

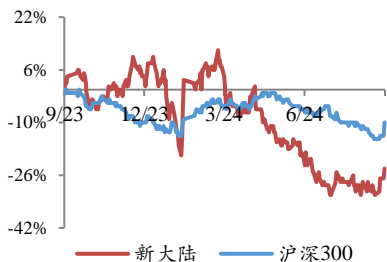
第三方支付盈利改善，海外战略持续推进

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-09-26

收盘价 (元)	13.86
近 12 个月最高/最低 (元)	20.35/11.85
总股本 (百万股)	1,032
流通股本 (百万股)	1,026
流通股比例 (%)	99.45
总市值 (亿元)	143
流通市值 (亿元)	142

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

主要观点：

● 公司是国内领先的 POS 机厂商与支付收单机构。

公司主营业务分为智能终端集群和行业数字化集群两个板块。

- 智能终端集群包括 POS 机生产销售业务。2023 年，根据尼尔森报告，新大陆支付全球出货量排名全球第一。

- 行业数字化集群，包括商户运营及增值服务业务。公司 2023 年支付服务业务交易总量超 2.5 万亿元，行业领先。

● 支付业务盈利能力改善，消费刺激政策或带来积极影响。

2023 年，受益消费复苏，支付流水层面同比增长 8%，商户运营及增值服务收入增长 33.6%，净费率（计算国通星驿子公司净利润/支付流水）增至万 2.4。意味着流水、费率、盈利能力等全面提升。

2024H1，支付流水虽有下降，但随着各项促进消费政策出台，或对线下消费产生积极促进作用，推动公司商户运营及增值服务业务回升。

● 海外战略持续推进，拉动整体毛利率

公司海外业务收入占比持续提升，2024H1，海外业务收入已达 32%，并且毛利率达到 44.7%，显著高于国内业务。未来，公司持续推进海外战略，进一步深耕优势地区拉美，在巴西保持良好成长性之外，持续开拓墨西哥、阿根廷等地区。

● 投资建议

预计公司 2024 年-2026 年实现归母净利润 12.4 亿元、15.0 亿元、18.5 亿元，同比增长 24.0%、20.7%及 23.1%。对应当前市值的 PE 分别为 12 倍、10 倍及 8 倍。我们认为，当前各项促进经济、支持消费政策出台，有望带动公司支付业务成长；同时公司当前估值处于低位，具有向上修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

线下消费复苏不及预期；人民银行等监管机构的监管政策趋严；第三方支付牌照放开等因素带来的行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8250	9121	10414	12107
收入同比 (%)	11.9%	10.6%	14.2%	16.3%
归属母公司净利润	1004	1244	1502	1849
净利润同比 (%)	362.9%	24.0%	20.7%	23.1%
毛利率 (%)	35.2%	34.4%	34.5%	34.6%
ROE (%)	15.7%	16.3%	16.4%	16.8%
每股收益 (元)	0.99	1.21	1.46	1.79
P/E	19.80	11.50	9.52	7.74
P/B	3.16	1.87	1.56	1.30
EV/EBITDA	12.50	6.58	3.87	2.65

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

引言	4
1.公司基本情况	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 公司股权结构	5
1.3 公司业务构成	6
1.4 公司财务数据	7
2.支付收单业务盈利能力提升	9
2.1 线下收单业务	9
2.2 各类刺激消费政策，有望促进线下收单业务回升	11
2.3 行业持续规范，现有领先企业议价能力提升	14
3.海外战略持续推进	16
4.盈利预测与估值	18
风险提示:	19
财务报表与盈利预测	20

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 新大陆业务分类	6
图表 4 新大陆收各项业务收入及占比 (单位: 百万元)	7
图表 5 营业总收入及增速 (单位: 百万元)	7
图表 6 归母净利润及增速 (单位: 百万元)	7
图表 7 毛利率变化	8
图表 8 费用率变化	8
图表 9 存货及周转率 (单位: 百万元)	8
图表 10 经营活动现金流 (单位: 百万元)	8
图表 11 第三方支付分类	9
图表 12 九六费改银行卡收单费率	10
图表 13 银行卡收单流程——刷卡	10
图表 14 银行卡收单流程——扫码	11
图表 15 2020 前线下收单行业规模	11
图表 16 扫码收单比例提升	11
图表 17 线下商业部分阶段低迷	12
图表 18 新大陆收单流水 (单位: 万亿元)	12
图表 19 2024 年以来促进消费政策	13
图表 20 公司收单费率变化情况	13
图表 21 支付政策梳理	14
图表 22 新大陆海外业务收入及增速 (单位: 百万元)	16
图表 23 海外业务收入占营业总收入比例	16
图表 24 海外业务毛利率	16
图表 25 公司全球市场出货量分布	17
图表 26 公司全球市场销售额分布	17
图表 27 各业务收入增速 (单位: 百万元)	18
图表 28 可比公司盈利预测及估值	19

引言

新大陆是国内领先的 POS 机厂商与支付收单机构。

POS 机生产销售业务，2023 年，根据尼尔森报告，新大陆支付全球出货量排名全球第一。

支付收单业务，2023 年流水规模超过 2.5 万亿，行业领先。

站在当前时间点，我们认为支付收单受益行业提价与复苏；POS 机等支付终端业务有望随着公司出海战略深化，较快增长。

- **多项消费促进政策推出，有望推动支付流水回升**

2024 年上半年，公司支付收单流水同比下降。而支付收单流水，与线下消费息息相关。2024 年以来，多项刺激消费政策出台，如 2024 年 8 月国务院发布的《关于促进服务消费高质量发展的意见》等，有望提振消费市场，推动支付业务流水回升。

- **支付费率仍有提升趋势**

2023 年，支付费率有所提升，带来盈利能力提升，商户运营及增值服务毛利率达到 41.2%，国通星驿净费率（计算国通星驿子公司净利润/支付流水）增至 2.4。2024 年上半年，商户运营及增值服务毛利率进一步提升至 45.3%。预计下半年，费率仍有提升趋势。

- **电子支付产品及信息识读产品持续推进海外战略**

2024 年上半年智能终端集群中海外业务毛利率达到 40.9%，同比提升 2.59 个百分点。毛利率变动主要系国内终端市场下游仍处在行业出清阶段，公司主动选择经营持续性更好的客户与业务，以及海外业务方面公司持续布局新兴地区综合影响所致。

同时，公司优选海外电子支付产品需求旺盛的地区开展业务，有利于收入的快速增长。例如，公司在拉美区域依旧占据主导地位，拉美地区销售收入突破 6 亿元人民币，同比增长超 18%。

预计公司 2024 年-2026 年实现归母净利润 12.4 亿元、15.0 亿元、18.5 亿元，同比增长 24.0%、20.7%及 23.1%。对应当前市值的 PE 分别为 12 倍、10 倍及 8 倍。我们认为，当前各项促进经济、支持消费政策出台，有望带动公司支付业务成长；海外战略持续推进。公司当前估值处于低位，具有向上修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

1. 公司基本情况

1.1 公司发展历程

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。

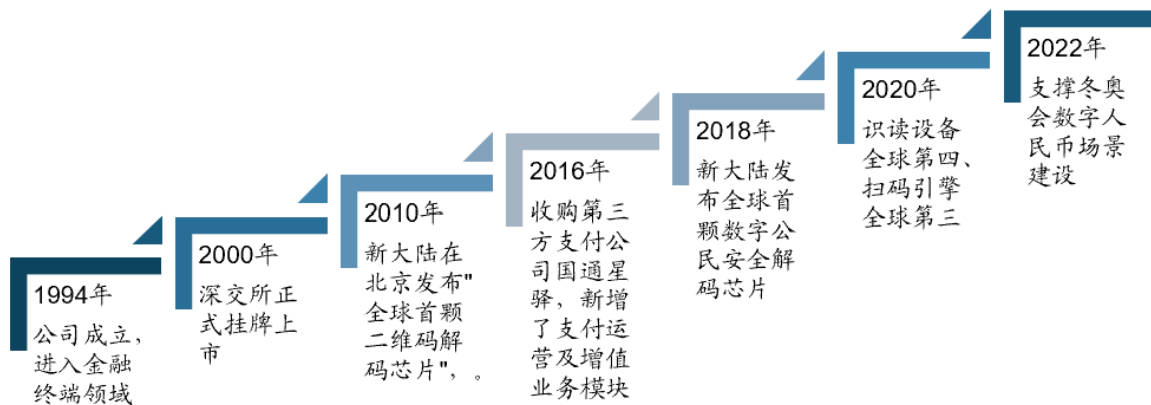
2010年，新大陆在北京发布“全球首颗二维码解码芯片”。

2016年，收购第三方支付公司国通星驿，开始发展第三方支付收单业务。

2020年，公司识读设备全球第四，扫码引擎全球第三。

2022年，支撑冬奥会数字人民币场景建设。

图表 1 公司发展历程

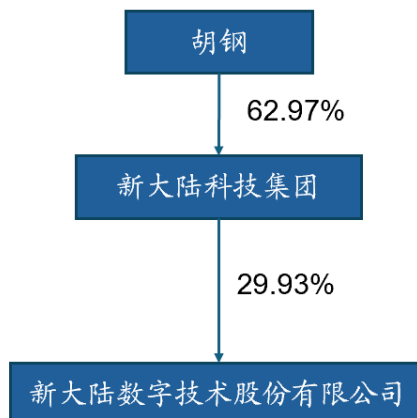


资料来源：公司官网，公司财报，华安证券研究所

1.2 公司股权结构

公司股权结构较为简单，实际控制人胡钢，通过新大陆科技集团持有新大陆数字技术股份有限公司股权。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：截止到 2024 年中报

1.3 公司业务构成

公司主营业务分为智能终端集群和行业数字化集群两个板块：

- 智能终端集群，主要包括数字支付终端业务和智能感知识别终端业务，是公司助力数字中国建设以及赋能产业数字化的核心载体和数据入口；
- 行业数字化集群主要包括商户运营及增值服务、电信运营商数字化服务，公司聚焦线下商业、移动通信等场景，提供基于海量、高频数据应用场景的数字化解决方案

图表 3 新大陆业务分类

类型	业务	内容	子公司	2023 年收入规模 (单位：亿元)
智能终端集群	数字支付终端	智能和泛智能 POS、智能收银机、标准 POS、扫码 POS、泛智能终端等产品	新大陆支付技术公司与北京亚大公司	31.99
	智能感知识别终端	条码识别设备的设计、研发和销售，	新大陆识别公司、江苏智联公司、思必拓公司	
行业数字化集群	商户运营及增值服务	为商户提供聚合支付、ERP、营销和金融等数字化服务，并通过大数据分析，帮助商户增加收入、提升经营效率、降低运营成本与融资难度。	国通星驿公司、网商小贷公司	38.82
	行业运营与软件开发及服务	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。	新大陆软件	11.54

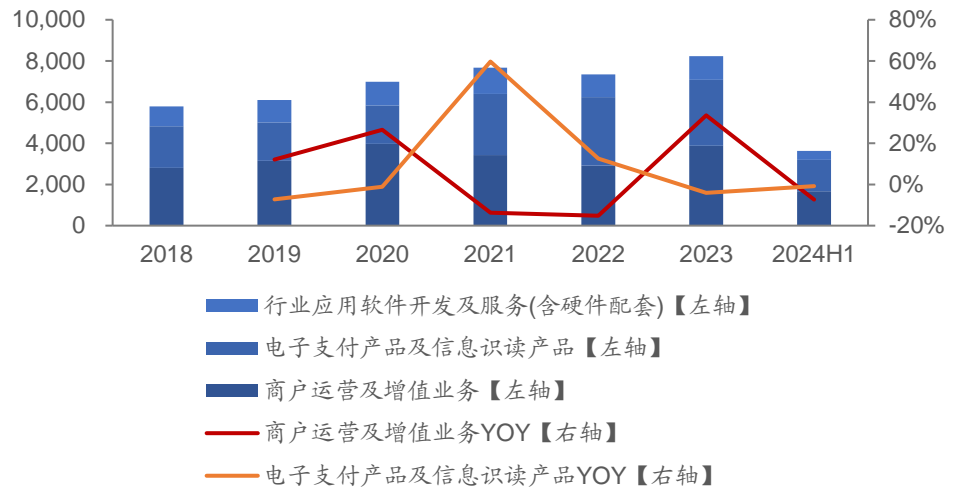
资料来源：新大陆 2023 年报，华安证券研究所

2020 年至 2022 年，公司支付运营及增值业务的成长性明显下降。而电子支付产品及信息识读产品成长性快速提升。

2023 年，特别是商户运营及增值服务呈现较为积极的变化，商户运营及增值服务收入同比增长 33.57%，体现强劲复苏。其中支付交易总量超过 2.5 万亿元，较上年同期增长 8%。由此计算，费率提升更为明显。

2024 年上半年看，交易流水 1.07 万亿元，较上年同期的 1.3 万亿元有所下降，由此带来商户运营及增值业务收入规模下降。

图表 4 新大陆收各项业务收入及占比 (单位: 百万元)

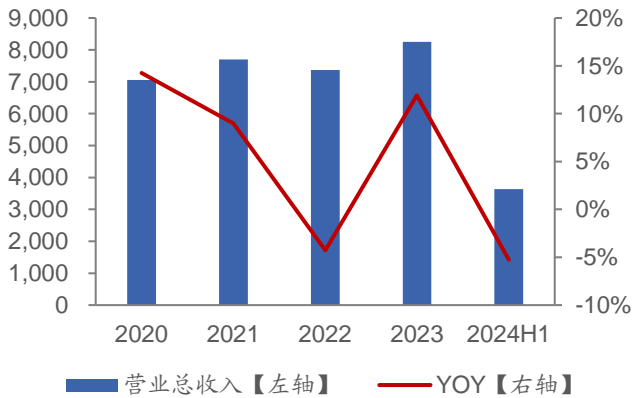


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.4 公司财务数据

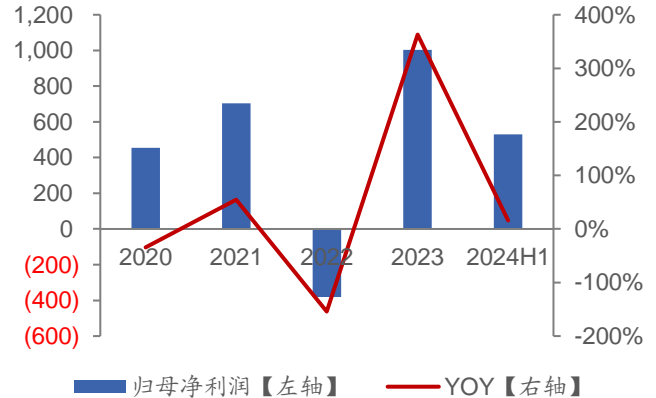
- 营业总收入 2024 上半年下降 5.25%，主要由于商户运营及增值服务业务收入下降 7.3% 所致。
- 归母净利润在 2022 年出现大幅下降，主要由于全资子公司国通星驿公司在收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上传清算网络的情形，需按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户所致。

图表 5 营业总收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

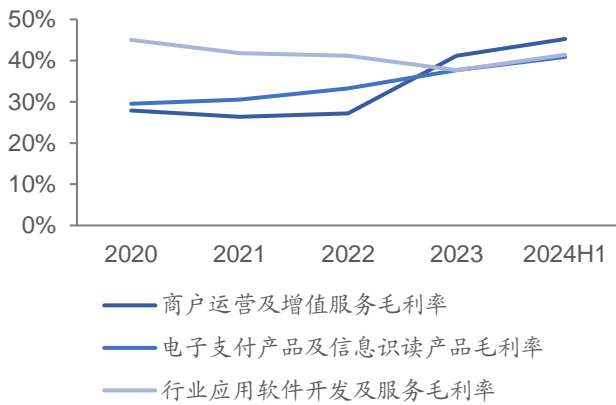
图表 6 归母净利润及增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

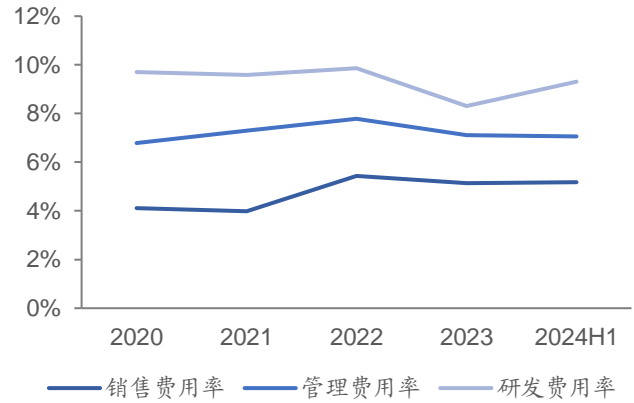
- 毛利率整体有向上趋势。商户运营及增值服务毛利率 2022 年最低。
- 费用率方面，整体维持平稳。2024 年上半年，研发费用率有所回升。

图表 7 毛利率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

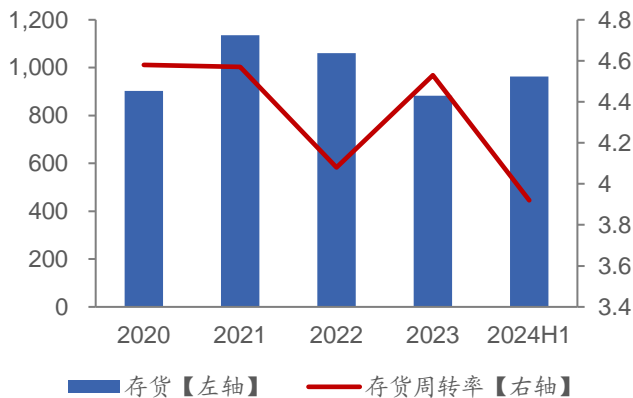
图表 8 费用率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

- 存货来看, 基本维持平稳。
- 2024 年上半年, 经营活动现金净流出的主要原因系报告期末公司应收账款增加, 对应的销售商品、提供劳务收到的现金减少, 以及报告期末为法定假日, 控股子公司国通星驿公司支付应付清分款项所致。

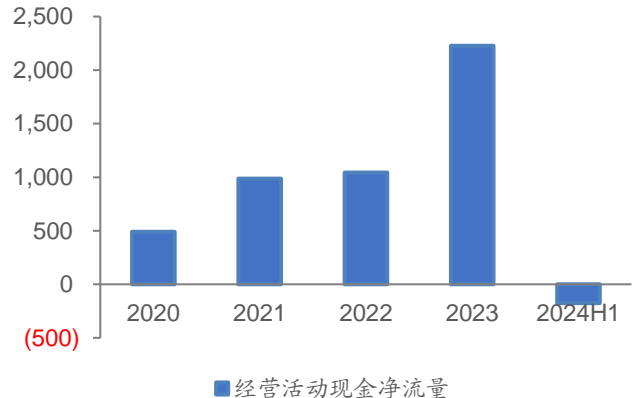
图表 9 存货及周转率 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 2024H1 周转率已年化

图表 10 经营活动现金流 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

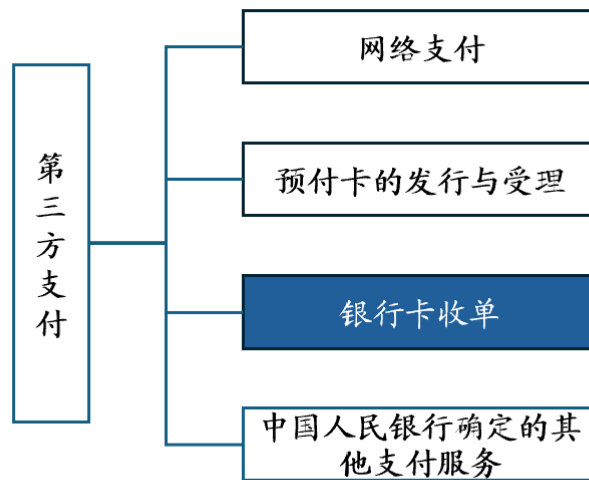
2. 支付收单业务盈利能力提升

2.1 线下收单业务

第三方支付，又称非金融机构支付，是指非金融机构在收付款人之间作为中介机构提供下列部分或全部货币资金转移服务：

- （一）网络支付；
- （二）预付卡的发行与受理；
- （三）银行卡收单；
- （四）中国人民银行确定的其他支付服务。

图表 11 第三方支付分类



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

2016年3月央行发布了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，后在2016年9月6日实施，俗称“96费改”。在“96费改”前，刷卡手续费按政府定价执行。“96费改”取消按商户类别收费分类设定，刷卡手续费借贷分离、统一费率、实行自主定价。

根据九六费改，发卡机构收取的发卡行服务费由现行区分不同商户类别实行政府定价，对借记卡、贷记卡（含准贷记卡，下同）执行相同费率，改为不区分商户类别，实行政府指导价、上限管理，并对借记卡、贷记卡差别计费。费率水平降低为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%。

银行卡清算机构收取的网络服务费由现行区分商户类别实行政府定价，改为不区分商户类别，实行政府指导价、上限管理，分别向收单、发卡机构计收。费率水平降低为不超过交易金额的0.065%，由发卡、收单机构各承担50%（即分别向发卡、收单机构计收的费率均不超过交易金额的0.0325%）。

以1000元的交易金额为例，商户最终收入约994元，其中3.5元支付给发卡行；0.65元支付给银联；约1.5元支付给第三方支付机构。

图表 12 九六费改银行卡收单费率

收费项目	收费方式	费率
收单服务费	收单机构向商户收取	实行市场调节价
发卡行服务费	卡机构向收单机构收取	借记卡: 不高于 0.35% (单笔收费金额不超过 13 元) 贷记卡: 不高于 0.45% (上不封顶)
网络服务费	银行卡清算机构向发卡机构收取	不高于 0.0325% (单笔收费金额不超过 3.25 元)
	银行卡清算机构向收单机构收取	不高于 0.0325% (单笔收费金额不超过 3.25 元)

资料来源: 人民银行, 华安证券研究所

银行卡收单业务主要包含两种业务模式: 1) 刷卡模型; 2) 扫码模式, 包含主扫与被扫。

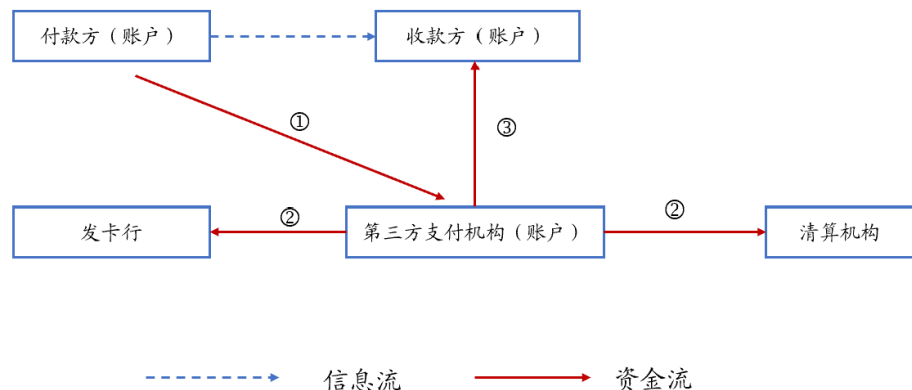
• 刷卡模式

刷卡业务模式下, 主要涉及付款方、收款方、第三方支付机构、清算机构、发卡行。以付款方采用借记卡支付 1000 元为例

1. 付款方支付 1000 元给收款方, 表面上信息流显示, 资金从付款方流向收款方。背后资金流, 实则是资金从付款方的账户, 打向第三方支付公司账户 1000 元。
2. 随后, 第三方支付公司, 需要向付款方的发卡行支付 0.35% 的发卡行服务费, 也即 3.5 元; 同时, 第三方支付机构向清算机构也即银联支付 0.0325% 网络服务费, 也即 0.325 元。
3. 第三方支付公司, 留下自己的收单服务费, 通常为 0.1%-0.2%, 也即 1-2 元, 剩余的金额则打给收款方账户。

经过上述流程, 最终收款方收到 994-995 元。

图表 13 银行卡收单流程——刷卡



资料来源: 华安证券研究所

注: 此图为分析师根据理解自行绘制

• 扫码模式

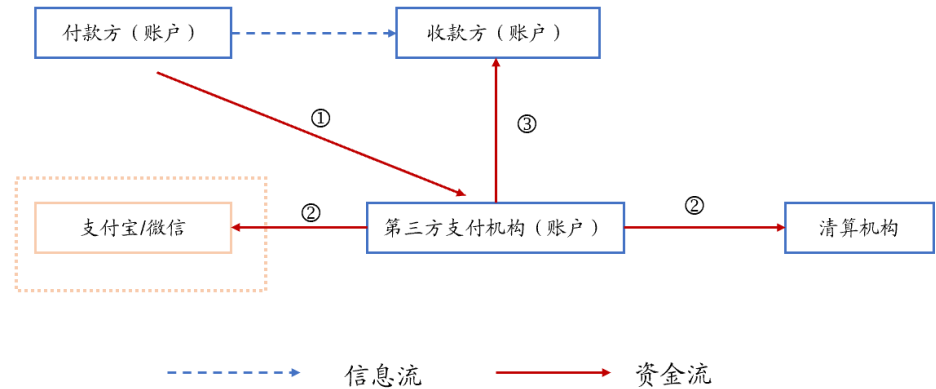
线下扫码模式，可以划分为主动扫码与被动扫码。

主动扫码，支付方扫描商家的收款二维码进行支付；被动扫码，即是商家采用 pos 机具或特定扫码设备。扫描客户的支付二维码。

在扫码的模式中，主要流程都与刷卡相似，支付宝/微信更像充当发卡行角色。而背后与银行之间的费率，则由支付宝、微信自行谈判。

扫码业务的收单服务费用并不固定，主要依托市场调节价格与支付宝、微信定价。

图表 14 银行卡收单流程——扫码



资料来源：华安证券研究所

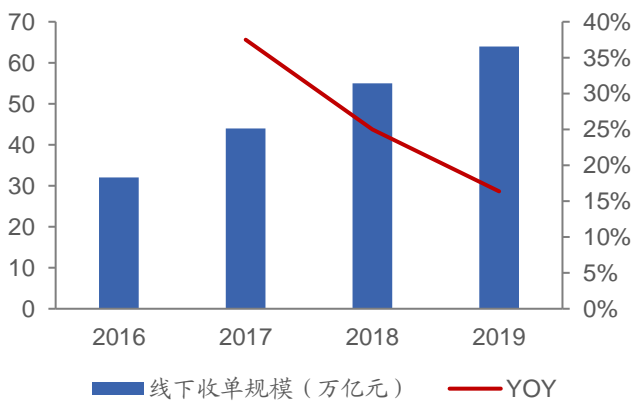
注：此图为分析师根据理解自行绘制

2.2 各类刺激消费政策，有望促进线下收单业务回升

2020 年前，银行卡线下收单行业快速发展。2017-2019 年，行业规模增速分别为 38%、25%及 16%。2019 年线下收单行业规模更是达到了 64 万亿元。

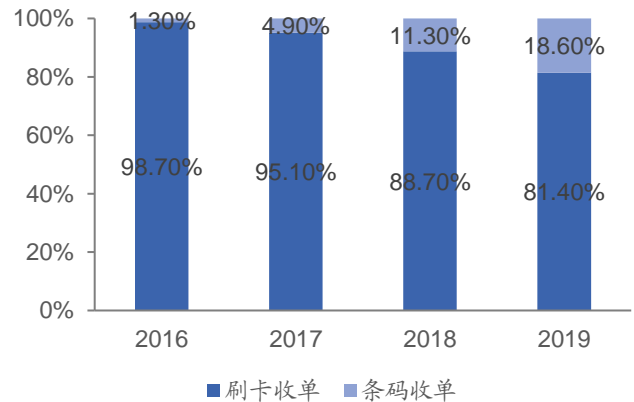
叠加线下扫码支付的快速发展，线下扫码业务占比持续提升。

图表 15 2020 前线下收单行业规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

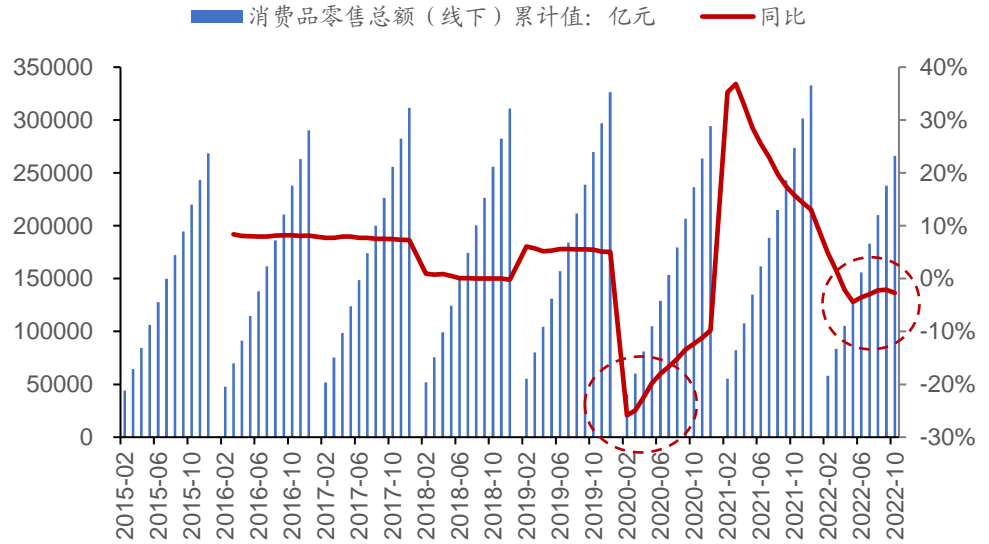
图表 16 扫码收单比例提升



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

2020 年开始，线下消费低迷，从消费品零售总额（线下）数据可以看到，部分阶段同比下滑明显。

图表 17 线下商业部分阶段低迷

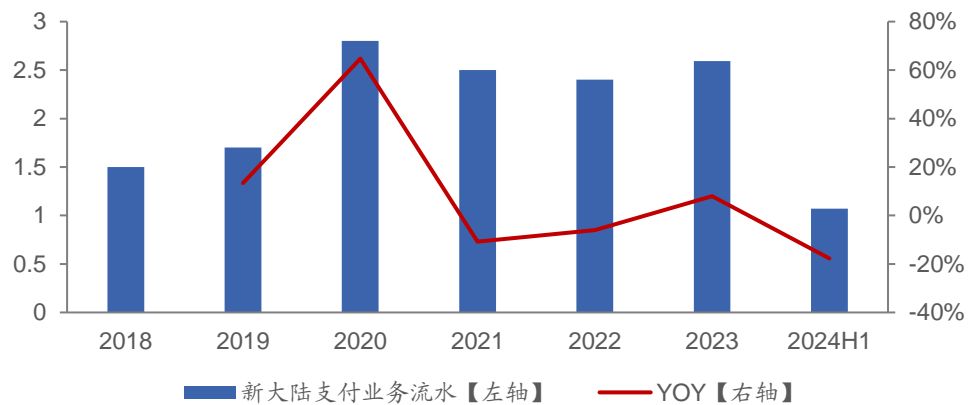


资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 采用社会消费品零售总额数据-线上实物商品网上零售总额数据观察线下消费变化。

由此导致，线下收单受到较大冲击。公司支付业务流水来看，2021-2022 年，支付流水有所下滑。2023 年明显回升。

图表 18 新大陆收单流水 (单位: 万亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

当前，随着一系列政策措施出台，有望进一步促进消费、提振经济，预计将给公司支付业务带来正面影响。

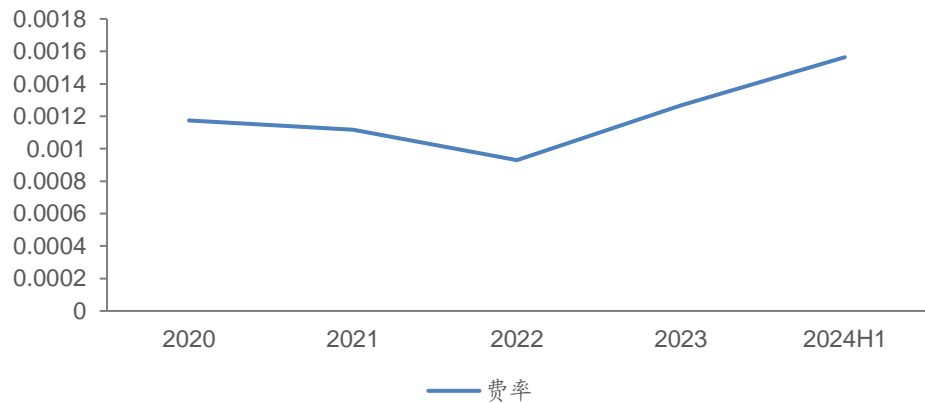
图表 19 2024 年以来促进消费政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2024/3/12	政府工作报告	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环	稳定和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费
2024/3/13	国务院	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	推动汽车换“能”，推动家电换“智”，推动家装厨卫“焕新”。
2024/7/24	发改委、财政部	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施	支持地方提升消费品以旧换新、提高汽车报废更新补贴标准、支持家电产品以旧换新等。
2024/8/3	国务院	关于促进服务消费高质量发展的意见	挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力，激发文化娱乐、旅游消费、体育消费、教育和培训、居住服务等改善型消费的活力

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

从公司支付业务费率(注：费率采用商户运营及增值服务收入/交易流水计算)来看，2023 年以来呈现明显回升。当前趋势仍然向好。因此，我们预计，政策在刺激消费、促进支付流水增长的同时，公司该业务的盈利能力也有望提升。

图表 20 公司收单费率变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 行业持续规范，现有领先企业议价能力提升

第三方支付行业自业务开展初期，就受到了一系列政策监管。

从 2016 年发布的《支付机构客户备付金管理办法》、到《中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》，监管的重点在于监管备付金，防止由于支付机构违规，导致的商户损失。

其中，《中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》中规定：2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。交存时间为每月第二个星期一（遇节假日顺延），交存基数为上一个月客户备付金日均余额。跨境人民币备付金账户、基金销售结算专用账户、外汇备付金账户余额暂不计入交存基数。这是此前支付备付金监管政策的再次推进。其次，在对支付机构监管方面，央行还发布了非银行支付机构开展大额交易报告通知，并要求 2019 年 1 月 1 日起开始执行。该文件的出台，第三方支付机构（包括银行卡收单、网络支付、移动支付、预付卡等）整体都受到不同程度业务影响。类似预付卡等主要依靠利息收入的商业模式受到较大影响，而银行卡收单业务，由于商业模式主要依靠支付佣金而非利息收入，对比之下受到的冲击较小。但整体而言，政策的推出，进一步规范第三方支付行业。

2021 年，《非银行支付机构客户备付金存管办法》推出，较此前文件有所放松。支付机构备付金可交存至符合规定的商业银行，同时享受一定利息。

从整个政策监管脉络来看，对于支付机构备付金的监管，自此度过了最严苛的时间段，当前已经进入有序发展的新阶段。

图表 21 支付政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2016 年	《支付机构客户备付金管理办法》	第三方账户实名制及个人支付账户划分为 I、II、III 类
2016 年	《国务院办公厅关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》	1. 支付机构不得挪用、占用客户备付金。客户备付金账户应开立在人民银行或符合要求的商业银行。人民银行或商业银行不向非银行支付机构备付金账户计付利息；2. 非银行支付机构不得链接多家银行系统，变相开展跨行清算业务。3. 开展支付业务的机构应依法取得相应业务资质，不得无证经营支付业务
2016 年	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》	1. 开展支付机构客户备付金风险和跨机构清算业务整治，包括加大对客户备付金问题的专项整治和整改监督力度，建立支付机构客户备付金集中存管制度，逐步取消对支付机构客户备付金利息支出，规范支付机构开展跨行清算行为，按照总量控制、结构优化、提高质量、有序发展的原则，严格把握支付机构市场准入和监督工作；2. 开展无证经营支付业务整治。
2017 年	《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》	1. 支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至制定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息；2. 人民银行根据支付机构的业务类型和最近一次分类评级结果确定支付机构交存客户备付金的比例，并根据管理需要进行调整。
2018 年	《中国人民银行办公厅关于支付机构	自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。

客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》

2021 年

《非银行支付机构客户备付金存管办法》

1. 规定备付金全额集中交存至人民银行或符合规定的商业银行。
2. 规定客户备付金的划转应当通过符合规定的清算机构办理。
3. 详细规定了备付金出金、入金以及自有资金划转的范围和方式，明确了支付机构间开展合规合作产生的备付金划转应当通过符合规定的清算机构办理。

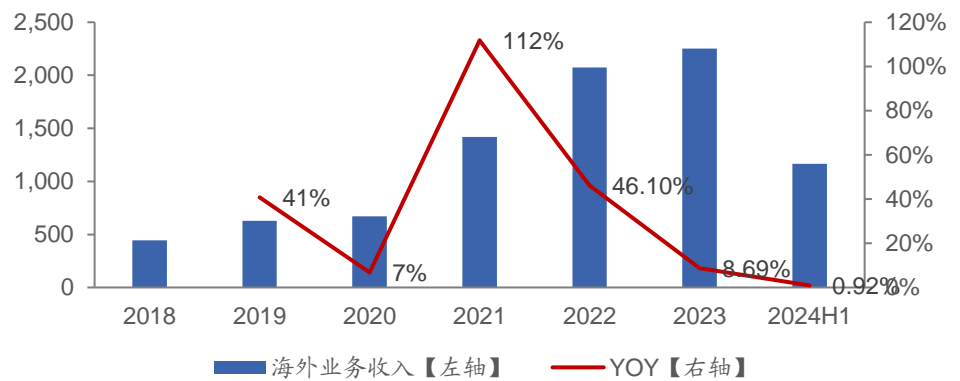
资料来源：中国政府网，华安证券研究所

3.海外战略持续推进

海外，特别是亚非拉地区的 POS 机需求旺盛。根据尼尔森报告，全球 POS 机出货情况来看，2022 年，拉美地区 2520 万，增长 0.5%；欧洲地区 1430 万，增长了 14.2%；中东及非洲（MEA）市场 726 万，增长了 24.9%，是增长最为迅猛的地区；美国市场 780 万，增长了 11.7%；加拿大市场 60 万，增长了 35.0%。

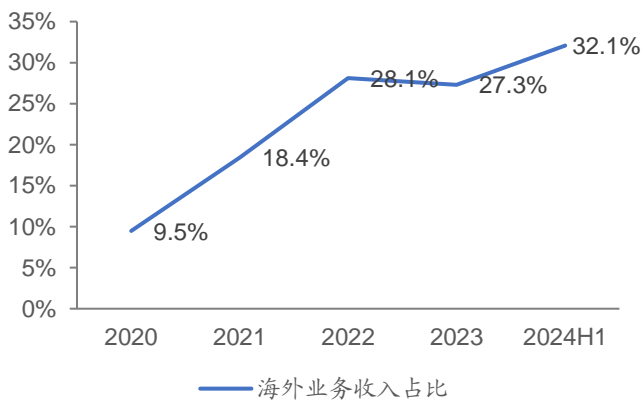
公司 POS 机具业务一直以来位于全球领先地位，近年来大力发展海外 POS 业务，加快海外本地部署，以期进一步提升海外业务收入占比与增速。

图表 22 新大陆海外业务收入及增速（单位：百万元）



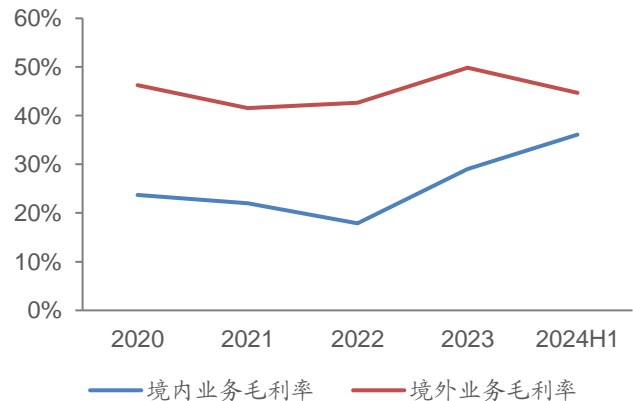
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 海外业务收入占营业总收入比例



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 海外业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

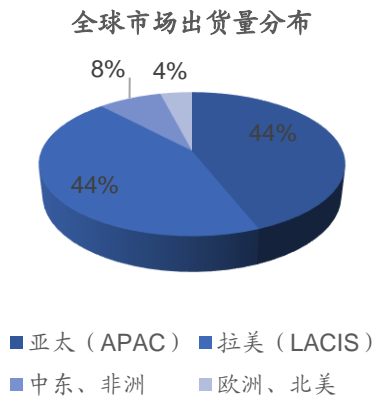
注：下文中提到的 2024 年上半年海外业务毛利率 40.9%，是指智能终端集群中的海外业务毛利率。此处指公司整体的海外业务毛利率

2024 年上半年，智能终端集群中海外业务毛利率达到 40.9%，同比提升 2.59 个百分点。毛利率变动主要系国内终端市场下游仍处在行业出清阶段，公司主动选择经营持续性更好的客户与业务，以及海外业务方面公司持续布局新兴地区综合影响所致。

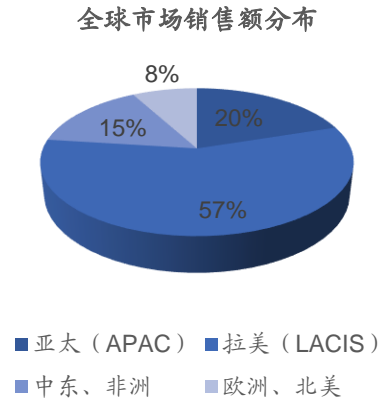
海外市场方面，支付终端在全球各地区的供需关系受多因素影响存在较大差异。

分区域看,公司在拉美区域依旧占据主导地位,拉美地区销售收入突破 6 亿元人民币,同比增长超 18%,公司在巴西保持良好成长性之外,持续开拓墨西哥、阿根廷等地区;在亚太及欧美地区,受下游客户订单季节性周期的影响,上半年公司在该地区收入较去年同期下降 20%,但伴随公司在亚太和欧美等地区本地化步伐的加速,正逐步实现由代理向本地化直营模式转变,未来将推动公司更好地把产品和服务触达新客户,带来持续的成长性;在中东非地区,公司持续把握非接经济持续渗透的机会,不断加强头部客户合作,实现头部客户的持续批量供货,出货量和收入规模总体保持稳定,地区收入达 1.6 亿元人民币。

图表 25 公司全球市场出货量分布



图表 26 公司全球市场销售额分布



资料来源: 新大陆 2024 半年报, 华安证券研究所

资料来源: 新大陆 2024 半年报, 华安证券研究所

4.盈利预测与估值

公司盈利预测基于以下判断：

- 1) 商户运营与增值服务业务：2024 年支付流水增长承压，但 2025 年开始有所回升。预计 2024-2026 年，流水增速分别为 0%、5%及 5%。对应交易流水 2.59 万亿元、2.72 万亿元及 2.86 万亿元。同时行业收费费率稳步提升，2024-2026 年交易费率分别为千 1.4、千 1.5 及千 1.6。由此，预计商户运营及增值服务收入增速分别为 9.8%、11.9%及 11.5%。
- 2) 电子支付产品及信息识读产品：该业务主要由两大子公司组成，新大陆自动识别公司及新大陆支付公司。其中新大陆支付公司，受益于下游景气度提升与海外业务增长，增速较快，2024 年-2026 年增速分别为 20%、25%及 30%。而自动识别子公司增长相对放缓。因此电子支付及信息识读产品预计 2024-2026 年收入增速分别为 14.8%、20.5%及 25.1%。
- 3) 行业应用软件开发及服务：增速较慢，预计 2024-2026 年增速分别为 2.6%、2.7%及 2.8%。

图表 27 各业务收入增速（单位：百万元）

分业务收入预测	2023A	2024E	2025E	2026E
商户运营及增值业务	3883	4262	4770	5319
YOY	32.86%	9.77%	11.92%	11.52%
电子支付产品及信息识读产品	3199	3673	4426	5536
YOY	-4.07%	14.82%	20.49%	25.09%
行业应用软件开发及服务(含硬件配套)	1154	1185	1217	1250
YOY	3.85%	2.64%	2.70%	2.76%
营业收入	8250	9121	10414	12107
YOY	11.94%	10.56%	14.17%	16.26%

资料来源：wind，华安证券研究所

- 4) 考虑公司海外业务拓展，可能增加销售费用、管理费用、研发费用投入，因此预计 2024 年各费用率较 2023 年有所提升，2025 年、2026 年逐年下降。
 - 销售费用率预计分别为 5.5%、5%、4.5%；
 - 管理费用率预计分别为 8.2%、8%、7.8%；
 - 研发费用率预计分别为 9.8%、9.2%、9.0%。

基于上述假设，预计公司 2024 年-2026 年实现归母净利润 12.4 亿元、15.0 亿元、18.5 亿元，同比增长 24.0%、20.7%及 23.1%。对应当前市值的 PE 分别为 12 倍、10 倍及 8 倍。与可比公司对比，公司利润规模较大，理应享有部分溢价，当前估值对比可比公司仍有提升空间，给予“买入”评级（首次覆盖）。

图表 28 可比公司盈利预测及估值

对标业务	简称	当前市值 (亿元)	2024E 归母净利润 (亿元)	2025E 归母净利润 (亿元)	2024 年 PE
000997.SZ	新大陆	143	12.44	15.02	11.50
300130.SZ	新国都	99	8.85	10.34	11.24
300773.SZ	拉卡拉	106	8.38	10.21	12.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 可比公司新国都、拉卡拉, 2024-2025 年归母净利润采用 wind 一致预期中值。新大陆 2024-2025 年归母净利润采用华安证券盈利预测。市值采用 2024 年 9 月 25 日收盘数据。

风险提示:

- 1) 线下消费复苏不及预期。公司支付业务交易流水与线下消费情况息息相关, 若消费不及预期, 将影响公司支付业务收入及利润;
- 2) 人民银行等监管机构的监管政策趋严。若监管政策趋严, 或可能带来新业务拓展不利; 客户增长不利; 潜在的监管处罚风险。
- 3) 第三方支付牌照放开等因素带来的行业竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7939	10024	12676	15885	营业收入	8250	9121	10414	12107
现金	4492	5045	8130	9497	营业成本	5001	5620	6423	7489
应收账款	928	1618	1299	2109	营业税金及附加	43	48	54	64
其他应收款	1073	1374	1430	1845	销售费用	391	467	486	511
预付账款	34	38	44	51	管理费用	541	696	778	886
存货	883	1379	1258	1819	财务费用	-101	-30	-38	-85
其他流动资产	530	569	515	565	资产减值损失	-94	66	60	87
非流动资产	5261	5174	5087	5000	公允价值变动收益	-50	-30	-33	-36
长期投资	79	79	79	79	投资净收益	-56	-25	-29	-34
固定资产	412	325	238	151	营业利润	1144	1558	1880	2314
无形资产	133	133	133	133	营业外收入	6	6	6	6
其他非流动资产	4637	4637	4637	4637	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	13200	15198	17762	20885	利润总额	1140	1555	1877	2310
流动负债	6321	6921	7798	8843	所得税	115	157	189	233
短期借款	1246	1246	1246	1246	净利润	1026	1398	1688	2078
应付账款	711	858	937	1157	少数股东损益	22	154	186	229
其他流动负债	4363	4818	5615	6440	归属母公司净利润	1004	1244	1502	1849
非流动负债	171	171	171	171	EBITDA	1363	1603	1929	2298
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.99	1.21	1.46	1.79
其他非流动负债	171	171	171	171					
负债合计	6492	7092	7968	9013					
少数股东权益	312	465	651	880	主要财务比率				
股本	1032	1032	1032	1032	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1838	1838	1838	1838	成长能力				
留存收益	3527	4771	6273	8123	营业收入	11.9%	10.6%	14.2%	16.3%
归属母公司股东权	6397	7641	9143	10992	营业利润	180.3%	36.2%	20.7%	23.1%
负债和股东权益	13200	15198	17762	20885	归属于母公司净利	362.9%	24.0%	20.7%	23.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	35.2%	34.4%	34.5%	34.6%
					净利率 (%)	13.2%	14.7%	15.4%	16.3%
					ROE (%)	15.7%	16.3%	16.4%	16.8%
					ROIC (%)	14.1%	14.5%	14.9%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	49.2%	46.7%	44.9%	43.2%
					净负债比率 (%)	96.8%	87.5%	81.4%	75.9%
					流动比率	1.26	1.45	1.63	1.80
					速动比率	1.04	1.18	1.40	1.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.60	0.59	0.59
					应收账款周转率	7.86	6.67	6.67	6.67
					应付账款周转率	7.10	7.10	7.10	7.10
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.99	1.21	1.46	1.79
					每股经营现金流	2.16	0.60	3.05	1.39
					每股净资产	6.20	7.40	8.86	10.65
					估值比率				
					P/E	19.80	11.50	9.52	7.74
					P/B	3.16	1.87	1.56	1.30
					EV/EBITDA	12.50	6.58	3.87	2.65

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7年计算机行研经验，2022年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。