

第三方支付：费率逐渐明确叠加支付规模扩张，行业迈入成熟发展阶段

——金融科技系列报告 1

核心观点

- 第三方支付行业：收费标准基本确定，市场空间随交易规模提升。**（1）第三方支付行业总体产业政策稳定：前期政策制定多围绕监管完善、风险政治等主题，旨在推进行业健康发展；近期总体政策更新较少。（2）价：“96费改”后，支付的收费总体原则确定：即区分商户类别制定商户手续费，以餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生类 0.38%和公益类 0，并按 7:2:1 的比例在发卡银行、收单机构及卡组织之间分配，实现借贷合一，政府指导定价，特定行业实施上限管理。（3）量：在银行卡收单规模方面，根据人民银行数据，银行非现金支付业务交易量与交易规模、银行卡交易量与交易规模稳健增长，第三方支付市场空间稳健提高。
- 产业参与方及商业模式：**第三支付的主体为账户方、清算方以及收单方。其中，账户方基本为支付宝、微信二分市场；清算方主要由银联等国家机构完成，收单方的市场化竞争较为激烈。第三方收单商业模式较为简单：厂商通过在商户铺设自己的终端收单设备（POS 机、聚合支付条码等），商户通过收单方的机器向消费者收费。在此过程中，收单方会向商家收取部分交易费用。而在后续的清算过程中，收单方需要向账户方与清算方支付部分通道费用。剩余的部分为收单方厂商的利润。
- 竞争格局：支付牌照收紧，针对牌照需求的并购增加。三方支付牌照收紧后，公司多通过并购/收购股权方式入局。**（1）账户侧：支付宝、财付通二分天下；（2）收单侧：线下资源分散，市场集中度较账户侧低。

投资建议与投资标的

- 消费复苏有望催化支付业务弹性，行业内公司也可通过帮助中小微商户加快数字化转型拓展新营收曲线。另外，关于规范个人收款码的相关要求将进一步提升对个人经营者和小微商户的收单服务质量，为商户服务及收单公司提供标准合规化的经营环境，将为商户服务及收单公司创造营收增量。建议关注移卡(09923, 买入)、拉卡拉(300773, 买入)、新大陆(000997, 未评级)、海联金汇(002537, 未评级)。

风险提示

- 监管风险；宏观风险；第三方支付费率下降风险；竞争加剧风险。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

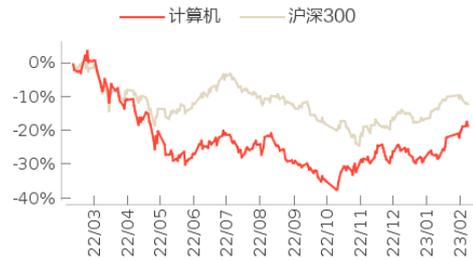
中国

行业

计算机行业

报告发布日期

2023 年 02 月 14 日



证券分析师

张颖

021-63325888*6085

zhangying1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514090001

香港证监会牌照：BRW773

联系人

王婉婷

wangwanting@orientsec.com.cn

周天恩

zhoutianen@orientsec.com.cn

相关报告

监管筑基，行稳致远：——金融科技行业 2022-11-22
2023 年度投资策略

目录

一、	第三方支付行业：收费标准基本确定，市场空间随交易规模提升	4
1.1、	产业政策环境	5
1.2、	价：“96 费改”奠定行业费率标准	6
1.3、	量：支付规模稳健提升	7
二、	产业参与方及商业模式	8
三、	竞争格局：支付牌照收紧，针对牌照需求的并购增加	10
3.1、	第三方支付牌照收紧后，公司多通过并购/收购股权方式入局	10
3.2、	账户侧：支付宝、财付通二分天下	12
3.3、	收单侧：市场集中度较账户侧低	12
四、	第三方支付行业发展趋势	13
4.1、	账户侧：C 端格局稳定，B 端竞争仍激烈	13
4.2、	收单侧：关注致力于打造支付业务闭环的新入局者	14
4.3、	第二增长曲线探索：产业数字化基础——聚合支付	14
	投资建议与投资标的	15
	移卡	15
	拉卡拉	17
	新大陆	18
	海联金汇	19
	风险提示	19

图表目录

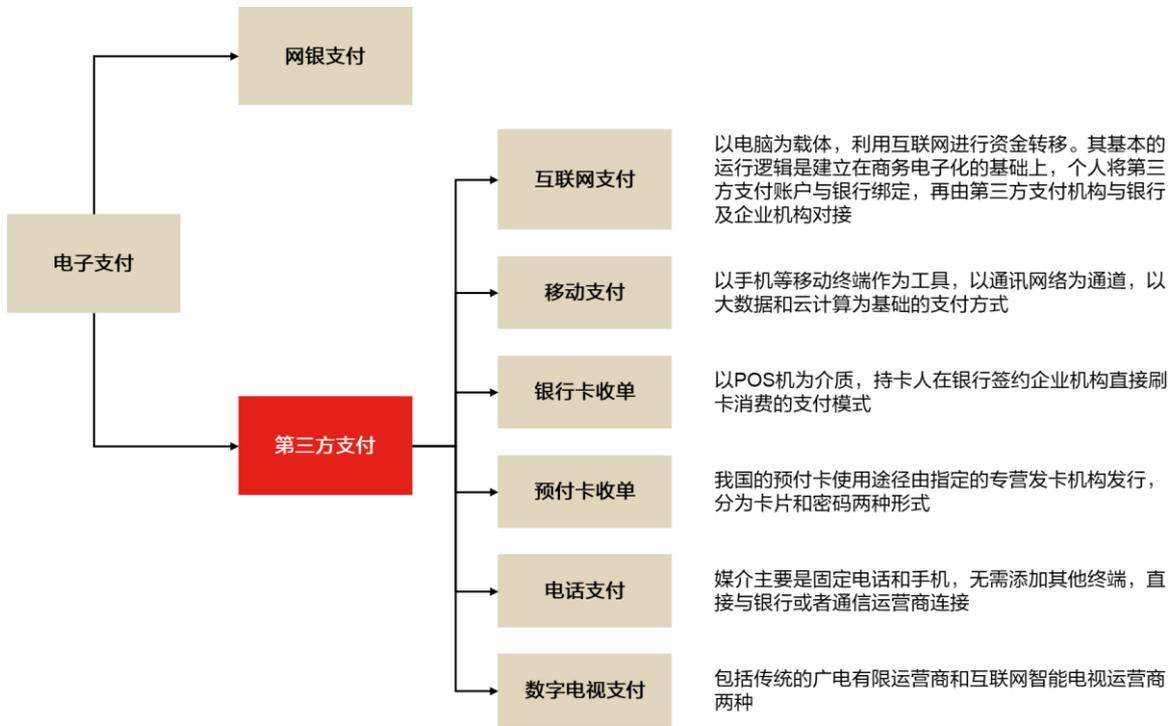
图 1：电子支付、第三方支付概念划分	4
图 2：我国银行非现金支付业务交易笔数，2011-2021	7
图 3：我国银行非现金支付业务交易规模，2011-2021	7
图 4：我国银行卡交易量，2011-2021	7
图 5：我国银行卡交易规模，2011-2021	7
图 6：我国电子支付业务交易笔数，2013-2021	7
图 7：我国电子支付业务交易规模，2013-2021	7
图 8：我国移动支付业务交易笔数，2013-2021	8
图 9：我国移动支付业务规模，2013-2021	8
图 10：第三方支付产业链图谱	8
图 11：第三方支付流程（考虑收单外包等环节，且费率在不同情况下稍有区别，仅作参考）	9
图 12：2020 年 Q2 中国第三方支付综合支付竞争格局	12
图 13：2020 年 Q2 中国第三方支付移动支付市场竞争格局	12
图 14：2019 年中国第三方支付线下收单市场竞争格局（按 GPV 计）	12
图 15：2020-2025 年中国第三方支付综合支付交易规模结构	13
图 16：聚合支付平台功能	14
图 17：移卡营收情况	15
图 18：移卡净利润情况	15
图 19：移卡主营业务构成（单位：亿元）	16
图 20：移卡主营业务占比（单位：%）	16
图 21：移卡通过支付服务发展到店电商服务及商户解决方案	16
图 22：拉卡拉营业总收入情况	17
图 23：拉卡拉归母净利润情况	17
图 24：拉卡拉支付收款业务矩阵	18
图 25：联动优势线上聚合支付功能	19
表 1：中国金融科技发展历程	4
表 2：第三方支付行业相关政策	5
表 3：“96 费改”前后费率对比	6
表 4：支付环节参与方盈利模式	10
表 5：首批获批第三方支付牌照公司名单	10
表 6：2017 年以来我国第三方支付行业并购事件汇总	11
表 7：《非银行支付机构条例（征求意见稿）》市场支配地位相关规定	13

一、第三方支付行业：收费标准基本确定，市场空间随交易规模提升

电子支付是指消费者、商家和金融机构之间使用安全电子手段把支付信息通过信息网络安全地传送到银行或相应的处理机构，用来实现货币支付或资金流转的行为。

第三方支付是电子支付的主要形式，是指具备一定实力和信誉保障的独立机构，通过与银联或网联对接而促成交易双方进行交易的网络支付模式。在第三方支付模式中，买方选购商品后，使用第三方平台提供的账户进行货款支付（支付给第三方），并由第三方通知卖家货款到账、要求发货；买方收到货物，检验货物，并且进行确认后，再通知第三方支付；第三方支付再将款项转至卖家账户。

图 1：电子支付、第三方支付概念划分



数据来源：无忧支付，新浪财经，东方证券研究所

第三方支付在金融科技发展历程中占据极为重要的地位。以中国金融科技发展历程为例，中国金融科技发展历程大致可分为金融电子化（1970-2005）、金融信息化（2006-2010）、互联网金融（2011-2015）与金融科技（2016至今）等4个阶段，从金融信息化时代开始，第三支付的地位开始凸显，在这一时期央行上线第二代支付系统，同时面向非金融机构发放了支付牌照，催化第三方支付生态的繁衍，手机支付形式开始发展，第三方支付也开始进入基金等传统金融领域。在互联网金融阶段，央行发放了首批27张支付牌照，为金融科技的发展奠定了基础。

表 1：中国金融科技发展历程

金融电子化	1970-2005年	引进国外厂商主机和系统
		人民银行电子信息系统运行

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		头部银行推出网上银行服务
金融信息化	2006-2010 年	工商银行开展“两地三中心”新架构建设
		央行上线第二代支付体系
		非金融机构支付牌照发放
		手机支付发展
		第三方支付首次获批进入基金领域
互联网金融阶段	2011-2015 年	央行发放了首批 27 张支付牌照
		支付宝联手天弘基金上线余额宝服务
		央行等十部委联合印发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确了互联网金融的概念
金融科技阶段	2016 年至今	2017 年 5 月，央行成立金融科技（FinTech）委员会
		印发国内首份规范金融科技发展的顶层文件《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》
		2019 年 12 月 5 日，央行宣布推出金融科技创新监管试点，北京率先开展，中国版“监管沙箱”正式启动
		金融科技创新监管试点地区不断扩容，除了北京，已扩容至上海市、重庆市、深圳市、河北雄安新区、杭州市、苏州市、成都市、广州市等多个市（区）

数据来源：中国电子银行网，东方证券研究所

1.1、产业政策环境

第三方支付行业总体产业政策稳定：前期政策制定多围绕监管完善、风险政治等主题，旨在推进行业健康发展；近期总体政策更新较少。

表 2：第三方支付行业相关政策

颁布时间	政策名称	主要内容
2016.07.01	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	第三方账户实名制及个人支付账户分 I、II、III 类。保证账户安全，维护正常经济秩序，有效防止洗钱、恐怖融资等行为。
2016.04.12	《国务院办公厅关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》	①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 in 人民银行或符合要求的商业银行。人民银行或商业银行不向非银行支付机构备付金账户计付利息；②非银行支付机构不得连接多家银行系统，变相开展跨行清算业务；③开展支付业务的机构应依法取得相应业务资质，不得无证经营支付业务
2016.04.13	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》	①开展支付机构客户备付金风险和跨机构清算业务整治，包括加大对客户备付金问题的专项整治和整改监督力度，建立支付机构客户备付金集中存管制度，逐步取消对支付机构客户备付金的利息支出，规范支付机构开展跨行清算行为，按照总量控制、结构优化、提高质量、有序发展的原则，严格把握支付机构市场准入和监管工作；②开展无证经营支付业务整治
2017.04.17	《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	①支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息。②人民银行根据支付机构的业务类型和最近一次分类评级结果确定支付机构交存客户备付金的比例，并根据管理需要进行调整。③获得多项支付业务许可的支付机构，从高适用交存比例。
2018.06.30	《关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》	2018 年 6 月 30 日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2018.07.09	《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》	自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100%集中交存。交存时间为每月第二个星期一（遇节假日顺延），交存基数为上一个月客户备付金日均余额。支付机构“备付金集中存管账户”的资金划转应当通过中国银联股份有限公司或网联清算有限公司办理。
2021.03.01	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	规范了备付金集中交存后的客户备付金集中存管业务
2020.10.13	《非银行支付机构行业保障基金管理办法（征求意见稿）》	支付机构行业保障基金是指按照该办法规定筹集形成的，用于化解和处置因支付机构客户备付金缺口导致的行业风险的非政府性行业互助资金。支付机构将全部客户备付金作为其清算保证金。中国人民银行按季度计提支付机构清算保证金利息划入基金。计提比例按照支付机构分类评级结果确定。
2020.01.20	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	强化综合监管，系统性提出支付机构在从事支付业务时必须遵守的原则与规定

数据来源：各部门官网，东方证券研究所

1.2、价：“96 费改”奠定行业费率标准

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，因此被业内称为“96 费改”。“96 费改”后，第三方支付各环节分润比逐渐趋于稳定。

“96 费改”后，支付的收费总体原则确定：即区分商户类别制定商户手续费，以餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生类 0.38%和公益类 0，并按 7:2:1 的比例在发卡银行、收单机构及卡组织之间分配。借贷合一，政府指导定价，特定行业实施上限管理。

表 3：“96 费改”前后费率对比

相关方	新政商户类别	96 费改前	96 费改后
发卡行服务费	标准类	借记卡（含预付费卡）：交易金额的 0.35%（单笔封顶 13 元） 贷记卡（含准贷记卡）：交易金额的 0.45%（不封顶）	餐娱类：交易金额的 0.9%（房地产和汽车销售封顶 60 元） 一般类：交易金额的 0.55%（批发类封顶 20 元）
	优惠类	借记卡（含预付费卡）：交易金额的 0.273%（单笔封顶 10.14 元） 贷记卡（含准贷记卡）：交易金额的 0.351%（不封顶）	民生类：交易金额的 0.26%
	减免类	0	公益类：0
银联网络服务费	标准类	分别向发卡机构、收单机构收取交易金额的 0.0325%（单笔封顶 3.25 元）	餐娱类：交易金额的 0.13%（房地产和汽车销售封顶 10 元） 一般类：交易金额的 0.08%（批发类封顶 2.5 元）
	优惠类	分别向发卡机构、收单机构收取交易金额的 0.0254%（单笔封顶 2.54 元）	民生类：交易金额的 0.04%
	减免类	0	公益类：0
收单服务费	标准类	市场化定价	餐娱类：交易金额的 0.22%（房地产和汽车销售封顶 10 元） 一般类：交易金额的 0.15%（批发类封顶 3.5 元）
	优惠类		民生类：交易金额的 0.08%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	减免类		公益类：成本价
总体原则		不区分商户类别、借贷分离、实行政府指导价、上限管理	区分商户类别制定商户手续费，即餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生类 0.38%和公益类 0，并按 7:2:1 的比例在发卡银行、收单机构及卡组织之间分配。借贷合一，政府指导价，特定行业上限管理。

数据来源：国家发改委，中国人民银行《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，东方证券研究所

1.3、量：支付规模稳健提升

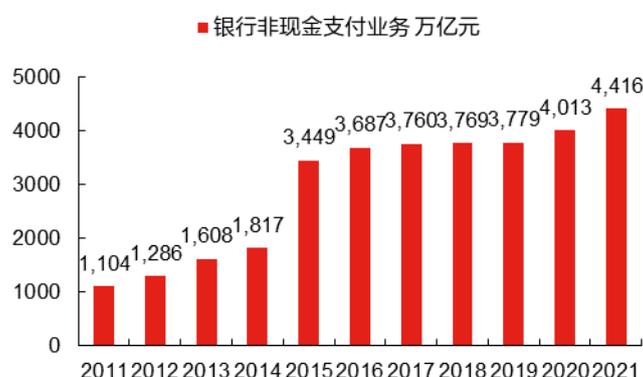
在银行卡收单规模方面，根据人民银行数据，银行非现金支付业务交易量与交易规模、银行卡交易量与交易规模稳健增长，第三方支付市场空间稳健提高。

图 2：我国银行非现金支付业务交易笔数，2011-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 3：我国银行非现金支付业务交易规模，2011-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 4：我国银行卡交易量，2011-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 5：我国银行卡交易规模，2011-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

在移动支付收单方面：根据中国人民银行数据，电子支付业务笔数持续增长，2015 年后电子支付业务交易规模总体波动上升。而在电子支付业务中，移动支付业务的规模持续增长，占电子支付业务的比重不断上升。

图 6：我国电子支付业务交易笔数，2013-2021

图 7：我国电子支付业务交易规模，2013-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 8：我国移动支付业务交易笔数，2013-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 9：我国移动支付业务规模，2013-2021



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

二、产业参与方及商业模式

第三方支付的主体为账户方、清算方以及收单方。其中，账户方基本为支付宝、微信二分市场；清算方主要由银联等国家机构完成，收单方的市场化竞争较为激烈，行业分析的重点落脚于收单方。

- **账户方：**C 端用户用以支付的钱包，既可以是第三方支付机构的虚拟账户，也可以是银行账户（即第三方支付机构通过快捷支付完成交付交易）。代表性机构包括支付宝、财付通（微信支付）等。
- **清算方：**负责支付过程中的资金清算、交易对账等职能，并收取一定的清算手续费。其中，银联主要承担银行卡收单等清算职能。2017 年网联清算有限公司成立后，开始承担互联网支付的清算功能。
- **收单方：**即受理机构，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。该类机构主要包括银联商务、拉卡拉、移卡、新国都等。早期收单方式以 POS 收单为主，近年来二维码等条码收单业务占比逐渐提升。

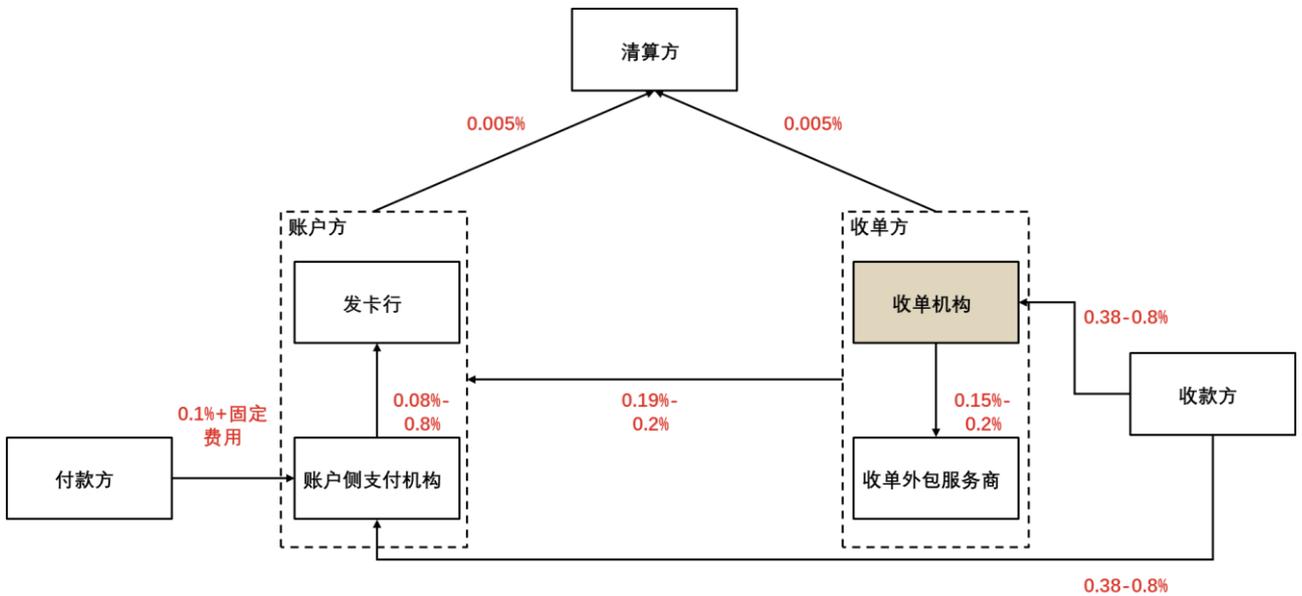
图 10：第三方支付产业链图谱



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

第三方收单商业模式较为简单：厂商通过在商户铺设自己的终端收单设备（POS 机、聚合支付条码等），商户通过收单方的机器向消费者收费。在此过程中，收单方会向商家收取部分交易费用。而在后续的清账过程中，收单方需要向账户方与清算方支付部分通道费用。剩余的部分为收单方厂商的利润。

图 11：第三方支付流程（考虑收单外包等环节，且费率在不同情况下稍有区别，仅作参考）



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

支付行业盈利模式较为简单，在铺设 POS 机具后，从用户支付的费用收取 0.38%-0.8%的手续费作为收入，再从中扣除付给清算方、账户方的成本。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 4：支付环节参与方盈利模式

支付方式	参与方	盈利模式
直接支付	商业银行	银行卡交易发卡行手续费分润；银行卡交易收单行手续费分润；电子银行转账等手续费；快捷支付手续费分润
第三方支付	清算侧	核心商业模式包括银行卡收单跨行交易手续费分润；ATM 跨行取款收费；非金融机构支付清算；银行卡发行品牌服务等
	账户侧	交易手续费分润；收单方手续费分润等
	收单方	电商交易商户交易佣金；电商平台支付解决方案；沉淀资金利息收入等

数据来源：中国人民银行，蓝色智慧，东方证券研究所

三、竞争格局：支付牌照收紧，针对牌照需求的并购增加

获得第三方支付牌照类型包括互联网支付牌照、移动电话支付牌照、固定电话支付牌照、数字电视支付牌照、预付卡发行与受理牌照、预付卡受理牌照、银行卡收单牌照等。央行自 2017 年起整顿第三方支付，收紧第三方支付牌照的发放。

表 5：首批获批第三方支付牌照公司名单

序号	公司	序号	公司
1	支付宝（中国）网络技术有限公司	13	深圳市快付通金融网络科技服务有限公司
2	银联商务股份有限公司	14	裕福支付有限公司
3	资和信电子支付有限公司	15	易生支付有限公司
4	财付通支付科技有限公司	16	银盛支付服务股份有限公司
5	通联支付网络服务股份有限公司	17	迅付信息科技有限公司
6	开联通支付服务有限公司	18	网银在线（北京）科技有限公司
7	易宝支付有限公司	19	新生支付有限公司
8	快钱支付清算信息有限公司	20	平安付电子支付有限公司
9	上海汇付数据服务有限公司	21	拉卡拉支付股份有限公司
10	上海盛付通电子支付服务有限公司	22	上海付费通信息服务有限公司
11	北京钱袋宝支付技术有限公司	23	平安付科技服务有限公司
12	东方电子支付有限公司	24	杉德支付网络服务发展有限公司

注：广州银联网络支付有限公司、北京数字王府井科技有限公司、北京银联商务有限公司拟与其控股股东银联商务股份有限公司开展整合工作，向中国人民银行提交了中止续展审查申请，在中止审查期间继续开展业务。

数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

3.1、第三方支付牌照收紧后，公司多通过并购/收购股权方式入局

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2018 年互联网金融监管，支付牌照收紧：2011 年-2018 年，央行共发行 271 张支付牌照，其中 23 张被注销，市场目前有 248 张支付牌照。2018 年，央行官网有出相关公告，个别几家第三方支付公司不再被续期开展业务，监管趋于严格。另外，2017 年，网联（非银行支付机构网络支付清算平台）面世，央行发文明确要求非银支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理，时间规定在 2018 年 6 月 30 日时所有网络支付业务全部通过网联平台处理。网联的成立，意味着第三方支付机构无法再绕开官方清算机构，央行将掌握所有用户的交易信息，有利于全部纳入央行以便监管。

第三方支付牌照收紧后，公司多通过并购/收购股权方式入局第三方支付市场。完成第三方支付牌照收购公司的主体主要包括以下几类：互联网企业/支付场景相关企业（京东、字节跳动、拼多多、滴滴出行），外资支付公司进入中国市场/获得中国第三方支付公司的资源（Paypal、Wirecard）、产业链上下游企业（新国都）等。其中，自 2020 年下半年起，主要互联网大厂开始加快布局第三方支付业务：

- 2020 年 8 月 31 日，快手旗下“北京达佳互联信息技术有限公司”申请多个名为“老铁支付”的商标，2020 年 11 月快手收购持牌支付机构易联支付；
- 2020 年 9 月，字节跳动通过合众易宝获持第三方支付牌照。2021 年 1 月，抖音 APP 上线抖音支付；
- 2020 年 1 月，拼多多通过持股公司，完成了对费通的控股，2021 年 1 月拼多多关联公司新增“拼多多支付”商标申请；
- 2021 年 1 月，哔哩哔哩关联公司上海幻电信息科技有限公司完成对“bilibilipay.com”、“bilibilipay.cn”等域名备案；
- 2021 年 11 月，哔哩哔哩收购浙江甬易电子支付公司的 65.5% 互联网支付资质。

表 6：2017 年以来我国第三方支付行业并购事件汇总

时间	公司名称	被收购方	收购股权比例
2021/11/20	Bilibili	甬易电子	65.5%
2021/1/12	Paypal	国付宝	30%
2021/1/5	江泉实业	芯火科技	100%
2020/11/24	快手	易联支付	60%
2020/9/9	博彦科技	江苏亚银	60%
2020/9/3	字节跳动	合众支付	100%
2020/1/24	拼多多	付费通	50%
2019/11/8	翠微股份	海科融通支付通	未透露
2019/11/6	Wirecard	商银信支付	100%
2019/10/1	Paypal	国付宝	70%
2019/6/6	京东	哆啦宝	100%
2018/7/12	神州高铁	优络科技	100%
2017/11/20	新国都	嘉联支付	100%
2017/9/11	神州付	果仁宝	70%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2017/8/14	赫美集团	金卡易联	90%
2017/6/14	易建科技	智融信达	100%
2017/5/24	天润教娱	虹软协创	100%
2017/4/11	51 信用卡	雅酷卡	100%
2017/3/13	滴滴出行	滴滴支付	100%
2017/3/13	滴滴出行	19pay 一九付	100%

数据来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，东方证券研究所

3.2、 账户侧：支付宝、财付通二分天下

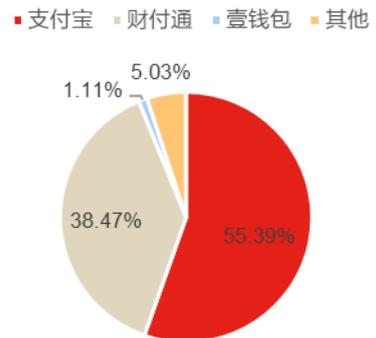
账户侧支付宝、财付通（微信支付）两家独大。支付宝与微信支付依靠流量优势迅速建立用户支付习惯，C 端用户形成极高的粘性，短期内难以被替代。此外，其他第三方支付账户厂商还包括壹钱包、京东支付、快钱、易宝、银联商务、苏宁支付等。

图 12：2020 年 Q2 中国第三方支付综合支付竞争格局



数据来源：Analysys，前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 13：2020 年 Q2 中国第三方移动支付市场竞争格局

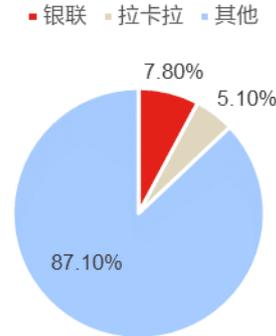


数据来源：Analysys，前瞻产业研究院，东方证券研究所

3.3、 收单侧：市场集中度较账户侧低

收单侧市场集中度低的原因包括，收单侧需对接线下资源，头部企业的规模效应难以形成。收单侧竞争更为剧烈，全国性收单机构约有 30 家，区域性收单机构也有约 30 家，这些收单机构均有稳定的线下点位覆盖，线下收单集中度提升缓慢。

图 14：2019 年中国第三方支付线下收单市场竞争格局（按 GPV 计）



数据来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，东方证券研究所

四、第三方支付行业发展趋势

4.1、账户侧：C端格局稳定，B端竞争仍激烈

2021年1月20日，央行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，这一文件的出台代表央行对于第三方支付监管法律层级的提升。中国人民银行及其分支机构可以依法履行对非银行支付机构的监督管理职责，向国务院反垄断执法机构建议采取停止滥用市场支配地位、停止实施集中、按照支付业务类型拆分非银行支付机构等措施。

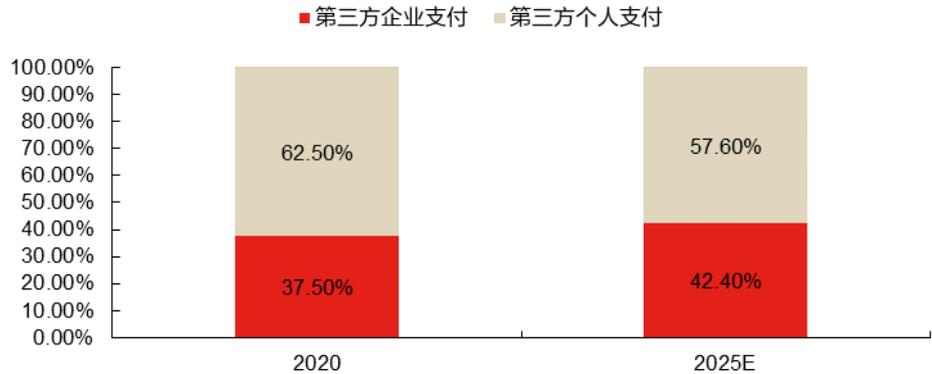
表 7：《非银行支付机构条例（征求意见稿）》市场支配地位相关规定

第五十五条（市场支配地位预警措施）：非银行支付机构有下列情形之一的，中国人民银行可以商请国务院反垄断执法机构对其采取约谈等措施进行预警：
一个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到三分之一
两个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到二分之一
三个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到五分之三
第五十六条（市场支配地位情形认定）：有下列情形之一的，中国人民银行可以商请国务院反垄断执法机构审查非银行支付机构是否具有市场支配地位
一个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到二分之一
两个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到三分之二
三个非银行支付机构在非银行支付服务市场的市场份额达到四分之三

数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

对于 C 端头部两家机构支付宝和微信支付而言，用户支付习惯已经形成，C 端用户粘性短期难以替代，C 端第三方支付账户侧格局已然稳定。而对于 B 端而言，一方面，第三方支付可以为不同规模、不同领域企业提供集支付、财务管理、资金管理等服务于一体的解决方案，推动产业的数字化转型；另一方面产业数字化转型将带动第三方支付规模的提升。B 端通过商户服务、产业生态等产业链上下游资源对商户的竞争仍然处于强竞争期。

图 15：2020-2025 年中国第三方综合支付交易规模结构



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

4.2、收单侧：关注致力于打造支付业务闭环的新入局者

互联网巨头通过收购入场：近年来美团、字节跳动、拼多多等互联网巨头均开启支付业务。第三方支付牌照收窄，美团、拼多多等大型电商通过收购获得第三方支付牌照。2019年6月6日，京东收购哆啦宝100%股权；2020年1月24日，拼多多收购付费通50%股权，2020年9月3日，字节跳动收购合众支付100%股权。其中，美团集团-金融服务平台旗下的美团收单，专注于实现支付、外卖、团购、会员营销的功能融合，已开发出“智能POS”、“美团收款码”、“秒付”、“全渠道会员营销”等一系列智能、快捷、高效的产品。

支付业务可以帮助互联网巨头构建支付业务闭环：开启支付业务对于互联网巨头而言具有多方优势：

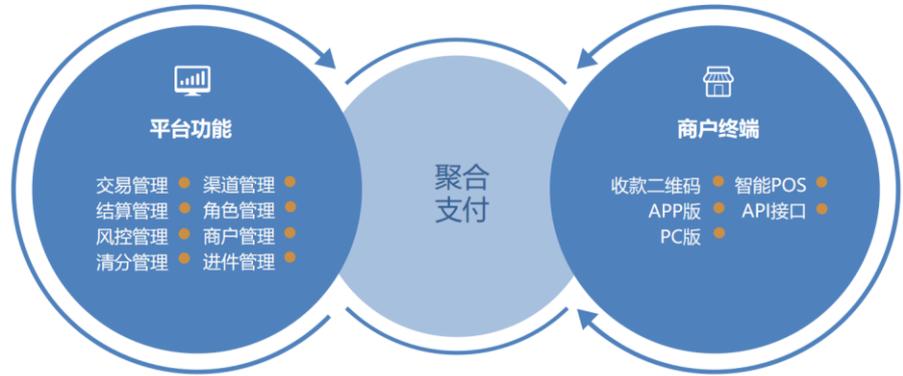
- 1) 帮助互联网企业节约支付手续费，企业体量越大，可节约的支付手续费规模越大；
- 2) 互联网巨头可以依赖第三方支付业务形成自身的业务闭环，巩固自身依托流量优势积累的数据资源；
- 3) 互联网巨头可将交易流量转化为支付流量，后续可进一步开拓信贷、理财等金融服务，拓宽业务场景。

监管部门在推行反垄断政策，改善商业竞争环境，禁止部分厂商通过零费率手段恶性竞争，扩大业务规模，未来不公平的竞争状况会大幅度改善，整个行业竞争环境将逐步改善。

4.3、第二增长曲线探索：产业数字化基础——聚合支付

聚合支付的定义较为广泛，包括支付方式的聚合、支付场景的聚合、支付资金到账和管理的聚合以及支付能力的聚合。聚合支付的供应商在为商户提供多个支付渠道融合的同时，叠加收银终端销售与维护、营销导流等服务，在提高商户粘性的同时提高商户数字化转型的程度。

图 16：聚合支付平台功能



数据来源：亚银网络，东方证券研究所

国内的聚合支付已经历业务探索期，未来聚合支付的发展将更加成熟。聚合支付发展初期门槛低，众多厂商发展速度较快。但聚合支付后期维护成本更高，这导致了聚合支付厂商盈利能力差，虽然行业厂商众多，但发展初期并未出现具有规模效应的龙头企业。随着聚合支付商业模式发展逐步成熟，聚合支付供应商在为中小微商户提供支付的同时开拓增值服务，如线上化进货渠道、面向管理侧业务的 SaaS 平台服务等。未来，头部聚合支付收单机构（收钱吧、云收单）的规模效应预计将逐步显现。

投资建议与投资标的

消费复苏有望催化支付业务弹性，行业内公司也可通过帮助中小微商户加快数字化转型拓展新营收曲线。另外，关于规范个人收款码的相关要求将进一步提升对个人经营者和小微商户的收单服务质量，为商户服务及收单公司提供标准合规化的经营环境，将为商户服务及收单公司创造营收增量。建议关注移卡(09923, 买入)、拉卡拉(300773, 买入)、新大陆(000997, 未评级)、海联金汇(002537, 未评级)。

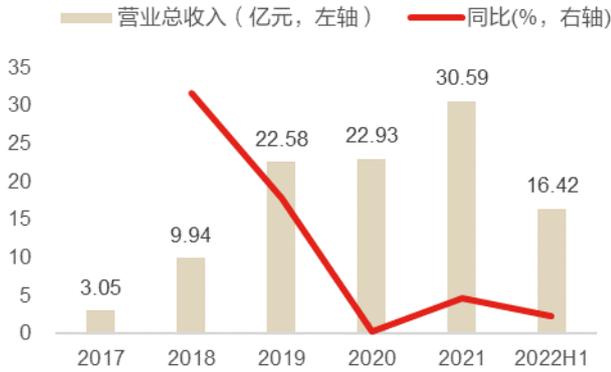
移卡

移卡是以支付为基础的领先科技平台，主要为商户及消费者提供支付及商业服务。公司依靠提供支付服务获取客户，并向他们提供科技赋能商业服务。该服务由子公司“乐刷科技有限公司”负责，“乐刷科技有限公司”于2014年获得中国人民银行支付业务许可证，提供全国银行卡收单及移动电话支付业务。根据奥纬咨询报告，按2019年的交易笔数计，公司在独立非银行二维码支付服务提供商中排名第二。

公司营收保持稳定增长。2022年H1，公司营业收入16.42亿元，同比增长17.1%。其中，公司一站式支付服务营收12.71亿元，同比增长21.8%；到店电商服务营收1.62亿元，同比增长259.4%。

图 17：移卡营收情况

图 18：移卡净利润情况



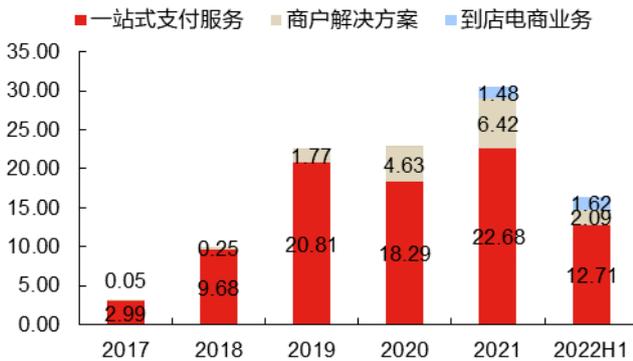
数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

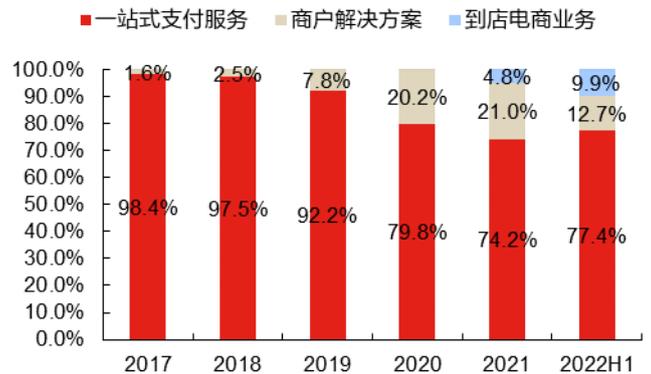
公司营收以一站式支付服务为主，但与此同时，公司致力于复用一站式支付服务渗透的客户资源，商户解决方案与到店电商服务的占比逐渐增加，2021 年移卡的商户解决方案与到店电商服务占比增长至 25.84%。2021 年，公司将到店电商业务独立披露，2022H1，到店电商业务营收占比达到 9.9%。

图 19：移卡主营业务构成（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：移卡主营业务占比（单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司借助自身的线下推广实力，为商户提供到店电商业务，为商户打造私域流量，将线下消费者转化为高频线上用户，服务种类包括：

- **多种线上营销工具：**通过多样化线上营销活动向用户智能推送、团购等；
- **消费者触达：**提供社交裂变营销以及微信小程序等 C 端触达服务；
- **消费者优惠定制化：**提供会员计划，提升用户复购率，提供餐饮、旅行、本地服务及其他消费品类的定制化折扣

2021 年 11 月 8 日，移卡宣布将向鼎鼎文化旅游（成都）有限公司（“千千惠”母公司）注资 1 亿元作为千千惠注册资本及资本储备。收购后，移卡将持有千千惠经扩大股本 60%，千千惠已融入移卡到店电商业务板块，与原有业务协同发展。

图 21：移卡通过支付服务发展到店电商服务及商户解决方案



数据来源：移卡官网，东方证券研究所

拉卡拉

拉卡拉是国内领先的第三方支付公司，公司定位于商户数字化经营服务商，以支付为入口，通过为商户提供支付、科技、供应链等赋能服务。（1）支付服务方面，公司致力于为商户提供便捷、安全、一站式的综合支付解决方案，支持刷卡、扫码、数字人民币、NFC、刷脸等各种支付方式，涵盖线上线下 B2C 支付、B2B 支付、跨境支付等各类场景；（2）科技服务方面，公司自主打造了“支付、金融、拓客”等 SaaS 科技平台和云超门店数字化经营平台，为商户和金融机构提供金融科技、IT 科技服务以及供应链运营服务。

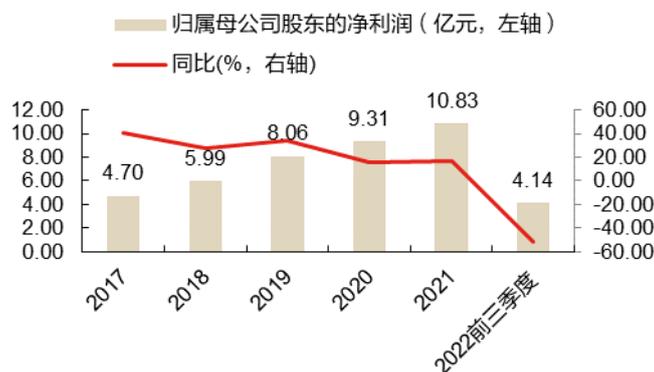
公司营收保持稳健增长，归母净利润持续增长，增速略有放缓。2019 年，公司主动调整和优化商户与收入结构，商户经营业务收入快速增长，提升了公司主营业务收入的毛利率水平，销售费用大幅度减少，公司净利润继续保持大幅增长态势；2020-2021 年，公司毛利率下滑，主要是疫情以来，公司积极响应国家关于金融机构减费让利、惠企利民的政策，向小微商户和渠道让利、以及终端大量投放后折旧增加所致。

图 22：拉卡拉营业总收入情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：拉卡拉归母净利润情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

支付业务：以国内收单市场为基本盘，在技术与市场中不断探索。公司在国内市场收单业务长期深耕构筑资源优势，收单规模保持行业前列。在新技术探索方面，拉卡拉作为国内首批与央行数研所签订战略合作协议的支付机构，现已全面支持数字人民币受理；在新市场探索方面，公司拓展跨境收单业务与海外收单业务。

科技业务：技术组件成熟，用户转化逐渐发力。（1）金融科技服务：公司构建的开放性金融科技 SaaS 平台，链接各行业客户及金融机构，拥有包括风险管理、融资管理、支付等多个工具模块。（2）IT 科技服务，公司运用自身成熟的系统能力和商户服务经验，开发“支付+SaaS 产品，并不断丰富数字化经营的功能模块。

图 24：拉卡拉支付收款业务矩阵



数据来源：拉卡拉官网，东方证券研究所

新大陆

聚焦条码识别和电子支付两个领域，公司通过内部整合资源和外延并购扩展两条路径，实现从硬件提供商到系统方案提供商，从业务运营合作方到数据运营合作方转变。公司的主营业务是为商户提供以商户服务平台为核心、以支付服务为支点、叠加金融服务等增值服务的商户综合运营服务，为电子支付行业和信息识别行业客户提供终端产品和系统解决方案，为综合信息技术服务行业和高速公路行业客户提供软件和系统开发等信息化服务。

收单业务：福建国通星驿网络科技有限公司成立于 2010 年 6 月，是由新大陆数字技术股份有限公司全资控股的一家专门提供银行卡收单综合支付服务的第三方支付机构。国通星驿拥有人民银行颁发的全国范围展业《支付业务许可证》（Z2012235000011），与中国银联、中国邮政等多家大型企业集团建立了长期战略合作关系。

核心能力与优势：新大陆拥有国际领先、完全自主知识产权的物联网二维码核心技术、行业芯片设计技术，2010 年正式发布了“全球首颗物联网应用二维码芯片”。创办至今，新大陆科技集团开发出并拥有自主知识产权的产品和技术 500 多项（其中软件产品 80 余项），科研成果的转化率超

过 80%；先后有 100 多项创新项目获得国家及省各类科技专项的立项。集团现有 500 多项国家专利和 13 项美国专利。

海联金汇

公司原是国内综合实力较强的家电零部件供应商。2016 年 7 月，公司成功重组并购了互联网金融信息技术服务公司联动优势科技有限公司，通过并购加快了公司产业转型升级，公司产业结构由家电零部件产业向互联网金融技术服务产业和整车及汽车总成件企业转型，并迈入新能源行业，成功实现“工业制造+互联网金融信息技术服务”双轮驱动发展模式。

公司三级全资子公司联动商务已经收到中国人民银行颁发的《支付业务许可证》。2016 年 7 月，公司成功重组并购了互联网金融信息技术服务公司联动优势科技有限公司。目前，公司主营业务含金融科技产业和智能制造产业，金融科技产业主要从事移动信息服务、第三方支付服务、大数据服务、运营商计费结算服务及跨境电商服务业务，智能制造产业主要从事汽车及配件、家电配件、电机及配件和模具业务。

图 25：联动优势线上聚合支付功能



数据来源：联动优势官网，东方证券研究所

风险提示

- **监管风险：**支付是强监管行业，监管措施变革或对企业运营产生影响；
- **宏观风险：**疫情放开后社零总额增速不及预期，行业总体交易规模增长亦会随之放缓；
- **第三方支付费率下降风险：**费率下降会减少行业总体的市场规模及利润水平；
- **竞争加剧风险：**线上收单会出现新进入者，行业内竞争存在加剧的可能性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。