

证券研究报告—动态报告/行业快评

金融

行业点评

无评级

2020 年 09 月 21 日

比较 PayPal 与蚂蚁集团：有何差异？

证券分析师：陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001
证券分析师：王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：田维伟	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030002

事项：

随着蚂蚁集团上市临近，投资者对 PayPal 的关注度也在增加。PayPal 是一款跟支付宝很像的支付工具，本文重点对 PayPal 进行介绍，并比较其与蚂蚁集团的不同之处：PayPal 与蚂蚁集团在商业模式上具有明显差异，而且在规模方面与蚂蚁集团也不可能同日而语。

评论：

■ PayPal 的发展历程是怎样的？

(1) 初创

PayPal 的前身是成立于 1998 年的 Confinity，后者一开始做安全软件但没赚到钱，于是转而研发数字钱包，并在 1999 年发布 PayPal 这个产品。2002 年 Confinity 更名为 PayPal 并进行了 IPO。

(2) eBay 时期

2002 年上市后没多久，PayPal 就被 eBay 收购。

被 eBay 收购后，PayPal 有了场景加持，交易量迅速增加，随后将业务拓展至更多的非 eBay 场景。PayPal 的支付规模从 2003 年的 122 亿美元增长到 2014 年的 2279 亿美元，CAGR 达到 48%。随着业务拓展，其支付规模越来越多地来自非 eBay 场景，2014 年时来自 eBay 的交易规模占比降至 26%。

用户数方面，PayPal 的年活跃用户数从 2005 年的 0.41 亿户增加至 2014 年的 1.62 亿户，CAGR 达到 16%。

(3) 分拆上市

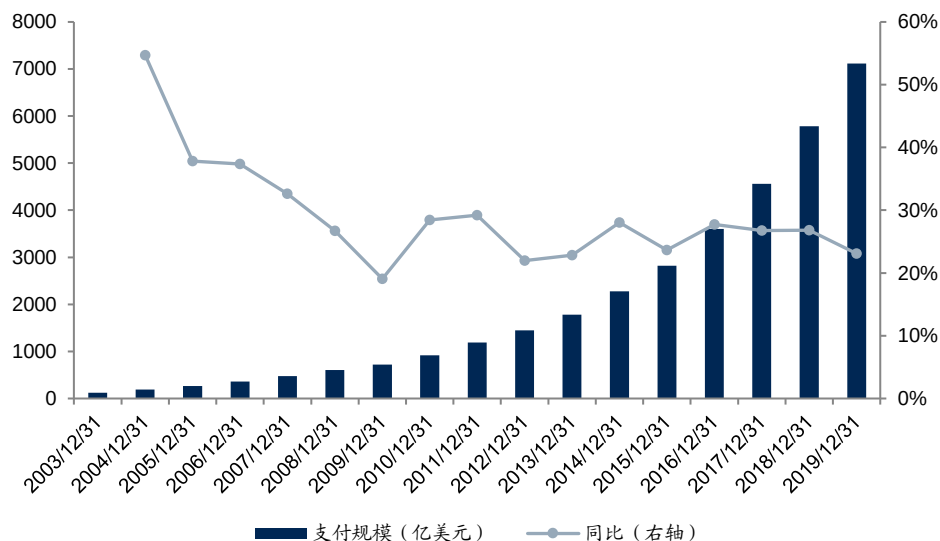
2015 年，PayPal 从 eBay 分拆并单独上市。

从 eBay 剥离之后，PayPal 仍然维持了稳定的增长，其近几年的支付规模增速维持在 25% 左右的水平。用户数方面，PayPal 的年活跃用户数增速则在 15% 左右。

(4) 进入中国市场

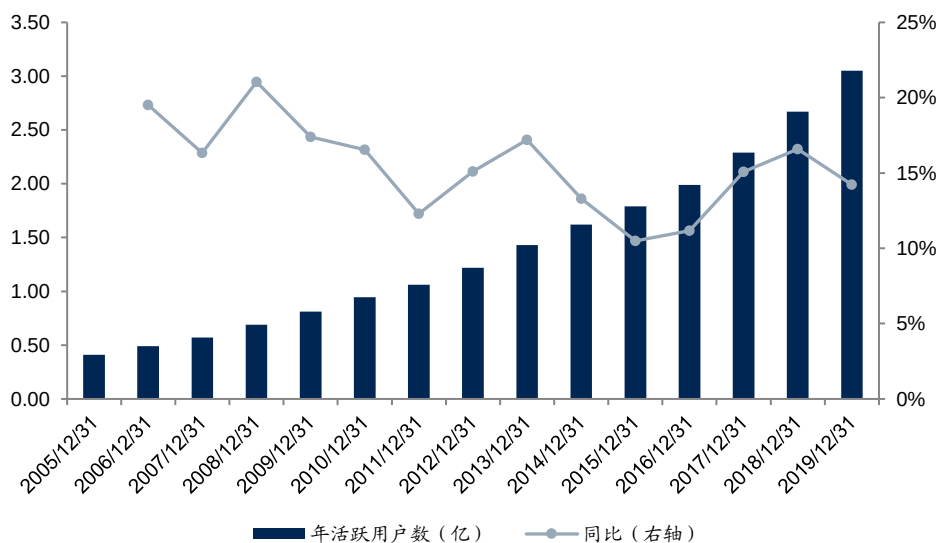
2019 年，PayPal 收购国付宝 70% 股权，正式进入中国支付市场，也是首家获取国内支付牌照的外资机构。截止目前，PayPal 在国内支付市场的影响力还不小。

图 1: PayPal 的支付交易规模及增速



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 2: PayPal 的年活跃用户数及增速

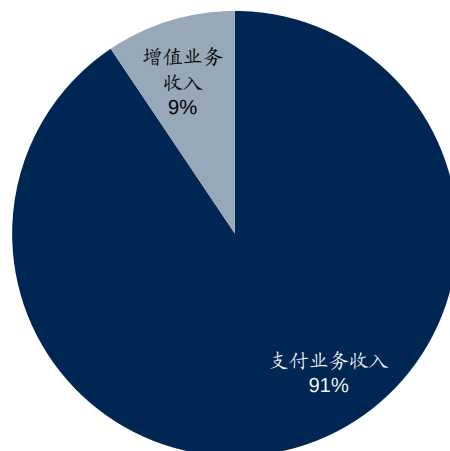


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

■ PayPal 的商业模式是怎样的?

PayPal 主要依靠支付手续费获利, 本质上就是一个纯粹的第三方收单机构。当支付交易完成时, 其按一定比例或按固定金额获得手续费收入, 并向支付处理机构和发卡机构支付交易成本, 同时若用户因交易欺诈产生损失或发生退款时则产生一定的支付业务损失成本。PayPal 支付业务的毛利率非常高, 而受费率较低影响, 支付宝在 2019 年产生的支付业务收入还不足以弥补支付业务的营业成本。

图 3: PayPal 的收入几乎全部来自支付业务手续费 (2019 年数据)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

表 1: PayPal 的支付业务手续费率非常高

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
支付规模 (亿美元)	7119	5784	4562	3540	2818
支付业务收入 (亿美元)	161	137	115	95	81
支付业务总体手续费率	2.26%	2.37%	2.52%	2.68%	2.87%
支付业务交易成本 (亿美元)	68	56	44	33	26
支付业务交易成本率	0.96%	0.97%	0.96%	0.95%	0.93%
支付业务损失 (亿美元)	11	11	8	7	5
支付业务损失率	0.15%	0.18%	0.18%	0.19%	0.18%
支付业务净费率	1.15%	1.22%	1.38%	1.55%	1.77%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理。注: PayPal 的净费率越来越低, 主要是手续费率低的 P2P 转账占比增加导致。

PayPal 在发展过程中进行了大量的并购和业务拓展, 但始终都围绕支付业务展开, 在其他领域涉足较少 (在其他领域的拓展主要是为消费者和商户提供贷款服务)。

表 2:

年份	重要的业务扩张
1998	成立
1999	发布第一款支付产品 PayPal
2002	eBay 收购 PayPal
2005	收购了 VeriSign 的支付网关业务, 它提供一个实时可扩展的互联网支付平台, 允许商家授权、处理和管理在线支付
2006	开发移动支付解决方案
2007	推出 PayPal ATM/Debit Card, 允许商家在 ATM 上用 PayPal 账户取现、用 PayPal 账户余额进行离线支付; 推出 PayPal Plug In, 在任何接受万事达卡的网站都可以使用 PayPal 账户进行支付 (包括不支持 PayPal 的网站)
2008	收购 Bill Me Later 以帮助消费者直接进行信用支付
2009	推出 PayPal Developer Platform, 开放 API
2010	推出 Mobile Express Checkout 以优化移动商务体验, 扩展移动 App 的功能以帮助消费者更方便地使用 PayPal App
2011	收购 Zong, 提供运营商支付服务; 开始开发 PayPal POS 系统, 准备拓展线下支付业务
2013	收购 Braintree 以增强移动支付业务 (其子公司 Venmo 主要提供 P2P 转账业务); 推出 PayPal Working Capital, 试点向卖家提供流动资金贷款服务
2014	Bill Me Later 更名为 PayPal Credit
2015	收购 Paydiant 以扩大移动支付业务; 收购 Xoom, 允许消费者通过移动设备进行跨境汇款
2017	收购 Swift Financial, 增强商户贷款业务
2018	收购 iZettle, 扩大线下支付业务
2019	收购国付宝进军中国支付市场

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

■ PayPal 与支付宝有何异同？

PayPal 与蚂蚁集团在商业模式上具有明显差异：PayPal 是一个纯粹的第三方收单机构，而对蚂蚁集团而言，受多种因素影响，其支付业务利润微薄，数字支付仅为其数字生活和数字金融提供基础设施，最终要依靠数字金融业务获利。PayPal 的可比公司应当是支付宝（中国），而不是蚂蚁集团。

此外，PayPal 在用户规模等方面与蚂蚁集团不可同日而语：支付宝目前的年活跃用户数已经超过 10 亿，而 PayPal 的年活跃用户数才刚刚超过 3 亿；PayPal 在 2019 年处理的支付规模折合人民币约 4.8 万亿元，而支付宝在 2019 年处理的支付规模达到 111.1 万亿元，是 PayPal 的 23 倍。这一方面是因我国市场空间更大，且民众更习惯于数字支付，另一方面，其实也是 PayPal 在功能、体验等多方面跟国内主流支付服务商还是有较大差距。

■ 风险提示

对 PayPal 数据的分析来自 eBay 的年报或 PayPal 的年报，部分时点数可能因并购等因素发生变化，我们未进行追溯调整，可能会导致数据存在误差。此外，在部分英文专业词汇的翻译上可能存在一定偏差。

相关研究报告:

《海外银行镜鉴系列：美国银行业如何走向混业经营》 —— 2020-09-18
 《行业点评：京东数科：用数字科技推动产业数字化》 —— 2020-09-16
 《金融行业点评：规范金控公司，防范系统性风险》 —— 2020-09-15
 《证券行业 9 月投资策略：中报表现靓丽，改革释放红利》 —— 2020-09-10
 《2020 年 9 月银行业投资策略：关注极低估值的重大机遇》 —— 2020-09-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032