

行业研究

三大行业拐点共振，看好第三方支付板块投资性机会

——第三方支付行业深度报告

要点

第三方支付板块迎来三大行业拐点共振，全面看好板块投资性机会：

1、收单费率继续回归上涨周期：根据 CardFellow 数据，在美国，每笔银行卡交易的收单费率约 2.3%-3.0%，其中第三方收单方分润比例约 0.7-0.9%。在中国，每笔银行卡交易的收单费率约 0.6%，仅为美国收单费率的四分之一左右，收单方分润比例约 0.1-0.2%，仅为美国五分之一左右，我国第三方支付机构的收单费率有较大提升空间。目前我国第三方支付公司的 take rate 逐步回归上涨周期，以移卡为例，其 take rate 由 2021 年的 10.7 个基点，上升至 2022 年的 12.3 基点。截至 2023 年 1 月 5 日，瑞银信、汇付天下、付临门等第三方支付机构均将旗下全部或者部分产品刷卡费率上调至 1%或以上。

2、受益于疫情缓解，线下交易量稳步回升：根据艾瑞咨询数据，2020 年受到疫情影响，线下收单交易流水下降至 61 万亿元，同比下降 5%。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为 36 万亿元，拉卡拉占比 12.6%，嘉联支付、国通星驿、移卡占比分别为 7.2%/6.6%/6.2%。受益于疫情缓解，第三方支付公司交易流水有望持续增长。

3、行业监管措施即将阶段性收尾：由于疫情期间线下检查、沟通不顺畅，第三方支付机构在疫情期间积压着一批处罚、牌照续展事项，随着处罚、牌照续展逐步落地，行业监管措施即将迎来阶段性收尾。2022 年 6 月公布的非银行支付机构《支付业务许可证》续展公示信息（2022 年 6 月第四批）中，全部 79 家支付机构所持《支付业务许可证》到期，52 家支付机构通过续展，央行中止审查 8 家支付机构，10 家机构未提交申请，8 家已主动退出，1 家不予受理。据 pos 圈支付网数据，截至 2023 年 1 月，具有银行卡收单资质的牌照且在有效期内的仅剩 51 家，业务覆盖全国的仅有 28 家，第三方支付行业集中度有望进一步提高。2022 年新国都、新大陆、拉卡拉营业外支出分别为 2.19/7.56/13.96 亿元，资金追缴问题一次性出清，压制因素解除。

投资建议：随着第三方支付收单费率重回上涨周期，疫后复苏线下交易流水提升，以及行业监管措施的阶段性收尾，第三方支付板块迎来三大行业拐点共振，推荐**新国都**（“收单+硬件设备”双轮驱动发展）、**新大陆**（“物联网设备+支付运营+数字人民币+数字身份”多点开花）、**拉卡拉**（以支付为入口，提供支付、科技等服务）、**移卡**（支付费率稳步提升，到店电商净亏损大幅缩窄），参考疫情前（2019 年）平均 PE 水平，看好支付板块整体估值修复至 25-30x，给予新国都、新大陆、拉卡拉、移卡“买入”评级。

风险分析：交易流水增长不及预期、费率提升不及预期、行业监管政策风险。

计算机行业
买入（维持）

作者

分析师：吴春阳

执业证书编号：S0930521080002

021-52523686

wuchunyang@ebscn.com

联系人：颜燕妮

021-52523656

yanyanni@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	
300130.SZ	新国都	25.98	0.09	1.27	1.69	291	20	15	买入
000997.SZ	新大陆	19.22	-0.37	0.92	1.21	NA	21	16	买入
300773.SZ	拉卡拉	18.23	-1.80	0.88	1.15	NA	21	16	买入
9923.HK	移卡	18.86	0.34	0.92	1.30	55	20	15	买入

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-06-05；汇率按 1HKD=0.90584CNY 换算

投资聚焦

我们区别于市场的观点

- 1、市场认为收单费率提升空间有限，我们认为目前我国第三方支付公司的收单费率仍较低，有较大提升空间。目前我国收单费率仅为美国的四分之一左右，收单方分润比例仅为美国五分之一左右，我国第三方支付机构的收单费率有较大提升空间。过去受疫情影响，第三方支付公司加大对市场渠道、商户端补贴的投入，费率提升受阻，随着疫情管控放开，有望迎来新一轮费率上涨周期。以移卡为例，其 take rate 由 2021 年的 10.7 个基点，上升至 2022 年的 12.3 基点。截至 2023 年 1 月 5 日，瑞银信、汇付天下、付临门等第三方支付机构均将旗下全部或部分产品刷卡费率上调至 1%或以上。
- 2、市场认为费率提升对第三方支付公司的影响有限，我们认为费率提升给第三方支付公司带来的利润弹性空间大。目前第三方支付公司 take rate 约 0.1%-0.2%，假设 take rate 提升 0.01%，在一万亿元交易流水的情况下，新增收入为 1 亿元，在考虑渠道代理商分成后，第三方支付公司的净利润可增加几千万元。
- 3、市场认为随着监管加强，第三方支付公司发展将受到一定程度影响，我们认为监管加强带来第三方支付行业集中度提升，并且由于疫情期间线下检查、沟通不顺畅，第三方支付机构在疫情期间积压着一批处罚、牌照续展事项，随着处罚、牌照续展逐步落地，行业监管措施即将迎来阶段性收尾，行业有望迎来新发展周期。

股价上涨的催化因素

- 1、牌照顺利续展。以新国都为例，3 月 10 日公司发布公告，前期子公司嘉联支付续展《支付业务许可证》的申请被中止，现因行政许可中止审查的相关情形已消失，根据《中国人民银行行政许可实施办法》第二十四条第二款之规定，中国人民银行于 2023 年 3 月 6 日恢复对嘉联支付申请续展《支付业务许可证》的审查。未来随着新国都等牌照顺利续展，行业监管有望迎来阶段性收尾。
- 2、费率逐步上涨。收单费率上涨的利润弹性空间大，随着费率逐步上涨，有望带来第三方支付公司的利润增长。
- 3、交易流水逐步增长。交易流水的增加，直接带来第三方支付公司收入的增长。

投资观点

第三方支付板块迎来三大行业拐点共振，全面看好板块投资性机会：1、收单费率继续回归上涨周期；2、随着疫情缓解，线下交易量稳步回升；3、行业监管措施即将阶段性收尾。参考疫情前（2019 年）平均 PE 水平（拉卡拉/新国都/新大陆分别为 35x/28x/27x），看好支付板块整体估值修复至 25-30x，给予新国都、新大陆、拉卡拉、移卡“买入”评级。

目 录

1、第三方支付机构是服务于 B 端的核心角色.....	7
2、费率：有望迎来新一轮提价周期，并且空间仍然巨大	8
2.1、“96 费改”落地七年，行业分润比例趋于稳定	8
2.2、我国线下收单费率低，提升空间可观.....	9
3、流水：受益于疫后复苏，线下收单交易规模有望逐步回暖	11
4、监管：阶段性收尾，靴子落地将开启新景象	13
4.1、第三方支付行业监管政策密集出台	13
4.2、收单牌照缩紧，资金追缴一次出清	14
5、重点公司.....	15
5.1、新国都（300130.SZ）：营收稳健增长，收单业务营收占比持续提升	15
5.2、新大陆（000997.SZ）：海外业务快速增长，收单业务有望回暖	23
5.3、拉卡拉（300773.SZ）：收单流水位居行业第二，费率提升弹性大	29
5.4、移卡（9923.HK）：费率稳步提升，总体毛利率水平有所回升	35
6、风险分析.....	40

图目录

图 1：中国第三方支付产业图谱示意图.....	7
图 2：收单业务流程——银行卡收单.....	8
图 3：收单业务流程——扫码支付.....	8
图 4：线下刷卡收单分润逻辑（标准费率）.....	9
图 5：线下条码收单分润逻辑（标准费率）.....	9
图 6：国内部分第三方支付机构 take rate.....	10
图 7：2020 年以前我国线下收单交易规模总体稳步增长.....	11
图 8：2022 年非银行支付机构线下收单市场份额（按交易流水）.....	13
图 9：2011-2023Q1 第三方支付牌照发放和注销情况（截至 2023 年 2 月 10 日）.....	15
图 10：新国都业务布局.....	16
图 11：新国都发展历程.....	16
图 12：嘉联支付业务概览.....	17
图 13：2022 年嘉联支付营收同比增长 29%.....	17
图 14：2022 年嘉联支付净利润由盈利转为亏损.....	17
图 15：2022 年嘉联支付交易流水同比增长 31%至 2.58 万亿元.....	18
图 16：新国都营收基本保持稳步增长.....	18
图 17：新国都收单及增值服务营收占比稳步上升.....	18
图 18：2022 年新国都归母净利润大幅下滑.....	19
图 19：2022 年新国都毛利率相比 2021 年增加 3.5 个百分点.....	19
图 20：新国都疫情前（2019 年）PE-TTM 估值水平约 20-40x.....	22
图 21：新大陆发展历程.....	23
图 22：新大陆业务框架一览.....	24
图 23：2020 年以来国通星驿支付服务业务总交易量略有下滑.....	24
图 24：2017-2022 年新大陆营收趋势整体向上.....	25
图 25：2022 年新大陆归母净利润因资金退还等受到一定影响.....	25
图 26：2022 年新大陆硬件及收单业务营收占比 75%.....	25
图 27：新大陆境外收入占比逐年上升.....	25
图 28：2020 年开始新大陆毛利率基本维持在 26%.....	26
图 29：近几年新大陆销售、管理、研发费用率基本保持稳定.....	26
图 30：新大陆疫情前（2019 年）PE-TTM 估值水平约 20-35x.....	28
图 31：拉卡拉公司支付收款业务覆盖各种收款方式.....	29
图 32：2022 年拉卡拉支付交易总额略有下滑.....	30
图 33：拉卡拉云超门店数字化经营平台图.....	30
图 34：2022 年拉卡拉营收 54 亿元，同比下降 19%.....	31
图 35：2022 年支付业务营收占比达 85%.....	31
图 36：2022 年拉卡拉归母净利润由盈利转为亏损.....	31
图 37：2018 年以来拉卡拉总体毛利率有所下降.....	31
图 38：拉卡拉销售费用率整体呈下降趋势，管理与研发费用率稳中有降.....	32
图 39：拉卡拉疫情前（2019 年）PE-TTM 估值水平约 25-45x.....	34

图 40：移卡科技发展历程.....	35
图 41：2022 年移卡处理的 GPV 达 2.23 万亿元，同比增长 5.1%	36
图 42：移卡营收稳步增长.....	36
图 43：2022 年移卡归母净利润 1.54 亿元，同比下降 63.4%.....	36
图 44：2022 年移卡一站式支付服务营收占比 81%	37
图 45：2022 年移卡支付业务营收 27.5 亿元，同比增长 21%.....	37
图 46：2022 年移卡毛利率为 30.2%，相比 2021 年增加 3.5 个百分点.....	37

表目录

表 1：“96 费改”前后银行卡线下收单相关方利益分配机制.....	8
表 2：中美线下支付各相关方分润比例差异	10
表 3：截至 2023 年 1 月 5 日，部分品牌 POS 机费率上涨情况.....	10
表 4：根据我们测算，2022 年中国线下收单交易规模约 51 万亿元.....	11
表 5：数字人民币支付与第三方支付的区别	12
表 6：支付行业监管政策的发展.....	14
表 7：新国都分业务盈利预测	21
表 8：新国都——可比公司盈利预测与估值	22
表 9：新国都盈利预测与估值简表	22
表 10：新大陆分业务盈利预测	27
表 11：新大陆——可比公司盈利预测与估值	28
表 12：新大陆盈利预测与估值简表	29
表 13：拉卡拉分业务盈利预测	33
表 14：拉卡拉——可比公司盈利预测与估值	34
表 15：拉卡拉盈利预测与估值简表	34
表 16：移卡分业务盈利预测	39
表 17：移卡——可比公司盈利预测与估值	39
表 18：移卡盈利预测与估值简表	40
表 19：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	41

1、第三方支付机构是服务于 B 端的核心角色

我国第三方支付行业的参与者主要包括监管部门、商业银行、清算机构、第三方支付机构和支付外包服务商。

1、**监管部门**：中国人民银行对整个支付行业产业链进行业务监管。

2、**服务商**：包括**商业银行、第三方支付机构和清算机构**。消费者向商户发送消费请求，商户将信息发送给第三方支付机构、商业银行以及清算机构，最后再返回相关消费信息。商业银行为消费者提供账户设立、资金存管等服务，来提供资金收付通道并提供其他增值服务（比如实名认证等）。第三方支付机构及清算公司作为支付产业链中的中介机构，将商户与用户、商户与商业银行相联系，为支付交易提供便利。

第三方支付机构：按照第三方支付机构的服务对象，可以将第三方支付机构分为面向企业用户提供服务（B 端商户收单业务）及面向个人用户提供服务（C 端支付钱包业务）两类。前者称为收单侧支付机构，后者称为账户侧支付机构，部分情况下同一支付机构可以同时承担账户侧支付机构与收单侧支付机构的角色。

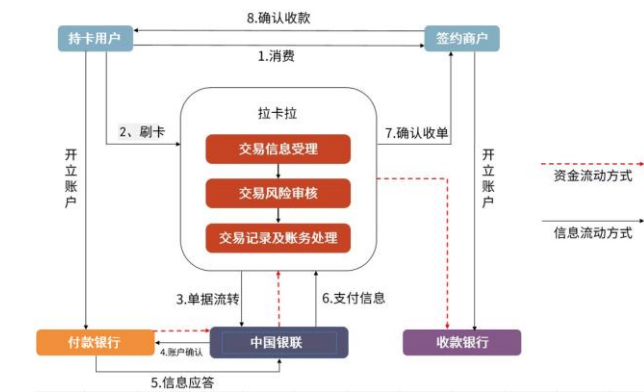
3、**收单外包服务商**：主要侧重小 B 类型客户收款与经营数字化等全链条服务。

图 1：中国第三方支付产业图谱示意图



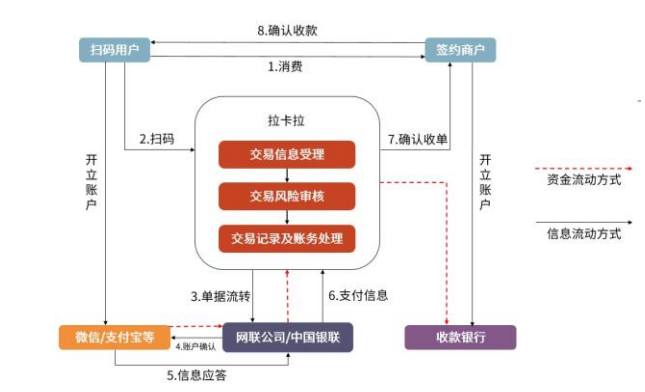
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

图 2：收单业务流程——银行卡收单



资料来源：拉卡拉招股书，光大证券研究所

图 3：收单业务流程——扫码支付



资料来源：拉卡拉招股书，光大证券研究所

2、费率：有望迎来新一轮提价周期，并且空间仍然巨大

2.1、“96 费改”落地七年，行业分润比例趋于稳定

“96 费改”后收单机构的服务费由政府指导价改为市场调节价。2016 年 3 月，为了进一步降低商户经营成本，扩大消费，引导银行卡经营机构提升经营管理水平和服务质量，国家发展改革委和中国人民银行发布了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，对银行卡收单业务的收费模式和定价水平进行了重要调整，于 2016 年 9 月 6 日正式实施，因此被业内称为“96 费改”。央行对支付行业服务费费率做出一系列调整，包括降低发卡行服务费费率水平至 0.35%-0.45%、降低网络服务费费率水平至 0.065%，调整发卡行服务费、网络服务费封顶控制措施、收单环节服务费实行市场调节价，并且对部分商户实行发卡行服务费、网络服务费费率优惠措施。发卡行、收单机构、清算机构之间的刷卡手续费的分配结构发生改变。

费改前区分商户类别制定商户手续费，对商户不同程度的费用支出由发卡行、收单机构和银行清算组织基本按照 7：2：1 的固定比例进行分配；费改后取消按商户类别收费分类设定，刷卡手续费借贷分离、统一费率、实行自主定价，服务费率也简化为标准类（0.6%）、优惠类（0.38%-0.48%）、减免类（0 费率）。

表 1：“96 费改”前后银行卡线下收单相关方利益分配机制

相关方	商户类别	“96 费改”前	“96 费改”后
发卡行服务费	标准类	餐娱类：0.9%（房地产和汽车销售封顶 60 元）	借记卡：不超过 0.35%（单笔封顶 13 元）
		一般类：0.55%（批发类封顶 20 元）	贷记卡（含准贷记卡）：不超过 0.45%（不封顶）
	优惠类	民生类：0.26%	借记卡：0.273%（单笔封顶 10.14 元）
	减免类	公益类：0	贷记卡（含准贷记卡）：0.351%（不封顶）
银联网络服务费	标准类	餐娱类：0.13%（房地产和汽车销售封顶 10 元）	不超过 0.065%（发卡行、收单机构各承担一半，单笔封顶 6.5 元）
		一般类：0.08%（批发类封顶 2.5 元）	
	优惠类	民生类：0.04%	0.0508%（发卡行、收单机构各承担一半，单笔封顶 5.08 元）

相关方	商户类别	“96 费改” 前	“96 费改” 后
	减免类	公益类：0	0
收单服务费	标准类	餐娱类：0.22%（房地产和汽车销售封顶 10 元）	市场化定价
		一般类：0.15%（批发类封顶 3.5 元）	
	优惠类	民生类：0.08%	
	减免类	公益类：成本价	
总体原则		区分不同商户类别实行政府定价，对借记卡、贷记卡（含准贷记卡）执行相同费率，特定行业上限管理。餐娱类 1.25%、一般类 0.78%、民生类 0.38%、公益类 0，并按 7：2：1 的比例在发卡银行、收单机构和清算组织之间分配	不区分商户类别，借贷分离，政府指导价、上限管理

资料来源：国家发展和改革委员会，光大证券研究所

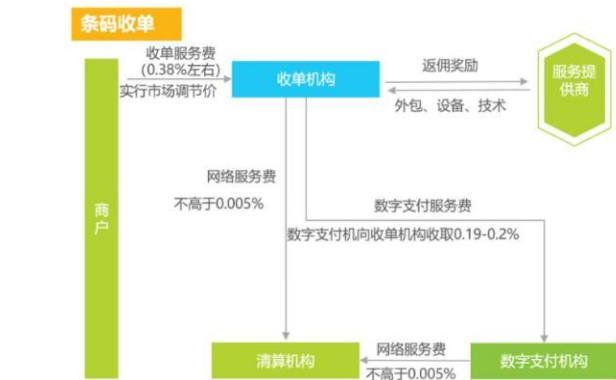
平稳度过费改政策过渡期后，支付费率进一步简化。“96 费改”在正式实施后设置了 2 年的过渡期，在过渡期内，按照费率水平保持总体稳定的原则，对超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票商户刷卡交易实行发卡行服务费、网络服务费优惠。2018 年过渡期到期前，银联宣布对以上行业商户的银联卡刷卡手续费优惠措施延长 2 年。2020 年 7 月，中国银联发布了《关于优化银联代收业务及订购业务价格标准的函》（银联函[2020]43 号），除非营利性慈善机构和信用卡还款外，商户类别为加油、交通运输售票、公共事业缴费、非营利性教育机构、非营利性医疗机构的，不再基于商户类别（MCC）给予优惠及减免费率。至此，市场仅保留标准费率和零费率两种手续费，线下收单支付费率进一步简化。

图 4：线下刷卡收单分润逻辑（标准费率）



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

图 5：线下条码收单分润逻辑（标准费率）

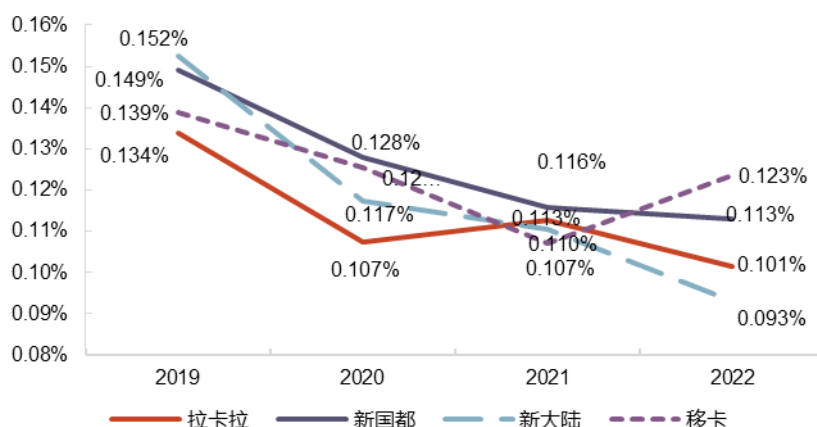


资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

2.2、我国线下收单费率低，提升空间可观

目前国内主要第三方支付机构 take rate 约 0.10%-0.12%，其中移卡 2022 的 take rate 较 2021 年明显上升。2022 年，移卡、新国都、拉卡拉、新大陆 take rate 分别为 0.123%、0.113%、0.101%、0.093%，其中移卡 take rate 较 2021 年增加 0.016 个百分点。

图 6：国内部分第三方支付机构 take rate



资料来源：各公司公告，光大证券研究所
 注：take rate=营业收入/交易流水

与美国相比，我国第三方支付机构的收单费率有较大提升空间。四方清算模式下，产业链所有成员的收入来源均为商户支付的费率，从分润比例的大小来看，银行>收单机构>清算机构。在美国，每笔银行卡交易的费率约 2.3%-3.0%，其中收单方分润比例约 0.7-0.9%。在中国，每笔银行卡交易的费率约 0.6%，仅为美国收单费率的四分之一左右，收单方分润比例约 0.1-0.2%，仅为美国五分之一左右，有较大提升空间。

表 2：中美线下支付各相关方分润比例差异

相关方	中国	美国
商户刷卡手续费	0.6%	约 2.3%-3.0%
发卡行服务费	0.35%-0.45%	1.5%-2.0%
清算网络服务费	0.065%	0.12%-0.13%
收单机构服务费 ¹	0.1%-0.2%	0.7%-0.9%

资料来源：中国人民银行，CardFellow，光大证券研究所
 注：刷卡费率=商户支付的手续费/交易流水

截至 2023 年 1 月 5 日，瑞银信、汇付天下、付临门、海科融通等第三方支付机构均将旗下全部或者部分产品刷卡费率上调至 1%或以上，随着线下消费经济恢复，第三方支付机构的收单费率有望迎来新一轮上涨。

表 3：截至 2023 年 1 月 5 日，部分品牌 POS 机费率上涨情况

机构	费率
瑞银信 MPOS	1.2%+3
汇付天下安付通	1%+3
联动优质 Epos	1%+3
付临门全系列	1.3%+3
快钱刷	1.5%+3
海科融通	1.5%+3

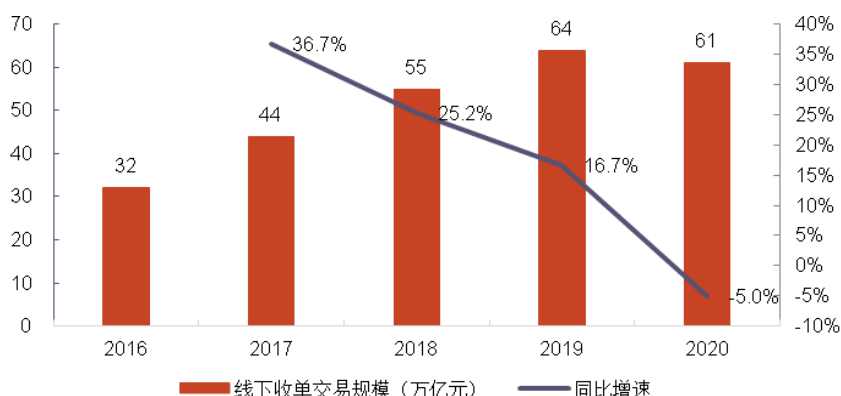
资料来源：现代支付，光大证券研究所

¹ 收单机构服务费=商户支付手续费-发卡行服务费-清算网络服务费*50%

3、流水：受益于疫后复苏，线下收单交易规模有望逐步回暖

根据艾瑞咨询数据，我国线下收单交易流水在 2019 年突破 60 万亿元，2020 年受到疫情影响，线下收单交易流水下降至 61 万亿元，同比下降 5%。

图 7：2020 年以前我国线下收单交易规模总体稳步增长



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

根据我们测算，2022 年中国线下收单交易规模约 51 万亿元。根据中国支付清算协会的数据，2021 年商业银行线上+线下收单规模约 48 万亿元，占国内整个收单规模（线上+线下）的比重为 36%，非银行支付机构约 85 万亿元，占比为 64%；2022 年非银行支付机构线上+线下收单规模约 41 万亿元，假设其占国内整个收单规模（线上+线下）的比重为 70%（非银行支付机构收单占比持续提升），则 2022 年商业银行收单规模约 18 万亿元；假设商业银行收单中，线上和线下占比情况与非银行支付机构类似，线下收单占比 86%，则 2022 年商业银行线下收单交易规模约 15 万亿元，另外，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为 36 万亿元，测算得 2022 年中国线下收单交易规模约 51 万亿元。

表 4：根据我们测算，2022 年中国线下收单交易规模约 51 万亿元

	单位	2020	2021	2022
中国线下收单交易规模	万亿元	76.80	114.57	51.07
商业银行	万亿元	39.51	47.88	17.72
同比增速	%		21%	-63%
占比	%	44%	36%	30%
线上	万亿元	5.34	6.47	2.40
同比增速	%		21%	-63%
占比	%	14%	14%	14%
线下	万亿元	34.17	41.41	15.32
同比增速	%		21%	-63%
占比	%	86%	86%	86%
非银行支付机构	万亿元	49.30	84.61	41.34
同比增速	%		72%	-51%
占比	%	56%	64%	70%

线上	万亿元	6.67	11.44	5.59
同比增速	%		72%	-13%
占比	%	14%	14%	14%
线下	万亿元	42.63	73.17	35.75
同比增速	%		72%	-15%
占比	%	86%	86%	86%

资料来源：中国支付清算协会，光大证券研究所测算

注：蓝色字体为中国支付清算协会数据，红色字体为假设数，黑色字体为计算所得的数

数字人民币的推广对第三方支付机构业务有促进作用。数字人民币的本质是一种非现金支付，其推广将进一步增加商户对相关支付 IT 服务的需求。在数字人民币结算中，第三方支付机构可以作为数字人民币托管和支付机构。基于当前第三方支付对各种应用场景的渗透，以及建立的二维码等收单系统，第三方支付机构可以在数字人民币应用推广中发挥积极作用。另外，央行数字货币可以实现资金流动可追踪，降低第三方机构违法违规操作产生的风险。据人民银行统计，截至 2022 年 8 月 31 日，数字人民币试点地区累计交易笔数 3.6 亿笔、金额 1000.4 亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个。对于第三方支付机构来说，已经具备较成熟的技术经验及用户生态体系，可将这些积累应用到数字人民币领域，推动旧用户留存，新用户拓展。第三方支付机构可以通过数字人民币服务拓展潜在商户，如大中型企业等。

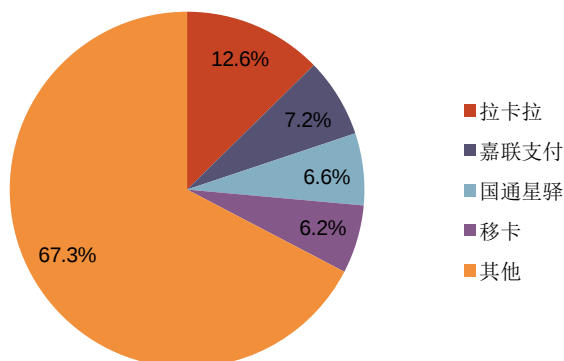
表 5：数字人民币支付与第三方支付的差别

	数字人民币支付	第三方支付
信用水平	围绕数字人民币建立的支付体系由国家信用支撑	第三方支付体系由平台信用支撑
隐私保护	可控匿名，通过隐私保护技术确保用户数据的安全	基于支付账户的强 KYC，第三方支付机构在相关法律规定及用户授权下收集与使用用户数据
账户体系	基于央行管理的数字人民币发行登记系统，属于账户松耦合模式	基于第三方支付机构账户及第三方支付机构在央行的备付金账户，属于账户紧耦合模式
强制法偿性	无限法偿性	无法偿性
清结算模式	支付即结算	需要用网联/银联进行清结算
费用机制	对收款方(主要指商户)的费用相比第三方支付服务费用有降低空间	对商户按不同收费标准收取一定费用

资料来源：01 区块链、零壹智库，光大证券研究所

在非银行支付机构线下收单市场中，拉卡拉占比 12.6%，嘉联支付、国通星驿、移卡占比分别为 7.2%/6.6%/6.2%。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。

图 8：2022 年非银行支付机构线下收单市场份额（按交易流水）



资料来源：中国支付清算协会，拉卡拉、新大陆、新国都、移卡 2022 年年报，光大证券研究所测算

4、监管：阶段性收尾，靴子落地将开启新景象

4.1、第三方支付行业监管政策密集出台

近年来，我国支付市场发展迅速，支付方式和产品推陈出新，但在业务快速发展过程中也暴露出一些问题。针对支付行业乱象，近年来相关监管措施密集出台。

(1) 反洗钱监管趋严。支付领域是交易链路，暗藏诸多风险。2021 年中国支付清算协会向全行业发布了支付风险提示，“犯罪分子利用信用卡进行大额 POS 消费转移资金的情况呈快速上升趋势，规避借记卡频繁大额交易的风控规则”。2022 年 1 月央行、公安部等九部门发布《打击治理洗钱违法犯罪三年行动计划（2022—2024 年）》，要求“强化洗钱类型分析和反洗钱调查协查、增强反洗钱义务机构洗钱风险防控能力、监管落实工作。”

(2) 发展监管科技。《金融科技发展规划（2022-2025 年）》提出深化监管科技在货币政策、支付结算、反洗钱、征信、消费者保护等领域应用，积极将数字合规工具无缝嵌入交易行为监测、业务数据报送、风险事件报告等场景，提升金融监管效能、降低合规成本。

(3) 强化综合监管，强调市场公平竞争秩序。早在 2010 年 6 月，央行就制定了《非金融机构支付服务管理办法》，奠定了非银行支付机构的监管基础。为进一步规范支付服务市场，防范支付风险，2021 年 1 月 20 日，中国人民银行会同有关部门研究起草了《非银行支付机构条例（征求意见稿）》。此次条例的起草意味着支付行业监管的法律层级进一步提升，进一步规范支付机构合规经营，维护支付服务市场健康发展。《条例》还强化反垄断监管措施，维护公平的市场竞争秩序，保护市场参与主体的合法权益。此外，《条例》与《反垄断法》有效衔接，赋予央行认定支付服务市场垄断地位的权限，填补了相关法律法规空白。另外，《条例》明确，同一法人不得持有两个及以上非银行支付机构 10% 以上股权，同一实际控制人不得控制两个及以上非银行支付机构，这有助于防范资本在支付服务市场无序扩张。

表 6：支付行业监管政策的发展

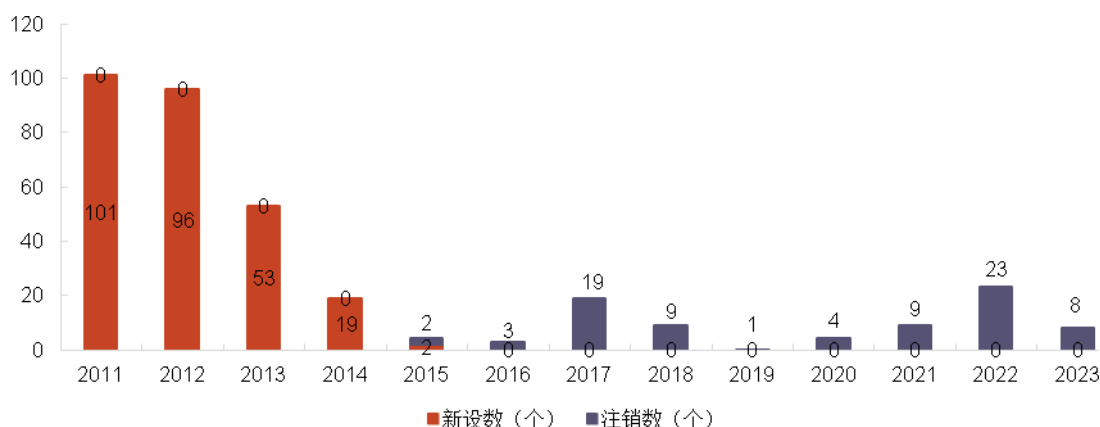
	时间	发行单位	文件名称	具体内容
安全技术操作规范政策	2016 年 4 月	央行等 14 部委	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》	加大对客户备付金问题的专项整治和整改监督力度。严格支付机构市场准入和监管，加大违规处罚。
	2016 年 10 月	国务院	《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	集中力量对 P2P 网络借贷、股权众筹、互联网保险、第三方支付、通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务、互联网金融领域广告等重点领域进行整治与监管。建立健全互联网金融监管长效机制。
	2017 年 12 月	中国人民银行	《关于加强条码支付安全管理的通知》	强化条码支付技术风险规范，推进条码支付受理终端注册管理。
	2018 年 8 月	中国人民银行	《聚合支付安全技术规范（征求意见稿）》	对聚合支付系统实现、安全技术、安全管理、风险控制等提出更高监管要求。
数字化与金融科技发展、监管政策	2019 年 9 月	中国人民银行	《金融科技(FinTech)发展规划》	运用金融科技提升跨市场、跨业态、跨区域金融风险的识别、预警和处置能力，加强网络安全风险管控和金融信息保护，做好新技术应用风险防范。
	2021 年 3 月	全国人大	《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》	要求进一步发展、健全现代支付和收入监测体系、增强金融普惠性、发展金融科技。
	2021 年 12 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	与支付行业的数字化升级贴合，提出跨境支付、智能支付、供应链金融等与支付相关的规划。
	2022 年 1 月	人民银行	《金融科技发展规划（2022-2025 年）》	发展监管科技、弥合数字鸿沟、金融科技创新进一步加强。
	2022 年 2 月	中国人民银行会、市场监管总局、银保监会、证监会	《金融标准化“十四五”发展规划》	跨境支付、银行卡终端、监管科技、征信等一系列产业相关走向标准化。加强标准对金融监管的支持，加强产业链供应链金融标准保障，标准化支撑金融产品和服务创新。
反洗钱相关政策法规	2022 年 1 月	央行、公安部、国家监察委、“两高”“两会”等九部门	《打击治理洗钱违法犯罪三年行动计划（2022—2024 年）》	强化洗钱类型分析和反洗钱调查协查、增强反洗钱义务机构洗钱风险防控能力、监管落实工作。
	2022 年 1 月	央行会、银保监会、证监会	《金融机构客户尽职调查和客户身份资料及交易记录保存管理办法》	强调支付机构在提供较大额支付处理等环节，必须开展客户尽职调查。
反垄断监管政策	2022 年 1 月	中国人民银行等有关部门	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	《条例》第五十五条及第五十六条强化反垄断监管措施，维护公平的市场竞争秩序，保护市场参与主体的合法权益。

资料来源：中国政府网，全国金融标准化技术委员会，中国电子银行网，光大证券研究所整理

4.2、收单牌照缩紧，资金追缴一次出清

第三方支付牌照数量持续收缩，行业集中度有望提高。近年来支付行业监管趋于严格。2022 年 6 月公布的非银行支付机构《支付业务许可证》续展公示信息（2022 年 6 月第四批）中，全部 79 家支付机构所持《支付业务许可证》到期，52 家支付机构通过续展，央行中止审查 8 家支付机构，10 家机构未提交申请，8 家已主动退出，1 家不予受理。自 2011 年签发首批第三方支付牌照算起，央行总计发出 271 张支付牌照，截至 2023 年 2 月 10 日已缩减至 193 张，合计注销 78 张。根据 pos 圈支付网数据，截至 2023 年 1 月，具有银行卡收单资质的牌照且在有效期内的仅剩 51 家，业务覆盖全国的有 28 家，业务覆盖范围有限制的 23 家。第三方支付行业集中度有望进一步提高。

图 9：2011-2023Q1 第三方支付牌照发放和注销情况（截至 2023 年 2 月 10 日）



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

监管处罚逐步落地。2022 年新国都、新大陆、拉卡拉营业外支出分别为 2.19/7.56/13.96 亿元，资金追缴问题一次性出清，压制因素解除。2022 年 12 月 30 日，央行对银联商务股份有限公司开出了 6516 万元巨额罚单，刷新了去年支付机构被处罚金最高纪录。近几年第三方支付公司罚款的原因主要有三点：1) 收单、支付结算方面违规，包括未按规定履行客户身份识别、未按规定保存客户身份资料和交易记录、未按规定报送大额交易报告或者可疑交易报告，以及与身份不明的客户进行交易；2) 违反反洗钱条例；3) 商户管理存在问题，比如违反特约商户实名制管理规定、未落实防范电信诈骗风险相关要求、未落实商户结算管理要求和未落实外包管理相关规定。

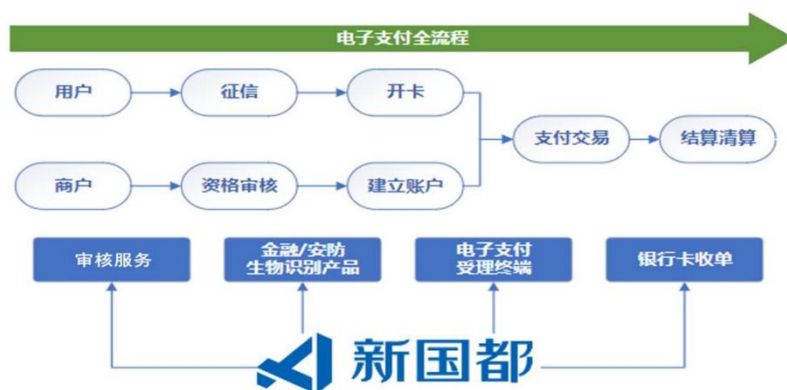
5、重点公司

5.1、新国都（300130.SZ）：营收稳健增长，收单业务营收占比持续提升

“支付收单+硬件设备业务”双轮驱动发展

深圳市新国都股份有限公司成立于 2001 年，2010 年在创业板上市。公司的主要业务包括支付服务及场景数字化服务、电子支付产品销售、生物识别产品销售、审核服务业务等。

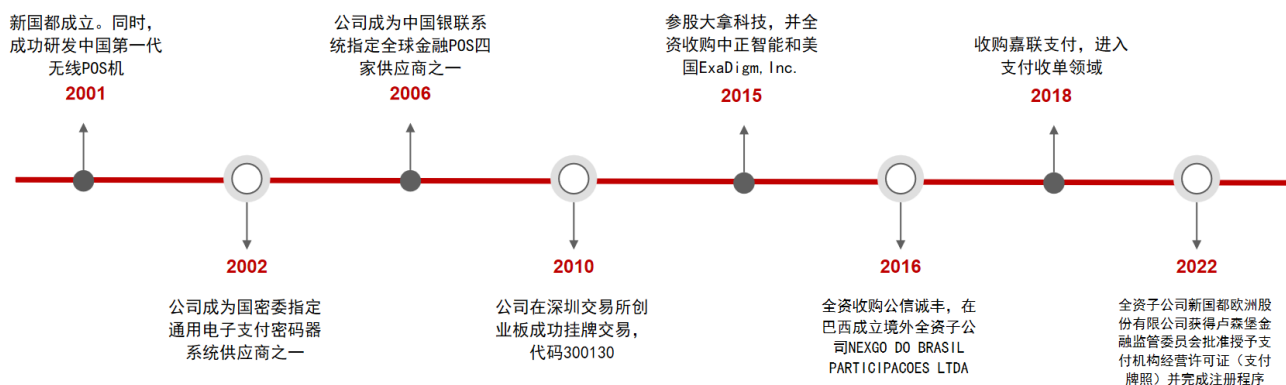
图 10：新国都业务布局



资料来源：新国都公告，光大证券研究所

公司通过收购中正智能、公信诚丰、嘉联支付等企业，进入生物识别、审核服务、支付收单领域，同时积极拓展海外金融 POS 机市场。

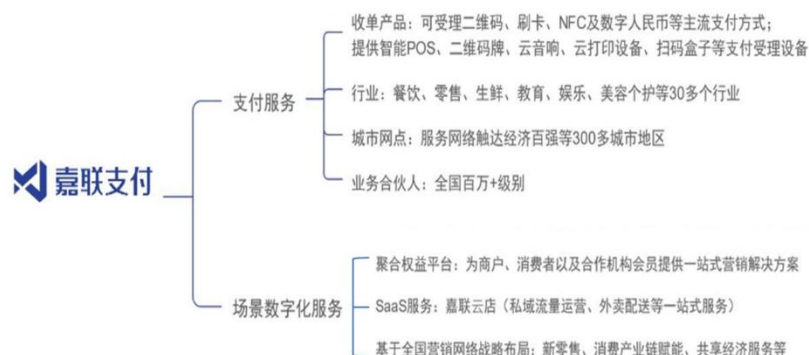
图 11：新国都发展历程



资料来源：新国都官网，光大证券研究所

公司全资子公司嘉联支付成立于 2009 年，是拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构。嘉联支付主要为不同行业及规模的客户提供便捷的支付结算服务，并且通过“支付+经营”的服务体系，以支付为入口全面融入商户经营场景，根据不同行业的特点，以 SaaS 模式为客户提供会员管理、智能营销、金融科技等多种增值服务和行业解决方案的一站式服务。2018 年新国都以 7.1 亿元收购嘉联支付 100% 股权。

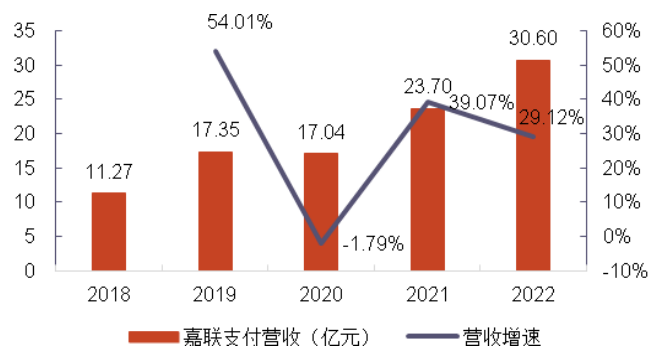
图 12：嘉联支付业务概览



资料来源：新国都公司公告，光大证券研究所

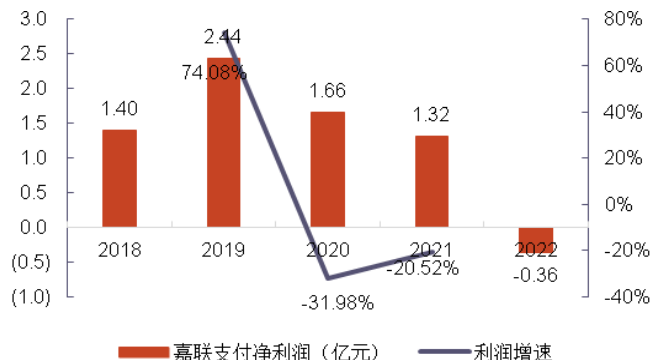
2022 年嘉联支付营收同比增长 29%，交易流水同比增长 31%至 2.58 万亿元。2020/2021/2022 年嘉联支付交易流水分别达 1.22/1.97/2.58 万亿元。2022 年嘉联支付营收 30.6 亿元，同比增长 29%。2020 年开始嘉联支付净利润呈下降趋势，主要是因为疫情期间公司为更好支持和服务线下实体商户，联合多家银行推出“红海计划 2.0”等活动，加强对商户收单服务投入和手续费补贴，助力商户从疫情影响中恢复。2022 年嘉联支付亏损 3600 万元，主要是因为其线下收单业务涉及资金退还，营业外支出共 2.19 亿元。

图 13：2022 年嘉联支付营收同比增长 29%



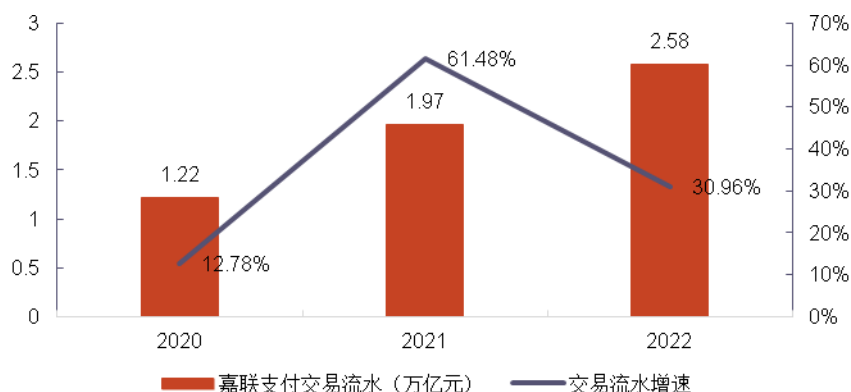
资料来源：，光大证券研究所

图 14：2022 年嘉联支付净利润由盈利转为亏损



资料来源：，光大证券研究所

图 15：2022 年嘉联支付交易流水同比增长 31%至 2.58 万亿元



资料来源：，光大证券研究所

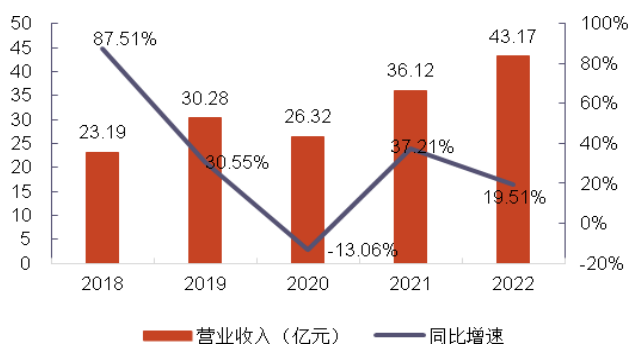
2015 年新国都以 2.52 亿元收购浙江中正智能 100% 股权，2021 年新国都向中正聚合转让中正智能 15% 的股权，本次交易完成后，新国都持有中正智能 85% 的股权。中正智能在生物识别技术领域积累了多年行业经验，核心技术囊括指纹识别技术、指静脉识别技术、人脸识别技术、虹膜识别技术等生物识别技术。2022 年受主要业务项目进展滞后影响，中正智能实现营业收入约 1.24 亿元，同比下降 12.89%。

2016 年新国都以 5 亿元收购长沙公信诚丰 100% 股权。公信诚丰为国内领先的基于互联网业务形态的身份认证、运营内容和业务审核服务的提供商，专注于提供基于大数据技术的社会征信数据服务。2022 年公信诚丰实现营业收入约 7724.01 万元，同比下降 8.14%。

营收基本保持稳步增长，收单业务营收占比持续提升

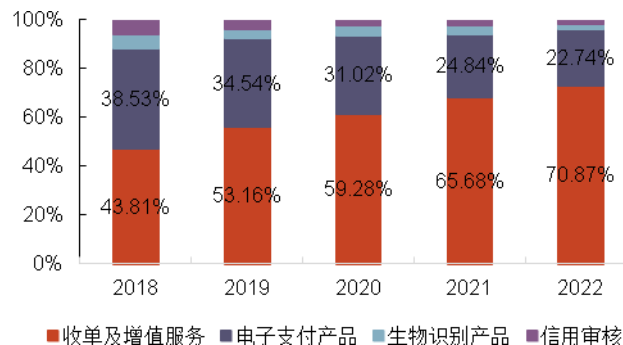
新国都营收稳步增长，收单业务营收占比稳步提升。公司 2018-2022 年营业收入分别为 23.19/30.28/26.32/36.12/43.17 亿元，除 2020 年受到疫情因素影响营收下降 13.06% 外，公司营收基本保持稳步增长。收入构成方面，收单及增值服务占比最大且逐年增长，2018-2022 年收单及增值服务营收占比分别为 43.81%/53.16%/59.28%/65.68%/70.87%。

图 16：新国都营收基本保持稳步增长



资料来源：，光大证券研究所

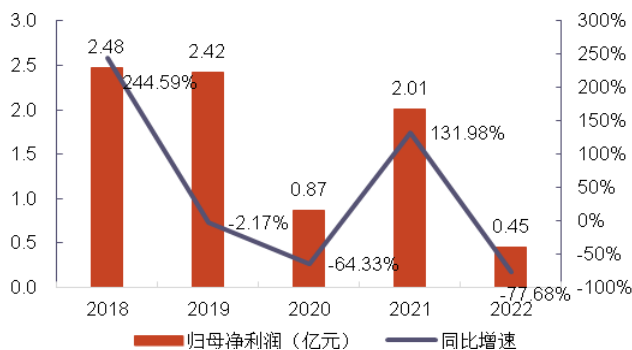
图 17：新国都收单及增值服务营收占比稳步上升



资料来源：，光大证券研究所

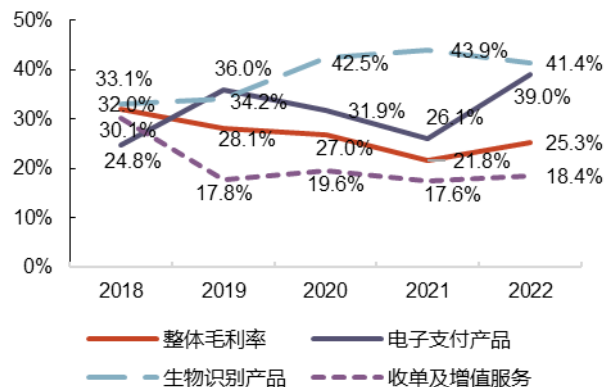
2022 年新国都归母净利润 0.45 亿元，同比下降 77.68%。2022 年公司营业外支出 2.19 亿元，主要涉及资金退还，另外公司经过商誉减值测试，对中正智能、公信诚丰合并形成的商誉计提减值约 0.97 亿元。2018-2022 年公司毛利率分别为 32.0%/28.1%/27.0%/21.8%/25.3%。

图 18：2022 年新国都归母净利润大幅下滑



资料来源：，光大证券研究所

图 19：2022 年新国都毛利率相比 2021 年增加 3.5 个百分点



资料来源：，光大证券研究所

关键假设

【营业收入】

分业务收入预测如下：

1、收单及增值服务：（1）流水：2022 年公司收单服务交易流水 2.58 万亿元，同比增长 31%，主要得益于公司加大对市场渠道、商户端补贴的投入，大力开拓商户数。2023 年公司把重点放在提升交易流水质量，通过收单费率上涨带动收单收入提升，2024 年开始随着线下消费经济回暖，交易流水有望加速上升步伐，预测 23-25 年交易流水分别为 2.76/3.12/3.49 万亿元，同比增速分别为 7%/13%/12%。（2）take rate：20-22 年公司收单业务 take rate 分别为 12.8/11.6/11.3 个基点，呈下降趋势（主要是疫情期间，对市场渠道、商户端补贴的投入加大），考虑到目前行业上调费率已是大势所趋，部分第三方支付公司已上调费率至 1%或以上，参照移卡，其 2021 年收单业务 take rate 为 10.7 个基点，2022 年提升到 12.3 个基点，我们预测新国都 23-25 年 take rate 分别为 13.8/15.0/16.0 个基点。（3）综合流水增长和 take rate 提升，我们预测收单及增值服务 23-25 年营收增速分别为 30.0%/22.4%/19.1%。

2、电子支付产品：（1）海外：21-22 年公司海外电子支付产品营收增速分别为 88.3%/65.2%，占总电子支付产品的营收比重分别为 55%/82%。近年来，随着海外移动支付渗透率的快速提升，海外市场对电子支付设备的需求快速增长，特别是拉美、非洲、中东等发展中国家地区，已经成为全球电子支付设备销量增速最高的市场。我们预测 23-25 年海外电子支付产品收入增速分别为 45%/38%/34%。（2）国内：21-22 年国内电子支付产品收入增速分别为 -27%/-58%，过去几年受疫情影响，大客户采购需求降低，叠加国内电子支付产品毛利率较低等因素影响，国内电子支付产品销售收入呈下滑趋势。随着线下消费经济的逐步回暖，国内市场采购需求有望逐步上升。我们预测 23-25 年国内电子支付产品收入增速分别为 -10%/0%/3%。（3）20-22 年电子支付产品平均单价分别为 147/186/207 元，同比增速分别为 9.8%/26.7%/11.0%，考虑到原材料、人工等成本的不断上涨，预测 23-25 年电子支付产品单价分别为 224/239/253 元，同比增速分别为 8.6%/6.4%/5.9%。（4）随着国内电子支付工具日益普及、创新不断，采购需求逐步回暖，以及考虑到国际支付行业市场空

间广阔，看好公司电子支付产品的发展，预测电子支付产品 23-25 年营收增速分别为 36.0%/33.4%/31.8%。

3、生物识别产品：随着移动互联网和先进通讯技术的快速发展，个人信息数据呈现几何级增长，电子身份证等电子证照产品在政策推动下开始普及，给生物识别产品行业带来新的业务机遇。公司控股子公司中正智能主要从事生物特征识别及身份认证产品的设计、研发和销售，2022 年受主要业务项目进展滞后影响，新国都生物识别产品收入有所下滑，未来中正智能将继续深耕智慧金融、智慧安防、智慧政务三大领域，结合市场需求，持续提升产品多样性、增强业务多元化，同时加强和集成商的项目运作频度，加快项目进度和交付速度。预测 23-25 年生物识别产品营收增速分别为 6.0%/5.0%/4.0%。

4、信用审核：近年来，随着国内短视频、直播、外卖、出行等各类互联网应用用户规模的快速增长，为满足合规及风控要求，互联网企业对基于互联网业务形态的主体身份认证审核服务需求日益增长。公司全资子公司公信诚丰围绕客户展开全方位综合审核服务，专注于审核认证服务、运营内容和业务审核服务。2022 年新国都信用审核业务收入有所下滑，未来公信诚丰将继续大力开拓新客户，积极参与互联网企业项目招投标，丰富和完善公司业务种类，增加创收点和营收规模。随着互联网业务形态不断催生，有望带动基于互联网业务形态的身份认证、运营内容和业务审核服务。预测 23-25 年信用审核营收增速分别为 6.0%/5.0%/4.0%。

【毛利率及费用率】

1、毛利率：

(1) 收单及增值服务：21-22 年公司收单及增值服务毛利率分别为 17.6%/18.4%，较 2019 年有所下滑，主要是因为疫情期间，公司积极响应政府部门号召，加大对市场渠道、商户端补贴的投入，由于该部分补贴金额一次性计入成本，所以短期内其业务毛利率呈现同比下降的态势。随着疫情影响减弱，以及收单费率上涨，收单毛利率有望进一步提升，预测 23-25 年收单毛利率分别为 25.4%/27.0%/27.5%；

(2) 电子支付产品：海外电子支付产品毛利率高于国内，随着电子支付产品海外营收占比的提升，公司电子支付产品的毛利率有望逐步增加，预测 23-25 年电子支付产品毛利率分别为 40.0%/40.8%/41.2%；

(3) 其他：预测生物识别产品、信用审核、其他业务的毛利率保持相对稳定。

2、期间费用率：

(1) 销售费用率：在收单业务领域，公司目前主要以代理商渠道为主，后续将增加直销人员比重，并且 2022 年公司全资子公司新国都欧洲取得卢森堡金融监管委员会授予的支付机构经营许可证，该许可证可在欧盟地区开展商户收单服务业务，标志着公司“支付+ 终端”的战略在海外市场成功落地。随着海外收单业务的开展以及收单业务直销人员比重的提升，预计公司销售费用率将小幅增加，预测 23-25 年销售费用率分别为 6.7%/6.8%/6.9%。

(2) 管理费用率：近几年公司管理费用率呈逐年下降趋势，未来随着营收规模扩大，管理费用率有望逐步下降，预测 23-25 年管理费用率分别为 5.2%/5.1%/5.0%。

(3) 研发费用率：近几年公司研发费用率基本呈下降趋势，未来随着营收规模扩大，研发费用率有望逐步下降，预测 23-25 年研发费用率分别为 6.0%/5.9%/5.8%。

盈利预测

预测 2023-2025 年公司营收分别为 56.0/69.5/84.6 亿元，同比增速分别为 30.0%/24.1%/21.7%；归母净利润分别为 6.52/8.67/10.76 亿元，同比增速分别为 1356.4%/33.0%/24.1%。

表 7：新国都分业务盈利预测

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	百万元	3,611.74	4,316.54	5,601.51	6,950.72	8,457.55
同比增速	%	37.21%	19.51%	29.77%	24.09%	21.68%
收单及增值服务	百万元	2,372.01	3,059.16	3,975.60	4,865.12	5,794.63
同比增速	%	52.01%	28.97%	29.96%	22.37%	19.11%
电子支付产品	百万元	897.16	981.70	1,335.07	1,781.17	2,347.29
同比增速	%	9.88%	9.42%	36.00%	33.41%	31.78%
生物识别产品	百万元	119.18	94.19	99.84	104.83	109.02
同比增速	%	20.52%	-20.97%	6.00%	5.00%	4.00%
信用审核	百万元	78.35	64.67	68.55	71.97	74.85
同比增速	%	30.88%	-17.46%	6.00%	5.00%	4.00%
技术服务	百万元	37.66	70.81	75.05	78.81	81.96
同比增速	%	8.76%	87.99%	6.00%	5.00%	4.00%
其他业务	百万元	107.38	46.02	47.40	48.82	49.80
同比增速	%	102.95%	-57.14%	3.00%	3.00%	2.00%
毛利率	%	21.78%	25.27%	30.30%	31.67%	32.25%
收单及增值服务	%	17.58%	18.44%	25.44%	27.04%	27.54%
电子支付产品	%	26.15%	38.97%	39.97%	40.77%	41.17%
生物识别产品	%	43.89%	41.44%	41.44%	41.44%	41.44%
信用审核	%	50.45%	34.56%	34.56%	34.56%	34.56%
技术服务	%	100.00%	99.68%	99.68%	99.68%	99.68%
期间费用率	%	17.91%	17.47%	17.66%	17.61%	17.54%
销售费用率	%	5.49%	6.61%	6.71%	6.81%	6.91%
管理费用率	%	5.51%	5.43%	5.18%	5.08%	4.98%
研发费用率	%	6.83%	6.31%	6.01%	5.91%	5.81%
财务费用率	%	0.10%	-0.87%	-0.23%	-0.18%	-0.16%
归母净利润	百万元	200.67	44.78	652.16	867.19	1075.76
归母净利润增长率	%	132.0%	-77.7%	1356.4%	33.0%	24.1%
销售净利率	%	5.6%	1.0%	11.6%	12.5%	12.7%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

估值分析

基于公司的业务结构，选取拉卡拉、新大陆、移卡作为可比公司。新大陆主营业务分为物联网设备集群和行业数字化集群两个板块，物联网设备集群包括电子支付设备业务和信息识读设备业务，行业数字化集群包括商户运营及增值服务、电信运营商数字化服务等。拉卡拉为商户数字化经营服务商，以支付为入口，为商户提供支付、科技、供应链等赋能服务。移卡是一家以支付为基础的科技平台，业务包括一站式支付服务、商户解决方案、到店电商服务。2023、2024、2025 年可比公司 PE 平均值分别为 19x、14x、11x。纵向对比看，2023、2024、2025 年新国都 PE 分别为 20x、15x、12x，参考公司疫情前（2019 年）PE 估值水平，约 20-40x，当前估值位于疫情前估值水平的下限区间。

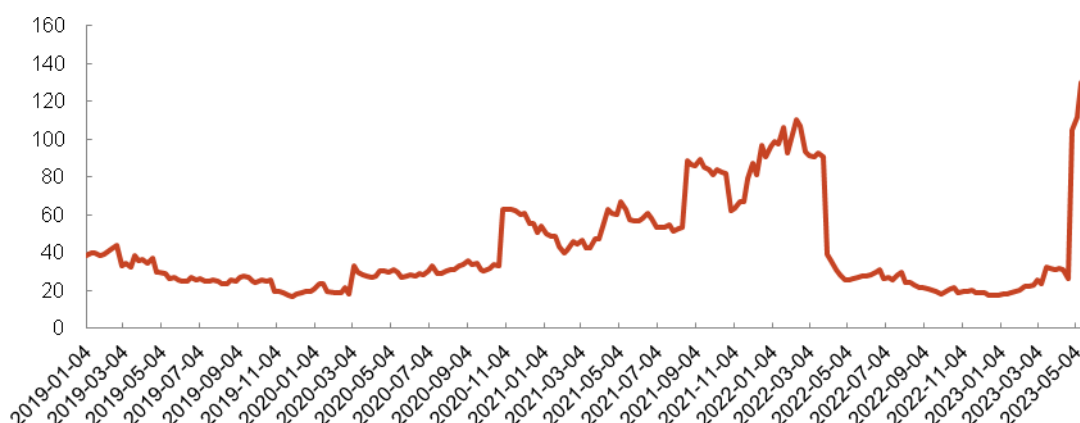
表 8：新国都——可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300773.SZ	拉卡拉	18.23	146	-14.37	8.86	11.50	14.73	NA	16	13	10
000997.SZ	新大陆	19.22	198	-3.82	10.05	12.74	15.66	NA	20	16	13
9923.HK	移卡	18.86	84	1.54	4.10	5.63	7.35	55	20	15	11
	平均值							55	19	14	11
300130.SZ	新国都	25.98	133	0.45	6.52	8.67	10.76	297	20	15	12

资料来源：wind，拉卡拉、新大陆、移卡 2023、2024、2025 年归母净利润为 wind 一致预期；新国都 2023、2024、2025 年归母净利润为光大证券研究所预测

注：收盘价和市值日期为 2023 年 6 月 5 日，汇率按 1HKD=0.90584CNY 换算

图 20：新国都疫情前（2019 年）PE-TTM 估值水平约 20-40x



资料来源：wind，光大证券研究所

投资建议

随着疫后复苏，交易流水上升，收单费率重回上涨周期，叠加电子支付产品出海业务快速增长，我们预测公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 6.52/8.67/10.76 亿元，EPS 分别为 1.27/1.69/2.10 元/股，当前股价对应 PE 分别为 20x/15x/12x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：牌照无法成功续展的风险，收单费率上涨不及预期，交易流水增长不及预期，电子支付产品出海不及预期。

表 9：新国都盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,612	4,317	5,602	6,951	8,458
营业收入增长率	37.21%	19.51%	29.77%	24.09%	21.68%
净利润（百万元）	201	45	652	867	1,076
净利润增长率	131.98%	-77.68%	1356.37%	32.97%	24.05%
EPS（元）	0.41	0.09	1.27	1.69	2.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.95%	1.60%	19.52%	21.47%	22.00%
P/E	63	291	20	15	12
P/B	5.0	4.6	3.9	3.3	2.7

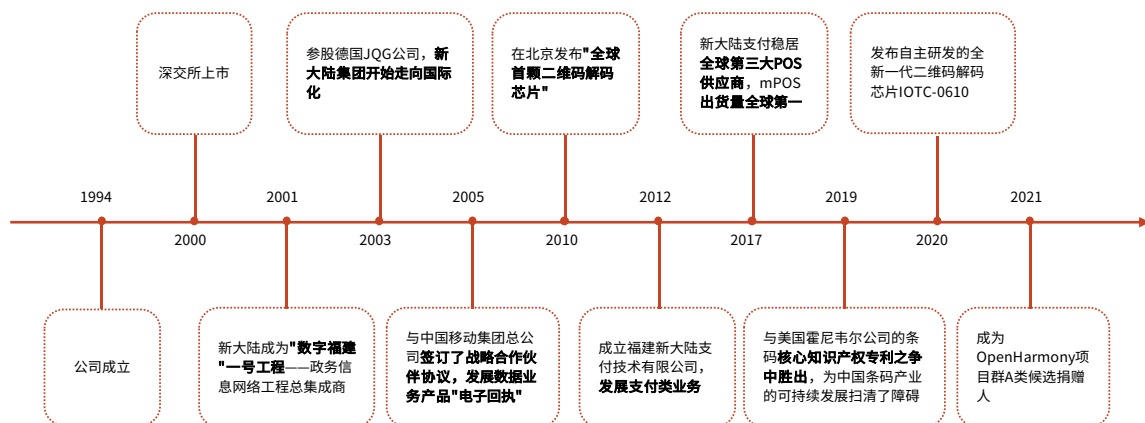
资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-06-05，2021/2022/当前总股本分别为 4.89/5.05/5.12 亿股

5.2、 新大陆（000997.SZ）：海外业务快速增长，收单业务有望回暖

“物联网设备+支付运营+数字人民币+数字身份”等多点开花

新大陆数字技术股份有限公司是一家拥有物联网设备、系统平台以及大数据应用全产业链能力的数字化服务商。公司以物联网设备为核心数据载体，以大数据、云计算、人工智能、区块链为核心技术支撑，基于海量、高频的数据应用场景沉淀的数据处理能力，携手合作伙伴，共同打造数字化产业生态，为数字人民币、可信数字身份等数字中国建设重要组成部分的建设与推广提供数字化解决方案。

图 21：新大陆发展历程



资料来源：新大陆官网，光大证券研究所

公司主营业务分为物联网设备集群和行业数字化集群两个板块：

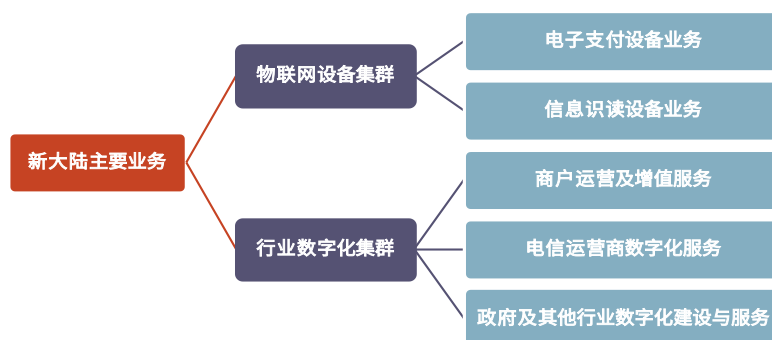
1、物联网设备集群：

- 1) 电子支付设备业务：**电子支付终端产品包括智能 POS、智能收银 CPOS、人脸识别 FPOS、标准 POS、MPOS、新型扫码 POS 等，应用场景丰富，能够满足各类行业及线下门店的需求。公司产品覆盖国内外 70 多个国家及地区的销售，销量位居全球前列。
- 2) 信息识读设备业务：**公司拥有自主研发的二维码（条码）通用解码芯片和可信数字身份安全解码芯片以及自主的主板设计能力，并向机器视觉和人工智能领域积极拓展。产品类别包括数据识读引擎、扫码枪、PDA、嵌入式扫描器、桌面式扫描器、穿戴式扫描器、专业智能平板以及嵌入式人工智能技术、设备管理软件系统等，能够定制化满足物流快递、零售商超、移动支付、公共交通、医疗健康、智能制造以及特种作业等各类应用场景需求。

2、行业数字化集群：

- 1) 商户运营及增值服务：**主要聚焦于线下中小微商户，以聚合支付为基础，依托公司全场景智能收款设备，搭配各类定制化场景解决方案，为商户提供聚合支付、ERP、营销和金融等数字化服务，并通过大数据分析，帮助商户增加收入、提升经营效率、降低运营成本与融资难度。
- 2) 电信运营商数字化服务：**主要从事运营业务支撑域、网络支撑运营域核心系统的研发、交付和服务。主要产品线包括大数据处理和分析平台、客户关系管理系统（CRM）、业务支撑系统（BOSS）、智慧中台、通信网络管理系统、移动互联网产品、PaaS 平台、人工智能平台和相关应用产品等，同时提供相关系统的咨询、运营、集成、维护和第三方测试等服务。产品和服务涵盖电信运营业务支撑服务域和网络支撑运营服务域的全面关键核心环节。
- 3) 政府及其他行业数字化建设与服务：**公司基于领先的大数据、云计算、人工智能技术，深度布局了如农业、智慧交通、工业、能源、物流、教育等领域的场景数字化建设。

图 22：新大陆业务框架一览

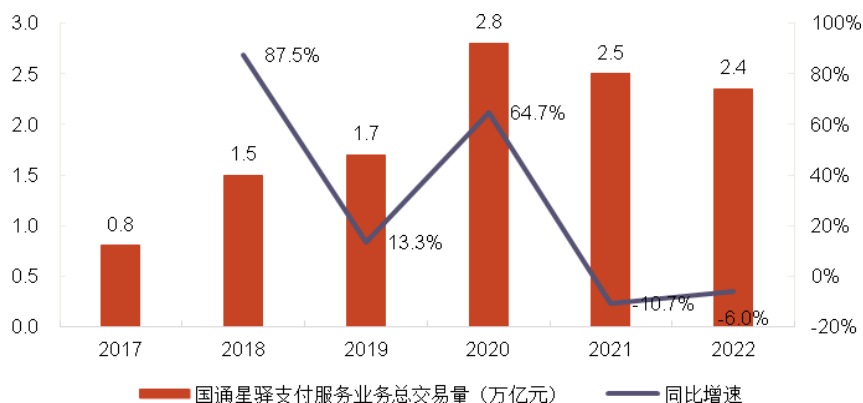


资料来源：新大陆公告，光大证券研究所绘制

收单业务作为公司的核心业务之一，主要通过全资子公司国通星驿开展。国通星驿是拥有全国性银行卡收单业务牌照的第三方支付机构，公司以银行卡支付、扫码支付、NFC 支付、刷脸支付等综合支付服务为入口，以云化服务的形式整合各类 SaaS 产品，旨在打造行业领先的线下商户一站式服务平台。公司主要商户服务平台有“星 POS”、“星驿付”及“邮驿付”。国通星驿已于 2022 年 6 月成功获得非银行机构<支付业务许可证>的续展，有效期至 2027 年 6 月，对公司下一阶段的业务发展具有重要意义。

2022 年国通星驿支付服务业务总交易量 2.4 万亿元，同比下降 6.0%，随着疫情影响减弱以及牌照成功续展，公司支付服务业务的总交易量有望回暖。

图 23：2020 年以来国通星驿支付服务业务总交易量略有下滑



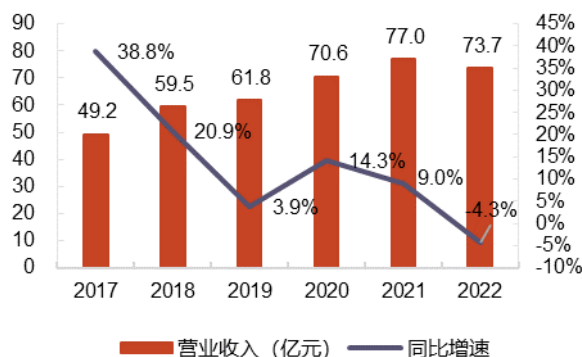
资料来源：新大陆公告，光大证券研究所

营收趋势整体向上，海外营收占比不断上升

新大陆营收稳步增长，2022 年归母净利润受资金退还影响为负。2017-2022 年公司营收复合增速 9%，总体稳步增长，2022 年营收规模达 73.7 亿元，同比下降 4.3%。2022 年归母净利润-3.8 亿元，主要系全资子公司国通星驿公司在收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络的情形，

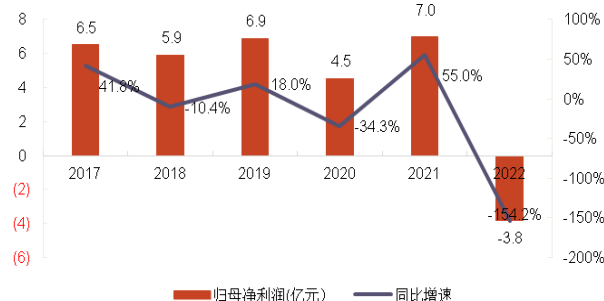
需按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户所致（共 7.56 亿元），另外 2022 年公司持有的民德电子股票价格波动造成公司公允价值变动损失 1.38 亿元。

图 24：2017-2022 年新大陆营收趋势整体向上



资料来源：wind，光大证券研究所

图 25：2022 年新大陆归母净利润因资金退还等受到一定影响

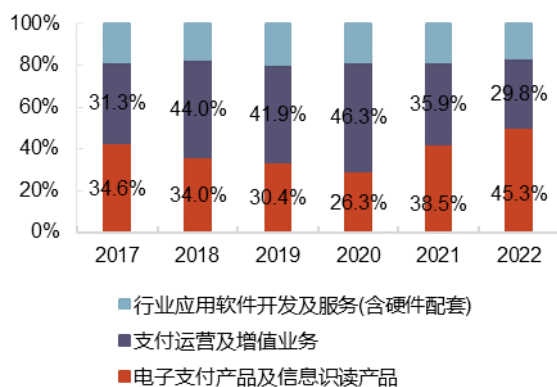


资料来源：wind，光大证券研究所

按产品结构看，2020 年开始公司电子支付产品及信息识读产品营收占比不断上升，2022 年为 45.3%，相比 2021 年提升 6.8 个百分点。

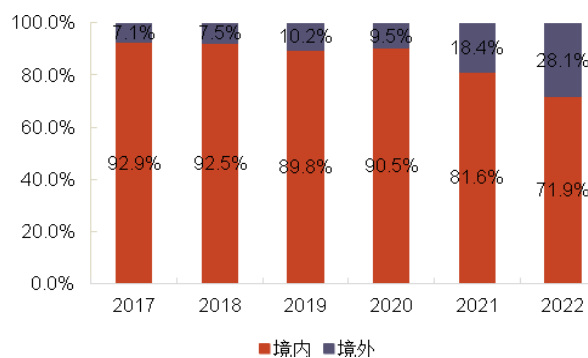
按地区看，海外营收占比不断提升，从 2017 年的 7.1% 提升至 2022 年的 28.1%。2022 年公司实现智能 POS、智能收银机、标准 POS、新型扫码 POS、泛智能终端等产品销量合计超 1,100 万台，其中海外销量超 400 万台，海外业务收入同比增长超 58%。

图 26：2022 年新大陆硬件及收单业务营收占比 75%



资料来源：wind，光大证券研究所

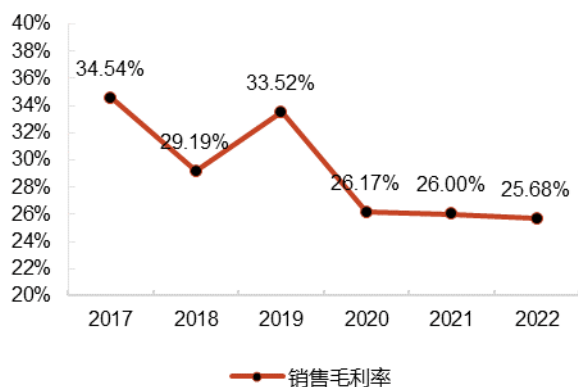
图 27：新大陆境外收入占比逐年上升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

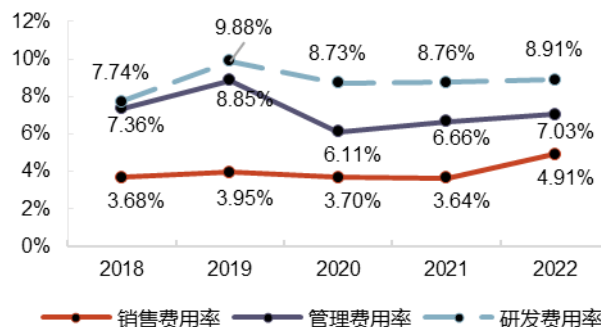
近几年公司销售、管理、研发费用率基本保持稳定。2022 年毛利率 25.68%，较 2021 年基本持平。从费用端看，2020-2022 年销售费用率基本保持在 3.5%-5%，管理费用率基本保持在 6%-7%，研发费用率基本保持在 8.5%-9%。

图 28：2020 年开始新大陆毛利率基本维持在 26%



资料来源：wind，光大证券研究所

图 29：近几年新大陆销售、管理、研发费用率基本保持稳定



资料来源：wind，光大证券研究所

关键假设

【营业收入】

分业务收入预测如下：

1、商户运营及增值服务：（1）交易流水：过去几年外部宏观环境的变化对我国线下消费市场产生较大影响，公司采取了重风控轻扩张的策略，并延续了对代理商伙伴的补贴支持，综合支付牌照续展与商户存活率下降等内外部多重因素考量，公司主动放缓扩张步伐，进一步加强展业模式的规范化管理，2022 年公司支付服务业务总交易量近 2.4 万亿元，同比下降 6%。面对宏观经济下行压力和行业合规管理力度上升的外部环境，公司持续加强自身对风险的把控能力，2022 年 6 月公司《支付业务许可证》成功获得续展，为业务的持续、稳健、高效经营奠定了良好的基础。2022 年下半年在公司成功续牌及市场加速出清的双重作用下，支付服务业务交易量呈现逐步回暖态势，预测 23-25 年公司支付服务业务交易量分别为 2.73/3.11/3.45 万亿元，同比增速分别为 16%/14%/11%。

（2）take rate：20-22 年公司收单业务 take rate 分别为 11.7/11.0/9.2 个基点，呈下降趋势，考虑到目前行业上调费率已是大势所趋，部分第三方支付公司已上调费率至 1%或以上，参照移卡，其 2021 年收单业务 take rate 为 10.7 个基点，2022 年提升到 12.3 个基点，我们预测公司 23-25 年 take rate 分别为 11.9/13.1/14.1 个基点。据此我们预测商户运营及增值服务 23-25 年营收增速分别为 47.0%/25.5%/19.5%。

2、电子支付产品及信息识读产品：

（1）海外：20-22 年公司电子支付产品海外出货量增速分别为 42.9%/210.0%/29.0%，信息识读产品方面，2022 年公司持续加大对海外本土团队及渠道生态建设，在亚太、欧洲、北美、南美等地区均实现较好增长。近年来，随着海外移动支付渗透率的快速提升，海外市场对于电子支付设备的需求快速增长，特别是拉美、非洲、中东等发展中国家地区，已经成为全球电子支付设备销量增速最高的市场，预测未来公司海外业务将持续维持较高增速水平。（2）国内：过去几年受疫情影响，国内采购需求降低，20-22 年公司电子支付产品国内出货量增速分别同比下降 1.3%/5.1%/5.4%，随着线下消费经济逐步恢复，国内市场采购需求有望逐步上升。（3）考虑到国内采购需求逐步回暖，以及国际支付行业市场空间广阔，看好公司电子支付产品及信息识读产品的发展，预测 23-25 年营收增速分别为 23.3%/22.7%/22.7%。

3、行业应用与软件开发及服务：过去受疫情影响，行业应用及软件开发进程有所影响，未来在政府及其他行业数字化持续转型背景下，进程有望恢复，预测该部分业务 23-25 年营收增速分别为 20.0%/18.0%/16.0%。

【毛利率及费用率】

1、毛利率：

(1) 商户运营及增值服务：随着收单费率上涨，商户运营及增值服务毛利率有望进一步提升，预测 23-25 年商户运营及增值服务毛利率分别为 28.2%/29.2%/29.6%；

(2) 电子支付产品及信息识读设备：海外电子支付产品毛利率高于国内，随着海外营收占比的提升，公司电子支付产品的毛利率有望逐步增加，预测 23-25 年电子支付产品及信息识读设备毛利率分别为 34.0%/34.7%/34.8%；

(3) 行业应用与软件开发及服务：包括电信运营商数字化服务、政府及其他行业数字化，以项目制为主，预测其毛利率保持相对稳定。

2、期间费用率：

(1) 销售费用率：近几年公司销售费用率整体呈下降趋势，2022 年受营收下降的影响，销售费用率有所上升，未来随着营收规模的扩大，销售费用率有望进一步下降，预测 23-25 年销售费用率分别为 4.81%/4.71%/4.61%。

(2) 管理费用率：2022 年受员工薪资上升的影响使得管理费用率略有上涨，未来随着营收规模扩大，管理费用率有望逐步下降，预测 23-25 年管理费用率分别为 6.93%/6.83%/6.73%。

(3) 研发费用率：近几年公司研发费用率呈逐年下降趋势，2022 年受营收下降的影响，研发费用率有所上升，未来随着营收规模的扩大，研发费用率有望进一步下降，预测 23-25 年研发费用率分别为 8.79%/8.67%/8.55%。

盈利预测

预测 2023-2025 年公司营收分别为 94.2/114.4/136.5 亿元，同比增速分别为 27.9%/21.4%/19.3%；归母净利润分别为 9.53/12.44/15.61 亿元，同比增速分别为 NA/30.6%/25.5%；对应 EPS 分别为 0.92/1.21/1.51 元。

表 10：新大陆分业务盈利预测

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	百万元	7,698.16	7,369.90	9,424.40	11,443.58	13,653.32
同比增速	%	9.0%	-4.3%	27.9%	21.4%	19.3%
商户运营及增值服务	百万元	2,761.58	2,198.01	3,231.19	4,056.48	4,847.64
同比增速	%	-15.54%	-20.41%	47.01%	25.54%	19.50%
电子支付产品及信息识读产品	百万元	2,963.32	3,334.96	4,112.19	5,043.56	6,187.20
同比增速	%	59.69%	12.54%	23.31%	22.65%	22.68%
行业应用与软件开发及服务	百万元	1,285.95	1,111.65	1,333.98	1,574.10	1,825.95
同比增速	%	10.42%	-13.55%	20.00%	18.00%	16.00%
其他业务	百万元	687.31	725.28	747.04	769.45	792.53
同比增速	%	-11.09%	5.52%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	%	30.6%	32.1%	36.6%	36.6%	36.3%
商户运营及增值服务	%	26.37%	27.22%	28.22%	29.22%	29.57%
电子支付产品及信息识读产品	%	30.54%	33.27%	33.97%	34.67%	34.82%
行业应用与软件开发及服务	%	41.83%	41.18%	41.18%	41.18%	41.18%

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
费用率	%	18.9%	19.1%	20.6%	20.5%	20.1%
销售费用率	%	3.64%	4.91%	4.81%	4.71%	4.61%
管理费用率	%	6.66%	7.03%	6.93%	6.83%	6.73%
研发费用率	%	8.76%	8.91%	8.79%	8.67%	8.55%
财务费用率	%	-0.12%	-1.81%	0.06%	0.24%	0.25%
归母净利润	百万元	704.23	-381.72	952.83	1,244.25	1,561.25
归母净利润增长率	%	55.0%	-154.2%	NA	30.6%	25.5%
销售净利率	%	9.1%	-5.2%	10.1%	10.9%	11.4%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

估值分析

基于公司的业务结构，选取拉卡拉、新国都、移卡作为可比公司，2023、2024、2025 年可比公司 PE 平均值分别为 21x、16x、12x。纵向对比看，2023、2024、2025 年新大陆 PE 分别为 21x、16x、13x，参考公司疫情前（2019 年）PE 估值水平，约 20-35x，当前估值处于疫情前估值水平的下限区间。

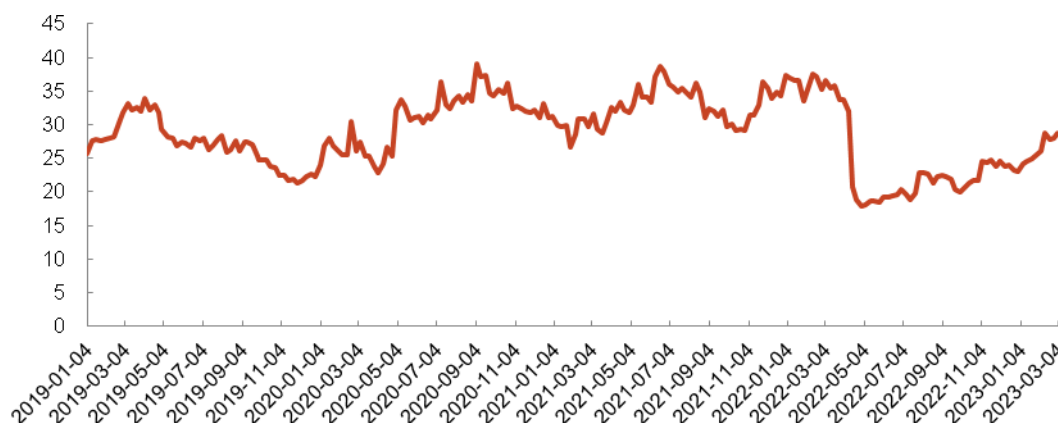
表 11：新大陆——可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票简称	收盘价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300130.SZ	新国都	25.98	133	0.45	4.89	6.45	8.60	297	27	21	15
300773.SZ	拉卡拉	18.23	146	-14.37	8.86	11.50	14.73	NA	16	13	10
9923.HK	移卡	18.86	84	1.54	4.10	5.63	7.35	55	20	15	11
	平均值							176	21	16	12
000997.SZ	新大陆	19.22	198	-3.82	9.53	12.44	15.61	NA	21	16	13

资料来源：wind，拉卡拉、新国都、移卡 2023、2024、2025 年归母净利润为 wind 一致预期；新大陆 2023、2024、2025 年归母净利润为光大证券研究所预测

注：收盘价和市值日期为 2023 年 6 月 5 日，汇率按 1HKD=0.90584CNY 换算

图 30：新大陆疫情前（2019 年）PE-TTM 估值水平约 20-35x



资料来源：wind，光大证券研究所

投资建议

第三方支付行业回暖叠加海外移动支付渗透率上升，看好公司未来发展，我们预测公司 23-25 年的归母净利润分别为 9.53/12.44/15.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.21/1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 21x/16x/13x，给予“买入”评级。

风险提示：海外业务增速不及预期，行业竞争加剧。

表 12：新大陆盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,698	7,370	9,424	11,444	13,653
营业收入增长率	8.99%	-4.26%	27.88%	21.42%	19.31%
净利润（百万元）	704	-382	953	1,244	1,561
净利润增长率	54.95%	-154.20%	NA	30.58%	25.48%
EPS（元）	0.68	-0.37	0.92	1.21	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.24%	-6.83%	14.57%	16.54%	17.87%
P/E	28	NA	21	16	13
P/B	3.2	3.6	3.1	2.7	2.3

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-06-05

5.3、拉卡拉（300773.SZ）：收单流水位居行业第二，费率提升弹性大

以支付为入口，提供支付、科技、供应链等服务

拉卡拉支付股份有限公司为商户数字化经营服务商，以支付为入口，通过为商户提供支付、科技、供应链等赋能服务，帮助商户降本增效，公司主要业务包括：

1、支付业务：公司的支付业务服务于商户侧，为商户提供全币种的收款服务，支持超过 100 个国家的跨境支付。支持刷卡、扫码、数字人民币、NFC、刷脸等各种支付方式，涵盖线上线下 B2C 支付、B2B 支付、跨境支付等各类场景。

（1）境内支付业务：公司与中国银联以及 Visa、Mastercard、Discover、AmericanExpress 等国际卡组织合作，为商户提供包括全卡种银行卡刷卡、微信支付钱包扫码以及数字人民币支付的收单服务，获取支付手续费收入。

（2）跨境支付业务：拉卡拉在全球超 100 个国家构建海外支付网络，打通海外主流电商平台，为出口企业提供跨境收款、全球代付、外汇管理等一站式跨境资金服务，获取跨境支付手续费收入。

（3）支付服务业务：为商户和银行提供通讯、清算、会员、专业化服务等服务，获取支付服务费收入。

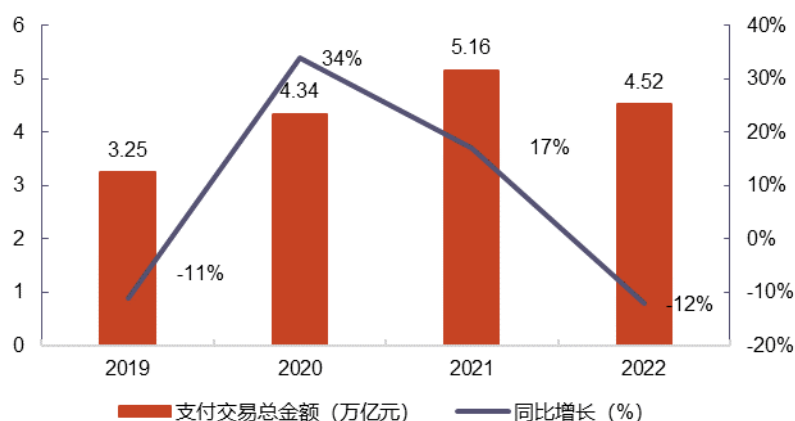
图 31：拉卡拉公司支付收款业务覆盖各种收款方式



资料来源：拉卡拉官网，光大证券研究所

2022 年年底拉卡拉支付交易总金额 4.52 万亿元，同比下降 12%。

图 32：2022 年拉卡拉支付交易总额略有下滑



资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所

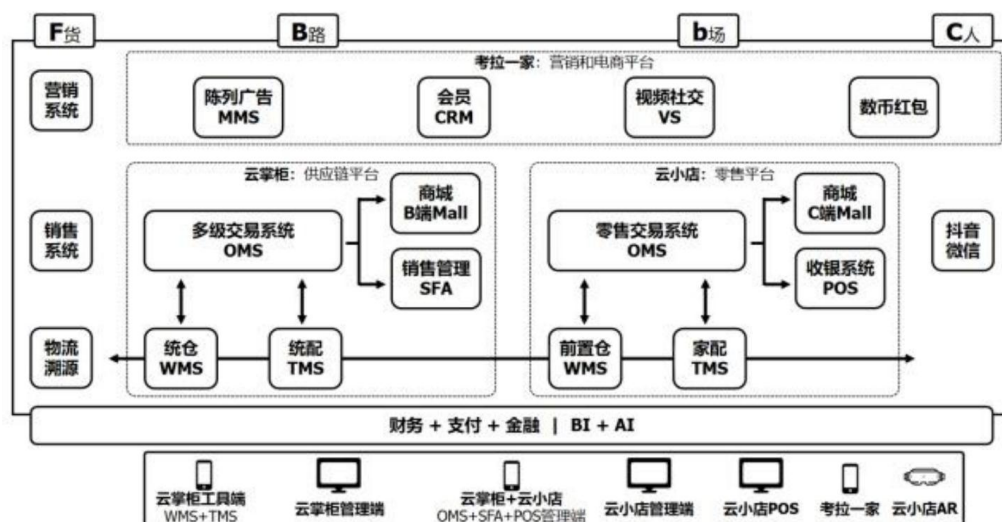
2、科技服务：拉卡拉通过自主打造的“支付、金融、拓客”等 SaaS 科技平台和云超门店数字化经营平台，为商户和金融机构提供金融科技、IT 科技服务以及供应链运营服务。

(1) 金融科技服务：公司构建的开放性金融科技 SaaS 平台，链接行业客户及金融机构，拥有包括风险管理、融资管理、支付等多个工具模块，借助区块链、人工智能等前沿技术将企业全维度经营数据数字化，形成数据闭环，经过见证存证，帮助企业获取银行融资，同时为银行提供获客、贷中及贷后智能管理服务。

(2) IT 科技服务：公司支付科技 SaaS 平台，将支付、结算、账户、风控、反欺诈等技术能力 SaaS 化，帮助垂直行业客户和中小银行快速获得综合支付解决方案，并为行业客户提供用户营销、订单配送、进销存管理、报表统计等数字化经营管理功能模块。

公司云超门店数字化经营 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。

图 33：拉卡拉云超门店数字化经营平台图

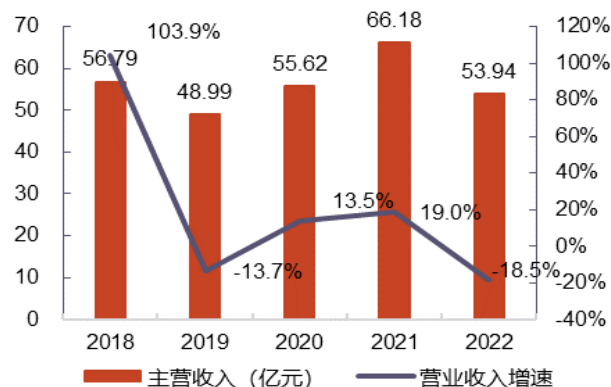


资料来源：拉卡拉公告，光大证券研究所

2022 年公司营收、利润有所下滑，销售、管理、研发费用率呈下降趋势

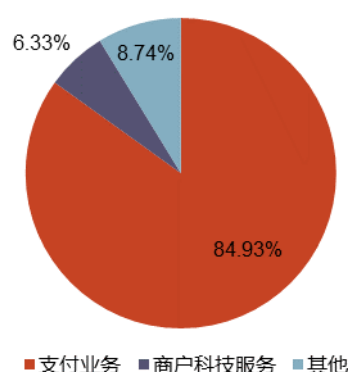
2022 年公司营收有所下滑，支付业务营收占比 85%。2022 年公司营收 53.94 亿元，同比下降 18.5%，其中支付业务占比 84.9%，商户科技服务占比 6.3%。

图 34：2022 年拉卡拉营收 54 亿元，同比下降 19%



资料来源：wind，光大证券研究所

图 35：2022 年支付业务营收占比达 85%



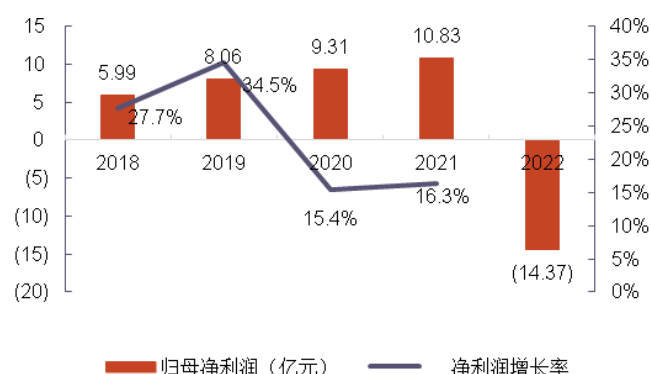
资料来源：wind，光大证券研究所

2018-2021 年公司归母净利润稳步增长，2022 年受疫情等因素影响，归母净利润为负；受支付业务毛利率下滑影响，公司毛利率呈下降趋势。

2018-2021 年公司归母净利润分别为 5.99/8.06/9.31/10.83 亿元，同比增速分别为 28%/35%/15%/16%。2022 年公司归母净利润-14.37 亿元，主要系 2022 年公司面临自 2020 年疫情爆发以来最大的经营压力，支付业务和科技服务的收入均有所下降，相比 2021 年，公司活跃商户减少，支付交易规模下降，支付业务收入减少；在支付业务收入下降的情况下，公司继续保持对渠道的扶持让利政策，专业化服务费维持在较高水平，导致支付业务毛利率下降。受银行向商户新增贷款规模减少影响，金融科技业务拖累了商户科技服务，致使科技服务收入下降。另外，2022 年公司营业外支出 13.96 亿元，主要系公司收单业务中存在部分标准类商户交易使用优惠类商户交易费率上送清算网络，公司按照相关协议将涉及资金退还至待处理账户，鉴于该事项很可能形成损失，对此，基于谨慎性原则，公司将所涉及资金进行了适当的会计处理，冲减 2022 年当期损益，导致归母净利润大幅下降。

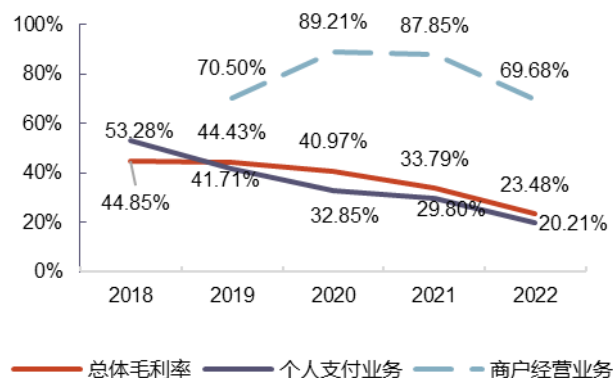
2018-2022 年，公司总体毛利率有所下滑，分别为 45%、44%、41%、34%、23%，主要受支付业务毛利率下滑影响。

图 36：2022 年拉卡拉归母净利润由盈利转为亏损



资料来源：wind，光大证券研究所

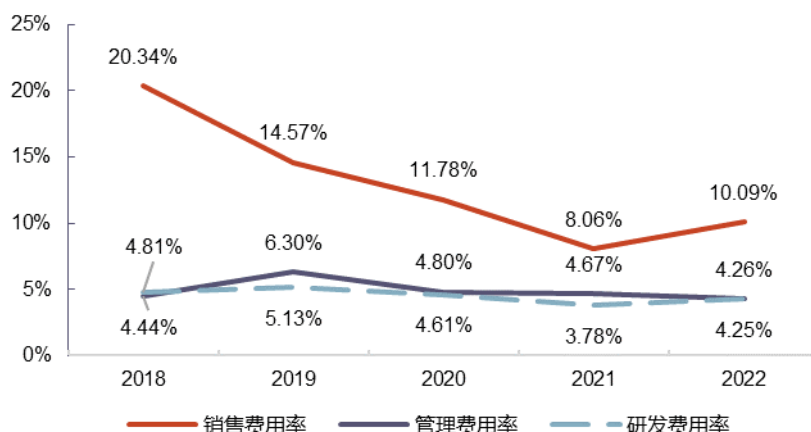
图 37：2018 年以来拉卡拉总体毛利率有所下降



资料来源：wind，光大证券研究所

2018-2022 年公司销售费用率大幅下降，管理费用率与研发费用率稳中有降。2018-2022 年销售费用率从 20.3% 下降到 10.1%，2018-2022 年管理费用率分别为 4.4%、6.3%、4.8%、4.7%、4.3%，研发费用率分别为 4.8%、5.1%、4.6%、3.8%、4.3%，管理费用率和研发费用率稳中有降。

图 38：拉卡拉销售费用率整体呈下降趋势，管理与研发费用率稳中有降



资料来源：wind，光大证券研究所

关键假设

【营业收入】

分业务收入预测如下：

1、个人支付业务：（1）支付交易规模：2022 年公司活跃商户减少，支付交易规模下降，支付业务收入减少，2023 年我国经济企稳回升，居民们消费信心有望逐步恢复，支付产业有望呈现增长恢复、转型提速、结构优化的发展态势，公司支付交易规模有望逐步回暖，预测 23-25 年公司支付交易规模分别为 4.97/5.42/5.90 万亿元，同比增速分别为 10.0%/9.1%/8.8%。（2）take rate：20-22 年公司个人支付业务 take rate 分别为 10.7/11.3/10.1 个基点，22 年 take rate 有所下滑，考虑到目前行业上调费率已是大势所趋，部分第三方支付公司已上调费率至 1%或以上，参照移卡，其 2021 年收单业务 take rate 为 10.7 个基点，2022 年提升到 12.3 个基点，我们预测 23-25 年公司 take rate 分别为 12.4/13.6/14.6 个基点。据此我们预测个人支付业务 23-25 年营收增速分别为 42.3%/19.0%/16.3%。

2、商户经营业务：2022 年公司“支付+”行业数字解决方案收入同比增长 126%，主要系云收单业务以及拓客 SaaS 平台收入增长所致，预测 23-25 年 IT 科技服务收入增速分别为 30%/25%/20%；公司金融科技业务收入同比减少了 45%，主要因受外部环境不利影响，公司服务的商户向银行新增贷款规模下降，随着经济企稳回升，新增贷款规模有望提升，预测 23-25 年公司金融科技服务收入增速分别为 6%/5%/4%。据此我们预测 23-25 年公司商户经营业务营收增速分别为 10.5%/9.8%/8.7%。

3、其他业务：公司其他与支付相关的支持性业务，将随着主营业务收入的增长而增长，预测 23-25 年增速分别为 7.0%/5.0%/3.0%。

【毛利率及费用率】

1、毛利率：2022 年在支付业务收入下降的情况下，公司继续保持对渠道的扶持让利政策，专业化服务费维持在较高水平，导致支付业务毛利率下降。随着数字经济深入发展，支付机构经营范围将在数字技术加持下向商家的经营场景纵向扩展，“支付+”解决方案渗透率将不断提高，支付机构有望在支付服务收入之外开启第二增长曲线，行业竞争有望从“拼价格”向“拼数字化服务能力”转变，行业毛利水平有望触底回升。随着费率回归上涨周期，以及线下消费经济复苏，公司对渠道的扶持让利政策较少，我们预测 23-25 年公司个人支付业务的毛利率分别为 26.6%/27.3%/28.0%。随着“支付+”解决方案中商户规模的不断扩大，我们预测商户经营业务的毛利率水平有望进一步提升，23-25 年毛利率分别为 71.7%/72.2%/72.7%。我们预测 23-25 年公司整体毛利率水平分别为 28.6%/29.2%/29.7%。

2、期间费用率：

(1) 销售费用率：近几年公司销售费用率呈逐年下降趋势，2022 年受营收下降的影响，销售费用率有所上升，未来随着营收规模的扩大，销售费用率有望进一步下降，预测 23-25 年销售费用率分别为 9.69%/9.29%/8.89%。

(2) 管理费用率：近几年公司管理费用率呈逐年下降趋势，未来随着营收规模的扩大，管理费用率有望进一步下降，预测 23-25 年管理费用率分别为 4.06%/3.96%/3.86%。

(3) 研发费用率：近几年公司研发费用率呈逐年下降趋势，2022 年受营收下降的影响，研发费用率有所上升，未来随着营收规模的扩大，研发费用率有望进一步下降，预测 23-25 年研发费用率分别为 4.05%/3.95%/3.85%。

盈利预测

预测 2023-2025 年公司营收分别为 74.0/87.0/100.2 亿元，同比增速分别为 37.2%/17.6%/15.2%；归母净利润分别为 7.03/9.16/11.56 亿元，同比增速分别为 NA/30.2%/26.1%；对应 EPS 分别为 0.88/1.15/1.44 元。

表 13：拉卡拉分业务盈利预测

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	百万元	6,618.31	5,394.19	7,400.84	8,703.66	10,022.43
同比增速	%	18.98%	-18.50%	37.20%	17.60%	15.15%
个人支付业务	百万元	5,807.38	4,581.07	6,518.70	7,759.21	9,025.88
同比增速	%	24.48%	-21.12%	42.30%	19.03%	16.32%
商户经营业务	百万元	372.96	341.60	377.62	414.70	450.90
同比增速	%	-41.57%	-8.41%	10.54%	9.82%	8.73%
其他业务	百万元	437.97	471.52	504.53	529.75	545.65
同比增速	%	69.37%	7.66%	7.00%	5.00%	3.00%
毛利率	%	33.73%	23.56%	28.64%	29.17%	29.73%
个人支付业务	%	29.80%	20.21%	26.61%	27.31%	28.01%
商户经营业务	%	87.85%	69.68%	71.68%	72.18%	72.68%
其他业务	%	39.72%	22.67%	22.67%	22.67%	22.67%
期间费用率	%	15.89%	18.26%	17.66%	17.26%	16.86%
销售费用率	%	8.06%	10.09%	9.69%	9.29%	8.89%
管理费用率	%	4.67%	4.26%	4.06%	3.96%	3.86%
研发费用率	%	3.78%	4.25%	4.05%	3.95%	3.85%
财务费用率	%	-0.62%	-0.62%	-0.34%	-0.14%	0.06%

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	百万元	1082.58	-1437.12	703.44	916.20	1155.77
归母净利润增长率	%	16.3%	-232.7%	NA	30.2%	26.1%
销售净利率	%	16.4%	-26.6%	9.5%	10.5%	11.5%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

估值分析

基于公司的业务结构，选取新大陆、新国都、移卡作为可比公司，2023、2024、2025 年可比公司 PE 平均值分别为 22x、17x、13x。纵向对比看，2023、2024、2025 年拉卡拉 PE 分别为 21x、16x、13x，参考公司疫情前（2019 年）PE 估值水平，约 25-45x，当前估值低于疫情前估值水平。

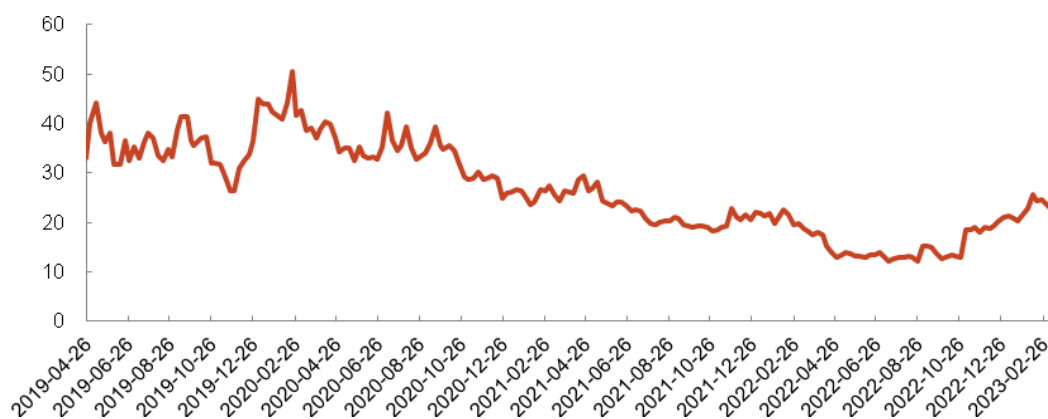
表 14：拉卡拉——可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票简称	收盘价（元）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300130.SZ	新国都	25.98	133	0.45	4.89	6.45	8.60	297	27	21	15
000997.SZ	新大陆	19.22	198	-3.82	10.05	12.74	15.66	NA	20	16	13
9923.HK	移卡	18.86	84	1.54	4.10	5.63	7.35	55	20	15	11
	平均值							176	22	17	13
300773.SZ	拉卡拉	18.23	146	-14.37	7.03	9.16	11.56	NA	21	16	13

资料来源：wind，新大陆、新国都、移卡 2023、2024、2025 年归母净利润为 wind 一致预期；拉卡拉 2023、2024、2025 年归母净利润为光大证券研究所预测

注：收盘价和市值日期为 2023 年 6 月 5 日，汇率按 1HKD=0.90584CNY 换算

图 39：拉卡拉疫情前（2019 年）PE-TTM 估值水平约 25-45x



资料来源：wind，光大证券研究所

投资建议

随着疫后复苏，交易流水上升，叠加收单费率重回上涨周期，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.03/9.16/11.56 亿元，同比增速分别为 NA/30.2%/26.1%；对应 EPS 分别为 0.88/1.15/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 21x/16x/13x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：收单费率上涨不及预期，交易流水增长不及预期。

表 15：拉卡拉盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,618	5,394	7,401	8,704	10,022

营业收入增长率	18.98%	-18.50%	37.20%	17.60%	15.15%
净利润（百万元）	1,082.58	-1,437.12	703.44	916.20	1,155.77
净利润增长率	16.31%	-232.75%	NA	30.25%	26.15%
EPS（元）	1.35	-1.80	0.88	1.15	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.61%	-42.92%	17.36%	19.15%	20.27%
P/E	14	NA	21	16	13
P/B	3.1	4.4	3.6	3.1	2.6

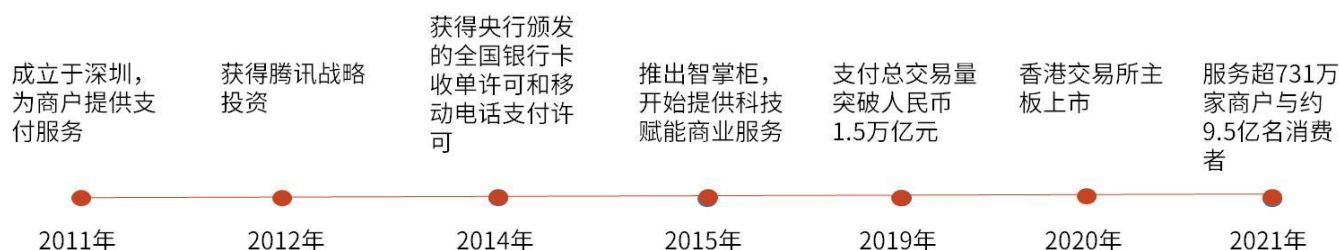
资料来源： ，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-06-05

5.4、 移卡（9923.HK）：费率稳步提升，总体毛利率水平有所回升

一站式支付费率稳步提升，到店电商净亏损大幅缩窄

深圳市移卡科技有限公司创立于 2011 年，2020 年 6 月在港交所上市，是一家以支付为基础的科技平台，通过二维码及银行卡等不同种类的支付服务无缝连接商户与消费者，并以此为基础，提供包括 SaaS 数字化解决方案、精准营销服务及金融科技服务等在内的商户解决方案。公司于 2020 年 12 月推出到店电商服务，为消费者提供一站式的超值本地生活服务。公司业务包括一站式支付服务、商户解决方案、到店电商服务。

图 40：移卡科技发展历程

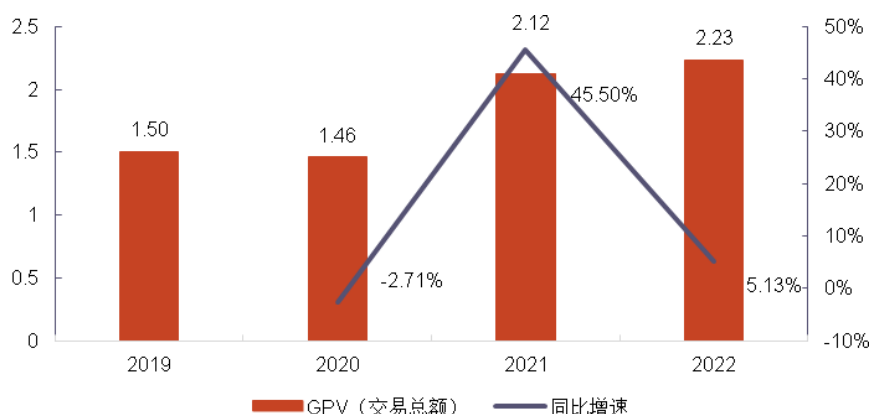


资料来源：移卡官网，光大证券研究所

1、一站式支付服务

一站式支付业务中，移卡流水和费率稳步提升。（1）公司费率由 2021 年的 10.7 个基点，上升至 2022 年的 12.3 基点。（2）2022 年公司处理的 GPV（总支付交易量）达到 2.23 万亿元，同比增长 5.1%。根据易观分析发布的《2021 年中国产业支付专题分析》报告，按综合能力（包括交易规模及所服务商户数目）计，移卡位居中国非银行独立二维码支付服务市场第一位。

图 41：2022 年移卡处理的 GPV 达 2.23 万亿元，同比增长 5.1%



资料来源：移卡公告，光大证券研究所

2、商户解决方案

解决方案商户数量超百万。截至 2022 年年底，公司商户解决方案的商户数量超 120 万家。

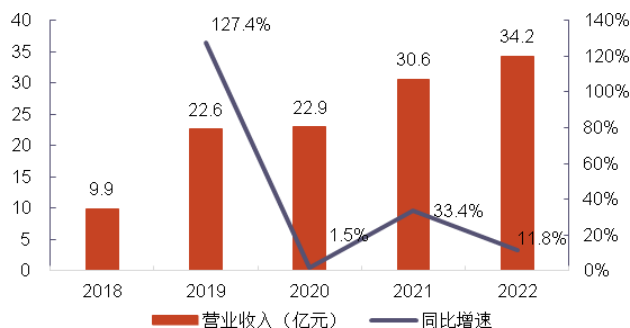
3、到店电商服务

GMV 总额快速增长，净亏损大幅收窄。2022 年到店电商服务的 GMV 超 33 亿元，同比增长 733.1%。到店商户净亏损于 2022 年下半年大幅收窄至 0.52 亿元，较 2022 年上半年减少 67.4%。

营收稳步增长，2022 年毛利率有所回升

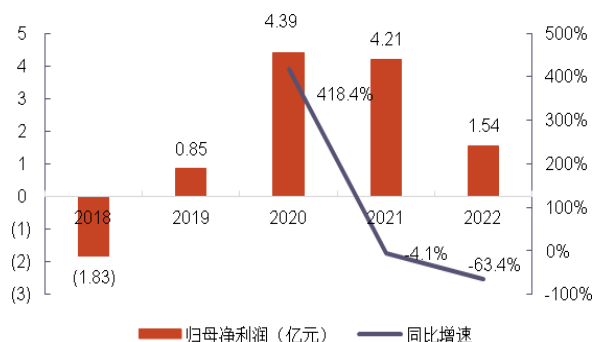
公司收入稳步增长，支付业务营收占比提升。2022 年公司营收 34.2 亿元，同比增长 11.8%，营收稳健增长。从收入结构来看，2022 年一站式支付服务营收 27.5 亿元，同比增长 21.4%，营收占比 80.6%，较 2021 年增加 6.4 个百分点。2022 年移卡归母净利润 1.54 亿元，同比下降 63.4%，主要是由于到店电商服务的持续投入，以及于 2021 年出售智掌柜 60% 股权的非经常性收益 3.32 亿元所致。

图 42：移卡营收稳步增长



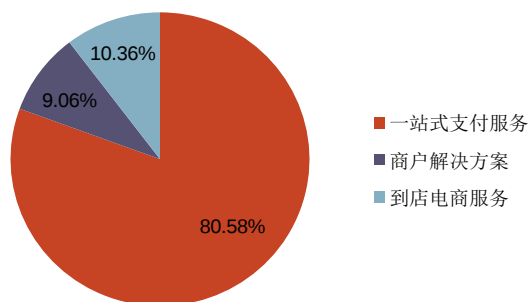
资料来源：，光大证券研究所

图 43：2022 年移卡归母净利润 1.54 亿元，同比下降 63.4%



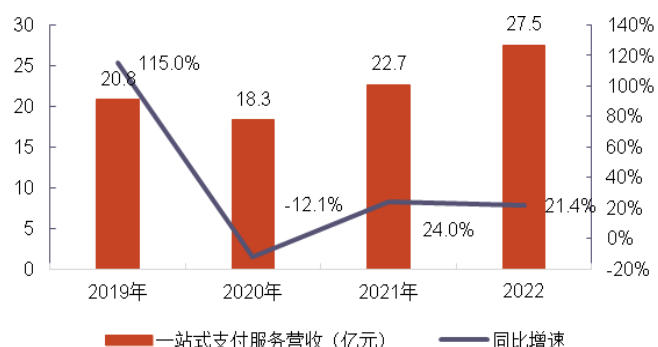
资料来源：，光大证券研究所

图 44：2022 年移卡一站式支付服务营收占比 81%



资料来源：，光大证券研究所

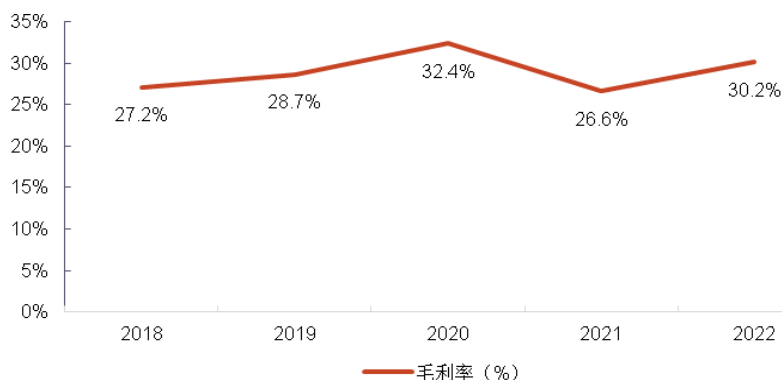
图 45：2022 年移卡支付业务营收 27.5 亿元，同比增长 21%



资料来源：，光大证券研究所

公司毛利率水平总体稳中有升。2018 年以来，公司毛利率均保持在 25% 以上，2022 年公司毛利率为 30.2%，有所回升，是由于公司三大业务线的毛利率均上升所致。

图 46：2022 年移卡毛利率为 30.2%，相比 2021 年增加 3.5 个百分点



资料来源：，光大证券研究所

关键假设

【营业收入】

分业务收入预测如下：

1、一站式支付服务：（1）随着线下消费逐步恢复，2023 年 1 月和 2 月，公司的总支付交易量（GPV）分别同比增长了 9.8% 及 34.1%。基于线下消费经济的恢复以及公司加强商户端拓展的战略，预计 GPV 有望进一步增加，预测 23-25 年公司 GPV 分别为 2.87/3.50/4.18 万亿元，同比增速分别为 29%/22%/19%。

（2）take rate：20-22 年公司一站式支付服务 take rate 分别为 12.5/10.7/12.3 个基点，22 年 take rate 相比 21 年增加 1.6 个基点，考虑到目前行业上调费率已是大势所趋，部分第三方支付公司已上调费率至 1% 或以上，我们预测公司 23-25 年 take rate 分别为 14.4/15.4/16.1 个基点。据此我们预测一站式支付服务业务 23-25 年营收增速分别为 50.6%/30.5%/24.8%。

2、商户解决方案：20-22 年公司商户解决方案收入增速分别为 162%/39%/-52%，2022 年公司除广泛覆盖 300 个城市的核心中小型商户外，公司也将覆盖范围延伸至大中型商户及垂类品牌领导者。20-22 年活跃商户数目分别为 0.9/1.38/1.2 百万名商户数，21-22 年活跃商户数目的同比增速分别为 53.3%/-13.0%，随着疫后复苏、公司产品创新，我们预计商户解决方案的用户规模将逐渐恢复，预测 23-25 年商户数目分别为 1.26/1.31/1.35 百万名，同比增速分别为 5%/4%/3%。预测 23-25 年商户解决方案营收增速分别为 5%/4%/3%。

3、到店电商服务：目前公司到店电商服务处于快速增长阶段，2021 年公司 GMV3.98 亿元，2022 年总 GMV 超 33 亿元，同比增长 733.1%，到店电商服务 2022 年下半年净亏损较上半年大幅收窄。到店电商是万亿元的市场，公司具有多样化的商户资源、多渠道销售能力、内容创作能力，并且与抖音、快手及高德地图等流量平台合作，公司作为行业领先者正在逐步建立竞争优势，预测 23-25 年公司 GMV 分别为 48/66/89 亿元，同比增速分别为 44%/39%/34%，预测 23-25 年到店电商营收增速分别为 44.2%/39.1%/33.9%。

【毛利率及费用率】

1、毛利率：

(1) 一站式支付服务：毛利率由 2021 年的 16.7%增加至 2022 年的 19.3%，主要由于公司的 take rate 由 2021 年的 10.7 个基点提升至 2022 年的 12.3 个基点。未来随着费率回归上涨周期，一站式支付毛利率有望持续提升，2023 年考虑到公司将加大对渠道补贴，进一步拓展商户数量，预计 2023 年毛利率将保持平稳，预测 23-25 年一站式支付服务毛利率分别为 19.3%/20.8%/21.5%。

(2) 商户解决方案：2022 年商户解决方案的商户数目超过 1.2 百万，随着经济恢复，公司于 2022 年推出的折扣收费政策将逐步缩减，预计毛利率水平将进一步提升，预测 23-25 年商户解决方案的毛利率分别为 84.2%/84.3%/84.4%。

(3) 到店电商服务：毛利率由 2021 年的 35.9%提升至 2022 年的 67.3%，主要由于公司强大的商户供给和品牌知名度，提升了议价能力，支付给 KOL 的佣金减少所致。同时，公司的 AI Lab 已经在 AI 生成内容产品应用的基础上测试更广泛的 AI 能力，公司已开发超过 10 种功能的 AI 工具，通过 AI 文案生成工具和 AI 云剪辑工具自动生成推广文案和短视频，效率分别提升了 30%和 70%，有效降低了制作成本，预计未来公司毛利率水平有望进一步提升，预测 23-25 年到店电商毛利率分别为 67.6%/67.9%/68.2%。

2、期间费用率：

(1) 销售费用率：2022 年公司销售费用同比增长 49.1%，销售费用率为 11.3%，主要由于快速增长导致外包服务费用增加，2023 年公司将进一步加强费用控制，提升效率，并且随着营收规模扩大，销售费用率有望逐步降低，预测 23-25 年销售费用率分别为 8.0%/7.8%/7.6%。

(2) 管理费用率：2022 年公司行政开支同比增长 19.9%，管理费用率为 9.4%，主要由于员工人数增加以及 2021 年 10 月收购鼎鼎文化旅遊（成都）有限公司后外包劳动成本增加所致。2023 年公司将进一步加强费用控制，提升效率，并且随着营收规模扩大，管理费用率有望逐步降低，预测 23-25 年管理费用率分别为 7.0%/6.8%/6.6%。

(3) 研发费用率：2022 年公司研发开支同比增长 12.4%，研发费用率为 7.9%，主要由于公司对新业务及产品的开发，2023 年公司将进一步加强费用控制，提升效率，并且随着营收规模扩大，研发费用率有望逐步降低，预测 23-25 年研发费用率分别为 5.8%/5.7%/5.6%。

盈利预测

预测 2023-2025 年公司营收分别为 49.8/64.6/80.5 亿元，营收增速分别为 45.8%/29.6%/24.6%；归母净利润分别为 4.11/5.79/7.48 亿元，同比增速分别为 167.2%/40.8%/29.2%；对应 EPS 分别为 0.92/1.30/1.68 元。

表 16：移卡分业务盈利预测

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	百万元	3,058.63	3,418.03	4,983.68	6,459.07	8,049.14
同比增速	%	33.40%	11.75%	45.81%	29.60%	24.62%
一站式支付服务	百万元	2,268.27	2,754.25	4,147.86	5,410.78	6,749.93
同比增速	%	23.99%	21.43%	50.60%	30.45%	24.75%
商户解决方案	百万元	642.16	309.56	325.04	338.04	348.18
同比增速	%	38.55%	-51.79%	5.00%	4.00%	3.00%
到店电商服务	百万元	148.21	354.22	510.79	710.25	951.02
同比增速	%		139.00%	44.20%	39.05%	33.90%
毛利率	%	26.63%	30.16%	28.50%	29.32%	29.76%
一站式支付服务	%	16.73%	19.33%	19.33%	20.83%	21.53%
商户解决方案	%	59.47%	84.10%	84.20%	84.30%	84.40%
到店电商服务	%	35.88%	67.26%	67.56%	67.86%	68.16%
期间费用率	%	25.70%	30.19%	21.93%	21.20%	20.52%
销售费用率	%	8.47%	11.31%	8.01%	7.81%	7.61%
管理费用率	%	8.80%	9.44%	7.04%	6.84%	6.64%
研发费用率	%	7.86%	7.91%	5.81%	5.71%	5.61%
财务费用率	%	0.56%	1.53%	1.86%	0.77%	-2.72%
归母净利润	百万元	420.93	153.92	411.31	578.97	747.77
归母净利润增长率	%	-4.1%	-63.4%	167.2%	40.8%	29.2%
销售净利率	%	13.8%	4.5%	8.3%	9.0%	9.3%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

估值分析

基于公司的业务结构，选取拉卡拉、新国都、新大陆作为可比公司，2023、2024、2025 年可比公司 PE 平均值分别为 21x、16x、13x，移卡分别为 20x、15x、11x，目前公司到店电商服务处于快速增长阶段，到店电商是万亿元的市场，看好公司作为行业领先者正在逐步建立竞争优势。

表 17：移卡——可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300130.SZ	新国都	25.98	133	0.45	4.89	6.45	8.60	297	27	21	15
300773.SZ	拉卡拉	18.23	146	-14.37	8.86	11.50	14.73	NA	16	13	10
000997.SZ	新大陆	19.22	198	-3.82	10.05	12.74	15.66	NA	20	16	13
	平均值							297	21	16	13
9923.HK	移卡	18.86	84	1.54	4.11	5.79	7.48	55	20	15	11

资料来源：wind，拉卡拉、新国都、新大陆 2023、2024、2025 年归母净利润为 wind 一致预期；移卡 2023、2024、2025 年归母净利润为光大证券研究所预测

注：收盘价和市值日期为 2023 年 6 月 5 日，汇率按 1HKD=0.90584CNY 换算

投资建议

随着疫后复苏，交易流水上升、收单费率重回上涨周期，以及公司商户解决方案用户规模逐步恢复、到店电商 GMV 的逐步增长，我们预测 2023-2025 年公司营收分别为 49.8/64.6/80.5 亿元，同比增速分别为 45.8%/29.6%/24.6%；归母净

利润分别为 4.11/5.79/7.48 亿元，同比增速分别为 167.2%/40.8%/29.2%；对应 EPS 分别为 0.92/1.30/1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 20x/15x/11x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：收单费率上涨不及预期，交易流水增长不及预期，商户规模恢复不及预期。

表 18：移卡盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,059	3,418	4,984	6,459	8,049
营业收入增长率	33.40%	11.75%	45.81%	29.60%	24.62%
净利润（百万元）	421	154	411	579	748
净利润增长率	-4.09%	-63.43%	167.22%	40.76%	29.16%
EPS（元）	0.93	0.34	0.92	1.30	1.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.92%	5.56%	12.93%	15.85%	17.59%
P/E	20	55	20	15	11

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-06-05，2021/2022/当前总股本分别为 4.52/4.47/4.46 亿股
 注：汇率按 1HKD=0.90584CNY 换算

6、风险分析

1、行业政策风险

电子支付服务业务主体、业务全流程一直以来都是行业监管的重点监控范围。若第三方支付公司无法取得相关业务经营资质，可能会对经营造成不利影响。3 月 10 日新国都发布公告，前期子公司嘉联支付续展《支付业务许可证》的申请被中止，现因行政许可中止审查的相关情形已消失，根据《中国人民银行行政许可实施办法》第二十四条第二款之规定，中国人民银行于 2023 年 3 月 6 日恢复对嘉联支付申请续展《支付业务许可证》的审查。如果嘉联支付《支付业务许可证》无法成功续展，可能会对公司经营业务产生一定影响。

2、费率上涨不及预期

费率上涨给第三方支付公司带来的利润弹性空间大，若费率上涨不及预期，第三方支付公司的营收、净利润将受到影响。

3、交易流水增长不及预期

当前移动支付对于小额高频场景渗透率已处于较高水平，下沉市场发展不及预期、场景固化等因素影响，交易流水增速可能放缓，从而影响第三方支付公司收单业务的营收增长。

4、市场竞争加剧

第三方支付机构对商户的服务趋于同质化、单一化，可能导致市场竞争加剧。

表 19：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	本次	变动
300130.SZ	新国都	25.98	0.09	1.27	1.69	291	20	15	买入	首次
000997.SZ	新大陆	19.22	-0.37	0.92	1.21	NA	21	16	买入	首次
300773.SZ	拉卡拉	18.23	-1.80	0.88	1.15	NA	21	16	买入	首次
9923.HK	移卡	18.86	0.34	0.92	1.30	55	20	15	买入	首次

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-06-05；汇率按 1HKD=0.90314CNY 换算

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP