

银行

如何看第三方支付公司的护城河？

-从支付服务转型商户运营

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师 陆婕

电话：

Email: luje@r.qlzq.com.cn

Email: luje@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比
相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

投资要点

- 第三方支付公司新机遇和挑战。新机遇：1、抓住新零售和独立网站的发展趋势。**各传统行业在数字化转型，支付公司为有庞大客户群体和供应商体系的企业定制账户系统和交易系统，支付公司为品牌商户提供多渠道的支付解决方案和统一的账户管理。**2、抓住行业整合的机会。**行业整合加速，如果能整合其他支付公司、聚合支付公司、SAAS服务商以及金融IT厂商，则能做大做强。**挑战：互联网巨头、商业银行、金融IT厂商的激烈竞争；C端已是寡头垄断，B端则拼精耕细作。**
- 海外支付的发展趋势。1、从支付到综合运营。**以商户收单为主要收入来源的头部支付公司迎来并购潮，通过与其他金融科技业务整合来实现综合运营。**2、资本市场给予不同的商业模式差异化估值。**综合性的第三方支付公司估值明显高于支付收单机构；掌握C端客户的估值水平更高，更容易打造流量平台，具备C端及B端业务可实现正向反馈。**3、数字钱包发展趋势与国内一致。**金融发达地区的移动支付发展相对落后，但发展方向与国内一致，通过数字钱包来建立生态闭环。
- 国内支付的行业格局。1、交易量的寡头垄断。**第三方支付行业整体呈现寡头垄断的格局，移动支付的市场集中度更高，前两名的市场份额超过90%。**2、C端的寡头垄断已基本确定。**数字钱包端被两家巨头垄断，互联网巨头从场景切入，通过提供支付服务和账户体系对客户产生粘性，以此为基础提供综合化的金融服务，构建大金融生态圈。**3、各类企业逐鹿B端市场。**独立第三方支付公司定位B端综合服务商，围绕客户需求提供聚合支付+SAAS云服务+行业解决方案，构建细分领域的金融生态圈，通过增值服务变现。
- 独立第三方支付公司的护城河。1、交易量能维持，但不能提升估值。**支付行业整体交易量增速放缓，低线城市和农村市场渗透率仍有提升空间，过去两年信用卡发行量大增和POS机渠道下沉使银行卡刷卡交易量增速提升，往后看增速有回落的压力。**2、支付技术不断迭代。**移动支付以扫码支付为主，NFC为辅；智能POS渗透率提升，实现聚合支付和SAAS服务；运用生物识别技术是主要发展方向，刷脸支付成为重点推广的支付方式。**3、护城河：独立第三方支付公司从支付服务转型商户运营，从单一的支付服务费模式向综合化增值服务收费演变，构建B端的细分领域的金融生态圈，通过增值服务变现，有望出现B端服务的龙头公司。**
- 投资建议：上市支付公司拉卡拉和汇付天下都是第三方支付行业的龙头，有潜力转型，但还在转型的路上，建议关注它们在B端市场深耕的竞争，这决定其估值水平。**
- 风险提示：金融监管趋严、支付行业市场竞争加剧、宏观经济下行**

内容目录

第三方支付公司新的机遇和挑战	- 4 -
行业发展背景.....	- 4 -
新的市场机会.....	- 4 -
发挥竞争优势.....	- 4 -
海外支付行业的启示：支付延伸综合金融 IT，模式决定估值差异	- 5 -
海外支付行业的并购潮：支付延伸综合金融 IT.....	- 5 -
模式决定的估值差异：收单公司明显低于综合性支付公司.....	- 7 -
海外支付行业的发展背景介绍.....	- 8 -
国内支付行业的发展环境及趋势	- 9 -
市场空间：增速放缓，客户下沉.....	- 9 -
技术迭代驱动支付方式升级.....	- 11 -
金融监管趋严，让支付回归本源.....	- 12 -
支付行业的竞争格局：C 端寡头，各类机构竞争 B 端	- 15 -
整体交易量呈现寡头垄断格局.....	- 15 -
产业链分工清晰.....	- 16 -
互联网巨头构建金融服务生态圈.....	- 16 -
独立第三方支付公司定位 B 端综合服务商.....	- 17 -
第三方支付公司的盈利能力分析	- 18 -
支付服务的利润空间收窄.....	- 18 -
从支付服务向运营管理转变，增值服务变现.....	- 19 -
投资建议	- 20 -
拉卡拉.....	- 20 -
汇付天下.....	- 21 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: Worldpay 的营业收入及净利润 (亿美元)	- 6 -
图表 2: Worldpay 的收入构成 (2018 年)	- 6 -
图表 3: Worldpay 的发展历史.....	- 6 -
图表 4: First Data 的营业收入及扣非净利润 (亿美元)	- 7 -
图表 5: First Data 的收入构成 (2018 年)	- 7 -
图表 6: First Data 的业务板块	- 7 -
图表 7: 支付公司的估值水平 (2019 年 7 月 17 日)	- 8 -
图表 8: 卡组织与其他支付机构的合作.....	- 9 -
图表 9: 第三方网络支付的体量对比.....	- 9 -
图表 10: 第三方网络支付的交易金额及笔数.....	- 9 -
图表 11: 第三方支付综合支付交易规模.....	- 10 -
图表 12: 第三方支付银行卡收单交易规模.....	- 10 -
图表 13: 互联网支付的用户规模.....	- 10 -
图表 14: 互联网普及率	- 10 -
图表 15: 银行卡消费类交易规模 (亿元)	- 11 -
图表 16: 银行卡笔均交易金额 (元)	- 11 -
图表 17: AI 驱动的图像识别技术进行自动结账.....	- 12 -
图表 18: 电子标签和扫码支付	- 12 -
图表 19: 刷脸支付实现的技术条件.....	- 12 -
图表 20: 有效支付牌照的数量	- 13 -
图表 21: 第三方支付牌照的主要业务分类.....	- 13 -
图表 22: 支付牌照的分布情况 (截止 2017 年底)	- 13 -
图表 23: 银行卡刷卡手续费项目及费率上限表.....	- 14 -
图表 24: 关于支付机构客户备付金的监管.....	- 14 -
图表 25: 2019 年第 1 季度中国第三方支付机构综合支付市场交易份额	- 15 -
图表 26: 第三方支付交易规模的业务结构.....	- 16 -
图表 27: 第三支付的商业逻辑.....	- 17 -
图表 28: 支付宝和蚂蚁金服的商业逻辑.....	- 17 -
图表 29: 蚂蚁金服的业务模块	- 17 -
图表 30: 围绕线下 B 端的综合支付解决方案.....	- 18 -
图表 31: 各类支付服务的费率水平和支付机构的收入情况.....	- 19 -
图表 32: 支付场景的增值服务 (拉卡拉)	- 20 -

第三方支付公司新的机遇和挑战

行业发展背景

- 国内第三方支付行业发展迅猛，尤其是移动支付处于世界领先水平。从交易量市场份额来看，第三方支付行业的整体集中度较高，排名前三的分别为支付宝、腾讯金融和银联商务，分别在互联网支付和银行卡收单具有龙头地位。从产业链分布来看，数字钱包端几乎被支付宝和腾讯金融垄断，而收单端格局较为分散，市场集中度仍有提升空间。面对 B 端的数字化转型和移动互联网化趋势及多元化的垂直行业服务需求，独立第三方支付公司有广阔的市场空间。

新的市场机会

- **新零售和独立站的机会。**在过去电商主导的模式下，平台方具有较强的话语权，商户依附于平台，成为平台众多的供应商之一，对于客户也缺乏控制力。如今商户正在对电商平台发起挑战，具有实力的品牌商户会建立独立网站，构建自己的客户管理体系。与早期 PC 端的官网不同，在移动互联网时代，店铺可以开在微信公众号、小程序、视频 APP、社交 APP 等各种互联网场景中，类似于物理世界开在不同地点的店面或柜台，而后台系统对线上线下各个场景中的客户、货品进行统一的管理。其中商户需要独立的第三方支付公司来提供综合化的支付解决方案，实现在各个场景中的支付功能和统一的账务管理。
- **传统行业数字化转型的机会。**对于有庞大客户和供应商规模的企业有建立账户体系的需求，如航空公司的会员系统以及供应链企业的供应链管理系统等。支付公司需要为这些企业定制账户体系和交易系统，并与企业的业务系统深度融合，提升企业的运营效率。
- **把握行业整合的机会。****1、支付公司。**支付行业的规模效应比较明显，市占率高是竞争优势的体现。随着行业监管不断趋严，中小支付公司的生存越发艰难，头部支付公司可以通过兼并整合来提高市占率水平，加强竞争优势。**2、聚合支付公司。**在银行直连模式下兴起的聚合支付公司有较强的线下地推能力和商户运营能力，并积累了一定的商户资源，但由于缺乏支付牌照，在业务开展上需要和持牌的支付公司进行合作，因此第三方支付公司可寻求投资或者战略合作的机会。**3、SAAS 服务商。**与 SAAS 服务商共同拓展客户，SAAS 服务商与支付公司面对相同的商户客群，可以通过合作共享客户资源，叠加更多的产品服务，增强客户粘性，使增值服务更好地变现。**4、金融 IT 厂商。**与金融 IT 厂商的业务整合，从对金融机构赋能的角度出发，支付公司也可以将自己在支付行业积累的能力向金融机构输出，提供与支付相关的技术解决方案，金融 IT 厂商本身有金融机构客户资源，在产品和服务上能与支付公司进行整合，提升经营效率。

发挥竞争优势

- **第三方支付公司只有发挥相对优势，深耕细作才能赢得市场。**支付行业的竞争激烈，除了独立的第三方支付公司，互联网巨头、商业银行也都

瞄准了 2B 业务、产业互联网的市场。宏观经济下行导致存量市场的竞争更加激烈。

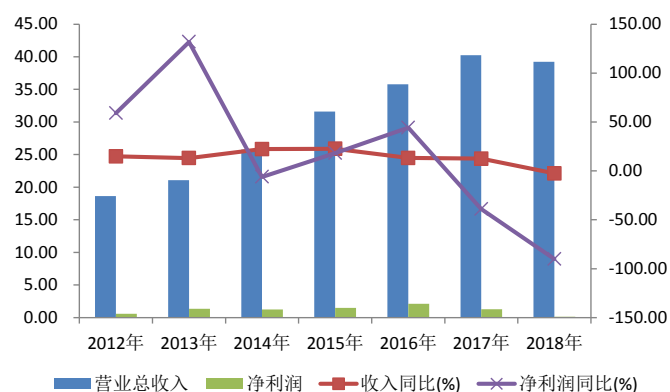
- **战略聚焦及执行能力。**对于独立第三方支付公司来说，B 端服务是核心战略，决定了业务转型的成败。支付公司会集中资源，在垂直行业寻求突破。而互联网巨头的业务条线更多，即使发展 B 端业务，C 端客户依然是互联网公司的核心价值，其资源投入不会减少。独立第三方支付公司规模相对较小，组织架构平面化，战略执行效率更高，有望在细分领域构建竞争优势。
- **独立性。**独立第三方支付公司更加中立，能高效整合各种支付手段，实现聚合支付，平衡商户和平台的关系。互联网巨头有各自的生态体系，其支付业务主要服务于自身及合作伙伴。品牌商户并不希望只与一家合作，而是覆盖各种互联网渠道。通过独立第三方支付公司，商户可以对接各种数字钱包和支付方式，统一管理账户与资金，更加方便高效。
- **运营能力。**第三方支付公司的运营能力更强，能深入了解客户需求，进行定制化开发，服务和产品更具灵活性。商业银行也是收单市场的重要参与者，但其对于商户的运营能力不足，产品和服务比较标准化，就目前的机构设置和人员配备难以满足商户个性化的需求。第三方支付公司更接地气，与商户联系紧密，对客户需求更加了解，能迅速对商户的问题做出反馈，及时推出最适合商户使用的产品。

海外支付行业的启示：支付延伸综合金融 IT，模式决定估值差异

海外支付行业的并购潮：支付延伸综合金融 IT

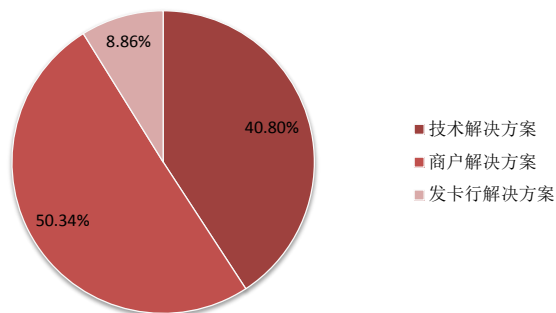
- **两家头部支付公司被金融科技收购。**今年以来 First Data 和 Worldpay 先后被头部的金融科技服务商 Fiserv 和 FIS 收购，体现了支付与其他金融 IT 服务的高度融合性，通过并购可以整合技术和资源，共享金融机构客户及商户，提升客户运营能力；而外延式并购也是金融 IT 公司做大做强、保持行业领先地位的主要方式。从支付公司的角度来看，支付业务本身有市场空间的限制，海外的支付公司先通过与其他支付公司合并，丰富支付产品、提升支付技术；下一步就要与其他金融科技服务商进一步整合。
- Worldpay 是全球领先的支付公司，每年处理 400 亿笔交易，支持 300 多种支付方式，覆盖 146 个国家和 126 种货币。根据尼尔森的报告，Worldpay 是全球最大的商户收单机构(交易笔数口径)、美国最大的 PIN 借记卡收单机构(交易笔数口径)。公司有三大业务板块，分别为技术解决方案、商户解决方案及发卡行解决方案，前两者的服务对象是商户，提供综合化的支付解决方案及增值服务；最后一个面向金融机构，包括区域性银行、社区银行、信用组织、区域性的 PIN 网络等。

图表 1: Worldpay 的营业收入及净利润 (亿美元)



来源: 中泰证券研究所、wind

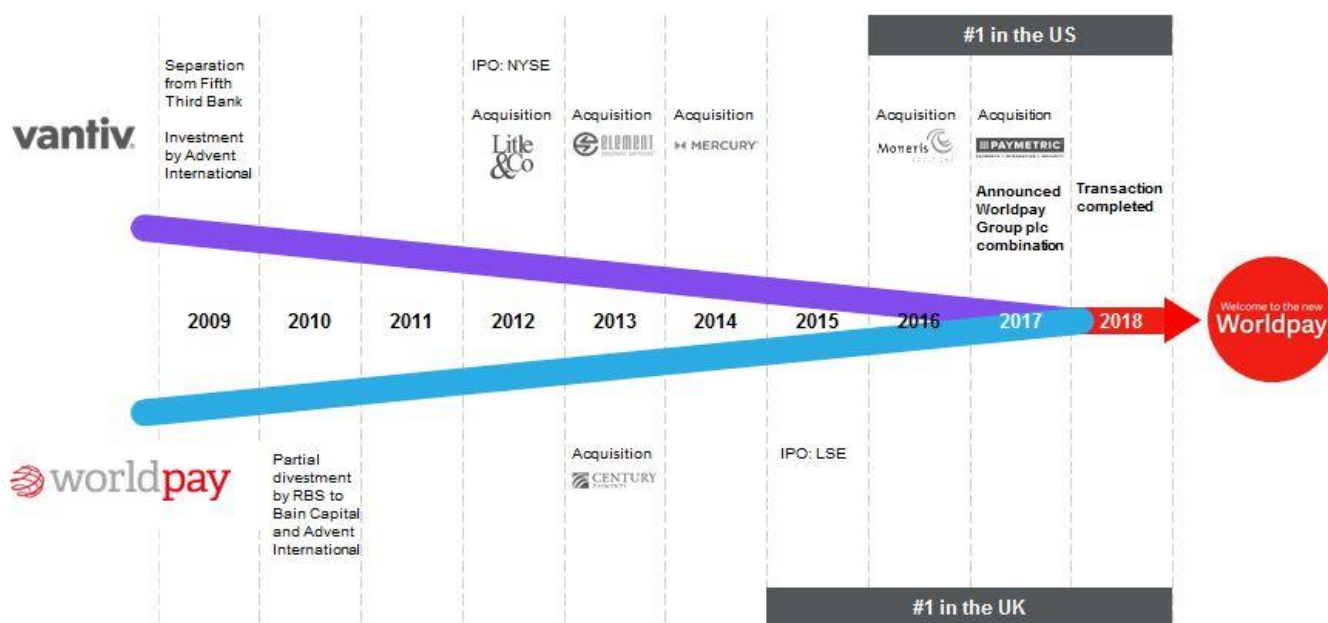
图表 2: Worldpay 的收入构成 (2018 年)



来源: 中泰证券研究所、公司公告

频繁的并购历史。Worldpay, Inc.被 FIS 收购之前的主体是 2018 年 1 月由 Vantiv 并购 Worldpay Group plc.形成的。Worldpay Group plc.是英国的支付公司,在英国支付市场占据较大的市场份额。Vantiv 本身已经是美国最大的收单机构,在其发展历程中不断并购其他支付公司,整合支付工具和支付服务,扩大商户规模,通过收购 Worldpay 进一步加强在海外支付市场的竞争力,成为全球电子商务行业的领导者。

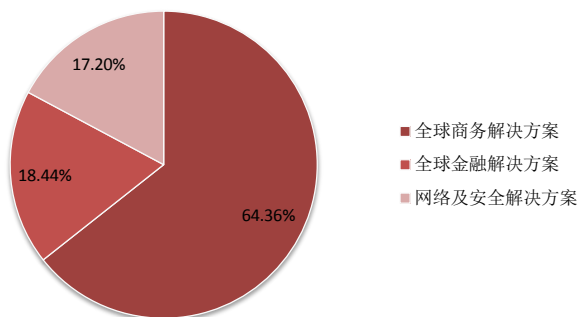
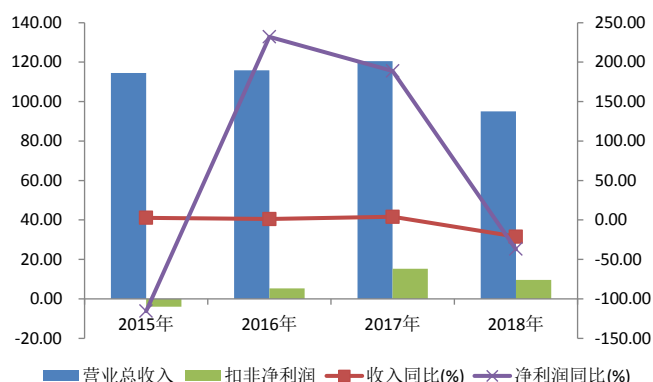
图表 3: Worldpay 的发展历史



来源: 中泰证券研究所、公司公告

- **First Data** 是全球领先的支付公司,能提供最全面的支付解决方案,服务的客户来自 100 多个国家、超过 600 万个经营地点以及 3700 多家金融机构。公司拥有支付行业最大的销售网络,除了直销团队,与 1500 多个分销机构建立合作,其中包括许多全球主要金融机构。公司是全球最大的商户收单及发卡处理机构,并运营美国第三大独立支付网络。2018 年,公司处理全球支付交易 1000 亿笔,在美国处理的交易金额达

到 2.3 万亿美元，相当于美国 10% 的 GDP。2018 年，公司 79% 的收入来自于美国本土，但公司正在加快海外市场的布局。

图表 4: First Data 的营业收入及扣非净利润(亿美元)
图表 5: First Data 的收入构成(2018 年)


来源：中泰证券研究所、wind

来源：中泰证券研究所、公司公告

公司业务分为三大板块，分别为全球商务解决方案（GBS）、全球金融解决方案（GFS）和网络及安全解决方案（NSS）。GBS 主要面向商户，提供包括 POS、移动支付、云操作系统及其他第三方服务。GFS 主要面向银行及非银行的金融机构，服务包括支付及其他金融服务的系统开发和技术支持。NSS 是面向所有客户的增值服务，包括支付网络建设、网络安全、反欺诈等服务。

图表 6: First Data 的业务板块

	Global Business Solutions (GBS)	Global Financial Solutions (GFS)	Network & Security Solutions (NSS)
Clients:	Businesses and business owners of all types and sizes	Financial Institutions and other issuers of all sizes	GBS and GFS clients, small banks, and other enterprises
Goals:	To help businesses grow commerce at the retail, online, and mobile POS	To help issuers empower their customers to transact	To help connect, manage, protect, and secure our clients' data
Key Solutions:	<ul style="list-style-type: none"> Merchant Acquiring eCommerce Clover POS technology Business Software Marketing/Loyalty ISV and partner solutions 	<ul style="list-style-type: none"> Credit/Retail Private Label Issuer Processing Output Services VisionPLUS Software Marketing/Loyalty Loans processing 	<ul style="list-style-type: none"> EFT Network solutions (STAR, debit processing) Stored Value Network Solutions (Valuelink, MoneyNetwork, Gift, and TWI) Security/Risk Management

来源：中泰证券研究所、公司公告

模式决定的估值差异：收单公司明显低于综合性支付公司

- 收单机构的估值水平低于综合性的第三方支付公司。对美股上市的几家支付公司进行对比，其中以收单为主要业务的 First Data 的估值水平明显低于 Paypal、Worldpay 以及 Square 这几家偏综合性的支付公司。其中或体现了 2B 收单和 2C 数字钱包不同的估值水平。掌握 C 端客户更容易打造流量平台，实现客户的快速增长，通过叠加其他产品和服务进行流量变现，而且同时具备 C 端及 B 端业务可实现正向反馈。
- 国内支付行业的市场格局造成上市支付公司的估值偏低。国内的 C 端数

字钱包被两家互联网巨头垄断，其他第三方支付公司切入的难度大，而美国的数字钱包尚未出现垄断级别的巨头，目前上市的几家综合性支付公司都有机会。因此，美国的支付公司对标的是我国的支付宝和微信支付，资本市场给予其较高的估值水平。

图表 7: 支付公司的估值水平 (2019 年 7 月 17 日)

公司	市场	2018 年 收入 (亿元)	净利润	市值	估 值 (PE-TTM)
拉卡拉	A 股	57	6	224	35
新大陆 (国通星驿)	A 股	59	6	177	28
新国都 (嘉联支付)	A 股	23	2	77	25
汇付天下	港股	32	2	44	25
高阳科技 (随行付)	港股	41	2	27	11
First Data	美股	678	86	1733	23
PAYPAL	美股	1060	141	8884	58
WORLDPAY	美股	269	1	2608	258
SQUARE	美股	226	-3	1805	-

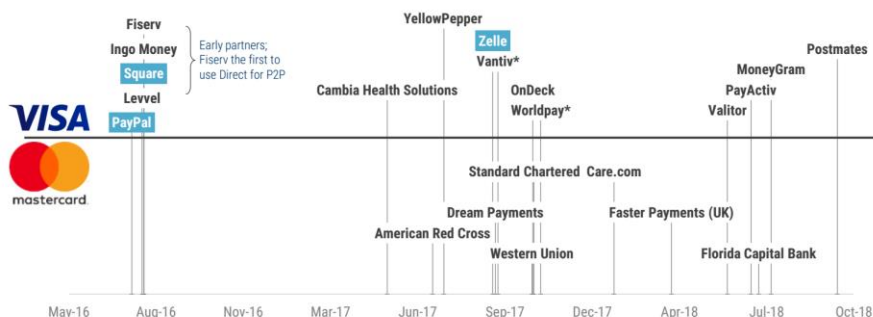
来源：中泰证券研究所、wind

海外支付行业的发展背景介绍

- **发达国家的移动支付发展相对落后。**1、信用卡生态体系成熟。在金融发达地区，由于传统的信用卡支付体系比较完善，渗透率高，消费者使用体验较好，使用范围广泛，更换移动支付的意愿不强。2、海外的互联网巨头在支付的布局上较为缓慢。国内推动移动支付的核心力量是电商和社交平台巨头，自身业务发展对支付产生需求，而当时以银行为主的支付服务主体难以满足需求，叠加第三方支付行业的政策红利，造就了国内目前的市场格局。海外的互联网巨头一般通过外部合作来实现支付功能，主要还是应用信用卡组织以及 PAYPAL 等原有的支付业务架构，支付产业链并没有发生本质性变化。一方面是因为这些机构能提供现成的支付解决方案，另一方面也反映出传统支付模式稳固的市场地位，互联网巨头自建支付体系的阻力较大。
- **海外创新支付行业的生态体系。**1、从目标客户进行分类，商户收单端的公司数量最多、其次是消费者数字钱包，两侧同时布局的公司数量较少。2、从支付场景分类，大致包括个人对个人转账、企业对企业转账、账单支付、薪酬支付以及 POS 支付。3、从发展方向看，与国内移动支付趋势较为一致，支付公司的发展目标是打通原有的基于银行和卡组织的支付产业链，形成闭环，降低支付费率；在技术方面，广泛应用智能终端设备，加大生物识别技术的应用。
- **数字钱包市场群雄逐鹿。**相比国内支付宝和微信支付两大数字钱包垄断市场的情况，发达国家尚未出现这种高量级的数字钱包，整体市场仍处于发展初期，大量的公司在市场中竞争，格局未定。参与数字钱包市场竞争的参与者包括创业公司、传统金融机构以及互联网巨头。目前来看，

新的支付平台依然与卡组织进行合作，业务体量离国内支付巨头的差异较大。

图表 8: 卡组织与其他支付机构的合作



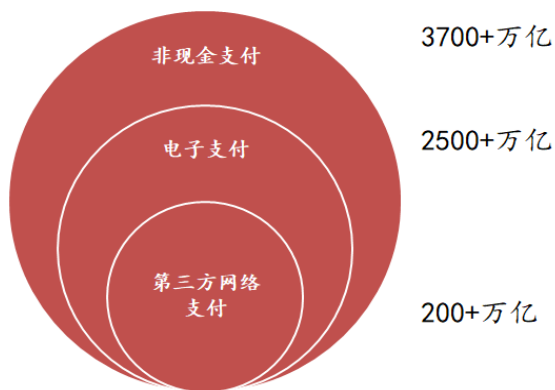
来源：中泰证券研究所、CBINSIGHTS

国内支付行业的发展环境及趋势

市场空间：增速放缓，客户下沉

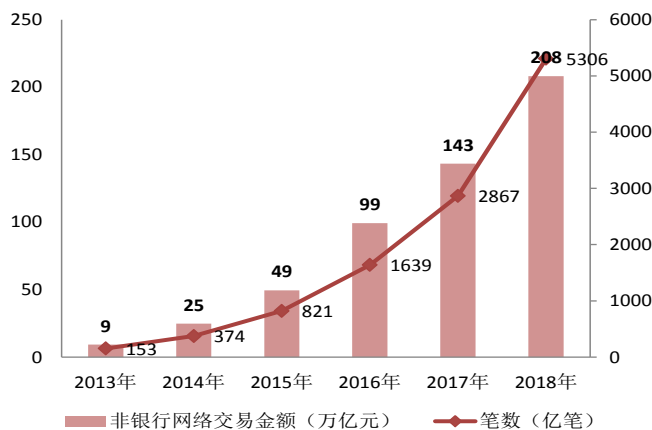
- 第三方支付行业的规模。**主要分两类业务：网络支付和银行卡收单。网络支付包括互联网支付、移动支付等；银行卡收单包括刷卡和扫码。根据支付协会的数据，2018年第三方网络支付的规模约为200亿元。关于收单业务可参考银行卡消费类交易规模，2018年约为92万亿。

图表 9: 第三方网络支付的体量对比



来源：中泰证券研究所、中国支付清算协会

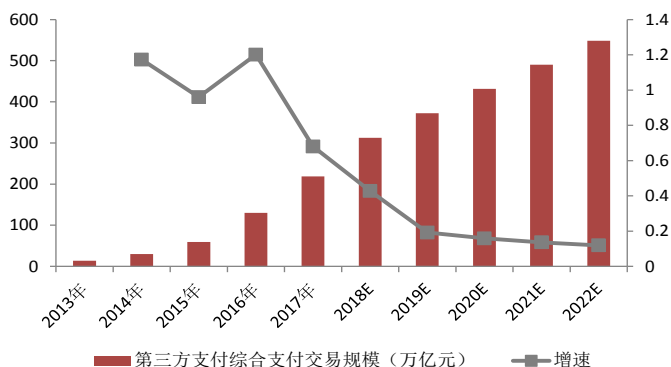
图表 10: 第三方网络支付的交易金额及笔数



来源：中泰证券研究所、中国支付清算协会

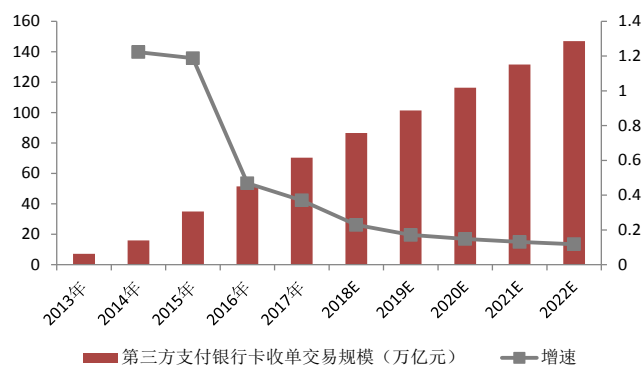
- 整体支付交易量增速放缓。**第三方支付行业过去几年经历了高速发展阶段，随着行业渗透率的不断提升，整个第三方支付行业的交易规模增速预计放缓，年增速回落到20%以下。

图表 11: 第三方支付综合支付交易规模



来源: 中泰证券研究所、艾瑞咨询

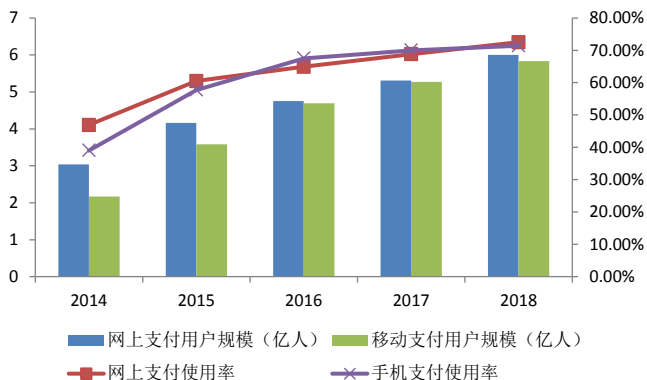
图表 12: 第三方支付银行卡收单交易规模



来源: 中泰证券研究所、艾瑞咨询

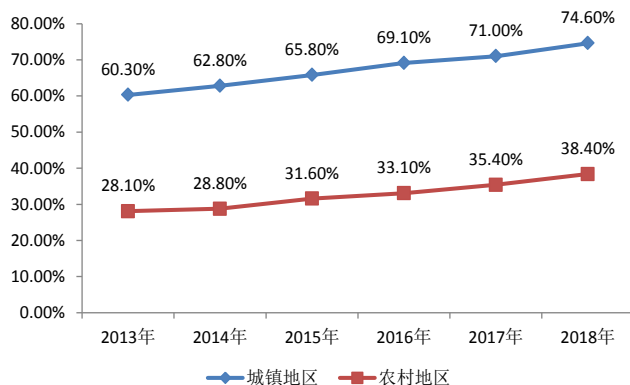
- **移动支付市场下沉。**互联网支付和移动支付的渗透率不断提升，尤其是扫码支付的出现加速了移动支付的普及。网络支付的渗透率受互联网渗透率的约束，目前农村地区的互联网普及率仅为城镇地区的一半，仍有较大的增长空间。随着扫码支付的市场下沉，低线城市和农村市场的网络支付规模将保持较高的增速。

图表 13: 互联网支付的用户规模



来源: 中泰证券研究所、CNNIC

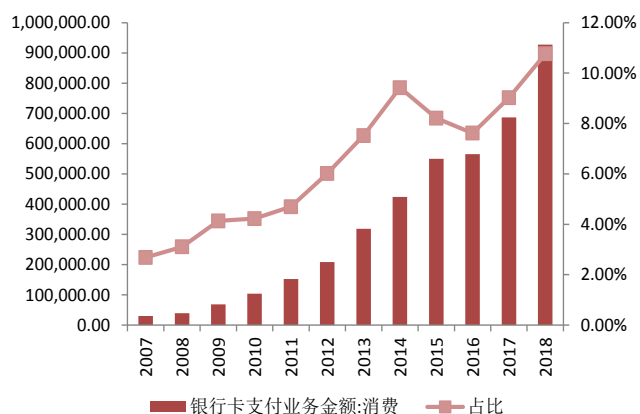
图表 14: 互联网普及率



来源: 中泰证券研究所、CNNIC

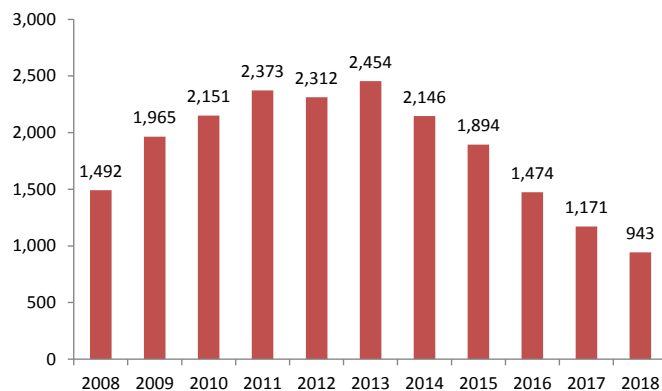
- **银行卡刷卡消费交易量维持高增速。**一方面，银行卡发卡保持稳定增长，尤其是信用卡发卡近几年有所加速，人均持有信用卡提升到 0.49 张，同比增长 16%。另一方面，银行卡受理环境持续改善，联网的商户和 POS 数量保持增长。从效果来看，银行卡消费类的交易量增速较快，2018 年同比增速达到 35%，在各类银行卡交易中的占比提升至 10.76%。笔均交易金额从 2014 年开始连续下降，表明银行卡消费交易的市场下沉，支付场景不断拓展。

图表 15: 银行卡消费类交易规模 (亿元)



来源: 中泰证券研究所、中国支付清算协会

图表 16: 银行卡笔均交易金额 (元)



来源: 中泰证券研究所、中国支付清算协会

技术迭代驱动支付方式升级

- **移动支付以扫码支付为主, NFC 为辅。** 二维码支付的产业链十分简单, 支付宝和微信支付基于账户体系建立二维码支付闭环, 几乎不涉及硬件改造, 基于丰富的支付场景和用户流量, 在大力度补贴的催化下, 用户快速累积。扫码支付已成为国内移动支付的主要技术模式, 使用场景不断拓展到交通、医疗等细分领域。NFC 虽然技术出现时间早于二维码, 但是发展速度缓慢, 产业链参与方较多, 推广难度大, 目前使用占比较低, 但其在安全性和便利性上仍具有优势, 预计将与扫码支付共存。
- **智能 POS 实现聚合支付和 SAAS 服务。** (1) 聚合支付。支持多种收款方式, 包括现金、刷卡、NFC、扫码支付 (微信/支付宝等)、第三方账户支付等。(2) SAAS 服务。帮助中小商家快速开店并实现综合管理。会员管理 (CRM) 功能包括会员卡、各种券管理、会员维系等功能, 营销管理包括广告、传单、促销活动管理等。(3) 大数据服务。对 C 端, 有了会员资料后, 可以挖掘用户的喜好, 根据所谓的场景进行个性化推荐; 对 B 端, 有了商户交易数据后, 可以做征信、信贷、保理等业务。移动互联网技术和物联网技术将打破智能 POS 机的固有形态, 用不被感知的方式获得数据。未来的线下支付场景中收银台会消失, 通过摄像头进行图像识别, 通过生物识别技术进行身份确认, 通过电子标签、NFC、扫码等技术对交易进行确认并自动支付, 从而进入无感支付阶段。

图表 17: AI 驱动的图像识别技术进行自动结账



来源：中泰证券研究所、CBINSIGHTS

图表 18: 电子标签和扫码支付



来源：中泰证券研究所、CBINSIGHTS

- **运用生物识别技术是主要发展方向。**数据积累加速算法迭代，生物识别的准确率不断提升，通过人脸识别、声纹识别等多种识别方式交叉验证，可同时提高支付的安全性和效率。**2019 年刷脸支付成为重点推广的支付方式。**刷脸支付使用的人脸识别技术是生物识别技术的一种，核心是通过对生物特征的比对来确认身份。相比目前主流的扫码支付方式，刷脸支付所需的技术包括人工智能、云服务和双摄像头 3D 结构光生物识别技术，其成本明显高于目前主流的扫码支付。短期内，刷脸支付将主要布局在大中型商超，与扫码支付共存，推广速度预计会慢于扫码支付。

图表 19: 刷脸支付实现的技术条件

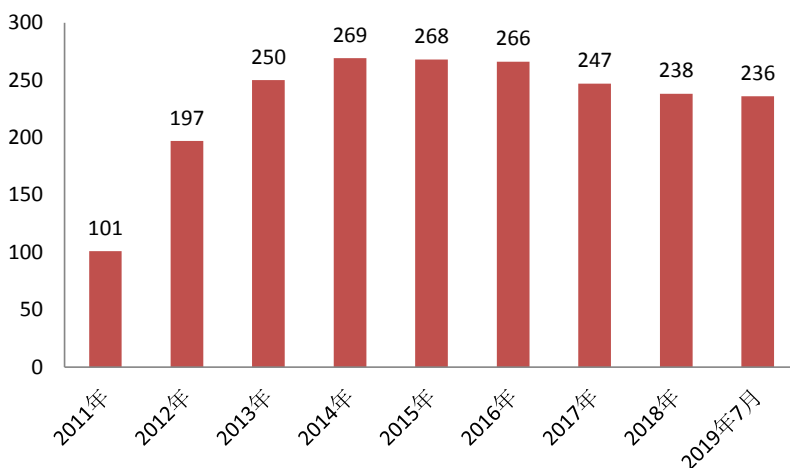
技术	描述
硬件	红外双目摄像头或者 3D 结构光/TOF 相机
通讯	4G/5G/WIFI 高速网络及 SAAS 云服务平台
数据	公安二代身份证数据库
技术	生物识别技术

来源：中泰证券研究所、移动支付网

金融监管趋严，让支付回归本源

- **新牌暂定发放，存量牌照清理。**2010 年，中国人民银行制定了《非金融机构支付服务管理办法》，2011 年开始发放第三方支付牌照，累计发牌 271 张，现存有效牌照 236 张。支付牌照的有效期为五年，到期之前央行会对牌照公司进行审核，决定是否续牌。近三年新牌发放基本停滞，存量牌照进入清理整合阶段。2015 年至 2017 年是支付牌照收购的高峰期。最早通过收购获得支付牌照的公司是京东，于 2012 年收购了网银在线。有效牌照数量呈现下降趋势。

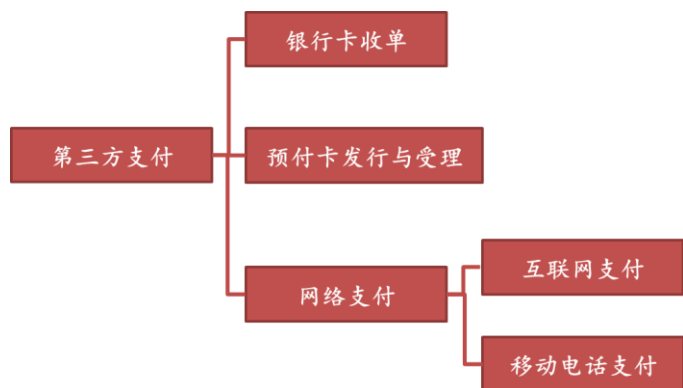
图表 20: 有效支付牌照的数量



来源：中泰证券研究所、中国人民银行

- **第三方支付牌照分类细致，全国性全品类牌照具有稀缺性。**（1）**牌照的功能分类。**根据 2010 年中国人民银行制定的《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付业务大致可分为三类，分别是：网络支付、预付卡的发行与受理、银行卡收单。其中网络支付具体包括货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付和数字电视支付等。（2）**牌照的区域范围设定。**网络支付的业务范围可覆盖全国。银行卡收单和预付卡发行与受理分为全国牌照和区域牌照，区域牌照的持有者只能在设定的某个省份或者几个省份开展业务。（3）**跨境支付牌照。**2013 年外管局下发《关于开展支付机构跨境电子商务外汇支付业务试点的通知》，获得互联网支付业务许可证的第三方支付机构均可申请为电子商务客户办理跨境收付汇和结售汇。跨境支付牌照对业务范围也进行了限定，主要包括货物贸易、留学教育、航空机票、酒店住宿、国际运输、旅游服务、国际展览、国际会议、软件服务、通信服务等。

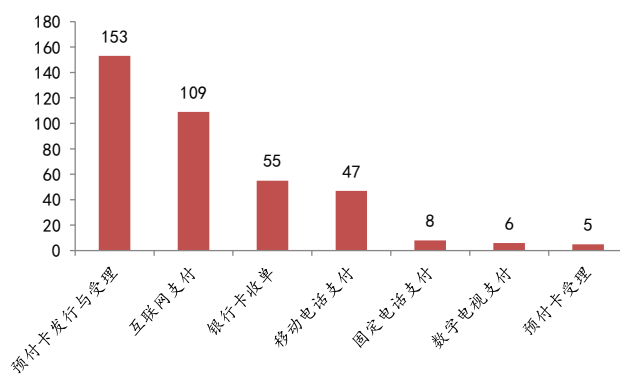
图表 21: 第三方支付牌照的主要业务分类



来源：中泰证券研究所

注：网络支付还包括固定电话支付、数字电视支付等。

图表 22: 支付牌照的分布情况（截止 2017 年底）



来源：中泰证券研究所、网贷之家

- **96 费改整治银行卡收单行业乱象。**2016 年 9 月 6 日开始实施银行卡收

单新的收费及定价模式，主要内容包括降低了发卡行服务费和清算机构服务费、对收单服务费实行市场化定价、对部分机构实行费率优惠措施以及对借记卡和贷记卡差别定价。**对行业的影响有：**(1) 取消了行业分类及差别费率，减少套码等行为。(2) 贷记卡的发卡行手续费上不封顶，减少信用卡套现。(3) 对收单手续费实行市场化定价，收单机构竞争加剧，减少了收单机构的灰色收入来源，净化行业。**预计未来会继续加强对收单市场的监管。**

图表 23：银行卡刷卡手续费项目及费率上限表

序号	收费项目	收费方式	费率及封顶标准
1	收单服务费	收单机构向商户收取	实行市场调节价
2	发卡行服务费	发卡机构向收单机构收取	借记卡：不高于0.35% (单笔收费金额不超过13元)
			贷记卡：不高于0.45%
3	网络服务费	银行卡清算机构向发卡机构收取	不高于0.0325% (单笔收费金额不超过3.25元)
		银行卡清算机构向收单机构收取	不高于0.0325% (单笔收费金额不超过3.25元)

来源：中泰证券研究所、发改委、中国人民银行

- 客户备付金集中存管。**从 2013 年开始，监管部门对第三方支付的客户备付金存管提出要求。2017 年开始，客户备付金集中交存的比例分阶段持续提升，从 20%到 50%，最后实现 100%集中交存。**对行业的影响有：**(1) 保障客户资金安全，防止被支付机构挪用，或机构占用客户资金购买理财产品或高风险投资。(2) 改变支付机构“吃利息”的盈利模式，降低资金沉淀，回归支付本源。失去备付金利息对支付机构的收入造成不利影响。(3) 通过统一存管，防止支付机构在多家银行开设备付金账户，变相开展跨行清算业务。备付金过于分散也不利于支付机构管理，造成流动性风险。(4) 商业银行的支付通道费率上升。以往备付金规模较大的第三方支付公司可与存管银行协商优惠费率，存管银行以此获得新增存款。备付金集中存管之后，商业银行对各家第三方支付公司的费率将趋同，优惠费率被取消。

图表 24：关于支付机构客户备付金的监管

时间	发布文件
2013 年 6 月	《支付机构客户备付金存管办法》(中国人民银行公告【2013】第 6 号)
2016 年 4 月	《互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》(国办发【2016】21 号)
2016 年 4 月	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》的通知(银发【2016】112 号)
2017 年 1 月	《关于实施支付机构客户备付金存管有关事项的通知》(银办发【2017】10 号)
2017 年 12 月	《中国人民银行办公厅关于调整支付机构客户备付金集中交存比例的通知》(银办发【2017】248 号)

2018年6月	《中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》（银办发【2018】114号）
2018年12月	《中国人民银行支付结算司关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》（银支付【2018】238号）

来源：中泰证券研究所、中国人民银行

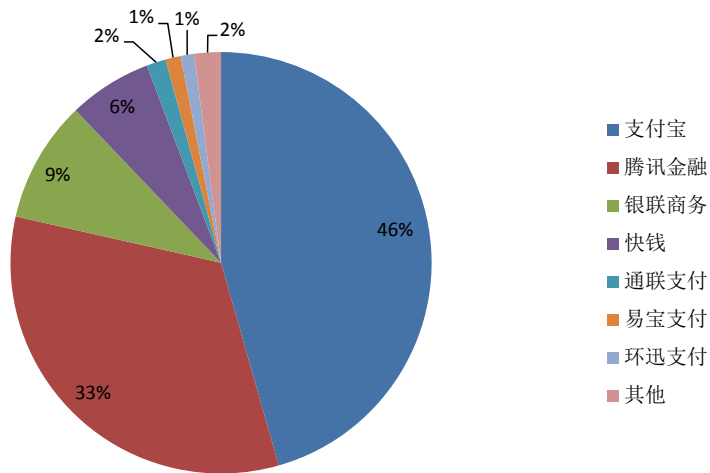
- **成立网联与断银行直连。**根据现行的支付清算管理办法，银行或支付机构的跨行清算必须通过中国人民银行跨行清算系统或者其他具备资质的清算机构处理，其中网络支付部分在2018年6月30日之前必须全部迁移至网联进行清算。切断银行直连模式，由网联进行跨行清算，提升反洗钱能力，创造公平的竞争环境。

支付行业的竞争格局：C端寡头，各类机构竞争B端

整体交易量呈现寡头垄断格局

- **第三方支付行业集中度较高。**根据易观2019年第1季度中国第三方支付机构综合支付市场交易份额占比统计，支付宝、腾讯金融和银联商务分别以45.58%、32.95%和9.34%的市场份额位居前三位。三者市场份额总和达到87.88%。其中，移动支付的市场集中度更高，支付宝和腾讯金融合计的市场份额达到了92.65%，占据绝对主导地位。

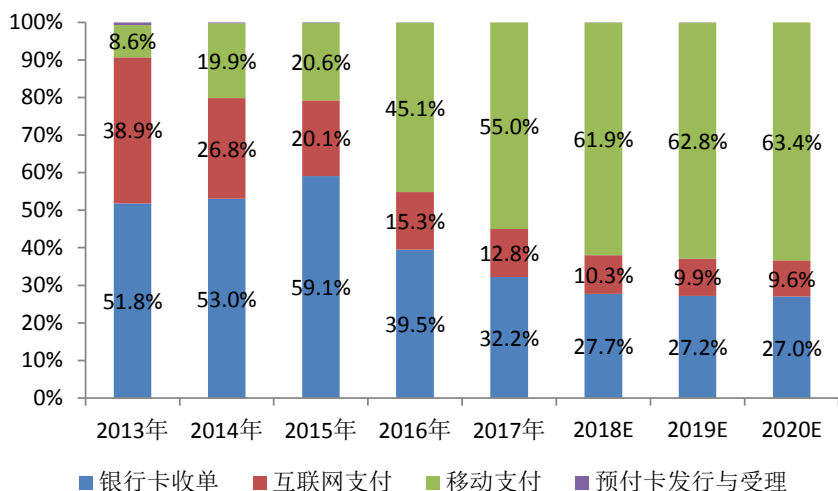
图表 25：2019 年第 1 季度中国第三方支付机构综合支付市场交易份额



来源：中泰证券研究所、易观

- **移动支付成为主流。**2015年之前，在第三方支付中占比最高的是银行卡收单，占比超过50%。随着电商、O2O、智能手机的发展，网络支付的占比提升，尤其是2016年之后，移动支付占比快速提升，在第三方支付中的占比超过了60%。

图表 26: 第三方支付交易规模的业务结构



来源：中泰证券研究所、艾瑞咨询

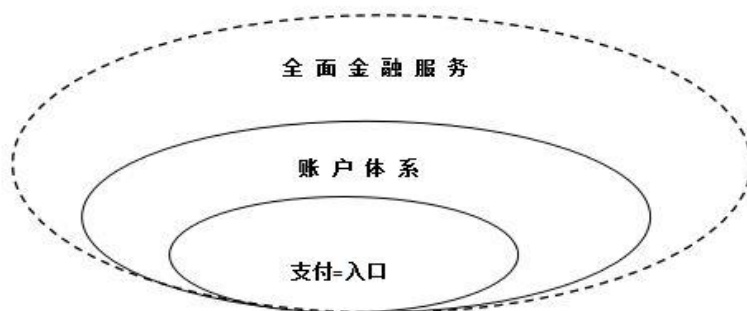
产业链分工清晰

- **数字钱包端被两家巨头垄断。**我国的移动支付发展领先全球，目前数字钱包端被支付宝和微信支付占据主要市场。其中支付宝从电商场景切入，随后向线下延伸；微信支付从社交功能入手，再拓展其他支付场景。由于两个平台的高客户粘性和高使用频率，其垄断地位难以撼动。随着网联上线，数字钱包端的角色类似于银行卡收单业务中的发卡行。
- **其他第三方支付公司专注于B端服务。**对于没有C端流量优势的第三方支付公司来说，想要在数字钱包端突围难度太大，专注于B端服务是大部分支付公司的选择。随着支付宝、微信支付断直连，其他第三方支付公司可通过网联为各种数字钱包提供收单服务，从单一的银行卡收单向聚合支付拓展；此外，围绕B端商户的需求提供更全面的服务，以提高客户粘性、丰富收入来源。

互联网巨头构建金融服务生态圈

- **第三方支付商业逻辑：场景->支付->账户体系->大金融、大数据（平台级服务）。**支付是大多数经济活动的起点，支付涵盖了大量的、丰富多彩的日常交易场景。第三方支付不仅实现资金转移等通道业务，同时完成资金结算、归集等功能，从而能为客户建立个性化和便捷的账户体系，这是第三方支付的核心竞争力。有实力的第三方支付公司，结合场景，基于账户体系，对传统交易逻辑进行再塑造，从而对客户形成较强的粘度；在此基础上，为客户提供贷款、理财、营销和大数据等服务；全金融服务体系形成，就会构造出平台级的互联网金融，具有较高的护城河。

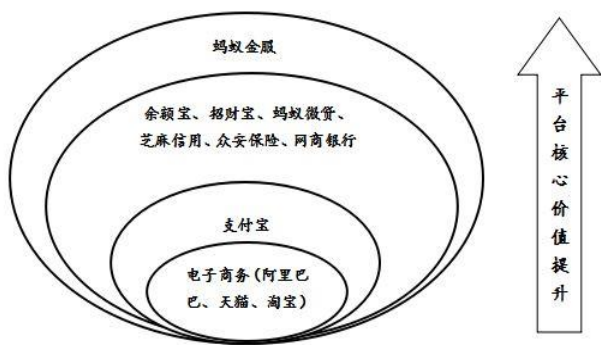
图表 27: 第三方支付商业逻辑



来源：中泰证券研究所

- **蚂蚁金服的金融服务生态圈。**蚂蚁金服依托支付宝十多年的运营数据、超过 10 亿年活跃用户积累以及淘宝、天猫等生态圈场景，蚂蚁金服打造出一个超级金融服务平台，覆盖支付、理财、借贷、保险、个人征信及云服务，满足个人及机构综合化的金融服务需求。

图表 28: 支付宝和蚂蚁金服的商业逻辑



来源：中泰证券研究所

图表 29: 蚂蚁金服的业务模块

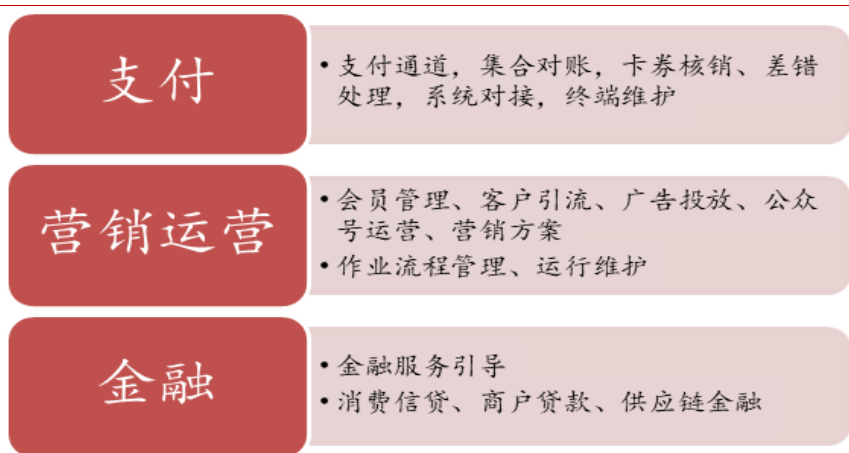
支付	• 支付宝
理财	• 余额宝、蚂蚁财富
借贷	• 蚂蚁小贷、花呗、借呗 • 网商银行
保险	• 众安保险、国泰产险 • 保进保险
其他	• 金融云 • 芝麻信用

来源：中泰证券研究所

独立第三方支付公司定位 B 端综合服务商

- **聚合支付+SAAS 云服务+行业解决方案。**(1) 聚合支付功能。支持多种支付方式，包括刷卡、扫码、NFC 等。(2) 综合化的 SAAS 服务，包括会员管理、客户运营等。例如“扫码支付后自动关注公众号”，客户扫码可自动成为会员，具备积分卡和储值卡功能，实现日常的会员管理。此外，基于客户数据分析的定向广告推送，通过客户导流和交叉营销进行流量变现。(3) 金融增值服务。与外部金融机构合作开展消费信贷、理财、保险等业务。

图表 30: 围绕线下 B 端的综合支付解决方案



来源: 中泰证券研究所

- **构建细分领域的金融生态圈。**第三方支付为入口, 利用互联网支付所依托的电子信息技术, 将金融服务下沉至小微商户及长尾用户, 并以大数据征信为基础, 打通个人和商户的金融需求, 不同平台业务相互连通, 构建联动共生的互联网生态。

第三方支付公司的盈利能力分析

支付服务的利润空间收窄

- **网络支付的支付服务费率水平较低, 目前触底企稳。**(1) 双寡头竞争导致市场费率水平持续走低。支付宝和财付通不以支付服务费为盈利手段。在银行直连模式下, 成本是银行通道费 0.2% 左右, 终端商户的费率市场价在 0.38%, 实际上可能更低, 为了抢夺市场份额, 两家巨头对于消费者、收单外包公司都有大量补贴, 在扣除运营成本之后, 在支付服务上难以盈利。支付功能是两家互联网平台公司的基础设施, 作为 C 端流量入口有大量的变现途径。(2) 网联上线将使中小支付机构的成本端趋同, 大机构对银行的议价能力减弱, 小机构的建设成本下降, 竞争环境改善, 支付费率有望企稳。(3) 网络支付中, 个人转账、红包和缴费等业务不是支付机构的主要收入来源; 金融类支付业务具有费率低、交易量大的特点; 消费类支付的费率最高, 是支付机构最重要的收入来源和数据变现渠道。
- **银行卡收单的套利空间压缩。**套码、套现和备付金利息的收入减少。监管政策的陆续出台使支付空间的套利空间逐步收窄, 从 96 费改到备付金集中存管, 第三方支付公司政策套利的时代接近尾声。

图表 31: 各类支付服务的费率水平和支付机构的收入情况

	终端承担支付服务费	成本构成	支付机构的收入情况
银行卡收单	交易金额的 0.45-0.55%	发卡行服务费 0.35-0.45%+ 清算服务费 0.065%	96 费改后利润空间有所压缩, 套码收益消失。
网络支付-个人转账、红包、缴费等	交易免费, 收取提现费	银行端口费	非主要利润来源
网络支付-消费类	交易金额的 0.55-0.6%, 大客户费率 0.38-0.45%	银行端口费、推广补贴、运营成本	主要收入来源
网络支付-金融类	交易金额的 0.2-0.25%, 大客户费率 0.15-0.2%	银行端口费、运营成本	利润薄, 体量大。利润的重要构成。

来源: 中泰证券研究所、易观智库

- 第三方支付行业集中度提升。**随着行业监管的完善, 灰色业务空间不断收窄, 备付金集中存管进一步减少了第三方支付公司的收入来源, 交易量较少的第三方公司生存越发艰难。国内第三方支付行业费率低, 竞争激励, 只有足够大的交易规模才能覆盖业务成本, 实现盈利。年流水在万亿以上的头部第三方支付公司将获取更大的市场份额。

从支付服务向运营管理转变, 增值服务变现

- 以支付为基础设施的商业生态, 从支付服务向运营管理转变, 通过营销管理和金融服务等增值服务变现。**(1) 营销和客户管理。第三方支付机构累积真实的交易流水, 通过对这些销售数据的分析和挖掘, 掌握客户消费能力、消费习惯等信息, 并将其用于精准营销、客户管理等领域。(2) 征信和借贷。第三方支付机构还建立大数据征信体系, 为个人及商户提供征信服务和个性化的信贷服务, 并利用自己的支付系统打通投融资的业务闭环。(3) 综合金融服务提供商。第三方支付的业务将覆盖企业精准营销、企业账户托管、企业评级、企业和个人征信、小微企业和个人授信、财富管理各个金融领域, 从单纯的资金渠道华丽转身为综合金融服务提供商。
- 生态圈的商业模式。**第三方支付作为中介连接了 C 端消费者和 B 端商户。从 C 端出发, 第三方支付连接了各种支付场景和商户, 为 C 端打造完整的生活服务圈。从 B 端出发, 第三方支付连接了大量的客户, 通过对客户的数据分析能提升商户的经营能力和口碑。此外还有 C 端之间的社交圈和 B 端之间的供应链管理和合作营销等。生态圈将行业中相关的各个节点都串联起来, 形成相互协同的业务网络。
- 深耕细分行业的线下 B 端服务。**行业通用的增值服务包括聚合支付、会员营销管理、发票开具等, 每个细分行业会有特定的服务需求。增值服务的提供有助于提升客户粘性。

图表 32: 支付场景的增值服务 (拉卡拉)

通用场景	餐饮场景	零售场景	保险场景
<ul style="list-style-type: none"> • 聚合支付 • 会员营销管理 • 发票开具 	<ul style="list-style-type: none"> • 自助点餐 • 预约排队 • 店员管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 商品管理 • 库存管理 • 店铺管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 移动销售 • 电销垫资 • 交易监控

来源: 中泰证券研究所、易观智库

- **互联网思维的盈利模式。**目前 B 端商户对增值服务直接付费的意愿较低, 现阶段主要通过广告费(微信公众号、广告推送等)和金融服务(代理、导流、征信或自营信贷)变现。

投资建议

上市的支付公司拉卡拉和汇付天下都是第三方支付行业的龙头, 有潜力转型, 但还在转型的路上, 建议关注它们在 B 端市场深耕的竞争, 这决定其估值水平。

拉卡拉

- 拉卡拉成立于 2005 年, 是国内知名的第三方支付公司。公司的主营业务是为企业客户提供收单服务、为个人客户提供支付服务以及其他支付衍生服务。公司目前具有 13 家控股子公司和二级子公司、10 家参股公司、43 家分支机构。公司从便民支付服务起家, 是第一批获得央行支付牌照的公司之一, 获牌后进入线下银行卡收单市场, 并领先于同业推出了智能 POS 产品。目前公司专注于支付业务, 支付交易量处于行业领先水平。
- **2019 年拉卡拉发布最新的 4.0 战略, 全维度为中小微商户的经营赋能。**抓住互联网下半场的发展机遇, 为传统行业的互联网转型赋能。公司已确立四大业务板块: (1) 支付科技服务: 手机收款宝、智能 POS、智能收银台、收钱宝盒、全能收款码、超级收款宝。(2) 电商客户服务: 积分购、分销云。(3) 金融科技服务: 信贷、理财、保险、保理、信用卡、融资租赁等。(4) 信息科技服务: 会员管理、数据营销、线上线下一体化、进销存管理。
- **竞争优势:** 1、拉卡拉深耕支付行业十余年, 对于商户服务积累了丰富的经验, 抓住了多次行业转型发展的机遇。创始人是成功的连续创业者, 管理团队具有 2B 业务的基因。2、公司做线下收单起家, 积累了大量商户资源, 尤其是大商户。年交易规模在 1000 万元以上的大型商户从 2016 年度的 0.5 万个提升到 2018 年度的 1.6 万个, 交易规模占比

从 15%提升到 21%。大商户资源为商户增值服务的拓展提供基础。2018 年支付交易规模达到 3.94 万亿元，处于行业领先水平。3、公司深耕线下收单市场多年，对商户需求有较深的理解，可以在收单服务的基础上叠加会员管理、广告展示、导流推广、信息服务等增值服务内容，增加业绩弹性。

汇付天下

- 汇付天下是国内领先了独立第三方支付公司。公司创立于 2006 年 6 月，成立之初主要从事互联网支付业务，目前已发展成为覆盖互联网支付、移动支付、POS 支付、跨境支付、基金销售支付的综合支付服务商，在航空票务、互联网金融等行业及小微商户的支付解决方案上处于市场领先地位，目前正积极拓展物流、大健康、教育等其他垂直行业。根据 Frost&Sullivan 的报告，汇付天下在为小微商户服务的独立第三方支付公司中排名第一名，市占率 5.5%；在独立第三方支付中排名第三名，市占率 7.7%；在整个第三方支付市场中排名第七名，市占率 2%。
- **加强核心竞争力建设，包括领先的科技和卓越的运营。** 1、移动支付趋于小额高频，交易笔数正在经历数量级增长，需要支付公司具有强大的支付处理能力，交易上云是大势所趋。2、加强多场景系统和账户钱包能力，能为不同行业的可以提供账户体系、聚合支付、API 等产品及服务。3、加强数据运营能力，数据驱动提升智能化水平，通过数据挖掘为客户提供增值服务。
- **重点布局四个业务方向。** 1 收单业务：为商户提供聚合支付，支持多种收款方式。2、新零售：抓住新零售发展机遇，将支付业务与商户管理深度融合，与 SAAS 服务商加深合作。3、定制账户系统。为垂直行业的头部企业定制账户系统，积极参与企业的数字化转型。4、国际业务：积极布局境外支付市场，拓展更多的业务区域、服务更多的跨境电商平台。
- **竞争优势：** 1、支付业务布局全面，覆盖互联网支付、小微商户收单和跨境支付等，为航空、旅游、物流、互联网金融、大健康等垂直行业的 8700 家客户提供综合支付解决方案。2、强大的技术能力。由 IT 工程师、程序员、数据科学家组成强大的技术团队，累计自主研发了 40 个信息技术系统。研发投入高，2018 年公司的研发费用同比增长了 77%，达到 2.317 亿元，占营业收入的 7.14%。未来公司仍将保持较高的研发支出，布局前沿科技，提升大规模交易的处理能力和运营能力；以数据驱动智能化决策，提高支付交易的在线化和自动化程度。3、公司管理团队在支付行业经验丰富，是第三方支付行业最早的参与者。在过往的发展历程中，公司能抓住行业发展和变革的机遇，从核心行业的解决方案到移动支付兴起带来的小微商户的市场机会。

风险提示

- 金融监管趋严、支付行业市场竞争加剧、宏观经济下行

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。