

汇付天下(1806.HK)/

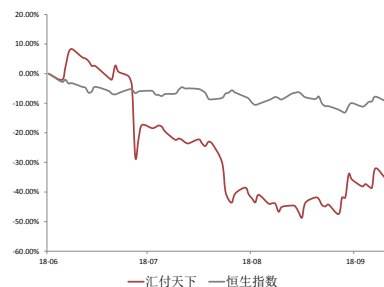
汇付天下：领先的支付解决方案提供商

评级：增持(首次)
市场价格：
分析师：戴志锋
执业证书编号：S0740517030004
电话：
Email: daizf@r.qizq.com.cn
分析师：陆婕
执业证书编号：S0740518010003
电话：
Email: lujie@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1251
流通股本(百万股)	1251
市价(元)	4.42
市值(百万元)	5531
流通市值(百万元)	5531

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1095	1726	3153	5107	7029
增长率 yoy%	97.00%	57.68%	82.63%	61.98%	37.65%
净利润	125	138	248	385	676
增长率 yoy%	0.00%	10.42%	79.75%	54.94%	75.71%
摊薄每股收益(元)			0.20	0.31	0.54
每股现金流量			1.23	0.82	0.81
净资产收益率	23.49%	19.61%	12.42%	16.14%	22.09%
P/E			20	13	7
PEG			0.2	0.2	0.1
P/B			2.4	2.0	1.6

备注：净利润预测未考虑2018年上市费用2400万、ESOP费用6900万；2019年ESOP费用2000万。

投资要点

- 汇付天下是国内领先了独立第三方支付公司。公司创立于2006年6月，成立之初主要从事互联网支付业务，目前已发展成为覆盖互联网支付、移动支付、POS支付、跨境支付、基金销售支付的综合支付服务商，在航空票务、互联网金融等垂直行业及小微商户的支付解决方案上处于市场领先地位。
- 第三方支付行业保持高速增长，支付场景拓展，用户数量提升。市场集中度较高，尤其是移动支付呈现双寡头垄断，独立第三方支付公司深耕B端服务，在行业选择上，市场空间大、集中度低的行业最为合适，另外要及时抓住新兴行业的发展机遇，顺势而为，掌握先发优势。
- 商业模式：B端的支付解决方案提供商。主营业务是支付服务，大致可分为POS、互联网支付、移动POS、移动支付和跨境支付。目前移动POS业务贡献了主要收入来源，主要是为小微商户提供综合化的收款解决方案。在支付服务的基础上拓展金融科技及数据驱动的增值服务，并将以上各类服务进行组合形成不同垂直行业的解决方案，包括小微商户的移动POS、垂直行业定制化解决方案和跨境电商支付解决方案。
- 竞争优势：(1)庞大的客户基数和多元化的获客方式，服务740万小微商户和6500家垂直行业公司，建设ISO服务网络，自营、代理和战略合作相结合。(2)支付牌照的稀缺性，是国内能提供POS服务、互联网支付、移动POS服务、移动支付和跨境支付的16家第三方支付公司之一，更是少数能提供行业综合解决方案的支付公司。(3)公司管理团队在支付行业经验丰富，技术开发能力和运营能力强。
- 公司看点：(1)内生式发展的成长空间。扩大小微商户客户数量，向低线城市渗透；拓展更多的垂直行业客户，如新零售、物流、医美、教育等行业；通过与海外收单公司合作，去更多国家和地区拓展出境旅游及海外教育的跨境支付市场。(2)行业格局变化。行业集中度提升，只有少数产生规模效应的支付公司才能盈利，合规经营的价值凸显；把握外延式并购机会，在行业整合阶段可积极寻找有资源互补以及业务协同的公司进行并购，尤其是具备客户运营能力及客户资源的公司，提升综合竞争能力。
- 投资建议：预计2018/2019/2020年归母净利润为2.48/3.85/6.76亿元，同比增速分别为80%/55%/76%，摊薄每股收益分别为0.20/0.31/0.54元，假设汇率1港元对应0.879元人民币，对应0.23/0.35/0.61港元，当前股价4.42港元，对应PE分别为20x/13x/7x，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济下行、所服务行业的支付需求变化、支付行业竞争加剧、支付费率水平持续下降

内容目录

公司概要.....	- 4 -
第三方支付行业：空间、格局和趋势.....	- 5 -
第三方支付交易量保持高增速发展.....	- 5 -
行业集中度高，移动支付双寡头格局.....	- 6 -
移动支付趋势，深耕 B 端服务.....	- 6 -
商业模式：B 端的支付解决方案提供商.....	- 7 -
支付业务.....	- 7 -
金融科技及数据驱动的增值服务.....	- 8 -
解决方案.....	- 8 -
竞争优势.....	- 9 -
客户规模及获客方式.....	- 9 -
支付牌照的稀缺性.....	- 9 -
团队能力及技术能力.....	- 10 -
财务分析：专注主业发展，规模驱动业绩增长.....	- 11 -
支付交易量推动营收高速增长.....	- 11 -
毛利率下降，幅度缩小，有望企稳.....	- 12 -
规模效应显现，融资收入和其他收入及收益下降.....	- 13 -
投资建议.....	- 14 -
公司看点.....	- 14 -
基本假设及盈利预测.....	- 14 -
风险提示.....	- 15 -

图表目录

图表 1: 汇付天下大事件.....	- 4 -
图表 2: 汇付天下的股权结构.....	- 4 -
图表 3: 2013-2020 年中国第三方支付综合支付交易规模 (万亿元)	- 5 -
图表 4: 互联网支付和移动支付用户规模 (2018 年 6 月)	- 5 -
图表 5: 线下消费支付习惯.....	- 5 -
图表 6: 2017Q2 第三方互联网支付市场份额.....	- 6 -
图表 7: 017Q2 第三方移动支付市场份额	- 6 -
图表 8: 2013-2017 年中国第三方支付交易规模结构.....	- 6 -
图表 9: 移动支付的发展趋势.....	- 7 -
图表 10: 支付服务分类	- 7 -
图表 11: 金融科技 SAAS 服务内容	- 8 -
图表 13: 主要解决方案	- 9 -
图表 14: 支付牌照的发行与注销.....	- 10 -
图表 15: 支付牌照的分布情况 (截止 2017 年底)	- 10 -
图表 16: 汇付天下的员工构成	- 10 -
图表 17: 营业收入、净利润及其增速 (百万元)	- 11 -
图表 18: 营业收入的结构.....	- 11 -
图表 19: 处理的支付交易量 (拾亿元)	- 12 -
图表 20: 支付服务收入的构成 (百万元)	- 12 -
图表 21: 各业务条线的毛利率水平.....	- 12 -
图表 22: 各支付业务的毛利率水平	- 12 -
图表 23: 支付费率水平	- 13 -
图表 24: 佣金费用支出	- 13 -
图表 25: 销售费用及管理费用占比.....	- 13 -
图表 26: 融资收入和其他收入及收益 (百万元)	- 14 -
图表 27: 支付业务收入预测拆分 (百万元)	- 15 -
图表 28: 公司主要财务数据及盈利预测.....	- 16 -

公司概要

- 汇付天下是国内领先的独立第三方支付公司。公司创立于2006年6月，成立之初主要从事互联网支付业务，目前已发展成为覆盖互联网支付、移动支付、POS支付、跨境支付、基金销售支付的综合支付服务商，在航空票务、互联网金融等行业及小微商户的支付解决方案上处于市场领先地位，目前正积极拓展物流、大健康、教育等其他垂直行业。根据Frost&Sullivan的报告，汇付天下在为小微商户服务的独立第三方支付公司中排名第一名，市占率5.5%；在独立第三方支付中排名第三名，市占率7.7%；在整个第三方支付市场中排名第七名，市占率2%。

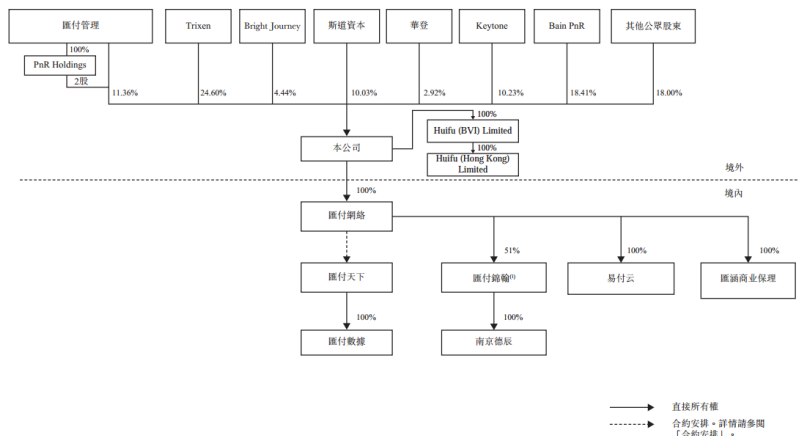
图表 1: 汇付天下大事件

时间	事件
2007年	通过连接航空公司、票务代理及客户，为航空票务行业推出首个定制化支付解决方案。
2010年	成为首家获得基金销售支付牌照的第三方支付公司。
2011年	成为首批获得中国人民银行颁发的支付业务许可证的公司之一。
2012年	成为首家为推广POS服务建立ISO网络的公司。
2013年	成为首批获得国家外汇管理局支付机构跨境外汇支付业务试点许可的公司之一。
2013年	率先为互联网金融提供商提供账户管理服务。
2015年	推出综合移动POS解决方案，以服务中国小微商户。
2018年	与中国银联订立全面战略合作协议，共同开展营销活动，促进增值服务，并在国内外扩大客户基础。

来源：中泰证券研究所、招股书

- 公司创始团队在支付行业具有丰富的经验，对于客户需求、监管要求有深刻的了解。董事会主席、执行董事兼首席执行官周晔是中国第三方支付行业的领军人物，曾在中国银联下属公司担任总经理，领导开发了国内第一个互联网支付网关项目。

图表 2: 汇付天下的股权结构



→ 直接所有權
 合約安排 - 詳情請參閱「合約安排」。

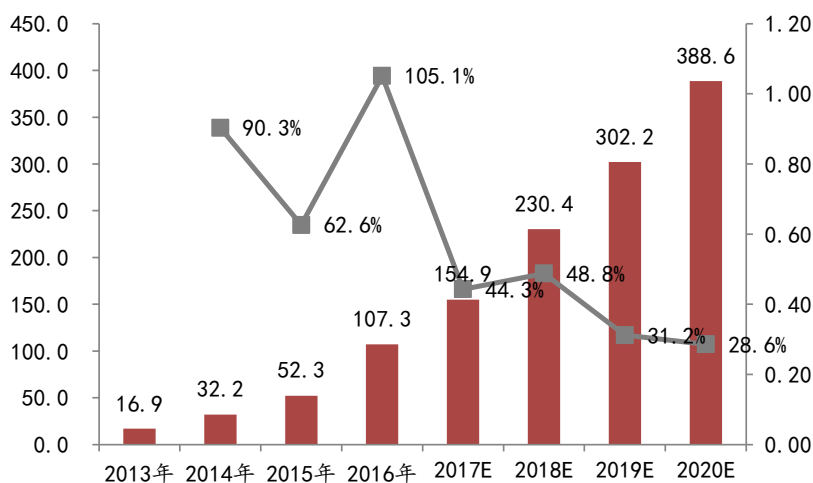
来源：中泰证券研究所、招股书

第三方支付行业：空间、格局和趋势

第三方支付交易量保持高速增长

- 第三方支付的定位是满足社会小额、快捷、便民的支付需求，随着互联网信息技术的发展及支付场景的丰富拓展，第三方支付交易量持续高速增长。第三方支付的发展将持续替代现金支付，提升社会非现金支付比例。

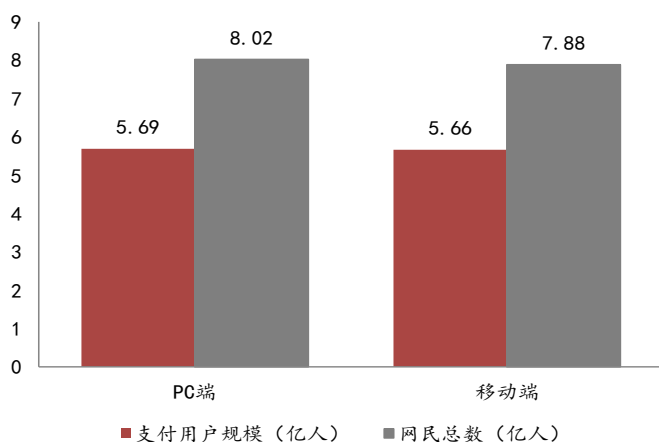
图表 3：2013-2020 年中国第三方支付综合支付交易规模（万亿元）



来源：中泰证券研究所、艾瑞咨询

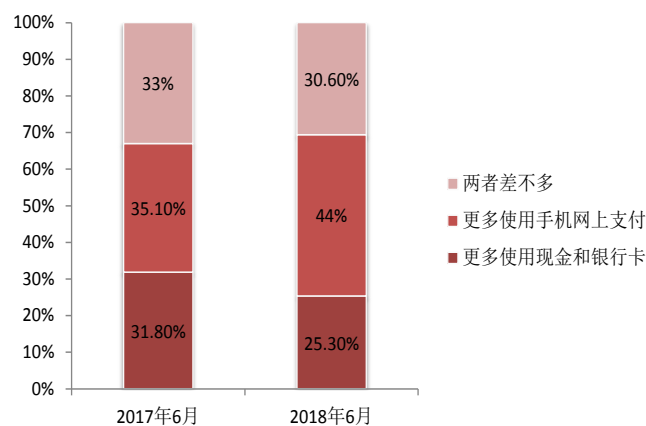
- 电子支付用户规模仍有增长空间。中国的 PC 端和移动端网民数量已达 8 亿规模，支付的渗透率分别达到 70.95%和 71.83%。移动支付用户增长迅速，选择移动支付进行线下消费的比重不断提升。

图表 4：互联网支付和移动支付用户规模（2018 年 6 月）



来源：中泰证券研究所、CNNIC

图表 5：线下消费的支付习惯

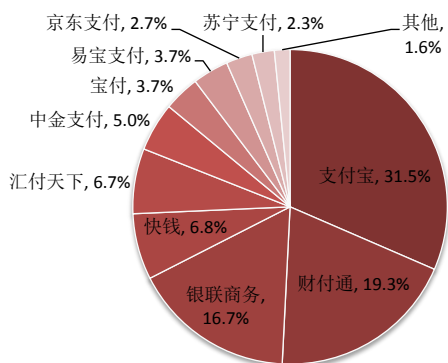


来源：中泰证券研究所、CNNIC

行业集中度高，移动支付双寡头格局

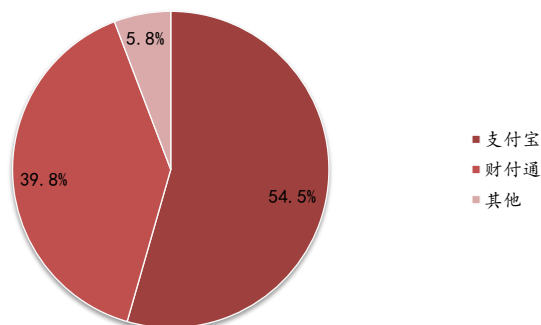
- 第三方支付公司的数量众多，但大部分公司处理的支付交易量和营收规模都较小，根据支付清算协会 2016 年的数据统计，42%的支付机构收入规模在 1000 万以下，75%的支付机构收入规模在 1 亿元以下。
- 移动支付的双寡头垄断格局明显，支付宝和财付通占据了主要的市场份额，第二梯队公司与两家巨头的差距巨大。互联网支付的格局更为分散，第二梯队公司通过为 B 端提供综合解决方案服务，市占率有所提升。

图表 6: 2017Q2 第三方互联网支付市场份额



来源：中泰证券研究所、艾瑞咨询

图表 7: 2017Q2 第三方移动支付市场份额

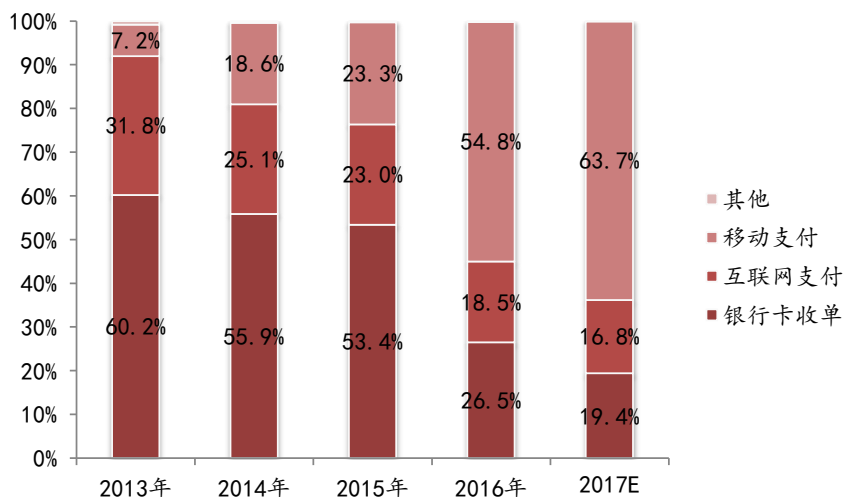


来源：中泰证券研究所、艾瑞咨询

移动支付趋势，深耕 B 端服务

- 移动支付占比持续提升。银行卡收单、互联网支付、移动支付构成了第三方支付的主要市场。从趋势来看，银行卡收单的占比大幅降低，移动支付的占比明显提升。

图表 8: 2013-2017 年中国第三方支付交易规模结构



来源：中泰证券研究所、艾瑞咨询

- 移动支付的发展趋势包括支付场景拓展、海外市场及跨境支付、人工智能技术迭代以及综合解决方案和增值服务叠加。(1) 场景拓展主要是线

下生活消费场景的增加，包括向低线城市和农村市场的渗透。(2) 海外拓展包括将国内的移动支付技术和运营经验将其他国家及地区复制，以及满足日益增长的跨境支付需求。(3) 技术方面，生物识别技术、加密技术等将持续改善移动支付的用户体验及安全性。(4) 支付业务本身可积累核心的经营数据，可用于大数据分析，从而拓展出更多的增值服务。

图表 9: 移动支付的发展趋势

发展维度	发展趋势
支付方式	银行卡、IC 卡、二维码、NFC、卡券积分、预付卡等
使用场景	商户、医院、公交、校园、社区、数字娱乐等
增值服务	行业支付解决方案、账务管理、运营管理、会员管理、商户流水贷、消费分期、金融理财等
区域	从一二线城市向三四线城市和农村地区渗透。
技术	生物识别技术、穿戴设备、安全模块及加密技术的应用。效率和安全的同步升级。

来源：中泰证券研究所

- **深耕 B 端服务是独立第三方支付公司的机会。**C 端流量入口被互联网龙头公司牢牢占据，外部竞争者超越的机会渺茫。而线下 B 端服务的差异化大，每个行业会有其独特的支付服务需求，对于支付机构来说，必须在线下深耕细作，将支付服务融入 B 端的运营管理，这是独立第三方支付机构突破的机会。在行业选择上，市场空间大、集中度低的行业最为合适，另外要及时抓住新兴行业的发展机遇，顺势而为，掌握先发优势。

商业模式：B 端的支付解决方案提供商

支付业务

- 公司的主营业务是支付服务，大致可分为 POS、互联网支付、移动 POS、移动支付和跨境支付。目前移动 POS 业务贡献了主要收入来源，移动 POS 业务主要是为小微商户提供综合化的收款解决方案，即可支持多种支付方式的聚合支付功能。

图表 10: 支付服务分类

服务类型	释义
POS	提供 POS 软硬件，使商户能通过银联清算网络接受银行卡付款。
互联网支付	PC 端，使商户可在互联网上收款，提供垂直行业解决方案。
移动 POS	利用多种通讯方式(如蓝牙、近场通讯及二维码)，使设备间可无线传输数据，通过我们的专有 APP 及移动 POS 配件处理支付。付款人可以刷卡、插卡、感应卡、APPLE PAY、银联云闪付、微信支付、支付宝。
移动支付	付款人用其他移动设备支付，有关支付通过我们的

	服务连接到第三方 APP 进行处理，通过 API、SDK、HTML5。
跨境支付	为跨境交易(主要是跨境电商平台)提供支付服务。

来源：中泰证券研究所、招股书

金融科技及数据驱动的增值服务

- 金融科技及其他增值服务是由支付服务派生出来的服务类型。金融科技 SAAS 的目标客户主要包括互联网金融提供商及商业银行，该服务能提升金融服务机构的信息可视化、运营效率以及信息安全，使其为客户服务更加灵活便捷，助力商业银行的数字化转型。

图表 11: 金融科技 SAAS 服务内容

金融 SAAS 服务	释义
账户管理服务	为互联网金融提供商（网贷平台、电商）提供账户管理系统，具有充值、取现、分账和记录功能，与业务平台无缝连接，提升运营效率。第三方基金管理人可为账户持有人提供现金管理服务。客户认证系统服务 1500 家互联网金融供应商，验证 27.8 百万名账户持有人的身份。收费方式：一次性部署系统费加年费（维护、升级及验证服务）。
技术及运营支持	网贷平台银行存管账户管理的技术和运营支持，从银行向网贷平台收取的托管费里分一部分。
风险管理	识别欺诈和加强网贷平台风险管理，系统对互联网金融提供商进行自动风险评级。已服务多家银行。

来源：中泰证券研究所、招股书

- 数据驱动的增值服务主要包括信贷导流和商业智能服务，目标客户为小微商户。(1) 贷款超市：引入合格的信贷机构，提供 KYC 和交易数据监控，解决小微商户的信贷需求。盈利模式为信贷机构支付佣金。2017 年促成放贷 269.2 百万元。(2) 商业智能服务：数据可视化以及经营决策支持。目前免费服务，以后或收取订阅费。

解决方案

- 将以上各类服务进行组合形成不同垂直行业的解决方案，主要包括小微商户的移动 POS、互联网金融、航空票务、物流、大健康、教育和跨境电商。根据 Frost&Sullivan 的预测，这些细分领域的支付交易量将在未来 3 年保持较高的增速。

图表 12: 主要解决方案

解决方案	服务构成
移动 POS 解决方案	移动 POS 服务, 贷款超市 (白名单制), 其他增值服务 (现金管理-生利宝、公共事业缴费-免费)。小微商户使用的移动 POS 的 APP, 客户数量 740 万, 2018 年上半年支付交易量超过 8400 亿元。
互联网金融	支付服务, 账户管理服务, 技术及运营支持
航空票务	连接航空公司和在线旅游平台 (或票务代理)
跨境电商	海外直邮一站式购物平台 (为进口电商提供营销、综合支付、物流、清关), 跨境数字支付解决方案 (出口电商, 与境外金融机构和上海跨境电商公共服务平台合作)

来源: 中泰证券研究所、招股书

竞争优势

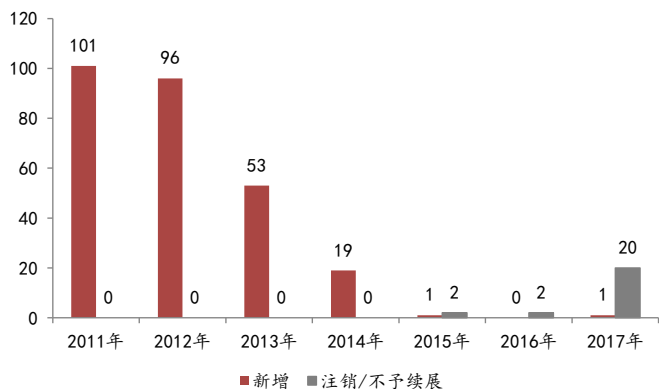
客户规模及获客方式

- **庞大的客户规模:** 截止 2018 年 6 月底共有 740 万小微商户 (年交易量低于 200 万元); 6500 家垂直行业公司, 包括航运、互联网金融、物流、大健康和教育行业, 其中航空行业客户覆盖 18 家主要航空公司、五大在线旅游平台以及 1500 家票务代理; 跨境支付领域有 219 名活跃跨境电商客户。
- **多元化的获客方式:** (1) ISO 是获取小微商户的主要途径。2500 家 ISO 网络覆盖约 300 个地级市的 40% 以上。ISO 主要负责商户开发和培训, 支付终端的部署和维护; 汇付天下负责选择、审批、管理商户, 按月与 ISO 结算奖励费和服务费。(2) 直销团队主要负责关键垂直行业客户开发, 在上海、北京、成都、广州有团队派驻。(3) 合作渠道: 已与 44 家 SAAS 服务商及多家商业银行合作。

支付牌照的稀缺性

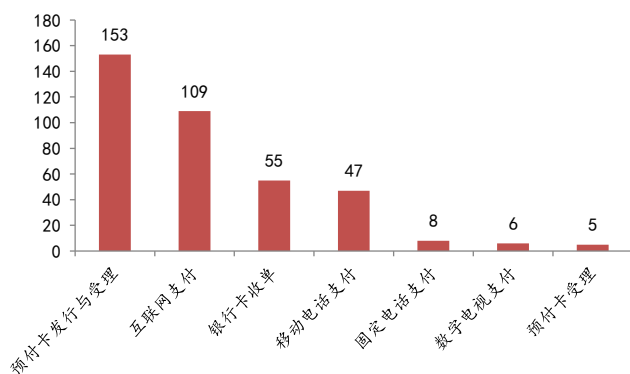
- **支付牌照强监管。**从 2011 年开始, 人民银行陆续分批下发《支付业务许可证》, 累积发牌数量为近 271 张。随着金融监管不断加强, 近三年发牌基本停滞, 续牌难度增加。对于支付公司的违规行为处罚进入常态化, 严重者直接取消牌照。

图表 13: 支付牌照的发行与注销



来源: 中泰证券研究所、网贷之家

图表 14: 支付牌照的分布情况 (截止 2017 年底)



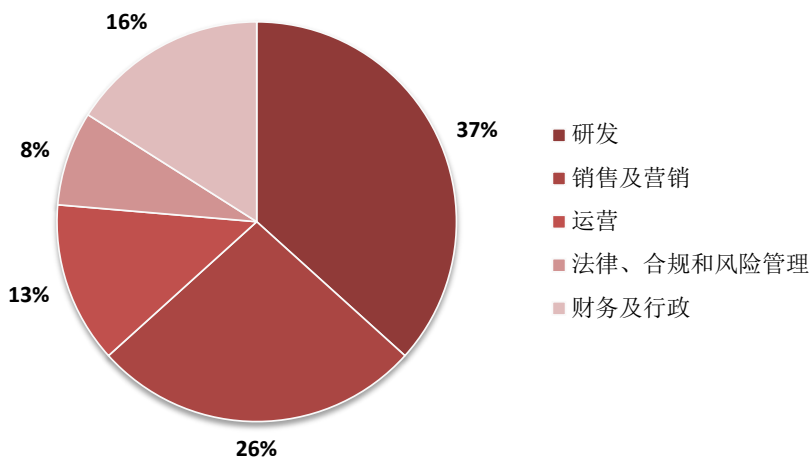
来源: 中泰证券研究所、网贷之家

- 汇付天下是国内能提供 POS 服务、互联网支付、移动 POS 服务、移动支付和跨境支付的 16 家第三方支付公司之一，更是少数能提供行业综合解决方案的支付公司。

团队能力及技术能力

- 公司管理团队在支付行业经验丰富，是第三方支付行业最早的参与者。在过往的发展历程中，公司能抓住行业发展和变革的机遇，从核心行业的解决方案到移动支付兴起带来的小微商户的市场机会。同时，公司具有较为审慎的经营理念，对于客户及合作伙伴有严格的准入门槛，对于监管要求及时做出业务改进，具有良好的合规文化。
- 强大的 IT 团队，由 IT 工程师、程序员、数据科学家组成。截止 2017 年年底公司有 IT 人员 346 名，占员工总数的 36.7%。2018 年上半年研发人员占比提升到 38.5%，研发费用约 7400 万元。

图表 15: 汇付天下的员工构成



来源: 中泰证券研究所、招股书

- 公司累计自主研发了 40 个信息技术系统，核心系统包括银行级 IT 基础设施、企业级账户系统、智能支付网关系统。(1) 银行级 IT 基础设施:

机房达到了银行级质量标准，服务器超过 200 台；并与阿里云合作，提升处理能力和灵活性。（2）企业级账户系统：不断升级支付及增值服务的核心业务系统，满足客户个性化的收款需求及监管要求。（3）智能支付网关系统：支持不同的交易场景及支付接口，处理速度达到每秒 1200 笔交易。

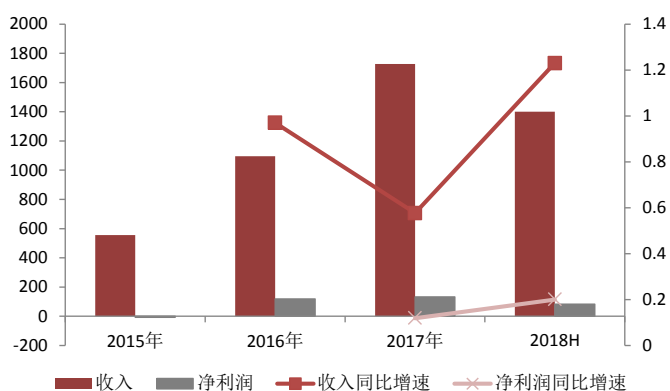
- **高效的运营平台，快捷灵活的部署能力。**经过多年的业务经验积累，公司已形成平台化、模块化的产品架构，便于功能模块的延展与升级。目前公司已实现当日完成支付终端的部署；线上客户服务平台上 80% 的客户查询由人工智能完成；每天能处理 1 万个商户注册请求，运用人工智能实现签名验证、光学字符识别。此外，公司正在开发一款支付系统，可通过 SDK 或 SAAS 云与其他业务系统进行对接，容易整合，节约成本，费率灵活。
- **大数据分析 & 风险管理。**（1）公司管理了 2800 万个个人账户，积累了 1000 亿条支付信息。大数据分析可用于监测异常交易、识别高风险商户、生成实时商业智能报告。（2）公司是构建全面的风险管理体系，包括风险管理的组织架构、技术驱动的风险管理系统以及 45 名专业人士组成的风控团队。欺诈风险管理能力提升，因欺诈交易导致的拒付减值从 2015 年的 7 千万元下降到 2017 年的 3 千万元。

财务分析：专注主业发展，规模驱动业绩增长

支付交易量推动营收高速增长

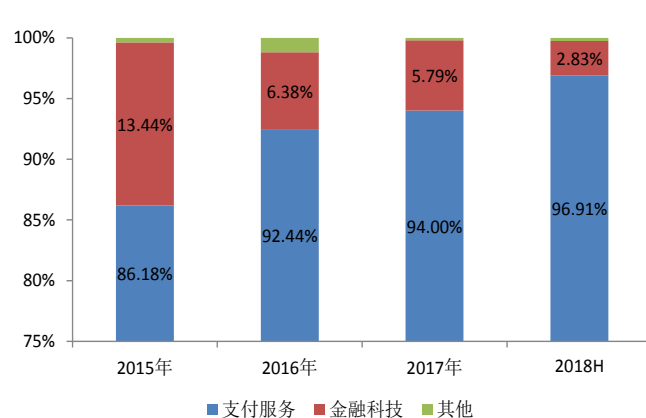
- 2016/2017/2018H 的营业收入增速分别达到 97%、58%、123%，保持高速增长态势；净利润从 2016 年由负转正，2017/2018H 的净利润增速分别为 12%、20%。在收入结构中，支付服务收入的占比逐步提升，处理支付交易量的增长是驱动公司营收提升的主要动力。

图表 16：营业收入、净利润及其增速（百万元）



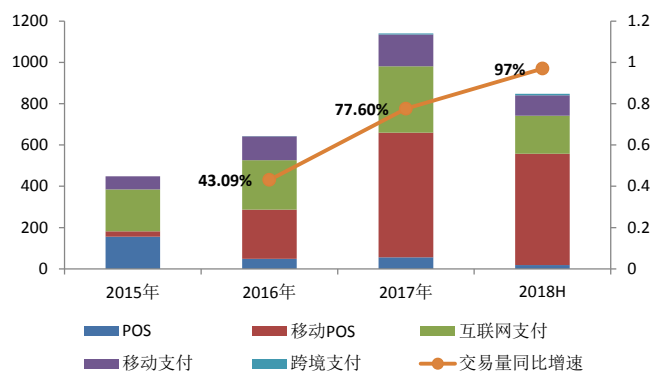
来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 17：营业收入的结构

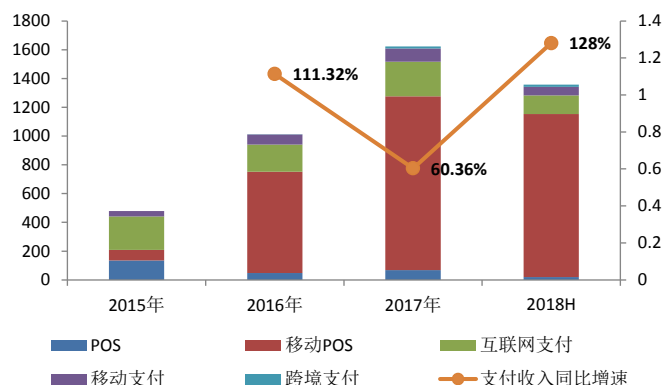


来源：中泰证券研究所、公司公告

- 移动 POS 支付的支付服务中占比高，2018H 的移动 POS 交易量占比 63.3%，收入占比 83.45%，小微商户的移动 POS 解决方案成为公司最主要的收入来源。

图表 18: 处理的支付交易量 (拾亿元)


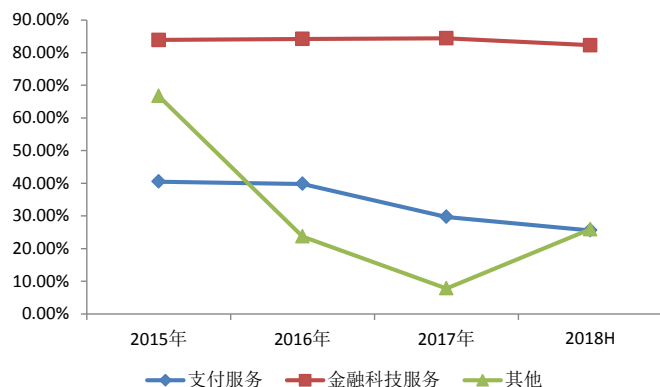
来源: 中泰证券研究所、公司公告

图表 19: 支付服务收入的构成 (百万元)


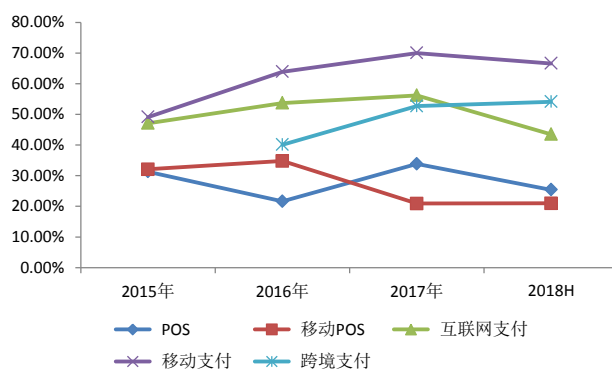
来源: 中泰证券研究所、公司公告

毛利率下降, 幅度缩小, 有望企稳

- 公司整体毛利率呈现出下降的趋势**, 2015/2016/2017/2018H 的毛利率水平分别为 46.46%、42.39%、32.85%、27.2%。其中主要反映出支付服务的毛利率的下降, 2015/2016/2017/2018H 的支付业务毛利率水平分别为 40.5%、39.8%、29.7%、25.6%。

图表 20: 各业务条线的毛利率水平


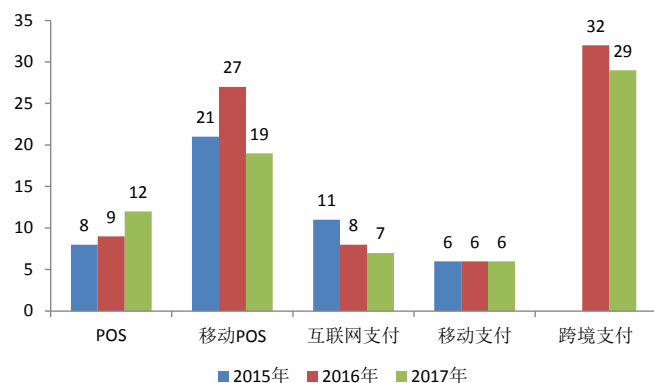
来源: 中泰证券研究所、公司公告

图表 21: 各支付业务的毛利率水平


来源: 中泰证券研究所、公司公告

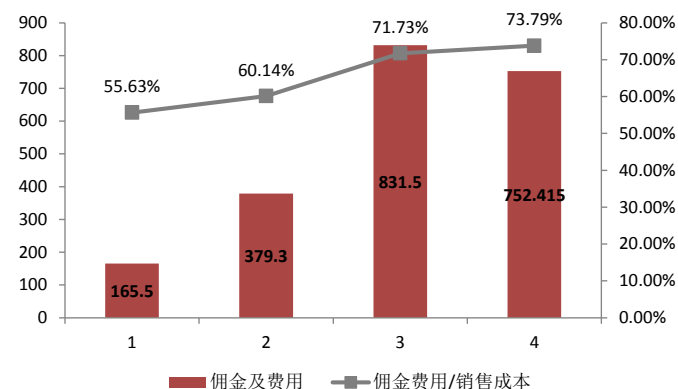
- 费率水平和佣金费用是影响毛利率的主要因素**。第三方支付费率总体上呈现下降的趋势, 原因在于两大支付巨头持续补贴和行业竞争激烈。但随着行业整合的推进、备付金集中存管导致失去利息收入, 支付费率下行空间已经不大, 费率有望保持在合理水平。导致毛利率水平下降另一个原因是销售成本的上升, 其中佣金费用支出是大头, 主要支付给 ISO 以拓展小微商户客群, 2018H 佣金费用支出比例逐渐趋稳。

图表 22: 支付费率水平



来源: 中泰证券研究所、招股书

图表 23: 佣金费用支出

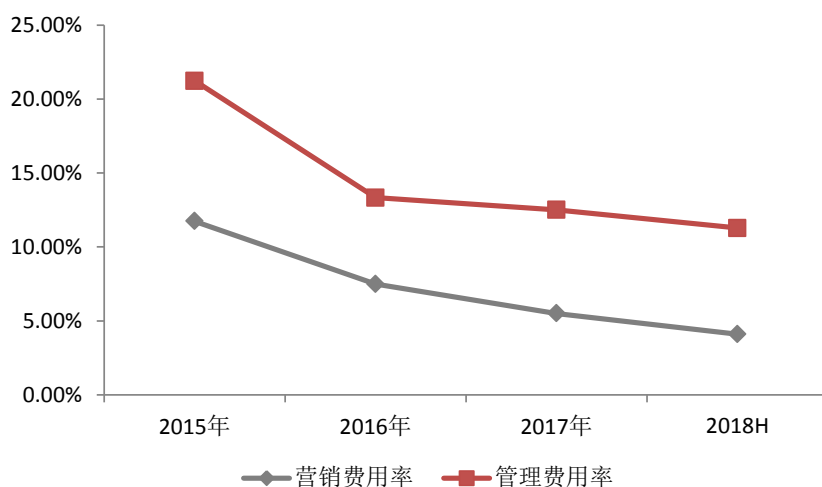


来源: 中泰证券研究所、公司公告

规模效应显现, 融资收入和其他收入及收益下降

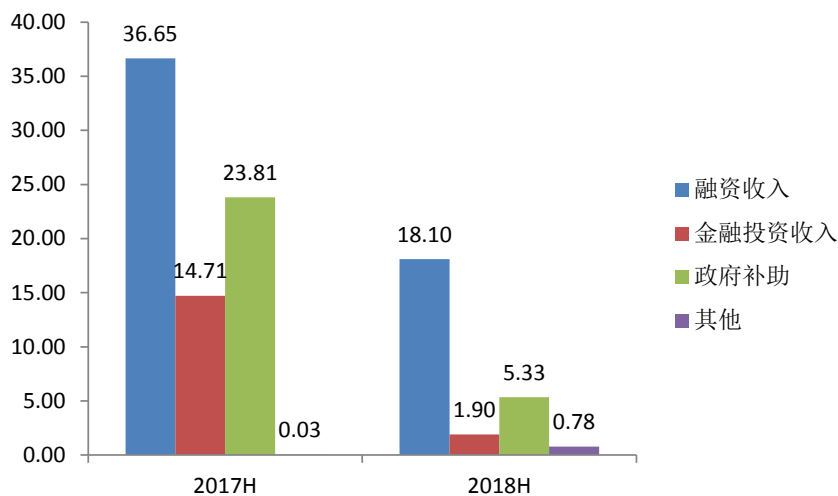
- 期间费用率持续下降。营销费用率和管理费用率连续三年下降, 支付业务的规模效应显现。

图表 24: 销售费用及管理费用占比



来源: 中泰证券研究所、公司公告

- 融资收入和其他收入及收益大幅下降。融资收入即利息收入, 其他收入及收益包含金融投资收益和政府补助, 三项收入均出现大幅下降。2018H 利息收入受备付金集中存管影响同比下降 51%, 至明年 1 月, 客户备付金将全面上缴, 备付金利息收入归零。金融投资收益和政府补贴同比减少 87%和 78%。

图表 25: 融资收入和其他收入及收益 (百万元)


来源: 中泰证券研究所、公司公告

投资建议

公司看点

- 内生式发展的成长空间。**(1) 扩大小微商户客户数量。加强三四线城市 ISO 服务网络的建设, 覆盖更多的城市。(2) 拓展更多的垂直行业客户。通过与 SAAS 服务商合作或者自营团队开发更多的垂直行业客群, 如新零售、物流、医美、教育等行业。(3) 跨境支付。跨境支付业务的基数小、费率高, 是重要的利润增长点。通过与海外收单公司合作, 去更多国家和地区拓展出境旅游及海外教育的跨境支付市场。
- 行业格局变化。**(1) 行业集中度提升。第三方支付行业正在经历洗牌的过程, 一方面行业竞争激烈, 费率走低, 只有少数产生规模效应的支付公司才能盈利, 大量中小支付公司将被淘汰; 另一方面, 金融监管收紧, 续牌难度提升, 套码套利以及其他违规业务的盈利机会正在消失, 合规经营的价值凸显。(2) 把握外延式并购机会。在行业整合阶段可积极寻找有资源互补以及业务协同的公司进行并购, 包括支付科技公司、支付服务提供商及 SAAS 提供商等, 尤其是具备客户运营能力及客户资源的公司, 提升综合竞争能力。

基本假设及盈利预测

- 假设 2018/2019/2020 年支付交易量的增速分别为 67%/54%/40%, 支付费率水平基本稳定, 预计 2018/2019/2020 年营业收入分别为 31.5/51.1/70.3 亿元, 同比增长 83%/62%/38%, 综合毛利率水平在 27-28% 左右。

图表 26: 支付业务收入预测拆分 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
支付服务	1012	1622.8	3017.52	4931.96	6803.15
增速	111.32%	60.36%	85.95%	63.44%	37.94%
POS	47.7	68.3	39.83	39.83	43.81
增速	-64.72%	43.19%	-41.69%	0.00%	10.00%
移动支付	704.9	1208.2	2553.64	4330.31	6018.94
增速	866.94%	71.40%	111.36%	69.57%	39.00%
互联网支付	187.6	240.2	258.97	284.87	313.35
增速	-19.48%	28.04%	7.81%	10.00%	10.00%
移动支付	70.9	92.1	124.66	168.29	218.78
增速	88.06%	29.90%	35.35%	35.00%	30.00%
跨境支付	0.9	14	40.43	108.66	208.27
增速	-	1455.56%	188.75%	168.80%	91.67%

来源: 中泰证券研究所

- 预计 2018/2019/2020 年归母净利润为 2.48/3.85/6.76 亿元, 同比增速分别为 80%/55%/76%, 摊薄每股收益分别为 0.20/0.31/0.54 元, 假设汇率 1 港元对应 0.879 元人民币, 对应 0.23/0.35/0.61 港元, 当前股价 4.42 港元, 对应 PE 分别为 20x/13x/7x, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、所服务行业的支付需求变化、支付行业竞争加剧、支付费率水平持续下降

图表 27: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
营业收入	1,095	1,726	3,153	5,107	7,029	货币资金	176	305	1,847	2,868	3,880
营业成本	631	1,159	2,290	3,684	5,015	受限制的现金	3,789	3,216	4,993	6,874	8,042
毛利率	42.39%	32.85%	27.35%	27.85%	28.65%	其他流动资产	1,834	3,644	5,714	7,868	9,205
非营业收入	66	91	74	69	66	流动资产	5,799	7,165	12,554	17,610	21,127
销售费用	82	95	158	255	351	固定资产	146	836	959	991	940
销售费用率	7.48%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	无形资产	30	38	35	33	31
管理费用	146	216	221	357	457	其他长期资产	429	85	213	226	164
管理费用率	13.34%	12.50%	7.00%	7.00%	6.50%	非流动资产	604	959	1,208	1,251	1,135
财务费用	15	22	8	8	20	资产总计	6,403	8,124	13,762	18,861	22,263
财务费用率	1.39%	1.29%	0.26%	0.15%	0.28%	短期借款	766	380	0	394	595
利润总额	140	155	292	453	796	应付账款	5,089	7,003	11,761	16,080	18,604
所得税	21	23	44	68	119	其他流动负债	0	0	0	0	0
所得税率	15.01%	14.52%	15.00%	15.00%	15.00%	流动负债	5,856	7,383	11,761	16,474	19,200
少数股东损益	-6	-5	0	0	0	长期负债	0	35	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	125	138	248	385	676	其他长期负债	8	0	0	0	0
净利率	11.44%	8.01%	7.88%	7.54%	9.62%	非流动性负债	8	35	0	0	0
摊薄每股收益(元)			0.20	0.31	0.54	负债合计	5,863	7,418	11,761	16,474	19,200
						股本	0	0	0	0	0
						资本公积	533	705	2,000	2,385	3,062
						股东权益合计	540	706	2,001	2,386	3,063
						少数股东权益	7	1	1	1	1
						负债股东权益总计	6,403	8,124	13,762	18,861	22,263
						比率分析					
							FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
						增长率 (%)					
						营业收入	97.00%	57.68%	82.63%	61.98%	37.65%
						净利润		10.42%	79.75%	54.94%	75.71%
						利润率 (%)					
						毛利率	42.39%	32.85%	27.35%	27.85%	28.65%
						净利率	11.44%	8.01%	7.88%	7.54%	9.62%
						回报率 (%)					
						净资产收益率	23.49%	19.61%	12.42%	16.14%	22.09%
						总资产收益率	2.36%	1.90%	2.27%	2.36%	3.29%
						其他 (%)					
						资产负债率	91.56%	91.31%	85.46%	87.35%	86.24%
						所得税率	15.01%	14.52%	15.00%	15.00%	15.00%
						股利支付率			0.00%	0.00%	0.00%

来源: 中泰证券研究所、公司公告

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意