

支付行业系列研究（一）

总起篇：律回春渐，变革提速

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn
许淼 一般证券从业资格编号
S1060123020012
XUMIAO533@pingan.com.cn



平安观点：

- **我国支付体系与产业链介绍：**我国近二十年居民端（C 端）支付的模式经历了由银行卡支付体系向第三方支付体系的演变，现两种模式共同构成我国居民非现金支付的主要方式。我国 C 端支付产业链包括发卡行、清算机构、数字钱包（账户侧）、收单机构（商户侧）四类主要参与者，其中数字钱包、收单机构均属于第三方支付机构，根据面向用户的类型，分为面向个人用户的数字钱包和面向企业用户的收单机构。除了持牌机构，产业链中还有其他玩家，比如承担商户拓展维护服务的外包服务机构，以及上游比如提供 POS 机具的硬件厂商、支付 IT 服务商等非持牌参与者。
- **我国 C 端支付行业现状及趋势：疫情冲击量价，关注修复进程**

目前 C 端支付各参与主体的收入主要来自商户基于交易流水所支付的手续费，具体可拆分为价（交易费率）和量（交易规模）两个维度。

1）价的维度，我国支付行业先后经过六次费改，商户前端费率水平从最初的 3% 下降到目前的 0.6% 左右。受疫情期间让利影响，行业总体费率再次经历下滑，22 年多家上市收单机构的实际分润比例已降至约 0.1% 的低点。展望未来，我们认为短期监管因素仍会是影响商户费率的核心因素，一方面，在当前经济弱复苏背景下，中小商户经营依然面临压力，减费让利政策或将持续抑制费率定价，很难向海外市场靠拢，另一方面，收单机构合规成本的抬升可能会使得收单机构迫于经营压力抬升前端费率，但整体空间较为有限，因此我们认为整体商户费率水平将整体保持稳定。

2）量的维度，从 C 端支付交易流水的增长情况来看，过去几年整体呈现下行趋势，2022 年我国银行卡消费交易规模 130 万亿元（YoY-4.3%）、第三方支付交易规模 338 万亿元（YoY-4.9%），同比均出现负增。展望未来，我们认为短期伴随疫后国内经济的持续复苏，C 端支付交易规模增速有望同步修复，长期来看考虑到包括银行卡和移动支付在内的非现支付工具使用已进入成熟期，C 端支付交易规模增长将趋近于居民消费增长水平。
- **我国支付行业展望：关注技术革新，监管持续趋严**

1）技术层面，新兴技术的革命性不容忽视，未来在技术引领下支付媒介的迭代会带动居民支付习惯更改，可能如以往移动支付一样，给行业带来新的变革，就我国而言，具备法币性质的数字人民币（DCEP）有望构建新的支付格局，当前正处于试点阶段，在此背景下我们认为支付产业链上各方参与者都应积极拥抱参与数字人民币的推进。

2）市场层面，关注跨境支付带来的新机遇，我们看到支持外贸新业态导向下国家大力鼓励跨境支付及底层建设的发展，政策红利不断释放，基础设施人民币跨境支付系统（CIPS）正在不断迭代，同时后续伴随外贸行业的修复，跨境支付的产业环境也有望迎来优化。

3）监管层面，支付行业严监管已经常态化，针对支付产业链上各主体均提出了更细化的针对性要求，包括断直连、备付金存管、支付受理终端管理等等，短期可能会对行业传统的盈利模式构成一定冲击，并带来合规成本的抬升，但我们认为从长期来看将有利于行业的健康稳定发展。
- **风险提示：1）监管力度超预期。2）费率提升不及预期。3）新进入者导致竞争加剧。4）消费复苏不及预期。**

正文目录

一、 我国支付体系与产业链介绍	4
1.1 我国支付基础设施：以中国现代化支付系统为核心	4
1.2 我国 C 端支付清算体系：银行卡支付 vs 第三方支付	5
1.3 我国 C 端支付产业链	6
二、 C 端支付行业现状及趋势：疫情冲击量价，关注修复进程	8
2.1 盈利模式：支付环节产生手续费收入，参与各方分润	8
2.2 价：商户费率呈下行趋势，减费让利影响持续	9
2.3 量：疫情影响流水下滑，关注经济复苏进程	11
三、 支付行业展望：关注技术革新，监管持续趋严	13
3.1 新兴技术涌现，引领支付媒介迭代	13
3.2 积极拥抱数字人民币，迎接支付新格局	14
3.3 跨境支付红利释放，产业环境向好	15
3.4 支付牌照收紧，行业严监管常态化	17
四、 风险提示	19

图表目录

图表 1	我国支付基础设施：7 家支付清算机构及职能	4
图表 2	银行卡支付：我国目前采用四方清算模式	5
图表 3	第三方支付：账户侧新增数字钱包	6
图表 4	我国 C 端支付产业链：账户侧 vs 商户侧	7
图表 5	C 端支付各参与者利润分配模式	9
图表 6	我国支付行业经历六次费率改革	10
图表 7	历次费率改革带来的产业各方分润比例变化	10
图表 8	2021 年支付降费政策内容	10
图表 9	当前收单机构支付业务实际分润比例约 0.1%	10
图表 10	2022 年下半年以来行业迎涨价潮	11
图表 11	海外收单费率明显高于国内	11
图表 12	我国银行卡渗透率已经相对平稳	11
图表 13	我国银行卡交易规模（单位：万亿元）	11
图表 14	我国电子支付渗透率处于较高水平	12
图表 15	我国第三方支付交易规模	12
图表 16	居民消费驱动支付行业交易规模增长	12
图表 17	社零增速今年以来逐步回升	12
图表 18	支付方式发展阶段演变	13
图表 19	移动支付已成为主要电子支付方式	13
图表 20	新兴支付方式不断涌现	14
图表 21	5 月北京地铁引入“刷掌”技术	14
图表 22	数字人民币 vs 其他数字钱包	14
图表 23	数字人民币机构试点情况	14
图表 24	我国数字人民币试点进展	15
图表 25	跨境支付支持政策梳理	15
图表 26	CIPS 系统业务量稳步提升	16
图表 27	CIPS 系统参与者全球分布	16
图表 28	我国外贸环境有望迎来修复	17
图表 29	2022 年我国跨境电商进出口规模 15.7 万亿元	17
图表 30	我国支付牌照数量收缩	18
图表 31	2019 年以来支付行业股权收并购事件汇总	18
图表 32	近年来支付行业重要监管文件梳理	18
图表 33	4 月多家支付机构自曝“跳码”涉及退还资金	19

一、我国支付体系与产业链介绍

本文主要讨论日常关注度和交易频率最高的居民端（C端）支付。我国近二十年C端支付的模式经历了由银行卡支付体系向第三方支付体系的演变，现两种模式共同构成我国居民非现金支付的主要方式。我国C端支付产业链包括发卡行、清算机构、数字钱包（账户侧）、收单机构（商户侧）四类主要参与者，数字钱包、收单机构均属于第三方支付机构，根据面向用户的类型，分为面向个人用户的数字钱包和面向企业用户的收单机构。除了持牌机构，产业链中还有其他玩家，比如受持牌机构委托、承担支付非核心业务（如商户拓展维护服务）的外包服务机构，以及上游的硬件厂商（如提供POS机具）、支付IT服务商（如提供支付SaaS服务）等非持牌参与者。

1.1 我国支付基础设施：以中国现代化支付系统为核心

按照国际清算银行支付结算体系委员会（CPSS）的定义，所有涉及到资金转移的行为，都可视作支付。支付系统是金融体系的核心，就我国而言，目前设置了人民银行清算总中心、中国银联、网联清算等在内的7家支付清算机构，其中由人民银行清算总中心负责运行管理的中国现代化支付系统（CNAPS，由大额支付系统、小额支付系统、网上支付跨行清算系统、境内外币支付系统组成）发挥着中流砥柱的重要作用，其他运营机构也各有分工。

就本文主要讨论的范围——居民端（C端）支付来说，小额支付系统（承担借记支付和小额贷记支付清算职能）、网上支付跨行清算系统（承担网银清算职能）以及银联运营的银行卡跨行支付系统（承担银行卡清算职能）、网联运营的非银行支付机构网络支付清算平台（承担第三方支付机构基于银行账户的支付清算职能），共同构成我国C端支付的主要基础设施。而面向企业端（B端）和金融机构（F端），大额支付系统为最核心的基础设施，为银行机构、企事业单位提供跨行资金汇划结算服务，境内外币支付系统主要提供全国性银行间外币实时全额结算服务，此外城银清算、农信银资金清算中心服务于各类型中小金融机构间的交易清算，人民币跨境支付系统负责境内外金融机构的人民币跨境交易清算。

图表1 我国支付基础设施：7家支付清算机构及职能

七家系统运营机构	所运营系统	主要服务于	主要服务对象
中国人民银行清算总中心	大额实时支付系统（HVPS）	跨行及同行大额贷记支付	金融机构、企业端
	小额批量支付系统（BEPS）	借记支付、每笔金额100万元以下的小额贷记支付	居民端、企业端
	网上支付跨行清算系统（IBPS）	跨行及同行网上支付、移动支付	居民端、企业端
	境内外币支付系统（CFXPS）	境内商品及劳务交易的外币支付	金融机构
中国银联股份有限公司	银行卡跨行支付系统（CUPS）	全国银行卡跨行交易	居民端、企业端
城银清算服务有限公司	城市商业银行汇票处理系统和支付清算系统	城商行等中小金融机构的银行汇票业务	金融机构
农信银资金清算中心	农信银支付清算系统	全国农村金融机构间银行汇票业务、实时电子汇兑	金融机构
跨境银行间支付清算有限责任公司	人民币跨境支付系统（CIPS）	境内外金融机构人民币跨境交易	金融机构
网联清算有限公司	非银行支付机构网络支付清算平台	支付机构发起的网络支付及涉银行账户交易	居民端、企业端
连通（杭州）技术服务有限公司	银行卡清算：负责美国运通品牌卡在中国境内线上线下的支付交易清算		居民端、企业端

资料来源：中国支付清算协会《中国支付产业年报2022》，平安证券研究所

1.2 我国 C 端支付清算体系：银行卡支付 vs 第三方支付

我国近二十年 C 端支付的模式经历了由银行卡支付体系向第三方支付体系的演变，现两种模式共同构成我国居民非现金支付的主要方式：

1) 银行卡支付：当前我国银行卡支付已形成四方清算模式，即围绕银行卡清算机构（中国银联），由发卡行、收单机构、商户和消费者四方搭建的支付网络。具体流程来看，消费者在使用银行卡支付时，其支付信息会通过 POS 机具或网关加密传递给收单机构，收单机构将数据整合后转交给清算机构，随后由清算机构向发卡行申请确认，经发卡行核准后消费者会收到系统答复，同时发卡行完成交易并计入账户。在此过程中，收单机构向商户收取手续费；由于清算机构承接整个支付流程的信息流，向发卡行和收单机构收取网络服务费；此外发卡行向收单机构收取发卡行服务费、向消费者收取账户服务费。

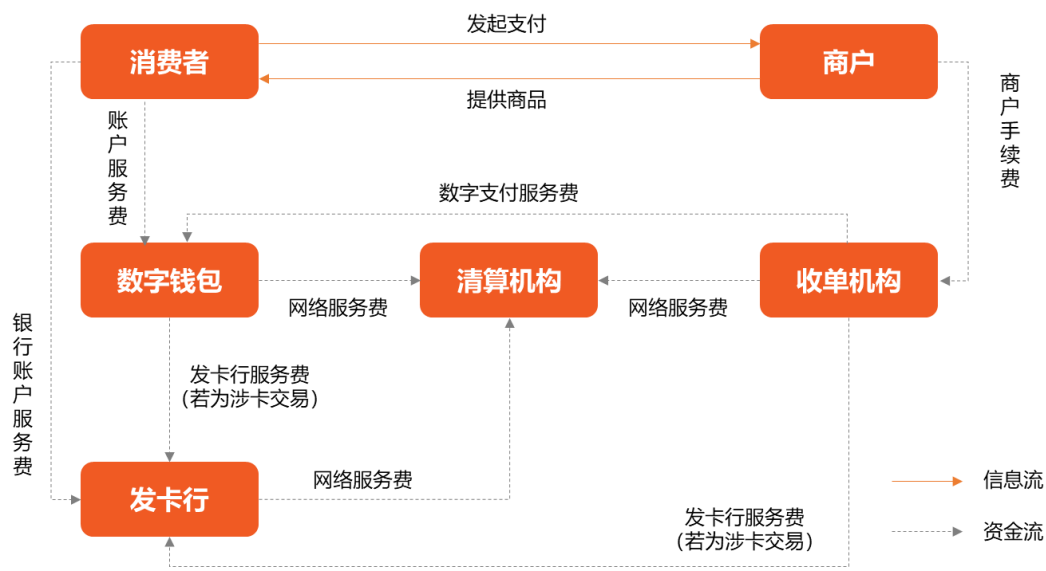
图表2 银行卡支付：我国目前采用四方清算模式



资料来源：平安证券研究所

2) 第三方支付：伴随网络支付、移动支付逐渐成为我国 C 端支付的主要方式，在原有四方清算模式基础上，第三方支付机构也加入了我国支付体系，常见模式为介入账户侧，通过数字钱包支持消费者绑定银行卡和银行账户，实现直联卡支付或余额支付。但由于早先数字钱包余额支付时可绕过清算机构自行清算，存在金融监管风险，我国由央行牵头于 2017 年成立了网联清算有限公司，负责第三方支付机构发起支付业务的清算，形成下图所示的支付模式。由于数字钱包的加入，收单机构所收取的手续费将在自身、数字钱包、发卡行、清算机构之间分配，清算机构向其他三方均收取网络服务费，此外为涉卡交易时，数字钱包也需要向发卡行支付一定费用。部分情况下，我们也能看到同一支付机构同时承担数字钱包和收单机构的角色，比如部分综合性的第三方支付机构（如支付宝、财付通）也兼具收单职能，为 B 端直连商户提供服务。

图表3 第三方支付：账户侧新增数字钱包



资料来源：平安证券研究所

1.3 我国 C 端支付产业链

综上所述，我国 C 端支付产业链包括发卡行、清算机构、数字钱包（账户侧）、收单机构（商户侧）四类主要参与者，数字钱包、收单机构均属于第三方支付机构，根据面向用户的类型，分为面向个人用户的数字钱包和面向企业用户的收单机构，四类参与主体具体的职责包括：

- 1) 发卡行：主要负责向持卡人发行银行卡，并通过提供银行卡相关服务收取一定费用。
- 2) 清算机构：负责支付过程中的资金清算、交易对账等职能，并收取一定的清算手续费，我国由银联承担主要的银行卡清算职能，2017 年网联清算成立后开始承担互联网支付的清算功能。
- 3) 数字钱包（账户侧）：面向个人用户提供 C 端钱包服务，支持消费者绑定银行卡和银行账户，实现直联卡支付或余额支付。
- 4) 收单机构（商户侧）：面向企业用户提供 B 端收单服务，作为受理机构负责确认交易的真实性，并将收到的付款结算后转至商户账户。

除了持牌机构，产业链中还有其他玩家，比如受持牌机构委托、承担支付非核心业务（如商户拓展维护服务）的外包服务机构，以及上游的硬件厂商（如提供 POS 机具）、支付 IT 服务商（如提供支付 SaaS 服务）等非持牌参与者。

图表4 我国C端支付产业链：账户侧 vs 商户侧



资料来源：中国支付清算协会，艾瑞咨询，平安证券研究所

二、C 端支付行业现状及趋势：疫情冲击量价，关注修复进程

目前 C 端支付各参与主体的收入主要来自商户基于交易流水所支付的手续费，具体可拆分为价（交易费率）和量（交易规模）两个维度。

价的维度，自 1993 年起我国支付行业先后经过六次费改，商户前端费率水平从最初的 3% 下降到目前的 0.6% 左右，当前处全球较低水平，受到疫情期间减费让利影响（标准类商户 9 折，优惠类商户 7.8 折），总体费率再次经历下滑，2022 年多家上市收单机构的实际分润比例已降至约 0.1% 的低点。此外监管近期严格整治支付受理终端，行业合规成本有所攀升，为了覆盖成本，我们看到 2022 年下半年起大部分支付品牌费率已经开始出现上涨。展望未来，我们认为短期监管因素仍会是影响商户费率的核心因素，一方面，在当前经济弱复苏背景下，中小商户经营依然面临压力，减费让利政策或将持续抑制费率定价，很难向海外市场靠拢，另一方面，收单机构合规成本的抬升可能会使得收单机构迫于经营压力抬升前端费率，但整体空间较为有限，因此我们认为整体商户费率水平将整体保持稳定。

量的维度，从 C 端支付交易流水的增长情况来看，过去几年整体呈现下行趋势，2022 年我国银行卡消费交易规模 130 万亿元（YoY-4.3%）、第三方支付交易规模 338 万亿元（YoY-4.9%），同比均出现负增。拆分原因来看，一方面受到了疫情对居民消费的负面冲击（2022 年我国社会消费品零售总额同比负增 0.2%），另一方面，当前我国非现金支付、电子支付渠道的渗透率都已较为稳定，渠道转换对于交易规模的提升有限。展望未来，我们认为短期伴随疫后国内经济的持续复苏，C 端支付交易规模增速有望同步修复，长期来看考虑到包括银行卡和移动支付在内的非现支付工具使用已进入成熟期，C 端支付交易规模增长将趋近于居民消费增长水平。

2.1 盈利模式：支付环节产生手续费收入，参与各方分润

C 端支付业务主要的收入产生于交易支付过程中商户支付的手续费，手续费按笔计费，就单笔交易而言，我们将商户支付手续费占单笔交易量的比例称为前端费率，当前采取市场化议价的形式，但从行业单笔交易费率情况来看，POS 刷卡约为 0.6%，线上支付约 0.6%，条码支付约 0.38%，而后再由参与支付过程中的各类主体进行分润。根据交易模式的不同，收入分配结构略有差异，为了便于理解，以下我们还是按银行卡和第三方支付分类进行介绍。

在传统银行卡支付模式下，支付手续费收入的分配在清算机构、发卡行和收单机构间展开。1) **清算机构**：向发卡行、收单机构分别收取网络服务费，当前根据政府定价要求网络服务费率分别均不高于 0.0325%（单笔 3.25 元封顶）。2) **发卡行**：向收单机构收取发卡行服务费，根据政府定价要求，费率标准为借记卡不超过 0.35%、单笔 13 元封顶，贷记卡不超过 0.45%。3) **收单机构**：商户手续费经过清算机构和发卡行分配后，剩余的部分为收单机构分润。因此从具体分配比例来看，若考虑主流信用卡交易模式，发卡行、收单机构与清算机构约为 7:2:1，总体来说银行的分润比例相对更高。

在第三方支付模式下，由于数字钱包的加入，原有分润模式将会增加一方，同时根据具体交易参与主体的不同，分润结构会有所差异。1) **数字钱包余额支付**：无论是线上还是线下条码，只要通过数字钱包余额支付，整个环节仅数字钱包和清算机构两方参与，商户向数字钱包支付手续费后，清算机构向数字钱包收取网络服务费。2) **数字钱包刷卡支付**：当个人通过数字钱包中绑定的银行卡支付时，除了数字钱包和清算机构，发卡行也会参与进来，向数字钱包收取服务费用，其中，若为线上支付，收单机构与数字钱包往往为同一方，因此参与支付手续费分润的主要是三方，即数字钱包（收单机构）、清算机构、发卡行共同分配商户支付给数字钱包的手续费。若为线下刷码支付，商户支付的手续费（以支付宝和财付通为例，扫码费率通常为 0.38%）将在发卡行、清算机构、数字钱包和收单机构四方之间进行分配。

图表5 C端支付各参与者利润分配模式

费用名称		商户支付手续费	网络服务费	清算机构 分润	发卡行服务费	发卡行 分润	数字支付服务费	数字钱包 分润	收单机构剩余 分润（其余各 项均不超封顶 情况下）
费率性质		市场调节价	政府定价（清算机构向 收单机构/数字钱包、 发卡行收取）		政府定价（发卡行向收单 机构/数字钱包收取）		市场调节价		
线下刷卡 支付	借记卡	0.60%	各收不超过0.0325%， 合计不超过0.065%， 合计单笔封顶6.5元	0.065%	向收单机构收取不超过 0.35%，单笔封顶13元	0.3175%	/	/	0.2175%
	贷记卡			0.065%	向收单机构收取不超过 0.45%	0.4175%	/	/	0.1175%
线上支付	余额支付	0.20%	向数字钱包收取不超过 0.005%	0.005%	/	/	/	0.195%	/
	借记卡	0.60%	各收不超过0.005%， 合计不超过0.01%	0.01%	向数字钱包收取不超过 0.35%，单笔封顶13元	0.345%	/	0.245%	/
	贷记卡	0.60%		0.01%	向数字钱包收取不超过 0.45%	0.445%	/	0.145%	/
条码支付	余额支付	0.20%	向数字钱包收取不超过 0.005%	0.005%	/	/	/	0.195%	/
	借记卡	0.38%	各收不超过0.005%， 合计不超过0.01%	0.01%	向数字钱包收取0.08%， 或固定服务费模式	0.075%	向收单机构收取0.2%	0.12%	0.175%
	贷记卡	0.38%		0.01%	向数字钱包收取0.30%， 或固定服务费模式	0.295%	向收单机构收取0.2%	-0.10%	0.175%

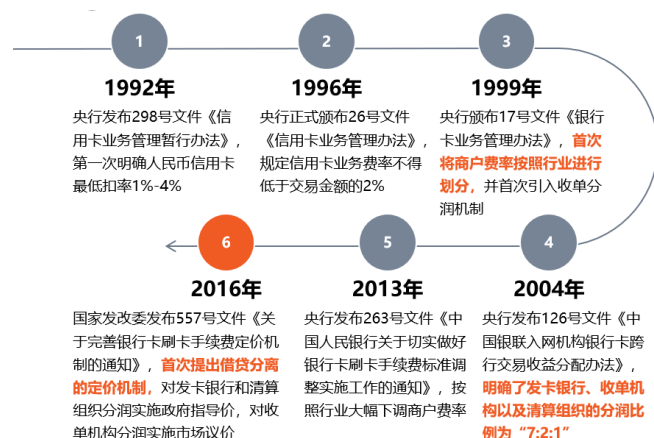
资料来源：央行，艾瑞咨询，平安证券研究所

2.2 价：商户费率呈下行趋势，减费让利影响持续

自 1993 年起我国支付行业先后经过六次费改，商户前端费率水平从最初的 3%下降到目前的 0.6%左右，当前处全球较低水平，受到疫情期间减费让利影响（标准类商户 9 折，优惠类商户 7.8 折），总体费率再次经历下滑，2022 年多家上市收单机构的实际分润比例已降至约 0.1%的低点。此外监管近期严格整治支付受理终端，行业合规成本有所攀升，为了覆盖成本，我们看到 2022 年下半年起大部分支付品牌费率已经开始出现上涨。展望未来，我们认为短期监管因素仍会是影响商户费率的核心因素，一方面，在当前经济弱复苏背景下，中小商户经营依然面临压力，减费让利政策或将持续抑制费率定价，很难向海外市场靠拢，另一方面，收单机构合规成本的抬升可能会使得收单机构迫于经营压力抬升前端费率，但整体空间较为有限，因此我们认为整体商户费率水平将整体保持稳定。

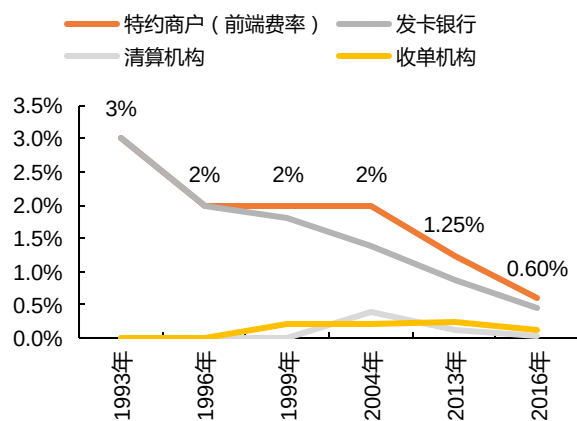
自 1993 年起我国支付行业先后经过六次费改，定价机制由政府主导转向更为市场化，总体来看，前端费率水平从最初的 3%下降到目前的 0.6%左右。我国由政府主导开展商户费率价格体系改革，逐渐建立起产业各方分润模式，2004 年央行发布 126 号文件《中国银联联网机构银行卡跨行交易收益分配办法》，确立了发卡银行、收单机构以及清算组织“7:2:1”的分润比例。2013 年，央行发布 263 号文件《关于切实做好银行卡刷卡手续费标准调整实施工作的通知》，按照行业大幅下调商户费率，并对发卡银行和清算组织分润实行政府定价，对收单机构分润实施政府指导价，其中，餐饮类商户费率 1.25%，一般类商户费率 0.78%，民生类商户费率 0.38%，公益类商户实行零费率。2016 年 9 月 6 日颁布的《国家发展改革委 中国人民银行 关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知（发改价格【2016】557 号）》（96 费改）对当下影响意义最为重大，一方面首次提出借贷分离的定价机制，行业定价开始由政府主导转向更为市场化的模式，对发卡行和清算组织分润实施政府指导价，收单机构服务费完全市场化议价，另一方面对商户按性质进行分类，形成了 POS 机刷卡收取标准类商户 0.6%、优惠类商户 0.38%、公益类商户 0 费率的固定模式，延续至今。

图6 我国支付行业经历六次费率改革



资料来源：央行，国家发改委，平安证券研究所

图7 历次费率改革带来的产业各方分润比例变化



资料来源：工商银行，平安证券研究所

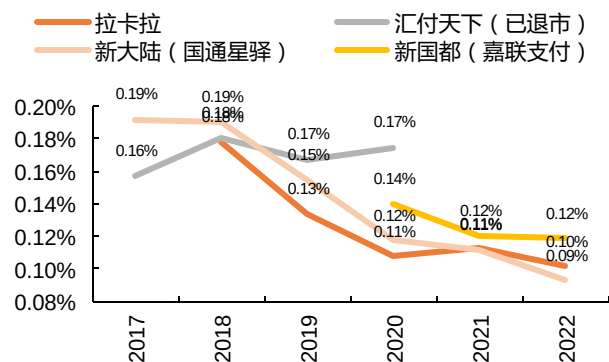
96 费改之后行业分润的模式已经趋于稳定，但我们可以看到从收单机构角度而言利润偏薄，一方面受到疫情期间减费让利影响，支付手续费率更是出现进一步下滑，我们看到 2022 年多家上市收单机构的实际分润比例已降至约 0.1% 的低点。2021 年央行等四部委联合发布《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》，于 2021 年 9 月 30 日起实行 3 年，针对使用频度高的基础支付服务，要求商业银行、清算机构对标准类商户借记卡发卡行服务费、网络服务费实行 9 折优惠，对优惠类商户发卡行服务费、网络服务费继续在现行政府指导价基础上实行 7.8 折优惠，收单机构同步下调商户前端费率，行业因此整体承受一定的压力。

图8 2021 年支付降费政策内容

降费政策	具体措施
降低银行账户服务收费	鼓励商业银行在免收一个账户管理费（含小额账户管理费，不含不动户管理费，下同）和年费基础上，对小微企业和个体工商户免收全部单位结算账户管理费和年费。
降低人民币转账汇款手续费	对小微企业和个体工商户通过柜台渠道进行的单笔10万元（含，下同）以下的对公跨行转账汇款业务，商业银行应按照不高于现行政府指导价标准的9折实行优惠。实际收费标准低于上述标准的，鼓励继续执行实际收费标准。人民银行指导清算机构对小额批量支付系统、网上支付跨行清算系统单笔10万元以下的交易按照现行费率9折实行优惠。银行卡清算机构免收小微企业卡、单位结算卡跨行转账汇款手续费。
取消部分票据业务收费	商业银行取消收取支票工本费、挂失费，以及本票和银行汇票的手续费、工本费、挂失费。
降低银行卡刷卡手续费	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。收单机构应同步降低对商户的收单服务费，切实将发卡行、银行卡清算机构让利传导至商户。

资料来源：央行，平安证券研究所

图9 当前收单机构支付业务实际分润比例约 0.1%



资料来源：，公司公告，平安证券研究所

注：此处分润比例=收单机构支付业务收入/支付交易流水

另一方面在支付受理终端管理的严格监管背景下，收单机构合规成本攀升，行业利润空间被进一步压榨，为了覆盖营业成本，我们看到 2022 年下半年起大部分第三方支付品牌费率有所抬升以覆盖成本。以拉卡拉为例，2022 年 12 月 28 日起部分终端刷卡和扫码费率分别上调万分之二。

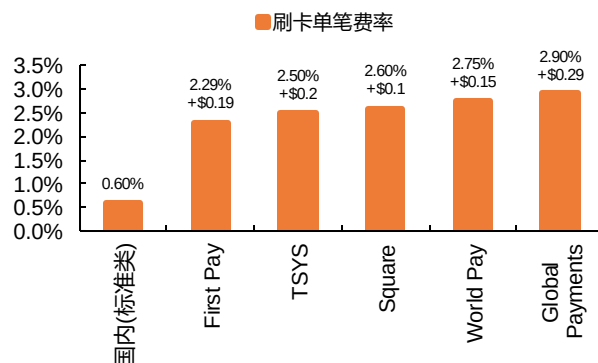
展望未来,我们认为短期监管因素仍会是影响商户费率的核心因素,一方面,在当前经济弱复苏背景下,中小商户经营依然面临压力,减费让利政策或将持续抑制费率定价,很难向海外市场靠拢,另一方面,收单机构合规成本的抬升可能会使得收单机构迫于经营压力抬升前端费率,但整体空间较为有限,因此我们认为整体商户费率水平将整体保持稳定。

图表10 2022年下半年以来行业迎涨价潮

POS刷卡 单笔费率	调整前	调整后	调整日期
国通星驿	0.47%-0.60%	0.55%-0.8%	2023年1月
拉卡拉	0.50%-0.60%	0.52%-0.62%	2022年12月
快钱	0.55%-0.60%	1.5%+3元	2022年12月
乐刷科技	0.55%-0.60%	0.52%-2%	2022年12月
银盛支付	0.55%-0.67%	0.55%-2%	2022年11月
海科融通	0.55%-0.58%	0.63%-1.5%	2022年7月
付临门	0.55%-0.60%	1%+3元	2022年6月

资料来源:移动支付网,北京商报,公司官网,平安证券研究所

图表11 海外收单费率明显高于国内



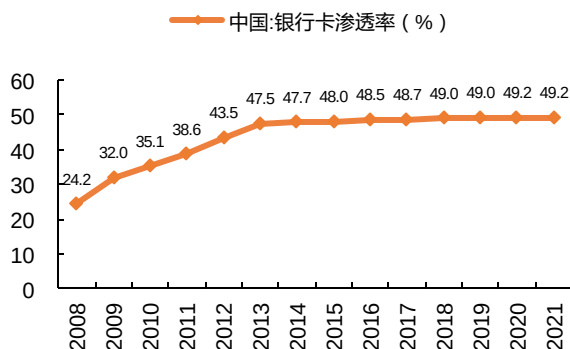
资料来源:公司官网,平安证券研究所

2.3 量:疫情影响流水下滑,关注经济复苏进程

从C端支付交易流水的增长情况来看,过去几年整体呈现下行趋势,2022年我国银行卡消费交易规模130万亿元(YoY-4.3%)、第三方支付交易规模338万亿元(YoY-4.9%),同比均出现负增。拆分原因来看,一方面受到了疫情对居民消费的负面冲击(2022年我国社会消费品零售总额同比负增0.2%),另一方面,当前我国非现金支付、电子支付渠道的渗透率都已较为稳定,渠道转换对于交流规模的提升有限。展望未来,我们认为短期伴随疫后国内经济的持续复苏,C端支付交易规模增速有望同步修复,长期来看考虑到包括银行卡和移动支付在内的非现支付工具使用已进入成熟期,C端支付交易规模增长将趋近于居民消费增长水平。

银行卡支付方面,从银行卡渗透率可以看出,我国居民非现金支付的习惯已经相对稳固,银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例已由2008年的24.2%提升至49.2%,近些年均保持相对的稳定水平。2022年我国银行卡交易规模1012万亿元,同比增长1.0%,其中银行卡转账和银行卡消费为最主要用途,占比分别达到81%、13%,其中银行卡消费交易规模130万亿元,同比负增4.3%,我们认为主要受到宏观环境影响下居民消费负增长(我国社会消费品零售总额YoY-0.2%)的影响。

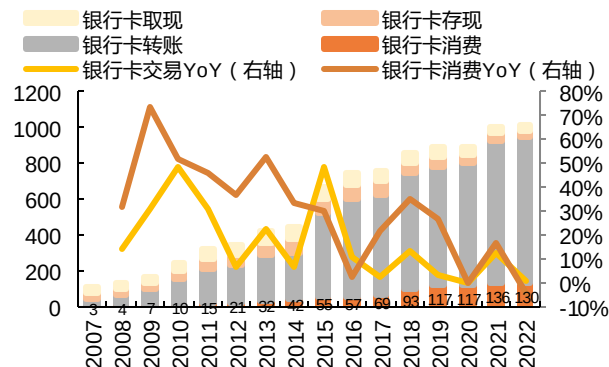
图表12 我国银行卡渗透率已经相对平稳



资料来源:央行,平安证券研究所

注:此处银行卡渗透率是指剔除房地产、大宗批发等交易类型,银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例

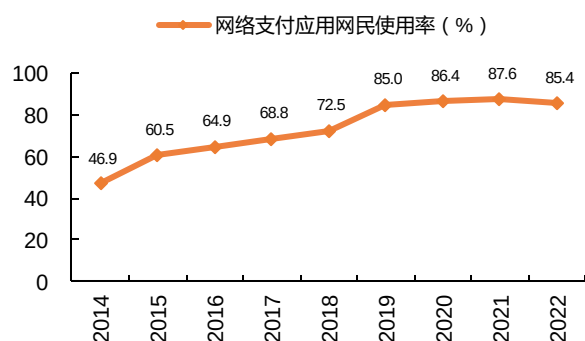
图表13 我国银行卡交易规模(单位:万亿元)



资料来源:央行,平安证券研究所

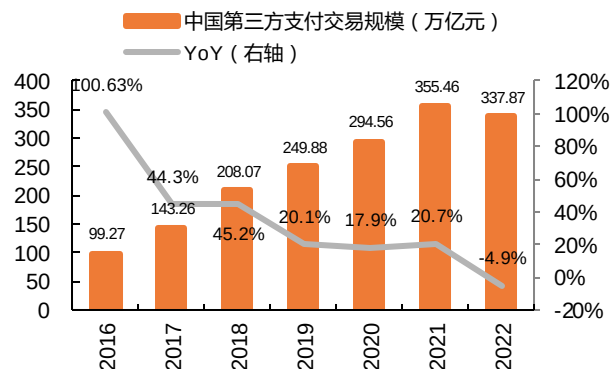
第三方支付方面，得益于移动支付技术的快速发展和广泛触达，我国居民电子支付的渗透率也已经处于较高水平并且趋于平稳，根据中国互联网络信息中心统计，2022 年我国网络支付用户规模占网民整体数量比例已稳定在 85%以上水平。不过同样受到居民消费负增的影响，根据移动支付网统计，2022 年我国第三方支付交易规模 338 万亿元，同比负增长 4.9%。

图表14 我国电子支付渗透率处于较高水平



资料来源：中国互联网络信息中心，平安证券研究所

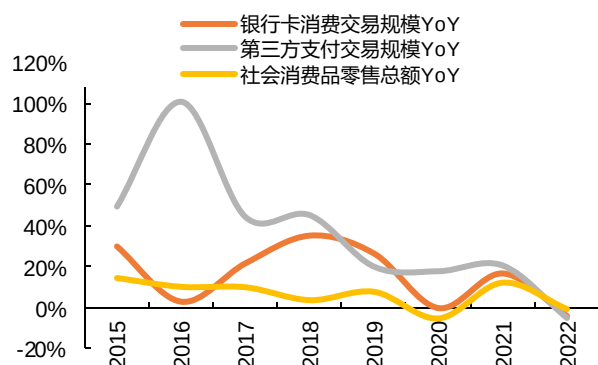
图表15 我国第三方支付交易规模



资料来源：移动支付网，平安证券研究所

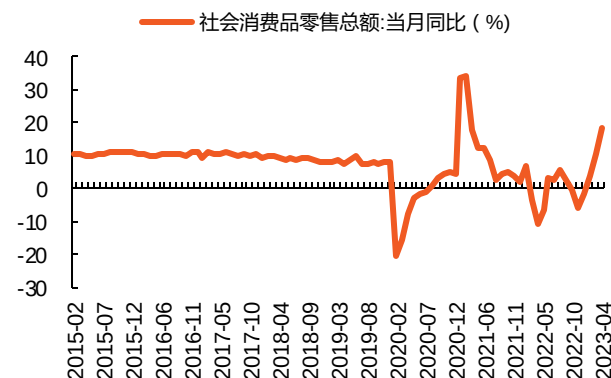
展望未来，我们认为短期伴随疫后国内经济的持续复苏，C 端支付交易规模增速有望同步修复，长期来看考虑到包括银行卡和移动支付在内的非现支付工具使用已进入成熟期，C 端支付交易规模增长将趋近于居民消费增长水平。

图表16 居民消费驱动支付行业交易规模增长



资料来源：，国家统计局，央行，移动支付网，平安证券研究所

图表17 社零增速今年以来逐步回升



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

三、支付行业展望：关注技术革新，监管持续趋严

展望支付行业往后的发展，我们认为有以下几个值得关注的重要影响变量：首先是技术层面，新兴技术的革命性不容忽视，未来在技术引领下支付媒介的迭代会带动居民支付习惯更改，可能如以往移动支付一样，给行业带来新的变革，就我国而言，具备法币性质的数字人民币（DCEP）有望构建新的支付格局，当前正处于试点阶段，在此背景下我们认为支付产业链上各方参与者，都应积极拥抱参与数字人民币的推进。市场层面，关注跨境支付带来的新机遇，我们看到支持外贸新业态导向下国家大力鼓励跨境支付及底层建设的发展，政策红利不断释放，基础设施人民币跨境支付系统（CIPS）正在不断迭代优化，同时后续伴随外贸行业的修复，跨境支付的产业环境也有望迎来优化。监管层面，支付行业严监管已经常态化，针对支付产业链上各主体均提出了更细化的针对性要求，包括断直连、备付金存管、支付受理终端管理等等，短期可能会对行业传统的盈利模式构成一定冲击，并带来合规成本的抬升，但我们认为从长期来看将有利于行业的健康稳定发展。

3.1 新技术涌现，引领支付媒介迭代

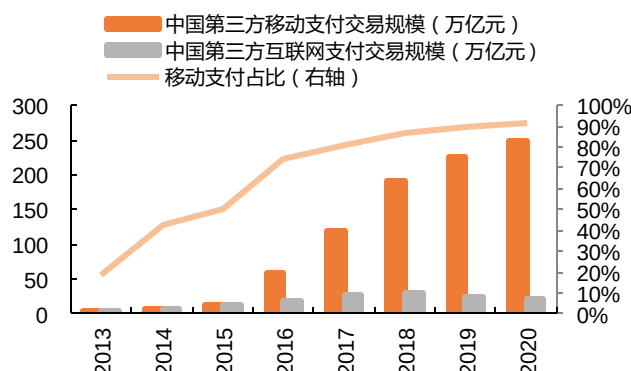
从支付媒介的演变来看，不论是从现钞、银行卡，还是转向移动终端，支付方式的变革更多依托于技术变革带来支付便捷性的改变。以支付宝取代现钞和网上银行为例，2005 年以前用户主要通过线下借记卡、信用卡进行刷卡消费，2005 年支付宝推出担保交易为开始标志，解决了淘宝买卖双方的信任问题，促进了线上支付的快速发展，2011 年支付宝又创新式地推出移动二维码支付，将业务场景拓展到线下，成为抢占线下支付“蛋糕”的最大武器，同时，移动网络迅速普及、智能终端设备快速铺开，移动支付也迎来爆发式发展，根据艾瑞咨询统计，移动支付占第三方市场份额已经由 2013 年的 18% 提升至当前 90% 以上，支付宝在第三方的市场份额超过 50%，带来了颠覆性的变革。

图表18 支付方式发展阶段演变



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表19 移动支付已成为主要电子支付方式



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

未来，伴随支付终端和技术的迭代，如近场支付（如蓝牙支付、红外线支付、NFC 支付）、生物识别支付（如掌纹、指纹、人脸、虹膜、声波、静脉等）、AR/VR 支付等新兴支付方式的不断涌现，居民支付习惯可能会迎来转变，给支付行业带来新的变革。继面部识别支付和指纹支付后，我们看到掌纹支付也步入了推广阶段，2020 年 9 月，亚马逊发布手掌掌纹识别技术 Amazon One，2022 年 8 月，Amazon One 已经扩展至加利福尼亚州的 65 个全食超市。在国内，支付宝也在相关领域展开研发和布局，已经有多个掌纹支付专利获得授权，其中包括掌纹识别设备、收银设备等。2023 年 5 月 21 日，微信刷掌支付正式发布，用户目前可以在刷脸设备上进行刷掌操作，同日北京轨道交通宣布大兴机场线“刷掌”乘车服务正式上线，除交通场景外，未来刷掌支付可能逐步应用于办公、校园、健身、零售、餐饮等领域。

图表20 新兴支付方式不断涌现



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表21 5月北京地铁引入“刷掌”技术



资料来源：新华社，平安证券研究所

3.2 积极拥抱数字人民币，迎接支付新格局

我国数字人民币（DCEP）具备法币性质，同时相较于第三方支付在支付终端和体验上无明显差异，且在安全性、便捷性、费用成本等方面存在一定的比较优势，我们认为伴随 DCEP 用户基数的增加以及应用场景的下沉，当前我国第三方支付垄断的局面或将被打破，DCEP 有望构建新的支付格局。当前 DCEP 已经处于试点阶段，形成了由央行发行、主导推动，再通过运营机构分发，商业银行、第三方支付机构、商户平台等共同参与逐层递推的推广方式，目前已在 17 个省市的 26 个地区展开试点，并确立了包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行、招商银行、兴业银行、网商银行和微众银行 10 家运营机构。截至 2022 年，数字人民币应用试点商户超过 1120.4 万家，同比增长 209%，累计通过共建 APP 开立数字人民币个人钱包 8270.2 万个，交易金额达到 6358.6 亿元，截至 12 月末流通中数字人民币余额已达 136.1 亿元。

图表22 数字人民币 vs 其他数字钱包

名称	DCEP	支付宝等数字钱包
定位	法定货币	支付渠道
信用水平	国家信用背书	平台信用支撑
法偿性	无线法偿性	没有法偿性
技术架构	区块链	中心化
账户体系	松耦合	紧耦合
清算结算	支付即结算	通过网联、银联进行清结算
费用机制	对消费者不收取费用	收取相应手续费
能否离线	双离线支付	仅能实现收支单方向离线支付
匿名程度		可控匿名
功能		扫码支付、转账

资料来源：央行，平安证券研究所

图表23 数字人民币机构试点情况

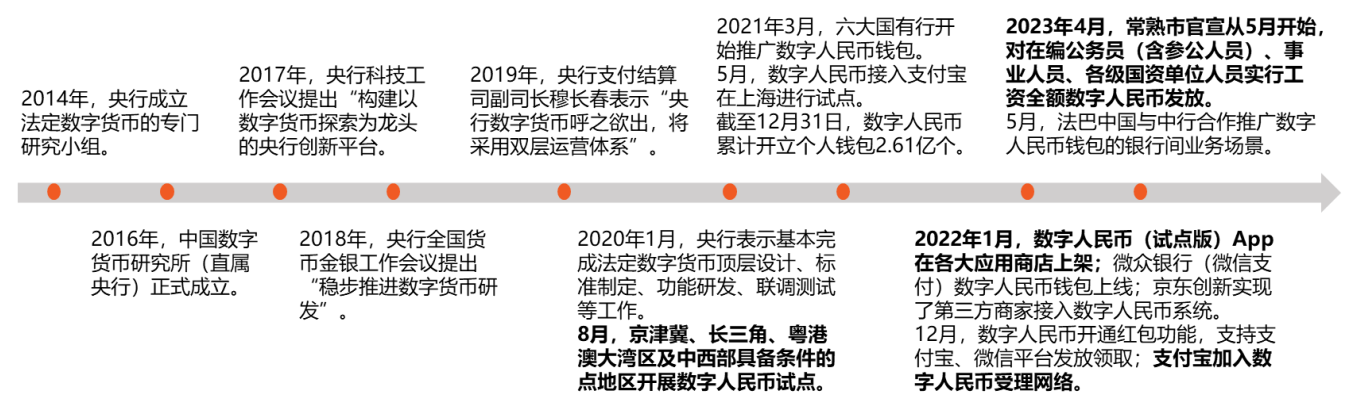


资料来源：数字人民币 App，平安证券研究所

因此我们认为支付产业链上各方参与者都应积极拥抱参与数字人民币的推进：1）商业银行：目前除了提供数字人民币的运营机构，其他部分商业银行也通过直连运营机构或是间连数字人民币互联互通平台的方式参与进体系中。我们认为商业银行应该主动拥抱数字人民币推进所蕴含的全新机遇，积极寻求试点资格，此外缩短与互联网支付巨头在后端生态构建上的差距，

通过开放银行等方式优化客户体验，提升获客能力。**2) 第三方支付机构（数字钱包和收单机构）**：数字钱包、收单机构分别在零售和商户生态上具有优势，机遇与挑战并存背景下，可以承担平台搭建、场景落地、商户开拓、提供数币解决方案等功能，寻求有助于数字人民币推广的生态合作模式。同时数币因“支付即结算”在流通过程中减少了数字钱包和清算机构两个环节，可能带给收单机构更大的盈利空间。**3) 上游厂商及服务商**：数字人民币将牵引参与机构软硬件系统改造需求，如数字货币系统搭建、软硬件系统改造升级、终端机具新建改造，促进支付领域的创新和发展。

图表24 我国数字人民币试点进展



资料来源：政府文件，平安证券研究所

3.3 跨境支付红利释放，产业环境向好

支持外贸新业态导向下，国家鼓励跨境支付行业发展，政策红利有望不断释放。近年来我国相关政策文件不断推出，涉及跨境电商及外贸发展、跨境金融标准制定、外汇收支便利化、拓宽跨境支付业务领域等多个方面，为跨境支付行业的发展提供了良好的政策支持，外贸交易变得愈加便利，市场参与者不断增多。2022年6月，跨境支付行业迎重大利好，央行印发《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》，一方面加速银行与支付机构的合作，允许符合条件的非银行支付机构和清算机构与境内银行合作参与跨境人民币结算业务，另一方面拓宽了跨境人民币支付结算服务的交易种类范围，将支付机构业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下，场景方面，由跨境电商扩充至市场采购贸易、海外仓和外贸综合服务。

图表25 跨境支付支持政策梳理

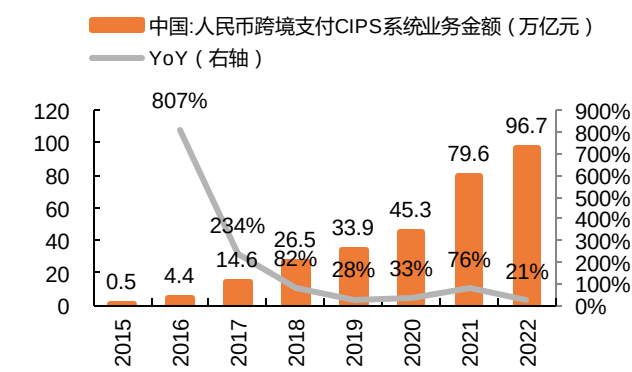
方面	文件名	发布时间	发布主体	要点
促进外贸发展	《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	2015年6月	国务院	对大力发展跨境电子商务作出了全面部署，标志着我国跨境电商将进入管理规范化、服务集约化、产业链协同发展阶段
	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	2018年9月	财政部、税务总局、商务部、海关总署	1.综试区电子商务出口企业出口部分货物试行增值税、消费税免税政策 2.加快建立电子商务出口统计监测体系
	《“十四五”服务贸易发展规划》	2021年10月	商务部等24部门	支持国内金融机构建立境外服务网络，加大开拓国际市场支持力度

推进标准制定	《金融标准化“十四五”发展规划》	2022 年 2 月	中国人民银行、市场监管总局、银保监会、证监会	全面开展人民币跨境支付清算产品服务、清算结算处理、业务运营和技术服务等方面标准建设，制定金融市场交易报告数据要素标准。加强跨境支付标准国际交流与合作。鼓励金融机构、社会团体、科研机构等积极参与金融国际标准制定。
优化外汇管理	《关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》	2019 年 10 月	国家外汇管理局	1. 扩大贸易外汇收支便利化试点 2. 实施服务贸易外汇收支便利化试点 3. 简化小微跨境电商企业货物贸易收支手续
	《关于优化外汇管理支持涉外业务发展的通知》	2020 年 4 月	国家外汇管理局	1. 全国推广资本项目收入支付便利化改革 2. 优化银行跨境电商外汇结算
扩大业务范围	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	2022 年 6 月	中国人民银行	1. 把支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下 2. 允许符合条件的非银行支付机构和清算机构与境内银行合作参与跨境人民币结算业务

资料来源：国务院，财政部，央行，国家外汇管理局，平安证券研究所

基础设施方面，人民币跨境支付系统（CIPS）是由央行组织开发的独立支付系统，为境内外金融机构提供资金清算与结算服务，该系统于 2012 年 4 月开始建设，2015 年 10 月正式启动，作为我国重要金融市场基础设施，其迭代优化对跨境支付行业的发展具有重要意义。2022 年 CIPS 系统处理业务 440.0 万笔，金额 96.7 万亿元，同比分别增长 31.7%、21.5%。截至 2023 年 4 月，CIPS 系统共有 80 家直接参与者，1357 家间接参与者，覆盖全球 110 个国家和地区，处于稳步发展阶段。

图表26 CIPS 系统业务量稳步提升



资料来源：央行，平安证券研究所

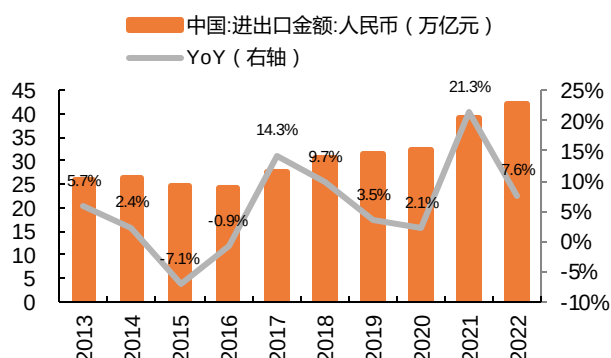
图表27 CIPS 系统参与者全球分布



资料来源：跨境清算公司，平安证券研究所

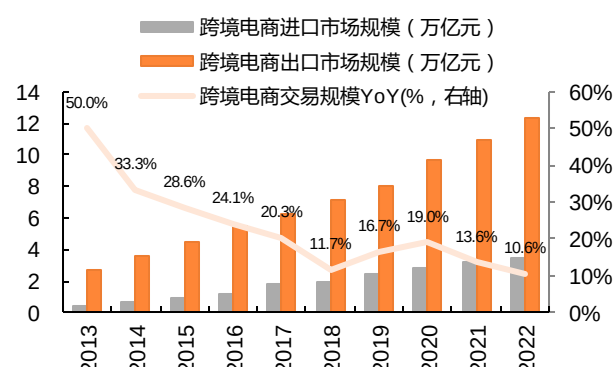
产业环境方面，此前我国进出口贸易受到宏观经济环境的较大冲击，伴随后续复苏向好，外贸行业有望迎来修复。今年我国贸易进出口平稳开局，2022 年货物贸易进出口总值为 42.1 万亿元，同比增长 7.6%，今年一季度贸易进出口总值达到 9.9 万亿元，同比增长 4.8%，呈现逐月向好。跨境电商已成为支持“外循环”的重要引擎，根据网经社统计，2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元，占我国货物贸易进出口总值的 37.3%，2016-2022 年跨境电商市场规模复合增长率为 15.3%。

图表28 我国外贸环境有望迎来修复



资料来源: 国家海关总署, 平安证券研究所

图表29 2022年我国跨境电商进出口规模 15.7 万亿元



资料来源: 网经社, 平安证券研究所

3.4 支付牌照收紧, 行业严监管常态化

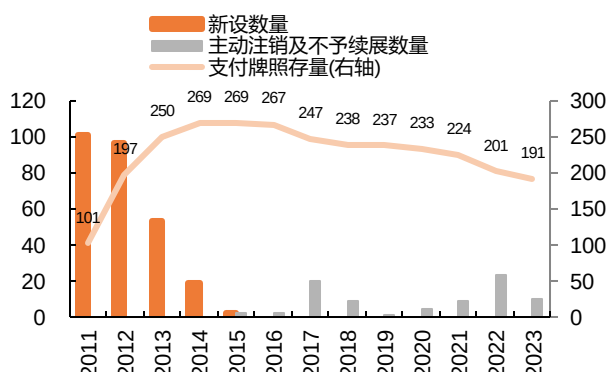
支付行业作为强监管行业, 监管因素的变化往往会对行业经营带来重大影响, 比如费率改革, 已在本文 2.2 详细阐述, 本小节重点补充持牌经营和合规监管的情况, 我们认为当前支付牌照收紧背景下, 未来行业头部集中度有望提升, 但我们也看到通过股权收购并购等方式的行业整合仍在持续, 未来新玩家的入局也有可能带来整体格局的改变, 此外近年来监管针对支付产业链上各主体均提出了更细化的针对性要求, 包括断直连、备付金存管、支付受理终端管理等等, 行业严监管已经常态化, 短期可能会对行业传统的盈利模式构成一定冲击, 同时带来合规成本的抬升, 但我们认为从长期来看将有利于行业的健康稳定发展。

■ 持牌经营: 支付牌照收紧, 更多通过收并购股权方式入局

支付牌照新发停滞、续牌愈发严格, 头部集中度有望提升。支付牌照的有效期为五年, 央行对已持有牌照的非银行支付机构会进行严格的管控, 到期之前央行会对牌照公司进行审核并决定是否续展。根据央行官网, 自 2016 年起停发支付牌照, 我国支付牌照数量持续收缩, 2022 年共计 23 张支付牌照被注销、2023 年以来也已有 10 张牌照被注销, 当前仅剩支付机构 191 家, 在支付牌照收紧背景下未来行业头部集中度有望进一步提升。

不过我们看到过去京东、拼多多、字节跳动、快手、Bilibili 等多家互联网公司通过收并购股权的方式入局支付行业, 当前行业整合仍在持续, 2022 年小商品城、广电运通完成了支付牌照的获取, 未来新玩家进入对于支付格局的影响力仍有待观察。2022 年, 6 月小商品城完成对快捷通支付 100% 股权的收购、11 月广电运通收购中金支付 90.01% 股权, 除此之外也有多家支付机构传出股权转让的消息, 5 月以来银联商务拟将五家子公司股权挂牌转让, 包括北京数字王府井、上海银联电子、北京银联商务、宁波银联商务及深银联, 9 月中联信(福建)支付公司的 100% 股权被挂牌拍卖, 10 月广西恒大万通支付的 40% 股权遭股东质押, 12 月邦付宝 100% 股权拟被转让。

图表30 我国支付牌照数量收缩



资料来源：央行，平安证券研究所

注：截至2023年5月18日

图表31 2019年以来支付行业股权收购事件汇总

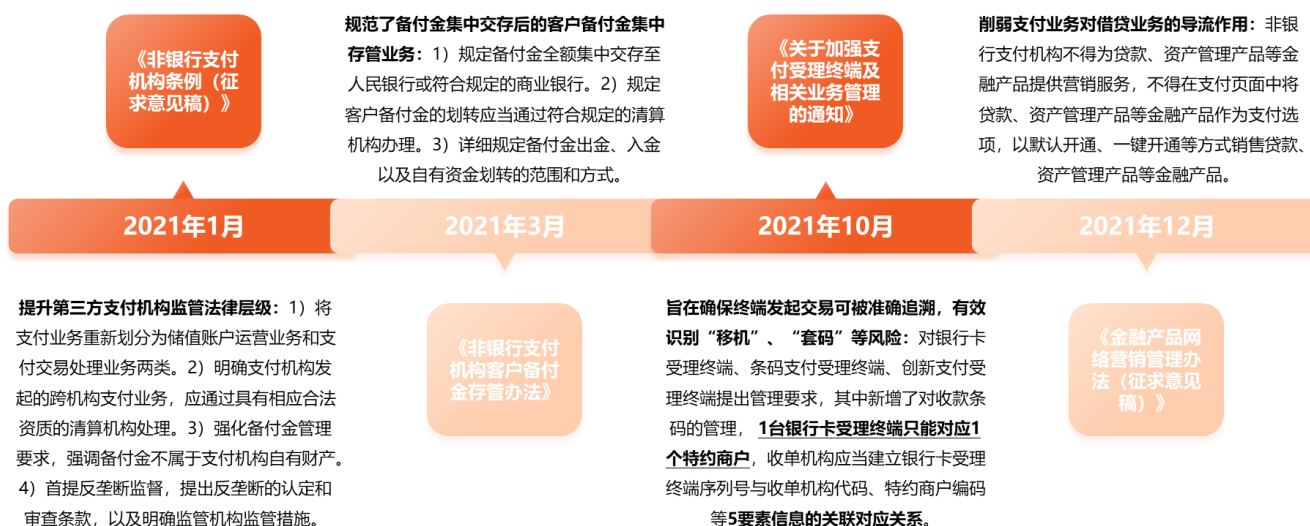
时间	公司名称	被收购方	收购股权比例
2022年11月	广电运通	中金支付	90.01%
2022年6月	小商品城	快捷通	100%
2021年11月	Bilibili	甬易电子	65.50%
2021年1月	Paypal	国付宝	30%
2021年1月	江泉实业	芯火科技	100%
2020年11月	快手	易联支付	60%
2020年9月	博彦科技	江苏亚银	60%
2020年9月	字节跳动	合众支付	100%
2020年1月	拼多多	付费通	50%
2019年11月	翠微股份	海科融通支付通	未透露
2019年11月	Wirecard	商银信支付	100%
2019年10月	Paypal	国付宝	70%
2019年6月	京东	哆啦宝	100%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 合规监管：行业严监管常态化，正面临合规成本抬升考验

近年来监管针对支付产业链上各主体均提出了细化的针对性要求：2021年发布《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，提升了第三方支付机构监管法律的级别。伴随《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》（又称“259号文”）、《非银行支付机构客户备付金存管办法》的落地，对于收单侧支付机构强化对支付受理终端和特约商户的管理，对于账户侧支付机构更强调备付金的存管、划转、监督原则，强调反垄断监督。此外在《金融产品网络营销管理办法（征求意见稿）》中强调削弱支付业务对借贷业务的导流作用，断开支付工具与其他金融产品的不当连接。

图表32 近年来支付行业重要监管文件梳理



资料来源：央行，平安证券研究所

合规监管更严格、更细化，短期可能对行业传统的盈利模式构成一定冲击，同时带来合规成本的抬升，但我们认为从长期来看将有利于行业的健康稳定发展。比如自 2017 年以来央行多措施强调“直连切断、备付金上缴”，收单机构依靠备付金利息实现资产增值的经营路径失效。再比如为了抑制行业“套码”“跳码”等风险，259 号文明确规定“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”，限期内支付机构需要对不符合规定的银行卡受理终端进行改造或更换，我们看到今年 4 月以来，包括拉卡拉、翠微股份、新国都、新大陆在内的多家头部支付机构公开承认“跳码”涉及资金退还事项，出现巨额营业外支出，对利润形成较大拖累，行业仍然处于严格整改阶段。

图表33 4月多家支付机构自曝“跳码”涉及退还资金



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、风险提示

- 1) 监管力度超预期。**支付行业为强监管行业，监管因素对行业经营构成重大影响，重大监管变革短期可能会对行业传统的盈利模式构成一定冲击。同时需要注意的是，全球监管当局均高度重视支付领域反垄断的问题，需要警惕反垄断风险。
- 2) 费率提升不及预期。**疫情期间监管采取了减费让利举措，商户经营仍处修复阶段，上调费率可能在监管侧和商户侧面临阻力。
- 3) 消费复苏不及预期。**居民消费是支付行业的基本盘，当前宏观经济复苏节奏有待观察，居民消费修复可能低于预期。
- 4) 新进入者导致竞争加剧。**当前已有部分互联网巨头入局支付行业，在用户基数和生态上具备绝对优势的新进入者可能重塑行业格局，导致行业竞争加剧。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层