

## 行业深度研究报告

# 第三方支付洗牌：从“流量”到“金融生态”

增持（首次）

2016年10月20日

投资要点

证券分析师 戴志锋

S0600516040001

[daizf@dwzq.com.cn](mailto:daizf@dwzq.com.cn)

0755-83925362

■ **行业分析与展望：**1、流量会继续增长（+30%），费率会减低，套利空间会压缩，行业正在面临转型压力。2、优质公司会从赚流量转型到全面金融服务，商业逻辑：场景-》支付-》账户体系-》大金融、大数据（平台级服务），转型方向：在细分领域建立金融平台，上市支付公司有望打造B端的金融平台。3、行业未来格局：行业集中度会提高，线上和线下会出现细分领域的支付龙头，进而会演化为专业性金融机构。4、目前转型刚开始，谁能先杀出，谁就是行业的黑马。

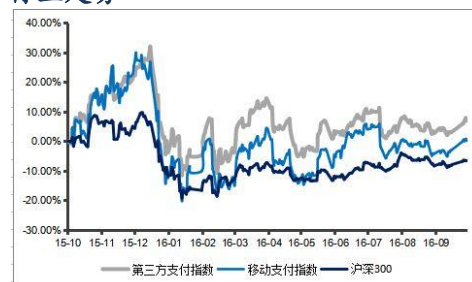
■ **第三方支付的盈利和经营模式：**1、区分银行卡收单和线上支付模式；2、盈利模式：流量收费 vs 交易流水上的合规与不合规的增值服务。目前盈利最高的：T+0 服务费（帮商户垫资一天），套现（银行卡刷卡获取现金）以及套码。新晋的第三方支付公司往往给出高的利润对赌，是具有合理性的。3、销售模式：代理与直营。

■ **支付的技术模式：**1、支付技术发展路径：线下从传统POS向智能POS；线上支付发展的三个阶段；2、支付技术发展展望：a、支付是金融活动中与科技结合最近、模式变化最多最快的行为，提供大量创新和弯道超车的机会；b、移动端的技术路径看，未来二维码为主，NFC有一定市场，SWP-SIM应用前景非常有限。C、支付痛点的是“连接”，与场景与客户的连接，这是技术的发力点；不宜高估区块链对支付的作用。

■ **第三方支付打造金融平台的优势：**1、账户体系。第三方支付实现资金转移，同时资金结算、归集等功能，建立个性化账户体系。账户既是金融服务的起点，又是资金、交易数据的落脚点。2、IT实力和整体运营能力。第三方便具有一定IT实力和综合金融能力，这是与资源方谈判的筹码；在合作基础上建立金融生态圈。3、细分领域金融是空白。每个细分领域情况纷繁复杂，BAT更注重C端，传统金融机构缺乏动力进入。

■ **相关标的：**1、筛选标准：a、管理团队强：IT实力和整体运营能力、细分领域的深耕能力；b、客户结构，细分平台的潜力。2、建议关注：奥马电器。3、相关标的：海立美达、新大陆、广博股份、宏磊股份、新力金融、宏图高科、腾邦国际。

行业走势



## 目录

<b>1. 行业展望：转型的前夕 .....</b>	<b>4</b>
<b>1.1. 行业展望 .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2. 行业转型 .....</b>	<b>6</b>
<b>1.3. 行业未来格局 .....</b>	<b>9</b>
<b>2. 第三方支付盈利和经营模式 .....</b>	<b>12</b>
<b>2.1. 区分银行卡收单和线上支付模式 .....</b>	<b>12</b>
<b>2.2. 流量收费 VS 其他增值服务 .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3. 营销模式：代理商与直营 .....</b>	<b>15</b>
<b>3. 第三方支付技术模式 .....</b>	<b>15</b>
<b>3.1. 支付是平台的技术体系支撑 .....</b>	<b>16</b>
<b>3.2. 支付技术的发展轨迹 .....</b>	<b>19</b>
<b>3.3. 支付技术的展望 .....</b>	<b>22</b>
<b>4. 第三方支付打造平台级公司的优势 .....</b>	<b>23</b>
<b>4.1. 账户体系和场景 .....</b>	<b>24</b>
<b>4.2. IT 实力和整体运营能力 .....</b>	<b>26</b>
<b>4.3. 细分领域金融空间大 .....</b>	<b>27</b>
<b>5. 相关标的 .....</b>	<b>27</b>

## 图表目录

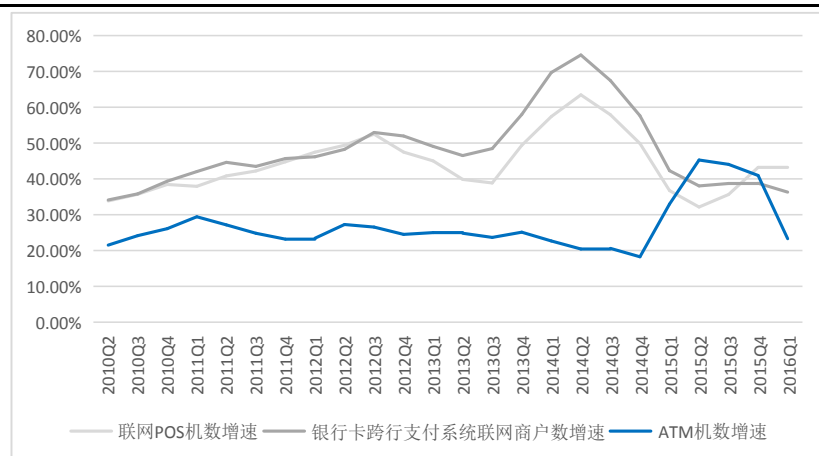
图表 1 银行卡联网商户、POS 机具及 ATM 季度同比增速	4
图表 2 2011-2018 年中国网络经济市场营收规模	4
图表 3 2010-2017 年中国第三方支付交易规模	4
图表 4 银行卡刷卡手续费新规的付费方式	5
图表 5 第三方支付相关管理办法	5
图表 6 第三方支付账户管理及特点（2016 年 7 月 1 日起实施）	6
图表 7 第三方支付资金清分模式	6
图表 8 中国第三方支付市场 AMC 模型	7
图表 9 第三方支付商业逻辑	7
图表 10 支付宝和蚂蚁金服的商业逻辑	8
图表 11 蚂蚁金融的金融生态圈	8
图表 12 2015 年非金融支付机构线下收单交易量过千亿排名表	10
图表 13 2015 年中国第三方移动支付交易规模市场份额	11
图表 14 2015 年中国第三方互联网支付交易规模市场份额	11
图表 15 线下收单业务流程	13
图表 16 线上直连银行清算方式	13
图表 17 支付交易佣金分配	13
图表 18 第三方支付 T+0 服务	14
图表 19 第三方支付盈利模式	15
图表 20 收单系统的物理架构	16
图表 21 互联网支付的逻辑架构	17
图表 22 第三方支付的交易系统	17
图表 23 第三方支付的支付和清算系统	18
图表 24 第三方支付的财务核算系统	18
图表 25 传统 POS 技术路径	19
图表 26 智能 POS 技术路径	19
图表 27 NFC-SWP 终端硬件结构	20
图表 28 二维码支付的系统架构	21
图表 29 TSM VS HCE 技术	21
图表 30 电子支付相关技术	22
图表 31 国外主要移动支付模式及代表企业	22
图表 32 移动支付技术	23
图表 33 不同类型牌照发放数量	24
图表 34 账户体系	25
图表 35 支付场景	26
图表 36 运营能力是细分金融平台的核心竞争力	26
图表 37 上市银行 2016 年半年报贷款行业投向回归分析	27

## 1. 行业展望：转型的前夕

### 1.1. 行业展望：流量会继续增长，费率会减低，套利空间会压缩

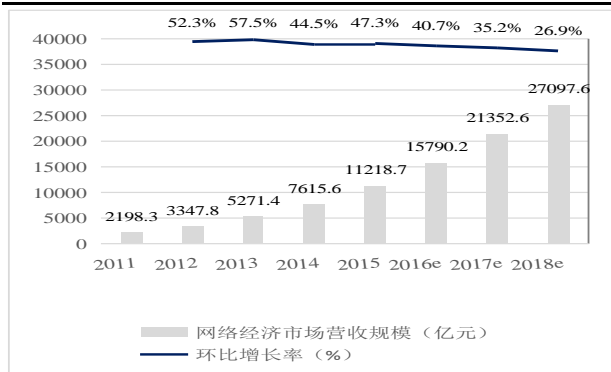
驱动支付流量高速增长的因素还在，预计年增速 30% 以上。1、银行卡和 POS 机的渗透率还会提高。线下收单流量还能保持 20% 以上增长。结构上，整体市场发展态势方面继续现有“第三方系高速增长、银行系负增长”的态势；在现有一二线城市饱和，拓展转向三四线城市。2、电子商务还在高速发展，支付行业的不断创新和变化得益于电子商务的发展，预计线上支付的增速在 40% 以上。3、新兴支付习惯将成为行业发展的强大动力。近年来，消费者的支付习惯正在新兴支付的影响下逐步改变，网络支付、移动支付、手机银行等新兴支付方式受到消费者的偏爱，持有大量现金进行交易或到柜台办理支付的方式不断减少。年轻人群对新兴支付方式的接受程度高。4、预计支付流量增速在 30% 以上。

图表 1 银行卡联网商户、POS 机具及 ATM 季度同比增速



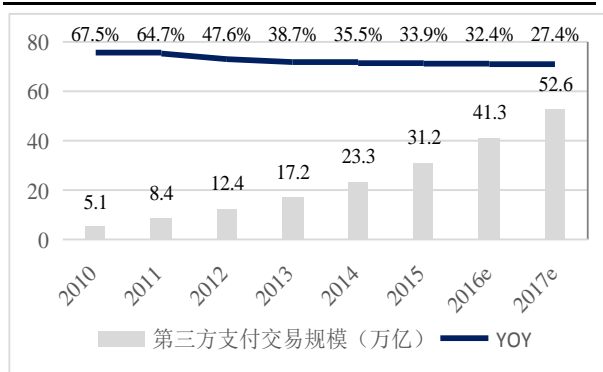
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2 2011-2018 年中国网络经济市场营收规模



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

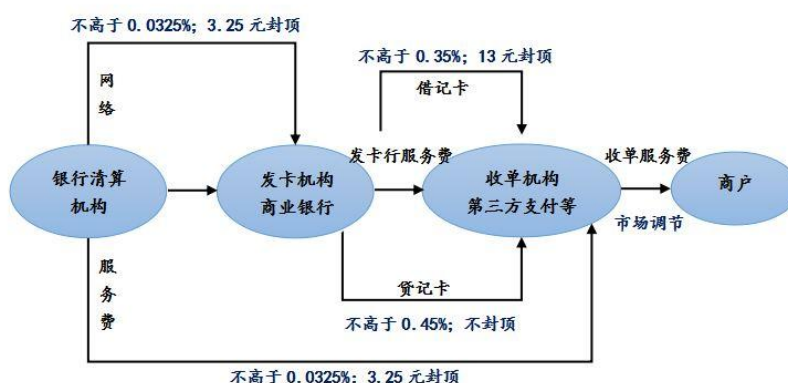
图表 3 2010-2017 年中国第三方支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

但费率会持续下降。1、同质化带来价格竞争激烈。第三方支付各厂商商业模式高度同质化，市场竞争逐步演变成价格竞争，同业之间的过度竞争将导致费率不断下降。2、垄断保护被取消。2016 年 3 月 18 日，国家发展改革委及人民银行印发了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，全面下调银行卡手续费，并将于 2016 年 9 月开始。收单机构收取的收单服务费由现行政府指导价改为实行市场调节价，由收单机构与商户协商确定具体费率。以前的 7:2:1 的分成模式被取消。

图表 4 银行卡刷卡手续费新规的付费方式



资料来源：东吴证券研究所

套利空间会压缩。1、央行对第三方支付监管趋严，见下表。第三方支付公司分类监管，账户分类监管。2、套码空间大幅萎缩。2016 年 9 月开始取消了刷卡费率的行业分类，第三方支付机构整体会向更规范方面发展，套码空间缩小。3、央行打击“二清”和资金挪用。

图表 5 第三方支付相关管理办法

2010	非金融机构支付服务管理办法（中国人民银行令[2010]第 2 号）
2012	支付机构预付卡业务管理办法（中国人民银行公告[2012]第 12 号公布）
2013	支付机构客户备付金存管办法（中国人民银行公告[2013]第 6 号）
2013	银行卡收单业务管理办法（中国人民银行[2013]第 9 号公布）
2015	支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见（国家外汇管理局汇发[2015]7 号）
2016	非银行支付机构网络支付业务管理办法

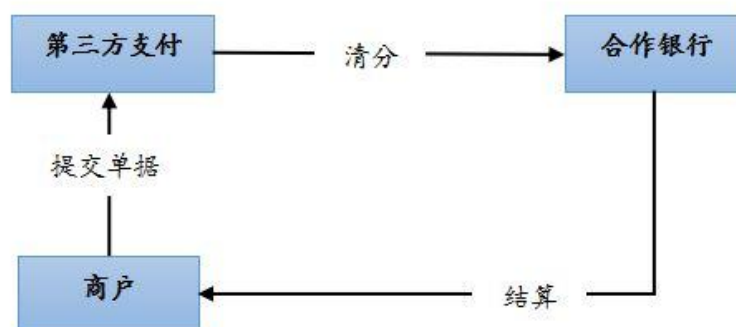
资料来源：互联网，东吴证券研究所

图表 6 第三方支付账户管理及特点（2016 年 7 月 1 日起实施）

账户类别	余额付款功能	余额付款限额	身份核实方式
I 类账户	消费、转账	自账户开立起累计 1000 元（包括支付账户向客户本人同名银行账户转账）	以非面对面方式，通过至少一个外部渠道验证身份
II 类账户	消费、转账	年累计 10 万元（不包括支付账户向客户本人同名银行账户转账）	面对面验证身份，或以非面对面方式，通过至少三个外部渠道验证身份
III 类账户	消费、转账、投资理财	年累计 20 万元（不包括支付账户向客户本人同名银行账户转账）	面对面验证身份，或以非面对面方式，通过至少五个外部渠道验证身份

资料来源：《非银行支付机构网络支付业务管理办法》，东吴证券研究所

图表 7 第三方支付资金清分模式



资料来源：东吴证券研究所

## 1.2. 行业转型：优质公司会从赚流量转型到全面金融服务，而基础是在细分领域建立金融平台

### 第三方支付商业逻辑。

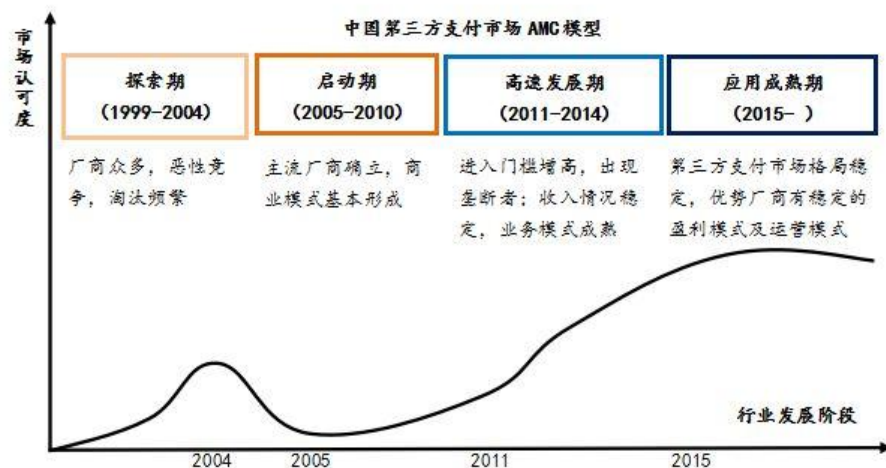
以往，行业习惯赚轻松钱，本质是分享垄断利润。第三方支付高盈利本质：中国金融业长期被垄断抑制，支付是率先给予牌照放开的，既能在夹缝中分享垄断，又有套利空间。在流量快速增长和获取部分金融垄断利润背景下，行业还处在“跑马圈地”的阶段，通过代理商和自销拓展商户，主要还是放通道；背后的商业逻辑是交易规模越大，利润空间越高。

目前是行业转型的拐点。1、监管趋严后，套利空间缩窄。2、同质化的竞争，费率不断压缩。3、BAT 等优质企业快速成长，它们看重的是



生态圈，通过未来的金融服务进行变现。所以它们的策略往往是通过“零费率”，甚至补贴开拓市场。这种模式会压缩传统支付公司“跑马圈地”的空间。

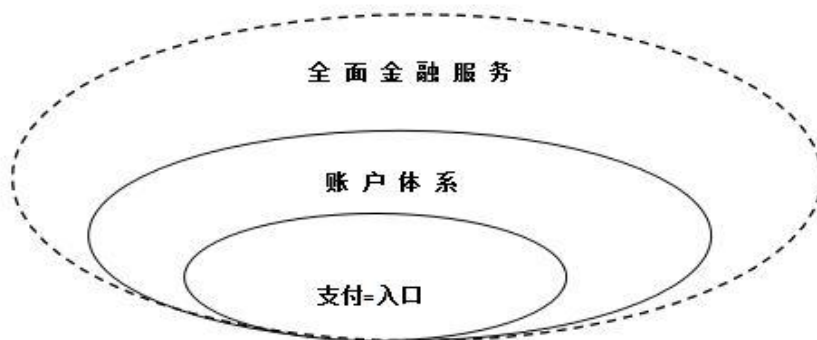
图表 8 中国第三方支付市场 AMC 模型



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

**第三方支付商业逻辑：场景-》支付-》账户体系-》大金融、大数据（平台级服务）。**支付是大多数经济活动的起点，支付涵盖了大量的、丰富多彩的日常交易场景。第三方支付不仅实现资金转移等通道业务，同时完成资金结算、归集等功能，从而能为客户建立个性化和便捷的账户体系，**这是第三方支付的核心竞争力**。有实力的第三方支付公司，结合场景，基于账户体系，对传统交易逻辑进行再塑造，从而对客户形成较强的粘度；在此基础上，为客户提供贷款、理财、营销和大数据等服务；全金融服务体系形成，就会构造出不同领域的平台级的互联网金融，具有较高的护城河；**这是第三方支付的未来发展方向。**

图表 9 第三方支付商业逻辑



资料来源：东吴证券研究所

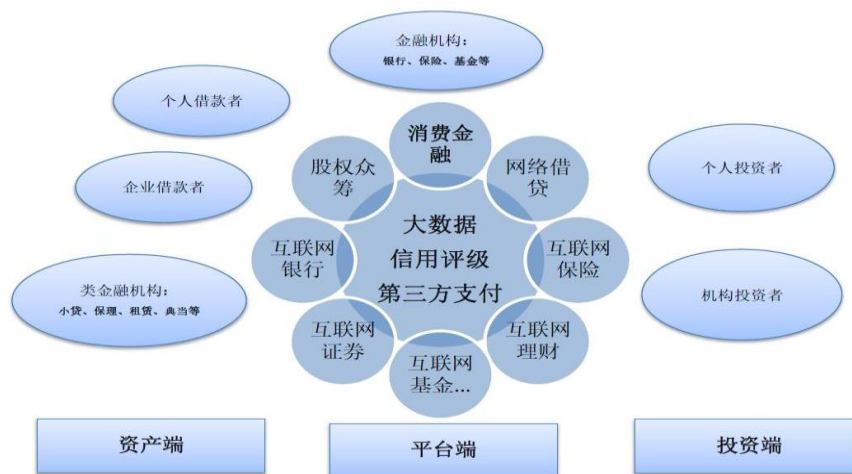
**阿里蚂蚁金服证明该模式的可行性。**蚂蚁金服依托支付宝十年运营数据和超过 2 亿活跃用户积累和淘宝、天猫生态圈场景，蚂蚁金服打造出涵盖现金余额管理（余额宝）、投资理财（招财宝）、供应链和消费金融服务（蚂蚁微贷）、个人征信平台（芝麻信用）、线上财产保险（众安保险）和全面金融服务（网商银行）。蚂蚁金服其基于支付业务基础，未来打造全面而丰富的 C 端金融平台服务。

图表 10 支付宝和蚂蚁金服的商业逻辑



资料来源：东吴证券研究所

图表 11 蚂蚁金融的金融生态圈



资料来源：东吴证券研究所



### 上市支付公司有望打造 B 端的金融平台。

**B 端是上市支付公司的方向。**大型公司未来成为 C 端的大消费金融平台，如支付宝、微信支付；中型公司搭建细分领域的金融平台（如某行业小 B 端）。其以第三方支付为入口，利用互联网支付所依托的电子信息技术，将金融服务下沉至小微商户及长尾用户，并以大数据征信为基础，打通个人和商户的金融需求，不同平台业务相互连通，构建联动共生的互联网生态。

**细分领域平台的可行性。**1、细分领域是支付产业链当中差异化能力最高的一环，也是实体运营精细化、个性化的关键所在。2、细分领域的支付行业应用的增加意味着市场空间的扩大，同时也改进了该行业的资金效率。现阶段网购、网游、航空市场、电信是较为成熟的应用市场，未来金融、教育、公缴、B2B 等各行业等有望深度应用第三方支付，所以未来在细分市场应用的深度和广度的提高对第三方支付估值会有明显提升。

**金融平台级公司的业务。**1、**贷款或融资。**对中小企业，谁能在控制风险的背景下提高融资，谁就能获取高额利润，且有高护城河。以供应链融资为例，在细分行业将形成各自的电子交易体系支付体系，有足够的的数据、业务经验和风控技术的积累，就能给上下游提供相应的融资。2、**征信和信用评估。**传统征信只能收集贷款、信用卡透支等金融数据，支付平台可以获取更加丰富的交易及场景信息。电商和第三方支付机构掌握大量的交易数据，结合信用风险评估技术，诞生出面向互联网经济的信用评估。3、**理财等产品。**支付平台产品多元化的方向发展，不同的流动性、安全性和收益性组合，可以提供多层次的产品。

### 1.3. 行业未来格局：1、行业集中度会提高，2、线上和线下会出现细分领域的支付龙头，进而会演化为专业性金融机构

#### 集中度会提高。

**规模效应会更突出。**1、支付行业本身规模经济效应明显，达到一定的规模才能盈亏平衡，而在此前，需要投入大量资源培育客户，争夺市场。2、**转型后对资本和资源要求更高。**支付机构业务范围不断外延和拓展，涉足基金理财、保险理赔、供应链金融等传统金融行业或领域，进一步加大对资金的需求。如供应链金融的规模的扩大就直接依靠能够有大量的资金来满足贷款需求。有资本和线上线下资源的大型公司，会挤压小企业空间。3、**监管趋严，加剧行业集中。**一些小企业赖以生存的套利空间减少。

**线下收单与线上支付集中度的差异。**1、线下的资源分散、同时复杂，掌握在大量代理商和商户手中，第三方支付公司代理商模式；集中度较分散；商业模式也较粗放。2、线上的资源相对标准和集中，线上支付与

资源方合作；线上支付的竞争对手是 BAT，线上支付开行业转型较早。

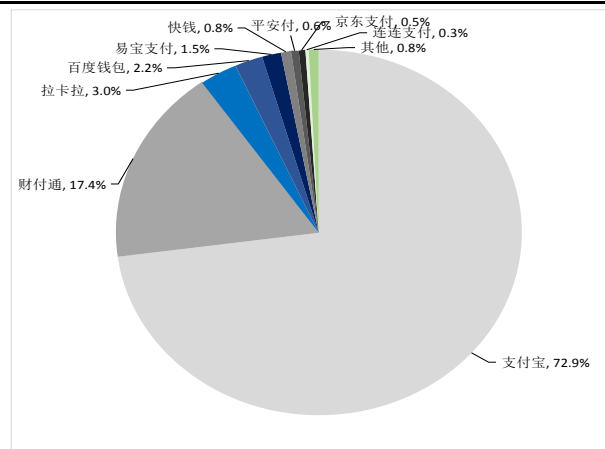
**支付的行业格局。线下收单的行业格局：**第三方支付行业媒体支付圈的统计数据，目前拥有银行卡收单业务资质的第三方支付机构合计 62 家，其中交易规模千亿元以上的机构数量占比为 30.65%；拥有全国性银行卡收单业务资质的第三方支付机构合计 43 家，其中交易规模千亿元以上的机构数量占比为 44.19%。**线上支付的行业格局。**无论是移动支付还是互联网支付领域，市场前三企业交易规模市场份额占比将近 90%，行业集中度很高。

**图表 12 2015 年非金融支付机构线下收单交易量过千亿排名表**

序号	名称
1	银联商务有限公司
2	通联支付网络服务有限公司
3	北京拉卡拉网络技术有限公司
4	快钱支付清算信息有限公司
5	深圳银盛电子支付科技有限公司
6	北京钱袋宝支付有限公司
7	汇付天下有限公司
8	北京随行付支付有限公司
9	北京海科融通信息技术有限公司
10	深圳瑞银信信息技术有限公司
11	云南乐富信息科技有限公司
12	中汇电子支付有限公司
13	北京和融通科技有限公司
14	现代金融（成都）控股有限公司
15	杉德电子商务服务有限公司
16	上海德颐网络技术有限公司
17	深圳市中付支付科技有限公司
18	福建国通星驿网络科技有限公司
19	广东嘉联支付科技有限公司

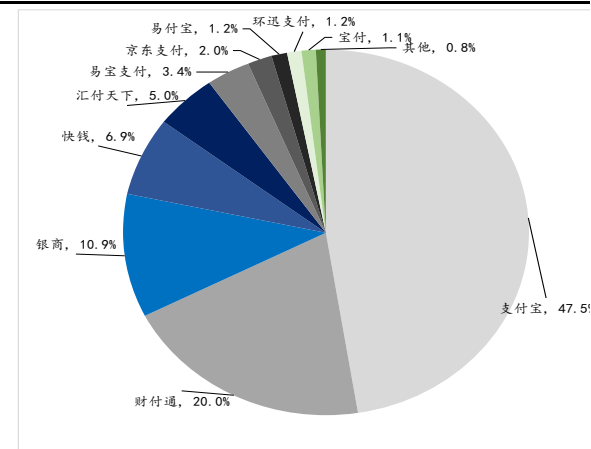
资料来源：互联网，东吴证券研究所

图表 13 2015 年中国第三方移动支付交易规模市场份额



资料来源：比达数据中心，东吴证券研究所

图表 14 2015 年中国第三方互联网支付交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

**集中度会有提升的趋势。**1、小型公司无法生存，监管趋严后，套利空间缩窄；同质化的竞争，费率不断压缩；小型公司失去了生存的土壤。2、中型公司面临转型公司和优质公司的双重挤压。BAT 等优质企业和转型快的第三方支付公司快速成长，它们看重的是生态圈，通过未来的金融服务进行变现。所以它们的策略往往是通过“零费率”，甚至补贴开拓市场。这种模式会压缩支付公司传统“跑马圈地”的利润空间。3、**不转型就等死。**未来第三方支付市场主要就剩下两类企业：一是打造大金融生态圈的大型支付公司；二是转型细分平台金融的中型公司。

**会出现细分领域的行业龙头。**

**细分领域的金融生态圈，出现细分领域的龙头。**第三方支付为入口，利用互联网支付所依托的电子信息技术，将金融服务下沉至小微商户及长尾用户，并以大数据征信为基础，打通个人和商户的金融需求，不同平台业务相互连通，构建联动共生的互联网生态。

**转型刚开始。**第三方支付习惯于赚流量和套利的钱，之前转型动力并不强。目前能感受到行业转型的压力，但商业模式都还在探索，谁能探索成功，谁就会成为行业内杀出的黑马。

**转型案例 1：快钱与线下资源的深度合作。**2014 年底，万达与快钱达成战略并购，在合作一年之后，其战略意义正在逐渐浮出水面。快钱现有业务已经完成四大产品体系的蜕变与整合，形成集成化的一站式金融服务，服务于场景内的消费者和商户。万达网络金融也实现了综合化的业务布局，而快钱所呈现的一站式服务就是具体的业务体现。快钱更多的是结合了线下的消费场景，运用场景内的丰富数据形成价值独特的

金融服务，服务于场景内的用户和商户，继而拉动消费规模的提升。万达集合商业中心、院线、酒店、旅游，甚至体育的多元化产业集群，带来了规模化的消费场景。业务包括四块：一是支付业务，二是理财业务，三是和消费信用相关产品，四是和权益相关的应用。

**转型案例 2：汇付天下做金融机构的技术和支付平台。**汇付天下在向综合金融集团转型，为新金融业态提供账户系统、支付结算、运营风控、数据管理等一整套新金融行业解决方案。如汇付天下与银行合作，为 P2P 网贷行业提供的“联合存管”方案，正是传统金融、新金融合作的实践。汇付天下正在构建新金融生态圈，在具体布局上是，金融基础服务及财富管理。

**转型案例 3：易宝支付细分领域的“支付+”。**“支付+”就是基于支付叠加金融服务，营销服务和大数据服务。易宝支付以场景为核心，打通行业上下游，把移动支付能力、互联网金融服务、数据技术等嵌入到更多行业（尤其是 O2O 行业），为客户赋能，助力其互联网升级。易宝支付打造服务平台，为客户提供支付+存管、钱包服务、支付+企业服务等，推动传统行业互联网转型升级。

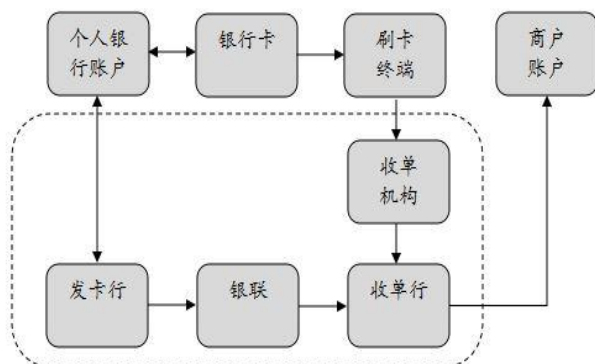
## 2. 第三方支付盈利和经营模式

### 2.1. 区分银行卡收单和线上支付模式

**银行卡收单和线上支付在实际中差异较大。**银行卡收单业务是指收单机构通过各类 POS 机等终端受理银行卡刷卡消费等支付类交易金额的业务。收单业务的主要参与方包括发卡机构、收单机构和转接清算机构。互联网支付（移动支付）是指企业或个人通过移动设备、互联网或者近距离传感直接或间接向银行金融机构发送支付指令产生货币支付与资金转移的行为，从而实现支付功能。

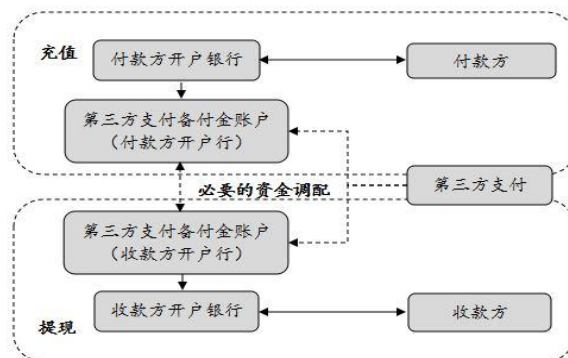
**与银行等金融机构连接方式的差异。**银行卡收单市场一开始就受到人民银行和发改委的监督，清算必须走银联。网络支付的线上收单市场则是一个自由市场，收单机构决定收入分配模式。以支付宝为例，它逐个接入主要银行的支付网关，而不是像银行卡收单市场那样统一由中国银联转接。

图表 15 线下收单业务流程



资料来源：东吴证券研究所

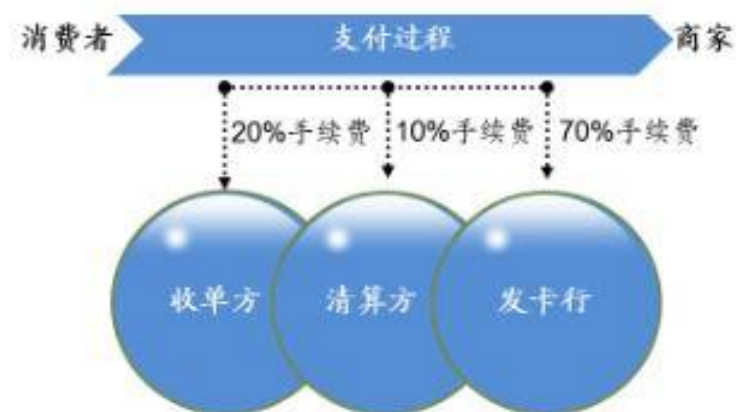
图表 16 线上直连银行清算方式



资料来源：东吴证券研究所

**交易佣金的差异。**1、收单行业遵循的银行卡收单业务“721”利益分配的规则，商户根据具体的交易情况向第三方支付平台支付的佣金费用。2013 年央行颁布的《特约商户手续费惯例表》对银行卡收单手续费率进行了指导定价，根据商户类别餐娱类、一般类、民生类和公益类，按照 1.25%、0.78%、0.38%和 0%的手续费率进行定价。手续费分配一般遵循近似于 7: 2: 1 的比例（其中 7 归发卡行所有；2 归收单方所有；1 归银联所有）。2、线上支付一般按交易金额的一定比例付费，相对较为灵活，适合不同规模的商户；一般在千分之一。

图表 17 支付交易佣金分配



资料来源：东吴证券研究所

**经营模式的差异。**1、线下的资源分散、同时复杂，掌握在大量代理商和商户手中，第三方支付公司主要采取“跑马圈地”的模式；同时银行和银联是该市场主要参与者，存在较大套利空间；轻松钱赚多了，商业模式也较粗放。2、线上的资源相对标准和集中，线上支付与资源方合作；线上支付的竞争对手是 BAT，毛利相对较低；线上支付开始细分行业转型。



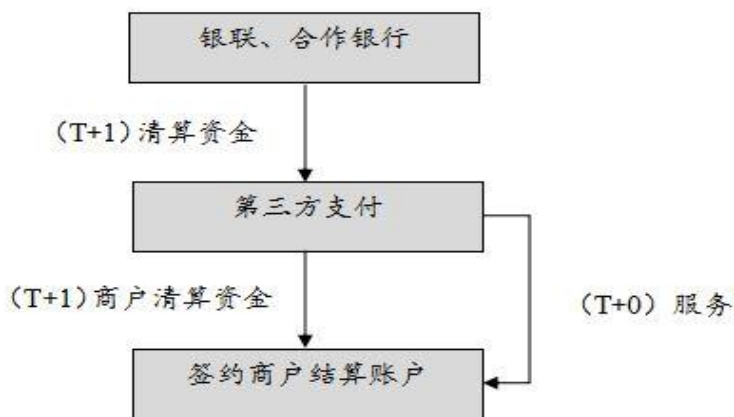
## 2.2. 流量收费 VS 其他增值服务

**流量收费。**银行卡收单是一个规模性的行业，单笔利润率并不高，而是靠规模来获得盈利，一直以来，收单行业遵循的银行卡收单业务“721”利益分配的规则，第三方收单机构提取两成即为收入，其盈利模式比较单一，故交易规模是衡量一个支付公司能力的重要指标。线上支付通道，交易规模是衡量支付公司能力的重要指标。

**交易流水上的合规与不合规的增值服务。**目前盈利最高的：T+0 服务费（帮商户垫资一天），套现（银行卡刷卡获取现金）以及套码，同时小部分来自技术服务费、POS 贷和理财。新晋的第三方支付公司往往给出高的利润对赌，是具有合理性的：交易流水上的增值服务弹性是比较大，与代理商博弈的弹性也比较大；同时可以增加贷款：收益提前，风险置后。

**T+0。**中国人民银行资金清算系统的交易制度，消费者在商户处的刷卡消费资金采用 T+1 日（T 日为交易发生当日）到账的原则进行清算。T+1 日，消费者发卡行将其扣款资金转至中国银联清算中心，中国银联将收单机构手续费及所需支付予商户的资金清算至标的公司指定的备付金账户。传统的 POS 刷卡模式是银行在第二个工作日将交易资金结算给商户；而第三方支付公司创新设计的无风险垫资结算方案是在银联卡受理支付服务中，第三方支付公司作为持有央行支付牌照的 POS 商户收单机构，于交易发生当日将交易资金实时划入商户结算账户，而第二个工作日第三方支付公司收到银行结算的对应交易资金。

图表 18 第三方支付 T+0 服务

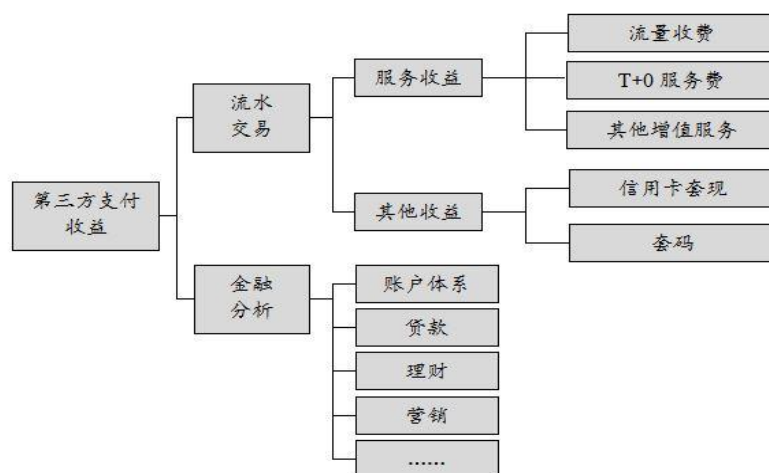


资料来源：东吴证券研究所

**信用卡套现。**信用卡网上套现是指持卡人不是通过合法手续提取现金，而是通过其他手段将卡中信用额度内资金以现金的方式套取，同时并不支付银行提现费用的行为。由于便携式刷卡设备和交易存在空间和时间上的跨越性、第三方支付平台交易的匿名性、隐蔽性和信息的不完全，难以辨别资金的真实来源与去向，从而容易导致利用刷卡设备进行虚构交易从而实现信用卡套现的行为。

**套码。**“套码”即违规套用低费率行业的商户类别码（MCC）。根据商户的主营业务和行业属性不同，由收单机构为商户设定一个“MCC 码”，商户缴付的刷卡手续费就由这一代码决定。不同的 MCC 对应不同的费率。为了抢占市场，不少收单机构就会为商户安排费率更低的 MCC 码，商户就能少付手续费，收单机构也获得相应回扣。银行卡刷卡手续费新规于 2016 年 3 月出台，2016 年 9 月 6 日实施。新规将取消商户行业分类定价，实现借记卡、信用卡的差别计费，避免了从业机构的套利空间。

图表 19 第三方支付盈利模式



资料来源：东吴证券研究所，互联网

### 2.3. 营销模式：代理商与直营

**代理商模式。**对代理商进行业务授权后并签订协议后，开通系统平台权限，供外包服务上传商户资料。经分公司初审、总部复审后，对满足资质的商户开通终端入网服务。代理商根据系统反馈对商户进行批量安装终端、商户培训等工作。代理商实际控制客户，但客户账户和资金清算在第三方支付公司。

**直营销模式。**各地分公司同时设立直营销销售团队，采用业务员模式进行业务开展。由分公司直营销销售部统一管理，下达 KPI 业务指标。通过与当地银行、银联的密切合作，拓展优质商户。直营模式是采用“地推”方式针对优质商户进行“一对一”销售，有效提高了商户体验，对商户的了解更清楚。

## 3. 第三方支付技术模式：与技术结合最紧的金融活动

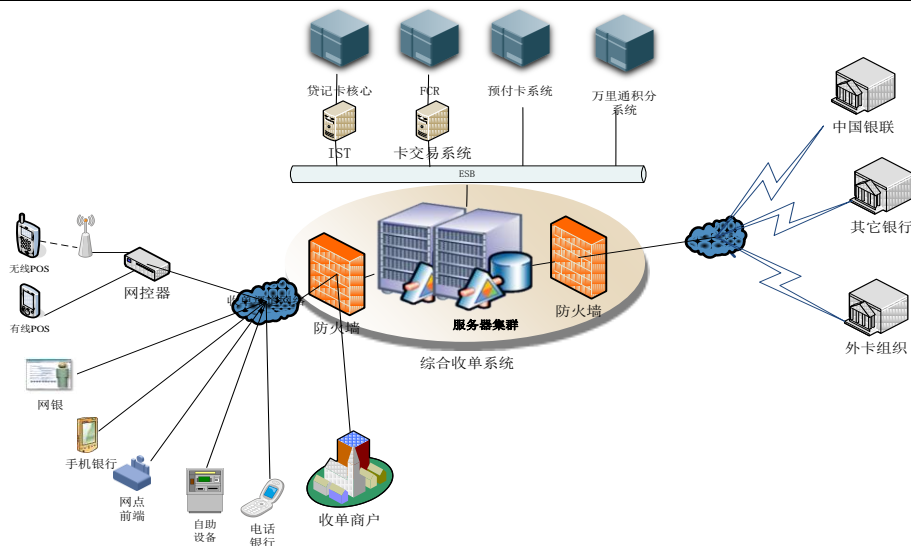
支付与科技结合紧密，技术变革带来弯道超车。1、支付是平台的技术体系支撑。2、支付与科技的融合。支付是金融活动中与科技结合最近、模式变化最多最快的行为，提供大量创新机会。3、科技驱动，支付商业模式不断演进，未来充满机会。

### 3.1. 支付是平台的技术体系支撑

**第三方支付技术壁垒。**第三方支付平台所提供的服务需要大量技术作为支持，如结算技术、安全技术、并发处理技术等多项信息技术和网络技术。由于第三方支付行业涉及资金流转，对于数据及信息的保密性、安全性、可靠性等都有着较高的要求。稳定的系统处理环境和技术支持构成了主要的行业的主要壁垒。

**线下收单逻辑架构。**1、设备接入层。2、逻辑处理层，其包括业务服务功能和系统服务功能等。3、网关连接层。互联网支付支付平台包含五个子系统：1、渠道与网关子系统：2、基础服务子系统：。3、支付处理子系统。4、分析支持子系统。5、管理监控子系统。

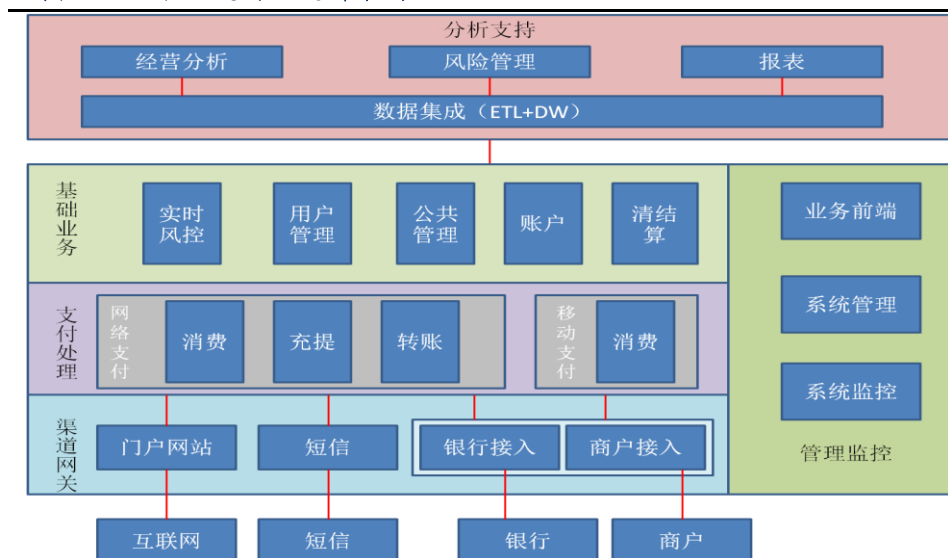
图表 20 收单系统的物理架构



资料来源：东吴证券研究所

**互联网支付的逻辑架构。**互联网支付支付平台包含五个子系统：渠道与网关子系统、支付处理子系统、基础业务子系统、分析支持子系统、管理监控子系统。基础服务子系统：基础服务单元主要负责账务、清结算等支付核心服务，以及包括用户管理，公共管理，实时风控等支付管理服务。支付处理子系统是其核心系统层。

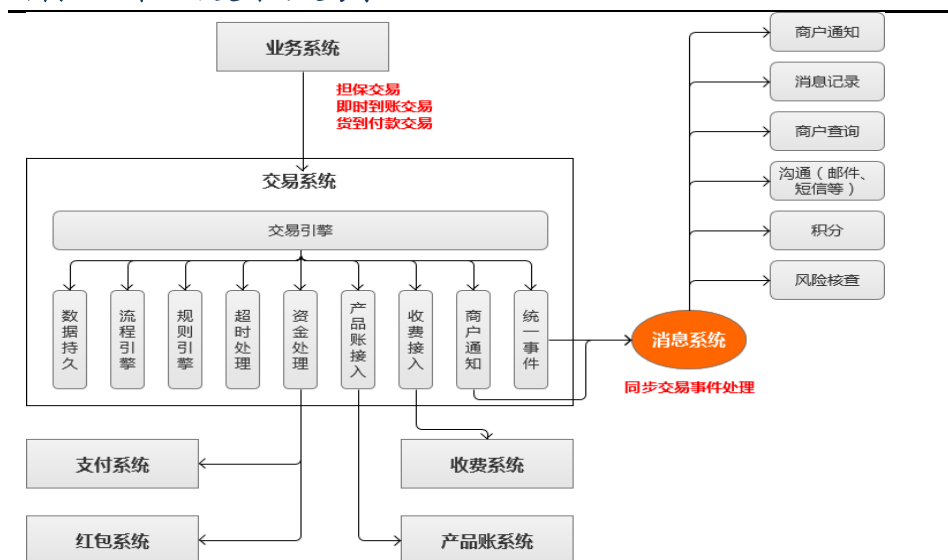
图表 21 互联网支付的逻辑架构



资料来源：东吴证券研究所

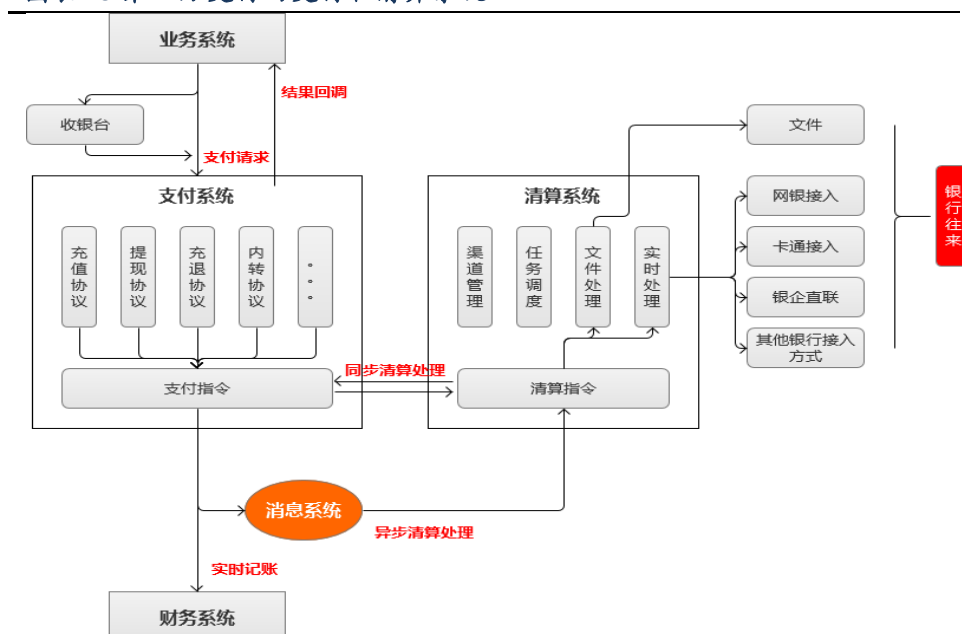
**支付系统介绍。**支付系统也是一个复杂的系统，其核心系统包括交易系统、支付和清算系统、财务核算系统。系统规定了相关的流程以及规则，从而对交易的情况进行处理，并能将信息的结果反馈到其他系统，同时对应的是交易信息与资金流的匹配。下面以某大型支付公司的支付系统为例，描述其资金和信息的交易流程：

图表 22 第三方支付的交易系统



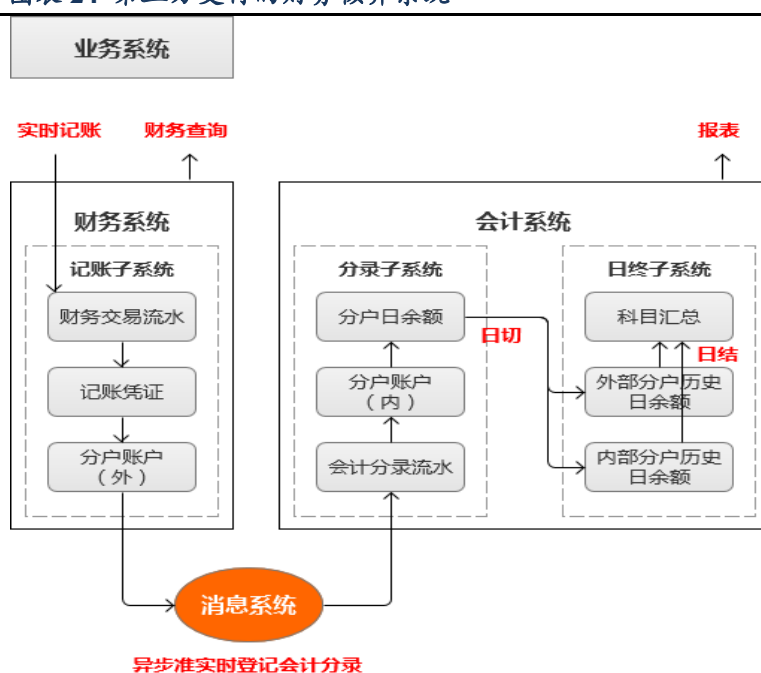
资料来源：互联网，东吴证券研究所

图表 23 第三方支付的支付和清算系统



资料来源：互联网，东吴证券研究所

图表 24 第三方支付的财务核算系统



资料来源：互联网，东吴证券研究所



### 3.2. 支付技术的发展轨迹

支付是金融活动中与科技结合最近、模式变化最多最快的行为，提供大量创新机会。

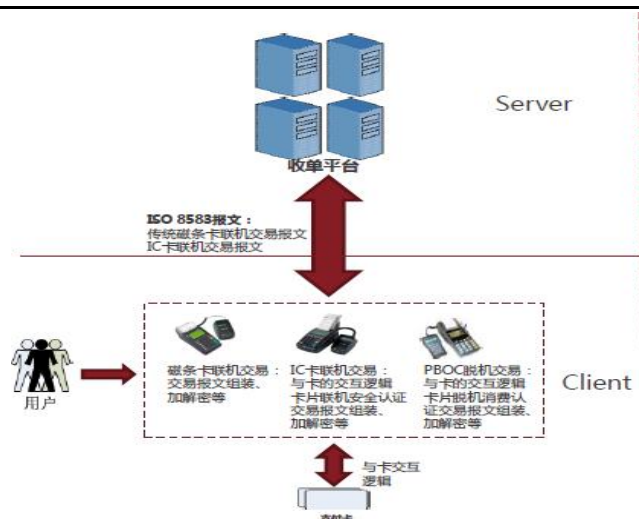
#### 线下：从传统 POS 向智能 POS。

传统 POS 收单业务是目前市场上最为广泛应用的收单业务解决方案，主要以 POS 机具设备为依托，实现银行卡交易业务受理。智能 MPOS 收单业务包括终端设备及相关应用两部分。由通过移动通讯设备（手机、平板电脑等）进行商户收银操作，由外接专用受理终端 MPOS 完成银联卡相关信息的采集和加密，通过移动通讯设备与后台处理系统交互完成交易。

**智能 POS 的应用模式：1、升级版的收银机。**除了传统收银机功能外，智能 POS 还提供了：整合支付解决方案：支持多种收款方式，包括现金、刷卡、扫码支付（微信/支付宝）、第三方账户支付等。会员管理（CRM）功能：包括会员卡、各种券管理、会员维系等功能。营销管理：广告、传单、促销活动管理。**2、智能 POS+云端中小企业 SAAS 服务+开放平台。**针对中小商家开店的基本服务，通过智能 POS+云端的 SAAS 服务，帮助中小商家快速开店和财务数据管理。**3、基于智能 POS 的大数据服务：**对 C 端：有了会员资料后，可以挖掘用户的喜好，根据所谓的场景进行个性化推荐；对 B 端：有了商户交易数据后，可以做征信、信贷、保理等业务。

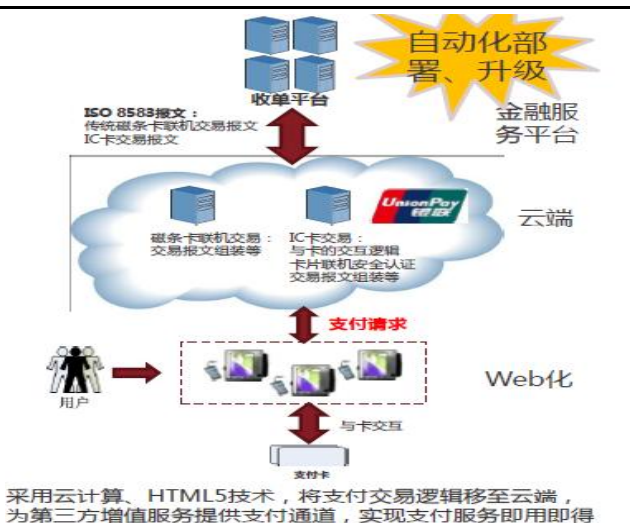
智能 POS 的推行与网络规模（商户数）息息相关，客户规模决定其未来的深度运用。

图表 25 传统 POS 技术路径



资料来源：互联网，东吴证券研究所

图表 26 智能 POS 技术路径

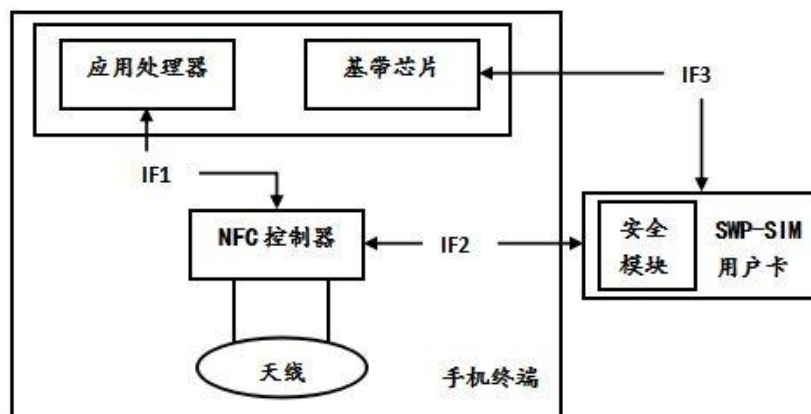


资料来源：互联网，东吴证券研究所

线上：我国移动支付发展的三个阶段。

**阶段一：NFC-SWP 近场支付模式。**2012 年 12 月，央行发布中国金融移动支付系列技术标准，将 13.56MHz 的 NFC 定为金融行业的移动支付标准。NFC 控制器和天线装在手机上。由于手机的 SIM 卡本身也是芯片，容量足够大，所以只要把金融 IC 卡功能整合进去就行了。所以，移动通讯公司的办法，就是在 SIM 卡里开放不同的“域”，用来实现金融卡的功能。这种功能叫 TSM，即可信服务管理平台(Trusted Service Manager)。即把 NFC 控制器和天线植入手机，实现无线通讯功能，而支付数据的存储与处理则由安全模块(SE)实现(即金融 IC 芯片的关键功能)。这是两个必需的硬件。把 SE 整合到 SIM 卡中，NFC 控制器与 SIM 卡间通过 SWP 协议通信，详细见下图：

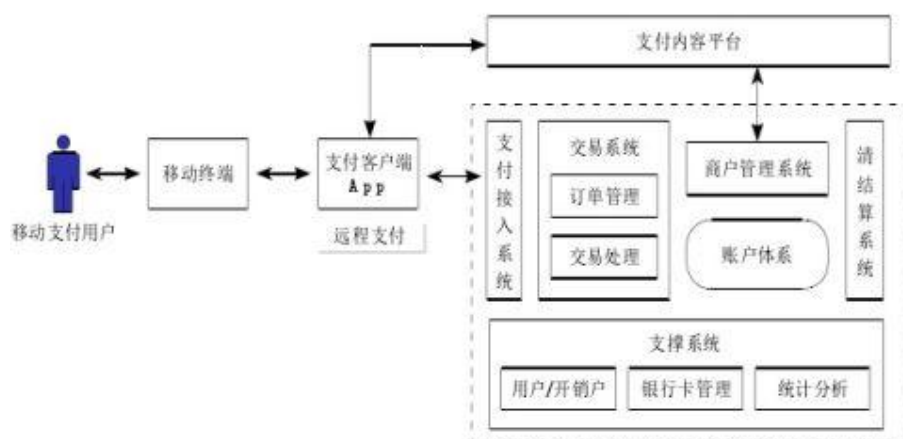
图表 27 NFC-SWP 终端硬件结构



资料来源：东吴证券研究所

**阶段二：二维码支付。**该支付方式，能够实现虚拟账户之间的资金划转(如果是快捷支付，则是银行账户与虚拟账户之间的资金划转)。快捷支付是用户使用软件对二维码进行扫描并发送解码信息给远程服务器，等待远程服务器返回一个含网银支付的链接，点击即实现网页支付。以支付宝公司等为代表的，提出了基于账户的移动支付体系，商户和顾客都需安装相关软件并注册账户，用户通过扫码或被扫实现账户资金的划转。

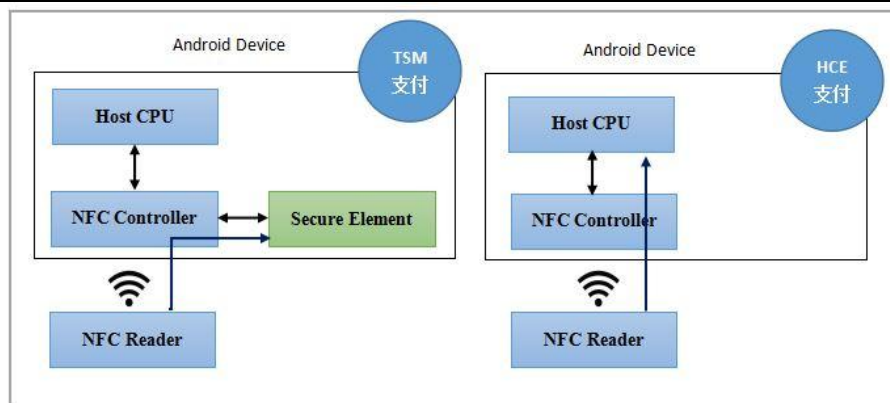
图表 28 二维码支付的系统架构



资料来源：互联网，东吴证券研究所

**阶段三：NFC-HCE 技术与 Apple-Pay 技术。**2013 年，谷歌为安卓系统推出了主机卡模拟(HCE, Host Card Emulation)，其功能是用软件模拟了安全单元(SE)，NFC 天线收发信号时，内含敏感信息(包括交易、账户等信息)，所以原来是先传送至 SE 处理，现在则可直接传送至手机 APP(也可以传至云端)，由 APP 或云端实现交易。从而摆脱了 SIM 卡(SE 整合在 SIM 卡中)的束缚，不用换 SIM 卡了。其工作原理，其实是用软件 APP(或云端服务)来模拟了一个 SE，让 NFC 控制器觉得后面是有 SE 的。

图表 29 TSM VS HCE 技术



资料来源：互联网，东吴证券研究所

**支撑支付的底层技术也在创新。**与电子支付行业相关的技术主要有数据挖掘技术、地理位置技术、基础安全技术、设备技术、网络技术、支付应用技术、支付辅助技术、认证技术以及空中圈存等其他的相关技术。各种技术的创新，都有可能带来支付模式的创新，提供弯道超车的机会。底层技术创新会带来新的支付模式，如未来的声波支付、生物识别技术等。在安全方面，支付公司也在不断提升身份验证技术。在更先进的支付技术支持下，便捷的移动支付不断提升用户支付体验、提高用

户移动支付的使用率，这些都使得移动支付市场的交易额迅速增长。

**图表 30 电子支付相关技术**

数据挖掘技术	大数据、云储存、云计算
超地理位置技术	GPS、LBS 技术
设备技术	支付终端、受理终端、分体终端
基础安全技术	数据加密技术、数字签名技术、安全应用协议、安全认证体系
网络技术	互联网、局域网、4G 移动网
支付应用技术	远程移动支付、近场支付
支付辅助技术	二维码、声波、蓝牙、光子
认证技术	指纹、人脸、虹膜
其他相关技术	TSM、空中圈存

资料来源：互联网，东吴证券研究所

### 3.3. 支付技术的展望

**支付与科技结合紧密，技术变革带来弯道超车。**支付与科技的融合。支付是金融活动中与科技结合最近、模式变化最多最快的行为，提供大量创新机会。科技驱动，支付商业模式不断演进，未来充满机会。

**图表 31 国外主要移动支付模式及代表企业**

模式	说明	代表厂商
Square	在手机的耳机插孔或基座接口处插入一个读卡设备，以读取信用卡数据	Square、VeriFone、inner fence、iZettle、Erply 以及 Gopayment 等
WIFI	从 WiFi 信号中获取商家 WiFi 发射设备标识购买	Fig Card (已被 Paypal 收购) 以及 Bump
NFC	Near Field Communication，即近距离无线通讯技术	Google Wallet (增长最快)、ISIS (美国三大电信运营商 Verizon、T-Mobile 与 AT&T 联营的支付公司)、三星、诺基亚、微软等
图像识别	使用手机或 POS 机上的摄像头读取信用卡信息来实现支付	Card.io 以及 Jumio
超声波技术	扬声器就能完成一次近场通信	Naratte 公司的 Zoosh
条形码和二维码	利用扫码条形码和二维码支付	Kuapay
人脸识别	利用顾客照片和人脸对比购物	FaceCash

资料来源：《互联网周刊》，东吴证券研究所

图表 32 移动支付技术



资料来源：互联网，东吴证券研究所

从移动端的技术路径看，未来二维码为主，NFC 有一定市场，SWP-SIM 应用前景非常有限。从移动支付入口的争夺来看，主流的技术路线包括：Apple Pay 使用全终端方案（SE 芯片放路在手机中）；谷歌推出 HCE 方案（采用云技术虚拟化 SE 芯片），二维码支付则几乎完全绕开了硬件（除了部分场合使用扫码枪），主流技术方案基本都绕开了运营商的 SIM 卡环节。但由于互联网企业和银联等传统金融机构的差异，预计在中国二维码空间更大。但未来运营商仍可通过发行 SWP-SIM 卡争夺一部分的移动支付入口，但预计单凭运营商自身推广能够获得的支付入口数量有限。SWP-SIM 最大问题是整个过程涉及到了银行、银联、移动通讯商、手机制造商、技术(专利)提供商多方主体，产业链太长。

不宜高估区块链对支付的作用。

区块链是项颠覆性技术，但也需要观察它对支付业务痛点、刚需和难点的解决程度。支付的痛点是“连接”：如何高效方便的连接客户？连接商户和场景？只有通过支付“接新”新商业模式，支付技术革新才有巨大价值。区块链能解决支付底层的需求，但对支付整体的痛点的突破有限，作用不宜高估。

#### 4. 第三方支付打造平台级公司的优势

在做平台方面，与单纯的金融科技公司相比，第三方支付的有两项优势：1、账户体系和场景；2、综合运营能力。与传统金融相比，它们有创新的风控模式。

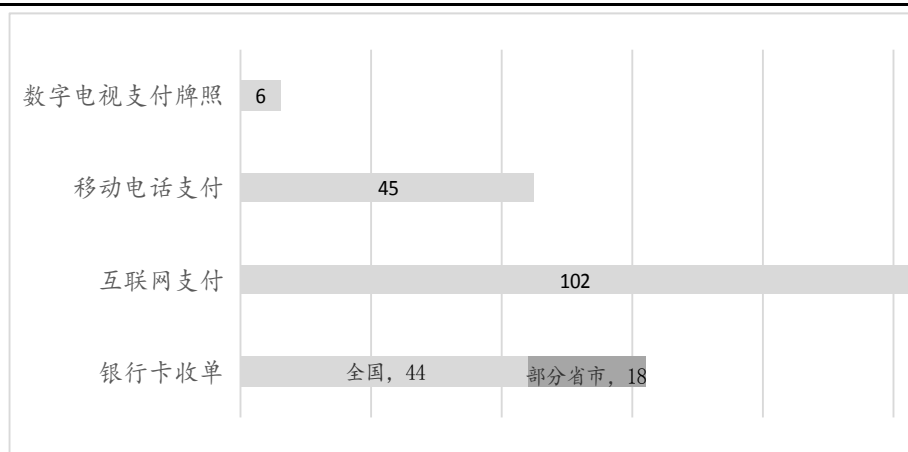


#### 4.1. 账户体系和场景

第三方支付不仅实现资金转移，同时完成资金结算、归集等功能，从而能为客户建立个性化和便捷的账户体系。账户既是金融服务的起点，又是资金、交易数据的落脚点。

**有牌照才能打造账户体系。**第三方支付牌照许可的业务类型主要包括：互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、数字电视支付、预付卡发行与受理、银行卡收单等。各家可以依据业务需求申请其中一项或几项业务，并经人民银行核准实施地域范围业务。

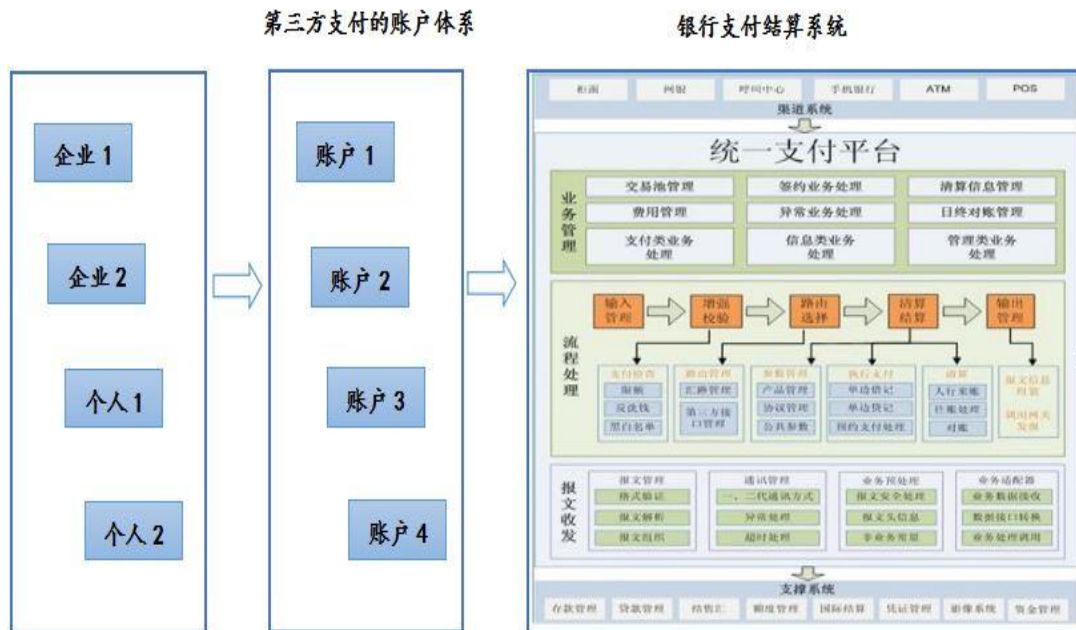
图表 33 不同类型牌照发放数量



资料来源：中国人民银行，东吴证券研究所

**账户体系优势。**账户体系是指第三方支付企业设立第三方支付账户，通过账户余额或者支付账户绑定银行账号等方式进行资金支付。虚拟账户和银行账户的关系：第三方支付成立的虚拟账户（如支付宝等），必须在银行成立一个总的备付金账户。虚拟账户的资金统一在这个备付金账户中处理；虚拟账户是由第三方支付公司监管，根据客户的指令调度虚拟账户的资金。支付企业依托于第三方支付账户积累了庞大的用户规模，成为支付企业业务发展过程中的一种核心资源和能力。

图表 34 账户体系



资料来源：互联网，东吴证券研究所

**账户是金融服务的起点，也是资金、交易数据的落脚点。**金融服务如贷款、理财的出发点首先是要有客户的账户；有客户的账户后，其他金融服务是自然延伸。而数据中最为真实的数据是交易数据，也是需要控制账户才能获取。

**获取场景优势。**支付是构成“商业运营-场景搭建-支付完成”完整闭环的核心要素之一。在互联网大数据时代，用户的支付数据是价值密度最好的数据源之一，作为重要的交易支付通道，拉卡拉掌握大量交易数据，支付公司的价值不仅体现在支付业务本身的盈利能力中，更凝聚在其沉淀的支付数据和用户资源，并通过向企业和消费者两个方向服务延伸加以变现。移动互联网时代，O2O 服务已经深入到当前生活服务的方方面面，而作为 O2O 服务中最关键的支付环节，第三方支付企业也利用其自身在支付领域的整体优势，加速改造传统产业，并将支付的应用场景从线上向线下转移，提供了支付的空间。

图表 35 支付场景



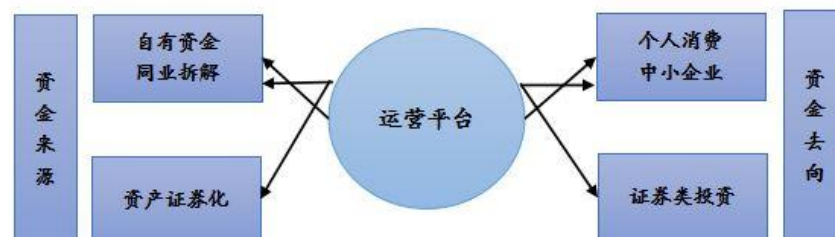
资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

## 4.2. IT 实力和整体运营能力

**中小企业（线下资源）最看重的是综合运营能力。**例如，在调研“银银平台”时，小银行不只看重自销银行的技术平台，这是相对标准化的技术，小银行更希望平台有综合运营能力，这是它们选择平台的最重要的标准。金融平台需要整合线下线上资源，与线下资源合作，线下资源最看重的是综合运营能力：通过互联网等技术提供金融产品、风控以及市场推广。

**第三方支付的运营能力优势。**第三方支付公司经过多年的发展，不论是技术能力亦或是风险控制水平、整体运营能力，相较于一般的科技型公司都具有优势。第三方具有一定 IT 实力和综合金融能力，这是与关联资源方谈判的筹码；在其基础上建立金融生态圈。优秀的第三方支付企业在具备流量、大数据以及技术等优势下，以支付服务为入口，在此基础上叠加相关综合金融经营，从支付业务逐渐发展形成综合金融服务平台。

图表 36 运营能力是细分金融平台的核心竞争力



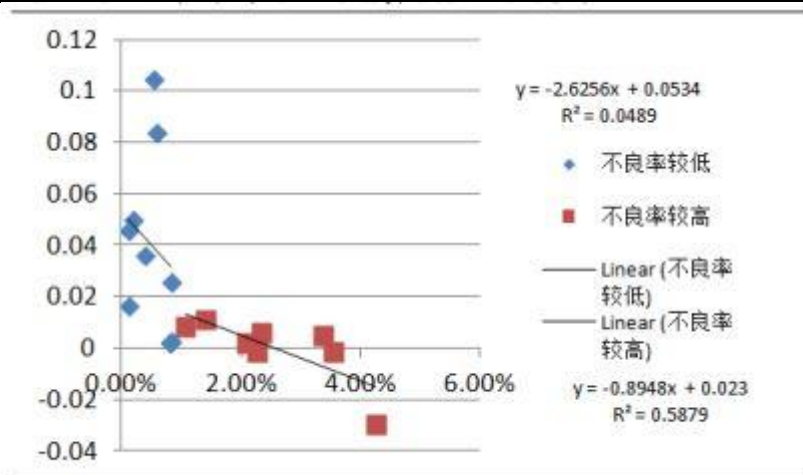
资料来源：东吴证券研究所

### 4.3. 细分领域金融空间大

**千亿级市场。**细分领域金融是超千亿级的，每个细分行业对金融的需求都是极大的，但目前的金融机构都无法解决，主要的“痛点”：风险控制、低资本获取优质客户。谁有能力创造新的风控模式，进行金融借贷业务，谁就有可能获取细分领域千亿级的借贷市场，同时具有“高护城河”。

**传统金融机构的“无力”。**经济下滑后，银行等传统金融机构在小企业贷款中节节败退，目前又回到以往的大企业类、政府类和地产类，完全放弃该类市场。这与银行的机制、路径依赖和体量相关。下表我们对上市银行 2016 年半年报贷款行业投向回归分析，银行退出民营经济和中小企业，详见深度报告《2016 年上半年，银行的钱去哪里了？》。

图表 37 上市银行 2016 年半年报贷款行业投向回归分析



资料来源：东吴证券研究所

**BAT 更看重的是 C 端，B 端太复杂。**观察蚂蚁金服和微信支付战略，都是围绕着 C 端，未来会在个人消费金融和个人征信都会非常强。但细分行业有各自运行规则，互联网企业没有能力去深耕某个市场，对它们性价比也不划算。

**监管政策最后会支持。**目前监管政策一刀切，但对于真正的服务小企业或者普惠金融，政策会支持的，否则中国经济转型无望。目前监管政策是在之前“不作为”的纠正，过严之后会区分对待细分领域的金融服务。

## 5. 相关标的

**筛选标准：**IT 实力和整体运营能力、细分领域的深耕能力、客户结构。

1、筛选标准：a、管理团队强：IT 实力和整体运营能力、细分领域的深耕能力；b、客户结构，细分平台的潜力。2、建议关注：奥马电器。3、相关标的：海立美达、新大陆、广博股份、宏磊股份、新力金融。以及传统领域的宏图高科、腾邦国际等。

#### 相关个股简单介绍：

**奥马电器。**1、模式：不同领域金融生态圈的打造。2 优势：管理团队优势，支付与资本布局能力强。3、不足：宽“雪道”的生态圈还在探索。

**海立美达。**1、模式：与大型企业合作，帮其导流及打造生态圈。2、优势：老牌支付公司，资源雄厚。3、不足：管理团队市场化程度需提高。

**新大陆。**1、模式：从支付设备生产商往支付运营商拓展。2、优势：稳健经营，利率提升较快。3、不足：可能缺乏打造金融平台的能力，对标企业——随行付。

**广博股份。**1、模式：从海外导流到国内，聚焦跨境支付。2、优势：跨境支付费率高，细分领域特点强。3、不足：海外支付核心优势不清晰，客户集中度较高，缺相关牌照。

**新力金融。**1、模式：快速布 POS 机，积极拓展线下流量。2、优势：支付流量快速增长。3、不足：打造生态圈能力不足。

**宏图高科。**1、模式：用支付串联其零售场景。2、优势：支付牌照，有线下零售流量，利于发展线下消费金融。3、不足：发展初期。

**腾邦国际。**1、模式：用支付打造机票代理行业的金融生态圈，希望将模式复制到旅游行业。2、优势：机票代理行业的金融生态圈模式成熟。3、不足：机票代理行业发展有瓶颈，模式创新能力需观察。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>