮助移动设备用户解决信用卡支付的问题。创始人发明了一个连接 iPhone 的信用卡读卡器, 可以帮助商家和消费者随时、随地进行收款和付款, 并保存消费信息, 大大降低了刷卡支付的技术门槛和硬件要求。2018 年公司处理的 GPV (支付总额) 达到 847 亿美元, 而 2016 与 2017 年度分别为 497 亿与 653 亿。

业务已经覆盖软硬件、支付及增值服务, 交易佣金收入为主。1) 目前 Square 已发展成为一个既有硬件(读卡器)又有软件(智能手机 POS 终端、支付系统、后台分析软件)的收单支付公司。在此主业上, 还有 Capital (商家借贷), Caviar (餐饮配送) 和 Cash (个人对个人支付) 三大业务。2) Square 最主要的收入来源是交易佣金。相比于传统的信用卡公司收取商户最高达 5% 的手续费, Square 仅收取每笔交易额的 2.75% (或每

月交付 275 美元的固定费用)。其中 2.75% 的费用并非完全由公司收取，Square 需要向发卡机构如 Visa、Mastercard 等支付手续费，这部分费用被计入交易成本中。第二大收入来源是增值服务及 Capital、Cavia、Cash 产生的订阅费和服务费。此外还有硬件产品带来的销售收入。

图表 37: Square 支付服务收费标准此处录入标题

支付方式	收费标准
使用 Square Point Of Sale 软件	2.75%
使用 Square Point Of Restaurant 软件	2.65%+10 美分
使用 Square Point Of Retail 软件	2.5%+10 美分
使用 Square Terminal 硬件	2.6%+10 美分
使用 Square Register 硬件	2.5%+10 美分
信用卡键入支付	3.5%+15 美分

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 38: Square 的主要硬件产品

名称	功能	价格
Square Magstripe Reader	通过耳机插孔或闪电连接器与 iOS 或 Android 智能手机或平板电脑连接, 可以刷磁条卡进行交易	免费
Square Contactless and Chip Reader	接受 EMV 芯片卡和 NFC 支付, 可以通过 Apple Pay、谷歌 Pay 等移动钱包进行接收, 支持无线或 USB 连接	49 美元
Square Stand	是一个带有刷卡槽的 iPad 底座, 原理和 Pos 机类似, 消费者刷卡后商家可以在 iPad 上进行操作	169 美元
Square Register	集硬件、销售点软件和支付技术于一体的产品, 包含以太网、Wi-Fi 和 USB 集线器的连接	999 美元
Square Terminal	一款便携式的一体式支付设备, 取代了传统的键盘终端, 支持所有主要的支付方式	399 美元

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 39: Square 的主要软件产品

软件类型	产品名称	主要功能
线下销售场景	Square Point of Sale	是一款免费的移动收银 POS 软件, 能够帮助商家实现收银管理、销售管理、库存管理、员工管理、客户管理等, 并提供基于云计算的商业报告和分析工具, 帮助卖家做决策。
	Square Appointments	为服务业的卖家提供的一个集成解决方案, 顾客可以很容易地进行服务内容的预约同时卖家也可以方便地接受付款。
	Square for Retail	为零售业的卖家提供的一个销售点解决方案, 包括条形码扫描、先进的库存管理、供应商管理等功能, 同时能使零售商更好地了解顾客的习惯。
	Square for Restaurants	为餐饮业的卖家提供销售点解决方案, 辅助员工为客户提供各种服务。另外还具有后台分析功能, 如收入和成本报告, 帮助经理和业主做出明智的决定。
线上支付辅助	Square Invoices	卖家可以创建并向客户发送定制的数字发票, 从而安全地收取货款。基于云技术, 卖家可以方便地跟踪发票, 向客户发送付款提醒等。
	Virtual Terminal	允许卖家接受来自网络浏览器的支付, 可帮助销售商在计算机上运行业务。
其他商业辅助	Weebly	为世界各地的客户提供工具以方便地建立专业网站或在线商店。Weebly 提供的在线商店包括集成运输、库存管理、营销等功能。
	Square Dashboard	基于云计算的报告和分析工具, 为卖家提供实时数据和关于交易、销售、存货的分析结果, 使销售者能够对他们的业务做出及时、明智的决定。
	Square Loyalty and Marketing	提供客户关系管理工具帮助卖家与买家互动从而发展业务。通过将客户数据与销售点的交易数据连接起来, 提供营销活动建议与评估办法。
	Square Payroll	帮助商家简化雇佣、登记、支付工资和相关税费等流程。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**发展支付增值服务、建立生态圈, 成为打造客户粘性的关键。** 1) Square 在奠定支付解决方案的成功基础后, 开始发展出许多与支付有关的服务, 通过建立生态圈来锁定顾客。其中发展的逻辑也很简单, 有了刷卡机之后, 很自然地会朝 POS 系统发展, 而 POS 系统包含许多功能也逐渐被完善, 如发票处理、库存管理、员工管理与薪资管理、客户忠诚计划、预约系统、数据分析等等。例如, Square 协助店家在网络上贩卖产品, 并协助商家整合多重销售渠道, 若商家有资金需求, 也可以利用 Square Capital 申请贷款。Square 还特别为零售业设计 Square for Retail, 协助整合各项功能, 并加强库存管理的功能。最后, Square 旗下的外送平台 Caviar 可以帮助没有外送服务的餐厅扩大市场、触及更多消费者。2) 在消费者方面, Square 除了可以在店家做为移动支付手段之外, 也可以做为现金转帐的工具, 也就是 Square Cash APP, 甚至在 2017 年第四季时, 推出让用户交易比特币的功能。3) 公司通过发展增值服务提升许多绩效。根据公司估计, 一个店家使用 Square 支付系统之后, 很有可能再额外带来比调整后交易收入 (交易抽成-交易业务相关成本) 多一倍的周边服务收入。因此, 对于商家来说, 使用越多 Square 的服务, 就越难离开其生态系, 客户粘性得到极大加强。

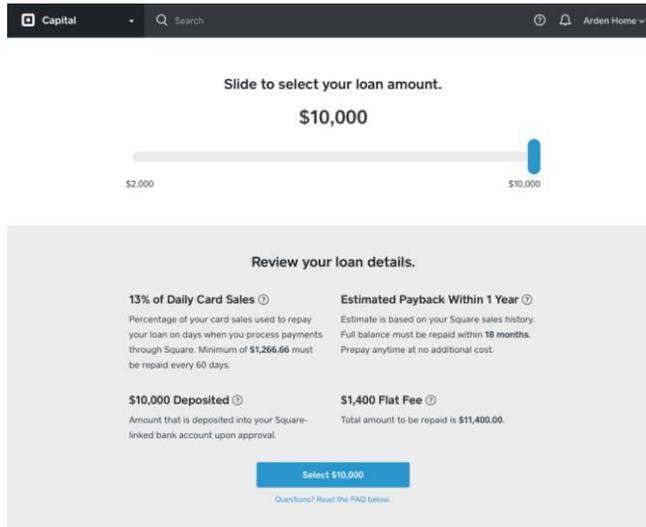
图表 40: Square 增值服务及收费模式

服务	内容	收费
礼品卡	为商家定制礼品卡	单价 80 美分起
员工管理	给予员工分级权限、员工的考勤绩效管理、薪资支付	5 美元/员工/月
工资管理	关于工资的一体化解决方案	34 美元/月起
市场营销	为目标客户群发送邮件及相关网络社区活动讯息	15 美元/月起
发票服务	便捷的在线发票开具服务	2.9%+30 美分 /每份在线发票
电子商务	关于在线电商的解决方案	2.9%+30 美分 /每次交易
忠诚度管理	为商家定制提高客户忠诚度的方案	45 美元/月起
零售管理	面向零售企业的一体化解决方案	60 美元/月起
餐厅管理	餐厅营运的一体化解决方案	60 美元/月起
预定服务	关于各种场景预定的一体化解决方案	个人免费，团队 50 美元/月起

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**Square Capital: 针对中小微企业的金融服务, 贷款额已经达到 40 亿美元。** 1) Square Capital 是 Square 面向商家推出的商业贷款服务, 通过“支付+信贷”的模式来扩大营收, 提高中小微企业在支付业务上的粘性与忠诚度。Square 通过对商家的交易流水数据进行分析, 从中选择信用较好的商家进行贷款。2) 贷款类型: 主要提供 2000-10000 美元的短期小额信用贷, 资金端来自于合作银行 (Celtic Bank), 银行购买商户信贷的全部权益和利息。由于商家已经在系统中, 所以变相节省了 Square 获取用户的成本。另外通过 Square 分期付款, 卖家可以为他们的客户提供一个选择, 以固定的月付款方式长期购买大宗商品 (250 美元至 1 万美元)。3) 盈利模式: 针对不同的商户有不同的利率标准, 还款时 Square 直接从客户支付的交易款项中扣除。盈利来源于在打包出售商户贷款时向第三方投资机构收取的服务费以及向合作的银行机构收取的服务费。4) 业务规模: 自 2014 年 5 月上线以来, Square 不断扩大贷款计划, 2018 年 7 月 Square 与 eBay 达成合作, 获得向 eBay 数百万卖家提供商业贷款的机会。截止 2018 年底, 累计发放贷款 65 万笔, 贷款总额达到 40 亿美元。

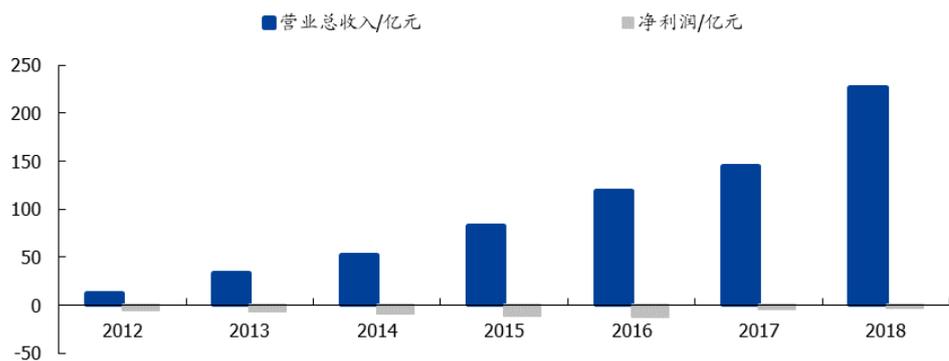
图表 41: Square Capital 产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

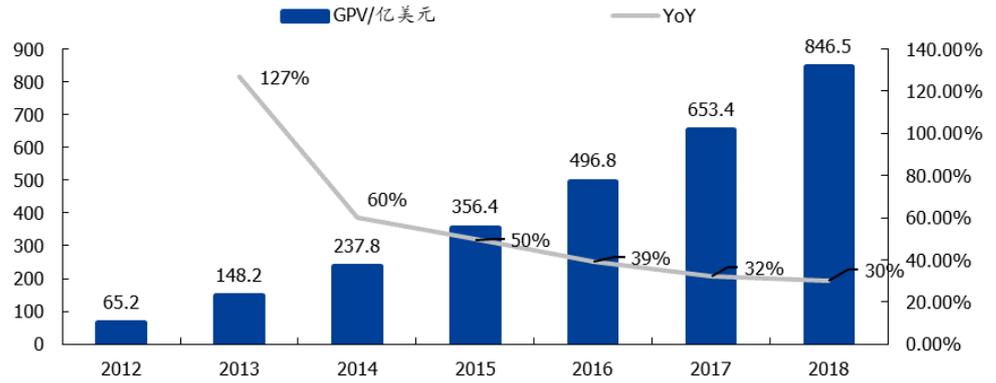
尽管盈利情况不理想, 但近年交易流水增长和商业模式升级, 资本市场逐步认可其价值、给予很高的 PS 估值。1) 盈利不佳。根据财报, 2012-2018 年公司营业收入 CAGR 达到 61%, 2018 年达到 226.36 亿元, 而同期整体处于亏损状态, 近年亏损幅度有所收窄。2) 增值服务加强商户粘性, 使得核心指标交易额 GPV 实现高增且结构改善。公司从商户交易额 GPV 中收取一定比例的手续费作为交易收入, 因此 GPV 是衡量 Square 营收能力的重要指标。2012-2017 年, Square 交易额 GPV 的复合增长率高达 58.6%, 主要得益于现有卖家交易处理金额的快速增长以及新商户的拓展。2018 年 Square 处理总交易支付额 846.5 亿美元, 同比增长 30%; 实现交易笔数 18 亿笔, 交易额, 来自 3.42 亿张终端用户的银行卡。从数据来看, 近年来, 大型商户 (指年度 GPV 大于 12.5 万美元的商家) 的增长势头非常明显, 贡献的交易额比例也在逐年上升。2012-2018 年大型商户贡献 GPV 占全部 GPV 的比例由 19% 提升至 52%。3) 根据 Wind 数据, 公司股价对应 PS 估值从 2016 年中的 2.1x 上涨至目前的接近 10x, 资本市场对于公司商业模式和未来扩张能力给予了很高的认可。

图表 42: 2012-2018 年 Square 营业收入及净利润情况



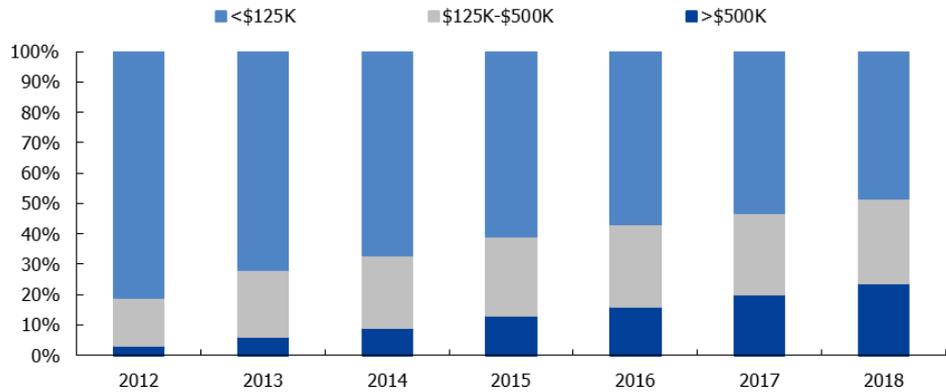
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 公司服务商户的总交易支付额 GPV (Gross Payment Volume)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 44: 近年大型商户贡献的 GPV 占比情况



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 45: 近三年 Square 公司的 PS 估值区间



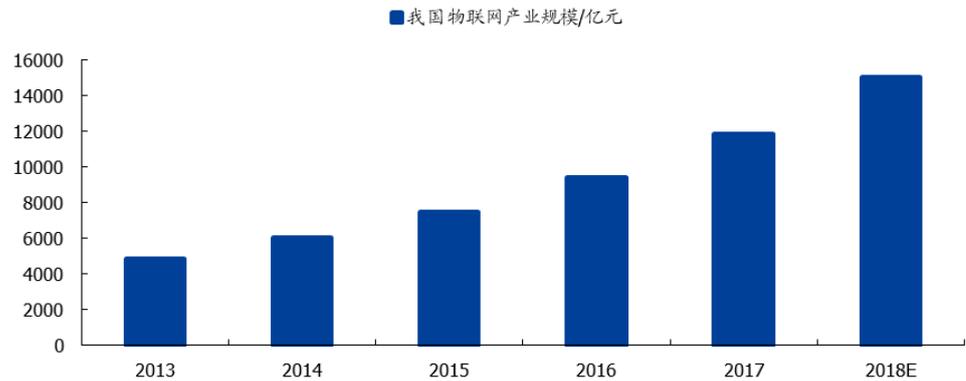
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 三、 物联网时代加速 IT 建设, 卡位“数字公民”、开启新蓝海

## 1. 物联网大时代来临，加速构建数字化基础设施

全球物联网大时代来临，国内行业规模有望登顶。根据中国经济信息社发布的《2017-2018年中国物联网发展年度报告》，2017年以来，全球物联网设备规模、普及率和企业级应用项目的爆发式增长，物联网解决方案渐趋成熟。2017年全球物联网设备数量强劲增长，达到84亿台，首次超过人口数量。全球物联网市场有望在十年内实现大规模普及，到2025年市场规模或将成长至3.9-11.1万亿美元。而2017年我国物联网市场进入实质性发展阶段，全年市场规模突破1万亿元，年复合增长率超过25%，预计2021年我国物联网平台支出将位居全球第一。

图表 46: 我国物联网产业规模及预测



资料来源:《2017-2018年中国物联网发展年度报告》，国盛证券研究所

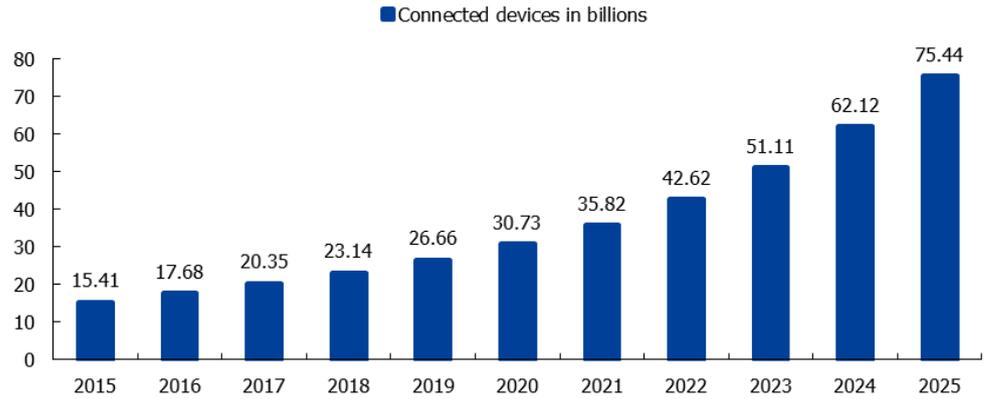
**2018年国内5G开始预商用，物联网正式建立后，可实现各类信息的数字化汇集。**1) 根据新华网报道，我国的IMT-2020(5G)推进组计划2018年试商用，2020年商用。IMT-2020(5G)推进组联合三大运营商，以及中兴、华为、大唐等主要设备商积极推进5G技术验证和标准制定。2) 5G除了网速的提升，还有大幅降低网络通信延迟，达到了个位数毫秒的级别。在超高网速、超低延迟下，各终端可将更多数据传输到中央服务器，依靠其强大的计算能力进行处理。诸如全自动工厂、自动驾驶、移动医疗等应用都将得到实现。3) 据智研咨询统计，2015年全球物联网连接数约60亿个，预计2025年全球物联网连接数将增长至270亿个，物联网设备数量将达到1000亿台。而根据IHS预测，到2025年全球物联网设备数量也将达到754.4亿台。因此，基于网络传输的提升和连接设备数增长，全球物联网有望在5G时代正式建立，为各类信息的数字化汇集打下基础。

图表 47: 2018年国内三大运营商5G推进计划

运营商	推进计划
中国移动	将建设世界上规模最大的5G试验网，正式公布了2018年5G规模试验计划，并联合全球20家终端产业合作伙伴共同启动“5G终端先行者计划”
中国联通	2018年6月26日的国际合作伙伴会议上表示，将在16个城市开展5G规模实验，并进行业务应用和典型示范
中国电信	2018年6月26日的2018上海世界移动大会上发布《中国电信5G技术白皮书》宣布，其5G网络将优先选择SA方案组网，通过核心网互操作实现4G和5G网络的协同

资料来源:新华网，国盛证券研究所

图表 48: 2015-2025 全球物联网接入设备数量/十亿



资料来源: IHS, 国盛证券研究所

为保障“数字中国”，信息化基础设施建设有望加速。近期根据《经济参考报》从工信部了解，为保障数字中国建设，我国还将实施一系列具体的措施，其中包括：开展网络强国建设三年行动，启动一批战略行动和重大工程；加快百兆宽带普及，推进千兆城市建设，实现高速光纤宽带网络城乡全覆盖、4G网络覆盖和速率进一步提升；完善国际通信网络出入口布局，完成互联网网间带宽扩容 1500G；推进 5G 研发应用，补齐 5G 芯片、高频器件等产业短板，完成第三阶段测试，推动形成全球统一 5G 标准；实施 IPv6 规模部署行动计划，推动下一代互联网建设和发展。

## 2. “数字中国”政策及事件不断加码

**数字中国：新时代国家信息化发展的新战略，涵盖各领域信息化建设。**根据国家互联网信息办公室发布的《数字中国建设发展报告》，数字中国是新时代国家信息化发展的新战略，涵盖经济、政治、文化、社会、生态等各领域信息化建设，包括“宽带中国”、“互联网+”、大数据、云计算、人工智能、数字经济、电子政务、新型智慧城市、数字乡村等内容。

图表 49: 数字中国重点项目及内容

重点项目	具体内容
信息技术	5G 网络技术、新一代宽带无线移动通信网、广播电视有线无线卫星融合网、IPv6 规模部署
云计算平台	阿里飞天云平台、百度大脑、微信开放技术平台
超大型数据中心	
全民健康信息平台	
网上丝绸之路	中阿网上丝路经济合作试验区、中国—东盟信息港
物联网(NB-IoT)技术	中国电信商用 NB-IoT 网络、华为 NB-IoT 技术方案
数据资源共享	政务信息资源共享、人口基础信息库、公共信息资源开放试点、综合交通出行大数据开放云平台、国家企业信用信息公示系统、国家食品药品监管数据共享平台、福建省探索电子证照数据库
互联网+政务服务	网上政务服务平台、税务机关网上办税软件一体化、企业全程电子化登记系统
北斗系统建设应用	
生态文明建设	环境空气质量监测网、全国海洋生态环境监督管理系统、全国地理国情普查、能源互联网
教育资源公共服务平台	
网络扶贫	网络覆盖工程、农村电商工程、网络扶智工程、全国扶贫开发大数据平台
新型智慧城市	农村电商工程、网络扶智工程、全国扶贫开发大数据平台

资料来源: 相关政府网站, 国盛证券研究所

**“数字中国”政策加码，建设峰会定位升级。** 1) 近些年“数字中国”相关鼓励政策持续加码，其中 2016 年《“十三五”国家信息化规划》明确了数字中国建设发展的路线图和时间表，2018 年《数字中国建设发展报告（2017 年）》还就主要指标完成情况进行报告。2) 2018 年 4 月，首届“数字中国”会议在福州举行，以“以信息化驱动现代化，加快建设数字中国”为主题，展示我国电子政务和数字经济发展最新成果。2019 年 5 月 6 日至 8 日，第二届数字中国建设峰会将在福建省福州市举办，由国家互联网信息办公室、国家发改委、工信部、福建省人民政府共同主办，主题是“以信息化培育新动能，用新动能推动新发展，以新发展创造新辉煌”。数字中国建设峰会每年召开已成为惯例、体现高层重视，从这两年主题内容来看，其定位也在升级。

图表 50: “数字中国”相关政策梳理

时间	政策	内容
2016年7月	《国家信息化发展战略纲要》	提出加快建设数字中国
2016年12月	《“十三五”国家信息化规划》	将“数字中国建设取得显著成效”作为我国信息化发展的总目标,明确了数字中国建设发展的路线图和时间表
2016年12月	《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	加快建设“数字中国”,推动物联网、云计算和人工智能等技术向各行业全面融合渗透,构建万物互联、融合创新、智能协同、安全可控的新一代信息技术产业体系。
2017年11月	《国家发展改革委办公厅关于组织实施2018年新一代信息基础设施建设工程的通知》	深入贯彻党的十九大报告提出的加强信息基础设施网络建设的重大部署要求,落实“十三五”规划。
2017年11月	《国家测绘地理信息局关于加快推进智慧城市时空大数据与云平台建设试点工作的通知》	加快推进智慧城市建设和数字城市推广应用
2018年4月	《数字中国建设发展报告(2017年)》	“十三五”信息化发展主要指标完成情况良好,重大任务和重点工程进度符合预期
2019年4月	《中国数字经济发展与就业白皮书(2019年)》	各地数字经济发展成效显著

资料来源:相关政府官网,国盛证券研究所

### 3. “数字公民”核心卡位,开启百亿级蓝海市场

“数字公民”缘起“数字福建”,试图打造可管可控的数字化安全钥匙赋能于百姓生活。

1) 2017年,全国政协委员、新大陆科技集团总裁王晶提交了《加快“数字公民”建设,提升社会治理和公共服务能力的建议》的提案,首次公开提出“数字公民”概念。2) “数字公民”实际缘起“数字福建”。本世纪之初,时任福建省长的总书记提出建设“数字福建”。3) 2018年全国两会期间,王晶委员再次提交了《关于数字公民助力数字中国创新发展的建议》,提出通过打造一把百姓可管可控的数字化安全钥匙赋能于百姓,提升百姓数字化水平。

图表 51: “数字公民”项目由来

事件	内容
缘起“数字福建”	世纪之初, 时任福建省长的总书记在全国率先提出建设“数字福建”, 并亲自担任建设领导小组组长, 确立了以“抢占科技发展制高点”为目标、以建设“数字化、网络化、可视化、智慧化”的福建为任务, 拉开了数字社会建设的大幕。
缘起“三个如何”	2014年11月1日, 总书记在福州市军门社区视察。提出三个如何: 如何让百姓生活和办事更方便一些? 如何让百姓表达诉求的渠道更畅通一些? 如何让百姓感觉更平安、更幸福一些?
两会提案: 数字公民	2017年全国两会期间, 全国政协委员、新大陆科技集团总裁王晶提交了《加快“数字公民”建设, 提升社会治理和公共服务能力的建议》的提案, 首次公开提出“数字公民”概念。 2018年全国两会期间, 王晶委员再次提案数字公民, 提交了《关于数字公民助力数字中国创新发展的建议》, 提出通过打造一把百姓可管可控的数字化安全钥匙赋能于百姓, 提升百姓数字化水平, 让数字公民跑起来。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**近期迎重要政策利好, 后续推进有望加速。**2019年4月26日, 国务院公布《国务院关于在线政务服务的若干规定》。其中第五条规定: “国家政务服务平台基于自然人身份信息、法人单位信息等资源, 建设全国统一身份认证系统, 为各地区、各部门政务服务平台提供统一身份认证服务, 实现一次认证、全网通办。”本次政务服务平台系统的基础建设推进, 是对“数字公民”项目的重要政策利好, 后续推进有望加速。

图表 52: 《国务院关于在线政务服务的若干规定》部分内容

序列	内容
第一条	为了全面提升政务服务规范化、便利化水平, 为企业和群众(以下称行政相对人)提供高效、便捷的政务服务, 优化营商环境, 制定本规定。
第二条	国家加快建设全国一体化在线政务服务平台(以下简称一体化在线平台), 推进各地区、各部门政务服务平台规范化、标准化、集约化建设和互联互通, 推动实现政务服务事项全国标准统一、全流程网上办理, 促进政务服务跨地区、跨部门、跨层级数据共享和业务协同, 并依托一体化在线平台推进政务服务线上线下深度融合。
第五条	国家政务服务平台基于自然人身份信息、法人单位信息等资源, 建设全国统一身份认证系统, 为各地区、各部门政务服务平台提供统一身份认证服务, 实现一次认证、全网通办。

资料来源: 政府官网, 国盛证券研究所

**“数字公民”识读设备的核心供应商地位已经确立。**1) 公司针对在不同应用场景中识读 CTID 二维码推出了专用验码模组, 集成了 CTID 二维码芯片和二维码识读引擎, 具备解码、验码及安全防护能力。CTID 验码模组有多种型号版本, 适配于不同类型的终端。2) 根据场景需要, 验码模组可选择不同终端集成应用, 公司推出了例如: DS910 CTID 人证核验 POS 终端、DE90 CTID 人证核验桌面终端、LK90 CTID 人证核验智能门锁等终端产品。

图表 53: CTID 验码模组产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 54: DE90 CTID 人证核验桌面终端



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 55: LK90 CTID 人证核验智能门锁



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 56: 新大陆人证核验终端系列产品

产品	功能
DS910 CTID 人证核验 POS 终端	该设备支持 CTID 二维码识读,设备可作为金融收款配备的硬件产品,支持人脸识别比对,同时支持多种身份认证模式,可对二代身份证进行身份核验和数据采集,满足不同场景下,金融收款身份核验要求。产品集成 CTID (居民身份证网上功能凭证) 专用验码模组,可快速准确识读 CTID 二维码,并通过输入授权密码,人脸比对方式实现
DE90 CTID 人证核验桌面终端	CTID 与持证人之间的人证核验。设备同时支持刷二代身份证进行身份核验。核验成功后将核验结果数据传输至配套业务系统内(酒店入住系统、景区取票系统、银行取号系统等),可以满足不同场景下的人证核验需求。
LK90 CTID 人证核验智能门锁(读码版)	该设备支持识读 CTID 二维码验证入住人身份开锁。设备可作为智能入住系统的专属硬件,广泛应用于民宿、长租公寓、酒店自助入住服务以及公租房、出租房安全管理场景中。
LK80 CTID 人证核验智能门锁(蓝牙版)	该款设备支持住户通过 CTID 人证核验后开锁入住,确保入住人身份可信,且与申领钥匙人身份匹配。设备可作为智能入住系统的专属硬件,广泛应用于民宿、长租公寓、酒店自助入住服务以及公租房、出租房安全管理场景中。
TM90 CTID 人证核验立式终端	产品集成 CTID 专用验码模组。可支持在各种环境下快速、精确的识读 CTID 二维码,通过人脸识别方式,实现 CTID 与持证人之间的人证核验,同支持二代身份证识读,支持票据及其他凭证的打印。
MT90 CTID 人证核验手持终端	该产品集成 CTID 专用验码模组,可快速准确识读 CTID 二维码,通过通信模块对接网证 CTID 平台,以认证码、人脸比对的校验方式实现网证与持证人之间的人证核验功能。可以满足不同场景下人证核验的要求。

资料来源:公司官网,国盛证券研究所

作为二维码核心技术输出方,与公安部深度合作,构建 CTID 产业生态。1)“互联网+”可信身份认证平台(简称“CTID 平台”)可通过汇聚脱敏身份证制证数据形成网上身份认证基础数据,依托身份认证服务系统,为民众提供开通身份证网上功能服务,为网络运营商提供身份认证服务。2)2018 年 4 月,新大陆(福建)公共服务有限公司与公安部第一研究所全资子公司中盾安信签订战略合作协议。根据协议约定双方联合开展了 CTID 二维码编码标准制定、CTID 二维码公共服务平台体系架构研究、CTID 二维码应用接口研究、CTID 二维码识读终端安全体系研究以及 CTID 二维码应用商务模式研究。3)2018 年 11 月乌镇互联网大会,新大陆携新产品“CTID 安全二维码”亮相由公安部第一研究所与 OIDA 联盟主办的产品发布会。新大陆参与共建 CTID 二维码,配套研发 CTID 二维码芯片以及集成芯片与识读引擎的专用验码模组,为 CTID 构建起基于安全二维码的数字身份应用能力。未来,新大陆将继续助力 CTID 平台,通过开放标准的赋码验码能力接口,推动 OIDA 联盟成员企业共创百花齐放的 CTID 应用,共同繁荣数字身份产业生态。4)2019 年 5 月 6 日,即第二届数字中国建设峰会开幕首日,在“CTID 数字身份生态发布会”上,新大陆科技集团携手公安部第一研究所、平潭综合实验区管理委员会共同发布了全国首个“两岸家园数字身份公共服务平台”,并为平台的首位认证台湾用户颁发荣誉证书,三方也在全省数字经济重点项目集中签约仪式上就共建“两岸数字居民体系”签署了战略合作协议。

图表 57: 身份凭证二维码



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 58: “两岸数字居民体系”签约仪式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

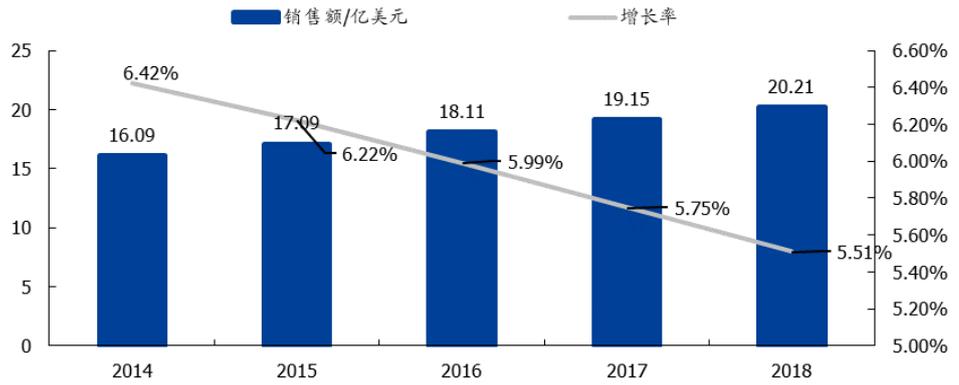
通过“数字公民”项目，有望主导几十亿规模的蓝海市场。1) 二维码解决方案存在十亿级蓝海市场。公司作为“数字公民”项目识读设备的核心供应商，在二维码识读设备全国普及推广后将最为受益。根据 VDC Research 统计，手持式条码扫描器、固定式 POS 扫描器和固定式工业类扫描器三类条码识读设备。2013 年在全球范围内的销售额合计为 16.16 亿美元，预计至 2018 年全球的条码识读设备的销售总额将增长至 20.21 亿美元，其中亚太区条码识读设备市场规模为 5.46 亿美元。2) “数字公民”平台进入运营阶段后，公司将深度参与后续运营服务，例如身份认证服务、平台接入服务等环节均为蓝海。根据产业调研，参考同业公司 2 元/次身份认证服务费，按照全国 10 亿人次计算，仅认证服务的市场空间可达到 20 亿元。

图表 59: 公司在“数字公民”项目可能的盈利模式

盈利模式	产品/解决方案
二维码解决方案销售	数字芯片、安全算法，以及智能门锁等终端核验设备
运营服务费	数字身份加密机（身份认证服务）、平台接入服务

资料来源: 公司官网、产业调研, 国盛证券研究所

图表 60: 2014-2018 年全球条码识读设备销售总额预测



资料来源: VDC, 国盛证券研究所

#### 四、 盈利预测及估值

支付运营及增值业务为收入增长主要动力。随着行业竞争格局改善, 优质第三方支付公司流水预计快速扩张, 同时增值服务增厚收入, 预计 2019-2021 年支付运营及增值业务收入增速分别为 56%、41%和 35%。POS 机总体销售额预计稳定增长, 暂时不考虑“数字公民”计划对识读设备增效, 预计 2019-2021 年电子支付产品及信息识读产品收入增速分别为 15%、14%和 13%。受益于国内整体信息化建设推进, 预计 2019-2021 年行业应用软件开发及服务(含硬件配套) 收入增速分别为 25%、20%和 15%。房地产从 2019 年起贡献极少收入。

图表 61: 分项目收入增速假设

	2019E	2020E	2021E
支付运营及增值业务	56%	41%	35%
电子支付产品及信息识读产品	15%	14%	13%
行业应用软件开发及服务(含硬件配套)	25%	20%	15%
房地产	-90%	-90%	-90%
其他业务	10%	8%	6%

资料来源: 国盛证券研究所

预计各收入项目毛利率总体平稳。其中, 受益于增值服务收入占比提升且相关毛利率较高, 支付运营及增值业务毛利率稳步提升。另外, 参照往年情况, 期间费用增速预计平稳。

图表 62: 分项目毛利率假设

	2019E	2020E	2021E
支付运营及增值业务	24%	25%	26%
电子支付产品及信息识读产品	22%	21%	20%
行业应用软件开发及服务(含硬件配套)	56%	57%	58%
房地产	55%	0%	0%
其他业务	98%	98%	98%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 63: 费用增速假设

	2019E	2020E	2021E
销售费用增速	15%	14%	13%
管理费用增速	30%	28%	26%
研发费用增速	23%	22%	21%

资料来源: 国盛证券研究所

**2019年目标市值为 261 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。**根据关键业务假设，预计 2019-2021 年营业收入分别为 75.83 亿、97.56 亿和 122.44 亿，归母净利润预计分别为 7.65 亿、10.12 亿和 13.04 亿。未来三年净利润 CAGR 为 31%，考虑收单及增值业务快速增长以及“数字公民”计划有望打开蓝海市场，给予 PEG=1.1，即 2019 年目标市值为 261 亿元，对应 PE 34x。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 五、 风险提示

**业务推进不达预期:** 增值服务包含诸多业务场景和内容，部分业务线推进可能不达预期。

**宏观经济风险:** 收单业务与社会消费情况相关，经济不景气将影响流水规模增长。

**关键假设与实际不符:** 关键假设基于分析和产业调研，可能与最终实际情况不符合。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com