

2019年08月21日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com.cn

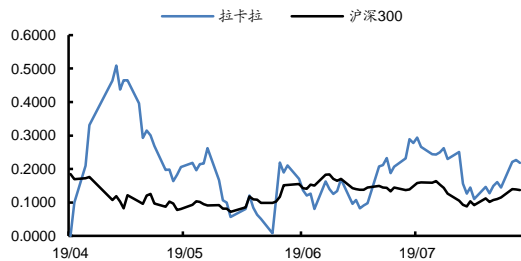
联系人： 张若凡 S0350119070030

zhangrf@ghzq.com.cn

## 开启战略 4.0，科技赋能中小商户

### ——拉卡拉（300773）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
拉卡拉	1.0	1.8	21.8
沪深 300	-0.7	3.1	13.7

#### 市场数据

2019-08-21

当前价格(元)	58.38
52周价格区间(元)	39.94 - 75.79
总市值(百万)	23352.58
流通市值(百万)	2335.78
总股本(万股)	40001.00
流通股(万股)	4001.00
日均成交额(百万)	334.28
近一月换手(%)	242.60

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

公司公告 2019 年中报：2019 年上半年公司实现营收 24.96 亿元，同比减少 9.72%，归母净利润 3.60 亿元，同比增长 25.31%，扣非后归母净利润 2.45 亿元，同比增长 30.79%。

#### 投资要点：

- 收入结构优化，商户经营业务进展顺利。**受宏观经济环境影响，2019 年上半年公司支付交易金额 1.7 万亿，同比下降 11%，直接导致了公司营收的下滑。2019 上半年公司将工作重点由商户的拓展转移到结构的优化，并借助金融和科技能力深度经营商户，重点发展持续经营价值较高的小微商户，使得总体交易呈现出高频、小额的良性活跃状态。2019 上半年公司扫码交易数量和金额实现了高速增长，分别增长 84%和 82%，扫码交易金额及交易笔数占比同比上升了 8pct，服务的有效商户超过 2100 万家。支付业务之外，公司商户经营服务收入 1.53 亿元，同比增长 53%，其中信息科技服务收入 0.72 亿元，电商科技服务收入 0.46 亿元，金融科技服务收入 0.35 亿元。目前公司旗下各类主要 APP 用户总数近 1500 万，公众号粉丝数合计约 2000 万，与商户产生交易关系的各类客户达 2500 万人次/天，为公司商户经营业务提供了丰富的用户群体和场景。
- 毛利率企稳，费用优化带动利润高增长。**公司营业成本主要由对商户拓展服务机构的分润及对外采购的硬件产品构成，出于市场拓展的考虑，近年公司逐步增加渠道的分润比例，导致公司毛利率逐年下滑，2016-2018 年分别为 72%、55%、45%。2018 年公司对核心渠道的分润比例已经达到了 80%-100%，毛利率已无大幅下降空间，反而在公司工作重点由商户拓展转移到商户经营上后，毛利率将极具弹性，2019 上半年公司整体毛利率 44.75%，同比下降仅 0.4pct。除分润外，快速市场拓展下公司还向渠道服务机构支付较多营销推广费用，公司战略的转变使得公司主动减少了市场营销活动力度，广告宣传与市场推广费同比减少了 53.33%，销售费用同比减少 34.24%，带动公司利润高增长。
- 战略收购千米网，进军产业互联网。**拉卡拉从 2005 年成立至今走过了便利店信用卡还款-街边商户收单-移动互联网收单三个阶段，均获得了极大的成功，目前公司开启战略 4.0，将利用科技全维度为商户经营赋能。目前拉卡拉旗下涵盖了拉卡拉支付（上市主体）、考拉科

技、产业基金群和蓝色光标四大板块。考拉科技拥有以鹰眼风控系统为代表的强力的金融科技产品，可以向外输出为商户赋能。公司战略投资千米网络，千米专注于电商 SaaS，同时为品牌商、分销商、零售商提供服务，千米与拉卡拉具备极强的协同效应，千米可以帮助拉卡拉充分发挥 2100 万家存量商户的优势，挖掘商户需求，帮助线下中小微企业提升在移动互联网时代的获客及服务能力。我们认为，在线下支付整体交易金额增长乏力的背景下，公司转型至商户经营服务和产业互联网是正确的选择，公司具备数量庞大的中小商户积累，借助考拉科技的金融科技及千米的 SaaS 服务能力，商户经营业务将得到更好的发展。

- **盈利预测和投资评级：**给予“买入”评级。我们认为，公司具备大量中小商户积累，商户经营服务有着较大的市场空间，同时公司毛利率和费用都极具弹性，可以有效支撑公司利润。我们预计，公司 2019-2021 年 EPS 为 2.00/2.59/3.34 元，对应 PE 估值 29/23/17 倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 公司业绩不达预期的风险；(2) 公司支付交易规模下降的风险；(3) 战略 4.0 推进不及预期的风险；(4) 市场系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	5679	5441	6081	6798
增长率(%)	104%	-4%	12%	12%
净利润(百万元)	599	800	1037	1335
增长率(%)	28%	33%	30%	29%
摊薄每股收益(元)	1.67	2.00	2.59	3.34
ROE(%)	20.44%	22.32%	23.45%	24.25%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 拉卡拉盈利预测表

证券代码:	300773.SZ				股价:	58.38	投资评级:	买入	日期:	2019-08-21
<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	20%	22%	23%	24%	EPS	1.67	2.00	2.59	3.34	
毛利率	45%	44%	48%	51%	BVPS	8.10	8.89	10.96	13.63	
期间费率	27%	27%	28%	27%	<b>估值</b>					
销售净利率	11%	15%	17%	20%	P/E	35.06	29.21	22.52	17.49	
<b>成长能力</b>					P/B	7.21	6.57	5.33	4.28	
收入增长率	104%	-4%	12%	12%	P/S	3.70	4.29	3.84	3.44	
利润增长率	28%	33%	30%	29%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	1.13	0.95	0.92	0.87	<b>营业收入</b>	<b>5679</b>	<b>5441</b>	<b>6081</b>	<b>6798</b>	
应收账款周转率	23.54	23.54	23.54	23.54	营业成本	3132	3048	3139	3330	
存货周转率	187.02	187.02	187.02	187.02	营业税金及附加	18	44	49	61	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1155	816	912	952	
资产负债率	42%	37%	33%	29%	管理费用	252	680	742	850	
流动比	1.47	1.81	2.21	2.66	财务费用	106	(89)	6	6	
速动比	1.47	1.81	2.20	2.66	其他费用/(-收入)	(27)	12	13	13	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>营业利润</b>	<b>717</b>	<b>954</b>	<b>1246</b>	<b>1613</b>	
现金及现金等价物	2622	3424	4358	5537	营业外净收支	21	30	30	30	
应收款项	241	231	258	289	<b>利润总额</b>	<b>738</b>	<b>984</b>	<b>1276</b>	<b>1643</b>	
存货净额	17	17	17	18	所得税费用	132	175	227	293	
其他流动资产	195	187	209	233	<b>净利润</b>	<b>606</b>	<b>808</b>	<b>1049</b>	<b>1350</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>3075</b>	<b>3858</b>	<b>4842</b>	<b>6077</b>	少数股东损益	7	9	12	15	
固定资产	1289	1197	1111	1032	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>599</b>	<b>800</b>	<b>1037</b>	<b>1335</b>	
在建工程	0	0	2	5	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	13	13	22	31	<b>经营活动现金流</b>	<b>622</b>	<b>922</b>	<b>1115</b>	<b>1425</b>	
长期股权投资	362	362	362	362	净利润	606	808	1049	1350	
<b>资产总计</b>	<b>5038</b>	<b>5730</b>	<b>6638</b>	<b>7806</b>	少数股东权益	7	9	12	15	
短期借款	20	70	120	170	折旧摊销	154	93	87	82	
应付款项	511	505	521	554	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	13	13	14	16	营运资金变动	(146)	11	(32)	(21)	
其他流动负债	1541	1541	1541	1541	<b>投资活动现金流</b>	<b>(307)</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>76</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>2086</b>	<b>2128</b>	<b>2196</b>	<b>2280</b>	资本支出	(787)	92	83	76	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	30	0	0	0	
其他长期负债	20	20	20	20	其他	450	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>487</b>	<b>(110)</b>	<b>(157)</b>	<b>(217)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>2105</b>	<b>2148</b>	<b>2215</b>	<b>2300</b>	债务融资	20	50	50	50	
股本	360	400	400	400	权益融资	3	0	0	0	
股东权益	2933	3581	4423	5506	其它	464	(160)	(207)	(267)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5038</b>	<b>5730</b>	<b>6638</b>	<b>7806</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>802</b>	<b>904</b>	<b>1041</b>	<b>1284</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。