

投资评级 优于大市 首次覆盖

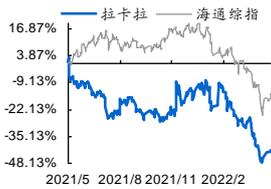
## 利润稳定增长，数字人民币先发优势明显

### 股票数据

05月13日收盘价(元)	19.15
52周股价波动(元)	16.75-34.25
总股本/流通A股(百万股)	800/756
总市值/流通市值(百万元)	15320/14479

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.1	-22.6	-35.2
相对涨幅(%)	-4.5	-15.2	-21.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 于成龙

Tel: (021)23154174

Email: ycl12224@htsec.com

证书: S0850518090004

分析师: 李轩

Tel: (021)23154652

Email: lx12671@htsec.com

证书: S0850519070001

分析师: 华晋书

Tel: 02123219748

Email: hjs14155@htsec.com

证书: S0850521090001

### 投资要点:

- 利润稳定增长。**公司2021年全年营收65.96亿元,同比增长18.69%,其中支付业务占比88.04%,同比增长24.48%,商户科技服务业务占比5.65%,同比下滑41.57%,其他业务占6.31%,同比增长63.89%。归母净利润10.83亿元,同比增长16.31%,扣非归母净利润9.16亿元,同比增长1.69%,经营性净现金流15.84亿元,同比增长10.27%。毛利率方面,2021年整体毛利率33.57%,同比下滑7.35pct,2021年销售费用率为8.06%,同比下滑3.72pct,管理费用率为4.67%,同比下滑0.13pct,研发费用率为3.78%,同比下滑0.83pct。2022年第一季度营收15.78亿元,同比下滑0.34%,归母净利润2.55亿元,同比增长10.09%,扣非归母净利润1.79亿元,同比下滑14.14%,经营现金流2.17亿元,同比增长151.36%。
- 支付流水突破5万亿元。**支付服务业务为公司带来支付手续费收入和支付服务收入。2021年,公司支付业务收入58.07亿元,同比增长19%,其中支付手续费收入54.2亿元,同比增长16%,支付服务费收入3.87亿元,同比增长94%;支付交易总金额5.16万亿元,同比增长17%,继续保持行业前列。2021年支付业务毛利率30%,同比2020年下降了4个百分点,主要是疫情以来,公司积极响应国家关于金融机构减费让利、惠企利民的政策,向小微商户和渠道让利、以及终端大量投放后折旧增加所致。
- 支付牌照续展收紧,牌照成为更加稀缺资源。**自2015年下半年以来,央行停发支付牌照,并对已持有牌照的非银行支付机构进行严格管控。2021年12月22日,根据央行官网发布的2021年12月第三批非银行支付机构《支付业务许可证》续展公示信息,在所持支付牌照于12月21日到期的51家支付机构中,40家支付机构顺利完成了本次续展,6家支付机构被中止审查,剩余5家支付机构未提交续展申请,后续将有序退出支付市场。截至2022年2月,累计注销许可机构已达47家。整体来看,支付行业续牌愈发严格,支付业务许可证的价值在“洗牌”中不断凸显。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	5557	6596	7260	8322	9830
(+/-)YoY(%)	13.4%	18.7%	10.1%	14.6%	18.1%
净利润(百万元)	931	1083	1216	1393	1634
(+/-)YoY(%)	15.4%	16.3%	12.4%	14.5%	17.2%
全面摊薄EPS(元)	1.16	1.35	1.52	1.74	2.04
毛利率(%)	40.9%	33.6%	34.1%	34.6%	34.9%
净资产收益率(%)	18.1%	22.6%	20.3%	18.8%	18.1%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 推进战略 4.0, 打造云超门店数字化经营平台。**公司上市后推出战略 4.0, 公司定位从“帮助商户收钱”升级为“帮助商户赚钱”, 开始致力于打造云超门店数字化经营平台。为此, 上市以来, 公司战略投资了电子商务 SaaS 老牌企业江苏千米科技有限公司, 在成都组建门店 SaaS 研发中心, 开发自有的门店数字化经营平台, 形成“北京、上海、深圳、成都”四大技术研发中心。2021 年, 公司完成了“智能订单、智能仓储、智能配送、云掌柜(采购)、云当家(小店经营)”五大系统的研发与上线, 在前期试点的基础上, 确定在成都、合肥、福州等七个城市重点进行试运行, 入驻经销商超过 500 家, 接入零售门店 1.2 万家, 复购率超过 55%, 虽然受疫情影响, 依然实现了 3.15 亿 GMV。公司计划疫情结束后, 开始在全国全面推广云超门店数字化经营平台, 计划用三年时间, 覆盖 100 个城市 100 万家门店。
- 把握战略机遇, 利用数字人民币先发优势提升核心竞争力。**公司数字人民币业务先行先试, 在平台搭建、场景落地、商户开拓等方面均走在市场前列。2021 年, 公司形成了市场领先的数字人民币支付受理能力, 可向中小银行、大型商户输出数币系统能力。商户收银系统只需与公司支付系统对接, 便一点式开通工行、建行、中行、农行、交行、招行、邮储银行七大运营银行的数币钱包, 目前, 公司已成为物美、麦德龙、美廉美、重庆百货等大型商超百货客户的独家数字人民币解决方案服务商。公司积极探索数字人民币的场景落地, 实现了多个全国首例, 公司成功配合 11 个试点城市政府部门完成数字人民币红包发放活动, 加速推进消费侧的数字人民币钱包的开立及应用。此外, 公司还深度参与北京冬奥会支付环境建设。在赛场封闭区域, 公司独家提供的集合数币、外卡支付以及数字化科技运营的便利店整体解决方案, 满足了近 1000 名冬奥官员、外国媒体和 300 多名工作人员日常生活需求。
- 盈利预测与投资建议。**公司 4 月 29 日推出股权激励计划, 激励工具为第二类限制性股票, 拟以不低于 19.00 元/股价格授予 109 名激励对象 5000.00 万股限制性股票, 约占此次激励计划草案公告时公司股本总额的 6.25%; 业绩考核要求为以 2021 年净利润为基准, 2022 年增长率不低于 10%, 2023 年增长率不低于 20% (以剔除激励计划考核期内股份支付费用影响的数值作为计算依据); 预计激励总成本为 3191.38 万元, 2022-2024 分别摊销 1271.17/1498.44/421.76 万元。我们预计公司 2022 年支付业务、商户科技服务的增速分别为 8%、20%, 支付业务的毛利率略微提升, 商户科技服务毛利率略微下降。我们预计, 公司 2022/2023/2024 归母净利润分别为 12.16/13.93/16.34 亿元, EPS 分别为 1.52/1.74/2.04 元, 给予 2022 年动态 PE 20-25 倍, 6 个月合理价值区间为 30.40-38.00 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**行业政策风险; 疫情持续复发扩散风险; 股东集合竞价减持。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)				
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	CAGR(21-24E)	2022PEG
长亮科技	300348.SZ	9.42	67.9	0.18	0.29	0.38	53.5	32.7	24.5	40.9%	0.80
宇信科技	300674.SZ	14.75	105.0	0.61	0.76	0.97	24.2	19.3	15.1	30.0%	0.64
新国都	300130.SZ	12.90	63.1	0.41	0.73	1.00	31.5	17.6	12.8	48.7%	0.36
新大陆	000997.SZ	12.34	127.4	0.69	0.74	0.93	17.8	16.6	13.3	17.1%	0.97
平均							<b>31.7</b>	<b>21.6</b>	<b>16.5</b>	<b>34.2%</b>	<b>0.70</b>
拉卡拉	300773.SZ	19.15	153.2	1.35	1.52	1.74	14.2	12.6	11.0	14.7%	0.86

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 拉卡拉采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价。

表 2 公司业务分拆 (百万元)

		2021	2022E	2023E	2024E
支付业务	营收	5807.38	6271.97	7087.33	8292.17
	同比 (%)	24.48	8.00	13.00	17.00
	毛利率 (%)	29.80	30.10	30.50	30.60
商户科技服务	营收	372.96	447.55	559.44	727.27
	同比 (%)	-41.57	20.00	25.00	30.00
	毛利率 (%)	87.85	86.00	85.00	84.00
其他	营收	415.69	540.40	675.50	810.60
	同比 (%)	63.89	30.00	25.00	20.00
	毛利率 (%)	37.56	37.00	36.00	35.00
总营收	营收	6596.03	7259.92	8322.26	9830.04
	同比 (%)	18.69	10.06	14.63	18.12
	毛利率 (%)	33.57	34.06	34.61	34.91

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6596</b>	<b>7260</b>	<b>8322</b>	<b>9830</b>
每股收益	1.35	1.52	1.74	2.04	营业成本	4382	4787	5442	6398
每股净资产	5.99	7.51	9.25	11.29	毛利率%	33.6%	34.1%	34.6%	34.9%
每股经营现金流	1.98	1.99	1.87	2.45	营业税金及附加	24	28	33	38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	533	530	616	737
P/E	14.15	12.59	11.00	9.38	营业费用率%	8.1%	7.3%	7.4%	7.5%
P/B	3.20	2.55	2.07	1.70	管理费用	309	319	375	452
P/S	2.32	2.11	1.84	1.56	管理费用率%	4.7%	4.4%	4.5%	4.6%
EV/EBITDA	10.78	4.99	3.45	1.96	EBIT	1016	1320	1532	1792
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-41	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	33.6%	34.1%	34.6%	34.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.4%	16.8%	16.7%	16.6%	投资收益	199	22	17	10
净资产收益率	22.6%	20.3%	18.8%	18.1%	<b>营业利润</b>	<b>1247</b>	<b>1393</b>	<b>1614</b>	<b>1871</b>
资产回报率	9.2%	9.2%	9.4%	9.8%	营业外收支	-20	0	0	0
投资回报率	18.5%	19.2%	17.8%	17.3%	<b>利润总额</b>	<b>1227</b>	<b>1393</b>	<b>1614</b>	<b>1871</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1551	1446	1659	1919
营业收入增长率	18.7%	10.1%	14.6%	18.1%	所得税	145	167	214	231
EBIT 增长率	-8.5%	29.8%	16.1%	16.9%	有效所得税率%	11.8%	12.0%	13.2%	12.4%
净利润增长率	16.3%	12.4%	14.5%	17.2%	少数股东损益	-1	9	7	6
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1083</b>	<b>1216</b>	<b>1393</b>	<b>1634</b>
资产负债率	59.2%	54.5%	49.7%	45.9%					
流动比率	1.13	1.31	1.52	1.73	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.12	1.30	1.51	1.72	货币资金	6560	8140	9645	11605
现金比率	0.97	1.16	1.35	1.55	应收账款及应收票据	777	712	898	1013
<b>经营效率指标</b>					存货	12	15	15	19
应收账款周转天数	43.01	35.80	39.40	37.60	其它流动资产	264	336	312	349
存货周转天数	0.97	1.11	1.04	1.07	流动资产合计	7613	9203	10871	12986
总资产周转率	0.56	0.55	0.56	0.59	长期股权投资	1809	1809	1809	1809
固定资产周转率	4.47	5.39	6.82	8.99	固定资产	1474	1347	1221	1094
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	81	81	81	81
					非流动资产合计	4138	4011	3884	3758
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11751</b>	<b>13214</b>	<b>14755</b>	<b>16744</b>
净利润	1083	1216	1393	1634	短期借款	21	0	0	0
少数股东损益	-1	9	7	6	应付票据及应付账款	862	995	1101	1313
非现金支出	689	127	127	127	预收账款	0	9	5	9
非经营收益	-239	-12	-6	1	其它流动负债	5880	5996	6035	6169
营运资金变动	53	249	-23	194	流动负债合计	6763	7001	7141	7490
<b>经营活动现金流</b>	<b>1584</b>	<b>1590</b>	<b>1498</b>	<b>1961</b>	长期借款	18	18	18	18
资产	-779	-10	-10	-11	其它长期负债	178	178	178	178
投资	-1015	0	0	0	非流动负债合计	197	197	197	197
其他	536	22	17	10	<b>负债总计</b>	<b>6960</b>	<b>7197</b>	<b>7338</b>	<b>7687</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1258</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	实收资本	800	800	800	800
债权募资	28	-21	0	0	归属于母公司所有者权益	4788	6005	7398	9032
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3	12	19	25
其他	-1286	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11751</b>	<b>13214</b>	<b>14755</b>	<b>16744</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1258</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-932</b>	<b>1580</b>	<b>1505</b>	<b>1960</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郑宏达 计算机行业 电子行业  
 杨林 计算机行业  
 洪琳 计算机行业  
 于成龙 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,芯海科技,立昂微,敏芯股份,传音控股,京北方,晶赛科技,盈建科,广联达,用友网络,银江技术,蓝思科技,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N 汉鑫,三利谱,瑞芯微,能科科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。