

区块链

四探央行数字货币：第三方支付产业新变量

5月，人民银行行长易纲表示，数字人民币研发工作遵循稳步、安全、可控、创新、实用原则，先行在深圳、苏州、雄安、成都及未来的冬奥会场景进行内部封闭试点测试，以检验理论可靠性、系统稳定性、功能可用性、流程便捷性、场景适用性和风险可控性。这是人民银行行长对央行数字货币(DCEP)试点动态的首次确认。

我们推出了 DCEP 系列报告(《初探央行数字货币：目标、定位、机制与影响》《再探央行数字货币：对电子支付产业有何影响?》《三探央行数字货币：透过专利看“超级货币”蓝图》《一图看懂央行数字货币相关标的》)，本篇从行业关键驱动因素出发，梳理了第三方支付行业发展史，探讨数字人民币作为新变量，对该产业链可能产生的影响，以及银行体系为助推其落地可能采用的推广策略。

紧跟行业发展驱动因素，顺势而为。 2016年，移动支付取代银行卡收单成为第三方支付行业规模最大的业务类型，用户支付账户主导权也由银行转移到以阿里、腾讯为代表的头部互联网机构手中。促使这一转变发生的主要因素有：1) 用户需求为王。网购、网游等产业发展迅速，用户在这些场景对互联网机构账户已经有较大粘性。用户的支持也是电子支付方式超越现金方式，推动商户为电子支付方式支付费率的关键。2) 商户费率更低。头部互联网机构一方面对线下餐饮店等商户仅收取低费率一方面为服务商支付返佣，还入股了网约车、共享单车等线下消费场景的活跃机构，培育了用户的移动支付习惯。

未来，央行数字货币或将重写支付产业链分润规则。 我们认为，在前期，DCEP 更多地是自上而下推动，也可以“自下而上”地改变当前支付产业链的分润规则，来让头部互联网机构、银行、清算机构、收单机构有动力推进。我们认为，相较于现金，DCEP 很难让商户感到结算速度更快(实物现金实时结算)、结算费率更低(收现金无需被扣支付服务费)，但相较于其他电子支付方式，DCEP 可从用户处发力，例如，与税务部门联合推出“使用 DCEP 支付的交易免税”等方式激励用户使用。

账户侧：银行账户影响力或增强。 市场认为，DCEP 可能无需绑定银行账户，我们认为，DCEP 无法脱离银行账户，央行对 DCEP 的推动会增强银行账户在支付产业链中的影响力，银行有机会夺回用户侧的账户主导权。

清算侧：银联、网联或仍将参与。 市场认为，DCEP 的交易无需清算机构参与。我们认为，只要 DCEP 的交易需要连接不同银行、不同支付机构，则需当前两大清算机构——银联、网联参与。当前两联或未参与 DCEP 试点，推荐关注后续进展以及两联股东机构。

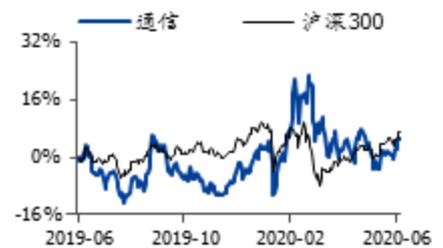
商户侧：收单机构、服务商仍不可或缺。 我们认为，如银行欲借 DCEP 获取更多用户，可能采用的方法大概率也将包括：1) 降低欲推广场景的商户的费率；2) 对服务商加大返佣力度。

投资建议：拥有互联网支付、移动支付、收单资质的支付机构(拉卡拉、海联金汇等)；布局了人脸支付等新技术的公司(恒宝股份等)；仍掌握用户支付账户主导权的头部互联网机构(腾讯、阿里、美团等)；布局了头部互联网机构服务商的公司，如华峰超纤(威富通)；POS/ATM 厂商龙头(新大陆、新国都、广电运通等)。

风险提示：央行数字货币试点进度/市场化程度/创新度不及预期。

增持(维持)

行业走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiagi@gszq.com

研究助理 孙爽

邮箱: sunshuang@gszq.com

相关研究

- 1、《区块链：泰东持续推进央行数字货币，分布式金融 DeFi “野蛮” 发展》2020-06-22
- 2、《通信：寻找中报里“乘风破浪”的增长赛道》2020-06-21
- 3、《区块链：吉尔吉斯斯坦拟将挖矿合法化，全球央行数字货币研发持续推进》2020-06-15



内容目录

第三方支付是什么？牌照护城河多深？	4
第三方支付包括银行卡收单、网络支付、预付卡等业务	4
当前仅 237 家持牌机构	4
第三方支付经历了哪些发展阶段？	5
第一阶段：探索和完善初期（2005 年之前）	5
第二阶段：互联网促进爆发式增长（2005~2012 年）	5
第三阶段：移动支付爆发（2012 年之后）	6
第三方支付行业规模、增速几何？	7
互联网支付交易规模增速放缓，出现寡头垄断局面	8
移动支付逐渐取代银行卡收单成为第一大第三方支付业务	9
银行卡收单业务增速持续放缓	10
第三方支付产业链如何分润？	11
第三方支付行业的发展有哪些关键驱动因素？	13
政策	13
成立银联	13
成立网联	14
支付机构上缴备付金	15
条码互联互通	16
行业巨头推动	17
中国央行数字货币可能如何改变第三方支付产业链？	18
分润规则或需重写，重点商户或可免费	18
账户侧：银行账户影响力增强	18
清算侧：银联网联有望参与	20
商户侧：收单机构/服务商不可或缺	20
投资建议	20
风险提示	24

图表目录

图表 1: 第三方支付业务分类结构图	4
图表 2: 中国第三方支付牌照数量和占比分布	5
图表 3: 主要支付牌照持有现状分布	5
图表 4: 2005-2011 年第三方支付行业相关监管政策	6
图表 5: 2012-2019 年第三方支付行业相关监管政策	7
图表 6: 2020Q1 中国各支付系统处理的交易笔数（亿次）	8
图表 7: 2020Q1 中国各支付系统处理的交易金额（万亿元）	8
图表 8: 2018Q4-2019Q4 中国第三方支付综合支付市场交易规模	8
图表 9: 2019Q4 中国第三方支付综合支付市场交易份额	8
图表 10: 2018Q4-2019Q4 中国第三方支付互联网支付市场交易规模	9
图表 11: 2019Q4 中国第三方支付互联网支付市场交易份额	9
图表 12: 2019 年中国第三方支付互联网支付交易规模结构	9
图表 13: 2013-2019 年中国第三方支付交易规模业务结构	10
图表 14: 2013-2020 年中国第三方支付移动支付交易规模与增速	10

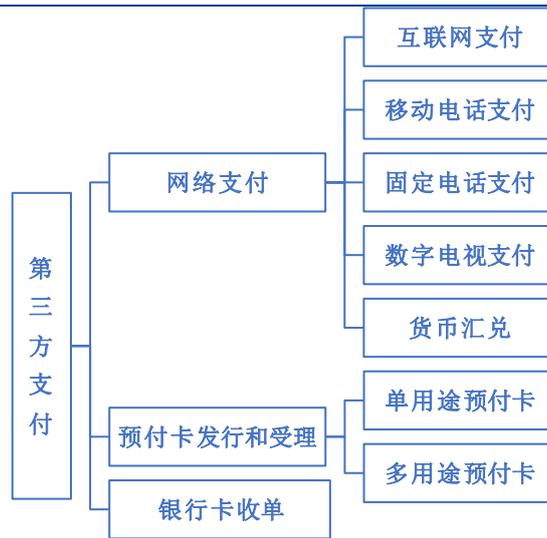
图表 15: 2019 年中国第三方移动支付交易规模市场份额.....	10
图表 16: 2013-2019 中国第三方支付银行卡收单交易规模.....	11
图表 17: 2013-2019 年中国联网 pos 机数.....	11
图表 18: 2013-2019 年中国 ATM 机数.....	11
图表 19: 第三方支付产业链分润规则.....	12
图表 20: 线下支付中的消费者支付指令与商户支付服务费流向.....	13
图表 21: 三层级备付金银行账户结构实施办法.....	15
图表 22: 备付金存放和利息相关政策发展历程.....	16
图表 23: 条码互联互通试点主要进展.....	16
图表 24: 2015-2018 年 BAT 移动支付市场份额.....	17
图表 25: 2016 年 12 月 1 日起施行的银行个人账户分类.....	19
图表 26: 第三方支付行业中的上市公司 (货币单位: 亿元).....	21
图表 27: POS 机具上市公司.....	23
图表 28: ATM 厂商上市公司.....	24
图表 29: SIM 卡上市公司.....	24

第三方支付是什么？牌照护城河多深？

第三方支付包括银行卡收单、网络支付、预付卡等业务

根据人民银行 2010 年 6 月颁发的《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付指非金融机构在收付款人之间作为中介机构，提供网络支付、预付卡的发行和受理、银行卡收单等货币资金转移服务。

图表 1: 第三方支付业务分类结构图



备注：1) “货币汇兑”牌照 2016 年被收回，不再发放；2) 开展单用途预付卡的发行与受理业务无需申请牌照。

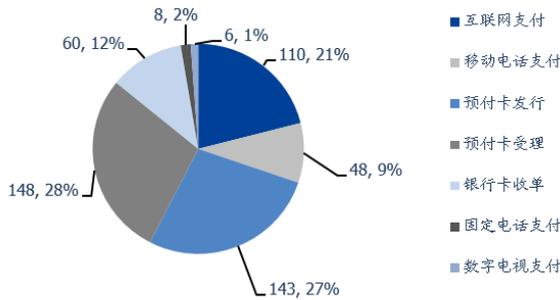
资料来源：《非金融机构支付服务管理办法》，国盛证券研究所

当前仅 237 家持牌机构

牌照发放与监管日趋严格。2011 年到 2015 年，央行一共发放了 270 张第三方支付牌照，其中，2015 年仅发放了 2 张。2015 年 8 月，央行注销了 3 张支付牌照，结束了第三方支付牌照“只发不撤”的历史。2016 年 4 月，央行下发文件对支付机构分级分类监管，且 5 年期满之后续展从严。

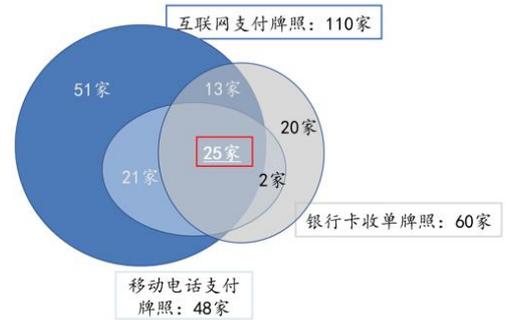
根据央行官网，截至 2019 年 4 月底，市面上剩余 237 家持牌支付机构正常运营，共拥有 523 张支付牌照。其中，“预付卡受理” 148 张，“预付卡发行” 143 张，两者占比超过 50%；其次，“互联网支付”牌照共 110 张，占比 21%；“银行卡收单”牌照共 60 张，占 12%。

图表 2: 中国第三方支付牌照数量和占比分布



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 3: 主要支付牌照持有现状分布



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

多张牌照叠加效应显著, 只有包括海联金汇在内的 25 家公司同时具备互联网支付、银行卡收单和移动电话支付的业务牌照。这意味着这些公司可以拓展 POS 收单、PC 端支付和手机支付业务, 具备布局独立支付系统的显著竞争力。

第三方支付经历了哪些发展阶段?

中国的第三方支付行业主要经历了以下三个阶段, 目前正处于移动支付爆发阶段, 行业迎来新一轮重大变革。

第一阶段: 探索和完善初期 (2005 年之前)

2002 年之前, 各大商业银行尚处于网银业务的发展完善期, 向商家提供的支付接口没有统一的标准, 给商家和消费者造成诸多不便。

2002 年, 中国银联的成立解决了多银行接口承接的问题。通过银行共同分担成本的方式, 地方银联向商家提供多银行卡在线支付统一接口, 使异地跨行网上支付成为可能; 而金融网络与互联网的接口承接, 则由从电子商务发展而来的其他第三方支付机构承担。

该阶段, 第三方支付机构提供的支付服务为支付网关模式,即具有较强银行接口专业技术的第三方支付公司作为中介方, 分别连接银行和商家, 从而帮助消费者和商家在网络交易支付过程中跳转到各家银行的网银界面进行支付操作。支付网关模式下, 第三方支付机构业务自身附加值和增值空间均较小, 收入主要来自银行端手续费的二次分润。

第二阶段: 互联网促进爆发式增长 (2005~2012 年)

随着 2004 年底支付宝正式独立运营, 2005 年被称为以互联网支付为代表的第三方支付概念提出的一年。在这一年, 第三方支付公司在专业化程度、市场规模和运营管理等各方面均取得了较为显著的进步。

交易规模持续增长, 互联网支付的发展尤其迅猛。第三方支付机构在提供基础支付服务

的同时，开始向用户提供各种类型的增值服务，例如缴费、转账、还款、授信等。2008~2010年，交易规模连续三年持续增长；其中，互联网支付的发展尤其迅猛。

牌照监管，行业进入有序发展阶段。2011年，以人民银行《非金融机构支付服务管理办法》正式发布为标志，第三方支付行业的外延有了进一步延伸，即扩展为在收付款人之间作为中介机构提供网络支付、预付卡发行与受理、银行卡收单等支付服务的非银行金融机构，包括银联商务在内的27家企业获得了人民银行颁发的首批支付牌照。

图表 4: 2005-2011 年第三方支付行业相关监管政策

发布时间	文件名称	内容概述
2005.10	《电子支付指引（第一号）》	明确银行业为其客户提供电子支付业务时需遵循的安全协议、电子支付指令的发起和接收流程及标准等细则。
2009.8	《中国人民银行办公厅关于贯彻落实（中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、公安部、国家商务总局关于办理银行卡安全管理预防和打击银行卡犯罪的通知）的意见》	对银行业发卡、交易、使用和受理、收单等各环节及业务提出风控要求，如禁止异地收单。
2010.6	《非金融机构支付服务管理办法》	指出非金融机构从事支付业务需持支付业务许可证。
2010.12	《非金融机构支付服务管理办法实施细则》	《非金融机构支付服务管理办法》的详细说明和解读。
2011.5	《关于规范商业预付卡管理意见的通知》	明确规定商业预付卡分类、管理、有效期、限额等内容。
2011.6	《非金融机构支付服务业务系统检测认证管理规定》	说明相关认证流程、标准、检测内容、周期等。

资料来源：人民银行，国盛证券研究所

第三阶段：移动支付爆发（2012年之后）

多元化支付场景和业务范围加速金融变革。2011年下半年，支付宝推出手机条码支付，第三方支付将业务场景拓展到了线下，从而与银联形成了正面交锋。2012年是移动支付突破元年，基于智能手机的SNS（社会性网络服务）、LBS（基于位置的服务）等应用都取得了较大突破，以智能终端和移动网络为依托的第三代支付迎来了新一轮革新。另外，第三方支付机构不断拓展自身业务范围，并与保险、信贷、证券、货币基金等金融业务进行相互渗透和融合。

行业乱象丛生，监管力度不断加强。部分第三方支付机构为黄赌毒等非法商户提供互联网支付结算便利，洗钱、“二清”、备付金挪用、流动性、账户资金失窃等问题集中爆发。同时，央行注意到支付宝等第三方支付应用的“直连”银行模式在变相实现跨行清结算的功能，潜在着巨大风险，于2017年8月针对性地推出了“网联”平台，进一步归拢资金和信息流，以最大限度降低第三方支付对金融市场的潜在影响。

图表 5: 2012-2019 年第三方支付行业相关监管政策

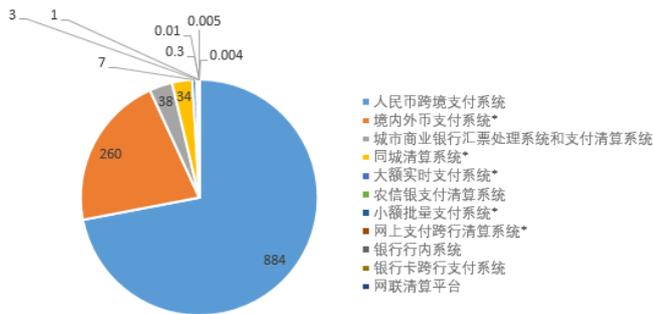
发布时间	文件名称	概述
2012.1	《支付机构互联网支付业务管理办法》	规定相关支付业务范围、账户管理、特约商户风险管理等内容。
2012.3	《支付机构反洗钱和反恐怖融资管理办法》	规范相关工作。
2012.9	《支付机构预付卡业务管理办法》	规定预付卡的发行、受理、使用、充值和赎回等内容。
2013.3	《证券投资基金销售管理办法》	规范支付机构从事基金销售支付结算业务的资质要求等内容。
2013.6	《支付机构客户备付金存管暂行办法》	明确规定支付机构客户备付金的存放、归集、使用、划转等存管活动，及支付机构在银行开设的备付金账户类型与功能等内容。
2013.7	《银行卡收单业务管理办法》	规范收单机构（银行、支付机构）定义、特约商户管理等内容。
2013.11	《关于建立支付机构客户备付金信息核对校验机制文件的通知》	明确相关内容。
2014.3	《关于暂停支付宝公司线下条码（二维码）支付业务意的函》	暂停支付宝、腾讯的虚拟信用卡产品；叫停条码（二维码）支付等面对面支付服务。
2015.2	《中国人民银行支付系统参与者监督管理办法》	明确相关内容。
2015.4	《国务院关于实施银行卡清算机构准入管理的决定》	明确银行卡清算机构的准入管理（银行卡清算业务许可证）、资质申请条件及程序、所从事的业务范围等内容。
2015.12	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	明确规定业务范围、客户支付账户定义及分级、支付机构分级、对个人客户使用支付账户余额支付按安全等级进行交易限额等内容。
2016.6	《银行卡清算机构管理办法》	详细规定申请银行卡清算业务许可的条件、流程、信息变更和终止机制等内容。
2016.12	《关于落实个人银行账户分类管理制度的通知》	明确账户数量、身份校验规则、支付限额、银行账户及支付机构支付账户间关系等内容。
2017.8	《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》	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全部通过网联平台处理，且银行和支付机构应在 2017 年 10 月 15 日前完成接入网联平台和业务迁移工作。
2017.11	《中国人民银行办公厅关于进一步加强无证经营支付业务整治工作的通知》	检查持证机构为无证机构提供支付清算服务的违规行为类型；彻查“二清”行为，彻查通过代收付业务为无证机构提供资金转移服务，变相实现商户结算业务。
2017.12	《条码支付业务规范（试行）》	对条码支付业务定义、条码生成和受理、条码类别、客户分级、限额管理、特约商户管理、外汇备付金账户管理、风险管理、信息安全进行明确规定。

资料来源：人民银行，国盛证券研究所

第三方支付行业规模、增速几何？

第三方支付在我国支付系统中占有重要地位。2020 年第一季度，中国支付系统共处理支付业务 1228.69 亿笔，金额 1715.15 万亿元。其中，与第三方支付直接相关的网联清算平台与银行卡跨行支付系统处理的交易金额分别达到 64 万亿元、42 万亿元，位列第三、四位，仅次于人民银行大额实时支付系统和银行行内系统。

图表 6: 2020Q1 中国各支付系统处理的交易笔数 (亿次)



注: 标*处为中国人民银行支付系统。

资料来源: 人民银行, 国盛证券研究所

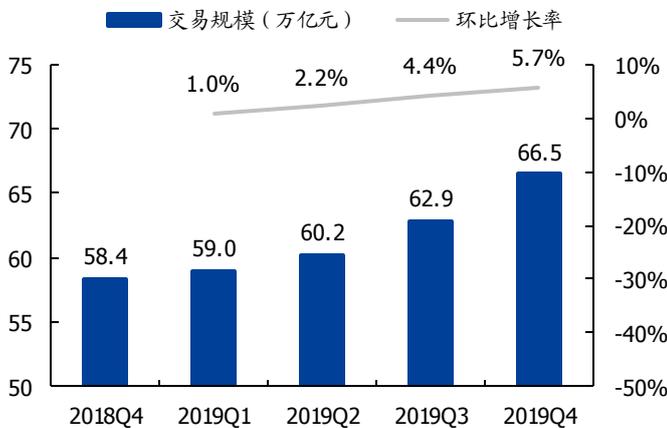
图表 7: 2020Q1 中国各支付系统处理的交易金额 (万亿元)



资料来源: 人民银行, 国盛证券研究所

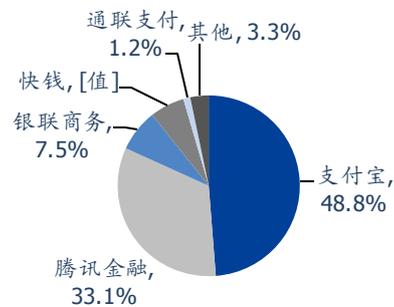
最近一年, 综合支付交易规模继续攀升, 主要得益于移动支付交易规模环比高速增长, 同时互联网支付和银行卡收单行业规模保持稳定微增, 行业进入平稳增长期。据易观统计, 2019Q4 中国非金融支付机构综合支付业务的总体交易规模接近 66.5 万亿元人民币, 环比升高 4.35%, 支付宝、腾讯金融和银联商务分别以 48.8%、33.1% 和 7.5% 的市场份额位居前三位, 三者市场份额总和达到 89.3%。

图表 8: 2018Q4-2019Q4 中国第三方支付综合支付市场交易规模



资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

图表 9: 2019Q4 中国第三方支付综合支付市场交易份额

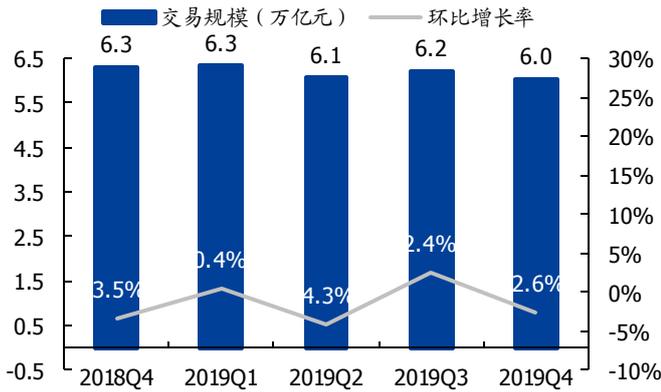


资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

互联网支付交易规模增速放缓, 出现寡头垄断局面

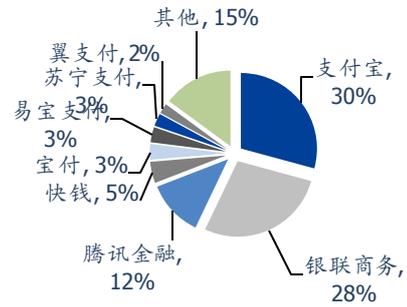
据易观统计, 2019Q4 我国第三方支付互联网支付市场交易规模约为 6 万亿元, 环比降低 23%。支付宝、腾讯金融和银联商务三者市场份额总和达到 70%。2019 年中国第三方支付互联网支付交易规模约为 25 万亿元, 与去年相比整体规模有所下降, 主要是由于监管趋严及受到部分 P2P 平台爆雷等因素的影响。同时, 个人业务 (包括转账业务、信用卡还款业务等) 和线上消费 (包括网络购物、O2O、航空旅行等) 随着 PC 端到移动端支付习惯的转移, 其占比相较之前也有所减少。

图表 10: 2018Q4-2019Q4 中国第三方支付互联网支付市场交易规模



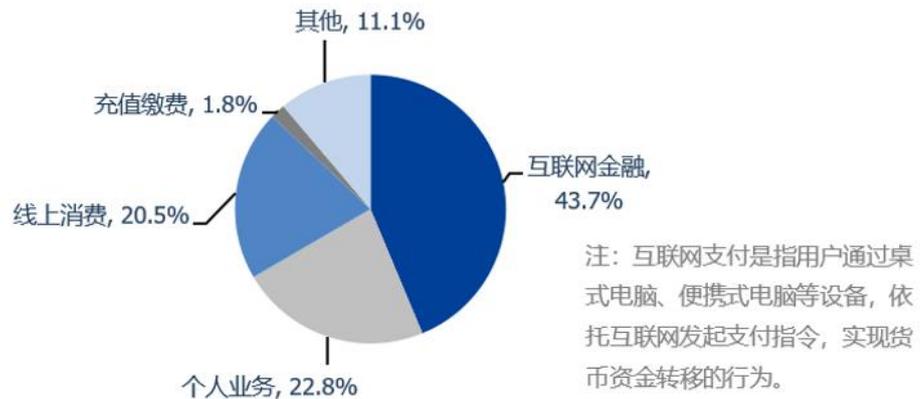
资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

图表 11: 2019Q4 中国第三方支付互联网支付市场交易份额



资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

图表 12: 2019 年中国第三方互联网支付交易规模结构

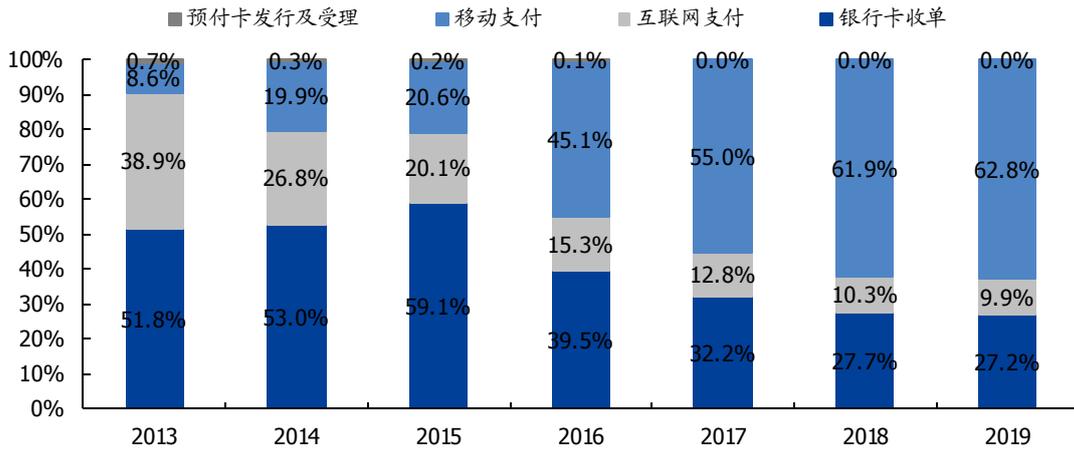


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

移动支付逐渐取代银行卡收单成为第一大第三方支付业务

2016 年以前, 银行卡收单占比最高。随着电商市场的成熟、智能手机和 4G 网络的普及, 网络支付加速发展, 交易规模占比不断提高, 截至 2019 年, 移动支付交易规模占比已增至 62.8%, 成为当前主流支付方式。

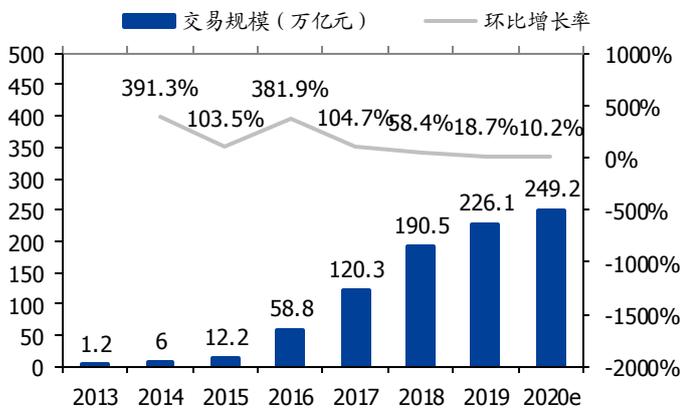
图表 13: 2013-2019年中国第三方支付交易规模业务结构



资料来源: iResearch, 国盛证券研究所

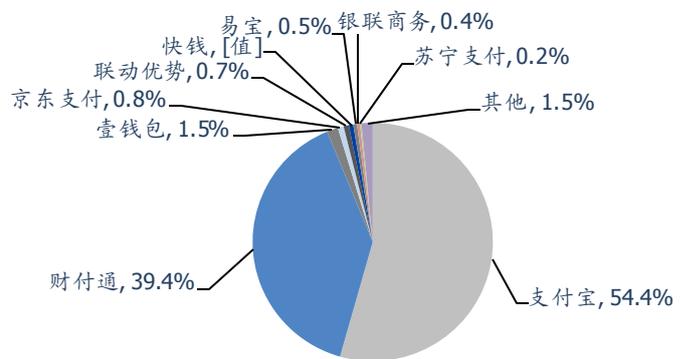
移动支付平稳高速增长, 市场依旧高度集中。据艾瑞统计, 2019年我国第三方支付移动支付市场交易规模为 226 万亿元, 同比增长 18.7%, 支付宝和财付通分别以 54.4%和 39.4%的份额占领市场, 二者总额高达 94%。

图表 14: 2013-2020年中国第三方移动支付交易规模与增速



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 15: 2019年中国第三方移动支付交易规模市场份额

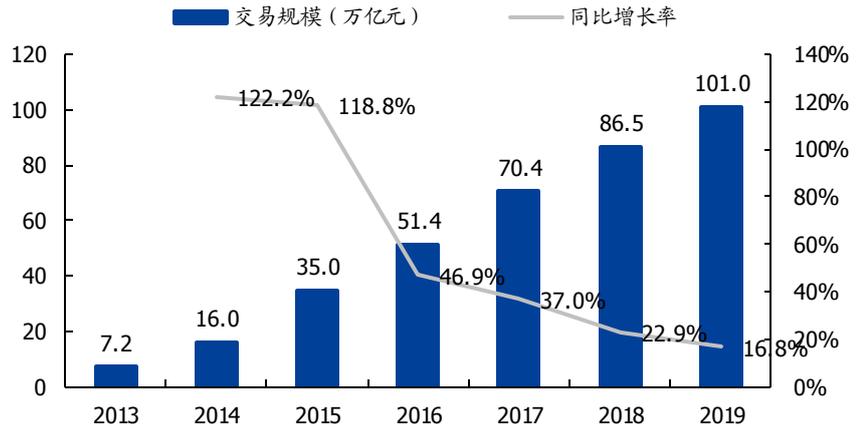


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

银行卡收单业务增速持续放缓

银行卡收单业务受到面向 C 端用户的支付工具发展的冲击, 发展速度持续放缓。传统模式中银行卡收单一般在线下完成。由于网络支付的兴起, 银行卡收单的内涵已从线下扩展到线上基于无卡形式的收单, 2019 年, POS 机数量首次出现负增长。此时, 第三方支付机构由于合作商户拓展服务商、市场调节收费、对接银联/网联等支付渠道等、在获客渠道、费率、产品支付渠道、增值服务上均占有着一定优势。

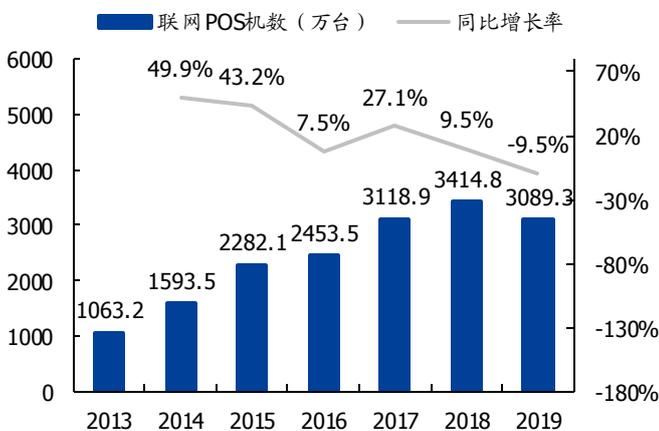
图表 16: 2013-2019 中国第三方支付银行卡收单交易规模



资料来源: iResearch, 国盛证券研究所

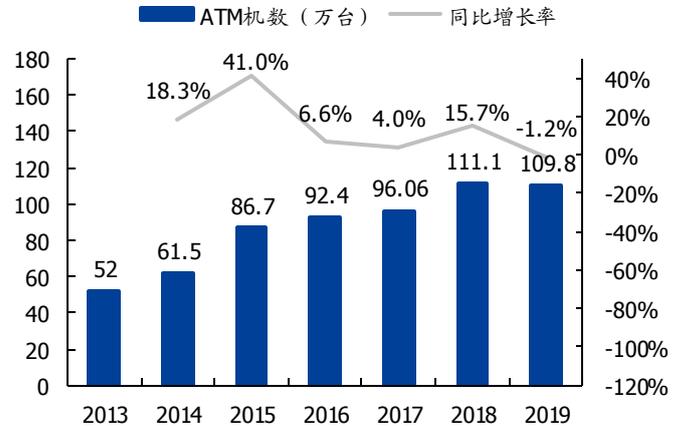
在银行线下服务体系受到冲击的情况下，其网点相关金融机具（包括网点周边与之匹配的 ATM 类机具）需求大幅下滑。在我国 ATM 需求最高峰的 2015 年，ATM 机数量增长高达 41%，新增台数高达 25.2 万台，而 2016、2017 年较上一年新增台数迅速跌落至 5.7 万台和 3.7 万台，呈现快速下行趋势，2019 年 ATM 机数量出现了负增长，进一步佐证了移动支付崛起对现金支付和 ATM 终端设备的颠覆。

图表 17: 2013-2019 年中国联网 pos 机数



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 18: 2013-2019 年中国 ATM 机数



资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

第三方支付产业链如何分润?

具体到产业链分润，我们根据涉及账户和交易场景将第三方支付交易分成以下五种模式，则各模式下商户收单/支付服务费的流向为（以下将以微信支付支付宝为代表的第三方支付机构统称为“两大”）：

图表 19: 第三方支付产业链分润规则

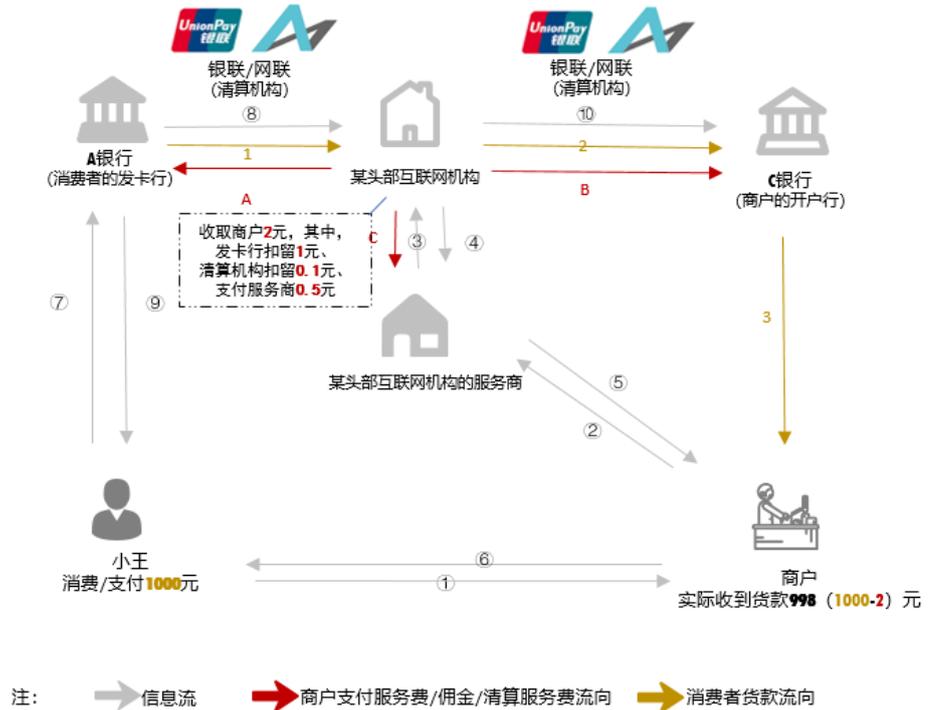
类型	发起地点	是否经过两大	银行账户	商户支付的服务费流向
移动支付	线下	是	有	两大 (2‰)、两大的服务商 (0-0.5‰) → ①发卡行 (借记卡 0.5-1.5‰, 贷记卡 1-2‰); ②清算机构 (80%可能性在网联, 目前网联未收取清算服务费; 20%可能性在银联, 银联对两大的收费标准为 0.1‰)
移动支付	线下	是	无	两大 (2‰)、两大的服务商 (0-0.5‰)
互联网支付	线上	是	有	两大 (6‰)、两大的服务商 (0-0.5‰, 注: 银行不能成为支付宝在线上支付的代理商) → ①发卡行 (借记卡 0.5-1.5‰, 贷记卡 1-2‰); ②清算机构 (80%可能性在网联, 目前网联未收取清算服务费; 20%可能性在银联, 银联对两大的收费标准为 0.1‰)
互联网支付	线上	是	无	两大 (6‰), 两大的服务商 (0-0.5‰)
银行卡收单	线上/线下	否	有	收单行 (借记卡 4-5‰; 贷记卡 6‰), 代理最高万八 → 发卡行 (借记卡不超过 3.5‰, 单笔封顶 13 元; 贷记卡不超过 4.5‰, 无上限); 清算机构 (银联, 不超过 0.65‰, 单笔不超过 6.5 元, 收款人的发卡行/收款行、收单机构各承担 50%, 即 0.325‰) —— 发卡行、收单机构、清算机构分润比例为 7:2:1

注: 1) 部分数据来自草根调研, 实际情况可能根据商户交易量大小或其他因素而与本表有所出入; 2) “两大”指以财付通、支付宝为代表的头部互联网机构; 3) 此处会提及 ATM 支付, 其亦属于电子支付。

资料来源: 收钱吧公告、产业调研, 国盛证券研究所

例如, 2020 年 6 月, 假设小王在线下餐饮店消费 1000 元, 他扫描店内收银台放置的头部互联网机构布放的二维码, 用自己在 A 银行的借记卡付款, 该头部互联网机构拥有第三方支付资质, 备付金银行是 B 银行, 商户收款行是 C 银行; 假设 A 银行与前述头部互联网机构签署了快捷支付协议; 假设完成银行卡清算的机构是银联, 则此交易属于涉及银行账户, 经过“两大”的线下支付, 则清算流程如下图所示:

图表 20: 线下支付中的消费者支付指令与商户支付服务费流向



注: 1、信息流: ①消费, 发起付款; ②发起交易请求; ③发起交易请求; ④返回支付信息; ⑤生成二维码; ⑥用户扫描商户给出的二维码; ⑦确认付款; ⑧经由银联, 发送贷款; ⑨发送支付结果; ⑩跨行清算; 服务费流向 (不代表时间先后顺序): A 支付发卡服务费; B 支付清算服务费; C 月度结算服务费; 消费者贷款流向: 1/2, 银联通过人民银行支付系统 (大额支付系统, 小额支付系统等) 完成跨行清算账户的资金划拨; 3, T+1日结算 (实践中也可能是头部互联网机构结算给商户)。2、数据仅为草根调研结果, 实际情况可能有所出入。

资料来源: 收钱吧公告、产业调研, 《从中国支付发展史漫谈数字货币的变革》(王志城, 2020.4), 国盛证券研究所

第三方支付行业的发展有哪些关键驱动因素?

基于目前第三方支付行业由支付宝、财付通两大巨头垄断的竞争格局, 以及日新月异的行业政策, 我们认为, 行业发展驱动因素主要在于政策的变化和行业巨头的推动。

政策

近年来, 我国支付市场发展迅速, 银行支付和非银行支付齐头并进, 支付方式和产品推陈出新, 支付服务水平不断提升。但在业务快速发展过程中也暴露出一系列问题, 比如一些非银行支付机构互联、直连, 通过银行违规进行跨行清算; 部分机构未经许可非法从事支付业务; 违规经营、挪用客户备付金等风险事件也时有发生。这些违法违规行为, 扰乱了金融秩序, 集聚了金融风险, 侵害了金融消费者合法权益。

市场行为的混乱引起监管的介入, 当市场逐步走向规范化、可持续发展化, 监管将适当地宽松。长期而言, 机构行为和监管政策是由博弈逐渐走向动态平衡的过程。

成立银联

中国由央行主导社会资金支付清算活动，基本维持“清算-结算”二级制体系。清算完成银行间债权债务关系清偿，结算完成银行、商户与消费者之间债权债务关系清偿。

第三方支付公司在商业银行开设备付金账户，专门用于管理商户备付金，用户在第三方支付机构开设的账户叫支付账户，支付账户也具有支付功能，但是完成商户收款结算的环节还是需要经由商业银行或央行清算系统完成，所以原则上第三方支付公司只负责支付信息收集、转发，并为消费者提供更加便捷的支付产品，但并不具体负责资金清结算业务过程。

比如，消费者小王在餐饮店消费了 100 元，小王持有工商银行借记卡在招商银行铺设的线下 POS 机上进行付款。

- 1) 支付：小明在招商银行 POS 机上刷卡时，招商银行会通过银联传递消息至工商银行，工商银行实时贷记 100 元，并告知招商银行 POS 机扣款成功，此时支付完成，债权债务关系变更到两银行之间；
- 2) 清算：招商银行向工商银行索要 100 元，该环节现由人民银行支付系统和银联跨行支付系统（CUPS）完成，其后债权债务关系变更到 B 银行和超市之间；
- 3) 结算：招商银行扣除相关手续费并将款项结算给超市，招商银行和商户之间债权债务关系清偿完毕。

可见，在交易过程中，商品和资金的转移并不是“一手交钱一手交货”同步发生的。起初，商业银行分别构建自己的行内网络、发卡并开拓商户，这就导致市场上行与行之间卡片及商户终端标准不一，网络及受理终端严重重复建设等问题。如果要实现银行间通存通兑，各银行需要在其他银行都开户，从而便于记账，避免在清算过程中出现银行拒付的情况，如未经授权的一方使用持卡人信用卡进行购买，或者在同一消费场景进行多次同卡支付。这时一般都要求其他银行在该账户预存一定量的资金，也就是存款备付金。在这种模式下，每个银行都承担着对其他银行的清分、清算职责，各银行相当于一个小的清算机构，随着交易量的增加，这会造成银行间清分、对账、资金清算效率极低。

为了规范银行卡市场，央行将各商业银行联合起来，于 2002 年 3 月成立了中国银联，并构建了中国银联银行卡跨行支付系统（CUPS）专门处理银行卡跨行交易信息转接和交易清算业务。

成立网联

对比银联，网联的出现则是第三方支付机构蓬勃发展的产物。

在第三方支付行业兴起初期，也出现了类似银行卡时代“直连”的问题。在直连模式下，第三方支付机构充当了跨行清算的角色，备付金被挪用的案件频发，为消费者带来巨大损失；监管部门无法掌握资金流向，为洗钱、非法交易等行为提供了庇护；另外，移动支付巨头将收单业务外包给非持牌机构，目的是迅速做大商户规模，但商户资质的审核和交易的安全性都存在风险漏洞。

为了“断直连”，2017 年 8 月份央行发布了《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》，要求自 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全部通过网联平台处理。

根据网联官网，网联作为全国统一的清算系统，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，其本质是改变之前第三方支付机构“直连”银行的交易转接和清算模式，变为支付机构先接入网联平台，网联平台统一对接各银行金融机构。

可见，在网联的介入下，第三方支付机构已不再是直接各自对接银行，而是统一单点对接网联平台，再由网联平台对接各银行进行涉及银行卡的交易转接服务。

对银行而言，网联取缔了支付机构违规从事的跨行资金清算业务，使支付机构在银行账户连接和获取上逐渐失去优势，银行对付款业务的控制力大大增强，银行渠道变得更加重要，支付机构对银行账户和付款渠道的依赖性会增强。清算组织的加入，使银行与支付机构的权责利更趋平衡。

对第三方支付机构而言，监管趋严，直接改变了直连的清算结构、监管方式、盈利模式和未来发展方向，有助于缩小支付机构之间的渠道能力差距，为我国支付市场发展营造更加公平公正的竞争环境。

支付机构上缴备付金

支付机构客户备付金（简称“备付金”）指支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收资金。起初，第三方支付机构对备付金有全权的处理权限，拿这笔钱与银行谈判，在依靠银行支付接口实现清算的同时，收取一定的银行利息。随着第三方支付的发展，客户备付金规模越来越大，其潜在挪用风险不容忽视。除了统一改用网联接口，央行还对备付金的使用和保管提出了严格的规定。

2010年9月出台的《非金融机构支付服务管理办法》首次明确备付金的性质不属于支付机构自有财产，支付机构只能根据客户发起的支付指令转移备付金，禁止以任何形式挪用备付金；支付机构只被允许在同一家商业银行专户存放备付金。

2012年出台《存管办法》控制备付金存管银行和账户数量。要求减少备付金银行及账户数量，实行三层级备付金银行账户结构（存管、收付、汇缴）。

图表 21: 三层级备付金银行账户结构实施办法

	开立银行	开立限制	跨行收款	跨行付款	对外支付	日终余额
存管账户	存管银行	一个省开一个	√	√	√	
收付账户	合作银行	一个法人银行开一个	√		√	√
汇缴账户	合作银行	无				

资料来源：中国人民银行，《存管办法》(2012)，国盛证券研究所

图表 22: 备付金存放和利息相关政策发展历程

日期	相关政策	内容概述
2013.6	《支付机构客户备付金存管暂行办法》	客户备付金必须 100%在银行金融机构进行托管
2016.4	《国务院办公厅关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》	人民银行或商业银行不得向非银行支付机构备付金账户计付利息
2017.1	银办发[2017]10号	确立了支付机构客户备付金集中存管制度
2017.4-12	/	2017年4月开展首次备付金集中交存工作,首次交存比例为平均20%; 2017年12月将交存比例提高至平均50%
2018.6	银办发[2018]114号	将交存比例提高至100%
2020.4	《非银行支付机构客户备付金存管办法(征求意见稿)》	按照0.35%的年利率水平对清算保证金按日计息

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

根据亿欧智库, 2017年之前, 支付机构备付金收入占总收入比例高达 11.26%, 2018年则下降至 5.4%。而 2019年1月14日全部上缴后, 支付机构的备付金收入占比为零。

备付金取消利息和统一存管, 使得一些依赖利息收入的中小支付机构失去了谈判的筹码和盈利的渠道; 同时, 由于支付机构无法再依靠利差赚钱, 也迫使机构进行业务创新, 寻找和开发新的盈利模式。

2020年计息新规按照 0.35%的年利率水平对清算保证金按日计息, 则充分考虑了非银行支付机构的需求, 这将有助于缓解支付机构经营压力, 为支付机构回归主业、加快转型提供更好支持。

条码互联互通

条码互联互通最初由央行在 2019年8月发布的《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021年)》中提出: 统一的技术标准与编码规则, 构建条码支付互联互通技术体系, 打通条码支付服务壁垒, 实现不同APP和商户条码标识互认互扫。根据财新、《财经》, 条码支付互联互通的技术路线试点, 在杭州、宁波、成都三地开展; 2020年春节前, 网联牵头的方案已完成收款扫码现场验证。

图表 23: 条码互联互通试点主要进展

时间	清算机构	银行	支付机构	城市
2019.12.30	网联	/	平安付、乐刷	宁波
2020.1.13	银联	中国银行、交通银行	财付通	福州、宁波、济南
2020.1.15	网联	杭州银行	通联钱包、平安付	杭州
2020.1.20	网联	/	通联钱包、平安付、现代金控、拉卡拉、合利宝等	成都
2020年3月底至4月中旬	银联	工行、招行、平安银行、建行、中行	支付宝	杭州、重庆、广州
2020年3月底至4月中旬	银联	平安银行	财付通	福州、宁波、济南、成都

资料来源: 《二维码互通: 银联网联如何博弈》(财新, 5.9), 国盛证券研究所

据财新5月9日报道《二维码互通：银联网联如何博弈》，试点至今，二维码支付互联互通在央行统一的标准基础上，出现了分别由银联和网联分别主导的技术方案。银联模式是多对多的单向连接，使用支付机构各自的二维码（目前只能银行单向扫支付宝和财付通的收款码），不可反向扫码，相较于此前的银行卡绑定支付机构账户的做法，银行无法再获得发卡手续费，银联仍能获得通道费；网联模式是一码制，通过网联这一中心来连接，试点机构可以双向互扫，各方与网联连，网联处理信息交互和资金结算，机构之间不用联合调试，不用再单独开发。

我们认为，条码互联互通，与其说银联和网联在技术路线上有分歧，不如说产业链上各方利益关系仍在博弈，行业迎来一次新的“洗牌”机会。总体来看，条码互联互通或将打破支付巨头对用户支付入口在某种程度上与垄断接近的地位，通过增值服务的开发和供应，支付机构和银行将会迎来新一轮改变个人服务竞争格局的机遇。

行业巨头推动

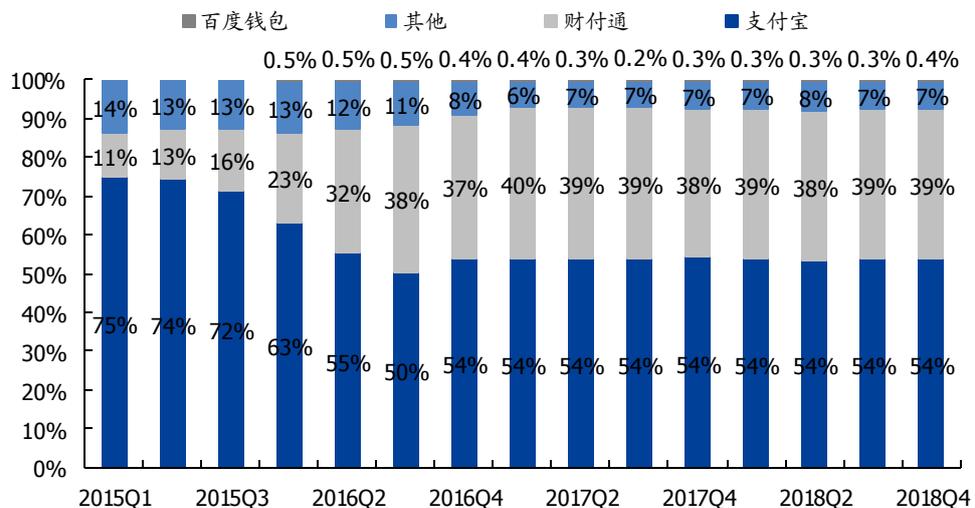
初期，支付宝以电商平台交易付款、网络理财等场景，微信支付则以社交平台好友转账、网约车出行等场景为依托，二者皆以各自强有力的流量入口满足了移动支付的刚需，从而形成了第三方支付市场接近于“寡头垄断”的局面。可以说，支付宝和财付通的发展史就是中国第三方支付行业发展的缩影。

2011年底，支付宝推出扫码支付，进军线下支付场景，迅速占领中小型商户。同年，淘宝（天猫）双十一风生水起，成交额达到52亿元人民币，参加的品牌商从刚开始的27家增加到2200家。成交额在8分钟突破了1亿元人民币，当天支付宝的交易笔数达到1亿笔。“双11”开始转向全民的购物狂欢。

2013年6月，货币基金产品“余额宝”面世，标志着支付宝开始向金融领域进军。

2014年春节，“微信红包”一战成名；2015年除夕，微信与央视春晚合作发出5亿红包，再次掀起高潮，超过8亿人参与，受此影响，2015Q1腾讯财付通在移动支付产业的市场份额增加了2个百分点，而支付宝的则出现了下滑。此后连续两年（2016、2017年），支付宝竟得央视春晚红包独家合作权也未能撼动用户在春节使用微信发红包的习惯。

图表 24: 2015-2018 年 BAT 移动支付市场份额



资料来源：易观，国盛证券研究所

经过几年发展，阿里和腾讯共同把“蛋糕”做大，培养了用户粘性和使用频率，并依托背后平台打造金融服务和数字化产品；同时，借助大数据、云计算、区块链等新兴技术对商户和用户开展精细化运营。除了线上支付，支付宝和财付通又将战场扩展到线下零售，支付宝推出刷脸支付，微信也采取了大量补贴和推广措施，迅速占领“新零售”市场。

至2019年，支付宝和财付通在移动支付市场的总份额高达94%，依旧占据绝对优势；同时，由于自身app性质的先天优势，二者又自成用户信息和交易数据的归集口。短期内此二者在第三方支付市场的地位难以撼动。

中国央行数字货币可能如何改变第三方支付产业链？

分润规则或需重写，重点商户或可免费

当前电子支付产业链主要分为三侧：1) 用户侧：掌握用户支付账户的头部互联网机构（微信、支付宝）或银行；2) 清算侧：银联、网联；3) 商户侧：银行卡POS收单商、头部互联网机构的代理商。该产业链存在、各机构有收入可分的原因在于商户愿意付费，而商户愿意付费的原因在于用户要求使用电子支付方式，而非现金。

推动DCEP落地有两条路径：1) 自上而下，首先用于政府、国企等机构人员发工资补贴、冬奥会等场景。2) 自下而上，用“DCEP是央行负债，比银行存款更安全”来吸引用户，从而推动商户付费，或者为部分商户免除支付费率，支付宝和微信均曾通过其代理商推出针对重要的线下场景——餐饮的商户收款零费率行动（支付宝“蓝海”行动和微信“绿洲”计划）。我们认为，在前期，DCEP的推动路径更多地是自上而下，而在“自下而上”这条路径上，也可以改变当前支付产业链的分润规则，来让头部互联网机构、银行、清算机构、收单机构有动力推进。

账户侧：银行账户影响力增强

如何理解DCEP的账户“松耦合”属性？不代表无银行账户。人民银行副行长范一飞在《关于央行数字货币的几点考虑》中提出，1) 央行数字货币不改变二元账户体系，不改变现有货币投放体系，不改变现有货币政策传导方式；2) 不同于电子支付工具的资金转移必须通过账户完成的账户紧耦合方式，央行数字货币应基于账户松耦合形式，使交易环节对账户的依赖程度大为降低，这样既可与现金一样易于流通，又能实现可控匿名。

我们认为，此处意为，DCEP一定会与银行账户绑定，此处的账户松耦合仅指：1) DCEP交易对央行实名，但可对其他第三方匿名，相较于传统银行账户交易需要交易双方全程实名，这一属性的要求相对较“松”；2) DCEP投放机构将DCEP交易数据异步传输给央行，而非必须同步传输给央行，这既便于央行掌握必要的数据以确保审慎管理和反洗钱等监管目标得以实现，也能减轻商业机构的系统负担。这意味着，尽管DCEP是央行负债，理论上只有央行有权确认交易完成，但实际运行中，DCEP的交易确认由投放机构（即商业银行）即可完成，无需央行实时确认，央行更多地是负责事后监管。

注：同步传输与异步传输的区别在于，同步传输模式中，发送方发出数据后，前者必须等待接收方做出回应，才可发送下一个数据包，而异步传输的数据发送方无需等待接收方回应。

DCEP账户与现有的银行“一二三类”账户不同，或有新层级。现有的银行账户按照开

立方式、功能和业务金额等因素受限制的程度分为三类/级。而 DCEP 现阶段的试点可能根据实名程度的强弱分为四类：一类（强实名）、二类（较强实名）、三类（较弱实名）、四类（弱实名）。注意，即便是其中的弱实名账户，假设仅需手机号即可完成注册，对银行而言，其大概率仍需为用户设置用户 ID，而该 ID 在实质上仍是银行账户。

也就是说，DCEP 账户体系或不同于现有的银行三级账户体系，而可能分成不止三类，两种账户体系的分类标准亦有所不同。但可以预见的是，两种体系的相同点可能在于 DCEP 账户中的弱实名类账户也有限额。另外，DCEP 账户可能可与用户已有的银行账户绑定。

图表 25: 2016 年 12 月 1 日起施行的银行个人账户分类

	I 类账户	II 类账户	III 类账户
主要功能	全功能（即借记卡、存折）	储蓄存款与投资理财；消费和缴费；向非绑定账户转出资金；	消费和缴费；向非绑定账户转出资金
账户余额	无限制	无限制	≤1000 元
使用限额	无	存取现金、非绑定账户转账、消费缴费日限额累计 1 万元；年限额累计 20 万元	非绑定账户转账、消费缴费日限额累计 5000 元；年限额累计 10 万元
业务限制	无	办理存取现金、非绑定账户资金转入业务需经银行柜面、自助设备加以银行工作人员现场面对面确认身份	办理非绑定账户资金转入业务需经银行柜面、自助设备加以银行工作人员现场面对面确认身份；无法存取现金；无法储蓄存款与投资理财
账户形式	借记卡、存折	电子账户（也可配发实体卡片）	电子账户
开立方式	必须在银行柜台开立	可通过绑定 I 类账户的方式在网上开立	可通过绑定 I 类账户的方式在网上开立
备注	2016 年 12 月 1 日起，每人在每家银行只能有 1 个 I 类户，已有 I 类户的，只能开设 II 类或 III 类户。		

资料来源: ucaio.com, 国盛证券研究所

DCEP 将增强银行账户在支付产业链中的影响力。近年来，电子支付产业链中分润最多的机构渐渐从银行转换为拥有高用户粘性的头部互联网机构（微信、支付宝）。发卡银行在线下 POS 收单场景中的分润比例高达 70%，而收单机构和清算机构各仅能分得 20%、10%，而 2015-2019 年，线下 POS 收单规模相较于头部互联网机构主导的互联网支付（PC 端和移动端）渐趋萎缩，从 60% 降至 27%。在互联网支付中，头部互联网机构取代了银行的入口地位，分润比例高达 2‰（线下交易）~6‰（线上交易），发卡行分润比例则降为 0.5‰~2‰。我们认为，由于 DCEP 账户是银行账户，央行对 DCEP 的推动会增强银行账户在支付产业链中的影响力，银行有机会夺回用户侧的账户主导权，DCEP 当前试点中的金融机构仅有银行，而无头部互联网机构体系内银行外的机构和清算机构可兹佐证。

但是，要注意到，近年来促成“用户支付账户主导权从银行转移到头部互联网机构”这一巨大转变的因素有多个。例如，

- 1) **用户端**，头部互联网机构本就掌握网购、网络游戏等大量线上场景，拥有高用户粘性，近年来又通过入股或收购、补贴等在出行（参见“滴滴快的”大战）、餐饮等多种线下场景获得大量移动支付市场份额；
- 2) **服务商端**，头部互联网机构给了服务商（在银行卡线下 POS 收单中此角色被称为“收单商”）更多返佣（曾高达 2‰，而收单商佣金最多约为 0.8‰）。
- 3) **商户端**，头部互联网机构给予特定场景的商户低费率补贴（参见支付宝“蓝海计划”微信支付“绿洲计划”）。

我们认为，如果银行要夺回用户支付账户主导权，光是央行从 DCEP 在用户账户层的制

度设计上力推可能是不够的，1) 要掏出真金白银补贴服务商和商户；2) 或需央行指定部分应用场景，培养用户习惯，例如国企、事业单位工资发放等。

清算侧：银联网联有望参与

试点后期应关注银联、网联参与情况。目前在媒体报道的 DCEP 试点情况中，仅有各参与试点的银行推出各自的 DCEP App，没有显示 DCEP 如何跨行清算，当前电子支付产业链中的两大清算机构——银联和网联均未参与，但只要 DCEP 的交易需要连接不同银行、连接支付机构与银行，两大机构均有望参与。我们注意到，试点中的部分 DCEP 账户可能仅需手机即可注册，则 DCEP 的跨行清算可能还需运营商配合确认用户身份信息，而两大清算机构中的网联已有三家股东的实控人为三家运营商（天翼电商、中移电子、联通支付），这代表在与运营商合作的股权关系上，网联有一定的优势。根据当前的媒体报道，三大运营商已参与 DCEP 试点，后续我们推荐关注银联、网联的参与情况。

商户侧：收单机构/服务商不可或缺

收单机构是电子支付产业链上离商户最近的机构。头部互联网机构取代银行主导支付产业链的转变，与早期激励银行卡 POS 收单商“倒戈”成为服务商不可分割。DCEP 的推广离不开对收单机构的激励，不管其来自头部互联网机构，还是来自银行。与市场观点不同，我们认为，服务商并非只是简单的“地推”，技术含量低，话语权弱，实际上它们在服务商户的过程中可能形成对特定行业商户的深刻了解，拥有较强用户粘性，替换成本高。如果头部互联网机构降低对服务商的返佣，则服务商可能选择放弃返佣，而提高商户费率来稳定或提高自身收入。

例如，微信针对餐饮用户推出的绿洲计划内容为“商户费率较其他行业较低，为 0~2%，对服务商返佣 2%”，此业务中，微信会从商户费率中抽走 2%，所以服务商利润空间本来仅在 2% 所有。其后，微信降低了对服务商的返佣至 0.5%~1%，服务商利润空间急剧收窄。2020 年 5 月底，收钱吧、昊天商服退出微信绿洲计划，将商户费率从 2% 提升至 3.8%。目前商户反映未知，但服务商有底气涨价本身说明了其有一定把握，在产业链中已经有一定的议价权。我们认为，如银行欲借 DCEP 获取更多用户，可能采用的方法大概率也将包括：1) 降低欲推广场景的商户的费率；2) 对服务商返佣。

投资建议

拥有互联网支付、移动支付、收单资质的支付机构（拉卡拉、海联金汇等）。

布局了人脸支付等新技术的公司（恒宝股份等）。

布局了头部互联网机构服务商的公司，如华峰超纤（威富通）。

POS/ATM 厂商龙头（新大陆、新国都、广电运通等）。

图表 26: 第三方支付行业中的上市公司 (货币单位: 亿元)

公司代码	公司简称	市值	年内涨幅 (1.1~6.5)	支付公司名称	支付公司牌照	备注 (此处控股指上市公司对支付公司的持股比例, 营收占比来自公司 2019 年报)
000997.SZ	新大陆	170	2%	福建国通星驿网络科技有限公司	银行卡收单	60%控股
300773.SZ	拉卡拉	275	-10%	拉卡拉支付股份有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡受理、银行卡收单、数字电视支付	支付业务营收占比 88.7%
300180.SZ	华峰超纤	143	-5%	威富通科技有限公司	无牌照	100%控股
002537.SZ	海联金汇	70	-19%	联动优势电子商务有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	70%控股, 支付业务营收占比 18%
300130.SZ	新国都	66	-22%	嘉联支付有限公司	银行卡收单	100%控股, 支付业务营收占比 88%
600588.SH	用友网络	1,153	63%	北京畅捷通支付技术有限公司	互联网支付、银行卡收单	70%控股
002647.SZ	仁东控股	185	97%	广州合利宝支付科技有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	90%控股, 支付业务营收占比 60%
002512.SZ	达华智能	61	-17%	广东达华支付科技有限公司	无牌照	70%控股
300079.SZ	数码科技	71	-16%	北京数码视讯支付技术有限公司	互联网支付、数字电视支付	100%控股
300531.SZ	优博讯	54	3%	深圳市瑞柏泰电子有限公司	无牌照	52.4%控股, 支付业务营收占比 50%
002104.SZ	恒宝股份	58	9%	深圳一卡易科技股份有限公司	无牌照	51.1%控股
002396.SZ	星网锐捷	194	-6%	福建星网锐捷通讯股份有限公司	无牌照	母公司
600221.SH	海航控股	270	-7%	易生支付有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行、预付卡受理、银行卡收单	13.46%参股
601318.SH	中国平安	13,636	-11%	平安付电子支付有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	100%控股
				平安付科技服务有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行、预付卡受理	100%控股
002268.SZ	卫士通	173	-20%	成都摩宝网络科技有限公司	互联网支付、移动电话支付	14.51%参股
600050.SH	中国联通	1,564	-14%	联通支付有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行、预付卡受理、银行卡收单、固定电话支付	100%控股
002316.SZ	亚联发展	24	-18%	开店宝支付服务有	预付卡发行、预付卡	45%参股

				限公司	受理、银行卡收单	
000652.SZ	泰达股份	92	66%	天津城市一卡通有限公司	预付卡发行、预付卡受理	40%参股
600019.SH	宝钢股份	1,025	-15%	东方付通信息技术有限公司	互联网支付	5.17%参股
002352.SZ	顺丰控股	2,207	35%	顺丰恒通支付有限公司	互联网支付、银行卡收单	100%控股
600827.SH	百联股份	166	10%	安付宝商务有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行、预付卡受理、固定电话支付	5.9%参股
600754.SH	锦江股份	232	-6%	锦江国际商务有限公司	预付卡发行、预付卡受理	98%控股
600611.SH	大众交通	78	-5%	上海大众交通商务有限公司	预付卡发行、预付卡受理	100%控股
002024.SZ	苏宁易购	826	-12%	南京苏宁易付宝网络科技有限公司	互联网支付	41.5%参股；苏宁易购集团股份有限公司与上海苏宁金融服务集团有限公司为联营企业，该支付公司为苏宁金融服务（上海）100%控股子公司
600677.SH	航天通信	16	-66%	浙江航天电子信息产业有限公司	互联网支付、预付卡发行、预付卡受理	49%参股
600825.SH	新华传媒	64	7%	上海新华传媒电子商务有限公司	预付卡发行、预付卡受理	100%控股
600690.SH	海尔智家	1,044	-16%	快捷通支付服务有限公司	互联网支付	100%控股
002153.SZ	石基信息	320	-23%	敏付科技有限公司	互联网支付	100%控股，支付业务营收占比3.78%
1806.HK	汇付天下	24	-27%	上海汇付数据服务有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、固定电话支付	100%控股，支付业务营收占比99.88%
9923.HK	移卡	72	-1%	乐刷科技有限公司	移动电话支付、银行卡收单	100%控股
0941.HK	中国移动	11,159	-14%	中移电子商务有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行、预付卡受理、银行卡收单	100%控股
0728.HK	中国电信	1,959	-21%	天翼电子商务有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行、预付卡受理、银行卡收单、固定电话支付	78.74%控股
0656.HK	复星国际	879	-9%	商盟商务服务有限公司	互联网支付、预付卡发行、预付卡受理	100%控股
1810.HK	小米集团	3,042	17%	捷付睿通股份有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单	97%控股
0700.HK	腾讯控股	41,558	16%	财付通支付科技有	互联网支付、移动电	95%控股，支付业务营收占比

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	年内涨幅 (1.1~6.5)	POS 机具公司名称	2018 年 pos 机出货量 (万台)
BABA.N	阿里巴巴	5,843	3%	支付宝(中国)网络技术有限公司	33%参股, 支付业务营收占比 86.6%
SINA.O	新浪	22	-17%	北京新浪支付科技有限公司	100%控股
832086.OC	现在支付	3	3%	现在电子支付有限公司	100%控股
833006.OC	通莞股份	1	-64%	广东通莞科技股份有限公司	100%控股
832028.OC	汇元科技	6	-4%	汇元银通(北京)在线支付技术有限公司	100%控股

备注: 1、市值数据为 2020 年 6 月 5 日值; 2、2020 年 5 月翠微股份拟买入海科融通 98.7% 股权, 已获证监会受理。3、中兴通讯已于 2016 年 8 月向上海沃芮欧出售讯联智付 90% 股权

资料来源: Wind, 人民银行, 国盛证券研究所

图表 27: POS 机具上市公司

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	年内涨幅 (1.1~6.5)	POS 机具公司名称	2018 年 pos 机出货量 (万台)
000997.SZ	新大陆	170	2%	福建国通星驿网络科技有限公司	1430
300773.SZ	拉卡拉	275	-10%	拉卡拉支付股份有限公司	暂无公开数据
300130.SZ	百富科技	33	-15%	百富科技有限公司	1065
300205.SZ	新国都	66	-22%	嘉联支付有限公司	704
002197.SZ	天喻信息	42	-10%	武汉天喻信息产业股份有限公司	413
600571.SH	证通电子	47	15%	深圳市证通电子股份有限公司	196
9923.HK	信雅达	37	-12%	杭州信雅达科技有限公司	129
0327.HK	移卡	72	-1%	乐刷科技有限公司	暂无公开数据

备注: 市值数据为 2020 年 6 月 5 日值

资料来源: Wind, 尼尔森, 国盛证券研究所

图表 28: ATM 厂商上市公司

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	年内涨幅 (1.1~6.5)	备注 (数据来自 2019 年年报)
002152.SZ	广电运通	275	19%	
300202.SZ	聚龙股份	63	3%	ATM 产品营收占比 78%
002104.SZ	恒宝股份	58	9%	
000948.SZ	南天信息	47	16%	
002177.SZ	御银股份	33	-22%	ATM 产品销售与服务营收占比 14%

备注: 市值数据为 2020 年 6 月 5 日值

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: SIM 卡上市公司

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	年内涨幅 (1.1~6.5)
002104.SZ	恒宝股份	58	9%
300205.SZ	天喻信息	42	-10%
002017.SZ	东信和平	53	-20%

备注: 市值数据为 2020 年 6 月 5 日值

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

央行数字货币试点进度/市场化程度/创新度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com