

增持 (首次)

目标价: 1.54 港元

现价: 1.29 港元

预期升幅: 19%

市场数据

报告日期 2017.06.20

| | |
|-----------|-------|
| 收盘价(港元) | 1.29 |
| 总股本(亿股) | 27.77 |
| 总市值(亿港元) | 35.82 |
| 净资产(亿港元) | 35.86 |
| 总资产(亿港元) | 54.99 |
| 每股净资产(港元) | 1.27 |

数据来源: Wind

相关报告**海外 TMT 研究**

分析师:

张忆东

兴业证券研究所副总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

张博

zhangbojys@xyzq.com.cn

00818.HK 高阳科技

产业布局完善, 业绩增长可期

2017年06月20日

主要财务指标

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万港元) | 1,921 | 2,236 | 2,578 | 3,004 |
| 同比增长(%) | 39.5 | 16.4 | 15.3 | 16.6 |
| 净利润(百万港元) | 284 | 313 | 356 | 419 |
| 同比增长(%) | 54.8 | 10.2 | 13.7 | 17.7 |
| 毛利率(%) | 30.8 | 30.7 | 30.5 | 30.3 |
| 净利润率(%) | 14.8 | 14.0 | 13.8 | 13.9 |
| 净资产收益率(%) | 7.9 | 8.0 | 8.2 | 8.8 |
| 每股收益(港仙) | 10 | 11 | 13 | 15 |

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **随行付助推短期业绩增长:** 2016 年, 公司旗下第三方支付公司随行付收单服务交易金额达 8100 亿元, 同比增长 102.5%; 服务商户数量为 144 万户, 同比增长约 80%, 较全国平均年增长率 24.0% 高出 56 个百分点。2013-2016 年, 随行付收单服务交易金额实现年均复合增长率 71.7%; 服务的商户数量实现年复合增长率 68.7%, 高于全国 POS 商户数量同期年均复合增长率 39.4% 约 29 个百分点。
- **上下游联动, 保障中期竞争优势:** 公司旗下百富环球提供 POS 机制造及芯片制造服务, 在全球范围内拥有超过 90 家经销商或合作伙伴。公司为超过多家银行金融机构及其他金融和财务机构提供 IT 系统解决方案。公司为中国移动搭建和包支付全国及各省市分公司支付平台、协助接入各种功能卡端口、接入各种支付场景&功能以及各个场景和支付端接入和包支付。高阳科技具有自 POS 机制造至线上支付软件编写能力, 公司上下游业务一体化有助于各部门协同发展, 保障公司竞争优势。
- **股权投资助力长期业绩增长:** 截至 2016 年底, 公司持有百富环球 33% 的股份。百富环球 2016 年实现营业收入 29.2 亿港元, 净利润 6.0 亿港元。2016 年, 公司从百富环球获得 2 亿港元的应占溢利。另外, 公司投资了云计算通讯 PaaS 企业容联易通及一家中国境内的风投基金。
- **我们的观点:** 高阳科技以随行付为未来业务核心, 旗下百富环球、金融业务解决方案及平台业务解决方案与可以实现与随行付的协同发展。我们预计公司 2017 -2019 年分别实现营业收入 22.4、25.8 及 30.0 亿港元, 分别同比增长 16.4%、15.3% 和 16.6%。预计公司 2017-2019 年分别实现净利润 3.1、3.6 及 4.2 亿港元, 分别同比增长 10.2%、13.7% 及 17.7%。根据 FCFE 和 FCFE 的折现现金流现值, 给予高阳科技每股目标价 1.54 港元, 较当前股价有 19% 的上涨空间。2017-2019 年, 高阳科技目标股价分别对应的 PE 为 13.7、12.0 及 10.2, 建议投资者关注。
- **风险提示:** 公司牌照不能续签、收单业务竞争激烈、国家政策转向



目 录

| | |
|--------------------------------|--------|
| 1、公司基本情况..... | - 4 - |
| 1.1、公司概况 | - 4 - |
| 1.2、公司股东结构 | - 4 - |
| 2、第三方支付市场异军突起..... | - 5 - |
| 3、随行付：商户收单最后一公里..... | - 9 - |
| 3.1、第三方支付一揽子服务供应商..... | - 9 - |
| 3.2、依托母公司，产业链一条龙布局 | - 10 - |
| 3.3、牌照稀缺，行业壁垒..... | - 13 - |
| 4、股权投资助力公司发展..... | - 17 - |
| 4.1、百富环球：电子支付终端龙头企业..... | - 17 - |
| 4.2、战略投资，金融科技相结合 | - 19 - |
| 5、财务分析..... | - 19 - |
| 5.1、主要财务指标..... | - 19 - |
| 5.2、盈利预测..... | - 21 - |
| 6、盈利预测与估值..... | - 22 - |
| 7、风险提示..... | - 22 - |
| | |
| 图 1、公司发展历程..... | - 4 - |
| 图 2、公司股东结构..... | - 5 - |
| 图 3、第三方支付市场规模..... | - 5 - |
| 图 4、银行收单市场规模..... | - 5 - |
| 图 5、第三方支付整体格局..... | - 6 - |
| 图 6、“九六费改”前后 POS 机刷卡手续费扣率..... | - 7 - |
| 图 7、第三方支付市场产业链..... | - 8 - |
| 图 8、聚合支付的多元增值服务..... | - 8 - |
| 图 9、第三方支付所占线下 POS 收单市场份额..... | - 8 - |
| 图 10、线下第三方支付收单市场构成..... | - 8 - |
| 图 11、随行付提供服务..... | - 9 - |
| 图 12、随行付业务模式..... | - 9 - |
| 图 13、2017Q1 随行付各类业务占比估计..... | - 10 - |
| 图 14、随行付交易规模变化..... | - 10 - |
| 图 15、随行付服务商户数量变化..... | - 10 - |
| 图 16、全国 POS 商户数量变化..... | - 10 - |
| 图 17、百富环球 POS 机..... | - 11 - |
| 图 18、百富环球 MPOS 机..... | - 11 - |
| 图 19、平台运营解决方案“和聚宝”..... | - 12 - |
| 图 20、平台运营解决方案“和包”..... | - 12 - |
| 图 21、平台运营产品“和动漫”..... | - 13 - |
| 图 22、公司产业布局 | - 13 - |
| 图 23、第三方支付牌照主要分布情况..... | - 15 - |
| 图 24、第三方支付直营商户拓展模式..... | - 16 - |
| 图 25、第三方支付代理商户拓展模式..... | - 16 - |
| 图 26、随行付长期业务体系..... | - 17 - |
| 图 27、百富环球营业收入及同比增速（5 年）..... | - 18 - |
| 图 28、百富环球净利润及同比增速（5 年）..... | - 18 - |
| 图 29、中国市场在用银行卡发卡情况..... | - 18 - |
| 图 30、中国市场银行卡受理终端情况..... | - 18 - |

| | |
|--------------------------------|--------|
| 图 31、公司各类战略投资 | - 19 - |
| 图 32、营业收入及同比增速 | - 20 - |
| 图 33、分部营业收入占比 | - 20 - |
| 图 34、毛利率和净利率 | - 20 - |
| 图 35、销售和管理费用 | - 20 - |
| 图 36、ROE 和 ROA | - 21 - |
| 图 37、公司资产负债率 | - 21 - |
| 图 38、每股净资产 | - 20 - |
| | |
| 表 1、第三方支付业务种类 | - 5 - |
| 表 2、金融解决方案需求种类 | - 11 - |
| 表 3、IBS 业务领域 | - 11 - |
| 表 4、平台运营解决方案（中国移动和包支付业务） | - 12 - |
| 表 5、随行付牌照简介 | - 13 - |
| 表 6、近期国内的互联网金融政策 | - 14 - |
| 表 7、第三方支付市场重大事件 | - 14 - |
| 表 8、第三方支付市场处罚案例 | - 14 - |
| 表 9、近年主要收单机构并购案概况 | - 15 - |
| 表 10、平台金融服务 | - 17 - |
| 表 11、盈利预测 | - 21 - |
| 表 12、WACC 计算 | - 22 - |
| 附表 | - 23 - |

报告正文

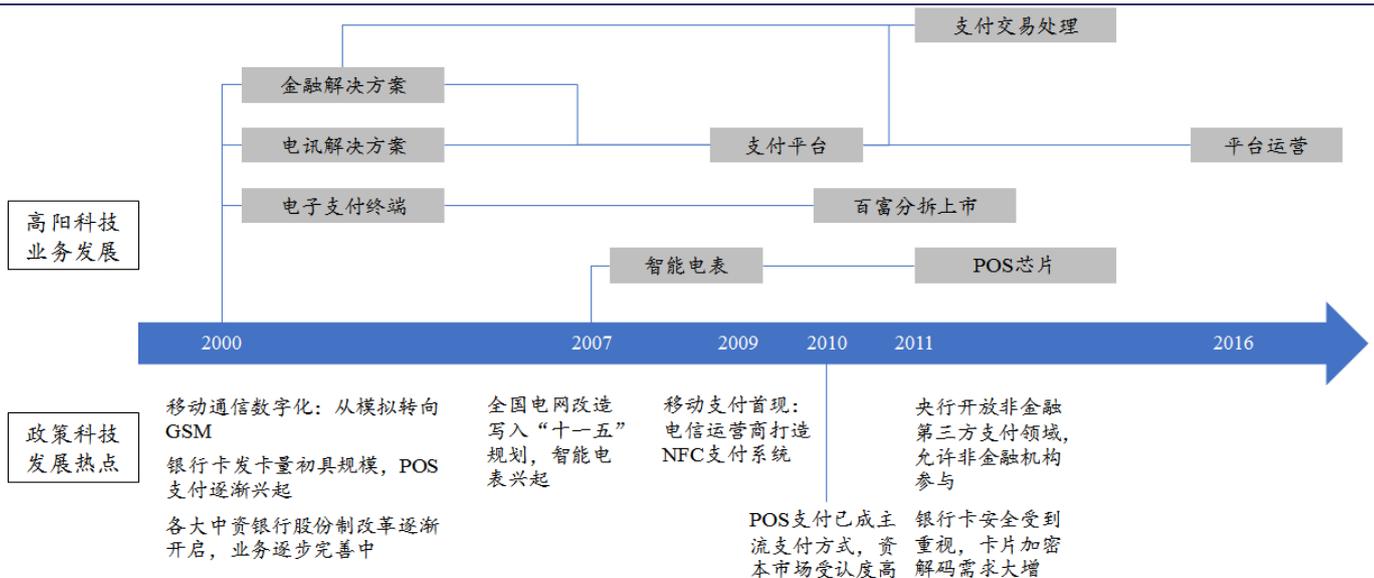
1、公司基本情况

高阳科技（股票代码：0818.HK）于1997年12月22日在香港证券交易所上市，公司主要从事提供支付交易处理解决方案、提供金融解决方案、销售电能计量产品并提供相关解决方案以及提供平台运营解决方案方面的业务。公司业务主要位于中国大陆，另有部分业务位于中国香港、日本和中国澳门等国家和地区。

1.1、公司概况

高阳科技于2002年出售旗下原有建筑业务并转型为资讯科技解决方案的服务商。目前公司业务共分为四个板块，支付交易处理解决方案主要从事支付交易处理服务、商户招揽以及相关产品和解决方案。金融解决方案主要从事向银行及财务机构提供系统咨询、集成与运营服务并销售资讯科技产品。电能计量产品及解决方案主要从事生产及销售电能计量产品、数据收集终端并提供资讯系统的咨询服务。平台运营解决方案主要从事提供电讯移动支付平台运营服务及运营增值服务。上市16年来，公司曾涉足各大面向商户（B端）行业，包括银行IT、金融IT、保险IT（2003年后逐步退出）、通讯IT、支付IT和电力设备等领域。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

1.2、公司股东结构

渠万春先生是公司创始人及 CEO，他直接持有公司 1.03% 的股份，并通过 Hi Sun Limited 和 Rich Global Limited 间接持有公司 22.22% 的股份，合计持有公司 23.25% 的股份。车峰先生为公司被动投资者，通过 Ever Union Capital Limited 间接持有公司 12.04% 的股份。公司其他高管合计持有公司 0.99% 的股份。公司高管累计持股 24.2%，其余股份为个人通过机构持股以及流通股。

图 2、公司股东结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

2、第三方支付市场异军突起

第三方支付是指具备一定实力和信誉保障的非金融独立机构采用与各大银行签约的方式，提供与银行支付结算系统接口的交易支持平台的支付模式。第三方支付业务涉及范围包含：互联网支付、银行卡收单、移动电话支付、固定电话支付、预付卡发行及受理和数字电视支付共六大类别。

表 1、第三方支付业务种类

| 类别 | 内容 |
|----------|---------------------------------|
| 互联网支付 | PC 端支付或网站内支付 |
| 银行卡收单 | POS 机刷卡支付、基于银行卡的账户体系的扫码或 NFC 支付 |
| 移动电话支付 | 移动端 APP、条码支付、移动话费支付 |
| 固定电话支付 | 使用固定电话支付 |
| 预付卡发行及受理 | 线上和线下的发行与受理 |
| 数字电视支付 | 通过电视完成付费和节目购买 |

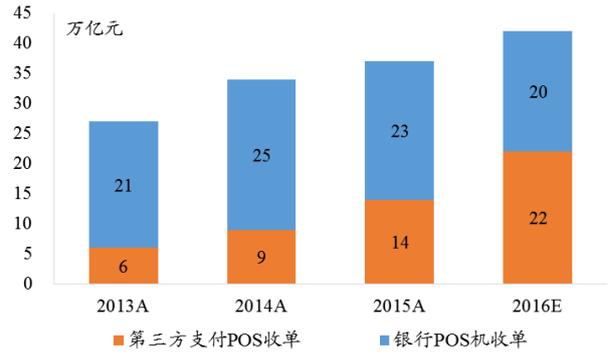
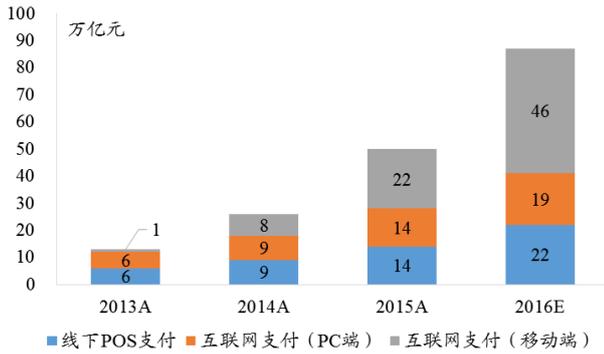
资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

2016 年，线上第三方支付交易规模约为 65 万亿元，相较于 2013 年的 7 万亿元增长 828.6%；2013-2016 年，线上第三方支付交易规模实现年复合增长率 110.2%。同期，线上第三方支付交易规模占第三方支付总交易规模比重从 2013 年的约 54% 上升至 2016 年的 75%。2013-2016 年，线下第三方支付交易规模从 2013 年的 6 万亿元增长 266.7% 至 2016 年的 22 万亿元，实现年复合增长率 54.2%。同期，线下第三方支付交易规模占第三方支付总交易规模比重从 2013 年的约 46% 下降至 2016 年的 25%。

同时，第三方 POS 支付交易规模相对传统的银行线下 POS 支付也保持着较高的增长速度。2016 年，第三方 POS 支付交易规模较 2013 年增长近 3 倍，并且第三方 POS 支付收单占银联 POS 收单市场规模也由 2013 年的 22% 上升至 2016 年的 52%，上升 30 个百分点。2016 年，银行线下 POS 支付交易规模约为 20 万亿元，相较于 2013 年的 21 万亿元下降了 4.8%。银行 POS 支付占银联 POS 收单市场规模从 2013 年的 78% 下降 30 个百分点至 2016 年的 48%。

图 3、第三方支付市场规模

图 4、银行收单市场规模



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

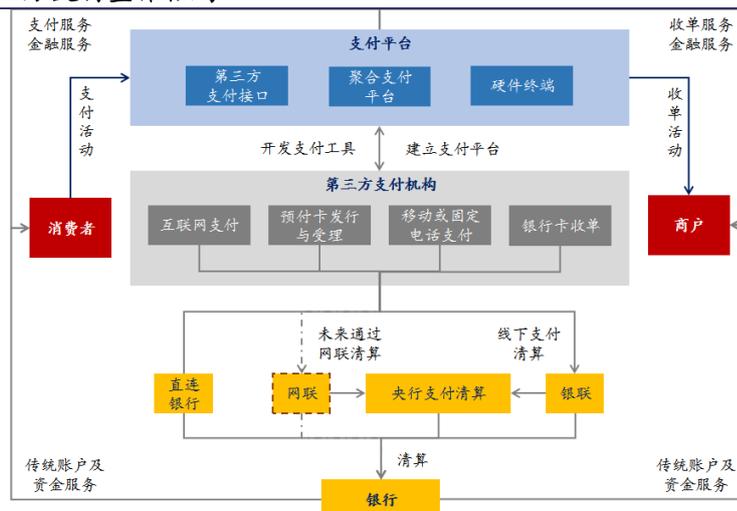
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

在支付活动中，消费者是支付行为的发起方，可以选择不同的支付方式完成消费，并且不必为支付服务付出额外费用。商户是支付过程的收款方，需要为消费者提供一种或多种支付方式协助消费者完成交易过程，是支付服务的主要需求者，且需要为支付服务承担额外服务费用。

在提供支付服务的各方中，银行同时具备发卡行和收单行两个角色：发卡行对消费者发卡，消费者持卡至商户处消费，商户将信息报送给银行，发卡行针对消费向商户收取手续费；收单行是资金的转入方，能得到商户的资金沉淀。另外，银行还为第三方支付机构提供账户体系支撑和备付金管理等服务。

除了银行提供的传统的账户及资金服务之外，在第三方支付中其他各方也提供了不同种类的服务：支付平台提供包括网络支付接口、聚合支付平台、POS机、手机等多种支付工具，是支付活动最终面向商户和消费者的操作界面；第三方支付机构采用与各大银行签约的方式，提供与银行支付结算系统接口对接的交易支持平台的网络支付服务模式，并通过支付平台与用户发生接触，适用于各类终端支付场景；银联提供银行卡跨行支付清算服务，是银行卡收单业务的主要清算方；网联提供网络支付体系下的跨行跨机构清算服务，解决政府监管问题及第三方网络支付直连银行所产生的资金管理问题和重复连接成本。

图 5、第三方支付整体格局



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

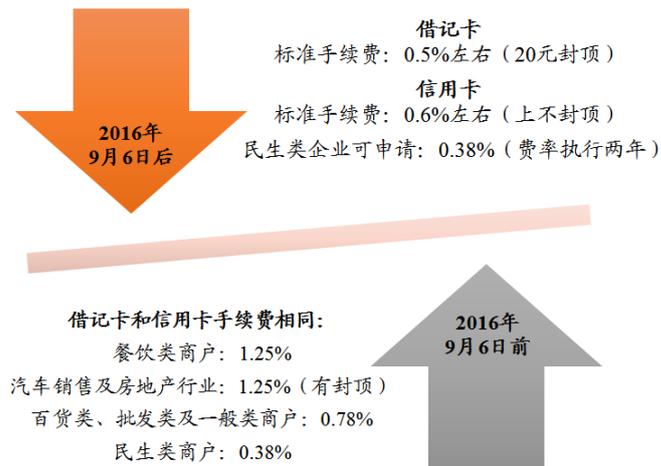
随着支付活动中不同角色明确自身定位，第三方支付市场上已经逐渐形成了账户（支付宝/微信等）—受理（服务商铺设硬件设施）—转接（银联等）—银行卡（银行）的产业链。第三方支付机构的核心收入来源是收单服务费或支付服务费，即

第三方支付机构通过为商业机构提供支付管理和系统支撑收取的费用，费用金额按照消费者支付金额的一定比例计算。另外，出于风控及监管的需要，银行往往采用 T+1 的形式为商户提供资金支付服务，而第三方支付机构能够更加灵活地运用自身资金，根据商户的资信情况为商户提供 T+0 资金服务，并向商户收取额外服务费用。

在移动支付不断普及的趋势下，商户需要主动或者被动接入线上或者线下收单的多重支付方式。由于不同消费者往往选取不同支付手段，而每种支付途径有独立的对账方式及资金划拨途径，从而形成了支付工具的碎片化，为商户对账收账产生了不便。由于支付工具的碎片化以及传统 POS 收单业务利润空间的下降，聚合了多种支付方式并提供技术服务和支持的聚合支付 SaaS 服务商将迎来新的发展机遇。

- **传统 POS 收单业务利润空间不足，推动服务商转移阵地：**2016 年 9 月 6 日，央行开始实施借贷分离新支付交易费率政策，简称“九六费改”。新政策执行后，商户的刷卡交易费大幅下降，传统 POS 收单业务利润空间受到压缩。“96 费改”政策推行后，线下银行卡收单机构的服务费将降低到千分之一，远低于支付宝或微信支付的千分之四。同时，随着扫码支付的推广，具有一定技术能力的服务商将更愿意转型为聚合服务商。

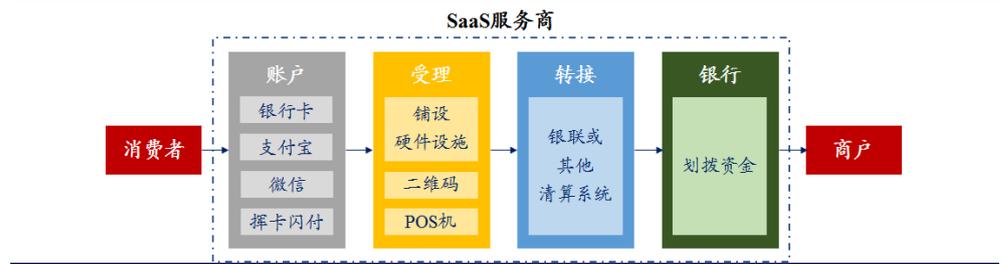
图 6、“九六费改”前后 POS 机刷卡手续费扣率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

- **聚合支付帮助商户解决支付方式碎片化难题：**银联设立是为了方便商户对持有不同发卡行银行卡的客户收单。而当线下商户的收银系统由单一的线下 POS 支付变为多种扫码设备和非接触设备支付时，聚合支付的介入也承担了帮助商户处理繁杂的网关接口设置和财务对账等流程。聚合支付 SaaS 服务商能为商户提供包括手机 APP、微信公众号、POS 机和 ERP 系统的升级改造等多种接入方式。SaaS 服务商支持包括银行卡、支付宝、微信、挥卡闪付等多种支付方式的收单业务。

图 7、第三方支付市场产业链



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

聚合支付服务商通过展开多元增值服务获取收入，其目前的收入来源包括交易服务返佣、增值服务收益以及营销、SaaS 软件、会员管理等其他定向服务。其中交易服务返佣仍是服务商的主要收入来源，增值服务则包括对沉淀的客户端用户提供消费分期、消费现金贷款等金融服务以及针对企业端的现金管理服务等等。

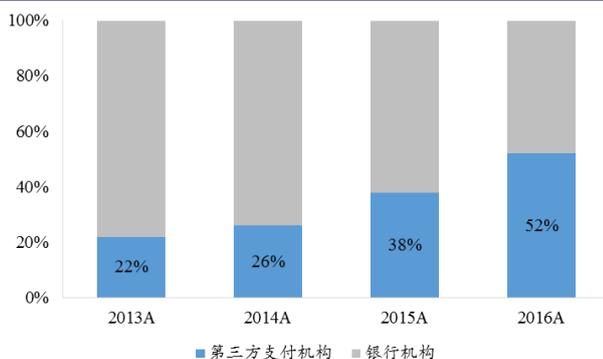
图 8、聚合支付的多元增值服务



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

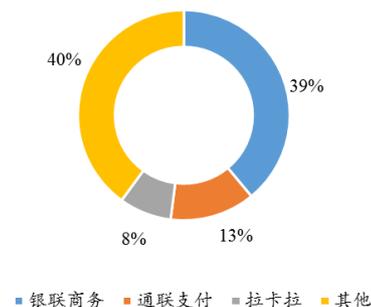
除线上收单业务外,第三方支付在线下 POS 收单市场中所占的份额不断上升。2016 年,线下 POS 收单市场中第三方支付已占据 52% 的市场份额,整体上已超过银行份额。而第三方 POS 收单机构中银联商务、通联支付、拉卡拉及随行付分别约占 39%、13%、8%及 6% 的市场份额,其余部分由约 60 家第三方机构分享。参照美国经验,第三方收单的市场集中度仍有提升空间。1994 年,排名前十的收单机构处理了 53% 的美国银行卡交易总量,这一数字在 2015 年提升至 91%。

图 9、第三方支付所占线下 POS 收单市场份额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 10、线下第三方支付收单市场构成



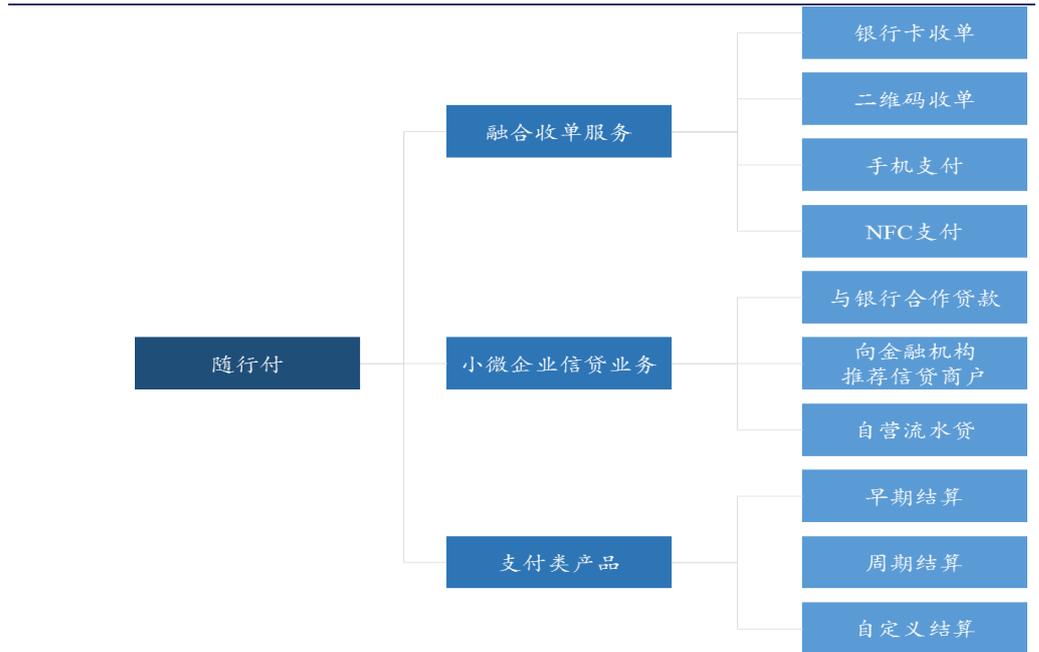
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3、 随行付： 商户收单最后一公里

3.1、 第三方支付一揽子服务供应商

高阳科技旗下的子公司随行付为公司提供支付交易处理解决方案。随行付是中国大陆线下收单机构，专注于为小微商户提供支付服务、结算服务及其他金融类服务以及营销方案服务。另外，随行付还基于自身积累的交易数据建立小微企业和用户征信数据库，为小微企业提供代付类服务。

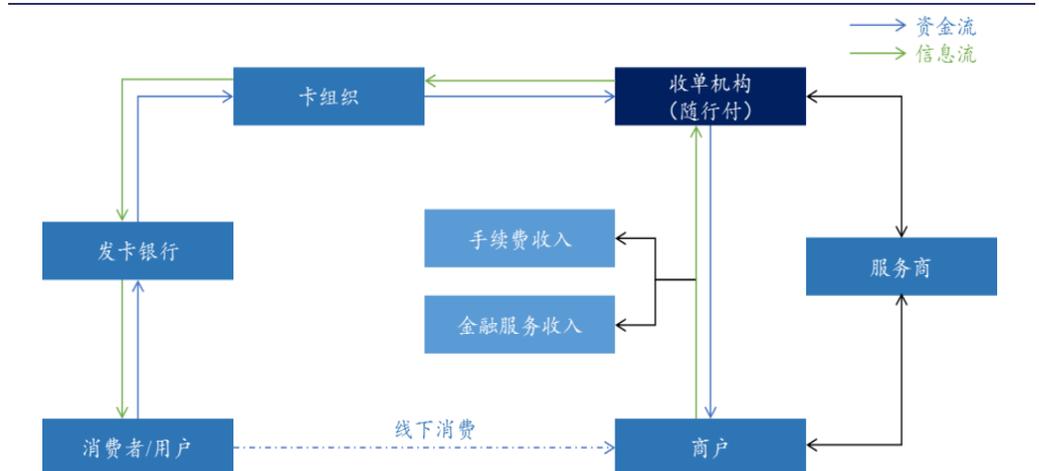
图 11、 随行付提供服务



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

在具体的业务操作中，随行付主要对接商户、卡组织和其他第三方支付服务商等企业机构而不与消费者直接发生联系。通过为商户提供收单和其他相应服务，随行付向商户收取支付业务服务手续费和其他金融服务费用。除了按照交易规模收取一定比例的手续费外，随行付也可以为商户提供优先于 T+1 的交易资金早期结算服务以及其他金融类服务，而获得额外服务费用。

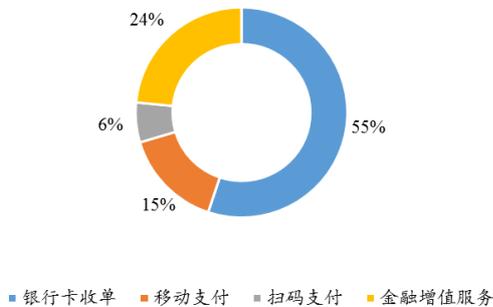
图 12、 随行付业务模式



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

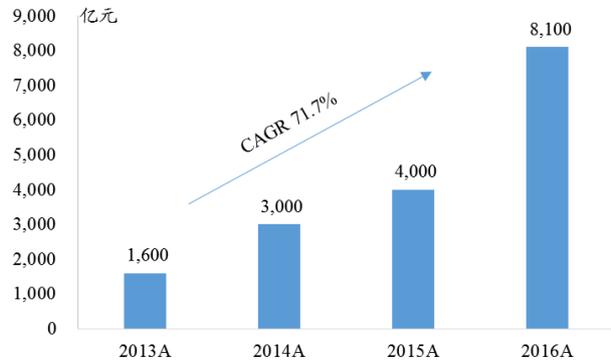
目前，随行付的业务收入主要来自于银行卡收单，移动支付、扫码支付和金融增值服务，2017 年第一季度，上述业务占比分别约为 54%，15%，6% 和 23%。2016 年，随行付收单服务交易金额 8100 亿元，同比增长 102.5%。2013 年至 2016 年，随行付收单服务的交易金额实现年均复合增长率 71.7%。

图 13、2017Q1 随行付各类业务占比估计



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

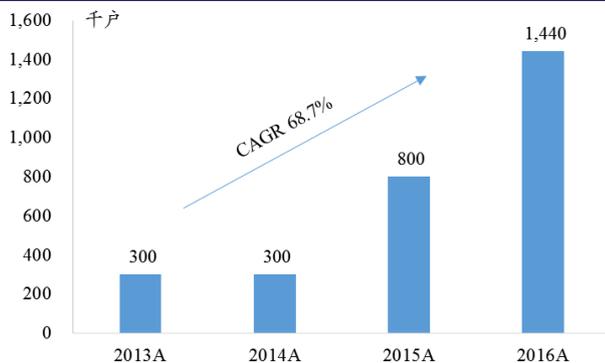
图 14、随行付交易规模变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

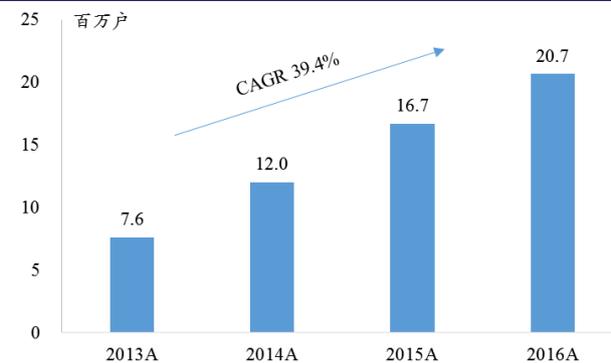
截止至 2016 年底，随行付的服务商户数量已上升至 144 万户，同比增长约 80%，较全国平均年增长率 24.0% 高出 56 个百分点。2013 年至 2016 年，随行付服务的商户数量实现年复合增长率 68.7%，高于全国 POS 商户数量同期年均复合增长率 39.4% 约 29 个百分点。

图 15、随行付服务商户数量变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 16、全国 POS 商户数量变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3.2、依托母公司，产业链一条龙布局

随行付业务与其母公司高阳科技的各项业务关系密切。后者的电子支付终端业务、金融解决方案业务、平台运营解决方案业务帮助了随行付在支付产业全产业链进行的布局。

- **百富环球——电子支付终端业务：**公司旗下的百富环球科技有限公司是全球第四大电子支付终端供应商。百富环球于 2010 年 12 月 20 日在香港证券交易所上市，股票代码 0327.HK。截止 2016 年底，公司持有百富环球 33% 的股份，是其第一大股东。

百富环球生产的电子支付终端产品包括智能电子支付终端、传统电子支付终端（包括台式及手持无线电子支付终端、密码键盘设备以及多媒体电子支付终端）以及移动电子支付终端。百富环球在全球范围内拥有超过 90 家经销商

或合作伙伴，产品用户遍布超过 100 个国家和地区。

图 17、百富环球 POS 机



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 18、百富环球 MPOS 机



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **经验积累——金融解决方案业务：**公司为银行的金融机构提供核心银行系统解决方案以及其各项主营业务所必须的 IT 系统相关解决方案。目前，公司已为中国各大国有银行、股份制银行、城市商业银行及其海外分支机构，非银行金融机构提供了相关解决方案及服务。

目前，各类金融机构对金融解决方案的需求主要体现在国内银行系统的升级和改造需求、中资银行“走出去”的需求、银行系统网络平台的开发需求以及互联网金融机构和支付机构的合作需求。庞大的客户数量产生了大量对不同用途 IT 系统的安装需求和对各种现有系统的升级换代需求。

表 2、金融解决方案需求种类

| 需求来源 | 内容 |
|--------------|------------------------------|
| 大型银行、城商行、农商行 | 新一代核心银行系统升级，汇率改革带来系统改造需求 |
| “走出去”的中资银行 | “走出去”要求选择其最熟悉和最兼容的 IT 系统 |
| 网络银行 | 网络银行相关业务广泛应用带来更多银行系统网络平台开发需求 |
| 互联网金融信息系统 | 互联网金融机构和支付机构的合作将越来越普遍 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

公司的 IBS（Innovative Banking Suit）系列金融解决方案包括 IBSCore，IBSIntegrator，IBS-Branch，IBS-Intelligence 和 IBS-iBox 五个业务领域，可以满足上述客户的不同需求。在银行核心系统经历了电子化的单机柜员模式、网络化的通存通兑、数据集中的全行统一账户系统、以客户为中心配置资产并以会计核算为中心管理风险直至目前的流程银行的不断升级的过程中，公司不仅为银行提供了多方面的服务，自身也积累了银行运营和资金管理的多方面经验，与公司从事的第三方支付业务产生良好的协同效应。

表 3、IBS 业务领域

| 业务名称 | 内容 |
|------------------|--|
| IBSCore | 为银行最重要的主营业务（如存贷、理财、支付、银行卡、融资等）提供各项 IT 解决方案 |
| IBSIntegrator | 为银行内外金额往来的各个渠道（如 ATM、POS、大额支付系统）提供系统解决方案 |
| IBS-Branch | 为银行的各个分支机构或接口（如柜台、网银、呼叫中心、电话银行）提供系统解决方案 |
| IBS-Intelligence | 为银行的运营和管理提供智能分析和决策支持解决方案 |
| IBS-iBox | 按照银行要求开发定制各种平台、测试工具和分析工具等 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

- **业务护城河——平台运营解决方案：**公司的平台运营解决方案主要业务包括为电讯运营商或互联网 IT 企业提供平台开发、技术支撑及相关增值服务。公司的主要客户为中国移动，项目具体服务内容包括为中国移动搭建和包支付（前身为中国移动电子支付）全国及各省市分公司支付平台、协助接入各种功能卡端口、协助接入各种支付场景&功能以及协助在各个场景和支付端接入和包支付。

表 4、平台运营解决方案（中国移动和包支付业务）

| 业务内容 | 案例 |
|------------------|---|
| 搭建全国平台，建立及连接结算端口 | 为中国移动搭建和包全国平台，建立及连接各省公司结算端口 |
| 协助接入各种功能卡端口 | 金融银行卡、公交市民卡、行业预付卡、行业会员卡、校园企业一卡通等 |
| 协助接入各种支付场景&功能 | 手机增值、生活缴费、柜台支付、扫码支付、NFC 支付、彩票购买、转账、电子券等 |
| 协助在各个场景接入和包支付 | KFC、天天基金网等 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

在拓展平台运营解决方案业务的过程中，公司同时采用了依托目前服务客户的交易规模获得稳定服务性收益的稳健策略以及拓展其他客户并通过参与运营获得更丰富收益的激进策略。

在稳健策略中，公司为中国移动自身的支付及金融业务提供了技术及运营支持。一方面使得中国移动得以依托自身庞大的客户群体，利用手机缴费充值的支付场景向外衍生，将手机用户以较低成本转化为和包用户；另一方面积极协助中国移动从支付服务向理财服务延伸，打造和聚宝这一高标准的资金管理合作平台，为用户提供具有竞争力的理财产品。最终，公司使得中国移动得以结合和包与和聚宝的用户，增强其作为运营商的用户粘性，不断提高平台的用户数量和交易金额。同时，公司通过中国移动逐年增长的交易规模而获得稳定的服务性收益的增长。在激进策略中，公司有能力和任何一家支付机构建立移动支付平台并提供运营支持，同时尝试多种业务模式，包括但不限于技术参股以及合作运营分成。

图 19、平台运营解决方案“和聚宝”



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 20、平台运营解决方案“和包”



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

除了为中国移动提供支付平台业务相关服务外，公司也为中国移动提供交互语音应答（IVR）业务和动漫业务。公司通过 IVR/IVVR 技术为用户提供大容量会议室技术支持，从而为中国移动 12590 及相关业务提供包括业务开发、流程管理、技术研发和系统支撑运维等全方面的支撑服务，每年服务人次超过一亿。此外，公司也为中国移动开发“和动漫”平台并提供运营和技术

支撑。“和动漫”是中国移动定制的移动端动漫 APP，为用户提供正版的中外主流漫画，包括《航海王》(海贼王)、《境界》(死神)、《哆啦 A 梦》、《喜羊羊与灰太狼》等。该 APP 由中国动漫九大基地之一的中国移动动漫基地运营，截止至 2015 年底用户已超过 520 万。

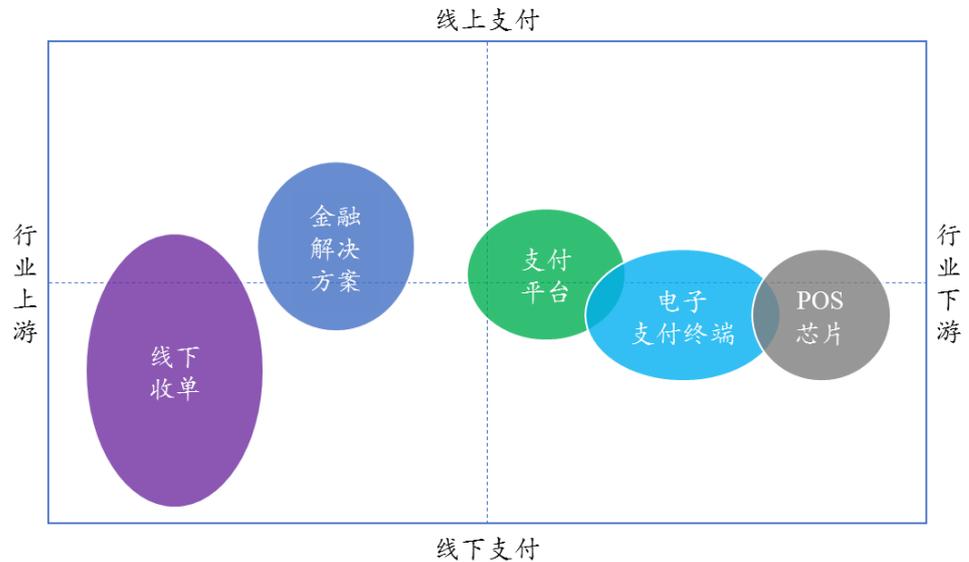
图 21、平台运营产品“和动漫”



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司基于其支付交易处理解决方案业务全面布局线上和线下业务，具体包括同时涵盖线上和线下的支付平台业务，线上的金融解决方案业务以及线下的收单业务、POS 终端业务和 POS 芯片业务。上述业务遍布产业链上下游，提高了不同业务之间的协同效应以及公司整体的发展潜力。

图 22、公司产业布局



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

3.3、牌照稀缺，行业壁垒

随行付拥有 3 张支付牌照，包括全国范围银行卡收单、互联网支付及移动电话支付牌照。另外，随行付还拥有跨境人民币支付牌照。同时拥有上述牌照不仅有助于随行付进一步拓展第三方支付领域的各项业务，而且使随行付本身成为具有稀缺性的资产。

表 5、随行付牌照简介

| 牌照名称 | 牌照业务 |
|------|------|
|------|------|

| | |
|-------|-------------------------|
| 银行卡收单 | 可帮助建立流量入口，轻松获取资金流和信息流 |
| 互联网支付 | 允许为商户建立网络支付账户，打通线上和线下业务 |
| 移动支付 | 允许随行付为消费者提供更加便捷和快速的支付方式 |
| 跨境支付 | 可实现资金的人民币及外币双向流动 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

国内的互联网金融政策近期主要指导方针为推进有利于支付行业加强风险控制能力以及健康成长政策并指明互联网金融政策方向，鼓励行业参与者发展合规业务。自 2015 年 6 月起，政府监管部门先后出台了放开银行卡清算市场、控制支付机构牌照数量、交易费率调整和信用卡利率市场化等多项政策，促进支付行业的不断完善。

表 6、近期国内的互联网金融政策

| 时间 | 政策内容 | 潜在影响 |
|------------------|---|--|
| 2015 年 6 月 1 日 | 中国大陆银行卡清算市场放开 | 促进行业竞争，银联以外的卡组织为第三方支付机构的合作带来更多发展空间 |
| 2015 年 12 月 28 日 | 严格管控支付机构违规操作。支付机构被分成 ABCDE 五类 11 级，不合格机构将受到罚停业务乃至注销牌照的处罚。同时控制持牌机构总量，优化第三方支付行业结构及质量。 | 促进行业有序发展，为合规企业创造难得发展良机 |
| 2016 年 9 月 6 日 | 统一费率，借贷分离 | 消除非法 MCC 套码的动机及行业不确定性，促进行业整合，有利于综合实力强的企业获得更多市场份额 |
| 2017 年 1 月 1 日 | 信用卡利率市场化，放宽信用卡预借现金限制 | 降低信用卡非法套现动机，减少相关违规竞争的的业务，促进行业公平竞争 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

为推进支付行业的健康成长，央行对现有第三方支付市场进行了整顿。自 2015 年 3 月向广东广物电子商务有限公司发出最后一张第三方支付新牌照后，央行便暂停了新牌照的发放，并于 2016 年 10 月正式明确“一般不再受理新机构设立申请，重点做好对已获牌机构的监管引导和整改规范”；2016 年 8 月，2011 年 5 月发出的第一批 27 张牌照在到期后 3 个月才获得央行续展；目前仍有约 85 家机构向央行提交了牌照申请。

表 7、第三方支付市场重大事件

| 时间 | 事件 |
|-------------|--|
| 2011 年 5 月 | 央行发出的第一批 27 张第三方支付牌照 |
| 2015 年 3 月 | 央行发出市场现有的最后一张第三方支付新牌照，并暂停发放新牌照 |
| 2016 年 8 月 | 第一批 27 张牌照在到期后 3 个月获得央行续展 |
| 2016 年 10 月 | 正式明确“一般不再受理新机构设立申请，重点做好对已获牌机构的监管引导和整改规范” |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

此外，央行在暂停牌照发放的基础上注销了 3 家严重违规机构的牌照并整合了多家牌照方，牌照数量从 270 张减少为 255 张，同时对易宝支付、通联支付和银联商务等机构开出罚单，推进行业的规范经营；在第一批到第三批牌照续展的机构中，目前仍有相当数量的持牌公司并未深度开展支付业务，而市场对牌照的需求有增无减。通过控制牌照发放和加强监管等方式有望使得牌照资源分配在市场中实现自动优化及整合，提升行业整体健康程度。

表 8、第三方支付市场处罚案例

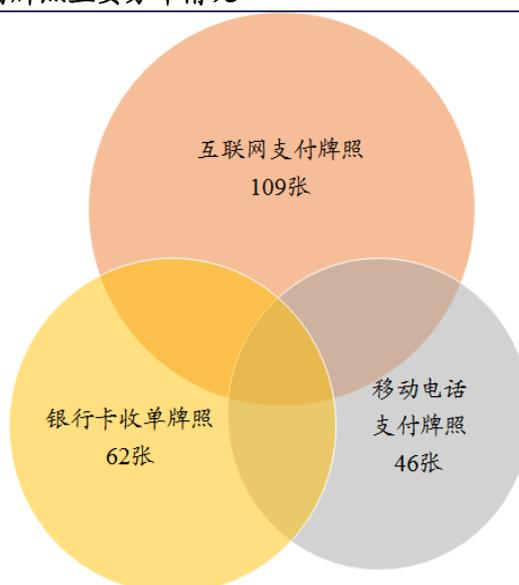
| 时间 | 机构 | 处置措施 |
|-------------|------|-----------|
| 2015 年 8 月 | 浙江易士 | 注销预付卡受理牌照 |
| 2015 年 10 月 | 广东益民 | 注销预付卡受理牌照 |

| | | |
|----------|---------|-----------------|
| 2016年1月 | 上海畅购 | 注销互联网支付及预付卡受理牌照 |
| 2016年1月 | 中汇电子支付 | 注销互联网支付及预付卡受理牌照 |
| 2016年12月 | 上海通卡预付卡 | 受理牌照到期且不予续展 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

截止至2017年6月，第三批牌照续展结束后，市场上存在的253张第三方支付牌照中包括互联网支付牌照109张、银行卡收单牌照62张、移动电话支付牌照46张、固定电话支付牌照14张、预付卡发行或受理牌照160张、预付卡受理牌照6张、数字电视支付牌照6张。而与随行付类似，同时拥有互联网支付、银行卡收单和移动电话支付牌照的公司仅有26家。

图 23、第三方支付牌照主要分布情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

随着央行对于支付牌照的发行和管理不断收紧，市场上出现与支付牌照相关的并购案。西藏旅游（600749.SH）于2016年2月以110亿元人民币的价格收购拉卡拉全部股权。拉卡拉也拥有银行卡收单、互联网支付和移动支付牌照。拉卡拉于2015年底拥有132万商户，实现了9,039亿元的交易规模。就其商户收单业务2015年的经营规模，与随行付在2016年的经营规模大致相当。

表 9、近年主要收单机构并购案概况

| 时间 | 持牌机构 | 持有牌照 | 经营表现 | 收购股权 | 总估值 | 收购方 |
|----------|--------------------|-------------------------------|--------------------------------|------|----------------|---------------------|
| 2014年12月 | 快钱支付 | 全国互联网支付、移动支付、银行卡收单 | N/A | 69% | USD 3.15 亿 | 万达集团 |
| 2015年1月 | 开联通/中国支付通(8325.HK) | 全国预付卡、互联网支付 | N/A | 25% | HKD 32.13 亿 | 陆金发&陆家嘴基金 |
| 2015年7月 | 宝付网络 | 全国互联网支付 | N/A | 27% | RMB 9.26 亿 | 东方财富 (300059.SZ) |
| 2016年1月 | 捷付睿通 | 全国银行卡收单、互联网支付、移动支付 | N/A | 65% | RMB 9.23 亿 | 小米科技 |
| 2016年1月 | 联动优势 | 全国预付卡、互联网支付、移动支付、银行卡收单 | 2015.11:商户5万 年交易额 RMB 3350 亿 | 92% | RMB 33.19 亿 | 海立美达 (002537.SZ) |
| 2016年2月 | 拉卡拉支付 | 全国预付卡、银行卡收单、互联网支付、移动支付、数字电视支付 | 2015.12:商户132万 年交易额 RMB 9039 亿 | 100% | RMB 110 亿 | 西藏旅游 (600749.SH) |
| 2016年7月 | 海科融通支付 | 全国银行卡收单 | 2015.12:商户82万 年 | 100% | RMB | 新力金融 |

| | | | | | |
|----------|----------|---------|--------------------|----------|------------------|
| 2016年11月 | 点佰趣/上海即富 | 全国银行卡收单 | 交易额 RMB 1184 亿 | 23.79 亿 | (600318.SH) |
| | | | 2015.12.商户 250 万 年 | RMB 21 亿 | 键桥通讯 (002316.SZ) |
| | | | 交易额 RMB 3817 亿 | 45% | |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

3.4、随行付的长期布局

在随行付的长期布局中，应用代理商扩大业务规模以及升级现有业务模式是两个重要的方向。

目前，第三方支付的商户拓展模式主要分为直营和代理两类。在直营模式下，第三方支付机构通过自身的渠道发展商户并直接签订合同。直营模式的市场开发成本较高，而客户质量和忠诚度也相对较高，并且没有代理商分润，从而可以实现更高的毛利率。但不足之处是拓展速度不快，且直营团队管理成本高。

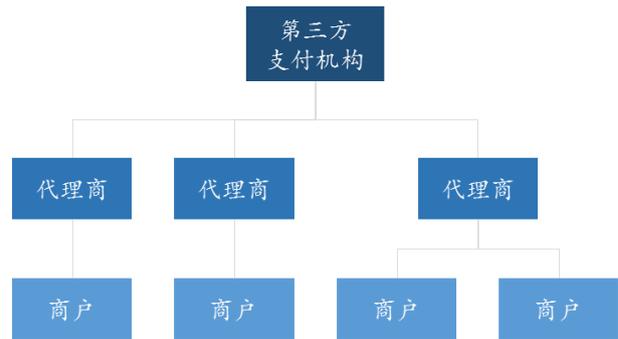
在代理模式下，支付机构依靠渠道代理商发展商户，代理商分享一定比例的收单服务费。依托代理商，支付机构能够迅速扩大客户规模，但是客户由代理商把持，质量和稳定性波动较大，且需要给代理商进行一定比例的分润，降低了支付机构的盈利能力。目前，代理模式广泛应用于移动支付的线下场景，支付宝和微信等行业巨头都采用代理模式开发线下商户。

图 24、第三方支付直营商户拓展模式



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 25、第三方支付代理商户拓展模式



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

在开发商户的过程中，随行付重视与代理商进行合作，建立了毛细血管型的服务体系。随行付在28个省市建立了分公司，目前拥有超过1,500家服务商和超过4万名市场开发业务人员。公司的多数竞争对手所拥有的业务代理人员不超过2万名。公司利用行业首创的“人力资源OTT”的模式，由随行付直接向服务商的地推业务代理人员发放分润奖金，从而更加强化的地推业务人员和代理商的忠诚度，同时又规避了庞大的直营地推业务员的人工成本。而基于公司在银行金融解决方案以及运营商支付平台业务上积累的银行IT系统及风控能力方便的经验，大大提高了随行付支付后台的稳定性，规避了业务冲突和矛盾，使得服务商及地推业务代理人员的粘性更高，合作更加顺畅。

随着第三方支付机构之间的竞争不断加剧，单纯通过拓展商户跑马圈地的策略并不足以为公司营造足够的利润空间。支付是构成“商业运营-场景搭建-支付完成”完整闭环的核心要素之一。作为线下收单企业，公司通过收单业务商户交易数据建立了小微企业的用户征信数据库，为公司整合现有的用户资源并在场景搭建中获得优势奠定了坚实基础。随着目前收单业务规模不断增长，公司逐渐积累大量客观存在的、真实的、长期的交易数据，未来公司可以更加有效地将沉淀的交易数据加以变现，同时还可建立完整的用户账户体系，扩大支付的应用场景，覆盖更多的线下活动，进一步巩固公司业务在支付产业链上下游的整体优势。

图 26、随行付长期业务体系



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

建立用户账户体系意味着资金转移的通道业务与资金结算归集业务的结合以及对传统交易逻辑的重新塑造。不同业务在同一体系下的结合将有效提高用户粘度，从而营造了为用户提供更多服务的机会。公司成熟的资金管理体系和充分的用户数据积累使得为用户提供贷款、理财、大数据营销等服务成为可能，进而建立全面的金融服务体系并构造出平台级别的互联网金融生态，形成公司业务护城河。公司的平台级金融服务具体将包括征信评估，信贷融资和金融理财产品等内容。

表 10、平台金融服务

| 名称 | 内容 |
|--------|---|
| 征信评估 | 相比于传统商业银行业务所积累的信贷数据，第三方支付机构覆盖的交易场景更加广泛，积累的交易数据更加全面，从而可以进行更加完善的风险评估 |
| 信贷融资 | 基于征信评估结果，为合适的中小企业提供小额信贷的风险将大为降低。而获得信贷的企业相较于其竞争对手所拥有的融资优势将进一步加速企业的发展，营造更多信贷需求，形成信贷融资业务的生态闭环； |
| 金融理财产品 | 基于覆盖广泛的各类支付业务和交易场景，公司将有能力基于不同的流动性、收益率和风险数据设计不同的金融产品组合，从而为不同的客户提供丰富的产品选项 |

资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

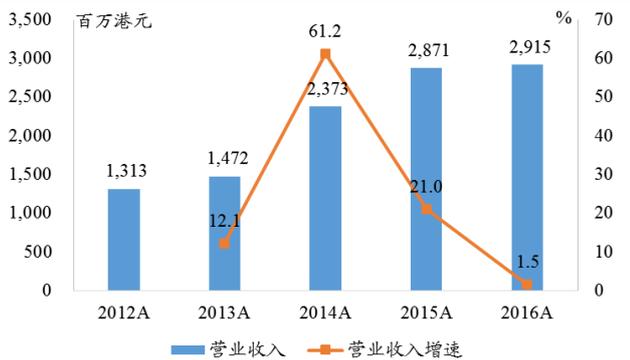
4、股权投资助力公司发展

4.1、百富环球：电子支付终端龙头企业

截至 2016 年底，公司持有百富环球 33% 的股份。百富环球从事电子支付终端的相关业务，是公司的重要收入和利润来源。百富环球历年盈利能力稳定，2016 年实现营业收入 29.2 亿港元，实现净利 6.0 亿港元，净利润率为 20.7%，ROE 为 17.4%。2016 年，公司从百富环球获得 2 亿港元的应占溢利。

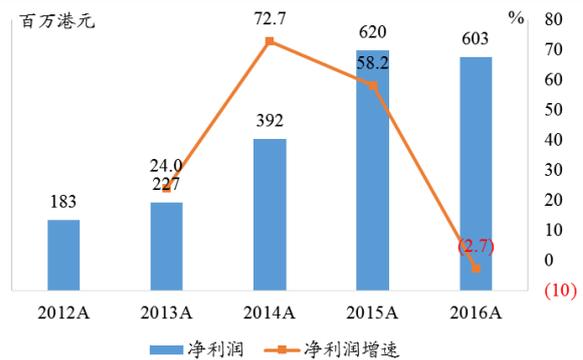
2010 年起，全球范围内的电子支付终端出货量以每年至少 10% 的速度增长。在过去数年内，百富在国内和海外市场份额都实现了明显增长，并建立起良好的品牌形象。百富的海外销售增长尤其迅速，占总营业收入的比例从 2010 年的 22% 上升至 2016 年的 57%。

图 27、百富环球营业收入及同比增速（5 年）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

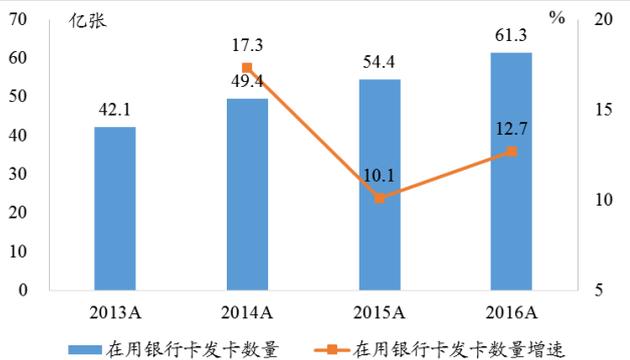
图 28、百富环球净利润及同比增速（5 年）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

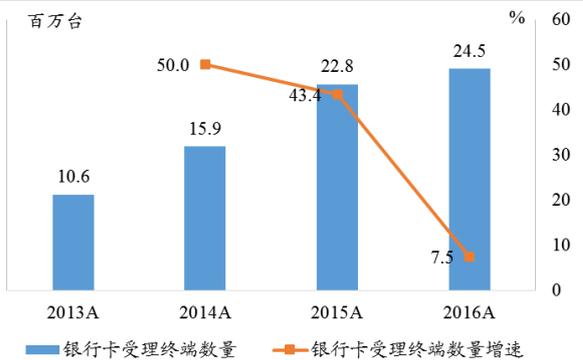
中国大陆的电子支付终端市场仍然持续保持增长。据央行发布的 2016 年第三季度的中国支付行业数据，中国消费者使用信用卡的习惯已经逐步成熟。至 2016 年三季度底，中国大陆已经合计发行了 60.15 亿张银行卡，较 2015 年年底增长 5.73 亿张，增长率 10.5%。2016 年 12 月，中国银联已与 27 家商业银行合作并推出“云闪付”，除了各大商业银行的主机卡仿真（HCE）支付方式外，还支持苹果、三星、华为、小米等手机厂商的 NFC 支付，而支持云闪付的支付终端已达到 1,050 万台。已发银行卡数量的增加，非现金支付的趋势以及电子支付终端的更换周期，将持续推动中国市场对电子支付终端的需求。

图 29、中国市场在用银行卡发卡情况



*自 2015 年起为在用银行卡数量，此前为累计银行卡发卡数量
 资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 30、中国市场银行卡受理终端情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

此外，2016 年 12 月，央行加强了对支付终端的规范管理，提高了对支付终端的产品质量和安全性要求，从而为百富拥有高水平质量和安全性的支付终端带来正面影响。

随着支付模式的升级，国内商户对全功能电子支付终端的需求不断提高，特别是需要有二维码支付功能的电子支付终端以及期望电子支付终端具有全功能解决方案的增值服务。百富已在这两方面做出快速有效的应对。

- 百富的新产品均支持二维码支付，而部分没有该功能的电子支付终端亦进行了适当的升级，如追加二维码扫码器；
- 百富环球在 2016 年 3 月完成软件平台供货商卡说的收购后，已开始为国内市场提供电子支付全功能解决方案的增值服务。至 2016 年底，卡说已在中国 18 个不同的城市设立子公司，主要为商户提供银行卡推广、会员卡管理平台

及营销管理平台的解决方案服务。连同使用百富自有的智能电子支付终端，为商户提供包括二维码支付在内的全方位支付方式，同时为商户带来一站式解决方案的增值服务。2016年，卡说的解决方案增值服务总收入为约1.25亿港元，令高阳科技的增值服务收入占公司整体收入的占比大幅提升至5.4%并实现了400%的年增长率。

据百富环球2016年财报，2016年，全球零售销售额达到22万亿美元，其中线上零售销售额约2万亿美元，仅占全球零售销售额总额的不足10%，线下销售仍然是主流零售销售方式。在2万亿美元的线上零售销售额中，近50%来自于中国大陆。由此可见，虽然线上零售销售发展迅速，但是没有明显挤压线下支付的成长空间。事实上，线上和线下相结合的“新零售”模式很可能将成为未来零售行业的主要趋势。尽管线上支付在小额消费购物领域受到广泛欢迎，但是基于安全性、税控、交易手续费上的考虑，在一般消费场景中，特别是在高额零售或大规模销售的情况下，线下支付仍然是交易双方的首选。百富身为全方位电子支付终端解决方案供应商，在线上 and 线下相结合的支付领域有着无可代替的优势。

4.2、战略投资，金融科技相结合

除拆分上市并作为百富环球第一大股东之外，高阳科技还孵化投资了其他联营公司，为公司的未来业务的协同发展及权益投资收益提供了新机遇。公司从原有IVR相关业务中孵化并投资了一家云计算通讯PaaS企业容联易通（Cloopen）。容联易通基于云计算技术为企业提供公有云及私有云通讯服务、互联网语音、落地电话IVR呼叫中心和互联网语音回拨等服务。另外，公司也投资了中国境内的风投基金，参与公司创投项目的投资。

图 31、公司各类战略投资



资料来源：公司资料，兴业证券研究所整理

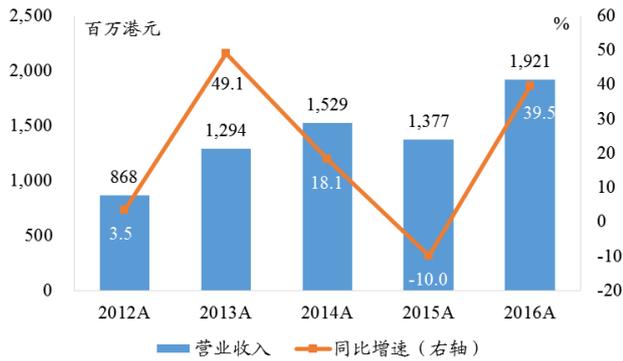
5、财务分析

5.1、主要财务指标

高阳科技的营业收入规模整体保持增长，增长率波动较大。2016年，公司实现营业收入19.2亿港元，同比增长39.5%。2015年，公司实现营业收入13.8亿港元，同比下降10.0%。在公司各项业务中，支付交易处理解决方案的占比不断上升。2012年，公司支付交易处理解决方案业务占集团营业收入的比例仅为9.4%，至2016年，该业务占比已达到54.7%，同比增长17.6个百分点。

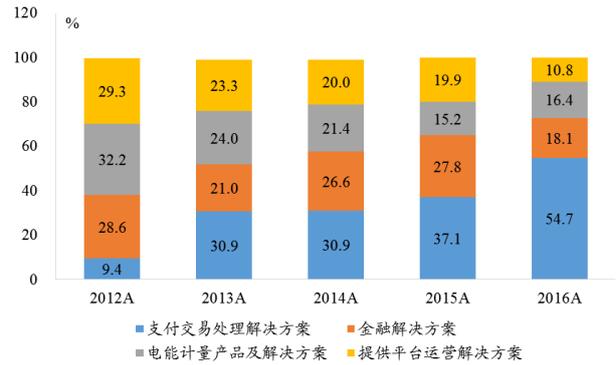
2016年，公司金融解决方案、电能计量产品及解决方案与提供平台运营解决方案业务占比分别较2012年下降10.5、15.8及18.5个百分点。公司过去5年内业务结构改善明显。

图 32、营业收入及同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

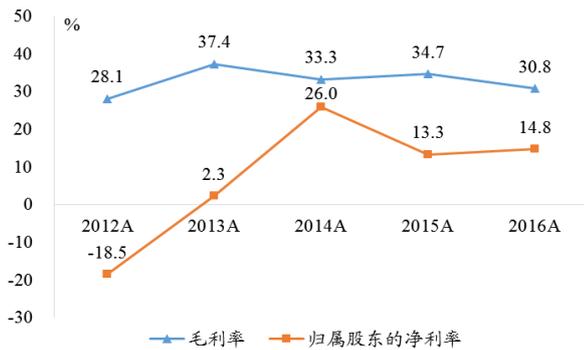
图 33、分部营业收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

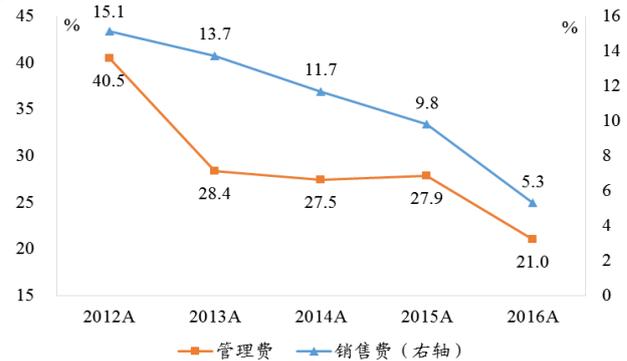
相较于营业收入增长率的较大波动，公司盈利水平相对平稳。2016 年，公司的毛利率达到 30.8%，较 2015 年下降了 3.9 个百分点；归属股东净利润率为 14.8%，较 2015 年上升了 1.5 个百分点。与 2015 年相比，公司 2016 年的销售费用和管理费用水平有明显下降。公司 2016 年的销售费用占营业收入 5.3%，较 2015 年下降了 4.5 个百分点；管理费用占营业收入 21.0%，较 2015 年下降了 6.9 个百分点。

图 34、毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 35、销售和管理费用



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2016 年，公司的每股净资产达到每股 1.29 港元。2016 年末公司剔除持作出售部分后的现金及现金等价物达到 27.3 亿港元，同比增长 19.0%，每股现金达到 0.98 港元。公司每股净资产和每股现金均保持稳定增长，财务状况稳健。

图 38、每股净资产



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 39、现金及现金等价物



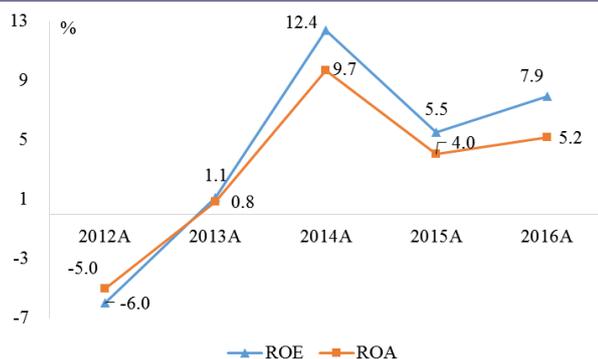
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

受投资业绩的影响，公司 ROA 及 ROE 波动较大。2016 年公司 ROA 及 ROE 分

别为 5.2% 和 7.9%，较 2015 年分别上升 1.2 及 2.4 个百分点，但是较 2014 年各下降 4.5 个百分点。近 5 年中，2014 年公司 ROE 及 ROA 水平最高，系由于以权益法入账之投资收益大幅上升；2012 年公司 ROE 及 ROA 水平最低，系由于以权益法入账之投资业绩相对较低，且公司的销售和行政管理费用水平相对营业收入比例较高。

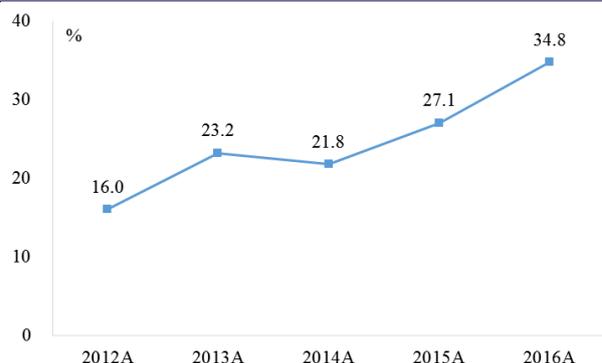
公司自 2012 年起没有分红。公司自 2013 年以来没有短期或长期有息负债，故而没有产生融资成本。公司 2016 年末的整体资产负债率为 34.8%，同比上升 7.7%，这主要是由于随行付收单业务收取的资金被列于负债的原因。

图 36、ROE 和 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 37、公司资产负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

5.2、盈利预测

高阳科技以随行付为未来业务核心，旗下百富环球、金融业务解决方案及平台业务解决方案与随行付实现协同发展。受益于第三方支付市场规模的扩大，预计公司支付交易处理解决方案（随行付）2017-2019 年业务收入将分别增长 30%、25% 及 25%。第三方支付市场规模的增长将有利于公司旗下 POS 机制造龙头企业百富环球（0327.HK）。根据 Bloomberg 一致性预期，百富环球 2017-2019 年营业收入将分别增长 11.7%、11.7% 及 12.0%；归属母公司净利润将分别同比增长 7.0%、13.0% 及 17.8%。

除随行付提供的支付交易处理解决方案及百富环球为公司提供应占以权益法入账之投资业绩外，我们假定公司金融解决方案、电能计量产品及解决方案以及提供平台运营解决方案在未来 3 年维持目前收入水平。预计公司在 2017 年-2019 年分别实现营业收入 22.4 亿港元，25.8 亿港元和 30.0 亿港元，分别同比增长 16.4%，15.3% 和 16.6%。预计公司 2017 年至 2019 年分别实现毛利 6.9 亿港元，7.9 亿港元和 9.1 亿港元，分别实现毛利率 30.7%，30.5% 和 30.3%。预计公司 2017 年至 2019 年分别实现净利润 3.1 亿港元，3.6 亿港元和 4.2 亿港元，分别同比增长 10.2%、13.7% 及 17.7%，分别实现净利率 14.0%，13.8% 和 13.9%。

表 11、盈利预测

| 项目 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万港元) | 2,236 | 2,578 | 3,004 |
| 增速 (%) | 16.4 | 15.3 | 16.6 |
| 毛利(百万港元) | 687 | 786 | 910 |
| 增速 (%) | 15.8 | 14.5 | 15.8 |
| 净利润(百万港元) | 313 | 356 | 419 |
| 增速 (%) | 10.2 | 13.7 | 17.7 |

| | | | |
|---------|------|------|------|
| 毛利率 (%) | 30.7 | 30.5 | 30.3 |
| 净利率 (%) | 14.0 | 13.8 | 13.9 |

资料来源：兴业证券研究所

6、盈利预测与估值

我们使用公司自由现金流 (FCFF) 和股权自由现金流 (FCFE) 折现方式对高阳科技进行估值。由于高阳科技没有有息负债，WACC 应与股权成本相同。

表 12、WACC 计算

| WACC | |
|-------------|---------------|
| 无风险利率 | 2.50% |
| 市场风险溢价 | 10.00% |
| Beta | 1.08 |
| 股权成本 | 10.63% |
| 债务成本 | 0.00% |
| 税率 | 25.00% |
| 税后债务成本 | 0.00% |
| 债务/总资本 | 0.00% |
| 权益/总资本 | 100.0% |
| WACC | 10.63% |

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所

根据计算，高阳科技的 FCFF 和 FCFE 的折现现金流现值为 42.9 亿港元，折合每股 1.54 港元，较当前股价有 19% 的上涨空间。具有第三方支付拍照的港股上市公司中国支付通 (8325.HK) 截至 2017 年 3 月 31 日止财年尚未录得盈利。拥有第三方支付牌照的 10 家 A 股上市公司 2017 年 PE 普遍超过 30 倍。2017-2019 年，高阳科技目标股价分别对应的 PE 为 13.7、12.0 及 10.2，建议投资者关注。

7、风险提示

公司牌照不能续签、收单业务竞争激烈、国家政策转向

附表

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 3,337.5 | 3,432.6 | 4,156.3 | 4,343.0 |
| 现金及现金等价物 | 2,805.0 | 2,612.0 | 3,466.3 | 3,325.7 |
| 应收账款及应收票据 | 243.5 | 562.9 | 425.8 | 726.6 |
| 存货 | 75.0 | 94.9 | 101.5 | 128.0 |
| 非流动资产 | 2,161.5 | 2,322.2 | 2,595.8 | 2,911.7 |
| 投资物业 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 物业、厂房及设备 | 267.1 | 342.1 | 435.9 | 553.2 |
| 租赁土地 | 32.2 | 31.2 | 30.3 | 29.4 |
| 无形资产 | 10.5 | 7.8 | 5.9 | 4.4 |
| 以权益法入账之投资 | 1,663.3 | 1,829.6 | 2,012.5 | 2,213.8 |
| 可供出售金融资产 | 106.1 | 106.1 | 106.1 | 106.1 |
| 资产总计 | 5,499.0 | 5,754.8 | 6,752.1 | 7,254.8 |
| 流动负债 | 1,913.2 | 1,824.3 | 2,429.7 | 2,470.9 |
| 应付款项 | 1,700.3 | 1,611.5 | 2,216.9 | 2,258.1 |
| 非流动负债 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 递延所得税负债 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 负债合计 | 1,913.4 | 1,824.6 | 2,429.9 | 2,471.1 |
| 股本 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| 储备 | 3,524.3 | 3,837.1 | 4,193.0 | 4,612.0 |
| 少数股东权益 | 54.5 | 86.2 | 122.2 | 164.7 |
| 股东权益合计 | 3,585.7 | 3,930.2 | 4,322.2 | 4,783.6 |
| 负债及权益合计 | 5,499.0 | 5,754.8 | 6,752.1 | 7,254.8 |

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 除税前溢利 | 332.1 | 366.6 | 417.0 | 490.9 |
| 折旧和摊销 | 105.6 | 117.4 | 144.6 | 179.0 |
| 利息收入 | -19.7 | -17.2 | -19.2 | -21.4 |
| 存货增加 | -24.7 | -19.9 | -6.6 | -26.6 |
| 应收应付款项 | 727.3 | -356.9 | 742.5 | -259.6 |
| 已付所得税 | -8.9 | -22.0 | -25.0 | -29.5 |
| 经营活动产生现金流量 | 908.8 | -145.0 | 1,012.7 | 49.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -291.4 | -47.9 | -158.5 | -190.3 |
| 融资活动产生现金流量 | 3.9 | - | - | - |
| 现金净变动 | 621.3 | -192.9 | 854.3 | -140.6 |
| 现金的期初余额 | 2,292.3 | 2,805.0 | 2,612.0 | 3,466.3 |
| 现金的期末余额 | 2,805.0 | 2,612.0 | 3,466.3 | 3,325.7 |

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1,921.2 | 2,236.3 | 2,577.7 | 3,004.4 |
| 营业成本 | 1,328.5 | 1,549.8 | 1,791.5 | 2,094.0 |
| 毛利润 | 592.7 | 686.6 | 786.2 | 910.3 |
| 销售费用 | 101.6 | 111.8 | 128.9 | 150.2 |
| 管理费用 | 403.8 | 469.6 | 536.2 | 615.9 |
| 应占百富环球业绩 | 199.0 | 212.9 | 240.5 | 283.3 |
| 除税前溢利 | 332.1 | 366.6 | 417.0 | 490.9 |
| 所得税 | 19.5 | 22.0 | 25.0 | 29.5 |
| 年度溢利 | 312.7 | 344.6 | 391.9 | 461.4 |
| 少数股东损益 | 28.7 | 31.7 | 36.1 | 42.5 |
| 归属股东净利润 | 284.0 | 312.9 | 355.9 | 419.0 |
| EPS(港仙) | 10.2 | 11.3 | 12.8 | 15.1 |

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 39.5 | 16.4 | 15.3 | 16.6 |
| 毛利润增长率 | 24.1 | 15.8 | 14.5 | 15.8 |
| 净利润增长率 | 54.8 | 10.2 | 13.7 | 17.7 |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 30.8 | 30.7 | 30.5 | 30.3 |
| 归属股东的净利率 | 14.8 | 14.0 | 13.8 | 13.9 |
| ROE | 7.9 | 8.0 | 8.2 | 8.8 |
| 偿债能力(%) | | | | |
| 资产负债率 | 34.8 | 31.7 | 36.0 | 34.1 |
| 流动比率 | 1.7 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| 营运能力(次) | | | | |
| 资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收帐款周转率 | 5.5 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| 每股资料(港元) | | | | |
| 每股收益 | 0.10 | 0.11 | 0.13 | 0.15 |
| 每股净资产 | 1.29 | 1.42 | 1.56 | 1.72 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 12.6 | 11.4 | 10.1 | 8.5 |
| PB | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

| 机构销售负责人 | | | | | |
|---|---------------|---------------------------|--------------|--------------------|-------------------------|
| 机构销售负责人 | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn | |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn | 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn |
| | | | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| | | | 胡岩 | 021-38565982 | huyan@xyzq.com.cn |
| 姚丹丹 | 021-38565778 | yaodandan@xyzq.com.cn | 曹静婷 | 18817557948 | caojt@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn | 朱圣诞 | 010-66290197 | zhusd@xyzq.com.cn |
| | | | 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyang@xyzq.com.cn |
| 袁博 | 15611277317 | yuanb@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 陈姝宏 | 15117943079 | chenshuhong@xyzq.com.cn | 王文凯 | 010-66290197 | wangwenkai@xyzq.com.cn |
| 地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 朱元贱 | 0755-82796036 | zhuyuan@xyzq.com.cn | 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn |
| 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 国际机构销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 马青岚 | 021-38565909 | maql@xyzq.com.cn | 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyaqi@xyzq.com.cn |
| 申胜雄 | 021-20370768 | shensx@xyzq.com.cn | 陈俊凯 | 021-38565472 | chenjunkai@xyzq.com.cn |
| 俞晓琦 | 021-38565498 | yuxiaoqi@xyzq.com.cn | 蔡明珠 | 13501773857 | caimz@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn | |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 李桂玲 | 021-20370658 | ligl@xyzq.com.cn | 施孜琪 | 021-20370837 | shzq@xyzq.com.cn |
| 王磊 | 021-20370658 | wanglei@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

港股机构销售服务团队

| 机构销售负责人 | | | 丁先树 | | |
|---------|-------------|-------------------------|-----|-------------|---------------------|
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 王文洲 | 18665987511 | petter.wang@xyzq.com.hk | 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk |
| 陈振光 | 13818288830 | chenzg@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。