

业绩落入预告上限，商户增值服务持续发力 买入（维持）

2019年08月28日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,319	3,384	3,979	4,610
同比（%）	87.5%	45.9%	17.6%	15.9%
归母净利润（百万元）	248	390	525	638
同比（%）	244.6%	57.5%	34.6%	21.4%
每股收益（元/股）	0.51	0.81	1.08	1.32
P/E（倍）	31.59	20.07	14.90	12.28

投资要点

- **事件：**8月28日公司公布2019年中报，19H1实现营业收入13.76亿元，同比增长54.21%。归母净利润1.42亿元，同比增长138.93%，扣非归母净利润1.20亿元，同比增长230.65%。同时公布前三季度业绩指引，预计Q1-Q3实现归母净利润2.84-3.02亿元，同比增长134.82%-149.70%，其中Q3预计实现归母净利润1.42-1.60亿元，同比增长130.27%-159.45%。预计Q1-Q3非经常性损益对净利润影响金额约6600万元，主要系收到转让金服技术股权收益、政府项目补助款及理财收益。
- **业绩落入预告上限，收单业务贡献主要收入增长。**公司此前公告2019H1归母净利润变动区间为1.24-1.42亿，实际实现归母净利润1.42亿，落入预告上限。上半年公司营收同比增长54.21%，主要系支付服务、商户服务增加所致，其中收单业务实现营收7.57亿元，同比增长191.76%（嘉联支付18年5月开始并表）；电子支付产品销售业务实现营收4.12亿元，同比减少20.16%；生物识别产品业务实现营收0.52亿元，同比增长137.28%；信用审核业务实现营收0.65亿元，同比增长13.18%；技术服务业务实现营收0.37亿元，同比增长60.07%。
- **商户服务推广力度加大致毛利率承压，费用率有所优化。**19H1公司毛利率28.18%，同比下降2.38pct，主要系嘉联支付营销政策变化，上半年嘉联支付加大推广增值服务力度，进行部分手续费减免，毛利率有所承压（19H1收单服务毛利率20.19%，同比下降13.97pct）；期间费用率方面有所优化，19H1销售费用率4.92%，同比降低1.05pct；管理费用率6.43%，同比降低2.38pct；研发费用0.97亿元，同比增长18.37%，研发费用率7.06%，同比降低2.14pct；财务费用率0.93%，同比降低2.42pct，主要系利息支出减少和业务模式变化所致；同时所得税率有所降低，19H1为5.0%，同比降低8.4pct，净利率10.31%，同比提升3.75pct。
- **收单流水稳定增长，商户增值服务持续发力。**第三方支付行业监管不断加强，收单业务服务和流水逐渐向合规运营的头部支付机构集中。2019年上半年，嘉联支付收单交易流水稳步增长，同比增加20-30%。同时公司通过合作、自研等方式成功为超过36个行业的商户提供不同经营场景的解决方案，并且为商户提供创新、丰富的营销工具和高效的管理工具，如获客拓新、流量转化、二次营销、留存复购及经营数据分析、电子发票、会员系统管理开具等一站式服务。19年上半年，使用嘉联支付提供的增值服务的商户较2018年末增长100%，相应业绩贡献增长约30%。
- **盈利预测与投资评级：**预计19-21年实现营收33.84/39.79/46.10亿，归母净利润3.90/5.25/6.38亿，EPS分别为0.81/1.08/1.32元，对应当前股价PE分别为20/15/12X，考虑公司收单流水稳定增长，增值服务处于快速增长阶段，优化收入结构，给予19年30倍估值，目标价24元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**监管政策变化；行业竞争加剧；增值服务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.16
一年最低/最高价	8.93/19.93
市净率(倍)	3.43
流通A股市值(百万元)	5516.66

基础数据

每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	37.23
总股本(百万股)	484.62
流通A股(百万股)	341.38

相关研究

- 1、《新都 (300130)：布局电子支付全产业链，“支付+增值”服务开启增长新阶段》
2019-05-22

1. 业绩落入预告上限，商户增值服务持续发力

事件：8月28日公司公布2019年中报，19H1实现营业收入13.76亿元，同比增长54.21%。归母净利润1.42亿元，同比增长138.93%，扣非归母净利润1.20亿元，同比增长230.65%。同时公布前三季度业绩指引，预计Q1-Q3实现归母净利润2.84-3.02亿元，同比增长134.82%-149.70%，其中Q3预计实现归母净利润1.42-1.60亿元，同比增长130.27%-159.45%。预计Q1-Q3非经常性损益对净利润影响金额约6600万元，主要系收到转让金服技术股权收益、政府项目补助款及理财收益

图1：公司近年营业收入情况

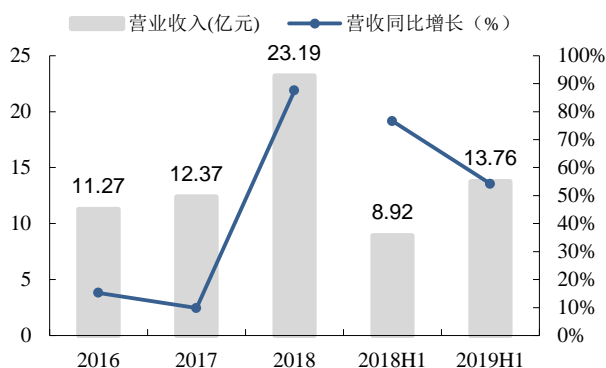
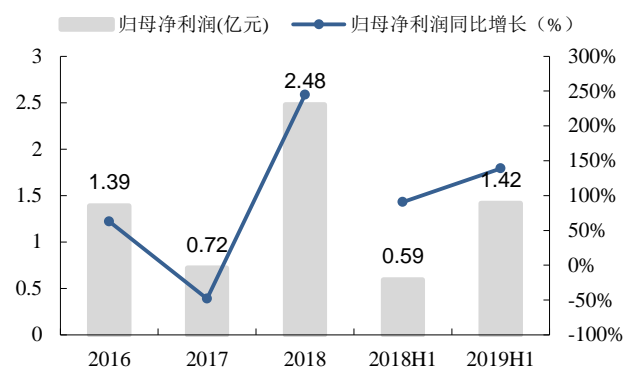


图2：公司近年归母净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业绩落入预告上限，收单业务贡献主要收入增长。公司此前公告2019H1归母净利润变动区间为1.24-1.42亿，实际实现归母净利润1.42亿，落入预告上限。上半年公司营收同比增长54.21%，主要系支付服务、商户服务增加所致，其中收单业务实现营收7.57亿元，同比增长191.76%（嘉联支付18年5月开始并表）；电子支付产品销售业务实现营收4.12亿元，同比减少20.16%；生物识别产品业务实现营收0.52亿元，同比增长137.28%；信用审核业务实现营收0.65亿元，同比增长13.18%；技术服务业务实现营收0.37亿元，同比增长60.07%。

商户服务推广力度加大致毛利率承压，费用率有所优化。19H1公司毛利率28.18%，同比下降2.38pct，主要系嘉联支付营销政策变化，上半年嘉联支付加大推广增值服务力度，进行部分手续费减免，毛利率有所承压（19H1收单服务毛利率20.19%，同比下降13.97pct）；期间费用率方面有所优化，19H1销售费用率4.92%，同比降低1.05pct；管理费用率6.43%，同比降低2.38pct；研发费用0.97亿元，同比增长18.37%，研发费用率7.06%，同比降低2.14pct；财务费用率0.93%，同比降低2.42pct，主要系利息支出减少和业务模式变化所致；同时所得税率有所降低，19H1为5.0%，同比降低8.4pct，净

利率 10.31%，同比提升 3.75pct。

图 3：公司毛利率净利率情况

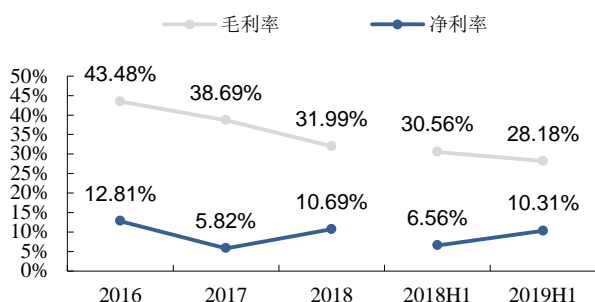
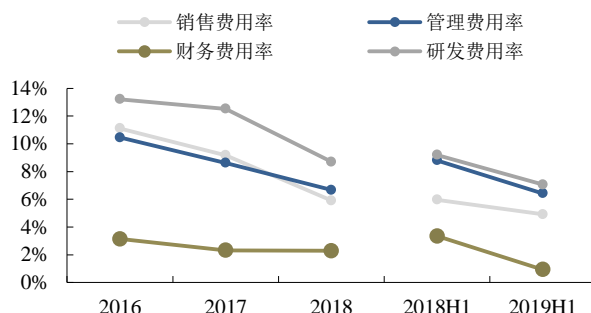


图 4：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收单流水稳定增长，商户增值服务持续发力。第三方支付行业监管不断加强，收单业务服务和流水逐渐向合规运营的头部支付机构集中。由于传统收单市场产品同质化较为严重，业务模式比较单一，过去行业手续费价格竞争较为激烈，近年来，嘉联支付主动追求商业模式转型，通过“支付+场景服务+营销管理+客户转化”的战略模式提升市场竞争力。2019 年上半年，嘉联支付收单交易流水稳步增长，同比增加 20-30%。同时公司通过合作、自研等方式成功为超过 36 个行业的商户提供不同经营场景的解决方案，并且为商户提供创新、丰富的营销工具和高效的管理工具，如获客拓新、流量转化、二次营销、留存复购及经营数据分析、电子发票、会员系统管理开具等一站式服务。19 年上半年，使用嘉联支付提供的增值服务的商户较 2018 年末增长 100%，相应业绩贡献增长约 30%。

海外渠道拓展成为新亮点，支付硬件终端及收单运营服务海外业务同增 25%。公司抓住全球范围电子支付的发展机遇，19 年上半年加大力度拓展海外市场，落地海外子公司，继续布局海外销售渠道，凭借国内领先的支付技术和运营解决方案为海外客户提供综合性的电子支付服务，上半年硬件销售业务实现收入 1.08 亿，同比增长 24.6%，未来公司将进一步优化收入区域结构、降低地域性风险、提升硬件产品综合盈利能力。

2. 风险提示

(1) 监管政策变化

严监管逐步成为支付市场的主旋律，电子支付行业从参与主体、业务流程、交易权限等方面都须遵守全方位的规定，监管政策的变化可能对公司盈利情况产生一定影响。

(2) 行业竞争加剧

第三方支付机构大多依赖手续费收入盈利，产品较为同质化，若公司不能继续优化商业模式，提升用户粘性，存在行业竞争加剧的风险。

(3) 增值服务进展不及预期

公司为降低牌照经营风险，构建核心竞争力，大力发展增值服务，预测期内公司的毛利率及净利润水平与增值服务开展进度有一定关系，若增值服务进展不及预期，可能影响公司后续的盈利情况。

新国都三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,511	2,595	2,668	3,616	营业收入	2,319	3,384	3,979	4,610
现金	1,330	688	1,137	1,326	减:营业成本	1,577	2,264	2,592	2,975
应收账款	332	773	527	979	营业税金及附加	14	32	38	41
存货	268	479	377	605	营业费用	137	196	223	249
其他流动资产	580	656	627	706	管理费用	155	518	597	668
非流动资产	1,650	1,959	2,103	2,231	财务费用	53	77	77	71
长期股权投资	0	4	9	11	资产减值损失	18	0	0	0
固定资产	405	604	728	872	加:投资净收益	35	19	20	19
在建工程	0	113	135	132	其他收益	0	0	-0	-0
无形资产	42	39	37	27	营业利润	262	385	543	699
其他非流动资产	1,202	1,199	1,194	1,189	加:营业外净收支	-0	33	27	14
资产总计	4,160	4,555	4,771	5,848	利润总额	261	418	570	714
流动负债	1,913	1,880	1,602	2,081	减:所得税费用	13	23	38	72
短期借款	809	809	809	809	少数股东损益	0	5	7	4
应付账款	228	490	332	612	归属母公司净利润	248	390	525	638
其他流动负债	876	581	461	660	EBIT	277	441	596	729
非流动负债	127	152	145	135	EBITDA	318	481	648	793
长期借款	100	125	119	108					
其他非流动负债	27	27	27	27	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,040	2,032	1,748	2,216	每股收益(元)	0.51	0.81	1.08	1.32
少数股东权益	22	26	33	37	每股净资产(元)	4.33	5.15	6.17	7.42
归属母公司股东权益	2,099	2,496	2,990	3,595	发行在外股份(百万股)	478	485	485	485
负债和股东权益	4,160	4,555	4,771	5,848	ROIC(%)	7.4%	11.9%	14.0%	14.3%
					ROE(%)	11.7%	15.7%	17.6%	17.7%
					毛利率(%)	32.0%	33.1%	34.8%	35.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	10.7%	11.5%	13.2%	13.8%
经营活动现金流	285	212	735	470	资产负债率(%)	49.0%	44.6%	36.6%	37.9%
投资活动现金流	-2	-331	-177	-172	收入增长率(%)	87.5%	45.9%	17.6%	15.9%
筹资活动现金流	-104	-523	-109	-108	净利润增长率(%)	244.6%	57.5%	34.6%	21.4%
现金净增加额	178	-642	449	189	P/E	31.59	20.07	14.90	12.28
折旧和摊销	41	40	52	63	P/B	3.73	3.14	2.62	2.18
资本开支	61	306	139	126	EV/EBITDA	25.05	16.96	11.90	9.49
营运资本变动	-47	-281	93	-288					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

