

计算机

2019年07月19日

拉卡拉 (300773) 深度研究

——支付领军，商户创新服务迎来爆发

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019年07月18日

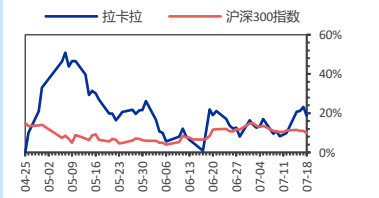
收盘价(元)	56.89
一年内最高/最低(元)	75.79/33.28
市净率	6.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2276
上证指数/深证成指	2901.18/9154.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	8.54
资产负债率%	38.86
总股本/流通A股(百万)	400/40
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
刘畅 A0230516090003
liuchang@swsresearch.com

联系人

刘畅
(8621)23297818×7391
liuchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **深耕智能支付领域。**拉卡拉专注于小微企业收单及个人支付服务，线下银行收单交易额第二、交易笔数第一，智能POS终端市场投放量第一。公司从便民支付至全品类支付拓展，从直营至非直营商户扩张；**核心战略以商户收单为重点推进业务，2019年开始公司创新服务借助收单业务的线下优势进行布局，实现商户赋能。**
- **收单业务市占率持续增高，移动支付、积分购等业务优势凸显。**1) 收单业务：2018收单市场规模达86.5亿，预计年化增速稳定16%；公司三年内预计投放180万台智能终端，考虑智能终端设备投放具备一定滞后性，预计2019年收单交易流水达4.42万亿元，收单市占率达4.37%，2021年有望达到6.4万亿元。2) 积分购业务：国内积分兑换率长期低于15%，远低于国外，市场预计将超千亿规模，对标英国Nectar，打造通用积分平台。3) 金融业务积累深厚，2019年开始爆发。
- **先发优势占据B端高地，稀缺牌照+技术赋能商户。**1) 公司10余年先发布局积累品牌效应及长足客户群，非直营商户占比85%，并逐步增大，随着广告宣传投入加码，预计2019年商户规模有望超2200万户；2) 公司拥有罕有的全品类支付牌照，在业务范围延伸及整合上具备绝对优势。随着支付场景拓展，公司为B端商户赋能，打造“支付+金融”、“支付+行业”生态，随着客户粘性进一步增强，最终有望反哺C端。
- **政策拐点已至，费率企稳回升，毛利空间优于同业。**央行281号指明不得“低费率”甚至“零费率”竞争，预计2019年费率企稳回升。对比同业毛利率，公司毛利空间仍超出同业20%，创利能力明显更优。
- **推导ARPU上升逻辑是关键。**三方面推导ARPU持续上升：1) 消费总额扩张及人均消费额持续增长，预计2019年人均消费金额将超9万/人。2) 从“一台终端”发起，原有商户资源将成为新业务拓展的所有对象，则为新业务拓展大大降低获客成本，同时单体商户所受服务范围延伸提升支付潜能。3) 积分购及信贷风控将持续捕获“长尾市场”，促使未消费客户群体提升消费意愿，金融业务迎来爆发。
- **目标市值325亿元，首次覆盖给予买入评级。**预计公司2019-2021年收入分别为67.18、81.85和100.94亿元，归属母公司净利润分别为8.07、10.82和13.31亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**支付行业政策变化影响创新业务拓展

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,679	1,313	6,718	8,185	10,094
同比增长率(%)	103.9	1.2	18.3	21.8	23.3
归母净利润(百万元)	599	160	807	1,082	1,331
同比增长率(%)	27.7	30.2	34.7	34.1	23.0
每股收益(元/股)	1.50	0.40+	2.02	2.70	3.33
毛利率(%)	44.9	44.2	40.3	40.6	41.1
ROE(%)	20.6	5.2	22.8	23.4	22.3
市盈率	38		28	21	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计行业整体龙头集中度提升，同时仅靠低费率竞争难以撼动现有格局。公司自 2020 年开始，市占率稳步提升同时创新业务占比加大，收益于费率提升公司盈利能力增强，2020 年公司净利润为 10.82 亿元，作为行业龙头给予 30 倍估值，可得目标市值 325 亿元。首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

收单收入跟智能终端设备投放具备一定滞后性及公司智能终端投放计划，预计 2019、2020 年收单流水交易额为 4.42 万亿、5.29 万亿元。我们认为 2018 年费率的政策拐点已至，2019 年费率将企稳回升。2016 至 2017 年银行收单市场规模为 51.4 万、70.4 万亿，假设 2018-2020 年银行收单市场复合年化增速 16%，则预计 2019 年规模达 101.2 万亿。

有别于大众的认识

公司在移动 B 端支付已占据第二的市场份额，看好未来公司 B 端新蓝海的巨大潜能。市场认为拉卡拉毛利率逐步下滑，而更应该关注公司毛利率持续高于同业近 20% 所反映的高创利能力，看好 ARPU 持续上升。

股价表现的催化剂

商户扩张及智能终端投放加速；行业费率提升

核心假设风险

商户扩张及智能终端投放不及预期；行业流水增长不达预期

风险提示

支付行业政策变化影响创新业务拓展

目录

1.深耕智能支付领域.....	6
1.1 收单业务近九成，各子领域居前列	6
1.2 “收单”扩张，“智能”深化.....	9
2. 支付场景全面渗透，线下线上抢占新需求.....	11
2.1 收单业务：市场规模超百万亿，收单市占率持续走高.....	11
2.2 个人支付业务：代收付成 C 端契机，移动 B 端成新蓝海.....	13
2.3 积分购业务：长尾积分源加速整合，唤醒千亿级新领域	15
3. 商户+牌照+技术筑高壁垒，看好 ARPU 持续上升	17
3.1 先发优势积聚 B 端资源，推广助力规模效应扩大	17
3.2 稀缺牌照+技术“护城”，从商户赋能到 C 端反哺.....	18
3.3 费率拐点已现，预计 ARPU 持续上升.....	20
4. 盈利预测及估值.....	23
4.1 收单业务增长打下坚实基础，创新业务迎来爆发.....	23
4.2 目标市值 325 亿元，首次覆盖给予买入评级。	24

图表目录

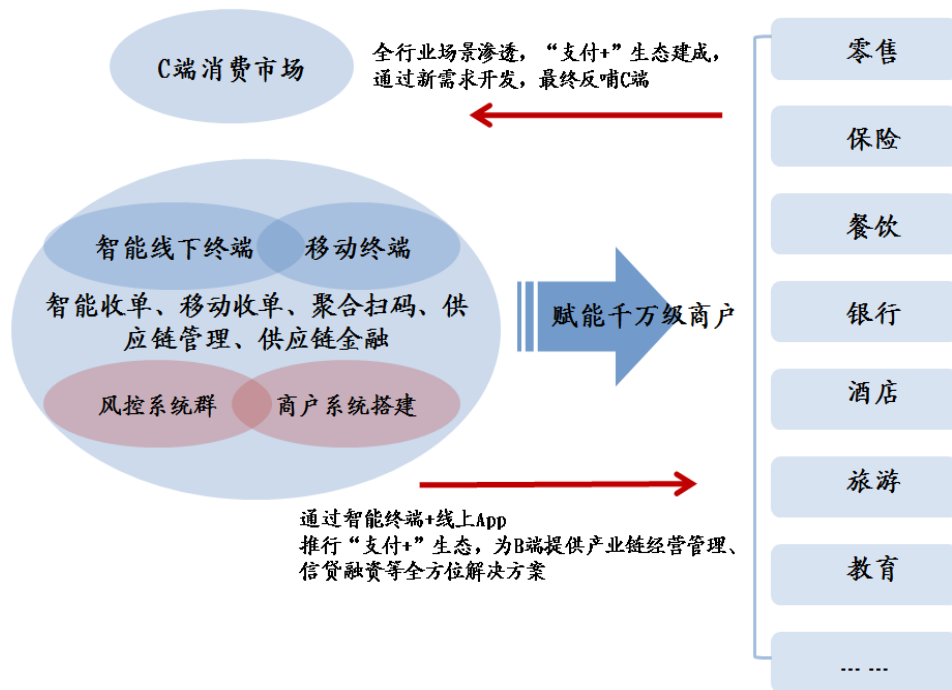
图 1: 从科技赋能商户最终反哺 C 端市场	6
图 2: 民生类企业贡献收单业务收入超 60%	7
图 3: 收单收入高增成绝对核心业务	7
图 4: 积分购平台为上游积分源同下游商户接口	9
图 5: 从便民支付逐步拓展全品类收单业务	10
图 6: 银行收单市场规模稳步扩大, 4 年复合增速超 18%	11
图 7: 线下消费市场增长为收单市场提供原驱动力	11
图 8: 信用卡发卡及使用人数持续扩张利好收单市场	11
图 9: 终端设备投放带来流水增长	12
图 10: 智能终端投放拉动硬件销售收入上升	13
图 11: 便民支付市场规模增速放缓, 线上化趋势明显	13
图 12: 缴费线上化趋势致便民支付收入下降, 中代收业务带动收入回升	14
图 13: 2017 年公司 B 端移动支付市场份额第二	15
图 14: 拉卡拉积分购业务运营模式	15
图 15: 2017 年公司 B 端支付市场份额第二	18
图 16: “鹰眼”风控系统群具备海量数据秒级处理能力	19
图 17: 费率拐点已现+分润提升, 毛利空间下行趋势收窄	21
图 18: 拉卡拉毛利率持续高出同业近 20%	21
图 19: 预计 2019 年人均银行卡消费超 9 万元/人	22
表 1: 从传统 POS 机向智能 POS 终端发展	7
表 2: 移动支付产品同线上平台对接	8
表 3: 以收单业务为主轴, 深入智能支付领域	9
表 4: 主营移动 B 端应用集中在航旅、货物贸易等长链条产业	15
表 5: 积分联盟模式在国外通用积分平台大获成功	17
表 6: 同众多上下游企业合作, 导流效率提升	17
表 7: 支付牌照申请关闸, 短期内不再发放	19
表 8: 大数据+云平台实现商户赋能	20
表 9: 拉卡拉流水占比	23

表 10: 公司收入拆分预测.....	24
表 11: 可比公司估值表 (参考 2019 年 7 月 17 日)	25

1.深耕智能支付领域

拉卡拉是国内第三方支付行业龙头，专注于为实体小微企业提供收单服务及个人提供支付业务。拉卡拉为首批获得全支付牌照的企业，目前正完善国内综合普惠金融科技平台建设，打造支付行业共生系统。公司 2016 至 2018 年实现营收 25.60、27.85、56.79 亿元，同比增长 61.17%、8.80%、103.91%；2016 至 2018 年净利润为 3.26、4.64、6.06 亿元，同比增长 164.17%、42.24%、30.60%。公司目前核心战略以商户收单为重点推进业务，其余业务借助收单业务的线下优势进行支付领域深化布局，实现商户赋能。

图 1：从科技赋能商户最终反哺 C 端市场

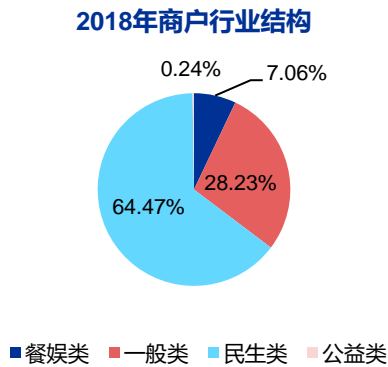


资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

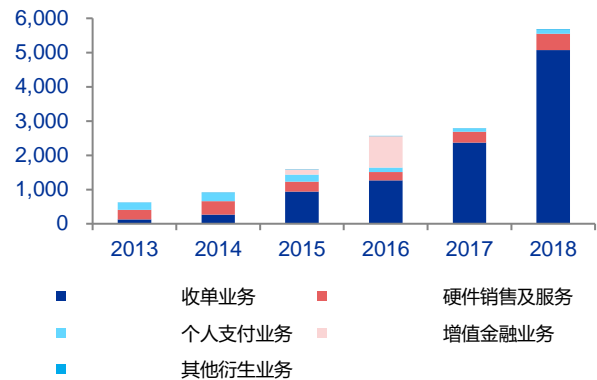
1.1 收单业务近九成，各子领域居前列

公司目前主要从事商户收单服务、个人支付业务、积分购业务。

商户收单占公司营收近九成，智能 POS 投放量规模第一。公司收单业务主要面对实体小微企业，商超、便利店、社区等民生类企业贡献收入超 60%，布局全国 30 余省市。线下收单产品主要包括智能 POS、mPOS 机（手机收款宝）、拉卡拉收钱宝盒等机具。2018 年银行收单业务收入 50.71 亿元，业务同增 113.79%，占公司全年营收的 89.29%，相较于 2017 年占比 86.92% 进一步增长；商户收单业务已成公司核心收入来源。POS 机具及扫码受理产品累计覆盖 1963 万商户，银行收单交易额超 3.65 万亿，线下银行收单交易额第二、交易笔数第一，智能 POS 终端市场投放量第一。

图 2：民生类企业贡献收单业务收入超 60%


资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：收单收入高增成绝对核心业务（百万元）


资料来源：Wind、申万宏源研究

表 1：从传统 POS 机向智能 POS 终端发展

产品	图示	重点功能
传统 POS 机		拉卡拉 POS 机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		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。
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。
收钱宝盒		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。
超级收款宝		支持全能扫码、云闪付的轻便型两用独立扫码终端, 支持小额高额的聚合扫码、云闪付快递交易以及微信、支付宝、银联等相关商户权益营销活动。
智能收银台		“互联网+”全新理念的一体化智能收银终端。搭配安卓系统, 兼容性强, 课自定义支付方式, 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、精准营销等一体, 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。

资料来源：拉卡拉招股书、申万宏源研究

便民支付业务受移动化趋势冲击需求减弱。个人支付分为便民支付及移动支付业务。便民支付系公司首创,通过在社区安装的拉卡拉自助终端实现水电煤气缴费、信用卡还款、手机充值等民生类支付服务,目前已在全国 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。公司个人支付业务收入由 2015 年 2.11 亿元逐年下降至 2018 年 1.08 亿元,该业务占总营收比逐年下降至 1.90%,系便民支付业务受移动支付市场兴起而需求减弱所致。

个人支付发展中代收业务,移动支付交易量居前列。在线下硬件基础上,公司移动支付主要为用户提供互联网增值服务和电子商务服务,包括信用卡、手机银行、生活服务三大方面。个人支付业务交易规模 2811 亿元,公司在支付宝及财付通的 C 端绝对市场优势下,移动支付交易规模排名居前,在移动 B 端市场具备长足发展优势。近年,公司重点发展代收、代付、跨境支付等新兴业务。2018 年个人支付收入受益于新业务而有所回升 13.71%,主要系代收付业务持续稳定增长所致。

表 2: 移动支付产品同线上平台对接

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,为使用者提供个人支付服务。
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,为使用者提供个人支付服务。
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,支付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。

资料来源:拉卡拉官网、申万宏源研究

积分购成上下游积分消费接口,平台积分源合作覆盖率第一。积分购业务主要打造一站式商户积分管理与用户经营平台,向上游整合企业积分源,向下游多场景消费铺设一体化平台。盈利主要通过同合作商约定商品或服务价格折扣,公司在积分消费交易中的商品或服务价格差获取收益。目前公司积分购对接上游积分源企业近 40 家,覆盖三大电信商、30 多家银行及部分航空公司,下游主要商户以超商便利、快餐、电器为主,合作品牌超 40 余个,合作门店超 30000 家,上游积分源合作覆盖率第一。

图 4：积分购平台为上游积分源同下游商户接口



资料来源：拉卡拉招股书、申万宏源研究

1.2 “收单” 扩张，“智能” 深化

公司重点成长路径：

- 1) 2005 年：开启便民支付业务，向社区及便利店投放线下便民支付终端
- 2) 2011 年：获得首批支付牌照
- 3) 2012 年：开启银行收单服务，聚焦直营小微企业及商户
- 4) 2014 年：同商户拓展服务机构合作，拓展非直营商户规模；

开启移动支付业务

- 5) 2015 年：开启增值金融服务
- 6) 2016 年：剥离增值金融服务
- 7) 2018 年：推出收钱宝盒等新型收单产品，深入智能支付领域

“收单” 扩张，“智能” 深化。公司发展经历从扩张到深化的过程。“扩张”：从便民支付至全品类支付拓展，从直营至非直营商户扩张；“深化”：增值金融业务剥离，业务聚焦智能支付。在公司成长及业务演变过程中，值得关注的是收单业务的不断扩大及智能 POS 投入加码。

表 3：以收单业务为主轴，深入智能支付领域

时间	事件
2005	在全国社区便利店广泛投放便民支付终端，为个人用户提供民生类支付服务。
2011	成为央行第一批颁发的 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	进入国内银行卡收单行业，解决线下小微零售企业刷卡难题，专注于实体小微企业的收单服务。
2014	与商户拓展服务机构形成合作，拓展大量非直营小微商户。

	同时，拉卡拉陆续开发出 mPOS、智能 POS 等创新收单产品；积极布局移动互联网，推出智能手环，开发出多个 APP 作为个人线上支付平台。
2015	实现营收扭亏为盈；公司尝试开展第三方支付增值金融服务，如个人信贷业务。
2016	为了专注以企业收单为核心的第三方支付业务，拉卡拉剥离了增值金融服务。
2017	智能 POS、mPOS 和扫码支付市场发展迅速，公司对相应产品的推广活动使公司收单业务的业务规模和收入大幅增长，市场占有率进一步提升。
2018	研发了包括收钱宝盒和超级收款宝等在内的一系列新型收单产品。
	公司前期大力进行的手机收款宝推广活动成效显著，收单交易规模进一步增长。
2019	募集资金 20 亿，其中 16 亿用于采购智能 POS 设备，三年内将投放 180 万台。

资料来源：Wind、申万宏源研究

从三个方面看收单业务扩张：1) **收单业务：银行收单业务扩张移动中代收业务。**除银行企业收单趋势不变外，移动支付市场新增中代收业务，对象为其余第三方支付公司，收单业务寻求除银行外的新兴盈利空间。2) **收单方式：“卡”方式收单扩张至多种方式收单。**2014 年新型智能 POS 机出现，相较于传统 POS 机，支持闪付、二维码在内的多种收单方式，逐步适应无“卡”支付市场需求。3) **收单对象：直营商户扩张至非直营商户。**在保持直营商户继续扩张的同时，2014 年同商户拓展渠道商服务机构合作，拓展非直营商户，重塑结构向非直营商户倾斜。

图 5：从便民支付逐步拓展全品类收单业务



资料来源：拉卡拉招股书、申万宏源研究

从三个趋势看智能 POS 领域深化：1) **线下同线上终端协同。**公司逐步搭建线上支付平台“拉卡拉”、“拉卡拉积分购”等，研发“拉卡拉手环”，同线下智能终端结合。2) **研发新型收单产品紧跟移动化。**扩展实现多场景多方式的线下支付形式。3) **智能终端投放力度增大。**截止 2018 年底，公司智能 POS 终端签约商户已达 87.13 万；本次募集资金中 16 亿用于采购智能 POS 设备，预计三年内投放 180 万台，市场占有率将继续增长且保持第一。

2. 支付场景全面渗透，线上线下抢占新需求

2.1 收单业务：市场规模超百万亿，收单市占率持续走高

收单市场 2019 预计超百万亿，线下消费市场仍未见顶。 1) 收单市场规模稳步扩大：据艾瑞咨询统计，2018 年收单市场规模达 86.5 万亿，预计 2019 年规模超百万亿达 101.3 万亿，预计 2018-2020 年复合年化增速为 17%。2) 线下支付规模稳定增长为线下收单市场发展原始驱动力。相比线上电商流量触及天花板，网购规模增速下滑；相反，线下消费规模仍以平稳增速继续增长，近 5 年消费规模年化增速达 7.4%，假设未来 3 年平均年化增速在 6.8%，则 2018 年消费规模预计突破 40 万亿，为线下收单业务发展提供原始驱动力。3) 信用卡发卡规模持续扩张利好收单市场。据央行《2018 年支付体系运行总体情况》，2018 年全年信用卡发行 6.86 亿张，同比增长 16.73%，全国人均持信用卡 0.49 张，同比增长 16.11%，相比去年增速略有放缓，但预计未来三年增速稳定在 15% 左右；随着银行不断推出办卡优惠、消费利好，将继续推进收单业务市场发展。

图 6：银行收单市场规模稳步扩大，4 年复合增速超 18%



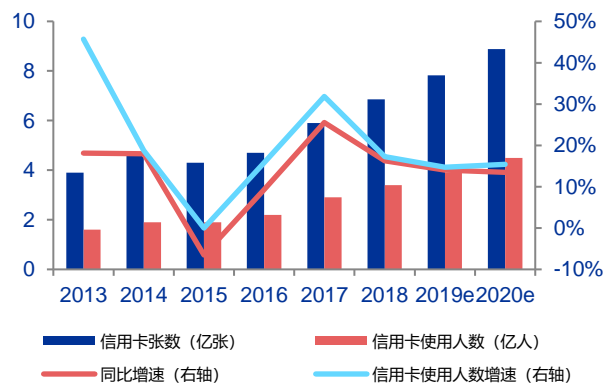
资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

图 7：线下消费市场增长为收单市场提供原驱动力



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

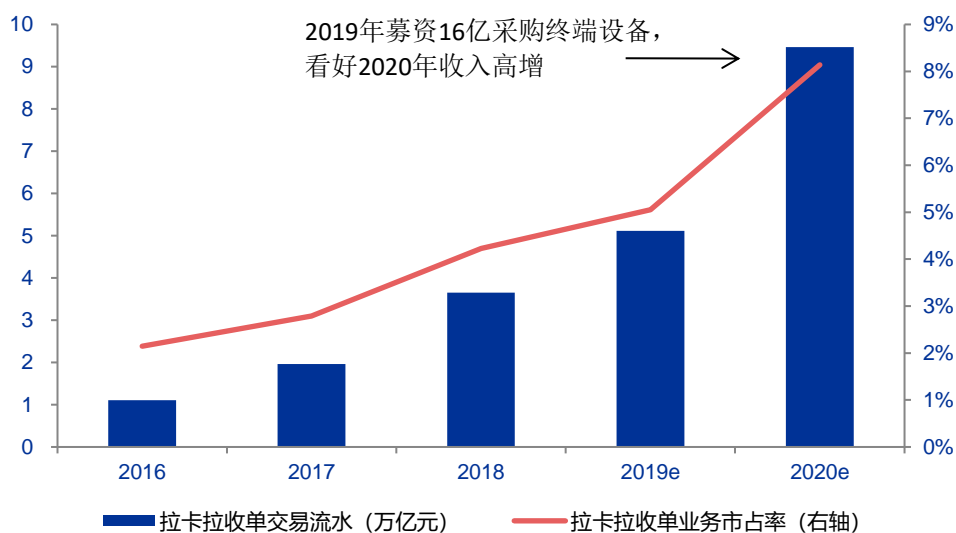
图 8：信用卡发卡及使用人数持续扩张利好收单市场



资料来源：央行、申万宏源研究

从终端投放结合市场规模来看，收单市占率将持续走高。艾瑞咨询统计，2016年至2018年，银行线下收单市场交易额分别为51.4万亿元、70.4万亿元、86.5万亿元，公司银行收单交易额为1.01万亿元、1.97万亿元、3.65万亿元，同比增速分别为35.41%、86.88%、113.82%，2016-2018年市占率分别为2.15%、2.79%、4.23%。**由于支付行业特性，其终端设备投放到增长转化具备一定滞后性：**假设2020年的投放采购，考虑投放期及该终端设备创造营收需一定时间，在2020-2021年营收中体现最为合理。预计2019年收单流水为4.49亿，收单市占率达4.34%；本次公开募资预计将16亿元用于智能终端采购，计划在三年内向市场投放180万台智能终端。2020年开始线下商户推广及流水增速开始加快。

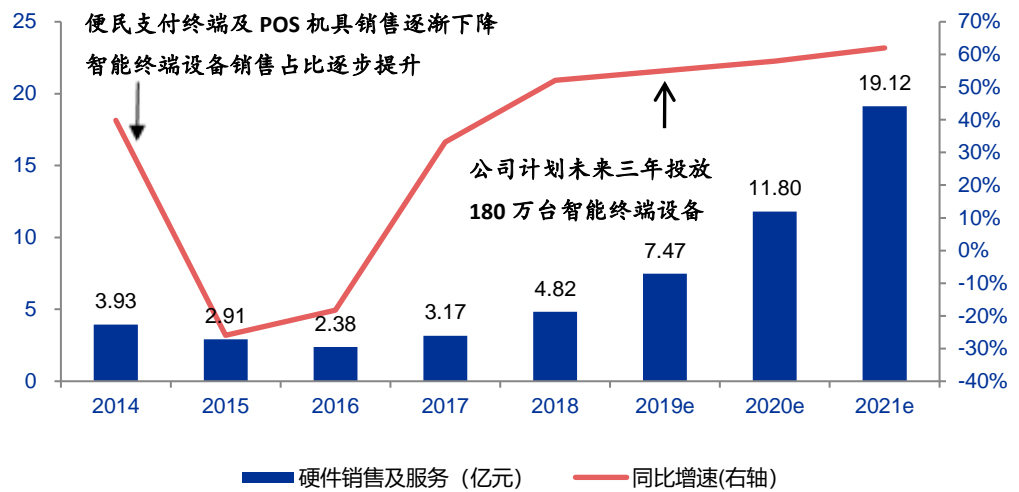
图9：终端设备投放带来流水增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

智能终端投放加速，硬件销售收入持续上升。公司硬件销售收入包括企业收单产品、个人支付硬件产品。2015年后，公司商户收单收入逐步提升，公司商业模式从单一硬件收入转为支付综合化服务收入。2017年起，公司传统POS机具及便民支付终端的销售收入及占比大幅下降，智能POS、mPOS机等销售收入占比逐渐上升，因而公司硬件销售收入保持稳定，2017、2018年硬件销售及收入为3.17亿元、4.82亿元，同比增长33.19%、52.05%。

图 10：智能终端投放拉动硬件销售收入上升



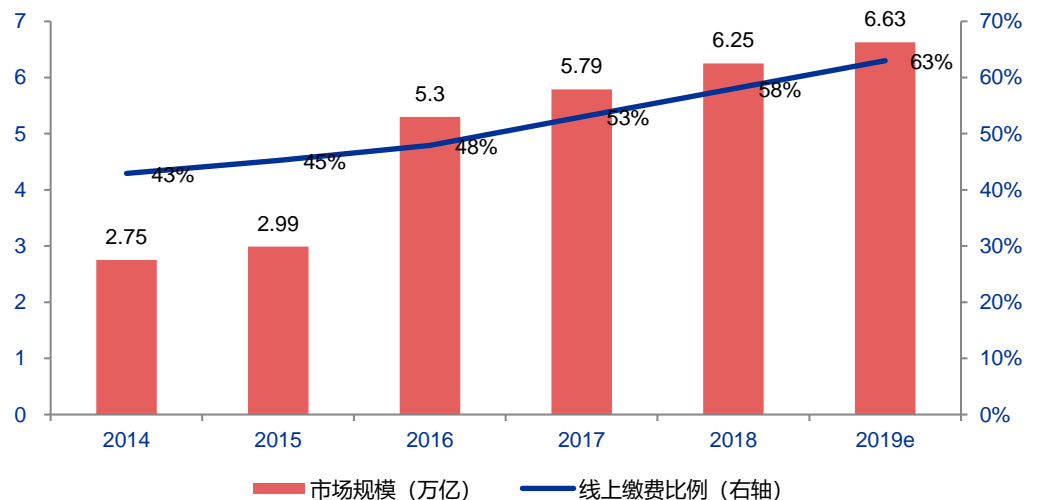
资料来源：Wind、申万宏源研究

2.2 个人支付业务：代收付成 C 端契机，移动 B 端成新蓝海

公司个人支付业务主要分为便民支付、移动支付及代收代付业务。

便民支付市场增速放缓，线下缴费受移动化冲击严重。移动便民缴费总规模增速明显下降，《2018 年中国便民缴费产业白皮书》显示，2017 年大陆便民缴费总体市场规模为 5.79 万亿元，同比增速 9.3%，相比 2016 年增速 23.7%，增速明显下降；同时，移动化趋势改变便民缴费方式，传统缴费线上化人群比例迅速提升，2017 年线上缴费人群已达 53%，移动端占比 34.1%，预计 2018 年线上缴费比例将超 60%。因此，公司的线下缴费铺设及网点的绝对优势遭受较大冲击，便民支付业务收入下滑为个人支付业务收入下降主要原因。

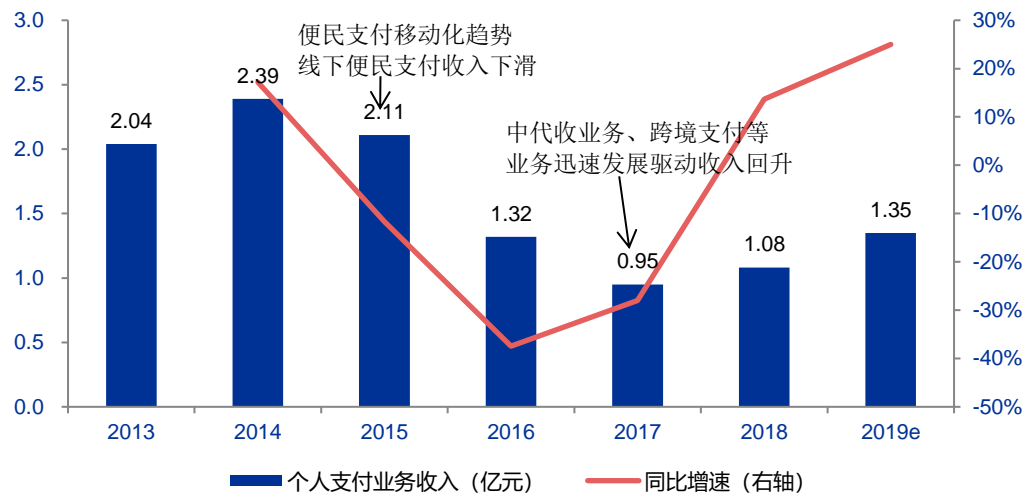
图 11：便民支付市场规模增速放缓，线上化趋势明显



资料来源：光大银行、申万宏源研究

移动支付 C 端基本定格，中代收业务成新增长点。 移动支付市场受支付宝及财付通两大平台绝对垄断，2018 年两大平台分别占据 53.71%和 38.82%的市场份额，累计超过 92%，移动支付 C 端市场几乎定局。重压之下，拉卡拉转战代收代付等业务，为公司在移动支付端寻求新增长点。代收付业务盈利以按代办笔数或金额的一定比例收取费用，应用场景有定期扣还款、公用事业扣款收费等，2017 年拓展了玖富普惠、融 360 等客户，代收付业务收入持续稳定增长，也是 2018 年公司个人支付业务收入回升的主要原因。

图 12：缴费线上化趋势致便民支付收入下降，中代收业务带动收入回升

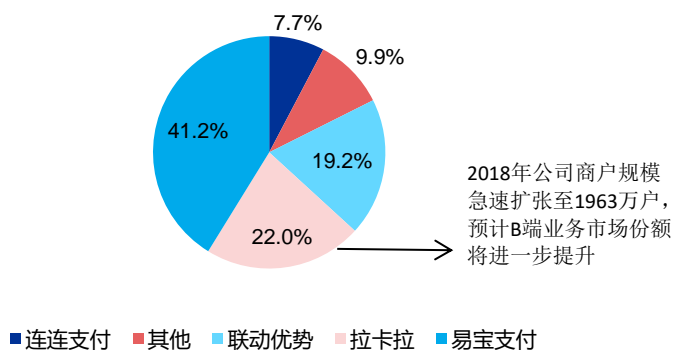


资料来源：Wind、申万宏源研究

抢占 B 端支付新蓝海，深入供应链管理及金融服务。 相比 C 端支付以“轻运营”迅速占领市场，B 端支付市场需要深入产业链上下游运营服务，深入供应链管理、供应链金融等领域，提升 B 端支付效率。目前我国有超过 7000 万家企业，其中 5000 家为个体工商户，90%的外企都有供应链管理外包需求，国内企业开始向供应链外包发展，预计该供应链管理市场规模 2019 年将超 300 万亿。供应链金融随着 C 端巨头入驻 B 端市场，发展迎来爆发，具备长产业链条的行业如航旅、留学、贸易等具备更高需求及规模，预计 2019 年市场规模将超 22 万亿。拉卡拉金融作为国内领先的综合普惠金融科技服务平台，通过大数据、人工智能、区块链等金融科技，建立了领先的鹰眼风控系统及商户管理系统；必达咨询数据显示 2017 年主营 B 端业务在第三方支付交易规模排名中，公司以 22%的市场份额排名第二，预计公司市场份额将进一步提升。

图 13: 2017 年公司 B 端移动支付市场份额第二

B端主营业务第三方支付交易排名



资料来源：必达咨询、申万宏源研究

表 4: 主营移动 B 端应用集中在航旅、货物贸易等长链条产业

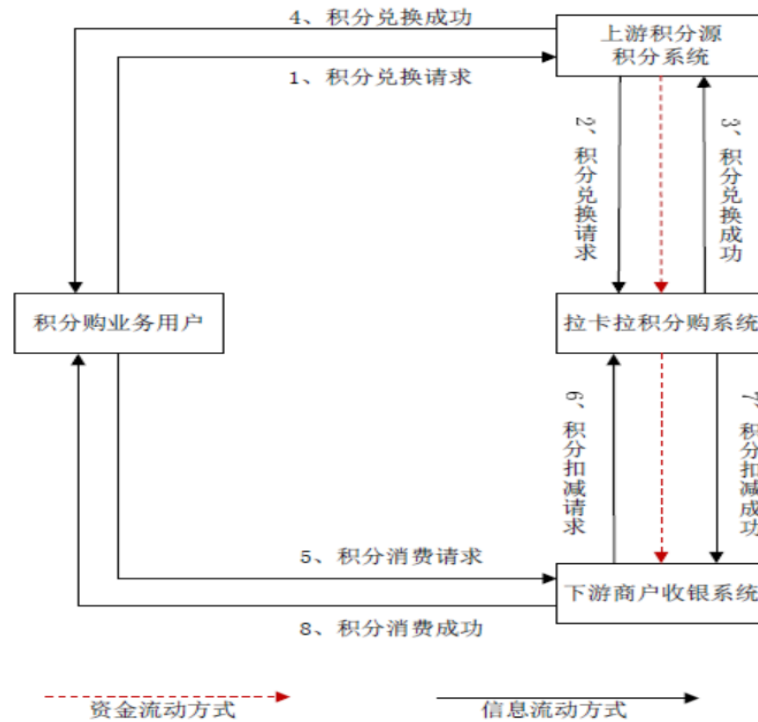
	主要应用领域
拉卡拉	货物贸易、航旅、留学教育、国际展览
易宝支付	货物贸易、留学教育、航旅、保险、游戏、新零售
联动优势	互联网、电商、航旅、连锁商超、网贷、国际会议等
连连支付	房地产、汽车、家装、教育等

资料来源：易宝支付官网、拉卡拉官网、联动优势官网、连连支付官网、申万宏源研究

2.3 积分购业务：长尾积分源加速整合，唤醒千亿级新领域

国内积分兑换率远低于海外，流量积分规模超千亿。国内积分兑换率长年低于 15%。据《中国通用积分行业现状研究报告》显示，2016 年国内积分兑换率仅为 12%，而到 2018 年平均兑换率仍不足 15%，积分使用率较高的招商银行和中国移动也仅达 20%。相比之下，北美兑换率远超 50%，据行业网站 Bond 统计，2017 年年底北美兑换积分折合人民币 3.5 万亿左右，兑换量在五分之四左右，远高于国内。国内市场规模在综合考虑全年零售规模体量（30~40 万亿）及各行业平均积分回馈比率 0.4%（各行业积分体系不一致，电信运营商一般 3%，航空近 10%，银行交易积分 1‰~2‰等）计算流量积分超千亿规模，加上存量市场，巨大市场仍待开发。

图 14: 拉卡拉积分购业务运营模式



资料来源：拉卡拉招股书、申万宏源研究

对标英国 Nectar，打造通用积分平台是关键。目前国内积分市场存在明显局限：1) 品类分散，兑换门槛高。电信、航空及银行等积分发行商各自推行积分及商品，积分兑换内容相对单一，品类分散，商品单值过高。2) 现有积分平台以引流为主，缺乏公平积分体系。目前许多支付平台如支付宝、钢镚、QQ 钱包等，虽涵盖通用积分，主要目的是为平台引流，并非实质上建立平台间联系，涵盖积分服务参差不齐。参考海外市场，积分市场亟需打通行业内积分流通，建立通兑积分体系。目前“拉卡拉积分购”平台已达到通兑积分模式，即不同行业及企业有各自获取积分规则，通过平台转化积分后，通用兑换部分商超及企业产品。在通用积分逐步推广后，平台有望扩张至“积分联盟”：以英国 Nectar 平台为例，Nectar 将巴克莱银行、sainbury 超市、Debenham 百货公司和英国石油公司跨行业积分市场联合，建立相对公平的积分规则，从源端直接发行通用积分，在通用合作商城进行更多样化的产品兑换及选择，从流通性提升传导平台获客优势。

表 5: 积分联盟模式在国外通用积分平台大获成功

平台	国家	发起及合作方	平台格局
	英国	4 名发起人 16 名合作伙伴	超过一半多的英国家庭参加 NECTAR 项目 超过 70% 的 NECTAR 持卡人兑换过奖品, 总价值超 3.4 亿英镑 BP 加入 NECTAR, 收入增长超同业 20%
	韩国	100+ 合作伙伴	全韩超过 130 家集团、65000 家零售门店参与 OKCASHBAG 联盟 超过 2100 万直接客户 平均奖励率高达 3%
	澳大利亚	23 个合作伙伴	 连锁超市 加油 银行 (信用卡) 百货 酒店
	马来西亚	4 名发起人 46 名合作伙伴	 加油 百货 多媒体集团 信用卡 电讯

资料来源: 中国银联、申万宏源研究

采购额暴增反映平台扩张趋势, 上下游扩张的流通性优势逐显。 本文通过积分购采购量反映积分购营收情况: 公司自 2017 年起, 积分购业务采购金额迅速增长至 2.25 亿元, 主要系购买合作方的储值卡、消费券等; 2018 年, 积分购采购金额达 9.89 亿元, 同比高增 338.70%; 同时, 积分购应收账款 2018 年达 1.66 亿, 同比增长 221.18%, 同中国银行、建设银行等主要客户合作深化, 业务规模增大, 平台扩张及营收增势强劲。增量源于上游合作积分源及下游合作门店扩张优化导流场景及效率提升。

表 6: 同众多上下游企业合作, 导流效率提升

	合作方
上游积分源	中国移动、中国联通、民生银行等 40 余家企业
线下积分消费端	沃尔玛、麦德龙、苏果、好德、可的、好邻居、肯德基、必胜客等 50 多个品牌, 涵盖 5 万余门店
深入积分合作	苏宁易购、京东商城、罗辑思维、摩拜等

资料来源: 拉卡拉招股、申万宏源研究

3. 商户+牌照+技术筑高壁垒, 看好 ARPU 持续上升

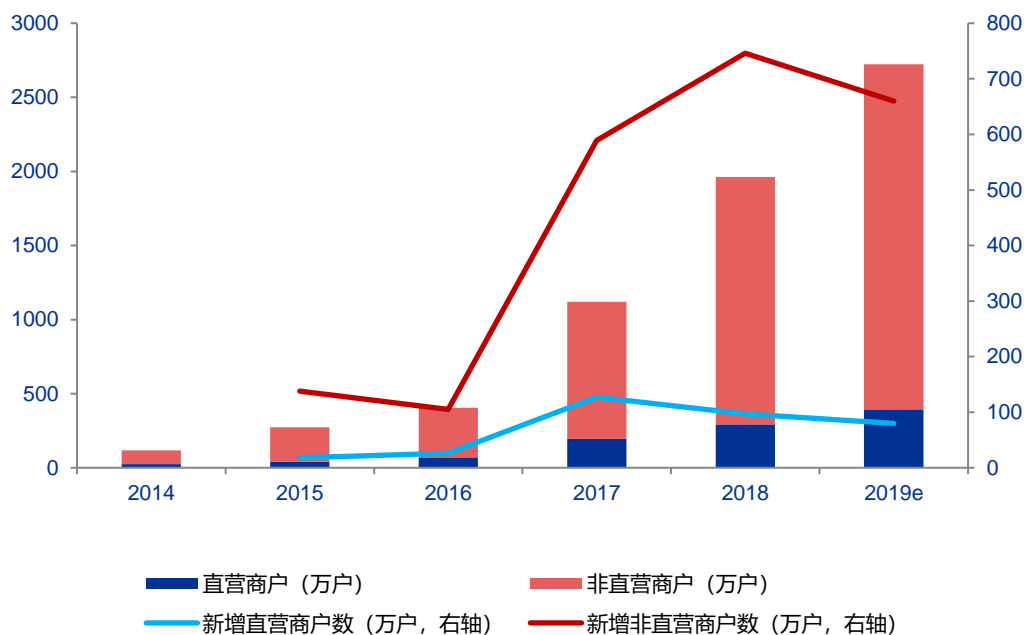
3.1 先发优势积聚 B 端资源, 推广助力规模效应扩大

公司商户规模第一占绝对优势, 非直营商户比重显著增大。 公司早在 2005 年起便开始积累直营中小商户, 可向已签约便民支付服务商户继续提供收单业务, 服务对象一致性及连贯性使得公司拥有长足的直营客户资源及品牌效应, 在 B 端获客上具备绝对领先优势, 2014 年同商户拓展服务机构合作后, 公司开始正式积累非直营商户。在渠道模式下, 商户

拓展机构承担商户拓展和日常维护成本，获取手续费分润收入。商户规模从 2014 年合计 117 万商户爆发式增长至 2018 年底合计 1963 万户，年化复合增速高达 102%；商户数排名行业商户规模第一，占据未来 B 端支付市场的绝对高地。其中，非直营商户数为 1670 万户，直营商户数为 293 万户，非直营端占比高达 85%。

B 端获客优势继续巩固，预计 2019 年商户规模超 2300 万户。从两方面考虑公司未来获客优势地位巩固：**(1) 市场宣传及推广持续加码。**市场推广 2018 年宣传推广费 6.97 亿元，同增 207%，商户规模高增；本次募资中追加 1.5 亿元用于市场推广费用，预计 2019 年宣传推广费用将超 8 亿元，助推企业品牌效应。**(2) 考虑中国实体商户规模上限。**据观研天下统计，2019 年中国实体商户规模达 7300 万户，公司覆盖商户规模将超四分之一；目前直营商户增量已出现下降，非直营商户增量仍未下降，但受限于总体规模，预计未来年增量将逐步回落。因此，考虑公司品牌效应及推广加码、考虑总体规模上限后，预计 2019 年商户规模超 2300 万户。

图 15：2017 年公司 B 端支付市场份额第二



资料来源：Wind、申万宏源研究

3.2 稀缺牌照+技术“护城”，从商户赋能到 C 端反哺

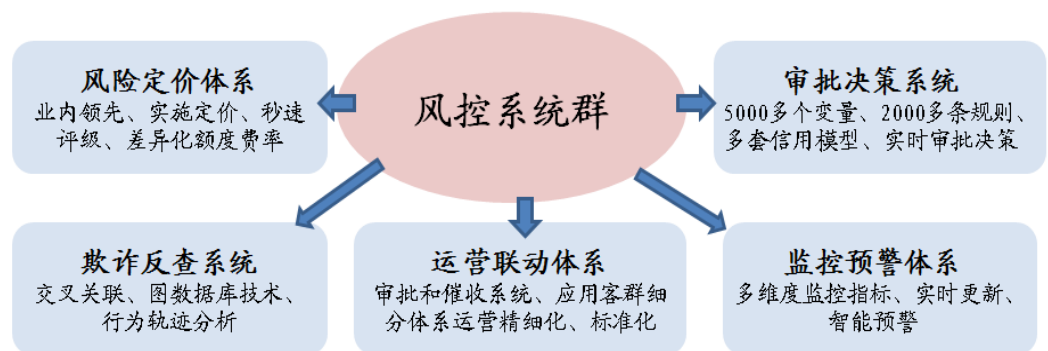
第三方支付监管日趋严格，锁定全品类支付牌照优势。全国拥有支付牌照的企业目前为 243 家，具有全国范围收单资质的牌照仅 34 家，而央行支付牌照发放通道几乎关闭，有 28 家机构已被注销牌照，支付牌照成稀缺资源。而公司拥有罕见的支付牌照七大业务范围的全牌照，包括银行卡收单、网络支付、预付卡受理等。在全牌照基础上，公司可以在细分领域上实现协同，在业务范围上具备绝对优势。

表 7: 支付牌照申请关闭, 短期内不再发放

时间	政策动态
2011 年	第一批支付牌照审批开启。
2014 年	合计 269 家支付机构拿到支付牌照。获得开展网络支付业务的达 117 家, 预付卡发行与受理业务机构 166 家。
2015 年 3 月	政策开始收紧。北上广深等地暂停发放, 央行不再接受申请文件。
2015 年 7 月	央行等十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》支持互联网支付合法合规建设, 燃起支付牌照热潮。
2015 年末	e 租宝、泛亚财富等恶性事件爆发使得政策态度从积极向严监管转变。
2016 年 4 月	国务院办公厅下发《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》, 要求开展支付业务的机构应依法取得相应业务资质, 不得无证经营支付业务。
2018 年 7 月	央行指出互联网金融风险专项整治行动将继续 1 至 2 年, 则短期内支付牌照申请将继续关闭。
2019 年	至今无再发放一张支付牌照; 相反, 央行通过不予续展或推动合并等方式, 累计注销了 33 家支付机构, 目前支付牌照数量为 238 张。

资料来源: 中央银行、申万宏源研究

严监管倒逼安全技术革新, 信贷风控能力反复验证。近年, 监管机构违规惩罚力度加大、备付金上缴金额增加, 倒逼企业优化自身结构。公司 2016 至 2018 年研发投入分别为 1.36 亿、1.94 亿、2.73 亿元, 年增速均超 40%; 其中, 风控系统为研发重中之重。公司全面升级运用于移动支付的新一代“鹰眼”智能风控系统以及天穹反欺诈系统, 建立风控大数据平台, 处理能力达到 4000TPS 以上, 高风险交易实施拦截时效在 100ms 以内, 对主流作案监控率高达 95%, 2018 年全年拦截欺诈超 1.2 亿元, 目前已同多家商业银行、消费金融机构展开合作, 信贷风控能力受市场认可。

图 16: “鹰眼”风控系统群具备海量数据秒级处理能力


资料来源: 易观分析、申万宏源研究

大数据+云平台实现商户赋能, “支付+”渗透有望反哺 C 端。从公司募资投向看技术研发投向: **“支付+行业”**: 公司进行基础 IT 云服务建设, 在此基础上建立商户服务系统,

从商户经营管理到销售支付实现一体化全流程服务；“支付+金融”：搭建金融服务系统，借助客户积累及渠道资源，公司成为客户及渠道的连接，实现金融产品销售及服务。随着支付场景拓展，公司为 B 端商户赋能，打造从生产经营到融资增值的全产业链、全场景覆盖，提供定制化解决方案，公司及客户粘性将进一步增强。商户赋能的最佳路径是反哺 C 端支付发展：随着粘性增强，公司终端将同商户需求结合，从商户全场景收单渗透至消费者市场，发掘新支付需求（人脸识别支付等），延伸至 C 端支付市场发展。

表 8：大数据+云平台实现商户赋能

建设内容	建设目标
基础设施云	以虚拟化技术为基础，形成拉卡拉 IT 云服务集合，从而生成一个可统一管理、灵活分配调度、动态迁移、计费度量的基础服务。
商户经营管理服务系统	简称一个面向商户在企业经营中进行企业内部信息管理、客户信息管理、企业资产管理（融资、理财、保险等）、产品设计生产与采购销售管理等所必须的信息管理和服务系统。
商户销售支付服务系统	建成一个满足商户经营过程中产品或服务销售及原材料或设备采购资金的支付划转，按业务监管规定设计并提供服务的业务处理系统。
金融服务系统	借助商户经营过程中积累的客户及渠道资源，在监管允许的范围内，代理合作机构面向自由客户及渠道开展的金融产品销售和服务撮合系统。
智能 POS 终端设备投放	智能 POS 终端设备作为新型智能终端设备，通过互联网技术与后端综合服务平台进行实时链接，即可全面满足不同介质账户受理要求的叠加。

资料来源：拉卡拉招股书、申万宏源研究

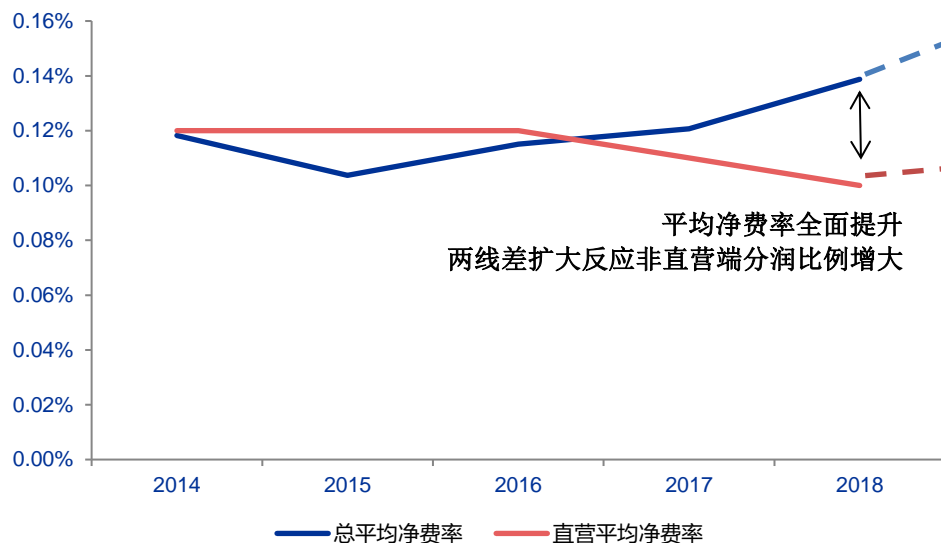
3.3 费率拐点已现，预计 ARPU 持续上升

政策拐点加成，支付收单费率全面提升，营收能力将增强。从直营端看，公司收单净费率 2016 年至 2018 年分别为 0.012%、0.011%、0.010%，净费率逐年下滑 1pct；近年下滑主要因 96 费改后，支付机构间通过下调费率抢占市场，加之行业政策监管高峰，致使公司主要营收空间收窄。但自 2018 年下半年起，受政策严监管，各平台逐步上调费率：1) 2018 年起，政策调整要求移动支付平台接入网联，结束其低费率抢占市场的局面；2) 央行 281 号文指明不得进行“低费率”甚至“零费率”的竞争行为；微信于 2019 年 1 月 4 日披露抵制“零费率”，支付宝于 2019 年 2 月 1 日期恢复到 0.6% 的标准利率。各机构费率上调，收单服务费率上行拐点已至，支付业务竞争趋于良性发展，预计 2019 年公司费率企稳回升，公司营收能力将明显增强。

从非直营端看，公司同商户拓展服务机构迅速获客的同时，分润比例不断提升。2016 年至 2018 年，支付给商户拓展服务机构的营业成本占非直营商户交易收单收入比例分别为 31.54%、55.97%、67.00%，成本占比逐步提升；同时，近三年非直营商户净费率分别为 0.011%、0.012%、0.015%，同直营端净费率差逐年增大，显示商户拓展服务机构分润比例逐步扩大。受净费率下滑及分润比例上调影响，公司收单业务毛利率从 2016 年至 2018

年逐步下滑，分别为 72.23%、55.40%、44.85%。央行 281 号指明不得“低费率”甚至“零费率”竞争，预计 2019 年费率企稳回升。

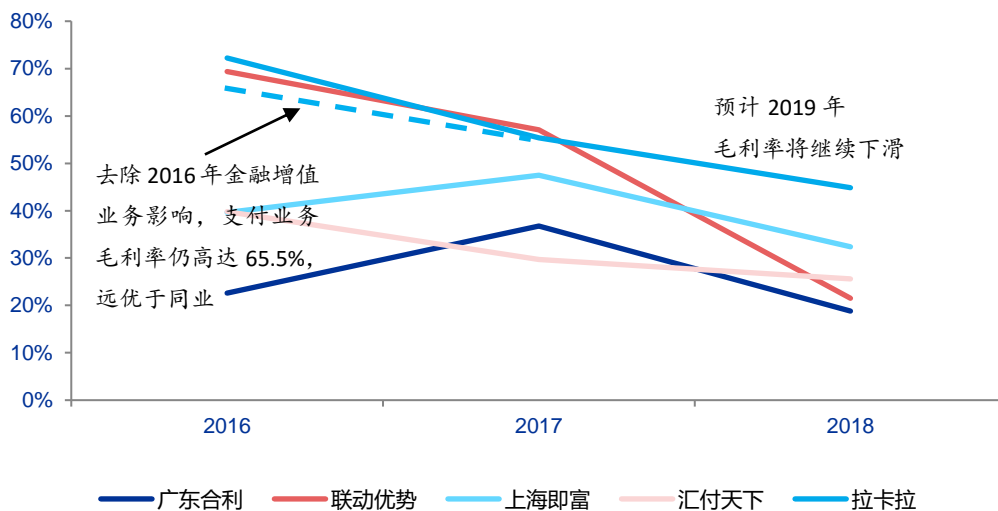
图 17：费率拐点已现+分润提升，毛利空间下行趋势收窄



资料来源：Wind、申万宏源研究

毛利空间优于同业才是关键。公司 2018 年毛利率为 44.85%，高出同业毛利区间超 20%，毛利空间仍具有较大弹性，创利能力明显更优。

图 18：拉卡拉毛利率持续高出同业近 20%



资料来源：Wind、申万宏源研究

三方面看好 ARPU 持续上升。毛利率下行过程实则为营收提供上升动能，毛利未必悲观。毛利下行的主因源自净费率下调及非直营端分润，而最终目的是扩张商户规模，抢占市场份额。从市场份额扩张向营收上升传导，关键变量在 ARPU。公司 2018 年 ARPU 值为 289 元/商户，同比增长 16.45%。看好 ARPU 持续上升逻辑：

1) **消费总额持续扩张, 人均消费水平提升。**未来全国线下零售消费总额增速稳定在 6.8%, 经济增长驱动支付市场自然增长; 同时, 通过央行统计的银行卡卡均消费额及人均持卡量, 推算近三年人均卡端消费金额持续上升, 2018 年人均消费 6.67 万, 同比增长 33.73%, 为近五年来最高增速; 假设 2019 年人均卡数量增长到 6 张/人, 卡年均消费规模同比增长 24%, 达到 1.51 万元/张, 推算 2019 年人均消费金额将超 9 万元/人。人均消费水平上升直接驱动公司 ARPU 提升动力。

图 19: 预计 2019 年人均银行卡消费超 9 万元/人



资料来源: 央行、申万宏源研究

2) **低获客成本扩展业务, 一站式服务提升营收空间。**依托于智能终端, 公司业务范围及服务场景将从单一受理端向一体化的“支付+”全场景延伸。“一台终端”意味着原有商户资源将成为新业务拓展的所有对象, 则为新业务拓展大大降低获客成本。智能终端从原先仅仅是收单支付, 到未来依托全牌照优势, 具有行业产业链经营管理解决、金融产品融资支付等定制化服务业务, 因此, 每个商户将接受更多支付服务, 具备更高支付潜能。

3) **积分购及信贷风控捕获“长尾市场”。**“长尾”端捕获意味着促使未消费客户群体提升消费意愿进行消费, 提升该部分客户贡献收入转化为 ARPU。目前正在搭建的积分购平台正在加速整合“长尾积分源”及通用积分市场整合, 提升客户积分兑换意愿。该业务收入呈倍数暴增趋势, 将成未来新盈利点; 同时, 公司鹰眼风控引擎具有用户全维度风险画像分析及精准授信策略, 将降低“支付+金融”系统尽调与征信成本, 依托高科技优势拓展至传统模式未及的“长尾”信贷业务。

4. 盈利预测及估值

拉卡拉是国内第三方支付行业龙头，专注于为实体小微企业提供收单服务及个人提供支付业务。拉卡拉为首批获得全支付牌照的企业，目前正完善国内综合普惠金融科技平台建设，打造支付行业共生系统。预计公司 2019-2021 年收入分别为 67.18、81.85 和 100.94 亿元，归属母公司净利润分别为 8.07、10.82 和 13.31 亿元。

4.1 收单业务增长打下坚实基础，创新业务迎来爆发

收单业务增长为业绩打下坚实基础，核心驱动主要来自行业增长及市占率提升。整体行业预计银行卡收单流水未来三年依旧保持 16% 增长，受益政策监管龙头公司市占率快速提升，2018 年公司市占率由 2.79% 快速提升至 4.24%（2016 市占率为 2.15%），未来三年收入增长分别为 17%、21%、24%。流水增长分别为 21%、20%、21%。

表 9：拉卡拉流水占比

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
全国银行收单总额 (万亿)	51.4	70.4	86.5	101.2	119.5	136.7	155.3	176.2
拉卡拉收单交易流水 (亿)	11032	19651	36548	44209	52898	63873	84559	109923
同比增速		78%	86%	21%	20%	21%	32%	30%
拉卡拉收单业务市占率	2.15%	2.79%	4.24%	4.37%	4.43%	4.67%	5.44%	6.24%

资料来源：申万宏源研究

硬件收入保持稳定，销售策略为辅助公司开拓线下商户市场，预计未来三年收入增速分别为 27%、18%、15%。

增值服务迎来爆发，预计整体增值服务业务 2019-2021 年收入增速分别为 327%、140%、62.7%。

1) 公司在金融服务方面累积多年经验。根据招股说明书披露，公司通过向联想控股、孙陶然出资设立的西藏考拉及其下属子公司转让公司所持的北京拉卡拉小贷、广州拉卡拉小贷、考拉众筹、拉卡拉影业、中北联、拉卡拉科技、深圳众赢、广州众赢、昆仑天地、拉卡拉网络等 10 家全资或控股子公司全部股权，并由联想控股及其子公司承接发行人对北京拉卡拉小贷、广州拉卡拉小贷已有全部担保的方式，实施业务剥离。

2) 积分购依托支付自有平台近 1900 万商家，收入持续高增。2018 年，积分购采购金额达 9.89 亿元，同比高增 338.70%；同时，积分购应收账款 2018 年达 1.66 亿，同比增长 221.18%。公司同中国银行、建设银行等主要客户合作深化，业务规模增大，平台扩张及营收增势强劲。增量源于上游合作积分源及下游合作门店扩张优化导流场景及效率提升。

个人支付业务并非核心。在支付宝及财付通两大平台绝对垄断下，公司重点发展代收代付业务，2018 年个人支付业务收入回升。**预计 2019-2021 年收入增速为 14.0%、17.9% 和 -7.6%。**

表 10：公司收入拆分预测

收入	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
收单业务	127	265	937	1,269	2,372	5,071	5906	7133	8826
硬件销售及服务	281	393	291	238	317	482	612	722	833
个人支付业务	204	239	211	132	95	108	123	145	134
增值金融业务			146	916					
其他衍生业务	4	19	3	4	2	18	77	185	301
总计 (百万元)	617	915	1,588	2,560	2,785	5,679	6,718	8,185	10,094
增速									
收单业务		108.4%	253.9%	35.4%	86.9%	113.8%	16.5%	20.8%	23.7%
硬件销售及服务		39.5%	-25.9%	-18.0%	32.8%	52.4%	26.9%	18.0%	15.4%
个人支付业务		16.9%	-11.5%	-37.6%	-28.1%	13.7%	14.0%	17.9%	-7.6%
增值金融业务				527.8%					
其他衍生业务		346.4%	-84.8%	56.1%	-52.7%	750.9%	326.8%	140.3%	62.7%

资料来源：拉卡拉招股书、申万宏源研究

4.2 目标市值 325 亿元，首次覆盖给予买入评级。

首先，支付行业历经监管和出清，实际利于龙头公司占比扩大。以 2018 年为例公司市占率提升至 4.24% 增速远高于 2016-2017。公司未来智能终端的投放使得自身平台商户和流水 2020 年开始逐步增长，2022 及 2023 年流水市占率显著提升。

其次，收益于行业政策拐点加成，支付收单费率全面提升，营收能力将增强。1) 2018 年起，政策调整要求移动支付平台接入网联，结束其低费率抢占市场的局面；2) 央行 281 号文指明不得进行“低费率”甚至“零费率”的竞争行为；微信于 2019 年 1 月 4 日发文抵制“零费率”，支付宝于 2019 年 2 月 1 日恢复至 0.6% 的标准利率。各机构费率上调，收单服务费率上行拐点已至，支付业务竞争趋于良性发展，预计 2019 年公司费率企稳回升，公司营收能力将明显增强。

再次，预计 2020 年公司创新业务占比开始显著提升，金融、积分等增值服务极大提升公司 ARPU 值，公司开始进入新一轮成长。

最后，公司业务较为纯正。2018 年公司净利润 5.99 亿元，其中 90% 为商户运营即 5.4 亿元，按照 3.65 万亿流水可得流水综合净利润率为万分之 1.48。预计 2020 年公司绝大部分业务均是商户运营及创新服务构成。

我们预计行业整体龙头集中度提升，同时仅靠低费率竞争难以撼动现有格局。拉卡拉 2020 年公司净利润为 10.82 亿元，作为行业龙头同时基于以上多种预测后我们认为公司

2020 年开始业务发展更为顺畅，因此给予 30 倍估值可得目标市值 325 亿元。首次覆盖给予买入评级。

表 11：可比公司估值表（参考 2019 年 7 月 18 日）

公司名称	代码	当前市值	2019 年净利润预测	2020 年净利润预测	2019PE	2020PE
新大陆	000997.SZ	171	7.34	9.32	23	18
新国都	300130.SZ	74	3.86	4.69	19	16

资料来源：Wind、申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,785	5,679	6,718	8,185	10,094
收单业务	2,372	5,071	5,906	7,133	8,826
硬件销售及服务	317	482	612	722	833
个人支付业务	95	108	123	145	134
其他衍生业务	2	18	77	185	301
营业总成本	2,336	4,937	5,775	6,956	8,573
营业成本	1,242	3,132	4,008	4,862	5,944
收单业务	1,058	2,929	3,603	4,373	5,349
硬件销售及服务	132	153	306	339	375
个人支付业务	51	50	69	83	70
其他衍生业务	1	0	41	104	151
营业税金及附加	20	18	33	45	62
销售费用	671	1,155	1,309	1,537	2,002
管理费用	193	252	302	367	442
财务费用	28	106	123	144	122
资产减值损失	-12	-1	0	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	-27	-12	-5	-5
营业利润	451	717	931	1,224	1,516
营业外收支	17	21	30	41	37
利润总额	468	738	961	1,265	1,553
所得税	4	132	144	177	212
净利润	464	606	817	1,089	1,342
少数股东损益	-5	7	10	7	11
归母净利润	470	599	807	1,082	1,331

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,371	3,075	5,352	6,739	8,848
现金及等价物	1,883	2,622	3,877	5,186	7,217
应收款项	350	275	370	434	490
存货净额	20	17	998	991	1,009
其他流动资产	118	161	107	129	132
长期投资	439	653	362	362	362
固定资产	502	1,289	1,203	1,117	1,031
无形资产及其他资产	905	21	354	297	297
资产总计	4,217	5,038	7,271	8,515	10,538
流动负债	1,894	2,086	3,699	3,855	4,536
短期借款	0	20	20	172	550
应付款项	860	686	2,379	2,556	2,786
其它流动负债	907	1,173	1,300	1,127	1,200
非流动负债	0	20	2	2	2
负债合计	1,894	2,105	3,701	3,857	4,538
股本	360	360	400	400	400
资本公积	1,210	1,211	1,171	1,171	1,171
盈余公积	111	170	170	170	170
未分配利润	634	1,174	1,801	2,882	4,213
少数股东权益	8	18	28	35	46
股东权益	2,323	2,933	3,569	4,658	6,000

负债和股东权益合计	4,217	5,038	7,271	8,515	10,538
-----------	-------	-------	-------	-------	--------

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	464	606	817	1,089	1,342
加：折旧摊销减值	90	155	77	87	87
财务费用	3	2	123	144	122
非经营损失	-5	48	-8	5	5
营运资本变动	-3	-193	616	120	155
其它	0	0	-31	-195	70
经营活动现金流	554	622	1,594	1,249	1,780
资本开支	1,019	283	318	-57	0
其它投资现金流	-101	-24	280	-5	-5
投资活动现金流	-755	-307	-38	52	-5
吸收投资	15	3	0	0	0
负债净变化	0	20	0	152	378
支付股利、利息	3	1	303	144	122
其它融资现金流	-85	35	2	0	0
融资活动现金流	-73	57	-301	8	257
净现金流	-273	372	1,255	1,309	2,031

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.17	1.50	2.02	2.70	3.33
每股经营现金流	1.39	1.55	3.98	2.99	4.44
每股红利	-	-	0.45	-	-
每股净资产	5.79	7.29	8.85	11.40	14.72
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	1388.7	-9124.0	-138.5	-155.6	-137.8
ROE	20.3	20.6	22.8	22.3	22.6
毛利率	55.4	44.9	40.3	40.1	41.1
EBITDA Margin	27.8	22.5	17.0	17.2	17.1
EBIT Margin	24.1	19.8	15.9	16.1	16.3
收入同比增长	9	104	18	21	24
净利润同比增长	34	31	-7	26	31
资产负债率	44.9	41.8	50.9	45.6	43.3
净资产周转率	1.20	1.95	1.90	1.78	1.71
总资产周转率	0.66	1.13	0.92	0.96	0.96
有效税率	0.6	12.7	14.8	13.9	13.6
股息率	-	-	0.8	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	48.5	38.1	28.3	21.1	17.1
P/B	10.0	8.0	6.6	5.1	3.9
EV/Sale	7.5	3.6	2.8	2.2	1.6
EV/EBITDA	27.1	15.9	16.7	12.9	9.4

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。