

第三方支付变革期龙头市占率有望提升, 深耕商户与用户服务成为未来重点

公司是国内第三方支付领军企业, 线下非银支付交易规模目前排名第二, 过去三年持续高增长。公司是国内知名的第三方支付公司, 专注于为实体中小微企业提供收单服务和为个人用户提供个人支付服务。2018 年度收单业务交易金额居第 2 位、交易笔数居第 1 位。拉卡拉的收单业务 POS 机具及扫码受理产品累计覆盖商户超过 1,900 万家, 2018 年收单业务交易金额逾 3.65 万亿元。伴随支付行业快速发展, 过去三年公司主营业务收入快速增长, 2018 年营收达到 56.79 亿, 2016~2018 年营收复合增长率达到 30.42%。

公司经营规范多年获监管部门认可, 持续领先行业在技术和产品不断创新。第三方支付最大风险即因为商户违规和自身风控造成违规从而受到处罚, 公司作为行业龙头从成立开始一直合规经营, 非常注重风险控制, 三年获评为央行 A 类第三方支付机构之一, 经营规范性和风控能力持续获得监管部门认可。公司 99.99% 业务具有连续性, 强大的处理能力可支持每天可处理 1 亿笔的交易、50 亿次请求, 每秒可处理 10000 笔交易 (TPS), 且每笔交易处理平均耗时 100 毫秒。公司自 2014 年领先于市场推出 mPOS, 2015 年率先研发并发布智能 POS, 2016 年推出兼容所有二维码扫码支付的卡拉卡 Q 码, 拉卡拉收钱宝收款服务, 兼容扫码支付和 NFC 超级收款宝服务。2019 年计划推出考拉超收, 收款宝 MAX、收钱音响等细分市场产品。

支付行业规模持续增长, 监管政策强力规范行业促进第三方支付行业集中度提升。2018 年全国银行卡消费业务金额 92.76 万亿元, 同比增速 35.09%。银行卡发卡量和渗透率仍然在提升 (目前银行卡渗透率 49%)、移动支付高增长提升将共同推动非现金支付持续增长, 预计支付收单行业未来将保持平稳增长。第三方支付行业监管政策持续落地, 资质颁发与资金存管要求趋严。B 端市场全国排名前十的收单机构交易金额占比从 2015 年的 67.72% 上升至 2017 年的 75.18%, 行业集中度持续提升。过去四年政策如“96 费改”“断直连”和支付备付金 100% 缴存、取消商户自选使得行业不断规范, 使第三方支付机构回到为经营商户服务的路径上去, 过去依靠政策不健全进行套利的小支付机构市场空间逐步缩小, 促进行业集中度提升。

公司竞争优势显著, 经营规范有望在行业变革期提升市占率。1) 公司各省市子公司、分公司众多, 优质商户较多, 可以对优质商户实施充分覆盖; 2) 公司技术实力强劲, 清算速度在国内支付机构首屈一指, 同时资金规模效应较强, 资金成本较低; 3) 公司有先进的信息科技、强大的处理能力以及海量大数据支撑。4) 设备聚合众多增值服务, 产品切入市场较早, 智能 POS 对商户粘性较强; 5) 创新基因较强, 始终领先市场推出新产品。

行业进入商户经营时代, 公司将利用综合金融平台优势深耕商户与用户增值服务与运营。公司未来发展包括纵深的垂直化发展和

拉卡拉 (300773)

首次覆盖

买入

石泽葵

shizerui@csc.com.cn

18616092669

执业证书编号: S1440517030001

侯子超

houzichao@csc.com.cn

15216713023

执业证书编号: S1440518110003

发布日期: 2019 年 06 月 21 日

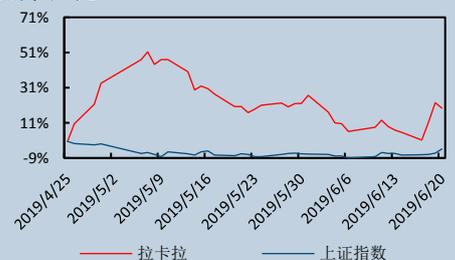
当前股价: 50.63 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-0.64/-4.7	71.27/74.62	71.27/68.83
12 月最高/最低价 (元)			75.79/39.94
总股本 (万股)			40,001.0
流通 A 股 (万股)			4,001.0
总市值 (亿元)			228.01
流通市值 (亿元)			22.81
近 3 月日均成交量 (万)			673.2
主要股东			
联想控股股份有限公司			28.24%

股价表现



相关研究报告

横向的综合平台化发展。垂直化发展即核心支付业务的深耕和挖掘。综合平台化发展，即以支付业务为基石，实现为商户多元化赋能，建立平台化共生生态系统，向全面经营客户和流量升级。在服务广大实体小微商户的基础上，拓展大中型商户甚至行业客户，提升商户质量。目前公司针对 B 端商户和个人 C 端商户都推出了多样化的信息类、消费类、金融类增值服务。B 端领域向商业企业提供包含商户经营管理服务系统、商户销售支付服务系统、金融服务系统的三大服务模块，促进商户管理效率的改善、运营成本的降低以及服务渠道价值的拓展。同时公司在不断增加垂直行业客户解决方案服务，针对不同行业对特定支付场景的需求推出解决方案，包括商业地产行业、保险行业、无感加油加气业务、新零售行业供应链综合解决方案等，预计 2019 年将推出更多针对中小商户及特定行业的新解决方案，进一步完善 B 端商户服务类型，把握客户痛点，增强客户粘性。

投资建议：监管政策不断趋严加速行业规范，在移动支付高增长推动下第三方支付将保持平稳增长，未来将更强调支付公司规范经营和围绕客户的深度服务与运营。我们预计在行业增长速度下降、加速规范的背景下，行业集中度将逐步提升，中小支付机构将逐步出清。公司作为国内第三方支付龙头，在行业变革期有望提升市占率，同时公司一直坚持不懈引领行业创新，在商户经营时代有望依靠增值服务和金融科技获得持续增长。预计 2019~2020 年净利润将达到 7.55 亿、9.69 亿元，对应 PE 分别为 31X、24X，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：行业政策风险；支付行业产业升级或支付方式变更的风险；商户拓展机构违规操作的风险。

目录

一、公司是国内第三方支付领军企业，持续引领行业创新.....	1
1.1 国内第三方支付领军企业，收单业务交易规模持续高增长.....	1
1.2 过去三年渠道销售大幅增长，公司毛利率和费用率有一定波动.....	5
1.3 公司经营规范多年获监管部门认可，持续领先行业在技术和产品不断创新.....	7
二、支付行业规模持续增长，监管政策不断促进行业规范和集中度提升，预计经营规范的头部公司市占率有望提升.....	10
2.1 监管政策逐步推出，不断推动第三方支付行业健康规范发展.....	10
2.2 非现金交易规模持续增长，移动支付高增长，带动收单支付行业持续稳健增长.....	15
2.3 头部机构市占率有望提升，公司竞争优势将逐步体现.....	19
三、行业进入商户经营时代，公司将利用综合金融平台优势深耕商户与用户增值服务与运营.....	23
3.1 逐步完善增值服务体系，拉卡拉集团致力于全方位服务 B 端商户与 C 端用户.....	23
3.2 对比 Square 发展路径，拉卡拉商户全方位服务有望加速发展.....	28
四、盈利预测与估值.....	32
五、风险提示.....	33

图表目录

图表 1： 公司发展历程.....	1
图表 2： 公司主要产品线.....	2
图表 3： 自拓展和渠道拓展的商户情况（万户、亿元）.....	3
图表 4： 公司近三年商户规模情况（万户）.....	4
图表 5： 公司近三年交易规模情况（亿元）.....	4
图表 6： 公司股权结构.....	4
图表 7： 公司近三年分业务营收情况（单位：亿元）.....	5
图表 8： 公司近三年分行业营收情况（单位：亿元）.....	5
图表 9： 公司近三年毛利润情况（亿元）.....	6
图表 10： 公司近三年毛利率情况.....	6
图表 11： 公司近三年费用率情况.....	7
图表 12： 公司近三年净利润及净利率情况（单位：亿元）.....	7
图表 15： 央行 A 类支付机构标准.....	8
图表 16： 2017 年中国第三方移动支付交易规模市场份额.....	9
图表 17： 公司核心技术表.....	9
图表 18： 第三方支付收单的产业链.....	11
图表 19： 96 费改以前，银行卡 POS 机支付交易手续费分配比例.....	12

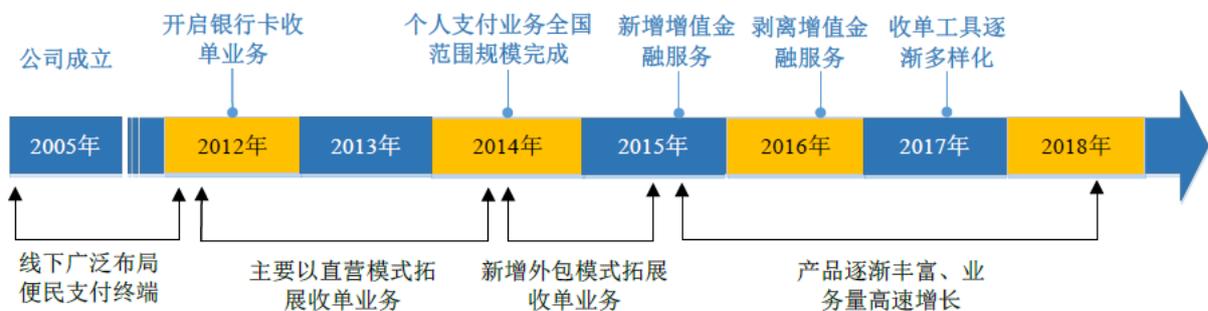
图表 20: 支付宝、微信支付等扫码支付交易手续费分配.....	12
图表 21: 近年来第三方支付行业监管政策	12
图表 22: 96 费改后发改委对收单产业链的定价	14
图表 23: 我国第三方支付机构支付备付金上缴政策梳理.....	14
图表 24: 支付机构交存人民银行客户备付金存款:亿元	15
图表 25: 全国银行业金融机构非现金支付业务交易规模.....	16
图表 26: 全国银行业金融机构非现金支付业务比例	16
图表 27: 我国银行卡渗透率 (%)	16
图表 28: 全国银行业金融机构电子支付业务规模及构成.....	17
图表 29: 全国非银行支付机构网络支付业务交易规模.....	17
图表 30: 全国银行卡消费业务笔数及增速	17
图表 31: 全国银行卡消费业务金额及增速	17
图表 32: 我国银行卡发卡数量及保有量持续增长	18
图表 33: 银行卡跨行支付系统联网商户数及联网 POS 机具数	18
图表 34: ATM 机具数 (万台)	18
图表 35: 银行卡交易笔数及银行卡渗透率	19
图表 36: 银行卡交易金额	19
图表 37: 中国移动支付使用率 (%)	19
图表 38: 中国移动支付交易规模及增长率 (亿元, %)	19
图表 39: 2017 年非银行支付机构互联网支付业务量区间分布情况.....	20
图表 40: 全国性收单牌照数量变化情况	21
图表 41: 拉卡拉终端产品创新图	22
图表 42: 拉卡拉集团 (包含上市公司业务) 为小微商户和个人提供全方位的支付服务.....	23
图表 43: 拉卡拉开放开发平台	24
图表 44: 公司场景收单系统	24
图表 45: 增值服务场景收单示意图	25
图表 46: 商业地产解决方案	26
图表 47: 保险行业解决方案	26
图表 48: 金融合作产品	27
图表 49: 拉卡拉一站式积分购原理图	27
图表 50: 拉卡拉一站式积分购升级	28
图表 53: Square 支付业务收入情况及增长率	29
图表 54: Square 交易总量和增长速度 (亿美元)	29
图表 57: Square 收入中软件及订阅服务收入占比达到 18%	30
图表 58: 2018 年 Square 软件和订阅服务收入构成	30
图表 59: Square 构建的服务生态系统	31
图表 60: 中小商户认为关键的软件应用	32
图表 61: Square 研发费用	32
图表 62: 拉卡拉盈利预测	33

一、公司是国内第三方支付领军企业，持续引领行业创新

1.1 国内第三方支付领军企业，收单业务交易规模持续高增长

公司是国内知名的第三方支付公司，专注于为实体小微企业提供收单服务和为个人用户提供个人支付服务，此外拉卡拉还以积累的丰富第三方支付运营经验，向客户提供第三方支付增值服务。2005年公司成立时专注便民支付领域，2011年5月公司是央行第一批颁发的27家《支付业务许可证》单位之一，获得全国性收单、网络支付、电视支付、预付费卡受理等业务许可，2012年起开始进入国内银行卡收单行业，为实体小微企业提供收单服务和增值服务。拉卡拉的具体业务内容包括：商户收单业务、个人支付业务（线下便民支付、移动支付）、增值服务业务（2016年第四季度增值金融业务已剥离）。

图表1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司目前三大业务板块：

(1) 商户收单服务，是公司目前核心业务之一，公司为特约商户提供 POS 机具及扫码受理产品，累计覆盖商户超过 1,900 万家，公司与商户按约定在受理银行卡并与持卡人达成交易后，为特约商户提供交易资金结算服务，并通过向商户收取手续费获得收益。针对不同商户的需求，拉卡拉提供多种 POS 机具，商户可通过智能 POS 终端实现对刷卡支付、挥卡支付、扫码支付、NFC 支付等多种支付方式支持，商户以智能 POS 终端为功能入口，可完成银行卡收单等功能。

(2) 个人支付业务，拉卡拉个人支付业务分为便民支付业务和移动支付业务，其中便民支付业务是拉卡拉首创的通过安装在社区便利店中的拉卡拉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，移动支付业务是通过手机刷卡器、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。

(3) 增值服务业务，公司以商户建立收单业务为纽带，向商户提供金融类、消费类、信息类增值服务从而获取服务费收入，如根据商户需求向其推送商户经营管理、商户支付销售管理、金融平台管理等多种服务和垂直行业解决方案。目前公司收入规模较大的增值服务为积分购业务以及解决方案。积分购业务以打造一站式商户积分管理与用户经营平台为目标，通过为上游积分源拓展新型的、丰富的积分消费场景提升其积分价值和用户满意度，并将海量积分引流到下游合作消费场景进行消费，在此过程中实现了积分汇聚，支持用户在日常生活中便捷地使用积分消费，实现用户价值。

图表2： 公司主要产品线

产品分类	二级分类	产品名称	产品图片	产品功能
商户收单服务		传统 POS 机		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。拉卡拉提供的 POS 机款式新颖，功能强大，充分整合商户收款和便利支付的业务需求，可以支持电子现金、电子签名等业务。
		mPOS 机（手机收款宝）		mPOS 机是拉卡拉创新的一款移动支付终端，可通过蓝牙技术配合相关的客户端，为使用者提供收单服务。产品便于随身携带，实现收银、转账、还款、充值、查询等功能。
		智能 POS 终端		拉卡拉智能 POS 终端拥有高清液晶显示屏，配备安卓系统，并支持蓝牙、WIFI、4G 等多种通讯方式，收单、还款、缴费等业务均可通过显示屏触屏操作，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，真正实现了 POS 机智能化。智能 POS 终端具备全支付、权益管理等核心功能，可以满足商户所需的增值功能。
		收钱宝盒		拉卡拉收钱宝盒是专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，一步整合查账、提款、商户进件、理财等。竭力提升商户收款效率与体验，开启收款新时代。
		超级收款宝		超级收款宝是拉卡拉推出的一款集全码、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完美的收款体验，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。
			智能收银台	
个人支付业务		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。
	便民支付业务	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，随时随心享受支付便利。
	移动支付业务	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，为使用者提供个人支付服务。

产品分类	二级分类	产品名称	产品图片	产品功能
	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，为使用者提供个人支付服务。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
积分购业务		积分购 APP		用户使用积分购 APP 进行积分消费的流程如左图

资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

公司的核心盈利模式是通过向商户提供收单业务收取手续费及通过为个人提供支付服务收取手续费。收单业务中，拉卡拉向商户收取刷卡额约定比例的手续费，从中取得收单业务服务费；同时拉卡拉还会向商户提供金融类、消费类、信息类增值服务从而获取服务费收入；此外，拉卡拉向商户销售或投放 POS 机具时也会取得少量硬件销售或服务收入。个人支付业务中，拉卡拉采用按笔收费或按金额的百分比收费的模式，向银行、移动公司等服务内容提供机构收取手续费。此外，拉卡拉销售手机刷卡器、多媒体自助终端、拉卡拉手环等设备，取得相应硬件销售收入。积分购业务中，拉卡拉通过积分消费交易中的商品或服务价格差获取收益。

公司运营模式采取商户拓展模式、商户入网认证模式以及结算模式。商户拓展模式包括自拓展和渠道拓展，自拓展是公司直接对商户进行筛选评估，签约的商户通过拉卡拉提供的交易系统及智能 POS 终端开展交易，并根据交易流水和签约手续费率向公司支付手续费。渠道拓展公司通过专业的商户拓展服务机构进行新商户的拓展和日常业务维护工作。公司商户入网认证模式以及结算模式，严格按照国家有关法律法规，按照“了解你的客户”原则，以防范风险为导向，严格审核各类商户资质，并遵照中国人民银行资金清算的相关规定完成入网认证以及结算业务。由于 2016 年以后公司大力发展线下渠道，通过渠道拓展商户产生的收单收入占比逐年提升，2018 年来自于渠道拓展商户收入达到 41.5 亿元，占收单总收入的 81.94%。

图表3：自拓展和渠道拓展的商户情况（万户、亿元）

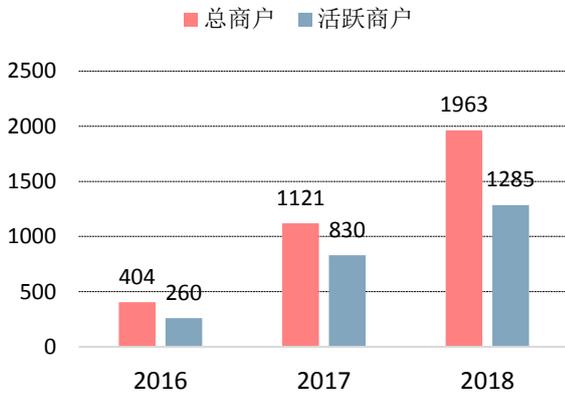
项目	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	直营商户	非直营商户	合计	直营商户	非直营商户	合计	直营商户	非直营商户	合计
商户数量	293	1670	1963	196	924	1121	69	335	404
活跃商户数量	130	1155	1285	87	743	830	39	221	260
交易规模	9113	27435	36548	5649	14001	19651	3199	7833	11032
收入金额	9.16	41.55	50.71	6.3	17.41	23.72	3.76	8.93	12.69
平均收单净费率	0.10%	0.15%	0.14%	0.11%	0.12%	0.12%	0.12%	0.11%	0.12%

资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

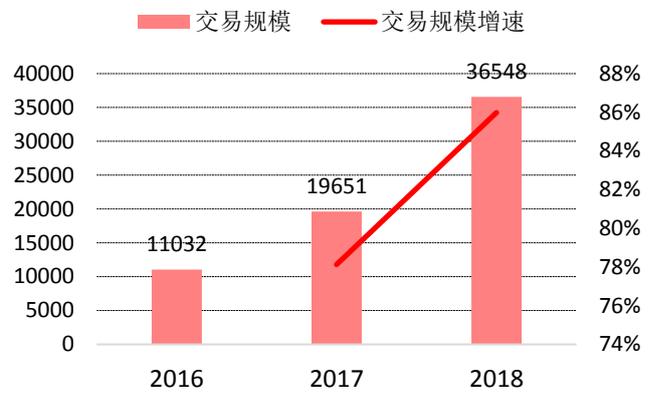
公司 2016-2018 年度发行人收单业务和个人支付业务规模合计分别达到 1.60 万亿元，2.34 万亿元和 3.94 万亿元，年复合增速 56.9%。其中收单业务前五大客户占比 0.91%，个人支付业务前五大客户占比 0.75%，硬件销售及服务业务 2.12%。公司收单业务商户规模保持逐年快速上升，从 2016 年 404 万户到 2018 年 1963 万户，

交易规模也大幅增加，2016-2018 年交易规模分别为 11032 亿元、19651 亿元、36548 亿元。

图表4： 公司近三年商户规模情况（万户）



图表5： 公司近三年交易规模情况（亿元）

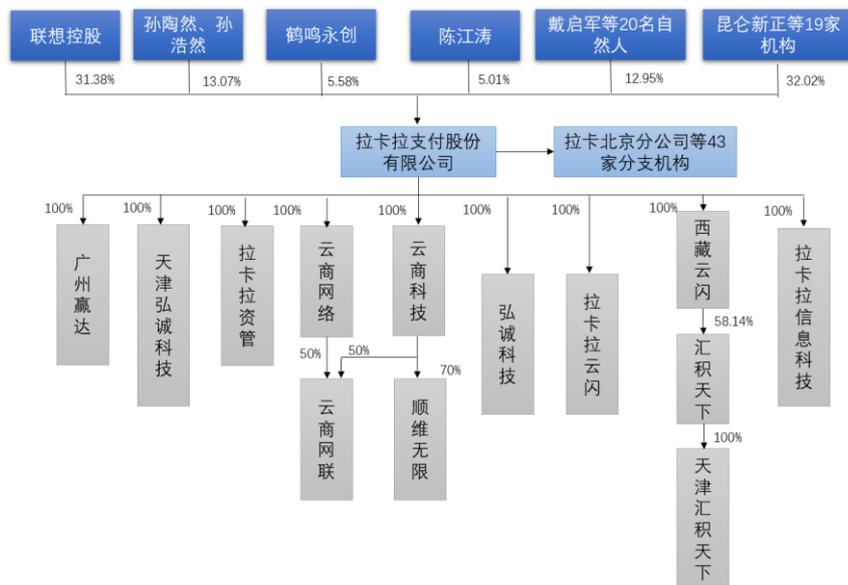


资料来源：公司招股说明书,中信建投证券研究发展部

资料来源：公司招股说明书,中信建投证券研究发展部

公司的第一大股东为联想控股，无实际控制人。联想控股直接持有公司 1.13 亿股，持股比例 31.38%。公司主要股东中的孙陶然和孙浩然为兄弟关系，其对公司的直接持股合计占比为 13.07%。公司第三大股东，鹤鸣永创持有本公司股份数量为 2,007.36 万股，持股比例为 5.58%。孙陶然与其兄弟孙浩然同时持有公司股份，为一致行动人。戴启军与其配偶的兄弟张洪林同时持有公司股份，为一致行动人。黄图平控制鹤鸣永创、陈烈控制秦岭瑞才、唐凌控制青城正恒，上述自然人与所控制的主体分别为一致行动人。除上述外，公司股东之间不存在其他一致行动情形。

图表6： 公司股权结构



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

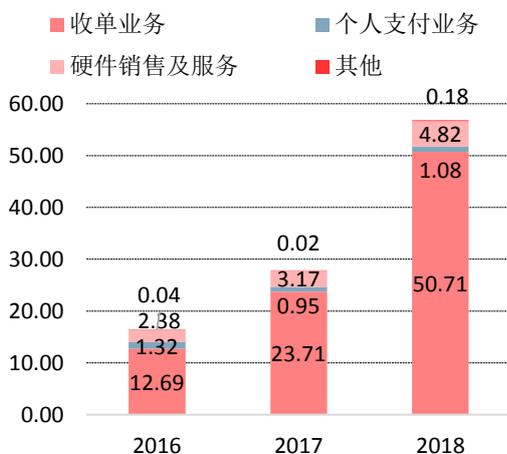
公司创始人及主要股东孙陶然具有多年连续创业成功的经验，创办和联合创办了包括拉卡拉、蓝色光标、

考拉基金、恒基伟业在内的多家知名企业。著有《创业 36 条军规》，被誉为“中国创业管理圣经”。2018 年再度将自己创立的拉卡拉十余年的过程经验诉诸文字，撰写出版《有效管理的 5 大兵法》。

1.2 过去三年渠道销售大幅增长，公司毛利率和费用率有一定波动

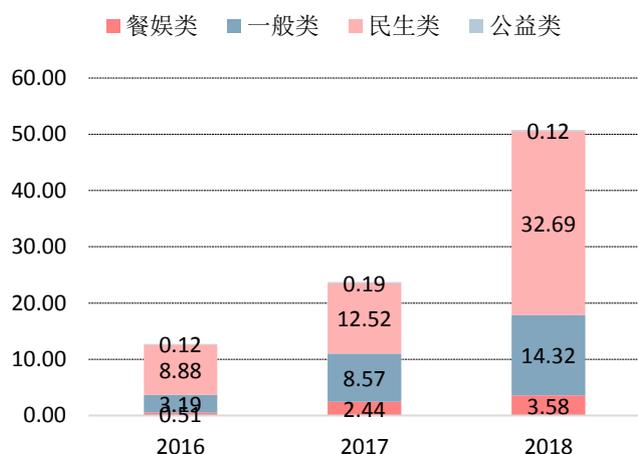
伴随支付行业快速发展，过去三年公司主营业务收入快速增长，2016~2018 年复合增长率达到 30.42%。2016 年至 2018 年，公司营业收入分别为 25.60 亿元、27.85 亿元、56.79 亿元，复合增长率 30.42%。2018 年公司主营业务收入同比增长 30.42%，其中主要增长来自收单业务，该业务实现营收 50.71 亿元，较 2017 年增长 113.81%。收单业务按行业分类包括餐娱类、一般类、民生类和公益类，其中民生类营收额占比最大，达 64.47%。2018 年收单业务高增长一方面因为公司在 2017-2018 年加大了收单业务的研发投入，使收单产品多样化。公司第一时间抓住了市场机遇，推出兼容所有二维码扫码支付的拉卡拉 Q 码、拉卡拉收钱宝盒及超级收款宝服务，扫码交易量呈现高速增长趋势。另一方面，公司大量投放智能 POS、mPOS 和扫码机具等终端机具，使收单业务收入迅速增长。个人支付业务营收额整体稳定在 1 亿元左右，2017 年大幅下降 28%，系受支付宝、微信等移动 APP 支付方式的影响，2018 年小幅上升 13.7%。硬件销售及业务营收额稳定上升，2016-2018 年营收额分别为 2.38 亿元、3.17 亿元、4.82 亿元，增幅为 33%、52.4%。

图表7： 公司近三年分业务营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图表8： 公司近三年分行业营收情况（单位：亿元）

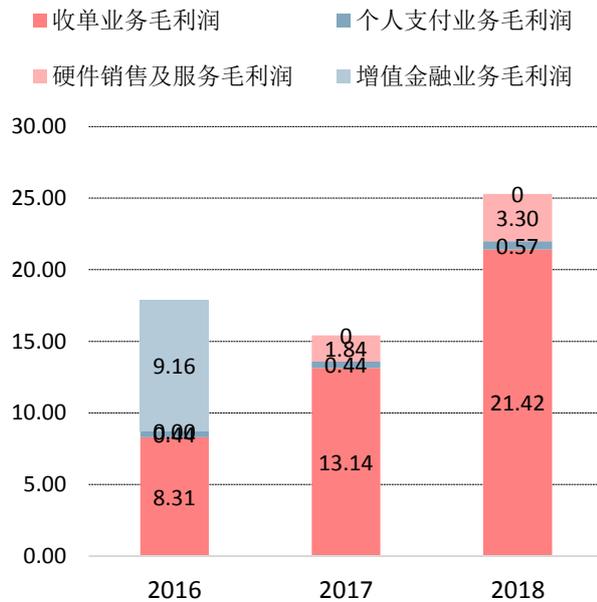


资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

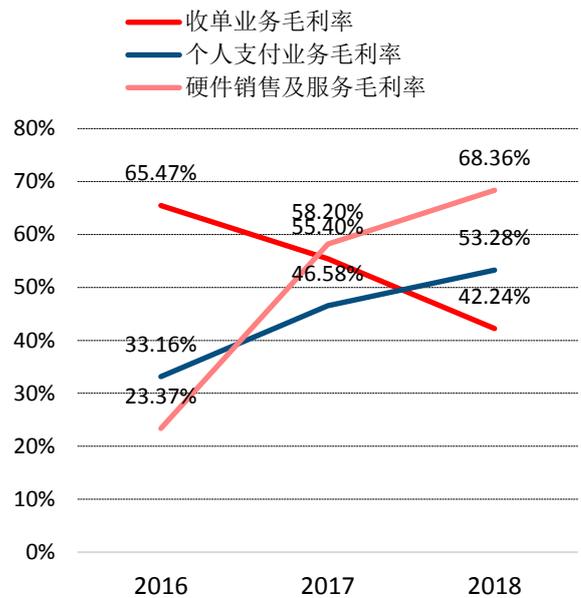
2016 年以后公司代理销售占比逐步提升，代理商数量增长较快，因此毛利率下降，2016~2018 年公司毛利率分别为 56.75%、55.40%和 44.85%。2016~2018 年收单业务毛利率分别为 65.47%、55.40%和 42.24%，下滑较大，主要由于 2016 年以后行业发展速度较快，公司加大了代理销售比例和拓展服务机构合作。渠道服务模式下的商户交易规模和占比大幅增加，与公司合作的拓展服务机构业务量也快速增长，获得了更高的分润比例，因此与渠道商分润成本增加导致了 2018 年收单业务毛利率有所下降，2018 年商户拓展服务占渠道代理收单业务收入比例达到 66.99%，比 2017 年提升了 10%左右。个人支付业务毛利率逐年上升，2016~2018 年毛利率分别为 33.16%、46.58%和 53.28%，由于代收付、跨境支付等业务发展较快，占个人支付业务收入比重逐步提升，而代收付业务毛利率水平较高，因此个人支付业务毛利率水平持续提高。硬件销售及业务毛利率在不断上升，2016 年度公司硬件销售及业务业务的毛利及毛利率水平较低，主要原因是随着收单服务、支付服务向移动端乃至云端不断发展，硬件销售成为公司综合化服务战略的一部分。2017 年度和 2018 年度一方面公司当年在营销

推广活动中，向渠道服务机构销售 mPOS 等终端，按销售价格计提应收账款，按机具的取得价格减少存货，仅差额确认收入，另一方面主要由于新增的脱敏数据标签服务、积分购和为关联方支付结算及增值金融业务推广服务等业务投入主要在费用科目核算，使得毛利率提高。

图表9：公司近三年毛利润情况（亿元）



图表10：公司近三年毛利率情况

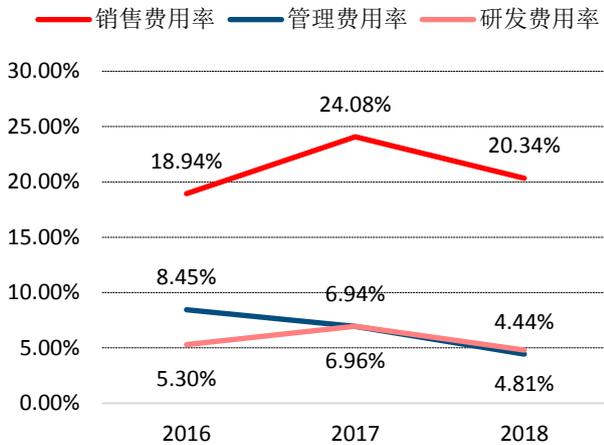


资料来源：公司招股说明书, 中信建投证券研究发展部

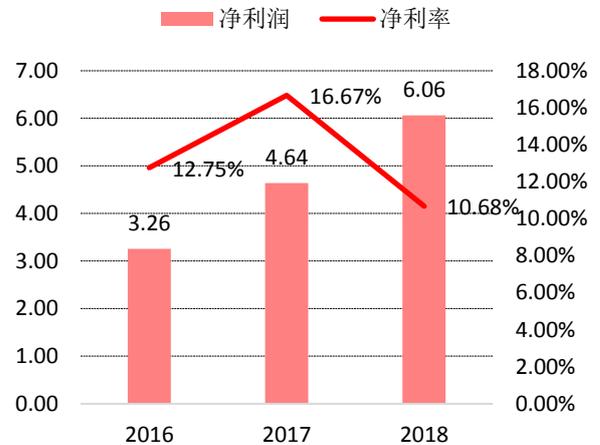
资料来源：公司招股说明书, 中信建投证券研究发展部

公司营销费用增长较快，管理和研发费用较为稳定。公司 2017~2018 年销售费用增长较快，销售费用由 2016 年的 4.85 亿上升至 2018 年 11.55 亿元。销售费用中占比较高的是人工成本、广告宣传与市场推广费用，人工成本系公司为深入拓展业务，在二级地市增设办事处，销售人员数量增加所致，2018 年销售员工 2416 人，占比 65.81%；而 2017~2018 年市场推广费用增长较快，因为公司通过营销推广方式投放大量收单终端，在收单分润基础上，向渠道服务机构支付营销推广费，营销推广费以达标终端交易金额的一定比例提取，由于 2017~2018 年营销推广活动效果显著，因此相应发生的渠道服务机构的营销推广费有较大比例增长。随收入规模增长管理费用率逐步下降，2016-2018 年管理费用分别为 2.16、1.93、2.52 亿元。公司在经营规模扩大的同时，有效提升了经营效率，将费用率保持在合理水平。研发费用率逐步下降，研发费用由 2016 年 1.36 亿上升至 2018 年 2.73 亿，但研发费用率有所下降，说明公司的研发投入回报很大。公司加大了交易系统、清算和风控等方面公司的研发投入，丰富服务内容、提升服务体验。

图表11： 公司近三年费用率情况



图表12： 公司近三年净利润及净利率情况（单位：亿元）

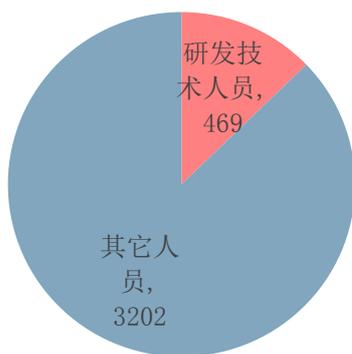


资料来源：公司招股说明书,中信建投证券研究发展部

资料来源：公司招股说明书,中信建投证券研究发展部

公司目前员工总数为 3,671 人，各类研发技术人员 469 人，占比 12.78%。公司研发技术人员具有丰富的理论知识和扎实的实践操作经验，技术水平较高，人员构成合理。公司 2016 年、2017 年、2018 年在册员工总数分别为 3315 人、3961 人、3671 人，其中 2018 年研发技术人员为 469 人，占比 12.78%。

图表13： 公司 2018 年研发人员占比



图表14： 公司近三年研发费用及占比



资料来源：公司招股说明书,中信建投证券研究发展部

资料来源：公司招股说明书,中信建投证券研究发展部

1.3 公司经营规范多年获监管部门认可，持续领先行业在技术和产品不断创新

公司各项业务牌照齐全，被央行评级为 A 级，经营规范性和风控能力持续获得监管部门认可。公司是首批

获得中国人民银行《支付业务许可证》的第三方支付公司，获得全国性收单、网络支付、电视支付、预付费卡受理等业务许可证，拥有第三方支付行业中的全牌照。由于第三方支付的迅猛发展，从 2014 年开始，央行对第三方支付出台了相关政策进行规范，如 2015 年 12 月出台的《非银行支付机构网络支付业务管理办法》，明确了第三方支付行业只能是中国支付体系的补充，作为非银支付机构，小额、便捷是其本质，需要做好客户信息安全、资金安全，以及风险防范。2016 年开始的互联网金融整治，包含了第三方支付行业，央行出台了《非银行支付机构分类评级管理办法》，公司 2016 年获评为央行 A 类第三方支付机构之一，经营规范性和风控能力持续获得监管部门认可。

图表15： 央行 A 类支付机构标准

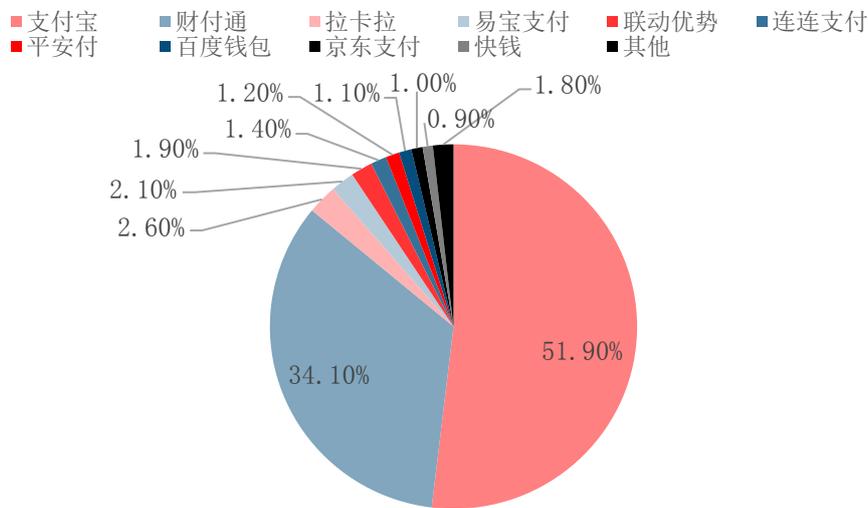
A类支付机构符合：

- 备付金管理规范；
- 风险防控能力强，合规状况好；
- 客户权益得到有效保护；
- 技术安全性和业务系统处理能力强；
- 反洗钱义务履行到位；
- 可持续发展能力强；主动、积极配合行业自律管理的标准。

资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

2018 年公司在非银支付线下交易规模排名第二，排在银联商务之后。2018 年公司在所有非银行支付机构线下交易中，交易金额居第 2 位、交易笔数居第 1 位。2018 年公司支付流水规模达到 3.9 万亿，线下交易规模仅次于银联商务。根据尼尔森报告，银联商务 2017 年收单交易规模 19.2 万亿人民币，同比增长 31%。2018 年公司保持较高费率的同时流水规模居于行业前列，体现出公司支付产品的差异化竞争力以及市场对公司支付能力的信任。目前拉卡拉的收单业务 POS 机具及扫码受理产品累计覆盖商户超过 1,900 万家，2018 年收单业务交易金额逾 3.65 万亿元；个人支付业务已在全国 371 个城市的便利店内铺设了近 10 万台拉卡拉自助支付终端，2018 年个人支付交易金额逾 2,800 亿元。

图表16： 2017 年中国第三方支付移动支付交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部

公司分支机构遍布全国，渠道拓展模式并举，有效支撑增值服务开拓。公司 13 家控股子公司和二级子公司、10 家参股公司、43 家分支机构，位于例如北京、上海等全国各省会市主要地市。这有利于公司拓展业务渠道，也增强公司对第三方支付市场的。目前国内的支付系统里只有银联以及拉卡拉有分子公司优势。此外，公司采取渠道拓展模式进行新商户的拓展和日常维护工作，渠道拓展模式下商户数量大幅提升，由 2016 年末的 335 万户增长到 2018 年末的 1,670 万户，渠道拓展模式下的交易规模不断放大。

公司研发团队能满足复杂场景下的业务开展和持续创新的要求。经过十多年的业务积累和持续发展，拉卡拉作为国内第三方支付机构的代表，已经建立了完整的支付业务综合处理体系，同时随着业务规模迅速扩大，计算复杂性、高效性、准确性要求极高。基于此，拉卡拉的技术团队在设计系统时，为了符合高并发、高可靠、高一致、高复杂度、低成本的需求，综合运用了流量负载均衡技术、异步 IO 技术、分布式消息队列技术、读写分离技术、分库分表技术、对象缓存技术、分布式微服务化技术、分布式索引技术等手段来构建。

图表17： 公司核心技术表

技术名称	特点	技术来源
联机交易处理	用于联机交易统一处理，实现交易参数化配置、智能路由、规则引擎，采用异步交易模式和分业务 BU 配置管理，达到交易集团化管理	采用 ACE 开源框架，自主实现交易配置、智能路由和规则引擎等
多渠道业务服务	采用 Java 技术实现中台的业务处理和前台的业务接入，广泛用于集团各 BU 的业务实时处理和产品统一运营	自主开发 Amber 平台，统一实现交易模式和 RPC 模式，各部分均可参数化配置
移动 APP 架构	采用 Native 结合 HTML5 的方式，实现 APP 跨平台业务共享，结合统一用户认证体系，实现跨 BU 的业务协同，业务模块可动态更新	自主开发 Carbon 和 Ivory 体系，实现混合 APP 开发模式

统一 UI 框架	采用最新的 MVVM 技术，实现三位一体的 UI 开发模式，可一次开发满足 Android、IOS 和 HTML5 的统一展示，同时可用于桌面应用开发	结合 React/Native 和 Vue 等 Web 组件及原生实现，定制统一 UI 开发模式
分布式服务架构	实现内部业务操作的服务化，通过服务注册、发现、配置结合高效 RPC，实现分布式服务体系	采用 Dubbo 定制开发，实现自行维护和后续优化
微服务架构	根据微服务模式，采用高效内部 Queue，实现同步/异步服务模型，同时提供完整的事件体系，为服务解耦和基于事件开发提供架构支撑，内部提供完整支撑服务，实现服务流量控制、监控、健康管理等	结合开源项目，自主定制开发 Smite，提供高度可扩展的微服务体系
分布式缓存	基于 redis 形成缓存集群，用于前置服务的 Session 管理和交易处理的各级缓存处理	基于 redis 集成和优化
消息中间件	提供各种日志的统一收集和分发，采用 Push-Pull 结合方式，实现生产者、消费者的自动缓冲和平衡	基于 Kafka 自建集群，用于非强一致性的消息分发
数据流中间件	可靠的数据总线，数据采用两阶段方式提交，数据存储实现集群化配置，广泛用于各种交易数据、事件等的数据分发	基于 DistributedLog 自建集群，用于强一致性的消息分发
大数据可视化检索	实现各种数据的存储，提供灵活的全文检索能力和丰富的可视化手段	采用 ELK 定制开发，形成实时数据和可视化平台
大数据实时统计	结合 Hadoop，提供实时、准实时的多维度统计和报表，实现大数据的数据仓库功能	采用 Kylin 定制开发，实现多维度统计报表
大数据分析系统	结合 Hadoop/Spark 和 ETL，收集整个集团相关数据，形成满足不同 BU 需求的数据服务体系，同时具备不同的模型分析能力	采用 Hadoop/Spark 定制开发，实现大数据基础平台
图数据库	提供交易数据分维度的有向图存储，广泛用于交易追溯、风险分析等，形成集团的数据大脑	采用 GraphSQL 定制开发，实现数据大脑基础平台

资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

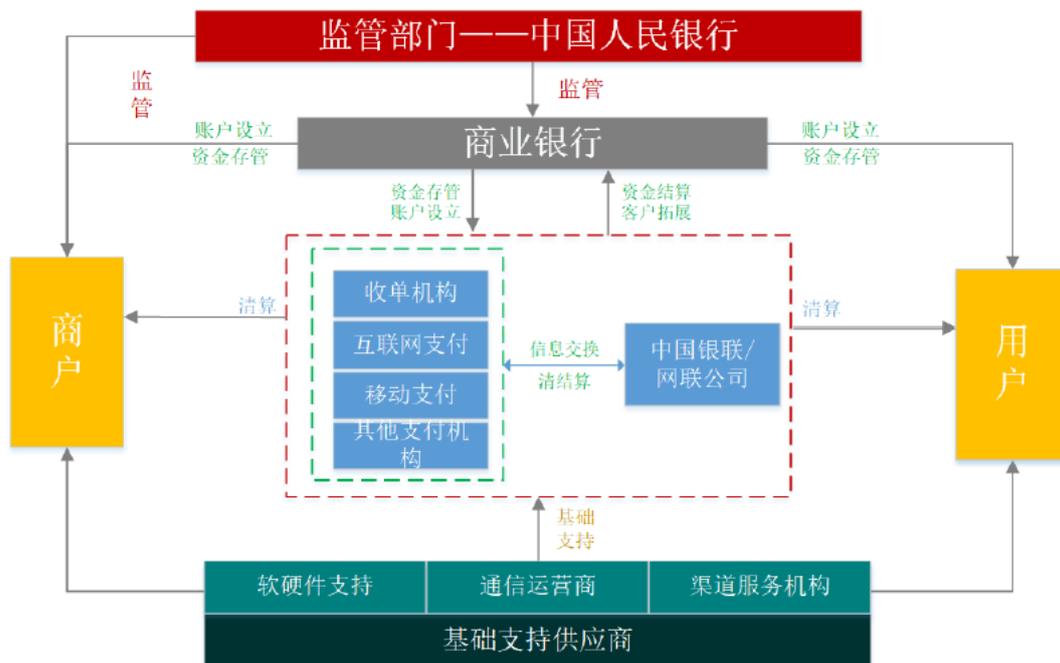
二、支付行业规模持续增长，监管政策不断促进行业规范和集中度提升，预计经营规范的头部公司市占率有望提升

2.1 监管政策逐步推出，不断推动第三方支付行业健康规范发展

第三方支付是指第三方支付机构在付款人与收款人之间提供的银行卡收单、网络支付、预付卡的发行与受理及中国人民银行确定的其他货币资金转移服务。第三方支付根据业务类型可以细分为银行卡收单、网络支付、预付卡发行与受理，其中网络支付根据支付终端不同可以细分为固定电话支付、互联网支付、移动支付、数字电视支付和货币兑换。

银行卡收单行业产业链主要包括监管部门、收单支付服务参与厂商、商户、用户及基础支持供应商。收单支付服务参与厂商主要分为账户侧+转接侧+收单侧。账户侧主要玩家包括商业银行和支付宝、微信支付，为商户提供账户服务，在交易发生时收取账户端手续费。其中商业银行提供实体账户，客户是以自己的名义将钱存于银行；支付宝、微信支付提供虚拟账户，账户是支付机构以自身的名义在银行开设的大账户的子账户，支付平台政策依赖银行，客户的钱存放于支付平台的账户里，而非以自己的名义存于银行。实体账户和虚拟账户在安全性上存在重要差别，他人账户的非法操作不会影响到自身实体账户安全，而虚拟账户并不能保证这一点。转接侧主要包括银联、网联、Visa、Mastercard等，其中中国银联、网联公司是中国人民银行指定的支付清算机构，为商业银行、支付机构提供交易处理、资金清算等基础服务。收单侧为第三方支付机构，主要包括银联商务、拉卡拉、通联支付、瑞银信等，第三方支付机构处于第三方支付产业链的核心地位，将商户与用户、商户与商业银行相联系，为支付交易提供便利，目前第三方支付机构的经营需要监管机构的牌照许可。

图表18：第三方支付收单的产业链



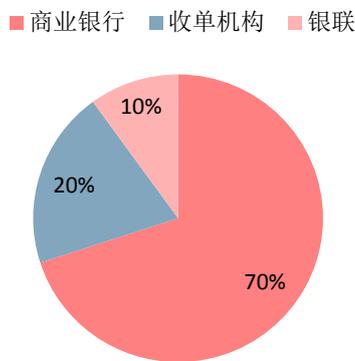
资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

第三方支付收单机构的盈利模式主要为收取硬件销售及维护费以及向商户提供收单业务服务的服务费。以拉卡拉为例，其向商户销售或投放终端产品（POS机、手机收款宝、扫码终端等），一方面收取硬件销售及维护费，另一方面以终端产品为入口为商户提供收单服务，“96”费改之后，第三方支付机构收单服务费率的计价方式通常是与商户市场化约定服务费率，再乘以交易规模得到手续费。

银行卡交易和移动扫码支付手续费的约定区别：1) 对于银行卡 POS 机支付交易，商户刷卡产生的手续费

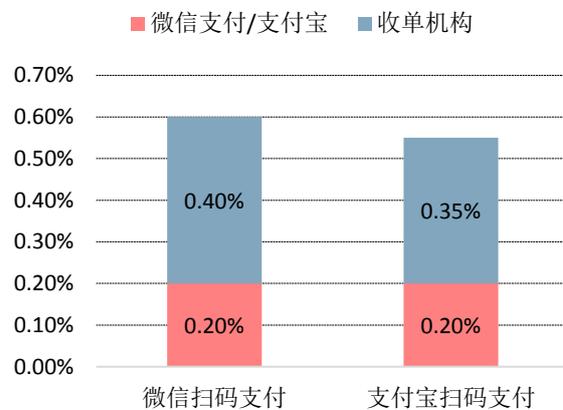
主要分为三部分，一部分是发卡行根据政府指导价上限管理的服务费，一部分是银联清算的服务费，另一部分则是收单机构的收单手续费，96 费改前手续费国家通过再分配按 7：2：1 的比例分别分给银行、第三方支付机构和银联；商业银行对商户收取的手续费在“96 费改”之后，按照借记卡与贷记卡分类收取。借记卡交易手续费率调整为 0.5%，单笔手续费封顶 20 元；贷记卡的手续费为 0.60%，手续费不封顶。2) 对于支付宝、微信支付等扫码支付交易，商户扫码产生的手续费主要分为两部分，一部分是支付宝、微信支付的账户端手续费，另一部分则是收单机构的收单手续费，目前支付宝和微信官方给出的约定费率指导价为 0.6%，支付宝和微信基准费率为 0.2%。

图表19：96 费改以前，银行卡 POS 机支付交易手续费分配比例



资料来源: 互联网, 中信建投证券研究发展部

图表20：支付宝、微信支付等扫码支付交易手续费分配比例



资料来源: 新大陆科技, 中信建投证券研究发展部

第三方支付行业监管政策持续落地，资质颁发与资金存管要求趋严。2011 年 5 月央行签发首批第三方支付牌照，此后第三方支付行业正式纳入央行监管体系，国务院、发改委、工信部、央行等陆续出台监管文件，对银行卡收单业务外包业务、网络支付业务、条码支付业务等细分业务板块制定了详细的管理措施。**牌照颁发暂停并收紧，整治行业乱象。**自 2015 年 4 月起，央行停止颁发第三方支付牌照，并吊销、注销、合并第三方支付业务牌照合计 33 张；2018 年央行对多家银行、第三方支付公司开出天价罚单，严肃规范第三方支付行业乱象。截止 2019 年年初，支付牌照银行卡收单机构资质的仅剩 61 家；此 61 家中，拥有全国范围内收单资质的机构共 33 家，区域性收单资质的机构共 28 家。**设立网联平台直接监管，备付金 100%集中交存管理。**2017 年 8 月，中国人民银行支付结算司下发通知，发起设立网联平台，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理。2018 年 5 月，要求在支付机构和银行积极接入网联平台的基础上，备付金集中存管账户以后将直接在人民银行有关部门开立，专项用于所有支付业务资金清算。2018 年 6 月，中国人民银行办公厅下发通知，要求自 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，到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存。至此，第三方支付公司的备付金全面纳入央行监管，预期能够有效避免第三方支付机构绕开监管，防范洗钱风险，维持市场合法秩序。

图表21：近年来第三方支付行业监管政策

时间	监管政策	主要内容
2018 年 12 月	《关于支付机构撤销人民币客户备付金支付机构应在 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户有关工作的通知》	付金账户。
2018 年 6 月	《中国人民银行办公厅关于支付机构自 2018 年 7 月 9 日起,按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例,	

时间	监管政策	主要内容
	户备付金全部集中交存有关事宜的通知》	到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存。
2018 年 5 月	《支付机构客户备付金集中存管账户试点开办资金结算业务的通知》	在支付机构和银行积极接入网联平台的基础上，备付金集中存管账户以后将直接在人民银行有关部门开立，专项用于所有支付业务资金清算。
2018 年 1 月	《关于对非银行支付机构发起涉及银行账户的支付业务需求进行调研相关文件的通知》	要求支付机构和银行应积极接入网联平台
2017 年 12 月	《条码支付业务规范（试行）》	已开展条码支付业务的银行、支付机构应当全面梳理自身条码支付业务情况（含境内、跨境、境外业务）并形成报告，包括但不限于按年度统计的业务量、产品介绍、业务流程、技术方案、风险管理机制、境内外机构合作情况、资金清算模式、收费标准及利润分配机制、客户权益保护措施、外包服务机构信息及外包范围、以及根据本通知进行自查的情况及整改方案等。
2017 年 8 月	《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》	发起设立网联平台，主要处理非银行支付机构发起的涉及银行账户的网络支付业务。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全部通过网联平台处理。
2017 年 1 月	《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	自 2017 年 4 月 17 日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息。人民银行根据支付机构的业务类型和最近一次分类评级结果确定支付机构交存客户备付金的比例，并根据管理需要进行调整。
2016 年 10 月	《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	非银行支付机构不得挪用、占用客户备付金，客户备付金账户应开立在人民银行或符合要求的商业银行。人民银行或商业银行不向非银行支付机构备付金账户计付利息。
2016 年 7 月	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	在《非金融机构支付服务管理办法》等法规的基础上，对支付机构从事网络支付业务的行为进行详细的规范。
2015 年 12 月	《非金融机构支付服务管理办法》	针对非银行支付机构从事网络支付业务，在业务开展范围、支付限额管理、风险管理及罚则等方面制定管理意见。
2015 年 7 月	《中国人民银行关于加强银行卡收单业务外包管理的通知》	针对从事银行卡收单外包业务的机构，在业务范围、收单机构管理责任、外包机构合作管理等方面提出了规范性要求。
2013 年 7 月	《银行卡收单业务管理办法》	就从事银行卡收单业务机构在特约商户管理、开展业务管理、风险控制管理、监督管理及罚则方面进行规范，保障各参与方合法权益，防范支付风险，促进银行卡业务健康有序发展。

资料来源：人民银行网站，中信建投证券研究发展部

“96”费改后低费率竞争不可持续，遏制套码行为和信用卡套现行为，行业费率逐步平稳，支付收单行业得到进一步规范，用户向头部机构集中。2016 年 9 月 6 日，发改委和央行发布了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，对银行卡收单业务的收费模式和定价水平进行了重要调整（称为 96 费改）。96 费改整体下调了刷卡手续费率标准，同时实行“市场化定价、借贷分离、取消商户类别”等重大变革。“96”费率改革将原有的依据行业划分收费标准，改为依据卡种划分费率，并且发卡行、银联、收单机构的交易佣金分配比例不再按照 721 的方式固定分配。“96”费改降低了餐娱类、一般类商户支付的服务费，预期将会促进该行业商户对 POS 机的布放，同时减少第三方支付公司对支付服务费的营收依赖，推动第三方支付公司向综合金融服务

平台发展。费改之前一些支付机构为了招揽客户，采取低费率竞争，将客户刷卡费率定为 0.55% 甚至更低，为了维持运营成本与利润水平通常跳码到 0.38% 的超市类低费率商户，但是用户将遭受降额风控等处罚，用户最终会选择回归正规支付机构的正常费率。同时 96 费改实施借贷分离政策，且规定信用卡刷卡手续费上不封顶，大大提高了信用卡套现的成本，可以有效遏制套现行为。

图表22： 96 费改后发改委对收单产业链的定价

商户类别	银行卡类别	发卡行	卡组织	收单行
标准类	借记卡	0.35%	0.0325%*2	自由定价
	信用卡	0.45%	0.0325%*2	
优惠类	借记卡	0.273%	0.0254%*2	自由定价
	信用卡	0.351%	0.0254%*2	

资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

第三方支付机构支付备付金 100% 上缴，依靠支付备付金的收单机构商业模式亟待转型。2017 年 1 月，央行首发通知要求自 2017 年 4 月起，央行要求支付机构按 20% 左右的比例上交支付备付金，且备付金不计付利息，2017 年 12 月再发通知要求 2018 年起备付金比例由 20% 提高到 50%。2018 年 6 月，央行规定从 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。2018 年 12 月，央行要求支付机构撤销人民币客户备付金账户。

图表23： 我国第三方支付机构支付备付金上缴政策梳理

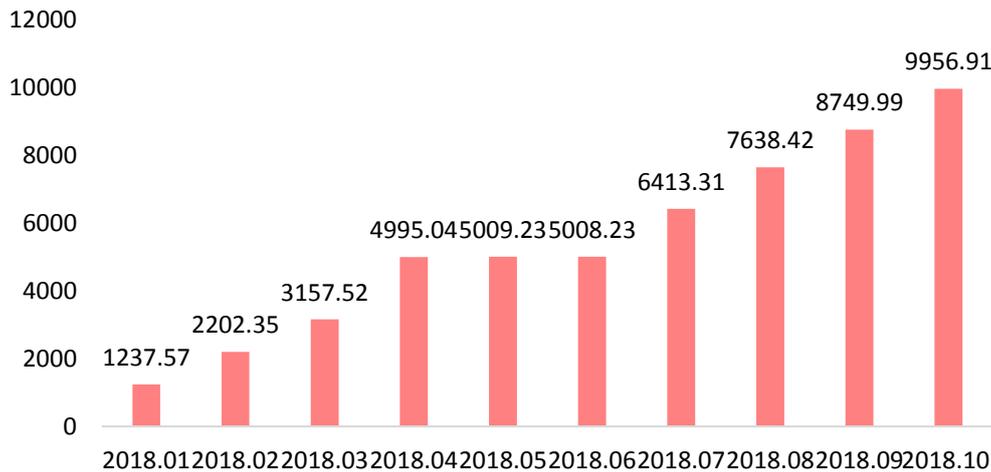
2017 年 1 月	《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	自 2017 年 4 月 17 日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户。首次交存的平均比例为 20% 左右，该账户资金暂不计付利息。
2017 年 12 月	《关于调整支付机构客户备付金集中交存比例的通知》	2018 年起支付机构客户备付金集中交存比例将由现行 20% 左右提高至 50% 左右。
2018 年 6 月	《关于支付机构客户备付金全部集中交存有事宜的通知》	2018 年 2 月至 4 月按每月 10% 逐月提高集中交存比例，支付机构执行新的集中交存比例后，应确保其日终在备付金存管银行存放的客户备付金，不低于当日所有未集中交存客户备付金总额的 50%。
2018 年 12 月	《关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》	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，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。 支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，

资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

支付备付金比例提升利好线下收单机构。央行对支付备付金的严格规定压缩了第三方支付机构以往依靠支付收款计提利息的盈利模式，对于对支付收款利息依赖严重、规模较小、盈利模式单一的支付机构而言，备付金的上缴使得计息资产缩水，盈利能力变差，在市场中的竞争地位恶化，加速市场出清。同时原本争相争取支

付平台资金的商业银行，在失去这一资金通道之后，也会逐步收回之前对于支付机构平台的各项让利、通融、特权。截止 2018 年 10 月，支付机构备付金存款已经上升至 9956.91 亿元，支付备付金 100% 上缴引导第三方支付机构回归支付本源，大力开拓创新增值服务带动自身业务能力提升和盈利空间的开拓。

图表24： 支付机构交存人民银行客户备付金存款:亿元



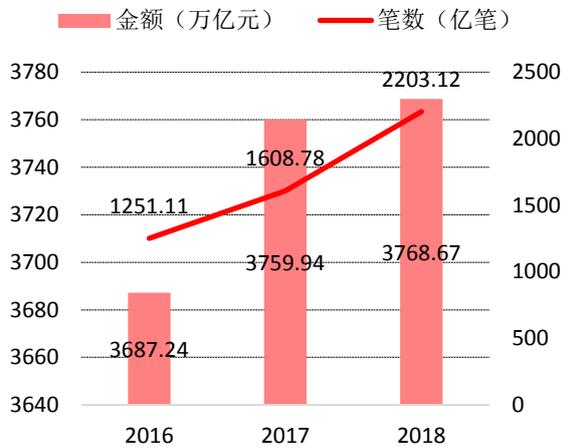
资料来源：人民银行官网，中信建投证券研究发展部

取消商户自选，遏制一机多商户，行业规范持续提升。2019 年 6 月 15 日中国银联业务管理委员会秘书处发布通知，为了落实《关于进一步加强支付结算管理防范电信网络新型违法犯罪有关事项的通知》“85 号文”等监管要求，进一步强化银联卡收单市场的合规管理，坚决打击一机多商户、为非法商户提供支付服务、套用低零费率价格、移机等突出违规问题。取消商户自选，使银联能监控虚假商户入网，控制商户池，压缩一机多商户的情况，同时一定层面上进一步限制了信用卡套现，行业规范程度进一步提升。

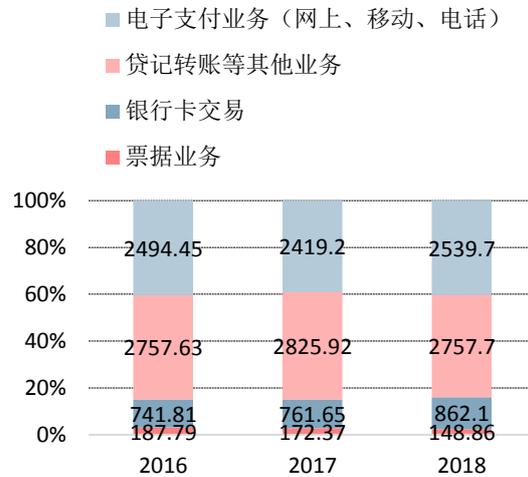
2.2 非现金交易规模持续增长，移动支付高增长，带动收单支付行业持续稳健增长

非现金支付业务规模持续扩大，带动收单支付行业持续增长。2016 年至 2018 年，全国银行业金融机构非现金支付业务交易笔数分别为 1251.11 亿笔、1608.78 亿笔、2203.12 亿笔，同比增速分别为 32.64%、28.59%、36.94%；2016~2018 年全国银行业金融机构非现金支付业务交易金额分别为 3687.24 万亿元、3759.94 万亿元、3768.67 万亿元，同比增速分别为 6.91%、1.97%、0.23%。其中，电子支付业务（包含网上支付、移动支付、电话支付）占非现金支付业务的比例保持在 40% 左右，贷记记账等其他业务的比例保持在 43% 左右，银行卡交易的比例保持在 12% 左右，票据业务近年来市场逐渐萎缩，所占比例不足 3%。

图表25： 全国银行业金融机构非现金支付业务交易规模



图表26： 全国银行业金融机构非现金支付业务比例

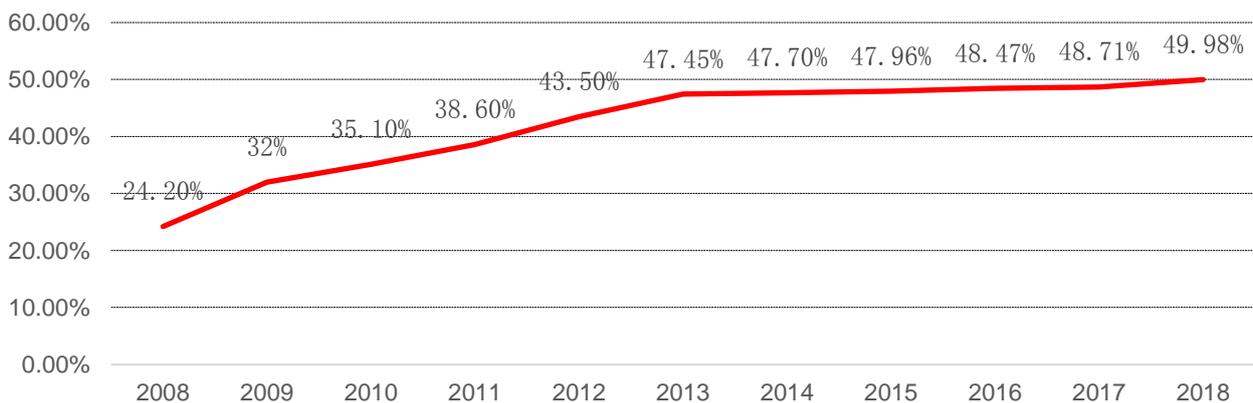


资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

现金支付业务规模逐年缩小, 非现金支付规模持续扩大, 收单支付仍然有增长空间。由于现金交易无法可靠统计, 本报告选取银行卡渗透率反应现金支付业务规模。银行渗透率是指剔除房地产、大宗批发等交易类型, 银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例。根据中国支付清算协会统计, 我国 2008 年-2018 年银行卡渗透率逐年上升, 从 24.2% 上升至 49.98%, 涨幅 25.78%, 这说明银行卡交易规模越来越大, 相反现金交易规模逐年减少。2018 年银行卡渗透率 49.98%, 接近 50%, 目前银行卡交易与现金交易规模平分天下, 未来非现金交易规模和渗透率仍然将进一步提升。

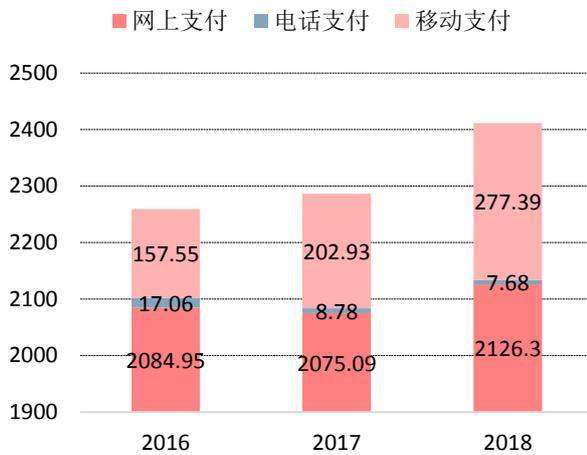
图表27： 我国银行卡渗透率 (%)



资料来源: 中国支付清算协会, 中信建投证券研究发展部

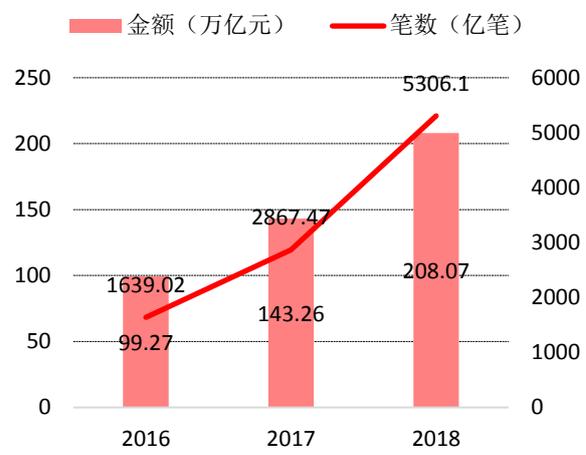
移动支付业务和网络支付业务高速增长带动非银支付机构网络支付业务交易笔数和金额高速增长。2016 年至 2018 年全国银行业金融机构移动支付交易金额分别为 157.55 万亿元、202.93 万亿元、277.39 万亿元, 年增速保持在 35% 以上; 2016 年至 2018 年, 全国非银行支付机构网络支付业务交易笔数分别为 1639.02 亿笔、2867.47 亿笔、5306.1 亿笔, 交易笔数呈现爆发式增长, 年增速超过 70%, 交易金额分别为 99.27 万亿元、143.26 万亿元、208.07 万亿元, 年增速超过 40%。

图表28：全国银行业金融机构电子支付业务规模及构成



资料来源:中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

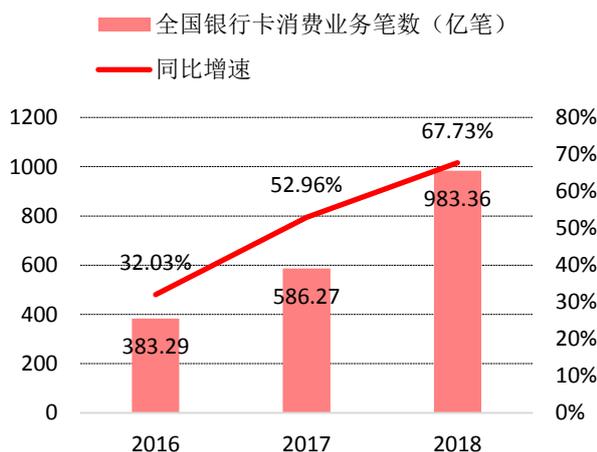
图表29：全国非银行支付机构网络支付业务交易规模



资料来源:中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

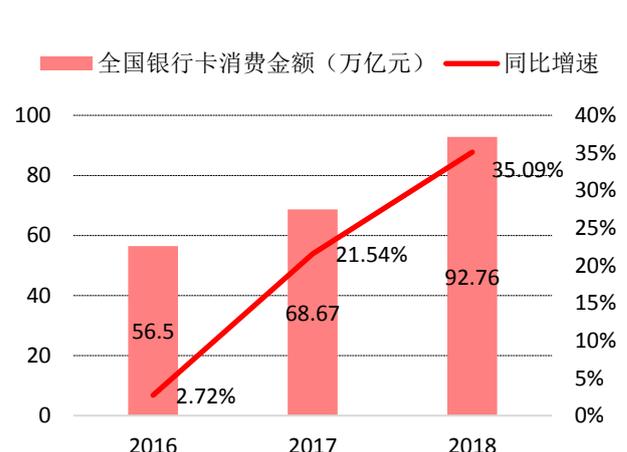
银行卡消费笔数和交易金额仍然保持快速增长。2016年至2018年全国银行卡消费业务笔数分别为383.29亿笔、586.27亿笔、983.36亿笔，同比增速分别为32.03%、52.96%、67.73%；全国银行卡消费业务金额分别为56.50万亿元、68.67万亿元、92.76万亿元，同比增速分别为2.72%、21.54%、35.09%。全国银行卡消费业务交易笔数和金额在规模扩大的同时增速不断提升，主要是因为移动互联网远程支付和近场支付等非现金支付工具安全性提高、快速普及，对高频小额的现金支付构成较大冲击，对银行卡无卡消费交易助推力量显著。以银行卡支付、移动支付和网络支付为代表的非现金支付相比现金支付具有无可比拟的优势，体现在方便快捷、减少时空局限、提高支付效率，预期未来市场交易规模将进一步扩大，为第三方支付行业带来持续增长动力。

图表30：全国银行卡消费业务笔数及增速



资料来源:中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

图表31：全国银行卡消费业务金额及增速



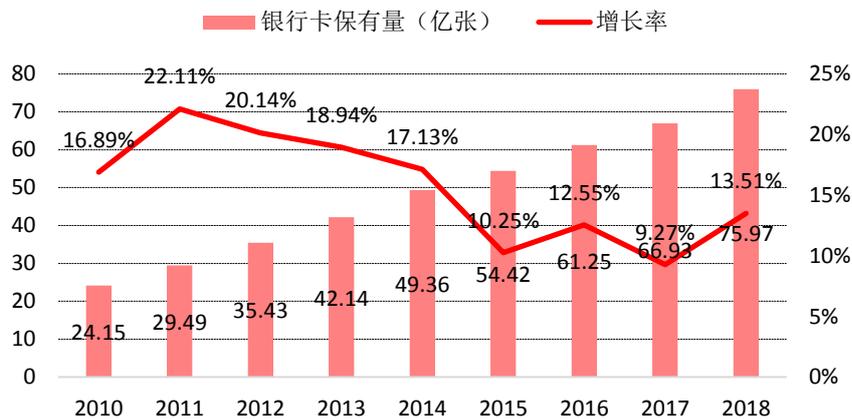
资料来源:中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

预计未来收单支付市场发展的驱动因素如下：

- 1) 银行卡发卡数量持续增长。根据人民银行统计数据，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

一卡在用发卡数量共计 6.86 亿张，同比增长 16.73%。借记卡在用发卡数量占银行卡在用发卡数量的 90.97%，较上年末有所下降。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%。

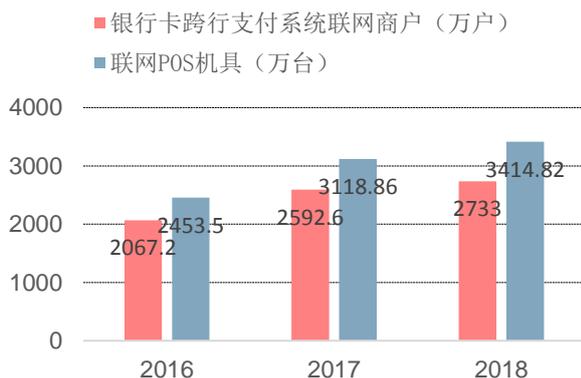
图表32：我国银行卡发卡数量及保有量持续增长



资料来源：中国支付清算协会，中信建投证券研究发展部

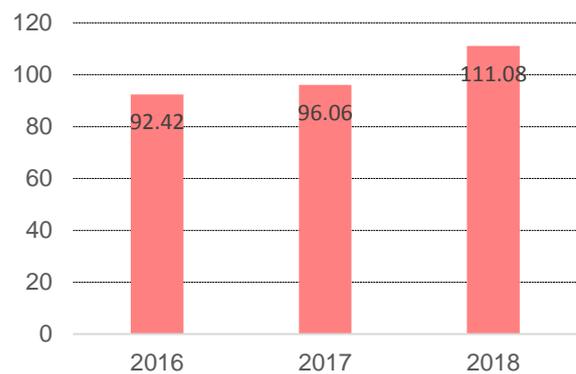
- 2) **银行卡受理环境持续完善, POS 机具推广部署范围逐步增加。**根据人民银行公布的统计数据,截至 2018 年末,银行卡跨行支付系统联网商户 2733.00 万户,联网 POS 机具 3414.82 万台,ATM 机具 111.08 万台,较上年末分别增加 140.40 万户、295.96 万台和 15.03 万台。全国每万人对应的 POS 机具数量 245.66 台,同比增长 8.91%,每万人对应的 ATM 数量 7.99 台,同比增长 15.03%。

图表33：银行卡跨行支付系统联网商户数及联网 POS 机具数



资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

图表34：ATM 机具数 (万台)

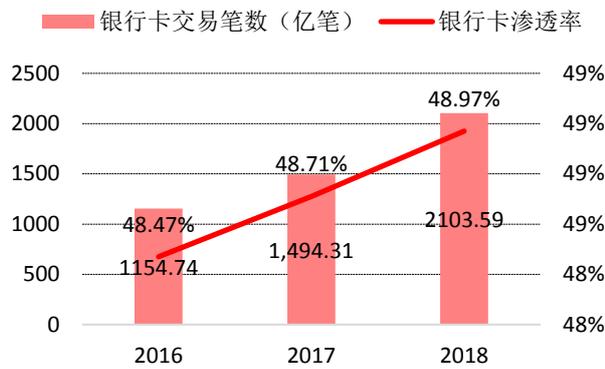


资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

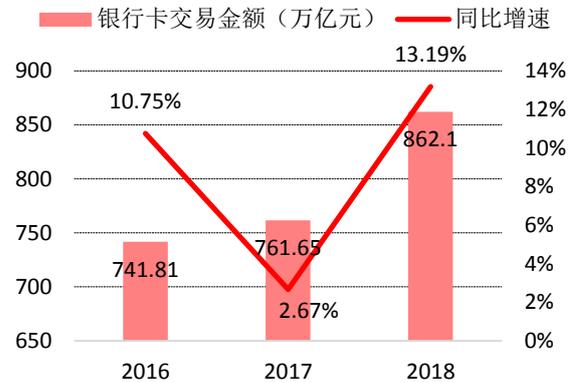
- 3) **银行卡交易量持续增长。**2018 年,全国共发生银行卡交易 2103.59 亿笔,金额 862.10 万亿元,同比分别增长 40.77%和 13.19%,日均 5.76 亿笔,金额 2.36 万亿元。其中,银行卡存现 78.63 亿笔,金额 60.03 万亿元,同比分别下降 18.44%和 11.62%;取现 140.87 亿笔,金额 58.90 万亿元,同比分别下降 18.65%和 9.49%;转账业务 900.73 亿笔,金额 650.42 万亿元,同比分别增长 41.08%和 16.15%;消费业务 983.36 亿笔,金额 92.76 万亿元,同比分别增长 67.73%和 35.09%。全年银行卡渗透率为 48.97%,比上年上升 0.26 个百分点。银行卡卡均消费金额为 1.22 万元,同比上升 19.06%;银行卡笔均消费金额为 943.28

元，同比下降 19.46%。银行卡渗透率的持续上升，银行卡存取现业务快速下滑，体现出非现金支付方式对现金支付的巨大冲击和不可逆转的未来替代趋势。

图表35： 银行卡交易笔数及银行卡渗透率



图表36： 银行卡交易金额

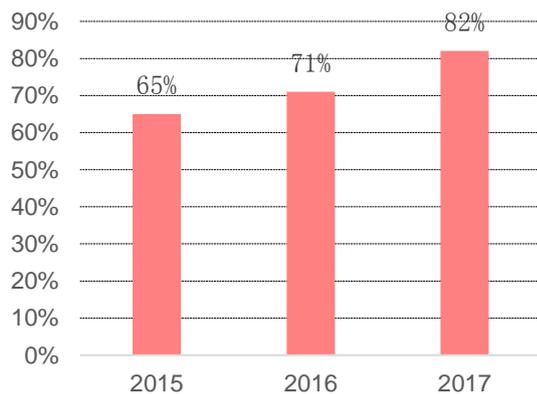


资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

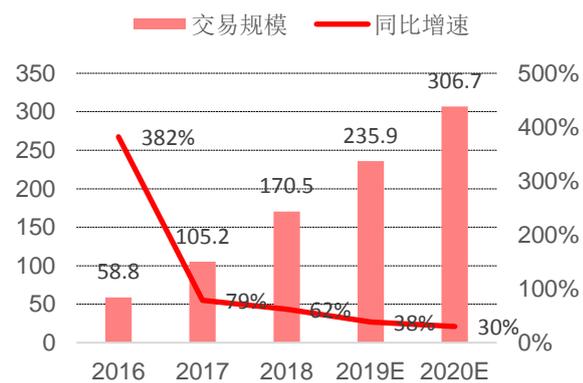
资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

- 4) 移动支付业务规模延续高速增长态势带动线下收单规模持续增长。2017 年非银行支付机构共处理移动支付业务 2390 多亿笔、金额 105 多万亿元，同比分别增长 146.53% 和 106.06%。2017 年，非银行支付机构互联网支付和移动支付业务金额占网络支付总业务金额的比重分别为 26.9% 和 73.1%，与 2016 年的 51.6% 和 48.4% 相比，移动支付业务的比重大幅提升。目前支付宝与微信给予收单机构的佣金比例高于银行刷卡支付，且占收单机构占比仍然较低，未来移动支付的持续高增长将带动线下收单业务继续增加。

图表37： 中国移动支付使用率 (%)



图表38： 中国移动支付交易规模及增长率 (亿元, %)



资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

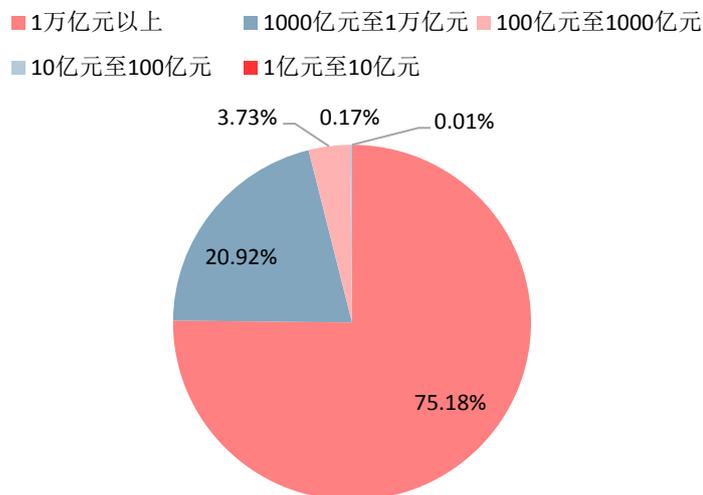
资料来源: 中国人民银行, 中信建投证券研究发展部

2.3 头部机构市占率有望提升，公司竞争优势将逐步体现

据中国支付清算协会统计，2017 年大型第三方支付机构仍然保持优势地位，占据较大的市场份额。交易金

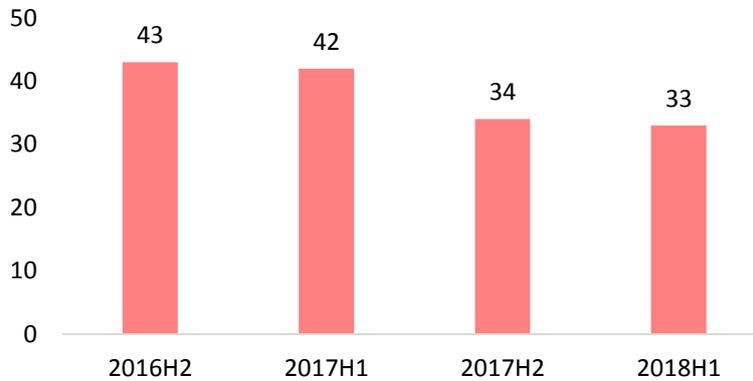
额排名全国前十的第三方支付机构业务量总和占互联网支付业务总金额的 75.18%。前十名的第三方支付机构每家的交易规模均在 1 万亿以上，交易规模在 1,000 亿-1 万亿的机构有 31 家，其业务量占交易总额的 20.92%。从支付机构的市场定位来看，C 端的支付服务、综合金融服务已被支付宝和微信两大巨头占据绝大部分市场份额，留给其他第三方支付机构的剩余份额仅有 10%，且 C 端客户已经形成消费习惯，其他第三方支付机构从两大巨头手里争夺份额的空间不大；B 端市场全国排名前十的收单机构交易金额占比从 2015 年的 67.72% 上升至 2017 年的 75.18%，行业集中度持续提升。由于 B 端商户业态众多、需求各异，市场尚未形成寡头，成为众多第三方支付机构的必争之地，仍然有一定市场空间。抢占 B 端市场要求第三方支付企业有根据不同商户的需求为其量身定制综合解决方案的能力，因为 B 端商户对支付的需求比 C 端用户更复杂、更多元，不可复制性强，支付机构需要通过谈判协商的方式进行定制化支付产品的搭建。

图表39： 2017 年非银行支付机构互联网支付业务量区间分布情况



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

监管趋严，央行停发牌照并且持续注销支付牌照。自 2011 年起，央行陆续向市场发放了 272 张第三方支付牌照，而随着第三方支付市场监管的强化，目前已有 33 张支付牌照被注销。预计央行未来对第三方支付行业的牌照监管仍将继续收紧，对存量持牌企业的监管更加严格，有利于市场集中度提升。

图表40： 全国性收单牌照数量变化情况


资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

预计未来行业竞争格局演变：

- 1) **政策驱动下收单市场进一步规范，收单支付行业集中度提升，中小支付机构逐步减少。**“96 费改”“断直连”和支付备付金 100% 缴存、取消商户自选使得行业不断规范，使第三方支付机构回到经营商户为商户服务的路径上去，过去依靠政策不健全进行套利的小支付机构市场空间逐步缩小。而支付备付金 100% 缴存使得中小支付机构或者支付机构经营困难，未来主动或者被动退出市场。截至到 2018 年 8 月，央行累计注销支付牌照名单已增加到 33 家，注销原因包括：支付业务违规强制注销，支付牌照续展不合格注销，支付公司业务合并注销，停止支付业务主动注销。
- 2) **行业从单纯的通道型服务向经营商户转型，商户服务能力和提供增值服务能力成为重中之重。**之前收单机构单纯收取支付服务手续费，商业模式单一，未来思路转变，需要给商户进行信息、金融等增值服务，技术、业务和资金实力不足的厂商必然被逐步淘汰。

公司核心竞争优势：

- 1) **公司各省市子公司分公司众多，优质商户较多，可以对优质商户实施充分覆盖。**公司在全国各省主要地市都设立子公司、分公司，虽然建设成本投入巨大，但能依靠各地分公司和子公司直接覆盖优质商户，做好渠道管理并保持良好的市场敏感度。公司优质商户达到两百多万，优质客户月交易额在达到 30 万元以上，公司非常注重客户结构质量。公司与银行、微信、支付宝合作开展收单优惠活动和营销推广活动，受益于公司商户真实性比较高，微信、支付宝与公司合作意愿较高，双方合作共赢拓展用户规模。
- 2) **公司技术实力强劲，清算速度在国内支付机构首屈一指，同时资金规模效应较强，资金成本较低。**拉卡拉打造的高效的资金清算体系，系统设计峰值处理能力为每秒 3,000 笔交易；每笔交易的平均处理时间为 0.1 秒；系统满足 7*24 小时服务，具有自动纠错的能力，其运行可靠性达 99.9%。领先高效的资金清算体系不仅为拉卡拉业务运营提供了稳定安全的处理环境，而且为商户及消费者提供了行业领先的使用体验。国内传统银行是 T+1，公司是 D+1 周六日也可以到账，原因是因为公司业务规模较大，银行配合周末清算，并且公司资金规模效应明显，和银行对资金有较强的议价能力。

- 3) 公司有先进的信息科技、强大的处理能力以及海量大数据支撑。公司 99.99% 业务具有连续性，基于智能负载均衡、自动 failover 的先进系统，3000 台服务器响应快速资源调度。公司强大的处理能力可支持每天可处理 1 亿笔的交易、50 亿次请求，每秒可处理 10000 笔交易（TPS），且每笔交易处理平均耗时 100 毫秒。公司海量大数据包括每天 300G 的报文数据、每天新增 2TB 数据，截止目前累计 2PB 数据。
- 4) 持续多年领先行业推出创新产品和创新技术。公司自创立以来，一直十分重视创新设计研发，奉行“自主创新、持续改进”的设计研发理念，将系统模块化、产品平台化作为公司研发的主旨，严格实行 ISO 质量管理体系要求。公司以 POS+SaaS 云系统架构为核心，及时根据商户和个人用户的需求持续对系统进行升级改进，实现基本功能模块化。公司自 2014 年领先于市场推出 mPOS，降低商户成本，扩大自身用户群体。2015 年率先研发并发布智能 POS，提高用户的支付便利性，为拉卡拉支付生态圈提供了用户入口。2016 年推出兼容所有二维码扫码支付的卡拉卡 Q 码，拉卡拉收钱宝盒收款服务，兼容扫码支付和 NFC 超级收款宝服务。2019 年计划推出考拉超收，收款宝 MAX、收钱音响等细分市场产品。

图表41：拉卡拉终端产品创新图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

- 5) 设备聚合众多增值服务，产品切入市场较早，智能 POS 对商户粘性较强。公司为小微商户和个人提供全方位的支付服务，打造多入口的服务平台，设备聚合众多功能，为用户提供各类增值服务，真正实现“帮助商户做生意”，服务体系包括支付服务、金融服务、消费服务、信息服务及行业解决方案。由于公司设备上聚合了众多功能，且公司与银行合作会给商户做一些会员营销的补贴，公司的客户粘性强。

图表42：拉卡拉集团（包含上市公司业务）为小微商户和个人提供全方位的支付服务



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

三、行业进入商户经营时代，公司将利用综合金融平台优势深耕商户与用户增值服务与运营

3.1 逐步完善增值服务体系，拉卡拉集团致力于全方位服务 B 端商户与 C 端用户

目前拉卡拉支付和考拉金融共同服务商户和个人，构建互联网金融生态圈，除了帮助商户保证收单清算的准确、快速和稳定，还为商户和个人提供贷款、理财、融资等全方位金融服务，由于类金融业务目前在考拉金融，这里重点论述拉卡拉支付围绕商户和个人展开的消费类、信息类增值服务。公司未来发展包括：纵深的垂直化发展和横向的综合平台化发展。垂直化发展，即核心支付业务的深耕和挖掘，预计未来会持续推出基于支付和收单业务新产品。综合平台化发展，即以支付业务为基石，实现为商户多元化赋能，建立平台化共生生态系统，向全面经营客户和流量升级。

针对 B 端商户的信息类和消费类增值业务包含：

(1) **拉卡拉开放式云 PoS 平台**：基于智能 POS 做应用开发，开发智能 POS 相关的的应用，服务超过 500 万月活

商户。拉卡拉提供云 PaaS 平台开发工具，开发者可以利用相应 PaaS 工具开发自己 SaaS 服务并上传至云 POS 平台，加强全支付、全受理平台建设，节约客户交易成本，提升客户支付体验。

图表43： 拉卡拉开放开发平台



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

(2) 场景收单业务。拉卡拉升级扩大在场景收单业务，实现技术升级，包括面向大型商户的 COD 订单系统、民享零售等收银台和 POS 分离场景的 COMPOS 系统、面向商超等升级扫码场景 Q 码精灵/扫码 SDK 以及面向大规模商户对接的 API 对接技术。

图表44： 公司场景收单系统



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

(3) 基于场景收单 SaaS 服务，目前主要包括为商家提供快速开票、SAAS 软件、小程序开店等增值服务，商家客户通过订阅方式使用服务，后台按客户需求自动续费。同时公司拥有众多增值服务供应商，并且不断扩大增值服务供应商数量，提高服务种类。

图表45： 增值服务场景收单示意图


资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

（4）公司开发会员营销管理系统，方便商户经营管理。会员营销系统包括慧码会员营销以及智能 POS 会员营销。基于惠码，包含完整的基于码牌的会员营销系统，商端可以会员管理和营销管理，用户端可以领优惠、查看优惠信息。会员管理可以查看会员买单情况、优惠券情况和老带新情况；营销工具包含进店红包、拼手气红包、老带新红包和定向红包（基于 RFM 模型）。商户还可以查看经营分析。完整的基于智能 pos 的会员营销系统，有 pos 端、web 端和公众号端，支持发券领券和核销，还支持储值卡购卡、核销功能。

（5）推出面向特定垂直行业解决方案：针对不同行业对特定支付场景的需求推出解决方案，包括商业地产行业、保险行业、无感加油加气业务、新零售行业供应链综合解决方案等，预计 2019 年将推出更多针对中小商户及特定行业的新解决方案，基本采用云端部署方式解决用户在营销、管理和供应链侧问题。

- 针对商业地产行业，拉卡拉打通商场会员营销系统，实现支付+会员权益承兑+积分累计+智慧停车等系列商业地产场景。并涵盖商场客流、用户与会员经营、店铺经营全场景多渠道的自动化取数和报表系统，更灵活、高效地辅助商场进行运营分析决策，发掘。通过挖掘数据价值，指导商场经营。帮助商场内商家之间以及商场与商家实现交叉营销，例如蛋糕店给奶茶店发券，以及商家使用商场的活动券进行引流。支付即会员和微 crm，帮助商户经营自己的会员，提供进店红包、拼手气红包、老带新红包和定向发券等功能。匹配各类银联、银行的权益活动实现折上折。针对保险行业，拉卡拉推出专业解决方案。拉卡拉可以提供移动销售系统，实时完成见费出单保费支付操作及多渠道续保自助支付，完善保险产品增值服务受理及查询。
- 针对无感加油加气方案，拉卡拉黑龙江分公司与合作方开展无感加气项目，实现对加气车辆进行检测，符合加气标准的车辆可以在加气站实现“无感加气”支付，此业务将在黑龙江全省进行覆盖，现初步拟定实现全省 460 余家加气站无感支付，后续将在全国范围内开展推广。具有“一次绑定，永久使用/快捷加气，无需手机/适配多种加气机/事后结算，信用消费”的特点。针对智慧食堂方案，拉卡拉开发小程序报餐和就餐评价系统以及人脸识别结算系统。

图表46： 商业地产解决方案



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

图表47： 保险行业解决方案



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

- 保险行业移动销售系统解决方案，实时完成见费出单保费支付操作及多渠道续保自助支付，完善保险产品增值服务受理及查询。现有平台及庞大商户资源，与保险公司业务系统有效结合，为保险产品销售、增值服务受理/查询、续保自助支付等功能提供全方位自助服务，降低保险公司人工及渠道成本。
- 针对新零售企业在分销商管理、资金管理场景，通过资金流、信息流、物流三流合一的智能+智联+智慧解决方案。以全新的全流程企业资金管理，信息透明化，轻松实现企业上下游资金归集、资金分流与灵活记账，实现资金的高效流转。快速应用到核心企业、经销商、供应商及会员等角色场景。使企业总部取得资金业务的话语权，统筹安排资金的使用方式，优化财务流程、统筹信贷，提高资金整体的使用效益。该方案优势为在云端部署，按需求选择模块，连接企业 ERP 系统，无需开发。

针对 C 端用户增值服务

公司以为消费客户提供高效、安全、便捷的支付服务为业务发展目标，不断深化与金融机构业务合作，强化移动端客户服务入口建设，开发面向不同类型客户主体的金融产品与服务的销售推广平台，并通过充分挖掘客户群体的差异化需求，向市场提供更多满足客户个性化的服务解决方案，提升客户消费及投资体验、丰富客户服务内容，增强产品竞争力，增加客户粘度。

(1) 公司拓展金融合作产品，完善增值业务。目前主要方向为助贷、理财、信用卡开卡引流等，公司掌握海量支付数据，未来金融变现方式众多。

图表48：金融合作产品



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

(2) 升级积分购业务，一站式解决行业痛点。通过为上游积分源拓展新型的、丰富的积分消费场景提升其积分价值和用户满意度，并将海量积分引流到下游合作消费场景进行消费，在此过程中实现了积分汇聚，支持用户在日常生活中便捷地使用积分消费，实现用户价值。

图表49：拉卡拉一站式积分购原理图



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

小微企业的积分购市场，存在巨大分散和闲置问题，拉卡拉未来将进行积分购业务的升级，吸纳小微企业的积分回馈，打造一站式产业互联网，从头部积分源的千亿级规模，升级为长尾积分源的万亿级规模。目前拉卡拉的积分购业务涵盖电信运营商全覆盖、银行系统对接 30 余家、航空行业对接东方航空、保险行业对接中国人保以及中国平安，每年发行积分总量超过 500 亿。

图表50：拉卡拉一站式积分购升级



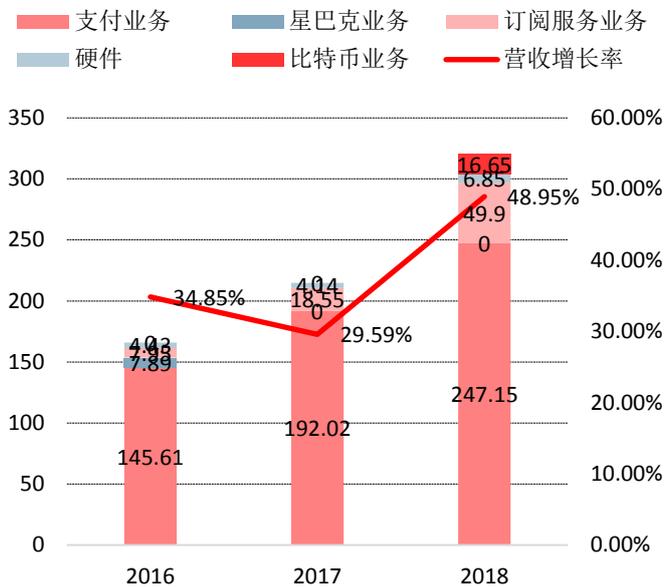
资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

3.2 对比 Square 发展路径，拉卡拉商户全方位服务有望加速发展

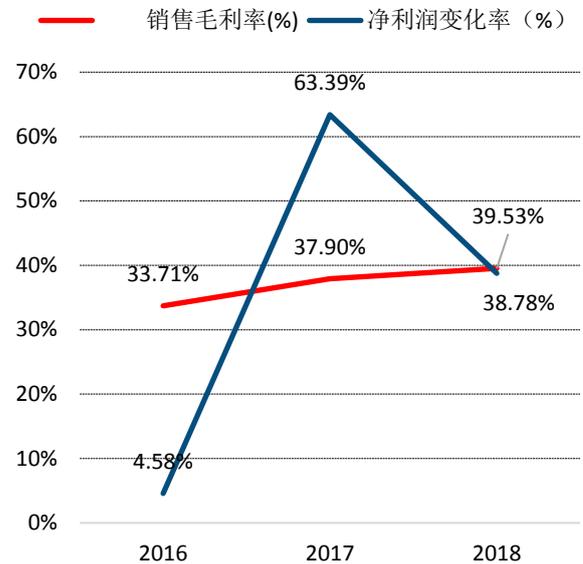
目前 Square 主营业务包括托管支付业务、硬件业务、软件和增值服务服务以及金融服务业务。硬件业务是实现支付和 POS 的基础，目前硬件产品包括：Magstripereader，Contactlessandchipreader，SquareStand，SquareRegister，SquareTerminal。软件方面，SquarePointofSale 是 Square 的 POS 软件，SquareAppointments 可以为商家提供有关销售的实时信息、客户和员工的数据、有针对性的广告营销，此外还有 SquareforRetail，SquareforRestaurants。Square 还开发者具有开发者平台，其包括 APIs 以及 SDKs，让第三方开发者完善支付系统。金融服务业务包括 CashApp，通过提供对金融系统的访问权限，允许客户通过电子方式发送、存储和支付个人花费。企业可以使用现金应用程序接受客户付款，同时使客户能够发送和跟踪 P2P 付款，并将存储的资金存入其银行账户。同时 Squarecapital 通过与银行合作，协助向合格的商家提供贷款，而这基于公司积累的用户实时付款和 POS 数据。定制化服务的行业解决方案业务包括 BuildwithSquare 以及 Caviar 平台。

Square 主营收入逐年增加，2016 年-2018 年主营业收入分别为 118.53、144.68、226.36 亿美元，营收增长率分别为 34.85%、29.95%、48.95%，公司主营业务良好，业务规模扩大。净利润逐年增长，2017 年达到 63.69% 的增长率。由于软件和增值服务的快速发展公司毛利率逐年增加，保持在 33% 以上的毛利率，公司营收状况良好。Square 销售费用占营收比逐年小幅上升，管理费用逐步下降，财务费用基本稳定，2016 年-2018 年销售费用率分别为 10.18%、11.43%、12.47%，由于公司扩大产品销售所致。

图表51: 公司分业务营收情况 (亿美元, %)



图表52: 公司毛利率、净利润变化情况 (%)

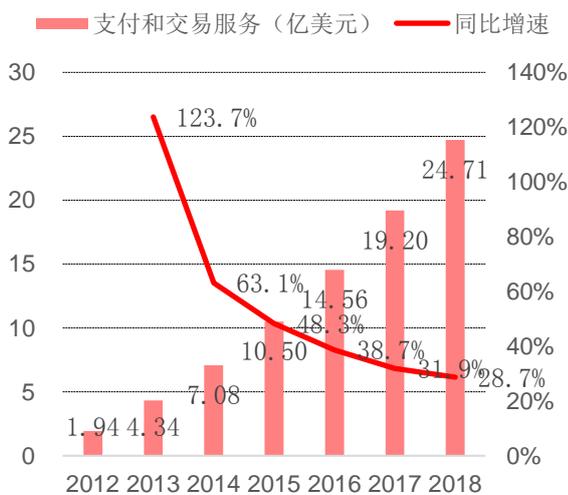


资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

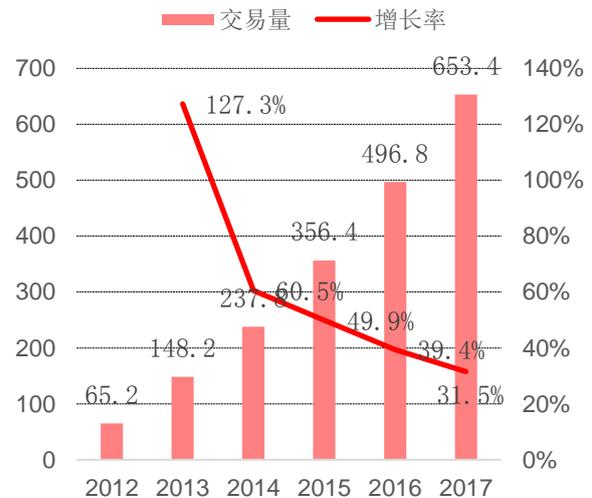
资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

Square 支付业务从高速增长到稳健增长, 软件和数据服务、金融服务带动公司继续高增长。据统计 Square 2017 年在美国市场市占率达到 2.1%, 排名第四。2012 年-2016 年公司交易服务一直处于高速增长, 支付和交易收入从 1.94 亿增长到 14.56 亿美金, 而交易流水从 65.2 亿美金这增长至 496.8 亿美金。进入 2018 年公司支付收入进入平稳增长期, 交易量和交易服务收入增速降至 30%, 未来预计交易增速进一步下降。目前公司收取商户手续费标准在 2.5% 及以上, 率按照行业以及支付方式划分, 远高于中国第三方支付机构收取的手续费。

图表53: Square 支付业务收入情况及增长率



图表54: Square 交易总量和增长速度 (亿美元)

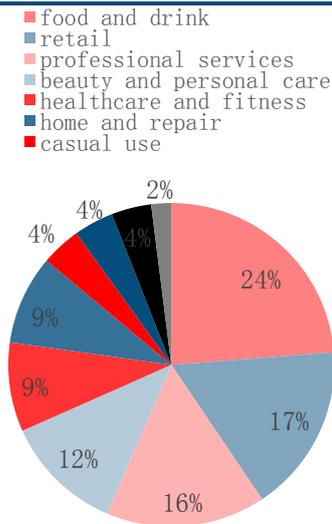


资料来源: 公司招股说明书, 中信建投证券研究发展部

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

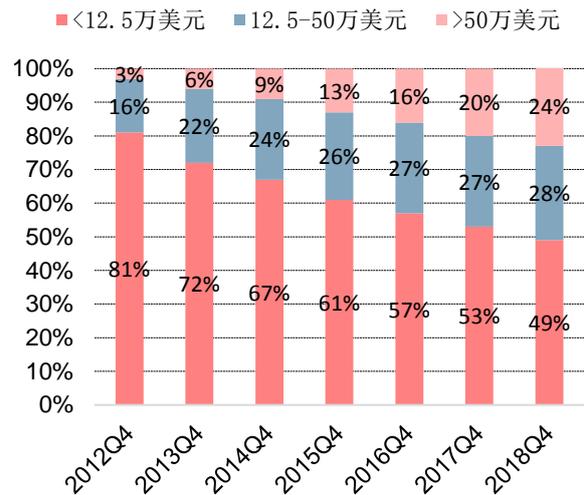
Square 商户主要分布于服务业、食品相关行业以及零售业，商户规模包括小微商户以及大规模企业，商户地区分布涵盖美国、加拿大、日本、澳大利亚、英国等。商户规模方面，Square 大规模商户的比例越来越大，且商户规模金额不断提高，2018 年交易额大于 50 万美元的商户占比 23%，交易规模小于 12.5 万美元的商户仅占 49%。

图表55: Square 商户行业及 GPV 分布图



资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

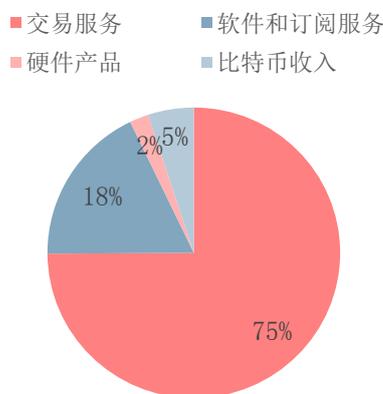
图表56: Square 商户规模 (万美元), 交易大于 50 万美元的商户占比达到 23%, 占比逐年增长



资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

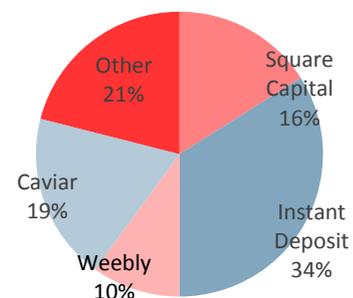
2016 年交易服务进入平稳增长后, Square 发力金融业务、软件和数据服务, 软件和订阅服务增长迅猛, 2018 年收入达到 5.92 亿美金, 同比增长 134%, 占收入占比达到 18%, 毛利率达到 71.3%。目前软件和订阅服务收入由 Instant Deposit (即时收款)、Caviar (外卖)、Square Capital (贷款业务) 和 Cash Card。根据摩根大通的估算, Instant Deposit 在订阅和服务业务中占比最高, 其次是 Caviar 业务。

图表57: Square 收入中软件及订阅服务收入占比达到 18%



资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

图表58: 2018 年 Square 软件和订阅服务收入构成

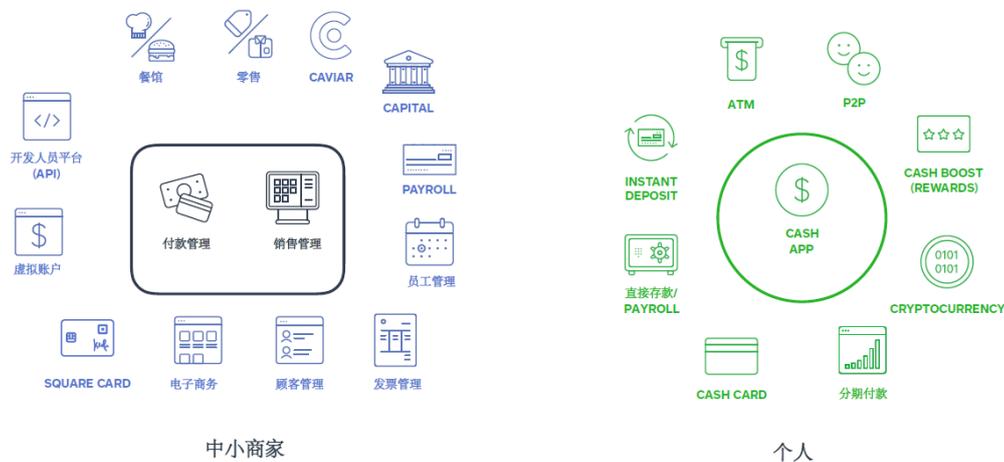


资料来源: JP Morgan, 中信建投证券研究发展部

Instant Deposit 功能便可以让销售额立即到账, 使得用户以较小的代价即可解决现金流难题, 解决的是商户

现金流问题。美国传统收单机构一般需要一周甚至一个月才能结算完成，对于中小商户来说，资金压力较大，Square 结账速度则要快许多，一般只要 1-2 个工作日即可完成。而对于一些极需资金的用户来说，支付 1% 的日息后，通过 Instant Deposit 可以立即到账。Square Capital 为商户提供贷款。Square 通过提供支付和管理系统服务，掌握了中小商家准确的经营数据，结合人工智能，使得信用评估耗时短且成本低，因此在成本端相对于传统金融机构具有巨大优势。另一方面，Square Capital 又掌握了中小商家的现金流水，可直接从流水中扣除还款金额，因此 Square 的违约率（4%）也大幅低于美国小企业贷款的平均违约率（7%）。Square 提供的 Cash APP 服务则可实现电子转账和支付，增加用户粘性。Cash Card 是实体借记卡，用户可直接使用在 ATM 上取钱或者购物。Cash App 则是对 Cash 账户的虚拟化，其注册方式简单，通过手机号、邮箱、借记卡或信用卡均可注册。用户通过 Cash APP 可实现电子方式转账和支付，同时可将 Cash APP 存储的资金存入其银行账户。

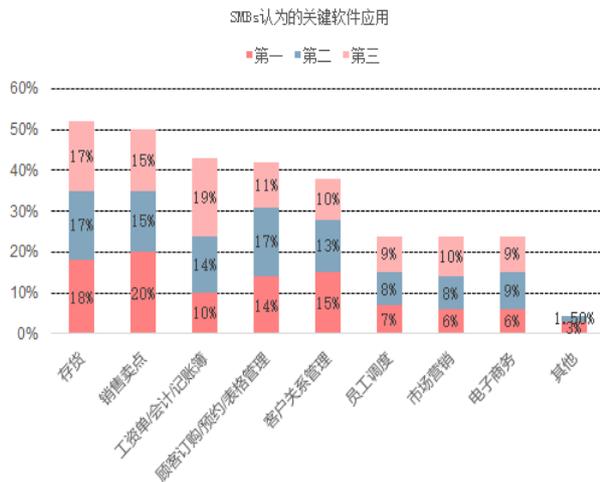
图表59： Square 构建的服务生态系统



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

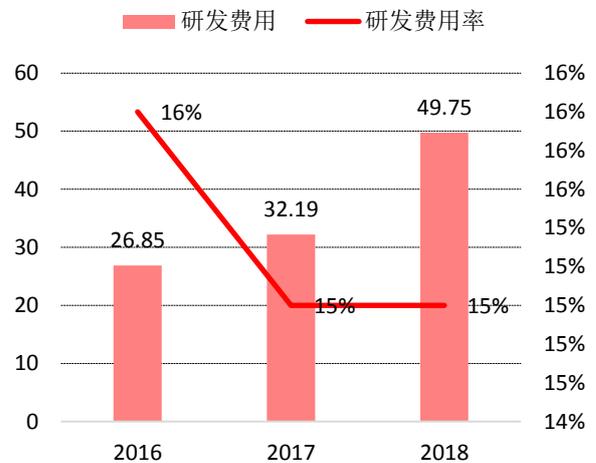
市场推广和营销、存货管理、支付和账户管理、CRM、客户订单和预留服务、员工考勤和时间管理、电商服务是中小商户重点关心的问题，因此除了以上服务以外，公司利用 POS 上的软件 Square Point of Sale 提高了客户的留存率。Square Point of Sale 支持 IOS 和 Android 设备，可为商家提供进货、销售、客户和员工数据，流程简单，方便中小商家统计销售情况、管理库存、支付员工工资和维护客户关系。由于该软件集成了大量的中小商家经营所需服务，因此更换起来既复杂、成本又高，因此客户留存率超过了 95%。

图表60： 中小商户认为关键的软件应用



资料来源: Verifone, 中信建投证券研究发展部

图表61： Square 研发费用



资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

Square 竞争优势包括业务多元化、科技创新能力强劲、分销渠道完善、增值服务和金融服务增加了客户粘性。（1）高研发投入确保产品创新生命力 Square 结合产品管理、开发、数据科学相应地组织产品团队，超过45%的员工服务于产品工程、开发以及设计部门。Square 能够不断优化产品，因为其硬件、软件、和付款处理是一体化的，这得益于公司每月进行两次软件改进，以确保用户立即获得最新功能。Square 重视产品研发，2017年研发费用同比2016年增长20%，2018较2017年增长55%，为其他支付相关业务的开展打下坚实基础。（2）市场覆盖面广，分销渠道完善。Square 公司服务的卖家包括零售，服务和与食品相关的行业，规模也从农贸市场的单一供应商到多元化商家。这些卖家也跨越地域，包括美国，加拿大，日本，澳大利亚和英国。（3）公司通过低价格的硬件和简单的注册流程，实现了用户的快速扩张，利用绑定在硬件上的经营管理软件大幅提高了客户的留存率，形成公司第一道护城河。金融服务则解决了中小商家现金流紧张和贷款难两大难题，提高了公司的利润率，并结合 Cash APP 进一步增加用户粘性，形成公司第二道护城河。

四、盈利预测与估值

盈利预测: 经过 2016~2018 年移动支付快速发展，全行业大规模推广智能 POS、大力发展渠道和市场下沉，支付收单行业过去两年经历了高速增长，2019 年开始非银支付进入平稳增长期。公司作为行业龙头逐步从大规模扩展商户和渠道逐步转向深度经营商户，未来预计支付收单服务保持平稳增长，而高毛利的增值服务将成为公司增长重点。同时公司也在优化商户和代理结构，预计将逐步放弃一些超低毛利商户，维持交易规模稳定。我们预计公司 2019~2020 年收入将达到 18%、16.4% 的同比增速，如果未来围绕商户和 C 端用户增值服务发展迅速，收入增速有望超过预期。同时我们预计公司毛利率将保持稳定，营销费用率下降，预计公司 2019~2020 年净利润将达到 7.55 亿元、9.69 亿元，同比增长 26%、28%。

投资建议: 监管政策不断趋严加速行业规范，在移动支付高增长推动下第三方支付将保持平稳增长，未来

将更强调支付公司规范经营和围绕客户的深度服务与运营。我们预计在行业增长速度下降，加速规范时代，行业集中度将逐步提升，中小支付机构将逐步出清。公司作为国内第三方支付龙头，在行业变革期有望提升市占率，同时公司一直坚持不懈引领行业创新，在商户经营时代有望依靠增值服务和金融科技获得持续增长。预计2019~2020年净利润将达到7.55亿、9.69亿元，对应PE分别为31X、24X，首次覆盖给予买入评级。

图表62：拉卡拉盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,560.0	2,785.2	5,679.4	6,701.7	7,800.8
同比增速	61.17%	8.80%	103.91%	18.00%	16.40%
净利润（百万元）	335.0	469.6	599.5	755.3	968.7
同比增速	169.01%	40.19%	27.65%	25.99%	28.26%
毛利率	72.23%	55.40%	44.85%	41.96%	41.50%
销售费用率	18.94%	24.08%	20.34%	14.80%	14.88%
管理费用率	8.45%	6.94%	4.44%	6.74%	6.94%
研发费用率	5.30%	6.96%	4.81%	4.25%	4.20%
财务费用率	6.57%	1.00%	1.87%	-0.22%	-0.21%
净利率	13.09%	16.86%	10.56%	11.27%	12.42%
ROE	18.11%	20.29%	20.57%	20.58%	20.88%
EPS（元）	0.84	1.17	1.50	2.10	2.69
BPS（元）	4.62	5.79	7.29	10.19	12.89

资料来源：中信建投证券研究发展部

五、风险提示

- 1) 行业政策风险：近年来央行为了防范金融风险加大了对于第三方支付机构的监管及处罚力度，未来如果公司不能保持良好的风险防控能力，有可能面临监管机构的处罚。
- 2) 支付行业产业升级或支付方式变更的风险。人脸识别等新兴支付技术的推广和应用可能对公司等传统支付机构提出挑战。
- 3) 商户拓展机构违规操作的风险。

分析师介绍

石泽葵：计算机行业分析师，执业证书编号：S1440517030001。香港中文大学电子工程硕士，专注于金融科技、信息安全、云计算、人工智能等领域的研究。2017年《新财富》、《水晶球》、wind最佳分析师通信第一名团队成员。

侯子超：计算机行业分析师，上海交通大学软件工程学士、金融学硕士，专注于人工智能、云计算、互联网医疗、信息安全等领域研究。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610)8513-0588
传真：(8610)6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621)6882-1612
传真：(8621)6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859