

拉卡拉 (300773)

收入结构优化, 商户经营服务同增 53%, 科技全面赋能小微成长 买入 (维持)

2019年08月15日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李赛

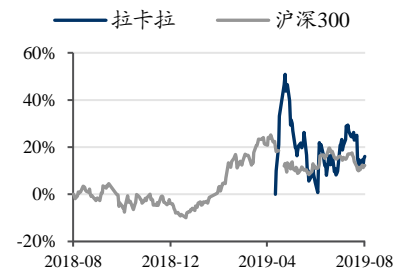
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,679	6,252	7,475	8,796
同比 (%)	103.9%	10.1%	19.6%	17.7%
归母净利润 (百万元)	599	818	1,095	1,368
同比 (%)	27.6%	36.4%	33.9%	24.9%
每股收益 (元/股)	1.50	2.04	2.74	3.42
P/E (倍)	37.11	27.20	20.32	16.26

投资要点

- **事件:** 8月15日公司发布2019年中报, 19H1实现营业收入24.96亿元, 同比减少9.72%, 归母净利润3.66亿元, 同比增长25.31%, 扣非归母净利润3.60亿元, 同比增长30.79%。
- **点评:** 2019H1, 公司支付业务实现营收22.94亿元, 同比减少9.36%, 占比91.9%; 商户经营服务实现营收1.53亿元, 同比增长53.20%, 占比6.1%, 收入结构有所优化。支付业务营收下降主要系流水规模同比下滑(19H1 1.7万亿, 同比减少11%), 一方面受宏观经济形势低迷影响, **另一方面公司主动调整经营战略, 由快速拓展新增商户转移到商户结构调整和商户深度经营并举, 渠道拓展和营销力度减弱, 流水规模有所下滑, 但扫码交易依然保持高速增长, 交易金额增长82%, 交易笔数增长84%, 扫码交易金额及笔数占比同比上升8个百分点, 支付业务收入结构改善。**随着渠道拓展力度减弱, 19H1公司毛利率44.75%, 保持稳定。
- 从三费来看, 19H1销售费用率15.42%, 同比减少5.75pct, 改善明显; 管理费用率5.59%, 同比增加1.28pct, 主要系折旧与摊销费用增长较快; 研发费用率5.80%, 同比增加0.73pct; 财务费用率0.72%, 同比减少1.11pct, 主要系2019年4月开始, 银联对代付结算服务免收手续费。**受益于扫码交易笔数的大幅增加以及分摊营销费用的大幅下降, 净利润同比增长25%, 19H1净利率14.95%, 同比增加4.33pct。**
- **商户经营服务同增53%, 科技全面赋能小微成长。**公司以支付为切入, 整合金融科技, 服务线下实体, 全维度为中小微商户的经营赋能, 围绕金融科技服务、电商科技服务以及金融科技服务三个维度, 深入为商户提供贷款、理财、保险、信用卡发卡、金融科技系统及解决方案输出服务、积分消费运营、广告营销、会员订阅服务等, 帮助中小微商户解决经营痛点, 用户规模效应显现, **19H1商户经营业务收入1.53亿元, 同比增长53%, 营收占比同比增加2.5pct, 商户经营服务毛利率79.7%, 盈利能力较强, 验证此前我们对公司商业模式优化的判断, 我们认为公司在商户服务领域增长潜力尚未完全释放, 未来仍有较大增长空间。**
- **发力海外业务, 提供新增长点。**公司积极布局海外业务, 与部分知名跨境电商购销平台开展合作, 为中小企业卖家提供外币跨境+人民币跨境、快速收款+实时付款的综合跨境支付解决方案。公司已分别与VISA、MasterCard、Discover、American Express签署合作协议, 成为第三方支付机构中首批全面与国际卡组织合作的少数机构之一。目前公司跨境支付及海外聚合支付交易金额已过百亿, 服务商户超2千家, 并保持增长态势, 海外业务有望成为新增长点。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑上半年流水有所放缓, 调低此前盈利预测, 预计19-21年实现营收62.52/74.75/87.96亿, 归母净利8.18/10.95/13.68亿, EPS分别为2.04/2.74/3.42元。公司长期投资逻辑没有改变, 目前处于商业模式快速优化期, 基于公司的龙头地位, 给予20年30倍估值, 6-12个月对应目标价82.1元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业监管趋严, 竞争格局变化, 增值服务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.61
一年最低/最高价	39.94/75.79
市净率(倍)	4.93
流通A股市值(百万元)	2224.96

基础数据

每股净资产(元)	11.28
资产负债率(%)	32.39
总股本(百万股)	400.01
流通A股(百万股)	40.01

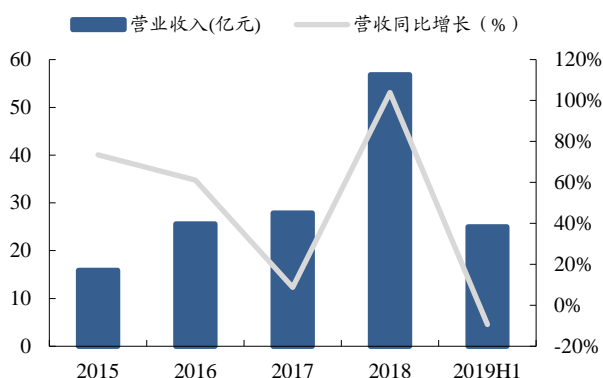
相关研究

- 1、《拉卡拉 (300773): B端支付龙头, 科技赋能小微成长》
2019-07-16

1. 收入结构优化, 商户经营服务同增 53%, 科技全面赋能小微成长

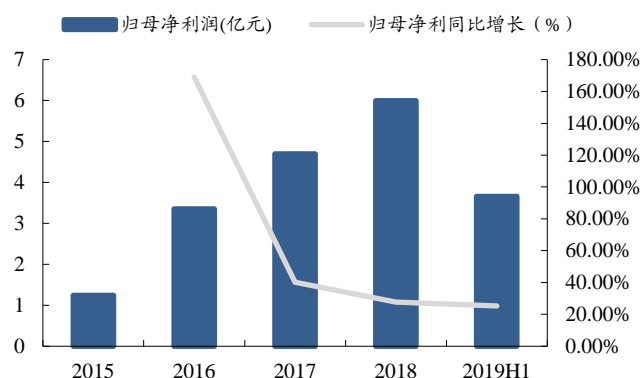
事件: 8月15日公司发布2019年中报, 19H1实现营业收入24.96亿元, 同比减少9.72%, 归母净利润3.66亿元, 同比增长25.31%, 扣非归母净利润3.60亿元, 同比增长30.79%。

图 1: 公司近年营业收入情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 公司近年归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

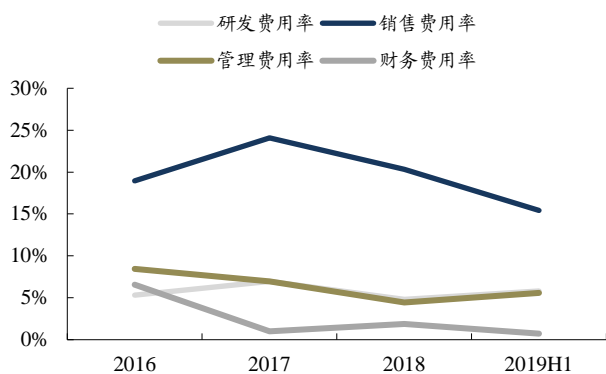
点评: 2019H1, 公司支付业务实现营收22.94亿元, 同比减少9.36%, 占比91.9%; 商户经营服务实现营收1.53亿元, 同比增长53.20%, 占比6.1%, 收入结构有所优化。支付业务营收下降主要系流水规模同比下滑(19H1 1.7万亿, 同比减少11%), 一方面受宏观经济形势低迷影响, 另一方面公司主动调整经营战略, 由快速拓展新增商户转移到商户结构调整和商户深度经营并举, 渠道拓展力度和营销力度减弱, 流水规模有所下滑, 但扫码交易依然保持高速增长, 交易金额增长82%, 交易笔数增长84%, 扫码交易金额及交易笔数占比同比上升8个百分点, 支付业务收入结构改善。随着渠道拓展力度减弱, 19H1公司毛利率为44.75%, 维持稳定。

从三费来看, 19H1销售费用率15.42%, 同比减少5.75pct, 改善明显, 主要系2017Q2至2018Q3, 公司进行了大规模的营销推广活动, 主要通过向渠道服务机构销售POS终端, 而后根据终端开通和交易情况给予营销推广费的模式投放终端, 目前该活动已在20181Q3结束, 随着营销推广活动的结束, 2019H1营销费用同比减少34.24%; **管理费用率5.59%, 同比增加1.28pct**, 主要系折旧与摊销费用增长较快; **研发费用率5.80%, 同比增加0.73pct**; **财务费用率0.72%, 同比减少1.11pct**, 主要系2019年4月开始, 银联对代付结算服务免收手续费。受益于扫码交易笔数的大幅增加以及分摊营销费用的大幅下降, 净利润同比增长25%, 19H1净利率

14.95%，同比增加 4.33pct。

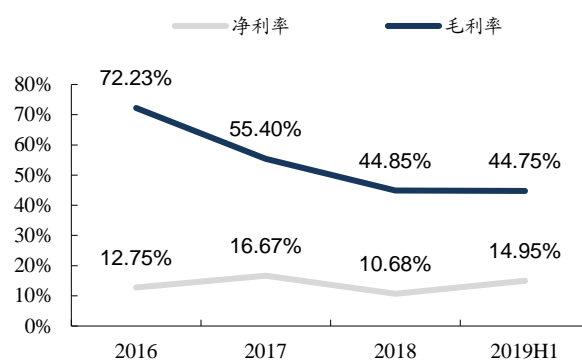
19H1 公司经营活动产生的现金净流量为 2.45 亿元，同比增加 46.87%，主要由于净利润的增加，截至 19H1 期末，公司货币资金为 40.15 亿元，同比增加 53.13%，环比增加 81.19%，占总资产 59.81%，主要为 19Q2 上市募集资金所致。

图 3：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：公司毛利率净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

商户经营服务同增 53%，科技全面赋能小微成长。公司以支付为切入，整合信息科技，服务线下实体，基于金融科技服务、电商科技服务以及信息科技服务三个维度，全方位为中小商户经营赋能。19H1 商户经营服务收入 1.53 亿元，同比增长 53%，营收占比同比增加 2.5pct，商户经营服务毛利率 79.7%，盈利能力较强，验证此前我们对公司商业模式优化的判断。我们认为公司在商户服务领域增长潜力尚未完全释放，未来仍有较大增长空间。

金融科技服务方面，继续深入为商户提供贷款服务、理财服务、保险服务、信用卡发卡服务、金融科技系统及解决方案输出服务，金融科技服务实现收入 0.35 亿元，同比增加 14.79%；**电商科技服务方面**，积分消费运营服务发展迅速。19H1，头部积分源的积分兑换业务稳定增长，中长尾积分源业务快速增长。基于积分购业务打通的线下线上消费场景，以用户为导向推广购优惠的优惠买单、优惠买券、优惠兑换业务，提升用户交易活跃。针对中长尾积分源的拓展，积分云平台业务加强了销售能力，合作企业已达上百家；积分运营业务交易金额 16 亿元，同比增长 181%；电商科技服务实现收入 0.46 亿元，同比增长 63.82%；**信息科技服务方面**，开展专业化服务、广告服务、会员订阅服务和营销服务，帮助中小微商户解决经营痛点，用户规模效应显现，信息科技服务实现收入 0.72 亿元，同比增长 74.09%。下半年公司将战略投资千米网络科技有限公司，大力进军产业互联网，结合千米公司成熟的分销云、新零售云 SaaS 服务，帮助存量商户并开发增量商户，为商户的新零售赋能。

发力海外业务，提供新增长点。公司与部分知名跨境电商购销平台开展合作，专门针对中国中小卖家出口的场景打造全新的系统和产品，强化全球收付款渠道能力，开始为中小企业卖家提供外币跨境+人民币跨境、快速收款+实时付款的综合跨境支付解决方案。自 2018 年 10 月份以来，公司分别与 VISA、MasterCard、Discover、American Express 签署合作协议，正式成为四大国际卡组织成员机构，开展收单业务合作，成为第三方支付机构中首批全面与国际卡组织合作的少数机构之一。目前依托国家外汇管理局批复的跨境电商外汇支付试点资格，以及人民银行批复的人民币跨境支付业务备案许可，已向涵盖欧洲、美洲、亚洲十余个国家或地区的跨境电商商户提供出口结汇、进口付汇双向跨境收、付款服务，涵盖留学、酒店、旅游等行业。公司跨境支付及海外聚合支付交易金额已超过百亿，服务商户超过 2 千家，并保持着稳定增长态势，海外业务有望成为新增长点。

2. 风险提示

行业监管趋严：随着第三方支付行业发展，新兴支付方式兴起，公司创新业务发展可能会受到行业监管部门的高度重视，严监管成为支付市场的主旋律，监管政策变化可能会对公司业绩产生一定影响。

竞争格局变化：公司虽然抓住了扫码支付和 NFC 支付的机会，但是市场中提供同类产品或服务的企业迅速发展如果能突破公司品牌、渠道、技术等方面的壁垒，持续进行商业模式创新，公司可能面临市场竞争加剧、业绩下滑的风险。

增值服务进展不及预期：公司围绕支付入口，发展多元化增值服务，逐渐构建金融服务生态圈，增值服务开展可能面临合规或现有竞争对手的冲击，存在进展不达预期的可能。

拉卡拉三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,075	5,592	6,630	7,759	营业收入	5,679	6,252	7,475	8,796
现金	2,622	4,994	6,035	7,009	减:营业成本	3,132	3,441	4,025	4,672
应收账款	223	367	339	492	营业税金及附加	18	71	68	68
存货	17	23	24	31	营业费用	1,155	969	1,151	1,355
其他流动资产	213	207	232	228	管理费用	252	719	845	985
非流动资产	1,963	1,908	1,979	2,039	财务费用	106	75	60	52
长期股权投资	362	331	301	271	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	1,289	1,265	1,366	1,456	加:投资净收益	-27	9	6	4
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	13	14	14	15	营业利润	717	993	1,337	1,673
其他非流动资产	299	298	298	297	加:营业外净收支	21	15	16	17
资产总计	5,038	7,500	8,609	9,798	利润总额	738	1,008	1,352	1,690
流动负债	2,086	2,387	2,385	2,185	减:所得税费用	132	180	241	301
短期借款	20	20	20	20	少数股东损益	7	11	17	21
应付账款	372	595	536	243	归属母公司净利润	599	818	1,095	1,368
其他流动负债	1,694	1,772	1,829	1,923	EBIT	660	895	1,188	1,495
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	816	1,054	1,371	1,712
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	20	20	20	20	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2,105	2,407	2,405	2,205	每股收益(元)	1.50	2.04	2.74	3.42
少数股东权益	18	29	45	66	每股净资产(元)	7.29	12.66	15.40	18.82
归属母公司股东权益	2,915	5,064	6,159	7,527	发行在外股份(百万 股)	360	400	400	400
负债和股东权益	5,038	7,500	8,609	9,798	ROIC(%)	18.5%	14.5%	15.8%	16.3%
					ROE(%)	20.7%	16.3%	17.9%	18.3%
					毛利率(%)	44.8%	45.0%	46.2%	46.9%
现金流量表 (百万 元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	10.6%	13.1%	14.6%	15.5%
经营活动现金流	622	1,210	1,349	1,298	资产负债率(%)	41.8%	32.1%	27.9%	22.5%
投资活动现金流	-307	-94	-248	-273	收入增长率(%)	103.9%	10.1%	19.6%	17.7%
筹资活动现金流	57	1,257	-60	-52	净利润增长率(%)	27.6%	36.4%	33.9%	24.9%
现金净增加额	372	2,373	1,041	974	P/E	37.11	27.20	20.32	16.26
折旧和摊销	156	159	183	217	P/B	7.63	4.39	3.61	2.96
资本开支	284	-25	101	90	EV/EBITDA	24.09	16.41	11.87	8.95
营运资本变动	-193	157	1	-355					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

