

计算机行业深度研究报告

# 如何看第三方支付成长空间？

推荐（维持）

- 第三方支付如何分类？** 第三方支付为非金融机构支付服务，是指非金融机构在收付款人之间作为中介机构提供下列部分或全部货币资金转移服务，包括网络支付、预付卡的发行与受理、银行卡收单、中国人民银行确定的其他支付服务。常见的第三方支付包括银行卡收单、移动支付、互联网支付。
- 第三方支付规模巨大，空间是否接近天花板？** 近年，我国第三方支付持续保持快速增长，直观来看，第三方支付已经在大部分消费场景有了充分的渗透。其实，第三支付的构成包括多个方面，包括大量的个人投资、还款、转账类的业务，其庞大的体量使得第三方支付规模看起来很大，掩盖了消费领域无卡支付的真实水平。支付宝与腾讯在支付领域占据巨大的市场份额也主要是由于金融与个人业务类的贡献，线下无现金支付的占比并没有那么高。据此粗略测算居民消费中第三支付的占比不到50%。
- 国际对比，第三方支付仍有较大提升空间。** 无现金支付是经济发展的趋势，随着银行卡、支票等支付方式的普及，欧美发达国家的无现金支付率先进入到较高的阶段。在移动支付领域，中国领先于全球已成为共识，但是从无现金支付（包括银行卡支付、支票支付、移动支付等）渗透率来看，中国相对于发达国家仍有较大的空间。人均无现金支付次数国际间的比较表明，对比无现金支付渗透率最高的国家，中国还有数倍提升空间。
- 成长性：供需与技术双重驱动，增值业务提升盈利能力。** 我们认为中国第三方支付的增长来自于供需与技术进步双重驱动，同时第三方支付公司通过给商户提供增值业务有望进一步提升其盈利能力。需求端，来自于三线及以上城市、乡镇地域渗透率的提升；同样来自于主流使用人群覆盖的年龄更加广泛。供给端，来自于专业支付产品价格不断下降、支付成本的下降及第三方支付公司向更多的地域与行业拓展。技术驱动方面，来自于以人脸识别为代表的新一代生物识别支付的推进，带来支付领域更多需求释放。增值业务领域，大量小微商户缺乏基本的数据与用户管理能力，也较难获得信贷支持，第三方支付公司可以高效地为其提供用户管理与营销、财税发票管理、助贷服务等增值服务，从而进一步提升其盈利能力。
- 推荐标的：新国都，第三方支付步入成长新阶段。** 公司完成收购嘉联支付后，支付生态趋于完善。2018年以来，嘉联增值业务拓展顺利，核心竞争力进一步提升，盈利空间再次打开，支付业务进入新的成长阶段。基于公司已经发布2018年度业绩快报，我们调整其2018年度归母净利润预测为2.31亿元（调整前为2.41亿元），维持公司2019-2020年预测归母净利润分别为3.40亿元、4.27亿元，对应2018-2020年PE分别为35倍、24倍、19倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：** 第三方支付服务监管政策变化风险，市场竞争程度超出预期。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
新国都	17.35	0.5	0.71	0.89	34.7	24.44	19.49	4.15	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测 注: 股价为2019年03月12日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 陈宝健

电话: 010-66500984  
邮箱: chenbaojian@hcyjs.com  
执业编号: S0360517060001

证券分析师: 邓芳程

电话: 021-20572565  
邮箱: dengfangcheng@hcyjs.com  
执业编号: S0360518080001

联系人: 刘逍遙

电话: 010-63214650  
邮箱: liuxiaoyao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	203	5.65
总市值(亿元)	23,314.07	3.81
流通市值(亿元)	16,078.68	3.64

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	39.7	33.23	1.41
相对表现	26.9	17.55	10.63



相关研究报告

《计算机行业跟踪报告: 如何看金融IT公司的选择顺序?》

2019-03-04

《计算机行业重大事项点评: “整芯助魂”工程紧锣密鼓, 安全可控迎来良机》

2019-03-07

《计算机行业周报(20190304-20190308): 研发投入有望受到更多重视》

2019-03-10

# 目 录

一、第三方支付如何分类？ .....	4
二、如何看第三方支付市场空间 .....	4
（一）第三方支付规模巨大，空间是否接近天花板？ .....	4
（二）透过总量看结构，消费类支付占比较低，实际渗透率不高 .....	5
（三）国际对比，第三方支付仍有较大提升空间 .....	6
三、行业成长性：供需与技术双重驱动，增值业务提升盈利能力 .....	9
（一）需求端：地域的下沉及目标人群的扩大驱动行业成长 .....	9
（二）供给端：支付设备持续渗透及综合成本下降，带来第三方支付可获得性提升 .....	10
（三）技术驱动：以人脸识别为代表的生物识别支付有望引领新一轮增量需求 .....	12
（四）增值服务有望进一步提升盈利能力。 .....	12
四、推荐标的：新国都，第三方支付步入成长新阶段 .....	14
（一）业务升级顺利推进，营收、净利步入快速增长期 .....	14
（二）收购嘉联支付，支付生态链进一步完善 .....	14
（三）增值服务有效拓展，支付业务步入成长新阶段 .....	15
（四）投资建议 .....	16
五、风险提示 .....	16

# 图表目录

图表 1	常见的第三方支付方式.....	4
图表 2	2017 年, 我国移动支付、互联网支付规模分别达 120 万亿、28 万亿.....	5
图表 3	2017 年, 我国 GDP 规模为 82.71 万亿.....	5
图表 4	2017 年居民消费支出为 31.75 万亿.....	5
图表 5	2016 年 Q4 互联网支付构成.....	6
图表 6	2016 年 Q4 移动支付构成.....	6
图表 7	全球各地区无现金支付量 (单位: 亿次) .....	7
图表 8	中国无现金支付次数仍显著低于欧美.....	7
图表 9	中国无现金支付人均次数显著偏低.....	8
图表 10	银行卡消费金额总体保持快速增长.....	9
图表 11	银行卡消费金额笔数保持快速增长.....	9
图表 12	县级及以下地区移动支付仍有较大提升空间.....	9
图表 13	40 岁以下人群是移动支付绝对主力.....	10
图表 14	联网 POS 机数量总体保持快速增长.....	11
图表 15	“96”费改前第三方支付收费模式.....	11
图表 16	“96”费改后第三方支付收费模式.....	11
图表 17	支付刷脸支付试点效果较好.....	12
图表 18	增值服务包含多个领域.....	13
图表 19	“收钱吧”红包营销.....	13
图表 20	PayPal 营收净利润保持快速增长.....	13
图表 21	PayPal 增值服务占比持续提升.....	13
图表 22	公司营收进入快速增长期.....	14
图表 23	公司净利润进入快速增长期.....	14
图表 24	嘉联支付发展势头良好.....	15
图表 25	嘉联支付流水保持快速增长.....	15
图表 26	效率提升与增值服务提升单位流水盈利水平.....	15

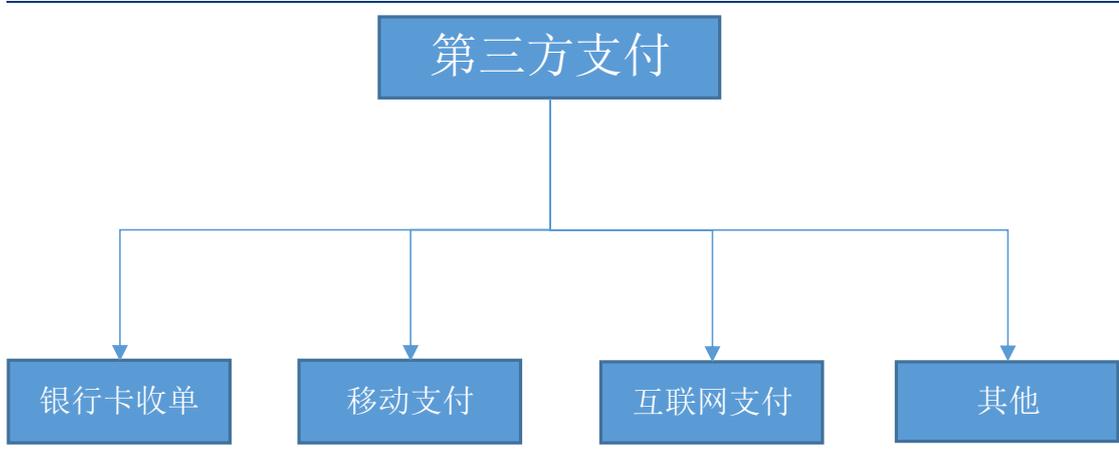
## 一、第三方支付如何分类？

第三方支付为非金融机构支付服务，是指非金融机构在收付款人之间作为中介机构提供下列部分或全部货币资金转移服务，包括网络支付、预付卡的发行与受理、银行卡收单、中国人民银行确定的其他支付服务。（《非金融机构支付服务管理办法》）

**银行卡收单：**是指通过销售点（POS，Point Of Sale）终端等为银行卡特约商户代收货币资金的行为。收单服务包括三个参与方，分别是发卡行、收单机构、清算机构（如银联）。

**网络支付：**是指依托公共网络或专用网络在收付款人之间转移货币资金的行为，包括货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、数字电视支付等。现在体量最大的是移动支付及互联网支付。这两个主要是根据支付所依托的终端来区分的，从 PC 端发起完成的从用户到商户等收款机构的在线货币支付、资金清算等行为是互联网支付；从移动设备发起完成的支付为移动支付。常见的第三方支付包括银行卡收单、移动支付、互联网支付。

图表 1 常见的第三方支付方式



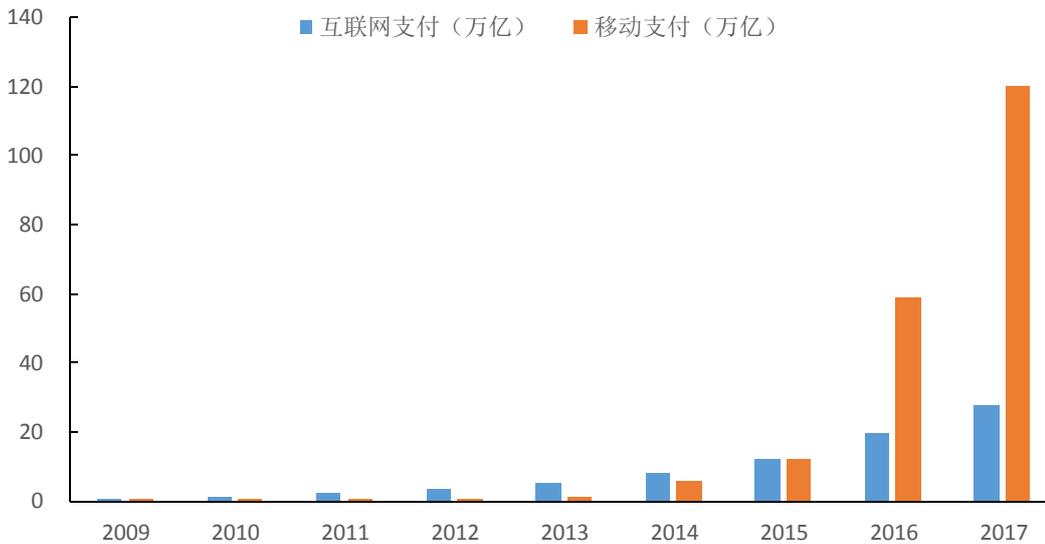
资料来源：华创证券

## 二、如何看第三方支付市场空间

### （一）第三方支付规模巨大，空间是否接近天花板？

**第三方支付规模巨大，但仍保持快速增长。**近年，我国第三方支付持续保持快速增长，2017 年移动支付规模达到 120 万亿，同比增长 105%，互联网支付达到 28 万亿，同比增长 41%（Wind）。在一二线城市中，移动支付等第三方支付似乎渗透到生活的方方面面，如线上购物、商场便利店消费、住宿服务、打车出行等。直观来看，第三方支付已经在大部分消费场景有了充分的渗透，其规模还保持如此快速增长似乎令人费解。

**图表 2 2017 年，我国移动支付、互联网支付规模分别达 120 万亿、28 万亿**

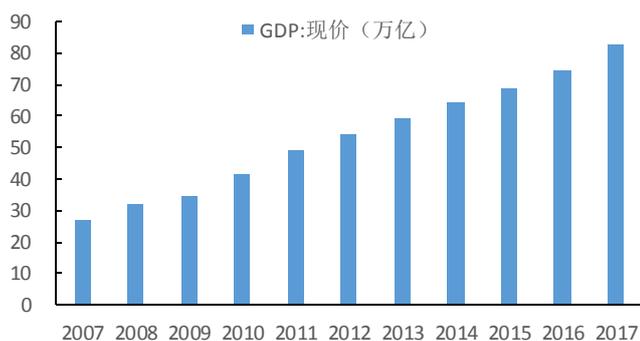


资料来源: Wind, 华创证券

**(二) 透过总量看结构，消费类支付占比较低，实际渗透率不高**

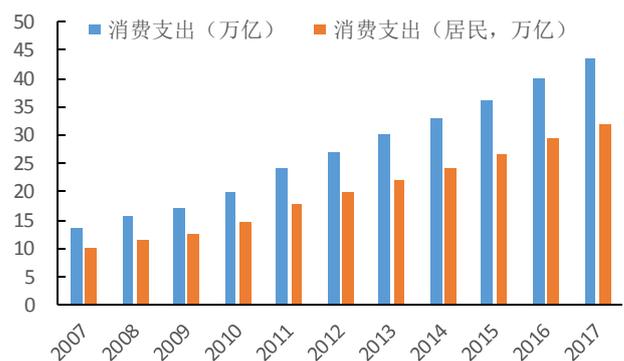
统计口径的第三方支付不仅仅是消费，实际渗透率被高估。就很多人的自身经历而言，第三方支付主要与消费有关，但如此巨大的金额显然不仅仅是消费。如根据 Wind 提供的一组数据，2017 年第三方支付规模为 154.90 万亿，而我国 GDP 为 82.71 万亿元，按支出法核算，消费支出为 43.55 万亿元，其中居民消费支出为 31.75 万亿元，均远小于第三方支付规模。

**图表 3 2017 年，我国 GDP 规模为 82.71 万亿**



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 4 2017 年居民消费支出为 31.75 万亿**



资料来源: Wind, 华创证券

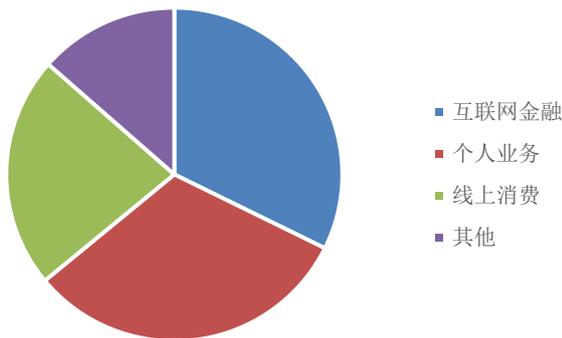
其实，第三支付的构成包括多个方面，一般把在线金融、个人业务等也归类于第三方支付，且占据相当大的比重。如第三方支付规模常用到的数据来自艾瑞咨询，根据其 2016 年第四季度第三方支付数据，互联网支付包括互联网金融、个人业务、线上消费、其他业务，其中互联网金融（包括理财销售、网络借贷等）占比为 32.3%，为最大的组成部分；个人业务（包括转账业务、还款业务等）占比 31.7%，占比也相当可观；线上消费（包括网络购物、O2O、航空旅行等）占比仅为 22.5%。

移动支付也是类似，占比最大的为个人应用，达到 68.10%，包括信用卡还款、各类转账、生活缴费等；移动消费占比仅 11.60%，包括电商、游戏、网约车、扫码支付等；移动金融包括货币基金、P2P 理财等，占比 15.10%。

根据 2016 年第四季度数据测算，移动支付规模 18.5 万亿、互联网支付规模 6.1 万亿（数据来源为 Wind），移动支付消费占比 11.60%，互联网支付消费占比 22.5%，则第三方支付中消费金额为 3.52 万亿。2016 年居民消费支出为 29.34 万亿，据此粗略测算居民消费中第三方支付的占比不到 50%。

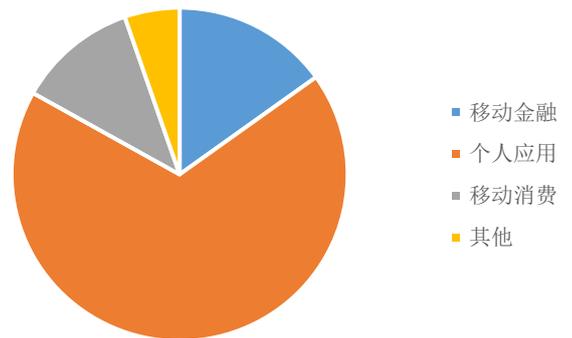
可见，第三方机构统计的第三方支付包括大量的投资、还款、转账类的业务，其庞大的体量使得第三方支付规模看起来很大，掩盖了消费领域无卡支付的真实水平。支付宝与腾讯在支付领域占据巨大的市场份额也相当部分原因是由于金融与个人业务类的贡献，线下无现金支付的占比估计并没有那么高。

图表 5 2016 年 Q4 互联网支付构成



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 6 2016 年 Q4 移动支付构成



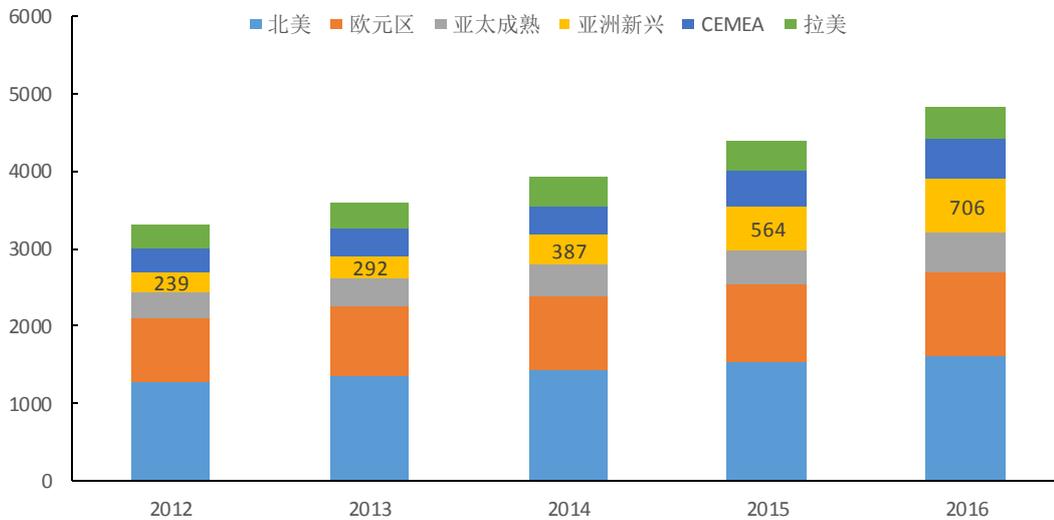
资料来源：艾瑞咨询，华创证券

### （三）国际对比，第三方支付仍有较大提升空间

无现金支付是经济发展的趋势，随着银行卡、支票等支付方式的普及，欧美发达国家的无现金支付率先进入到较高的阶段。在移动支付领域，中国领先于全球已成为共识，但是从更广泛的无现金支付（包括银行卡支付、支票支付、移动支付等）渗透率来看，中国相对于发达国家仍有较大的提升空间。

据 2018 年全球支付报告，全球无现金支付仍保持较快增长，亚洲新兴市场无现金支付增速最高。报告显示，2012-2016 年全球无现金支付保持较快增长，复合增速为 9.8%。其中发达国家复合增速为 7.1%，发展中国家复合增速为 16.5%，增速最快的为亚洲新兴市场，从 2012 年的 239 亿次增长至 706 亿次，期间复合增速为 31.1%。

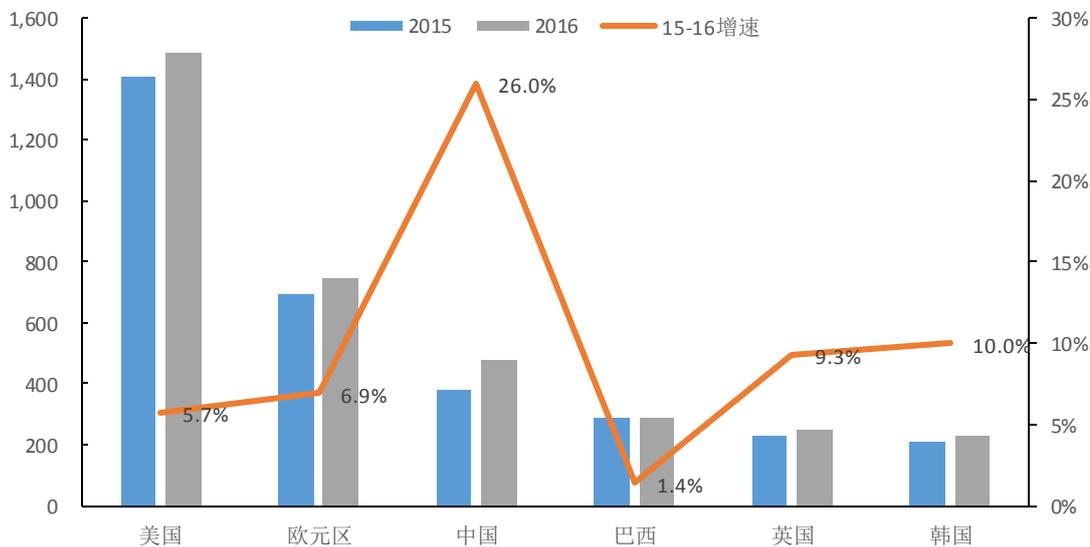
图表 7 全球各地区无现金支付量（单位：亿次）



资料来源：凯捷&巴黎银行《2018年世界支付报告》，华创证券

虽经历过快速增长，但由于较低的基数，中国无现金支付总次数仅处于全球第三，且显著低于美国与欧元区。中国无现金支付次数仅为美国三分之一，但保持快速增长。2016年，美国无现金支付次数为1485亿次，欧元区为745亿次，中国为480亿次，居于第三，从总量来看，中国相对于欧美显著偏低。

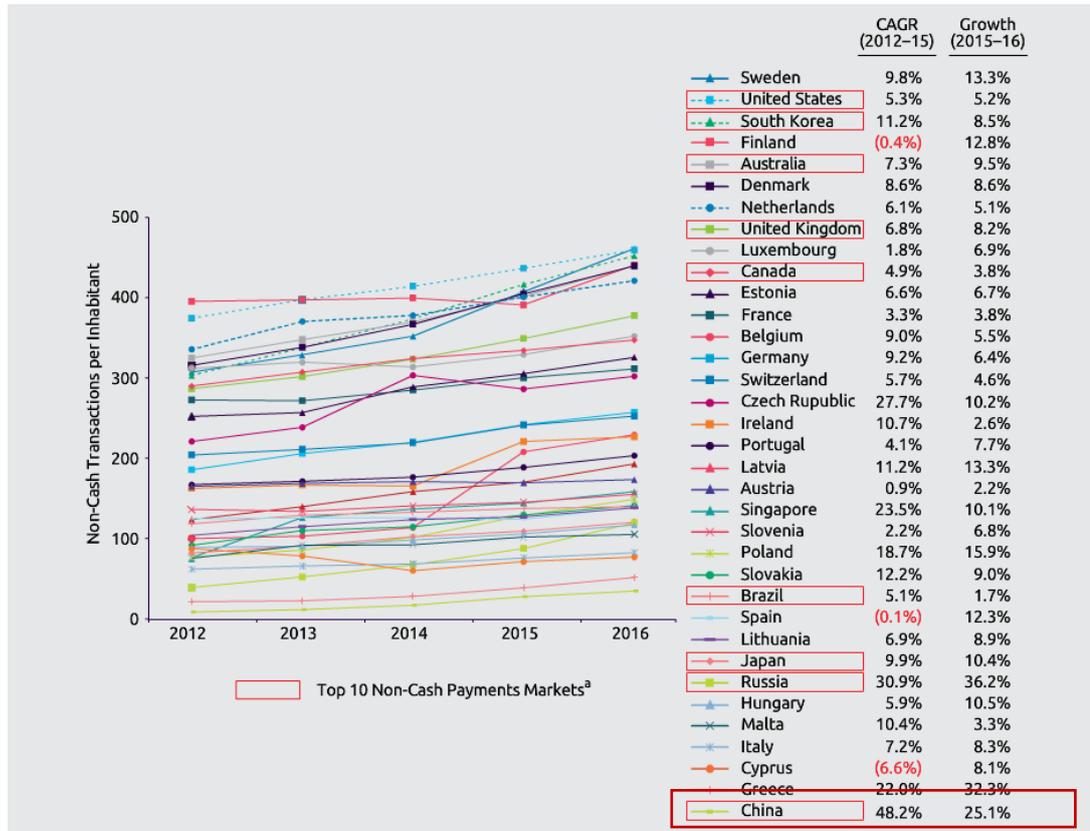
图表 8 中国无现金支付次数仍显著低于欧美



资料来源：凯捷&巴黎银行《2018年世界支付报告》，华创证券

中国人均无现金支付次数显著偏低，对标领先国家仍有数倍提升空间。在人均次数方面，瑞典为人均非现金支付次数最多的国家，2016年为461.5次，同比增长13%；美国人均次数为459.6次，同比增长5.2%。2012年至2016年，中国人均无现金支付次数复合增速为42%，持续保持快速增长，增速排名第一，但中国人均无现金支付次数仍不到50，而美国、韩国、芬兰、瑞典等国家均在400次以上，为中国10倍以上。

图表 9 中国无现金支付人均次数显著偏低



资料来源：凯捷&巴黎银行《2018年世界支付报告》，华创证券

相对于无现金支付人均金额，人均支付次数国际间的比较更有意义。对比无现金支付渗透率最高的国家，中国还有数倍提升空间。如此大的渗透空间可能超出常规认知，我们认为可能是两个方面的因素给我们带来了直觉上的偏差。一是地域和群体分布不均衡带来的偏差，即一二线城市、青年人群、白领人群无现金支付频次高，但大量的四五线城市、乡镇、蓝领及中老年人口使用频次低。另一方面则是第三方支付规模的快速增长带来偏差，前面提到第三方支付相当部分是金融类及个人业务类，单笔金额大，大幅拉高了总交易规模，部分掩盖了无现金支付渗透率仍处于不是太高水平的现实。

银行卡消费金额与消费笔数与第三方支付有较高的相关性，从银行卡消费规模看，第三方支付仍有较大成长空间。2007年以来，消费金额与消费笔数总体均保持快速增长，2016年两个数据增速均有所回落，2017年以来，增速再次提升。不管是从国际间人均笔数的对比，还是银行卡渗透率来看，第三方支付均有着较大的空间。

图表 10 银行卡消费金额总体保持快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 银行卡消费金额笔数保持快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

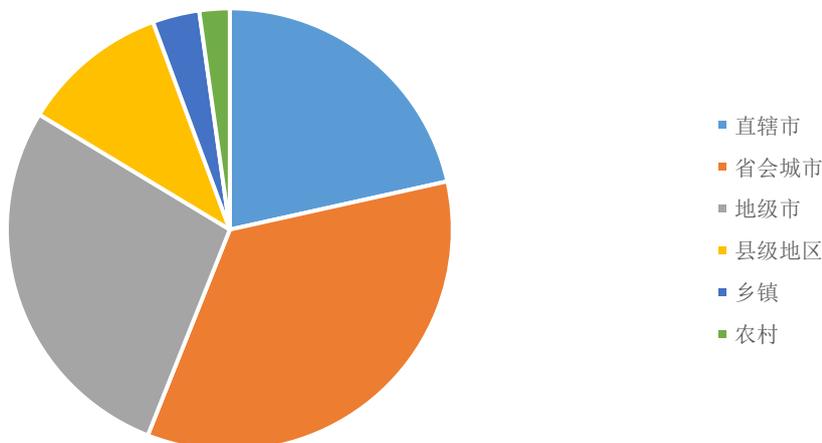
### 三、行业成长性: 供需与技术双重驱动, 增值业务提升盈利能力

我们认为中国第三方支付的增长性来自于供需与技术进步双重驱动, 同时第三方支付公司通过给商户提供增值业务有望进一步提升其盈利能力。需求端, 来自于三线及以上城市、乡镇地域渗透率的提升; 同样来自于主流使用人群覆盖的年龄更加广泛。供给端, 来自于专业支付产品价格不断下降、支付成本的下降及第三方支付公司向更多的地域与行业拓展。技术驱动方面, 来自于以人脸识别为代表的新一代生物识别支付的推进, 带来支付领域更多需求释放。增值业务领域, 大量小微商户缺乏基本的数据与用户管理能力, 也较难获得信贷支持, 第三方支付公司可以高效地为其提供用户管理与营销、财税发票管理、助贷服务等增值服务, 从而进一步提升其盈利能力。

#### (一) 需求端: 地域的下沉及目标人群的扩大驱动行业成长

首先, 在第三方支付领域, 一二线城市渗透相对较高, 县级及以下地区仍具备广阔空间。据中国支付清算协会发布的《2017 移动支付用户调研报告》, 直辖市与省会城市是移动支付的用户的绝对主力, 其中直辖市用户占比为 21.50%, 省会城市用户占比为 34.50%, 两者合计占比为 56%; 而县级地区及乡镇占比分别为 10.70%、3.40%。县级地区及乡镇有着大量的人口, 也具备拓展的潜力, 其渗透率有望快速提升, 从而带来增量需求持续释放。

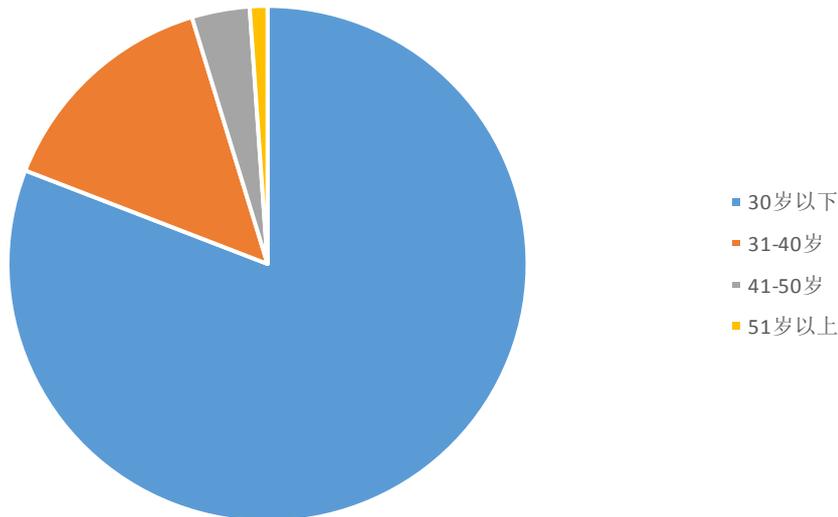
图表 12 县级及以下地区移动支付仍有较大提升空间



资料来源: 中国支付清算协会《2017 移动支付用户调研报告》, 华创证券

其二，30岁以下人群是移动支付绝对主力，随着更多青年成为目标群体，及老用户逐步上升的学习曲线发挥效应，用户数将保持增长，并不断贡献增量需求。2017年，移动支付用户中，30岁以下人群占比为80.9%，31-40岁人群占比为14.4%，是移动支付主要用户。随着青少年逐步进入到消费阶段，将带来无现金支付人群比重进一步上升，同时年龄较大人群对无现金支付的接受度也将逐步提升，无现金支付用户数将继续保持较快增长。

**图表 13 40岁以下人群是移动支付绝对主力**

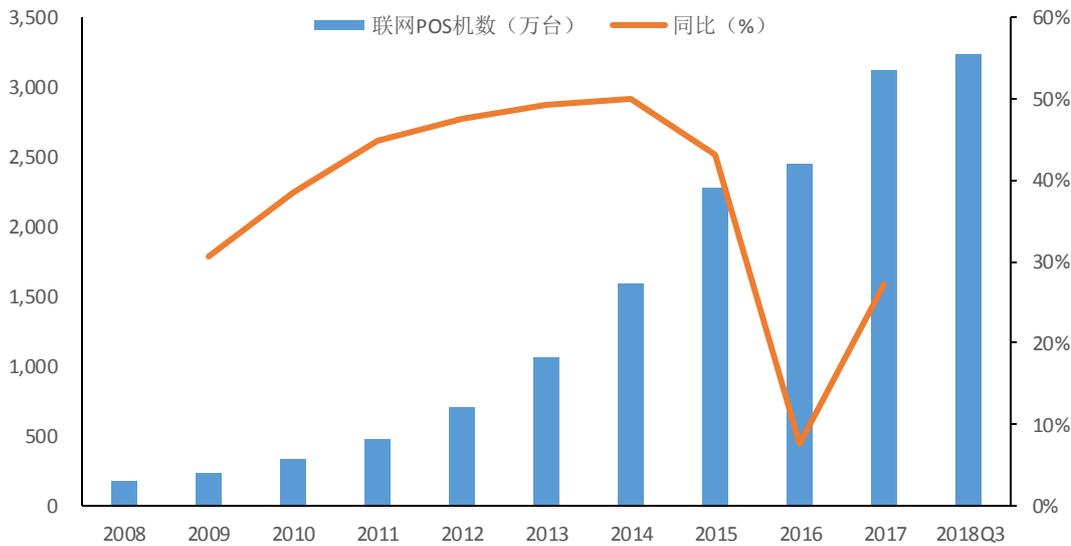


资料来源：中国支付清算协会《2017移动支付用户调研报告》，华创证券

### （二）供给端：支付设备持续渗透及综合成本下降，带来第三方支付可获得性提升

无现金支付渠道可获得性是影响行业增速的另一重要因素，支付设备单价逐步下降，高性价比的智能POS加速推进及移动支付向线下渗透将带来第三方支付商户数量的持续增长。近十年，POS机铺设量持续保持快速增长，2016年增速有所回落（可能主要为部分存量POS退出市场），随着智能POS的加速渗透，2017年重回快速增长通道。此外，移动支付势头迅猛，但线下消费场景渗透仍处于较低水平。前期，互联网巨头拓展线下商户前期主要是通过第三方支付公司，随着智能POS功能进一步成熟，和第三方支付公司也逐步变为合作关系，通过一个终端可解决移动支付和银行卡支付双重需求，第三方支付可获得性进一步提升。

图表 14 联网 POS 机数量总体保持快速增长



资料来源：中国人民银行，华创证券

手续费的下降使得第三方支付更具吸引力，助力第三方支付服务更快渗透。发展改革委、人民银行于 2016 年 3 月 14 日联合印发《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，对银行卡收单手续费进行改革，并于 2016 年 9 月 6 日正式实施（96 费改）。改革实施后，商户手续费下降明显，据统计，宾馆、餐饮、娱乐类商户刷卡手续费降幅为 50%~55%，百货类商户手续费降幅为 20%~30%，截至 2016 年末，POS 消费总体手续费支出下降 31 亿元，较低的手续费助力第三方支付业务更快渗透。虽然综合费率总体下降，但收单机构由股东费率变为市场费率，更考验收单机构的技术实力及服务水平，对头部公司相对更为有利。

图表 15 “96” 费改前第三方支付收费模式

	费用总额	发卡行	银联	收单机构
餐饮娱乐	1.25%	0.90%	0.13%	0.22%
房车类	1.25% (80 元)	0.90% (60 元)	0.13% (10 元)	0.22% (10 元)
一般行业	0.78%	0.55%	0.08%	0.15%
批发类	0.78%	0.55% (20 元)	0.08% (2.5 元)	0.15% (3.5 元)
民生类	0.38%	0.26%	0.04%	0.08%
公益类	免费	0	0	按成本收取

资料来源：中国人民银行，华创证券

图表 16 “96” 费改后第三方支付收费模式

	费用总额	发卡行	银联	收单机构
标准类别	市场价	借记卡 0.35% (13 元)， 贷记卡 0.45%	0.0325% (3.25 元)	市场价
优惠类别	市场价	借记卡 0.273% (10.14 元)， 贷记卡 0.351%	0.0254% (2.54 元)	市场价
减免类别	免费	免费	免费	免费

资料来源：中国人民银行，华创证券

### （三）技术驱动：以人脸识别为代表的生物识别支付有望引领新一轮增量需求

生物支付成本低、体验好，有望进入快速推广期。支付领域创新步伐从未停止，特别是移动支付诞生以来，各种新技术层出不穷，给支付环节带来更快捷、更安全的体验，随着各类传感器的进步、数据的积累、算法的突破，脱离设备的生物识别支付将是下一个时期的重要方向。以人脸识别为例，装有摄像头的智能设备即可作为识别终端，使用 TOF、结构光等摄像头，还可以达到更高的精度；现有的人脸基础库或新建对比库也比较方便。在用户体验上，目前人脸识别算法已经能够达到很高的效率，可以在极短的时间内核验人脸信息，完成支付过程。支付宝的“刷脸支付”被世界权威《麻省理工科技评论》评为“2017 年全球十大突破性技”，也体现了业内对这一趋势的认可。

实际上，人脸识别支付已经在一些领域小范围试点，且效果较好。据新浪科技，2018 年 8 月 15 日，在蚂蚁金服开放日广州站，支付宝宣布在经过经验积累和技术升级之后，刷脸支付已经具备了商业化的能力，在未来一年内将向各种商业场景普及自助收银+刷脸支付的解决方案，而且提到，经过肯德基等场景的试点，自助收银结合刷脸支付可大幅提高线下门店的经营效率和消费者的消费体验。

支付领域创新带来增量需求与存量重构，头部公司有望更加受益。虽然以人脸识别为代表的新一代生物支付还有隐私、盗刷等方面担忧，但技术快速迭代及相关法律法规的规范将使得这些缺陷被快速克服。人脸识别在支付行业，特别是新零售等领域有望快速推广，并带来支付行业新一轮增长与格局变化。人脸识别涉及到更复杂的技术、更严格的安全考验，相对于现有支付方式门槛更高。头部支付公司凭借自身研发优势及与外部强强联手，在新一轮增量市场拓展与存量市场重构过程中有望充分受益。

图表 17 支付刷脸支付试点效果较好



资料来源：新民晚报

### （四）增值服务有望进一步提升盈利能力。

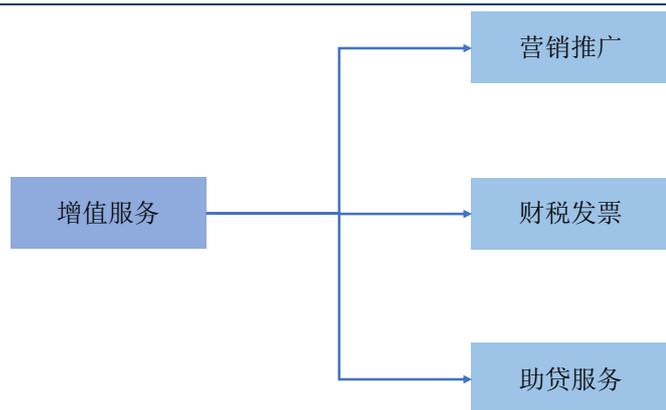
支付是线下流量管理的重要入口，智能 POS 和聚合支付的崛起丰富了数据的维度，提升了线上线下连接的深度和广度，基于支付的增值服务有望提供新的变现空间，不断提升单位流水盈利能力。对于大量的小微商铺，在客户管理、信贷需求、发票提供等方面都有着明显的痛点，第三方支付公司以支付数据为起点，对商户可以提供在线的客户管理与营销推广服务、电子发票服务及基于真实流水的助贷服务。

➤ 客户管理与营销推广：第三方支付公司通过支付入口连接商户与用户，基于用户的消费习惯等多位数数据，向

用户提供有吸引力的商家会员、优惠券减免、红包营销等活动，达到精准营销的目的。

- 电子发票：小微商户过去是通过铺设税控设备或者提前申请定额发票满足客户的发票要求，面临较高的成本，有时也一定程度影响用户体验。票据电子化成为新的趋势，第三方支付公司基于现有渠道和系统优势，通过扮演电子发票零售的角色，可有效提升小微商户电子发票可获得性，并可赚取一定差价。
- 助贷服务：普惠金融的难点是小微企业的征信，第三方支付公司可基于动态业务情况提供助贷服务，大幅提升小微商家贷款可获得性。

图表 18 增值服务包含多个领域



图表 19 “收钱吧”红包营销



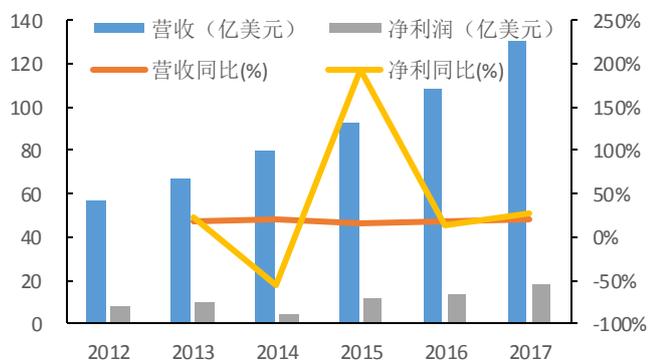
资料来源：华创证券

资料来源：收钱吧网站，华创证券

全球第三方支付巨头 PayPal 业绩持续保持快速增长，增值服务是重要增长点。2012 年至 2017 年，其营收从 56.62 亿美元增长到 130.94 亿美元，期间复合增速为 18.25%；净利润从 7.78 亿美元增长至 17.95 亿美元，复合增速为 18.20%。其中，增值服务收入从 2013 年的 7.35 亿美元增长至 2017 年的 16.92 亿美元，复合增速为 23.18%，显著高于营收总收入增速，占营收的比重从 10.93% 增长至 12.18%。

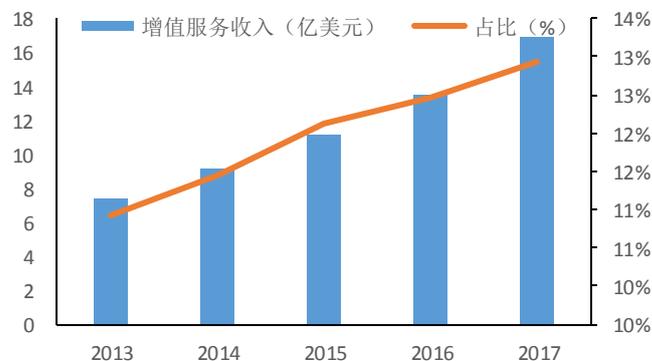
国内头部第三方支付公司增值业务仍处于起步阶段，且国内移动支付及互联网支付环境显著领先于海外，增值业务或有着更大提升空间。

图表 20 PayPal 营收净利润保持快速增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 21 PayPal 增值服务占比持续提升



资料来源：Wind，华创证券

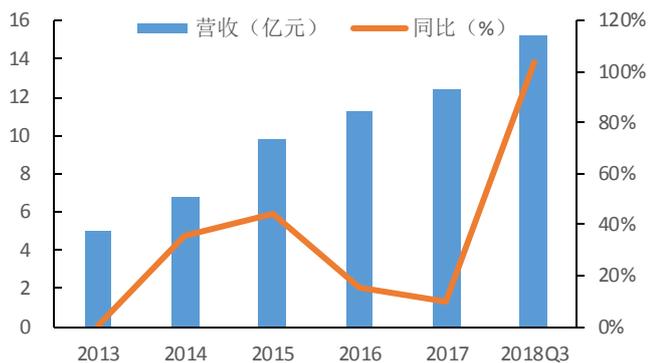
## 四、推荐标的：新国都，第三方支付步入成长新阶段

### （一）业务升级顺利推进，营收、净利步入快速增长期

公司成立于 2001 年，在成长期以金融 POS 终端软硬件的设计和研发为核心，从事 POS 终端的生产、销售和租赁，并以此为基础提供银行卡电子支付技术服务。在我国银行卡电子支付产业发展初期，境外供应商凭借较强的技术优势与稳定的合作关系，基本垄断了 POS 终端制造及支付技术服务。中国银联成立后，POS 终端采购量迅速扩大，为行业新进入者提供了较好的发展机遇，国内金融 POS 产品和技术服务商逐步取代境外供应商。2008 年起，银联商务尝试用集中选型招标的方式确定 POS 终端供应商，此后，该模式不断被完善并逐步为其他收单机构所采用，助力头部公司加速发展。公司充分把握机遇，2008 年，其销售 POS 终端 5.90 万台，占同期全国新增联网 POS 终端数的 8.89%，2009 年，销量进一步增长至 11.78 万台，占同期全国新增联网 POS 终端数 20.92%，位居行业前三位。

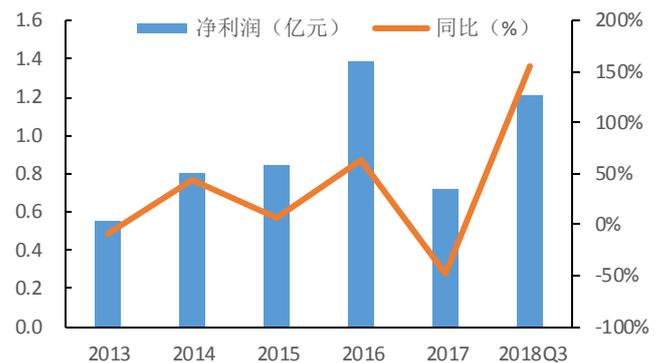
2015 年以来，随着产业链进一步成熟，行业竞争趋于激烈，公司进入业务升级探索阶段。2016 年，公司完成公信诚丰收购，向信用审核迈出重要一步；2018 年，顺利收购嘉联支付，生态链趋于完善，公司也进入新的成长阶段。2019 年前三季度，公司实现营收 15.23 亿元，同比增长 103.39%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 156.04%，营收及净利润重新进入快速成长期。

图表 22 公司营收进入快速增长期



资料来源：Wind，华创证券

图表 23 公司净利润进入快速增长期



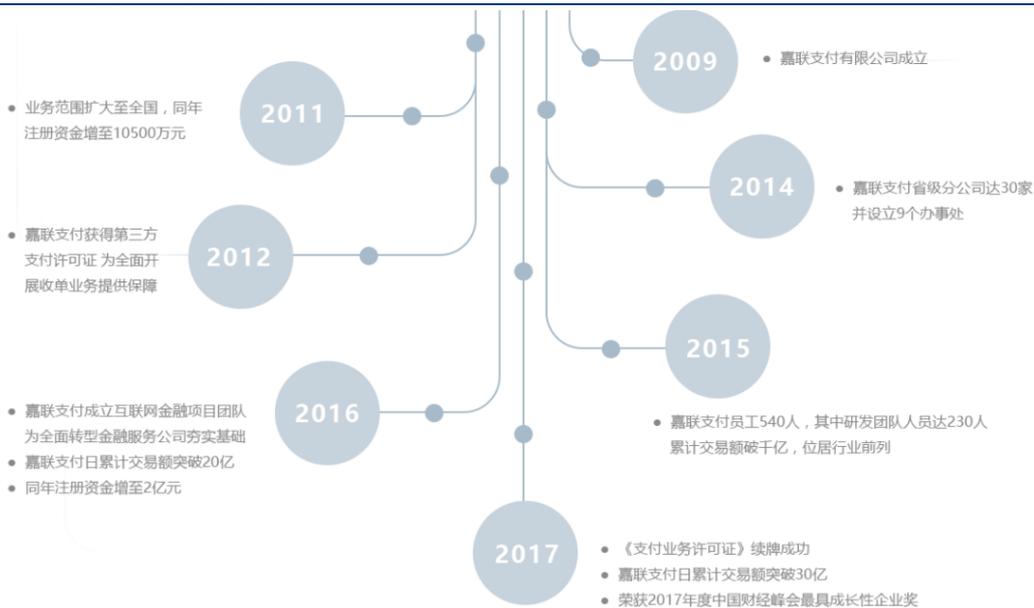
资料来源：Wind，华创证券

### （二）收购嘉联支付，支付生态链进一步完善

2017 年，公司着手收购嘉联支付，2018 年 4 月，嘉联支付完成工商变更登记及备案手续的通知，并取得变更后的《营业执照》。嘉联支付为第三方金融支付机构，拥有全国性收单牌照，独创 POS 端营销与收单系统无缝对接的服务模式，正处于持续高速发展阶段。2017 年，嘉联注册商户超过 300 万，活跃商户数约 150 万。嘉联支付 2016 年实现营收 4.10 亿元，净利润-867.15 万元，经营现金流净额-8700.44 万元；2017 年前三季度实现营收 8.63 亿元，净利润 7299.29 万元，经营现金流量净额 1.34 亿元。转让方承诺 2018 年度净利润不低于 9000 万元，2018 及 2019 年度合计净利润不低于 1.9 亿元。若顺利完成对嘉联支付收购，将大幅增加公司业绩。

公司和嘉联支付多年来为上下游客户关系，是嘉联支付的主要供应商，为其提供硬件设备和系统开发服务。成功收购嘉联支付将快速切入支付运营业务，较好实现产业链延伸，协同优势明显。同时公司拟将支付业务和子公司信联征信相结合，重点加强征信服务能力建设，提高公司在产业快速发展过程的风控服务能力，助力业务健康快速发展。

图表 24 嘉联支付发展势头良好



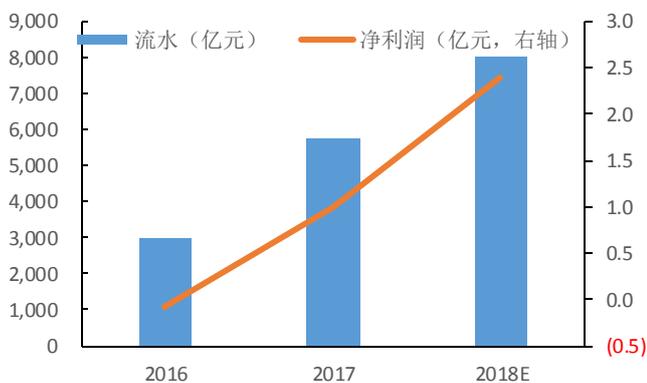
资料来源：嘉联支付网站，华创证券

### （三）增值服务有效拓展，支付业务步入成长新阶段

嘉联支付业务包括商户收单、支付金融、科技金融三个方面，其中，商户收单是基础业务、支付金融是衍生业务，科技金融是增值服务。科技金融采用平台+终端的服务模式，借助终端获取的海量客户及数据，通过对接多维数据的分析平台，更好对接线上线下需求，为客户输出多类增值业务，包括营销推广、电子发票、助贷服务等。金融科技业务一方面更好满足商户需求，助力其提升业绩、降低成本、加快资金周转，将相对同质化的收单升级为综合服务，从而大幅增强客户粘性。另一方面，增值业务也有助于公司盈利能力提升，提高单位流水的盈利水平，带来业绩更好释放。2016年-2018年，公司支付服务流水持续保持快速增长，同时受益效率提升及增值服务顺利推进，净利润/支付流水大幅提升，从而带来净利润的更好表现。

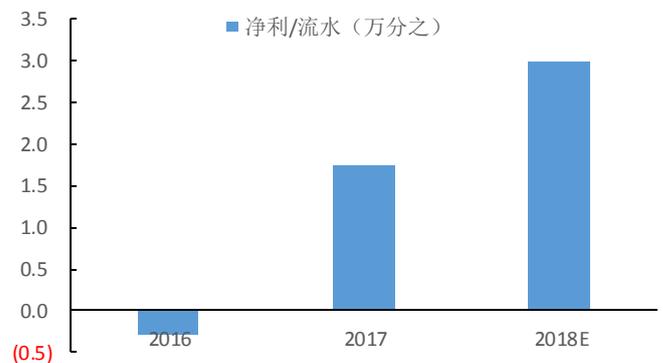
从2018年来看，公司为商户提供的增值服务效果显著，商户运营能力在支付行业处于较好水平，有助于存量用户的保持、增量商户的拓展及盈利能力的提升。我们认为公司支付业务已经步入新的成长阶段，收单流水持续较快增长及业绩更好释放值得期待。

图表 25 嘉联支付流水保持快速增长



资料来源：公司公告，华创证券估算

图表 26 效率提升与增值服务提升单位流水盈利水平



资料来源：公司公告，华创证券估算

#### （四）投资建议

考虑公司已经发布 2018 年度业绩快报，我们调整其 2018 年度归母净利润预测为 2.31 亿元（调整前为 2.41 亿元），维持公司 2019-2020 年预测归母净利润分别为 3.40 亿元、4.27 亿元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 35 倍、24 倍、19 倍，维持“推荐”评级。

#### 五、风险提示

第三方支付业务监管政策变化风险，市场竞争程度超出预期。

## 计算机组团队介绍

### 组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第 2 名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第 6 名团队成员。

### 分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：刘道遥

中国人民大学管理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500