

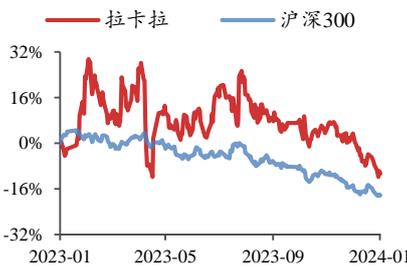
拉卡拉 (300773.SZ)

2024年01月12日

投资评级: 买入 (首次)

日期	2024/1/12
当前股价(元)	14.92
一年最高最低(元)	21.93/14.49
总市值(亿元)	119.36
流通市值(亿元)	109.56
总股本(亿股)	8.00
流通股本(亿股)	7.34
近3个月换手率(%)	91.7

股价走势图



数据来源: 聚源

受益量价齐升和格局优化, “支付+”赛道空间长远

——公司首次覆盖报告

高超 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

唐关勇 (联系人)

tangguanrong@kysec.cn

证书编号: S0790123070030

● 收单侧龙头充分受益量价齐升和格局优化, “支付+”赛道空间长远

收单侧龙头受益支付行业量价齐升, “支付+”赛道空间长远。(1) 自身具备α优势: 优秀公司治理带来技术引领和战略前瞻, 监管深化下行业格局有望进一步优化, 支付业务市占率和费率有望提升, 以金融科技为主的科技业务有望保持高增长, 公司龙头地位有望持续提升。(2) 龙头标的充分受益支付行业β机遇: 数字经济发展机遇, 线下消费复苏带来支付行业量价齐升, 监管处罚落地后行业进入新篇章。我们预测 2023E/2024E/2025E 公司营业总收入分别同比+10%/+21%/+18%, 归母净利润分别为 8.2/10.3/13.1 亿元, 分别实现扭亏为盈/+27%/+27%, ROE 分别为 21.7%/22.1%/22.4%, 当前股价对应 PE 分别为 14.6/11.6/9.1, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业β机遇: 消费复苏下支付业务量价齐升, 数字经济机遇+监管规范格局

(1) 行业地位: 支付行业在数字经济发展中承担完善数据要素供给、推动产业数字化转型的重要角色;(2) 行业趋势: 支付行业解决货币资金转移的信用中介核心需求, 未来有望从单一支付机构走向综合解决方案供应商;(3) 商业模式: 账户侧(发卡行&数字钱包)、清算、收单、收单服务商等四方完成资金转移清算, 消费复苏+格局出清带动支付 GPV 和费率量价齐升;(4) 竞争格局: 账户侧呈现双寡头格局, 收单侧集中度较低, 但牌照限发下市场集中度提高;(5) 监管环境: 监管政策推动行业提质增效, 支付行业格局有望优化;(6) 赛道空间: C 端以标准化账户模式积累流量和多元化变现, B 端布局跨境、产业支付等蓝海市场, 挖掘供应链金融、商户解决方案等“支付+”增值业务。

● 公司α优势: 优秀公司治理带来技术引领和战略前瞻, 龙头地位持续提升

我们认为拉卡拉具备以下优势:(1) 支付龙头地位稳固: GPV 市占率和支付收入占比领先, 受益支付行业复苏β弹性较强;(2) 优秀的公司治理: 管理层团队具备丰富创业经历和从业经历, 公司打通线下多行业商户支付链条, 整合运营后管理费率低且 ROE 位居前列;(3) 技术引领+战略前瞻: 国内率先成立的支付机构、首批牌照机构、首批数字人民币战略合作机构、数据资产标注制定企业、发力金融科技业务。(4) 受益行业格局优化带来市占率和费率提升: 支付行业牌照收紧, 支付监管政策趋严下中小机构出清趋势明显, 龙头公司经营稳健性和合规管理能力突出, 集中度和费率均有望提升。

● 风险提示: 线下消费复苏不及预期; 第三方支付监管环境趋严; 公司战略落地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,618	5,394	5,911	7,145	8,428
YOY(%)	19.0	-18.5	9.6	20.9	18.0
归母净利润(百万元)	1,083	-1,437	815	1,033	1,312
YOY(%)	16.3	-232.7	-	26.8	26.9
毛利率(%)	33.8	23.5	30.2	33.3	34.5
净利率(%)	16.3	-26.7	13.8	14.4	15.5
ROE(%)	21.8	-35.3	21.7	22.1	22.4
EPS(摊薄/元)	1.35	-1.80	1.02	1.29	1.64
P/E(倍)	11.0	-	14.6	11.6	9.1
P/B(倍)	2.5	3.6	2.9	2.3	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目录

1、第三方支付收单侧龙头，前瞻战略领跑产业互联网时代.....	4
1.1、发展历程：首批第三方支付企业，2019年布局产业互联网战略 4.0.....	4
1.2、公司治理：联想控股为第一大股东，管理层具创业精神和专业履历.....	5
1.3、战略布局：以支付为切入，全维度赋能中小商户.....	5
2、第三方支付行业：数字中国核心枢纽，“支付+”赛道蓝海.....	8
2.1、行业角色：天然数据要素供应商+产业数字化转型服务商.....	8
2.2、行业趋势：从传统支付平台到综合性解决方案供应商.....	10
2.3、商业模式：发卡行、清算机构、收单侧、数字钱包四方分润.....	14
2.4、竞争格局：账户侧双寡头格局，收单侧市场份额向龙头聚集.....	18
2.5、监管环境：监管政策推动行业提质增效，支付行业格局有望优化.....	20
2.6、赛道空间：C端多元导流+变现，B端布局细分市场+增值业务.....	22
3、收单龙头优势地位稳固，“支付+”第二增长曲线布局领先.....	25
3.1、基本情况：支付业务为核心，2023受益量价齐升下利润改善明显.....	25
3.2、支付业务：支付产业有望量价齐升，龙头标的充分受益β机遇.....	27
3.3、科技业务：金融科技业务贡献高毛利，支付解决方案形成战略协同.....	30
3.4、核心优势：支付龙头业务弹性最强，产业支付+金融科技空间长远.....	34
4、估值与投资建议.....	37
4.1、基本假设.....	37
4.2、盈利预测.....	38
4.3、估值分析：当前估值具安全边际，“支付+”赛道有望抬升估值.....	39
4.4、投资建议：受益支付行业量价齐升，“支付+”赛道空间长远.....	40
5、风险提示.....	40
附：财务预测摘要.....	41

## 图表目录

图 1：公司 2005 年开始布局便民支付，经历近 20 年发展作为收单侧龙头进入产业互联网 4.0 战略（单位：亿元）.....	4
图 2：公司以支付为切入，整合信息科技，服务线下实体，全维度为中小微商户经营赋能.....	6
图 3：公司战略 4.0 以来，2019-2022 年公司研发支出 9.9 亿元，数字化投入 8.5 亿元.....	7
图 4：数字中国建设“2522”总体框架.....	8
图 5：通信院测算 2017-2022 年我国数字经济规模复合增速达 13%，产业数字化占比约 80%.....	8
图 6：第三方支付机构源于美国信用卡发展和 ISO 制度，未来走向综合解决方案提供商.....	10
图 7：中国第三方支付兴起于网购浪潮，发展于行业规范，角逐于产业数字化转型.....	11
图 8：2023 年新规中分类为储值账户运营和支付交易处理两类.....	11
图 9：2022 年第三方综合支付交易规模 491 万亿元，预计 2022-2027 年 CAGR10%.....	12
图 10：2022 年第三方综合支付交易规模占全市场 14%.....	12
图 11：网络支付和银行卡收单为主要模式，2023 年 Q3 分别占比 88%和 12%，预付卡交易占比较低.....	12
图 12：2023 年 Q1-Q3 网络支付金额快速恢复，分别同比+12.4%/+11.6%/+6.4%.....	13
图 13：2023 年 Q1-Q3 网络支付笔数快速恢复，分别同比+12%/+18.4%/+15.8%.....	13
图 14：2020 年以来银行卡收单单笔交易金额有所下降.....	13
图 15：2016-2022 年第三方综合支付中，服务于个人支付的钱包端占比持续提升.....	13
图 16：移动支付在网络支付中为主要模式，2022Q4 支付交易规模（GPV）占比 84%.....	13
图 17：移动支付单笔交易规模稳定约 400 元/笔，互联网支付单笔交易规模逐步下降至 2022Q4 263 元/笔.....	13
图 18：账户侧和收单侧是第三方支付行业的两大核心主体.....	14
图 19：银行卡收单模式下，账户侧为银行借/贷记卡，商户总支付费率 0.6%.....	15
图 20：扫码收单模式下，商户总支付费率约 0.38%.....	15
图 21：银行卡收单条码支付情形下，账户机构（微信/支付宝）提供二维码通道.....	16
图 22：网络支付直联模式下，账户侧机构与收单侧机构为同一主体，用户可银行卡支付或账户余额支付.....	17
图 23：网络支付间联模式下，数字钱包为账户侧（刷卡或账户支付），独立收单机构参与分润.....	17
图 24：直联模式即数字钱包机构承担账户和收单两大职能，数字钱包自行清算.....	17
图 25：2022 年扫码收单市场中直联和间联模式占比 54%/46%.....	17
图 26：2020Q1，支付宝和财付通在移动支付交易规模中的市占率为 55.4%和 38.8%.....	18
图 27：按交易金额测算，2022Q1-Q3 银行卡收单业务的 CR10 集中度有所下降.....	19
图 28：银行卡收单市场集中度相对较低，2022Q1-Q3 按支付笔数测算的集中度持续提升.....	19

图 29: 2016 年以来全国性第三方支付牌照收紧	19
图 30: 支付行业经理规范化监管和防风险严监管阶段, 2021 年监管要求深化带来行业提质增效加速	21
图 31: B 端与 C 端支付业务核心优势与未来趋势有差异	22
图 32: C 端关注客群基础、导流能力、服务质量	22
图 33: B 端收单侧以行业为区分, 产业支付价值较高	23
图 34: B2C 跨境电商支付价值链延伸	23
图 35: 艾瑞咨询预测 2023 跨境电商收款突破 2 万亿元	23
图 36: 收单机构以产业形态和业务场景为中心做定制化服务	24
图 37: 2023-2027 年产业支付交易规模复合增速超 10%	24
图 38: 2013 年以来收单支付仍是公司主要的收入来源 (单位: 亿元)	25
图 39: 公司支付业务为主要收入贡献	25
图 40: 公司服务推广和折旧摊销为主要营业成本	25
图 41: 2023Q1-3 公司总体毛利率回升至 29.6%, 同比+2.7pct	26
图 42: 2023 前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率同比-0.2/+0.3/+0.2pct	26
图 43: 2022 年受套码补缴影响导致利润亏损, 2023 年前三季度同比+50%	27
图 44: 公司支付业务收入 2014-2022 复合增速 32%	27
图 45: 2023 前三季公司扫码交易 GPV 同比+25%	28
图 46: 截至 2023Q3 末公司支付 GPV 市占率为 10.2%	28
图 47: 公司披露 2016-2020 年服务客户规模快速增长	28
图 48: 公司 GPV 市占率持续保持领先	28
图 49: 2023H1 公司支付业务毛利率回升至 27.55%	29
图 50: 2022 年疫后修复以来, 公司支付费率企稳回升	29
图 51: 专业化服务费 (渠道费) 为支付业务主要成本, 渠道分润比例逐步提升	29
图 52: 2022 年公司专业化服务费占支付收入占比提升导致毛利率下滑	29
图 53: 公司满足商户数字化支付同时依托科技协助拓客、账户管理等关联业务	30
图 54: 艾瑞咨询预测 2023 年个人码支付规模达 18.4 万亿元, 个人码转商户码空间较大	30
图 55: 2023H1 公司科技服务收入同比+15%, 受益 SaaS 拓客和银行“云收单”等 IT 科技收入同比高增	31
图 56: 服务推广费是科技服务主要成本, 2022 年费率提升至 30%	31
图 57: 公司科技业务毛利率较高, 2022 年有所下滑	31
图 58: 公司为银行提供全方位解决方案, 其中包括营销支持、天眼风控等金融科技服务	32
图 59: 公司打造开放性金融科技 SaaS 和昆仑链应用框架, 协助银行获客、风控、贷后管理	32
图 60: 我们测算 2016-2023 年消费贷款复合增速达 21.6%, 2023Q1/Q2/Q3 分别同比+22%/+28%/+28%	33
图 61: 2022 年公司 IT 科技收入中为中小银行“云收单”业务和拓客 SaaS 收入贡献 49%/44%	33
图 62: 拉卡拉布局多行业支付解决方案	33
图 63: 公司打造云超门店数字化经营平台	34
图 64: 对比四家可比公司, 拉卡拉支付业务占比较高	35
图 65: 2019-2021 公司毛利率明显领先可比公司, 2023 公司毛利率持续修复	35
图 66: 2023 前三季公司销售费用率 8%	35
图 67: 拉卡拉管理费用率相对较低	35
图 68: 拉卡拉支付 GPV 市占率位居前列	36
图 69: 拉卡拉支付费率回升至 0.11%	36
图 70: 拉卡拉 GPV 市占率和支付收入占比较高, 支付业务弹性较强, ROE 优于可比公司	36
图 71: 2022 年 10 月以来拉卡拉、新国都、新大陆 PS (TTM) 逐步回升	39
表 1: 截至 2023Q3 末, 联想控股是公司第一大股东	5
表 2: 管理层团队具有丰富创业和银行从业经历	5
表 3: 十四五数字经济发展规划中支付行业承担完善数据要素供给、推动产业数字化、数字经济跨境合作角色	9
表 4: 2016 年“96”费改后, 收单机构由政府定价改为市场化定价	16
表 5: 支付宝针对个人货币资金转移行为提供转账、提现、还款服务, PC 端通常收取 0.1%费率, 移动端免费	18
表 6: 截至 2024 年 1 月 10 日, 第三方支付机构注销 85 家, 现有 186 家第三方支付机构	20
表 7: 支付行业新规优化支付业务分类、弱化市场支配地位量化认定、加大违法违规处罚	21
表 8: 核心假设	37
表 9: 盈利预测: 我们预测 2023E/2024E/2025E 公司总营收同比+10%/+21%/+18%	38
表 10: 可比公司估值表	40

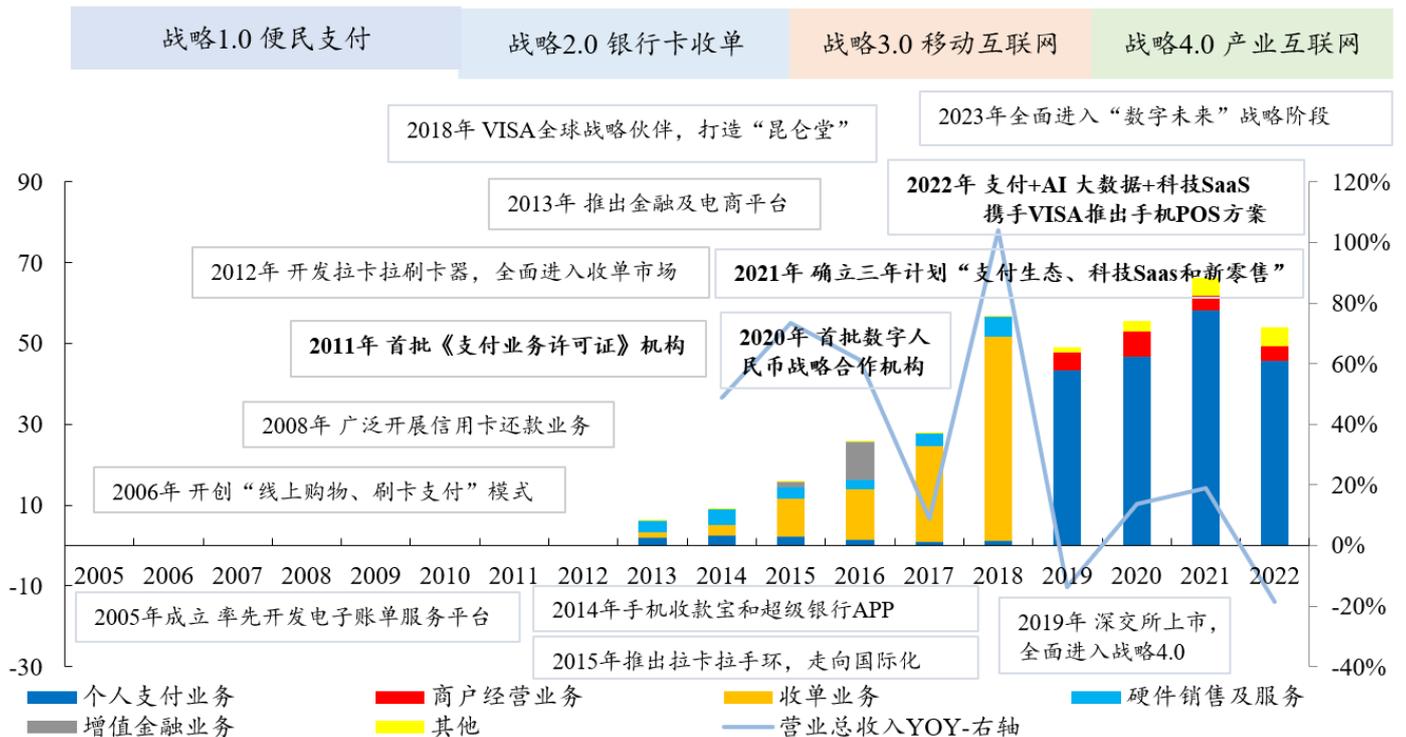
## 1、第三方支付收单侧龙头，前瞻战略领跑产业互联网时代

### 1.1、发展历程：首批第三方支付企业，2019年布局产业互联网战略 4.0

中国第三方支付收单侧龙头标的，2019年进入产业互联网 4.0 有望持续领跑。

- (1) **战略 1.0 便民支付**：2005 年公司由蓝色光标创始人孙陶然成立，最早开发电子账单服务，线上购物刷卡支付、信用卡还款业务，完成便民支付 38 城全覆盖；
- (2) **战略 2.0 银行卡收单**：首批获得《支付业务许可证》资格，开发手机刷卡器全面进入收单服务市场，完成针对银行、商户、个人的第三方支付市场战略布局；
- (3) **战略 3.0 移动互联网**：推出手机收款宝、超级银行 APP、拉卡拉手环，引领小微商户进入移动互联网时代。2018 年 10 月成为 VISA 全球战略合作伙伴，打造“昆仑堂”大数据研究院；
- (4) **战略 4.0 产业互联网**：2019 年登陆 A 股获得股权融资，4 月宣布进入支付科技、金融科技、电商科技、信息科技的 4.0 产业互联网战略；2020 年成为数字人民币首批战略合作机构，2021 年参与多地人民币试点活动；2021 年 6 月宣布战略投资跨境支付服务商 Skyee。2022 年完成产品和服务上云的阶段性目标，2023 年全面进入“数字未来”战略阶段。

图1：公司 2005 年开始布局便民支付，经历近 20 年发展作为收单侧龙头进入产业互联网 4.0 战略（单位：亿元）



资料来源：公司官网、招股说明书、公司历年年报、开源证券研究所

注：图表数据为公司各业务板块收入数据

## 1.2、公司治理：联想控股为第一大股东，管理层具创业精神和专业履历

联想控股为第一大股东，拉卡拉作为联想控股战略+财务投资子公司。截至 2023Q3 末联想控股持有公司 26.1% 股份，为公司第一大股东。联想控股是由中国科学院计算技术研究所 1984 年投资成立，从事科技领域产业运营和孵化投资两大业务板块，拉卡拉作为其财务投资子公司。第二大股东孙陶然持有 6.9% 股权，为拉卡拉主要创始人，现任公司董事长。

表1：截至 2023Q3 末，联想控股是公司第一大股东

前十大股东	占公司总股本比重
联想控股股份有限公司	26.1%
孙陶然	6.9%
天津鹤鸣永创管理咨询中心(有限合伙)	3.8%
孙浩然	2.9%
戴启军	1.6%
陈江涛	1.2%
广发科技创新混合型证券投资基金	1.0%
张春梅	0.8%
广发价值核心混合型证券投资基金	0.8%
融通内需驱动混合型证券投资基金	0.7%

资料来源：Wind、开源证券研究所

创始人孙陶然先生创业精神卓越，管理团队具备资深的银行和支付体系从业管理经验。(1) 董事长孙陶然先生于 2005 年创办拉卡拉股份有限公司，1996 年联合投资蓝色光标，此后创办考拉基金、昆仑学堂等知名企业，具备丰富创业经历。(2) 公司董事和总经理具备丰富同业从业经历。董事舒世忠先生曾任中国银联助理总裁，董事总经理王国强先生和副总经理兼董事长秘书朱国海先生具备资深从业经历。

表2：管理层团队具有丰富创业和银行从业经历

姓名	职务	出生年份	任职日期	履历
孙陶然	董事长	1969 年	2015 年 12 月	自 2015 年 12 月至至今任公司董事长。1991 年毕业于北京大学经济管理学院，创办了包括拉卡拉、蓝色光标、考拉基金、昆仑学堂等在内的多家知名企业。
舒世忠	董事会董事	1966 年	2019 年 1 月	历任中国银联助理总裁、证通股份有限公司常务副总裁。2016 年 11 月至 2021 年 2 月任公司总经理，自 2019 年 1 月至至今任公司董事会董事。
李蓬	董事会董事	1971 年	2015 年 12 月	2003 年至 2019 年任联想控股股份有限公司任高级副总裁。现任联想控股股份有限公司执行董事、首席执行官。自 2015 年 12 月至至今任公司董事会董事。
王国强	董事会董事 总经理	1979 年	2022 年 12 月	西安交通大学管理学院金融学本科，美国明尼苏达大学卡尔森商学院 MBA。2001 年至 2015 年，历任广发银行支行行长、分行部门总经理、华润银行总行零售部总经理。2015 年至今，任拉卡拉支付股份有限公司高级副总裁、执行总裁。2022 年 12 月 5 日召开第三届董事会第十二次会议，公司董事会同意聘任王国强先生为公司总经理。
朱国海	副总经理 董事会秘书	1969 年	2016 年 11 月	历任中国农业发展银行浙江省分行副处长；2015 年进入拉卡拉任职。自 2016 年 11 月至今，任公司副总经理兼董事会秘书。
周钢	财务总监	1969 年	2015 年 12 月	历任普华永道会计师事务所审计部经理、安美数字服务集团财务总监；2009 年进入拉卡拉任职。自 2015 年 12 月至今，任公司财务总监。

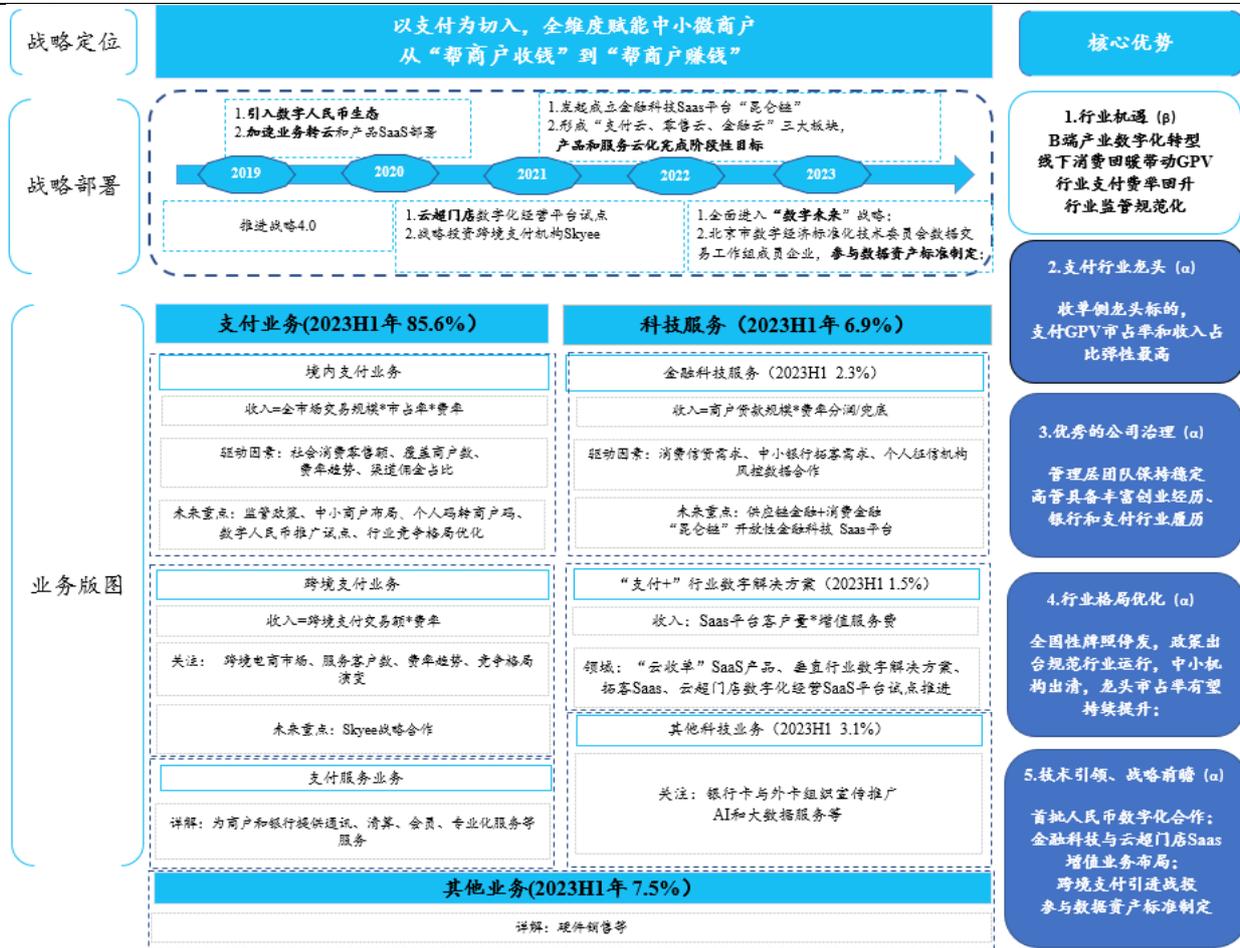
资料来源：公司 2022 年报、Wind、开源证券研究所

## 1.3、战略布局：以支付为切入，全维度赋能中小商户

2019 年公司定位于“以支付为切入，整合信息科技，服务线下实体，全维度为中

小微商户经营赋能”的经营战略。截至 2023 年已是战略 4.0 第 5 年，公司围绕战略已形成“支付云、零售云、金融云”三大业务板块，以支付这一商业服务闭环作为业务核心，积累大数据资源和人工智能的先进技术，实现“经营赋智、商户赋智、金融赋智”。

图2：公司以支付为切入，整合信息科技，服务线下实体，全维度为中小微商户经营赋能



资料来源：公司历年年报、公司官网、央行、Wind、开源证券研究所

注：业务版图中各业务占比为公司 2023H1 收入占比

我们认为公司充分受益支付行业 β 机遇，同时具备四大核心 α 优势。

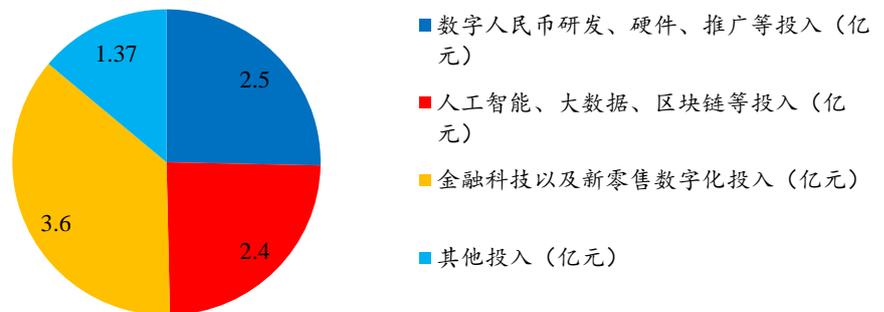
- **行业机遇 (β)：数字经济机遇+支付行业量价齐升+行业监管走向规范化**
  - (1) **数字经济机遇**：支付行业作为数据要素供给和推动企业数字化转型的核心枢纽，产业支付空间广阔；
  - (2) **支付行业量价齐升**：线下消费回暖预计带动 GPV 稳步回升，疫后行业价格竞争缓解带来费率触底回升；
  - (3) **行业监管规范化**：行业“套码”事件告一段落，收单外包机构进一步规范化，管理，《非银行支付监督管理条例》纲领性文件出台规范行业健康运转。
- **自身优势 (α)：支付龙头地位稳固+优秀公司治理+行业格局优化+技术引领和战略前瞻**
  - (1) **支付龙头地位稳固**：公司作为支付收单机构龙头标的，支付 GPV 市占率和支付收入占比位居行业前列；
  - (2) **优秀的公司治理**：管理层团队稳固，董事长孙陶然先生具备丰富创业经历，

高层具备银行业和支付行业丰富从业经历；

- (3) **行业格局优化：**支付行业牌照收紧，支付监管政策趋严下中小机构出清趋势明显，龙头公司经营稳健性强+合规管理能力突出，有望进一步提升市占率，行业有望从价格向质量和服务竞争转变；
- (4) **技术引领+战略前瞻：**国内率先成立的支付机构、首批牌照机构、首批数字人民币战略合作机构、数据资产标注制定企业、发力金融科技业务。

**战略 4.0 以来数币、前沿技术、金融科技与新零售等领域数字化投入超 8 亿，研发创新实力位居行业前列。**自 2019 年进入战略 4.0 后，公司每年研发投入占营收比重约 4%，研发人员占比保持稳定。截至 2022 年末，公司数字化投入超 8 亿，其中数字人民币研发、硬件、推广等各项投入 2.5 亿元，人工智能、大数据、区块链等前沿技术研发投入 2.4 亿元，金融科技以及新零售数字化投入 3.6 亿元，分别占比 25%/24%/36%。

**图3：公司战略 4.0 以来，2019-2022 年公司研发支出 9.9 亿元，数字化投入 8.5 亿元**



数据来源：公司年报、开源证券研究所

## 2、第三方支付行业：数字中国核心枢纽，“支付+”赛道蓝海

### 2.1、行业角色：天然数据要素供应商+产业数字化转型服务商

数字中国建设“2522”框架中数字经济成为国民经济的“稳定器”和“加速器”。中国信息通信研究院将数字经济规模分为产业数字化带来的其他产业产出增加和效率提升增加值，以及数字产业化（电子信息制造、基础电信、互联网、软件服务）的规模增长。经中国信息通信院测算，2022年我国数字经济规模首次超过50万亿元，占GDP比重达41.5%，相当于第二产业占国民经济的比重。2022年数字经济名义增长10.3%，高于GDP增速4.98个百分点，2017-2022年复合增速达13%，其中产业数字化和数字产业化分别为8.2%和14.3%，2022年分别占比81.7%和18.3%。

图4：数字中国建设“2522”总体框架



资料来源：国家互联网信息办公室《数字中国发展报告（2022）》

图5：通信院测算 2017-2022 年我国数字经济规模复合增速达 13%，产业数字化占比约 80%



数据来源：中国通信研究院、开源证券研究所

支付行业在数字经济发展中承担完善数据要素供给、推动产业数字化转型的重要地位。数字经济是以数字化的知识和信息作为关键生产要素，以数字技术为核心驱动力，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高经济社会的数字化、网络化、智能化水平，加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态，主要包括数字产业化、产业数字化、数字化治理、数据价值化四大部分。按国家统计局发布的《数字经济及其核心产业统计分类（2021）》，数字支付服务和科技服务业务分别处于数据要素驱动业和数字技术应用业范畴，属于数字经济核心产业。

十四五数字经济发展规划中明确7大重要目标，支付行业承担重要角色：

(1) 支付行业作为天然的大数据积累平台，具有较好的商业数据挖掘价值，有望通过大数据输出以强化高质量数据要素供给；

(2) 聚焦 B 端的收单机构天然接触大量细分产业，第三方支付机构从传统收单业务成长为集支付、财务管理、资金管理、营销、客户管理等一体的综合性解决方案供应商，成为推动企业数字化转型的专业机构；

(3) 跨境支付业务有望推动金融、物流、电子商务等领域的合作模式创新，加快“数字丝绸之路”建设。

**表3：十四五数字经济发展规划中支付行业承担完善数据要素供给、推动产业数字化、数字经济跨境合作角色**

	明细	聚焦领域
优化升级数字基础设施	加快建设信息网络基础设施	千兆光纤网络；5G 基础设施建设和 6G 的前瞻布局；空间信息基础设施升级（卫星通信、遥感、导航定位）；物联网
	推进云网协同和算网融合发展	算力、算法、数据、应用资源协同的全国一体化大数据中心体系；智能算力、通用算法和开发平台一体化的新型智能基础设施；政务服务、智慧城市、智能制造、自动驾驶、语言智能
	有序推进基础设施智能升级	人工智能；机器学习；农林牧渔业基础设施和生产装备智能化改造；新型城市基础设施建设
充分发挥数据要素作用	强化高质量数据要素供给	建立健全国家公共数据资源体系；国家公共数据开放平台；培育数据服务商
	加快数据要素市场化流通	数据交易平台
	创新数据要素开发利用机制	鼓励市场力量挖掘商业数据价值
大力推进产业数字化转型	加快企业数字化转型升级	鼓励和支持互联网平台、行业龙头企业等立足自身优势，开放数字化资源和能力，帮助传统企业和中小企业实现数字化转型。
	全面深化重点产业数字化转型	推进“三农”综合信息服务；纵深推进工业数字化转型，加快培育一批“专精特新”中小企业和制造业单项冠军企业；智能制造工程，大力推动装备数字化，开展智能制造试点示范专项行动，完善国家智能制造标准体系；大力发展数字商务，全面加快商贸、物流、金融等服务业数字化转型；智慧物流、能源数字化
	推动产业园区和产业集群数字化转型	数字基础设施建设
	培育转型支撑服务生态	培育一批第三方专业化服务机构；建设数字化转型促进中心
加快推动数字产业化	增强关键技术创新能力	传感器、量子信息、网络通信、集成电路、关键软件、大数据、人工智能、区块链、新材料
	提升核心产业竞争力	基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备；完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能、工业互联网等重点产业供应链体系
	加快培育新业态新模式	协同办公、互联网医疗；智慧销售、无人配送、智能制造、反向定制；多样化社交、短视频、知识分享等新型就业创业平台发展。

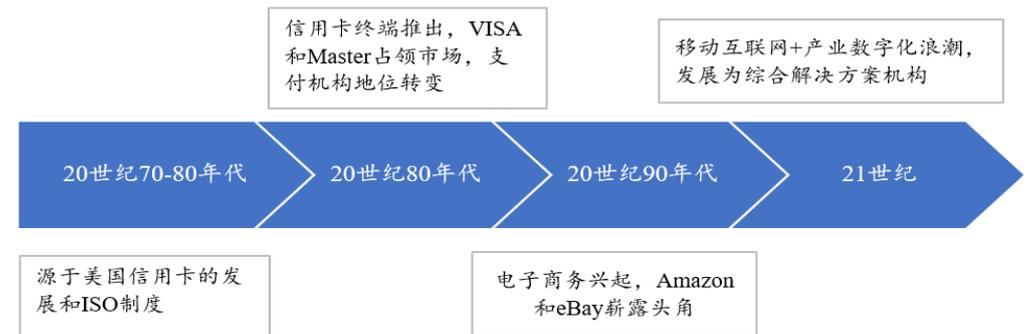
	营造繁荣有序的产业创新生态	开源社区、开发者平台
持续提升公共服务数字化水平	提高“互联网+政务服务”效能	一体化政务服务平台
	提升社会服务数字化普惠水平	公共服务资源数字化供给和网络化服务;智慧广电网络
	推动数字城乡融合发展	新型智慧城市、数字乡村
	打造智慧共享的新型数字生活	智能社区;智能家居;数字化消费新场景
有效拓展数字经济国际合作	加快贸易数字化发展	培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区
	推动“数字丝绸之路”深入发展	开展境外数字基础设施合作;与共建“一带一路”国家开展跨境光缆建设合作;加大金融、物流、电子商务等领域的合作模式创新
	积极构建良好国际合作环境	网络空间命运共同体
健全完善数字经济治理体系	强化协同治理和监管机制	
	增强政府数字化治理能力	
	完善多元共治新格局	

资料来源:《国务院关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》、开源证券研究所

## 2.2、行业趋势：从传统支付平台到综合性解决方案供应商

第三方支付机构解决货币资金转移的信任中介需求，从传统支付平台成长为综合性解决方案供应商。(1) 最早源于 ISO：第三方支付最早源于美国独立销售组织制度 ISO (Independent Sales Organization)，即收单机构和交易处理商委托 ISO 做中小商户发展、服务和管理工作的机制。(2) 兴起于电子信息技术和金融创新兴起下的外部催化：20 世纪 80 年代，VISA 首次推出信用卡终端，由此用户持卡消费模式发展转变，支付网络和处理商的地位从纸质凭证处理公司转变为电子通信服务商。(3) 跟随电子商务兴起：20 世纪 90 年代互联网初现，新型在线支付公司作为支付网关 (payment gateway) 成立，使企业在线支付场景下只需对接支付网关，支付网关负责对接银行和清算机构处理商家和顾客支付指令，极大优化支付效率。1994 年 Amazon、eBay 等电商平台成立带来在线支付的快速发展。(4) 数据+技术+用户迭代下成长为综合性解决方案供应商。21 世纪后软件开发商对支付网关进行集成后，支付相关领域如本地数据存储和处理、数据加密、令牌化、移动支付、POS 支付集成迎来发展机遇，第三方支付机构从传统收单业务成长为集支付、财务管理、资金管理、营销、客户管理等一体的综合性解决方案供应商。

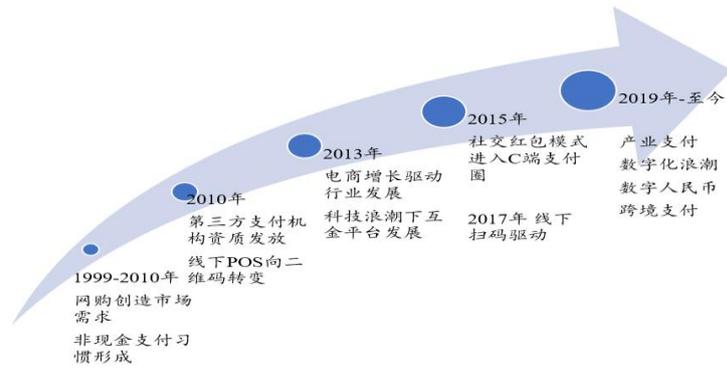
图6：第三方支付机构源于美国信用卡发展和 ISO 制度，未来走向综合解决方案提供商



资料来源: 未央网、开源证券研究所

中国第三方支付行业进入行业成熟和监管规范阶段，是 2035 数字中国建设核心枢纽。中国第三方支付兴起于 21 世纪初网购浪潮，发展于生态环节完善（电商、互联网金融、社交平台）与监管规范（牌照确立和收紧、备付金集中管理、断直连要求、收单机构规范管理、一机一码），角逐于数字中国 2035 建设（产业数字化、数字人民币、供应链金融、增值服务生态建设）。

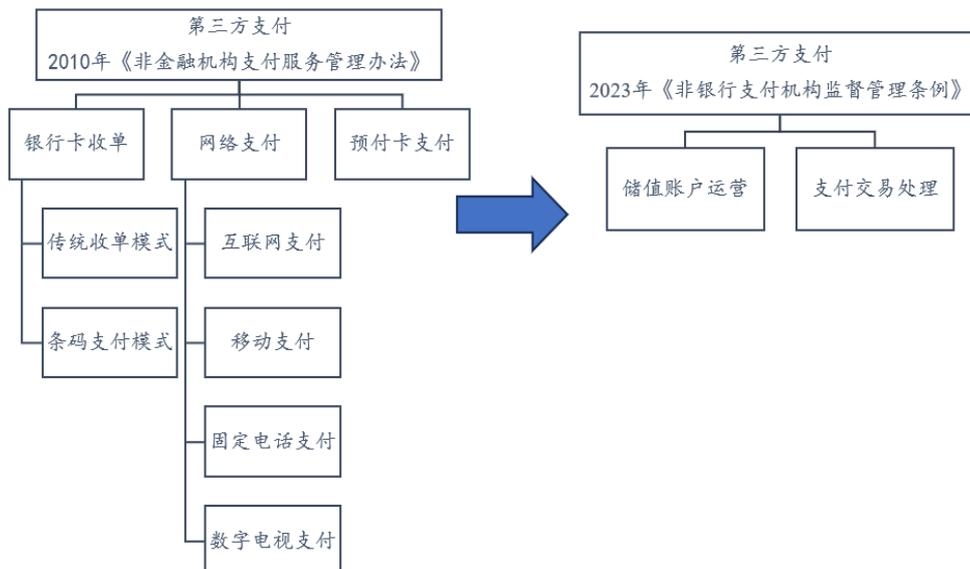
图7：中国第三方支付兴起于网购浪潮，发展于行业规范，角逐于产业数字化转型



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

银行卡收单、网络支付、预付卡是第三方支付主要三大场景。根据 2010 年央行发布的《非金融机构支付服务管理办法》界定，第三方支付机构是在收付款人之间作为中介机构提供货币资金转移服务的独立机构。(1) 按牌照分为银行卡收单、网络支付和预付卡支付三大类，传统意义上银行卡收单和网络支付区别在于分别通过 POS 终端和公共网络为银行卡和数字钱包等特约商户进行货币资金转移。(2) 条码支付是银行卡收单和网络支付的结合体，2018 年界定为银行卡收单的新型模式。条码技术诞生使传统 POS 机刷银行卡模式转变为扫描条形码的新型收单模式，2017 年央行《条码支付业务规范（试行）》将其界定为新型银行卡收单模式。(3) 2023 国务院发布的《非银行支付机构监督管理条例》从业务实质出发，根据其能否接收付款人预付资金，将支付业务划分为储值账户运营和支付交易处理两类。

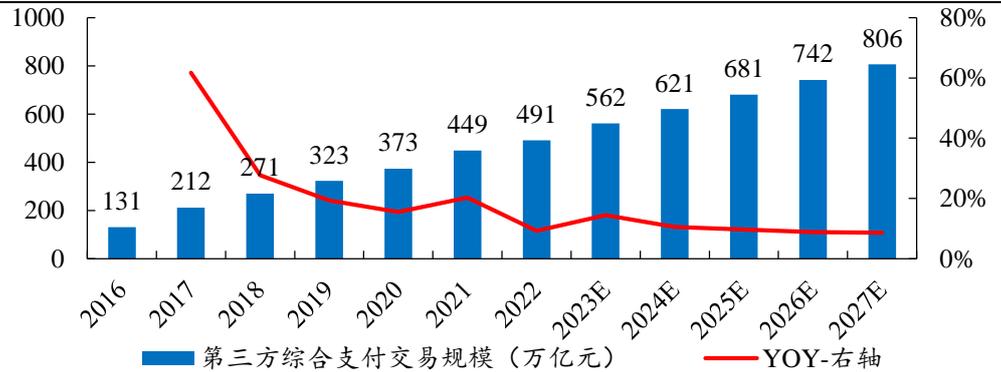
图8：2023 年新规中分类为储值账户运营和支付交易处理两类



资料来源：《非金融机构支付服务管理办法》、《非银行支付机构监督管理条例》、开源证券研究所

第三方综合支付以银行卡收单和网络支付两类模式为主，2022-2027年复合增速达10%。(1)根据艾瑞咨询统计，含互联网支付、移动电话支付、银行卡收单等口径下第三方支付综合交易规模2022年为491万亿元，占银行+非银支付交易规模比重约14%。中国支付清算协会统计，按业务场景分，2022年银行卡收单和网络支付分别占比88%和12%市场份额；艾瑞咨询测算，按服务对象分，2022年个人支付和企业支付分别占比63%和37%。(2)根据艾瑞咨询测算，2016-2022年综合支付/网络支付/银行卡收单6年复合增速分别25%/27%/19%，电商和互金平台需求的崛起和Z世代背景下，网络支付和个人支付是拉动第三方支付机构快速增长的主要方向。第三方支付综合支付市场规模的2022至2027年复合增速将达10%水平，产业数字化背景下企业支付有望成为新增长点。

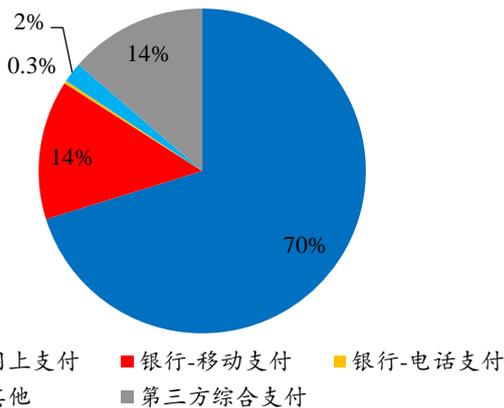
图9：2022年第三方支付综合支付交易规模491万亿元，预计2022-2027年CAGR10%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

注：(1) 第三方支付综合支付交易规模包括获得中国人民银行支付业务许可的互联网支付、移动电话支付、银行卡收单等支付交易规模，下文同。(2) 个人支付中由钱包侧支付机构同步提供直连收单服务的交易规模不再重复计算。

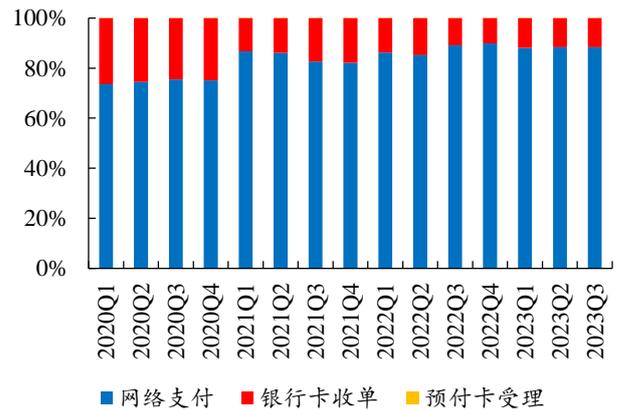
图10：2022年第三方支付综合支付交易规模占全市场14%



数据来源：艾瑞咨询、中国支付清算协会、开源证券研究所

注：(1) 银行处理的电子支付业务量是指客户通过网上银行、电话银行、手机银行、ATM、POS和其他电子渠道，从结算类账户发起的账务变动类业务笔数和金额。(2) 第三方综合支付取自艾瑞咨询年度统计数据。

图11：网络支付和银行卡收单为主要模式，2023年Q3分别占比88%和12%，预付卡交易占比较低



数据来源：中国支付清算协会、开源证券研究所

注：2023Q3 暂披露网络支付数据，银行卡收单和预付卡受理根据2023Q2比例假设得出

图12: 2023年Q1-Q3网络支付金额快速恢复, 分别同比+12.4%/+11.6%/+6.4%



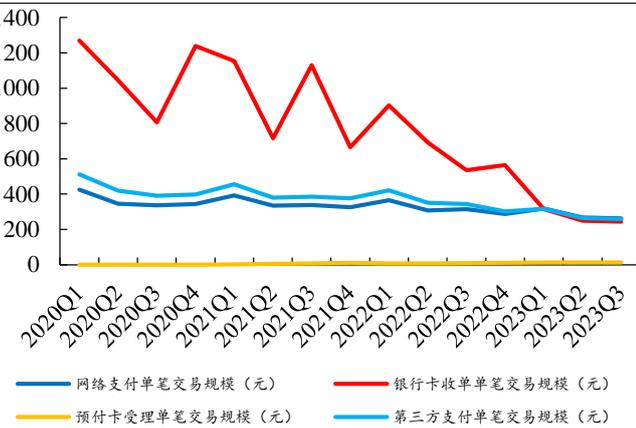
数据来源: 中国支付清算协会、开源证券研究所  
注: 2023年起支付清算协会调整网络支付统计规则, 因此同比增长数据按新统计办法回溯调整后测算的披露值。

图13: 2023年Q1-Q3网络支付笔数快速恢复, 分别同比+12%/+18.4%/+15.8%



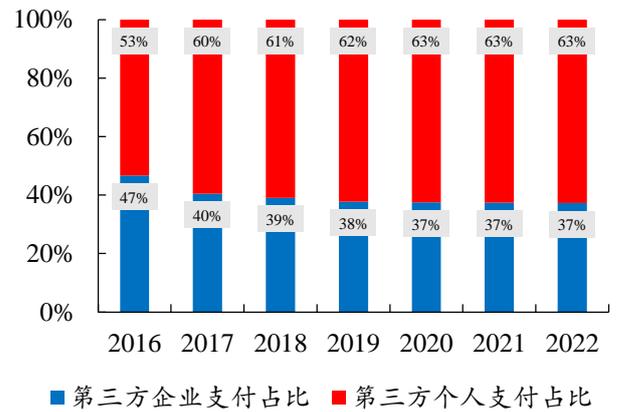
数据来源: 中国支付清算协会、开源证券研究所  
注: 2023年起支付清算协会调整网络支付统计规则, 因此同比增长数据按新统计办法回溯调整后测算的披露值。

图14: 2020年以来银行卡收单单笔交易金额有所下降



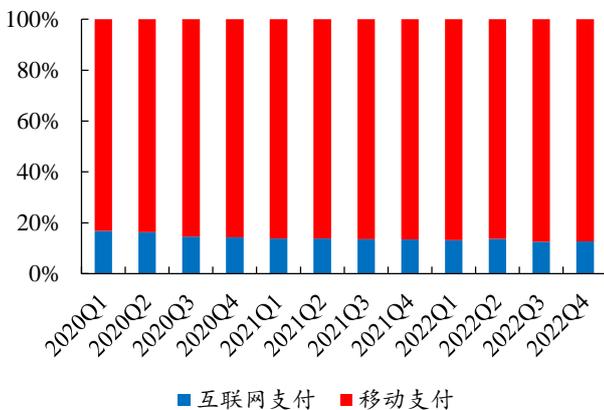
数据来源: 中国支付清算协会、开源证券研究所

图15: 2016-2022年第三方综合支付中, 服务于个人支付的钱包端占比持续提升



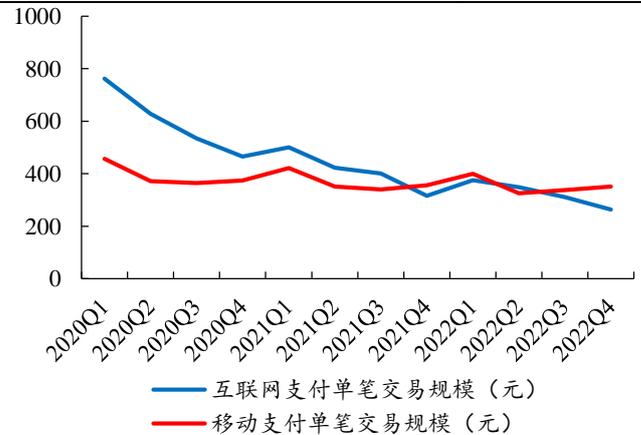
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图16: 移动支付在网络支付中为主要模式, 2022Q4支付交易规模(GPV)占比84%



数据来源: 中国支付清算协会、开源证券研究所

图17: 移动支付单笔交易规模稳定约400元/笔, 互联网支付单笔交易规模逐步下降至2022Q4 263元/笔



数据来源: 中国支付清算协会、开源证券研究所

## 2.3、商业模式：发卡行、清算机构、收单侧、数字钱包四方分润

### ● 产业链角色：

**消费者：**通常支付场景为线下 POS 刷卡、扫描或被扫二维码、PC 或手机 APP 及小程序支付。

**账户侧：**传统银行提供的借/贷记卡、非银支付机构的独立储值账户，如微信钱包、支付宝账户余额。

**清算机构：**银行卡收单业务主要由中国银联负责清算，网络支付由网联负责。

**收单侧：**钱包侧机构直联参与收单（通常为线上）、银行系收单机构、非银第三方收单机构。

**收单业务提供商：**收单外包机构为收单机构拓客推广（通常分润 70-80%），收单机具制造商提供 POS 机具等收单产品，技术服务提供商给予技术支持。

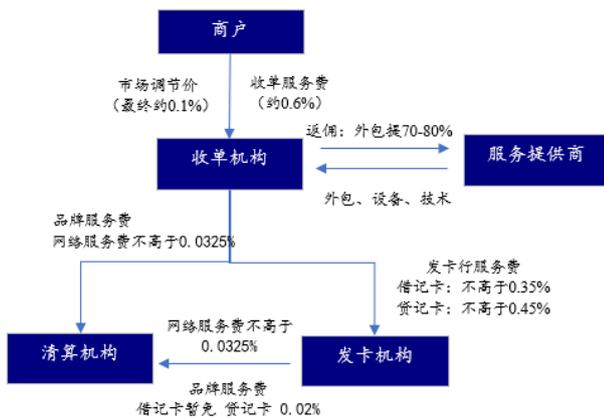
**商户：**C 端客户情况下，通常为银行卡或数字钱包账户余额转账，账户侧机构为打造流量平台免费提供服务；B 端客户从规模上细分为大型企业和中小微商户。

图18：账户侧和收单侧是第三方支付行业的两大核心主体



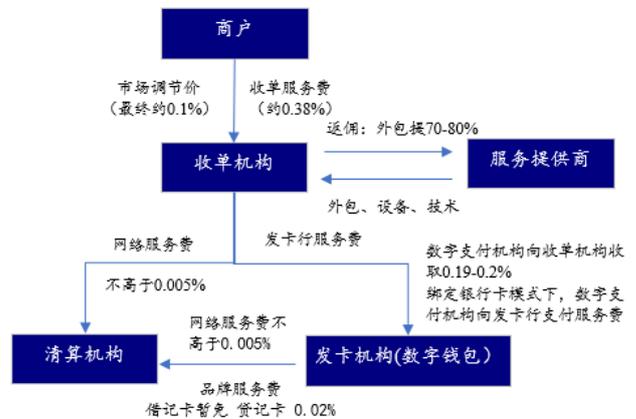
资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图19: 银行卡收单模式下, 账户侧为银行借/贷记卡, 商户总支付费率 0.6%



资料来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图20: 扫码收单模式下, 商户总支付费率约 0.38%



资料来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

## ● 银行卡收单

银行卡收单总支付费率约 0.6%，收单机构市场化定价后约 0.1%（外包机构分润 70%-80%）。（1）商业模式：银行卡收单模式即个人使用银行借记卡或贷记卡刷卡消费，收单机构为发卡行提供收单服务，向商户收取佣金，最终在发卡行、清算机构、收单机构以及外包机构四个主体下分润的模式。（2）“96”费改：收单机构市场化定价。2013 年起，发卡行、收单机构、中国银联按照 7:2:1 的比例分享手续费，不同商户根据行业类别实行不同的刷卡手续费标准；2016 年 9 月 6 日国务院发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》后，取消按商户类别分类设定模式，刷卡手续费借贷分离、统一费率、实行自主定价模式。

**发卡行：**借记卡和贷记卡分别收取交易金额的 0.35%/0.45%（2021 年 9 月后 9 折优惠），对优惠类商户发卡行服务费继续在现行政府指导价基础上实行 7.8 折优惠。

**清算机构：**刷卡情形下由中国银联分别向发卡行和收单机构收取 0.0325%网络服务费（2021 年 9 月后 9 折），贷记卡向发卡行和收单机构另收 0.02%品牌服务费；银行卡通过绑定平台的条码或网络支付情况下由中国网联负责清算，分别向收单机构和发卡行收取 0.005%网络服务费。

**收单机构：**由政府指导定价改为市场化定价，通常在扣除发卡行服务费和网络服务费后为交易金额的约 0.1-0.2%，收单外包机构将提佣 70%-80%。

表4: 2016年“96”费改后, 收单机构由政府定价改为市场化定价

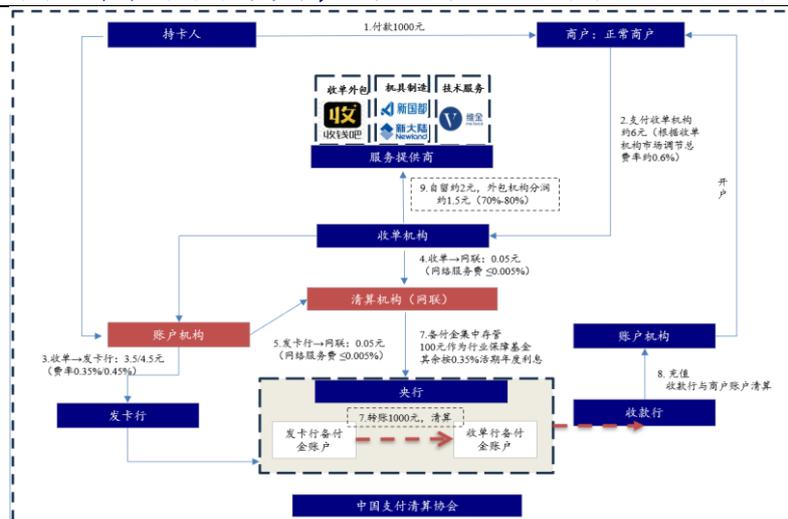
	商户类别及费率	发卡行服务费	清算组织服务费	收单机构服务费
96 费改前	分为餐娱类 (1.25%)、一般类 (0.78%)、民生类 (0.38%) 和公益类 (约 0%)	70%	10%	20%
96 费改后	取消按商户类别分类设定 刷卡手续费借贷分离 统一费率 实行自主定价	实行借贷分离。 借记卡交易不超过交易金额的 0.35%，最高不超过 13 元； 贷记卡交易不超过 0.45%，上不封顶。	清算机构向收单机构和发卡机构计收，费率上限为 0.065%； 由发卡、收单机构各承担 50% (即分别向发卡、收单机构计收的费率均不超过交易金额的 0.0325%，单笔收费金额均不超过 3.25 元)。	收单服务费由政府指导定价改为实行市场调节

资料来源: 国务院《两部门关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》、开源证券研究所

注: 2021年9月四部门《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》, 要求银行卡清算机构协调成员机构, 对标准类商户借记卡发卡行服务费、网络服务费在现行政府指导价基础上实行9折优惠、封顶值维持不变, 对优惠类商户发卡行服务费、网络服务费继续在现行政府指导价基础上实行7.8折优惠。

银行卡收单业务场景可细分为传统模式和新型条码支付模式, 区别在于支撑支付体系的底层技术和设备差异, 费率分润基本相同。(1) 传统模式: 付款人使用银行卡通过 POS 机完成支付, 账户端为发卡行收取借记/贷记卡 0.35%/0.45% 服务费。(2) 条码支付模式: 付款人/收款人通过移动设备的二维码通道如微信或支付宝扫描商户条形码, 或商户使用条码识别终端扫描个人条形码, 最终实现银行卡支付。

图21: 银行卡收单条码支付情形下, 账户机构 (微信/支付宝) 提供二维码通道



资料来源: 人民政府网、艾瑞咨询、开源证券研究所

## ● 网络支付

网络支付场景下数字钱包或承担账户和收单等两项角色, 总支付费率 0.38% 低于传统银行卡收单模式。(1) 商业模式: 网络支付主要通过 PC 端 (互联网支付) 和移动设备 (手机扫码、APP、小程序) 方式完成货币支付和清算行为, 此外固定电话和数字电视支付目前规模较小。(2) 数字钱包平台优惠定价后总支付费率约 0.38%。网络支付模式下, 用户支付通道即账户侧由财付通 (微信支付) 和支付宝两大巨头形成双寡头市场, 商户支付的总费率由两家机构按行业类别划分拟定, 标准费率为 0.6% (通常为优惠费率 0.38%), 非数字钱包联通的独立收单机构通常在线下扫码场景中参与分润, 费率约 0.1%-0.2%, 外包机构从中分润 70%-80%。

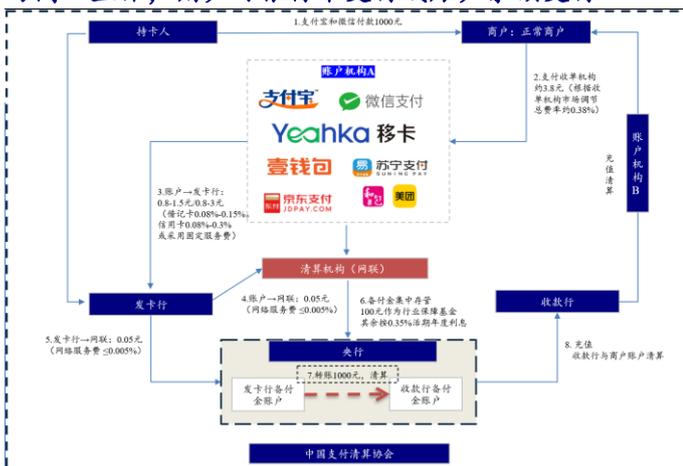
### 网络支付与银行卡收单主要区别：

**账户侧：**网络支付账户侧可为银行借/贷记卡或者数字钱包平台（微信或支付宝账户余额）。用户直接使用数字钱包余额支付，则在总费率 0.38%基础上收取约 0.2% 的数字支付服务费，其余用于分润。用户通过数字钱包平台绑定的银行卡支付，则数字钱包机构还需向发卡行将支付 0.08%-0.3% 手续费或固定服务费。

**清算机构：**网络支付主要通过网联清算，其向收单机构和账户侧收取的服务费为 0.005%，低于银联 0.0325% 的收费。

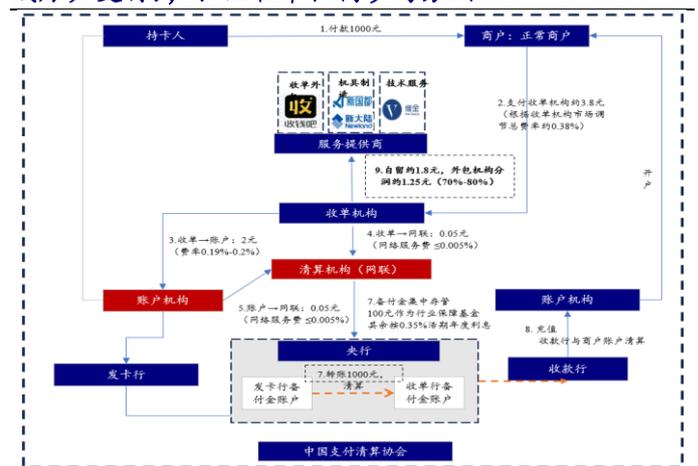
**收单侧：**线上平台通常由头部支付钱包机构的直联收单方垄断，其他收单机构通常在线下扫码场景参与间联收单。网络支付（扫码收单）市场中，具备线下收单资质的头部支付机构承担账户和收单两项职能。2022 年扫码收单市场上直联和间联收单规模占比分别 54%/46%，大部分中小微商户以间联为主，大型 KA 商户通常考虑数据安全性寻找相对独立的专业收单机构，独立收单机构尚需下沉小微市场，加深大型客户转换壁垒。

图22：网络支付直联模式下，账户侧机构与收单侧机构为同一主体，用户可银行卡支付或账户余额支付



资料来源：央行、艾瑞咨询、开源证券研究所

图23：网络支付间联模式下，数字钱包为账户侧（刷卡或账户支付），独立收单机构参与分润



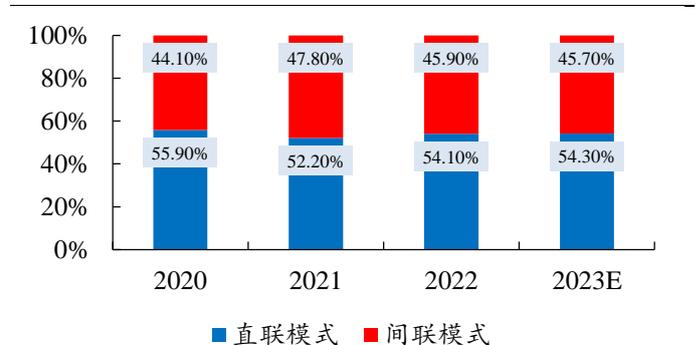
资料来源：央行、艾瑞咨询、开源证券研究所

图24：直联模式即数字钱包机构承担账户和收单两大职能，数字钱包自行清算



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图25：2022 年扫码收单市场中直联和间联模式占比 54%/46%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

表5: 支付宝针对个人货币资金转移行为提供转账、提现、还款服务, PC端通常收取0.1%费率, 移动端免费

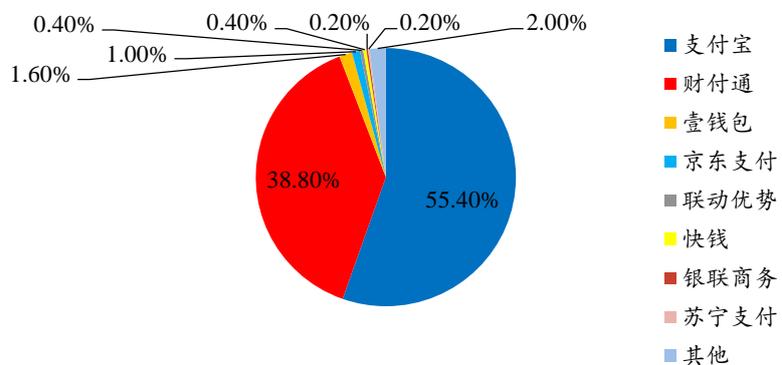
场景	服务	发起端	收费标准 (金额部分均按人民币计算)
红包支付、生活缴费、罚款缴纳	小额支付或生活缴费	电脑端、APP	免费
转账	转账到支付宝账户	电脑端	费率均为0.1%, 最低0.5元, 10元封顶
		“支付宝”App	免费
	转账到银行卡	电脑端、“支付宝”App	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享2万元免费额度; 超出的金额, 费率均为0.1%, 最低0.1元
提现	提现到银行卡	电脑端、“支付宝”App	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享2万元免费额度; 超出的金额, 费率均为0.1%, 最低0.1元
信用卡还款	信用卡还款	电脑端	费率均为0.1%, 最低0.1元
		“支付宝”App	支付宝实名个人用户每人每月有2000元免费还款额度; 超出的金额, 费率均为0.1%, 最低0.1元。

资料来源: 支付宝官网、开源证券研究所

## 2.4、竞争格局: 账户侧双寡头格局, 收单侧市场份额向龙头聚集

**账户侧: 流量平台的规模优势持续扩张, 造就双寡头垄断格局。**支付宝和财付通(微信) CR2 超 90%, 通过商业生态积累流量规模, 标准化+规模效应的高护城河下持续提升市场份额, 用户粘性和先发优势形成的马太效应仍将持续。中国支付清算协会披露 2020Q1, 支付宝和财付通在移动支付交易规模中的市占率为 55.4%和 38.8%。

图26: 2020Q1, 支付宝和财付通在移动支付交易规模中的市占率为 55.4%和 38.8%

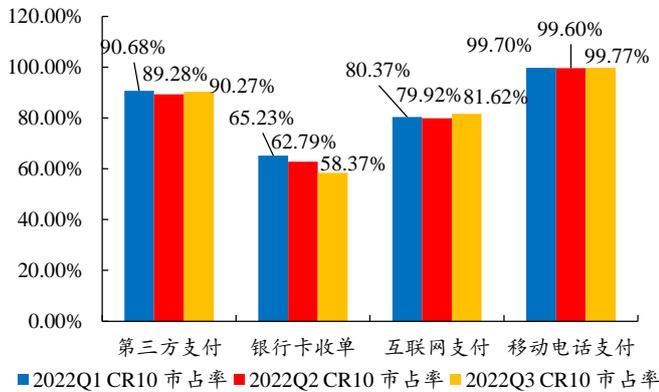


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

**收单侧: 银行卡收单市场集中度相对较低, 近年集中度有所提升。(1) 银联商务和拉卡拉行业龙头地位稳固。**根据 iResearch 前瞻产业研究院调研, 2019 年第三方支付线下收单市场中银联商务、拉卡拉市场份额位居行业前 2。全球知名银行卡和移动支付行业调研机构 HSN Consultants 发布的《2022 年度亚太地区收单机构排名》中, 银联商务以高达 140.7 亿笔的年收入交易笔数连续十年蝉联亚太收单机构榜首。根据 POS 支付圈统计, 拉卡拉在 2023 年各月度银行卡收单交易 GPV 在非银支付机构中位居第一, 其中 7 月和 8 月披露含银联商务的市场排名中仍保持第一。**(2) 银行卡收单集中度相对偏低。**根据中国支付清算协会测算, 银行卡收单市场集中度在第三方支付市场中较低, 我们认为收单侧行业集中度低的主要原因是: 收单业务需线下铺设 B 端细分客群, 人力成本等投入较高, 利润率相对微薄, 银行等账户机构介入意愿低且难度大。**(3) 银行卡收单市场集中度提升。**按支付笔数测算, CR10 集中度自 2022Q1 的 55.11% 提升至 2022Q3 的 62.39%, 市场集中度明显提升。按支

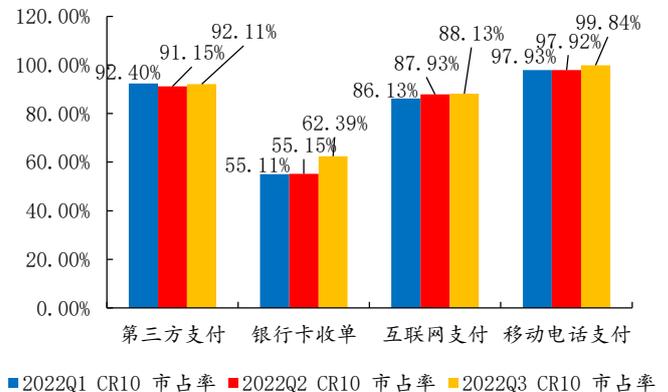
付金额算集中度有所下滑，我们预计主因笔均交易金额下滑，头部机构份额较高导致受到的影响相对更大。

图27：按交易金额测算，2022Q1-Q3 银行卡收单业务的 CR10 集中度有所下降



数据来源：中国支付清算协会、开源证券研究所

图28：银行卡收单市场集中度相对较低，2022Q1-Q3 按支付笔数测算的集中度持续提升

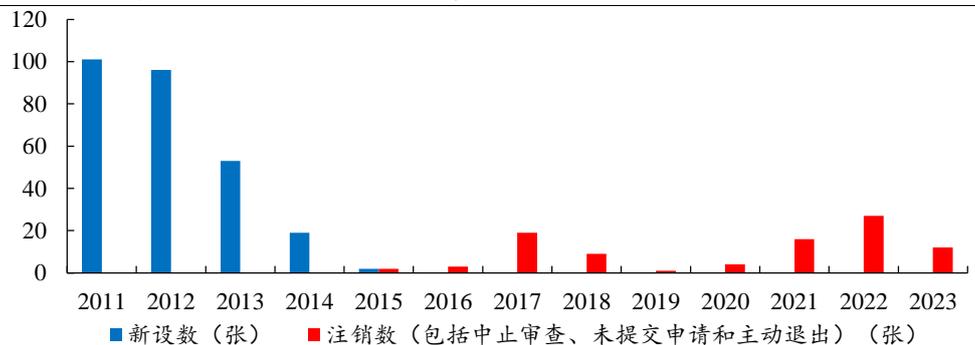


数据来源：中国支付清算协会、开源证券研究所

考虑支付牌照收紧+行业监管政策趋严，我们预计收单侧市场集中度将进一步提升。

(1) 第三方支付牌照收紧。2011年至2015年央行共计发放271张第三方支付牌照，2016年开始牌照停发，非银行机构未再审批支付许可，其他机构仅可通过收购牌照进入市场。(2) 政策监管趋严下中小收单机构预计持续出清。2017年以来“断直连”和“备付金集中缴存”压降收单机构盈利空间，2021年259号文要求“一机一码”持续落实，2023年收单外包服务市场进一步加强管理，《非银支付机构监督管理条例》加大违规处罚力度，“套码”事件受集中整治，中小收单机构难以通过单一收单业务维持经营。截至2024年1月10日，央行注销85张支付牌照。(3) 头部机构合规管理能力较强，预计率先完成行业整改后恢复正常经营。2023年9月头部机构拉卡拉率先、提前、全面实现“一机一码”等核心要求，淘汰老旧终端，准确上送交易信息。2022年支付行业“套码”事件导致全行业补缴款项，头部机构通常在2022年一次性支付完成，而移卡等机构采用分期偿还方式下持续影响公司利润。

图29：2016年以来全国性第三方支付牌照收紧



数据来源：央行、人民网、财联社、央视网、华经产业研究院等、开源证券研究所

现存186家支付机构，全牌照机构14家。根据央行统计，自2011年《支付许可证》发行至2024年1月10日，第三方支付机构注销85家，其中预付卡发行和受理为主要注销的牌照和经营机构。现存186家支付机构，全国性银行卡收单机构43家，兼具网络支付、银行卡收单、预付卡发行与受理的全牌照支付机构共计14家。

**表6: 截至 2024 年 1 月 10 日, 第三方支付机构注销 85 家, 现有 186 家第三方支付机构**

许可业务类型	内容	现存数	注销数	合计数量	
网络支付	互联网支付	105	8	113	
	移动电话支付	依托公共网络或专用网络在收付款人之间转移货币资金	46	3	49
	固定电话支付		6	0	6
	数字电视支付		3	0	3
银行卡收单	全国	通过销售点 (POS) 终端等为银行卡特约商户代收	43	6	49
	部分省份	货币资金	10	4	14
预付卡发行	以营利为目的发行的、在发行机构之外购买商品或服务的预付价值, 包括采取磁条、芯片等技术以卡片、密码等形式发行的预付卡的发行与受理		91	73	164
预付卡受理					
牌照数量			304	94	398
对应支付机构数量			186	85	271

数据来源: 移动支付网、央行、开源证券研究所 注: 统计截至 2024 年 1 月 10 日

## 2.5、监管环境: 监管政策推动行业提质增效, 支付行业格局有望优化

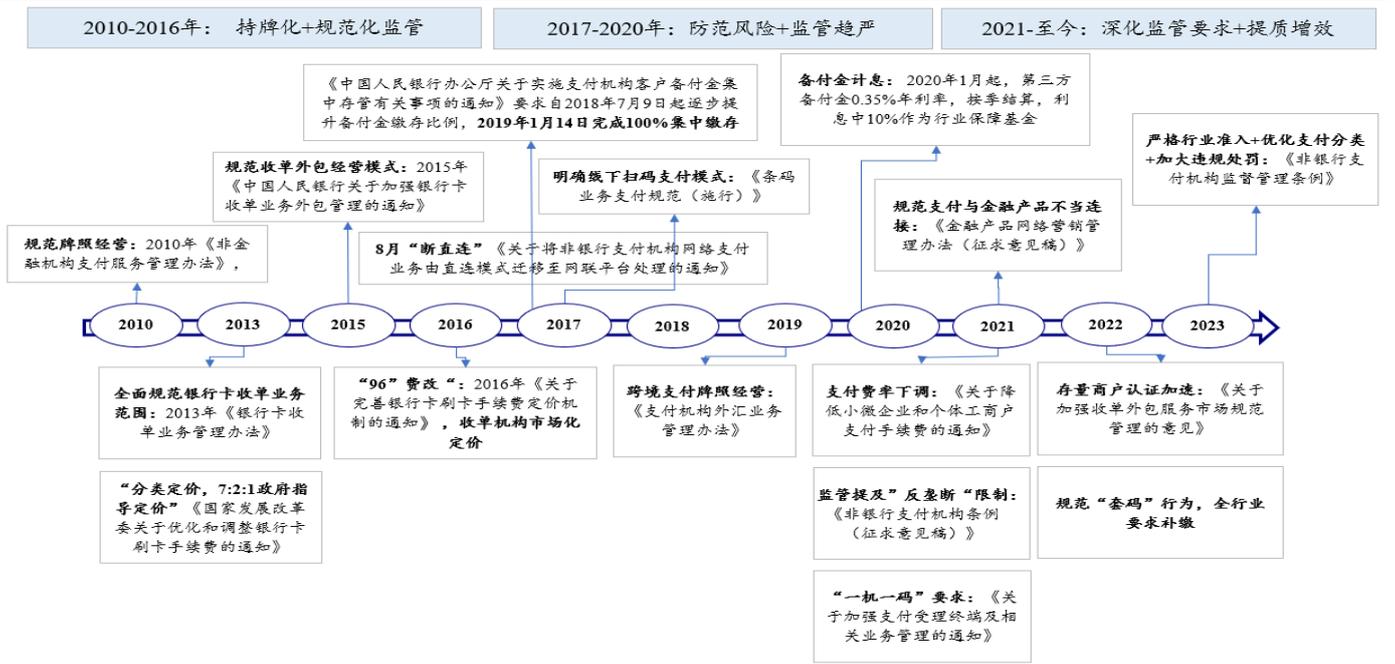
监管贯彻穿透式管理, 第三方支付行业监管深化带来行业提质增效加速。

**(1) 2010-2016 年: 行业初步持牌化+规范化经营, 持牌支付机构快速增长。**明确银行卡收单等细分市场业务范围和监管办法, 行业分润模式从“商户分类定价+7:2:1 市场定价”到 2016 年“96”费改后借贷分离、收单机构市场化定价, 规范外包机构管理。2011 年至 2015 年央行共计发放 271 张第三方支付牌照, 2016 年开始牌照停发。

**(2) 2017-2020 年: 断直连+备付金集中缴存等要求下行业持续出清。**电商和互联网的快速发展为支付行业带来高速增长机遇, 同时行业经营风险频发, 监管“断直连”要求和“备付金 100%集中缴存”持续压缩收单机构利润, 中小机构持续出清, 仅 2017 年注销和不予续展牌照达 28 张, 4 年撤销 44 张牌照。

**(3) 2021 年至今: 行业监管持续深化, 规范整治预计迎来新一轮行业出清。**259 号文全面落实“一机一码”+进一步加强外包服务市场规范管理+出台金融产品网络营销管理办法+明确限制套码行为等政策推行。

图30：支付行业经理规范化监管和防风险严监管阶段，2021年监管要求深化带来行业提质增效加速



资料来源：人民政府网、中央人民银行、艾瑞咨询、开源证券研究所

259号文加强支付受理终端监管，龙头机构率先完成整改凸显合规能力。2021年10月，央行发布《中央人民银行关于加强支付受理终端及相关业务的管理通知》，对银行卡受理终端、条码支付受理终端、创新支付提出管理要求，并对特约商户管理的合规性和收单业务检测中主体职责划分提出新要求，以确保终端发起交易可被准确追溯，有效识别“移机”、“套码”等风险。2023年9月头部机构拉卡利率率先、提前、全面实现“一机一码”等核心要求，淘汰老旧终端，准确上传交易信息。

《非银支付机构监督管理条例》出台，行业准入门槛提高，业务分类重塑、加大违法违规处罚。2023年11月24日，国务院常务会议审议通过支付行业纲领性新规，2024年起正式实施。《条例》明确注册资本1亿元限额，按业务实质将支付业务分为储值账户运营和支付交易处理两类，强化业务管理要求和加强权益保护，弱化反垄断量化指标，加大严重违法违规行为处罚。

表7：支付行业新规优化支付业务分类、弱化市场支配地位量化认定、加大违法违规处罚

关键词	主要内容
严格行业准入门槛	严格按照“先证后照”原则实施准入管理，重点包括： ①明确支付机构注册资本、主要股东、实控人、高管人员等准入条件，如注册资本最低限额为人民币1亿元，且为实缴货币资本； ②公司名称、注册资本等重大事项变更也需实施许可管理； ③建立健全严重违法违规机构的常态化退出机制，并明确机构解散应当依法进行清算，清算过程受央行监督。
优化支付业务分类	2010年《非金融机构支付服务管理办法》按照交易渠道和受理终端，将支付业务分为网络支付、银行卡收单和预付卡业务等三类，此次《条例》从业务实质出发，根据其能否接收付款人预付资金，将支付业务划分为储值账户运营和支付交易处理两类，新业务分类具有更好的扩展性，能结合行业发展与创新，将各种新型支付渠道、支付方式统一纳入监管，从而防范监管空白、避免监管套利和促进公平竞争。
明确业务管理要求	强化支付账户、备付金和支付指令等管理制度，压实支付机构用户尽职调查、风险监测等责任，重点包括： ①明确从事储值账户运营机构不得向用户支付其支付账户余额或预付资金余额有关的利息等收益； ②明确支付机构不得以任何形式挪用、占用、借用备付金，不得以备付金为自己或者他人提供担保；

关键词	主要内容
	<p>③明确支付机构应当建立持续有效的用户尽职调查制度，自行完成特约商户尽职调查、支付服务协议签订、持续风险监测等业务活动；</p> <p>④不得实施垄断或者不正当竞争行为，妨害市场公平竞争秩序</p>
加强用户权益保障	规定支付机构应当按照公平原则拟定协议条款，保障用户知情权和选择权；要求支付机构保障用户资金安全和信息安全， <b>不得将相关核心业务和技术服务委托第三方处理</b> ，明确信息处理、信息保密和信息共享等有关要求；要求支付机构对所提供的服务明码标价，合理收费；要求支付机构履行投诉处理主体责任等。
弱化市场支配地位量化认定相关规则	<b>征求意见稿关于市场支配地位判定相关的条款被整条删除</b> ，包括征求意见稿中明确界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准的原第五十五、原五十六条，以及针对滥用市场支配地位的监管措施的原五十七条，避免量化对象理解存在差异和硬性标准可能难以适应行业发展变化的问题。但《条例》正式稿保留了与原第五十四条类似的条款，表述为“非银行支付机构不得实施垄断或者不正当竞争，妨害市场公平竞争秩序”。《条例》中还保留了对非银支付机构分类评级、监督管理的要求，央行仍将依法制定系统重要性非银支付机构的认定标准和监督管理规则。
规范监督检查权及措施，加大对严重违法违规行为的处罚	征求意见稿中，央行被赋予向国务院反垄断执法机构采取停止滥用市场支配地位行为、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的建议权，在《条例》中未再提及。《条例》明确了央行的监管职责和措施， <b>加大了严重违法违规行为处罚力度</b> ，处罚措施包括罚款、限制部分支付业务或者责令停业整顿，直至吊销其支付业务许可证等。同时，《条例》明确可以根据具体情形对负有直接责任的董事、监事、高管人员和其他人员进行处罚，情节严重的还可采取市场禁入措施。对于构成犯罪的，依法追究刑事责任。

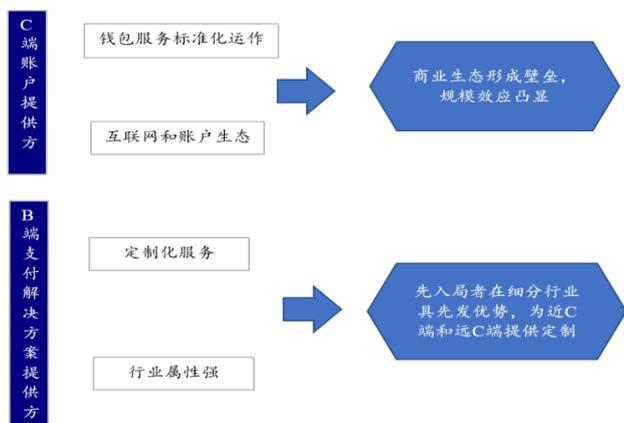
资料来源：国务院、开源证券研究所

参考 2017 年断直连+备付金集中缴存加速行业出清，我们预计监管要求深化将迎来新一轮格局优化。我们预计利润微薄且经营合规能力较差的中小收单机构在整改过程中，为适应监管要求整改导致自身传统收单业务的盈利能力弱化，违法违规行为加大处罚力度可能倒逼中小机构出清。而头部机构的合规管理、外包管理、自营管理、成本控制、技术研发、战略前瞻布局能力较强，具有充足的技术和资金投入前沿技术和探索新商业模式，由此通过“支付+”增值服务提升支付手续费的同时挖掘新的盈利点，在规范经营中进一步脱颖而出。

## 2.6、赛道空间：C 端多元导流+变现，B 端布局细分市场+增值业务

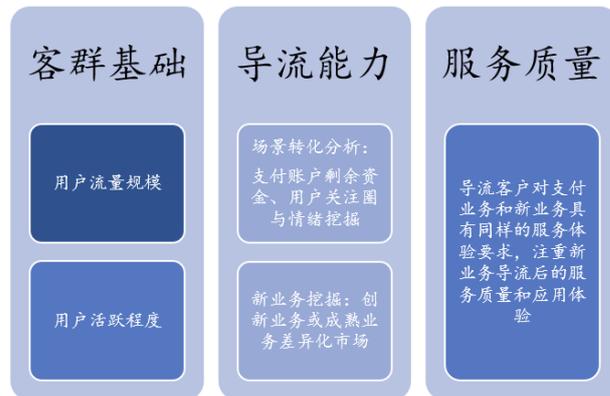
**C 端账户侧坚守高壁垒流量生态模式，增加用户粘性和变现能力。**钱包支付钱包运作模式的标准化易形成商业壁垒和规模效应，需注意未来平台互联推进中生态壁垒打破的威胁（破局关键在多元服务提升用户粘性）。转换业务规模=用户规模\*新业务转化率\*转换后用户价值。支付导流金融、生活服务，增加用户粘性和变现能力。

图31：B 端与 C 端支付业务核心优势与未来趋势有差异



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图32：C 端关注客群基础、导流能力、服务质量



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

**B 端收单侧具备产业优势，挖掘细分行业和提高服务价值是未来护城河关键。**支付机构深入产业场景，为中大型企业或集团提供完备的数字支付解决方案，建立数字支付和账户体系，使企业资金流、信息流、商流透明化、协同化，由此提高企业内部与供应链上下游资金周转效率。

**未来布局产业支付需具备：**(1) 业务理解力，深耕产业需求和用户习惯，设计符合需求的定制化方案；(2) 数字化服务能力，包括硬件（支付设备）和软件（线上数字平台）；(3) 生态能力，联合物流、金融、SaaS 服务等生态产品，双向提升客户服务能力和自身收入；(4) 品牌影响力，细分赛道的长期布局。

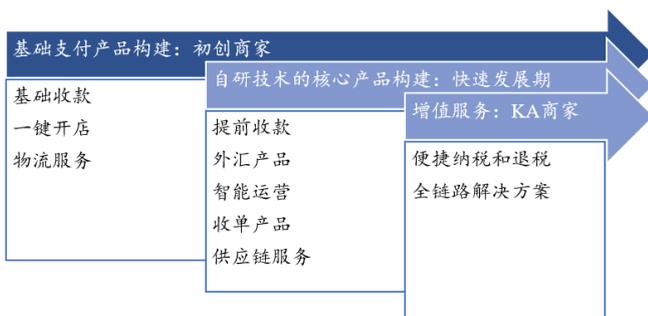
图33：B 端收单侧以行业为区分，产业支付价值较高



资料来源：艾瑞咨询

**2015 年起内资机构入场带来行业阳光化、普惠化与数字化变革，跨境支付服务向一站式综合服务进阶，实力反哺行业跨境电商。**支付机构布局跨境业务以收款服务为核心，布局跨境支付全链路支付服务。

图34：B2C 跨境电商支付价值链延伸



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图35：艾瑞咨询预测 2023 跨境电商收款突破 2 万亿元



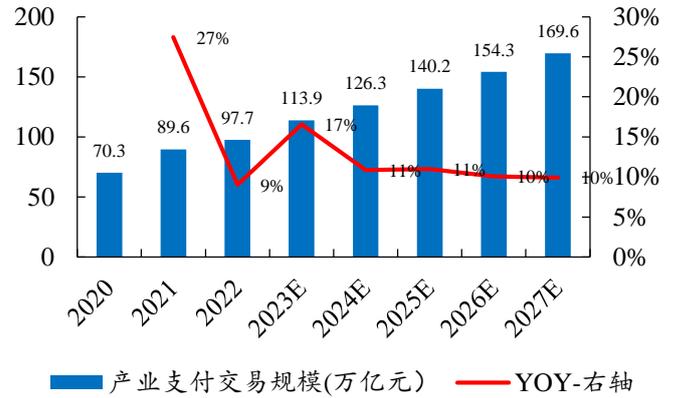
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图36：收单机构以产业形态和业务场景为中心做定制化服务



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图37：2023-2027年产业支付交易规模复合增速超10%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

**乘数字人民币之风，快速拓展细分行业 B 端客群。**数字人民币是数字经济发展的重  
 要契机，数字人民币的推广对支付方式革新产生新需求，支付机构在数字人民币的  
 推广和研发中承担重要角色的同时也从中受益。拉卡拉成为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，截至 2022 年末在数字人民币研发、硬件、推  
 广等领域投入超 2.5 亿元。公司借助数币推广契机，发展“支付+”服务，快速进入  
 商超百货、新能源汽车、医美、连锁药房、旅游景区、房产等行业的中大型行业客  
 户。

### 3、收单龙头优势地位稳固，“支付+”第二增长曲线布局领先

#### 3.1、基本情况：支付业务为核心，2023 受益量价齐升下利润改善明显

**2013-2018 年支付业务快速增长，2019-2022 年疫情承压后行业进入修复阶段。**（1）2013-2018 年，受益电商和互联网流量平台的发展，线上网购+线下扫码支付模式兴起，公司支付+收单业务收入快速增长，5 年 CAGR 73%，拉动总营收 2013-2018 年 CAGR 达 56%。（2）2019-2022 年，公司进入战略 4.0 阶段，调整营业结构为支付业务（支付手续费+支付服务费）和商户科技服务（金融科技+IT 科技 SaaS）及其他收入（硬件销售）。2021 年疫情影响线下消费，叠加减费让利政策使公司支付业务规模和费率降至低位，2023 年消费复苏下行业进入恢复期。

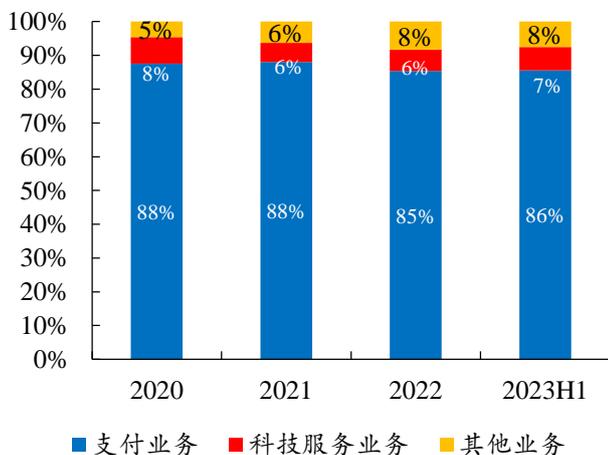
图38：2013 年以来收单支付仍是公司主要的收入来源（单位：亿元）



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所  
注：2019 年公司将收单业务更名为个人支付业务

**营收&成本结构：支付仍是主要收入贡献业务，渠道拓展是主要的成本支出。**（1）**营收结构：**支付业务仍是主要营收贡献，2023H1 支付/科技/其他占比 86%/7%/8%。（2）**成本结构：**渠道拓展和折旧是公司主要成本支出。2022 年支付业务专业化服务费占公司营收成本 80%，其次为支付业务折旧摊销，占比 8%。

图39：公司支付业务为主要收入贡献



数据来源：公司年报及半年报、开源证券研究所

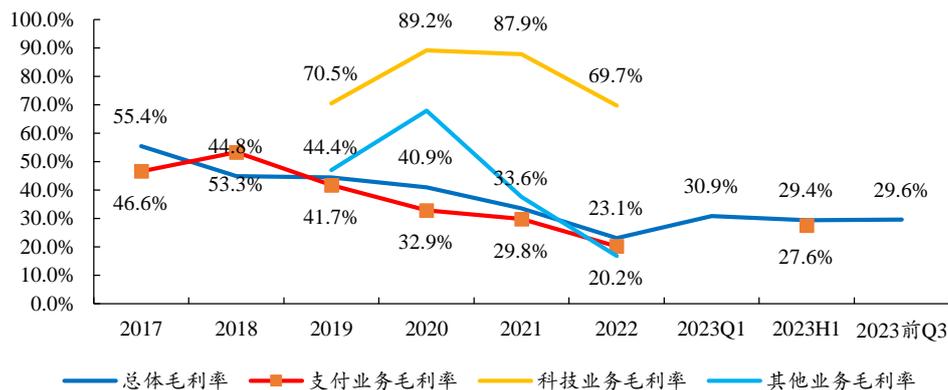
图40：公司服务推广和折旧摊销为主要营业成本



数据来源：公司年报、开源证券研究所

**毛利水平：2023 前三季度公司总体毛利率回升至 29.6%，同比+2.7pct。**（1）2020 年新冠疫情以来线下消费低迷叠加 2021 年降费让利政策等原因造成公司总体毛利率整体下滑至 2022 年 23.1%。2023 前三季公司毛利率同比+2.7pct 至 29.6%，2023H1 末公司支付毛利率回升至 27.6%，预计与支付费率回升和渠道分润比例优化有关。（2）商户科技业务毛利率较高，部分人力和宣传成本被支付业务参与分摊，与支付业务具有较强协同性。2022 年科技业务毛利率下滑预计与贡献主要毛利的金融科技 SaaS 收入下滑有关。

**图41：2023Q1-3 公司总体毛利率回升至 29.6%，同比+2.7pct**

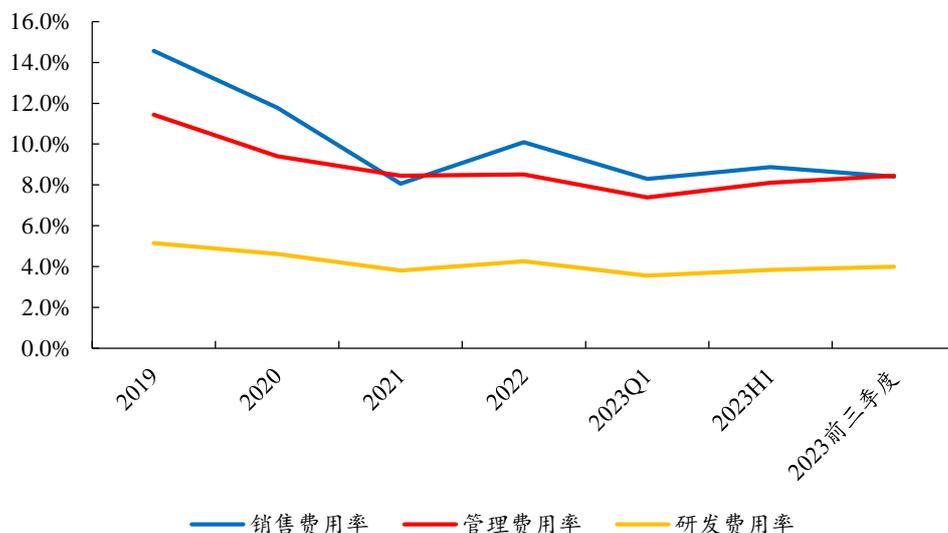


数据来源：Wind、公司年报及季报、开源证券研究所

注：2023H1 公司未披露营业成本细分数据，因此未测算细分业务毛利率

**运营能力：销售费用率有所优化，研发投入保持稳定。**（1）公司支付业务主要采用直营+代理模式，销售费用主要用于推广人员成本和广告费用，预计 2023 年支付业务回暖下推广效率有所提升。（2）管理费用主要为人工成本和折旧摊销，2019 年以来公司团队稳定，逐步从线下铺设转为定期维护，人员成本持续优化。（3）研发投入保持稳定，2022 年公司在多领域投入研发资金，数字货币项目、B2B 支付平台、SaaS 服务平台、跨境支付系统等均完成开发。

**图42：2023 前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率同比-0.2/+0.3/+0.2pct**

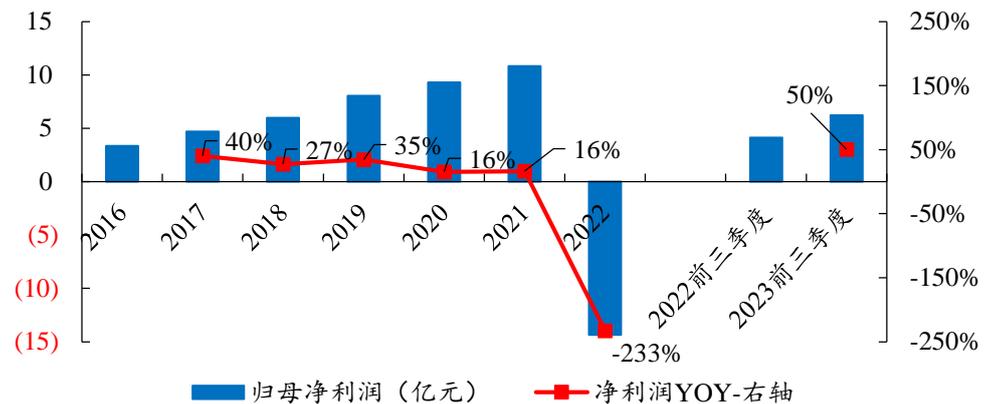


数据来源：Wind、开源证券研究所

**盈利能力：2016-2021 年公司盈利能力持续提升，2023 年补缴消化完全后支付业务**

量价齐升带动净利润同比高增。2016-2021 年公司净利润 CAGR 26%，2022 年公司净利润亏损 14.4 亿，主因：（1）受疫情和减费让利政策影响，公司核心支付业务盈利能力下滑；（2）“套码”行为导致全市场支付机构退还资金到待处理账户，拉卡拉补缴 13.96 亿元计入“营业外支出”。2023 年，疫后复苏下公司支付交易规模同比高增，支付费率自 2022 年末 0.10% 修复至 2023H1 末 0.11%，量价齐升下归母净利润同比+50%。

图43：2022 年受套码补缴影响导致利润亏损，2023 年前三季度同比+50%

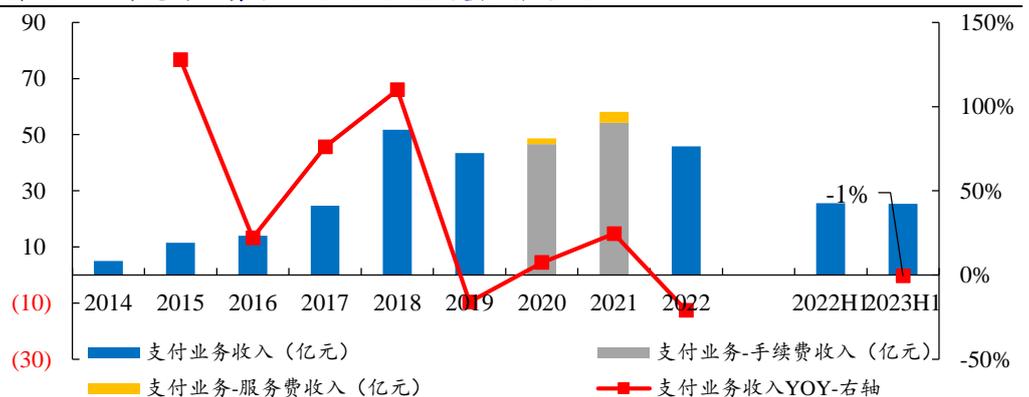


数据来源：公司年报及三季报、开源证券研究所

### 3.2、支付业务：支付产业有望量价齐升，龙头标的充分受益β机遇

支付业务为公司主要收入和利润贡献，2014-2022 年 8 年复合增速 32%，驱动公司营收和利润高增。2019 年公司将支付业务拆分为支付手续费业务和支付服务费收入，其中支付手续费业务作为中国银联和国际卡组织成员机构，为商户提供境外内银行卡收单、扫码支付及数字人民币等收单业务。服务收入=GPV\*交易支付费率；支付服务费收入主要为商户和银行提供通讯、清算、会员、专业化运营等服务。

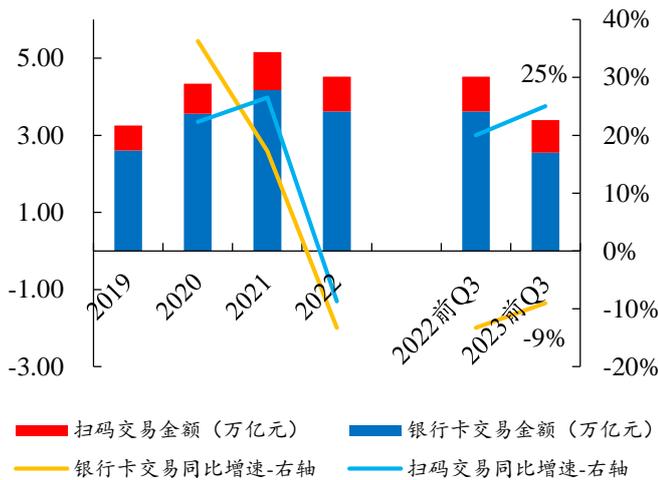
图44：公司支付业务收入 2014-2022 复合增速 32%



数据来源：公司年报及半年报、Wind、开源证券研究所

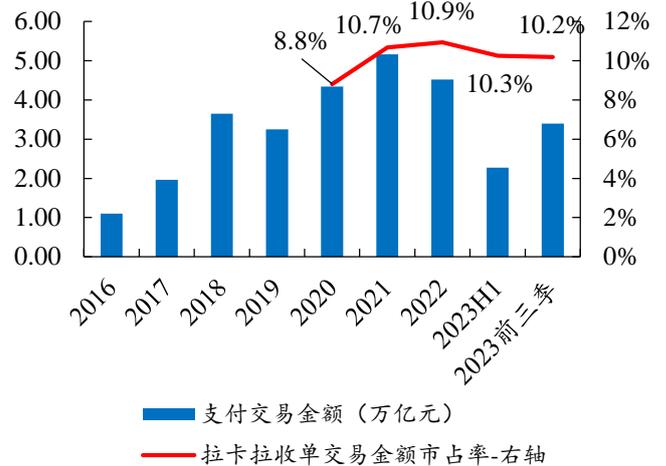
量：支付交易规模（GPV）市占率位居行业前列。（1）公司作为较早布局第三方支付的企业，支付 GPV 市占率保持前列，2023 前三季 GPV 市占率为 10.2%。（2）从收单场景看，近年扫码支付增速较快，2023 前三季公司扫码 GPV 同比+25%，截至 2023 前三季公司扫码和银行卡收单交易规模分别占比 25%和 75%。

图45：2023 前三季公司扫码交易 GPV 同比+25%



数据来源：公司历年年报及季报、开源证券研究所

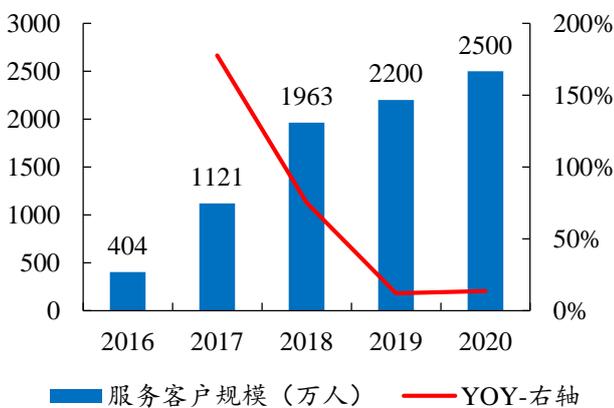
图46：截至 2023Q3 末公司支付 GPV 市占率为 10.2%



数据来源：公司招股说明书、公司财务报告、中国支付清算协会、开源证券研究所

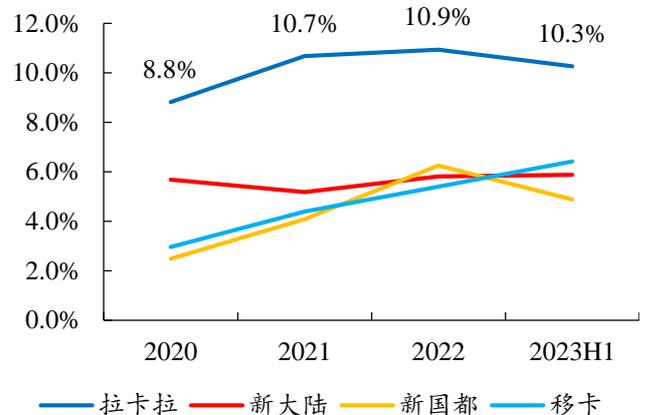
注：(1) 公司支付交易金额取自财务报告披露，支付市占率=公司 GPV/银行卡收单 GPV（支付清算协会披露）；(2) 支付清算协会披露的非银支付机构的银行卡收单 GPV 根据历年披露的同比增速数据回溯调整；(3) 2023Q3 银行卡收单 GPV 根据央行 Q3 披露的网络支付 GPV 及 Q2 的网络支付和银行卡收单 GPV 占比结构测算得出。

图47：公司披露 2016-2020 年服务客户规模快速增长



数据来源：公司招股说明书、公司年报、开源证券研究所

图48：公司 GPV 市占率持续保持领先



数据来源：各公司年报、中国支付清算协会、开源证券研究所  
注：全市场数据取自中国支付清算协会披露的非银支付机构的银行卡收单交易规模

**价：2022 年价格战和减费让利政策导致费率下降，2023 年支付费率开始回升。**2019 年公司支付交易费率为 0.1337%，2020 年新冠疫情影响线下消费，收单机构寄希望于低价竞争提高市场份额，公司支付费率降至 0.1075%；2021 年 9 月四部门《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》，要求银行卡清算机构协调成员机构，对标准类商户借记卡发卡行服务费、网络服务费在现行政府指导价基础上实行 9 折优惠、封顶值维持不变。2022 年低价竞争叠加降费政策使公司支付费率降至 0.1013%。2023 年线下支付回暖，收单机构低价竞争意愿预计下降，2023H1 支付费率回升至 0.112%。**我们预计未来支付费率仍将提升：**(1) 监管环境趋严导致中小机构出清，行业格局逐步优化，支付行业从传统的低价竞争向高质量的服务竞争的良性转变；(2) 行业“套码”事件终结，预计收单机构支付给发卡行和清算

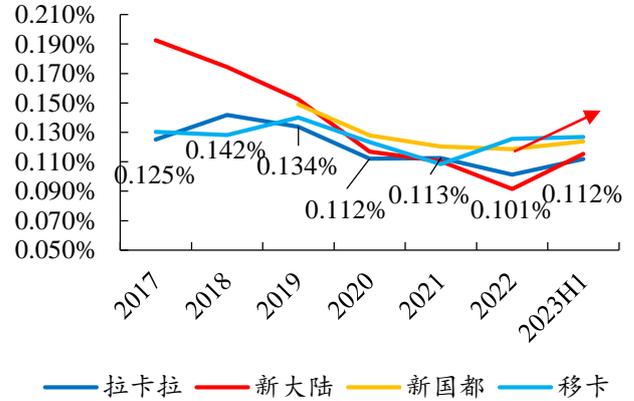
机构的费率按正常计价，行业总成本提高预计带来支付综合费率提高。(3) 支付机构通过向中小商户提供增值 SaaS 服务的方式，将增值服务费转变为提高支付手续费率，由此打开支付费率空间。

图49：2023H1 公司支付业务毛利率回升至 27.55%



数据来源：公司年报及半年报、开源证券研究所  
注：2022 年数据根据 2021 年扫码和银行卡交易占比推算。

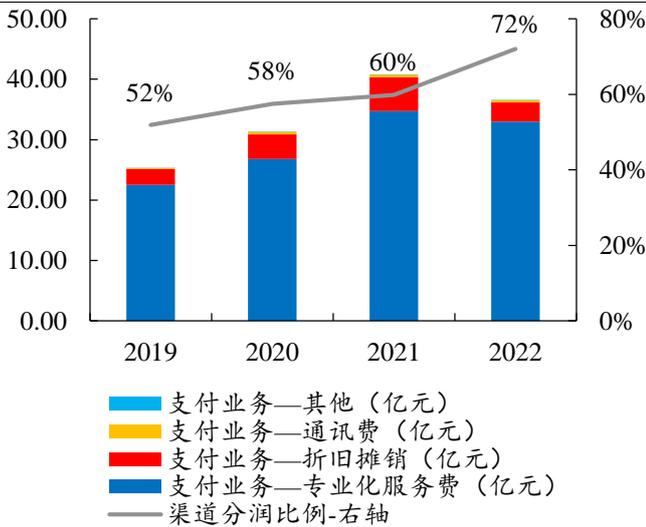
图50：2022 年疫后修复以来，公司支付费率企稳回升



数据来源：公司年报及半年报、开源证券研究所

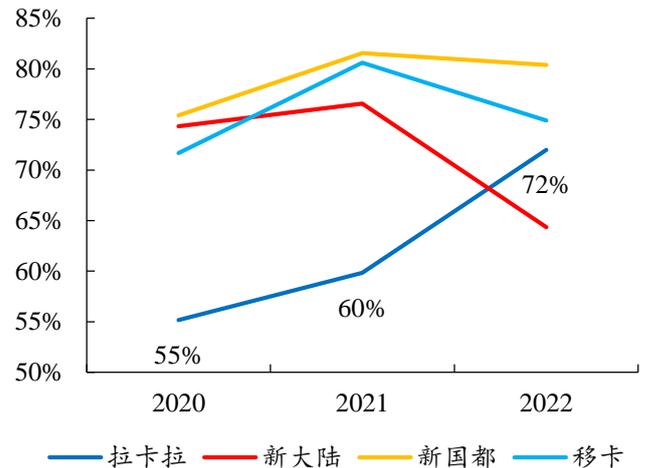
**毛利：2023H1 支付业务毛利率回升至 27.55%，渠道分佣改善下预计毛利率继续回升。**2022 年公司支付业务毛利率下降主因预计为：(1) 低价竞争+降费让利政策导致支付费率下滑；(2) 支付机构提高渠道分佣比例。2023H1 支付费率回升下公司毛利率明显回暖，我们预计渠道分佣有望回归合理水平，营业成本优化下公司支付毛利率将进一步改善。

图51：专业化服务费（渠道费）为支付业务主要成本，渠道分润比例逐步提升



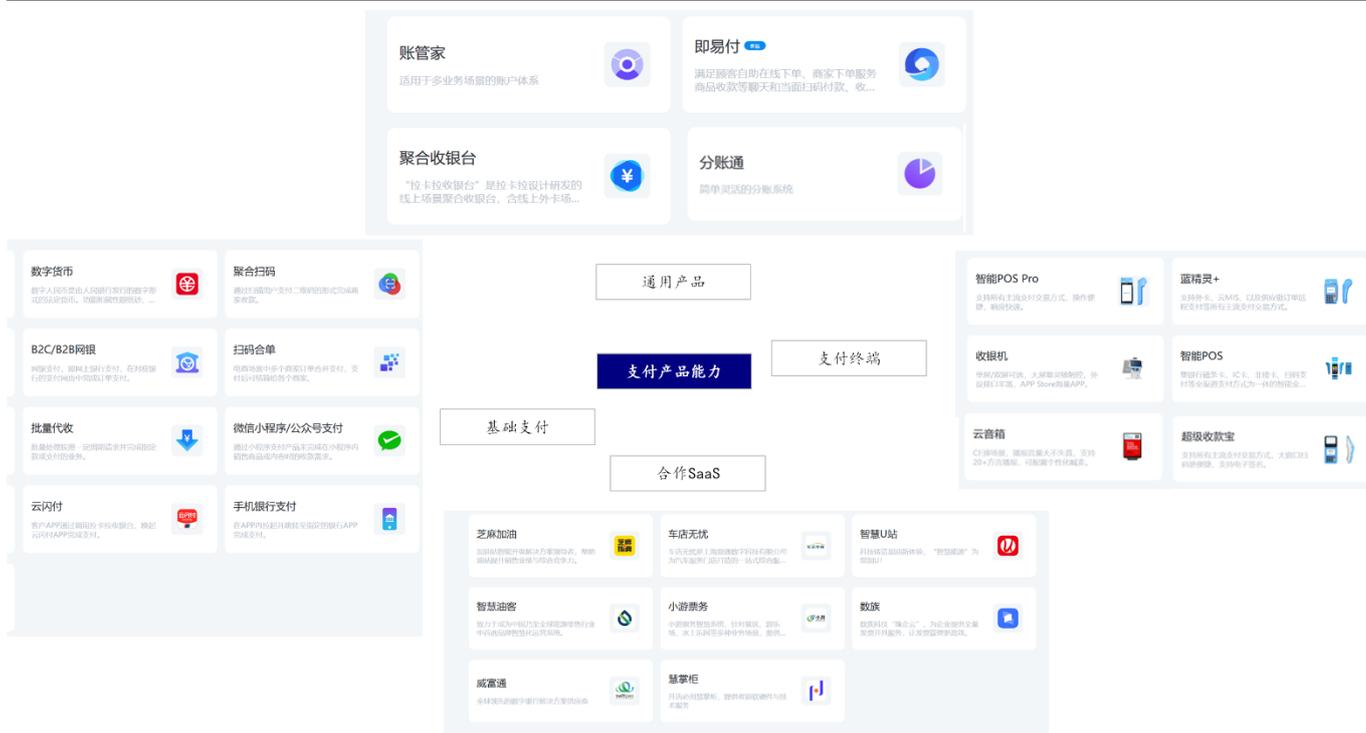
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图52：2022 年公司专业化服务费占支付收入占比提升导致毛利率下滑



数据来源：各公司年报、开源证券研究所  
注：移卡未单独披露支付业务专业化服务费（渠道佣金费），因此根据各公司成本结构考虑取 90% 作为支付业务部分的渠道佣金

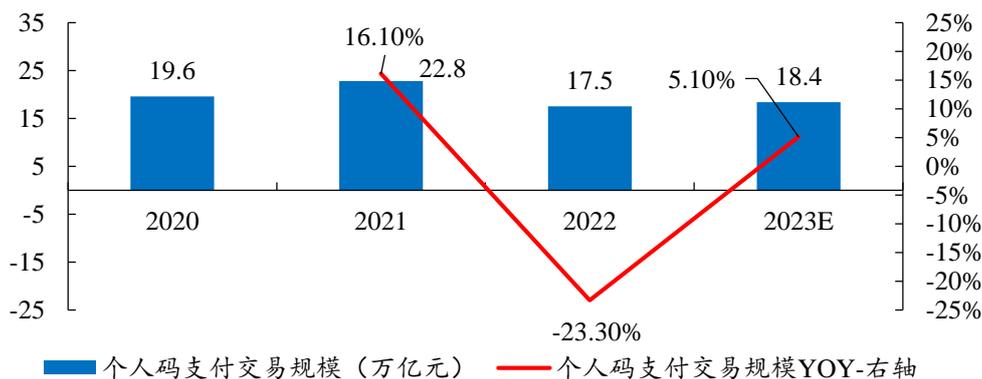
图53：公司满足商户数字化支付同时依托科技协助拓客、账户管理等关联业务



资料来源：拉卡拉开放平台、开源证券研究所

个人码转商户码空间长远，产业支付细分市场仍待布局。(1) 艾瑞咨询预测 2023 年个人码支付规模达 18.4 万亿元，小微商户费率敏感且相对脆弱，数量庞大且空间广阔，公司直营团队深入个人码市场仍有挖掘空间。(2) 利用自营团队属地化优势挖掘高校园区、公共交通等具属地细分场景，挖掘化妆美容、母婴产品、服装鞋帽等高毛利支付场景和健身房、医疗美容、按摩休闲等预充值场景。

图54：艾瑞咨询预测 2023 年个人码支付规模达 18.4 万亿元，个人码转商户码空间较大



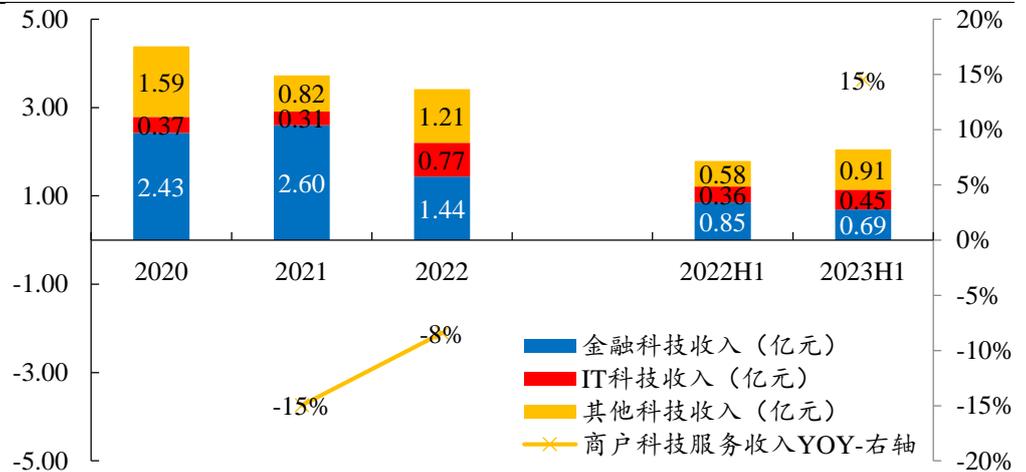
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

### 3.3、科技业务：金融科技业务贡献高毛利，支付解决方案形成战略协同

科技业务以支付为入口，为客户提供供应链金融（融资+助贷）、拓客 SaaS、支付解决方案业务。(1) 业务结构：2022 年金融科技/IT 科技/其他科技占比 42%/22%/35%；(2) 成本结构：推广服务费为主要成本支出，2022 年费用/科技收

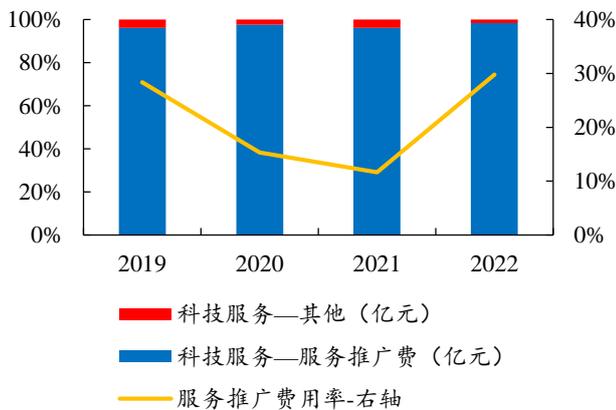
入占比提升至 30%；(3) 毛利水平：科技业务毛利水平较高，2022 年下滑预计主因高毛利贡献的金融科技业务下滑影响。(4) 2023H1 科技业务收入同比+15%回升明显，主因拓客 SaaS 平台为银行推广开卡交叉销售成效显著。

**图55：2023H1 公司科技服务收入同比+15%，受益 SaaS 拓客和银行“云收单”等 IT 科技收入同比高增**



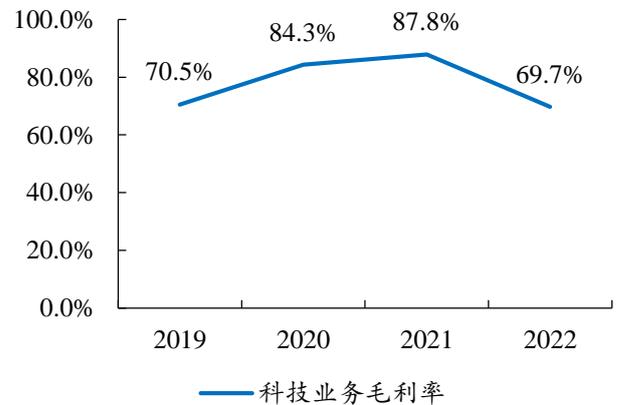
数据来源：公司年报及半年报、开源证券研究所

**图56：服务推广费是科技服务主要成本，2022 年费率提升至 30%**



数据来源：公司年报、开源证券研究所  
 服务推广费率=科技服务推广费/科技服务收入

**图57：公司科技业务毛利率较高，2022 年有所下滑**



数据来源：公司年报、开源证券研究所

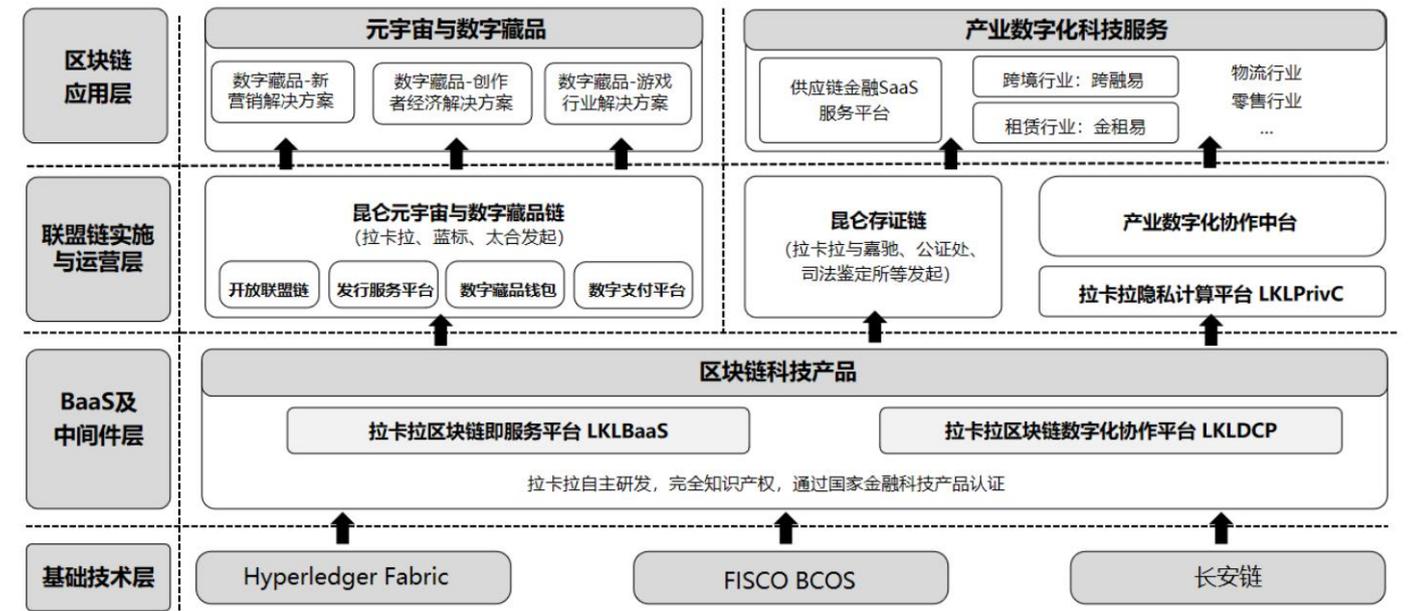
**金融科技业务：供应链金融和参与金融机构助贷（拓客、风控、贷后管理）。(1) 金融科技业务转型：**受小贷公司属地化限制影响，小额贷款市场低迷导致公司金融科技业务下滑。此后，公司开始转型向中小银行提供金融科技服务，我们预计公司金融科技业务有望受益消费金融市场回暖而有所恢复。**(2) 金融科技平台打造：**公司基于自主研发的产业数字化平台“昆仑链”帮助客户整合核心数据区块链，帮助企业融资；同时为银行等金融机构基于大数据和 AI 技术提供风险评估、营销及客户管理、贷后风险，2022 年公司作为征信机构搭建系统建设和数据建模等。**(3) 风控数据支持：**公司凭借支付闭环的大数据技术能力，为国内大型征信机构提供系统建设、数据模型、数据产品设计和运营服务，支撑超 300 家金融机构提供服务，日处理数据超百万次。公司与广州金融发展服务中心共同搭建和运营了广州供应链金融公共服务平台，为供应链金融场景提供定制化的行业解决方案。

图58：公司为银行提供全方位解决方案，其中包括营销支持、天眼风控等金融科技服务



资料来源：拉卡拉公司官网

图59：公司打造开放性金融科技 SaaS 和昆仑链应用框架，协助银行获客、风控、贷后管理



资料来源：公司年报

消费贷款行业进入平稳发展期，助贷平台获客是核心竞争力。(1) 消费贷款中长期空间：根据艾瑞咨询分析，2020年以来中国消费信贷渗透率虽接近美国水平，但考虑扩大内需背景下，消费金融作为促进消费的金融支柱行业，仍有增长空间。(2) 助贷平台的监管环境和行业格局：2021年个人征信机构持牌经营后，助贷平台在消费金融的技术风控职能逐步向协助征信机构提供数据资源转移，未来获客能力是助贷平台核心竞争力。拉卡拉作为支付链条收单侧龙头，具备B端天然客群优势，可协助商户和银行推进消费场景贷款。(3) 我们测算消费贷款数据看，2023Q1-Q3剔除房贷和信用卡后的狭义消费贷款同比+22%/+28%/+28%。

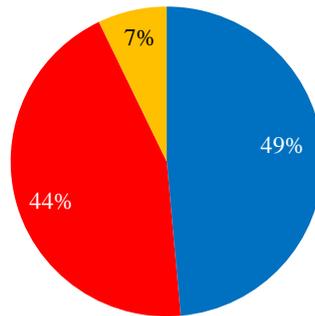
图60：我们测算 2016-2023 年消费贷款复合增速达 21.6%，2023Q1/Q2/Q3 分别同比+22%/+28%/+28%

单位：亿元	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2013-2023 CAGR	2016-2023 CAGR
住户贷款余额	65.75	67.76	69.53	71.10	72.36	73.28	74.51	74.93	77.48	78.56	79.62	15.9%	15.0%
YOY	16%	15%	13%	13%	10%	8%	7%	5%	7%	7%	7%		
QOQ	4%	3%	3%	2%	2%	1%	2%	1%	3%	1%	1%		
广义：消费贷款	51.00	52.34	53.57	54.88	55.26	55.53	55.99	56.04	57.16	57.34	57.73	17.3%	15.0%
YOY	14%	13%	11%	11%	8%	6%	5%	2%	3%	3%	3%		
QOQ	3%	3%	2%	2%	1%	0%	1%	0%	2%	0%	1%		
住房贷款	35.70	36.60	37.40	38.30	38.80	38.90	38.90	38.90	38.90	38.60	38.40	16.6%	13.9%
YOY	14%	13%	11%	11%	9%	6%	4%	1%	0%	-1%	-1%		
QOQ	3%	3%	2%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%		
狭义：消费贷款（剔除房贷）	15.30	15.74	16.17	16.58	16.46	16.63	17.09	17.24	18.26	18.74	19.33	18.8%	17.4%
YOY	13%	14%	12%	10%	8%	6%	6%	4%	11%	13%	13%		
QOQ	2%	3%	3%	3%	-1%	1%	3%	1%	6%	3%	3%		
信用卡余额	7.99	8.18	8.40	8.62	8.50	8.66	8.76	8.69	8.57	8.55	8.63	18.9%	16.8%
YOY	10%	9%	8%	9%	6%	6%	4%	1%	1%	-1%	-1%		
QOQ	1%	2%	3%	3%	-1%	2%	1%	-1%	0%	0%	1%		
占比	52%	52%	52%	52%	52%	52%	51%	50%	47%	46%	45%		
狭义：消费贷款（剔除房贷和信用卡）	7.31	7.56	7.77	7.96	7.96	7.97	8.33	8.55	9.69	10.19	10.70	18.7%	21.6%
YOY	17%	20%	16%	11%	9%	5%	7%	7%	22%	28%	28%		
QOQ	2%	3%	3%	3%	0%	0%	4%	3%	13%	5%	5%		
占比	48%	48%	48%	48%	48%	48%	49%	50%	53%	54%	55%		
经营贷款	14.75	15.42	15.96	16.22	17.10	17.75	18.53	18.90	20.32	21.22	21.89	13.0%	14.9%
YOY	25%	23%	20%	19%	16%	15%	16%	17%	19%	20%	18%		
QOQ	8%	5%	4%	2%	5%	4%	4%	2%	8%	4%	3%		

数据来源：Wind、央行、开源证券研究所

**IT 科技业务：中小银行云收单业务、垂直行业支付解决方案、拓客 SaaS 业务。**  
2022 年中小银行“云收单”业务/拓客 SaaS 收入/其他 IT 科技业务分别贡献收入占比 49%/44%/7%。

图61：2022 年公司 IT 科技收入中为中小银行“云收单”业务和拓客 SaaS 收入贡献 49%/44%



■ 中小银行“云收单”业务（亿元） ■ 拓客 SaaS—渠道伙伴（亿元） ■ 其他（亿元）

数据来源：公司年报、开源证券研究所

图62：拉卡拉布局多行业支付解决方案

<p><b>线上零售</b> 针对线上零售场景量身打造的解决方案。</p>	<p><b>新能源汽车充电桩</b> 针对汽配件品牌厂商全链路解决方案。</p>	<p><b>智慧停车</b> 面向停车场，解决大额付款、订单拆分结算、金融保险分期、交...</p>
<p><b>线下零售</b> 针对线下零售场景的专属支付解决方案，一站式解决支付难题。</p>	<p><b>油站通</b> 针对加油站业务，提出一站式解决方案。</p>	<p><b>车后市场</b> 针对车后市场业务场景，全链路数字化解决方案。</p>
<p><b>缴费易</b> 教培、物业、商贸行业综合解决方案！</p>	<p><b>智慧校园</b> 提高学校管理效率、降低成本，助力学校教学，推动教育变革与创新</p>	<p><b>连锁餐饮</b> 综合介绍餐饮行业的业务场景及服务特性。</p>

资料来源：拉卡拉开放平台

**门店数字化经营服务：**公司门店数字化经营 SaaS 平台，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，实现了门店“商流、物流、信息流、资金流”四流合一，形成从采购到销售的数据闭环，并通过大数据 BI、AI 运营，帮助全链路门店进行数字化改造和赋能。截至 2022 年末，公司在国内 9 个省会级城市试点，累计注册用户数 8.7 万户，采购用户数 4.1 万户，采购订单 55.4 万笔，实现交易 GMV3.96 亿。

图63：公司打造云超门店数字化经营平台

## 云超门店数字化经营平台



资料来源：拉卡拉开放平台

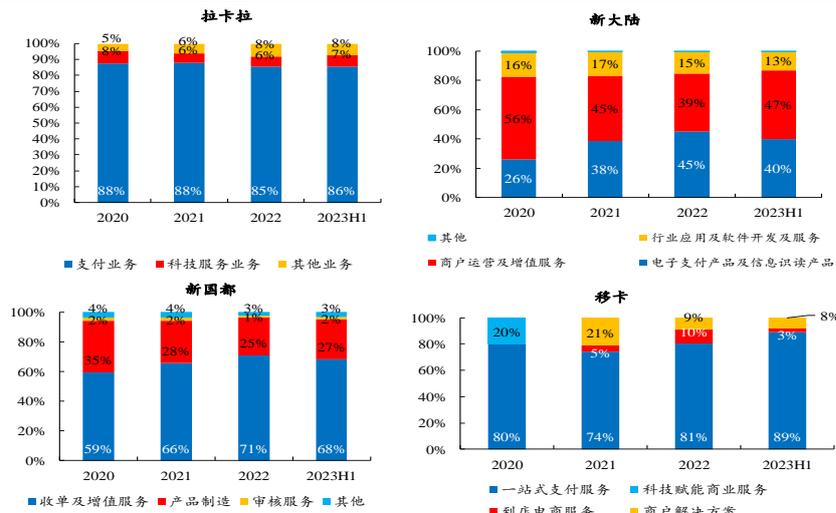
其他科技收入占商户科技收入 35%，零售科技业务未来空间广阔。其他科技业务主要系公司基于拓客 SaaS 平台的流量为银行推广开卡收入。

### 3.4、核心优势：支付龙头业务弹性最强，产业支付+金融科技空间长远

**可比公司选择与指标筛选：**我们从支付产业链中选择具有特色经营的上市标的新大陆、新国都、移卡与拉卡拉进行业务结构分析。

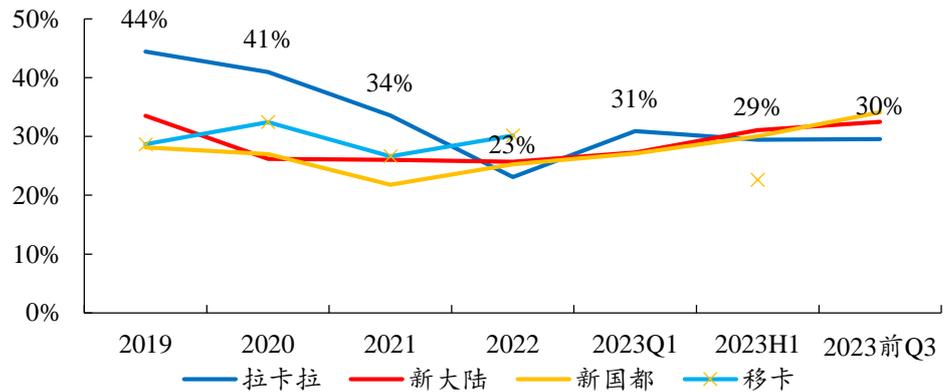
**商业模式与营收结构比较：**拉卡拉支付业务收入占比较高；移卡到店电商业务模式具有特色；新大陆和新国都在支付产品制造领域较为特色。

图64：对比四家可比公司，拉卡拉支付业务占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

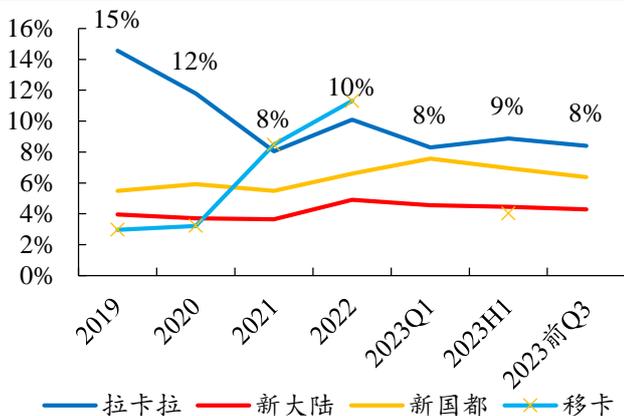
图65：2019-2021 公司毛利率明显领先可比公司，2023 公司毛利率持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

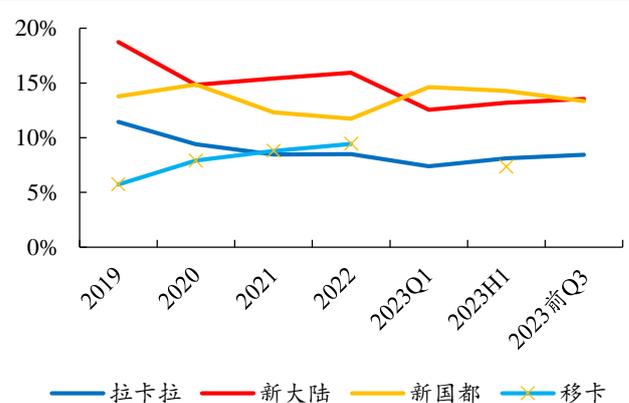
**营运能力：销售费用率高预计来自采用自营拓客的员工成本和广告费，管理费用率受益人员成本精简。**拉卡拉销售费用率相对较高，我们预计主因公司采用自营+代理双推广模式，销售费用主要来自自营人员成本和广告宣传费；公司管理费用率相对较低，我们预计与公司优化员工结构和提高成本控制能力有关。

图66：2023 前三季公司销售费用率 8%



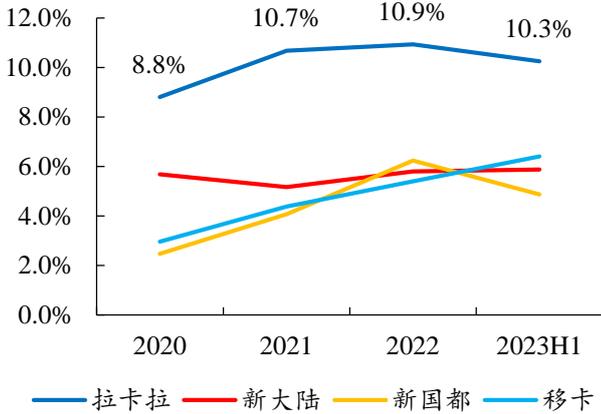
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：拉卡拉管理费用率相对较低



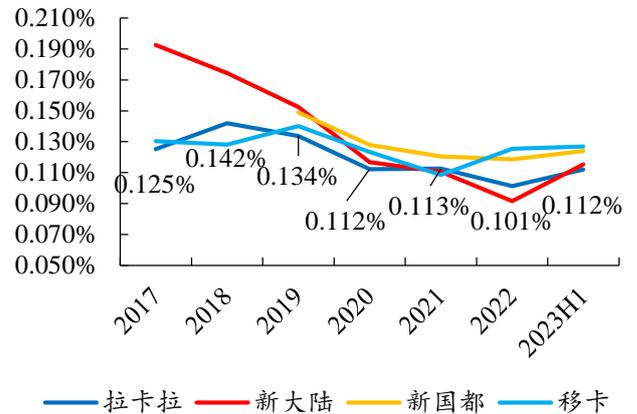
数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：拉卡拉支付 GPV 市占率位居前列



数据来源：各公司年报及半年报、开源证券研究所

图69：拉卡拉支付费率回升至 0.11%



数据来源：各公司年报及半年报、开源证券研究所

图70：拉卡拉 GPV 市占率和支付收入占比较高，支付业务弹性较强，ROE 优于可比公司

	拉卡拉	新大陆	新国都	移卡
<b>支付产业链定位</b>	收单机构+支付解决方案+金融科技	收单机构+设备制造+解决方案+智能识别设备	收单机构（全球布局）+设备制造+智能识别设备	收单机构+到店电商+支付解决方案
<b>营收结构（2023H1）</b>				
支付业务	85.6%	39.9%	68.3%	89.0%
产品制造	0.0%	47.0%	26.6%	0.0%
科技服务	6.9%	12.9%	3.4%	8.1%
其他	硬件销售 7.5%	-	审核认证 1.8%	到店电商 2.9%
<b>财务表现（2023H1）</b>				
总体毛利率	29.4%	31.1%	30.0%	22.6%
销售费用率	8.9%	4.4%	7.0%	4.0%
管理费用率	8.1%	13.2%	14.3%	7.3%
研发费用率	3.8%	7.4%	7.7%	5.9%
ROE	28.5%	19.2%	22.3%	2.4%
研发+专业人员占比（2022年）	29.1%	55.3%	24.4%	-
<b>支付业务（2023H1）</b>				
市占率	10.3%	5.9%	4.9%	6.4%
费率	0.1119%	0.1154%	0.1239%	0.1268%
渠道分佣占比	62%	72%	79%	76%
毛利率	27.5%	41.1%	28.8%	9.4%
主体	拉卡拉自营	国通星驿	嘉联支付	乐刷支付
<b>科技类业务</b>				
（拉卡拉为2022，其余为2023H1）	商户科技赋能服务	行业应用及软件开发	场景数字化服务	商户解决方案
商业模式	金融科技SaaS IT科技SaaS（拓客） 支付解决方案	行业应用：智能识别 软件开发：大数据供应商	SaaS厂商合作	商户增值服务
客群	中小商户；银行	物流、仓储、工业、医疗	餐饮、零售等10几个行业 未拆分	中小商户
毛利率	69.7%	47.2%		87.6%

数据来源：Wind、各公司年报及半年报、开源证券研究所

## 4、估值与投资建议

### 4.1、基本假设

**支付业务：**考虑 2023 年经济复苏线下消费回暖，支付业务量价双提升，对应支付业务收入 2023E/2024E/2025E 分别同比+11%/+20%/+18%。

- **GPV：**考虑线下消费复苏带动支付交易规模回升，我们假设 2023E/2024E/2025E 全行业第三方支付 GPV 增速同比分别+7%/+10%/+10%；
- **GPV 市占率：**考虑监管趋严下中小机构预计出清，而头部机构经营稳健性凸显，公司 GPV 市占率有望保持稳定回升，我们假设 2023E/2024E/2025E 分别为 10.3%/10.5%/10.7%。
- **支付费率：**我们考虑支付回暖下低价竞争环境改善，综合费率有望逐步回升，2023E/2024E/2025E 分别为 0.112%/0.120%/0.126%；
- **支付渠道分佣：**考虑支付机构向代理商让利有望恢复，渠道分佣占比 2023E/2024E/2025E 分别为 66%/64%/64%；
- **支付业务毛利率：**基于上述假设，我们预计 2023E/2024E/2025E 分别为 28.6%/30.8%/31.4%。

**科技业务：**考虑消费贷款需求回暖、“支付+”解决方案和其他科技业务保持快速增长，我们预计 2023E/2024E/2025E 科技收入分别同比+19%/+32%/+24%。我们假设推广服务费占比 29%/25%/25%，对应 2023E/2024E/2025E 科技业务毛利率 70.0%/74.6%/74.7%。

**其他业务：**其他业务主要为硬件销售收入，考虑 POS 等支付设备线下铺设恢复增长，我们假设 2023E/2024E/2025E 分别同比-5%/+15%/+15%。

我们假设 2023E/2024E/2025E 销售费用率/管理费用率/研发费用率保持 8.5%/4.5%/4.0%。

**总毛利率：**基于上述假设，我们预计公司 2023E/2024E/2025E 总体毛利率分别为 30.1%/33.2%/34.4%。

**表8：核心假设**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总体毛利率	44.4%	40.9%	33.5%	23.0%	30.1%	33.2%	34.4%
支付业务收入 YOY	0.0%	11.9%	19.4%	-21.1%	10.9%	20.5%	17.7%
支付业务毛利率	41.7%	35.6%	29.8%	20.2%	28.6%	30.8%	31.4%
支付业务综合费率	0.134%	0.112%	0.113%	0.101%	0.112%	0.120%	0.126%
公司收单业务市占率	0.00%	8.81%	10.67%	10.93%	10.26%	10.50%	10.70%
全市场第三方 GPV 增速			-1.9%	-14.5%	7.0%	10.0%	10.0%
专业化服务费/支付业务收入比重	51.9%	55.1%	59.8%	72.0%	66.0%	64.0%	64.0%

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
科技业务收入 YOY	-11.7%	-0.7%	-15.0%	-8.4%	18.6%	31.8%	23.5%
科技业务毛利率	70.5%	84.3%	87.8%	69.7%	70.0%	74.6%	74.7%
服务推广费/科技业务收入比重	28.4%	15.3%	11.7%	29.8%	29.0%	25.0%	25.0%
其他业务收入 YOY	0.0%	127.6%	63.9%	6.6%	-5.0%	15.0%	15.0%
其他业务毛利率	47.0%	67.9%	37.6%	16.8%	10.6%	18.4%	25.5%
销售费用率	14.57%	11.79%	8.08%	10.14%	8.50%	8.50%	8.50%
管理费用率	6.30%	4.80%	4.69%	4.28%	4.50%	4.50%	4.50%
研发费用率	5.13%	4.61%	3.80%	4.27%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-0.13%	-0.91%	-0.62%	-0.34%	0.00%	0.05%	0.05%
长股投收益率	-5.00%	-4.28%	12.33%	-2.85%	7.00%	3.00%	3.00%
所得税率	8.4%	15.8%	11.8%	-9.2%	17.0%	15.5%	15.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测

我们预测 2023E/2024E/2025E 公司营业总收入分别同比+10%/+21%/+18%，归母净利润分别为 8.2/10.3/13.1 亿元，分别实现扭亏为盈/+27%/+27%，ROE 分别为 21.7%/22.1%/22.4%。

表9：盈利预测：我们预测 2023E/2024E/2025E 公司总营收同比+10%/+21%/+18%

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	6618	5394	5911	7145	8428
YOY	19%	-18%	10%	21%	18%
(一) 主营业务收入	6596	5366	5905	7137	8418
1) 支付业务	5807	4581	5079	6119	7202
2) 商户科技服务	373	342	405	534	659
3) 其他收入	416	443	421	484	557
(二) 其他业务收入	22	28	6	7	10
二、营业总成本	5462	5129	5142	5998	6974
(一) 营业成本	4382	4128	4126	4765	5521
1) 支付业务营业成本	4077	3655	3628	4235	4939
2) 科技服务营业成本	45	104	121	135	167
3) 其他成本	260	369	376	395	415
(二) 税金及附加	24	21	12	14	17
(三) 销售费用	533	544	502	607	716
(四) 管理费用	309	230	266	321	379
(五) 研发费用	250	229	236	285	337
(六) 财务费用	-41	-18	0	4	4
(七) 其他业务成本	4.47	-4.3	0.9	1.1	1.4
其他收益	46	19	20	22	24
投资净收益	199	-58	233	114	124
资产减值损失	-149	-143	-20	-40	-40
资产处置收益	-5	-5	0	0	0

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
三、营业利润	1247	78	1001	1243	1562
加：营业外收入	0	0	0	0	0
减：营业外支出	20	1396	21	24	14
四、利润总额	1227	-1317	981	1219	1548
所得税	145	121	167	189	240
所得税率	12%	-9%	17%	16%	16%
五、净利润	1082	-1438	814	1030	1308
少数股东权益	-1	-1	-1	-3	-4
少数股东权益占比	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
归母净利润	1083	-1437	815	1033	1312
YOY	16%	-233%	-	27%	27%
ROE	21.8%	-35.3%	21.7%	22.1%	22.4%
EPS	1.35	-1.80	1.02	1.29	1.64

数据来源：Wind、开源证券研究所

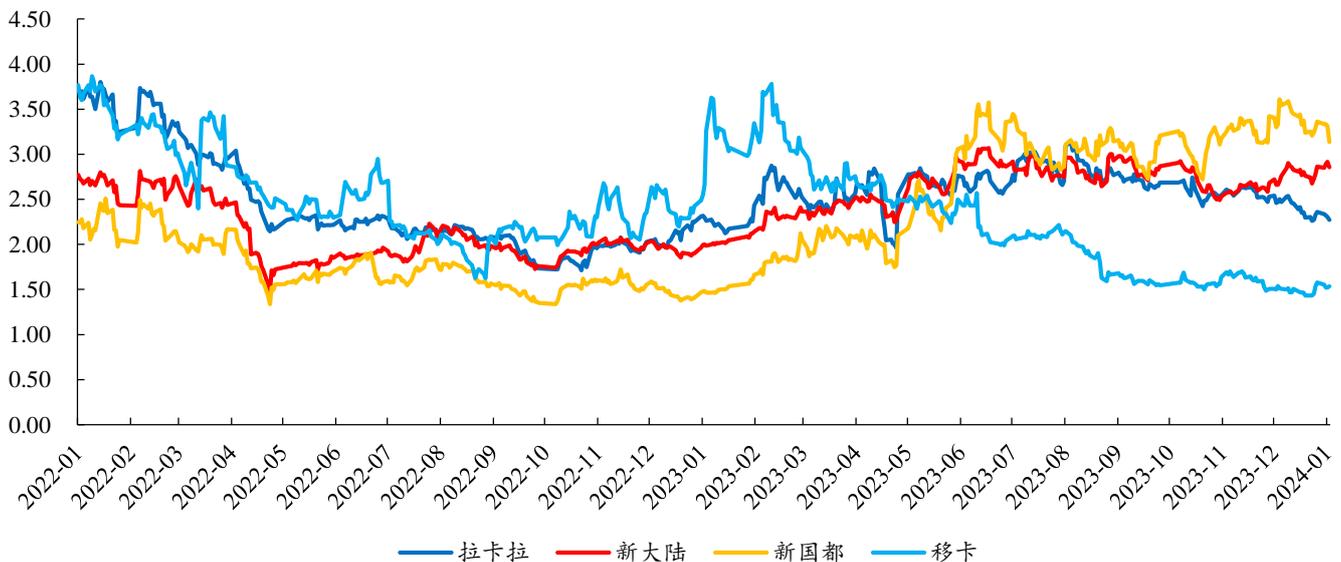
### 4.3、估值分析：当前估值具安全边际，“支付+”赛道有望抬升估值

2022年10月以来行业估值逐步修复，展望2024年格局优化和“支付+”机遇有望进一步抬升估值。考虑2022Q4四家公司均因“套码”补缴资金导致利润亏损，我们使用PS市销率分析历史估值水平，结合PS和PE分析未来估值趋势。

**(1) 支付行业量价回升带来估值修复：**2022年10月末以来，受益经济复苏和线下消费环境改善预期，支付业务GPV和费率均有回升，拉卡拉、新大陆、新国都等估值有所修复。

**(2) 格局优化和“支付+”业务新增长点有望推动估值抬升：**监管出清带来的格局优化利于头部机构GPV市占率和费率的进一步提升；数字人民币、数据要素、产业互联网赛道逐渐清晰，支付公司以传统支付业务为切入口，积累数据要素和B端客群，通过前沿技术和大数据储备拓展包括支付数字化、拓客业务、流程管理等全方位的商户数字化解决方案业务，“支付+”第二增长曲线有望带来新一轮估值抬升。

图71：2022年10月以来拉卡拉、新国都、新大陆PS(TTM)逐步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 PE 估值具备安全边际，收单侧龙头  $\beta$  弹性强且  $\alpha$  优势突出。公司 2023 和 2024 年 PE 估值低于新大陆、新国都、移卡等三家公司的市场一致预期，估值具备安全边际。(1) 拉卡拉作为收单侧龙头，GPV 市占率和支付业务收入占比较高，支付业务弹性较强，充分受益行业  $\beta$  改善机遇；(2) 优秀的公司治理体系孕育技术和战略的前瞻性，在数字人民币、数据要素开发和供给均有战略性布局；(3) 公司科技业务布局消费金融领域，消费金融回暖有望带来金融科技业务边际改善。

**表10：可比公司估值表**

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS			PE			PS		ROE	
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023E
000997.SZ	新大陆	18.46	-0.38	1.11	1.43	-48.99	16.67	12.95	2.59	2.10	1.72	17%
300130.SZ	新国都	22.39	0.09	1.36	1.79	248.78	16.45	12.48	2.83	2.56	2.09	21%
9923.HK	移卡	14.26	0.39	0.26	1.04	36.56	55.72	13.69	1.86	1.50	1.10	5%
	中位数			1.11	1.43		16.67	12.95	2.59	2.10	1.72	17%
<b>300773.SZ</b>	<b>拉卡拉</b>	<b>14.92</b>	<b>-1.80</b>	<b>1.02</b>	<b>1.29</b>	<b>-8.31</b>	<b>14.65</b>	<b>11.55</b>	<b>2.21</b>	<b>2.02</b>	<b>1.67</b>	<b>22%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 最新收盘价为 2024 年 1 月 12 日；(2) 新大陆、新国都、移卡 EPS 取自 Wind 市场一致预期；(3) 移卡收盘价和 EPS 数据为单位为港元

#### 4.4、投资建议：受益支付行业量价齐升，“支付+”赛道空间长远

收单龙头受益支付行业量价齐升，“支付+”赛道空间长远。(1) 自身公司具备  $\alpha$  优势：优秀公司治理带来技术引领和战略前瞻，监管深化下行业格局有望进一步优化，支付业务市占率和费率有望提升，以金融科技为主的科技业务有望保持高增长，公司龙头地位将持续提升。看好公司以支付为切入口，深入布局金融科技业务，全维度赋能中小商户的“支付+”战略。(2) 龙头标的充分受益支付行业  $\beta$  机遇：数字经济发展机遇，线下消费复苏带来支付行业量价齐升，监管处罚落地后行业进入新篇章。我们预测 2023E/2024E/2025E 公司营业总收入分别同比+10%/+21%/+18%，归母净利润分别为 8.2/10.3/13.1 亿元，分别实现扭亏为盈/+27%/+27%，ROE 分别为 21.7%/22.1%/22.4%，当前股价对应 PE 分别为 14.6/11.6/9.1，首次覆盖给予“买入”评级。

### 5、风险提示

- 线下消费复苏不及预期；
- 第三方支付监管环境趋严；
- 公司战略落地不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7,613	7,613	6,231	8,851	10,127
现金	948	6,560	5,177	6,772	7,558
应收票据及应收账款	777	777	753	902	1,241
其他应收款	16	16	21	24	24
预付账款	19	19	13	11	11
存货	12	12	9	8	11
其他流动资产	5,841	228	258	1,133	1,280
<b>非流动资产</b>	4,138	4,138	4,212	3,959	3,962
长期投资	1,809	1,809	1,743	1,709	1,794
固定资产	1,474	1,474	1,514	1,383	1,306
无形资产	81	81	112	51	43
其他非流动资产	773	773	842	817	819
<b>资产总计</b>	11,751	11,751	10,443	12,810	14,088
<b>流动负债</b>	6,763	6,763	6,736	8,366	8,611
短期借款	21	21	644	258	309
应付票据及应付账款	862	862	761	889	1,017
其他流动负债	5,880	5,880	5,331	7,220	7,285
<b>非流动负债</b>	197	197	357	279	279
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	197	197	357	279	279
<b>负债合计</b>	6,960	6,960	7,093	8,646	8,890
少数股东权益	3	3	2	1	1
股本	800	800	800	800	800
资本公积	2,006	2,006	2,002	1,550	1,550
留存收益	2,584	2,584	1,147	1,609	2,642
<b>归属母公司股东权益</b>	4,788	4,788	3,349	4,163	5,197
<b>负债和股东权益</b>	11,751	11,751	10,443	12,810	14,088

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1436	1584	-357	581	684
净利润	931	1083	-1437	815	1033
折旧摊销	342	535	374	78	80
财务费用	0	2	15	0	0
投资损失	14	-199	58	-400	-200
营运资金变动	85	6	491	108	-189
其他经营现金流	64	158	142	-20	-40
<b>投资活动现金流</b>	-1571	-1258	-862	-299	-22
资本支出	-799	-779	-357	-233	-313
长期投资	10	-1011	-313	-96	223
其他投资现金流	-782	533	-192	30	68
<b>筹资活动现金流</b>	-793	-1258	893	-369	123
短期借款	12	28	906	-387	52
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-805	-1286	-13	18	72
<b>现金净增加额</b>	0	0	0	0	0

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6618	5394	5911	7145	8428
营业成本	4382	4128	4126	4765	5521
营业税金及附加	24	21	12	14	17
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	309	230	266	321	379
研发费用	250	229	236	285	337
财务费用	-41	-18	-0	4	4
资产减值损失	-149	-143	-20	-40	-40
其他收益	46	19	20	22	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	199	-58	233	114	124
资产处置收益	-5	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	1247	78	1001	1243	1562
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	20	1396	21	24	14
<b>利润总额</b>	1227	-1317	981	1219	1548
所得税	145	121	167	189	240
<b>净利润</b>	1082	-1438	814	1030	1308
少数股东损益	-1	-1	-1	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	1083	-1437	815	1033	1312
EBITDA	1762	-943	1059	1299	1548
EPS(元)	1	-2	1	1	2

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.0	-18.5	9.6	20.9	18.0
营业利润(%)	11.0	-93.7	1180.6	24.2	25.6
归属于母公司净利润(%)	16.3	-232.7	-	26.8	26.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.8	23.5	30.2	33.3	34.5
净利率(%)	16.3	-26.7	13.8	14.4	15.5
ROE(%)	21.8	-35.3	21.7	22.1	22.4
ROIC(%)	22.5	-36.0	18.4	18.7	19.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.2	67.9	67.5	63.1	58.5
净负债比率(%)	7.5	13.5	9.4	8.6	7.4
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.2	1.3
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	55.7	48.6	50.8	53.1	56.6
应收账款周转率	1091.5	705.1	714.3	666.7	625.0
应付账款周转率	554.1	508.5	500.0	500.0	555.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.35	-1.80	1.02	1.29	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	-0.45	0.73	0.86	1.33
每股净资产(最新摊薄)	5.99	4.19	5.20	6.50	8.14
<b>估值比率</b>					
P/E	11.0	-	14.6	11.6	9.1
P/B	2.5	3.6	2.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	12.9	-23.1	21.0	16.3	14.8

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn