

拉卡拉 (300773.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 18.49 元

目标价格: 28.28 元

第三方支付领军者，疫后业绩反转可期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	800/757
总市值/流通市值 (百万元)	14792/13997
每股净资产 (元)	4.51
资产负债率 (%)	68.66
一年内最高/最低 (元)	21.59/13.5

投资要点:

➢ **公司为我国第三方支付领域领头羊。**公司主要经营数字支付业务和科技服务业务，2022年展业受疫情影响较大，营业收入同比下滑18.5%，且由于收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络的情况，公司已按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户，出于谨慎性原则先冲减2022年当期损益，因此归母净利润为-14.37亿元，扣非后归母净利润为-1.21亿元。

➢ **数字支付领域监管趋严，头部企业更具发展优势，量价齐升可期。**2015年下半年以来，央行停发支付牌照，每年注销一定数量牌照，并对已持有牌照的非银行支付机构进行严格管控。公司作为首批拥有《支付业务许可证》的第三方机构，目前为行业领军者，有望在行业供给逐渐减少的情况下扩大市场份额。与此同时，此前由于疫情导致GPV增长承压且支付业务费率下行，随着疫情管控政策解除，线下消费活动逐渐复苏，量价均有望回归正常增长区间。

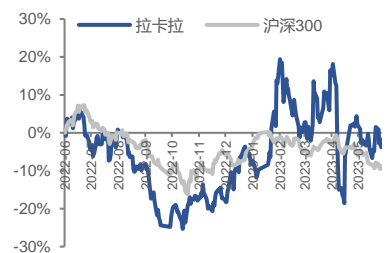
➢ **多元科技服务持续推进，紧握数字化发展机遇。**小微企业数字化转型需求强烈，支付机构可提供数字化升级服务为其解决经营短板，市场空间广阔。目前公司的科技服务业务主要包括金融科技、门店数字化经营服务等，随着疫后小微企业恢复正常经营，该业务有望重回增长趋势。

➢ **抢先布局数字人民币赛道，或成为领先玩家。**我国正大力推广数字人民币，多省市已将数字人民币纳入“十四五”规划并陆续发布试点方案。公司前瞻性布局数币领域，或形成先发优势，未来有望受益于数字人民币推广范围的不断扩大，贡献业绩增量。

➢ **盈利预测与投资建议：**预期2023-2025年归母净利润9.62/11.92/14.61亿元，采用可比公司PE估值法给予公司2023年23.57倍PE，2023年目标市值226.23亿元，对应目标价28.28元，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

➢ **风险提示：**GPV恢复不及预期、宏观经济变动、支付业务费率提升不及预期、数字人民币推广不及预期等风险。

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏

执业证书编号: S0210522050002

邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

分析师 林瑶

执业证书编号: S0210523030004

邮箱: ly30022@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,596	5,366	6,919	8,193	9,339
增长率	19%	-19%	29%	18%	14%
净利润(百万元)	1,083	-1,437	962	1,192	1,461
增长率	16%	-233%	167%	24%	23%
EPS(元/股)	1.35	-1.80	1.20	1.49	1.83
市盈率(P/E)	13.7	-10.3	15.4	12.4	10.1
市净率(P/B)	3.1	4.4	3.4	2.8	2.3

数据来源:公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

变量 1: 预计 2023-2025 年公司的营业收入分别同比增长 29%、18%和 14%。其中：**(1) 数字支付:** 2022 年该业务受疫情反复影响较大，随着疫情管控政策解除、线下消费活动持续复苏，GPV 有望重回上行通道；同时，此前支付业务费率呈小幅下降趋势，未来随着竞争趋缓，有望回归正常水平。因此，我们预期 2023-2025 年该业务营业收入分别为 59.78、71.11、80.97 亿元，分别同比增长 30.49%、18.96%、13.87%。**(2) 科技服务:** 我们认为，疫情后小微企业的数字化服务需求或逐渐回升，因此预期 2023-2025 年该业务营业收入分别为 4.72、5.85、7.15 亿元，分别同比增长 38.01%、23.90%、22.18%。**(3) 其他:** 我们预期 2023-2025 年该业务营业收入分别为 4.70、4.98、5.28 亿元，分别同比增长 6.00%、6.00%、6.00%。

变量 2: 预期 2023-2025 年公司的毛利率分别为 32.5%、33.3%和 34.2%。**(1) 数字支付:** 2022 年该业务受疫情影响较大，因此毛利率下滑明显，仅为 20.21%。我们认为，2023Q1 业务恢复情况良好，预期 2023-2025 年毛利率分别为 29.2%、29.8%、30.6%。**(2) 科技服务:** 我们认为，毛利率将随业务复苏，预期 2023-2025 年毛利率分别为 76%、77%、77%。**(3) 其他:** 预期 2023-2025 年毛利率分别为 31%、32%、32%。

我们区别于市场的观点

市场认为支付行业监管趋严，“跳码”事件或影响公司正常经营。我们认为，第三方支付牌照逐步减少，且持续出清不规范的中小企业，供给侧变革正在进行，而公司作为业内龙头，有望提升市场份额，或为利好事件。此外，我们认为，“跳码”事件对公司而言仅为一次性影响，2023Q1 已无大额的营业外支出，后续公司业务或将稳健推进。

股价上涨的催化因素

线下消费活动复苏情况良好，数字人民币推广力度加大。

估值和目标价

我们采用可比公司 PE 估值法，选择支付行业内的新国都、新大陆、移卡作为可比公司，给予公司 2023 年 23.57 倍 PE，得出对应目标价为 **28.28 元**，目标市值为 226.23 亿元，**首次覆盖**，给予“**买入**”评级。

风险提示

GPV 恢复不及预期、宏观经济变动、支付业务费率提升不及预期、数字人民币推广不及预期等风险。

正文目录

1	拉卡拉：短期扰动不改长期成长趋势	4
1.1	公司概况：国内第三方支付领头羊	4
1.2	财务分析：2022 年业绩承压，2023Q1 已快速恢复	6
2	数字支付领域监管趋严，头部企业更具发展优势，量价齐升可期	7
3	多元科技服务持续推进，紧握数字化发展机遇	11
4	抢先布局数字人民币赛道，或成为领先玩家	13
5	盈利预测及投资建议	14
5.1	收入与成本端	14
5.2	费用端	14
5.3	投资建议	15
6	风险提示	16

图表目录

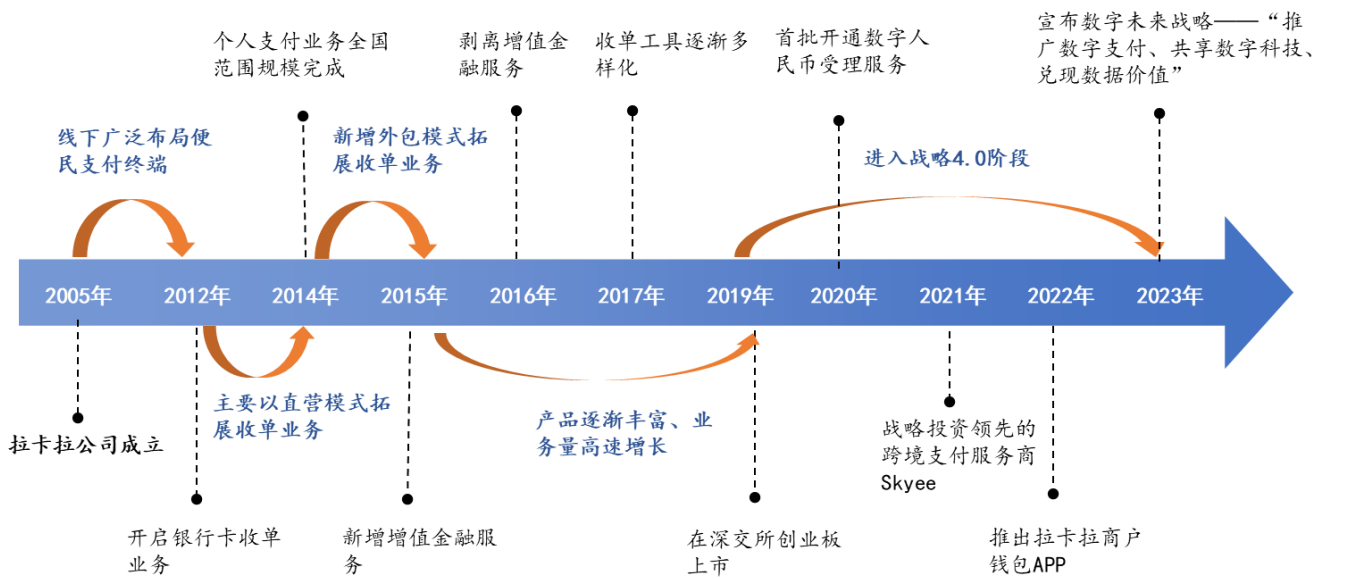
图表 1：公司的发展历程	4
图表 2：公司覆盖多种收款方式	5
图表 3：公司股权结构图	6
图表 4：2018-2022 年公司营业总收入及同比增速	6
图表 5：2018-2022 年公司归母净利润及同比增速	6
图表 6：2019-2022 年分业务营业收入情况	7
图表 7：2019-2022 年分业务毛利率	7
图表 8：2018-2022 年公司毛利率及净利率	7
图表 9：2018-2022 年公司三大费用率	7
图表 10：中国第三方综合支付交易规模	8
图表 11：中国第三方跨境支付市场规模	8
图表 12：第三方支付产业图谱	8
图表 13：2011-2022 年我国第三方支付牌照变动情况	9
图表 14：近期社零总额同比增速	10
图表 15：公司支付交易金额及同比增速	10
图表 16：2017-2022 年公司的支付业务收入/支付交易金额	10
图表 17：公司跨境支付业务四大优势	11
图表 18：拉卡拉商户钱包 APP	11
图表 19：支付机构可解决小微企业经营短板	12
图表 20：中小微商户数字化升级服务市场营收规模	12
图表 21：科技服务业务营业收入及同比增速	12
图表 22：拉卡拉金融科技平台模式	12
图表 23：各地区陆续推出数字人民币试点方案	13
图表 24：2022-2025E 公司分业务营业收入/毛利率及三大费用率情况	15
图表 25：拉卡拉可比公司 PE 估值情况	15
图表 26：支付 GPV 和费率对 2023 年公司归母净利润的敏感性测试	16
图表 27：财务预测摘要	17

1 拉卡拉：短期扰动不改长期成长趋势

1.1 公司概况：国内第三方支付领头羊

公司为国内第三方支付领域领军者。公司成立于2005年，于2011年获得首批央行颁发的《支付业务许可证》，包括全国性收单、网络支付、电视支付、预付费卡受理等业务许可；于2019年在深交所创业板上市，成为第一家登陆A股的第三方支付企业。公司自成立至今经历了四个发展阶段，始终着眼于构建第三方支付的良好生态，解决商户的经营难点。2019年下半年起，公司进入战略4.0阶段，定位从“帮助商户收钱”升级为“帮助商户赚钱”，以支付收单服务为基础和入口，重点打造“支付云、金融云、电商云、信息云”四大核心能力，全维度赋能商户经营。

图表 1：公司的发展历程



数据来源：公司官网，公司招股说明书，华福证券研究所

公司主营业务主要分为支付业务和商户科技服务业务两大部分。

- **数字支付业务：**提供综合支付解决方案，获取支付手续费/服务费收入。

(1) 境内支付业务：公司与中国银联及 VISA 等国际知名卡组织合作，为商户提供综合支付解决方案，包括境内外银行卡支付、扫码支付和数字人民币支付的收单服务。

(2) 跨境支付业务：跨境支付网络覆盖全球超 100 个国家，打通多家海外主流电商平台，主要提供全球代收付、外汇管理等一站式跨境资金服务。

(3) 支付服务业务：为商户和银行提供通讯、清算、会员等服务。

- **科技服务业务：**基于混合云架构，以数据驱动，引入区块链、AI 等先进前沿技术，向小微商户、行业客户、金融机构等输出科技服务。

(1) 金融科技服务：针对中小微企业，通过自研的产业数字化服务平台，帮助客户将核心经营数据整合生成区块链下不可篡改的数据资产、建立金融机构认可的数字信用，提升融资获取能力；针对金融机构，基于大数据和 AI 研发的决策机器人、语音机器人等产品为客户提供智能化的风险评估等科技服务，实现降本增效。

(2) 门店数字化经营服务：包括“云掌柜”采购系统和“云当家”门店经营系统，数字化打通零售行业上下游。

(3) “支付+”行业数字解决方案：围绕支付生态圈，提供“云收单”SaaS 产品、垂直行业数字解决方案及拓客 SaaS 平台。

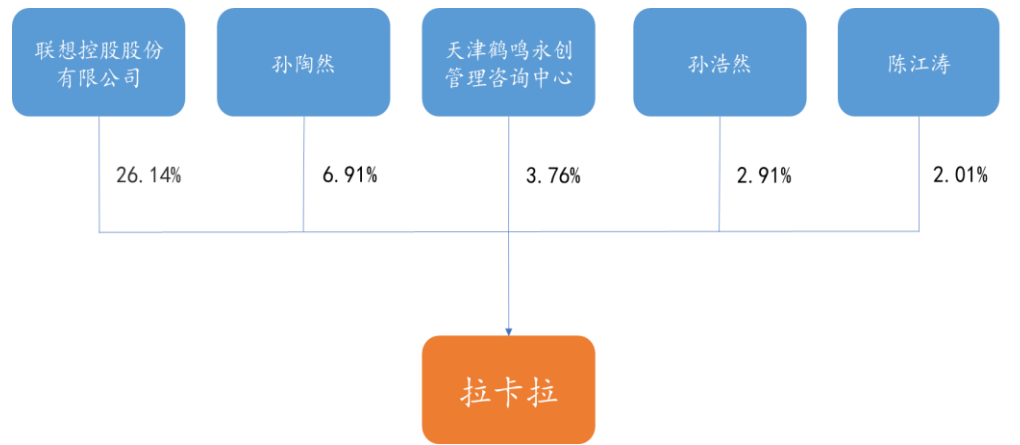
图表 2：公司覆盖多种收款方式



数据来源：公司官网，华福证券研究所

股权结构相对较为分散。公司股权集中度较低，截至 2023 年 3 月 31 日，联想控股股份有限公司为公司的第一大股东，持股 26.14%；公司董事长孙陶然及其兄弟孙浩然共同持股 9.82%。

图表 3：公司股权结构图

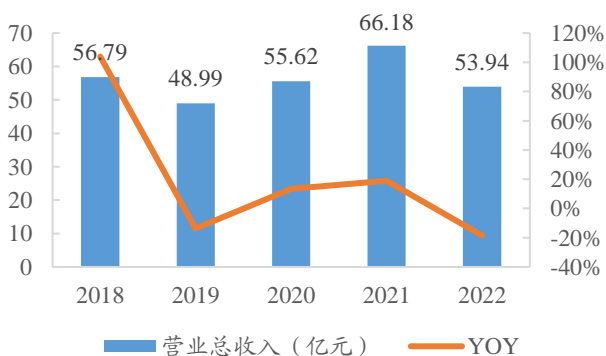


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所（截至 2023 年 3 月 31 日）

1.2 财务分析：2022 年业绩承压，2023Q1 已快速恢复

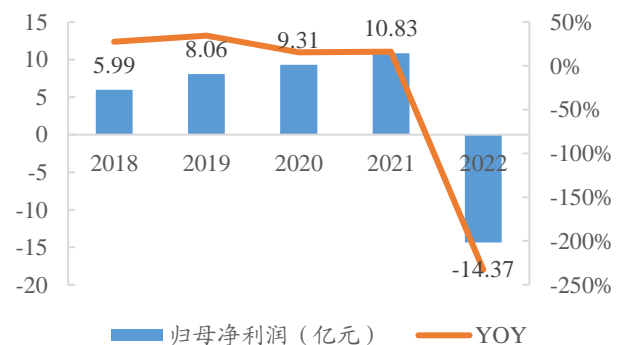
2022 年多因素导致业绩暂时承压。2019 年下半年起，公司开始坚定推进 4.0 战略，主动调整并优化商户和收入结构，因此 2019 年营业收入同比下降 13.73%，但归母净利润仍保持稳健增长趋势。2022 年，因公司主要服务于中小微商户，但疫情反复导致国内经济承压，且线下商家的营业时间和居民消费意愿均较低，公司营业总收入同比下降 18.50%至 53.94 亿元。此外，由于收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络的情况，公司按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户，因此出于谨慎性原则冲减 2022 年当期损益，2022 年营业外支出共 13.96 亿元，导致归母净利润下降至-14.37 亿元，扣非后归母净利润为-1.21 亿元。2023Q1，疫情管控政策放开，公司业务快速恢复，实现营业总收入 15.22 亿元，仅同比下降 4.17%；归母净利润 2.58 亿元，同比增长 1.31%。

图表 4：2018-2022 年公司营业总收入及同比增速



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

图表 5：2018-2022 年公司归母净利润及同比增速

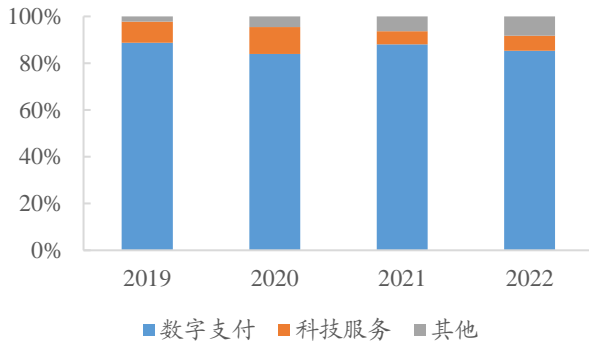


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

数字支付业务贡献绝大部分营收，科技服务业务毛利率更高。(1) 数字支付:

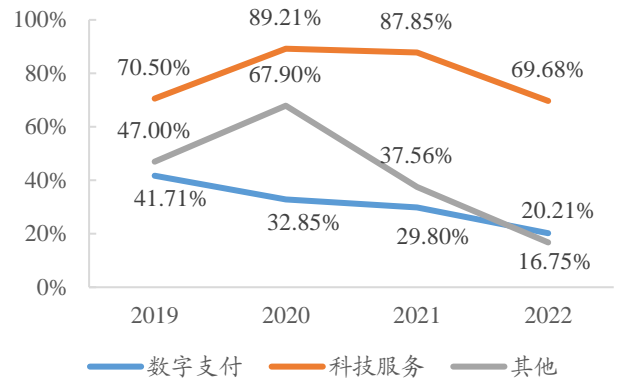
2019-2022 年，该业务均贡献超 80% 的营业收入，为公司的基本盘。2020 年起受新冠疫情影响，公司或通过让利维持收单业务规模，因此毛利率持续下降，2022 年仅为 20.21%。（2）科技服务：2022 年贡献营业收入 3.42 亿元，该业务毛利率相对较高，2022 年为 69.68%。

图表 6：2019-2022 年分业务营业收入情况



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

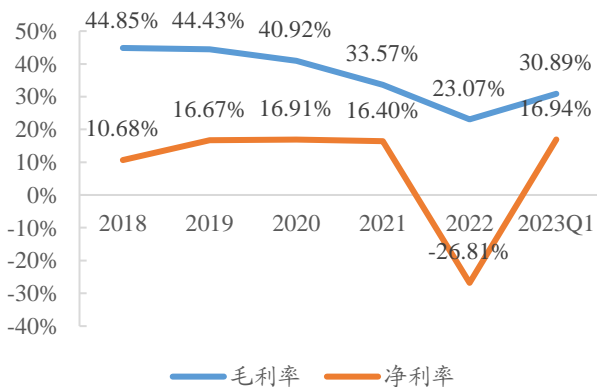
图表 7：2019-2022 年分业务毛利率



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

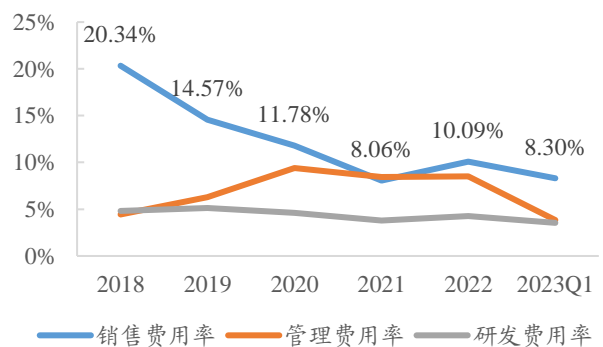
2023Q1，盈利能力已迅速恢复正常水平。由于数字支付业务贡献绝大部分收入，因此公司毛利率与支付服务业务毛利率的走势相近，2020-2022 年主要受到疫情影响导致分润比例降低，且上游成本提升，毛利率下滑较为明显。但在执行 4.0 战略后，公司的销售费用率显著下降，带动 2019-2021 年净利率维持相对稳定高水平。2023Q1，公司已从疫情和一次性因素的影响中恢复，盈利能力迅速回升，毛利率达 30.89%，净利率达 16.94%。

图表 8：2018-2022 年公司毛利率及净利率



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

图表 9：2018-2022 年公司三大费用率



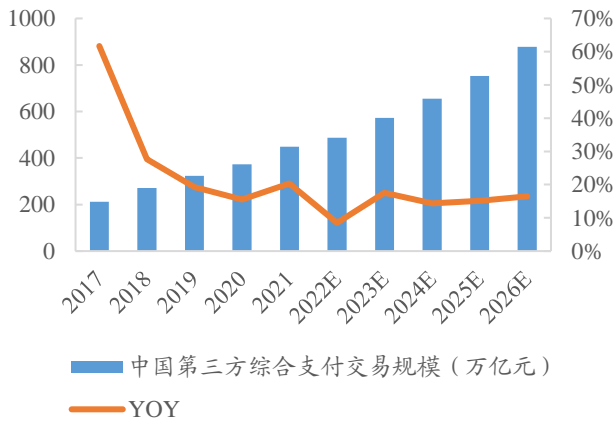
数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

2 数字支付领域监管趋严，头部企业更具发展优势，量价齐升可期

我国第三方综合支付市场空间广阔。我国第三方综合支付交易规模正持续扩大，根据艾瑞咨询的数据，第三方综合支付交易规模预计在 2026 年达到 877.5 万亿，

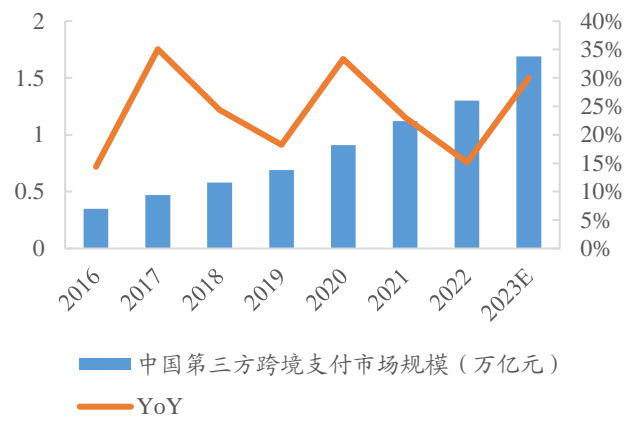
2022-2026 年 CAGR 为 15.85%，仍具备较大增长空间。在第三方支付产业内，分成 B 端（侧重大 B 类型客户支付体系搭建等一系列服务及小 B 类型客户收单等服务）和 C 端（侧重个人用户账户侧），C 端主要有支付宝、微信支付等头部玩家，B 端有银联商务、拉卡拉、移卡等大型企业。还值得关注的是，我国第三方跨境支付市场正保持强劲增长势头，根据共研产业咨询的数据，预期 2023 年市场规模至 1.69 万亿，同比增长 30%，有望成为具备高潜力的细分市场。

图表 10：中国第三方综合支付交易规模



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 11：中国第三方跨境支付市场规模



数据来源：共研产业咨询，华福证券研究所

图表 12：第三方支付产业图谱

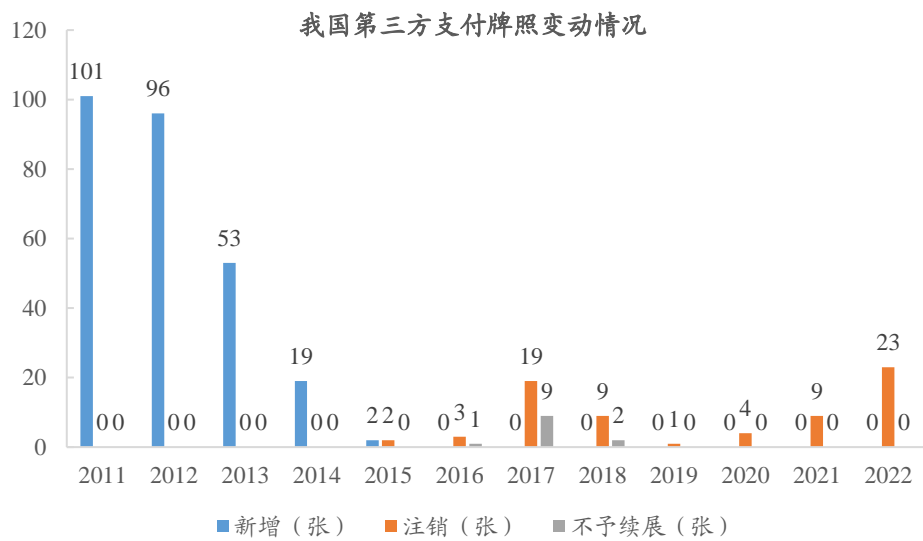


数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

支付牌照收紧，行业更加合规，或利好头部企业扩张。2011 年，央行分三批共发放 101 张第三方支付牌照，至 2015 年上半年保持连年增加态势，业内中小玩家相

对较多，竞争激烈。自 2015 年下半年以来，央行停发支付牌照，每年注销一定数量牌照，并对已持有牌照的非银行支付机构进行严格管控。根据中国经济网的数据，2022 年，支付牌照注销 23 张，2023 年至今再次注销 8 张，存量牌照不到 200 张，价值持续凸显。我们认为，在行业监管及合规趋严的背景，中小企业加速出清，供给将持续减少。公司于 2011 年就获得首批央行颁发的《支付业务许可证》(非金融机构提供支付服务的必备证书)，已深耕行业 12 年，目前为行业领军者，未来在拥有支付牌照的机构数量逐渐减少的情况下，有望进一步提升市场份额。

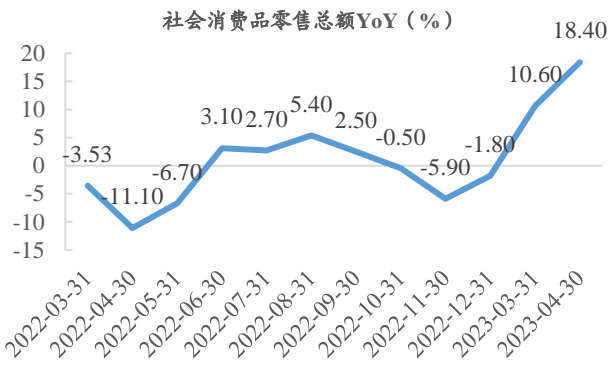
图表 13：2011-2022 年我国第三方支付牌照变动情况



数据来源：华经产业研究院，中国经济网，华福证券研究所

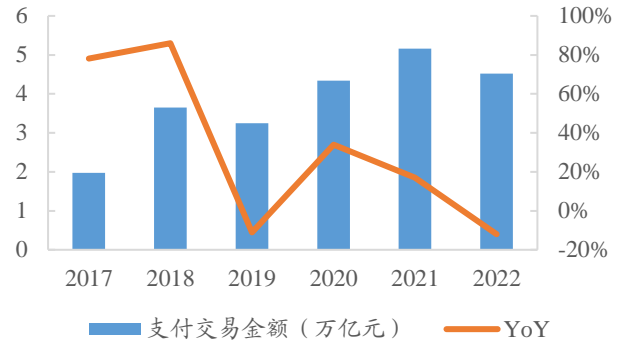
疫情影响消退，线下活动复苏，GPV 有望重回增长通道。2022 年，受疫情反复影响，我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，根据同花顺 iFinD 的数据，2022 年 3-12 月，我国社零总额同比增速保持低个位数，甚至负增长的状态。2023 年以来，随着疫情影响消退，线下活动及消费逐渐复苏，2023 年 3 月和 4 月，我国社零总额分别同比增长 10.60%和 18.40%，创近一年新高。我们认为，2022 年公司业务亦受疫情影响，支付交易金额 (GPV) 同比下降 12%，展望 2023 年，疫情限制因素消除之后，线下收单规模或将恢复增长，公司 GPV 也有望再度上行。

图表 14: 近期社零总额同比增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

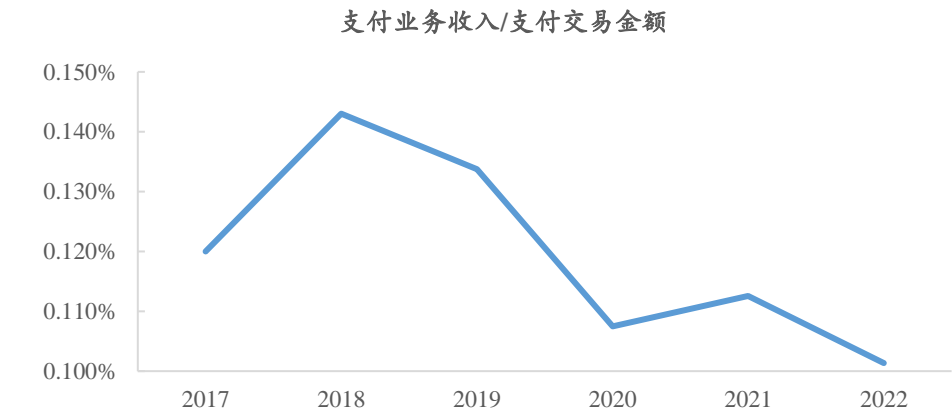
图表 15: 公司支付交易金额及同比增速



数据来源: 公司年报, 公司招股说明书, 华福证券研究所

疫情期间让利致支付业务费率下行, 未来有望逐步恢复正常水平。三年疫情期间, 小微企业经营状况承压, 公司或让利以维持市场份额, 因此支付业务收入/支付交易金额的费率整体处于下行通道, 2022 年仅为 0.10%, 为近年来低位。我们认为, 随着经济复苏, 且业内第三方支付供给减少、竞争趋缓, 公司的支付业务费率或回归正常区间, 有望带动公司业绩再度攀升。

图表 16: 2017-2022 年公司的支付业务收入/支付交易金额



数据来源: 公司年报, 公司招股说明书, 华福证券研究所

大力推进跨境支付业务, 有望成为第二增长曲线。随着人民币国际化进程不断加快, 且我国跨境电商蓬勃, 跨境支付市场方兴未艾。公司为首批获得跨境电商外汇支付试点资格的企业, 且战略投资了领先的跨境支付服务商 Skyee, 目前已搭建覆盖欧美等一百多个国家的支付网络。此外, 2023 年初, 公司取得了跨境人民币薪酬汇出业务的展业资格, 可为外国人提供薪酬汇款服务。依托国家支持外贸新业态跨境人民币结算的政策机会, 公司的业务范畴已从跨境电商向采购贸易、海外仓和外贸综合服务企业等外贸新业态延伸, 目前实现人民币提现免费、全年无休, 且有上市公司品牌背书, 有望在行业发展浪潮之中分享红利。

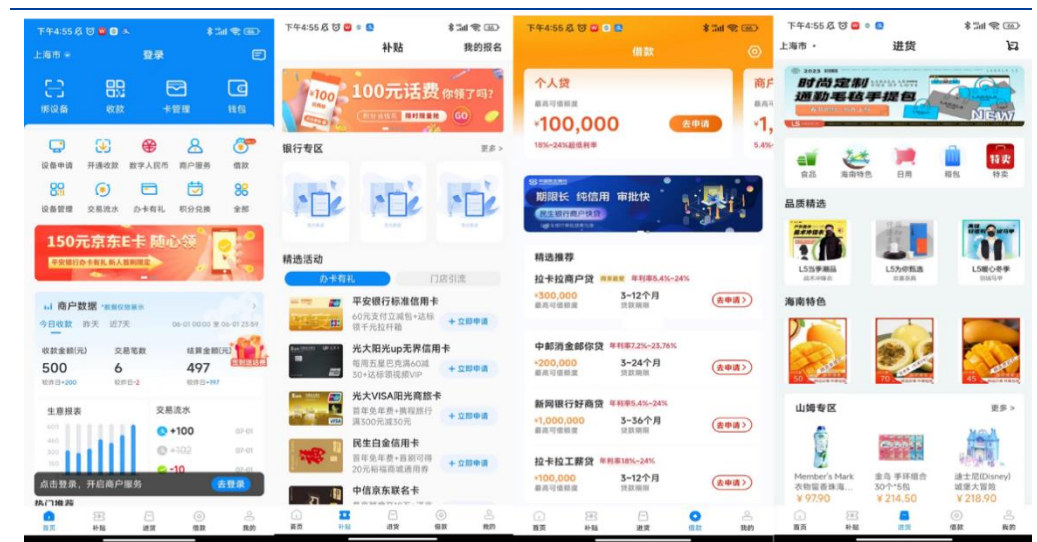
图表 17：公司跨境支付业务四大优势



数据来源：拉卡拉跨境支付官网，华福证券研究所

拉卡拉商户数字钱包 APP 再升级，数字化服务持续推进。2022 年，拉卡拉商户钱包 APP 推出,让商户可便捷管理支付设备、查看流水数据,同时集合了补贴、进货、营销、资金等诸多经营维度服务,成为公司及合作伙伴与商户线上直接握手的平台。随着公司服务的千万级商户陆续迁移至钱包 APP,未来有望成为大型流量入口。此外,2023 年 5 月,公司升级发布拉卡拉商户数字钱包 APP,是全面整合优化现有产品矩阵、自主研发设计的一款拳头产品,或可成为商户的门店数字化经营管家,内嵌 AI 助手、AI 设计等功能,预示着公司全面开启商户数字化服务进程。

图表 18：拉卡拉商户钱包 APP



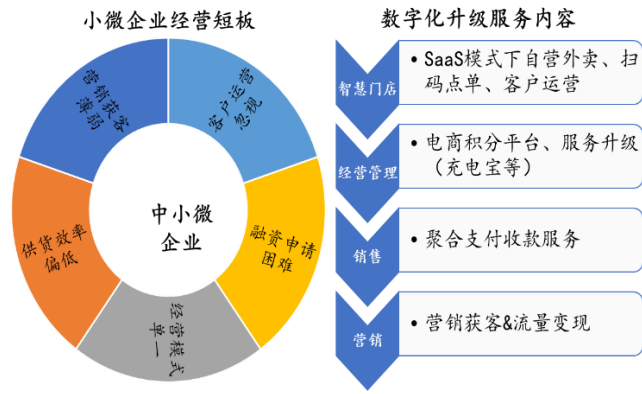
数据来源：拉卡拉商户钱包 APP，华福证券研究所

3 多元科技服务持续推进，紧握数字化发展机遇

小微商户数字化转型需求大，预期市场规模保持快速增长。我国中小微商户数量众多,目前或存在营销获客能力薄弱、经营模式单一、融资申请困难、供应链效率偏低等问题,数字化转型需求较强。我们认为,支付机构可提供数字化升级服务解决小

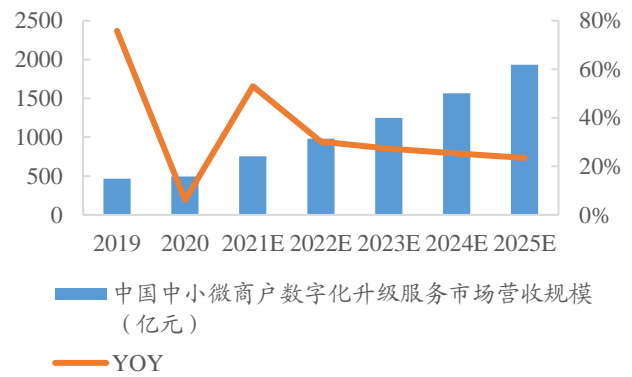
微企业的经营短板，未来市场空间广阔。根据艾瑞咨询的数据，我国中小微商户数字化升级服务市场营收规模预计在 2025 年达到 1933 亿元，同比增长 23.5%，具备较强发展潜力。

图表 19：支付机构可解决小微企业经营短板



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

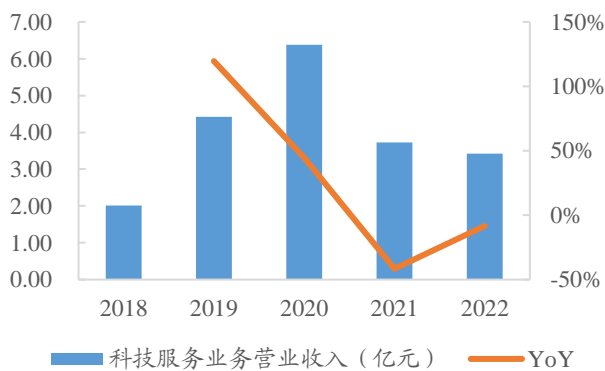
图表 20：中小微商户数字化升级服务市场营收规模



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

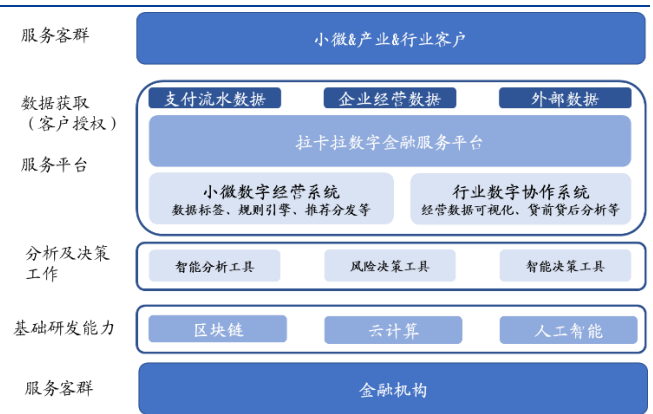
科技服务业务多点开花，“支付+”行业数字解决方案表现亮眼。疫情影响小微企业的正常经营状况，进而导致公司的科技服务收入下滑，2021-2022 年为 3.73 和 3.42 亿元，分别同比下降 41.57%和 8.41%。其中：（1）金融科技：2022 年营业收入为 1.44 亿元，同比下降 45%，主要系受宏观经济影响，公司服务的商户向银行新增贷款规模下降。我们认为，随着小微企业逐渐恢复正常经营，融资活动景气度或重新上行。（2）“支付+”行业数字解决方案：云收单业务（向中小银行输出支付与风控系统）以及拓客 SaaS 平台推进进展良好，2022 年实现营业收入 7000 万元，同比增长 126%。（3）其他科技服务：2022 年营业收入为 1.2 亿元，同比增长 47%，主要系公司基于拓客 SaaS 平台的流量为银行推广开卡收入大幅增长。

图表 21：科技服务业务营业收入及同比增速



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

图表 22：拉卡拉金融科技平台模式



数据来源：公司年报，华福证券研究所

数字未来战略发布，AI 赋能有望提升经营效率。2023 年 5 月，公司宣布数字未

来战略——“推广数字支付、共享数字科技、兑现数据价值”，将以数字化支付为核心，与金融机构、SaaS服务商等共建企业数字化服务生态。我们认为，公司积极拥抱AI等新技术，进入战略4.0阶段以来，根据公司年报，数字化投入累计超8亿元，未来亦将持续探索NLP和AIGC等技术在自身产品及业务的应用，后续落地情况值得期待。

4 抢先布局数字人民币赛道，或成为领先玩家

使用数字人民币或为大势所趋。2022年2月，中国人民银行、市场监管总局、银保监会、证监会联合印发《金融标准化“十四五”发展规划》，提出稳妥推进法定数字货币标准研制，目前多省市均已将发展数字人民币纳入“十四五”规划，且陆续发布试点方案。根据拉卡拉2022年报数据，2022年，我国数字人民币的试点城市扩围至17省（市），且截至2022年8月31日，数字人民币试点地区累计交易笔已达数3.6亿笔、金额1000.4亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过560万个。我们认为，我国正大力推进数字人民币试点布局，新的数字支付时代或即将到来。

图表 23：各地区陆续推出数字人民币试点方案

时间	部门	文件	内容
2023.05	江苏省工信厅	《江苏省工业和信息化领域数字人民币试点实施方案》	在全省工信系统、工业和信息化领域重点企业和产业园区推广数字人民币应用，围绕数字人民币应用场景建设，推动相关技术及硬件产品创新，力争到2025年实现数字人民币账户规上工业企业基本覆盖，工信领域首创性示范性应用场景数量在试点省份领先，打造一批智慧江苏建设试点示范项目，形成更多可复制可推广的试点经验。
2023.04	福州市人民政府	《福州市2023年数字人民币试点行动计划》	力争至2023年末，福州数字人民币交易金额位列全国前三，商户数量、钱包活跃度、创新场景等关键指标保持全国前列水平、交易占比显著提高。
2023.04	江苏省数字人民币试点工作领导小组联合办公室	《2023年浙江省数字人民币试点工作要点》	进一步推进浙江省数字人民币试点增量扩面、提质增效、创新升级，力争2023年全年应用场景落地数量达到200万个，月均活跃钱包数量达到400万个，全年交易规模突破2500亿元。支持数字人民币产业链发展。通过重大技术参研、重点项目承接，推动数字人民币产业发展，打造数字人民币金融科技生态圈。
2023.02	江苏省人民政府办公厅	《江苏省数字人民币试点工作方案》	推广数字人民币应用，检验数字人民币系统稳定性、功能可用性、流程便捷性、场景适用性、风险可控性。力争到2025年底，基本形成服务便捷高效、应用覆盖面广、生态较为完善的数字人民币运营管理体系。
2023.02	深圳市地方金融监督管理局	《深圳市金融科技专项发展规划（2023-2025年）》	支持数字人民币应用场景创新。按照人民银行统一部署，深入推进数字人民币试点工作，不断丰富应用场景、扩大试点规模，完善数字人民币生态体系。充分发挥深圳金融科技研究院带动作用，推进数字人民币跨境支付和国际业务中心建设，支持多边数字货币桥等重大项目建设，有序拓展跨境支付场景，加强国际交流合作。
2022.02	中国人民银行、市场监管总局、银保监会、证监会	《金融标准化“十四五”发展规划》	稳妥推进法定数字货币标准研制

数据来源：江苏经济报，深圳市地方金融监督管理局，同花顺财经，江苏省人民政府办公厅，福州市人民政府，华尔街见闻，华福证券研究所

公司或在数字人民币领域具备先发优势。公司最早成为首批与中国人民银行数字

货币研究所签订战略合作协议的支付机构之一，分别组建了专门的技术研发、产品开发和推广运营团队，加大对数字人民币系统建设、终端升级、产品研发、推广运营的投入。目前，公司已经与工行、农行、中行、建行、交行、招行、邮储银行等八大数字人民币运营机构达成了合作，参与了全部 26 个地区的数字人民币试点。我们认为，随着未来数字人民币推广范围的不断扩大，公司有望成为业内资深玩家，具备先发优势、更快抢占市场，贡献业绩增量。

5 盈利预测及投资建议

5.1 收入与成本端

营业收入：

(1) 数字支付：2022 年该业务受疫情反复影响较大，随着疫情管控政策解除、线下消费活动持续复苏，GPV 有望重回上行通道；同时，此前支付业务费率呈小幅下降趋势，未来随着竞争趋缓，有望回归正常水平。因此，我们预期 2023-2025 年该业务营业收入分别为 59.78、71.11、80.97 亿元，分别同比增长 30.49%、18.96%、13.87%。

(2) 科技服务：我们认为，疫情后小微企业的数字化服务需求或逐渐回升，因此预期 2023-2025 年该业务营业收入分别为 4.72、5.85、7.15 亿元，分别同比增长 38.01%、23.90%、22.18%。

(3) 其他：我们预期 2023-2025 年该业务营业收入分别为 4.70、4.98、5.28 亿元，分别同比增长 6.00%、6.00%、6.00%。

毛利率：

(1) 数字支付：2022 年该业务受疫情影响较大，因此毛利率下滑明显，仅为 20.21%。我们认为，2023Q1 业务恢复情况良好，预期 2023-2025 年毛利率分别为 29.2%、29.8%、30.6%。

(2) 科技服务：我们认为，毛利率将随业务复苏，预期 2023-2025 年毛利率分别为 76%、77%、77%。

(3) 其他：预期 2023-2025 年毛利率分别为 31%、32%、32%。

5.2 费用端

(1) 销售费用率：预期 2023-2025 年销售费用率分别为 8.0%、7.9%和 7.9%

(2) **研发费用率**: 保持相对稳定, 预期 2023-2025 年研发费用率分别为 4.0%、4.0%和 4.0%。

(3) **管理费用率**: 规模效应持续体现, 管理费用率有望进一步下降, 预期 2023-2025 年管理费用率分别为 4.0%、3.9%和 3.9%。

图表 24: 2022-2025E 公司分业务营业收入/毛利率及三大费用率情况

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	53.66	69.19	81.93	93.39
YoY	-18.65%	28.95%	18.41%	13.98%
数字支付	45.81	59.78	71.11	80.97
YoY	-21.12%	30.49%	18.96%	13.87%
科技服务	3.42	4.72	5.85	7.15
YoY	-8.41%	38.01%	23.90%	22.18%
其他	4.43	4.70	4.98	5.28
YoY	6.60%	6.00%	6.00%	6.00%
公司毛利率	23.07%	32.49%	33.30%	34.20%
数字支付	20.21%	29.17%	29.79%	30.56%
科技服务	69.68%	76.00%	77.00%	77.00%
其他	16.75%	31.00%	32.00%	32.00%
三大费用率	18.69%	16.00%	15.80%	15.80%
销售费用率	10.14%	8.00%	7.90%	7.90%
管理费用率	4.28%	4.00%	3.90%	3.90%
研发费用率	4.27%	4.00%	4.00%	4.00%

数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

5.3 投资建议

我们采用可比公司 PE 估值法, 选择支付行业内的新国都 (300130.SZ)、新大陆 (000997.SZ)、移卡 (9923.HK) 作为可比公司, 根据同花顺 iFinD 数据, 2023 年可比公司的平均 PE 为 23.57 倍, 因此给予拉卡拉公司 2023 年 23.57 倍 PE, 得出对应目标价为 28.28 元, 目标市值为 226.23 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 25: 拉卡拉可比公司 PE 估值情况

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
000997.SZ	新大陆	20.16	0.97	1.24	20.78	16.26
300130.SZ	新国都	29.96	0.96	1.27	31.21	23.59
9923.HK	移卡	17.21	0.92	1.33	18.71	12.94
	平均值				23.57	17.60
拉卡拉 (300773.SZ) 2023年预期情况						
	EPS (元)				1.2	
	PE (倍)				23.57	
	对应目标价 (元)				28.28	
	股本 (亿)				8.00	
	总市值 (亿元)				226.23	

数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所 (收盘日为 2023 年 6 月 14 日)

6 风险提示

(1) GPV 恢复不及预期: 若未来线下消费活动相对不景气, 公司 GPV 恢复不及预期, 则影响公司收单业务收入。

(2) 宏观经济变动风险: 若未来宏观经济承压, 则影响中小微企业的经营情况, 进而影响公司业绩。

(3) 支付业务费率提升不及预期: 若未来市场竞争加剧, 公司可能维持低费率以巩固市场份额, 公司收单业务收入将受到影响。

(4) 数字人民币推广不及预期: 公司已前瞻性大力部署数字人民币领域, 若我国数字人民币推广不及预期, 或丧失业绩增量。

图表 26: 支付 GPV 和费率对 2023 年公司归母净利润的敏感性测试

公司归母净利润 (亿元)		交易GPV (万亿)				
		4.8	5.0	5.2	5.4	5.6
支付业务 费率	0.113%	5.6	7.3	8.9	10.5	12.1
	0.114%	6.0	7.6	9.3	10.9	12.6
	0.115%	6.3	8.0	9.6	11.3	13.0
	0.116%	6.7	8.3	10.0	11.7	13.4
	0.117%	7.0	8.7	10.4	12.1	13.8

数据来源: 华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn