

主题研究

第三方支付(1): 鼎足之下, 白银时代机遇何在?

观点聚焦

投资建议

第三方支付未来四年有望保持 27% 的中高速增长, 移动端 > PC 端 = 线下 POS 收单。互联网支付领域支付宝依然具备比较优势。在行业寡头竞争格局下, 我们更看好细分领域机会(如聚合支付/跨境支付), 首次覆盖新力金融给予中性评级, 建议关注蚂蚁金服、华峰超纤(聚合支付)、广博股份(跨境支付)。

理由

第三方支付流水维持中高速增长, 移动端 > PC 端 = POS 端。 我们看好第三方支付在消费理财需求旺盛、现金替代趋势加速、持续抢夺银行蛋糕下, 未来四年收单规模保持 27% 的中高速增长。扫码的出现使得移动支付不仅是线上 PC 端向 APP 端的延伸, 更打开数倍于线上的线下市场空间(消费品零售额线下 5 倍于线上)。

线上二人转、线下三人行, 支付宝/微信(银联商务)寡头竞争格局确立。 通过覆盖海量商户及用户形成网络效应、掌控多元化场景提升 C 端黏性、挖掘更多数据价值服务 B 端商户, 支付宝/微信代表的扫码支付在线下零售市场(线下占比~35%)推广迅猛, 银行系及银联商务代表的 POS 收单则在批发/房产/汽车等大额交易市场(占比~65%)维持领先优势。

线上支付领域, 支付宝依然有比较优势。 依托 B 端综合方案(金融服务+大数据营销+企业管理等)及 C 端征信产品(芝麻信用), 支付宝依然具有比较优势。并且由于消费有效支付笔数更多、单用户支付笔数更多、直营数据掌控更强等原因, 支付宝对用户画像刻画更准确。我们预计, 到 2020 年支付宝在互联网支付(PC+移动端)仍将占据 60% 的市场份额。

产业链重新分工, 中小玩家的利基市场或在聚合/跨境支付。 第三方支付产业链逐渐演变为: 账户(掌握用户的支付宝/微信)、受理(铺设器具的第三方支付/代理商)、转接(承担清算职能的银联/网联), 中小玩家依靠其市场推广及技术服务能力, 转型巨头的代理服务商能够分享移动支付的增长红利。在市场拓展方向上, 相比下沉(三四线城市及农村), 我们更看好出海(跨境支付)。

盈利预测与估值

我们首次覆盖新力金融给予中性评级(详见公司页)。关于新大陆、海立美达、华峰超纤等公司转型支付并探索模式升级的研究可参考《第三方支付(2): 从工具到流量, 打造商户增值平台》。

风险

费率下行超预期、市场竞争加剧。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2017E	2018E
石基信息-A	确信买入	37.40	58.4	53.4
海立美达-A	* 推荐	36.18	38.4	30.1
新大陆-A	推荐	25.00	32.6	38.8
华峰超纤-A	* 中性	27.15	74.8	58.1
新力金融-A	* 中性	33.32	35.6	30.4

主要涉及行业	金融 科技
--------	----------

相关研究报告

- 友邦保险-H | 推荐: 短期交易业绩, 中期配置获利 (2017.02.17)
- 农业银行-H | 流动性趋紧时的最大受益者, 纳入 ABC-H 至确信买入 (2017.02.15)
- 银行, 香港银行 | 更多的项目储备, A 股重点推荐南京/江苏银行组合 (2017.02.13)
- 银行 | 小微领域信贷投放或增加 (2017.02.13)
- 同花顺-A | 高基数引发的“幸福烦恼”: 17 年业绩不确定性增加 (2017.02.10)
- 金融 | 金融策略(5): 守住金融心不慌, 港银上车正当时 (2017.02.09)

资料来源: 万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

黄洁

分析员
anson.huang@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080516060005
SFC CE Ref: AZX967

卢婷

分析员
ting.lu@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080513090003
SFC CE Ref: BCG257

姚泽宇

联系人
zeyu.yao@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S0080116080002
SFC CE Ref: BJJ003

白永章

联系人
yongzhang.bai@cicc.com.cn
SAC 执业编号: S00801160600038



目录

#1 未来增长在哪里？移动端 > PC 端 = POS 端	4
#2 支付是个大蛋糕？银行/银联说是，第三方说不是.....	8
#3 费率是否还有下行空间？有，但已经不大	11
#4 如果有下一个支付宝/微信支付，会是百度、京东，还是小米、美团？没有如果.....	14
#5 互联网巨头是否能像线上一样统治线下？不会，未来三足鼎立	17
#6 支付宝/微信谁的空间更大？大概率是支付宝	20
#7 移动浪潮下谁最受益？聚合支付顺势崛起	24
#8 新市场开拓看好下沉还是出海？掘金跨境支付	26
#9 大多数人都亏损的牌照为何值钱？巨头可以将其变废为宝.....	28
#10 线上版银联的成立冲击二人转格局？并不会.....	31

图表

图表 1: 第三方支付市场数据概览.....	4
图表 2: 第三方支付线下 POS 收单规模测算	4
图表 3: 第三方互联网支付交易规模测算.....	5
图表 4: 现金及支票逐步被替代	6
图表 5: 2015 年全球人均银行卡数量对比.....	6
图表 6: 线上零售额占比不断提升.....	6
图表 7:其中移动端渗透率继续增长.....	6
图表 8: 互联网经济中移动端 ARPU 值赶超 PC 端.....	7
图表 9: 一二线城市 POS 机铺设已趋饱和	7
图表 10: 银行卡消费受宏观环境和移动支付冲击较大.....	7
图表 11: 支付公司对未来线下流水增速保持相对谨慎.....	7
图表 12: 线下跨行 POS 收单市场产业链分润.....	8
图表 13: 互联网支付市场产业链分润	8
图表 14: 线上线下收单金额 Top10 中第三方占据四席	10
图表 15: 线下收单市场中第三方支付赶超银行系	10
图表 16: 线下第三方 POS 收单中银联商务一家独大.....	10
图表 17: 银联商务业绩高速增长.....	10
图表 18: 互联网支付市场被支付宝、财付通两大巨头垄断	10
图表 19: 96 费改下收单服务费明确施行市场调节价	11
图表 20: 96 费改后银行系收单费率	12
图表 21: 下沉带来单商户 POS 机季度流量持续下行.....	12
图表 22: 社会零售总额中银行卡消费占比已处于高位.....	12
图表 23: 中美传统 POS 银行卡收单商户费率拆分	13
图表 24: 拟登陆资本市场支付公司对费率展望为缓慢下滑	13
图表 25: 淘宝/支付宝用户数情况	14
图表 26: 微信基于关系链拓展支付	14
图表 27: BAT 占据移动端 71% 的时间.....	15
图表 28: 电商、打车、外卖为频次最高的三大场景	15
图表 29: 依靠百度糯米/外卖场景百度钱包用户增长.....	15
图表 30: 打造入口级支付 APP 之路已经基本堵塞.....	15
图表 31: 微信/支付宝 APP 内嵌场景对比	16
图表 32: 主要支付工具绑定的现金管理工具规模对比.....	16



图表 33: Square 在支付之外提供金融+营销增值服务	16
图表 34: 线上线下收单行业分布迥异	17
图表 35: 银行系很难把握 C 端用户体验	18
图表 36: 户均交易流水对比	18
图表 37: 支付宝商超行业解决方案	18
图表 38: 支付宝/财付通市场份额对比	20
图表 39: 微信支付通过打车补贴及红包获得大量用户	20
图表 40: 腾讯备付金高速增长	20
图表 41: 支付宝使用频次持续提升中	21
图表 42: 支付宝属于用户使用频次较高的工具型应用	21
图表 43: 越来越多的用户在多场景使用蚂蚁金服的服务	21
图表 44: 支付宝技术处理能力领先全球	21
图表 45: 阿里构建的商业基础设施	22
图表 46: 腾讯构建的娱乐生态及对外布局	22
图表 47: 聚合支付解决商户痛点, 提供多种接入方式	24
图表 48: 威富通受理机构模式	25
图表 49: 威富通银行模式	25
图表 50: 银行模式下的资金清分流程	25
图表 51: 威富通为客户提供综合服务方案	25
图表 52: 第三方支付跨境支付交易爆发性增长	26
图表 53: 跨境互联网支付交易金额中亚洲占比最高	26
图表 54: 第三方跨境支付公司比较优势明显	27
图表 55: 监管政策利好第三方支付	27
图表 56: 购付汇 vs. 收结汇业务流程	27
图表 57: 2016 年以来支付牌照收购案频发	28
图表 58: 第三方支付牌照分布	29
图表 59: 仅 23 家同时拥有全国范围银行卡收单+互联网支付+移动支付三张牌照	29
图表 60: POS 收单业务量区间分布	29
图表 61: 互联网支付业务量区间分布	29
图表 62: 上市互联网公司互联网金融业务拓展及持牌情况	30
图表 63: 传统线下收单的“四方模式”——商户、发卡行、收单机构、清算组织	31
图表 64: 第三方支付直连银行的“三方模式”——商户、发卡行、支付机构	31



#1 未来增长在哪里？移动端>PC端=POS端

我们测算2016年第三方支付整体交易规模(线下POS流水+线上交易规模)同比增长73%至87万亿元,其中:(1)线下POS收单流水增长54%至22万亿元,占整体比重~25%;(2)互联网支付金额(消费之外亦包含金融产品购买/转账等)增长81%至65万亿元,占整体比重~75%,其中PC端/移动端各占29%/71%、分别增长36%/110%。

我们预计第三方支付整体交易规模在未来四年仍将保持中高速增长(16~20e CAGR 27.1%),其中互联网移动端(33.0%)>互联网PC端(19.4%)=线下POS收单(19.2%),而垂直领域中扫码支付、跨境支付料将迎来远超行业平均的增长。

图表1: 第三方支付市场数据概览

第三方支付市场数据一览(万亿元)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	13-16 CAGR	16-20 CAGR
第三方支付交易规模合计(线下POS+互联网支付)	13	26	50	87	121	155	190	228	86.9%	27.1%
同比增速	n.a.	94%	94%	73%	38%	29%	23%	20%		
——线下POS流水	6	9	14	22	29	36	41	45	52.8%	19.2%
同比增速	76%	40%	65%	54%	32%	21%	14%	10%		
线下占比	46%	34%	29%	25%	24%	23%	21%	20%		
——互联网支付金额(消费之外亦含转账/红包/金融理财等)	7	17	36	65	91	120	150	183	108.8%	29.5%
同比增速	80%	141%	108%	81%	40%	31%	25%	22%		
线上占比	54%	66%	71%	75%	76%	77%	79%	80%		
其中: PC端	6	9	14	19	24	30	34	39	47.2%	19.4%
同比增速	57%	51%	55%	36%	28%	21%	16%	13%		
占比	83%	52%	39%	29%	27%	25%	23%	21%		
其中: 移动端	1	8	22	46	67	90	116	144	238.4%	33.0%
同比增速	557%	592%	167%	110%	45%	35%	28%	25%		
占比	17%	48%	61%	71%	73%	75%	77%	79%		

资料来源: 中国人民银行, 支付清算协会, 易观智库, 中金公司研究部; *注: 所指第三方支付仅考虑银行卡POS收单、互联网PC端及移动端支付

图表2: 第三方支付线下POS收单规模测算

线下POS收单(万亿)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	13-16 CAGR	16-20 CAGR	备注
银行卡消费业务金额	32	42	55	56	59	61	64	66	20.8%	4.3%	----->通过银行卡及卡均消费金额预测
同比增速	52.8%	33.1%	29.8%	2.0%	4.7%	4.4%	4.1%	4.0%			
银行卡卡均消费金额(元)	8,216	9,263	10,599	9,624	8,951	8,503	8,205	8,029			----->加权平均测算口径
同比增速	39.4%	12.7%	14.4%	-9.2%	-7.0%	-5.0%	-3.5%	-2.2%			
银行卡数合计(亿)	42.1	49.4	54.4	62.2	69.1	75.2	80.5	85.0	13.8%	8.1%	----->在用银行卡口径
人口总数(亿)	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6			
人均银行卡合计(张)	3.10	3.63	4.00	4.57	5.08	5.53	5.92	6.25			
其中: 人均借记卡(张)	2.81	3.29	3.68	4.18	4.63	5.03	5.38	5.68			----->美国人均借记卡0.95张
增加值	0.46	0.48	0.39	0.50	0.45	0.40	0.35	0.30			
其中: 人均信用卡(张)	0.29	0.33	0.32	0.39	0.45	0.50	0.54	0.57			----->美国人均信用卡2.97张
增加值	0.04	0.05	-0.02	0.07	0.06	0.05	0.04	0.03			
——社会消费品零售部分	12	13	14	16	18	20	23	25	11.9%	11.8%	----->在用银行卡口径
占银行卡消费金额比重	36%	31%	26%	29%	31%	33%	35%	38%			
同比增速	23.5%	12.6%	11.3%	11.7%	12.4%	12.0%	11.6%	11.2%			
名义社会消费品零售总额	24	27	30	33	37	41	46	51	11.0%	11.2%	----->16-18为中金宏观组预测
同比增速	13.2%	12.0%	10.7%	10.5%	11.5%	11.3%	11.1%	11.0%			
银行卡渗透率	47.5%	47.7%	48.0%	48.5%	48.9%	49.2%	49.4%	49.5%			----->发达市场40-50%
提升值	4.0%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%			
——房地产/汽车销售及批发类交易部分	20	29	41	40	41	41	41	41	25.3%	0.8%	
占银行卡消费金额比重	64%	69%	74%	71%	69%	67%	65%	62%			
同比增速	76.6%	44.8%	37.9%	-1.5%	1.6%	1.1%	0.5%	0.0%			
银联POS刷卡交易金额	28	34	38	43	47	52	55	58	15.6%	7.9%	----->银联口径
同比增速	52.4%	23.0%	11.0%	13.2%	10.9%	9.0%	6.6%	5.2%			
占银行卡消费金额比重	87%	80%	69%	76%	81%	84%	86%	87%			
其中: 第三方支付POS收单金额	6	9	14	22	29	36	41	45	52.8%	19.2%	----->银联口径
同比增速	76.4%	40.2%	65.4%	54.0%	32.2%	21.3%	14.3%	10.2%			
线下收单市场中占比	22%	26%	38%	52%	62%	69%	74%	78%			
其中: 银行系跨行POS收单金额	21	25	23	20	18	16	14	13	-1.5%	-10.7%	----->银联口径
同比增速	46.7%	18.0%	-7.8%	-12.1%	-12.2%	-11.1%	-10.6%	-9.0%			
线下收单市场中占比	78%	74%	62%	48%	38%	31%	26%	23%			----->银行缩小战线

资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 支付清算协会, 易观智库, 中金公司研究部



图表3：第三方互联网支付交易规模测算

互联网支付(万亿)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	13-16 CAGR	16-20 CAGR	备注
互联网第三方支付交易金额	7	17	36	65	91	120	150	183	108.8%	29.5%	----->定义为PC端+移动端交易金额
其中：PC端交易金额	6	9	14	19	24	30	34	39	47.2%	19.4%	----->易观智库口径
占整体比重	83%	52%	39%	29%	27%	25%	23%	21%			
其中：移动端交易金额	1	8	22	46	67	90	116	144	238.4%	33.0%	----->支付清算协会口径
占整体比重	17%	48%	61%	71%	73%	75%	77%	79%			
vs. 移动端交易金额(易观披露口径)	1.3	8.0	16.4								----->易观智库口径
差异值(支付清算协会口径-易观口径)	-0.1	0.2	5.6								----->支付清算协会与易观智库口径之差 主要为遗漏统计的移动端金融产品购买及转账金额；将其按照90%/10%比例分别计入支付宝及财付通
交易金额	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	14-16 CAGR	16-20 CAGR	-----注：该部分因支付宝/财付通2013年数据缺失；故计算14-16复合增速
互联网支付合计	7	17	36	65	91	120	150	183	94.4%	29.5%	----->PC端+移动端交易金额
——支付宝	n.a.	11	23	40	55	72	89	110	92.8%	29.0%	
——财付通	n.a.	2	6	15	24	32	42	53	159.1%	36.4%	
其中：PC端	6	9	14	19	24	30	34	39	45.4%	19.4%	----->易观智库口径
——支付宝	n.a.	4	6	8	11	13	15	17	42.5%	18.8%	
——财付通	n.a.	2	3	3	4	5	6	7	44.5%	19.5%	
其中：移动端	1	8	22	46	67	90	116	144	136.6%	33.0%	----->基于支付清算协会数据调整易观口径
——支付宝	n.a.	7	17	31	44	59	75	93	118.6%	31.4%	
——财付通	n.a.	1	3	12	19	27	36	46	326.9%	40.3%	
同比增速	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E			
互联网支付合计	80%	141%	108%	81%	40%	31%	25%	22%			
——支付宝	n.a.	n.a.	117%	71%	37%	31%	25%	23%			
——财付通	n.a.	n.a.	145%	174%	57%	37%	30%	25%			
其中：PC端	57%	51%	55%	36%	28%	21%	16%	13%			
——支付宝	n.a.	n.a.	52%	34%	27%	20%	16%	13%			
——财付通	n.a.	n.a.	61%	30%	28%	21%	17%	13%			
其中：移动端	557%	592%	167%	110%	45%	35%	28%	25%			
——支付宝	n.a.	n.a.	158%	85%	40%	34%	27%	25%			
——财付通	n.a.	n.a.	356%	300%	65%	40%	32%	27%			
市场份额	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E			
互联网支付两巨头合计	n.a.	75%	80%	84%	86%	87%	88%	89%			----->马太效应愈发显著，支付宝/财付通市占率持续提升
——支付宝	n.a.	62%	64%	61%	60%	60%	60%	60%			
——财付通	n.a.	13%	15%	23%	26%	27%	28%	29%			
其中：PC端两巨头合计	n.a.	64%	63%	62%	61%	61%	61%	61%			----->PC端市场集中度有所下滑，中小玩家深耕垂直行业
——支付宝	n.a.	46%	45%	44%	44%	43%	43%	43%			
——财付通	n.a.	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%			
其中：移动端两巨头合计	n.a.	87%	91%	94%	95%	95%	96%	96%			----->移动端格局在微信支付市占率迅速提升后趋于平稳
——支付宝	n.a.	80%	77%	68%	66%	65%	65%	65%			
——财付通	n.a.	8%	13%	26%	29%	30%	31%	32%			

资料来源：中国人民银行，支付清算协会，易观智库，中金公司研究部

稳健增长的三大驱动力：消费理财需求旺盛+现金替代趋势加速+抢夺银行收单蛋糕

- 消费理财需求旺盛：**据中金宏观组预测，随着居民可支配收入占GDP比重持续增加、地产降温带来可选消费回升、房价上涨带来的财富效应继续提振消费，预计名义社会消费品零售总额16~18年复合增速达到11.4% (vs. 13~16e CAGR:11.0%)，驱动线上线下消费金额稳健增长；此外居民理财习惯逐渐养成，其中2015年互联网基金申购额同比增长~200%，在交易黏性驱动下未来几年料将保持稳健增长。
- 现金替代趋势加速：**随着收单基础设施的完善——受理端对商户覆盖率不断提升、发卡端银行卡数量持续提升/活跃度持续增长，我们预计未来第三方&银行卡支付对现金替代的趋势会愈发显著。根据凯捷(Capgemini)《2015年全球支付报告》，2014年全球非现金支付交易量增速8.9%，远高于3.4%的全球经济平均增速。



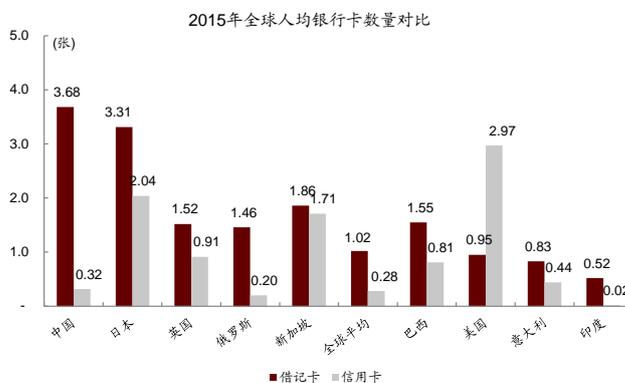
- ▶ **抢夺银行收单蛋糕：**基于产业链利润最丰厚环节集中在发卡行、线下铺设器具成本较高、大商户存贷款价值较高等考虑，我们认为银行系线下收单会收缩战线、聚焦服务大商户，使得线下收单市场中第三方支付市场份额将进一步提升。我们测算 2016 年线下跨行 POS 流水：第三方支付/银行系增速分别为(+54%)/(-12%)，两者市场份额 48%/52% (vs. 15 年 62%/38%)，第三方支付一举反超银行系。

图表 4：现金及支票逐步被替代



资料来源：Visa 报告，费城联邦储蓄银行，中金公司研究部

图表 5：2015 年全球人均银行卡数量对比

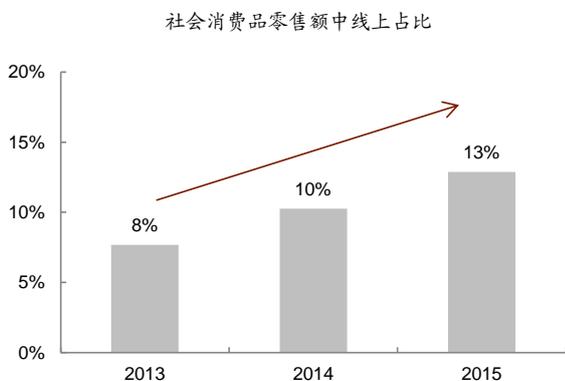


资料来源：中国人民银行，CPMI，中金公司研究部

结构分化的三大原因：网络经济渗透方向+支付方式迁移路径+费改下代理商倒戈

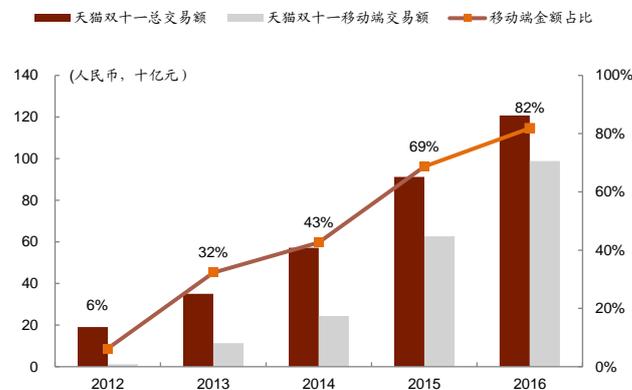
- ▶ **网络经济渗透方向：线下—>线上 PC 端—>线上移动端。** 1) 社会消费品零售额中网购占比及基金申购中在线购买占比提升显著；2) 网络经济中移动端占比持续攀升 (16 年双十一移动端交易额占比达到 82%)；3) 移动端新兴场景不断涌现带来增量，如打车、团购、外卖等高频 O2O 场景。
- ▶ **支付习惯迁移路径：现金—>有卡 (POS 刷卡) —>无卡 (扫码/NFC)。** 扫码支付使得移动支付不仅仅是由线上 PC 端向 APP 端延伸，更是彻底打破线上/线下收单边界，对线下 POS 收单形成冲击。扫码支付在小微商户中迅速推广，因为：1) 推广成本较低，C 端用户的习惯迁移推动更多商家使用二维码收单；2) 前置成本较低，二维码纸片替代几百块的收单机具；3) 抵达成本较低，商户能自主上网申请二维码收单。
- ▶ **费改下代理商倒戈：线下 POS 代理商—>扫码/聚合支付代理商。** 96 费改后竞争进一步加剧，使得线下收单代理商分润进一步下滑 (流水中返佣比例 <1‰)，许多代理商转向二维码怀抱 (~3‰)，可以预见的是移动支付对传统线下 POS 收单的分流效应在未来 2~3 年表现显著。

图表 6：线上零售额占比不断提升.....



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

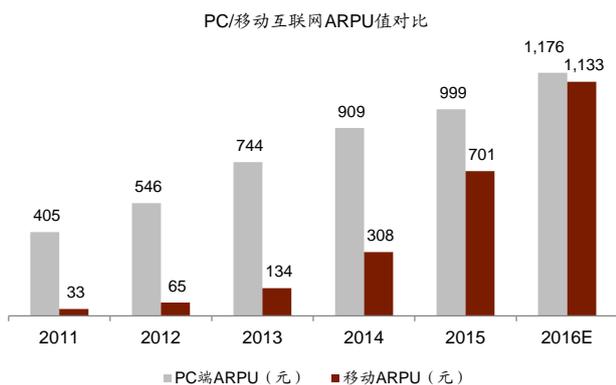
图表 7：.....其中移动端渗透率继续增长



资料来源：公司资料，中金公司研究部

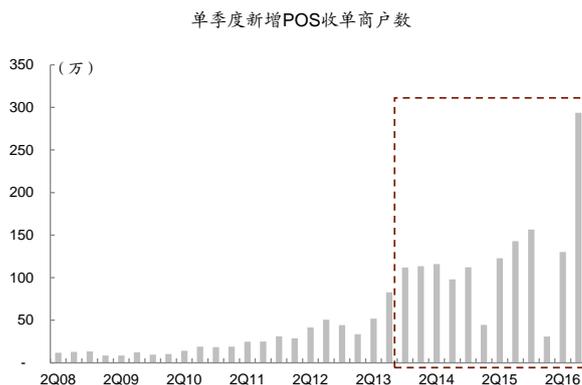


图表 8：互联网经济中移动端 ARPU 值赶超 PC 端



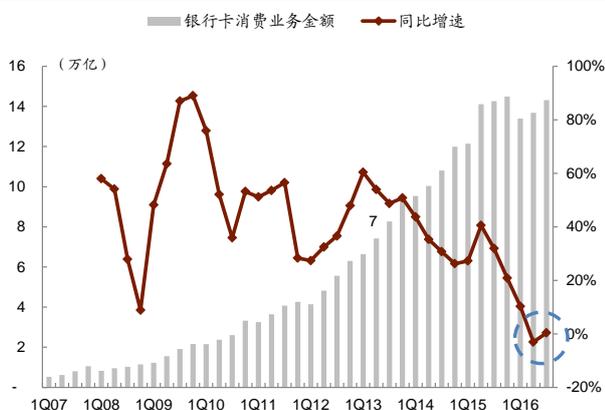
资料来源：艾瑞咨询，CNNIC，中金公司研究部；我们定义 ARPU 值=网络经济规模/网民人数

图表 9：一二线城市 POS 机铺设已趋饱和



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 10：银行卡消费受宏观环境和移动支付冲击较大



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 11：支付公司对未来线下流水增速保持相对谨慎

收购草案中对线下收单业务增速预测	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
海科融通	468%	71%	22%	15%	6%
拉卡拉	72%	63%	52%	26%	4%
联动优势	30%	22%	11%	7%	5%
德丰电子	47%	28%	30%	26%	32%
广东合力	n.a.	373%	30%	15%	10%
上海即富	90%	45%	37%	28%	18%
平均值	142%	100%	30%	19%	12%
中位值	72%	54%	30%	21%	8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



#2 支付是个大蛋糕？银行/银联说是，第三方说不是

基于“96费改”施行费率，我们测算2016年支付产业链中第三方支付机构净利润~90亿元（包括线下25亿元+线上65亿元）：（1）线下POS收单产业链产生~438亿元利润，其中商业银行、中国银联、第三方支付机构所分享净利润分别为371亿元、42亿元、25亿元，对应占比85%、9%、6%；（2）互联网支付（PC端+移动端）产业链中第三方支付机构净利润65亿元，商业银行则收取高达~436亿接口调用费。

图表 12：线下跨行 POS 收单市场产业链分润

线下POS收单市场（人民币，十亿元）	平均费率	收入	备注
2016年跨行POS收单金额（万亿元）： 43			
商户承担费合计	0.55%	234.5	借记卡/信用卡分别-0.50%/0.60%
发卡行服务费	0.39%	166.3	商业银行收取；已剔除向清算机构支付的0.0325%服务费后的净费率
清算机构网络服务费	0.065%	27.7	中国银联收取；由发卡、收单机构各承担50%（即分别向发卡、收单机构计收0.0325%）
支付收单机构收单服务费	0.10%	40.5	第三方支付机构或商业银行收取；已剔除向清算机构支付的0.0325%服务费后的净费率：通常其中60%-70%还需作为分润成本支付给代理商
其中：第三方支付收单金额（万亿元）： 22			即收单服务由第三方支付提供部分
商户承担费合计	0.55%	122.0	
发卡行服务费	0.39%	86.5	商业银行收取
清算机构网络服务费	0.065%	14.4	中国银联收取
支付收单机构收单服务费	0.10%	21.1	第三方支付机构收取
其中：银行收单金额（万亿元）： 20			即收单服务由商业银行提供部分
商户承担费合计	0.55%	112.6	
发卡行服务费	0.39%	79.8	商业银行收取
清算机构网络服务费	0.065%	13.3	中国银联收取
支付收单机构收单服务费	0.10%	19.4	商业银行收取
线下POS收单收入分布	营收	占比	备注
合计	234.5	100%	
商业银行	185.7	79%	发卡行服务费/收单服务费收入各占87%/13%
中国银联	27.7	12%	网络服务费
第三方支付	21.1	9%	收单服务费
线下POS收单净利润分布	净利率假设	净利润	占比
合计		43.8	100%
商业银行	20%	37.1	85%
中国银联	15%	4.2	9%
第三方支付	12%	2.5	6%

资料来源：中国人民银行，国家发改委，中金公司研究部

图表 13：互联网支付市场产业链分润

第三方支付互联网支付市场（2016年）	交易金额（万亿元）	占比	平均费率	收入（十亿元）	备注
第三方支付互联网支付合计	65	100%			
其中：消费相关	8	13%	0.40%	33.7	标准/优惠费率0.60%/0.55%（游戏视频等特殊行业~1%）；但因互联网经济集中度较高，大商户折扣较高，目前平均费率~0.40%
其中：金融理财相关	21	32%	0.15%	31.0	
其中：转账/红包/公共缴费等其他交易	36	55%	-	-	公共缴费费率~0.1%，支付宝/财付通向提现亦收取费用；但因金额相对较小且接近成本价（向银行支付的接口调用费用），故不予测算
第三方支付互联网支付收单（消费+金融理财）	29	45%	0.22%	64.7	
第三方支付互联网支付毛收入（十亿元）	64.7				
-成本项：调用银行接口费用（十亿元）	43.6				由第三方支付机构向银行支付；平均费率~0.15%，其中借记卡~千1；信用卡~千4-5
第三方支付互联网支付净收入（十亿元）	21.1				预计支付宝/微信线下扫码支付金额合计<1万亿，该部分还需要代理商支付~0.3%分润费率，但占比较小不予考虑
净利率假设	10%				参照Paypal等公司净利率水平
第三方支付互联网支付净利润（十亿元）	6.5				

资料来源：中国人民银行，国家发改委，中金公司研究部



支付线上/线下产业链均涉及发卡行、清算机构、支付收单机构三个环节，其中（1）线下 POS 收单中，第三方支付仅承担支付收单职能，清算职能由中国银联来承担；（2）互联网支付（含扫码支付）中，第三方支付通过直连银行方式，承担支付收单+清算的双重职能（即将上线的网联将承担起线上清算职能）。

简单同质化的批发零售模式（从发卡行/清算组织批发支付接口再零售给商户），费率在政府指导/市场驱动下不断下调，使得偌大的支付蛋糕下第三方中小支付机构却生存艰难。

线下跨行 POS 收单蛋糕：第三方支付净利润~25 亿元

- ▶ **流水：**我们预计 2016 年跨行 POS 收单流水达到 42 万亿元，其中银行系/第三方支付收单流水分别为 20/22 万亿元（对应市场份额 48%/52%）。商业银行既扮演发卡行角色，亦作为收单机构来铺设 POS 器具，与第三方支付机构争夺市场。
- ▶ **费率：**“96 费改”后商户扣率~0.55%，其中发卡行/清算机构/收单机构（银行系或第三方支付机构）分别收取~0.39%发卡服务费、~0.065%网络服务费、~0.10%收单服务费，承担线下收单器具铺设、商户服务较重工作的收单机构营收分成仅~18%。
- ▶ **产业链分润：**我们测算商业银行/中国银联/第三方支付机构收入分别为 1,857/277/211 亿元（分别占比 79%/12%/9%），产业链收入合计为 2,345 亿元；并给予 20%/15%/12%净利率假设，得出商业银行/中国银联/第三方支付净利润分别为 371/42/25 亿元（分别占比 85%/9%/6%），产业链净利润合计为 438 亿元。

互联网支付收单蛋糕：第三方支付净利润~65 亿元

- ▶ **流水：**我们预计 2016 年互联网支付交易金额（PC 端+移动端）达到 65 万亿元，其中贡献主要收单营收的消费/基金理财业务交易金额达到~8/21 万亿元（占比 13%/32%）；而贡献营收较小的转账/红包/公共缴费等其他业务交易金额~36 万亿元（占比 55%）。
- ▶ **费率：**消费业务向商户收取的标准、优惠费率分别为 0.60%、0.55%（游戏、视频等特殊行业~1%），但由于互联网经济集中度较高，通常对淘宝、京东等大商户给予极大折扣，目前消费业务平均费率~0.40%、而基金理财业务平均费率~0.15%。第三方支付机构主营成本为向银行所支付的~0.15%接口调用费（其中借记卡~0.1‰、信用卡~4‰~5‰）。
- ▶ **产业链分润：**假设互联网支付 10%净利率测算得出第三方支付机构净利润 65 亿元，而商业银行则收取高达~436 亿接口调用费。

第三方竞争格局：线上支付宝/财付通双寡头垄断、线下 POS 收单银联商务一家独大

根据支付清算协会统计口径，2015 年线上线下收单金额（不含转账/红包）Top 10 合计占比~60%，其中第三方支付机构占据四席，支付宝则凭借~13%的市场份额超过工行成为线上线下最大收单机构。

- ▶ **线下 POS 收单市场：**2016 年线下 POS 收单市场中第三方支付市场份额达到~52%，首次实现对银行的反超。而第三方支付 POS 收单中银联商务（~8.0 万亿流水，占比 35%）、通联支付（~2.2 万亿流水，占比 10%）两大龙头合计市场份额仅~45%，其余 60 家第三方支付银行卡收单机构分享剩下的~55%。参照美国经验，市场集中度有望进一步提高；1994 年排名前 10 位的收单机构处理了美国银行卡交易总量的 53%，而到 2015 年该比例已提升至 91%。
- ▶ **互联网支付市场：**2016 年线上收单市场几乎由第三方支付机构垄断（占比超过 90%）；第三方支付互联网支付中支付宝（~61%）/财付通（~23%）两大巨头交易金额市占率合计超八成，市场集中度较高，其中 PC 端支付宝、财付通市场份额为 45%、18%；移动端支付宝、财付通市场份额为 77%、13%，预计未来马太效应更加显著。

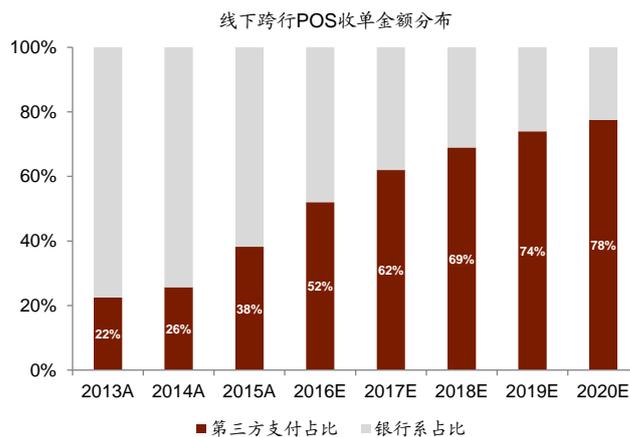


图表 14: 线上线下收单金额 Top10 中第三方占据四席



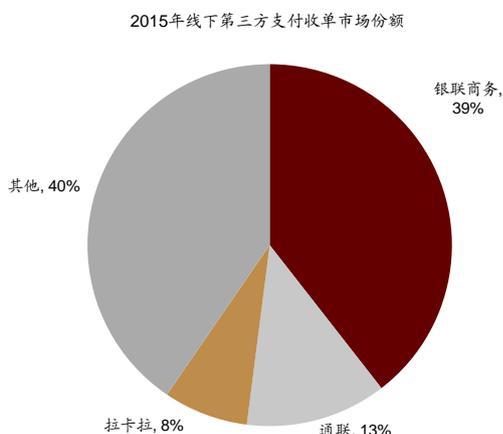
资料来源: 支付清算协会, 中金公司研究部

图表 15: 线下收单市场中第三方支付赶超银行系



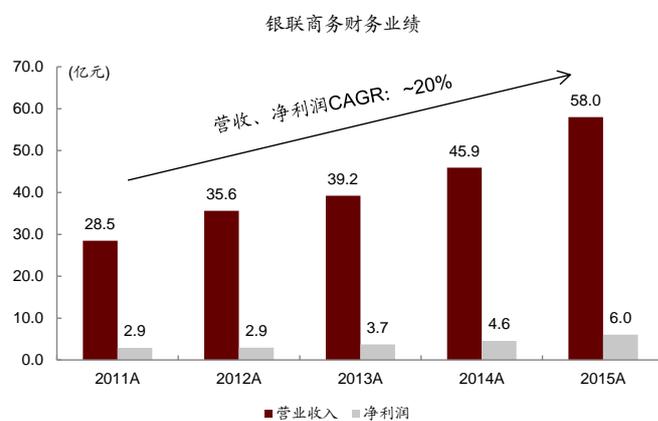
资料来源: 中国银联, 中金公司研究部

图表 16: 线下第三方 POS 收单中银联商务一家独大



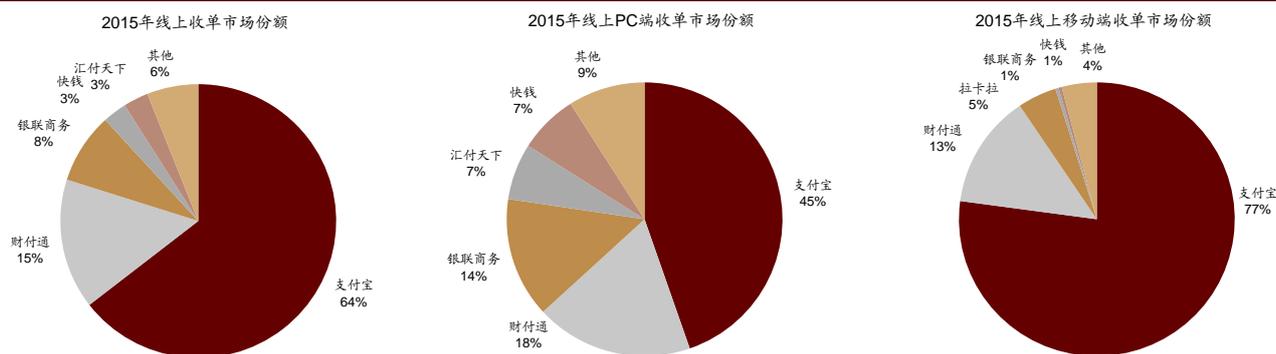
资料来源: 中国银联, 中金公司研究部

图表 17: 银联商务业绩高速增长



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 18: 互联网支付市场被支付宝、财付通两大巨头垄断



资料来源: 支付清算协会, 易观智库, 中金公司研究部; 注: 根据中国支付清算协会数据对易观智库数据进行调整



#3 费率是否还有下行空间？有，但已经不大

在有效市场逐渐饱和、流水增长换挡减速的背景下，线下收单费率的持续下行，对于传统 POS 收单机构而言则是“雪上加霜”，对于未来费率变化趋势，我们判断：（1）线上/线下商户费率将逐渐并轨；（2）费率仍然处于下行通道；（3）费率下行空间已经不大。

线上/线下费率逐步并轨

“96 费改”（发改委、央行《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》）前支付宝/微信支付线上费率（优惠费率 5.5‰）远低于线下（以一般类商户 ~7.8‰ 为例），随着线上/线下收单业务融合，96 费改后线下收单费率市场化、“线上版银联”成立统一监管标准，我们判断未来线上/线下商户费率将逐渐并轨。

- ▶ **业务融合：**随着 2016 年支付宝/微信支付为代表的互联网巨头借道二维码向线下大规模渗透，与传统线下 POS 收单机构同场竞技，使得原本泾渭分明的线上/线下收单市场（互联网/移动支付 vs. 银行卡收单）出现融合，在市场套利机制作用下价差有望进一步缩小。
- ▶ **市场调节：**随着“96 费改”的施行，商户行业分类定价取消、借/贷记卡差别计费，商户所需支付的银行卡刷卡手续费率（=发卡服务费+网络服务费+收单服务费）再下台阶，其中第三方支付机构所收取的收单服务费由“政府指导价”改为“市场调节价”，终结“线下收单政府定价、线上业务市场定价”的双轨制。
- ▶ **监管统一：**伴随着“线上版银联”网联（非银行支付机构网络支付清算平台）于 2017 年 3 月上线，线上第三方支付机构直连银行的模式（支付机构承担支付收单+清算双重职能）或逐渐被取缔，线上跟线下监管标准将统一为“四方模式”——商户、发卡行、支付收单机构、清算机构（线下为银联、线上为网联），使得产业链分润模式趋同。

图表 19：96 费改下收单服务费明确施行市场调节价

	线下商户	收单机构	银联	（银行）发卡行
	线下商户缴费总和	收单服务费	网络服务费	发卡行服务费
1. 2013年：按商户类别计价，发卡行服务费和网络服务费实行政府定价，收单服务费实行政府指导价				
餐娱类（餐饮、宾馆、珠宝金饰、娱乐、房地产、汽车销售等）	1.25%	0.22% 房地产和汽车封顶10元	0.13% 房地产和汽车封顶10元	0.9% 房地产和汽车封顶60元
一般类（百货、批发、旅行等）	0.78%	0.15% 批发类封顶3.5元	0.08% 批发类封顶2.5元	0.55% 批发类封顶20元
民生类（超市、卖场、水电煤气、加油、运输售票等）	0.38%	0.08%	0.04%	0.26%
公益类（公立医院、公立学校）	0	按服务成本收取	0	0
2. 2015年：统一放开收单服务费，由各收单机构按照“补偿服务成本，取得合理盈利”的原则，自主确定具体收费水平				
四类商户		与商户协商，自主定价	不变	不变
3. 2016年：借贷分离，发卡行服务费和网络服务费实行政府指导价，收单服务费实行市场调节价				
借记卡		与商户协商，自主定价	不超过0.065%，单笔封顶6.5元	不超过0.35%，单笔封顶13元
贷记卡		与商户协商，自主定价	不超过0.065%，单笔封顶6.5元	不超过0.45%，无封顶

资料来源：中国人民银行，国家发改委，中金公司研究部

费率仍然处于下行通道

96 费改施行后，根据主要收单机构公布的最新商户手续费率，当前传统 POS 收单借记卡/贷记卡平均费率分别为 ~5‰/6‰，已经与二维码收单费率趋同（支付宝/微信支付 ~5.5‰）。当前“批发零售”同质化商业模式下，价格战依然是抢夺商户的主要抓手之一。基于有效市场逐渐饱和导致竞争激烈、互联网巨头不以盈利为主要目的的“降维打击”、新玩家入场或引发新一轮补贴大战，我们判断短期费率依然处在下行通道中。



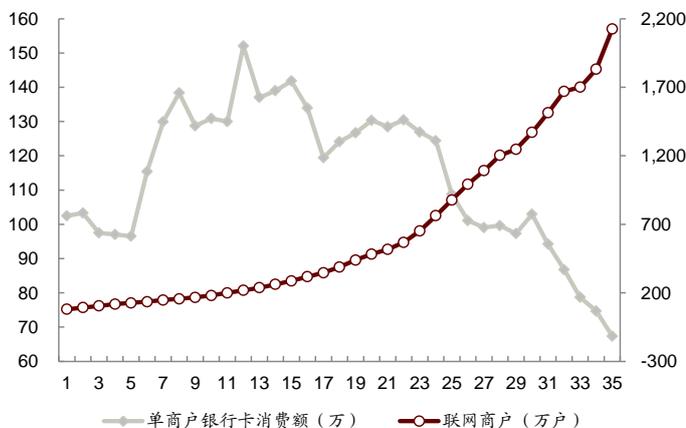
- ▶ **线下“有效”市场逐渐饱和：**我们认为目前线下收单市场正从“增量开拓”逐渐向“存量博弈”过渡——增量市场来自于下沉（三四线城市及农村地区）+出海（境外旅游消费为典型场景），然而下沉策略因商户流水较低而略显“鸡肋”，例如聚焦小微商户的海科融通单商户每年流水~30万（vs. 聚焦大型商户的工行单商户流水>700万），单商户贡献收入仅~300元/年（假设1‰费率），带来毛利仅90元/年（假设对代理商分润70%）；境外线下消费市场规模有限（2015年中国游客境外消费1.2万亿）且多为巨头游戏，截至3Q16支付宝/微信支付在海外分别接入超过8万/1万家门店。
- ▶ **互联网巨头降维打击：**相较于收单业务作为主营收入、提供资金通道而不掌握用户的中小玩家，互联网巨头更多地将支付作为其生态重要一环，甚至可以长期进行补贴以图通过诸如营销、贷款、理财等其他业务进行多维度变现。尤其在短期内支付宝/微信支付基于自身不断提升的寡头地位成本端优势明显（与银行费率谈判的话语权更高），其价格战空间更大。在向银行及网联支付~2‰的费率基础上，倘若将对代理商的返佣由当前~3‰降至1‰，再考虑1‰的运营/研发等成本，理论上讲4‰才是互联网巨头二维码线下收单的成本线（相较于当前5.5‰下滑空间~30%），但考虑到需对C端用户的诸多补贴以及预留部分盈利空间，对B端商户收取的长期均衡费率会高于此。
- ▶ **新玩家入场带来新变量：**我们认为颇有实力的新玩家包括美团为代表的互联网公司、Apple Pay为代表的NFC厂商、以及招行为代表的银行系。1) 同时掌握B端（覆盖线下~450万商户）和C端（超过6亿用户）的美团，在收购支付牌照后为迅速推广或对商户进行较大力度的补贴。2) Apple、Samsung、小米为代表的NFC厂商在2016年不温不火，但随着与银联合作的深入，我们预计2017年NFC玩家或将在市场推广上有所动作。3) 招商银行为代表的银行系正尝试通过对用户补贴来激活旗下APP使用及培养支付习惯，并相继推出与支付宝/微信支付体验接近的二维码付款/转账方式，未来可能进一步主动降低对B端商户的费率，毕竟对银行而言，账户争夺的重要性远高于收单手续费（收入占比不足1%）。

图表 20：96 费改后银行系收单费率

收单机构名称	商户类型	借记卡	贷记卡	收单机构名称	商户类型	借记卡	贷记卡
工商银行	标准类	0.50%，17元封顶	0.60%	银联商务	标准类	0.60%，18元封顶	0.60%
	优惠类	0.38%，13.26元封顶	0.47%		优惠类	—	—
中国银行	标准类	0.50%，20元封顶	0.60%	钱袋宝	标准类	0.60%，20元封顶	0.60%
	优惠类	0.35%，15元封顶	0.38%		优惠类	—	—
建设银行	标准类	0.50%，20元封顶	0.60%	易宝支付	标准类	0.50%，21元封顶	0.65%
	优惠类	0.38%，15元封顶	0.38%		优惠类	—	—
农业银行	标准类	0.50%，20元封顶	0.50%	中汇支付	标准类	0.50%，20元封顶	0.58%
	优惠类	0.38%，13元封顶	0.38%		优惠类	0.40%，16元封顶	0.46%
交通银行	标准类	0.50%，20元封顶	0.60%	联动优势	标准类	0.48%，20元封顶	0.60%
	优惠类	0.38%，15元封顶	0.38%		优惠类	0.38%，16元封顶	0.49%

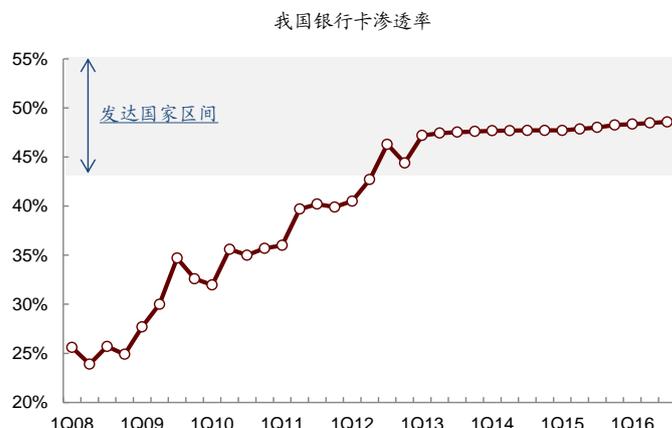
资料来源：支付圈，中金公司研究部

图表 21：下沉带来单商户 POS 机季度流水量持续下行



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 22：社会零售总额中银行卡消费占比已处于高位



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部；银行卡渗透率=剔除房地产、大宗批发等交易类型后的银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例

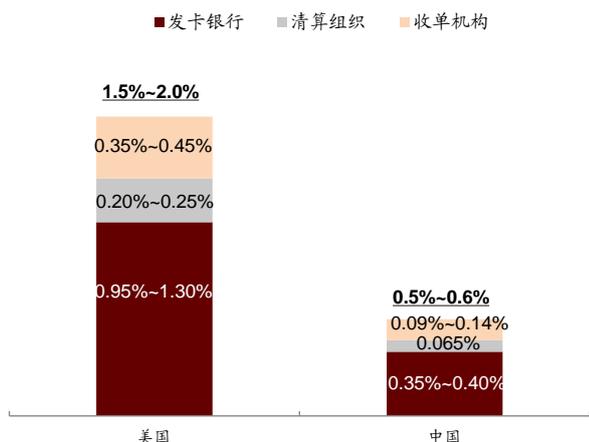


费率下行空间已经不大

我们判断费率下行空间已经不大，主要由于各参与方态度：1) 监管机构——考虑到当前商户收单手续费负担较低、已经明确收单服务费率市场化，不会进一步主导费率下台阶；2) 支付机构——在用户支付习惯初步养成下，出于自身财务业绩考虑，大规模补贴降价的意愿降低；3) 商户——目前对费率的敏感性逐渐降低，更注重用户偏好及追求增值服务。

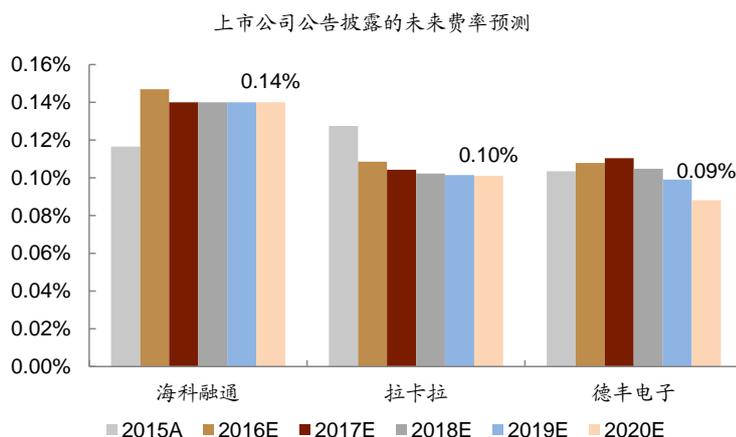
- ▶ **对于监管机构：进一步推动费率下行可能性大大降低。**央行及发改委历次主导的费改主要目的在于两个方面：1) 减轻商户财务负担；2) 提升商户受理银行卡意愿，普及银行卡使用并促进随机性冲动消费。96费改后我国商户费率已降至~5‰（借记卡）、6‰（贷记卡），远低于美国1.5~2.0%的手续费率。考虑到当前我国商户费率已处在全球最低、对企业财务负担较小、银行卡渗透率较高（3Q16 48.6%达到发达市场水平），同时96费改已明确商户费率中收单服务费市场化定价方式，我们预计监管层面进一步推动费率下台阶的意愿不大。
- ▶ **对于支付机构：基于用户习惯养成、财务业绩考虑，大规模补贴意愿降低。**对于支付宝/微信支付，由于C端用户的使用习惯已经养成（从两者敢于针对提现进行收费可见一斑），并借助C端力量推动B端商户的使用，线下支付宝/微信支付/银联商务三足鼎立的格局基本稳固，大规模补贴商户意愿降低。此外，传统POS收单玩家在监管收紧下业绩压力增大，费率再下台阶恐造成大面积亏损，以借记卡为例，96费改后商家扣率~5‰，扣除需转移支付的发卡行服务费（3.5‰）和清算网络服务费（0.325‰），POS收单机构实际收入剩余<1.2‰（vs. 此前分类收费时餐娱2.2‰/一般1.5‰/民生0.8‰，整体大幅下滑），假设70%分润比例以及每年1,000亿收单流水（行业Top 20门槛），收单毛利不足3,000万，难以支撑公司运营/研发/人力等费用。
- ▶ **对于商户：对费率的敏感程度逐渐降低，更注重用户偏好及追求增值服务。**在当前~0.55%的行业平均费率下，假设商户10%的净利率，其100元流水带来10元净利，不考虑税收影响下即便费率下滑20%至0.45%，仅减少0.1元支付手续费（对净利润增厚仅1%）；此时商户更关注用户所优选的支付方式（如扫码或POS刷卡），也更追求收单机构所能提供的营销+金融等增值服务。参照美国移动支付公司Square，其向商户收取的平均费率近四年来保持2.95%左右，并没有明显下行趋势，其在2013~2015收单流水保持~60%复合增速的主要依靠其优质的增值服务：1) 硬件便宜——价格低廉的读卡器，降低中小商户准入门槛；2) 数据库服务——通过APP连接库存和支付交易系统实现存货管理；3) 数据分析——为商家免费生成全面的运营数据报告，帮助其制定销售及营销计划。

图表 23：中美传统 POS 银行卡收单商户费率拆分



资料来源：Visa，国家发改委，中金公司研究部

图表 24：拟登陆资本市场支付公司对费率展望为缓慢下滑



资料来源：公司公告，中金公司研究部



#4 如果有下一个支付宝/微信支付，会是百度、京东，还是小米、美团？没有如果

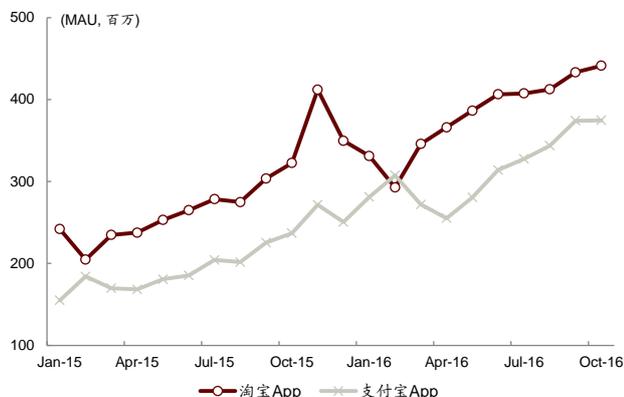
通过覆盖海量商户及用户形成网络效应、掌控多元化场景提升 C 端黏性、挖掘更多数据价值服务 B 端商户，我们认为移动支付的头等舱船票可能只属于支付宝/微信支付，短期内位于第二梯队的百度/京东/美团/小米很难迎头赶上。

覆盖海量商户及用户形成网络效应

通过高频场景积攒海量用户、高额补贴培育用户支付习惯、借助服务商迅速覆盖线下商户，支付宝及微信支付已经形成难以撼动的“网络效应”——支付宝超过 100 万线下商户+4 亿月度活跃用户；微信支付超过 70 万线下商户+4 亿月度活跃用户，进入用户使用推动商户接入、商户接受增加用户黏性的良性循环。

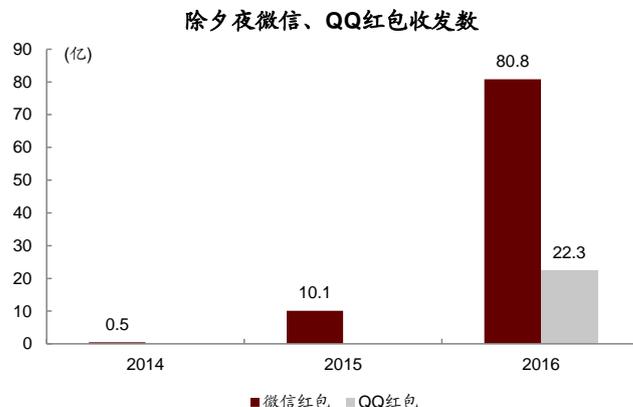
- ▶ **基于电商/社交场景，支付宝/财付通迅速积攒用户：**依托于阿里系电商场景崛起的支付宝，伴随着移动化浪潮将用户由 PC 端向移动端迁移，3Q16 淘宝移动端 MAU（月活跃用户）达到 4.5 亿，而支付宝 MAU 则接近 4 亿；掌握微信这一超级移动入口（MAU 超过 8 亿）的腾讯，基于关系链开发的春节红包游戏迅速增加银行卡绑卡量，预计微信支付用户数超过 4 亿。实际上 MAU>1 亿的 35 款 APP 中，腾讯系、阿里系分别占据 9 款、7 款，而百度（4）、小米（1）、360（1）、京东（1）、美团（1）则相去甚远，这使得这些互联网巨头短期内很难利用旗下移动产品积攒相当体量 C 端用户。
- ▶ **切入高频场景、进行高额补贴，培育用户移动支付习惯：**电商/社交之外，O2O 领域最高频的打车/外卖/团购场景成为互联网巨头拓展用户基础、培养支付习惯、增加使用黏性的必争之地，因此我们看到 2014 年“滴滴快的补贴大战”背后支付宝及微信支付的争锋，以及 2015 年百度钱包试图借助百度糯米及外卖大力推广（2Q16 活跃用户数突破 8,000 万，但其独立 APP MAU 不足 500 万）。用户 In-APP 的移动支付方式几乎被支付宝和微信支付所垄断，例如综合电商 MAU Top 20 APP 中，支持支付宝/微信支付/QQ 钱包/京东支付/百度钱包的 APP 分别为 17/14/3/2/1 款，我们判断用户对支付宝/微信支付使用习惯已经养成，后进入者通过补贴亦很难予以替代。
- ▶ **借道二维码攻入线下收单市场，依托服务商迅速覆盖商户：**凭借明显的价格优势（扫码支付商户优惠费率 5.5‰ vs. 当时餐饮类 POS 收单费率 1.25%）以及颇具吸引力的返佣政策（给予服务商 3‰ 的返佣及额外补贴），支付宝、微信支付迅速切入线下商超/餐饮等小额高频消费场景，截至目前两者线下合作商户数分别超过 100 万、70 万，我们判断随着商户对收单费率的敏感程度逐渐降低，主动接入和使用其他互联网公司支付方式的意愿降低，相对看好深耕团购/外卖领域的美团点评，其线下地推能力较强，同时具备海量 C 端用户（6 亿）及 B 端商户（450 万）资源。

图表 25：淘宝/支付宝用户数情况



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

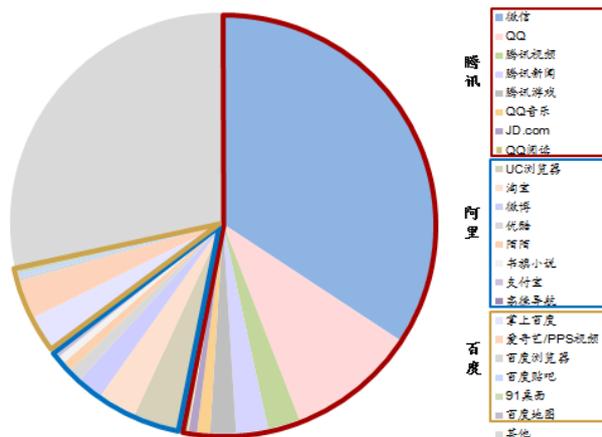
图表 26：微信基于关系链拓展支付



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 27: BAT 占据移动端 71% 的时间



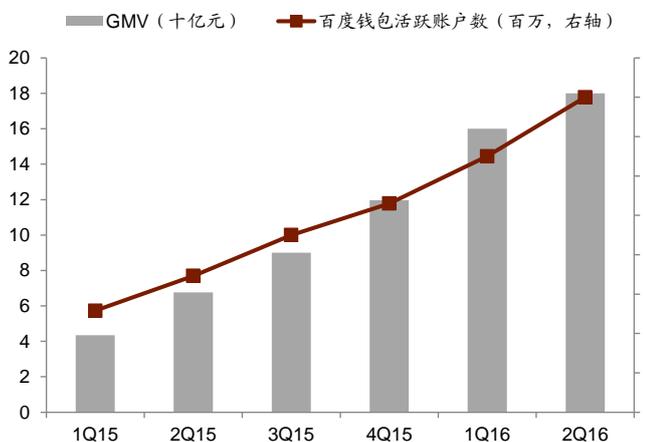
资料来源: KPCB, 中金公司研究部

图表 28: 电商、打车、外卖为频次最高的三大场景



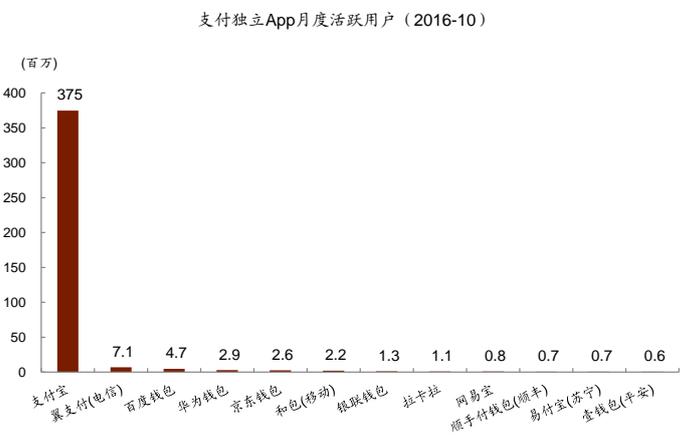
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 29: 依靠百度糯米/外卖场景百度钱包用户增长



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 30: 打造入口级支付 APP 之路已经基本堵塞



资料来源: Questmobile, 中金公司研究部

掌控多元化场景提升 C 端黏性

增强 C 端用户黏性不仅意味着产生支付行为时首选这一工具, 还需要从幕后走向台前变为用户主动使用的入口, 覆盖沟通、消费、生活、金融理财等场景的全景式平台。基于绑卡用户数及高频红包/转账使用, 我们预计嵌入在微信 APP 中的微信支付 MAU~4 亿; 独立 APP 中支付宝 MAU~4 亿, 远高于百度钱包 (~470 万)、京东钱包 (~260 万)。当前线上领域的电商/社交/理财、O2O 领域的外卖/打车/团购等高频场景几乎被阿里及腾讯所垄断, 线下领域的衣食住行各场景也正逐渐被蚕食, 后来居上的可能性正逐渐降低。

- **沟通交流场景:** 包括用户及用户之间 (如支付宝“圈子”及“到位”/微信即时通讯及朋友圈)、商户及用户之间 (如支付宝服务窗/微信服务号) 的沟通交流。相较于微信利用即时通讯+内容分享 (公众号/朋友圈) 成为超级流量入口, 并以高频 (聊天) 带动中低频 (支付), 支付宝则以支付入口起家, 并不断通过叠加场景应用、增强社区功能 (而非社交), 来提升用户主动访问频率。社交和社区的网路效应极强, 后来者需要凭借传播效应极强的爆款产品才能后来居上, 这样的概率只会越来越低。
- **生活消费场景:** 包括线上和线下两个维度。1) 线下包括餐饮/商超/百货/酒店等吃喝玩乐场景, 支付宝/微信通过服务商及战略合作 (阿里与肯德基/银泰商业/苏宁云商等联盟; 微信亦与星巴克等合作) 拓展线下商户, 目前两者合作商户数分别超过 100 万/70 万; 2) 线上包括电商及 O2O 等场景, 如微信支付的京东 (电商)/美丽说 (电商)/美团 (外卖)/大众点评 (团购)/58 到家 (生活服务)/滴滴出行 (打车)/娱票儿 (票务)/艺龙 (旅行), 支付宝的淘票票 (票务)/滴滴出行 (打车)/口碑 (团购及外卖)



/天猫(电商)/淘宝(电商)/飞猪(旅行)/Airbnb(住宿)等,以及其他共有的城市服务/转账/手机充值/生活缴费/信用卡还款等场景。无论是阿里追求的控股还是腾讯的“连接”战略,线上线下生活消费场景基本掌控在阿里及腾讯手中。

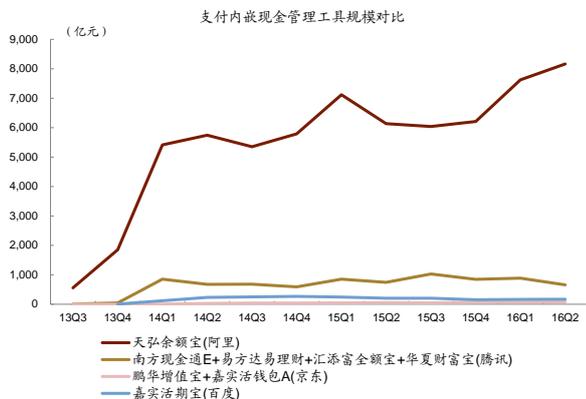
- ▶ **金融理财场景:** 通过掌控消费场景沉淀资金能够在生态圈中循环流动,通过叠加金融理财场景能够满足用户理财(支付宝的蚂蚁聚宝/微信的理财通)、借贷(支付宝的借呗花呗/微信的微粒贷)等需求。支付钱包中合作的货币基金为用户提供了方便灵活的现金管理工具,其中支付宝与天弘基金合作的“余额宝”除灵活存取、保值增值功能外、不需提现亦能进行众多场景的消费,据此余额宝份额数已超8,000亿元、用户数超过1.5亿;相较之下腾讯/京东/百度合作货币基金份额之和不足1,000亿元。

图表 31: 微信/支付宝 APP 内嵌场景对比



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 32: 主要支付工具绑定的现金管理工具规模对比



资料来源: 公司资料, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 33: Square 在支付之外提供金融+营销增值服务



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

挖掘更多数据价值服务 B 端商户

如果说网站/In-APP/扫码支付等仅仅在收单环节帮助商户降本增效,那么介入到运营管理、提供行业解决方案,并通过获客营销、会员服务、存货管理、贷款支持等方面帮助商户开源节流,将能够为商户提供更多价值,我们观察支付宝/微信支付所提供的特色服务如下:

- ▶ **支付宝:** 提供口碑开店——基于商户版口碑 APP 完成收款、管理线上门店、发布运营活动等;芝麻信用——帮助商户洞察用户信用、智能防控违约风险;以及其他增值服务——商户“集分宝”(优惠券)批量发放、跨境电商海关报关服务、数据罗盘(交易数据分析工具)等。
- ▶ **微信支付:** 主打“支付+会员”解决方案实现 O2O 交易闭环:会员体系建立——关注公众号/绑定电子会员卡;会员数据沉淀及分析——交易数据分析改善经营;精准营销——基于用户画像实现个性化、针对性促销;持续服务——基于公众号实现售后服务及长期互动。

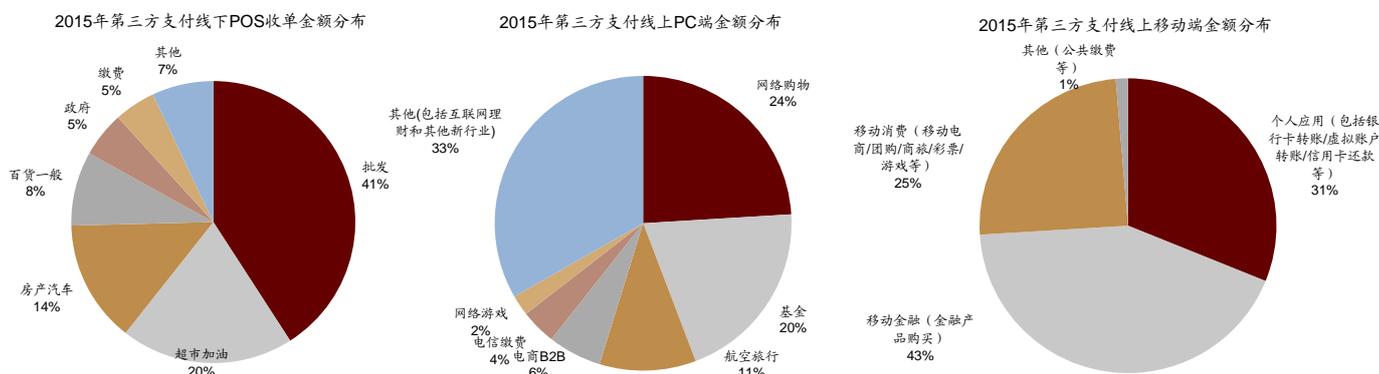


#5 互联网巨头是否能像线上一样统治线下？不会，未来三足鼎立

支付宝/微信支付借助二维码进军线下收单，开始与传统银行 POS 收单方展开交锋，我们预计 16 年支付宝+微信支付线下扫码支付金额合计超过 5,000 亿元（该部分中微信支付略高于支付宝），相当于整个线下 POS 收单市场金额的 1%、第三方 POS 收单金额的 2%，两者均相当于排位 20 名左右的第三方 POS 收单公司。

未来线下市场（包括银行卡 POS 收单+扫码移动支付）是否会被互联网巨头所统治？我们认为鉴于行业特性、玩家基因、商户需求的不同，未来线下收单市场或呈现支付宝、微信支付、银行系（含银联商务）三足鼎立的局面。

图表 34：线上线下收单行业分布迥异



资料来源：《2016年中国银行卡产业发展报告》，艾瑞咨询，中金公司研究部

行业特性：线上/线下行业分布和集中度差异较大

线下行业集中度远低于线上，使得互联网巨头无法快速覆盖；线下收单金额主要由批发贸易/房产汽车等大宗市场所贡献，而互联网巨头擅长的小额高频消费市场占比较低。

- ▶ **线上线下收单行业分布迥异。**从收单（消费+理财）的金额来看，线上场景多以网络购物、基金理财、航空旅行为主，合计占比~80%；线下则以批发贸易、房产汽车为主，合计占比~65%（第三方中该比例~55%，反映了其在大宗领域渗透率不及银行系）。2016年线下跨行 POS 收单金额~43 万亿元，其中 C 端用户小额高频消费的餐饮类（支付宝/微信支付主要目标市场之一）收单金额不足 4,000 亿元（占比<1%），相较之下批发贸易/房产汽车等大宗市场依然牢牢掌握在传统 POS 收单机构（尤其是聚焦大商户的银行系及银联商务）手中。
- ▶ **线上场景集中度远高于线下。**线上场景集中度较高，并且往往存在生态派系之争，如电商基本属于阿里系（天猫/淘宝/苏宁等）、腾讯系（京东/1 号店/蘑菇街/美丽说等），易被支付宝/财付通进行版图切割。线下市场由于分散，需要依赖较为繁重的地推工作，很难迅速接入市场中大多数的玩家，使得线下支付收单市场集中度将小于线上。目前支付宝/微信支付分别接入线下商家超过 100 万/70 万，而 POS 机受理商户已经达到 2,125 万（截至 3Q16），支付宝/微信支付很难在短期内实现全面覆盖。



玩家基因：互联网 vs. 银行系的比较优势大相径庭

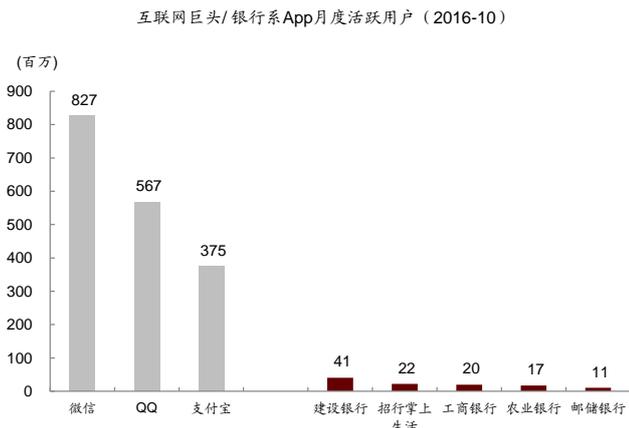
互联网玩家和银行系收单方分别长于 C 端体验和 B 端服务、行业解决方案和综合金融服务。银行系基于成本收益的考量和贷款服务的优势，料将继续牢牢把控大商户；中小商户市场的争夺中，支付宝/微信支付或将进一步挤占中小型第三方 POS 收单机构的生存空间。

► **把握 C 端体验 vs. 深耕 B 端服务。**我们认为“用户选择推动商户使用”是扫码支付能在线下餐饮/商超等领域快速普及的重要原因之一，彰显了把握 C 端用户的重要性。尽管工农中建为代表的国有银行拥有的个人客户数均超过 5 亿（以在用银行卡为统计口径），但旗下 APP MAU 均不足 5,000 万（建行 MAU 最高为 4,100 万），相较支付宝/微信的 4 亿/8 亿相去甚远。但在 B 端服务方面，支付宝/微信支付需要依靠加盟服务商进行线下推广和服务，相较深耕线下多年、贴近商户需求的传统 POS 收单机构而言依然有所差距。

► **收单行业方案 vs. 综合金融服务。**支付宝推出的未来商超/餐饮/医院/教育/物流等十余个 O2O 行业解决方案，从支付环节切入到商户运营管理，帮助其“增收”（如获客营销/会员管理）、“降本”（如便捷收单/经营分析）。相比互联网玩家以及中小 POS 收单机构，银行系依托于商户的银行账户体系，提供的是结算+理财+贷款等一整套综合金融服务，尤其贷款服务是商户格外看重的“生命线”。

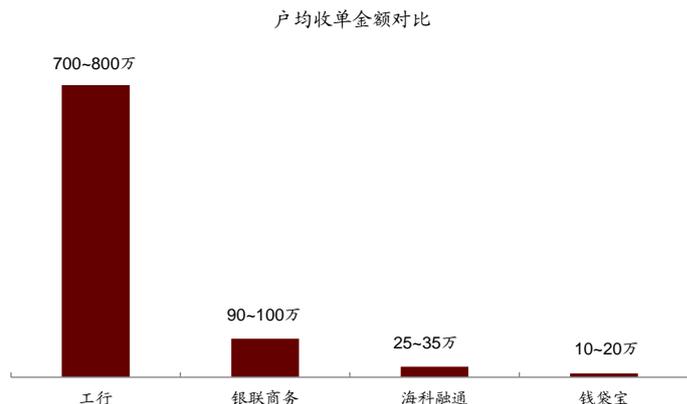
此外，在当前信用卡刷卡不封顶的新政下，银行所提供的“本带本免费”（发卡与收单为同一银行）能够撬动更多大型商户；相较第三方 POS 收单机构所觊觎的收单服务费，银行系甚至采取收单免费、志在贷款收入的市场策略。

图表 35：银行系很难把握 C 端用户体验



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 36：户均交易流水对比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 37：支付宝商超行业解决方案



资料来源：公司资料，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



商户需求：功能性差异减少、稳定性需求抬升

随着银联加码 NFC 支付、银行系纷纷推出扫码支付，收单环节的功能性差异逐渐降低。小商户“贪便宜”，短期容易被优惠费率较低的支付宝/微信支付所吸引；大商户“怕出错”，出于稳定性需求会选择多种收单方式、不轻易替换原有收单系统。

- ▶ **收单环节的功能性差异逐渐降低。**支付宝/微信支付引领的二维码支付革命，促使银联改造 POS 机加码 NFC 支付、银行系纷纷实现 APP 内二维码支付，未来线下银行卡收单的功能性差异进一步降低，只是无卡支付（NFC、扫码）替代有卡支付（银行卡实体刷卡）趋势在提速。
- ▶ **小商户贪便宜，大商户怕出错。**大商户为了保证收单环节的零差错率，需要选择多个收单渠道以应对可能发生的意外事件。同时大商户收单系统往往与 ERP 等内部系统打通，替换成本较高。另外丰富自己的收单渠道能够满足不同用户的需求促进销售额的增长，也能增加自身的议价权，减少对单一渠道的依靠。

在支付宝和微信打造的线下扫码产业链中，中小型银行卡收单机构面临被替代，或者沦为专业服务机构及收单交易处理机构的局面。中小玩家单纯地依靠通道型业务无法生存，需要在横向和纵向两个维度进行拓展，纵向上打造行业或商家垂直解决方案，包括营销、会员和存货管理等；横向整合信贷融资服务，形成支付+信贷的组合拳。



#6 支付宝/微信谁的空间更大？大概率是支付宝

依托于阿里系电商场景，在PC端支付宝相对财付通一直保持着领先优势（2016e 交易金额市占率支付宝/财付通：44%/18%），尤其在14年腾讯将电商业务打包出售给京东，PC端互联网支付市场再无悬念。14年微信红包大战改写移动支付战局、16年借助扫码进军线下扩大战场、17年小程序横空出世助力线下导流，移动端支付宝/财付通市场份额由14年的80%/8%演变成16e的68%/26%，于此产生了未来支付宝/微信支付鹿死谁手的争论。

我们认为微信能够攻城略地的主要原因包括：1) 满足用户即时通讯及社交刚需，成为超级流量入口，在用户量及使用时长上碾压对手，几乎成为唯一一个全天在线的APP；2) 基于熟人关系链的红包/转账，推动用户注册绑卡、沉淀资金；3) 采用服务商机制补足线下推广的短板，迅速打开线下扫码支付市场。然而往前看，基于产品、场景、生态三个层次，我们判断支付宝在移动支付领域市场份额渐趋稳定，未来发展空间依然大于微信支付。

图表 38：支付宝/财付通市场份额对比

互联网支付交易金额	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
互联网支付合计	17	36	65	91	120	150	183
——支付宝	11	23	40	55	72	89	110
——财付通	2	6	15	24	32	42	53
其中：PC端	9	14	19	24	30	34	39
——支付宝	4	6	8	11	13	15	17
——财付通	2	3	3	4	5	6	7
其中：移动端	8	22	46	67	90	116	144
——支付宝	7	17	31	44	59	75	93
——财付通	1	3	12	19	27	36	46
同比增速	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
互联网支付合计	141%	108%	81%	40%	31%	25%	22%
——支付宝	n.a.	117%	71%	37%	31%	25%	23%
——财付通	n.a.	145%	174%	57%	37%	30%	25%
其中：PC端	51%	55%	36%	28%	21%	16%	13%
——支付宝	n.a.	52%	34%	27%	20%	16%	13%
——财付通	n.a.	61%	30%	28%	21%	17%	13%
其中：移动端	592%	167%	110%	45%	35%	28%	25%
——支付宝	n.a.	158%	85%	40%	34%	27%	25%
——财付通	n.a.	356%	300%	65%	40%	32%	27%
市场份额	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
互联网支付两巨头合计	75%	80%	84%	86%	87%	88%	89%
——支付宝	62%	64%	61%	60%	60%	60%	60%
——财付通	13%	15%	23%	26%	27%	28%	29%
其中：PC端两巨头合计	64%	63%	62%	61%	61%	61%	61%
——支付宝	46%	45%	44%	44%	43%	43%	43%
——财付通	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
其中：移动端两巨头合计	87%	91%	94%	95%	95%	96%	96%
——支付宝	80%	77%	68%	66%	65%	65%	65%
——财付通	8%	13%	26%	29%	30%	31%	32%

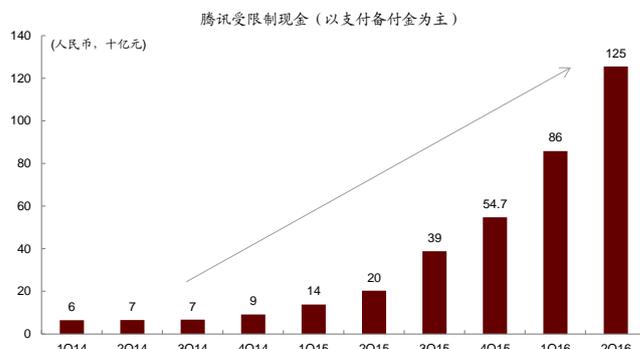
资料来源：易观智库，中国支付清算协会，中金公司研究部；*根据支付清算协会数据对易观口径进行调整

图表 39：微信支付通过打车补贴及红包获得大量用户



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 40：腾讯备付金高速增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部；*受限现金以支付备付金为主

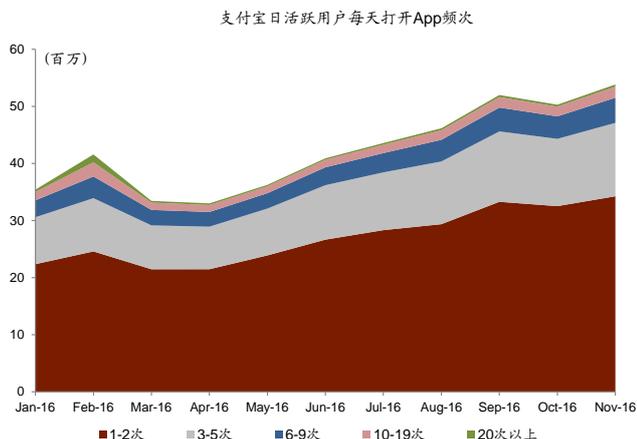


层次 1：产品之争——高频微信切入支付红利正消褪，支付宝稳扎稳打推进活跃度提升

尽管微信作为移动端超级 APP 地位难以动摇，通过高频的社交能够迅速切入移动支付，然而目前关系链带来的绑卡红利正在消褪；而支付宝从低频的支付工具向贯穿消费、生活、金融理财、沟通等多个领域的一站式平台迈进，用户黏性和使用时长正在不断增长，产品频次之争的拐点将近。

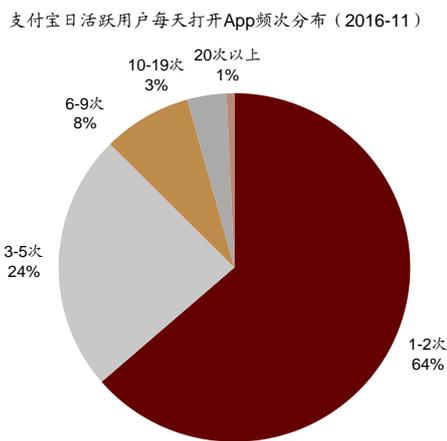
- ▶ **微信导流的绑卡红利正在消褪。** 微信 C2C 红包/转账/群收款等应用大大增加用户黏性和资金沉淀，并推动微信支付交易笔数和金额快速增长，基于草根调研我们发现其用户绑卡增长趋缓，预计微信支付绑卡用户数~4 亿，未来通过高频社交向低频支付工具导流的边际效用将继续降低，微信支付提现收费除了覆盖部分成本、打造资金闭环外，或亦标志着用户支付习惯养成、用户基数基本稳定。
- ▶ **支付宝正由低频向高频迈进。** 1) 前置高频功能“口碑”和“朋友”提升用户使用频次。考虑可以分别对标的大众点评/微博人均单日使用时长~10.5/~31.3 分钟，相较当前支付宝~6.4 分钟仍有较大提升空间 (vs. 微信~81.5 分钟)。2) 差异化策略切入陌生人社交及社区，大幅提升用户黏性。微信作为熟人即时通讯社交工具，其地位很难动摇；支付宝成立用户及社区事业部，基于购物、兴趣、位置等用户信息探索陌生人社交/社区，如“圈子”、“到位”等。3) 互动游戏增加用户交互，无论是五福/电视/AR 红包，还是类似于偷菜游戏的“蚂蚁森林”，依靠运营增加用户活跃度的好戏才刚刚开始。

图表 41：支付宝使用频次持续提升中



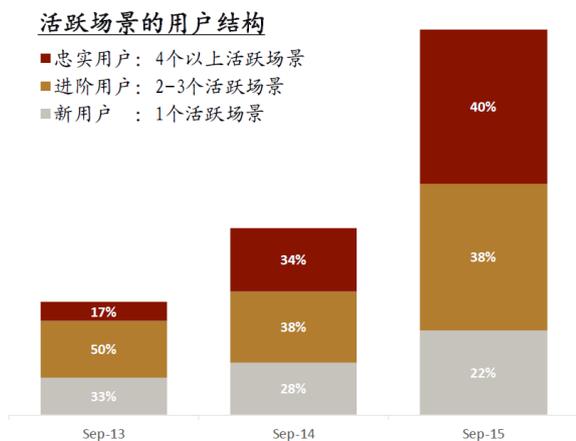
资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 42：支付宝属于用户使用频次较高的工具型应用



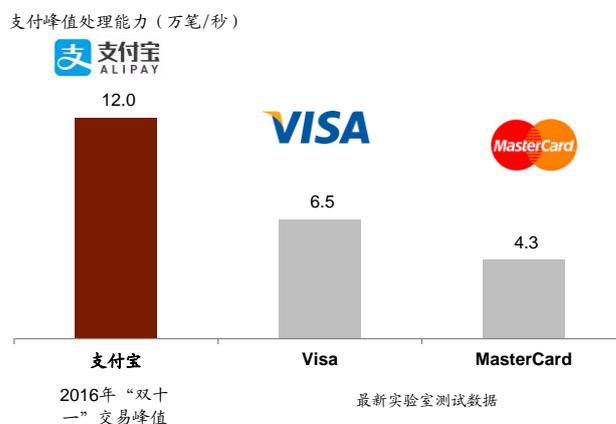
资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 43：越来越多的用户在多场景使用蚂蚁金服的服务



资料来源：Alibaba 2016 Investor Day，中金公司研究部

图表 44：支付宝技术处理能力领先全球



资料来源：公司资料，中金公司研究部



层次 2: 场景之争——阿里“控股”>腾讯“连接”，支付宝场景布局领先于微信支付

当支付环节的功能性体验相差无几，用户账户资金在更多场景下能够使用，可以增加资金沉淀意愿和固化支付习惯。我们认为，阿里对生活消费场景的掌控胜于腾讯，主要由于：1) 阿里“控股”相较于腾讯“连接”战略对线上场景的掌控力更强；2) 阿里对商户服务及线下商户的地推能力强于腾讯；3) 下乡出海策略下，支付宝相较微信支付布局领先。

► **阿里场景掌控力更强：**

1) 支付宝合作的线上场景领先于微信支付，以电商为例，活跃用户最高的 20 家综合电商/5 家垂直电商/10 家生鲜电商/10 家跨境电商所采用的支付工具，支付宝/微信支付分别为：17/14、5/4、10/8、10/8。相较于腾讯“连接”战略下合作关系的不稳定性（如腾讯系美团/滴滴出行均试图打造自身支付工具），我们认为阿里追求的“控股”战略使得其掌控能力更强。

2) 阿里支付宝合作的线下商超/餐饮/百货场景超过 100 万家，微信支付则超过 70 万家。微信与星巴克/麦当劳/Costa 咖啡/Today 便利店等战略合作，阿里除了战略合作连锁经营商户外，通过投资入股苏宁/银泰百货/肯德基巩固线下场景的合作关系。相较微信对线下服务商的依赖，支付宝针对 KA 大商户拥有自己的直销团队，能够提供更及时的优质服务。

► **支付宝下乡出海更领先：**

1) B 端合作场景：通过在海外机场、百货和餐饮场景加大推广，满足国内出境游客消费支付需求，截至 3Q16 支付宝已接入超过 70 个海外国家及地区的 8 万+家线下门店，远超微信支付。

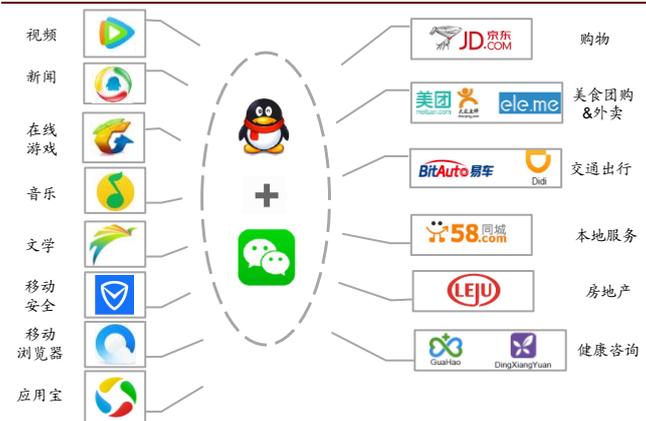
2) C 端投资入股：通过战略投资韩国互联网银行 K-Bank、“印度支付宝”Paytm、泰国支付公司 Ascend Money 等海外机构拓展支付版图。以投资 Paytm 为例（MAU 已超 1.3 亿），支付宝专门成立技术支持小组，从系统架构改造、到风控体系搭建、再到数据能力，帮助 Paytm 提升平台能力。

图表 45: 阿里构建的商业基础设施



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 46: 腾讯构建的娱乐生态及对外布局



资料来源：公司资料，中金公司研究部



层次 3: 生态之争——阿里生态体系完善度更高，满足用户/商户支付之外的诸多需求

对于 C 端用户而言，在支付工具能在更多场景下使用这一基本需求被满足后，更重视支付的便利性和全方位的金融服务；对于 B 端用户而言，收单环节痛点被抚平后，尚存在获客营销、会员体系、存货管理、企业理财、贷款服务等更多经营层面的需求。相较腾讯基于社交/游戏基因构造的娱乐生态，阿里基于电商基因打造的商业和金融生态能给用户/商户带来的价值更高。

► C 端：支付宝支付体验更佳、金融业态更健全；目标拓展全球活跃用户数至 20 亿。

1) 支付宝在存入/提现/转账/消费四个环节上便利性显著高于微信支付——在合作银行数量、提现/转账速度、客服技术支持等方面体验更佳；消费环节上支付宝不仅支持账户余额/绑定银行卡支付，还能提供余额宝支付（无需提现）/“花呗”（虚拟信用卡）等多种付款方式。

2) 支付宝在金融理财应用方面的布局（借呗/花呗/蚂蚁聚宝/芝麻信用/股票/保险等）显著强于微信钱包（微粒贷+理财通）。尽管微信支付用户数与支付宝相关，但其金融业态布局的短板使其由支付向其他金融业态转化的能力稍显不足，如阿里花呗/借呗用户超 1 亿 vs. 微粒贷超 2,000 万；余额宝活跃用户超 3 亿 vs. 理财通超 2,000 万。

3) 支付宝对用户画像刻画的高精度远高于微信支付。实际上 16 年若剔除货币化质量较低的 C2C 红包/转账和金融理财，我们预计支付宝/微信支付消费金额分别为~4.5 亿元/2.5 亿元，支付宝人均消费笔数/金额也高于微信支付，用来刻画用户画像的数据更加完备。此外，由于完全依赖代理商进行线下推广而缺少直营团队，微信支付的消费数据易被代理商截留。

► B 端：阿里构筑的商业基础设施为商户创造更多价值；目标服务 2,000 万中小商户。

在支付业务 C 端体验没有显著差异时，B 端的差异化服务作用较大，而阿里及关联企业能成为中小企业的 CFO（现金管理、贷款等金融服务）、COO（CRM、HR、ERP 等企业服务）、CTO（钉钉、阿里云等技术服务），为其提供从创设到发展、从经营到融资等全方位的服务。以线下餐饮企业为例，阿里能为商户提供口碑在线开店、支付宝精准营销、电子会员体系运营、在线预订及配送、经营贷款支持等一系列服务。



#7 移动浪潮下谁最受益？聚合支付顺势崛起

随着支付宝和微信支付借助二维码及代理商进军线下，逐渐形成围绕两大巨头的产业链——账户（支付宝/微信支付）+受理（服务商铺设器具）+转接（银联/网联）+银行卡（发卡银行）。受益于众多玩家卷入移动战役造成的服务商重磅扶持、支付工具碎片化以及传统POS收单分润淡薄，聚合多种支付方式（以支付宝/微信支付为主）、输出技术和服务能力的聚合支付SaaS服务商顺势崛起。

由于单纯的批发零售模式下议价能力较小，未来支付宝/微信支付给予的返佣存在进一步下行的压力，因此我们更看好拥有独特商业模式壁垒、具有较大规模优势、不断开拓增值服务的聚合支付领头羊。

图表 47：聚合支付解决商户痛点，提供多种接入方式



资料来源：公司资料，中金公司研究部

聚合支付：解决支付碎片化痛点、移动战役下“渔翁得利”

在移动战役如火如荼下，商户或主动、或被动需要不断接入支付宝/微信支付/银行卡收单等多种支付方式，聚合支付能够减少商户接入、维护支付结算服务时所面临的成本支出，提高商户支付结算效率，并在巨头重磅扶持计划下获得高额返佣。

- ▶ **商户面临支付工具碎片化痛点，聚合支付随之诞生。**如同最初第三方支付的出现是为了对接更多银行接口，方便商户的一次性便捷接入；当下商户收银系统由单一的POS机变成多种扫码设备和扫码台卡，商户需要面对各种复杂的账号申请、财务对账等流程，由此诞生了对聚合支付服务的需求。聚合支付SaaS服务商能够为商户提供多种接入方式（手机APP、POS机改造、ERP系统改造、微信公众账号等）、多种支付方式（支付宝/微信及QQ支付/京东支付/百度钱包/银行扫描支付等）、以及多级管理体系（支持多层级的连锁商户一体化管理，包括部门设置、数据合并、财务对账等功能）。
- ▶ **巨头纷纷推出重磅扶持计划，移动支付战役下服务商“渔翁得利”。**无论是传统POS收单机构还是支付宝/微信支付这样的移动支付玩家，随着线下收单规模的扩大需要将服务密集型业务外包给代理商/服务商，由其承担商户推荐、接入、对账、差错、风控、营销活动等工作并获得一定比例的分润。我们认为随着银联主导的NFC、银行系推出的二维码以及美团/京东等移动玩家未来几年依然会激烈争锋、加大推广力度，代理商的重要性凸显，预计巨头扶持计划短期仍将持续，如支付宝“春雨”计划和微信“星火”计划（从商户支付的~5.5‰费率中拿出~3‰返佣给服务商）。
- ▶ **传统POS收单分润淡薄，推动代理商“反水”投奔二维码阵营。**费改后线下银行卡收单机构仅收取~1‰的服务费，倘若给予渠道70%的分润，代理商目前仅能获得~0.7‰的返佣，远低于支付宝/微信支付的~3‰分润；同时由于商户及用户对扫码支付的广泛接受，使得许多具有一定技术能力的代理商“反水”转变成支付宝/微信支付的服务商，并基于利益最大化成为聚合服务商。甚至部分持牌第三方支付收单机构放弃自有品牌进军聚合支付，如支付宝/微信扫码支付中~30%由拉卡拉机具所受理。



龙头崛起：独特商业模式+领先规模优势+多元增值服务

随着所接入商户的快速增长，跑马圈地的服务商短期内能够享受较高的分润。由于用户和商户实际掌握在支付宝/微信支付手中其议价能力较低，市场格局初定后支付宝/微信支付料将减少返佣费率（从最初的千6到目前千3，并正向千1迈进，未来或按阶梯计价或者打包价分润），只有具备独特商业模式壁垒（难以被绕过）、具有较大规模优势（具有一定议价权）、不断开拓增值服务（营收多元化）的领头羊才能强者恒强。

- ▶ **独特商业模式。**目前聚合支付行业龙头威富通首创银行模式（银行移动支付的 SaaS 服务商）迅速拓展商户——在交易闭环中引入银行，利用银行商户资源增加交易流水，并由银行负责商户的资金清算。相较传统受理机构模式拥有两大优点：1) 通过直营团队或渠道直接拓展商户的成本较高且效率一般，若通过绑定银行并为其拓展移动支付业务，使得自身的商户数量和交易量大幅增长；2) 相较于第三方支付机构，银行的资金清分能力更强，使商户能及时收到交易款项，极大地提升商户体验。
- ▶ **领先规模优势。**聚合支付产品的不断迭代需要服务商具备一定的技术和产品研发团队储备，而对于模块化的产品，具有规模优势的服务商能够将成本分摊给更多的商户，意味着开发成本的降低。实际上交易量很小的聚合支付服务商难以维持系统正常运作，预计行业并购案例在 2017 年将频繁发生，使得行业集中度将继续提升、成本优势造成赢家通吃局面。
- ▶ **多元增值服务。**当前聚合支付服务商的主要收入来源包括：1) 交易服务返佣，依然贡献主要收入；2) 增值服务的收益，如对沉淀的 C 端用户提供消费分期、现金贷等产品，以及针对企业端的现金管理等；3) 广告、SaaS 软件、卡券等其他定向服务。威富通通过与银行合作二类电子账户产品，帮助银行拓展商户账户并收取手续费收入。

图表 48：威富通受理机构模式



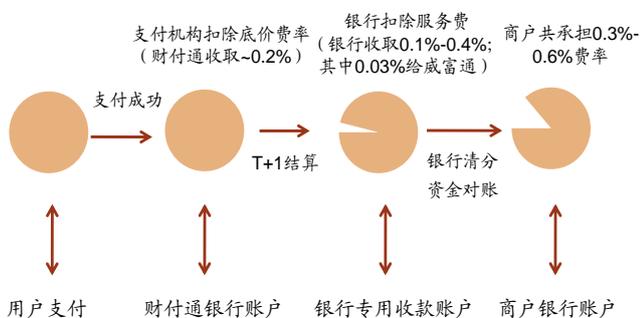
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 49：威富通银行模式



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 50：银行模式下的资金清分流程



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 51：威富通为客户提供综合服务方案



资料来源：公司公告，中金公司研究部



#8 新市场开拓看好下沉还是出海？掘金跨境支付

当前新市场的开拓主要集中在“下沉”和“出海”两大方向——下沉即将收单向三四线城市及农村地区渗透；出海意味着为跨境贸易/服务提供外汇资金集中收付及相关结售汇服务。我们认为，对于追求用户增长、场景争夺的巨头而言，短期下沉和出海战略布局意义大于业绩贡献价值；而对于中小玩家而言，我们更看好其掘金跨境支付的蓝海市场，而向国内长尾市场渗透则略显“鸡肋”。

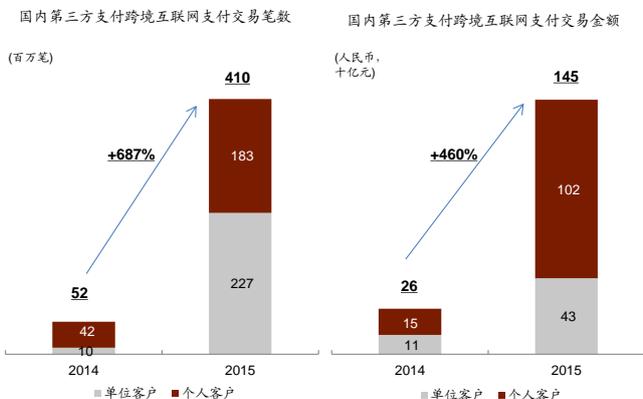
- ▶ **长尾市场盈利空间有限。**目前线下收单市场中三四线城市及农村地区渗透率依然较低，尤其是~5,600 万家小微及个体工商户（占全国~6,000 家企业的 94%）中仅~1,500 万家铺设 POS 收单器具（渗透率不足 30%），目前尚未覆盖的商户其年均流水<30 万，若考虑 1‰的收单服务费率，年手续费收入仅 300 元或难以覆盖收单相关运营成本。
- ▶ **合作线下资源方或是突破口。**对于 POS 收单机构海科融通牵手新力金融（实际控制人为安徽省供销社），通过其在省内乡镇/农村地区布设的~6 万个网点进行器具铺设，极大地减少了推广成本保障盈利能力，后续再探索提供相关金融配套服务开垦更多价值。

跨境支付 15~20e CAGR>170%

2015 年我国第三方支付机构跨境互联网支付交易金额为 1,454 亿元（企业客户 434 亿元、个人客户 1,020 亿元），同比增长 4.6 倍，而同期银行卡跨境交易 6,388 亿元，同比增长仅 13%。我们看好跨境支付市场未来五年保持高速增长：1）“三驾马车”（境外旅游、跨境电商、海外留学）共同驱动；2）政策松绑鼓励第三方支付机构开展业务试点；3）第三方支付在费率及账期等方面比较优势明显。

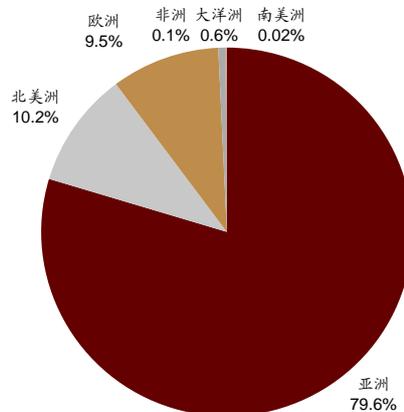
- ▶ **市场需求旺盛。**2015 年境外旅游、跨境电商、海外留学合计市场规模~7 万亿，其中第三方跨境支付渗透率仅~2%，据电子商务网/久谦咨询预测，15~20 年三驾马车市场规模 CAGR~25%，若假设 2020 年渗透率达到~10%，则第三方跨境支付市场规模将达到~2 万亿（对应 15~20 CAGR>170%），0.5%的平均费率假设下创造~100 亿营收。
- ▶ **政策释放增长潜力。**2015 年外管局允许支付机构为跨境电商交易双方提供外汇资金收付及结售汇服务，并将业务试点范围扩展至全国；国务院鼓励开展跨境电子支付，推进跨境外汇支付试点。截至 2016 年 3 月末全国共有 28 家第三方支付机构获准试点。
- ▶ **第三方支付比较优势明显。**跨境支付市场主要有银行电汇，银联国际、国际信用卡组织和第三方支付公司四方参与者。相较其余三者而言，第三方支付公司在费率和到账期限上都具备明显优势。从费率端来看，分级模式下每笔收款 10~40 美元、费率模式下平均 1~1.5%，均显著低于其余三种支付途径。从到账期限来看，第三方支付公司可以做到实时到账，速度上远胜于动辄数天到账的其余三类支付途径。

图表 52：第三方支付跨境支付交易爆发性增长



资料来源：中国支付清算协会，中金公司研究部

图表 53：跨境互联网支付交易金额中亚洲占比最高



资料来源：中国支付清算协会，中金公司研究部



图表 54：第三方跨境支付公司比较优势明显

参与方	费率	到账期限	典型场景
银行电汇	平均约3% (电报费+中转费+手续费)	3-5天	传统进出口贸易
银联国际	1.5%-2%	3天	线下境外POS刷卡消费
国际信用卡组织	欧洲：1%-2%；亚太：1.8%-2.5%；中国：2.8%-3%	2天	欧美地区主流方式
第三方跨境支付公司	分级模式每笔10-40美元；费率模式平均1%-1.5%	实时到账	小额跨境支付

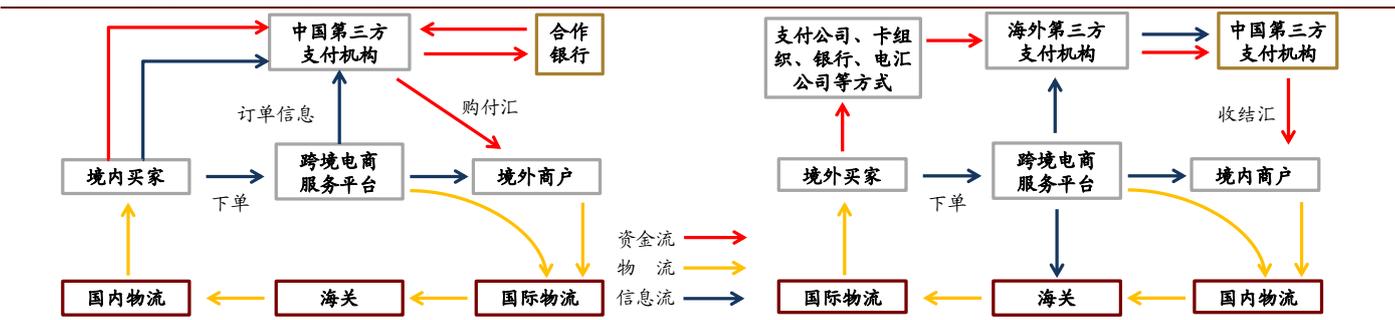
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 55：监管政策利好第三方支付

时间	事件	内容
2013/10	国家外汇管理局下发《关于开展跨境电子商务外汇支付业务试点的批复》	批准17家第三方支付机构开展跨境电子商务外汇支付业务试点
2014/2/18	央行上海总部发布《关于上海市支付机构开展跨境人民币支付业务的实施意见》	上海银联、通联、东方电子、快钱、盛付通等5家第三方支付机构取得了首批跨境人民币业务支付资格
2015/1/20	国家外汇管理局发布《关于开展支付机构跨境外汇支付业务试点的通知》	在全国范围内开展支付机构跨境外汇支付业务试点。将跨境电单笔限额由等值1万美元提升至5万美元
2015/1/29	国家外汇管理局发布《支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见》	《指导意见》要求，支付机构办理“贸易外汇收支企业名录”登记后可试点开办跨境外汇支付业务，在全国范围内开展支付机构跨境外汇支付业务试点
2015/8	中国人民银行发布《关于拓宽人民币购售业务范围的通知》	境内代理行或境外清算行与境外参加行可为服务贸易和直接投资项下的跨境人民币结算需求办理人民币购售业务，不再只是局限于货物贸易

资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 56：购付汇 vs. 收结汇业务流程



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

中小玩家立足于垂直行业的深耕细作

我们看好跨境支付的两类玩家；一类是平台化运作的支付宝/财付通等巨头；另一类是提供行业支付解决方案的快钱、易宝、连连支付等中型玩家，针对拥有先发优势的领域提供个性化方案。

- ▶ **倚靠大型平台资源。**支付宝线上拥有 Alibaba、全球购等自有跨境电商平台，线下拓展境外旅游消费场景，合作超过 5 万家海外商户，使得用户在海外实体店能够便捷消费；相比而言，缺少线上场景的财付通选择围绕微信支付海量用户，为其出境游提供跨境支付服务。
- ▶ **深耕行业解决方案。**在费率趋同、业务同质化的情况下，若无跑马圈地的强竞争力，靠特质化服务渗透市场依旧可以取胜。易宝支付通过提升支付技术，围绕行业定制跨境金融解决方案，不仅协助客户进行海关业务申报，还可基于产业链资源提供购付汇等系列增值服务，目前在电商领域具备先发优势。



#9 大多数人都亏损的牌照为何值钱？巨头可以将其变废为宝

2016年看起来是第三方支付企业的“卖身”之年。钱袋宝被美团收购，浙江贝付卖身唯品会、捷付睿通被小米拿下、广西集付通遭恒大吞并、深圳神州通付嫁入美的，都在近几个月内扎堆发生，更有大批二线互联网公司如滴滴、360、乐视也在积极询价。我们发现，对支付牌照感兴趣的包括两类金主，在二级市场希望借助支付牌照“讲故事”的公司、以及位列第二梯队的互联网公司，如小米、360、美团、乐视、滴滴出行等。

中小支付公司为什么要卖？独立发展前路十分艰难、监管收紧抬升牌照价值

- ▶ **独立发展的支付公司前景堪忧。**钱袋宝 2015 年收单规模~1,000 亿元下实现~5,000 万元净利润，其逾 10 亿的估值使其市盈率超过 20 倍；而对于大多数收单规模在 1,000 亿元以下公司，大多身处于微利或亏损中，考虑线上线下支付市场竞争加剧、费率处于下行通道、监管趋严勒紧创收渠道等因素影响下，其实现业绩增长/扭亏为盈的机会渺茫，甚至生存的空间被进一步挤压。
- ▶ **当前供需关系下第三方支付牌照抢手。**央行在“总量控制、结构优化、提高质量、有序发展”的原则下，今年 8 月明确表示一段时期内原则上不再批设新支付机构，牌照稀缺性进一步凸显，其中互联网支付/移动支付/全国范围银行卡收单牌照转让价格较高，当前一张经营范围为互联网支付的牌照市场价~5 亿元、互联网支付+移动支付两张牌照市场价~6 亿元，远高于企业持续经营可能创造的利润。
- ▶ **自身独立上市涉及问题较多。**在独立发展较难的基础上，中大型支付公司希望借助资本市场兼并对手或转型综合服务，但对“二清”及小贷创新等业务的规范整治影响其国内上市进程。
- ▶ **囤货居奇面临多重风险，当前出手方为良策。**主要来自于三个方面：（1）在市场整顿后牌照的申请可能会被放开；（2）竞争激烈下支付公司的运营状况更加艰难，处境或越来越被动；（3）迫切需求牌照的买家主要集聚在中大型互联网公司（如 360/乐视/滴滴/携程/去哪儿/搜狐），逐一落袋后市场热度或有所降低。

图表 57：2016 年以来支付牌照收购案频发

日期	收购方	第三方支付公司	拥有牌照	收购价格 (亿元)	对应股权	收购对价 (亿元)
2016年9月	美团点评	钱袋宝	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（全国）、跨境外汇支付	传超10亿元	100%	>10
2016年9月	唯品会	贝付宝	互联网支付、跨境外汇支付	传约4亿元	100%	-4
2016年9月	宏磊股份	合利宝	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（全国）	14.0	90%	15.6
2016年9月	新力金融	海科融通	银行卡收单（全国）	23.8	100%	23.8
2016年8月	美的集团	神州通付	互联网支付、移动电话支付	3.0	50%	6.0
2016年8月	恒大集团	集付通	互联网支付、预付卡发行与受理（广西、广东、云南）、基金支付	约5.7亿	--	--
2016年1月	海立美达	联动优势	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（全国）、跨境外汇支付、基金支付	30.4	91.56%	33.2
2016年1月	小米	捷付睿通	互联网支付、移动电话支付、银行卡收单（全国）	6.0	65%	9.2
2016年1月	广博股份	汇元通	在中国大陆地区拥有全国性个人本外币兑换特许资格、在香港拥有金钱服务经营者牌照、在美国华盛顿州拥有货币服务商牌照	3.3亿美元	100.00%	3.3亿美元

资料来源：公司公告，中金公司研究部

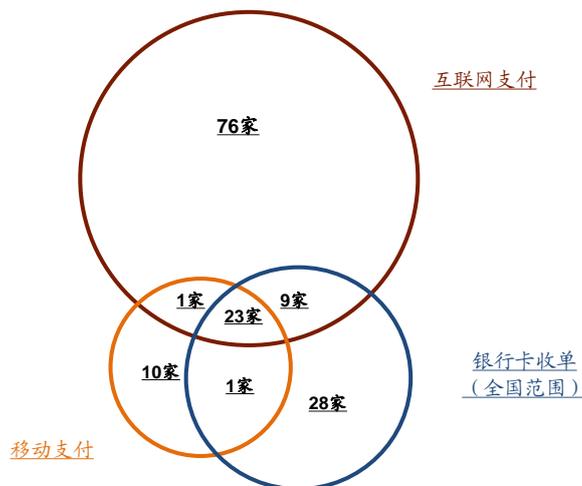


图表 58：第三方支付牌照分布



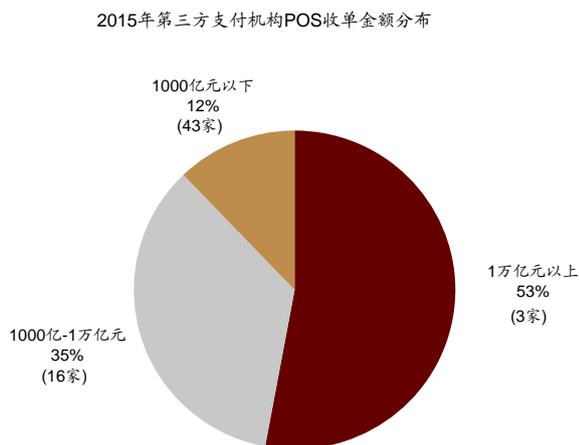
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 59：仅 23 家同时拥有全国范围银行卡收单+互联网支付+移动支付三张牌照



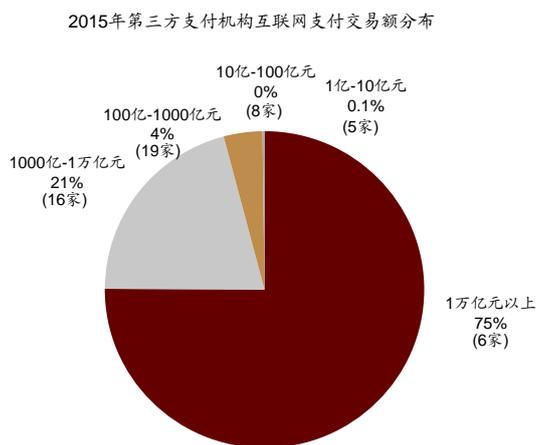
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 60：POS 收单业务量区间分布



资料来源：支付清算协会，中金公司研究部

图表 61：互联网支付业务量区间分布



资料来源：支付清算协会，中金公司研究部

互联网巨头为什么要买？支付导流向其他金融业态，主营业务向互联网金融延伸

- ▶ **巨头依靠掌控的高频场景能迅速发展商户/用户。** 只有依托于用户流量的供给和巨大的交易量滋润，才能迅速积攒支付用户，因此我们相对看好拥有~450万线下商户资源和线上~6亿活跃用户的美团在支付业务上有所突破，但由于改变用户和商户支付/收单习惯所需补贴巨大，挑战支付宝/微信支付地位的可能性较低，美团或需在从IT系统、外卖、食材采购、金融等方面提供综合服务来推动商家的接入。
- ▶ **建立账户体系后导向其他金融业态攫取更多利润。** 比支付更大的金融市场是理财和融资，以支付积累的用户信息和交易数据为基础，能够向个人征信、消费信贷、理财产品销售、小微企业贷等互联网金融领域延伸。例如 Square 推出的商户现金预支方案 Square Capital 为企业提供银行缺位的融资服务。
- ▶ **摆脱对支付宝/微信支付的依赖，掌握核心经营数据。** 通过对接不同的支付工具能够减少对支付宝/微信支付单一渠道的依赖，但对信息流和资金流掌控能力的缺失，依然为成为商业竞争的潜在风险点，第三方支付牌照因此成为巨头标配。



图表 62: 上市互联网公司互联网金融业务拓展及持牌情况

金融业务布局及牌照	支付	征信	融资			理财						
			To B	To C	股权众筹	基金	保险	股票开户	P2P	贵金属		
综合平台												
阿里巴巴	✓ [第三方支付]	✓ [个人征信-试点]	✓	✓	✓ [银行] [小额贷款] [股权众筹-试点]	✓	✓	✓	✓			[基金销售] [公募管理] [财险公司] [相互保险] [寿险公司-申请中] [证券-申请中]
腾讯	✓ [第三方支付]	✓ [个人征信-试点]	✓	✓	[银行] [小额贷款]	✓	✓	✓				[基金销售] [私募管理] [财险公司] [寿险公司]
百度	✓ [第三方支付]	✓ [个人征信-申请中]	✓	✓	[小额贷款] [银行-申请中]	✓	✓	✓				[基金销售] [财险公司-申请中]
网易	✓ [第三方支付]		✓	✓	[小额贷款]	✓	✓	✓		✓		[大宗交易所会员]
奇虎360(已退市)	✓ [第三方支付-申请中]				✓	✓	✓					
新浪	✓ [第三方支付]			✓		✓	✓	✓	✓	✓		[基金销售]
搜狐				✓						✓		
电子商务												
京东	✓ [第三方支付]	✓ [个人征信-申请中]	✓	✓	✓ [小额贷款] [商业保理] [股权众筹-试点]	✓	✓	✓				[基金销售] [保险代理] [财险公司-申请中]
苏宁云商	✓ [第三方支付]	✓ [个人征信-申请中]	✓	✓	✓ [商业保理] [消费金融] [小额贷款] [银行-申请中]	✓	✓	✓				[基金销售] [保险代理] [私募管理] [公募管理-申请中]
唯品会	✓ [第三方支付]		✓	✓	[小额贷款] [商业保理]	✓	✓					[保险代理]
科通芯城				✓	[小额贷款]							
慧聪网				✓	[小额贷款] [融资租赁]							
OTA												
携程				✓	✓ [小额贷款]			✓				[保险代理]
去哪儿				✓	✓			✓	✓			[保险经纪] [保险代理]
途牛				✓	✓ [小额贷款] [融资租赁] [商业保理]	✓	✓					[基金销售] [保险经纪]
SNS												
人人				✓	✓ [融资租赁]					✓		
垂直平台												
汽车之家					✓ [融资租赁]							
易车					✓ [融资租赁]			✓				
乐居					✓							
搜房					✓ [小额贷款] [融资担保] [商业保理]					✓		
金融界								✓	✓		✓	[基金销售] [港股券商] [大宗交易所会员]
互联网金融												
宜人贷					✓					✓		
银科控股											✓	[大宗交易所会员]

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

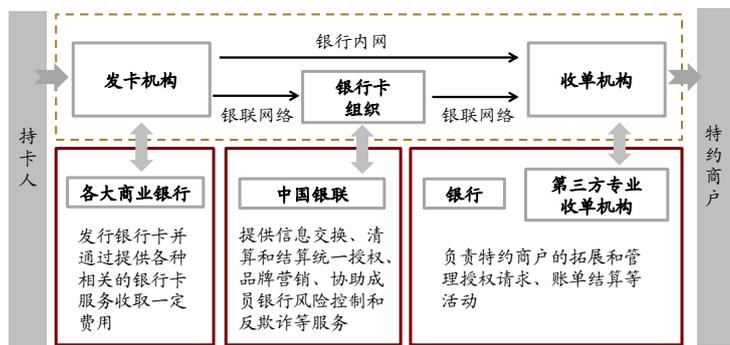


#10 线上版银联的成立冲击二人转格局？并不会

央行监管、支付清算协会筹建的非银行支付机构网络支付清算平台（“网联平台”）计划于17年3月底上线，通过统一技术标准和业务规则，将承担第三方支付机构的线上转接清算职能（即“线上版银联”），取缔第三方支付“银行直连”模式，采用网联通道进行线上清算，并实现客户备付金集中存管。我们认为“网联平台”将改写第三方支付“比赛规则”，但并不能左右“比赛结果”；对中小玩家无疑是利好，但对巨头负面影响有限。

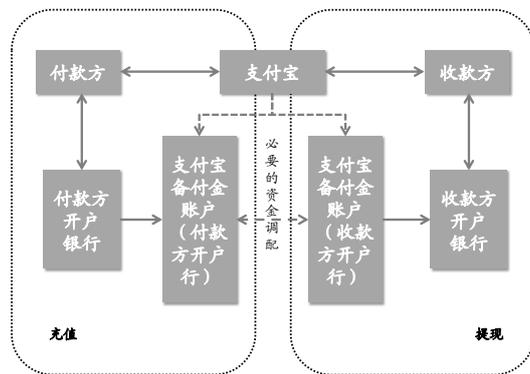
- ▶ **接入网联享受统一技术/费率标准，将打破巨头多渠道/低费率的壁垒。**此前支付宝/微信支付由于与多数银行达成打包收费协议，调用银行接口的费用并不与笔数和金额同步提升，业务量越大反而降低单笔成本，网联上线将使得中小玩家不再需要多头开发/重复建设以匹配银行接口标准，而巨头享有的多渠道（直连更多银行）、低费率（依靠备付金获得更高议价权）优势逐渐消除。
- ▶ **四方模式下增收清算费用，助推线上线下费率并轨，大型第三方支付机构刚性成本短期有所提升。**大型第三方支付机构原先和银行直联时，成本较低（绝大部分交易轧差计算成本），而通过网联清算时则需要向其支付网络清算费用，短期成本或明显上升，但其依靠在产业链的话语权能够将部分上升成本通过商户费率、代理商分润的调整进行转移。此外，网联平台定位于支付基础设施，并不以盈利为经营目的，所制定的网络清算费率或有限。在同样的四方模式下，线上/线下费率并轨进程加速，实际上96费改后当前POS收单商户所承担费率已与扫码支付相近（甚至更低）。
- ▶ **客户备付金的集中存管加速利息收入取消步伐，对巨头业绩有影响但可消化。**早在央行等部委2016年4月印发的《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》即提出逐步取消银行对支付机构客户备付金的利息支出，对于备付金规模在1,000亿以上的支付宝和微信支付产生一定“绝对”影响（利息收入减少较多）但“相对”影响较小（占整体收入比重较低）；对备付金较小的中小玩家产生较小“绝对影响”（利息收入减少较少）但“相对”影响较大（利息收入占营收比重~9.5%，进一步挤压生存空间）。
- ▶ **两巨头的市场份额不会受此影响，线上“二人转”格局难以撼动。**即便在费率相同的情况下，支付宝和微信支付凭借积攒的海量用户、拓展的丰富场景，仍将为用户首选的支付工具；更何况支付宝和微信支付能够基于自身多元的业态进行降维打击——不依靠支付业务盈利，而在消费金融/供应链金融/理财/保险等其他领域攫取更多利润。

图表 63：传统线下收单的“四方模式”——商户、发卡行、收单机构、清算组织



资料来源：中金公司研究部

图表 64：第三方支付直连银行的“三方模式”——商户、发卡行、支付机构



资料来源：中金公司研究部





新力金融

“支付+借贷”双轮驱动，聚焦小微金融的新势力

投资亮点

首次覆盖新力金融公司 (600318) 给予中性评级, 目标价 33.32 元, 基于收购海科融通成功假设及 SOTP 估值。理由如下:

- ▶ **依靠安徽供销社背景, 打造“支付+借贷”平台。** 租赁/小贷/典当/担保/P2P 五大借贷业务均跻身省内前列 (16 年撬动贷款余额~70 亿元), 拟通过收购海科融通 (16 年线下流水 6,000 亿+; 市占率~3%) 加码支付。预计 18 年支付/借贷业务营收占比 62%/38%、净利润贡献占比 56%/44%。
- ▶ **支付业务: 渠道下沉拓展商户基础、信贷叠加挖掘商户价值。** 线下 POS 收单进入白银时代 (16~20e 流水 CAGR 19%), 费率下行和移动革命加速行业洗牌, 海科融通凭借聚焦小微的错位竞争、代理商模式的市场拓展、深度合作场景方的资源优势, 预计支付业务 16~18e 营收 CAGR~27%。
- ▶ **借贷业务: 获客优势独特、风控策略稳健、银企关系良好。** 公司兼具国资平台的稳健经营、员工持股平台的锐意进取, 将充分受益于小微信贷及农村金融的发展红利 (目前租赁/小贷/典当在各自目标市场份额仅~0.05%/2.3%/5.0%), 预计借贷业务 16~18e 营收 CAGR~17%。
- ▶ **三大协同: 渠道 (城市+农村)、业务 (支付+借贷)、风控 (POS 流水+线下网点)。** 支付入口 (覆盖 250 万+商户、掌控交易流水) 助力借贷业务的商户获取和风控增强; 集团场景 (省供销社~6.4 万网点) 推动支付加速落地安徽, 以此为试验田探索乡镇/农村综合金融服务, 继而推向全国。

我们与市场的最大不同? 对线下 POS 收单市场空间保持相对谨慎; 公司“支付+借贷”双轮驱动的协同效应有待进一步观察。

潜在催化剂: 资产重组过会; 租赁业务异地扩张; 股东减持完成。

盈利预测与估值

预计公司 16~18 年 EPS 分别为 0.74/0.83/0.98 元, CAGR 为 15%。假设收购海科融通及配套融资完成并于 7 月起并表, 3.96 亿摊薄总股本下 16~18 年 EPS 分别为 0.45/0.82/1.42 元 (CAGR: 78%), 我们基于 SOTP 得出 132 亿元估值 (对应目标价 33.32 元和 23x 18e P/E)。

风险

资产重组失败、第三方支付竞争加剧。

姚泽宇

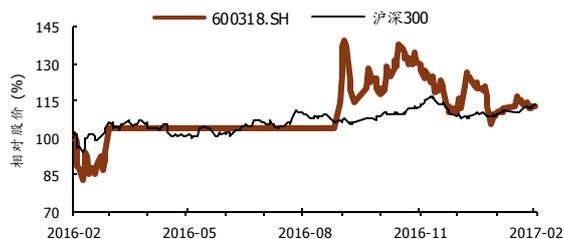
联系人
zeyu.yao@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080116080002
SFC CE Ref: BJJ003

黄浩

分析员
anson.huang@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080516060005
SFC CE Ref: AZX967

首次覆盖中性

股票代码	600318.SH
评级	* 中性
最新收盘价	人民币 29.71
目标价	人民币 33.32
52 周最高价/最低价	人民币 37.18~20.82
总市值(亿)	人民币 72
30 日日均成交额(百万)	人民币 41.99
发行股数(百万)	242
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	1.43
主营行业	金融服务



(人民币 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,372	830	860	986
增速	12.2%	-39.5%	3.6%	14.6%
归属母公司净利润	76	180	202	237
增速	-27.8%	136.3%	12.3%	17.3%
每股净利润	0.31	0.74	0.83	0.98
每股净资产	4.79	5.34	6.07	6.92
每股股利	0.10	0.11	0.13	0.15
每股经营现金流	-4.25	-1.00	0.83	2.02
市盈率	94.6	40.0	35.6	30.4
市净率	6.2	5.6	4.9	4.3
EV/EBITDA	33.1	24.3	24.5	21.7
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
平均总资产收益率	1.6%	2.7%	3.1%	3.3%
平均净资产收益率	6.8%	14.6%	14.6%	15.1%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	1,372	830	860	986	营业收入	12.2%	-39.5%	3.6%	14.6%
营业成本	762	215	119	135	营业利润	64.6%	30.4%	41.9%	15.3%
营业税金及附加	25	9	9	10	EBITDA	18.7%	30.2%	5.7%	15.9%
营业费用	30	4	0	0	净利润	-27.8%	136.3%	12.3%	17.3%
管理费用	135	100	77	89	盈利能力				
财务费用	95	119	118	135	毛利率	44.4%	74.2%	86.2%	86.3%
其他	0	0	0	0	营业利润率	19.3%	41.7%	57.1%	57.4%
营业利润	265	346	491	566	EBITDA 利润率	25.0%	53.7%	54.8%	55.5%
营业外收支	13	112	8	9	净利润率	5.5%	21.6%	23.5%	24.0%
利润总额	278	458	500	575	偿债能力				
所得税	78	147	150	172	流动比率	0.52	0.95	0.89	0.92
少数股东损益	124	132	148	166	速动比率	0.49	0.95	0.89	0.92
归属母公司净利润	76	180	202	237	现金比率	0.12	0.21	0.23	0.26
EBITDA	343	446	472	547	资产负债率	69.1%	59.3%	58.9%	57.7%
资产负债表					净债务资本比率	50.3%	11.8%	32.3%	29.0%
货币资金	312	293	371	460	回报率分析				
应收账款及票据	104	694	719	824	总资产收益率	1.6%	2.7%	3.1%	3.3%
预付款项	5	6	3	4	净资产收益率	6.8%	14.6%	14.6%	15.1%
存货	75	0	0	0	每股指标				
其他流动资产	851	320	320	320	每股净利润 (元)	0.31	0.74	0.83	0.98
流动资产合计	1,346	1,313	1,414	1,608	每股净资产 (元)	4.79	5.34	6.07	6.92
固定资产及在建工程	1,423	6	8	9	每股股利 (元)	0.10	0.11	0.13	0.15
无形资产及其他长期资产	4,492	4,860	5,482	5,962	每股经营现金流 (元)	-4.25	-1.00	0.83	2.02
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	7,314	6,211	6,936	7,612	市盈率	94.6	40.0	35.6	30.4
短期借款	1,257	745	1,195	1,295	市净率	6.2	5.6	4.9	4.3
应付账款及票据	1,058	479	266	302	EV/EBITDA	33.1	24.3	24.5	21.7
其他流动负债	274	165	131	148	股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
流动负债合计	2,589	1,389	1,592	1,746					
长期借款和应付债券	2,115	1,965	2,165	2,315					
非流动负债合计	2,446	2,296	2,496	2,646					
负债合计	5,054	3,685	4,088	4,392					
股东权益合计	1,160	1,293	1,468	1,674					
少数股东权益	1,101	1,233	1,380	1,546					
负债及股东权益合计	7,314	6,211	6,936	7,612					
现金流量表									
净利润	76	180	202	237					
折旧和摊销	0	0	0	0					
营运资本变动	895	-1,198	-278	-59					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	-1,028	-243	200	488					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-959	1,051	-626	-484					
投资活动现金流	-959	1,051	-626	-484					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	2,197	-827	505	84					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	210	-19	79	88					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

新力金融前身巢东股份主营水泥生产与销售业务，2015年起通过股权协议转让、剥离水泥资产、收购类金融业务等一系列措施，目标打造以互联网金融为核心的金控平台。背靠安徽省供销社集团背景，主要面向省内小微企业和三农领域提供融资租赁、小贷、典当、融资担保和P2P撮合五大服务，据此收取贷款利息、咨询收入、担保收入以及平台管理费。目前公司拟通过收购银行卡收单公司海科融通加码第三方支付。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

