

2019年07月15日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

B端支付龙头，科技赋能小微成长 买入（首次）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,679	7,808	9,919	12,348
同比(%)	103.9%	37.5%	27.0%	24.5%
归母净利润(百万元)	599	841	1,102	1,411
同比(%)	27.6%	40.3%	31.1%	28.0%
每股收益(元/股)	1.50	2.10	2.76	3.53
P/E(倍)	38.61	27.51	20.99	16.40

投资要点

- 第三方支付领先服务商。**拉卡拉是国内领先的第三方支付服务商，公司聚焦B端支付，为商户提供收单及相关增值服务。截止18年末公司收单业务POS机具及扫码受理产品累计覆盖商户超1900万家，18年收单交易金额逾3.65万亿元。
- 支付行业量增价稳。**收单机构主要营收来源手续费=交易规模*手续费率。**从行业规模来看**，第三方支付主要包括银行卡收单与网络支付市场等，银行卡发卡量持续增长，银行卡受理环境不断完善、扫码支付继续渗透以及消费总额不断增长，预计带动收单市场规模持续增长；**从竞争格局来看**，受益于对中小商户覆盖的优势，银行系收单份额有所降低，第三方支付机构收单份额逐年提升，同时行业监管不断规范，对小型第三方收单机构带来一定冲击，大型第三方机构有望借助竞争优势继续实现市占率提升；**费率方面**，行业一系列监管的规范对此前低费率竞争行为形成遏制，多家机构开始上调费率，手续费价格有望企稳回升。
- 增值服务优化商业模式可期，跨境支付开启新蓝海。**头部第三方支付机构基于支付入口和交易大数据，逐渐从提供基础支付服务转型为提供增值服务和综合解决方案，拓宽收入来源，提高用户粘性，增强盈利能力，行业进入商业模式优化期。同时，从细分市场来看，跨境支付有望成为下一个万亿级蓝海市场，主要包括境外线下支付和跨境互联网支付，出境游及留学消费增加（目前近万亿规模）推动境外线下支付；跨境电商交易规模增加（18年我国约9万亿规模）推动跨境互联网支付金额增长。由于跨境市场较为复杂，境外支付进入壁垒相对更高，目前市场集中度仍较低，发展空间较为广阔。
- 公司商户基数和交易规模持续增长，以支付为流量入口，整合线上科技，服务线下实体，全面赋能中小商户成长，盈利能力进入上行期。**16-18年，公司覆盖商户数分别为404/1121/1963万，收单流水分别为1.1/1.97/3.65万亿元，收单交易规模持续扩大。基于支付业务的大数据和流量平台，公司衍生金融、消费、信息类增值服务，包括信贷、理财、发卡、积分消费、会员订阅、广告营销、专业化服务等，同时针对特定行业提供定制化解决方案，以金融科技全面赋能中小商户成长。支付入口显著降低流量成本，同时提供大数据来源，借鉴海外支付公司Square发展经验，增值服务占比逐渐提升成为公司估值上行的重要支撑。公司当前覆盖超1900万商户，有足够大的基本盘衍生增值服务，预计随着增值服务逐渐发展成熟，公司盈利能力上行，同时支撑估值提升。
- 盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司实现营收78.08/99.19/123.48亿元，实现归母净利8.41/11.02/14.11亿元，EPS分别为2.10/2.76/3.53元。考虑公司基于支付入口发展多元增值服务，以金融科技全面赋能中小商户成长，有望提升估值，同时基于公司的龙头地位，给予一定的估值溢价，给予20年30倍估值，6-12个月对应目标价82.68元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业监管趋严，竞争格局变化，增值服务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.86
一年最低/最高价	39.94/75.79
市净率(倍)	5.37
流通A股市值(百万元)	2314.98

基础数据

每股净资产(元)	10.77
资产负债率(%)	38.86
总股本(百万股)	400.01
流通A股(百万股)	40.01

相关研究

内容目录

1. 公司概况：深耕 B 端，第三方支付领先服务商	5
2. 行业背景：量增价稳，增值服务优化商业模式可期，跨境支付开启新蓝海	10
2.1. 量：第三方支付仍处增长快车道，监管规范有望带来集中度提升.....	12
2.2. 价：低费率竞争有望终结，收单费率有提升趋势.....	19
2.3. 行业展望：增值服务优化商业模式可期，跨境支付开启新蓝海.....	21
2.3.1. 增值服务优化商业模式.....	21
2.3.2. 跨境支付：第三支付的下一个万亿级蓝海.....	22
3. 公司业务：B 端支付龙头，科技赋能小微成长	26
3.1. 聚焦收单业务，交易规模持续增长，收单费率稳中有升.....	26
3.2. 加速布局增值业务，以金融科技赋能小微成长.....	28
3.3. 联合 Skyee，跨境业务带来新增长点.....	34
3.4. 他山之石：Square—基于支付构建用户服务生态系统.....	35
4. 盈利预测及估值	42
5. 风险提示	44

图表目录

图 1: 拉卡拉发展历程	5
图 2: 收单业务商户行业分布	6
图 3: 拉卡拉股权结构 (截至 2019.04.25)	8
图 4: 公司近年营收及归母净利情况	9
图 5: 公司近年分业务营收情况 (单位: 亿元)	9
图 6: 公司近年毛利率及净利率情况	10
图 7: 公司近年期间费用率情况	10
图 8: 第三方支付业务类型	11
图 9: 2013-2020 年中国第三方支付交易规模业务结构	11
图 10: 中国第三方支付市场产业链	11
图 11: 银行卡收单业务主要参与机构	12
图 12: 我国银行卡/信用卡发卡量情况 (单位: 亿张)	13
图 13: 我国银行卡和信用卡人均持有量 (单位: 张)	13
图 14: 2017 年各国人均银行卡及信用卡持有量对比	13
图 15: 近年我国联网 POS 机数量 (单位: 万台)	13
图 16: 东亚部分地区每万人 POS 机拥有量 (单位: 台)	13
图 17: 近年我国银行卡交易笔数及金额情况	14
图 18: 近年我国银行卡消费情况	14
图 19: 近年我国银行卡渗透率情况	14
图 20: 近年我国社会消费品零售总额情况	14
图 21: 近年中国第三方支付移动支付交易规模 (万亿元)	15
图 22: 近年中国第三方支付互联网支付交易规模 (万亿元)	15
图 23: 2017 年不同场景线下扫码支付渗透率	16
图 24: 移动支付用户地域分布 (截止 2018 年 2 季度)	16
图 25: 近年我国银行卡消费业务交易金额情况	17
图 26: 收单市场中第三方机构份额占比逐年提升	17
图 27: 第三方支付业务原直连模式 (左) 及现间联模式 (右)	18
图 28: 刷卡消费手续费分配方式图解	20
图 29: 扫码支付手续费分配方式图解	20
图 30: 行业监管逐渐规范, 第三方支付费率有提升趋势	20
图 31: 第三方支付机构逐渐从收单服务拓展到提供各类增值服务	21
图 32: 跨境支付业务范畴	22
图 33: 第三方支付机构跨境交易业务流程	22
图 34: 近年我国出境游消费规模	23
图 35: 近年我国出国留学人数	23
图 36: 境外线下支付不同支付方式交易规模	24
图 37: 2014-2018 年我国跨境出口电商市场规模	24
图 38: 2014-2018 年我国跨境进口电商市场规模	24
图 39: 国内第三方支付机构跨境互联网支付交易金额及未来增长预测	25
图 40: 跨境支付主要收入来源	25
图 41: 跨境支付增值服务	26
图 42: 公司分业务收入及占比	26

图 43: 公司分业务交易规模及增速	26
图 44: 拉卡拉收单业务覆盖商户规模	27
图 45: 拉卡拉收单业务交易规模及费率	27
图 46: 拉卡拉自拓展模式	28
图 47: 拉卡拉渠道拓展模式	28
图 48: 拉卡拉渠道拓展贡献较大交易规模	28
图 49: 拉卡拉渠道代理商分润比例有所提升	28
图 50: 拉卡拉商业模式图解	28
图 51: 拉卡拉嗨购商城	30
图 52: 拉卡拉智能 POS 会员管理功能	31
图 53: 拉卡拉积分购服务内容	31
图 54: 拉卡拉积分购合作积分源 (灰色积分源正在陆续开通中)	32
图 55: 惠精彩 APP 使用界面	32
图 56: 拉卡拉为不同行业量身定制整体解决方案	33
图 57: 拉卡拉联合 Skyee 为境内外企业带来一站式跨境金融服务	35
图 58: Square 商业生态系统	35
图 59: Square Point of Sale 使用界面	37
图 60: Square Point of Sale 数据分析界面	37
图 61: Caviar 餐厅端界面	38
图 62: Caviar 合作餐厅	38
图 63: Cash App 界面	38
图 64: Cash Boost 奖励计划	38
图 65: 2012-2018 年大型商户贡献 GPV 所占比例	39
图 66: 2018 年不同行业卖家贡献 GPV 所占比例	39
图 67: 2016-2018 年 Square 各项业务收入 (亿美元)	40
图 68: 2016-2019Q1 增值服务收入占比	40
图 69: 2017Q1-2018Q4 增值服务收入及毛利情况	40
图 70: 2012-2018 年 Square 费用率	41
图 71: Square 上市至今 PS (TTM) 估值 (截至 2019.7.12)	42
表 1: 拉卡拉主要 POS 产品列表	5
表 2: 拉卡拉线下便民支付使用设备	7
表 3: 拉卡拉个人移动支付产品	8
表 4: 拉卡拉主要管理层从业经历	9
表 5: 网络支付中主要交易类型分类	16
表 6: 96 费改前后银行卡收单手续费在产业链环节的利润分配	19
表 7: 拉卡拉推送贷款产品	29
表 8: 拉卡拉项目投资概算	34
表 9: Square 硬件产品	36
表 10: Square 针对商户收单和个人支付的收费标准	40
表 11: 分业务盈利分拆表	43
表 12: 可比公司估值对比 (截止 2019.7.15)	44

1. 公司概况：深耕 B 端，第三方支付领先服务商

国内领先的第三方支付公司，专注于为实体小微企业提供收款和经营服务。1) 拉卡拉成立于 2005 年，最初通过便民支付服务，为广大个人用户提供信用卡还款、公用事业缴费、转账等民生类日常支付服务，帮助全国 90% 以上的便利店提升客流量以及用户粘性，是国内最大的线下便民支付服务商之一。2) 2012 年，拉卡拉进入银行卡收单行业，陆续获得全国性银行卡收单、网络支付、电视支付、预付费卡受理等业务许可，专注于为实体小微企业提供收单服务。3) 2014 年起，公司与商户拓展服务机构形成合作，借助商户拓展服务机构的渠道，拓展大量小微商户，同时公司陆续开发出 mPOS、智能 POS、超级收款宝等创新收单产品，并推出智能手环和手机 APP 等个人线上支付平台。4) 2016 年下半年，为集中精力发展第三方支付业务，公司剥离了增值金融业务。

图 1: 拉卡拉发展历程



数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

深耕 B 端支付市场，银行卡收单业务行业领先。目前国内 C 端支付已基本被支付宝、财付通两大巨头垄断，拉卡拉绕开竞争激烈的 C 端市场，深耕 B 端支付，为商户提供收单服务及围绕支付的增值业务。18 年收单业务营收占比 89.3%，截至 2018 年末，公司收单业务 POS 机具及扫码受理产品累计覆盖商户超 1900 万家，18 年收单业务交易金额逾 3.65 万亿元。

通过 POS 机、手机收款宝、扫码终端(收钱宝盒、超级收款宝等)等产品为入口，为商户提供收单服务。2015 年，公司率先研发并发布智能 POS 终端，打造差异化竞争优势；2016 年，推出兼容支付宝、微信等二维码扫码支付的收款服务，扫码交易量和交易总额高速增长；2017 年，研发上市收钱宝盒、超级收款宝和智能收银台等产品，收单业务继续高速增长。目前公司商户主要集中在华东、华南、华北等区域，从行业分布来看，主要是餐娱、一般、民生及公益类，其中民生类商户规模较大，主要是商超、便利店、社区零售店等。

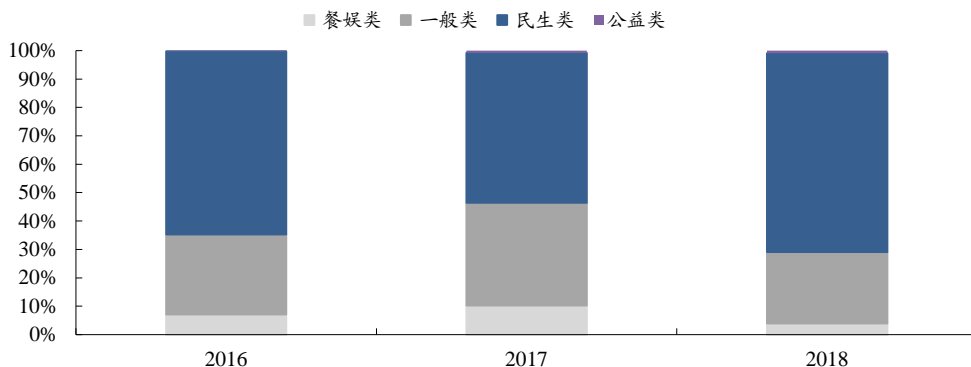
表 1: 拉卡拉主要 POS 产品列表

产品	图示	简介
----	----	----

<p>传统 POS 机</p>		<p>传统 POS 机分为固定 POS、半固定 POS 和移动 POS 等，为商户提供收单服务。支持电子现金、电子签名等业务</p>
<p>mPOS 机（手机收款宝）</p>		<p>mPOS 机是一款移动支付终端，可通过蓝牙技术配合相关客户端，为用户提供收单服务，产品便于随身携带，实现收单、转账、还款、充值、查询等功能</p>
<p>智能 POS 终端</p>		<p>拥有高清液晶显示屏，配备安卓系统，并支持多种通讯方式，除传统各类银行卡之外，还拥有扫码支付、NFC 闪付等多种支付方式。具备全支付、权益管理等核心功能，可以满足商户所需的增值功能</p>
<p>收钱宝盒</p>		<p>为中小微商户打造的新一代收银扫码终端，支持市面主流扫码收款方式。无需收银软件驱动，即可完成扫码收款、退款、交易撤销、语音播报等功能。专属 APP 叠加多项增值服务，整合查账、提款、商户进件、理财等功能</p>
<p>超级收款宝</p>		<p>集扫码、云闪付于一体的轻便型两用独立扫码终端，旨在为中小微商户提供收款体验，支持小额高频的聚合扫码、云闪付快速交易以及微信、支付宝、银联等相关商户权益营销活动</p>
<p>智能收银台</p>		<p>搭配安卓系统，兼容性强，支持刷卡、扫码、闪付等主流支付方式，可打通会员管理、团购、外卖等各类应用系统，集智能收银、店铺管理、数据分析、精准营销等议题，可一站式解决商户智能收银、智慧店铺的经营需求，助力店铺经营升级</p>

数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所


图 2：公司收单业务商户行业分布



数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

个人支付方面，主要分为便民支付和移动支付。便民支付是通过公司安装在社区便利店的自助终端实现水电煤气缴费、信用卡还款、手机充值、转账等民生类支付服务，目前公司已在全国 371 个城市的便利店内铺设了近 10 万台自助支付终端。移动支付是通过手机刷卡器、移动智能终端的 APP 等产品，为用户提供信用卡还款、转账汇款、充值缴费、账单支付、银行卡余额查询、理财及融资产品推送等民生类支付及增值服务。微信、支付宝的兴起对公司个人支付业务形成了一定冲击，近年个人业务营收占比不断下滑，18 年公司个人支付业务交易金额逾 2800 亿元，营收占比 1.9%。

表 2: 拉卡拉线下便民支付使用设备

产品	图示	简介
便民支付终端		便民支付终端通过可为用户提供集自助银行、便民缴费、生活服务、金融服务四大功能，同时便民支付终端还集成刷卡收银、库存管理及营销平台等功能，吸引商户在商店内采购商品同时进行便民支付。
个人家用刷卡终端		拉卡拉家用 MINI 刷卡机，是一款面向家庭与办公室用户，该款产品通过电话线连接到拉卡拉清算支付网络，便可在家或办公室自助完成跨行还款、水电缴费、手机充值、网购付款等金融业务，无需改变刷卡习惯，操作更简便，随时随地享受支付便利。

数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

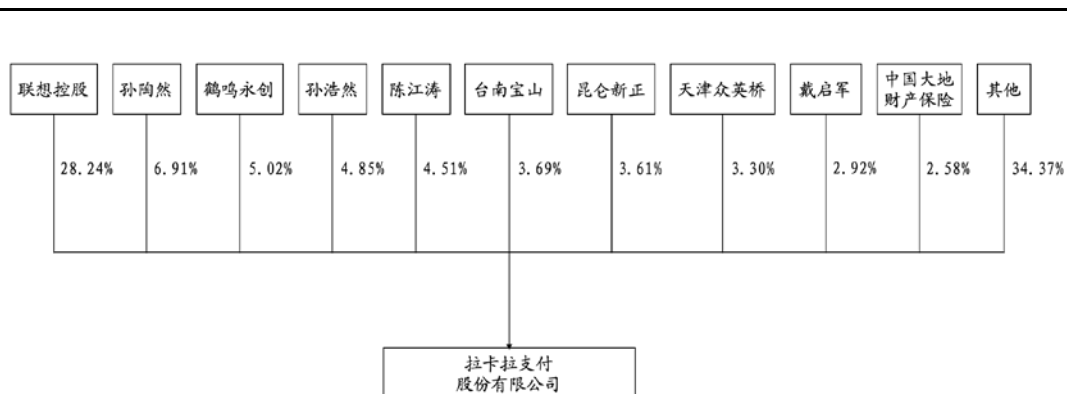
表 3: 拉卡拉个人移动支付产品

产品	图示	简介
蓝牙手机刷卡器		蓝牙手机刷卡器是拉卡拉创新的一款移动支付终端，可通过蓝牙配合相关的客户端，为用户提供个人支付服务。
音频复合手机刷卡器		音频复合手机刷卡器是拉卡拉创新的一款移动支付终端，可通过音频接口或蓝牙配合相关的客户端，为用户提供个人支付服务。产品由软硬件两部分构成，软件是安装在智能手机上的专用客户端，硬件是外接刷卡器，硬件部分主要功能为刷卡，软件部分主要负责各项功能的指令输入操作。
拉卡拉手环		拉卡拉手环是一款专注于支付的智能手环，支持 PBOC3.0 标准的电子现金卡、支持接入全国各地的一卡通和各类型的行业卡，方便消费者在全场景下高频、快捷、小额免密交易，同时可叠加诸多拉卡拉便民服务及相关增值服务。

数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

公司第一大股东为联想控股，持有 28.24% 的股份，创始人孙陶然为第二大股东，持有 6.91% 的股份。目前在实际经营中尚无任何股东能够对公司的经营方针及重大事项决策作出实质性影响，因此公司目前无实际控制人。

图 3: 拉卡拉股权结构（截至 2019.04.25）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理层创业及相关从业经验丰富，助力公司保持行业领先地位。拉卡拉创始人、董事长孙陶然先生具有丰富的创业经验和成长型企业的运营经验，曾参与创办蓝色光标等；公司高管团队具有丰富的第三方支付、银行、财务等行业的从业经验，**总经理舒世忠先生为第三支付的行业专家**，曾任中国银联助理总裁、证通股份有限公司常务副总裁；**副总经理、董事会秘书朱国海先生具有丰富的银行业从业经验**，曾任中国农业发展银行浙江省分行副处长；**CFO周钢先生财务经验丰富**，历任普华永道会计师事务所审计部经理、安美数字服务集团财务总监。**管理层丰富的从业经历，有利于保障公司决策的高效运行，助力公司保持行业领先地位。**

表 4: 拉卡拉主要管理层从业经历

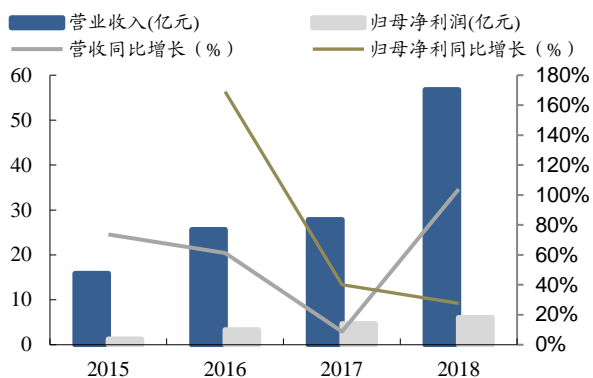
姓名	职位	履历
孙陶然	董事长	创业经验丰富 ，1995 年与《北京青年报》联合创办《北京青年报·电脑时代周刊》大获成功；1996 年联合投资创办蓝色光标公关顾问机构；1997 年创办生活速递直效营销公司，创办《生活速递》高尚社区直投杂志；1998 年联合创办北京恒基伟业电子产品有限公司，策划恒基伟业最著名的产品“商务通”的营销
舒世忠	总经理	第三方支付行业专家 ，曾于中国建设银行、招商银行、兴业银行等金融企业任管理岗位；2008 年任中国银联助理总裁；2015 年任证通股份有限公司常务副总裁
朱国海	副总经理 董事会秘书	具有丰富的银行业从业经验 ，曾任中国农业发展银行浙江省分行副处长
周钢	财务总监	财务经验丰富 ，历任普华永道会计师事务所审计部经理、安美数字服务集团财务总监

数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

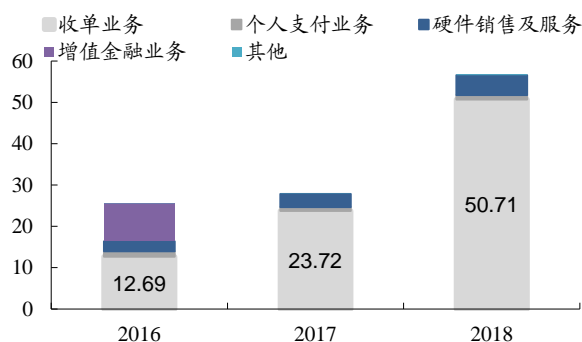
商户规模扩张带动收单业务发展良好，公司近年营收净利快速增长。2016-2018 年，公司营收分别为 25.6/27.9/56.8 亿元，分别同比增长 61.2%/8.8%/103.9%；归母净利润分别为 3.4/4.7/6.0 亿元，分别同比增长 169.0%/40.2%/27.6%，17 年营收增速较低主要受剥离增值金融业务影响。从增长驱动来看，收单业务是公司最主要的收入来源，16-18 年公司收单业务营收占比分别为 49.6%/85.2%/89.3%，**过去三年公司覆盖的商户规模分别为 404/1121/1963 万户，商户规模持续扩张带动收单业务高速发展，同时扫码交易快速发展、手续费提价、T0/D0 等增值服务也推动了公司收单业务增长，由此带来营收净利快速增长。**

图 4: 公司近年营收及归母净利润情况

图 5: 公司近年分业务营收情况（单位：亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

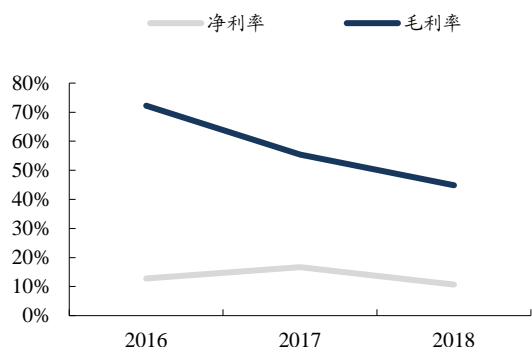


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

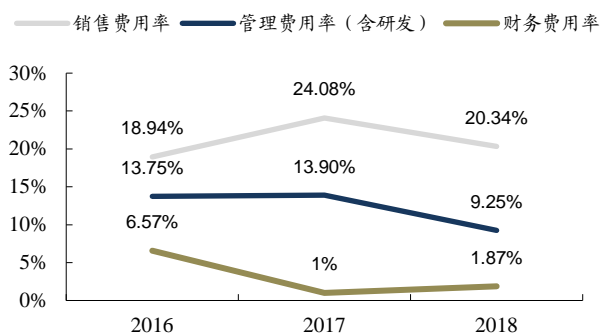
分润成本提升毛利率有所压制, 规模效应及管理优化带来费用率下降。2016-2018年, 公司毛利率分别为 72.2%/55.4%/44.9%, 近年来有所下降, 主要由于收单业务快速发展, 商户拓展营销机构的分润成本大幅提升。期间费用率方面, 受益于规模效应及管理结构优化, 呈持续下降趋势, 分别为 39.25%/38.97%/31.47%。具体来看, 销售费用率分别为 18.9%/24.1% /20.3%, 主要由于广告宣传与市场推广费持续上升; 管理费用率(不含研发)分别为 8.5%/6.9%/4.4%, 主要受益于规模效应和效率提升; 研发费用金额逐年增长, 主要系加大交易、清算和风控系统等方面的研发投入; 财务费用率分别为 6.6%/1.0%/1.9%, 16年主要受开展增值金融业务, 利息支出较高影响, 18年上缴备付金带来利息收入下降, 财务费用率有所回升。

图 6: 公司近年毛利率及净利率情况

图 7: 公司近年期间费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

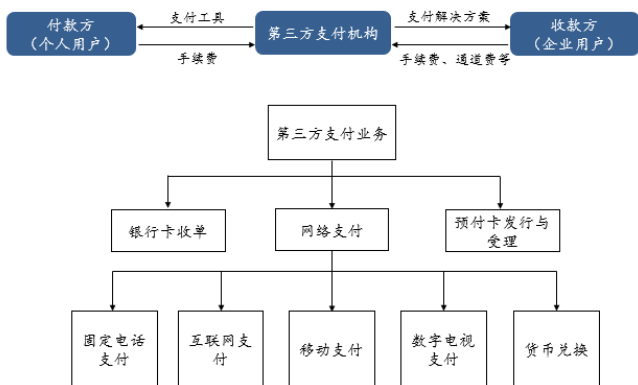


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 行业背景: 量增价稳, 增值服务优化商业模式可期, 跨境支付开启新蓝海

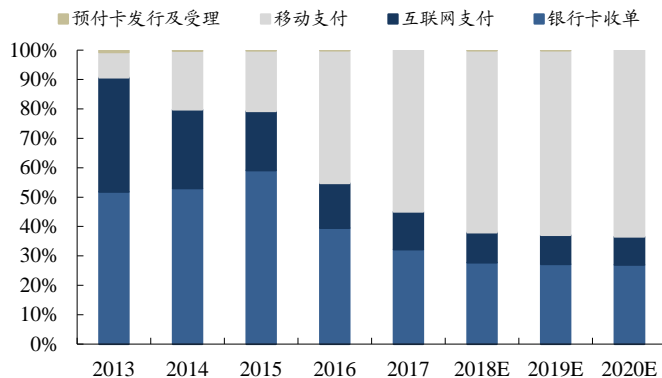
公司所处行业为第三方支付行业，为第三方支付机构在付款人与收款人之间提供资金转移服务。细分市场主要包括银行卡收单、网络支付、预付卡发行与受理三种类型，以收取手续费盈利，其中银行卡收单主要通过 POS 终端等为银行卡特约商户代收货币资金；网络支付主要依托公共或专用网络在收付款人之间实行货币资金转移。根据艾瑞咨询，2017 年我国第三方支付行业中，银行卡收单业务规模占比 32%，网络支付规模占比 68%，其中网络支付中超 80%为移动支付。

图 8：第三方支付业务类型



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

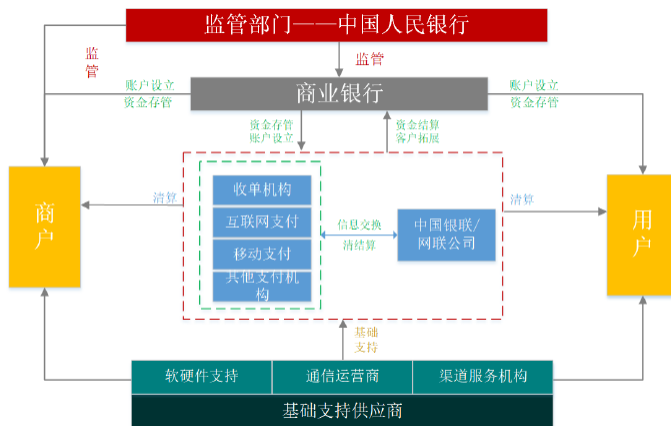
图 9：2013-2020 年中国第三方支付交易规模业务结构



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

从第三方支付行业产业链来看，主要包括监管部门、商业银行、第三方支付机构、清算机构、商户、消费者以及基础支持服务商。第三方支付行业监管部门为中国人民银行，商业银行负责处理本机构所属账户的支付交易，第三方支付机构处于产业链的核心地位，主要为商户和消费者提供支付服务并收取手续费，目前第三方支付机构的经营需要监管机构的牌照许可，清算结构包括中国银联和网联公司，主要为商业银行和第三方支付机构提供交易处理和资金清结算等服务，基础支持服务商则为第三方支付机构提供软硬件支持等技术服务。

图 10：中国第三方支付市场产业链



数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

目前第三方支付公司的盈利模式主要包括收取手续费及提供增值服务盈利，其中手续费收入=交易规模*手续费率；增值服务方面，第三方支付公司逐渐发展出“支付+营销”、“支付+金融”、“支付+财务管理软件”等多元化增值业务。

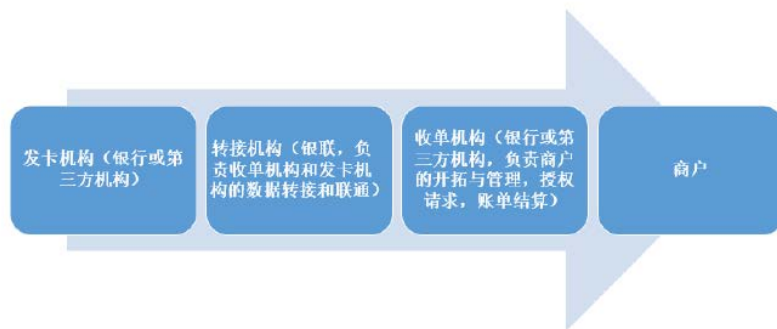
2.1. 量：第三方支付仍处增长快车道，监管规范有望带来集中度提升

第三方支付主要细分市场银行卡收单与网络支付目前均处较快增长通道，具体来看：

➤ 银行卡收单市场

银行卡收单业务是指收单机构通过各类 POS 机终端受理银行卡刷卡消费等支付类交易资金的业务，收单业务主要参与机构包括发卡机构、收单机构和转接清算机构，其中收单机构为银行或第三方机构。2010 年开始，监管层对第三方支付机构开放银行卡收单业务，并实行牌照监管，第三方支付机构银行卡收单交易规模迅速增长。

图 11：银行卡收单业务主要参与机构

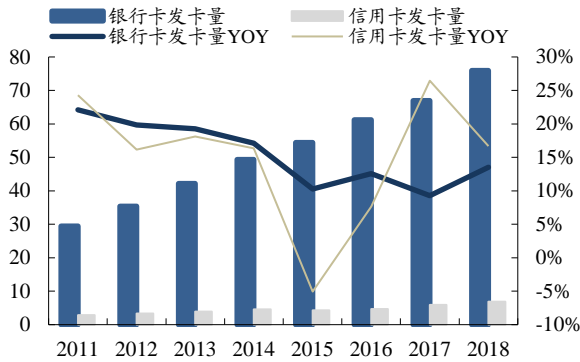


数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

从增长驱动来看，银行卡尤其是信用卡发卡数量持续增长、银行卡受理环境进一步完善、居民非现金消费习惯的持续养成以及社会消费品零售总额的继续增长推动银行卡收单市场持续增长。

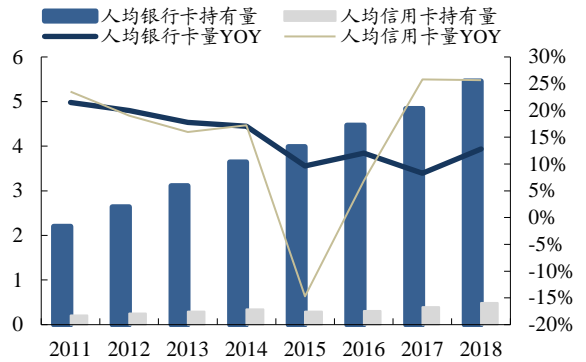
银行卡发卡数量持续增长，信用卡增速明显。截至 2018 年末，全国银行卡在用发卡数量 75.97 亿张，同比增长 13.51%。其中借记卡在用发卡数量 69.11 亿张，同比增长 13.20%；信用卡和借贷合一卡在用发卡数量 6.86 亿张，同比增长 16.73%，信用卡增速更为明显。从人均持卡量来看，2018 年全国人均持有银行卡 5.46 张，同比增长 12.91%，其中人均持有信用卡和借贷合一卡 0.49 张，同比增长 16.11%。对标海外，我国人均信用卡持卡量仍有较大增长空间，2017 年我国人均信用卡持有量 0.42 张，显著低于发达国家。

图 12: 我国银行卡/信用卡发卡量情况 (单位: 亿张)



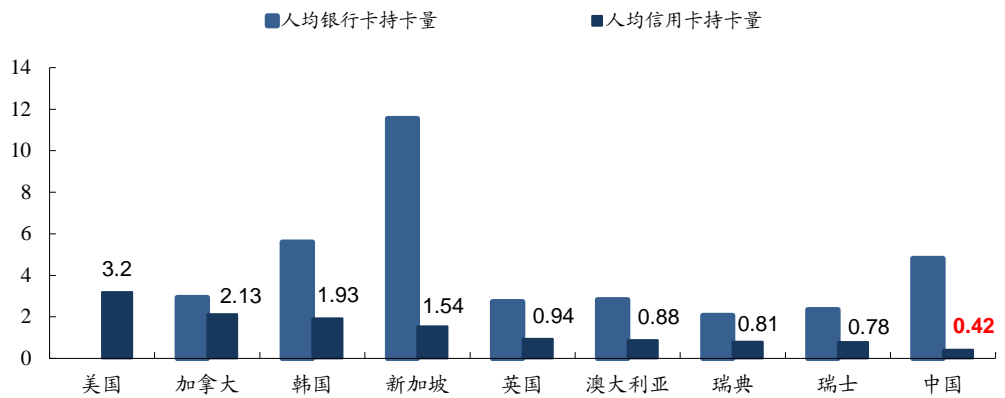
数据来源: 中国支付清算协会, 东吴证券研究所

图 13: 我国银行卡和信用卡人均持有量 (单位: 张)



数据来源: 中国支付清算协会, 东吴证券研究所

图 14: 2017 年各国人均银行卡及信用卡持有量对比

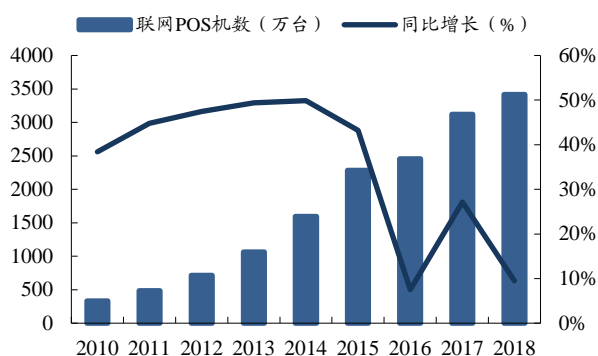


数据来源: 国际清算银行, 东吴证券研究所

刷卡受理环境不断完善, POS 机渗透率有望进一步提升。截至 2018 年末, 银行卡跨行支付系统联网商户 2733 万户, 联网 POS 机具 3415 万台, 较上年末分别增加 140 万户和 296 万台。全国(大陆地区)每万人对应的 POS 机数量约为 246 台, 同比增长 8.91%, 根据中国产业信息网, 2016 年中国香港、日本、韩国的万人 POS 机拥有量分别为 815/660/642 台, 由此可见我国每万人对应的 POS 机数量仍有较大提升空间, POS 机渗透率有望进一步提升。此外, 随着移动支付方式的多样化, POS 机具从只能受理银行卡物理刷卡升级为接受扫码及 NFC 等全渠道支付方式, 叠加支付场景不断丰富以及生物识别支付技术不断应用, 智能 POS 终端有望向市场进一步渗透。

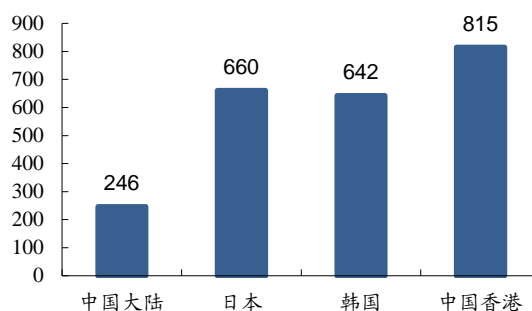
图 15: 近年我国联网 POS 机数量 (单位: 万台)

图 16: 东亚部分地区每万人 POS 机拥有量 (单位: 台)



数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

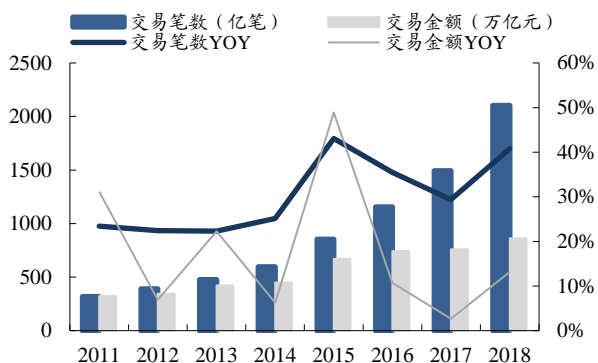
注：中国大陆为2018年数据，其他地区为2016年数据



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

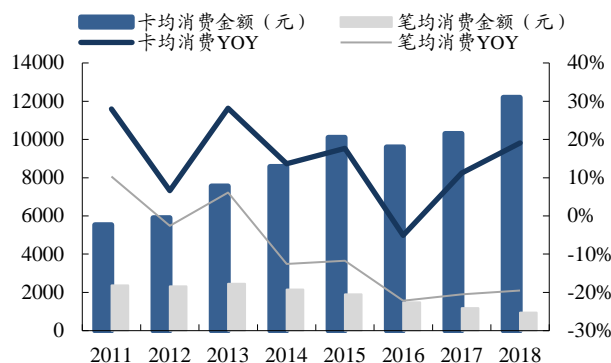
非现金消费习惯不断养成叠加消费总额持续增长，银行卡交易量继续增长。居民非现金消费习惯不断养成，银行卡消费呈小额高频态势，2018年我国银行卡卡均消费金额1.22万元，同比上升19.06%，笔均消费金额943.28元，同比下降19.46%，全年银行卡渗透率48.97%，同比提升0.26个百分点；此外，社会消费品零售总额持续增长，2018年，我国社消零售总额38.1万亿元，同比增长9.0%。银行卡渗透率不断提升，叠加社会消费品零售总额持续增长，推动银行卡交易量继续增长

图 17: 近年我国银行卡交易笔数及金额情况



数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

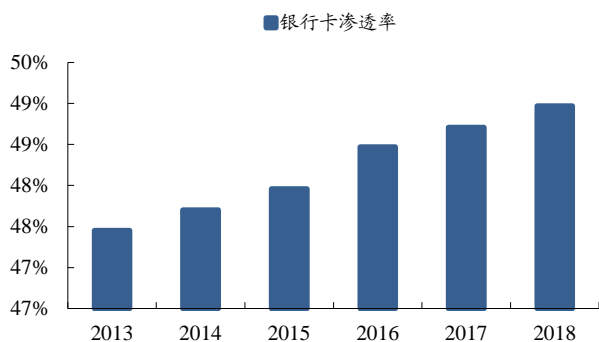
图 18: 近年我国银行卡消费情况



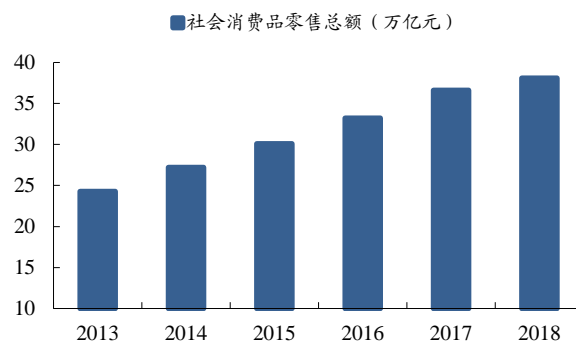
数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

图 19: 近年我国银行卡渗透率情况

图 20: 近年我国社会消费品零售总额情况



数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

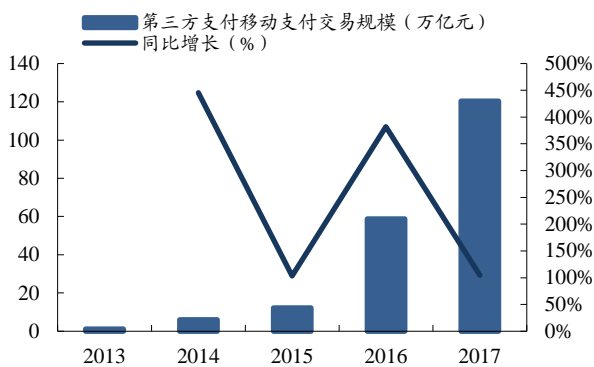


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

网络支付市场

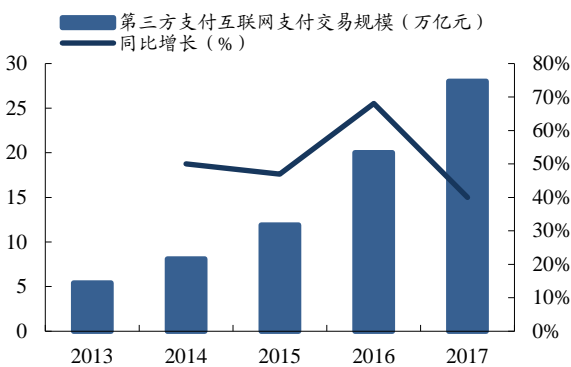
主要包括互联网支付和移动支付两类。支付宝、财付通等互联网巨头的入局带来了第三方移动支付的快速增长，移动支付交易规模从2013年的1.1万亿元增长到2017年的120.3万亿元，近四年同比增速均超过100%。移动支付的大幅提升，替代了一定的互联网支付，近年来互联网支付交易规模持续增长，但增速有所放缓，2017年互联网支付交易规模达到28万亿元。

图 21: 近年中国第三方移动支付交易规模 (万亿元)



数据来源：艾瑞咨询，Wind，东吴证券研究所

图 22: 近年中国第三方互联网支付交易规模 (万亿元)



数据来源：艾瑞咨询，Wind，东吴证券研究所

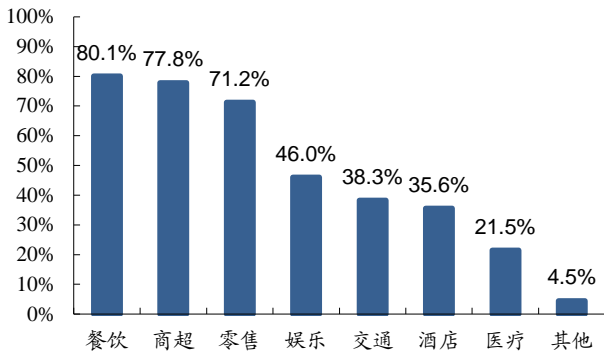
扫码支付场景有望向更多行业和低线城市渗透，我们预计未来扫码支付交易规模仍将保持快速增长。

1) 从行业分布来看，目前线下扫码主要集中在商超和餐饮行业，2017年，线下餐饮扫码支付渗透率达80%，商超、零售扫码支付渗透率也均在70%以上，而娱乐、交通、酒店、医疗等场景扫码支付渗透率仍然较低。在交通出行领域，公交、出租车、共享单车、停车场、高速公路等场景支付具有刚需、高频、小额的特点，预计未来将成为支付

公司必争之地，增长潜力较大。同时，娱乐、酒店、医疗等平均消费水平较高的支付场景也有望成为移动支付的重要增长点。

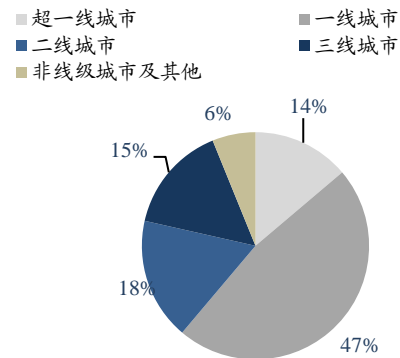
2) 从地域分布来看，根据易观统计，目前移动支付用户中分布在二线城市及以上的占比为 78.5%，非线城市及其他城市拥有的移动支付用户仅占总量的 6.2%，移动支付地域下沉潜力仍然较大。

图 23: 2017 年不同场景线下扫码支付渗透率



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图 24: 移动支付用户地域分布 (截止 2018 年 2 季度)



数据来源: 易观, 东吴证券研究所

2018 年, 我国非银行支付机构共处理网络支付业务金额 208 万亿元 (中国支付清算协会)。拆分交易类型来看, 占比最大的为个人类交易, 主要包括转账/红包/公共缴费等, 交易规模占比约在 50% 以上; 消费类交易约占交易规模的 10% 的左右, 主要包括餐饮、零售、娱乐等商户类交易; 其余主要为金融类交易, 包括基金申购、保险产品购买等, 第三方收单机构覆盖的市场主要为消费和一些金融类交易。

表 5: 网络支付中主要交易类型分类

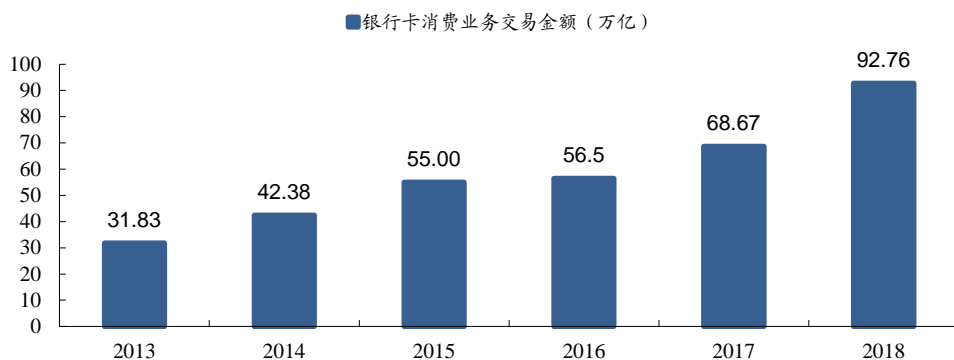
交易类型	个人类交易	消费类交易	金融类交易
概况	个人类交易主要包括转账/红包/公共缴费等交易	餐饮支付、商超零售等, 是第三方支付服务商主要利润来源	基金申购、保险产品购买等, 属于第三方支付机构利润重要组成部分
交易规模占比	占整体交易规模 50% 以上	占整体交易规模 10% 左右	占整体交易规模 40% 左右

数据来源: 易观, 东吴证券研究所

根据中国支付清算协会, 2018 年我国银行卡消费业务交易金额 92.76 万亿元, 同比增长 35.09%, 主要受益于移动支付和 NFC 支付等非现金支付工具的快速普及, 银行卡无卡消费交易助推力量显著。未来随着银行卡发卡量持续增长、银行卡受理环境不断完

善、扫码支付继续渗透以及消费总额不断增长，预计收单市场规模将继续保持增长态势。

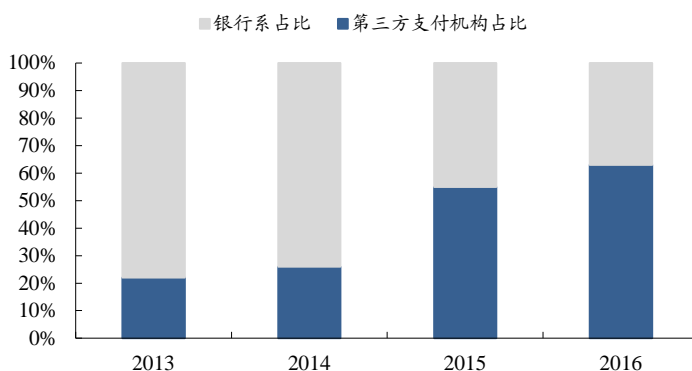
图 25：近年我国银行卡消费业务交易金额情况



数据来源：中国支付清算协会，东吴证券研究所

市场结构方面，银行系份额有所降低，第三方支付机构份额逐年提升，主要受益于对中小商户覆盖的明显优势。收单业务的收单主体主要是商业银行和第三方支付机构。2010 年以来，随着监管层放开对第三方机构的银行卡收单业务，第三方支付机构迅猛发展，不断抢占银行系市场份额，目前第三方支付机构的收单业务交易规模已经超越银行系，占比约在 60% 以上，并有进一步扩大趋势。第三方支付机构份额的逐年提升主要由于：1) 银行业务众多，收单业务只是其中之一，银行投入精力有限，并且与其他主业相比，收单业务利润较低，银行积极性不高。2) 银行同时作为发卡行与收单者，角色特殊，同业间关系不易处理。3) 银行风控严格，管制约束较多，主要服务较大的企业客户，而第三方支付机构机制灵活，积极拓展中小商户，对中长尾市场的客户覆盖能力较强。

图 26：收单市场中第三方支付机构份额占比逐年提升



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

竞争格局方面，在第三方收单市场，大型机构占据了较大的市场份额。根据尼尔森《2017 年度亚太地区收单机构排名》，银联商务 17 年收单交易规模位列亚太地区收单

榜首，近几年收单规模均位列国内第三方支付市场第一，2018 年拉卡拉交易流水约 3.65 万亿，在第三方支付市场占有率约不到 7%，其他较大的第三方支付收单机构还包括通联支付、瑞银信、嘉联支付等。

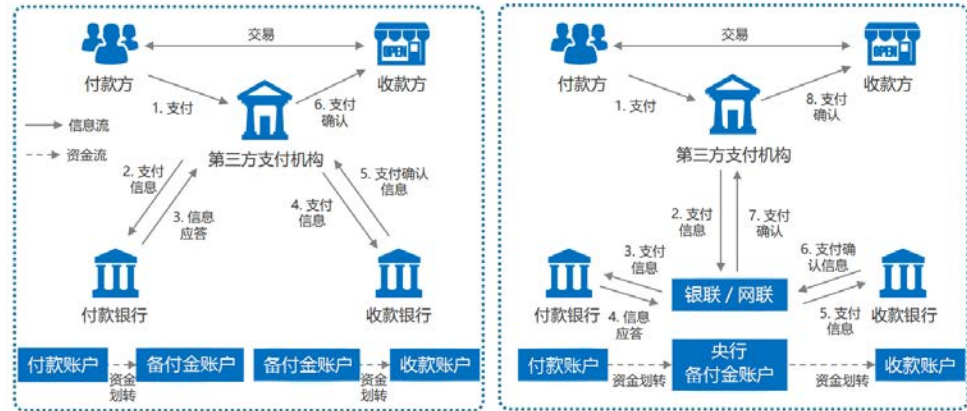
另外，近年来政策不断趋严，监管逐渐规范，对小型第三方支付收单机构带来一定冲击，运营规范的大型第三方机构有望凭借竞争优势继续实现市占率提升。

监管收紧，第三方支付牌照只减不增，牌照价值凸显。第三方支付机构开展银行卡收单业务须获央行颁发牌照许可，自 2011 年到 2015 年央行一共发放 271 张第三方支付牌照，2015 年后对非银行机构未再审批支付许可。根据中国人民银行网站的公告统计，截至 2019 年 5 月，共 238 家支付机构拥有牌照，绝大多数还受到地域限制，支持全国范围银行卡收单的牌照仅剩 33 张。现存第三方支付牌照价值凸显，尤其是全国性牌照，对第三方支付行业形成了天然壁垒。同时，2018 年以来监管部门对违规收单机构密集开出大额罚单，支付行业向合规化方向发展，有望加速行业出清。

客户备付金 100% 交存，规范行业运营。2018 年 6 月 29 日，央行发布《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事项的通知》，规定自 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，至 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。客户备付金是指收付款双方通过第三方支付机构进行交易过程中，由于资金在账户之间流转的时间差，第三方支付机构预收的代付资金。为了保证备付金的安全，监管机构要求备付金 100% 存放到指定机构，且不计付利息。该政策使得备付金利息收入消失，对支付机构收入产生负面影响。一方面，对于支付宝、微信两大支付巨头，二者合计的备付金规模预计占行业的 85% 以上，交存规模较大，但由于两大巨头已形成综合的金融服务布局和丰富的产品体系，预计对其整体利润影响不超过 10%；另一方面，对于中小型支付机构，虽然其备付金规模占行业整体较小，但由于部分中小型支付机构对备付金利息收入依赖较大（占比可能在 30% 以上），其利润可能在短期内受到较大影响。

“断直连” 出台，行业监管走向规范。央行规定，自 2018 年 6 月 30 日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务必须全部通过网联平台处理。断直连是指第三方支付机构与各地银行的清算账户切断连接，所有交易必须通过网联或银联实现集中的跨行转接清算，行业监管走向规范。

图 27：第三方支付业务原直连模式（左）及现网联模式（右）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.2. 价：低费率竞争有望终结，收单费率有提升趋势

“96 费改”前，刷卡手续费实施政府定价，不同类型商户费率有所不同。其中餐娱类商户手续费率 1.25%，一般类商户手续费 0.78%，民生类商户手续费 0.38%，公益类商户约 0%（减免发卡行和银行清算组织费率，收单机构按服务成本进行收费），发卡行，银行清算组织和收单机构基本按照 7: 1: 2 的固定比例进行利润分配。商户的分类费率带来了低价竞争行为，业内称为“套码”，一些尤其是小型的第三方支付机构将高费率的商户调整为低费率用户收取较低的手续费从而获取更多的用户，由此长期以来市场上的手续费率较低。

“96 费改”取消商户类别区分和收单市场政府定价，刷卡手续费借贷分离并执行统一费率，同时收单机构拥有更多定价自主权。2016 年 3 月央行发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》（16 年 9 月 6 日实施，又称“96 费改”），拉开了遏制第三方支付行业低价竞争的序幕，费改取消了商户类别的区分和收单市场的政府定价，刷卡手续费执行统一费率，对“套码”行为形成遏制，同时收单费用市场定价给了第三方支付机构更多的定价自主权。利润分配方面，发卡行服务费实行借贷分离，信用卡费率上限 0.45%，金额上不封顶，借记卡费率上限 0.35%，封顶 13 元；清算机构向收单机构和发卡机构分别计收服务费，费率上限均为 0.065%，封顶 6.5 元；收单机构服务费由以前的政府指导价改为实行市场调节。

表 6: 96 费改前后银行卡收单手续费在产业链环节的利润分配

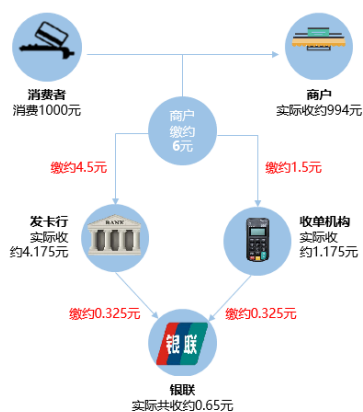
	商户类别及费率	发卡行分配比例	清算组织分配比例	收单机构分配比例
96 费改前	分为餐娱类（1.25%）、一般类（0.78%）、民生类（0.38%）和公益类（约 0%）	约 70%	约 10%	约 20%
96 费改后	取消按商户类别分类设定， <u>刷卡手续费借贷分离、统一费率、实行自主定价</u>	实行借贷分离。信用卡费率上限 0.45%，金额上不封顶；借记卡费率上	清算机构向收单机构和发卡机构计收，费率上限为 0.065%，封	收单服务费由政府指导价改为实行市场调节

限 0.35%，封顶 13 元 顶 6.5 元

数据来源：易观，国家发展改革委，东吴证券研究所整理

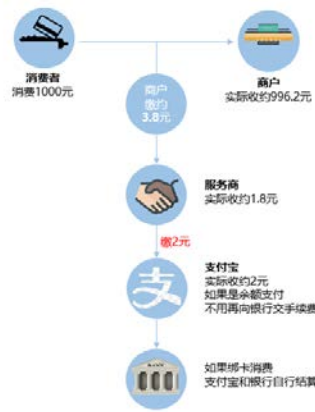
对于受理支付宝、微信支付等扫码支付业务，交易收益分配方式与传统刷卡方式有所不同，收单机构收取的费率扣除支付宝/微信支付的账户端手续费即为收单机构取得的手续费收入，目前中国银联、网联公司等尚不收取服务费用，收单机构获得的整体收益更高。

图 28: 刷卡消费手续费分配方式图解



数据来源：移动支付网、东吴证券研究所

图 29: 扫码支付手续费分配方式图解



数据来源：移动支付网、东吴证券研究所

低费率竞争有望终结，收单费率有提升趋势。2017年12月央行又发布《关于规范支付创新业务的通知》（281号文），强调了支付服务市场公平竞争秩序的维护，指出不得滥用市场地位排除、限制支付服务竞争，不得采用低价、补贴等不正当手段拓展市场，不能以“零扣率”“抵扣率”等方式吸引客户。2018年12月，中国银联发出“关于加强减免类等商户管理函”，将每日对商户交易中的终端唯一标识与商户入网注册时的终端唯一标识进行对比，从根本上终结了POS跳码套利等违规行为。一系列行业监管的规范为收单费率提升提供了基础，自2018年9月起，多家第三方支付机构如拉卡拉、付临门、随行付、开店宝等都上调了收单手续费，支付宝也在2019年2月将商家二维码收款费率上调回0.6%。低费率恶性竞争的局面有望终结，收单费率有提升趋势。

图 30: 行业监管逐渐规范，第三方支付费率有提升趋势



数据来源: 中国人民银行官网, 中国银联官网, 东吴证券研究所整理

2.3. 行业展望: 增值服务优化商业模式可期, 跨境支付开启新蓝海

2.3.1. 增值服务优化商业模式

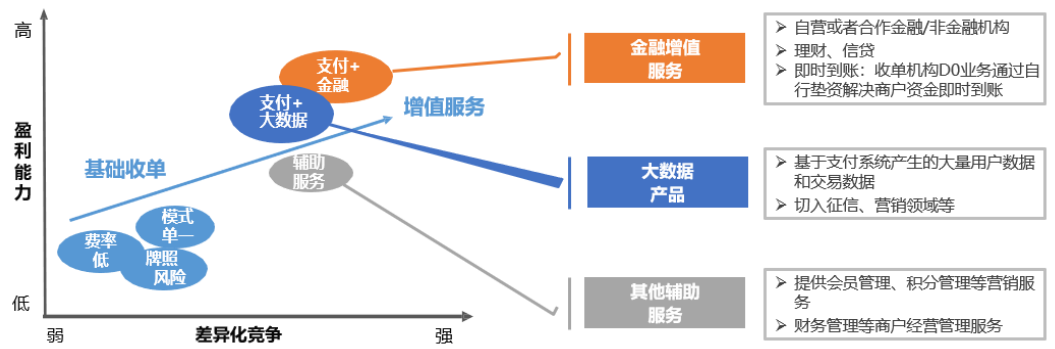
支付公司逐渐摆脱低费率竞争, 提供增值服务构建核心竞争力, 行业进入商业模式优化期。为了降低牌照经营风险, 同时跳脱较为同质化的手续费竞争模式, 第三方支付机构不再局限于提供通道业务的单一利润模式, 逐渐从提供基础支付服务转型为提供增值服务和综合解决方案, 增加收入来源。

随着智能 POS 终端普及、大数据挖掘和云计算技术的利用, 支付交易数据可以被合理利用用于分析消费者行为, 针对客户消费特征和偏好制定或改善营销策略, 提高用户粘性、开发用户潜在消费需求等。目前, 凭借用户沉淀和数据积累, 第三方支付行业提供的增值服务主要包括:

- **金融增值服务:** 包括自营或者合作金融/非金融机构, 提供理财、信贷、即时到账等金融服务。
- **大数据产品:** 基于支付系统产生的大量用户数据和交易数据, 开发大数据应用产品, 切入征信和营销等领域。
- **技术、财务等企业经营辅助服务:** 从提供支付工具拓展到提供会员管理、积分管理等营销服务以及财务管理等商户经营管理服务。

基于支付入口提供增值服务, 一方面显著降低流量成本, 另一方面高毛利的增值服务能够提升盈利能力, 支付公司的商业模式得以优化。预计未来支付公司增值服务的利润占比将继续提升, 有望带动行业估值中枢上移。

图 31: 第三方支付机构逐渐从收单服务拓展到提供各类增值服务

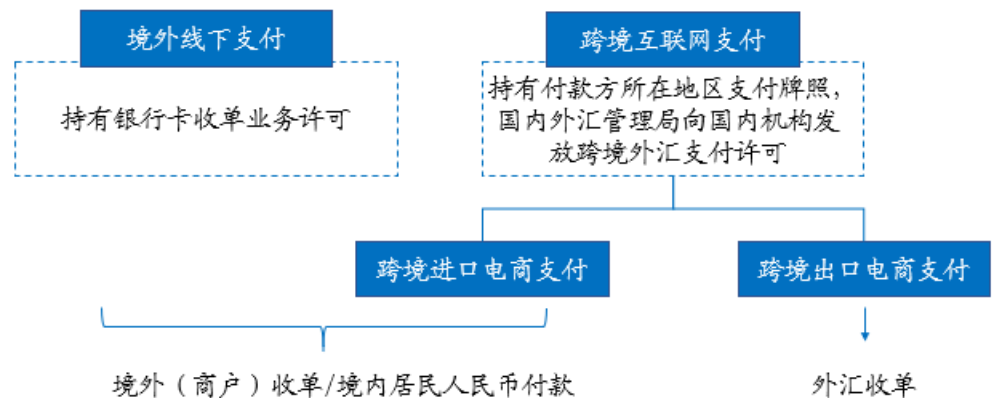


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所整理

2.3.2. 跨境支付：第三方支付的一个万亿级蓝海

第三方支付机构跨境支付业务主要分为境外线下支付和跨境互联网支付两类。境外线下收单需要第三方支付机构持有银行卡收单业务资质，属于境外收单范畴；跨境互联网支付需要第三方支付机构具有付款方所在地区的支付业务资质，其中跨境进口电商支付业务属于境外收单范畴，跨境出口电商支付业务属于外汇收单范畴。

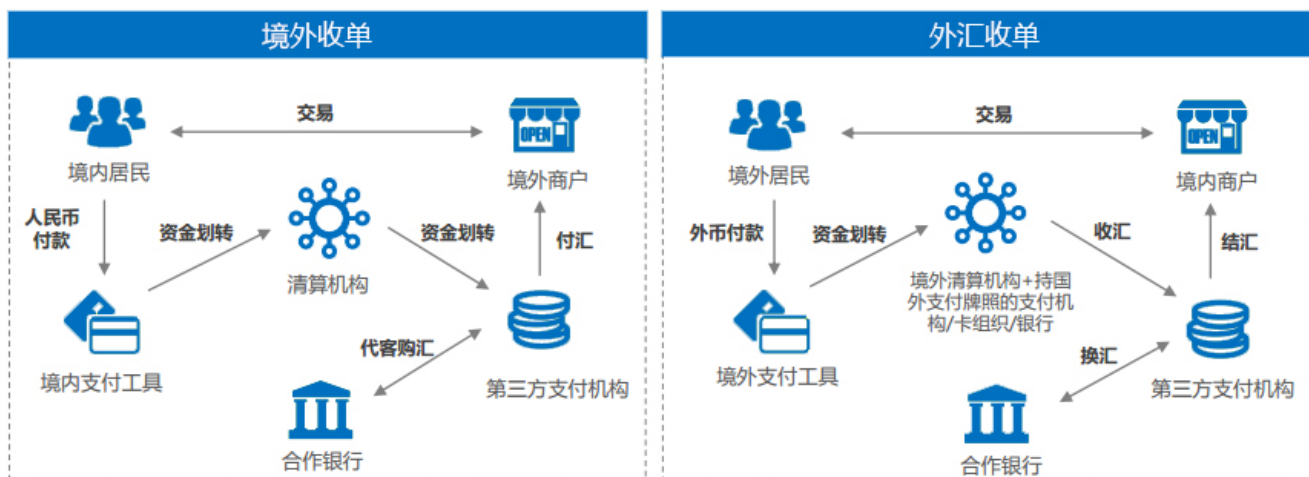
图 32：跨境支付业务范畴



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

第三方支付跨境支付须持有外汇和人民币支付牌照，目前外汇支付牌照仅 30 张。国内公司要开展跨境支付业务，首先必须是支付机构，持有央行颁发的支付业务许可，其次如果涉及换汇，需要有外管局颁发的外汇支付牌照。2013 年，监管层正式放支付机构进入市场，对跨境支付业务实行牌照监管，截至 2019 年初，持有外管局下发的跨境外汇支付牌照的第三方支付机构数量仍然维持在 30 家，行业进入壁垒较高。

图 33：第三方支付机构跨境交易业务流程



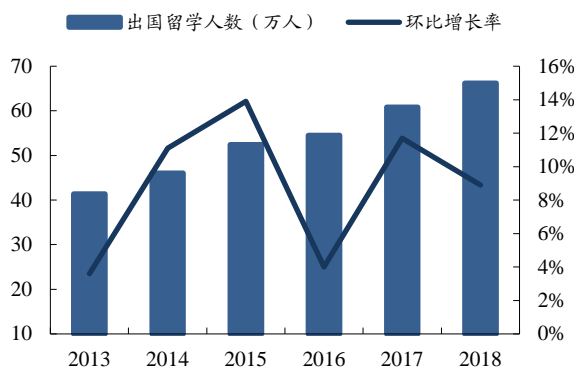
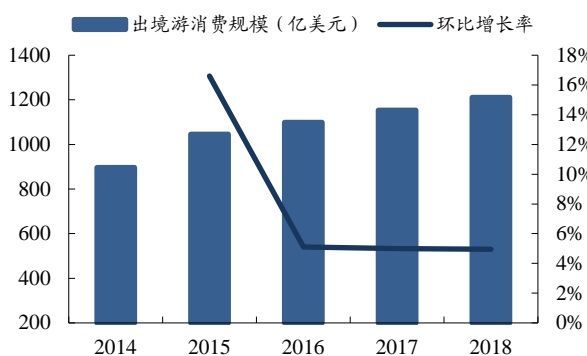
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

从行业增长驱动来看，出境游及留学消费增加、非现金支付渗透率提升推动第三方境外线下支付增长，跨境电商交易规模增加推动跨境互联网支付金额增长。

出境游和留学消费稳定增长，带动境外线下支付服务需求。国内第三方支付机构处理境外线下交易主要集中在出境游和留学场景中。2018年我国出境游消费规模超过1200亿美元（中国旅游研究院），出国留学人数达到66.21万人次（教育部），根据银联国际，我国留学生每年消费规模超3800亿元人民币，易宝研究院预计到2020年我国出境旅游人数将保持10%的复合增长，同时出国留学市场规模将超7000亿元，复合增速约25%。出境游和海外留学生消费规模的稳定增长，将进一步刺激境外线下支付服务需求。

图 34：近年我国出境游消费规模

图 35：近年我国出国留学人数



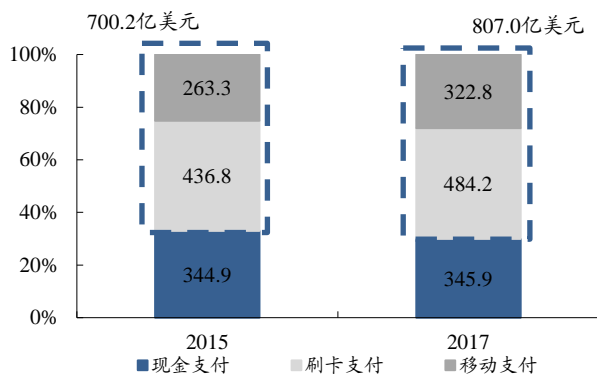
数据来源：易观，东吴证券研究所

数据来源：易观，教育部，东吴证券研究所

境外线下支付需求增长，叠加非现金支付渗透率提升，预计第三方境外线下交易规模将持续扩大。境外线下交易主要包括由第三方机构处理的刷卡支付和移动支付，以及现金支付。2015年，刷卡支付、移动支付处理的境外线下支付交易规模分别为436.8/263.3

亿美元，第三方支付机构处理业务规模超过 700 亿美元，非现金支付渗透率为 67%；2017 年，使用刷卡支付、移动支付处理的境外线下支付交易规模分别达到 484.2/322.8 亿美元，第三方支付机构处理业务规模超 800 亿美元，非现金支付渗透率达到 70%。预计未来非现金支付渗透率将继续提升，带动第三方支付机构境外收单业务发展。

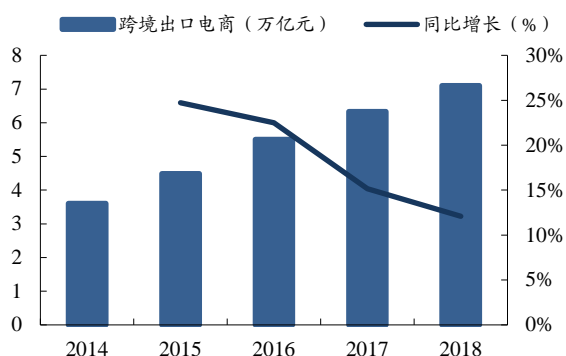
图 36: 境外线下支付不同支付方式交易规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

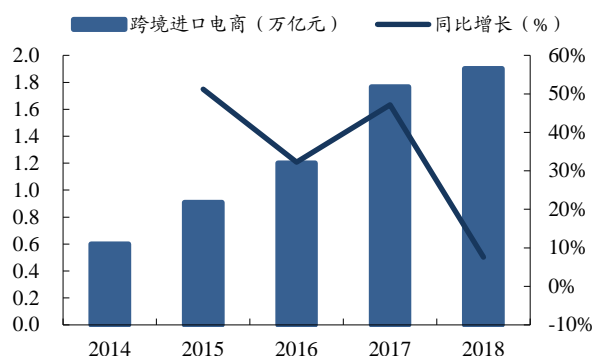
跨境电商交易规模持续增长，促进跨境互联网支付金额增加。2018 年我国跨境出口电商市场规模 7.1 万亿元，最近三年复合增速 14%；跨境进口电商市场规模 1.9 万亿元，最近三年复合增速 26%，目前跨境进口电商市场规模相对偏小，但增速较快。易宝研究院预计到 2020 年我国跨境电商市场规模将突破 13 万亿元，与直接支付模式相比，第三方支付更适应跨境电商对支付的便捷性、及时性需求，跨境电商市场交易规模的持续增长保证了相关企业对第三方跨境支付服务的需求，增速更快的跨境进口电商市场可能成为跨境互联网支付的新蓝海。

图 37: 2014-2018 年我国跨境出口电商市场规模



数据来源：中国电子商务研究中心，东吴证券研究所

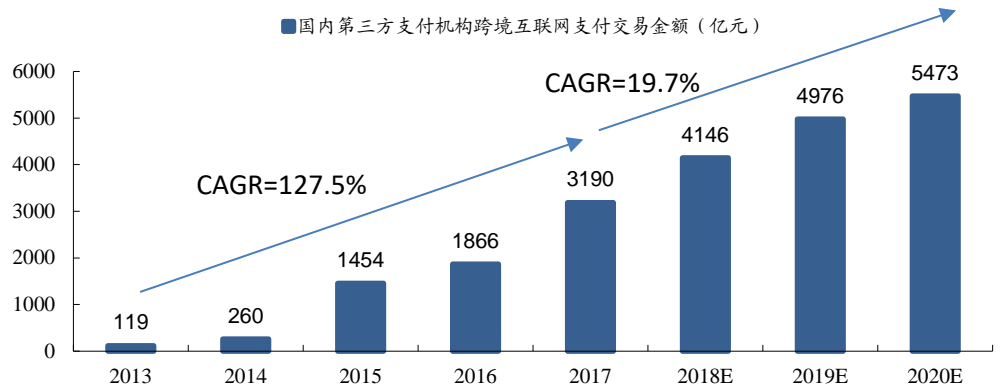
图 38: 2014-2018 年我国跨境进口电商市场规模



数据来源：中国电子商务研究中心，东吴证券研究所

2017 年，我国第三方支付机构跨境互联网支付金额超 3000 亿元，2013-2017 年复合增速超 100%，主要由于之前国内进行跨境支付的支付机构主要是银联，2013 年监管层放开对第三方机构的跨境支付业务，第三方跨境互联网支付金额快速增长，艾瑞预计到 2020 年我国跨境互联网支付市场的交易规模仍将保持约 20% 的复合增长。

图 39：国内第三方支付机构跨境互联网支付交易金额及未来增长预测



数据来源：中国支付清算协会，艾瑞咨询，东吴证券研究所

市场格局方面，由于跨境商业市场的复杂和多样性，目前境外支付市场集中度仍然较低。国内互联网巨头支付宝和财付通凭借电商场景或社交优势基本垄断国内的 C 端第三方支付市场，但两大巨头的竞争优势在境外尚不能完全体现，国内第三方机构发展境外支付仍有较大空间。

从商业模式来看，第三方支付机构的跨境收入主要来自支付手续费、汇兑差异和增值服务。目前跨境支付的手续费率明显高于国内三方支付的手续费率，欧美费率大多在 2%-3% 的水平，国内费率普遍低于 1%，手续费收入仍是国内三方支付机构的主要收入来源，但预计随着竞争的加剧，跨境支付手续费率会有所下降；汇兑差异主要来自批发零售的汇率价差、离岸在岸的汇率价差以及汇率浮动收益；随着竞争加剧，手续费收入的重要性在降低，依靠增值服务打造差异化竞争提升盈利能力成为三方支付机构竞争的关键。

图 40：跨境支付主要收入来源



数据来源：易观，东吴证券研究所

从跨境支付到跨境电商服务,跨境支付企业正围绕不同用户的需求提供全面周到的增值服务,形成差异化竞争。跨境支付增值服务通过构建整个跨境产业的底层基础设施,将产业链上中下游的卖家、电商平台、代理商、服务商、供应商等有效连接,打通信息流、资金流、物流。目前各大跨境支付机构提供的增值服务主要包括:供应链金融、海关备案、支付单上传、物流、退换货、跨境营销、代运营、培训、引/导流、技术输出、整体解决方案输出等,跨境支付企业正通过打造增值服务构建核心竞争力,提升盈利水平。

图 41: 跨境支付增值服务



海关企业备案服务

为进出口跨境电商企业提供企业备案和商品备案的服务。



支付单上传海关

为跨境电商平台推送支付单给海关。



国际物流服务

提供跨境电商贸易的国内外海运空运和清关服务。



保税仓服务

为进口跨境电商企业提供货物备货和直购模式服务。



海外仓服务

为出口跨境电商企业提供货物批量发往海外仓的服务。



身份验证服务

提供身份信息验证接口验证消费者姓名和身份证号码是否真实有效。

数据来源: 天科星数据研究院, 东吴证券研究所

3. 公司业务: B 端支付龙头, 科技赋能小微成长

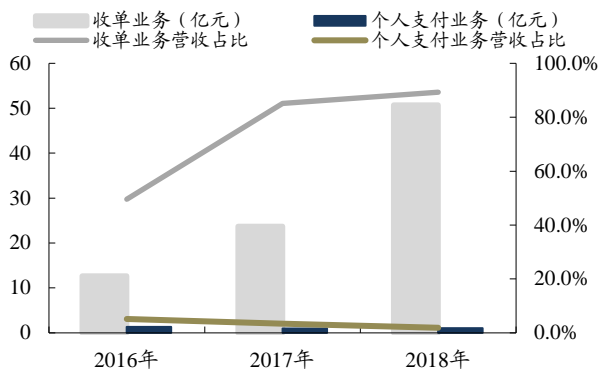
3.1. 聚焦收单业务, 交易规模持续增长, 收单费率稳中有升

公司业务板块主要包括商户收单、个人支付(线下便民支付、移动支付)及增值金融服务等, 2016 年第四季度, 为聚焦第三方支付业务, 公司剥离了增值金融服务。

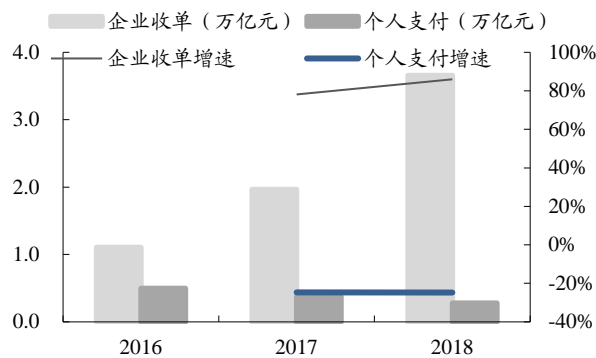
收单业务快速扩张, 个人支付业务受移动支付冲击有所下滑。收单业务是公司最主要的收入来源, 16-18 年收单业务营收分别为 12.7/23.7/50.7 亿元, 占比 49.6%/85.2%/89.3%; 在个人支付领域, 16-18 年营收分别为 1.32/0.95/1.08 亿元, 占比 5.2%/3.4%/1.9%, 公司已在全国 371 个城市布局了便民支付机具, 提供遍布全国的社区便民支付网络, 但 2017 年以来, 受微信、支付宝等移动支付冲击, 个人支付业务交易规模和市占率出现一定程度下滑, 对此公司进行战略转型, 聚焦 B 端收单服务。

图 42: 公司分业务收入及占比

图 43: 公司分业务交易规模及增速



数据来源：拉卡拉招股说明书、东吴证券研究所

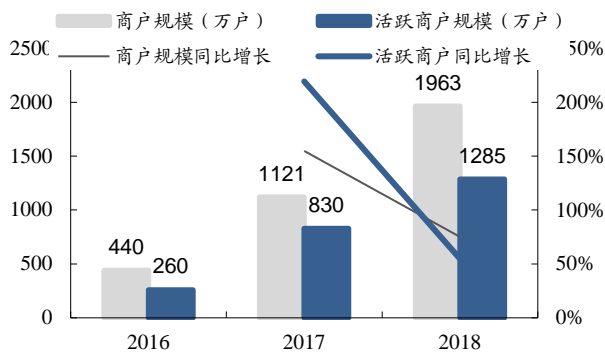


数据来源：拉卡拉招股说明书、东吴证券研究所

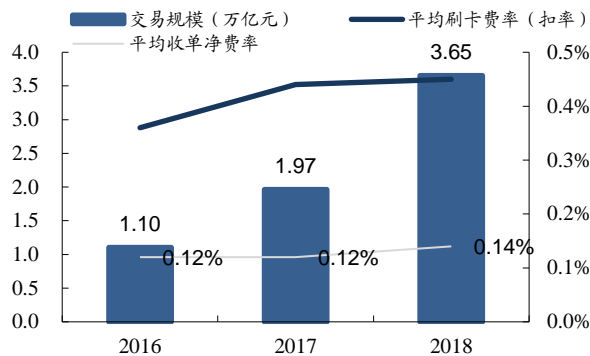
收单商户数和交易金额持续增长，手续费率稳中有升。近三年公司收单业务覆盖的商户规模及交易金额逐年大幅增长，16-18年公司覆盖商户数分别为404/1121/1963万，17/18年分别同比增长177.5%/75.1%；收单交易流水分别为1.1/1.97/3.65万亿元，17/18年分别同比增长79.1%/85.3%。收单收入受规模类经营指标影响较大，而费率指标波动相对较小，16-18年公司平均收单净费率分别为0.12%/0.12%/0.14%，18年来费率有所提升，主要系18年9月起，公司对手机收款宝等产品实施了手续费提价。

图 44: 拉卡拉收单业务覆盖商户规模

图 45: 拉卡拉收单业务交易规模及费率



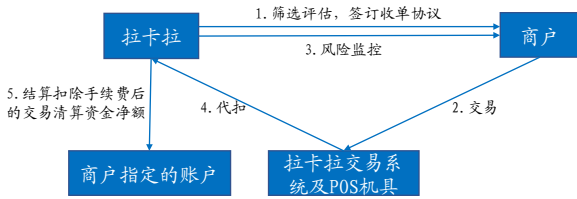
数据来源：拉卡拉招股说明书、东吴证券研究所



数据来源：拉卡拉招股说明书、东吴证券研究所

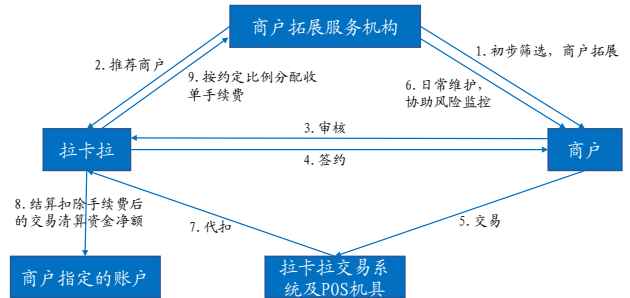
渠道拓展贡献较大交易规模，渠道代理商分润比例有所提升。公司商户拓展模式包括自拓展和渠道拓展两种，自拓展是指公司直接对商户进行筛选评估，渠道拓展是指由公司签约的拓展服务机构进行商户拓展、日常维护，并从中获取手续费收入分润。2017年起，公司加大与商户拓展机构的合作力度，渠道代理收单收入大幅上升；同时，公司根据市场竞争环境变化，提高了核心代理机构的分润比例，商户拓展服务成本占代理商收单收入比例有所提升，也使得公司收单业务毛利率出现下降，16-18年分别为65.5%/55.4%/42.2%。

图 46: 拉卡拉自拓展模式



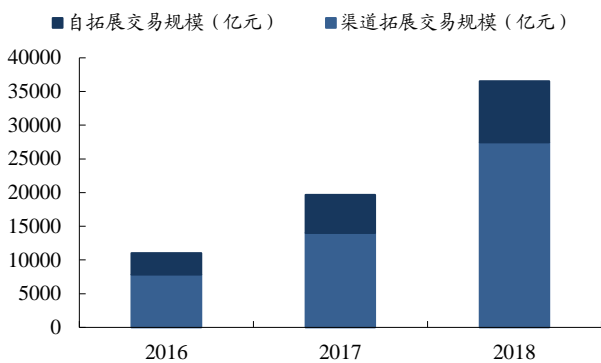
数据来源: 拉卡拉招股说明书, 东吴证券研究所

图 47: 拉卡拉渠道拓展模式



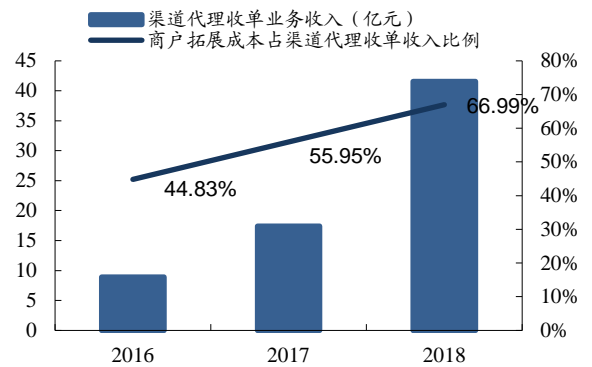
数据来源: 拉卡拉招股说明书, 东吴证券研究所

图 48: 拉卡拉渠道拓展贡献较大交易规模



数据来源: 拉卡拉招股说明书, 东吴证券研究所

图 49: 拉卡拉渠道代理商分润比例有所提升

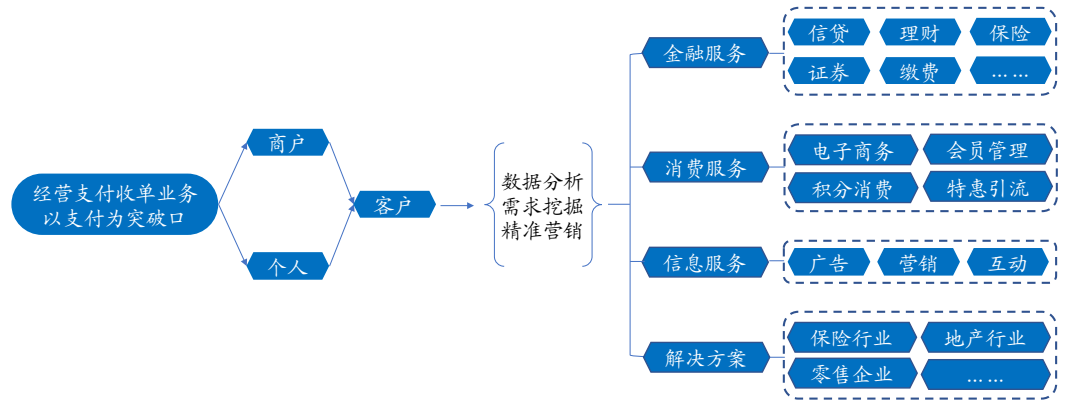


数据来源: 拉卡拉招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 加速布局增值业务, 以金融科技赋能小微成长

加速布局增值业务, 以金融科技赋能小微成长。在传统收单业务的基础上, 公司正基于支付业务的大数据和流量平台, 整合线上科技, 服务线下实体, 目前已衍生出金融、消费、信息类等多元化增值服务, 包括贷信贷理财、电子商务、会员经营、积分消费、广告营销等, 同时针对特定行业提供定制化解决方案, 全方位帮助中小企业做生意, 金融科技服务渐构完善。

图 50: 拉卡拉商业模式图解



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

金融类增值服务包括信贷、理财、保险、证券、缴费充值等。目前基于支付平台的贷款推送及商户即时到账（D0）服务是公司金融增值业务的重要组成部分。

贷款产品推送收取渠道费用，提高商户及个人融资效率。拉卡拉以智能 POS 作为支付入口获取用户流量，以微信公众号平台以及公司自主开发 APP 作为服务入口，为商户提供经营贷款及为个人用户提供消费贷款推送，并收取渠道费用。基于对商户、个人的交易流水数据分析，公司可迅速完成对用户的风险画像和风险评估，有效缩短审批时间、降低融资成本、提高融资效率。同时，公司也可精准识别不良客户，降低信息不对称，有效帮助金融机构降低欺诈风险。目前公司推送的贷款产品主要有：易分期、替你还、小微商户贷（抵押贷）等。

表 7: 拉卡拉推送贷款产品

贷款产品	产品介绍	产品特点
易分期	针对优质个人客户推出的纯信用无抵押的消费分期产品。使用人群广，快速放款，最高可贷 10 万元。	纯线上，本人凭身份证即可申请；还款期限 3-12 月，可自主选择；一个工作日内到账。
替你还	针对优质个用户推出的信用卡账单短期代偿业务，国内首个线上发行日贷产品，有效解决信用卡用户的逾期问题，自上线以来，规模持续增长。	效率高，放款快；申请快捷：5 分钟内完成申请。
抵押贷	针对小微商户的房地产抵押贷，单笔额度最高可达 1000 万，利率最低 0.88%/月。	期限灵活，可选 1-10 个月。受理城市包括：广州、成都、重庆、上海、北京、珠海、佛山。

数据来源：拉卡拉 APP，东吴证券研究所

D+0 业务实现商户清算资金当天到账。D+0 业务是对商户当日发生的业务资金当天

结算，清算资金可实现 365 天当天到账，传统的 T+1/D+1 清算实现当日业务资金第二个工作日/自然日到账。2018 年 9 月起，拉卡拉手机收款宝终端的 D+0 业务手续费由 2 元/笔提升至 3 元/笔，虽然 D0 业务交易笔数和交易金额有所下降，但收入率从 0.026% 大幅提升至 0.037%，手续费收入有所上升。

消费类增值服务包括电子商务、会员管理、积分消费、特惠引流等。

- **电子商务：**以移动支付 APP 为入口，搭建电商平台嗨购商城，为客户提供优质低价的购物选择，提供的商品主要包括小家电、生活用品等。
- **会员管理：**基于智能 POS 为商户提供会员管理服务，实现优惠的精准推送，吸引顾客到店消费。
- **积分消费：**针对消费积分兑换难、变现难的问题，实现了积分一站式管理，搭建全场景积分消费生态圈。
- **特惠引流：**公司自主开发的惠精彩 APP 聚合了周边的商品优惠信息，实现特惠引流。

图 51：拉卡拉嗨购商城



数据来源：拉卡拉 APP，东吴证券研究所

POS+会员管理：实现会员优惠精准推送。智能 POS 的会员管理功能需要企业将公众号平台绑定拉卡拉云平台，并同步到拉卡拉智能 POS 中。顾客完成扫码支付时，将同时关注企业的微信公众平台。店主在后台的营销活动程序中可进行会员签到积分、会员分级营销、打折等操作，吸引会员到店消费。会员管理服务有利于商户增强促销活动的目标性，拉近与会员的距离，培养客户忠诚度。

- **会员签到功能：**会员使用拉卡拉智能 POS 机，选择会员签到类型，输入会员卡号，感应卡，点击签到，完成后出票，同时完成积分。

- **会员分级营销功能：**商家开通消费送积分功能，设置积分规则和有效天数，同时对会员进行分组，针对性地编辑和派送店内优惠活动信息、优惠券等，顾客在关注微信公众号的前提下可以收到对应的卡券。另外商户能更精准地掌握店铺运营状况，掌控每一笔交易动向。

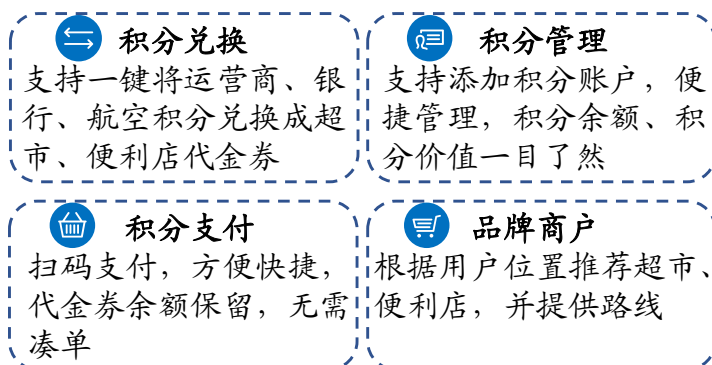
图 52: 拉卡拉智能 POS 会员管理功能



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

拉卡拉积分购：实现用户积分的一站式管理。当前用户消费市场的积分账户系统与累计方式已经十分成熟，但由于不同平台、不同系统有着较大差异，且无法实现互通，积管理理和积分兑换无法跟上庞大的积累量，目前国内的积分兑换率不足 20%，相较于国外 50% 以上的使用率，国内市场尚有较大空间。拉卡拉积分购一方面完成了积分跨平台汇聚，解决积管理理难的问题；另一方面提供积分兑换及消费的使用场景，解决积分兑换难的问题，真正实现了积分变现。

图 53: 拉卡拉积分购服务内容



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

对接不同消费渠道，着力打造一站式全场景积分消费生态圈。拉卡拉积分购与各大卖场、连锁超市、餐饮连锁店、小微商户等收银台系统对接，用户只需打开拉卡拉积分购 APP 或公众号，调出支付二维码即可实现购物消费。积分账户中的代金券可直接变现消费，没有商品品类和消费金额的限制，并支持分拆消费，为用户提供了简单便捷的积分消费方式，做到积分财富合理运用。拉卡拉通过为积分源企业拓展积分消费场景，将海量积分导流到商户进行消费。商户与拉卡拉约定商品或服务的价格或折扣，拉卡拉可通过商品或服务的价格差获取收益。

图 54: 拉卡拉积分购合作积分源 (灰色积分源正在陆续开通中)



数据来源：拉卡拉积分购 APP，东吴证券研究所

惠精彩 APP 实现特惠引流。惠精彩是一款提供商品优惠信息的服务软件，聚合了周边的商品优惠信息，全方位覆盖美食、购物、娱乐、电影、丽人、酒店、旅游、亲子等消费场景。用户可在 APP 内通过一键搜索了解各大店铺的优惠信息，通过“一扫就惠”功能获取店铺所有优惠规则，并从中选择使用。惠精彩通过为商户导流收取商户服务费用。

图 55: 惠精彩 APP 使用界面

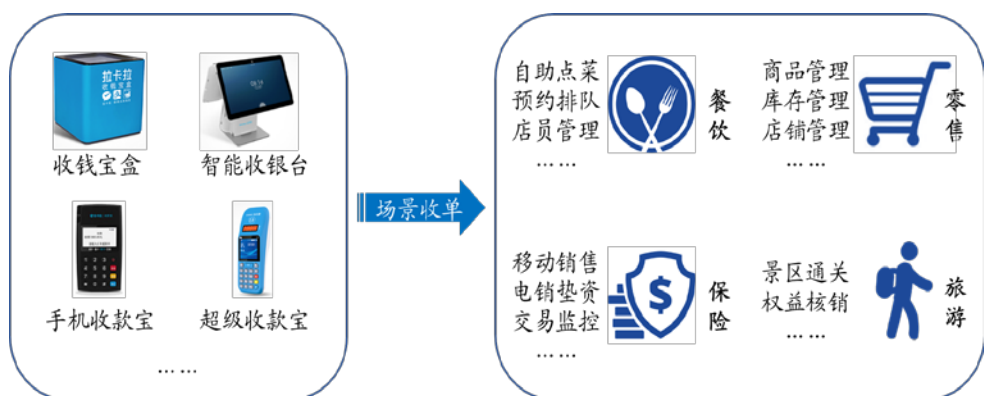


数据来源：惠精彩 APP，东吴证券研究所

信息类增值服务包括广告、营销、互动等。公司通过强化移动端客户服务入口建设，积极开展互联网广告业务，如在公众号平台上推送头条广告、在完成支付后推送完成广告。未来通过对公众号、APP 平台的持续建设和粉丝经营，将继续提升广告流量、实现精准营销等。

除上述几类增值服务外，公司还针对场景支付，为不同行业提供定制化解决方案。公司以收单支付为切入点，挖掘不同行业商户在经营过程中的场景化服务需求，为商户提供定制化解决方案。如针对餐饮行业，提供自助点菜、预约排队、店员管理等服务；针对零售行业，帮助企业完成商品管理、库存管理、店铺管理等；针对保险行业，实现见费出单、自助支付、交易监控、保险产品增值服务受理及查询等；针对旅游行业，提供扫码通关、权益核销等服务。

图 56：拉卡拉为不同行业量身定制整体解决方案



数据来源：拉卡拉官网，易观，东吴证券研究所

IPO 募集资金将用于第三方支付产业升级项目，增强产品竞争力，丰富增值服务内容。公司 IPO 发行股份 4001 万股，募集资金将用于第三方支付产业升级项目，项目总投资为 20 亿元。其中智能 POS 购置的投资金额占比为 80.89%，研发成本占比 7.02%，用于基于拉卡拉综合服务平台及智能 POS 终端的第三方支付系统升级完善：使新型智能 POS 终端满足银行卡刷卡、银行卡挥卡、扫码支付和 NFC 等支付方式，改善收单服务品质；同时收集交易数据，挖掘商户差异化需求，提供个性化支付解决方案；以及拓展更多增值服务，开拓新服务赢利点。另外市场推广费用占比 7.56%，公司计划通过自营商户拓展、传统终端替代、合作机构市场拓展、合作银行市场拓展的布放方式，在三年内完成 180 万台智能 POS 终端设备的投放。

表 8: 拉卡拉项目投资概算

序号	投资内容	投资金额（万元）	占总投资比例
1	机房租赁	1,152	0.58%
2	设备及软件购置	4,808	2.40%
3	研发成本	14,040	7.02%
4	智能 POS 购置	161,780	80.89%
5	市场推广费用	15,111	7.56%
6	铺底流动资金	3,109	1.55%
	合计	200,000	100%

数据来源：拉卡拉招股说明书，东吴证券研究所

通过募投项目建设打造拉卡拉用户良性生态圈入口。公司立足第三方支付业务，为商户提供便捷、高效、安全的全场景收单服务，形成生态圈的基础层；通过与商户建立收单业务为纽带，根据商户需求向其推送商户经营管理、商户支付销售管理、金融平台管理等服务，以基于智能 POS 终端的增值服务留存商户，形成生态圈的发展层；商户通过适应拉卡拉提供的收单及增值服务，形成自主留存，随着商户数量持续增加，公司进一步提高服务质量及内容，通过良好的运营吸引更多商户，形成生态圈的升华层。

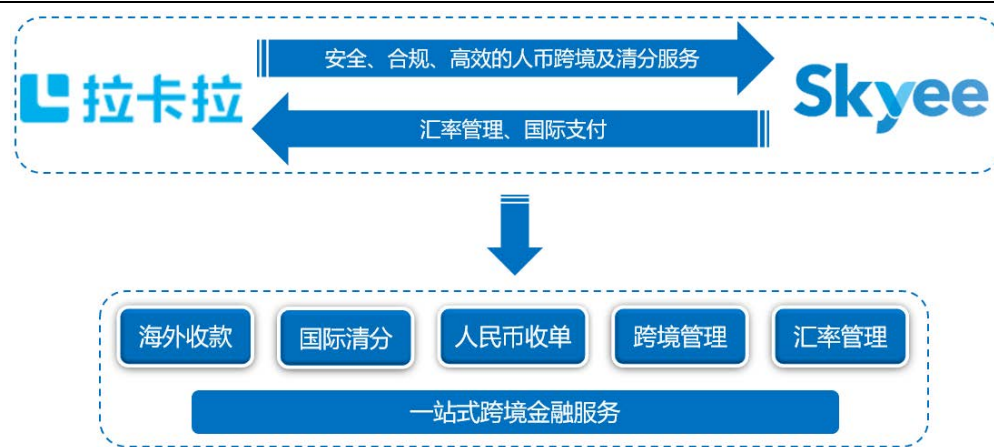
3.3. 联合 Skyee，跨境业务带来新增长点

发力新兴跨境支付业务及相关增值服务。2014-2015 年，公司分别获得国家外汇管理局批复的跨境电子商务外汇支付业务试点资格，以及人民银行广州分行批复的跨境人民币支付业务备案申请许可，可向境内外商户提供跨境外汇及人民币的支付结算服务，业务范围包括货物贸易和服务贸易，公司覆盖的重点行业包括货物贸易、航空机票、留学教育、酒店住宿、旅游服务以及国际展览。此外，公司正致力于为广大开展电子商务的境内外商户提供支付结算整体解决方案，并与国内知名跨境物流仓储企业合作，为商户提供跨境物流仓储解决方案和相关增值服务。

与 Skyee 展开全方位战略合作，提供一站式跨境金融服务。Skyee 是中国成长最快

的 fintech 公司之一，致力于为中国跨境企业打造全方位的资金跨境解决方案。目前 Skyee 已布局欧美日等全球主要市场，旗下产品布局覆盖跨境电商收款、传统外贸收款、微信收单、国际支付，汇率风险管理等方面，涉及进出口、国际物流、留学教育、商旅等主要行业，全年交易总额增长迅速。公司将与 Skyee 展开合作，为 Skyee 提供安全、合规、高效的人民币跨境支付及清分服务，Skyee 将利用自身在海外的强大银行支付网络，为公司提供汇率管理、国际支付等业务。双方将结合各自的优势产品，合作为境内外企业提供涵盖海外收款、国际清分、人民币收单及跨境和汇率管理一体的一站式的跨境金融服务。

图 57: 拉卡拉联合 Skyee 为境内外企业带来一站式跨境金融服务



数据来源：Skyee 官网，东吴证券研究所

3.4. 他山之石：Square—基于支付构建用户服务生态系统

由支付业务出发，搭建有凝聚力的商业生态系统。美国第三方支付公司 Square 于 2009 年成立，致力于为卖家提供方便、经济的支付工具来发展业务，主要用户群体是缺乏支付设备的中小微商户。目前，Square 由支付业务出发，不仅为客户提供价格低廉的支付硬件、便捷实用的管理软件、为特定行业提供支付解决方案，还积极布局 Capital（商家借贷）、Caviar（餐饮配送）、Cash（个人对个人支付）三大增值业务，致力于构建成一个有凝聚力的用户服务生态系统。


图 58: Square 商业生态系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

硬件产品价格低廉，快速占领中小微商户收单市场。硬件产品是 Square 商业生态系统的基础。Square 发展初期的主要用户群体是中小微商户。美国的传统 POS 机主要面向大中型客户，对中小微商户而言价格过高，Square 的核心硬件产品均以接近成本的价格出售或以发放补贴的形式让中小微商户免费使用，帮助 Square 在初期快速扩大商户数量。Square 核心硬件产品主要包括以下几类：

表 9: Square 硬件产品

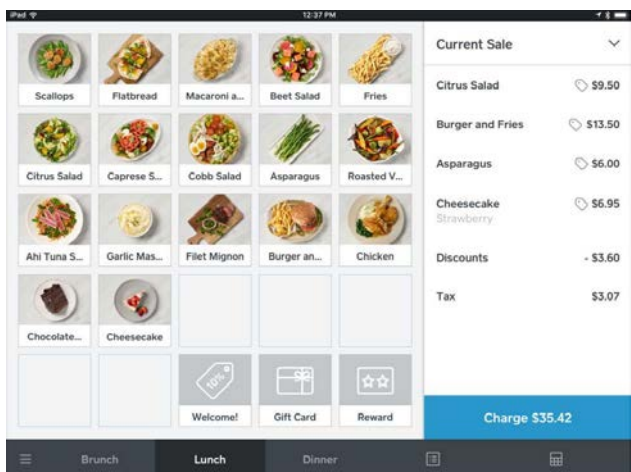
产品名称	产品样式	收费费率	售价	产品介绍
Square Reader for magstripe		2.75%	\$10.00	磁条读卡器，形状为方形，Square 的名字就由此而来。申请 Square Reader 时，客户可拿到 10 美元的补贴
Square Reader for chip		2.75%	\$35.00	芯片读卡器，用于将芯片插入智能手机或平板电脑的耳机插孔
Square Reader for contactless and chip		2.75%	\$49.00	非接触式和芯片读卡器，具有无线 NFC 识别支付功能
Square Stand for contactless and chip		2.75%	\$199.00	2013 年推出的 iPad 专属硬件产品，消费者可以直接在 iPad 上签名消费
Square Terminal		2.75%	\$399.00	便携式一体式设备，用户通过手动输入支付金额，或者在屏幕上点击预设

<p>Square Register</p>		<p>2.5%+10 美分</p> <p>\$999.00</p>	<p>的产品，生成支付订单</p> <p>双触屏支付终端，可使收银员和客户均能见到消费支付详情，无需借助 iPad 等附加装备使用</p>
------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

Point of Sale 软件帮助商家实现智慧经营。 Square Point of Sale 包括 Square Dashboard（一款实时管理销售数据并分析的手机应用）、Square 的云端报告和分析工具，可以在 iOS 或 Android 设备上下载使用。Square Point of Sale 可为商家提供有关销售的实时信息、库存数据，以帮助商家实时掌握销售进程；可提供客户的购买历史记录，并发送数字收据和收集即时客户反馈，有助于商家深入了解客户需求。商家也可通过 Point of Sale 自定义员工权限、创建员工考勤卡等，统筹协调员工管理，实现智慧经营。

图 59: Square Point of Sale 使用界面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 60: Square Point of Sale 数据分析界面

Name	Price	In Stock	Stock Alert
Bath Soaps	3 Price Points	12	1 Out, 1 Low
Blankets	8 Price Points	21	2 Low
Candle Set	8 Price Points	54	
Cutting Board	8 Price Points	11	1 Out

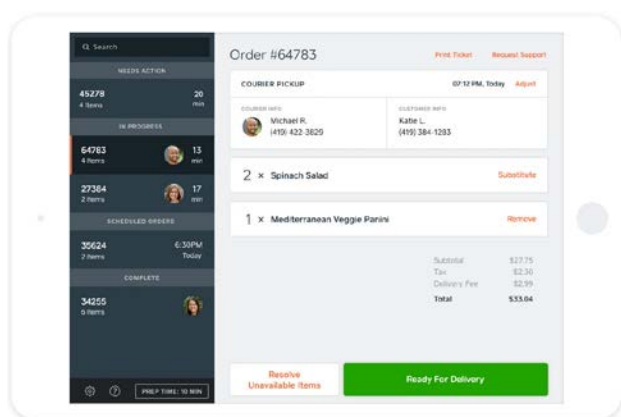
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

Square Capital 商家借贷业务，为小微商家提供便捷贷款。 Square Capital 是于 2014 年 5 月上线的商家借贷业务，致力于为中小商户解决贷款难、现金流紧张的痛点，至今已服务了超过 65 万笔贷款和垫款，共计 40 亿美元。Square 利用人工智能和大数据分析商家的交易流水数据，并进行高效的风险评估，为合格的 Square 卖家提供贷款便利。Square 向商家收取贷款金额的 10%~16% 作为贷款费用，并在打包出售商户贷款时向第三方投资机构收取服务费以及向合作的银行机构收取服务费。还款时，Square 直接从流水中扣除还款金额，可将违约率降低至 4% 以下，大大低于美国小企业 7% 的平均贷款违约率。2018 年 7 月，Square 与 eBay 达成合作，今后将有机会为 eBay 数百万的卖家提供商业贷款。2018 年第四季度，Square 推出了分期付款功能，卖家的客户可以选择

250~10000 美元的贷款额，并在 3、6 或 12 个月内每月定期支付。

Caviar 外卖业务，提供高端餐厅外卖服务。Caviar 是 Square 的食品订购平台，主要服务于不提供外卖服务的高端餐厅。Caviar 通过自建物流，使餐厅能够为顾客提供食物订购、取货、送货和餐饮服务，帮助卖家运营提供差异化服务的餐馆。Caviar 每单平均价格约 50~65 美元，每单向消费者收取 1.99~8.99 美元的配送费，另外向餐厅收取约 18% 的渠道费。目前，Caviar 已在纽约、旧金山、洛杉矶、波士顿、芝加哥、西雅图等 20 多个美国城市提供送餐服务，有数千家合作餐厅。根据公司财报，Caviar 的收入超过 25% 的食品订单来自该平台独有的餐厅。2018 年第二季度，Square 收购了企业餐饮服务商 Zesty 的部分股权，以完善 Caviar 的企业订餐服务。

图 61: Caviar 餐厅端界面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 62: Caviar 合作餐厅



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

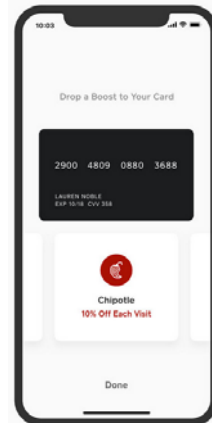
Cash App 财务应用程序，有望成为美国“微信钱包”。2013 年，Square 推出 Square Cash，Cash App 是一个点对点的支付和转账 App，功能近似于“微信钱包”。借记卡转账免收手续费，信用卡转账取 3% 的手续费，同时它还提供实体借记卡 Cash Card，支持在 ATM 上取款。2017Q4，Cash App 推出了比特币服务，个人可使用资金购买比特币，也可以将比特币卖给 Square。2018 年，比特币业务带来营业收入 1.67 亿美元，占营业收入的 5%。2018Q1，Square 在英国推出了 P2P 服务，2018Q2，Square 推出了 Cash Boost 奖励计划，当客户在咖啡店、Chipotle 等商户使用 Cash Card 消费时，可立即享受折扣。2018 年 6 月，Cash App 客户使用 Cash Card 进行消费的交易金额为 2.5 亿美元，年化交易额约 30 亿美元。目前 Cash App 每月活跃用户数已从 2017 年 12 月的 700 万增长到 2018 年 12 月的 1500 万，在 18Q2，Cash App 成为美国第一的财务应用程序，在美国免费总榜中排名 11。

图 63: Cash App 界面

图 64: Cash Boost 奖励计划



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

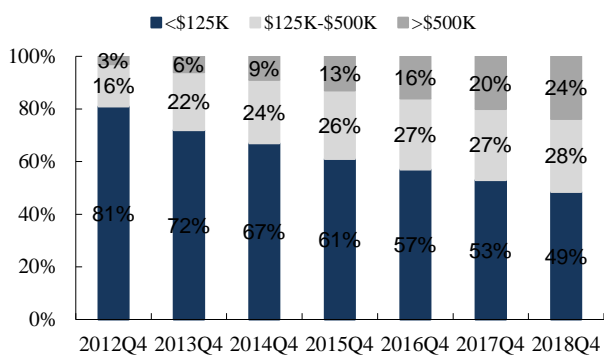


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

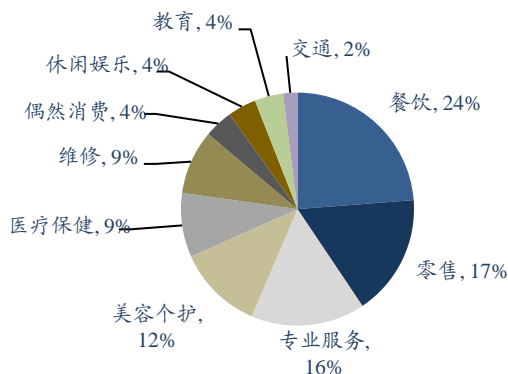
公司大客户占比逐渐提升，盈利空间扩大。Square 从服务小微商户起家，这一目标用户群体数量庞大，但单笔信用卡交易金额较低、总体交易规模较小。为扩大交易额、提升盈利天花板，Square 积极拓展中型和大型商户，近年来，大型商户（年度 GPV 大于 12.5 万美元的商家）占比提升明显，2012-2018 年大型商户贡献 GPV 占比从 19% 提升至 51%，其中部分大商户由最初的小微商户成长而来。另外，Square 商户来自于各行业，包括餐饮（24%），零售（17%），服务（16%），美容个护（12%）等。

图 65：2012-2018 年大型商户贡献 GPV 所占比例

图 66：2018 年不同行业卖家贡献 GPV 所占比例



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

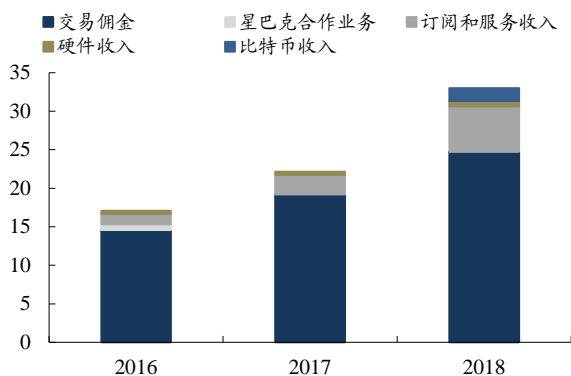


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

交易佣金贡献主要收入来源，增值服务增长势头明显。2018 年，Square 交易收入 24.7 亿美元，同比增长 29%，收入占比 75%，18 年 GPV 总额 847 亿美元，同比增长 30%，主要受益于新商户的拓展及现有商户交易量的增长。18 年订阅和服务费收入 5.9 亿美元，同比增长 134%，收入占比 17.9%，增长主要由即时存款、Cash Card、外卖业务 Caviar 和贷款业务 Square Capital 等增值服务贡献，增值服务占公司营收比重不断提升，从 2016 年的 7.57% 提升至 19Q1 的 22.81%。18 年硬件收入同比增长 65%，占比

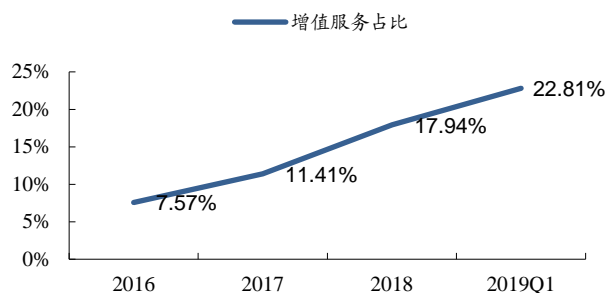
2.1%，增长主要源于 Square Register 在 2017 年第四季度推出后出货量增长、非接触式读卡器和芯片读卡器销售持续增长，以及 Square Stand 等设备销售增长。

图 67: 2016-2018 年 Square 各项业务收入 (亿美元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 68: 2016-2019Q1 增值服务收入占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

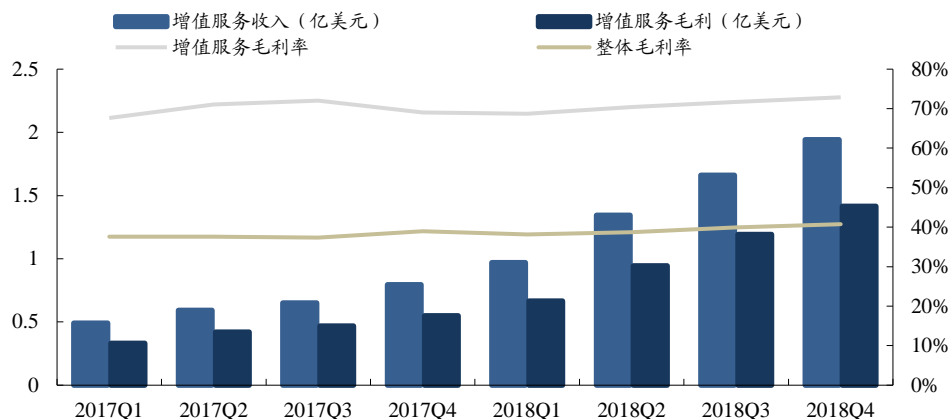
交易手续费低廉, 增值服务带来高毛利。传统的信用卡公司通常收取商户 3% 的手续费, 而 Square 仅收取每笔交易额的 2.75%(或每月交付 275 美元的固定费用), 费率更低, 解决了中小商户在收单方面手续费过高的痛点, 扣除支付给发卡银行和银行卡网络的费用后, Square 基于总交易支付额 (GPV) 的毛利率约为 1%, 毛利水平较低。而增值服务盈利能力表现良好, 根据公司 2017 年以来的季报, 增值服务毛利率始终维持在 70% 左右的水平。

表 10: Square 针对商户收单和个人支付的收费标准

收费标准	支付/行业类型
2.75%	磁条卡、芯片卡、NFC、预付费购物卡、API 刷卡、插卡支付等
2.5%+10 美分	Square Register 支付
3.5%+15 美分	档案卡、手动键入信用卡、POS API 键入支付、虚拟终端支付
2.9%+30 美分	发票、在线商店、电商
2.5%+10 美分	零售行业商家
2.6%+10 美分	餐饮行业商家

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

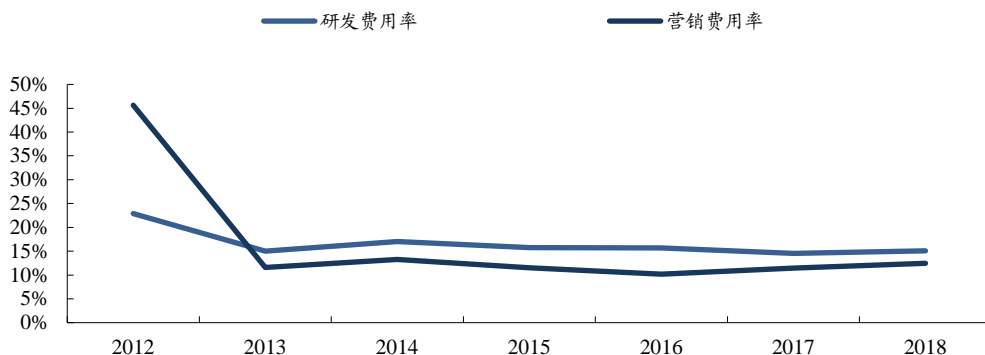
图 69: 2017Q1-2018Q4 增值服务收入及毛利情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

研发、营销费用率逐年下降，亏幅逐渐收窄。近年来，为快速获取客户、提升交易收入，Square 在研发、营销方面投入较高，导致亏损。随着品牌形象、客户规模以及客户粘性的不断提升，公司研发、营销费用率逐年下降，研发费用率由 2012 年 22.89% 下降至 2018 年的 15.08%，营销费用率由 2012 年 45.63% 下降至 2018 年的 12.47%。预计未来随着 Square 收入体量持续扩大及费用率走低，有望实现盈利。

图 70: 2012-2018 年 Square 费用率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

Square 于 2015 年 11 月 19 日在纽约证券交易所上市，发行价仅 9 美元，2018 年 10 月 1 日日内创下 101.15 美元历史高价，用时不到三年实现了股价的十倍增长。其 PS (TTM) 估值也从最初的 3.79 倍上涨到最高 14.98 倍，最新 PS (TTM, 2019 年 7 月 12 日) 9.70 倍，近半年均维持在 7-11 倍水平，我们认为 Square 估值持续上涨的背后，一是公司大客户占比不断提升，交易流水的天花板及衍生增值服务的空间提高；二是增值服务快速增长，整体毛利率提升使得盈利能力大大加强。**支付作为入口拥有流量平台及**

交易大数据，天然具有发展增值服务的优势，高毛利的增值服务是支付公司拓展收入来源与提高盈利能力的关键，拉卡拉是一家为中小企业赋能的综合性金融科技公司，以支付为流量入口，整合线上科技，服务线下实体，全方位帮助中小企业做生意，目前公司衍生出包括金融、消费、信息类等多元化的增值服务，同时随着多年支付经验的积累和品牌形象的建设，公司也吸引了大量优质商户，商户构成更加优质，年交易规模在 1000 万元以上的大型商户从 2016 年度的 0.5 万个提升到 2018 年度的 1.6 万个，交易规模占比从 15% 提升到 21%。借鉴 Square 的发展经验，我们认为随着公司商户构成更加优质，增值服务占比不断提升，公司估值亦有望得到提升。

图 71: Square 上市至今 PS (TTM) 估值 (截至 2019.7.12)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及估值

收单业务: 收单业务是公司最重要的收入来源，衡量指标包括覆盖商户数、平均每商户交易流水及手续费率。

- **商户数:** 2018 年，公司累计覆盖商户数 1963 万，同比增长 75%，当前我国仍有超 8000 万小微商户规模，考虑到公司当前覆盖商户数已较大，预计未来新增商户速度将有所减缓，同时预计公司将转向提高现有商户质量与商户粘性，预计 19-21 年覆盖商户数分别为 2300/2600/2900 万。
- **平均每商户交易流水:** 受益于非现金消费渗透率持续提升，预计平均每商户交易流水增速将略高于社消零售总额增速，预计 19-21 年户均交易流水分别增长 10.1%/7.3%/6.8%
- **手续费率:** 考虑增值服务收入纳入收单业务考虑，预计 19-21 年收单净费率将保持小幅提升，分别达到 0.15%/0.16%/0.17%。

预计 19-21 年收单业务收入分别为 71.2/91.5/115.2 亿元，分别同比增长 40%/29%/26%，过去几年公司商户数快速增长，给渠道代理商的分润比例不断增加，致使毛利率水平有所降低，我们预计随着公司增值服务占比不断提升，有望带动收单业务毛利率企稳回升，预计 19-21 年收单毛利率分别为 44%/45%/46%。

个人支付业务：考虑到公司进行战略转型，聚焦 B 端收单业务，个人支付业务营收占比已较小，预计 19-21 年个人支付业务将有所收缩，分别同比变化-20%/-15%-10%，毛利率分别为 54%/54%/54%。

表 11：分业务盈利分拆表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
个人支付业务	108	86	73	66
yoy%	13.7%	-20.0%	-15.0%	-10.0%
营业成本	50	40	34	30
毛利率%	53.3%	54.0%	54.0%	54.0%
收单业务	5071	7120	9152	11517
yoy%	113.8%	40.0%	29.0%	26.0%
营业成本	2929	3987	5034	6219
毛利率%	42.2%	44.0%	45.0%	46.0%
硬件销售及服務	482	579	666	732
yoy%	52.4%	20.0%	15.0%	10.0%
营业成本	153	174	200	220
毛利率%	68.4%	70.0%	70.0%	70.0%
其他衍生业务	18	23	28	32
yoy%	750.9%	30.0%	20.0%	15.0%
营业成本	0.1	0.9	1.1	1.3
毛利率%	99.7%	96.0%	96.0%	96.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

同时假定硬件销售&其他衍生收入在预测期内保持平稳增长，盈利能力相对稳定，**预计 2019-2021 年公司分别实现营收 78.08/99.19/123.48 亿元，实现归母净利润 8.41/11.02/14.11 亿元，EPS 分别为 2.10/2.76/3.53 元，对应当前股价 PE 分别为 28/21/16X。**选取 A 股同行业公司作为可比标的，分别为新国都和新大陆，平均估值 19-20 年分别为 21/16X，考虑公司基于支付入口发展多元增值服务，以金融科技全面赋能中小商户成长，有望提升估值，同时基于公司的龙头地位，给予一定的估值溢价，给予 20 年 30 倍估值，6-12 个月对应目标价 82.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值对比 (截止 2019.7.15)

可比公司	单位: 元	EPS (单位: 元)		PE	
	目前股价	2019E	2020E	2019E	2020E
新国都	15.97	0.82	1.10	19	15
新大陆	16.52	0.75	0.96	22	17
平均				21	16

数据来源: 表中新国都预测为东吴研究所预测, 新大陆预测为 WIND 一致预测, 东吴证券研究所

5. 风险提示

行业监管趋严: 随着第三方支付行业发展, 新兴支付方式兴起, 公司创新业务发展可能会受到行业监管部门的高度重视, 严监管成为支付市场的主旋律, 监管政策变化可能会对公司业绩产生一定影响。

竞争格局变化: 公司虽然抓住了扫码支付和 NFC 支付的机会, 但是市场中提供同类产品或服务的企业迅速发展如果能突破公司品牌、渠道、技术等方面的壁垒, 持续进行商业模式创新, 公司可能面临市场竞争加剧、业绩下滑的风险。

跨境支付开展不及预期: 公司已经具备跨境支付的相关牌照资源, 但跨境支付业务开展较为复杂, 可能面临诸多合规、资金壁垒等, 公司跨境支付业务开展可能不及预期。

增值服务进展不及预期: 公司围绕支付入口, 发展多元化增值服务, 逐渐构建金融服务生态圈, 增值服务开展可能面临合规或现有竞争对手的冲击, 存在进展不达预期的可能。

拉卡拉三大财务预测表

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	3,075	5,668	6,421	7,640	营业收入	5,679	7,808	9,919	12,348
现金	2,622	4,890	5,723	6,581	减:营业成本	3,132	4,201	5,268	6,471
应收账款	223	514	423	743	营业税金及附加	18	88	90	95
存货	17	32	29	46	营业费用	1,155	1,609	2,063	2,593
其他流动资产	213	232	246	270	管理费用	252	750	972	1,222
非流动资产	1,963	2,245	2,467	2,703	财务费用	106	154	189	249
长期股权投资	362	331	301	271	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	1,289	1,602	1,854	2,120	加:投资净收益	-27	9	6	4
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	13	14	14	15	营业利润	717	1,022	1,346	1,726
其他非流动资产	299	298	298	297	加:营业外净收支	21	15	16	17
资产总计	5,038	7,914	8,888	10,343	利润总额	738	1,037	1,362	1,743
流动负债	2,086	2,777	2,633	2,654	减:所得税费用	132	185	243	311
短期借款	20	20	20	20	少数股东损益	7	11	17	21
应付账款	372	808	672	407	归属母公司净利润	599	841	1,102	1,411
其他流动负债	1,694	1,949	1,941	2,227	EBIT	660	926	1,204	1,560
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	816	1,105	1,440	1,856
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	20	20	20	20	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,105	2,797	2,652	2,674	每股收益(元)	1.50	2.10	2.76	3.53
少数股东权益	18	29	46	67	每股净资产(元)	7.29	12.72	15.48	19.00
					发行在外股份(百万股)	360	400	400	400
归属母公司股东权益	2,915	5,088	6,190	7,601	ROIC(%)	18.5%	14.9%	15.9%	16.8%
负债和股东权益	5,038	7,914	8,888	10,343	ROE(%)	20.7%	16.7%	17.9%	18.7%
					毛利率(%)	44.8%	46.2%	46.9%	47.6%
					销售净利率(%)	10.6%	10.8%	11.1%	11.4%
					资产负债率(%)	41.8%	35.3%	29.8%	25.9%
					收入增长率(%)	103.9%	37.5%	27.0%	24.5%
					净利润增长率(%)	27.6%	40.3%	31.1%	28.0%
					P/E	38.61	27.51	20.99	16.40
					P/B	7.94	4.55	3.74	3.04
					EV/EBITDA	25.19	16.56	12.14	8.97

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>

