

# 拉卡拉 (300773.SZ)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 第三方收单机构龙头，量价齐升可期

### 公司简介

- 公司主营收单+硬件+商户科技服务业务，22年其收入占比分别为84.9%/8.2%/6.3%，主要由收单业务贡献，其中约80%的GPV来自银行卡，第三方POS收单市场中公司市占率仅次于银联商务；疫情影响下，22年收入同比-18.5%；由于部分标准类商户交易用优惠类商户交易费率所涉及资金的计提，22年营业外支出约14亿元，造成大额亏损；1Q23收入同比-4.2%，扣非归母同比+4.4%，未出现大额营业外支出，且呈修复态势。

### 投资逻辑

- 支付业务GPV：疫情修复、消费回暖下有望修复。1) 22年疫情影响下，Q2、Q3线下扫码支付规模同比-6%/-9%；23年Q1社零修复明显，2、3月社零总额同比增速为3.5%、10.6%，GPV有望疫后修复；2) 牌照收紧+疫情影响，行业集中度或提升，强者有望恒强。第三方支付牌照数量自2016年起逐年降低，其中银行卡收单牌照平均每年减少2张左右；加之疫情导致许多商户线下经营不善，中小机构生存压力更大。
- 支付业务费率：疫后修复+合规要求提高有望推升。①疫情致费率下降0.02-0.04pct，疫后商户经营改善下，费率有望修复；②不合规的低价竞争方式受监管后，费率或自然提升，部分三方支付机构已主动将费率由原来的0.6%提至0.8%-1.0%不等，甚至更高。③对业绩影响：费率提升0.01%，每万亿元GPV能带来1亿元收入增量，约0.285亿毛利增量。
- 先发布局数字人民币，商户科技服务稳健经营，AI有望进一步赋能。1) 政策推动数币推广，扩大试点，公司在终端设备、技术、支付服务、政企合作方面，均具备助力推广数币的能力。2) 商户科技服务业务中，IT科技收入扩大明显，依托2000万+的收单业务商户，SaaS业务有望逐步放量；3) 公司持续性运用AI赋能主业，包括智能风控、智能催收等，同时公司所拥有的海量交易数据在大模型时代价值凸显。

### 盈利预测、估值和评级

- 出于谨慎原则，盈利预测暂未考虑疫后自然修复外的费率提升，预计公司23-25归母净利分别为9.1/11.4/13.8亿元，对应PE为16.6/13.3/10.9X，给予公司23年20X估值，对应目标价22.7元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 线下支付修复不及预期；支付费率提升存在不确定性；监管风险；股票质押风险；股东减持风险。

传媒与互联网组

分析师：陆意 (执业S1130522080009)

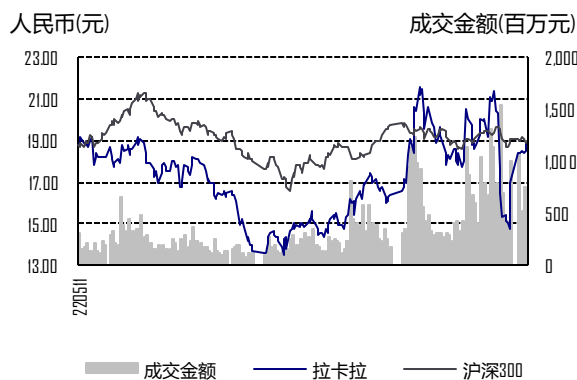
luyi5@gjzq.com.cn

联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.88元

目标价 (人民币)：22.70元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,618	5,394	6,978	8,455	9,553
营业收入增长率	18.98%	-18.50%	29.36%	21.17%	12.99%
归母净利润(百万元)	1,083	-1,437	909	1,136	1,383
归母净利润增长率	16.31%	-232.75%	N/A	24.96%	21.74%
摊薄每股收益(元)	1.353	-1.796	1.137	1.420	1.729
每股经营性现金流净额	1.98	-0.45	1.58	1.59	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.61%	-42.92%	18.72%	18.96%	19.06%
P/E	21.45	N/A	16.61	13.29	10.92
P/B	4.85	4.03	3.11	2.52	2.08

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

一、基于第三方支付，赋能商家数字化经营.....	4
1.1 主营业务：第三方收单+商户数字化经营，具备数币能力.....	4
1.2 财务表现：第三方收单业务稳健扩张，商户经营服务助力利润增厚.....	5
二、收单业务受益疫后线下场景修复，合规性提高有望推动费率提升.....	9
2.1 量：GPV 受益疫后线下场景修复，消费回暖，后续随支付金额自然扩大.....	9
2.2 牌照收紧情况下支付行业集中度提升，头部支付企业有望获取更高市场份额.....	10
2.3 价：疫后自然修复+合规性提高推升.....	11
三、先发布局数币，商户科技服务稳健发展.....	13
3.1 具备多维度支持数币推广的能力，未来数币推广中将受益.....	13
3.2 商户科技服务整体经营稳健，IT 科技业务增量明显.....	16
3.3 收购简链科技布局 AI+，有望进一步赋能商户科技服务.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	20
五、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司主营业务一览.....	5
图表 3：公司营业收入（左轴：百万元）及其同比增速.....	5
图表 4：支付业务收入（亿元）及其同比.....	6
图表 5：公司收单交易金额及其同比增速.....	6
图表 6：公司 GPV 构成.....	6
图表 7：公司综合支付手续费率.....	6
图表 8：公司商户科技服务收入（亿元）及其同比增速.....	7
图表 9：公司商户科技服务业务收入构成.....	7
图表 10：拉卡拉毛利率变动.....	7
图表 11：公司与新大陆等竞对支付业务毛利率对比.....	7
图表 12：拉卡拉、翠微股份、新大陆对部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率重大事项提示性公告.....	7
图表 13：2016-18 年公司收单业务直营及代理模式收入、毛利率.....	8
图表 14：公司与新大陆、新国都、移卡销售费率对比.....	8
图表 15：支付业务各项成本占支付业务收入比例.....	8
图表 16：公司销售、管理、研发费率变动情况.....	8

图表 17: 归母净利润 (亿元)、同比与营收占比 .....	9
图表 18: 社零总额及其同比增速 .....	9
图表 19: 线下扫码交易规模及其同比增速 .....	9
图表 20: 全国购物中心场日均客流 (人) 及其同比增速 .....	10
图表 21: 2020-23 年春节月场日均客流 (人) 及同比增速 .....	10
图表 22: 2011-22 第三方支付牌照发放和注销情况 .....	10
图表 23: 2011-22 第三方支付牌照存量变动情况 .....	10
图表 24: 2011-23 年 5 月有效银行卡收单牌照数量 (个) .....	10
图表 25: 截至 23 年 5 月银行卡收单牌照数量 (个) 分布 .....	10
图表 26: 头部第三方 POS 收单机构交易金额占 TOP20 交易金额比例 .....	11
图表 27: 不同渠道支付费率及机构分润比例 .....	11
图表 28: 拉卡拉、新国都综合支付手续费率 .....	12
图表 29: 银盛调整特约商户刷卡手续费率 .....	12
图表 30: 乐刷调整特约商户刷卡手续费率 .....	12
图表 31: 海科融通调整特约商户刷卡手续费率 .....	12
图表 32: 国通星驿付调整特约商户刷卡手续费率 .....	12
图表 33: 费率提升 0.01%, 每万亿元交易量所对应收入及毛利润增量测算 .....	13
图表 34: 费率提升不同幅度时, 每万亿元 GPV 带来的收入及毛利润增量 .....	13
图表 35: 数字人民币推广相关政策 .....	14
图表 36: 拉卡拉数字人民币布局 .....	15
图表 37: 公司商户科技服务各项业务收入 (百万元) 变动 .....	16
图表 38: 公司收单业务商户数及其同比增速 .....	16
图表 39: 简链科技产业链链条 .....	17
图表 40: 简链科技商户链条 .....	17
图表 41: 简链科技 AI 机器人图谱 .....	17
图表 42: 营业收入拆分预测 .....	18
图表 43: 毛利率拆分预测 .....	19
图表 44: 销售费率、管理费率及研发费率预测 .....	20
图表 45: 可比公司估值 .....	20

## 一、基于第三方支付，赋能商家数字化经营

### 1.1 主营业务：第三方支付收单+商户数字化经营，具备数币能力

- 公司发展历程：从便民服务到第三方支付收单，从第三方支付收单到“收单+硬件+商户科技服务”，随数币开始试点，公司也逐步具备了支持数币推广所需的能力。
  - 1) 1.0 阶段（2005-11）：专注便民服务。05 年公司成立，率先开发出电子账单服务平台；06 年与中国银联签署战略合作协议，推出电子账单支付服务及银联标准卡便民服务网点。06-10 年，公司专注便民支付服务，是国内最大的线下便民支付服务商之一。
  - 2) 2.0 阶段（2011-15）：第三方支付收单。2011 年，公司获得首批央行颁发的《支付业务许可证》，获得互联网支付、银行卡收单、预付卡受理等业务许可，开启支付收单业务；12 年开启银行卡收单业务，并推出 mPOS、智能 POS 等创新收单产品，14 年起，开始为商户提供包括银行卡、闪付、二维码在内的全支付收单服务，全面进入收单服务市场，收单业务模式也从自营拓展到自营+外包。

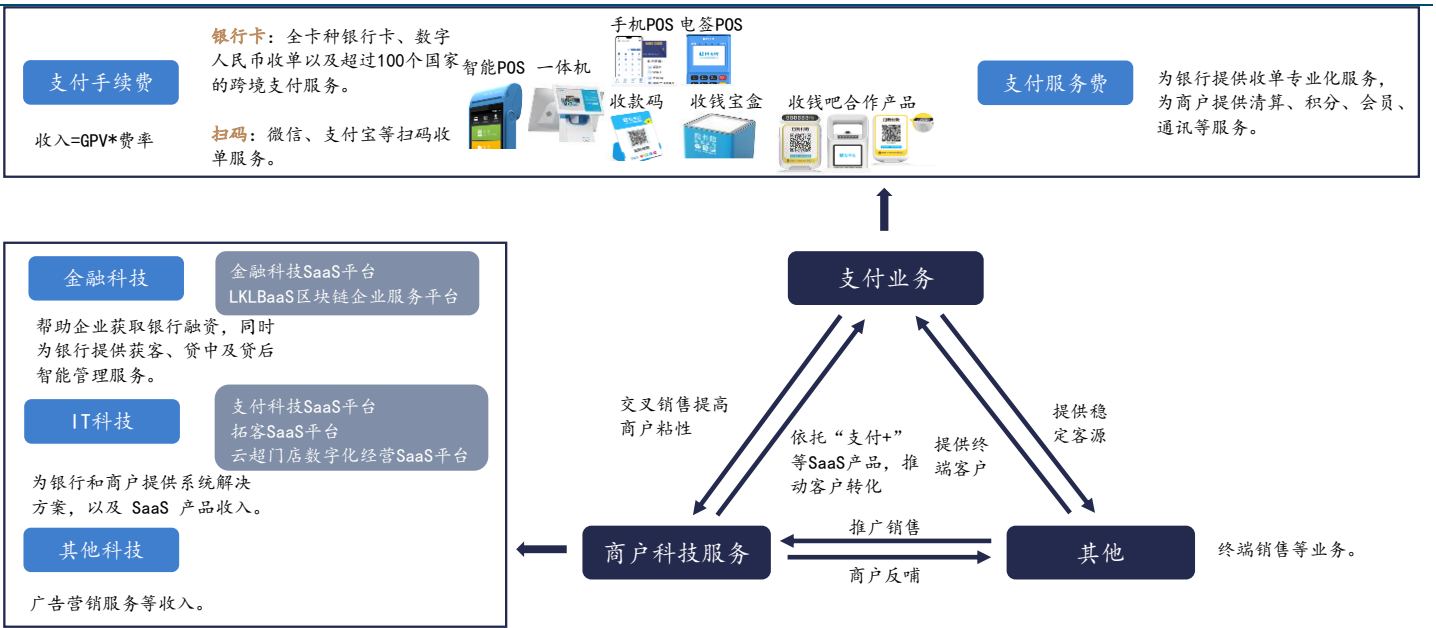
图表1：公司发展历程



来源：公司公告，拉卡拉官网，国金证券研究所整理

- 3) 3.0 阶段（2015-19）：支付终端+收单。2015 年起规模效应显现，当年实现盈利，15 年下半年尝试开展第三方支付增值金融服务（个人信贷等），16 年下半年剥离，专注收单；15 年 12 月发布互联网智能 POS 及云平台；18 年推出超级收款宝等新型收单产品，进一步扩大市场规模。
- 4) 4.0 阶段（2019-至今）：收单+支付终端+商户科技服务+数币。19 年公司上市，全面拥抱产业互联网，22 年 3 月与收钱吧发布联合品牌“拉卡拉收钱吧”；同时持续推进跨境支付业务，21 年 6 月战略投资跨境支付服务商 Skyee，为跨境出口电商卖家打造一站式综合服务平台。数币方面，19 年 11 月，公司与中国人民银行数字货币研究所正式签署战略合作协议，成为首批与央行数研所达成战略合作的三方支付机构，并首批开通数币受理服务。
- 从营收构成看业务布局：收单业务为主，商户科技服务及硬件终端销售为辅，三者高度协同。

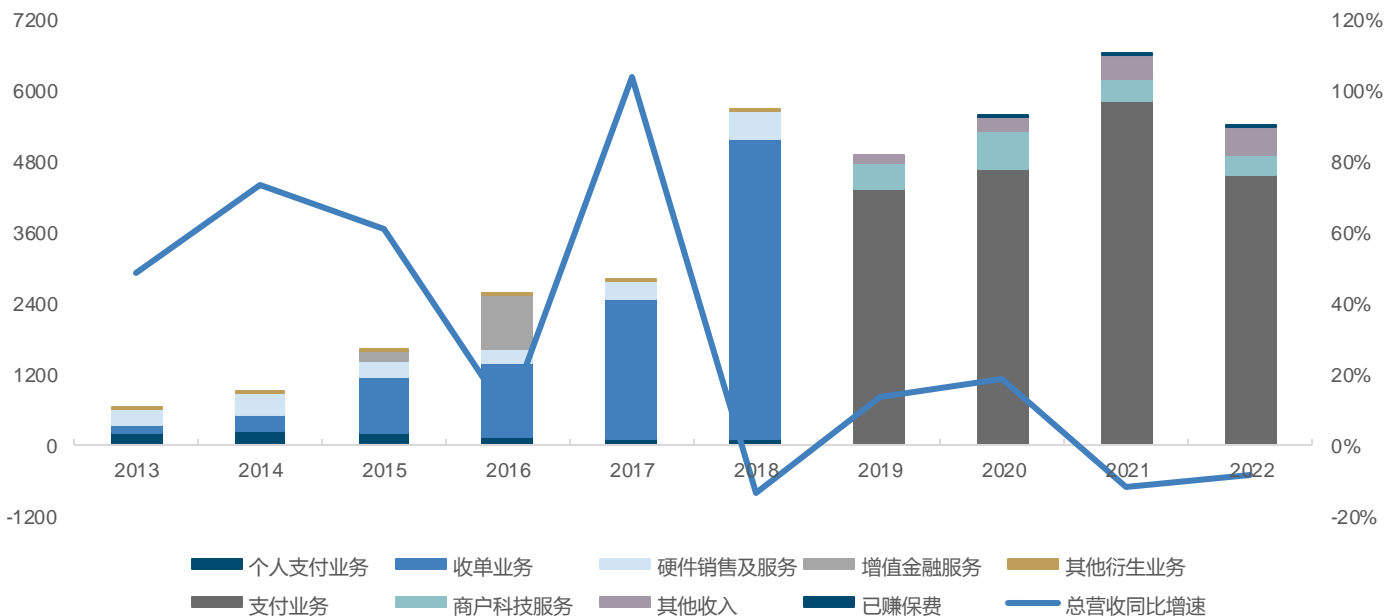
图表2: 公司主营业务一览



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所绘制

- 1) 2013-18年, 公司营收主要由个人支付、收单、硬件终端销售及其他业务构成, 规模快速扩大, CAGR 高达 55.9%, 主要由于收单业务的快速扩张, 收入从 1.3 亿元升至 50.7 亿元, CAGR 高达 109.0%, 占营收比重从 20.6% 升至 89.3%。
- 2) 2019-22年, 公司营收披露方式变化, 主要包括支付业务(支付手续费+服务费)、商户科技服务及其他收入(主要是硬件销售), 20 年低费率拉动营收规模扩大, 21-22 年疫情影响扩大, 线下收单短期承压。其中, 主要收入来源是支付业务, 收入占比基本在 85% 以上。

图表3: 公司营业收入(左轴: 百万元)及其同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.2 财务表现: 第三方收单业务稳健扩张, 商户经营服务助力利润增厚

- 收入: 支付业务稳健扩张, 商户经营服务及终端销售经营贡献增量。
  - 1) 支付业务: 疫情期间承压, GPV 增长受扰动的同时, 支付手续费率走低。支付业务包括支付手续费、支付服务费收入, 其中支付手续费=GPV\*手续费率, 服

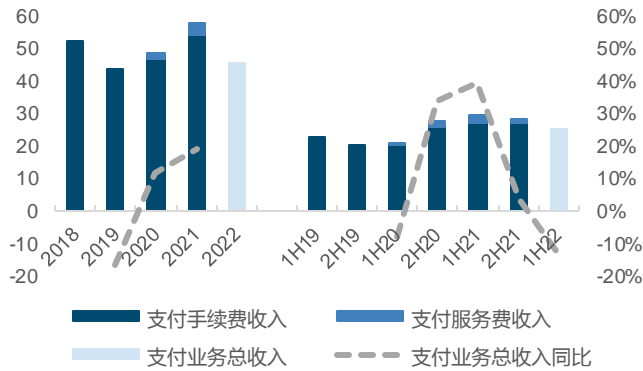


务费随收单业务波动，比如相关通讯费用，综合而言影响支付业务的是 GPV 和支付手续费率。拆分 GPV 和费率分析：

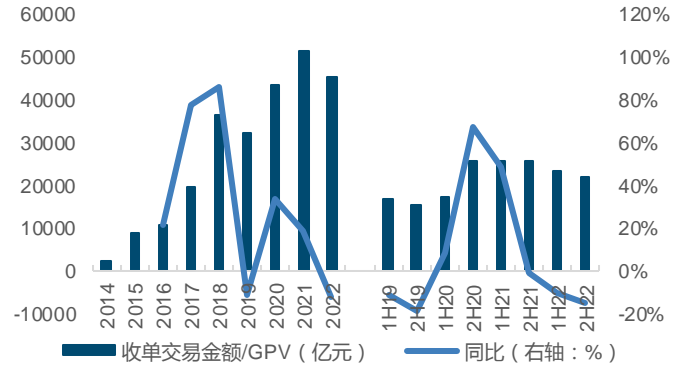
①GPV：80%+是银行卡收单，2018 年前快速扩张，2019 年收缩主要由于竞争加剧影响，2H21 及 1H22 下滑主要系疫情持续性影响，线下收单支付规模收缩；

②费率：为拉升 GPV，疫情期间降低。2018 年以来持续降低，主要原因是以低价提高竞争力，尤其疫情期间，2H21 综合手续费率 0.104%，较 1H19 降低 0.031pct。

图表4：支付业务收入（亿元）及其同比



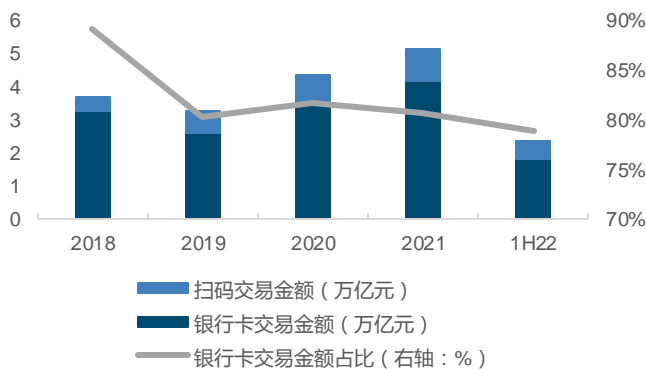
图表5：公司收单交易金额及其同比增速



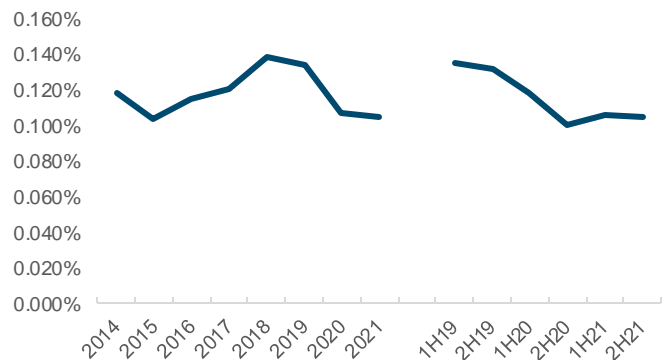
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表6：公司 GPV 构成



图表7：公司综合支付手续费率

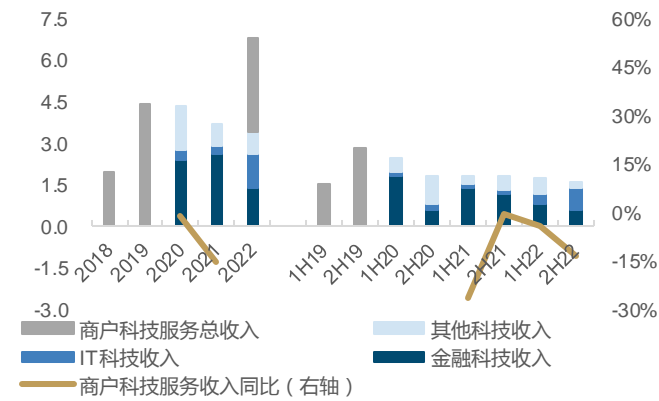


来源：公司公告，国金证券研究所

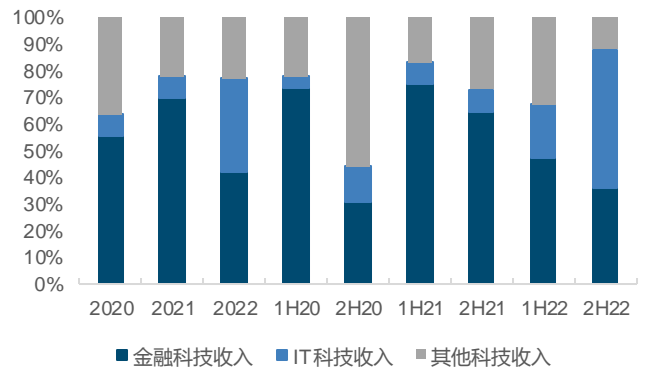
来源：公司公告，国金证券研究所，注：2014-18 年根据收单收入计算，19 年起根据支付手续费计算

- 2) 商户科技服务：疫情影响+合并范围变动，近两年规模收缩。商户科技服务业务依托支付业务开展，包括金融科技、IT 科技以及其他科技，金融科技收入占比（整体 50%+）最大。21 年商户科技服务收入 3.73 亿元，同比-15.0%，主要是子公司汇积天下于 1H21 进行股权转让，积分运营业务不再纳入合并报表所致；2H21 以来，金融科技收入收缩导致商户科技服务收入下降。

图表8: 公司商户科技服务收入(亿元)及其同比增速



图表9: 公司商户科技服务业务收入构成

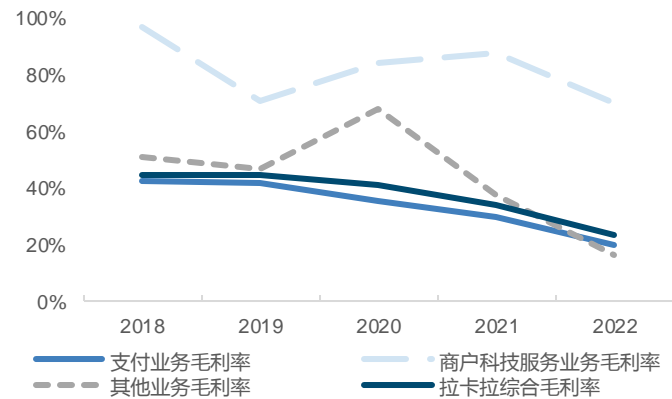


来源: 公司公告, 国金证券研究所

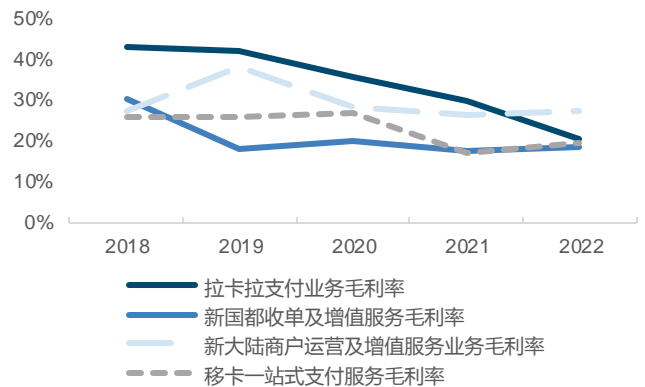
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 盈利: 毛利率随收单业务分润比例反向变动, 支付业务毛利率整体高于竞对, 费率整体稳中有降, 22年亏损幅度较大, 主要系公司在收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络, 涉及资金退还, 据22年年报, 公司在财务上进行了处理, 22年营业外支出13.95亿, 主要受待处理资金影响; 该事项为行业性事件, 23年4月, 翠微股份、新大陆等公司已就同样的事情发布了重大事项提示公告。1Q23公司营业外支出1.6万元, 不涉及待处理资金。

图表10: 拉卡拉毛利率变动



图表11: 公司与新大陆等竞对支付业务毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 新国都 2018-20 年为收单服务毛利率

图表12: 拉卡拉、翠微股份、新大陆对部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率重大事项提示性公告

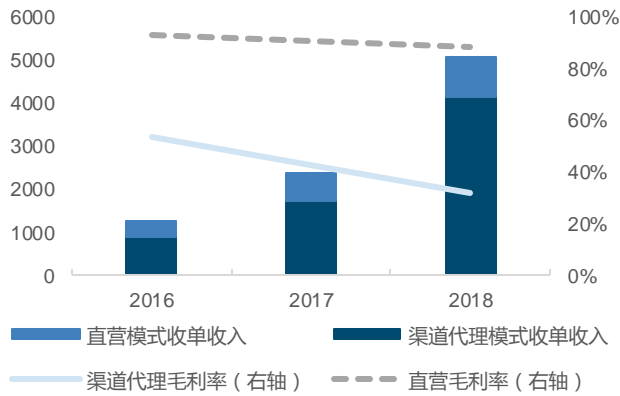
<p>证券代码: 300773 证券简称: 拉卡拉 公告编号: 2023-015</p> <p><b>拉卡拉支付股份有限公司</b> 关于重大事项的提示性公告</p> <p>本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整, 没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。</p> <p>公司在收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络, 公司已按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户。本次重大事项以及后续影响尚存在不确定性, 敬请广大投资者注意投资风险、谨慎决策。</p> <p>特此公告。</p> <p>拉卡拉支付股份有限公司董事会 2023年4月18日</p>	<p>证券代码: 603123 证券简称: 翠微股份 公告编号: 临 2023-002 债券代码: 188895 债券简称: 21翠微01</p> <p><b>北京翠微大厦股份有限公司</b> 关于重大事项的提示性公告</p> <p>本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏, 并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。</p> <p>北京翠微大厦股份有限公司(以下简称“公司”)的控股子公司北京海科融通支付服务有限公司(以下简称“海科融通”)在收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络的情形, 海科融通需按照相关协议分批次将涉及资金退还至待处理账户。鉴于本次重大事项的后续处理及对公司的后续影响尚存在不确定性, 敬请广大投资者注意投资风险、谨慎决策。</p> <p>特此公告。</p> <p>北京翠微大厦股份有限公司董事会 2023年4月20日</p>	<p>证券代码: 000997 证券简称: 新大陆 公告编号: 2023-005</p> <p><b>新大陆数字技术股份有限公司</b> 关于重大事项的提示性公告</p> <p>本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确、完整, 没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。</p> <p>新大陆数字技术股份有限公司(以下简称“公司”)全资子公司福建国通星驿网络科技有限公司(以下简称“国通星驿”)在开展收单业务过程中, 存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络的情况, 国通星驿公司已按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户。本次重大事项以及后续影响尚存在不确定性, 敬请广大投资者注意投资风险、谨慎决策。</p> <p>特此公告。</p> <p>新大陆数字技术股份有限公司 董事会 2023年4月28日</p>
--	---	--

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

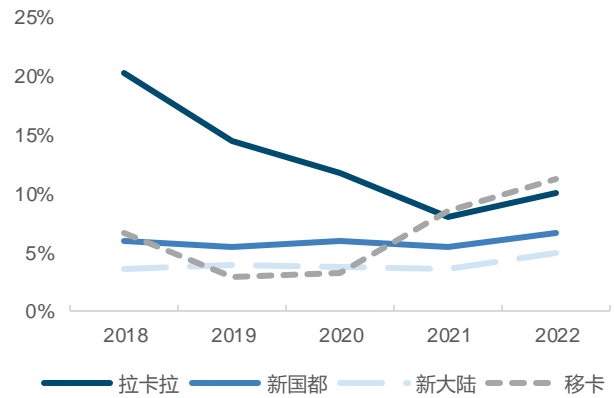
- 毛利率: 收单业务第三方分润比例提高致毛利率下滑, 对比竞对, 支付业务毛利率水平较高。1) 支付业务高占比使综合毛利率走势基本由支付业务决定。专业化服务费(分润)是支付业务最主要的成本, 19-22年, 分润比例持续提高使支付业务毛利率下滑; 公司支付业务毛利率高于新大陆、新国都、移卡主要由

于公司以直营+代理的模式开展支付业务，新大陆（国通星驿）、新国都、移卡均主要以代理模式推行，直营模式不需要进行分润，毛利率远高于代理模式，相应地，公司需要为直营模式支出较多推广、人工成本，销售费率较高。2) 商户科技服务业务与支付业务协同性较强，部分成本被分摊，毛利率也保持在较高的水平，基本在70%以上。

图表13: 2016-18年公司收单业务直营及代理模式收入、毛利率



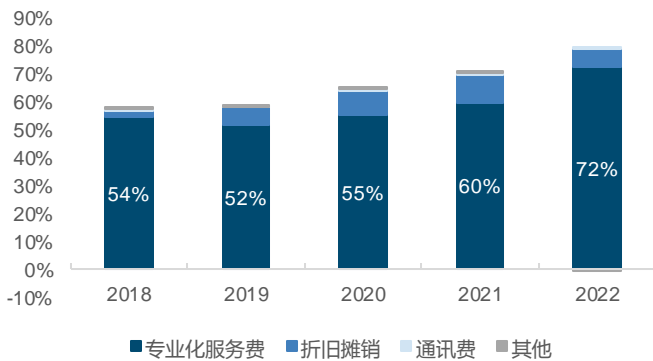
图表14: 公司与新大陆、新国都、移卡销售费率对比



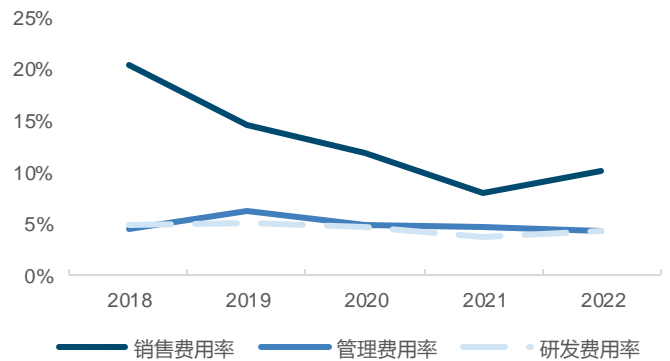
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所, 注: 2019年以来未披露细分数据

来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 移卡21年开始销售费率大幅提升主要由于布局到店电商业务所带来较大推广及人员成本支出

图表15: 支付业务各项成本占支付业务收入比例



图表16: 公司销售、管理、研发费率变动情况



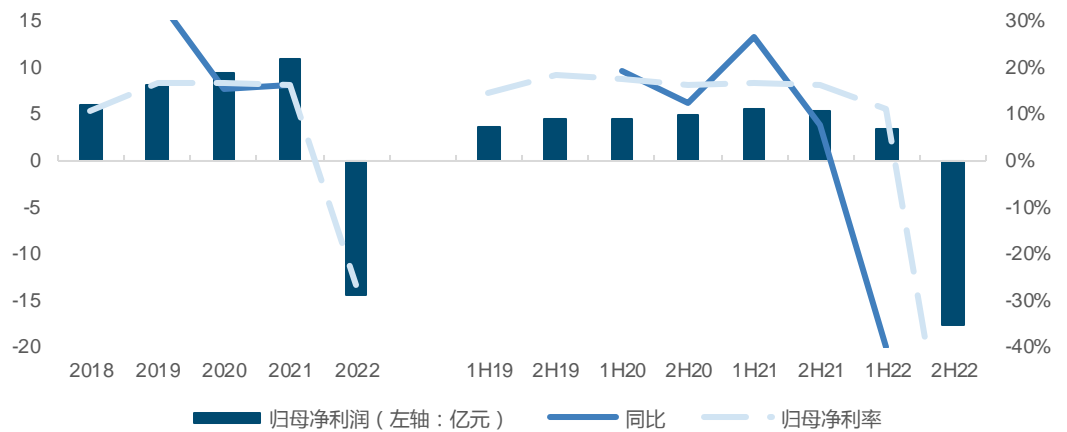
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 费率: 随收入规模扩大, 2018-21年费率稳中有降, 22年推广费用增加使销售费率提高, 数字人民币、人工智能、区块链等方面的投入加大使研发费率提升。
- 归母净利率: 2018-21年稳中有升, 22年疫情影响+合规性要求导致产生大幅亏损, 扣除合规要求影响, 扣非归母净利润为-1.2亿。占收入比为-2.24%, 主要系疫情冲击。



图表17: 归母净利润(亿元)、同比与营收占比



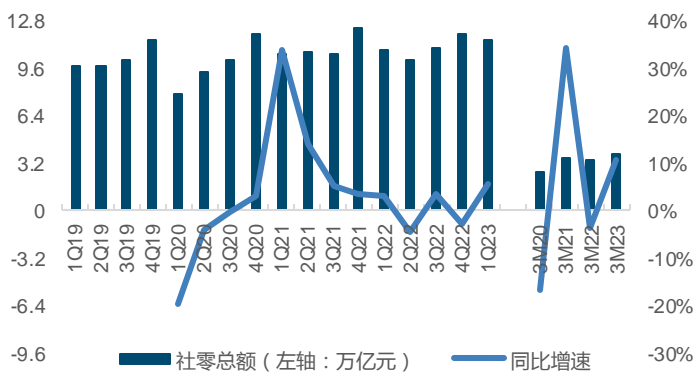
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 二、收单业务受益疫后线下场景修复, 合规性提高有望推动费率提升

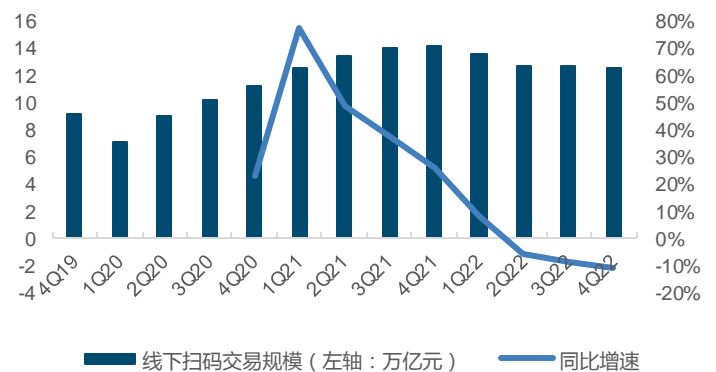
### 2.1 量: GPV 受益疫后线下场景修复, 消费回暖, 后续随支付金额自然扩大

- 消费受疫情冲击, 线下扫码支付规模收缩。根据国家统计局, 疫情影响下, 22年Q2、Q4, 用户整体消费能力和意愿都处于较低水平, 社零分别同比-5%、-2%。根据易观数据, 22年以来线下扫码受到冲击, Q1、Q2、Q3 线下扫码支付规模在疫情封控下受到较大影响, 同比增速降至 8%、-6%、-9%, 后续随疫情政策的放开, 商家关停、消费者封控等状况致使消费场景减少的情况大幅减少, 线下消费场景得到修复。

图表18: 社零总额及其同比增速



图表19: 线下扫码交易规模及其同比增速

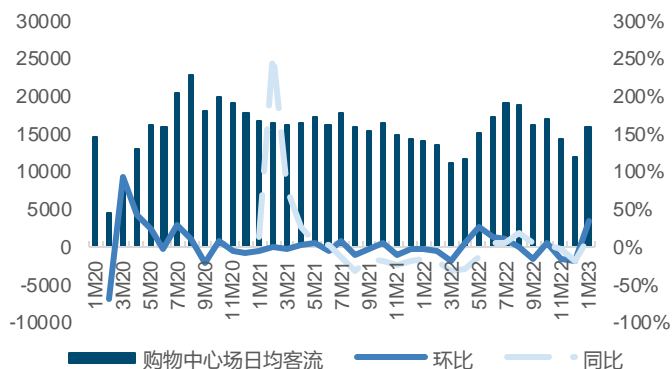


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

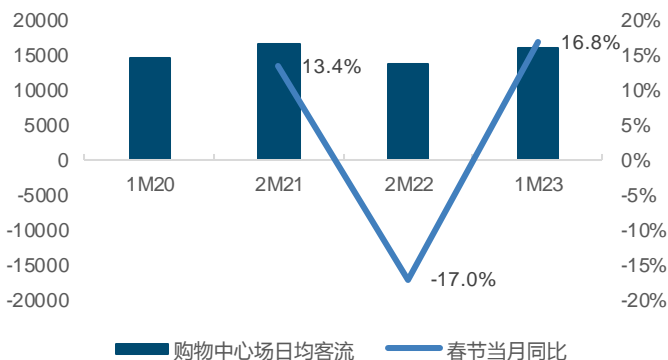
来源: 易观分析, 国金证券研究所

- 线下场景迎来修复, 社零总额回暖。22年12月疫情放开后, 线下客流修复, 赢商云智库数据显示春节加持下, 全国3万平方米以上的购物中心场日均客流23年1月有明显的增长, 同时23年春节当月各线城市工作日客流均有明显的同比改善。2023年2、3月社零总额同比增速分别为3.5%、10.6%, 回暖明显。

图表20: 全国购物中心场日均客流(人)及其同比增速



图表21: 2020-23年春节月场日均客流(人)及同比增速



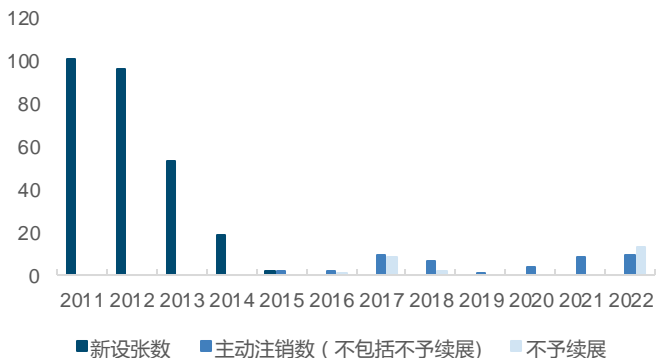
来源: 赢商云智库, 国金证券研究所, 注: 数据为全国3万m²以上购物中心

来源: 赢商云智库, 国金证券研究所, 注: 数据为全国3万m²以上购物中心

## 2.2 牌照收紧情况下支付行业集中度提升, 头部支付企业有望获取更高市场份额

- 头部公司在行业集中度提升情况下有望获取更高市场份额。近年来商业支付监管趋于严格, 支付企业审查及处罚力度加强, 支付牌照(包括互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、预付卡发行与受理等牌照)数量自2016年起逐年降低。2011-15年间共发放271张牌照, 截止22年已注销(包括不予续展)70张。其中, 银行卡收单牌照自17年开始降低, 截至23年5月有效银行卡牌照50余张, 全国范围的银行卡收单牌照仅20余张, 牌照收紧下, 行业参与者减少, 第三方支付行业集中度或将进一步提升, 头部公司有望获取更高市场份额。

图表22: 2011-22 第三方支付牌照发放和注销情况



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表23: 2011-22 第三方支付牌照存量变动情况



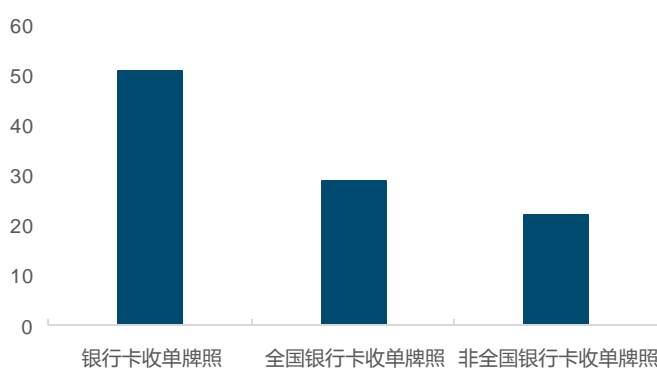
来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表24: 2011-23年5月有效银行卡收单牌照数量(个)



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所, 注: 2023年不包括续展尚未成功机构

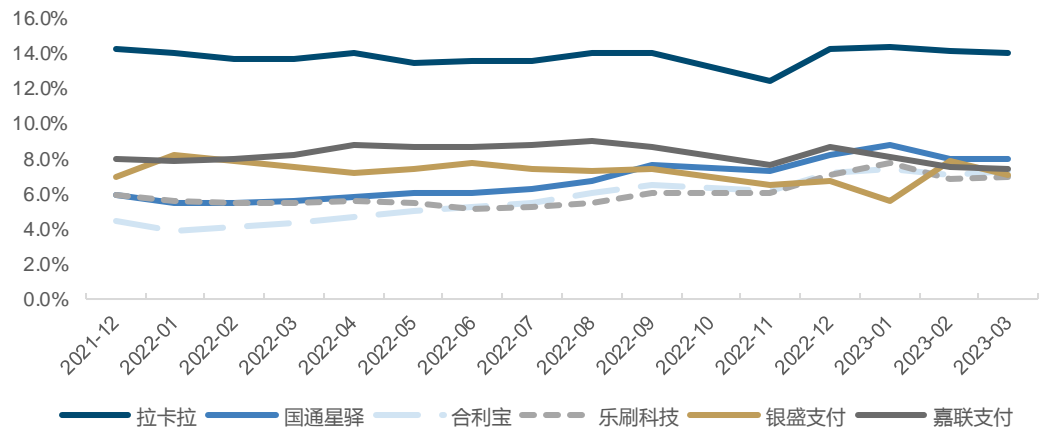
图表25: 截至23年5月银行卡收单牌照数量(个)分布



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所, 注: 2023年不包括续展尚未成功机构

- 公司是第三方支付传统POS支付机构中的龙头。根据2021年12月以来每月的POS交易金额数据, 拉卡拉是除银联外线下POS机交易量最大的支付机构, 占TOP20(剔除银联商务)交易金额的比例约14%, 其他竞对市场份额较公司低约5pct以上。

图表26：头部第三方POS收单机构交易金额占TOP20交易金额比例



来源：POS管家，POS代理网等，国金证券研究所，注：TOP20中不包括银联商务

### 2.3 价：疫后自然修复+合规性提高推升

■ 支付手续费率现况：目前，不同商户、不同支付手段的交易费率不同。根据国家发展改革委、中国人民银行在2016年3月14日发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，其中对部分商户实行发卡行服务费、网络服务费全额减免；对部分商户实行发卡行服务费、网络服务费费率优惠措施；对所有商户的收单服务费，则由收单机构实行市场调节价（没有具体费率要求）。其中，全额减免的商户包括非营利性的医疗机构、教育机构、社会福利机构、养老机构、慈善机构，采取优惠措施的商户包括超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票。

■ 支付服务费率=收单机构费率+发卡行费率+清算机构费率，条码支付中，微信、支付宝等支付机构类似发卡行的角色，发卡行服务费率及清算机构服务费率规定了上限，收单侧费率支付机构可自主定价，目前刷卡收单服务费率0.6%左右，条码收单服务费率0.38%左右。假如发卡行、清算机构施行服务费率均为规定的上限，则目前分润比例为发卡行：收单机构：清算机构=7：2：1，若收单服务费率变化，分润比例会随之变化。

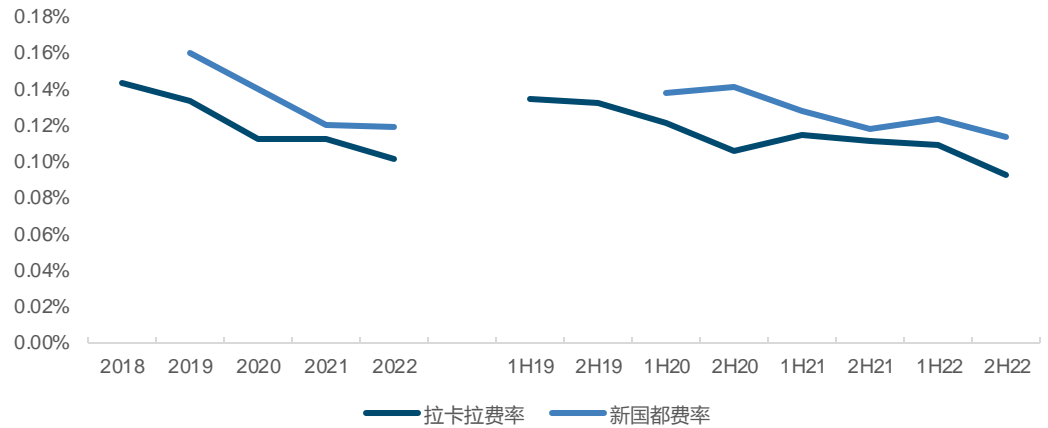
图表27：不同渠道支付费率及机构分润比例

标准类商户	收单机构	发卡行	清算机构	平均分润比例
0.6%左右				
优惠类商户	市场化定价	借记卡：不高于0.35%；	不高于0.0325%	发卡行：收单机构：清算机构=7：2：1
0.38%-0.48%		贷记卡：不高于0.45%		
公益类商户				
0%				
刷卡收单服务费率为0.6%左右；条码收单服务费约0.38%左右				

来源：央行，艾瑞咨询，国金证券研究所

■ 疫情冲击商户经营，为了保持竞争力拉升GPV，第三方支付机构的净费率下降，疫后随商家经营恢复，有望迎来修复。公司费率从19年的13.4bps下降至22年的10.1bps，新国都费率从19年的16.0bps下降至22年的11.9bps，降费后公司综合手续费率仍低于新国都。我们认为，疫情3年支付费率降低的主要原因在于支付机构竞争激烈+央行等政府部门21年6月发布《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》；疫后修复的逻辑主要在于：1) 支付费率降幅最大的时间出现在2020、2021年，此时主要是线下支付规模受冲击后，竞争加剧，疫后商户经营正常后，线下支付盘子有望扩大，三方支付机构竞争激烈程度有望较疫情期间降低；2) 据央行降低支付手续费的通知，银行卡刷卡手续费的降低主要是对发卡行服务费、网络服务费较原来政府指导价打折，标注类商户9折、优惠类商户7.8折，收单侧手续费率的定价收单机构仍具备一定自主性。

图表28：拉卡拉、新国都综合支付手续费率

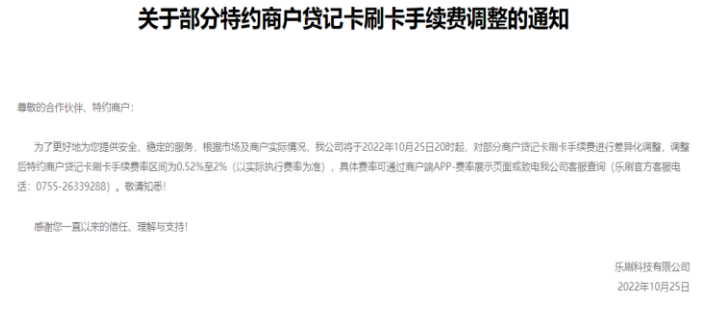


来源：各公司财报，国金证券研究所

- 22年下半年开始行业内有部分公司费率提升。银盛贷记卡刷卡手续费率调整范围为0.55%-2%；移卡旗下乐刷贷记卡刷卡手续费率调整范围为0.52%-2%；据星驿付官网，公司根据《关于进一步推广云闪付业务相关事项的函》，将不再延续IC卡小额免签免密优惠费率，交易费率将按照刷卡费率执行，星驿付调整手续费率区间至0.55%-0.8%；海科融通调整为0.63%-1.5%。由于商业银行及银联的费率基本固定，以及支付行业的成本和费用相对固定，由于费率提升贡献的收入向利润的传导空间大。

图表29：银盛调整特约商户刷卡手续费率

图表30：乐刷调整特约商户刷卡手续费率

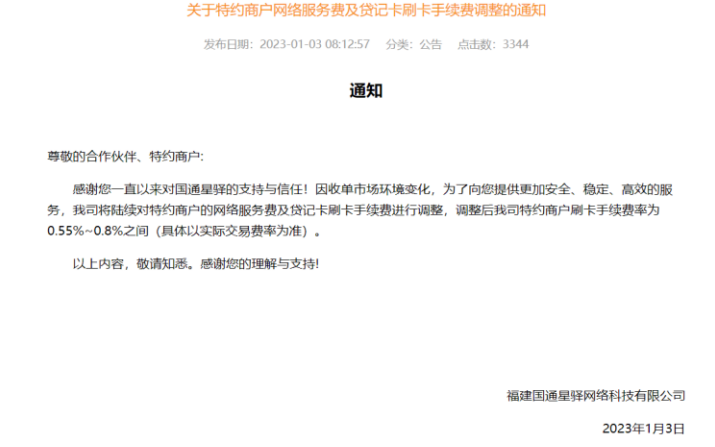


来源：银盛集团官网，国金证券研究所

来源：乐刷科技官网，国金证券研究所

图表31：海科融通调整特约商户刷卡手续费率

图表32：国通星驿付调整特约商户刷卡手续费率



来源：海科融通官网，国金证券研究所

来源：星驿付官网，国金证券研究所

- 合规性要求提高有望促进费率提升。拉卡拉、新大陆、翠微股份等均发布重大事项提示公告，公告显示收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络，涉及资金已进行退还。
- 我们对费率提升对业绩影响进行了测算：收入放量，利润弹性更大。

- 1) 费率提升 0.01%，每万亿元交易量能带来 1 亿元收入增量，约 0.285 亿元毛利润增量，28.5%的毛利率假设据三方支付机构支付业务营业成本构成得出，其中代理商分润 62%，为主要成本；
- 2) 费率提升空间高于 0.01%，且提升幅度较大将释放更多利润。由于发卡行及清算机构分润有上限，费率提升部分基本归于三方支付机构，收入增量较大。同时费率提升时，代理商分润比例有下降空间，毛利率提升具备较大可能性，拉卡拉、新大陆、移卡、新国都 2019-21 年的数据均显示费率较低时，代理商分润比例较高，毛利率较低。结合疫情前平均 30%以上的毛利率，谨慎假设随费率提升，毛利率可提至 30%，在费率提升 0.1%的假设下，每万亿元交易额带来的毛利润增量为 3 亿元。

图表33：费率提升 0.01%，每万亿元交易量所对应收入及毛利润增量测算

	拉卡拉	新大陆	新国都	移卡	备注	
GPV (万亿元)	1	5.16	2.50	1.34	2.12	2021年数据
费率增量or费率	0.01%	0.105%—0.143%		0.120%—0.143%	0.107%—0.139%	2018-2021年数据
收入 (百万元)	100	5420.32	2761.58	2372.01	2268.27	100百万元为收入增量，各公司数据取自21年，拉卡拉为支付手续费收入；新大陆为商户运营及增值服务收入；新国都为收单及增值服务收入；移卡为一站式支付服务收入
主要营业成本占比						
代理商分成/佣金	62.0%	64.10%	61.70%	79.68%	78.36%	拉卡拉为21年专业服务费/支付手续费收入，新大陆为21年外包服务成本/商户运营及增值服务收入，新国都为20年专业化服务费/收单收入，移卡为20年佣金及营销成本/一站式支付服务收入
折旧摊销	8.0%	9.67%	7.87%	0.47%	3.14%	拉卡拉为21年折旧摊销/支付业务收入，新大陆为21年外购商品及折旧/商户运营及增值服务收入，新国都为20年折旧摊销/收单收入，移卡为20年非流动资产摊销/一站式支付服务收入
其他	1.5%	0.70%	4.06%	0.22%	2.54%	拉卡拉为21年支付业务营业成本中其他成本/支付业务收入，新大陆为21年(利息支出+手续费及佣金支出)/商户运营及增值服务收入，新国都为20年收单营业成本中其他成本/收单收入，移卡为20年总营业成本中的其他成本/(一站式支付服务收入+商户解决方案收入)
毛利率	28.5%	29.80%—42.57%	26.37%—37.64%	17.58%—30.12%	16.73%—26.42%	2018-2021年数据，拉卡拉为支付业务，新大陆为商户运营及增值服务业务，新国都为收单或收单及增值服务业务，移卡为一站式支付服务业务
毛利润增量 (百万元)	28.5	44.12	21.38		18.16	基于2021年GPV测算部分商户费率提升0.01%带来的毛利润增量
假设1：据拉卡拉等公司支付业务营业成本构成，假设代理商分润比例为62%，折旧摊销占比平均8%，其他成本占比1.5%						
假设2：拉卡拉、新大陆提价比例为30%，移卡提价比例为15%，主要由于拉卡拉及新大陆主要是线下POS机支付						

来源：各公司财报，国金证券研究所，注：由于新国都旗下三方支付公司嘉联支付银行卡收单牌照处于续展中止中，未对新国都利润增量进行测算

图表34：费率提升不同幅度时，每万亿元 GPV 带来的收入及毛利润增量

GPV (万亿元)	1					
费率增量	0.01%	0.02%	0.04%	0.06%	0.08%	0.10%
收入增量 (百万元)	100	200	400	600	800	1000
毛利率假设1	28.50%					
相应毛利润增量 (百万元)	29	57	114	171	228	285
毛利率假设2	30.00%					
相应毛利润增量 (百万元)	30	60	120	180	240	300

来源：各公司财报，国金证券研究所

### 三、先发布局数币，商户科技服务稳健发展

#### 3.1 具备多维度支持数币推广的能力，未来数币推广中将受益

- 政策推动数字人民币推广，试点稳步扩大。22 年试点城市扩围至 17 省（市），根据人民银行，截至 22 年 8 月底，数字人民币试点地区累计交易笔已达数 3.6 亿笔、金额 1000.4 亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个，在 2021 年高速发展的基础上强劲增长，数字人民币支付市场正在快速孕育中。近期，多地发布文件进一步推广数币，以常熟市为例，常熟市财政办等部门 23 年 4 月发布《关于实行工资全额数字人民币发放的通知》，宣布从 23 年 5 月开始对常熟市在编公务员(含参公人员)、事业人员、各级国资单位人员实行工资全额数字人民币发放。



**图表35: 数字人民币推广相关政策**

日期	文件名称	发布部门	相关内容
2021-01	《深圳市数字经济产业创新发展实施方案（2021—2023年）》	深圳市政府	构建数字人民币应用生态,畅通数字人民币应用体系,实现数字人民币付系统全覆盖,数字人民币应用场景全拓展,数字人民币支付模式全打通,支持罗湖区对数字人民币进行全领域,全锋路的试点和测试。
2021-02	《关于支持罗湖区黄金金融发展的若干措施》	深圳市地方金融监督管理局	提出支持黄金珠宝消费券试点“数字货币”,打造全国黄金消费、黄金投资产品与服务的创新基地。
2021-03	《江苏省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	江苏省政府	加快地方金融改革创新:支持金融基础设施和支付一体化建设。支持苏州开展央行数字货币试点和金融科技创新监管试点。
2021-04	《关于加快建设上海国际消费中心城市持续促进消费扩容提质的若干措施》	上海市政府	全面推进商业数字化转型,开展数字人民币应用试点。
2021-04	《海南“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要》	海南省政府	推动法定数字货币应用试点,培育打造“区块链+金融”产业集群,争取开展“监管沙盒”试点。
2021-06	《浙江省金融业发展“十四五”规划》	浙江省政府	深化移动支付之省建设,包括争取数字人民币应用试点,鼓励和引导浙江省相关企业参与数字人民币生态系统建设和延伸产业的研究开发。争取国家数字货币试点,允许境外个人和企业在浙江自贸试验区内定额兑换、流通使用数字货币,探索将数字货币应用于大宗商品期现交易中。
2021-08	《江苏省“十四五”金融发展规划》	江苏省政府	完善数字人民币苏州试点工作的统筹协调和推进机制;支持试点机构积极探索数字人民币在服务民生、发展普惠金融、促进基层治理等方面的应用,鼓励银行机构与试点运营机构合作,探索完善数字人民币流通生态体系。
2021-09	《广东省人民政府关于印发广东省深入推进资本要素市场化配置改革行动方案的通知》	广东省政府	支持深圳深化央行数字人民币应用创新试点,适时申请扩大试点城市范围,推动广州申请数字人民币试点工作。
2021-10	《上海市全面推进城市数字化转型“十四五”规划》	上海市政府	开展数字人民币试点,拓展线下和线上支付、交通出行政务和民生等场景应用。
2022-02	《上海市“便捷就医服务”数字化转型2.0工作方案》	上海市政府	增设数字人民币支付渠道。依托“一网通办”平台支撑,以“随申办”移动端为服务渠道,以数字人民币为场景拓展切口,丰富就医支付方式,积极响应国家稳妥推进数字货币研发的政策,助力上海建成全国首个覆盖数字货币的医疗支付统一平台。
2022-03	《打造“双枢纽”国际消费桥头堡实施方案（2021—2025年）》	北京市政府	积极拓展数字人民币应用,鼓励跨境电商企业应用新技术创新商业模式,提供优质的国际化消费体验。同时,总结北京冬奥会支付服务环境建设经验,深化数字人民币试点,逐步提升国际旅客支付便利度。
2022-09	关于印发《北京城市副中心数字人民币试点工作实施细则（2022年版）》的通知	北京市通州区金融办	近期（2022年度）：围绕G端、B端、C端（即政府、企业、个人）纵向完善三维数字人民币生态圈,聚集环球影城、运河商务区、设计小镇等横向打造城市副中心数字人民币试点特色功能区,进一步扩大数字人民币场景和使用范围。中期（2023年度）：在2022年试点工作推进基础上,配合市级部门做好数字人民币对金融稳定、货币政策、客户隐私、消费者权益等方面的影响评估基础,持续深化区域数字人民币试点。远期（2024年及以后）：巩固拓展城市副中心数字人民币试点成果,探索推出具有副中心特色的首创性数字人民币应用规则或场景标准,为北京市数字人民币试点推广提供城市副中心经验。
2023-01	《关于加快建设深圳国际财富管理中心的意见》	深圳市政府	提出联动香港开展数字人民币跨境支付试点,携手打造数字人民币跨境应用示范区。

日期	文件名称	发布部门	相关内容
2023-01	《江苏省住房和城乡建设领域数字人民币试点工作方案》	江苏省住房和城乡建设厅	提出要提升数字人民币在住房和城乡建设领域的覆盖率、便捷性和支付体验，力争实现并拓宽民生缴费、住房公积金管理、重点资金监管等方面的数字人民币结算场景应用，推动运用数字技术赋能住房和城乡建设高质量发展。
2023-01	《江苏省数字人民币试点工作方案》	江苏省政府	力争到 2025 年底，基本形成服务便捷高效、应用覆盖面广、生态较为完善的数字人民币运营管理体系。
2023-03	《罗湖区产业发展“十四五”规划》（征求意见稿）	深圳市政府	开展数字货币研究与移动支付等新应用，推动数字人民币国际合作。支持金融机构与零售商合作，推广数字货币，提升互联网金融科技水平，助力消费金融发展。罗湖区是数字人民币红包第一轮试点的地区。
2023-04	《关于进一步做好“雄安纾困普惠贷”投放工作的通知》	雄安新区改革发展局、人民银行雄安新区营业管理部	明确要求地方法人金融机构（简称“金融机构”）信贷资金、财政部门贴息采取数字人民币形式发放。
2023-04	《连云港市交通运输行业数字人民币试点实施方案》	连云港市交通运输局	提出要提升数字人民币在交通运输行业的覆盖率、便捷性和支付体验，力争实现并拓宽公共交通、长途客车、出租车、驾培维修、交通收费等方面的数字人民币结算场景应用。
2023-04	《2023 年浙江省数字人民币试点工作要点》	浙江省政府	2023 年要进一步推进浙江省数字人民币试点增量扩面、提质增效、创新升级，形成具有浙江辨识度的数字人民币应用生态和产业生态。
2023-04	《苏州公积金数字人民币场景应用标准（试行）》	苏州公积金中心	提出了数字人民币在公积金归集、提取、贷款和转移等业务场景中的建设标准。
2023-04	《泰州市数字人民币试点工作方案》	泰州中支	开展数字人民币宣传，加强数字人民币场景建设，完善数字人民币场景服务，推广数字人民币应用。力争到 2025 年底，基本形成服务便捷高效、应用覆盖面广、生态较为完善的数字人民币运营管理体系。
2023-04	《加快恢复和扩大消费持续发力北京国际消费中心城市城市建设 2023 年行动方案》	北京市商务局	扩大数字人民币在北京市小额高频消费场景的覆盖率，在“北京消费季”等活动中增添数字人民币元素。
2023-04	《关于实行工资全额数字人民币发放的通知》	常熟市金融监督管理局、常熟市财政办（国资办）	从 5 月开始对常熟市在编公务员（含参公人员）、事业人员、各级国资单位人员实行工资全额数字人民币发放。
2023-04	《淮安市数字人民币试点工作方案》	淮安市政府	将在全市稳妥有序开展数字人民币试点，逐步扩大数字人民币在批发零售、餐饮文旅、教育医疗、公共服务等重点领域应用覆盖面，满足公众多层次多样化支付需求。2023 年底，争取商贸、民生、文旅等重点领域应用场景覆盖面取得明显进展。到 2025 年底，基本实现数字人民币应用场景特定区域全覆盖，力争形成服务便捷高效、应用覆盖面广、生态较为完善的数字人民币运营管理体系。

来源：各机构官网，国金证券研究所

- 公司积极布局数币，具备支持数币推广的能力，有望在数币推广中受益。目前，公司终端设备基本已完成改造，能实现数字人民币的受理；同时积极参与数币推广运营与试点，并推出数字人民币钱包技术方案，与大型国有商业银行合作，推出数字人民币受理综合解决方案。在硬件、技术、支付服务、政企合作方面，均可支持数币推广。

图表36：拉卡拉数字人民币布局

布局方向	具体布局
收单与结算	推出领先市场的企业级数字人民币钱包技术方案，并与大型国有商业银行开展深度合作，公司数币产品服务的商户数量超过 10 万，相比 23 年初增长近 10 倍。 遵循与央行数研所的合作机制，参与研究和试点数字人民币体系与传统电子支付工具的互通，支持消费

者一码通扫。开发的数字人民币钱包智慧结算平台，创新性的实现了商户数字人民币交易与其他支付交易的统一结算、对账，极大提升了商户的接受度。

**终端机具新建、改造**

2020 年以来，拉卡拉升级了数百万台终端让小微商户具备受理数字人民币的能力，已实现从小微商户到 KA 商户（即重要客户）、从零售支付到 B2B 支付的全产品条线支持数字人民币受理。

**试点推广运营与客户开拓**

与中国人民银行数字货币研究所及其七大运营机构完成系统对接并开启业务合作，积极开展试点城市的数字人民币推广活动，全面、深入配合国家推进法定数字货币研发、试点及未来的流通服务工作。积极开展试点城市的数字人民币推广活动。公司成为福州、厦门中石化全部 168 家加油站的独家数字人民币支付受理服务商。

**数字化受理解决方案**

推出了领先市场的数字人民币受理综合解决方案。

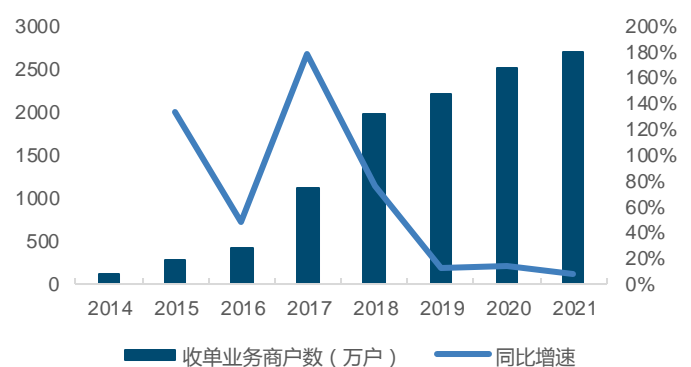
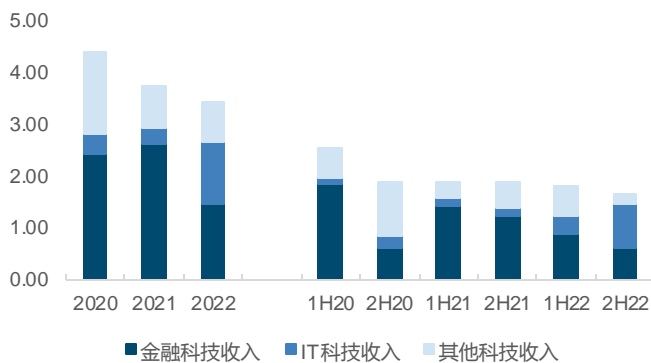
来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

**3.2 商户科技服务整体经营稳健，IT 科技业务增量明显**

- IT 科技收入扩大明显。疫情影响+合并范围变动，近两年商户科技服务规模收缩，22 收入降低主要由于金融科技业务收缩，受外部环境不利影响，公司服务的商户向银行新增贷款规模下降；而 SaaS 平台公司“支付+”行业数字解决方案实现收入 7000 万元，同比增长 126%，主要系云收单业务以及拓客 SaaS 平台收入增长所致；依托 2000 万+的收单业务商户，SaaS 业务有望逐步放量。

图表37：公司商户科技服务各项业务收入（百万元）变动

图表38：公司收单业务商户数及其同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

**3.3 收购简链科技布局AI+，有望进一步赋能商户科技服务**

- 公司持续性使用 AI 赋能主业，推动智能化。
  - 通过数据标签的持续建设及 AI 深度学习，DT 驱动的大数据中台，形成为业务处理、运营、风控、智能营销等方面提供精准数据支撑的能力；
  - 人工智能算法引入产品与业务场景，形成决策机器人、语音机器人、报告机器人等丰富的智能化产品以及智能选品、智能绘图等智能辅助工具；
  - 智能风控系统实现欺诈风险监控覆盖率达 95%以上，业务欺诈损失率保持在百万分之一的水平。
- 收购简链科技进一步布局 AI+。23 年 1 月 16 日，公司发布《关于收购简链科技股权暨关联交易的公告》，称公司拟使用自有资金 1755 万元收购联营公司简链科技 70% 股权，收购完成后，持股比例为 100%。本次收购旨在快速打破技术和业务壁垒，进入产业金融服务领域，提升公司为行业及小微客户提供数字金融科技服务的能力。
- 简链科技有望赋能公司的商户科技服务。简链科技主业为通过自主研发的以区块链技术驱动的产业数字服务平台，及 AI 机器人产品，为产业链内的中小微企业提供数字化经营及融资解决方案。目前其主要产品包括产业链（金租易、跨收易、跨融易、新零售冻品行业 SaaS 产品）、商户链（农批贷、商超贷、餐饮贷等金融服务）以及 AI 机器人（决策、报告、语音、培训机器人），与公司原有的金融科技 SaaS 平台、云超门店 SaaS 平台等商户科技服务高度协同。
  - 1) 产业链链条从管理、支付、融资三个环节服务金融机构，同时以产业数字化服务平台、在采购、交易等环节服务实体产业，与公司所连接的客户（商户、

金融机构)、提供的服务(支付、经营性 SaaS)协同性高。

- 2) 商户链条为商户提供必要的金融服务,涉及拓客、收单、进件……AI 催收等环节,其中拓客、收单等均与公司有较高协同性。
- 3) AI 机器人主要包括决策机器人、报告机器人、语音机器人、培训机器人等产品线,为企业及金融机构实现作业流程标准化及合规化、避免人工处理差错、减少人力成本。其中,语音机器人使用自研 NLU 系统,结合机器深度学习法,采用智能语义理解技术,可实现 7\*24 小时无差别的专业化客服服务,能帮助企业节省 75%的人力成本。这些机器人能提供信贷报告生成、智能催收、营销推广、员工培训等服务,同样与公司主业有较高协同性。

图表39: 简链科技产业链链条



图表40: 简链科技商户链条条



来源: 简链科技官网, 国金证券研究所

来源: 简链科技官网, 国金证券研究所

图表41: 简链科技 AI 机器人图谱



- AI算法+机器学习
- 3000+算法模型, 可自迭代
- 100000+特征变量
- 妙级决策+可定制
- 一键信贷报告
- 一键评审报告
- 一键巡检报告
- 一键财务报告
- 营销推广
- 客维通知
- 预期催收
- 协商调解
- 员工培训
- 课程辅导
- 多维测评
- 一对一陪练

来源: 简链科技官网, 国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

- 我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 69.78/84.55/95.53 亿元, 分别同比 +29.4%/+21.2%/+13.0%, 归母净利润分别为 9.09/11.34/13.87 亿元, 主要假设如下:
- 营业收入:
  - 1) 支付业务: 主要由支付手续费和支付服务费构成, 支付手续费=GPV\*费率, 支付服务费与 GPV 关联度较大。预计 2023-25 年支付业务收入为 59.8/73.1/82.6 亿元, 分别同比+30.6%/+22.1%/+13.1%。



①支付手续费：疫情持续影响下 22 年 GPV 同比-12.4%，预计 23 年受益疫后线下场景修复，居民消费意愿逐步回升，及行业牌照收紧+合规性要求提高下，市场份额进一向龙头公司集中，GPV 同比增长 15.7%，至略高于 21 年的水平；24-25 年 GPV 随社零增长、市场份额逐步提升而增长，预计同比+12.3%/+9.1%。疫后，随商户正常经营，费率有望自然修复，加之支付行业整体合规性提高，三方收单机构不再能把标准类商户的交易用优惠类商户的费率上送清算网络，且部分三方支付机构已主动提费率，由原来的 0.6%提至 0.8%-1.0%不等，甚至更高，费率有望提升。但是，出于谨慎原则，我们的盈利预测中仅考虑费率逐步提升至疫情前水平，暂未考虑疫后修复外的费率提升，预计 23-25 年综合费率为 10.8/11.8/12.2bps。综上，预计 23-25 年支付手续费收入为 56.6/69.3/78.3 亿元；

②支付服务费：主要是给商户和银行提供通讯、清算、会员、专业化服务等服务获取的收入，22 年该业务同样受疫情影响，预计 23 年收入同比+45%，24-25 年稳健增长，均同比+15%，23-25 年收入分别为 3.2/3.8/4.3 亿元。

■ 2) 商户科技服务业务：主要包括金融科技、IT 科技、其他科技收入。预计 23-25 年商户科技服务业务收入同比+27.3%/+16.9%/+15.2%至 4.3/5.1/5.6 亿元。

①金融科技服务：公司通过开放性金融科技 SaaS 平台，帮助企业获取银行融资，同时为银行提供获客、贷中及贷后智能管理服务。受疫情影响，公司服务商户向银行新增贷款规模下降，近 2 年规模收缩明显，预计 23 年迎疫后修复，同比+25.2%至 1.8 亿元，24-25 年稳健增长，分别同比+10%/8%至 2.0/2.1 亿元。

②IT 科技服务：提供综合支付解决方案，为行业客户提供用户营销、订单配送、进销存管理、报表统计等数字化经营管理功能模块，该业务为公司布局重点，基于收单业务积累的商户资源，有望逐步放量，预计 23-25 年收入分别同比+50%/30%/25%，至 1.2/1.5/1.9 亿元。

③其他科技服务：主要是广告营销服务、办卡、推广信用卡等业务，22 年收入同比+47.2%，基于拓客 SaaS 平台的流量为银行推广开卡收入大幅增长所致，预计 23-25 年增长较稳健，均同比+15%，至 1.4/1.6/1.8 亿元。

■ 3) 其他业务：主要是硬件销售，与商户拓展及设备更换关联度高，合规要求提高（一机一码、跳码限制等）、费率提升下，硬件或需更换，预计 23 年收入同比+21.9%至 5.4 亿元，24-25 年增长稳健，同比+15.0%/+10.0%至 6.2/6.8 亿元。

图表42：营业收入拆分预测

单位：(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6618.31	5394.19	6977.91	8455.03	9553.42
同比%	18.98%	-18.50%	29.36%	21.17%	12.99%
其中：					
支付业务	5807.38	4581.07	5982.88	7305.30	8264.06
同比%	19.37%	-21.12%	30.60%	22.10%	13.12%
其中：					
支付手续费收入	5420.32	4355.47	5655.65	6928.98	7831.29
同比%	16.18%	-19.65%	29.85%	22.51%	13.02%
支付交易总金额(亿元)	5160000	4520000	5229878	5871241	6404349
同比%	18.89%	-12.40%	15.71%	12.26%	9.08%
支付交易总费率	0.105%	0.096%	0.108%	0.118%	0.122%
支付服务费收入	387.06	225.60	327.23	376.32	432.76
同比%	93.75%	-41.71%	45.05%	15.00%	15.00%
商户科技服务	372.96	341.60	434.75	508.40	585.90
同比%	-14.96%	-8.41%	27.27%	16.94%	15.24%
其中：					
金融科技收入	260.29	144.00	180.35	198.39	214.26
同比%	7.28%	-44.68%	25.24%	10.00%	8.00%



IT 科技收入	31.15	77.60	116.40	151.31	189.14
同比%	-14.77%	149.11%	50.00%	30.00%	25.00%
其他科技收入	81.52	120.00	138.00	158.70	182.51
同比%	-48.86%	47.20%	15.00%	15.00%	15.00%
其他(百万元)	415.69	443.12	540.29	621.33	683.46
同比%	63.89%	6.60%	21.93%	15.00%	10.00%

来源：公司财报，国金证券研究所预测

- 毛利润：我们预计公司 23-25 毛利率为 32.1%/32.7%/33.7%。拆分各项业务来看：
  - 1) 支付业务：其成本主要包括专业化服务费（分润）、折旧摊销及通讯费，疫情前专业化服务费占支付手续费收入基本在 55-60%之间，22 年增幅较大，主要由于为激励拓展商户，分润比例提高，预计 23 年较 22 年水平有所降低，占支付手续费收入为 66.7%，24-25 年稳中略降；预计折旧摊销、通讯费占支付业务收入比重随收入规模扩大而降低，其他费用占支付业务收入保持稳定。综上，预计 23-25 年支付业务毛利率为 28.6%/29.2%/30.3%。
  - 2) 商户科技服务业务：其成本主要为服务推广费，22 年推广云掌柜等 SaaS 平台导致服务推广费有所提升，预计 23 年占商户科技服务收入比重在 22 年基础上略有提升，至 32%，24-25 年保持稳定，均为 28%，其他费用占商户科技服务收入保持稳定。综上，预计 23-25 年该业务毛利率为 67.5%/71.5%/71.5%。
  - 3) 其他业务：参考历史营业成本占比水平，假设 23-25 年该比例保持稳定，毛利率均为 60%。

图表43：毛利率拆分预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业成本(百万元)	4381.76	4127.73	4736.22	5691.63	6338.89
同比%	33.46%	160.29%	41.14%	38.70%	36.61%
占总营收%	66.21%	76.52%	67.87%	67.32%	66.35%
其中：					
支付业务(百万元)	4076.89	3655.26	4270.75	5173.93	5761.83
占支付业务收入%	70.20%	79.79%	71.38%	70.82%	69.72%
毛利率%	29.80%	20.21%	28.62%	29.18%	30.28%
其中：					
专业化服务费	3474.54	3298.48	3774.17	4607.77	5187.48
占支付手续费收入%	64.10%	75.73%	66.73%	66.50%	66.24%
折旧摊销	561.65	317.50	448.72	511.37	512.37
占支付业务收入%	9.67%	6.93%	7.50%	7.00%	6.20%
通讯费	39.64	39.16	44.87	51.14	57.85
占支付业务收入%	0.68%	0.85%	0.75%	0.70%	0.70%
其他	1.06	0.12	2.99	3.65	4.13
占支付业务收入%	0.02%	0.00%	0.05%	0.05%	0.05%
商户科技服务业务	45.32	103.56	141.29	144.89	166.98
占商户科技服务收入%	12.15%	30.32%	32.50%	28.50%	28.50%
毛利率%	87.85%	69.68%	67.50%	71.50%	71.50%
其中：					
服务推广费	43.56	101.78	139.12	142.35	164.05
占商户科技服务收入%	11.68%	29.79%	32.00%	28.00%	28.00%
其他	1.76	1.79	2.17	2.54	2.93
占商户科技服务收入%	0.47%	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%
其他	259.55	368.90	324.17	372.80	410.08

占其他收入%	62.44%	83.25%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利率%	37.56%	16.75%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>综合毛利率%</b>	<b>33.79%</b>	<b>23.48%</b>	<b>32.13%</b>	<b>32.68%</b>	<b>33.65%</b>

来源：公司财报，国金证券研究所预测

- 费用率：1) 销售费率：22 年收入规模收缩导致销售费率提升，预计疫后，市场推广及人工成本会有所提升，营业收入增长速度更快，因而预计 23-25 年预计销售费率有所下滑，为 9.30%/9.22%/9.17%；2) 管理费率：23-25 年，预计主要费用人工成本以及折旧摊销成本增长稳定，费率随营业收入规模扩大而下降，为 3.62%/3.41%/3.40%；3) 研发费率：预计人工成本及外包开发费用增大，但增长速度慢于营收，折旧摊销及其他费用占收入比整体比较稳定，综合来看，研发费率随收入规模扩大而降低，23-25 年研发费率为 3.75%/3.60%/3.58%。

图表44：销售费率、管理费率及研发费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费率%	8.06%	10.09%	9.30%	9.22%	9.17%
管理费率%	4.67%	4.26%	3.62%	3.41%	3.40%
研发费率%	3.78%	4.25%	3.75%	3.60%	3.58%

来源：公司财报，国金证券研究所预测

#### 4.2 投资建议

- 预计公司 23-25 归母净利润为 9.09/11.36/13.83 亿元，EPS 为 1.14、1.42、1.73 元，对应 PE 为 16.6、13.3、10.9X。我们选取移卡、新国都、新大陆为可比公司对公司进行估值。我们认为，1) 收单 GPV 修复（疫后修复+市场集中度提升）+费率提升（疫后修复+合规要求提高催化）将推动公司支付业务快速释放业绩，标准类商户跳转至优惠类商户的费率进行结算所涉及的资金计提较充分，预计后续该合规风险降低；2) 公司先发布局数币，数币推广中将受益；3) 商户科技服务中拓客等 SaaS 平台依托收单商户有望继续放量；4) 大模型时代，海量的交易数据具有较大价值，且有望赋能商户科技服务。参考可比公司 23 年 19.7X 的 PE 中位值，20.3X 的 PE 均值，给予公司 23 年 20X 估值，对应市值 182 亿元，股价 22.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表45：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)					P/E				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
9923.HK	移卡	19.07	1.00	0.39	0.97	1.37	1.77	19.07	48.90	19.70	13.93	10.79
300130.SZ	新国都	22.21	0.41	0.09	0.96	1.27	--	54.18	246.82	23.02	17.45	--
000997.SZ	新大陆	18.34	0.69	-0.38	1.01	1.28	--	26.50	-48.67	18.19	14.35	--
中位值								26.50	48.90	19.70	14.35	10.79
平均值								33.25	82.35	20.30	15.24	10.79
300773.SZ	拉卡拉	18.88	1.38	-1.84	1.14	1.42	1.73	13.68	-10.26	16.61	13.29	10.92

来源：wind，国金证券研究所，注：数据日期为 2023 年 5 月 11 日，除拉卡拉 23-24 年数据为国金证券研究所预测外，其余均为 wind 一致预期

## 五、风险提示

- 线下支付修复不及预期。疫情三年，线下支付业务受影响较大，较大比例消费转向线上，线上支付占比提升，或将影响消费者的支付习惯，可能导致线下支付恢复低于我们预期；同时支付交易规模与消费高度相关，若线下消费修复不及预期，也会影响线下支付的回暖。
- 支付费率提升存在不确定性。支付费率的确受监管、政策、商户接受度、支付机构品牌力、费率推行节奏等多因素的影响，支付费率是否能提升及能提升多少均存在不确定性，所以本篇报告的盈利预测仅考虑了疫后商户恢复正常经营，经济恢复正常运转下，费率的自然修复，暂未考虑疫后修复外的费率提升。
- 监管风险。银行卡收单等牌照数量整体在收缩，支付机构或面临牌照续展不成功的风险，以及标准类商户交易费率用优惠类商户交易费率等合规性问题。

- 股票质押风险。公司前三大个人股东均有半数以上股票质押，质押日股价远高于现价，且其中有股东质押融资已违约，未来或存在违约等风险。
- 股东减持风险。公司多名股东进行了减持，后续或仍有减持动作；有股东股票质押融资已违约，存在被动减持的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>5,562</b>	<b>6,618</b>	<b>5,394</b>	<b>6,978</b>	<b>8,455</b>	<b>9,553</b>	货币资金	7,662	6,560	5,177	6,351	7,203	8,048	
增长率		19.0%	-18.5%	29.4%	21.2%	13.0%	应收款项	488	794	774	830	873	959	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,285</b>	<b>-4,386</b>	<b>-4,123</b>	<b>-4,736</b>	<b>-5,692</b>	<b>-6,339</b>	存货	11	12	9	10	12	14	
%销售收入	59.1%	66.3%	76.4%	67.9%	67.3%	66.4%	其他流动资产	936	248	271	239	273	275	
<b>毛利</b>	<b>2,277</b>	<b>2,232</b>	<b>1,271</b>	<b>2,242</b>	<b>2,763</b>	<b>3,215</b>	流动资产	9,096	7,613	6,231	7,430	8,361	9,295	
%销售收入	40.9%	33.7%	23.6%	32.1%	32.7%	33.6%	总资产	75.7%	64.8%	59.7%	63.7%	65.9%	68.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	<b>-30</b>	<b>-34</b>	长期投资	966	2,167	2,340	2,340	2,340	2,340	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,886	1,474	1,514	1,521	1,578	1,640	
<b>销售费用</b>	<b>-655</b>	<b>-533</b>	<b>-544</b>	<b>-649</b>	<b>-780</b>	<b>-876</b>	总资产	15.7%	12.5%	14.5%	13.0%	12.4%	12.0%	
%销售收入	11.8%	8.1%	10.1%	9.3%	9.2%	9.2%	无形资产	61	86	116	126	136	145	
<b>管理费用</b>	<b>-267</b>	<b>-309</b>	<b>-230</b>	<b>-252</b>	<b>-289</b>	<b>-325</b>	非流动资产	2,913	4,138	4,212	4,237	4,325	4,347	
%销售收入	4.8%	4.7%	4.3%	3.6%	3.4%	3.4%	总资产	24.3%	35.2%	40.3%	36.3%	34.1%	31.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-256</b>	<b>-250</b>	<b>-229</b>	<b>-261</b>	<b>-304</b>	<b>-342</b>	<b>资产总计</b>	<b>12,009</b>	<b>11,751</b>	<b>10,443</b>	<b>11,667</b>	<b>12,686</b>	<b>13,643</b>	
%销售收入	4.6%	3.8%	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%	短期借款	12	21	677	281	231	139	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,074</b>	<b>1,115</b>	<b>247</b>	<b>1,053</b>	<b>1,361</b>	<b>1,637</b>	应付款项	948	1,054	1,421	1,578	1,693	1,887	
%销售收入	19.3%	16.8%	4.6%	15.1%	16.1%	17.1%	其他流动负债	5,720	5,688	4,638	4,665	4,482	4,073	
<b>财务费用</b>	<b>50</b>	<b>41</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	流动负债	6,679	6,763	6,736	6,524	6,407	6,100	
%销售收入	-0.9%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	0	18	269	269	269	269	
<b>资产减值损失</b>	<b>-44</b>	<b>-149</b>	<b>-143</b>	<b>-2</b>	<b>-40</b>	<b>-28</b>	其他长期负债	141	178	88	12	9	6	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	6,820	6,960	7,093	6,805	6,685	6,375	
<b>投资收益</b>	<b>-14</b>	<b>199</b>	<b>-58</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,142</b>	<b>4,788</b>	<b>3,349</b>	<b>4,858</b>	<b>5,994</b>	<b>7,257</b>	
%税前利润	n.a	16.2%	n.a	0.2%	0.1%	0.1%	其中：股本	800	800	800	800	800	800	
<b>营业利润</b>	<b>1,123</b>	<b>1,247</b>	<b>78</b>	<b>1,080</b>	<b>1,349</b>	<b>1,640</b>	未分配利润	1,954	2,169	732	1,641	2,778	4,041	
营业利润率	20.2%	18.8%	1.4%	15.5%	16.0%	17.2%	少数股东权益	47	3	2	4	7	10	
<b>营业外收支</b>	<b>-7</b>	<b>-20</b>	<b>-1,395</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,009</b>	<b>11,751</b>	<b>10,443</b>	<b>11,667</b>	<b>12,686</b>	<b>13,643</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,116</b>	<b>1,227</b>	<b>-1,317</b>	<b>1,073</b>	<b>1,340</b>	<b>1,631</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	20.1%	18.5%	n.a	15.4%	15.9%	17.1%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-177</b>	<b>-145</b>	<b>-121</b>	<b>-161</b>	<b>-201</b>	<b>-245</b>	每股收益	1.163	1.353	-1.796	1.137	1.420	1.729	
所得税率	15.8%	11.8%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.428	5.985	4.186	6.072	7.492	9.071	
<b>净利润</b>	<b>940</b>	<b>1,082</b>	<b>-1,438</b>	<b>912</b>	<b>1,139</b>	<b>1,386</b>	每股经营现金净流	1.796	1.980	-0.446	1.578	1.588	1.740	
少数股东损益	9	-1	-1	3	3	3	每股股利	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.150	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>931</b>	<b>1,083</b>	<b>-1,437</b>	<b>909</b>	<b>1,136</b>	<b>1,383</b>	<b>回报率</b>							
净利率	16.7%	16.4%	n.a	13.0%	13.4%	14.5%	净资产收益率	18.10%	22.61%	-42.92%	18.72%	18.96%	19.06%	
							总资产收益率	7.75%	9.21%	-13.76%	7.79%	8.96%	10.14%	
							投入资本收益率	17.04%	20.10%	6.17%	16.55%	17.79%	18.13%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	13.53%	18.98%	-18.50%	29.36%	21.17%	12.99%	
							EBIT增长率	21.29%	3.79%	-77.88%	327.03%	29.15%	20.35%	
							净利润增长率	15.43%	16.31%	-232.75%	N/A	24.96%	21.74%	
							总资产增长率	7.35%	-2.15%	-11.13%	11.72%	8.73%	7.54%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	24.7	33.4	51.8	42.0	38.0	38.0	
							存货周转天数	1.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	
							应付账款周转天数	62.1	57.5	65.4	62.0	56.0	56.0	
							固定资产周转天数	123.8	81.3	102.5	79.5	68.1	62.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-147.43%	-136.10%	-126.30%	-119.32%	-111.68%	#####	
							EBIT利息保障倍数	-21.3	-27.3	-13.5	-43.4	-56.5	-61.8	
							资产负债率	56.79%	59.23%	67.92%	58.33%	52.69%	46.73%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402