

计算机行业

收单提费动能强劲，鸿蒙 POS 加速终端替代

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➤ 行业步入有序发展阶段，监管趋严收单市场逐步出清。我国第三方支付行业逐渐成熟，96费改后多方分润走向市场化，监管要求不断趋严趋细，旨在为行业健康发展培育稳定安全环境。强监管下，央行停止发放支付牌照并增高续期门槛。截至2023年12月，仅现存186张支付牌照，为最高点的69%。因此，获得支付牌照仅存收购之路，牌照价值“水涨船高”，持牌公司优势逐步显现。对于支付终端，央行“259号文”顺利实施，各收单机构于2023年底完成所有商户终端改造，在我国第三方支付发展成熟以及机具普及度高的情况下，改造后国内支付终端数量趋于稳定。

➤ 支付流水增速放缓，收单费率爬坡或为行业长期主线，同时与渠道合作商更合理的分润比例提高收单公司业绩弹性。1)量：短期看，疫后消费回暖，支付服务需求回升，稳固支付流水基本盘；长期看，我国第三方支付场景和用户渗透率到顶，支付流水增速放缓，龙头有望凭借技术与先发优势取得更大市场份额。2)价：我国支付费率与海外存在较大差距，随着行业出清和疫情负面影响消弭，第三方支付行业趋于成熟，收单公司回归盈利本质，减少恶性竞争行为，未来费率存在长期增长空间。3)分润比例：我国支付流水基本盘稳固，同时费率存在上移空间，在竞争格局改善背景下，收单机构议价权或将回归，从而能够逐步降低分润比例至合理区间。

➤ 支付终端有望迎来出海、替换机遇，国内厂商充分受益。全球POS机市场份额向国内厂商倾斜，国内企业有望受益于终端出海与替换机遇。出海方面，疫情3年，全球支付数字化浪潮加速，2022年个人/商业电子支付渗透率较2019年分别提升6.8/4.3pct，正面刺激支付终端出海需求加速释放。替换方面，一方面，我国数字人民币“试点城市+应用场景”扩容，终端厂商不仅需要将数币支付模块融入POS中，同时硬件还需支持“双离线支付”等新型功能，或将推动支付终端迭代升级；另一方面，华为即将启动鸿蒙原生应用，支付终端作为鸿蒙“1+8+N”的千行百业或将迎来更新替换潮。

➤ 投资建议：我们认为，从趋势上来看，第三方支付行业有望形成两大投资主线：1)疫后支付流水与费率齐升叠加合理分润比例的形成，收单公司业绩向上弹性可期。2)在境外非现金支付渗透率快速提升以及我国金融信创与数字人民币稳步推进的背景下，支付终端有望迎来增量涌进与存量替换新机遇。建议关注，收单服务：新大陆、新国都、拉卡拉、移卡、翠微股份等；支付终端：新大陆、新国都、优博讯等。

➤ 风险提示：监管风险、宏观经济下行风险、支付费率下降风险、行业竞争加剧风险。

团队成员

分析师 施晓俊
执业证书编号：S0210522050003
邮箱：SXJ3780@hfzq.com.cn

研究助理 李杨玲
邮箱：lyl30339@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《原生鸿蒙引领终端与应用变革》— 2024.01.14
- 2、《支付终端迎来出海、替换机遇》— 2024.01.07
- 3、《大宗商品数据要素重点发展期》— 2023.12.20

正文目录

1	第三方支付行日趋完善，多方竞合模式确定	1
1.1	信用中介机构，新老支付牌照衔接	1
1.2	参与主体多方竞合，商业模式基本确定	1
2	先期行业监管，持牌机构格局加速出清优化	4
2.1	监管框架逐步清晰，机构处罚加速行业出清	4
2.2	第三方支付牌照收紧，持牌机构价值提升	5
2.3	“259号文”逐步落地，国内支付终端进入稳健期	8
3	费率提升有望成为长期增长动能，收单机构分润比例提升	9
3.1	量：支付规模增速放缓，龙头受益于行业出清	9
3.2	价：业态成熟驱动费率提升，合理分润改善收单机构盈利	11
3.2.1	负面因素逐步消弭，支付费率乘风而起	11
3.2.2	调整渠道合作分润比例，收单机构盈利边际修复	13
4	支付终端有望迎来出海、替换机遇，国内厂商充分受益	14
4.1	POS 向智能化演进，国内厂商主导全球支付终端市场	14
4.2	海外非现金支付加速渗透，优先受益国内终端企业	16
4.3	华为即将启动鸿蒙原生，鸿蒙系统或催化 POS 国产替代	17
4.4	数字人民币前景广阔，或将推动支付终端迭代升级	19
5	投资建议	20
6	风险提示	21

图表目录

图表 1:	《非银行支付机构机构监督管理条例》颁布前后第三方支付业务分类对比	1
图表 2:	第三方支付市场产业链	2
图表 3:	“96”费改前后银行卡刷卡手续费率对比	2
图表 4:	第三方支付市场各方主体分润模式	3
图表 5:	中国第三方支付行业相关政策梳理	4
图表 6:	人民银行对支付机构罚单数量/金额	5
图表 7:	人民银行对支付机构单笔平均处罚金额	5
图表 8:	2011 年至今第三方支付牌照新设与注销情况 (张)	6
图表 9:	2011 年至今第三方支付牌照存量 (张)	6
图表 10:	第三方支付牌照续展与注销情况 (张)	6
图表 11:	2016 年至今第三方支付牌照相关事件梳理 (不完全统计)	7
图表 12:	我国联网 POS 机具数量 (万台) 及增速	8
图表 13:	支付机构持续加强对支付受理终端的管理	8
图表 14:	中国第三方综合支付市场交易规模 (万亿元) 及增速	9
图表 15:	社会零售消费总额及增速	10
图表 16:	移动支付市场规模 (万亿元) 及增速	10
图表 17:	互联网支付市场规模 (万亿元) 及增速	10
图表 18:	2022 年非银行支付机构线下收单市场份额 (按交易流水)	11
图表 19:	主要收单机构支付费率走势 (bps)	11
图表 20:	疫情期间第三方支付行业公司采取的支持中小微企业降费措施	12
图表 21:	2022 年下半年部分公司调整收单服务费	12
图表 22:	美国主要收单机构本土费率	13
图表 23:	收单机构向渠道合作商平均分润比例	14
图表 24:	主要收单机构毛利率走势 (%)	14

图表 25: 传统 POS 与智能 POS 的区别	14
图表 26: 中国智能 POS 机出货量及增长率	15
图表 27: 全球 POS 机厂商出货量 TOP10.....	15
图表 28: 全球电子支付渗透率	16
图表 29: 拉美和中东非地区移动支付渗透率提升.....	16
图表 30: 全球 POS 出货量及同比增速.....	16
图表 31: 部分上市公司海外营收占比.....	16
图表 32: 金融业信创招标种类相关情况一览 (2022 年截至 2023 年 8 月)	17
图表 33: 鸿蒙“1+8+N”战略布局.....	18
图表 34: 鸿蒙系统 POS 机在商业领域的应用.....	18
图表 35: 数字人民币累计应用情况	19
图表 36: 数字人民币试点城市进展情况	19
图表 37: 支付终端厂商在数币的实践.....	20
图表 38: 2019-2023H1 年部分公司经营情况对比.....	20

1 第三方支付行日趋完善，多方竞合模式确定

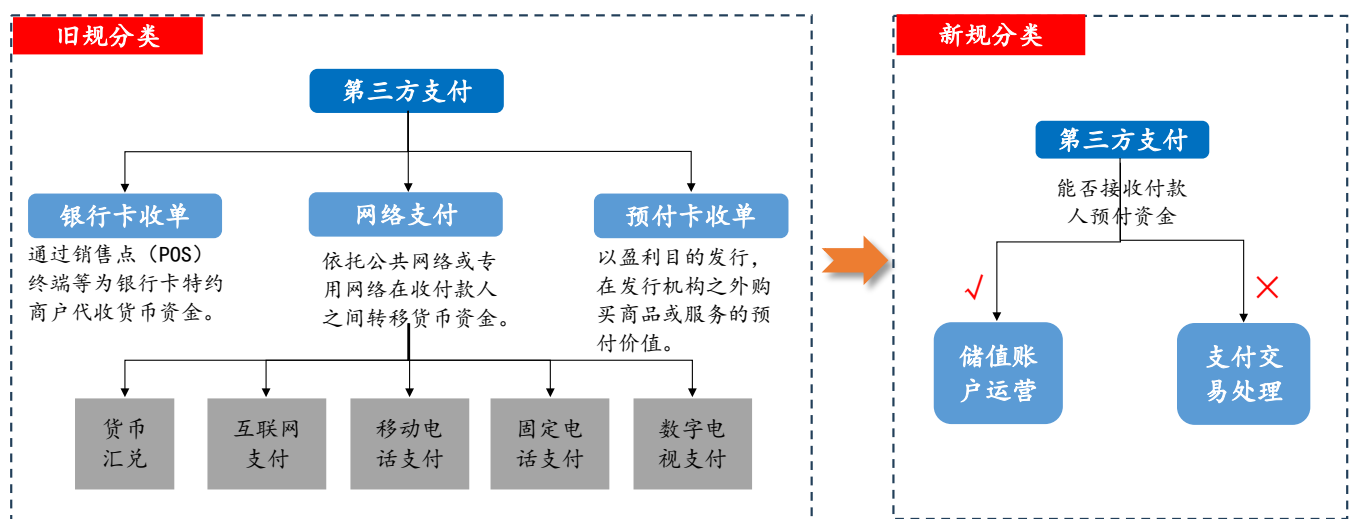
1.1 信用中介机构，新老支付牌照衔接

第三方支付指的是独立于商户和银行并且具有一定实力和信誉保障的独立机构，通过银联或网银对接为商户和消费者提供交易支付平台的网络支付模式。第三方机构是在买卖双方信用与保障不足的情况下产生的，是交易发展的产物，是买卖双方的信誉保障。在第三方支付模式中，第三方机构建立买家和卖家之间的中立支付平台，参与到支付流程中的资金结算和信息清算，促进交易的完成。

根据 2010 年央行发布的《非金融机构支付服务管理办法》，我国第三方支付业务主要包括银行卡收单、网络支付以及预付卡收单三种模式。而在近些年发展中，前述分类方式已不能较好适应如条码支付、刷掌支付、声纹支付等各种新型支付方式的监管。**2023 年 12 月，国务院公布《非银行支付机构机构监督管理条例》，**结合多年监管实践，坚持功能监管理念，从业务实质出发，根据能否接收付款人预付资金，将第三方支付牌照分为**储值账户运营和支付交易处理**两类。我们认为，新规高度贴合当前的市场现状，由此为支付行业的后续创新预留了充足的空间。

关于新老业务许可的衔接，人民银行将坚持“平稳过渡”原则，将已设立的支付机构纳入新的分类方式进行管理。一方面，既兼顾当前分类方式下的许可框架，实现新旧分类的平滑过渡，不扩大原有的业务和地域范围，对市场影响较小；另一方面，又保障新分类方式的可扩展性，避免未来支付渠道和支付工具的迭代变化，导致支付业务分类调整而频繁修改法规的情况。

图表 1：《非银行支付机构机构监督管理条例》颁布前后第三方支付业务分类对比



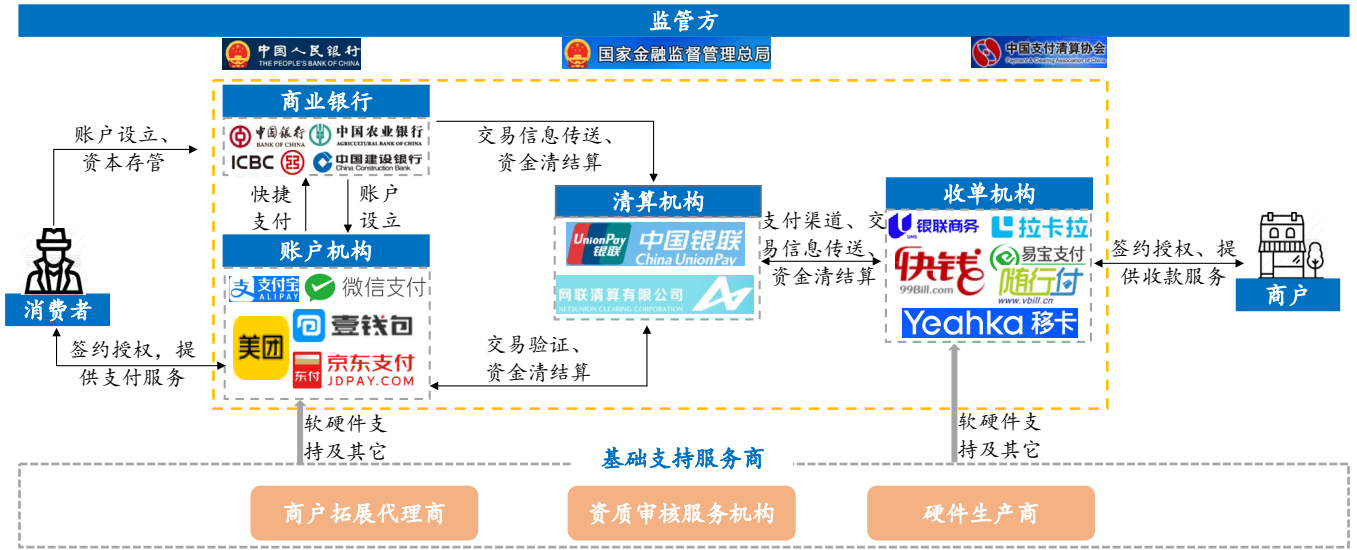
数据来源：中国人民银行，中国政府网，华福证券研究所（注：旧规指的是《非金融机构支付服务管理办法》，新规指的是《非银行支付机构机构监督管理条例》；《非银行支付机构机构监督管理条例》在非银行支付业务范畴中删除了单用途预付卡。）

1.2 参与主体多方竞合，商业模式基本确定

我国第三方支付产业链逐步完善，目前已形成**账户侧、清算侧和收单侧、基础支持服务商等的完整交易流程**。在交易过程中，消费者通过账户侧钱包发起交易，资金流与信息流经清算机构处理转至收单侧替商户代收，消费者收到货品后，收单机构将

资金转入商户账户。多方主体协同运行，监管机构全程监督防范风险，基础支持服务为账户侧与收单侧提供软硬件支持，共同推进交易完成。

图表 2：第三方支付市场产业链



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

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》，对银行卡刷卡手续费进行了重要调整。“96”费改后，第三方支付各参与主体盈利模式基本确定，实现商家降本减费。方案改变原来的发卡银行、收单机构、卡组织7：2：1分配方式，在“市场化定价、借贷分离、取消商户类别”等方面做出更大变革，重塑国内第三方支付市场分润模式。

图表 3：“96”费改前后银行卡刷单手续费率对比

相关方	新政商户类别	96 费改后	96 费改前
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

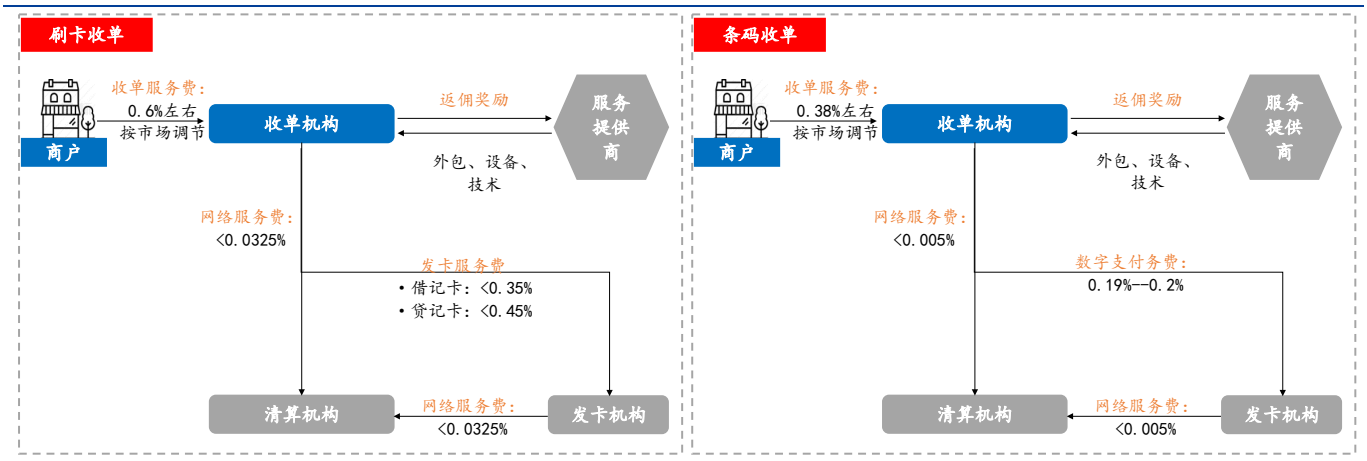
收单服务费	标准类	市场化定价	餐娱类：交易金额的 0.22%（房地产和汽车销售封顶 10 元）
	优惠类		一般类：交易金额的 0.15%（批发类封顶 3.5 元）
	减免类		民生类：交易金额的 0.08%
总体原则		不区分商户类别、借贷分离、实行政府指导价、上限管理	公益类：成本价
			区分商户类别制定商户手续费，即餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生类 0.38%和公益类 0，并按 7:2:1 的比例在发卡银行、收单机构及卡组织之间分配。借贷合一，政府指导价，特定行业上限管理。

数据来源：支付百科，苏宁金融研究院，华福证券研究所

总体而言，收单机构通过在商家布局 POS 机或聚合支付码，在交易中向商户收取服务费，保留部分交易费用为收单侧利润，在后续清算过程中向账户侧和清算侧支付部分通道费用，以及向收单渠道服务商提供返佣奖励。

以 1000 元交易为例：1. 刷卡收单下，收单机构代收 1000 元并扣除 6 元左右交易费用，清算机构 / 发卡机构从其中分润 0.65 / 3.5（借记卡）、4.5（贷记卡）元，剩余返佣给收单渠道合作商留存作为利润，最终商户收到 994 元左右；2. 条码收单下，微信、支付宝等支付机构类似发卡行的角色，市场化程度更高，收单服务费更低，仅为 0.38%左右。无论何种方式，扣除上下游分佣，收单机构净收益为 0.11-0.22%。

图表 4：第三方支付市场各方主体分润模式



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

我们认为，第三方支付行业已步入成熟发展期，费改后收单侧以及配套硬件端将成为行业分析重点，也为此篇报告主要分析对象。

1) “96” 费改后，收单机构服务费不再实施政府定价，而由市场化调节，将提高收单市场灵活性，激励收单机构做强主业，创造更大业务增量。

2) 支付终端不仅辅助收单机构成为完整交易链条的重要一环，是第三方支付行业必备的金融设备，同时，在境外非现金支付渗透率快速提升以及我国金融信创与数字人民币稳步推进的背景下，有望迎来增量涌进与存量迭代新机遇。

2 先期行业监管，持牌机构格局加速出清优化

2.1 监管框架逐步清晰，机构处罚加速行业出清

第三方支付行业政策逐渐完善，监管框架清晰。2021年伊始，央行发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》，将此前的监管措施从部门规章升级为行政法规；2023年底，《非银行支付机构监督管理条例》正式对外发布，形成了更为适配现行监管需求、市场环境及产品形态的监管思路和模式，对于保障非银支付行业未来的有序、健康发展具有极为重要的指导意义。

对于产业链不同主体，监管要求不断趋严趋细。**收单侧机构强化对支付受理终端和特约商户的管理，逐步落地“一机一码”、“一机一户”监管，同时提升收单环节违规处罚力度；**账户侧支付机构则强调备付金的存管、划转和监督原则；市场秩序方面，加强对滥用市场优势地位采取不正当竞争的管理；网络安全方面，强调加强信息联防联控和强化个人信息保护。

图表 5：中国第三方支付行业相关政策梳理

实施时间	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。
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
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。
2021.01.20 开始 征求意见	《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。
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：①规定备付金全额集中交存至人民银行或符合规定的商业银行。②规定客户备付金的划转应当通过符合规定的清算机构办理。③详细规定了备付金出金、入金以及自有资金划转的范围和方式，明确了支付机构间开展合规合作产生的备付金划转应当通过符合规定的清算机构办理。④明确了中国人民银行及其分支机构、清算机构、备付金银行各方对于客户备付金的监督管理职责。⑤增加备付金违规行为处罚条款。
2022.3.1	《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》	对银行卡受理终端、条码支付受理终端、创新支付受理终端提出管理要求，新增了收款条码的管理，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，确保客户信息与资金安全。

2024.5.1

《非银行支付机构监督管理
条例》

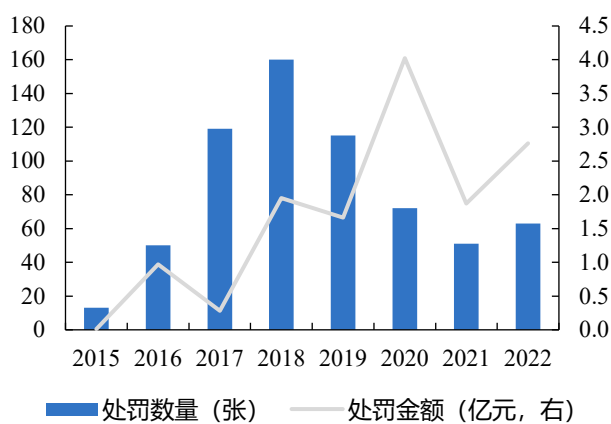
将支付机构、特约商户、普通用户、清算机构和银行金融机构之间的权责利益通过法治合约形式进行公开透明化，将支付机构的责任边界进一步明确和厘清，同时正式稿从原来征求意见稿的监管思路做了全面性升级和考量，高度抽象了支付业务的核心本质，将支付机构的权利约束在可控范围内。

数据来源：移动支付网，中国人民银行，中国法律信息网，中国政府网，华福证券研究所

机构处罚力度加强，2023 年机构与相关责任人双罚案例频出。根据博通咨询不完全统计，2022 年，我国第三方支付行业共收到 63 张罚单，累计罚没金额 2.76 亿元，其中千万级罚单 6 张。2015-2022 年，单笔罚款数额呈上升趋势。步入 2023 年，出现集中整治“跳码”问题，罚单数量明显减少，被罚金额大幅提升的现象，同时机构与相关责任人双罚案例频出，反映出监管机构根治行业乱象的决心。例如，拉卡拉、翠微股份、新大陆等多家支付机构确认“跳码”并退还违规资金；央行对银联金融网络、易办事、嘉联支付违反清算管理规定等多项违规行为，罚款合计超过 500 万元，同时处罚了相关责任人。

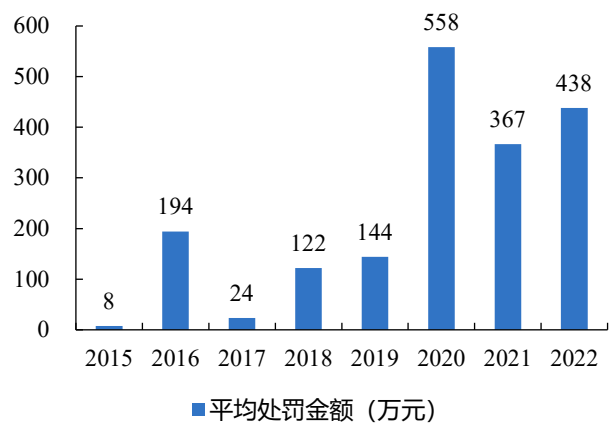
《非银行支付机构监督管理条例》全面提升行政处罚标准及责任，监管逻辑逐步理顺，常态化监管持续发力，第三方支付产业将朝着合规、健康、可持续的发展方向前行。**1) 加大处罚金额。**《条例》基于违法行为的严重程度，设定了三档违法责任，针对全部类型的违规行为均设置了“没一罚五”的处罚规则，相对于此前规定中针对部分轻微违法事实仅设置 1-3 万元处罚区间的规则做了实质性提升，预计今后针对支付机构的罚单将更为频繁地出现“超大额”的情况。**2) 加大处罚范围。**《条例》也开创性地将支付机构控股股东、实际控制人纳入行政责任的追责范围，针对支付机构的部分违规行为，监管机关亦有可能直接追究控股股东和实际控制人的责任。

图表 6：人民银行对支付机构罚单数量/金额



数据来源：博通分析，华福证券研究所

图表 7：人民银行对支付机构单笔平均处罚金额



数据来源：博通分析，华福证券研究所

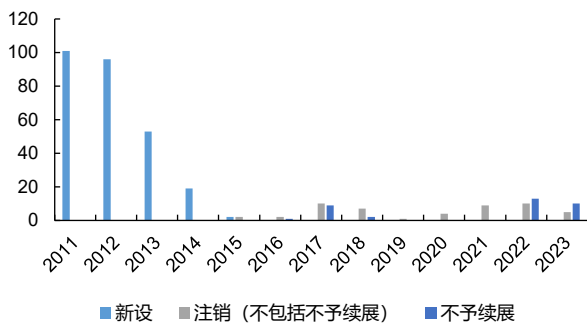
2.2 第三方支付牌照收紧，持牌机构价值提升

在强监管下，监管部门对第三方支付牌照收紧。2011 年至今央行共分九批次发放牌照，前期牌照发放宽松，最高达到 271 张牌照。2015 年，央行处于审慎监管考虑，停止了第三方支付牌照的发放，并开启对支付行业市场环境的整顿。2021 年至

今，共有 6 批第三方支付牌照到期向央行申请续展，央行审批趋严，不断清退违规支付机构，续展成功率呈下滑趋势，市场牌照不断减少。截至 2023 年 12 月，第三方支付牌照仅存 186 张，为最高时的 69%。其中，仅有 25 家支付机构具备全国性银行卡收单牌照，而同时拥有全国银行卡收单、互联网支付和移动电话支付三种重要支付牌照的机构仅 22 家，为全部机构的 12%。

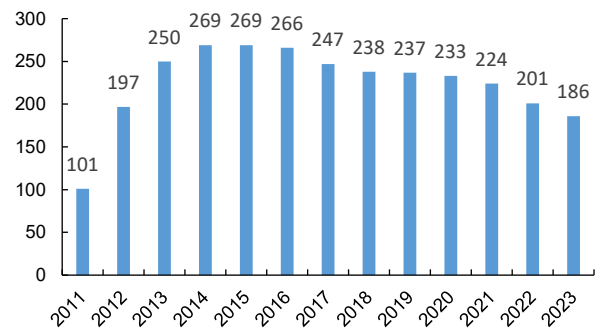
《非银行支付机构监督管理条例》进一步提高支付机构准入门槛。首先，支付机构必须达到实缴资本 1 亿元以上，方能开展支付机构业务，避免相关中小支付机构面对庞大的备付金选择铤而走险。其次，同一个控股股东不能持有多个支付牌照许可，并对股权变更事宜进行约束，并定期对支付机构的净资产和备付金比例进行监控，切实有效保护广大消费者的合法权益。

图表 8：2011 年至今第三方支付牌照新设与注销情况（张）



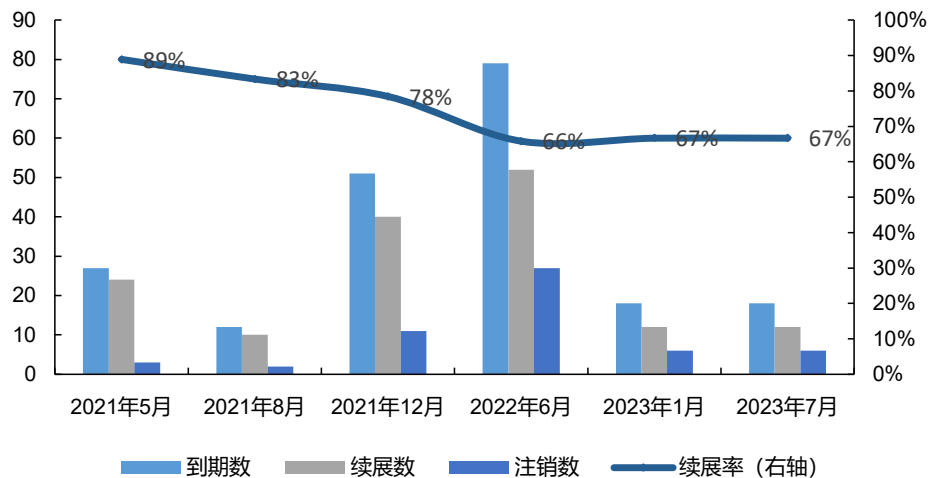
数据来源：移动支付网，中国人民银行，华福证券研究所（注：2023 年为截止至 2023 年 12 月 22 日；该数据基于发放的机构角度）

图表 9：2011 年至今第三方支付牌照存量（张）



数据来源：移动支付网，中国人民银行，华福证券研究所（注：2023 年为截止至 2023 年 12 月 22 日；该数据基于发放的机构角度）

图表 10：第三方支付牌照续展与注销情况（张）



数据来源：澎湃，华福证券研究所（注：该数据基于发放的机构角度）

牌照收紧下，获得支付牌照仅存收购之路，针对支付牌照的并购/收购股权方式逐渐活跃，持牌公司优势显现。大型互联网或互联网金融企业如美团、拼多多、京东

等公司处于业务闭环、减少通道成本、提升交易流量价值等方面的考虑，通过收购小型第三方支付企业，入局第三方支付市场，提升自身流量价值与盈利能力。我们认为，并购潮下，持有支付牌照的公司价值水涨船高，在行业参与者逐渐减少情况下，尤其是能开展全国业务的牌照持有量有限时，市场加速出清，龙头公司可凭借先发优势，持续引流打造口碑，提升自身市场地位。

图表 11：2016 至今第三方支付牌照相关事件梳理（不完全统计）

时间	收购/关联方	标的支付机构	资质	交易金额	交易比例
2016.05	新大陆	福建国通星驿网络有限公司	银行卡收单（全国）	6.8 亿元	100%
2016.09	唯品会	浙江唯品会支付服务有限公司	互联网支付	4 亿元	100%
2016.09	美团	北京钱袋宝支付技术有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（全国）	13.5 亿元	100%
2017.12	滴滴	北京滴滴支付技术有限公司	互联网支付	3 亿元	100%
2017.12	新国都	嘉联支付有限公司	银行卡收单（全国）	7.1 亿元	100%
2019.09	PayPal	国付宝信息科技有限公司	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（海南、陕西、云南、湖南、北京）	/	初始 70%，2020 年收购至 100%
2019.11	翠微股份	北京海科融通支付服务股份有限公司	银行卡收单（全国）	/	100%
2020.01	拼多多	上海付费通信息服务有限公司	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（全国）、预付卡发行与受理（上海）	/	50.01%
2020.08	字节跳动	武汉合众易宝科技有限公司	互联网支付	/	100%
2020.09	携程集团	上海程付通支付有限公司	互联网支付、预付卡发行与受理（上海）	4.16 亿元	100%
2021.03	华为	深圳市讯联智付网络科技有限公司	互联网支付、移动电话支付	/	100%
2021.03	中国电信集团	天翼电子商务有限公司	互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、预付卡发行预受理（仅限线上实名支付账户充值）、银行卡收单	38.97 亿元	64.53%
2021.11	Bilibili	浙江甬易电子支付有限公司	互联网支付	1.18 亿元	65.50%
2021.12	PingPong	浙江航天电子信息产业有限公司	预付卡发行预受理（浙江）、互联网支付	/	51%
2022.11	广电运通	中金支付有限公司	互联网支付	2.655 亿元	90%
2023.07	中通快递	广西恒大万通支付有限公司	互联网支付、预付卡发行与受理（广西、广东、云南）	/	/

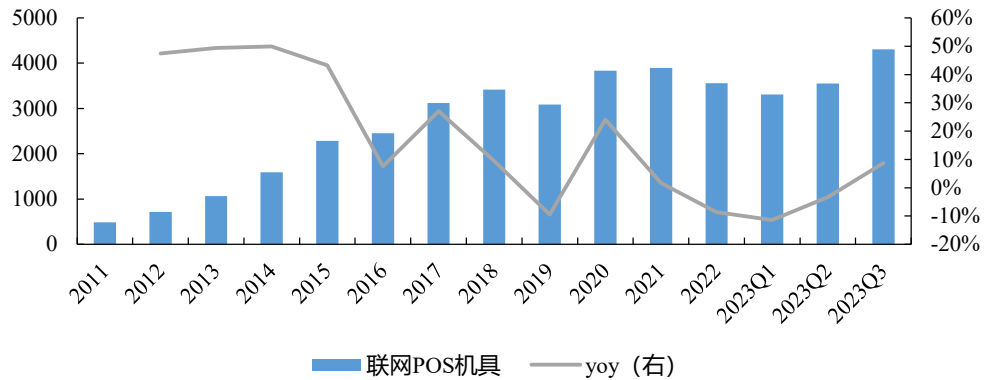
数据来源：移动支付网，华福证券研究所

2.3 “259 号文” 逐步落地，国内支付终端进入稳健期

近年来，监管多次强调要大力推进落实支付受理终端业务管理，重视“一机一码”、“一机一户”实施情况。2021 年，人民银行发布《中国人民银行关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》（259 号文）对支付受理终端业务管理、特约商户管理和收单业务监测方面进行规定。其中，银行卡受理终端及相关业务方面，明确规定 1 台银行卡受理终端只能对应 1 个受理终端序列号，1 台银行卡受理终端只能对应 1 个特约商户，即“一机一码”、“一机一户”。2023 年初，中国银联发布《关于开展终端改造工作的函》表示，各收单机构应于 2023 年 5 月 31 日前完成非标价格商户的终端改造工作，2023 年 12 月 14 日前完成剩余商户的终端改造工作。

强监管下，各支付机构持续加强对支付受理终端的管理，同时我国在过去移动支付快速发展以及机具普及下，近些年联网 POS 数量趋于稳定。近日，拉卡拉支付、合利宝支付等第三方支付机构发布公告表示，已全面完成“一机一码”。截至 2023Q3，我国银联跨行支付系统联网特约商户为 3465.9 万户，联网 POS 机具为 4304.3 万台，环比分别增加 691.43 万户、754.92 万台，主要系《关于开展终端改造工作的函》要求 12 月 14 日前完成剩余商户的终端改造工作，过往“一机多户”商户需购置多个 POS 机具符合合规要求，支付终端出现集中式暴增。然而，随着我国第三方支付发展成熟，POS 机具普及度较高，预计在终端改造完成后，POS 机数量趋于稳定。

图表 12：我国联网 POS 机具数量（万台）及增速



数据来源：中国人民银行清算中心，移动支付网，华福证券研究所

图表 13：支付机构持续加强对支付受理终端的管理

时间	公司	公告	内容
2023.10.27	拉卡拉	《关于重申 259 号文相关规范管理要求的通知》	严格落实 259 号文及相关监管要求，已于今年 9 月上旬率先、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。
2023.10.28	合利宝	《关于再次明确严格落实 259 号文规范管理要求的通知》	在人民银行及清算机构的指导下，已全面完成 259 号文相关要求的落实工作，即全面实现“一机一码”、准确上送交易信息等核心要求。

2023.10.30	嘉联支付	《关于重申严格落实 259 号文规范管理要求的通知》	严格落实 259 号文相关要求，积极完成特约商户入网和受理终端的改造。
2023.10.31	国通星驿	《国通星驿特约商户须遵守新规定？》	积极响应并在中国人民银行及清算机构的指导下，全面完成了 259 号文相关管理要求的落实工作。
2023.11.13	银盛支付	《关于进一步落实 259 号文规范管理要求的通知》	积极开展商户信息排查，并已全面完成“一机一码”、准确上送交易信息等 259 号文相关要求。
2023.11.24	易生支付	《关于重申“259 号文”规范管理要求的通知》	已完成 259 号文相关要求的落实工作，目前正集中开展商户信息排查与订正工作。

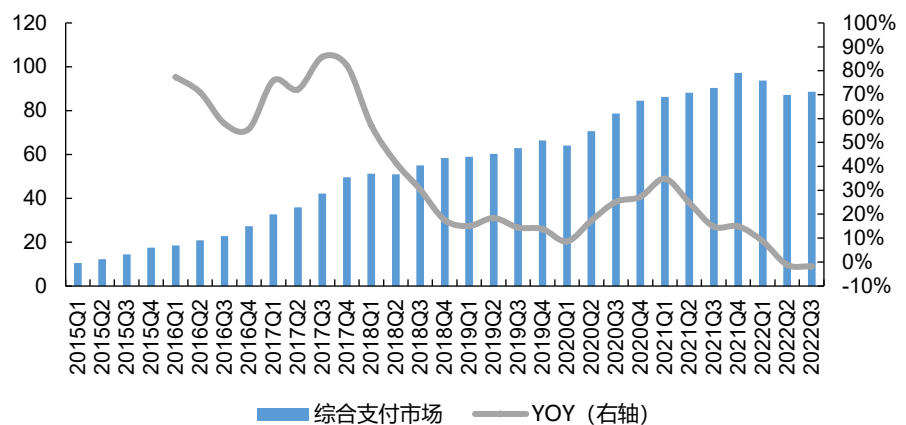
数据来源：各公司官网，华福证券研究所

3 费率提升有望成为长期增长动能，收单机构分润比例提升

3.1 量：支付规模增速放缓，龙头受益于行业出清

近年来，我国第三方支付市场规模稳健扩张，而增速有所放缓。据易观分析，2021 年我国第三方支付综合市场交易规模达到 362 万亿元，同比增长 21.5%。从季度数据来看，2016-2017 年，第三方支付市场增长中枢为 70% 以上，而疫情前 2017-2019 年增长中枢下滑至 30% 以下，增速下行。三年疫情期间，尤其是 2022 年防控趋严，用户整体消费能力与意愿下滑，消费整体规模收缩，第三方支付市场 2022Q2-Q3 增速下滑至负数区间。我们认为，支付流水增速放缓源于两大因素：1) 交易规模在长期积累中基数较大；2) 我国第三方支付场景和用户渗透率到顶，边际效用逐渐减弱。

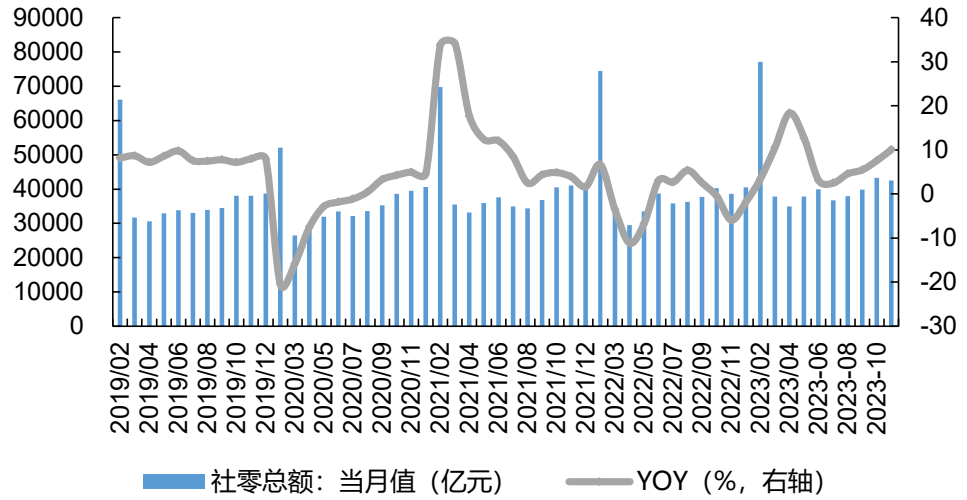
图表 14：中国第三方综合支付市场交易规模（万亿元）及增速



数据来源：易观分析，华福证券研究所（注：第三方综合支付市场包括移动支付、互联网支付、银行卡刷卡等；央行、各第三方支付机构统计口径略有不同，数据仅供参考，下同）

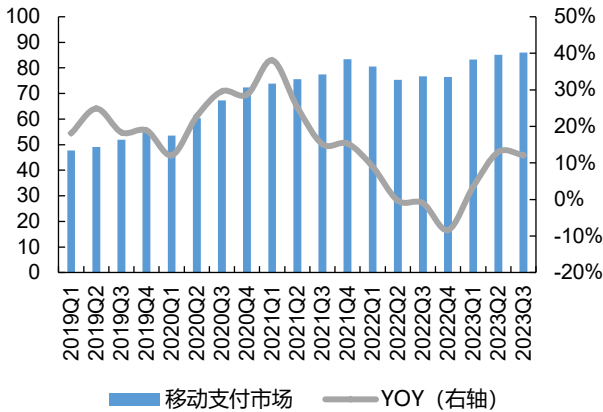
短期看，疫后社零消费回暖，支付需求回升稳固行业基本盘。步入 2023 年，新冠“乙类乙管”促进线下客流修复，社零增速回归正值。2023 年 1-11 月，我国社零消费总额实现 42.8 万亿元，同比增长 7.2%。消费回暖将正向刺激支付需求，稳固支付市场基本盘，第三方支付市场加快修复修复。根据易观分析，2023Q1-Q3，移动支付和互联网支付增速回正，同比分别增长 9.4%、8.8%。

图表 15: 社会零售消费总额及增速



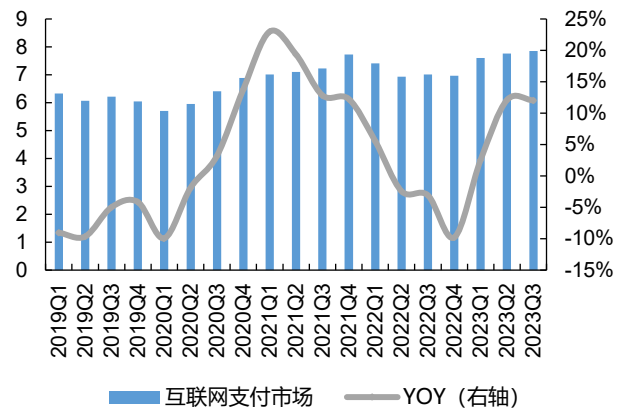
数据来源: Wind, 国家统计局, 华福证券研究所 (注: 2月数据为1至2月累计值)

图表 16: 移动支付市场规模 (万亿元) 及增速



数据来源: 易观分析, 华福证券研究所

图表 17: 互联网支付市场规模 (万亿元) 及增速

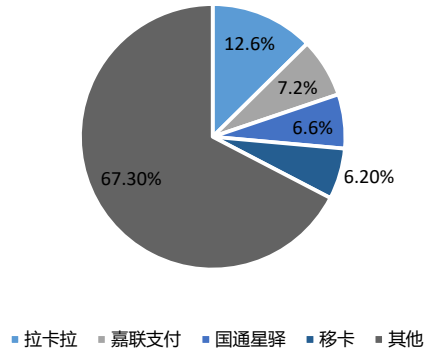


数据来源: 易观分析, 华福证券研究所

长期看, 支付牌照门槛提高, 支付流水有望向龙头倾斜。根据中国支付清算协会数据, 2022 年非银行支付机构线下收单交易规模约 36 万亿元, 2022 年拉卡拉、嘉联支付 (新国都)、国通星驿 (新大陆)、移卡线下收单交易流水规模分别为 4.52、2.58、2.35、2.23 万亿元。在非银行支付机构线下收单市场中, 拉卡拉、嘉联支付、国通星驿、移卡分别占比 12.6%、7.2%、6.6%和 6.2%。

我们认为, 一方面, 在我国监管趋严及支付流水增速下移情况下, 龙头厂商在风控系统优化、合规控制、服务效率等方面具备技术优势, 受益于行业出清, 有望在长期中持续保持竞争优势, 形成规模效应, 取得更大支付流水市场份额; 另一方面, 我国正在大力推进数字人民币, 拉卡拉、新大陆等龙头厂商稳步推进数字人民币运营, 在数币生态建设中具有先发优势, 或将提高数币支付资源占比, 进一步提高收单侧市场份额。

图表 18：2022 年非银行支付机构线下收单市场份额（按交易流水）



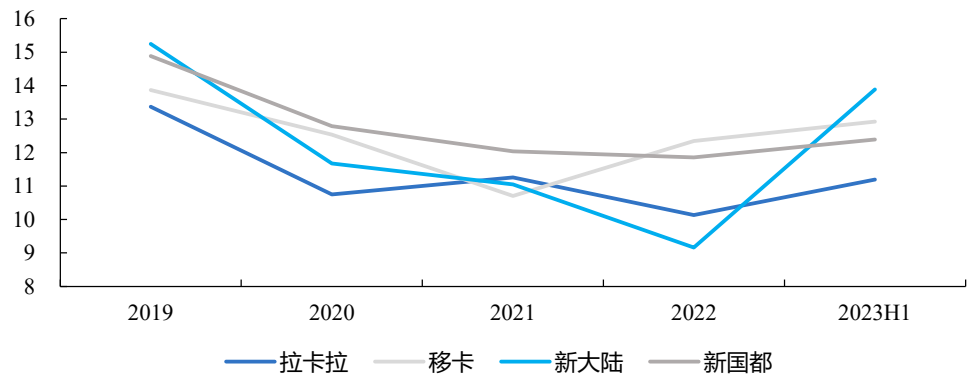
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

3.2 价：业态成熟驱动费率提升，合理分润改善收单机构盈利

3.2.1 负面因素逐步消弭，支付费率乘风而起

从支付费率趋势来看，2023 年出现拐点。2019-2022 年，拉卡拉、新大陆等主要收单机构支付费率整体呈下滑趋势。例如，拉卡拉收单服务费从 2019 年的 13.4bps 下滑至 2022 年 10.1bps。而在 2023H1，新国都/新大陆/拉卡拉/移卡相比 2022 年底支付费率分别增长 0.005pct / 0.047pct / 0.011pct / 0.006pct，服务费率出现拐点。

图表 19：主要收单机构支付费率走势（bps）



数据来源：各公司年报，iFind，华福证券研究所

深挖支付费率下滑原因，我们认为，疫情降费+竞争加剧为两大主因。

1) 疫情期间，2021 年上半年，央行等四部委联合发布《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》，要求商业银行、非银支付机构等向这些企业降低支付手续费，收单机构重要客户群体即为中小微企业，政策推动下以支付宝、移卡、新国都等为代表的支付与收单机构均采取有效措施，进一步降低小微商户支付手续费。从央行披露数据来看，截至 2022 年 3 月 2 日，支付机构已为超 8200 万家市场主体减免支付收费 120 多亿元。

2) 96 费改后，取消商户分类方式，进一步降低实体企业支付费率，同时，收单机构支付服务费由市场化调节，在疫情抑制消费意愿支付需求下滑时，收单市场竞争

进一步加剧，行业盈利空间下滑。

图表 20：疫情期间第三方支付行业公司采取的支持中小微企业降费措施

机构	响应降费让利，积极支持小微举措
支付宝	一方面通过网络支付服务打9折、收钱码提现免费服务，持续助力小微商家降本增效。另一方面加大开放力度，通过面向商家开放“支付成功页”支付后场景，持续帮助更多商家提升私域运营的效果和能力。
微信支付	2021.9起，微信支付已经面向符合标准的小微企业和个体工商户，在微信支付平台上所有支付方式和场景的支付手续费进行了9折优惠，优惠持续3年。
连连支付	针对符合标准的小微企业、个体工商户，实行标准服务费率报价区间上的九折优惠。此外，对于符合限定标准的小微商户，退出额外手续费优惠套餐服务。
京东支付	对符合标准的小微企业及个体工商户可享受支付手续费9折，最大限度简化办理手续、提现服务免收手续费等优惠。
宝付	在国家大力发展、帮扶中小企业的社会大背景下，以支付+科技为核心，携手合作伙伴为中小企业打造信息化升级解决方案，助力商户数字化经营管理，通过信息化的手段实现降本增效。
移卡	主动拥抱客户与合作伙伴，采取降费、补贴等多种方式助力商户健康经营并逐步恢复。
新国都	联合多家疫后推出“红海计划”，加强对商户收单服务投入和手续费补贴，助力商户从疫情影响中恢复。

数据来源：易观分析，新国都年报，华福证券研究所

然而，随着疫情结束以及强监管下收单机构逐步出清，支付费率下滑负面因素逐步消弭。同时，2023年在行业成熟度提升驱动下，支付费率迈向上行通道。

我们认为，第三方支付行业趋向成熟体现在两个方面。

1) 其一表现为市场成熟度提升，行业竞争格局改善，收单机构回归盈利本质，主动调升服务费率。疫情期间，商户尤其是中小商户经营恶化，收单机构为维持客户存量，推出降费措施。而疫后随着消费回暖，行业基本盘稳固由此缓解机构间竞争程度，收单机构逐步退出降费措施。例如，2022年下半年开始，开店宝、海科融通等公司开始对刷卡手续费向上调整，保障自身盈利能力。

图表 21：2022年下半年部分公司调整收单服务费

发布时间	公司	调整措施
2022年7月	开店宝	陆续对部分特约商户贷记卡刷卡手续费率进行调整，最终手续费以实际为准。
2022年7月	海科融通	调整后特约商户刷卡手续费率区间为0.63%至1.5%。
2022年9月	盛付通	对部分特约商户贷记卡刷卡手续费率进行调整，调整后特约商户贷记卡刷卡手续费率区间为0.52%至0.75%。
2022年11月	银盛支付	陆续对部分特约商户贷记卡刷卡手续费率进行调整，调整范围为0.55%~2%之间。

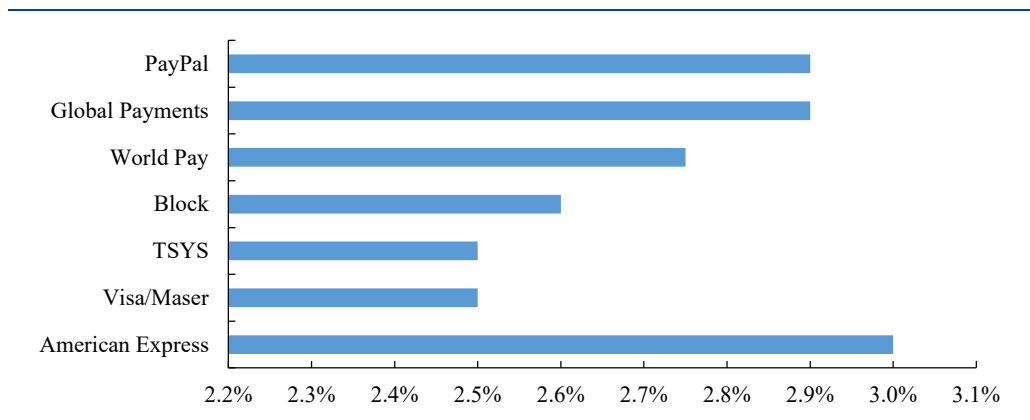
2022年12月	乐刷科技	调整后特约商户贷记卡刷卡手续费率区间为0.52%至2%(以实际执行费率为准)。
2022年12月	国通星驿	调整后特约商户贷记卡交易手续费率为0.55%~0.8%之间。

数据来源：各公司官网，华福证券研究所

2) 其二表现为监管成熟，支付费率由市场化定价，支付收费乱象或将结束。根据《非银行支付机构监督管理条例》，支付机构合理确定并公开支付业务的收费项目和收费标准，进行明码标价。《条例》发布后，现代支付公布了最新“收费项目及收费标准”，POS机刷卡贷记卡费率范围为0.53%-3%，此外增值服务费为0-399元，支付费率透明度显著提升。由此，监管成熟将加快结束支付收费乱象及恶性竞争行为，对行业支付费率起到支撑作用。

对比海外，我国支付费率依旧存在较大增长空间，费率爬坡或为行业长期主线。相较于国内0.6%左右的收单费率，海外信用卡支付费率明显高于国内市场。欧美支付公司服务费费率普遍在1.5%-3%之间，美国支付公司费率相对更高。究其原因，海外第三方支付行业市场化程度更高，更为注重盈利性，我国监管更多将支付视为一种基础服务，从而导致海内外支付费率巨大差距。然而，我们认为，随着我国第三方支付行业市场与监管更为成熟，收单机构回归盈利本质，支付费率有望向海外靠齐，费率爬坡或为行业长期主线。

图表 22：美国主要收单机构本土费率



数据来源：各公司官网，博通分析，华福证券研究所

3.2.2 调整渠道合作分润比例，收单机构盈利边际修复

落脚到公司财务角度，支付费率提升最为直接带动的是收单机构收入增长，而观察收单机构利润率更为注重的应是收单机构和渠道合作商分润比例。收单机构取得支付通道费用后，需将大部分费用分润给渠道合作商，再扣除少量机具折旧与通信费用后，剩余收入为公司到手利润。

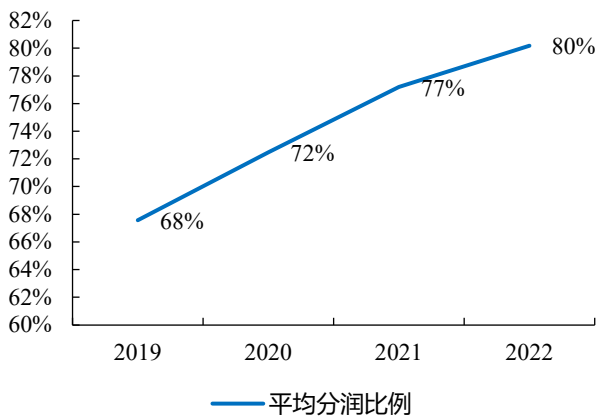
疫情期间，收单机构主动让利给渠道合作商，由此保证商户资源体量稳定。选取拉卡拉、移卡、新大陆和新国都四家收单公司，2022年向渠道合作商分润比例相比2019年平均提升12.6pct。因而，2019到2022年，上述收单公司毛利率均出现不同程度下滑。

随着疫情管控放松，收单机构更为注重盈利状况，从而修复疫情期间让利导致的

大量亏损，毛利率有所回升。2023H1，除移卡公告在支付费率上移基础上继续向渠道合作商提供更高佣金率，毛利率继续下滑外，其余三家收单机构毛利率均有不同程度抬高，相较 2022 年平均提升 17.6pct。

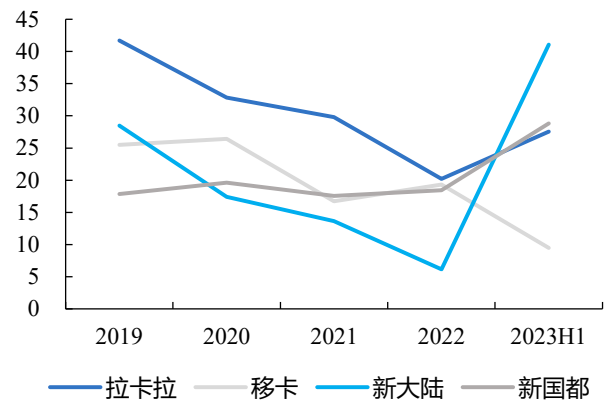
我们认为，我国第三方支付规模基本盘确定性高，同时支付费率有上移空间，在市场份额向龙头倾斜情况下，收单机构议价权或将回归，从而能够逐步降低分润比例至合理区间，加快修复盈利状况。而尽管分润比例下滑，渠道合作商在支付费率提升趋势下到手费用变动幅度或许较小，有意愿与收单机构绑定稳定关系，同收单机构互利共赢，共同汲取行业成长红利。

图表 23：收单机构向渠道合作商平均分润比例



数据来源：iFind，各公司财报，华福证券研究所（注：样本选择为拉卡拉、移卡、新大陆和新国都）

图表 24：主要收单机构毛利率走势（%）



数据来源：iFind，各公司财报，华福证券研究所

4 支付终端有望迎来出海、替换机遇，国内厂商充分受益

4.1 POS 向智能化演进，国内厂商主导全球支付终端市场

传统 POS 是一种独立的设备，可以增加外接部件，但是无法与其他设备相关联。由于机具更新较麻烦，商户体验性不高。智能 POS，是指在传统 POS 的基础上增加了智能平台和 3G 通讯，支持多种支付方式，具有多种功能的 POS。智能 POS 从支付环节出发，帮助商家了解消费者，开展针对性营销活动。此外，智能 POS 系统更新快，附加功能多样，如客单的精细化管理、客户的精准营销等，协助商户给消费者提供更加优质的服务等。

图表 25：传统 POS 与智能 POS 的区别

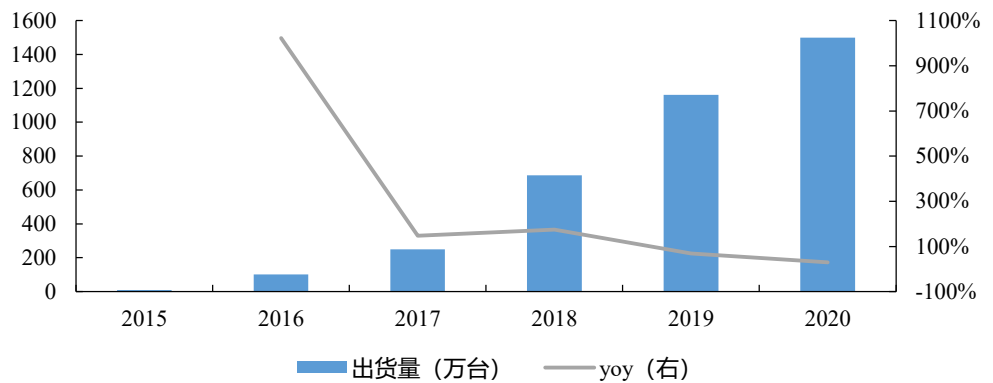
	传统 POS	智能 POS
开放性	封闭的，无法与其他设备关联	开放的、与收银系统、ERP 管理系统，会员系统连接，帮助商户建立数据通信
搭载系统	嵌入式操作系统和专用的处理芯片	安卓通用型操作系统
收款服务	单一的刷卡收付款方式，其他收付款需要增加外接设备	所有付款方式集为一体，包括闪付、扫码、第三方支付等
附加功能	-	容纳一个商家所需要的大部分业务需求，可以收集客户数据，线上推广店铺

商户体验 独立的收银体系，升级困难、有价格优势 机具体积小，使用方便，但是价格高

数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

随着支付方式多样与商户需求增加，我国智能 POS 机数量激增，渗透率不断提高。2015-2020 年，我国智能 POS 机数量激增，渗透率不断提高。2015 年我国智能 POS 机仅有 9 万台，2020 年增长至 1500 万台。渗透率从 2015 年的 0.4% 增长到 2020 年的 37.0%，增长速度较快，然依旧存在一定增长空间。随着数字人民币的推出和人脸识别、掌纹识别等新型支付方式渗透率的提升，预计智能 POS 机数量将稳步上升。

图表 26：中国智能 POS 机出货量及增长率



数据来源：中国人民银行，华经产业研究院，华福证券研究所

全球 POS 机市场向龙头倾斜，2022 年新大陆市场份额登顶榜首。根据尼尔森数据，2021 年全球 POS 机 TOP10 厂商市占率接近 70%。分区域来看，我国在全球 POS 市场份额居前。2022 年，新大陆以 8.3% 的市场份额跃居全球第一，出货量同比增长接近 10%，TOP5 厂商均为我国企业。

图表 27：全球 POS 机厂商出货量 TOP10

排序	2022 年	2021 年	2020 年
1	新大陆	Worldline	Worldline
2	天喻信息	百富	华智融
3	百富	新大陆	魔方电子
4	升腾	天喻信息	天喻信息
5	华智融	升腾	百富
6	联迪	华智融	新大陆
7	魔方	惠尔丰	惠尔丰
8	惠尔丰	魔方	升腾
9	银捷尼科	艾体威尔	艾体威尔
10	艾体威尔	新国都	新国都

数据来源：尼尔森，移动支付网，华福证券研究所

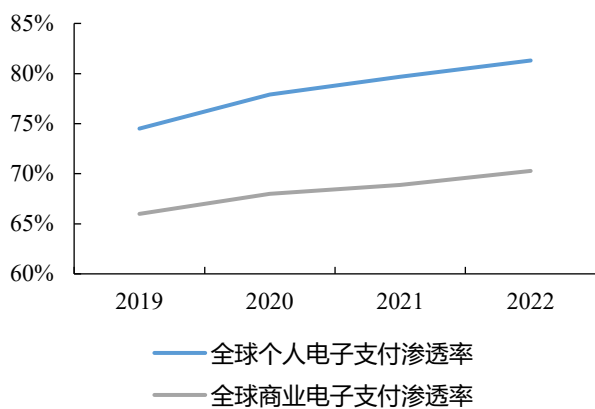
智能 POS 相对传统 POS 功能更为丰富，技术门槛更高，有利于打开商家服务入口，从而通过精细化运营与服务赋能提高商户粘性。我们认为，随着互联网、移动

支付的发展和支付场景不断扩展，线上和线下融合构成闭环商业生态，POS 终端的升级将是确定趋势，龙头厂商有望在丰富的产品线以及技术赋能商户运营的加持下加速抢占智能 POS 机具市场份额。

4.2 海外非现金支付加速渗透，优先受益国内终端企业

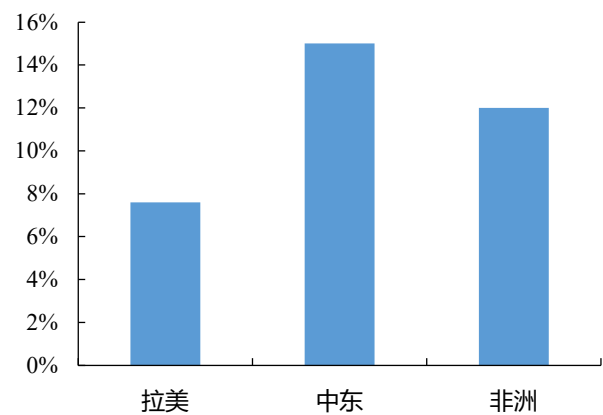
疫情掀起全球数字化支付浪潮。疫情 3 年，全球的支付数字化浪潮加速，2022 年个人/商业电子支付渗透率较 2019 年分别提升 6.8 / 4.3pct。分地区来看，2022 年以拉美和中东非地区为代表的发展中国家非现金支付和移动支付渗透率增长较为显著，当年渗透率分别达到 7.6% / 15% / 12%。

图表 28：全球电子支付渗透率



数据来源：尼尔森，易观分析，华福证券研究所

图表 29：拉美和中东非地区移动支付渗透率提升



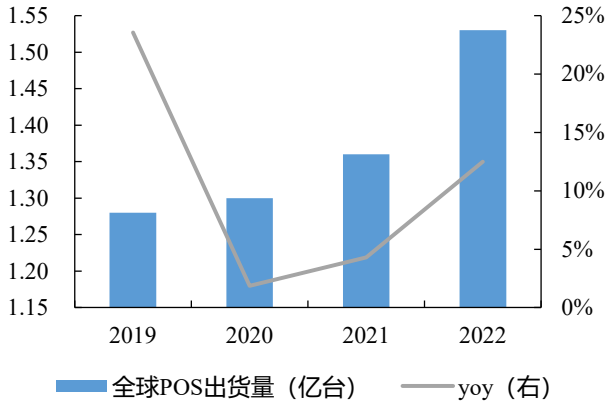
数据来源：易观分析，华福证券研究所

全球 POS 出货量增长中枢上移，国内支付终端厂商瞄准海外市场。受益于国际电子支付渗透率快速提升、数字化支付升级需求的释放，智能支付终端出海需求大增。根据尼尔森数据，2020-2022 年，全球 POS 出货量增速连续两年上移。2022 年，全球 POS 出货量为 1.53 亿台，同比增长 12.5%。国内厂商加快抢占海外 POS 渗透蓝海。新大陆、新国都、优博讯海外营收占比上升明显，2022 年境外营收比重分别同比提升 10pct / 6pct / 5pct；部分支付终端设备厂商在中东和非洲设厂，直接带动这片区域 2021 年 POS 出货量同比增长 35.7%，成为当年全球增长最为迅猛的地区。

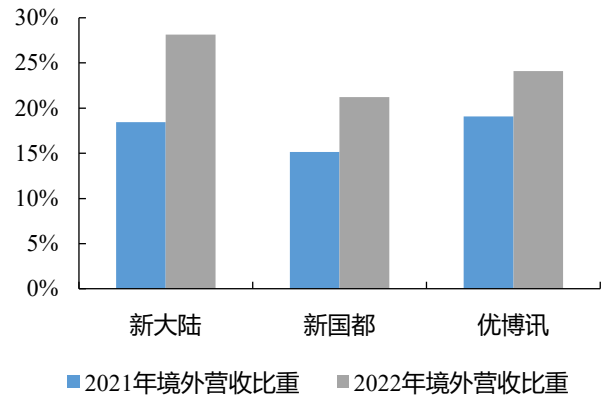
我们认为，全球数字化支付浪潮将正面刺激支付终端出海需求加速扩大，以新大陆、新国都、优博讯等为代表的国内厂商可依托供应链保障、技术研发、本地化部署等比较优势，紧抓海外非现金渗透率提升时代机遇，进一步提高海外营收占比与加快业绩兑现步伐，在国内 POS 机具处于存量阶段时，打开另一增长极。

图表 30：全球 POS 出货量及同比增速

图表 31：部分上市公司海外营收占比



数据来源：尼尔森，易观分析，华福证券研究所

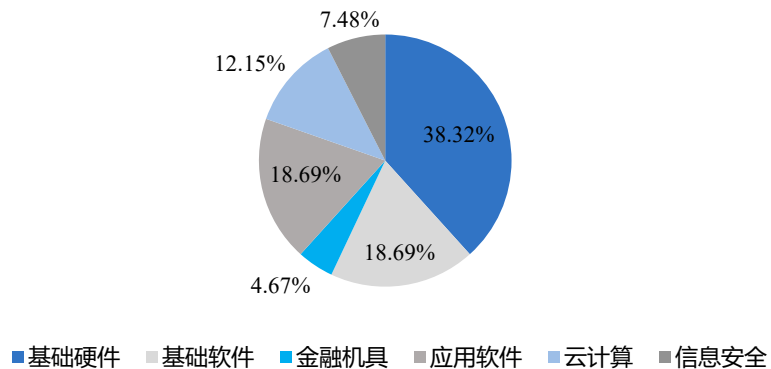


数据来源：公司年报，易观分析，华福证券研究所

4.3 华为即将启动鸿蒙原生，鸿蒙系统或催化 POS 国产替代

自主可控、国产替代的金融信创成为支付终端厂商又一发展机遇。信创即信息技术应用创新产业，在支付终端产业，信创主要关联金融机具领域，包括 POS、智能终端、数字人民币相关设备等。近年来，金融信创项目涨势如潮，国产软硬件厂商数量上涨明显，对海外依赖程度下降趋势明显。根据亿欧数据，2022 年金融信创项目同比增长 200%，2022 年至 2023 年 8 月金融机具招标占比接近 5%，其中以银行招标为主。

图表 32：金融业信创招标种类相关情况一览（2022 年截至 2023 年 8 月）



数据来源：亿欧智库，华福证券研究所

我们认为，金融信创是近年来金融 IT 发展确定趋势之一，对于金融机具支付终端而言，硬件的国产自主、国产操作系统搭配、SaaS 和应用软件的搭配等为信创重点发展方向。硬件方面：由于 POS 硬件的性能要求低于手机，芯片在国产化方案已可满足业务需求；应用方面：以拉卡拉、移卡等领先的支付厂商不断推进业务变革，推出一系列“支付+数字化解决方案”，面向商户开放一揽子 SaaS 应用，一定程度上达到自动可控程度；操作系统方面：传统 POS 机一般采用 Linux 系统，市场占有率在 7 成以上，智能 POS 普遍采用安卓系统，市场占有率 3 成，随着智能 POS 占比提升，安卓系统市占率也在迅速上升，而无论何种 POS，国产操作系统市占率较低。

华为即将启动鸿蒙原生应用，支付终端作为鸿蒙“1+8+N”的千行百业或将驱动

新一轮更新替换潮。9月25日，华为秋季全场景新品发布会上，余承东表示鸿蒙 HarmonyOS NEXT 即将发布，鸿蒙原生应用全面启动；12月19日，在2023开源产业生态大会上，华为终端BG软件部总裁龚体介绍称，鸿蒙生态设备总量超过7亿台，预计明年鸿蒙生态设备达8-10亿台。；2024年1月2日，余承东内部信表示2024年是原生鸿蒙的关键一年。我们认为，支付终端作为鸿蒙“1+8+N”的重要组成部分，在金融信创政策稳步推进下，Linux和安卓或被鸿蒙操作系统替代，同时考虑到国产厂商积极出海情况，国产操作系统POS或存在较大替换空间。

图表 33：鸿蒙“1+8+N”战略布局



数据来源：花粉乐享，华福证券研究所

鸿蒙系统 POS 机是基于华为鸿蒙操作系统开发的智能 POS 终端，可广泛应用于各类商业场景。鸿蒙 POS 具有高效便捷、智能营销、安全可靠、易于维护等优势。通过鸿蒙系统 POS 机，商家可以轻松实现收银、支付、营销等功能的智能化管理，提升经营效率，优化客户体验。

图表 34：鸿蒙系统 POS 机在商业领域的应用

鸿蒙系统 POS 机在商业领域的应用	
零售业	适用于各类零售商店、超市和百货商城等场景。通过智能化的管理方式，提高收银效率，优化客户购物体验。
餐饮业	适用于餐厅、咖啡馆等餐饮场所。其多样化的支付方式和智能化的营销手段能够吸引更多顾客，提升餐厅收入。
酒店业	可用于酒店的客房预订、入住登记、退房结算等功能，提高服务效率，为客人带来舒适便捷的入住体验。
医疗保健业	在医疗保健行业，鸿蒙 POS 机可帮助医院和诊所实现快速准确的医疗费用结算，提高医疗服务的效率和质量。
娱乐休闲业	在娱乐休闲场所，鸿蒙系统 POS 机可用于门票销售、会员管理、消费结算等功能，为顾客提供便捷舒适的娱乐体验。

数据来源：POS 机申请网，华福证券研究所

支付设备厂商紧跟鸿蒙操作系统趋势，已有部分实践案例落地。新大陆、联迪商用、华智融等国产支付设备厂商已投入资源在鸿蒙 POS 开发或完善鸿蒙生态中。例如，联迪商用旗下智能 POS 终端、智能收银终端产品已顺利通过 OpenHarmony 兼容性测评，AxPOS ABS 智能终端是全球首款搭载 OpenHarmony 3.2 的智能 POS 终端。早在 2021 年，新大陆凭借“开源鸿蒙中关键子系统的开发与示范应用”入选工信部物联网示范项目，目前，新大陆加入开源鸿蒙项目群成 A 类候选人，成为华为鸿蒙生态使能合作伙伴。华智融投入几千万元研发海内外鸿蒙 POS 终端，并有部分项目结项。

4.4 数字人民币前景广阔，或将推动支付终端迭代升级

数字人民币稳步推进，“试点城市+应用场景”扩容。数字人民币 APP 应用已于 2022 年年初在各大应用商城上架，自此进行了十余次更新，包括多项重磅功能的增添和优化等。2022 年底，国家有序推进数字人民币试点工作，数字人民币推广明显提速，数字人民币试点城市扩大至 17 个省市 26 个地区。截至 2023 年 6 月末，数字人民币交易笔数为 9.5 亿笔，交易金额达 1.8 万亿元，较 2021 年 12 月底增长 19.54 倍，开通钱包 1.2 亿个，数字人民币支付市场正在快速孕育中。目前，数字人民币已覆盖生活缴费、餐饮服务、交通出行、购物消费、政务服务等领域。

图表 35：数字人民币累计应用情况

	2021 年 6 月底	2021 年 10 月 22 日	2021 年 12 月底	2022 年 8 月底	2023 年 6 月底
累计开立个人钱包数（万）	2087	14000	26100		
累计开立对公/企业钱包（万）	351	1000			
累计交易笔数（万）	7075	15000		36000	95000
累计交易金额（亿）	345	620	876	1000.4	18000
试点场景（万）	132	150	890		

数据来源：易观分析，腾讯网，第一财经，中国人民银行，华福证券研究所

图表 36：数字人民币试点城市进展情况

批次	时间	试点城市	范围
第一批	2019 年末	深圳、苏州、雄安、成都及 2022 北京冬奥会场景	"4+1"
第二批	2020 年 11 月	新增上海、海南、长沙、西安、青岛、大连 6 个地区	"10+1"
第三批	2022 年 3 月	新增天津、重庆、广东的广州、福建的福州和厦门以及浙江的杭州、宁波、温州、湖州、绍兴、金华，北京和河北张家口在 2022 年北京冬奥会、残奥会场景试点结束也将转为试点地区	15 省市 23 个地区
-	2022 年 12 月	扩大第一批城市至广东、江苏、河北、四川全省，新增山东济南、广西南宁和防城港、云南昆明和西双版纳	17 个省市 26 个地区

数据来源：中国人民银行，澎湃，华福证券研究所

对支付终端而言，数字人民币或将推动硬件如 POS 迭代升级。数字人民币作为新一代的支付基础设施，在助力经济数字化转型的同时，为智能支付终端厂商带来了新一轮产业机会。支付终端厂商不仅需要数字支付模块融入 POS 中，同时硬件还需支持“双离线支付”等新型功能。国内厂商正在积极参与数字人民币生态建设，不

断完善产业布局，重点方向着力于完善数字人民币配套硬件，如硬件钱包、POS、系统平台等，以及夯实数字人民币生态。

图表 37：支付终端厂商在数币的实践

数字人民币建设情况		详情
联迪商用	稳步推进数字人民币运营	积极研发一系列成熟的数字人民币产品，包括硬件钱包载体、收单机具、系统平台。基于此，提供数币运营管理平台解决方案，帮助银行拓展数币业务。
新大陆	以数字人民币为核心抓手，助力数字产业化和产业数字化	持续参与数币创新试点及相关硬件钱包标准的制定，协助中国银行、建设银行、邮储银行、兴业银行等运营机构完成冬奥版本、准账户卡、无电支付、蓝牙支付等多项试点技术验证； 完成支付终端在双离线场景中的技术预研，其中条码产品已支持部分双离线场景应用； 全线产品均可支持受理数字人民币。
新国都	抢抓数字人民币试点及场景落地推广良机	已完成部分机构前期的技术联调和系统测试，并配合银行机构进一步协助商户端的受理终端改造、双离线试点改造及场景落地等推广服务，已在 2022 年北京冬奥会等线下消费场景中实现应用。
优博讯	加大数字人民币技术攻关力度	获批承担了深圳的 2022 年“数字人民币硬件钱包关键技术研发”技术攻关项目； 为储蓄银行、贵州银行等收单业务提供智能支付终端，同时成为银联商务智能终端开发技术服务的提供商。

数据来源：易观分析，华福证券研究所

5 投资建议

我们认为，从趋势上来看，第三方支付行业有望形成两大投资主线：

1) 疫后支付流水与费率齐升叠加合理分润比例的形成，收单公司业绩向上弹性可期。疫后消费复苏与监管成熟下，行业竞争格局逐步改善，第三方支付市场有望迎来支付流水与费率齐升。同时，我国第三方支付规模基本盘确定性高，支付费率存在上移空间，在市场份额向龙头倾斜情况下，收单公司有动力调节与渠道合作商分润比例至合理区间，共同汲取行业成长红利，取得向上业绩弹性。

2) 在境外非现金支付渗透率快速提升以及我国金融信创与数字人民币稳步推进的背景下，支付终端有望迎来增量涌进与存量替换新机遇。从境外来看，疫情 3 年，海外非现金支付渗透率加速上涨，给予国内支付终端厂商出海机会。从境内来看，我国数字人民币前景广阔，同时华为即将启动鸿蒙原生应用，支付终端作为鸿蒙“1+8+N”的千行百业或将迎来更新替换潮。

建议关注，收单服务：新大陆、新国都、拉卡拉、移卡、翠微股份等；支付终端：新大陆、新国都、优博讯等。

图表 38：2019-2023H1 年部分公司经营情况对比

公司		2019	2020	2021	2022	2023H1
收单规模 (亿元)	拉卡拉	32500	43400	51600	45200	22700
	移卡	15003	14596	21200	22316	14192
	新大陆	17000	28000	25000	24000	13000
	新国都	10818	12200	19700	25800	10800
支付收入 (亿元)	拉卡拉	43.46	46.65	58.07	45.81	25.41
	移卡	20.81	18.29	22.68	27.54	18.35
	新大陆	25.92	32.70	27.62	21.98	18.05
	新国都	16.10	15.60	23.72	30.59	13.38
支付费率 (bps)	拉卡拉	13.37	10.75	11.25	10.14	11.19
	移卡	13.87	12.53	10.70	12.34	12.93
	新大陆	15.25	11.68	11.05	9.16	13.88
	新国都	14.88	12.79	12.04	11.86	12.39
支付毛利率 (%)	拉卡拉	41.71	32.85	29.80	20.21	27.55
	移卡	25.47	26.42	16.73	19.33	9.46
	新大陆	28.48	17.40	13.65	6.13	41.08
	新国都	17.83	19.63	17.58	18.44	28.82
实际到手 费率 (bps)	拉卡拉	5.58	3.53	3.35	2.05	3.08
	移卡	3.53	3.31	1.79	2.39	1.22
	新大陆	4.34	2.03	1.51	0.56	5.70
	新国都	2.65	2.51	2.12	2.19	3.57

数据来源：各公司财报，iFind，华福证券研究所

6 风险提示

- 1) **监管风险**：支付是强监管行业，监管措施变革对企业运营存在显著影响。
- 2) **宏观经济下行风险**：疫后消费复苏程度和节奏均会影响支付业务需求，从而对整个行业规模造成影响。
- 3) **支付费率下降风险**：支付费率为行业主要收入来源，下降将减少行业总体盈利水平。
- 4) **竞争加剧风险**：96 费改后收单服务费由市场化调节，同时市场不断有大型公司通过收购牌照切入行业，行业竞争加剧将影响行业利润空间。

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