

证券研究报告—深度报告

金融

金融科技

拉卡拉(300773)
增持

合理估值: 38~46 元 昨收盘: 29.53 元 (首次评级)

2021年01月28日

股票数据

总股本/流通(百万股)	800/383
总市值/流通(百万元)	24,321/11,643
上证综指/深圳成指	3,624/15,710
12个月最高/最低(元)	101.37/27.24

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 田维伟

电话: 021-60875161

E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163

E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

深度报告

“支付+”战略重构商业逻辑

● 战略 4.0 打开成长天花板，重构商业逻辑

2019 年 8 月公司宣布启动 4.0 战略，以支付为切入，协同“支付、金融、电商、信息”四大科技业务板块，致力于帮商家解决数字化转型的一系列问题。战略 4.0 不仅使公司摆脱收单利润空间收窄的束缚，打开成长天花板。同时，战略 4.0 重构了商业逻辑。当前收单机构客户拓展核心要素是费率，客户黏性也不强，但增值业务满足了商户数字化需求，商户未来更重视收单机构的技术和场景，客户黏性也大幅增强。拉卡拉凭借其积累的商户资源和技术优势，未来支付服务和增值服务协同效应下将抢占更高的市场份额，公司盈利能力和成长性大幅提升。

● 中小微商户收单市场龙头，迈入精耕细作阶段

公司当前第三方收单市场份额约为 8%，品牌和规模效应逐渐体现，将受益于第三方支付行业的持续增长。拉卡拉是国内首批获得央行颁发牌照的第三方支付企业，于 2012 年进入银行卡收单市场。公司收单产品与时俱进，2017-2018 年大力拓展商户，目前是中小微商户收单市场龙头。2019 年公司迈进精耕细作阶段，持续优化商户结构。

● 发挥资源禀赋优势，升级为综合企业服务商

商户数字化转型需求和巨大空间给支付机构提供机遇，其中拉卡拉具备两个优势，(1) 收单业务积累的 2000 多万户商户资源和品牌影响力。另外，支付是刚性需求，以支付为切口服务商家是无可比拟的优势；(2) 未来收单机构核心竞争力是场景和技术，公司具备深厚的互联网基因和科技产业资源，技术优势明显。公司 2020 年上半年商户经营收入达 3.2 亿元，占公司营收总额的 12.8%，较 2018 年提升 9.2%。

● 投资建议

结合绝对估值与相对估值，拉卡拉 2021 合理 PE 为 25.0~30.0x，对应每股股价为 37.9~45.5 元。公司已形成较强卡位优势，有望成长为中小微商户收单市场巨头之一，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

包括政策、估值、盈利预测及限售股解禁等风险，详见正文。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,679	4,899	5,800	7,174	8,589
(+/-%)	103.9%	-13.7%	18.4%	23.7%	19.7%
净利润(百万元)	599	806	1009	1214	1423
(+/-%)	27.6%	34.5%	25.1%	20.3%	17.3%
摊薄每股收益(元)	1.67	2.02	1.26	1.52	1.78
EBIT Margin	16.3%	17.6%	22.3%	21.7%	21.2%
净资产收益率(ROE)	20.6%	16.3%	16.9%	16.9%	16.6%
市盈率(PE)	17.7	14.6	23.4	19.5	16.6
EV/EBITDA	11.8	17.3	20.9	17.7	16.4
市净率(PB)	3.65	2.38	3.96	3.29	2.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

估值与投资建议.....	5
绝对估值.....	5
相对法估值.....	5
投资建议.....	7
拉卡拉基本情况.....	7
战略演进.....	7
股权结构和管理层.....	8
经营成效.....	9
第三方支付行业增速放缓，积极探索新的增长点.....	11
交易规模进入平稳增长阶段，刷卡手续费率大幅下调.....	11
账户侧：双寡头格局已定，C端生态场景相对成熟.....	13
收单侧：格局待优化，“支付+”生态场景仍在积极探索中.....	15
中小微商户收单市场龙头，迈入精耕细作阶段.....	18
产品与时俱进，技术优势明显.....	19
锁定垂直细分领域，主攻中小微商户.....	20
“自营+渠道”双轮驱动，2017-2018年商户拓展迅猛.....	21
全维度进军产业互联网，寻求自身二次增长.....	21
战略4.0有序推进，升级为综合企业服务商.....	22
发挥资源禀赋优势，转型成效明显.....	23
盈利预测.....	24
未来三年收入预测.....	24
未来三年净利润预测.....	24
盈利预测的敏感性分析.....	25
风险提示.....	25
附表：财务预测与估值.....	27
国信证券投资评级.....	28
分析师承诺.....	28
风险提示.....	28
证券投资咨询业务的说明.....	28

图表目录

图 1: 三家机构收单交易规模	6
图 2: 三家机构支付业务营收规模	6
图 3: 三家机构支付业务收入占营收比重	7
图 4: 三家机构支付业务毛利率	7
图 5: 拉卡拉发展历程	8
图 6: 拉卡拉自 2015 年开始持续盈利	9
图 7: 拉卡拉当前 ROE 约稳定在 20%	9
图 8: 拉卡拉营收规模及增速	9
图 9: 拉卡拉 2020 年上半年营收结构	9
图 10: 拉卡拉毛利率和净利率	10
图 11: 公司销售费率持续下降	10
图 12: 公司资产负债率较低	10
图 13: 公司经营活动创造现金流能力强	10
图 14: 我国第三方支付综合支付市场交易规模	11
图 15: 按照现行管理办法的第三方支付牌照业务分类	12
图 16: 第三方支付交易结构	12
图 17: 消费者信用卡支付手续费流程	13
图 18: 消费者二维码支付手续费流程	13
图 19: 第三方支付市场产业链	14
图 20: 2019 年中国第三方支付移动支付交易规模市场份额	14
图 21: 2020 年上半年蚂蚁集团收入结构	15
图 22: 我国第三方支付银行卡收单交易规模	15
图 23: 我国二维码收单市场规模	15
图 24: 2017 年第三方线下收单市场交易规模份额	16
图 25: 中小微企业数字化升级进阶之路	17
图 26: 中国中小微企业数字化升级行业规模	17
图 27: 2019-2024 年支付机构企业增值服务市场规模预测	17
图 28: 拉卡拉收单业务收入持续快增	18
图 29: 拉卡拉收单交易规模	19
图 30: 拉卡拉服务商户数量	19
图 31: 拉卡拉收单业务毛利率	19
图 32: 拉卡拉平均刷卡费率和平均收单净费率	19
图 33: 拉卡拉主要收单产品	20
图 34: 第三方支付公司垂直领域分布图谱	20
图 35: 拉卡拉渠道代理分润比例持续提升	21
图 36: 拉卡拉 4.0 战略	23
图 37: 拉卡拉云小店提供一站式门店解决方案	23
图 38: 拉卡拉商户经营业务收入和占比	24
图 39: 拉卡拉商户经营业务毛利及占比	24

表 1: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	5
表 2: 同类公司估值比较.....	6
表 3: 拉卡拉股权结构.....	9
表 4: 银行卡刷卡手续费项目及费率上限表.....	13
表 5: 拉卡拉自营和渠道拓展的商户情况	21
表 6: 盈利预测的情景分析	25

估值与投资建议

绝对估值

拉卡拉是国内首批获得央行颁发牌照的第三方支付企业，于 2012 年开始全面进入银行卡收单市场，公司收单产品与时俱进，满足了商户和消费者的需求。公司主要聚焦二三线中小微商户，商户拓展上用“自营+渠道”双轮驱动的模式。2017-2018 年上半年公司大规模投放 POS 终端，目前已成为国内中小微商户收单市场的龙头，2019 年末公司服务商户数量达 2207 万户。收单业务规模效应和品牌效应明显，拉卡拉作为中小微商户收单龙头，未来收单市场份额有望进一步提升。

2018 年下半年公司停止了 POS 终端大规模投放，继续加大对扫码交易的市场推广力度，公司商户经营进入精耕细作阶段，重点拓展给商户提供会员营销、金融服务等增值服务。公司在 2019 年 8 月宣布启动战略 4.0，以支付为切入，协同“支付、金融、电商、信息”四大科技业务板块，为客户提供支付、理财、信贷、保险、信用卡发卡、积分消费运营、广告营销、会员订阅、新零售和云分销 SaaS 等多元化服务，全维度为中小微商户数字化转型赋能。战略 4.0 不仅可以逐渐摆脱营收单一的束缚，打开成长的天花板，更重要的是通过转型综合企业服务商重构了公司商业逻辑。当前收单机构客户拓展核心要素是刷卡费率，客户黏性也不强，但增值业务满足了商户数字化转型需求，商户未来更重视收单机构的技术和场景，客户黏性也大幅增强。拉卡拉具备浓厚的互联网基因和丰富的科技产业资源，因此在转型综合企业服务商方面具备无可比拟的优势。同时，公司收单业务积累的庞大的商户资源也给公司增值业务拓展提供了基础。可以预见，拉卡拉未来在支付服务和增值服务协同效应下将抢占更高的市场份额，公司盈利能力和成长性都将大幅提升。

我们对公司近三年净利润增速按后文盈利预测进行假设，假设永续增长率是 5.0%。基于主要假设及对 WACC 和永续增长率的敏感性分析，得到公司的每股股价区间为 39.3~45.1 元，对应的合理价值为 314.6~361.2 亿元。

表 1：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		折现率				
		14.3%	14.8%	15.35%	15.8%	16.3%
永续增长率	6.5%	50.61	47.68	45.08	42.77	40.69
	6.0%	49.04	46.34	43.93	41.77	39.83
	5.5%	47.65	45.15	42.90	40.88	39.04
	5.0%	46.41	44.07	41.97	40.06	38.33
	4.5%	45.29	43.10	41.12	39.32	37.68
	4.0%	44.28	42.22	40.35	38.64	37.08
	3.5%	43.37	41.42	39.64	38.02	36.52

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

相对法估值

我国支付环境和海外存在巨大的区别，因此拉卡拉无法与海外支付机构直接对标。当前我国直接持牌第三方收单机构已上市的主要有拉卡拉、汇付天下和移卡，其中，汇付天下和移卡都在港交所上市，但汇付天下在 2020 年 12 月已公告拟私有化退市。从三家机构收单交易规模、支付业务收入和支付业务毛利率等指标来看，拉卡拉都具有领先优势。支付行业是一个规模效应比较明显的行

业，因此拉卡拉在支付业务板块理论上应该具有相对较高的估值。另外，三家机构目前都在积极探索转型改革，从收入结构来看，拉卡拉增值服务收入占营收总额比重持续提升且处于相对高位，这也表明公司改革转型成果明显。

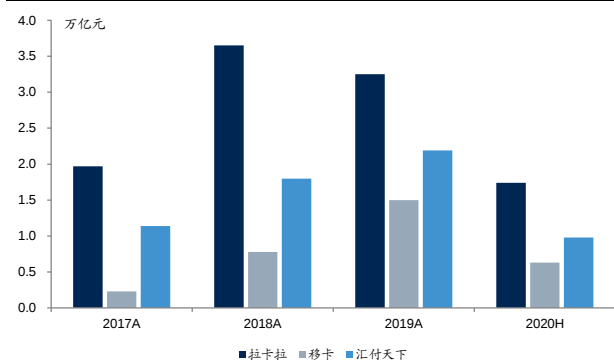
目前，拉卡拉 80%以上的收入仍来自收单业务，商户经营收入比重较低且与收单业务独立性不强，因此当前我们主要采用整体 PE 估值法。未来随着公司商户经营业务收入比重的持续提升以及商户经营业务独立性的逐步增强，我们认为公司两大业务板块应该分拆估值。考虑到移卡于 2020 年 6 月 1 日才正式登陆港交所，次新股属性比较明显，其估值不具备太强的可参考性。汇付天下拟私有化退市，因此估值可比性也在下降。因此，可以说当前拉卡拉估值并没有很好的对标标的。通过综合考虑几家公司收单市场份额、业务毛利率、转型改革成效等多个因素，我们给予拉卡拉 2021 年合理 PE 值为 25.0~30.0x，对应合理价值为 303.4~364.1 亿元，对应每股股价为 37.9~45.5 元。

表 2：同类公司估值比较

代码	简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300773.SZ	拉卡拉	29.53	236	2.02	1.26	1.52			
可比公司									
9923.HK	移卡	63.27	283	1.84	0.94	1.24	-	67.39	50.91
1806.HK	汇付天下	2.89	38	0.20	0.05	0.25	14.43	57.96	11.69

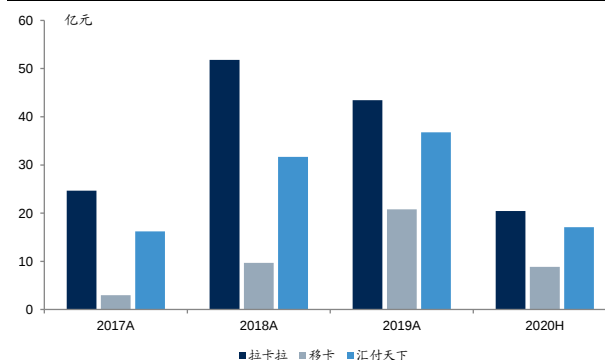
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注 1：基于 2021 年 1 月 22 日收盘价计算；表中收盘价、市值等均按最新汇率折算为人民币。注 2：移卡和汇付天下 2020-2021 年预测值为 Wind 一致预期。

图 1：三家机构收单交易规模



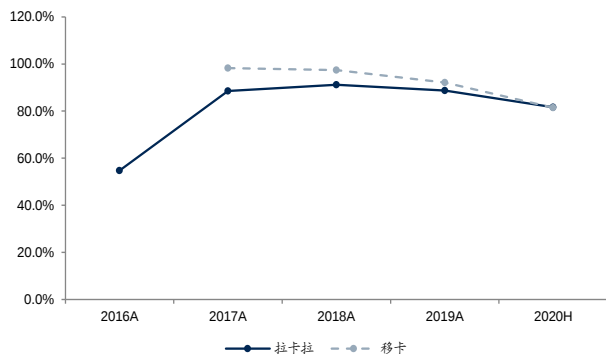
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：三家机构支付业务营收规模



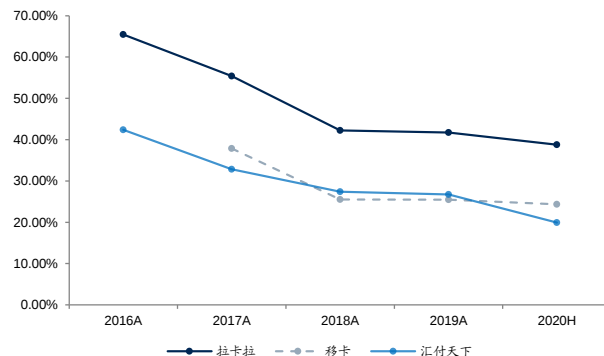
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3: 三家机构支付业务收入占营收比重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注明: 收入结构披露口径存在差别, 因此不具备完全可比性。

图 4: 三家机构支付业务毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注明: 汇付天下毛利率为全产品毛利率。

投资建议

综合上述绝对估值和相对法估值, 我们认为拉卡拉 2021 合理 PE 为 25.0~30x, 对应每股股价为 37.9~45.5 元, 对应合理价值为 303.4~364.1 亿元, 我们首次覆盖给予“增持”评级。

拉卡拉基本情况

拉卡拉成立于 2005 年, 由孙陶然、联想公司及雷军联合投资创办, 是国内首批获得央行颁发牌照的第三方支付企业, 于 2012 年开始全面进入国内银行卡收单市场。公司主要聚焦二三线城市中小微商户, 目前是仅次于银联商务的第三方支付收单龙头, 积累了 2000 多万的中小商户资源。近年来第三方支付行业交易规模增速放缓, 2016 年刷卡手续费率大幅下调后收单机构利润空间收窄, 同时市场竞争更加激烈, 场景和技术成为取胜的关键。拉卡拉顺应行业发展趋势, 2018 年下半年停止了 POS 终端的大规模投放, 公司商户经营迈入精耕细作阶段, 并且在 2019 年 8 月宣布启动战略 4.0, 以支付为切入, 协同“支付、金融、电商、信息”四大科技业务板块, 全维度为中小微商户的经营赋能。

战略演进

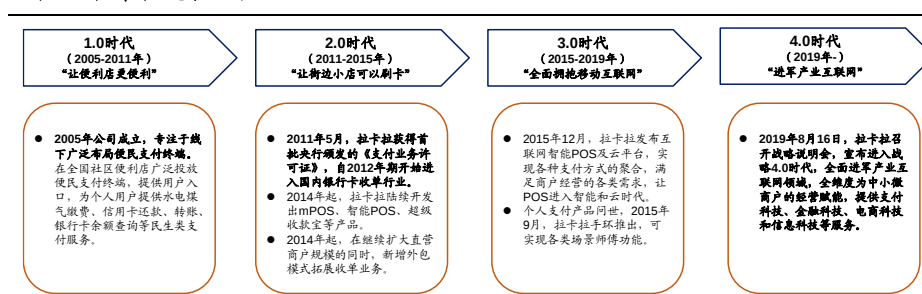
拉卡拉实现了从纯粹的第三方支付公司向综合企业服务商转型发展之路。具体来看, 拉卡拉发展经历了四个阶段:

- **拉卡拉 1.0 时代 (2005-2011 年): 布局便民支付, 让便利店更便利。**公司自 2005 年成立起就专注于便民支付领域, 在全国社区便利店投放便民支付终端, 为个人用户提供水电煤气缴费、信用卡还款、转账、银行卡余额查询等民生类业务服务。在当时的刷卡支付年代, 拉卡拉成为移动支付领域的先驱者和领导者, 截至 2009 年底, 拉卡拉在全国范围内开设了三万多个便利支付点, 与 99% 以上的品牌便利店达成战略合作。但随着支付宝和微信支付 (财付通) 等互联网企业的介入和迅猛发展, 拉卡拉在 C 端个人支付领域完全无招架之力, 因此公司战略上放弃了在个人支付领域的竞争, 将业务重心放到 B 端收单业务上。2017 年开始, 拉卡拉已经停止对便民支付终端产品的采购和销售, 2018 年拉卡拉便民终端产品的采购、销售和免费投放全部停止。
- **拉卡拉 2.0 时代 (2011-2015 年): 布局小微商户收单市场, 让街边小店可**

以刷卡。2011年5月，拉卡拉获得首批央行颁发的《支付业务许可证》，获得全国性收单、网络支付、电视支付、预付费卡受理等业务许可。公司自2012年开始全面进入国内银行卡收单市场，在线下对小微零售企业刷卡环境进行改造，让街边小店实现从只能收现金到受理银行卡消费的升级。

- **拉卡拉 3.0 时代（2015-2019 年）：推出聚合支付智能 POS 机，全面拥抱移动互联网。**2015 年以来的移动支付浪潮中，拉卡拉通过专注服务 B 端，与支付宝和微信支付形成错位竞争。同时，微信支付和支付宝互不兼容等弊端给 B 端商家收银带来了较大的不便和经营成本，拉卡拉顺应趋势推出一系列的聚合支付智能终端，通过一机整合多种收款方式以适应 B 端商家收款需要，成功抓住了移动支付浪潮下第三方支付规模快速扩张的机遇。
- **拉卡拉 4.0 时代（2019 年-）：进军产业互联网，转型综合企业服务商。**公司自 2018 年下半年停止了智能 POS 终端的大规模投放，继续加大对扫码交易的市场推广力度，商户经营迈进精耕细作阶段，致力于为商户提供会员营销、金融服务等多元化增值服务。2019 年 8 月公司战略投资千米科技，并在此后的战略说明会上宣布进入战略 4.0 时代，以支付为入口，提供支付科技、金融科技、电商科技和信息科技等多元化增值服务，全维度为中小微商户数字化转型赋能。

图 5：拉卡拉发展历程



资料来源:拉卡拉招股说明书, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

股权结构和管理层

董事长孙陶然互联网创业经验丰富，第一大股东联想控股拥有诸多科技产业资源。公司无实际控制人，第一大股东为联想控股，其直接持有公司 28.24% 股份，孙陶然和孙浩然合计直接持股 11.76%。孙陶然是拉卡拉创始人，互联网人脉资源广泛，曾连续创办了包括蓝色光标、恒基伟业、考拉基金、昆仑堂体系型商学院等在内的多家知名企业，创业管理经验丰富，面对市场的变化有快速反应的能力，这也反映在了拉卡拉顺应时代的几次战略转型。

管理层对公司未来经营比较有信心，2021 年 1 月 4 日公司公告不超过 6 亿元的回购计划，回购价格不超过 40.0 元/股，回购数量不超过 1500 万股，拟回购股份数量上限占公司总股本比例为 1.87%。截至 2021 年 1 月 15 日，公司已回购股份数量为 1072 万股，占公司总股本的 1.34%，支付总金额为 3.24 亿元。

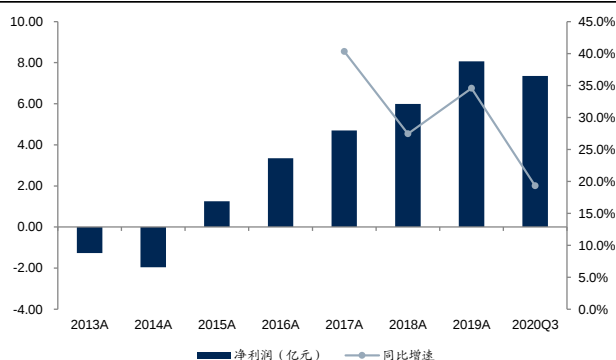
表 3：拉卡拉股权结构

	持股比例
联想控股股份有限公司	28.24%
孙陶然	6.91%
达孜鹤鸣永创投资管理中心（有限合伙）	5.02%
孙浩然	4.85%
陈江涛	4.51%
戴启君	2.85%
其他股东	47.62%

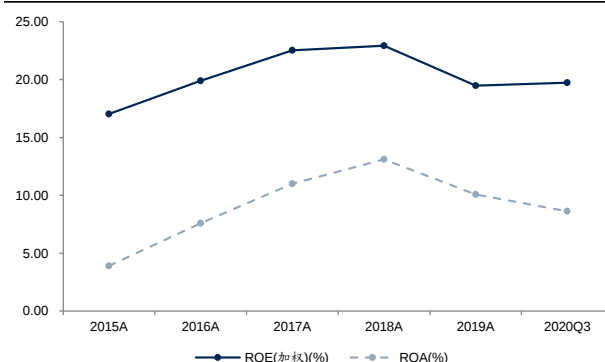
资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

经营成效

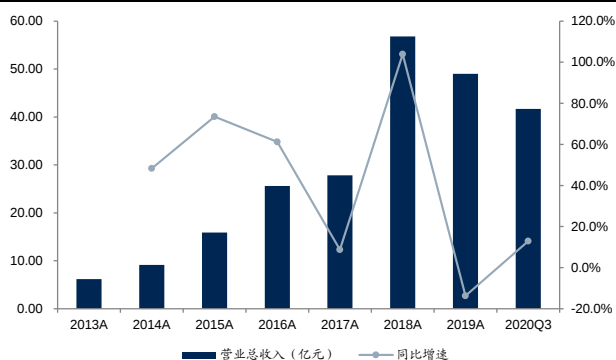
拉卡拉自 2015 年开始持续盈利，主要源于收单业务的快速拓展，2019 年以来公司商户经营业务收入持续高增，当前 ROE 维持在 20% 左右的水平。2019 年营收下降主要是公司战略调整进军产业互联网，当年收单规模下降，但由于公司营销推广等费用下降以及高毛利率的商户经营业务收入快增，公司净利润仍实现了高增长。2020 年前三季度公司实现营收 41.68 亿元，实现净利润 7.35 亿元，同比分别增长 13.0% 和 19.3%，其中，一季度公司收单业务受疫情暂时性冲击，但公司上半年启动了新一轮市场扩张计划，加速新型小微收单终端投放，收单业务自 3 月开始持续增长。另外，公司 2019 年 8 月启动的战略 4.0 成效明显，商户经营收入和利润高增。

图 6：拉卡拉自 2015 年开始持续盈利


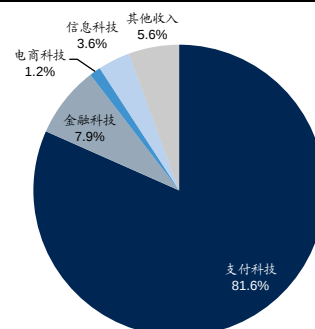
资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7：拉卡拉当前 ROE 约稳定在 20%


资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8：拉卡拉营收规模及增速


资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

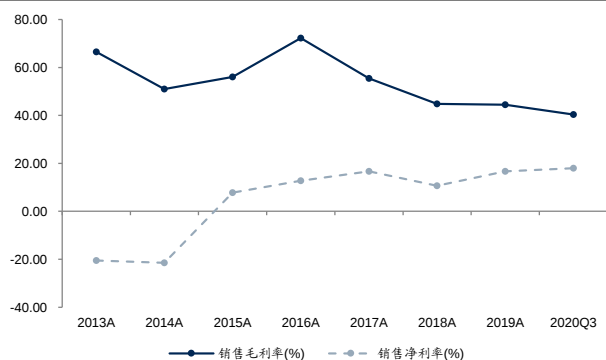
图 9：拉卡拉 2020 年上半年营收结构


资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

2017-2018 年公司毛利率大幅下降，2019 年开始趋于稳定，2020 年前三季度公司毛利率为 40.36%。2017-2018 年上半年公司进一步加强与渠道代理商的合作，大规模投放 POS 终端，公司收单规模快速提升，但公司给渠道代理商的分润也大幅提升，因此毛利率大幅下降。另外，根据新的会计准则，2018 年公司投放设备模式发生改变，终端投放时其采购成本计入其他流动资产或固定资产科目，分期摊销或计提折旧并计入营业成本科目，不计入营销费用科目。公司自 2018 年下半年停止了收单 POS 终端的大规模投放，2019 年开始大力发展增值业务，公司毛利率逐步趋于稳定。未来随着增值业务收入比重的持续提升和规模效应显现，公司毛利率和净利率均有望进入上升通道。

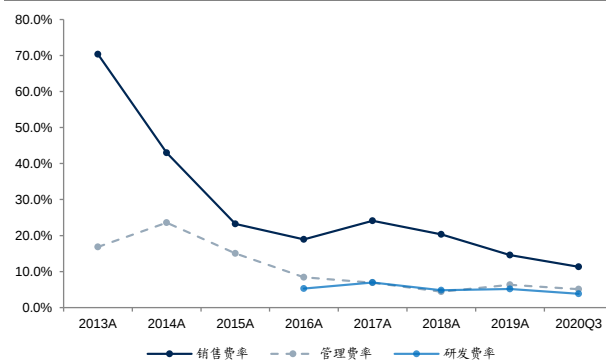
2016 年以来公司研发投入占营收比重保持在 5.0%左右的水平。2019 年末，公司持有的专利 41 项，其中发明专利 5 项、实用新型专利 16 项、外观设计专利 20 项，同时新增 40 多个专利申请。

图 10：拉卡拉毛利率和净利率



资料来源：拉卡拉公司公告，国信证券经济研究所整理

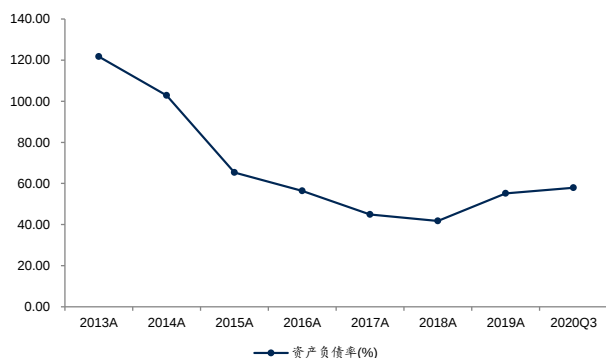
图 11：公司销售费率持续下降



资料来源：拉卡拉公司公告，国信证券经济研究所整理

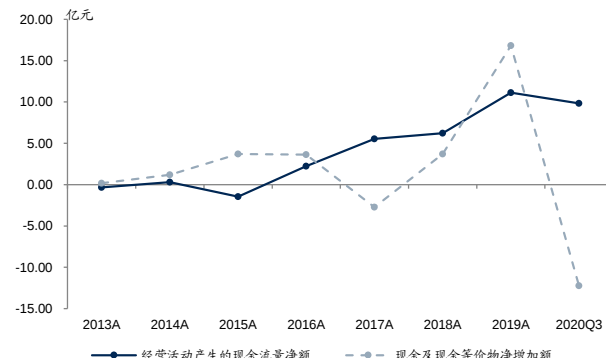
公司有息负债极少，经营活动创造现金流的能力较强。2019 年末公司资产负债率为 55.15%，剔除清算业务往来后的资产负债率为 17.34%，资产负债率较低，且负债均为无息负债，主要为应付终端货款、应付渠道拓展机构的专业化服务费及应付职工薪酬等。公司经营活动创造现金流的能力较强，有助于促进经营活动有序良性循环发展。

图 12：公司资产负债率较低



资料来源：拉卡拉公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13：公司经营活动创造现金流能力强



资料来源：拉卡拉公司公告，国信证券经济研究所整理

拉卡拉传统收单业务对营收贡献超过 80%，2019 年启动的战略 4.0 也是以支付为入口给客户增值增值服务。因此，为了更好的分析拉卡拉未来发展前景就需要对第三方支付行业有一个很好的理解。因此，在详细解读拉卡拉业务开展情

况之前我们对第三方支付行业进行一个分析。

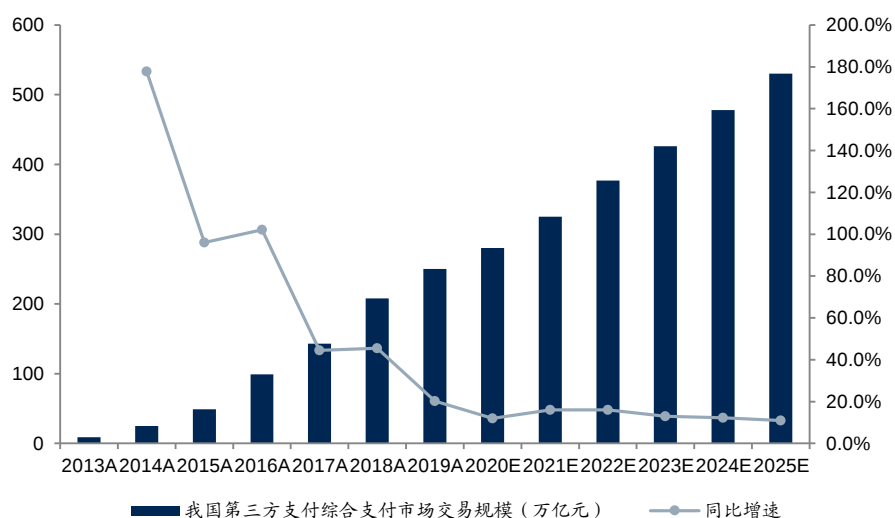
第三方支付行业增速放缓，积极探索新的增长点

交易规模进入平稳增长阶段，刷卡手续费率大幅下调

第三方支付行业进入有序发展阶段，现存牌照将变得稀缺，利好龙头企业。1999年，首信易支付正式运营成为国内第一家第三方支付公司，此后行业内涌现了大批第三方支付企业。伴随着移动互联网技术的突破和电子商务的迅猛发展，第三方支付行业交易规模快速提升。不过由于行业处于自由无序发展阶段，挪用资金、非法套利等问题陆续出现。为了规范第三方支付行业的有序发展，2010年6月14日央行发布了《非金融机构支付服务管理办法》，确立了第三方支付相关的配套管理办法和细则；2011年5月26日，央行正式宣布27家支付机构获得首批支付业务许可证，标志着我国第三方支付行业正式进入牌照监管的规范化发展时代。2016年8月，央行明确宣布坚持总量控制原则，一段时期内原则上不再批设新机构并注销长期未实质开展支付业务的支付机构牌照。为规范第三方支付行业发展，央行除了整治无证经营，还推动了备付金管理、下达“断直连”等政策，严格的管理政策治理了行业乱象，也加速了市场出清。2015-2020年注销的第三方支付机构数量为38家，截止2020年末，第三方支付公司数量仍存233家。2021年1月20日，为进一步规范第三方支付市场，央行会同有关部门研究起草了《非银行支付机构条例（征求意见稿）》。

近年来我国第三方支付交易规模增长态势放缓，但依旧保持扩张状态。根据前瞻产业研究院披露，2019年我国第三方支付综合支付市场交易规模达250万亿元，过去6年年均复合增速为74%。根据预测，2025年我国第三方支付行业交易规模将达到530亿元，年均复合增速为13.3%。

图 14：我国第三方支付综合支付市场交易规模

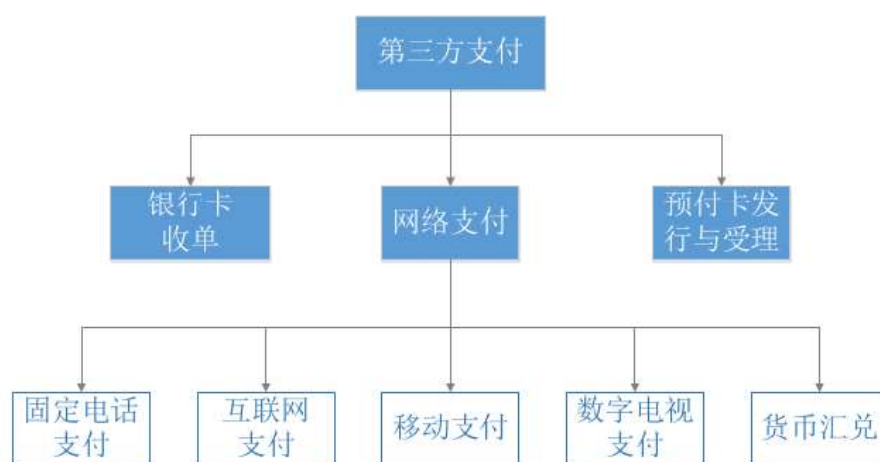


资料来源:前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理。注明: 央行、各第三方支付机构统计口径存在差别, 因此不同机构披露的数据存在不一致的情况, 下同。

移动支付逐渐成为第三方支付的主流模式, 未来几年应用场景有望进一步扩大。按照《非金融机构支付服务管理办法》, 我国第三方支付可以细分为银行卡收单、网络支付、预付卡发行与受理。其中, 网络支付根据支付终端的不同, 可以细

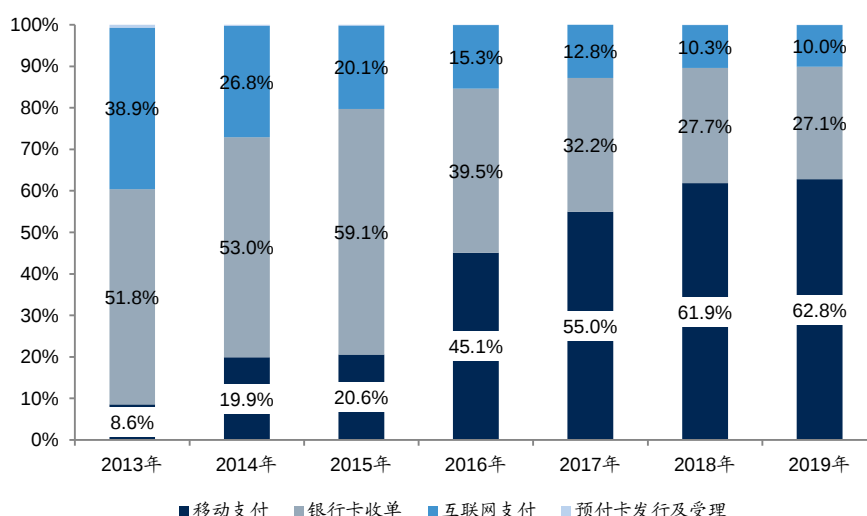
分为固定电话支付、互联网支付、移动支付、数字电视支付、货币兑换。从第三方支付交易结构来看，移动支付是增长最快的一个细分领域，已替代银行卡收单成为主要的支付方式，这主要受益于电商、移动互联网和智能手机的快速发展。根据前瞻产业研究院统计，2019年移动支付份额达到62.8%、银行卡收单份额为27.1%、互联网支付份额为10.0%。因移动支付兴起，收单业务已不局限于传统银行卡POS收单，二维码收单近年来增长迅猛，NFC收单业务也在有序发展。面对普及的二维码扫码支付，2017年央行发布《条码支付业务规范（试行）》，强调提供线下条码收单服务的机构，需在当地设立分支机构且具备收单业务资质，进一步提高了对受理端的要求。根据最新的《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，支付业务未来将重新划分为储值账户运营业务和支付交易处理业务两类。

图 15：按照现行管理办法的第三方支付牌照业务分类



资料来源:拉卡拉招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 16：第三方支付交易结构



资料来源:前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

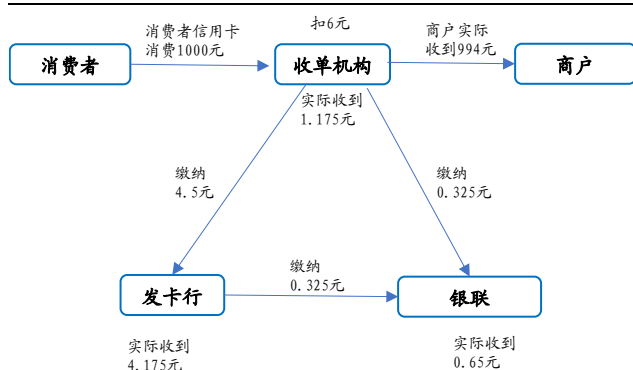
政府从 1993 年起根据市场变化不断完善刷卡费率管理制度，刷卡平均费率从最初的 3.0% 不断下降到目前的 0.5% 左右，在全球支付市场处于较低水平，支付行业利润空间收窄。考虑到当前第三方支付市场竞争非常激烈，市场实际费率可能更低。2016 年 3 月，发改委和央行发布了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，对银行卡收单业务的收费模式和定价水平进行了重要调整，于 2016 年 9 月 6 日正式实施，被成为“96 费改”，这是我国支付行业有史以来最大的一次刷卡手续费变革。2018 年 9 月，中国银联发布《关于延长银联卡刷卡手续费优惠措施期限的函》，维持“96 费改”的刷卡费率成本构成不变。第三方支付公司利润空间在“96 费改”后被大幅压缩，加上第三方支付行业交易规模增速放缓，第三方支付公司亟需探索传统支付业务之外新的盈利增长点。

表 4：银行卡刷卡手续费项目及费率上限表

收费项目	收费方式	费率及封顶标准
收单服务费	收单机构向商户收取	市场定价
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%
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）

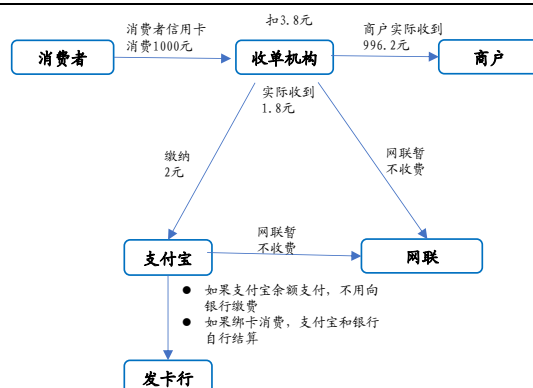
资料来源：央行，国信证券经济研究所整理。注明：对非营利性的医疗机构、教育机构、社会福利机构、养老机构、慈善机构刷卡交易，实行发卡行服务费、网络服务费全额减免。

图 17：消费者信用卡支付手续费流程



资料来源：移动支付网，国信证券经济研究所整理。注明：假设信用卡消费手续费约 0.6%，实际上不同商户和收单机构收费标准存在差别。

图 18：消费者二维码支付手续费流程



资料来源：移动支付网，国信证券经济研究所整理。注明：假设扫码支付手续费约 0.38%，实际上不同商户和收单机构收费标准存在差别。

账户侧：双寡头格局已定，C 端生态场景相对成熟

我国第三方支付交易主要涉及账户侧、收单侧和清算侧。其中，账户侧主要指 C 端用户用以支付的账户，既可以是第三方支付机构的虚拟账户，也可以是银行账户（第三方支付机构通过快捷支付完成交易），账户侧代表机构有支付宝和微信支付。收单侧负责对接 B 端商户，确认交易的真实性，并将收到的付款结算后转至商户账户，收单侧代表机构有银联商务、通联支付、拉卡拉等。目前清算机构有银联和网联，银联主要承担银行卡收单清算职能，也从事部分互联网支付清算，网联则成立于 2017 年，2018 年开始承担互联网支付清算职能，目前暂不收费。

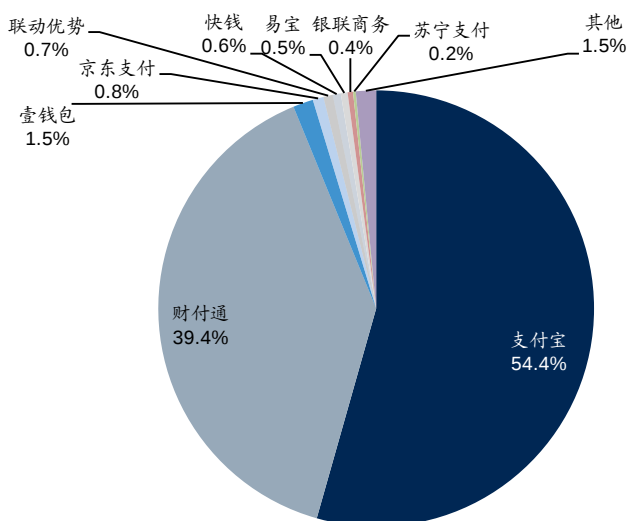
图 19: 第三方支付市场产业链



资料来源:艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

账户侧微信支付和支付宝主导的格局难以改变。2019 年支付宝和微信支付在我国第三方移动支付中的市场份额共计 93.8%，留给其他第三方支付机构的剩余份额仅有 10%。最新的《非银行支付机构条例（征求意见稿）》强化了支付领域反垄断监管措施，明确了界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准。微信支付和支付宝是否构成垄断虽仍有待确认，但可以预见的是两家机构生态场景非常丰富，消费者对两大平台依赖度比较高。同时，C 端流量红利时代已过去，基本进入饱和状态，加上第三方支付行业是一个典型的规模效应明显的行业，因此未来微信支付和支付宝两大机构主导格局不会发生改变。

图 20: 2019 年中国第三方移动支付交易规模市场份额

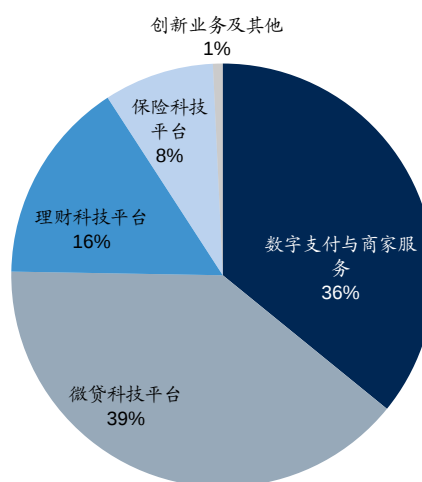


资料来源:艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

账户侧生态场景已比较成熟，支付机构通过增值金融服务打开了成长的天花板，但近期金融科技监管趋严，未来账户侧流量变现待进一步优化。近年来随着第三方支付交易规模增速进入平稳阶段以及刷卡手续费率的大幅下调，微信支付

和支付宝等机构除了抢占市场份额外，更多的是在贷款、理财、保险等增值金融服务上发力，已经从单一的支付入口发展为综合的金融服务商。从蚂蚁集团2020年上半年收入结构来看，支付和商家服务收入比重为35.9%，微贷科技平台收入比重为39.4%，理财科技和保险科技平台合计收入比重为24.0%，增值金融服务已成为收入和利润的主要来源。

图 21：2020 年上半年蚂蚁集团收入结构



资料来源:蚂蚁集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

收单侧：格局待优化，“支付+”生态场景仍在积极探索中

■ 中小微商户收单市场份额向龙头集中是必然趋势

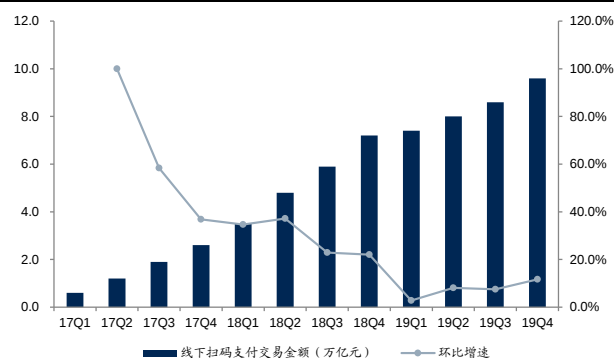
传统银行卡 POS 收单已进入缓慢增长阶段，但近年来二维码收单业务持续高增，给收单机构提供了新的发展机遇。根据艾瑞咨询披露，2019 年我国第三方支付银行卡收单规模约为 101 万亿元，过去 6 年年均复合增速达 55.3%，但增速整体呈持续放缓态势，2019 年增速已降至 16.8%，主要是受到 C 端移动支付工具快速发展的冲击。具体来看，（1）传统银行卡 POS 收单规模数十万亿元，增速在持续放缓；（2）线下二维码扫码收单交易规模约 35 万亿元，持续保持高增。（3）NFC 收单交易规模约 345 亿元，规模较小。

图 22：我国第三方支付银行卡收单交易规模



资料来源:艾瑞咨询，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 23：我国二维码收单市场规模

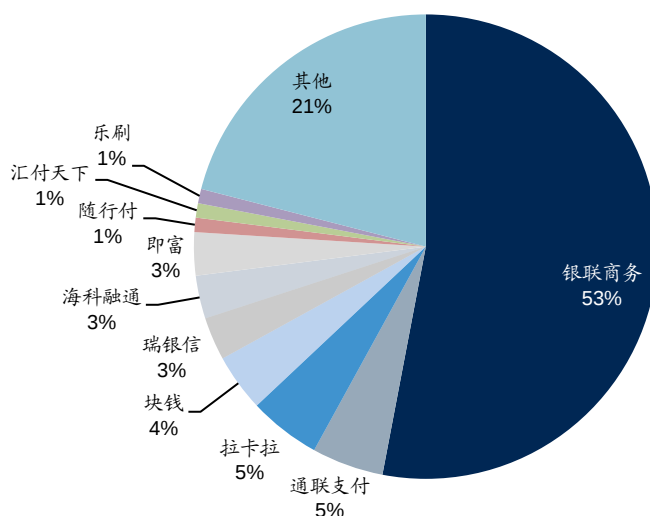


资料来源:艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

目前我国第三方收单市场银联商务一家独大，中小微商户收单市场格局混乱。当前银联商务之外的第三方收单机构市场份额均不足 10%。但银联商务以中大型企业客户为主，以拉卡拉为代表的第三方支付机构聚焦中小微商户，并且近年来大力拓展二维码收单市场，与银联商务直接竞争关系较弱。当前中小微商户市场格局仍比较混乱，主要是 B 端产品难度远大于 C 端，B 端商户市场打磨周期较长且需求各异，对支付机构的产品、服务效率和质量等都有着更高要求，也正因为如此，支付宝、微信支付等机构主要介入的是账户侧。拉卡拉作为中小微商户收单市场龙头，当前在整体的第三方收单市场的份额仍只有 8%。

第三方收单市场竞争加剧，未来市场份额向龙头集中是必然。随着线上流量场景已趋向垄断且达到饱和期，支付宝和微信支付也在加大线下 B 端市场的布局，微信的绿洲行动和支付宝的蓝海行动都是培养和扶持其地推服务商，拓展小微商户。另外，近两年以美团点评为代表的二线互联网企业通过收购第三方支付牌照进入线下收单市场，未来收单赛道上的竞争态势将更加激烈，随着未来支付业务与增值业务协同效应强化，第三方收单市场份额向龙头集中是必然趋势。但因为 B 端生态场景比 C 端要难，因此收单市场巨头产生和格局稳定需要更长的时间。

图 24：2017 年第三方线下收单市场交易规模份额



资料来源:艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

“支付+SaaS”将成为转型的重要方向

未来支付机构能否帮商家解决数字化转型的一系列问题，将成为竞逐 B 端的关键点，“支付+SaaS”将成为收单机构在产业互联网时代的最大机遇和挑战。支付在产业互联网时代将逐渐成为商业社会运行的基础设施，单纯只做收单业务的机构显然难以生存下去，将收单作导流入口，搭载多种增值服务帮助商户实现数字化转型才能在收单市场具备核心竞争力。

- 我国中小微企业整体数字化程度非常低，数字化转型的迫切需求给第三方支付机构提供了巨大的发展空间。近年来众多企业纷纷加快数字化升级进程，我国产业数字化经济取得了快速发展。但由于我国信息技术相对落后导致产业互联网推进较晚，同时产业互联网的复杂性需要巨大的人力和资

金等资源投入，因此我国产业数字化相对比较落后，尤其是中小微商户数字化程度非常低。今年突如其来的疫情让中小微商户看到了数字化转型的迫切性，这也催生了它们对于定制化行业解决方案的迫切需求，这为第三方支付机构提供了巨大的发展空间。收单机构具有较深厚的客户基础，具备多年的B端商户服务经验，并且掌握了商户的资金往来等部分核心数据，更了解线下商户的营销、经营、融资等痛点。同时，支付是商户的刚性需求，收单机构以支付为入口，通过收单硬件的智能化升级为商户提供一整套的数字化升级方案是其他企业无可比拟的优势。根据易观分析测算，2019年我国支付机构企业增值服务市场规模为1344亿元，2024年市场规模将达到5060亿元，年均复合增速为30.4%。

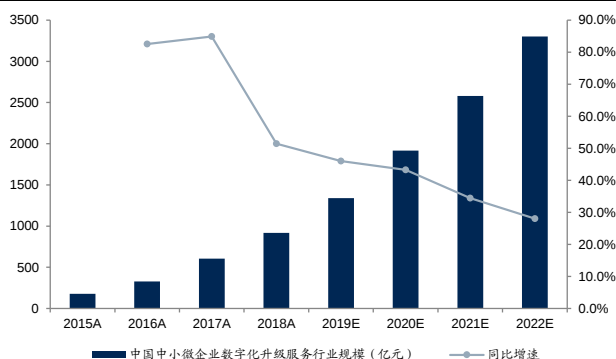
- 收单机构通过给商户提供多元化增值服务不仅打开了成长的天花板，同时增加了客户黏性，提升公司核心竞争力抢占市场份额。未来商户除了收单服务需求外，多元化的增值服务需求日益增加，单一的收单服务已经很难留住商户。对于拉卡拉等服务B端的支付机构而言，从单一的支付服务商向综合性企业服务商转型已成为必然发展方向。

图 25：中小微企业数字化升级进阶之路



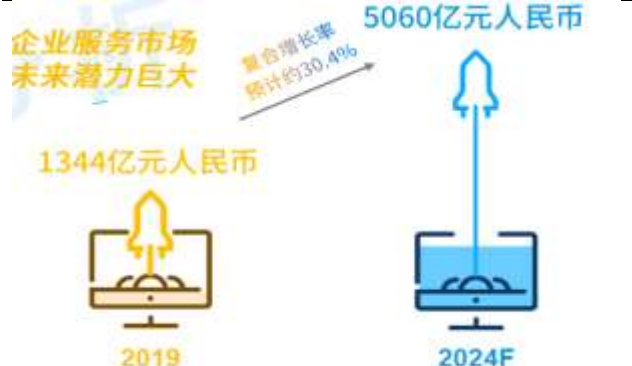
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理。注明：本文中智能设备主要包括智能POS、智能收银机、手持非金融等智能安卓设备。

图 26：中国中小微企业数字化升级行业规模



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图 27：2019-2024 年支付机构企业增值服务市场规模预测



资料来源：易观分析，国信证券经济研究所整理

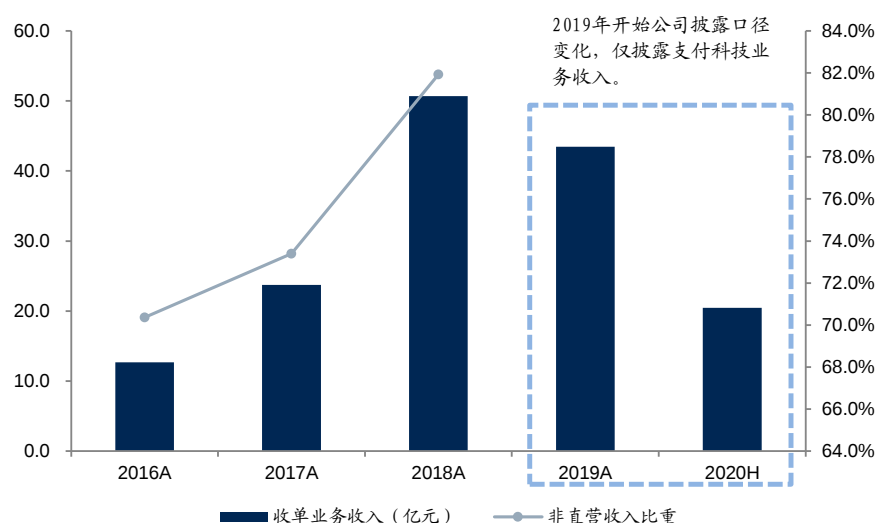
目前第三方支付行业面临交易规模增速放缓、刷卡费率大幅下调、监管日益趋严、市场竞争更加激烈等多重压力，第三方支付行业转型改革需求迫切。其中，

账户侧由主导的格局难以改变，并且微信支付和支付宝构建的场景生态圈已相对成熟，但中小微商户收单市场格局混乱，场景生态圈仍在积极探索中。拉卡拉作为中小微商户收单市场的龙头之一，近年来除了进一步优化中小微商户收单环境之外，公司在转型综合商户服务商方面也持续处于领先地位。2019年8月正式启动战略4.0，全维度进军产业互联网，打开了业务增长的天花板。当前拉卡拉已经形成较强卡位优势，有望在最终角逐中成长为中小微商户第三方收单市场的巨头之一。

中小微商户收单市场龙头，迈入精耕细作阶段

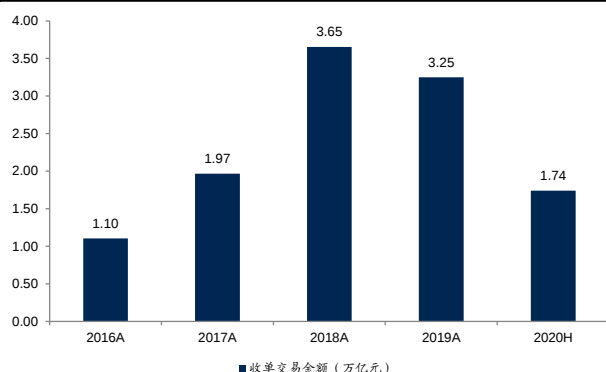
2020年初，公司披露其在包含银行收单在内的收单业务市场份额约为4%，第三方支付行业内市场份额约为8%。公司主要聚焦二三线中小微商户，与银联商务的直接竞争关系较弱。2019年末公司服务商户达2207万户，其中活跃商户达1083万户，客户资源优势比较明显。2012年拉卡拉全面进入商户收单市场，2017-2018年通过大规模投放POS终端抢占市场份额，2018年公司收单规模达到3.65万亿元，较2016年增长了2.3倍，当期实现收单业务收入50.7亿元，较2016年增长了3.0倍，占当年公司收入总额的比重提升到89.3%。2018年下半年开始，公司顺应支付市场变化，大规模POS终端投放告一段落，降低营销投入力度，继续加大对扫码交易的市场推广力度，开始进入精耕细作经营商户阶段，重点拓展给商户提供多元化的增值服务，使得公司2019年收单规模降到3.25万亿元，但收单交易达到了“小额、高频、活跃”的良好状态，商户结构明显优化。2020年疫情对公司一季度收单业务带来了一定的冲击，但自3月开始已经实现持续性增长，2020年上半年公司收单规模为1.74万亿元，同比增长8.24%。当前支付行业规模增速有所放缓当仍处于扩张状态，因此，公司收单业务收入和利润也能维持一定的增长。另外，支付行业是一个规模效应比较明显的行业，未来收单市场份额向龙头集中是必然趋势，拉卡拉凭借其较强的卡位优势，未来市场份额有望进一步提升。

图 28：拉卡拉收单业务收入持续快增



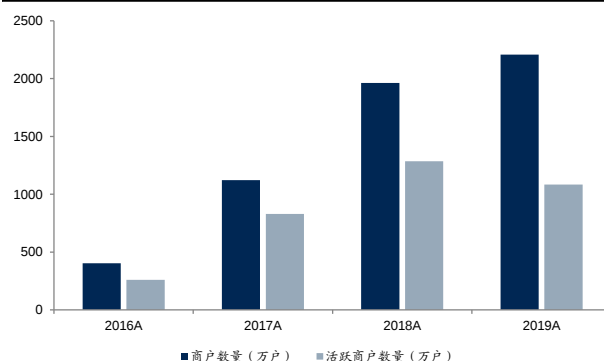
资料来源:拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理。注明: 2019年公司收入披露口径调整, 将商户收单业务与个人应用归为支付业务。

图 29: 拉卡拉收单交易规模



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

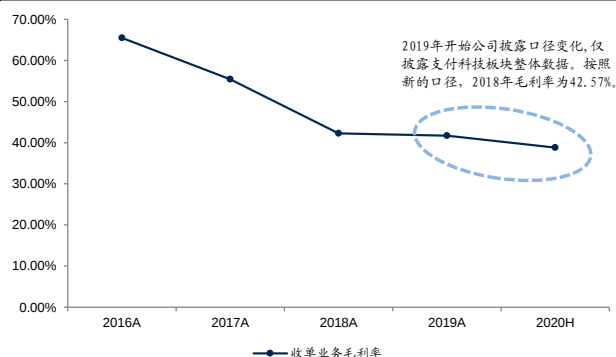
图 30: 拉卡拉服务商户数量



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理。注明: 活跃商户规模指当年(期)交易金额 1000 元以上的商户。

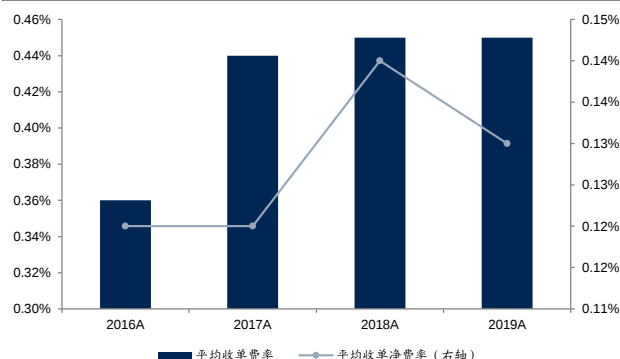
2017 年以来公司平均刷卡费率稳定在 0.45% 左右, 平均收单净费率约为 0.13%。2017-2019 年公司刷卡费率较 2016 年有所提升, 一方面是公司渠道代理商户交易规模比重提升, 渠道代理商户更小微, 因此刷卡手续费率相对较高。同时, 随着公司市场份额提升以及创新型产品的投入, 公司议价能力提升, 如 2018 年 9 月起, 公司对手机收款宝等产品实施了手续费提价, 使得平均刷卡费率和收单净费率有所提升。公司收单业务毛利率 2017-2018 年快速下降, 主要是渠道代理商分润大幅提升, 但 2019 年以来已逐步趋于稳定, 且处于一个相对较高的水平。

图 31: 拉卡拉收单业务毛利率



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 拉卡拉平均刷卡费率和平均收单净费率



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品与时俱进, 技术优势明显

公司基于对支付产品创新趋势的敏锐嗅觉, 不断创新性的推出针对大中小商户的多种收单产品, 全面支持线下刷卡、闪付、扫码等支付方式。2015 年底, 拉卡拉在业内率先研发并发布智能 POS 终端; 2016 年以来, 二维码支付逐渐成为消费者小额支付的首选方式, 公司也是第一时间抓住机遇, 推出了兼容所有二维码的聚合支付终端; 2017 年, 拉卡拉坚持智能 POS 布局战略及 mPOS、扫码交易服务小微商户战略布局, 同时新研发上市了收钱宝盒、超级收款宝和智能收银台等产品; 2019 年四季度公司完成了新型小微收单终端电签 POS 的产品设计并预定了大量采购订单。

2020 年公司与华为钱包合作共推手机 POS。2020 年 2 月, 拉卡拉公告与华为创建战略合作关系, 7 月正式推广与华为钱包合作的手机 POS。华为手机用户

无需购买额外专业支付设备，即可便捷开启商户服务，实现芯片卡、手机闪付、二维码支付等全支付场景受理，助力提升小微商户收单服务能力。我国华为手机市场份额较高且仍在持续提升中，手机 POS 给小微商户收单提供了便利，并且节约了成本，公司凭借华为手机 POS 未来有望进一步抢占小微商户市场份额。

图 33: 拉卡拉主要收单产品



资料来源:拉卡拉官网, 国信证券经济研究所整理

锁定垂直细分领域，主攻中小微商户

支付机构盈利靠的是规模经济，规模越大的机构边际成本越低，而规模化的前提要先做标准化，但不同行业 B 端商户的经营模式和需求存在较大差别，因此锁定垂直细分行业有助于实现规模化，并且在该细分领域建立核心竞争优势。拉卡拉服务的商户覆盖了商超、便利店、餐饮、贸易、物流、银行、保险等行业，其中商超、便利店、母婴和生鲜行业是公司重点拓展领域。这几个行业存在众多的中小微商户，对智能收单需求较大。但这几个领域竞争收单机构众多，竞争非常激烈，拉卡拉能在这两个领域抢占较高的市场份额，也彰显了公司的竞争优势。2019 年末公司服务的商户年支付交易规模在 50 万元以下的商户数量占比达到了 95%。

图 34: 第三方支付公司垂直领域分布图谱



资料来源:爱分析,国信证券经济研究所整理

“自营+渠道”双轮驱动，2017-2018 年商户拓展迅猛

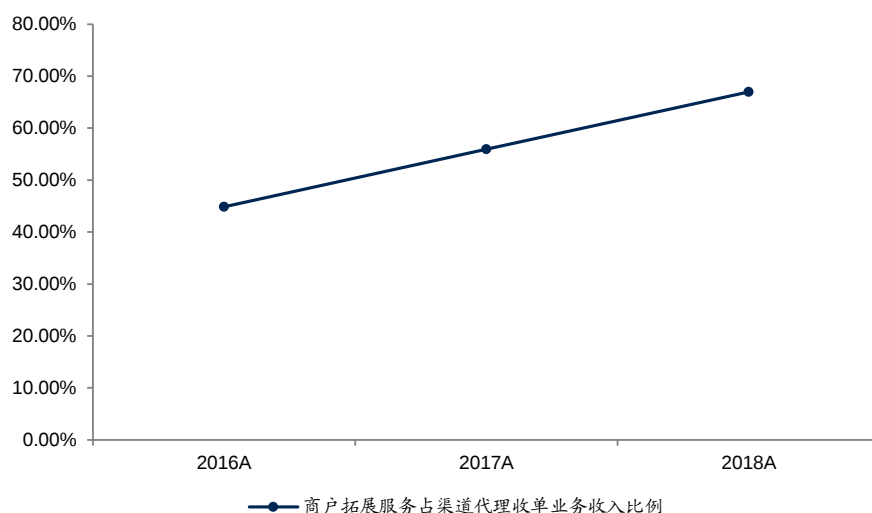
2014 年开始，拉卡拉全力推行联合渠道代理商发展商户的经营策略，拉卡拉签约商户数量得以快速增长。公司在全国各省会城市以及主要的二级地市设有分支机构，服务网点覆盖全国 400 多个城市。同时，拉卡拉非常重视渠道业务代理商，希望通过不断联合更多的渠道代理商，来形成自己在 B 端收单业务上的规模化优势。公司招股说明书披露了 2016-2018 年直营和渠道的具体数据，2018 年公司渠道代理商贡献的交易规模比重达 71%，贡献的收入比重达 85%。但渠道代理也存在一定的风险，一方面渠道代理模式在风险控制、产品质量管控上相对自营模式要更难一些；另一方面渠道代理商可以和拉卡拉之外的公司合作，因此拉卡拉需要在费用和产品上具备较强的竞争优势。2018 年公司渠道代理商分润比例就大幅提升至 66.99%，较 2016 年提升了 22.2 个百分点。代理商分润比例提升一方面是为适应新的市场竞争环境，公司提高了核心代理机构的分润标准；另一方面是渠道服务模式下的收单业务收入大幅上升，优质渠道服务机构适用了更高的分润区间。

表 5：拉卡拉自营和渠道拓展的商户情况

	2016 年度			2017 年度			2018 年度		
	直营	非直营	合计	直营	非直营	合计	直营	非直营	合计
商户数量（万户）	69	335	404	196	924	1,121	293	1,670	1,963
活跃商户数量（万户）	39	221	260	87	743	830	130	1,155	1,285
交易规模（亿元）	3,199	7,833	11,032	5,649	14,001	19,651	9,113	27,435	36,548
收入金额（亿元）	3.76	8.93	12.69	6.3	17.41	23.72	9.16	41.55	50.71
平均收单净费率	0.12%	0.11%	0.12%	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.15%	0.14%

资料来源：拉卡拉公司公告，国信证券经济研究所整理。注明：活跃商户规模指当年（期）交易金额 1000 元以上的商户。商户包含各类法人企业和个体经营者。

图 35：拉卡拉渠道代理分润比例持续提升



资料来源：拉卡拉公司公告，国信证券经济研究所整理

全维度进军产业互联网，寻求自身二次增长

拉卡拉收单客群聚焦二三线城市中小微商户，商户数字化程度非常低，公司未来有较大的成长空间。截止 2019 年末，公司收单商户数量为 2207 万户，

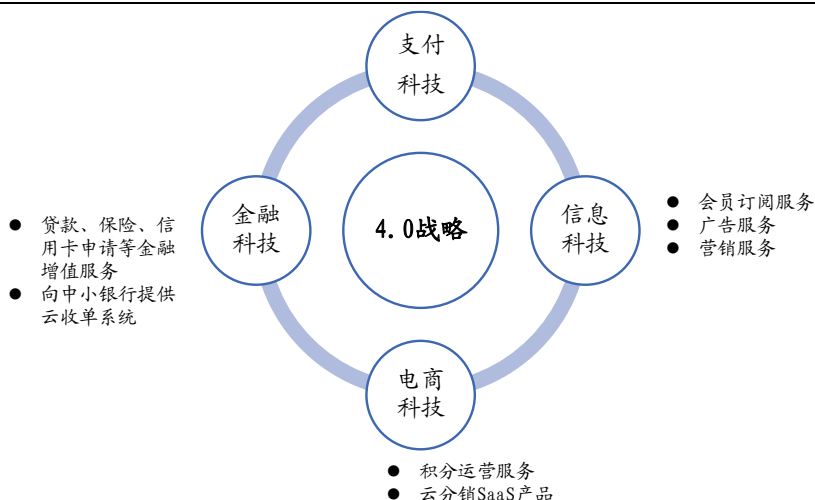
庞大的商户资源给公司进军产业互联网提供了基础,这是公司转型综合企业服务商的核心优势之一。同时,拉卡拉股东和管理层拥有强大的互联网基因和科技产业资源,公司科技创新实力较强,在云生态建设等方面技术领先同业。公司以“支付+SaaS”战略完成了商业逻辑的重构,为用户创造了新的价值,也为自身打开了新的成长天花板。

战略 4.0 有序推进, 升级为综合企业服务商

公司以支付为入口, 叠加理财、信贷、保险、信用卡发卡、积分消费运营、广告营销、会员订阅、新零售和云分销 SaaS 等多元化服务, 全维度赋能中小商户数字化转型。2019 年 8 月, 拉卡拉战略投资零售 SaaS 优质公司千米网络, 并在召开的战略说明会宣布启动战略 4.0, 全面拥抱产业互联网。千米网络一直专注于为零售、快消等行业的中小微企业提供分销云、门店电商云、新零售云等 SaaS 服务。2019 年 10 月, 拉卡拉发布“云小店、收款码、汇管店、云收单”四款云战略 SaaS 产品, 面向不同行业客户提供一站式差异化的经营解决方案。公司以支付为入口, 积极打造支付科技、金融科技、电商科技、信息科技四大业务板块。

- 金融科技: 一是与持牌金融机构合作, 为中小微企业提供贷款、理财、信用卡、保险等金融服务。当前公司贷款引流服务的主要合作方为广州拉卡拉小贷、重庆蚂蚁小贷等小贷公司。二是向中小银行提供云收单系统, 使其具备受理银行卡收单、扫码支付以及风险监控等能力。2020 年上半年, 公司金融科技业务实现收入 1.99 亿元, 同比增长 474%, 占营收总额比重为 7.94%, 主要是公司 2019 年收购了大树保险经纪公司, 保险业务收入高增。
- 电商科技: 目前产品主要包括积分购平台和为商户提供全供应链管理的“云小店”SAAS 产品。(1)拉卡拉积分购上游接入通信运营商、银行、航空等行业的头部积分源, 下游打通品牌商超、连锁餐饮、在线商城、视频平台等线上、线下消费场景, 提升上游积分用户的活跃度和积分价值, 为下游带来客流, 从中收取相应的服务费。2019 年公司积分运营交易金额 32.3 亿元, 同比增长 103.3%, 实现收入 0.93 亿元, 同比增长 48.7%, 占营收总额的比重为 2.09%。2020 年一季度公司电商科技受疫情冲击, 但二季度以来已恢复较好增长, 2020 年上半年实现交易金额 18.7 亿元, 同比增长 16.9%。(2)“云小店”是公司推出极具竞争力的 SAAS 产品, 为商户提供营销管理、会员管理、订单管理、员工管理、数据管理、商品管理等多种店铺管理功能等线上线下一体化服务, 并且根据不同行业搭配不同行业系统。
- 信息科技: 目前产品主要包括会员订阅服务、广告业务和营销服务。(1)会员订阅服务在 2019 年 4 月正式推出, APP 用户缴纳会员费后, 即可在一定时期内享受刷卡费率优惠、提前结算、VIP 客服等一系列增值服务, 截止 2019 年末, 会员数量已达近 140 万;(2)广告服务: 基于公司千万级 APP 用户、公众号粉丝的流量资源, 为广告主提供广告投放服务;(3)营销服务: 与中国银联、商业银行等机构合作, 向其持卡人、账户用户等用户提供卡券核销、优惠促销等服务, 提升持卡人活跃度, 获得营销服务费用等。2020 年上半年公司信息科技实现收入 0.9 亿元, 同比增长 25%。

图 36: 拉卡拉 4.0 战略



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 拉卡拉云小店提供一站式门店解决方案

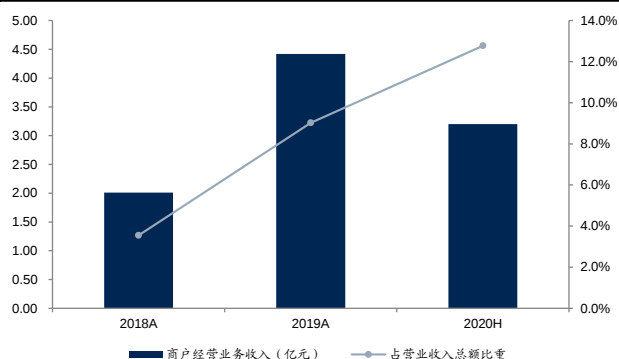


资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

发挥资源禀赋优势，转型成效明显

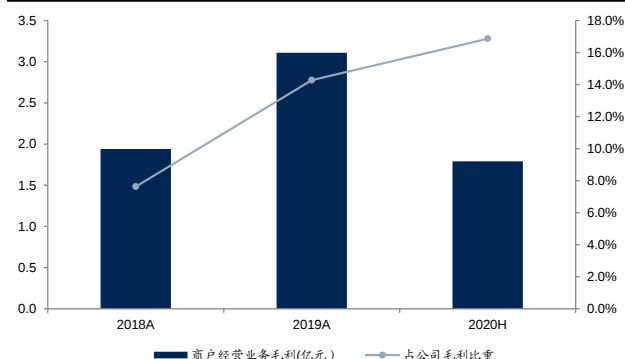
公司进军产业互联网具备两个核心优势：(1) 收单业务积累的 2000 多万商户资源和品牌影响力。另外，支付是商户的刚性需求，支付数据价值也非常高，公司以支付为切口给商家提供增值服务是其他企业无可比拟的优势；(2) 股东和管理层具备深厚的互联网基因和科技产业资源，在拓展增值服务上具备信息技术优势。2019 年公司实现商户经营收入 4.42 亿元，同比增长 19.59%，2020 年上半年公司实现商户经营收入 3.2 亿元，同比增长 109.36%，占公司营业收入总额的比重达 12.8%，较 2018 年提升了 9.2 个百分点。2020 年上半年公司商户经营业务毛利贡献度达 16.9%，较 2018 年提高了 9.2 个百分点。公司商户经营业务在传统收单业务积累的商户资源上开展，商户经营业务毛利率和净利率是明显高于收单业务的，未来随着商户经营业务收入贡献持续提升，公司盈利能力也将增强。

图 38: 拉卡拉商户经营业务收入和占比



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 39: 拉卡拉商户经营业务毛利及占比



资料来源: 拉卡拉公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

未来三年收入预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营业总收入分别为 58.0 亿元、71.7 亿元和 85.9 亿元, 同比分别增长 18.4%、23.7%和 19.7%。核心假设如下:

- ✓ 收单业务: 2020-2022 年分别实现收入 47.8 亿元、56.8 亿元和 65.4 亿元, 同比分别增长 10.1%、18.8%和 15.0%。其中, 2020-2021 年收单规模同比分别增长 15.0%、17.0%和 150%, 收单平均净费率分别是 0.128%、0.130%和 0.130%。2020 年一季度公司收单业务受疫情冲击比较大, 带来 2020 年收单业务规模和净费率都有所下滑。
- ✓ 商户经营业务: 2020-2022 年分别实现收入 8.8 亿元、13.3 亿元和 18.6 亿元, 同比分别增长 100.0%、50.0%和 40.0%, 占营业收入比重分别提升至 15.2%、18.5%和 21.6%。公司战略 4.0 经营成效显著, 金融科技、电商科技和信息科技收入均实现了高增, 预计未来商户经营业务收入贡献将逐步提升。

未来三年净利润预测

我们预计公司 2020-2022 年实现净利润分别为 10.1 亿元、12.1 亿元和 14.2 亿元, 同比分别增长 25.1%、20.3%和 17.3%。核心假设如下:

- ✓ 毛利率: 预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 43.2%、43.3%和 44.1%。其中, 收单业务毛利率分别是 40.0%、41.0%和 42.0%。2020 年公司收单业务毛利率受疫情冲击暂时下降。公司 2019 年以来已停止大规模投放 POS 终端, 商户经营进入精耕细作阶段, 预计收单业务毛利率趋于稳定。商户经营业务 2020-2022 年毛利率分别是 60.0%、53.0%和 51.0%。2020 年公司低毛利率的保险业务收入和会员营销业务收入增长较快, 因此当年毛利率下降较快。
- ✓ 销售费率: 预计 2020-2022 年公司销售费率分别是 11.0%、11.5%和 12.0%。2020 年疫情冲击公司销售费率大幅下降。公司收单业务拓展力度已大幅放缓, 预计销售费率较 2017-2018 年明显放缓且趋于稳定。
- ✓ 管理费率 and 研发费率: 预计 2020-2022 年公司管理费率和研发费率合计分别

是 9.5%、9.8%和 10.5%。

盈利预测的敏感性分析

我们做了不同情景下营业收入和净利润增长情况，如下所示。

表 6：盈利预测的情景分析

	2019	2020E	2021E	2022E
乐观情景：				
营业收入(百万元)	4,899	5,890	7,425	9,036
(+/-%)	-13.7%	20.2%	26.1%	21.7%
净利润(百万元)	806	1420	1758	2111
(+/-%)	34.5%	76.1%	23.8%	20.1%
中性情景：				
营业收入(百万元)	4,899	5,800	7,174	8,589
(+/-%)	-13.7%	18.4%	23.7%	19.7%
净利润(百万元)	806	1009	1214	1423
(+/-%)	34.5%	25.1%	20.3%	17.3%
悲观情景：				
营业收入(百万元)	4,899	5,710	6,927	8,157
(+/-%)	-13.7%	16.5%	21.3%	17.8%
净利润(百万元)	806	627	725	823
(+/-%)	34.5%	-22.2%	15.7%	13.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、WACC 的假设、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来十年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、WACC 对公司估值影响非常大，若我们假设的公司 WACC 偏低，可能导致公司估值高估的风险，我们对此进行了敏感性分析；
- 3、我们假定未来十年后公司永续增长率为 5.0%，公司所处行业可能在未来十年后发生不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险，我们对此进行了敏感性分析；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相近或有紧密关联的第三方收单公司进行比较，但公司业务具有独特性，因此难以找到完全可比的公司，可能导致相对估值出现偏差；我们选取了可比公司 2021 年动态 pe 作为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对未来三年的盈利预测基于很多假设，其中涉及很多个人主观判断：

- 1、收单市场政策变化和竞争大幅加剧风险。目前公司营业总收入 80%以上来自收单业务，但我国第三方支付已进入严格监管阶段，第三方支付行业政策变化将对公司收单业务带来较大影响。另外，近年来互联网企业也开始大力拓展线

下小微商户，如果互联网公司技术升级改变整个行业格局，有可能对公司收单业务造成较大冲击。

2、“支付+”战略转型低于市场预期风险。2019 年公司启动战略 4.0 以来，金融科技、电商科技和信息科技业务收入持续高增。但我国近年来 SAAS 服务日益激烈，SAAS 服务商和互联网平台纷纷加速布局，未来如果公司在信息技术方面不能持续保持领先性和独特性，公司商户经营增值业务收入可能没办法维持高速增长。

3、公司金融科技业务涉及商户数据的获取和使用，监管机构可能会制定新的数据安全和隐私保护相关的法律、法规，或采取更为严格的监管，可能对公司业务开展造成不利影响。

其他风险

1、限售流通股解禁风险。2022 年 4 月 25 日公司面临大额解禁，本次解禁涉及股份数量 4.14 亿股，占总股本的 51.73%。

2、股权质押风险。截止 2021 年 1 月 18 日，公司未解押质押股权数量为 9573 万股，占总股本的 11.97%。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8,172	8,824	10,015	13,452
应收款项	334	350	409	531
存货净额	19	32	30	38
其他流动资产	291	277	338	442
流动资产合计	8,815	9,482	10,792	14,462
固定资产及其他	1,210	1,660	1,936	2,237
无形资产	50	48	46	44
投资性房地产	651	651	651	651
长期股权投资	461	556	651	748
资产总计	11,187	12,397	14,076	18,142
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	514	653	774	933
其他流动负债	5,634	5,676	5,995	8,455
流动负债合计	6,148	6,329	6,769	9,387
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	21	28	37	43
长期负债合计	21	28	37	43
负债合计	6,169	6,357	6,806	9,430
少数股东权益	61	77	95	116
股东权益	4,956	5,963	7,175	8,595
负债和股东权益总计	11,187	12,397	14,076	18,142

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.02	1.26	1.52	1.78
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	12.39	7.45	8.97	10.74
ROIC	22%	38%	100%	152%
ROE	16%	17%	17%	17%
毛利率	44%	43%	43%	44%
EBIT Margin	18%	22%	22%	21%
EBITDA Margin	21%	25%	24%	23%
收入增长	-14%	18%	24%	20%
净利润增长率	35%	25%	20%	17%
资产负债率	56%	52%	49%	53%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	14.6	23.4	19.5	16.6
P/B	2.4	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	17.3	20.9	17.7	16.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,899	5,800	7,174	8,589
营业成本	2,723	3,295	4,065	4,806
营业税金及附加	17	20	25	30
销售费用	714	638	825	1,031
管理费用	582	553	705	904
财务费用	-6	0	0	0
投资收益	-19	-14	-14	-14
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	45	0	0	0
营业利润	897	1,280	1,540	1,806
营业外净收支	-5	0	0	0
利润总额	892	1,280	1,540	1,806
所得税费用	75	256	308	361
少数股东损益	11	15	18	21
归属于母公司净利润	806	1,009	1,214	1,423

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	806	1,009	1,214	1,423
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	175	140	170	199
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	0	0	0
营运资本变动	3,544	173	330	2,390
其它	9	15	18	21
经营活动现金流	4,536	1,337	1,732	4,033
资本开支	-96	-588	-444	-497
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	-196	-683	-539	-594
权益性融资	1,289	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-1	-2	-2	-3
其它融资现金流	-76	0	0	0
融资活动现金流	1,210	-2	-2	-3
现金净变动	5,550	652	1,191	3,437
货币资金的期初余额	2,622	8,172	8,824	10,015
货币资金的期末余额	8,172	8,824	10,015	13,452
企业自由现金流	4,415	761	1,299	3,547
权益自由现金流	4,338	761	1,299	3,547

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032