

拉卡拉 (300773)

销售费用率走低叠加毛利率提升，净利率逐季改善，商户经营服务步入深水区
买入（维持）

2019年10月23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

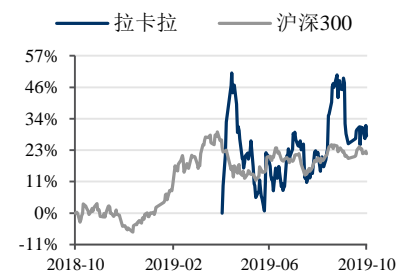
lis@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,679	5,092	6,189	7,307
同比(%)	103.9%	-10.3%	21.5%	18.1%
归母净利润(百万元)	599	814	1,053	1,320
同比(%)	27.6%	35.7%	29.5%	25.3%
每股收益(元/股)	1.50	2.03	2.63	3.30
P/E(倍)	40.92	30.16	23.29	18.59

投资要点

- **事件**：10月22日公司公布2019年三季报，19Q1-3实现营业收入36.9亿元，同比下降12.42%。归母净利润6.16亿元，同比增长26.92%，扣非归母净利润5.94亿元，同比增长28.38%，其中Q3实现营业收入11.94亿元，同比下降17.57%，归母净利润2.5亿元，同比增长29.36%，环比增长21.11%，扣非后净利润2.3亿元，同比增长24.84%。
- **点评**：19Q1-3营收下降主要系支付业务流水规模同比下滑，一方面受宏观经济形势低迷影响，**另一方面公司是主动调整经营战略，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。
- **Q3毛利率微升，同时销售费用率大幅下降，净利率逐季改善**。19Q1-3毛利率45.08%（同比-0.24pct）；期间费用率25.80%（同比-5.78pct），其中销售费用率14.63%（同比-6.16pct），主要系19年营销活动力度减小；管理费用率5.62%（同比+1.23pct）；研发费用率5.36%（同比+0.93pct）；财务费用率0.2%（同比-1.78pct），主要系4月开始银联对代付结算服务免收手续费；净利率16.93%（同比+5.32pct）。Q3公司毛利率45.76%（同比+0.11pct），期间费用率22.16%（同比-7.87pct），销售费用率12.95%（同比-7.06pct），管理费用率5.68%（同比+1.12pct），研发费用率4.44%（同比+1.12pct），财务费用率-0.91%（同比-3.16pct），净利率21.05%（同比+7.55pct）。**从去年4季度开始，公司净利率逐季改善（18Q4 8.0%，19Q1 12.5%，19Q2 17.7% 19Q3 21.1%）。**
- **携手千米科技推出云战略产品，商户经营服务步入深水区**。报告期公司携手千米科技发力产业互联网，推出4款云战略产品：“云小店”（聚焦母婴、生鲜、快消等3个行业，通过“门店收银+线上H5商城+小程序商城”，打通线上线下消费场景，并根据不同行业场景提供个性化服务）、“收款码”（实现聚合扫码收款、店铺服务，覆盖微信、支付宝、云闪付等主流扫码渠道，支持支付即会员和会员管理、数据管理等服务，同时提供定向发券等营销工具及营销数据追踪服务）、“汇管店”（商户借助汇管店一站式DIY线上微官网，并通过产品推荐、文章发布、在线客服等6大核心功能，与用户进行互动交流、营销转化，同时具备会员管理、员工管理等功能）、“云收单”（向中小商业银行和相关机构输出包括条码支付系统、风险监控系统等在内的整体收单受理整体解决方案，帮助提升客户服务能力），4款云产品涵盖金融科技系统解决方案输出、广告营销、会员订阅、商户管理等服务，帮助客户降低经营成本，提升效率。**从去年Q4以来，公司毛利率逐季小幅提升，同时销售费用率大幅下降，盈利能力逐季改善，持续验证我们对公司商业模式优化的判断，未来继续期待商户服务领域的增长空间和规模效应。**
- **盈利预测与投资评级**：预计19-21年实现营收50.9/61.9/73.1亿元，归母净利8.14/10.53/13.20亿，EPS分别为2.03/2.63/3.30元。给予20年30倍估值，6-12个月对应目标价79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)	61.33
一年最低/最高价	39.94/76.70
市净率(倍)	5.15
流通A股市值(百万元)	2453.81

基础数据

每股净资产(元)	11.91
资产负债率(%)	54.71
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)：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》2019-08-16
- 2、《拉卡拉(300773)：B端支付龙头，科技赋能小微成长》2019-07-16

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	5,471	6,852	7,627	营业收入	5,679	5,092	6,189	7,307
现金	2,622	5,010	6,271	7,036	减:营业成本	3,132	2,709	3,286	3,825
应收账款	223	257	327	363	营业税金及附加	18	57	56	56
存货	17	15	24	21	营业费用	1,155	738	891	1,045
其他流动资产	213	189	230	207	管理费用	252	570	687	804
非流动资产	1,963	1,649	1,708	1,742	财务费用	106	45	-7	-23
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	1,005	1,095	1,159	加:投资净收益	-27	9	6	9
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	988	1,285	1,613
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	7,120	8,559	9,369	利润总额	738	1,003	1,301	1,630
流动负债	2,086	2,012	2,382	1,851	减:所得税费用	132	179	232	291
短期借款	20	20	20	20	少数股东损益	7	11	16	20
应付账款	372	389	534	103	归属母公司净利润	599	814	1,053	1,320
其他流动负债	1,694	1,603	1,828	1,728	EBIT	660	890	1,133	1,432
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	816	1,041	1,299	1,628
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	2,032	2,401	1,871	每股收益(元)	1.50	2.03	2.63	3.30
少数股东权益	18	29	45	65	每股净资产(元)	7.29	12.65	15.28	18.58
归属母公司股东权益	2,915	5,060	6,113	7,433	发行在外股份(百万股)	360	400	400	400
负债和股东权益	5,038	7,120	8,559	9,369	ROIC(%)	18.5%	14.4%	15.2%	15.8%
					ROE(%)	20.7%	16.2%	17.4%	17.9%
					毛利率(%)	44.8%	46.8%	46.9%	47.7%
					销售净利率(%)	10.6%	16.0%	17.0%	18.1%
					资产负债率(%)	41.8%	28.5%	28.1%	20.0%
					收入增长率(%)	103.9%	-10.3%	21.5%	18.1%
					净利润增长率(%)	27.6%	35.7%	29.5%	25.3%
					P/E	40.92	30.16	23.29	18.59
					P/B	8.42	4.85	4.01	3.30
					EV/EBITDA	26.89	18.80	14.10	10.80

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>

