

拉卡拉 (300773)

2020 年 04 月 13 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

业绩符合预期，商户经营业务大幅增长，商业模式持续优化

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,899	5,633	6,775	8,071
同比（%）	-13.7%	15.0%	20.3%	19.1%
归母净利润（百万元）	806	978	1,206	1,445
同比（%）	34.5%	21.2%	23.3%	19.8%
每股收益（元/股）	2.02	2.44	3.01	3.61
P/E（倍）	40.47	33.38	27.07	22.59

投资要点

- **事件：**公司公布 2019 年年报，19 年全年营收 48.99 亿元（yoy-13.7%），归母净利润 8.06 亿元（yoy+34.5%），扣非归母净利润 7.93 亿元（yoy+37.0%）。同时公布 20Q1 业绩预告，预计归母净利润 1.62-1.7 亿元，同比增长 1.3%-6.3%。另拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。同时公告拟使用自有资金收购“广州众赢”（19.09 亿元）和“深圳众赢”（2.07 亿元）100%股权。
- **点评：业绩符合预期，商户经营业务大幅增长，收入结构持续优化。**19 年公司收入有所下滑，主要系 18 年底提价，公司主动调整客户结构及战略影响。凭借增值业务的快速兴起及费用的有效管控，利润率快速回升，净利润仍保持较快增长。分业务来看，19 年支付业务收入 43.46 亿元（yoy-16.7%），占比 88.7%（yoy-3.2pct）；截至 19 年末服务商户数超 2200 万，全年收单交易额 3.25 万亿元（yoy-11.03%）；扫码支付交易额同增 50%达 0.64 万亿元。商户经营服务收入 4.42 亿元（yoy+119.6%），其中金融科技 9353 万元，电商科技 9259 万元，信息科技 2.56 亿元。
- **全年分摊营销费用大幅下降，净利润取得高速增长，Q4 营销费用及流水均有所回升，预计 20 年营销力度及交易流水恢复增长。**19 年毛利率 44.4%（yoy-0.4pct），整体保持稳定；销售费用率 14.6%（yoy-5.8pct），主要系营销力度削减，广告宣传与市场推广费同比减少；财务费用率 -0.1%（yoy-2.0pct），主要系 19 年 4 月起，银联免收代付结算服务手续费；净利率 16.7%（yoy+6.0pct）。单季来看，19 年各季度销售费用率分别为 17.2%/13.5%/13.0%/14.4%，Q4 营销费用及流水均有所回升，预计 20 年营销力度及交易流水恢复增长。
- **商户经营业务增长强劲，验证支付入口及数据积累优势，看好商户服务发展空间及对公司盈利能力的提升。**19 年公司商户经营业务营收 4.42 亿元（yoy+119.6%），毛利率 71%，盈利能力较强。其中金融科技同增 67%，得益于贷款引流服务收入同比增长 110%；电商科技同增 49%；信息科技同增 208%，主要来自会员订阅、广告、营销等增值业务。增值服务快速发展验证了公司在支付入口高粘性、商户和用户侧数据沉淀上的优势。目前公司仍处商业模式快速优化期，看好商户服务发展空间。
- **收购广州众赢及深圳众赢，完善金融增值业务，贡献利润弹性。**两家公司系上市前剥离的金融增值业务主体，广州众赢通过全资子公司开展互联网小额贷款业务；深圳众赢主要向银行、消费金融公司等提供智能风控和反欺诈技术服务。本次为净资产收购，避免商誉减值风险，收购完成后，公司产业链延伸，金融增值服务得到完善，有望带来业绩弹性。
- **盈利预测与投资评级：**根据 Q1 业绩指引及疫情影响，不考虑收购影响，下调此前盈利预测，预计 20-22 年营收 56.3/67.8/80.7 亿，归母净利 9.8/12.1/14.5 亿，EPS 为 2.44/3.01/3.61 元。考虑收购资产后可贡献较大的业绩弹性，同时产业链更为完善，考虑给予更高的估值溢价，20 年予以 40-45 倍 PE，目标价为 97.6-109.8 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)	81.58
一年最低/最高价	39.94/101.37
市净率(倍)	6.58
流通 A 股市值(百万元)	3264.02

基础数据

每股净资产(元)	12.39
资产负债率(%)	55.15
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	40.01

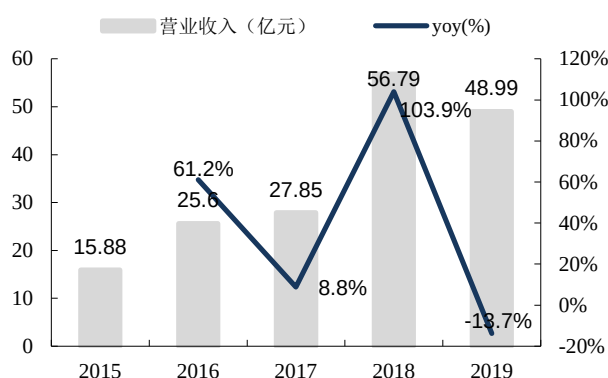
相关研究

- 1、《拉卡拉 (300773)：联合华为开展手机 POS 收款，收单市场份额有望提升》2020-02-23
- 2、《拉卡拉 (300773)：条码支付或将“一码通用”，万亿市场将被打通，公司有望受益》2020-01-05
- 3、《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》2019-10-24

1. 业绩符合预期，商户经营业务大幅增长，商业模式持续优化

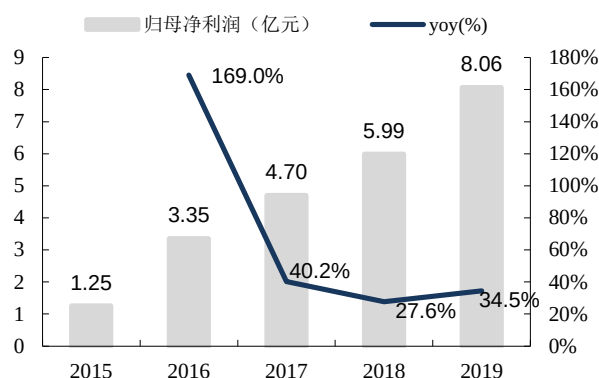
事件：公司公布 2019 年年报，19Q4 实现营收 12.09 亿元 (yoy-17.5%)，归母净利润 1.90 亿元 (yoy+66.8%)，扣非归母净利润 1.99 亿元。19 年全年实现营收 48.99 亿元 (yoy-13.7%)，归母净利润 8.06 亿元 (yoy+34.5%)，扣非归母净利润 7.93 亿元 (yoy+37.0%)。同时公布 20Q1 业绩预告，预计归母净利润为 1.62-1.7 亿元，同比增长 1.3%-6.3%。另外拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。拟使用自有资金 19.09 亿元和 2.07 亿元收购“广州众赢”和“深圳众赢”100%股权。

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



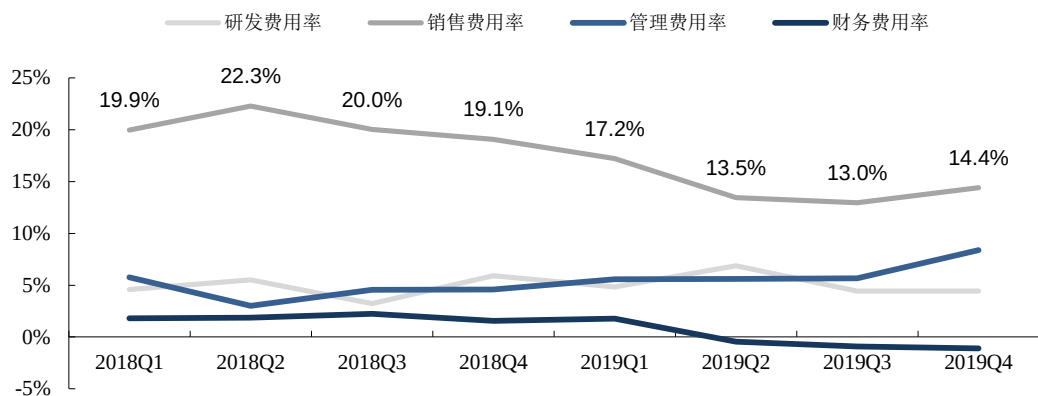
数据来源：Wind，东吴证券研究所

点评：业绩符合预期，商户经营业务大幅增长，收入结构持续优化。19 年公司收入体量有所下滑，主要系 18 年底提价，公司主动调整客户结构及战略影响，进入 19 年，公司以质换量，客户结构有所优化，同时战略方面较大削减营销力度，因此收入体量有所下滑，但凭借增值业务的快速兴起及费用的有效管控，利润率快速回升，净利润仍然保持较快增长。分业务来看，19 年支付业务收入 43.46 亿元 (yoy-16.7%)，占比 88.7% (yoy-3.2pct)；截至 19 年末公司服务商户超过 2200 万，全年收单交易金额 3.25 万亿元，同比下降 11.0%；交易结构中扫码支付交易金额快速增长，同增 50%达 0.64 万亿。商户经营服务全年收入 4.42 亿元，同比增长 120%，其中金融科技收入 9353 万元，同比增长 67%；电商科技收入 9259 万元，同比增长 49%；信息科技收入 2.56 亿，同比增长 208%。

全年分摊营销费用大幅下降，净利润取得高速增长，Q4 营销费用及流水均有所回升，预计 20 年营销力度及交易流水恢复增长。19 年毛利率 44.4% (yoy-0.4pct)，整体保持稳定；销售费用率 14.6% (yoy-5.8pct)，主要系营销力度削减，广告宣传与市场推广费同比减少；管理费用率 6.3% (yoy+1.9pct)；研发费用率 5.1%

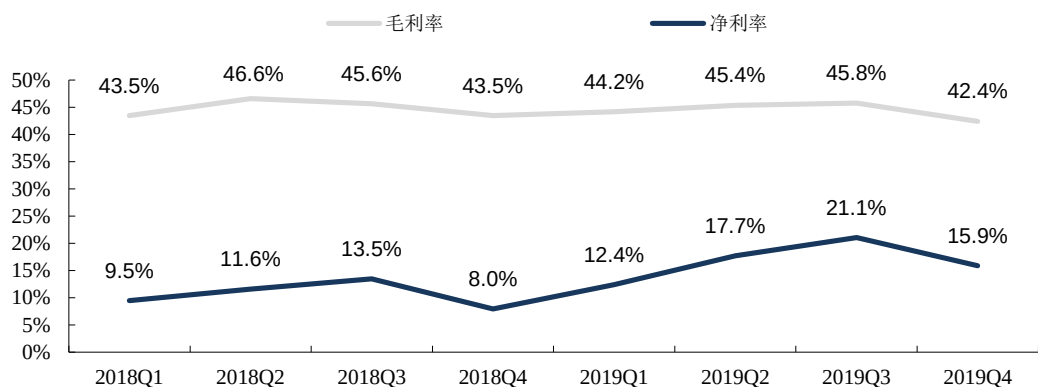
(yoy-0.3pct)；财务费用率-0.1% (yoy-2.0pct)，主要系 19 年 4 月开始，银联对代付结算服务免收手续费；净利率 16.7% (yoy+6.0pct)。单季来看，19 年各季度销售费用率分别为 17.2%/13.5%/13.0%/14.4%，Q4 营销费用及流水均有所回升，预计 20 年营销力度及交易流水恢复增长。

图 3：公司 2018、2019 费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：公司 2018、2019 毛利率、净利率情况

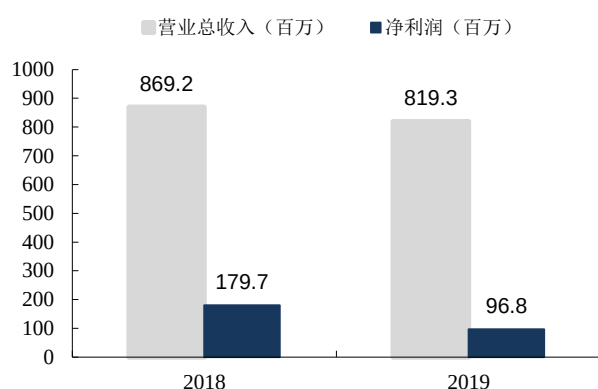


数据来源：Wind，东吴证券研究所

商户经营业务增长强劲，验证支付入口及数据积累优势，看好商户服务发展空间及对公司盈利能力的提升。19 年公司商户经营业务营收 4.4 亿元，同增 119.6%，毛利率 71%，盈利能力较强。其中金融科技业务同增 67%，得益于贷款引流服务收入同比增长 110%；电商科技业务同增 49%，主要来自积分运营、供应链管理 etc 电商解决方案；信息科技收入同增 208%，主要来自会员订阅、广告、营销等增值业务。增值服务的快速发展验证了公司在支付入口高粘性、商户和用户侧数据沉淀上的优势。目前公司仍处商业模式快速优化期，看好商户服务发展空间。

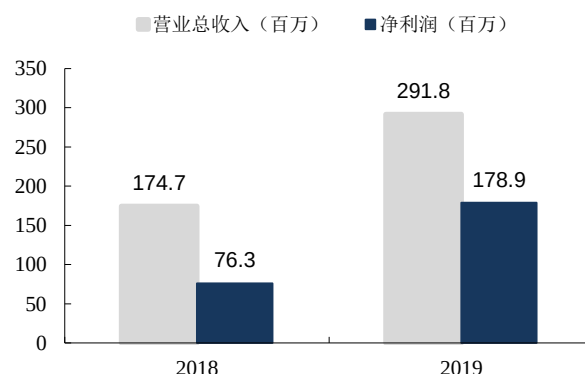
收购广州众赢及深圳众赢，完善金融增值业务，贡献利润弹性。两家公司系上市前剥离的金融增值业务主体，广州众赢主要通过全资子公司开展互联网小额贷款业务，产品包括“易分期”、“商户贷”及“小微抵押贷款”，19 年营业收入 8.19 亿元，净利润 0.97 亿元。深圳众赢为金融科技子公司，主要向银行、消费金融公司、保险公司等提供智能风控和反欺诈技术服务，19 年营业收入 2.92 亿元，净利润 1.79 亿元。本次收购为净资产收购，避免商誉减值风险，收购完成后，公司产业链延伸，金融增值服务得到完善，有望带来业绩弹性。

图 5：广州众赢 2018-2019 年营业总收入及净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：深圳众赢 2018-2019 年营业总收入及净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 盈利预测

根据 Q1 业绩指引，考虑疫情带来的影响，不考虑收购影响，下调此前盈利预测，预计 20-22 年实现营收 56.3/67.8/80.7 亿，归母净利 9.8/12.1/14.5 亿，EPS 分别为 2.44/3.01/3.61 元。考虑收购资产后可贡献较大的业绩弹性，同时产业链更为完善，考虑给予更高的估值溢价，20 年予以 40-45 倍 PE，目标价为 97.6-109.8 元，维持“买入”评级。

3. 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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,815	9,256	9,811	10,997	营业收入	4,899	5,633	6,775	8,071
现金	8,172	8,669	8,992	10,212	减:营业成本	2,723	3,096	3,675	4,344
应收账款	316	304	442	447	营业税金及附加	17	40	36	39
存货	19	22	26	30	营业费用	714	1,037	1,206	1,437
其他流动资产	309	260	351	308	管理费用	309	394	474	565
非流动资产	2,372	2,482	2,660	2,839	财务费用	-6	22	66	106
长期股权投资	461	556	650	742	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	1,210	1,222	1,301	1,383	加:投资净收益	-19	20	0	3
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	50	55	60	67	营业利润	897	1,070	1,323	1,588
其他非流动资产	651	649	648	647	加:营业外净收支	-5	11	11	10
资产总计	11,187	11,738	12,470	13,836	利润总额	892	1,081	1,334	1,598
流动负债	6,148	6,509	6,420	6,822	减:所得税费用	75	91	112	134
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	11	13	16	19
应付账款	486	489	668	700	归属母公司净利润	806	978	1,206	1,445
其他流动负债	5,663	6,019	5,752	6,123	EBIT	647	829	1,069	1,310
非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	824	992	1,259	1,535
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	21	21	21	21					
负债合计	6,169	6,530	6,441	6,843	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	61	74	90	109	每股收益(元)	2.02	2.44	3.01	3.61
					每股净资产(元)	12.39	12.83	14.85	17.21
归属母公司股东权益	4,956	5,134	5,939	6,884	发行在外股份(百万股)	400	800	800	800
负债和股东权益	11,187	11,738	12,470	13,836	ROIC(%)	12.0%	14.8%	16.5%	17.4%
					ROE(%)	16.3%	19.0%	20.3%	20.9%
					毛利率(%)	44.4%	45.0%	45.8%	46.2%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	16.5%	17.4%	17.8%	17.9%
经营活动现金流	1,113	1,573	1,156	2,228	资产负债率(%)	55.1%	55.6%	51.6%	49.5%
投资活动现金流	-645	-253	-367	-402	收入增长率(%)	-13.7%	15.0%	20.3%	19.1%
筹资活动现金流	1,214	-822	-466	-606	净利润增长率(%)	34.5%	21.2%	23.3%	19.8%
现金净增加额	1,682	498	323	1,220	P/E	40.47	33.38	27.07	22.59
折旧和摊销	177	163	190	225	P/B	6.58	6.36	5.49	4.74
资本开支	459	15	84	87	EV/EBITDA	69.34	57.15	44.78	35.94
营运资本变动	88	418	-321	436					

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>

