2023 年 02 月 08 日

传媒互联网产业行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

传媒与互联网组
分析师：陆意（执业 S1130522080009） luyi5@gjzq.com.cn
分析师：廖馨瑶（执业 S1130522060005） liaoxinyao@gjzq.com.cn
分析师：许孟婕（执业 S1130522080003） xumengjie@gjzq.com.cn

线下收单或量价齐升，三方支付业绩有望高增

行业观点

- 量升：支付体量在疫情修复、消费回暖情况下增速有望提升。1）疫情的冲击有望逐步消化，行业迎疫后修复。1Q20、2Q22 中国电子支付交易笔数分别同比-4.80%，+1.05%，交易金额分别同比-18.78%，+1.15%，且受疫情影响相对较小的 21 年，支付大盘交易量及交易额增速均明显高于 22 年，疫后线下消费有望修复进而推动线下收单体量扩大，叠加个人收款码转商业收款码影响，商业支付笔数有望加速增长。2）居民超额储蓄叠加政策驱动，利好银行卡消费场景复苏。疫情期间居民增储，22 年银行存款人民币新增 26.26 亿元，同比多增 6.59 亿元，参照 20 年疫情期间居民增储，21 年疫情好转后银行卡消费恢复明显，23 年有望再现该趋势，加之房地产、汽车政策端整体向好，卡均消费或迎提升。3）牌照收紧+疫情影响，行业集中度或提升，强者有望恒强。第三方支付牌照数量自 2016 年起逐年降低，2011 年至 15 年间共发放 271 张牌照，截止 2022 年已注销（包括不予续展）70 张，目前仅剩下 201 张。其中 2022 年共注销（包括不予续展）23 张；加之，疫情导致许多商户线下经营不善，线下收单受较大冲击，中小机构生存压力较大。头部公司凭借自身市场地位、防御疫情等能力有望获取更高市场份额。
- 价升：部分支付机构已落实提价，费率对比海外仍有提升空间。1）费率现状：支付服务费率=收单机构费率+发卡行费率+清算机构费率，发卡行及清算机构服务费率规定了上限，收单侧费率市场化定价，目前刷卡收单服务费率约 0.6%，条码收单费率约 0.38%，发卡行、清算机构施行服务费率达到上限下，分润比例为发卡行：收单机构：清算机构=7：2：1；2）据三方支付机构上市公司财报，疫情致费率下降 0.02-0.04pct，疫后商户经营改善下，费率有望提升至疫前水平，目前行业内已有国通星驿等公司发布公告提升费率，据星驿付官网，其不再延续 IC 卡小额免签免密优惠费率，交易费率将按照刷卡费率执行；3）疫前三方支付机构分润费率约 0.12%-0.18%，对比海外 1%-2%的费率提升空间较大。1Q18-3Q22 美国支付巨头 Block 的 POS 机支付费率整体在 2.9%左右。
- 费率提升对业绩影响：收入放量，利润弹性更大。1）费率提升 0.01%，每万亿元交易量能带来 1 亿元收入增量，约 0.285 亿元毛利润增量，28.5%的毛利率假设据三方支付机构支付业务营业成本构成得出，其中假设行业平均代理商分润 62%，为主要成本；2）费率提升空间高于 0.01%，且提升幅度较大将释放更多利润。由于发卡行及清算机构分润有上限，费率提升部分基本归于三方支付机构，收入增量较大。同时费率提升时，代理商分润比例有下降空间，毛利率提升具备较大可能性，拉卡拉、新大陆、移卡、新国都 2019-21 年的数据均显示费率较低时，代理商分润比例较高，毛利率较低。结合疫情前平均 30%以上的毛利率，谨慎假设随费率提升，毛利率可提至 30%，在费率提升 0.1%的假设下，每万亿元交易额带来的毛利润增量为 3 亿元。

投资建议

- 量价齐升逻辑下，推荐线下收单行业。个股方面，从受益程度考虑，建议关注支付业务收入占比较高、银行卡收单交易额较高的公司，建议关注拉卡拉：公司支付业务收入占比超 85%，其中 80%的交易金额由银行卡收单带来，且公司是 POS 机交易额仅次于银联商务的三方支付机构；新大陆：支付业务收入占比 30%，多数由银行卡收单带来，此外公司电子支付及信息识别设备收入占比超 40%，支付终端也有望在行业量价齐升过程中放量；移卡：1H22 支付服务收入占比 77%+，线下 POS 机支付交易额占比 30%左右，同时到店电商业务增速较快，直接受益线下修复，在抖音 β 效应+与自身支付业务协同下，有望成为新增长极。

风险提示

- 线下收单修复不及预期；支付费率提升不及预期；监管风险

内容目录

一、行业复盘：疫情期间量价走弱压制估值，消费修复有望改善 4
二、“量升”：支付体量在疫情修复、消费回暖情况下增速有望提升 6
2.1 支付受疫情冲击增速放缓，后续有望修复 6
2.2 支付体量修复主要驱动因素：线下活动恢复、大额消费及信用卡消费回暖 7
2.3 牌照收紧情况下支付行业集中度提升，头部支付企业有望获取更高市场份额 10
三、“价升”：部分企业已落实提价，费率对比海外仍有提升空间 11
3.1 国内：第三方支付产业不断发展，行业内已有公司发布公告提价 11
3.2 国外：海外支付机构费率较高，国内费率提升空间较大 11
四、费率提升对业绩影响测算：收入放量，利润弹性更大 12
五、投资建议 14
5.1 拉卡拉：银行卡收单三方支付机构龙头，支付业务收入占比 85%+ 15
5.2 新大陆：支付业务或量价齐升，终端销售亦受益行业的量价齐升 16
5.3 移卡：主业量价齐升，到店业务直接受益疫后线下场景修复 16
六、风险提示 17

图表目录

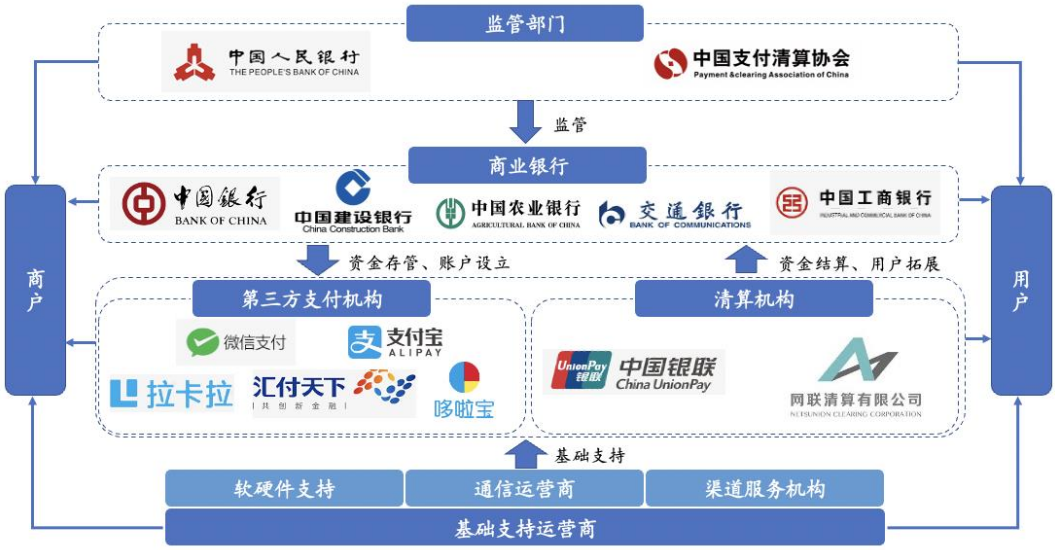
图表 1： 支付行业产业链梳理 4
图表 2： 2022Q4 全球各经济体银行业净利润（亿美元） 4
图表 3： 中国第三方综合支付交易规模（万亿元）及增速 4
图表 4： 近年部分支付行业相关监管政策 5
图表 5： 2022 年起部分被罚款、股权转让、被清退的支付机构 5
图表 6： 新国都（300130.SZ）P/E TTM 6
图表 7： 新大陆（000997.SZ）P/E TTM 6
图表 8： 拉卡拉（300773.SZ）P/E TTM 6
图表 9： 电子支付业务年度交易量及同比 7
图表 10： 电子支付业务年度交易金额及同比 7
图表 11： 电子支付业务季度交易笔数及同比 7
图表 12： 电子支付业务季度交易金额及同比 7
图表 13： 社会消费品零售总额及同比 8
图表 14： 线下扫码交易规模及同比 8
图表 15： 某互联网公司支付业务个人支付及商业支付比例 8
图表 16： 用户存款人民币增加值及同比 9

图表 17： 银行卡卡均消费支出及同比 9
图表 18： 商品房销售额及同比 9
图表 19： 乘用车销量及同比 9
图表 20： 2022 年下半年来针对汽车、住房等大额消费的利好政策 9
图表 21： 狭义消费信贷余额及环比 10
图表 22： 2011～2022 第三方支付牌照发放和注销情况 10
图表 23： 2011～2022 第三方支付牌照存量变动情况 10
图表 24： 不同渠道支付费率及机构分润比例 11
图表 25： 新大陆旗下星驿付公告费率提升原因 11
图表 26： 美国 Block 线下 POS 机费率 12
图表 27： 新大陆支付业务营业成本构成及毛利率 12
图表 28： 新国都支付业务营业成本构成及毛利率 12
图表 29： 费率提升 0.01%，每万亿元交易量所对应收入及毛利润增量测算 13
图表 30： 拉卡拉、新大陆、移卡、新国都支付业务 GPV（万亿元）及其同比增速 13
图表 31： 拉卡拉、新大陆、移卡、新国都支付业务收入（万亿元）及其同比增速 13
图表 32： 拉卡拉、移卡、新国都支付费率变动 14
图表 33： 费率提升不同幅度时，每万亿元 GPV 带来的收入及毛利润增量 14
图表 34： 2022 年传统 POS 机交易量 TOP6 的支付机构占 TOP20 的比例 15
图表 35： 拉卡拉收单交易额构成及其同比增速 15
图表 36： 拉卡拉营收结构 15
图表 37： 拉卡拉总营收及其同比增速 16
图表 38： 拉卡拉归母净利润及其同比增速、占营收比例 16
图表 39： 新大陆收单业务 GPV 及其同比增速 16
图表 40： 新大陆营收结构 16
图表 41： 新大陆总营收及其同比增速 16
图表 42： 新大陆归母净利润及其同比增速、占营收比例 16
图表 43： 移卡收单交易额构成及其同比增速 17
图表 44： 移卡营收结构 17
图表 45： 移卡各业务收入同比增速 17
图表 46： 移卡到店电商收入、GMV 及其同比增速 17

一、行业复盘：疫情期间量价走弱压制估值，消费修复有望改善

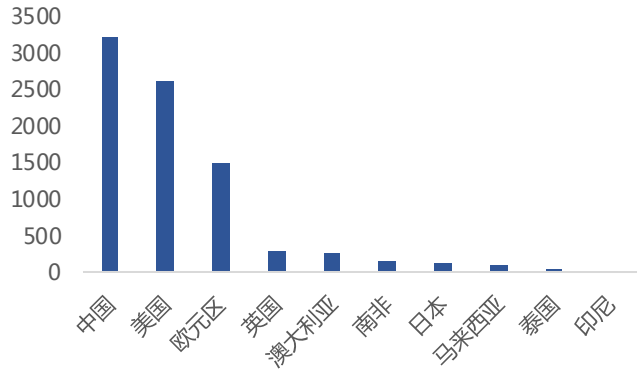
■ 线下收单受疫情冲击，疫后或迎修复。支付行业参与者主要包括监管部门、商业银行、第三方支付机构、支付清算机构、商户、用户及基础支持供应商。第三方支付按服务对象可划分为个人支付和企业支付，经营需要监管机构的牌照许可。据艾瑞咨询，2022年上半年受疫情反复和监管趋严等企业支付中的线下收单业务规模预计下滑，但未来将进入平稳较快增长阶段，22年国内第三方综合支付交易规模预计达487.1万亿元，同比增速8.5%。自22年四季度以来，国内疫情防控逐渐全面放开，宏观经济总体向好，政策引导银行业加大支持实体经济力度，支付交易规模也有望随之增长，从银行业净利润看，22年四季度中国银行业净利润已达3220亿美元，同比增速在0%-10%。

图表1：支付行业产业链梳理



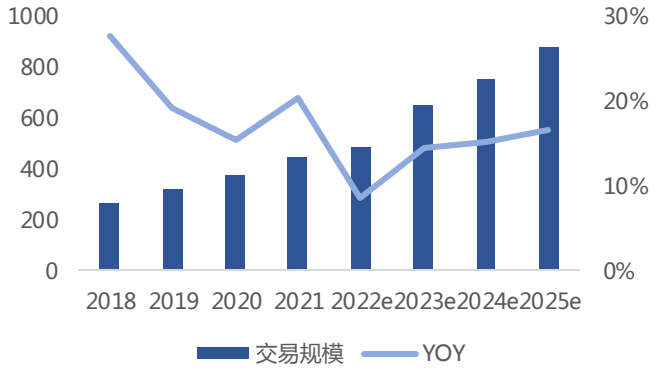
来源：艾瑞咨询，拉卡拉公司招股说明书，国金证券研究所

图表2：2022Q4全球各经济体银行业净利润（亿美元）



来源：中国银行研究院，国金证券研究所

图表3：中国第三方综合支付交易规模（万亿元）及增速



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

■ 支付行业监管趋严，行业运行更规范。支付行业的监管政策不断对支付价值链上的不同角色提出更细化的具体要求，例如对于收单侧支付机构政策更加强调强化对支付受理终端和特约商户的管理，对于账户侧支付机构则更侧重备付金的存管、划转、监督原则等。总体上，支付行业相关政策不断趋严趋细，为构建行业稳定的发展环境奠定基础。受监管趋严和竞争激烈等因素的影响出现多家第三方支付机构被罚款、牌照买卖、股权变更、公司被清退等情况。

图表4：近年部分支付行业相关监管政策

政策名称	发布机构	发布时间	内容
《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	中国人民银行	2015年	对支付机构从事网络支付业务的行为进行详细的规范。
《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》	国家发展改革委、央行	2016年	降低发卡行服务费费率水平，降低网络服务费费率水平，对发卡行服务费、网络服务费实行单笔封顶措施，对部分商户实行发卡行服务费、网络服务费优惠措施，对竞争较为充分的收单环节服务费则由现行政府指导价改为实行市场调节价，由收单机构与商户协商确定具体费率。
《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	国务院	2016年	重点整治P2P网络借贷和股权众筹业务；规定非银行支付机构不得挪用、占用客户备付金，客户备付金账户应开立在人民银行或符合要求的商业银行等。
《条码支付业务规范（试行）》	中国人民银行	2017年	对条码支付的业务规范和技术规范提出相关要求。
《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》	中国人民银行	2018年	加大了相关支付机构以及相关备付金银行的检查，逐步撤销开立在商业银行的人民币客户备付金账户。
《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》	中国人民银行	2021年	对银行卡受理终端及相关业务作出规定；条码支付被纳入监管，对个人收款条码的使用规范做出具体规定。
《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	中国人民银行	2021年	加强对非银行支付机构的监督管理，规范非银行支付机构行为，防范支付风险，保障当事人合法权益，促进支付服务市场健康发展。该意见稿规定了业务类型、经营原则、监督管理、反洗钱反恐怖融资义务等多项条例。
《非银行支付机构客户备付金存管办法》	中国人民银行	2021年	对非银行支付机构客户备付金的存管做出相关规定。
《金融产品网络营销管理办法（征求意见稿）》	央行等七部门	2022年	营销宣传内容应使用准确、通俗的语言全面披露金融产品的关键信息，不含有虚假、欺诈或引人误解的内容。开展金融产品网络营销时要分区展示各类金融产品，不得进行骚扰性营销和嵌套销售。明确精准营销、直播等新型营销、组合销售的基本行为规范。要求互联网平台企业按照合同约定开展营销活动，不得介入或变相介入金融产品的销售业务环节，同时要加强对入驻金融机构的管理，不得与金融机构产生品牌混同，不得违规在网站、App名称和商标中使用金融类字样。

来源：中国人民银行、国务院、发改委、国金证券研究所

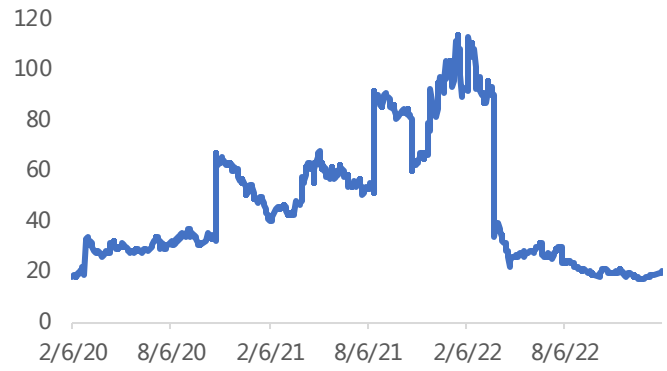
图表5：2022年起部分被罚款、股权转让、被清退的支付机构

时间	机构名称	事项	原因/具体事项
2022年1月	西邮寄电子支付	公司已注销	主动注销
2022年6月	商银信支付	公司不再续展	被列为被执行人、失信被执行人、经营异常名录等，公司不再续展
2022年10月	中金支付	股权转让	90.01%股权挂牌转让，转让底价为2.655亿元，转让方为中金金融认证中心有限公司（CFCA）
2022年11月	广州银联网络	股权转让	10股权被拆分为两笔，分别为90.1%、9.9%股权，转让价格分别为87126.7万元、9573.3万元，全部股权转让总价达9.67亿元
2022年11月	联动优势	罚款	被罚款1095万元，因违反规定将境内外汇转移境外
2022年12月	邦付宝支付	股权转让	向境内(外)合格投资者转让其持有的支付公司100%股权
2023年1月	金运通支付	罚没	被罚没327.6万元，因违反清算管理规定和违反特约商户管理规定
2023年1月	银通支付	罚款	被罚款6万元，因未按规定办理变更事项
2023年1月	新天支付	罚款	被罚款49万元，因未按规定履行客户身份识别义务

来源：国金证券研究所整理

- 三方支付机构上市公司估值在疫情期间明显受压制，交易量及费率提升为PE修复的驱动因素之一。当前受疫情防控全面放开，消费修复带动支付交易量回升，支付行业估值有望修复。

图表6：新国都（300130.SZ）P/E TTM



来源：wind，国金证券研究所

图表7：新大陆（000997.SZ）P/E TTM

来源：wind，国金证券研究所

图表8：拉卡拉（300773.SZ）P/E TTM

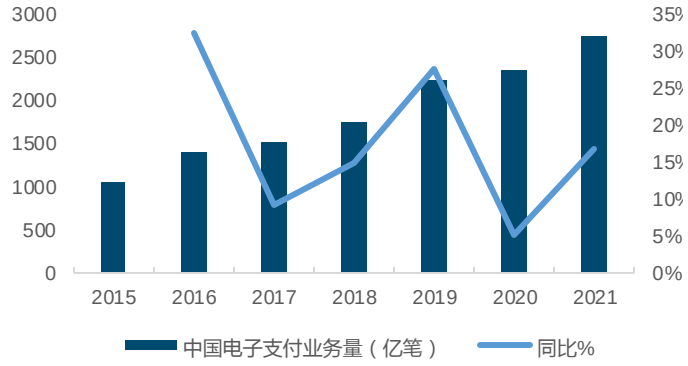
来源：wind，国金证券研究所

二、“量升”：支付体量在疫情修复、消费回暖情况下增速有望提升

2.1 支付受疫情冲击增速放缓，后续有望修复

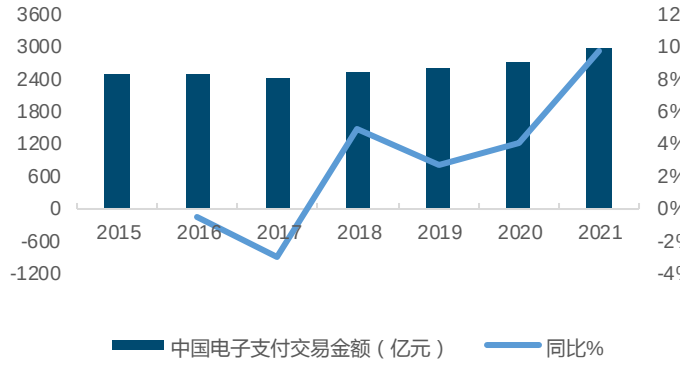
- 疫情冲击消费，支付大盘易承压，原因在于：1）消费场景场景受限：疫情封控造成用户生活半径缩小，消费场景减少。2）消费者收入减少，消费意愿下降：疫情冲击大量实体经济行业，部分人群失业或工资降低，可支配收入用于居住、食品、医疗保健等刚性支出。3）消费者对未来宏观信心不足，增储、超储情况较多，即期消费相应受到影响。根据中国人民银行，疫情爆发时期，支付大盘受冲击明显，1Q20、2Q22，中国电子支付交易笔数分别同比-4.80%，+1.05%，交易额分别同比-18.78%，+1.15%；2021 年受到疫情影响相对较小，支付大盘交易量及交易额增速均明显高于 22 年。
- 疫情影响逐渐消退，支付规模有望修复。2023 年疫情防控政策已经放松，且本轮疫情感染高峰已过，我们预计后续因疫情导致的大规模封控和群体层面感染影响将大幅度减少，2023 年支付大盘增速有望修复。

图表9：电子支付业务年度交易量及同比



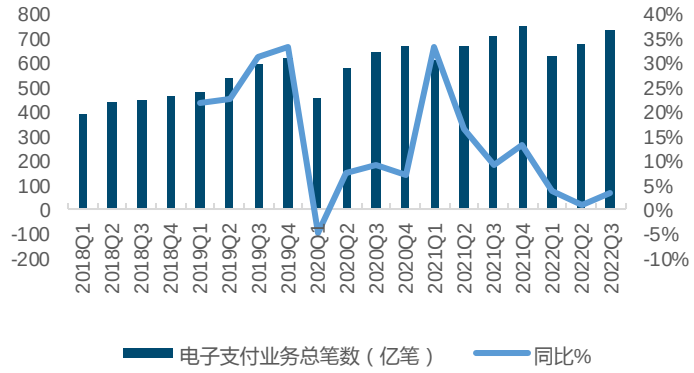
来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表10：电子支付业务年度交易金额及同比



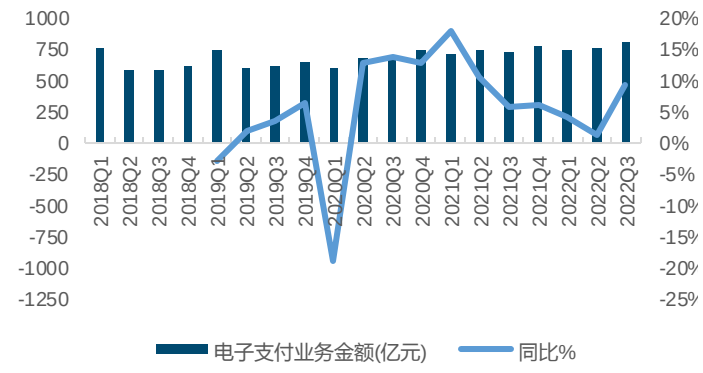
来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表11：电子支付业务季度交易笔数及同比



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表12：电子支付业务季度交易金额及同比

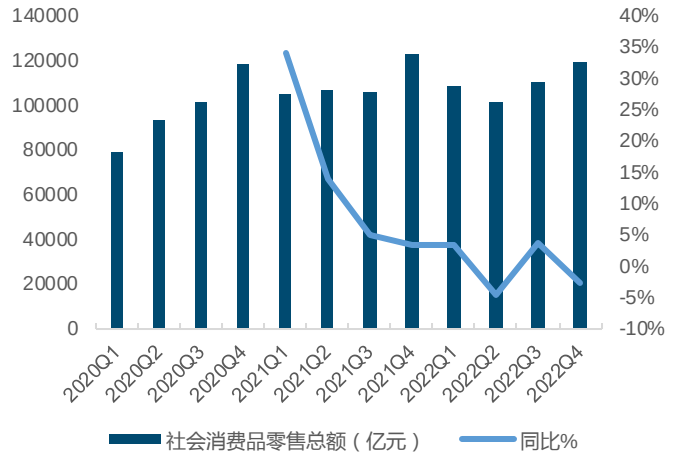


来源：中国人民银行，国金证券研究所

2.2 支付体量修复主要驱动因素：线下活动恢复、大额消费及信用卡消费回暖

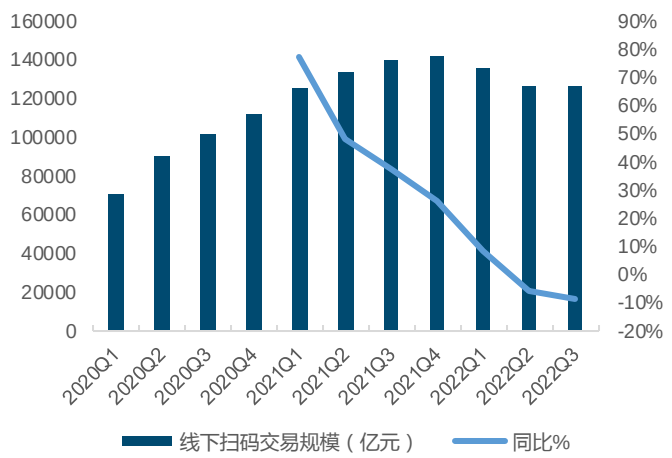
- 线下消费场景修复叠加个人收款码转商业收款码影响，商业支付笔数有望加速增长。线下小额扫码业务主要受用户消费意愿和消费场景驱动。1）线下场景修复：根据国家统计局，22 年 Q2 及 Q4 疫情高峰时刻，用户整体消费能力和意愿都处于较低水平，两季度社零同比分别-5%、-2%。根据易观数据 Q22 年以来线下扫码受到冲击，1Q22-3Q22 线下扫码支付规模在疫情封控下受到较大影响，同比增速降至 8%、-6%，-9%，后续随疫情政策的放开，商家关停、消费者封控等状况致使消费场景减少的情况大幅减少，线下消费场景将得到修复。疫情放开感染高峰过后，春节期间用户整体线下消费恢复力度明显，根据微信支付，春节期间微信线下商业支付交易量同比增长 23%，我们认为 2023 年将延续该旺盛趋势。2）个人收款码转商业收款码：22 年 3 月，中国人民银行发布《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》，说明自 2022 年 3 月 1 日起，将对银行卡收单和条码支付终端作出相应管理要求。其中明确，限制个人收款码远程收款；个人收款码不得用于经营收款；收款条码要制定分类管理制度，区分个人和特约商户，有经营活动的划入特约商户范围。自新政实施，中小商户个人收款码转商业收款码带动商业扫码支付持续提升，根据国金数字未来 Lab，某互联网公司支付业务中商业支付占比呈提升趋势，疫情放开后有望继续提升。

图表 13：社会消费品零售总额及同比



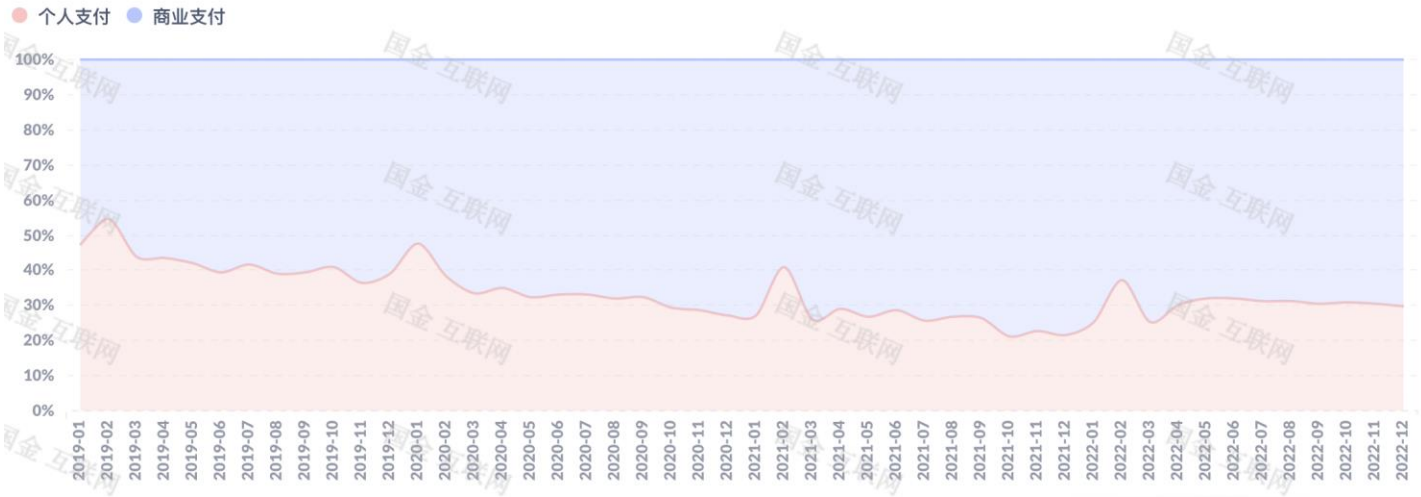
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 14：线下扫码交易规模及同比



来源：易观数据，国金证券研究所

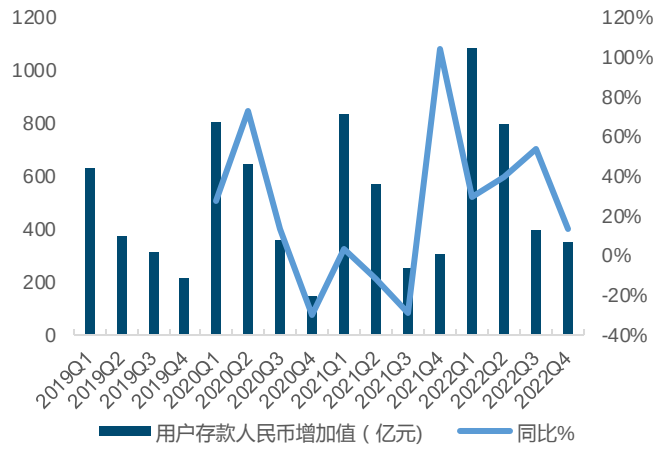
图表 15：某互联网公司支付业务个人支付及商业支付比例



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

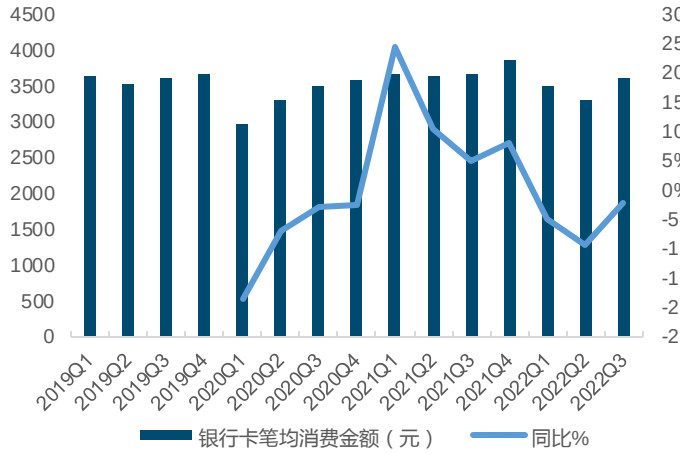
- 居民超额储蓄叠加政策驱动，利好银行卡消费场景复苏。1）居民大面积增储和超额储蓄部分有望转化为后续银行卡消费场景的支出，23 年卡均消费有望提升。根据中国人民银行，22 全年银行存款人民币新增 26.26 亿元，同比多增 6.59 亿元。参照历史数据 20 年疫情期间 Q1-Q3 居民超额储蓄，2021 年疫情好转后银行卡消费恢复明显，1Q21、2Q21 分别同比上升 24.28%、10.56%，全年卡均消费超过 2019 年前疫情水平。2）政策有望驱动房产、汽车等银行卡消费提升。根据国家统计局，2022 年房产持续低迷，1Q22-4Q22 商品房销售额同比分别-22.73%、-33.24%、-20.44%、-28.02%。根据中国汽车协会，受疫情高峰影响、2Q22、4Q22 中国乘用车销量同比-2.18%、-0.76%。近期随新能源车免除购置税期限延长、首套房动态利率机制等多条利好政策出台，叠加 23 年后续政策影响有望带动汽车、住房等大额消费复苏。

图表 16：用户存款人民币增加值及同比



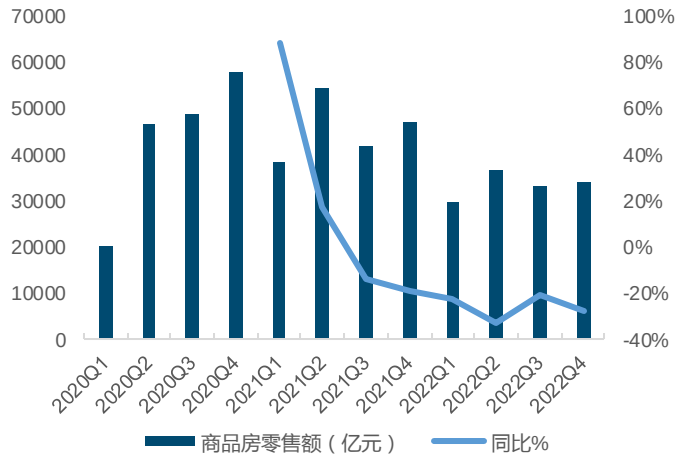
来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 17：银行卡卡均消费支出及同比



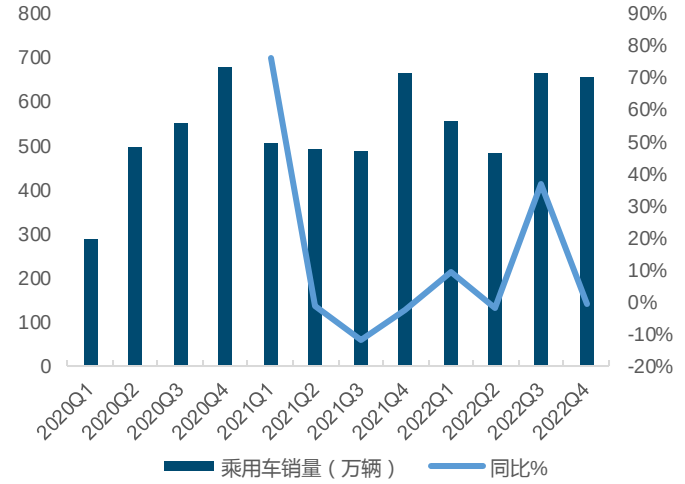
来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：商品房销售额及同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 19：乘用车销量及同比



来源：中国汽车协会，国金证券研究所

图表 20：2022 年下半年来针对汽车、住房等大额消费的利好政策

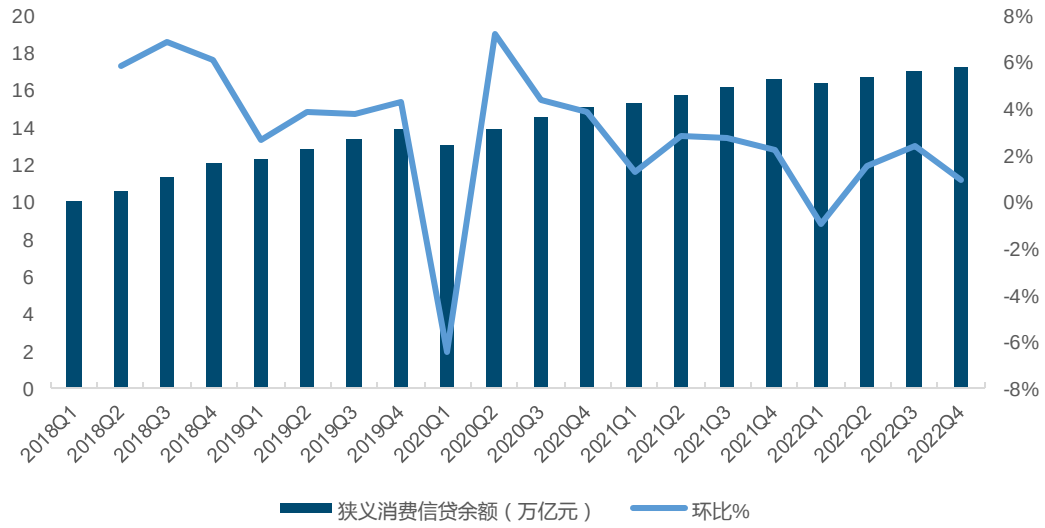
政策名称	政策发行日期	政策措施	发行机构
关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知	2022 年 7 月 5 日	涉及促进汽车更新消费、活跃二手车市场等措施	商务部等 17 部门
关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告	2022 年 9 月 18 日	延长新能源汽车购置税政策，对购置日期在 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间内的新能源汽车，免征车辆购置税	财政部 税务总局 工业和信息化部
关于支持居民换购住房有关个人所得税政策”的公告	2022 年 9 月 30 日	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。	财政部、税务总局
决定下调首套个人住房公积金贷款利率	2022 年 10 月 1 日	下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6%和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025%和 3.575%。	中央人民银行
十四五”扩大内需战略实施方案	2022 年 12 月 15 日	提出推动汽车消费由购买管理向使用管理转变，鼓励限购地区探索差异化通行管理等替代限购措施；推进二手车交易登记跨省通办，便利二手车交易；加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设。	国家发展改革委

建立首套住房贷款利率政策动态调整机制	2023 年 1 月 6 日	新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。取消利率下限的城市，评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限	人民银行、银保监

来源：各政府部门，国金证券研究所

■ 刺激消费情况下消费信贷余额有望提升，带动信用卡消费回暖。疫情以来消费信贷余额环比增速持续走低，根据中国人民银行，1Q22-4Q22 消费信贷余额环比增速分别为-0.91%、1.58%、2.40%、1.00%。我们认为疫情放开后在刺激消费、扩大内需的情况之下，消费信贷额度有望宽松，从而促进信用卡消费回暖，释放消费潜能。

图表 21：狭义消费信贷余额及环比

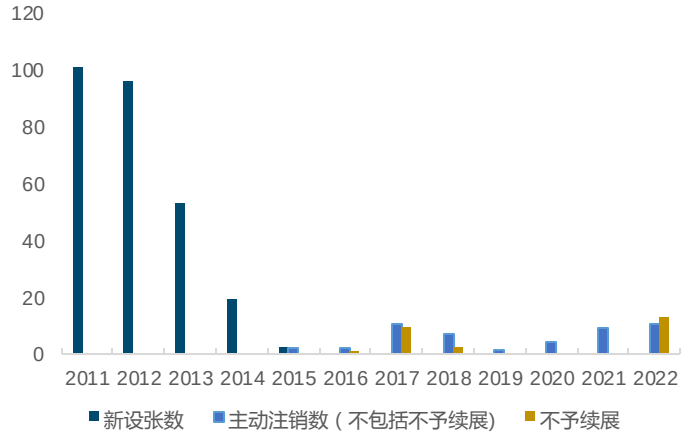


来源：中国人民银行，国金证券研究所

2.3 牌照收紧情况下支付行业集中度提升，头部支付企业有望获取更高市场份额

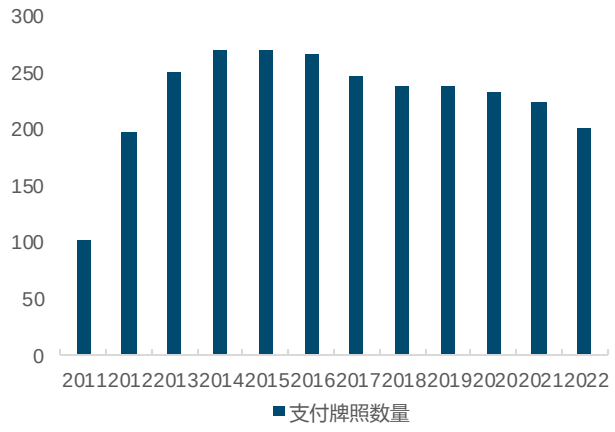
■ 头部公司在行业集中度提升情况下有望获取更高市场份额。近年来商业支付监管趋于严格，支付企业审查及处罚力度逐渐递增，第三方支付牌照数量自 2016 年起逐年降低。2011-15 年间共发放 271 张牌照，截止 22 年已注销（包括不予续展）70 张，目前仅剩下 201 张。其中 22 年共注销（包括不予续展）23 张，创历史新高。在此情况下，第三方支付行业集中度将进一步提升，头部公司有望获取更高市场份额。

图表 22：2011～2022 第三方支付牌照发放和注销情况



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 23：2011～2022 第三方支付牌照存量变动情况



来源：中国人民银行，国金证券研究所

三、“价升”：部分企业已落实提价，费率对比海外仍有提升空间

3.1 国内：第三方支付产业不断发展，行业内已有公司发布公告提价

- 央行对于不同商户的不同支付手段实施了手续费率规定。对于标准类商户（如 KTV 等娱乐场所），服务费率约 0.6%，优惠类商户（如大型连锁超市、加油站等），服务费率 0.38%-0.48%；公益类商户（如公立医院、学校等）不收服务费。支付服务费=收单机构费率+发卡行费率+清算机构费率，条码支付中，微信、支付宝等支付机构类似发卡行的角色，发卡行服务费率及清算机构服务费率规定了上限，收单侧费率试市场化定价，目前刷卡收单服务费率 0.6%左右，条码收单服务费率 0.38%左右。假如发卡行、清算机构施行服务费率均为规定的上限，则目前分润比例为发卡行：收单机构：清算机构=7：2：1，若收单服务费率变化，分润比例会随之变化。

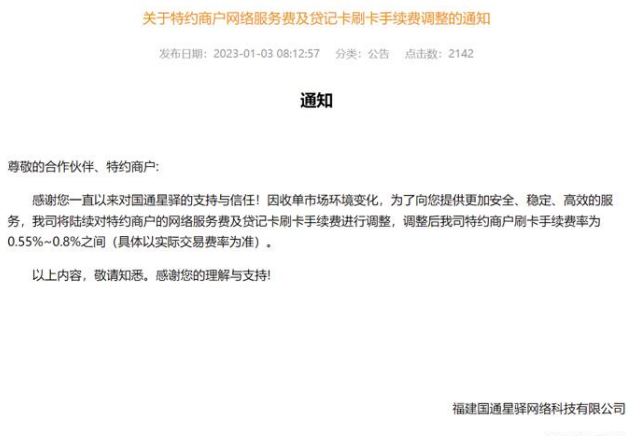
图表 24：不同渠道支付费率及机构分润比例

标准类商户	收单机构	发卡行	清算机构	平均分润比例
0.6%左右				
优惠类商户				
0.38%-0.48%	市场化定价	借记卡：不高于0.35%； 贷记卡：不高于0.45%	不高于0.0325%	发卡行：收单机构：清算机构=7：2：1
公益类商户				
0%				
刷卡收单服务费率为0.6%左右；条码收单服务费约0.38%左右				

来源：央行，艾瑞咨询，国金证券研究所

- 目前行业内有部分公司费率提升。据星驿付官网，公司根据《关于进一步推广云闪付业务相关事项的函》，将不再延续 IC 卡小额免签免密优惠费率，交易费率将按照刷卡费率执行。由于商业银行及银联的费率基本固定，以及支付行业的成本和费用相对固定，由于费率提升贡献的收入向利润的传导空间大。

图表 25：新大陆旗下星驿付公告费率提升原因


关于特约商户网络服务费及贷记卡刷卡手续费调整的通知

发布日期：2023-01-03 08:12:57 分类：公告 点击数：2142

通知

尊敬的合作伙伴、特约商户：

感谢您一直以来对国通星驿的支持与信任！因收单市场环境变化，为了向您提供更加安全、稳定、高效的服务，我司将陆续对特约商户的网络服务费及贷记卡刷卡手续费进行调整，调整后我司特约商户刷卡手续费率为0.55%~0.8%之间（具体以实际交易费率为准）。

以上内容，敬请知悉。感谢您的理解与支持！

福建国通星驿网络科技有限公司

2023年1月3日

星驿付 首页 产品中心 代理政策 办理咨询 新闻资讯 APP下

星驿付的费率变高了，怎么回事？

作者：星驿付官网 发布时间：2022-06-11 来源：星驿付官网

最近有星驿付商户反馈说使用星驿付挥卡消费时费率不对？难道是星驿付POS机恶意提高费率了吗？这可怎么办呢？

商户么不用着急！其实这是由于取消了IC卡小额免密免签优惠费率，下面来看下通知内容：

您好，我司根据银联【2021】11号文件《关于进一步推广云闪付业务相关事项的函》通知，自2021年4月27日23时起，将不再延续IC卡小额免签免密优惠费率，交易费率将按照刷卡费率执行；扫码交易及云闪付（手机Pay）交易延续1000元及以下优惠费率。给您带来的不便敬请谅解。

所以，如果还想享受优惠费率，只有进过扫码和云闪付（手机Pay）这两种方式了。

其实，随着科技的发展，现在大多数手机已经支持NFC和苹果pay，商户朋友们可以直接将卡绑入手机钱包内，这样出门就不用再带信用卡了。付款时只用手机碰一下就可以完成支付了。即优惠的费率，又享受了不带卡的便捷。

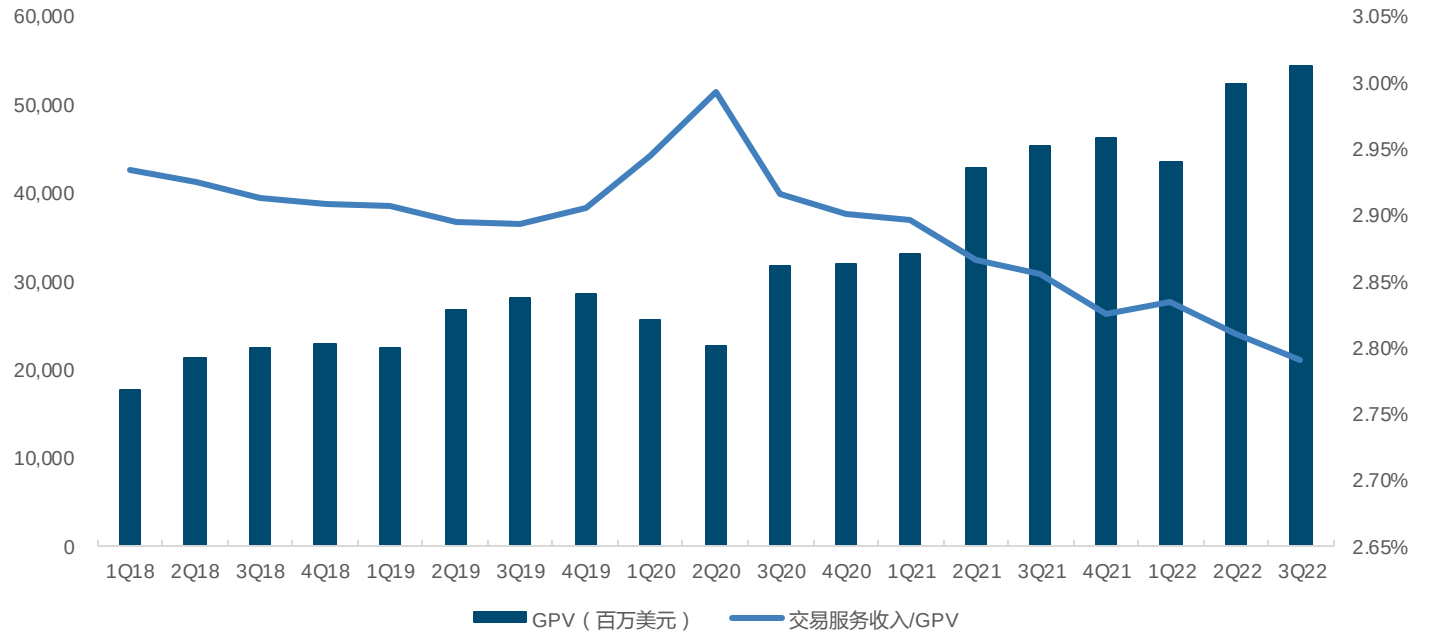
新大陆 Newland 星驿付 新生活 支付

来源：星驿付官网，国金证券研究所

3.2 国外：海外支付机构费率较高，国内费率提升空间较大

- 目前国内第三方支付机构的费率仍较低，与国际费率水平存在差距。国内目前第三方支付面向 B 端的标准费率为 0.6%，面向 C 端的标准费率为 0.1%；Paypal 在美国本土根据不同支付方式向商家收取的标准费率区间为 1.9%-3.49%（另加 0.49 美元固定费用），在中国大陆 Paypal 对商户的国际交易收款标准费率为 4.4%（另加 0.3 美元固定费用）；美国移动支付巨头 Block（原名 Sqaure）根据不同支付手段和行业类型标准费率区间为 2.6%-3.5%（另加 0.1-0.3 美元其他费用），1Q18 至 3Q22，Block 支付费率整体在 2.9%左右。

图表26：美国 Block 线下 POS 机费率



来源：wind，国金证券研究所，注：POS 机服务费率由交易服务收入/GPV 大致算出

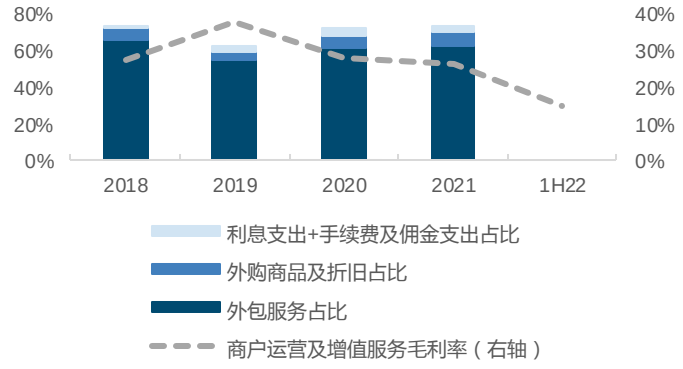
四、费率提升对业绩影响测算：收入放量，利润弹性更大

■ 费率提升 0.01%，每万亿元交易量能带来 1 亿元收入增量，约 0.285 亿元毛利润增量。

1）毛利率的假设依据是四家支付业务收入占比较高的上市公司—拉卡拉、新大陆、移卡和新国都的支付业务营业成本构成，代理商分润是最主要的营业成本，21 年拉卡拉、新大陆、新国都、移卡该成本占支付业务收入的比例在 61%-80%之间，2018 年四家公司该成本占比在 54%-70%，即疫情前代理商分润比例相对较低，虑及目前处于后疫情时代，假设行业平均代理商分润成本占比 62%，支付业务收入毛利率为 28.5%。

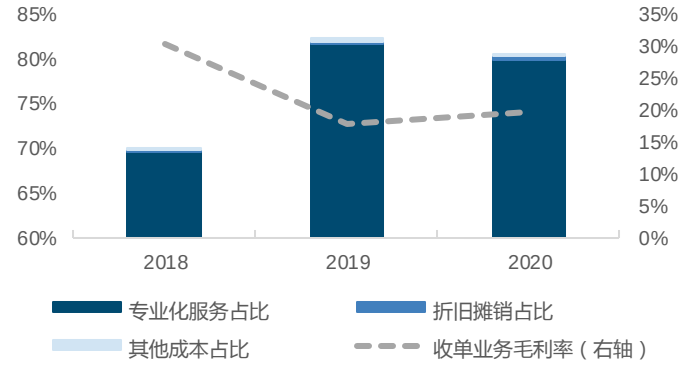
2）基于 21 年的支付交易额及毛利率水平测算，拉卡拉、新大陆、新国都（旗下三方支付公司嘉联支付银行卡收单牌照处于续展中止中）、移卡毛利润增量分别为 1.54、0.66、0.24、0.36 亿元。

图表27：新大陆支付业务营业成本构成及毛利率



来源：新大陆公司财报，国金证券研究所

图表28：新国都支付业务营业成本构成及毛利率



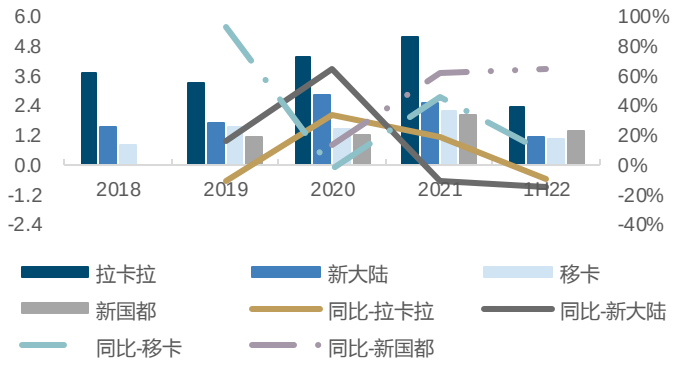
来源：新国都公司财报，国金证券研究所

图表29：费率提升0.01%，每万亿元交易量所对应收入及毛利润增量测算

	行业平均	拉卡拉	新大陆	新国都	移卡	备注
GPV（万亿元）	1	5.16	2.50	1.34	2.12	2021年数据
费率	0.01%	0.105%		0.107%	0.120%	2021年综合费率
收入（百万元）	100	5420.32	2761.58	2372.01	2268.27	2021年数据，拉卡拉为支付手续费收入；新大陆为商户运营及增值服务收入；新国都为收单及增值服务收入；移卡为一站式支付服务收入
主要营业成本占比						
代理商分成/佣金	62.0%	64.10%	61.70%	79.68%	78.36%	拉卡拉为21年专业服务费/支付手续费收入，新大陆为21年外包服务成本/商户运营及增值服务收入，新国都为20年专业化服务费/收单收入，移卡为20年佣金及营销成本/一站式支付服务收入
折旧摊销	8.0%	9.67%	7.87%	0.47%	3.14%	拉卡拉为21年折旧摊销/支付业务收入，新大陆为21年外购商品及折旧/商户运营及增值服务收入，新国都为20年折旧摊销/收单收入，移卡为20年非流动资产摊销/一站式支付服务收入
其他	1.5%	0.70%	4.06%	0.22%	2.54%	拉卡拉为21年支付业务营业成本中其他成本/支付业务收入，新大陆为21年（利息支出+手续费及佣金支出）/商户运营及增值服务收入，新国都为20年收单营业成本中其他成本/收单收入，移卡为20年总营业成本中的其他成本/（一站式支付服务收入+商户解决方案收入）
毛利率	28.5%	29.80%	26.37%	17.58%	16.73%	2021年数据，拉卡拉为支付业务，新大陆为商户运营及增值服务业务，新国都为收单或收单及增值服务业务，移卡为一站式支付服务业务
毛利润增量（百万元）	28.5	153.76	65.92	23.56	35.54	基于2021年GPV测算部分商户费率提升0.01%带来的毛利润增量

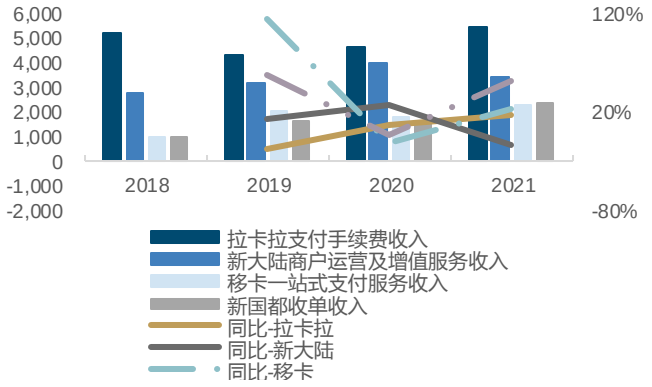
来源：各公司财报，国金证券研究所测算，注：新国都旗下三方支付公司嘉联支付银行卡收单牌照处于续展中止中

图表30：拉卡拉、新大陆、移卡、新国都支付业务GPV（万亿元）及其同比增速



来源：各公司财报，国金证券研究所

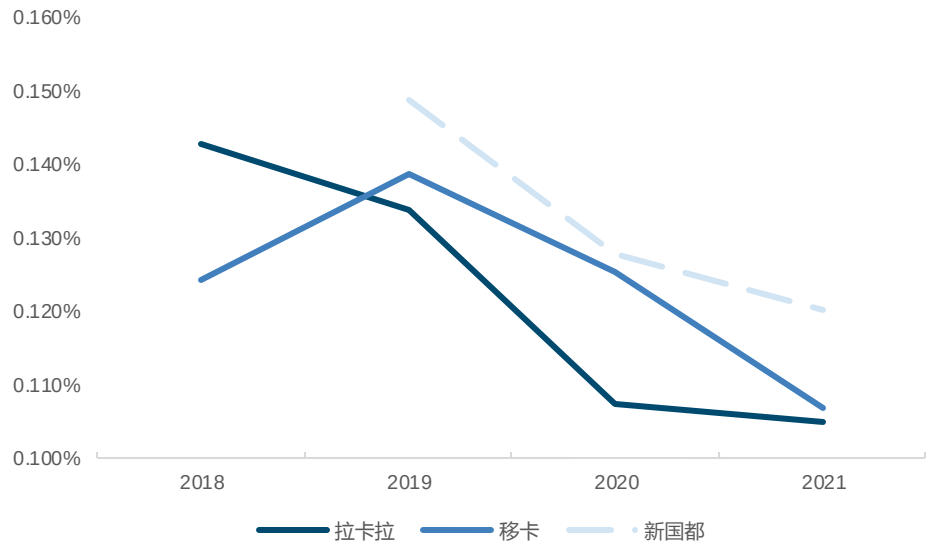
图表31：拉卡拉、新大陆、移卡、新国都支付业务收入（万亿元）及其同比增速



来源：各公司财报，国金证券研究所

- 费率提升空间不止0.01%。主要由于：1）疫情前费率水平较目前高0.02%-0.04%，线下消费场景修复下费率有提升空间;2)叠加牌照数量减少、海外支付费率较高(1%-2%)，行业性主动提费，发卡行及清算机构服务费率上限固定下，费率提升空间更高。

图表 32：拉卡拉、移卡、新国都支付费率变动



来源：各公司财报，国金证券研究所，注：移卡为一站式支付服务综合费率

- 费率提升幅度在 0.01%-0.10%时，每万亿元的交易额带来 0.29-3 亿元毛利润增量。1）收入增量随费率提升幅度提高而提高，且由于发卡行及清算机构费率基本达上限，费率提升部分多数归于三方支付机构。2）毛利率预计随费率提升而提升，主要由于费率提升时，代理商分润比例有下降空间，2019 年拉卡拉、新大陆、移卡、新国都代理商分润占比分别约 51.88%、54.13%、71.76%、69.45%，其中拉卡拉、新大陆分别较 21 年低 12.22pct、7.57pct，移卡、新国都分别较 20 年降低 7.20pct、1.92pct，相应地，这 4 家公司 2019 年支付业务毛利率显著高于 21 年，结合疫情前平均 30%以上的毛利率，谨慎假设随费率提升，毛利率可提至 30%，在费率提升 0.1%的假设下，每万亿元交易额带来的毛利润增量为 3 亿元。

图表 33：费率提升不同幅度时，每万亿元 GPV 带来的收入及毛利润增量

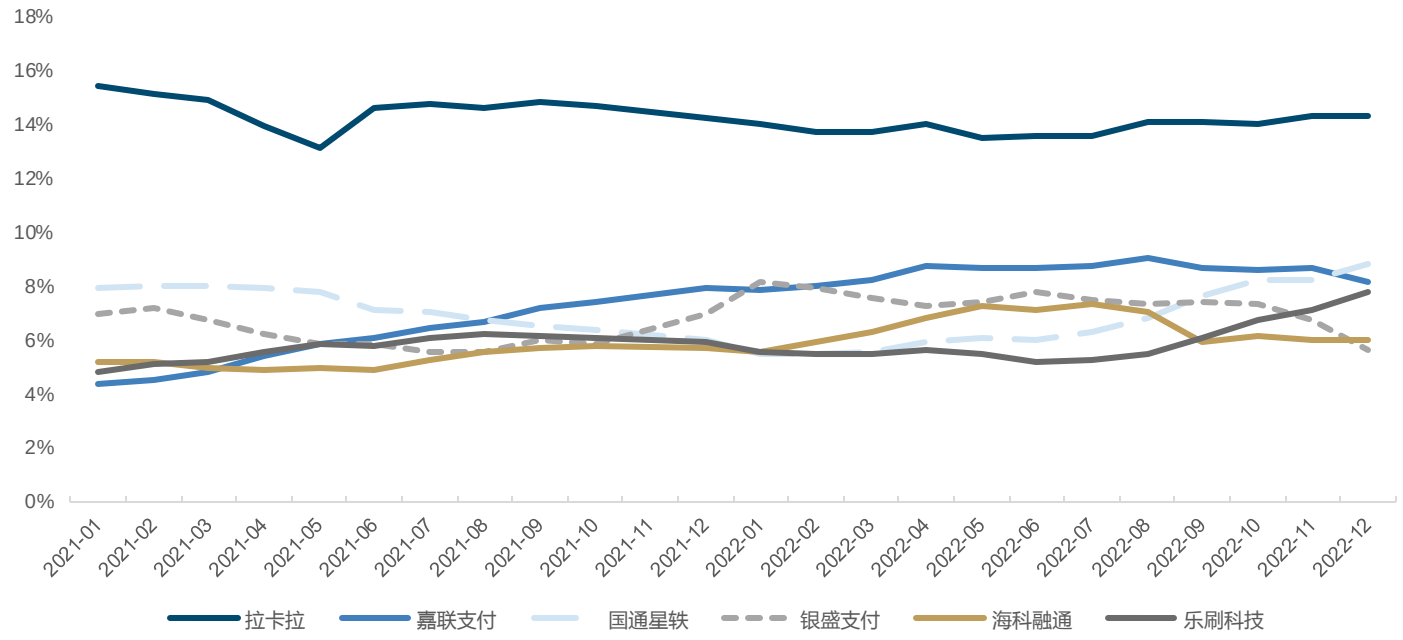
GPV（万亿元）	1					
费率增量	**0.01%**	**0.02%**	**0.04%**	**0.06%**	**0.08%**	**0.10%**
收入增量（百万元）	100	200	400	600	800	1000
毛利率假设1	**28.50%**					
相应毛利润增量（百万元）	29	57	114	171	228	285
毛利率假设2	**30.00%**					
相应毛利润增量（百万元）	30	60	120	180	240	300

来源：各公司财报，国金证券研究所

五、投资建议

- **量价齐升逻辑下，推荐支付行业。**结合前文所述，疫情对量及价均有加大压制，目前处于后疫情时代：1）量：随线下消费场景的修复，支付行业将迎修复，尤其是线下收单侧；同时银行卡收单牌照数量减少，疫情导致部分三方支付机构面临较大生存压力，尤其是中小机构，我们预计疫后行业竞争格局将发生一定变化，市场份额或更向头部机构集中，因为头部机构的市场地位、品牌效应、代理商体系及防御疫情的能力均较强；2）价：一方面疫后商户经营改善后，费率有提升空间，疫情前费率水平比 21 年高 0.02-0.04%；另一方面，行业内存在主动提价行为，新大陆旗下国通星驿已发布公告宣布提价，且国内费率水平远低于海外。
- 个股：从受益程度考虑，建议关注拉卡拉、新大陆、移卡。三家公司支付收入占比较高，均布局了银行卡收单业务且牌照续展成功。根据 2022 年每月的交易量数据，拉卡拉是除银联外线下 POS 机交易量最大的支付机构，其次是新国都旗下的嘉联支付（目前牌照续展中止审查中）、新大陆旗下的国通星驿、移卡旗下乐刷科技排名第六，第二与拉卡拉交易额占比差距较大。

图表 34：2022 年传统 POS 机交易量 TOP6 的支付机构占 TOP20 的比例

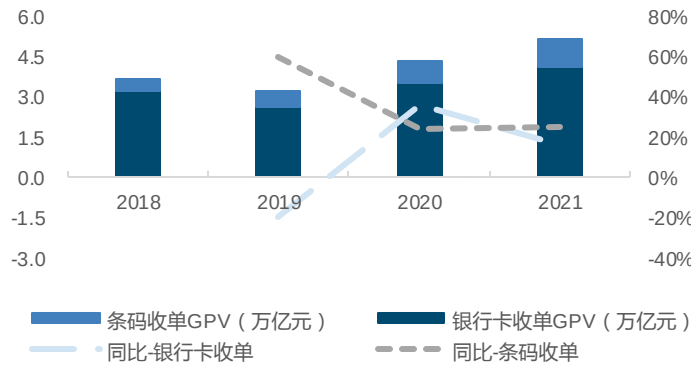


来源：POS 管家，POS 代理网，国金证券研究所，注：2021 年月度数据由剔除银联商务后的前 19 的机构数据计算得出

5.1 拉卡拉：银行卡收单三方支付机构龙头，支付业务收入占比 85%+

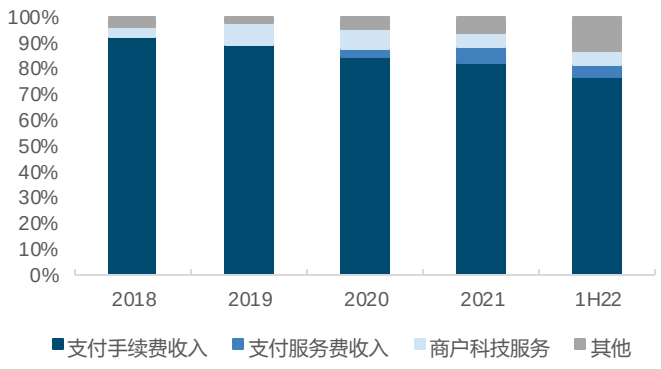
- 拉卡拉作为三方支付机构龙头，随行业修复量价的同时，有望在行业竞争格局变化中恒强，凭借自身优势进一步扩张。拉卡拉是仅次于银联商务的线下 POS 机支付龙头，银行卡收单 GPV 占比超 90%。银行卡收单费率较条码高，银行卡收单牌照数量减少，国通星轶已发公告提费率，海外 POS 机收单费率 1%-2%背景下，银行卡收单费率提升弹性更大。
- 拉卡拉支付业务收入占比超 85%。公司支付业务收入包括支付手续费收入及支付服务收入，二者合计占比超 85%，行业量价齐升下，预计公司业绩端体现更充分。

图表 35：拉卡拉收单交易额构成及其同比增速



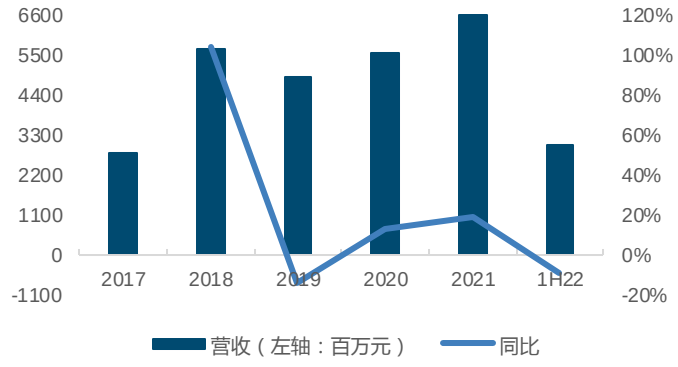
来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

图表 36：拉卡拉营收结构



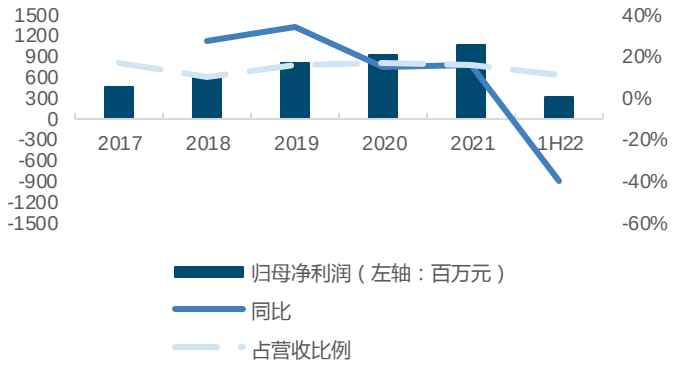
来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

图表 37：拉卡拉总营收及其同比增速



来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

图表 38：拉卡拉归母净利润及其同比增速、占营收比例

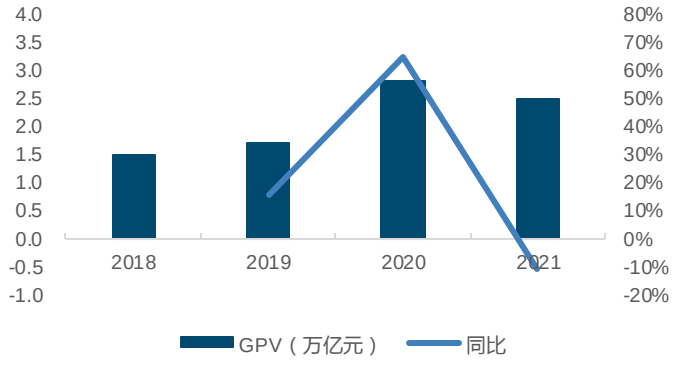


来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

5.2 新大陆：支付业务或量价齐升，终端销售亦受益行业的量价齐升

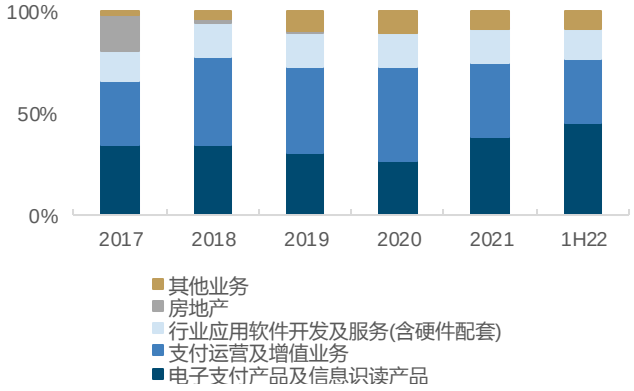
■ 新大陆支付交易规模仅次于拉卡拉和嘉联支付，终端销售业务或将随行业的量价齐升而盈利较大幅度增长。公司收入占比前二（合计超 75%）的业务是电子支付产品及信息识读产品、支付运营及增值业务，支付业务放量逻辑与拉卡拉类似，虽然该业务对公司而言收入贡献不及拉卡拉，但公司的硬件销售有望随行业量价齐升而放量。

图表 39：新大陆收单业务 GPV 及其同比增速



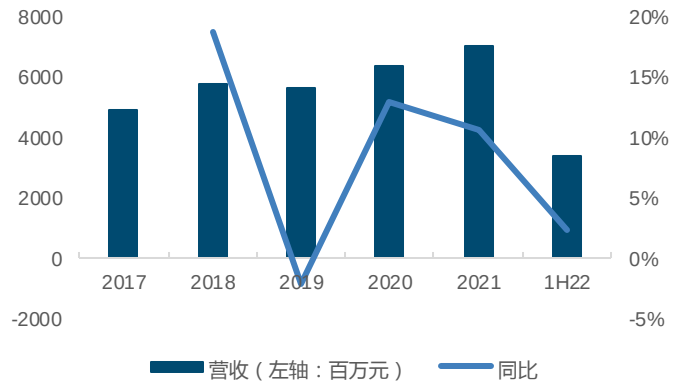
来源：新大陆公司财报，国金证券研究所

图表 40：新大陆营收结构



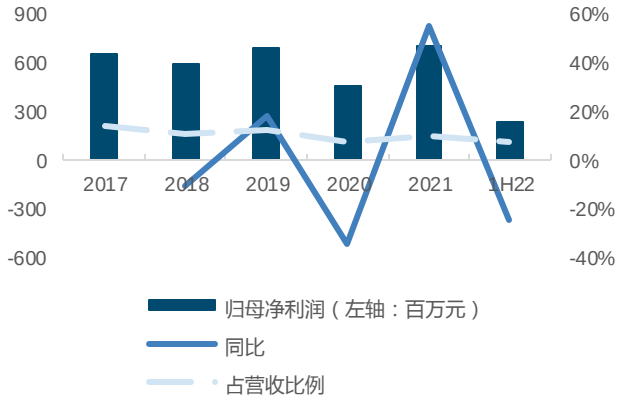
来源：新大陆公司财报，国金证券研究所

图表 41：新大陆总营收及其同比增速



来源：新大陆公司财报，国金证券研究所

图表 42：新大陆归母净利润及其同比增速、占营收比例



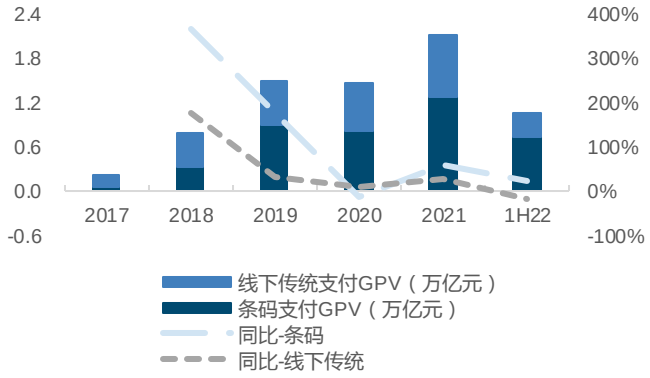
来源：新大陆公司财报，国金证券研究所

5.3 移卡：主业量价齐升，到店业务直接受益疫后线下场景修复

■ 一站式支付服务收入占比超 70%，到店电商快速放量，直接受益疫后线下场景修复，有望成为第二增长极。1）1H22 支付服务收入占比 77%+，其中条码支付 GPV 占比超 70%，POS 机支付占比相对拉卡拉及新国都低，整体受益行业量价齐升，但业绩端反

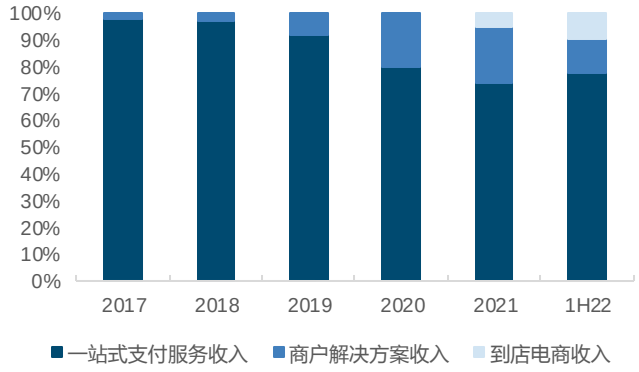
应预计弱于拉卡拉及新大陆。2）抖音β效应+自身强α，到店电商或成第二增长极。22 年前 10 个月抖音本地生活 GMV 较 21 年前 11 个月增长约 300%，发展迅速，行业空间广且格局分散，以 GMV 计美团到店份额约 7.9%，抖音入局预计更多切入增量市场，目前其本地生活加载率、点击率均低于广告，提升后有望驱动 GMV 翻倍，千千惠 GMV 占抖音约 6.2%，作为其头部服务商将受益；公司优势主要在于支付服务商户资源可高效复用，团队经验丰富，人效从 21 年的 7.4 增至 1H22 的 21.5 万元/年。

图表 43：移卡收单交易额构成及其同比增速



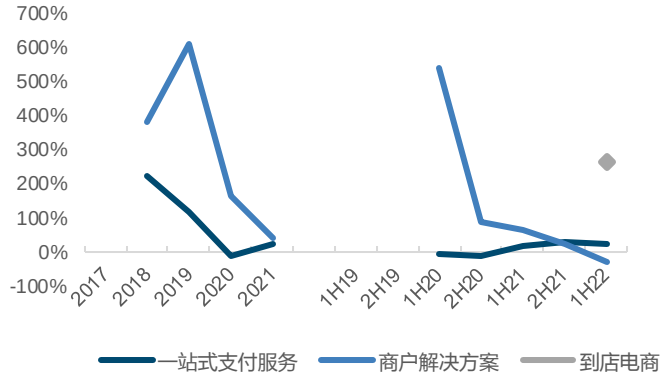
来源：移卡财报，国金证券研究所

图表 44：移卡营收结构



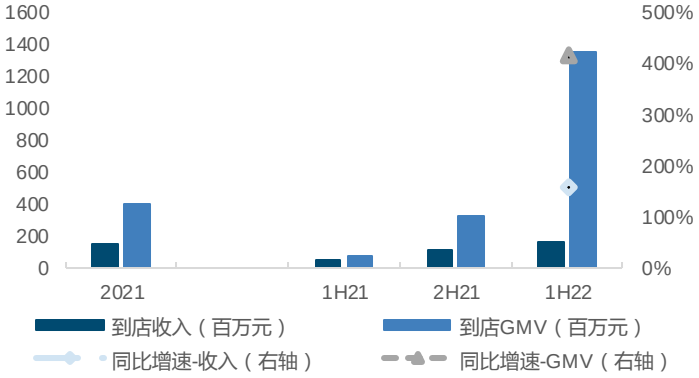
来源：移卡财报，国金证券研究所

图表 45：移卡各业务收入同比增速



来源：移卡财报，国金证券研究所

图表 46：移卡到店电商收入、GMV 及其同比增速



来源：移卡财报，国金证券研究所

六、风险提示

- 线下收单修复不及预期。疫情期间线下收单业务受影响较大，较大比例消费转向线上，若消费者形成该习惯，或影响线下收单修复；同时若线下消费修复不及预期，也会影响线下收单回暖。
- 支付费率提升不及预期。若支付费率提升过程中商户侧或监管侧阻力较大，则对费率提升幅度及节奏造成较大影响，进而影响相应标的业绩放量。
- 监管风险。银行卡收单等牌照数量整体在收缩，支付机构或面临牌照续展不成功的风险；同时或由于交易的违规而受到监管。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402