



中信证券研究部

核心观点



邵子钦
非银行金融业首席
分析师
S1010513110004



薛姣
非银金融分析师
S1010518110002



童成墩
非银行金融业联席
首席分析师
S1010513110006



田良
金融产业首席分析
师
S1010513110005



张文峰
非银金融分析师
S1010522030001

Visa 曾经是四方清算模式的创建者, 今天是数字支付的引领者。截至 2022 年 8 月 17 日, 公司市值 4438 亿美元, 是市值最高的金融科技公司。2020 年 Visa 在全球清算卡交易中占比 40%, 其授权的 37 亿张卡覆盖了 200 多个国家/地区的 8000 多万商户。Visa 的核心业务包括消费者支付、新支付、衍生增值服务。作为清算组织, Visa 是四方模式的核心节点, 是数字支付网络的基础设施, 是支付行业标准的制定者。Visa 的护城河体现在核心五要素——规模+科技+文化+品牌+战略成就其可持续扩展的双边网络效应。展望未来, 消费支付+新支付+增值服务有望形成多轮驱动。

■ **公司概况: 支付清算开创者, 数字支付引领者。**截至 2022 年 8 月 17 日, 公司市值 4438 亿美元, 是市值最高的金融科技公司。据 Statista 转引的 Nilson Report, 2020 年 Visa 在全球清算卡交易笔数占比 40%; 据 Euromonitor International, 2020 年 Visa 支付金额占比 24.1%。目前 Visa 授权的 37 亿张卡可在 200 多个国家/地区的 8000 多万商户使用。2021 年公司总交易金额为 13 万亿美元, 其中支付金额为 10.4 万亿美元, 公司实现净营业收入 241.05 亿美元, Non-GAAP 净利润 129.33 亿美元。自 2008 年上市以来的 13 年间, 公司净收入和净利润 CAGR 分别为 10.92%和 16.64%。

■ **核心业务: 消费者支付+新支付+衍生增值服务。**①消费者支付。Visa 作为清算组织在消费者 C2B (Consumer-to-Business) 支付中授权发卡方推出带有 Visa 标记的银行卡, 包括信用卡、借记卡、预付卡, 并提供消费者支付功能, 如感应式支付、令牌化支付、点击支付、加密货币等。②新支付。公司围绕 Visa Direct 网络和 Earthport 提供 P2P、B2C、G2C、B2b 支付服务, 通过 Visa B2B Connect 和商务卡提供 B2B 支付服务。③衍生增值服务。公司围绕支付业务提供一系列增值服务, 包括向客户提供发卡方解决方案、收款方解决方案、风险与识别解决方案与咨询服务。

■ **历史沿革: 曾经的四方模式创建者, 今天的数字支付引领者。**Visa 前身 BankAmericard 于 1958 年在加州由美国银行创立, 1966 年通过授权代理发卡实现跨州经营和快速扩张, 建立统一支付系统, 1968 年创始人 Dee Hock 牵头成立第三方独立组织 NBI, 制定操作规范和交换补偿费以权衡组织成员间的竞争与合作, 开四方清算模式之先河。公司历史可分为两个阶段: ①支付清算从 0 到 1 的创建者: 从美国银行信用卡到四方模式创建者; ②数字支付从 1 到 N 的引领者: 从银行卡清算龙头到汇聚网络的网络。1970 年代公司将全球多个网络整合更名为 Visa, 并携手 Mastercard 推动支付标准化, 2007 年重组, 2008 年上市, 2016 年收购 Visa Europe。后来通过收购和战略投资布局创新业务。目前公司业务已扩展至加密货币、先买后付、新支付和衍生服务, 并一直朝着创始人设定的“成为全球任何人任何地方最佳的支付和收款方式”这一终极目标前进, 构建“汇聚网络的网络”。

■ **商业模式: 四方模式的核心节点, 现代支付的底层框架。**作为清算组织, Visa 处于支付价值链的核心位置, 起到权衡两者利益, 保障支付清算效率和安全, 通过双边网络协助海量消费者和商户相互触达。Visa 受益于其强大且持续扩张的清算网络基础设施, 并在此基础上不断拓展新业务和增值服务, 逐步成为全球现代数字支付底层框架。盈利模式上, Visa 基于交易规模 (总支付金额和总交易数量) 收取清算费, 清算收入具有显著的规模经济性, 此外衍生增值服务也创造收入。衍生服务可以促进交易规模增长, 并提高用户粘性。从地域来看, 国际业务占 Visa 净营业收入一半以上, 预计未来国际业务增速仍快于美国本土。



陆昊
非银金融分析师
S1010519070001

- **护城河：核心五要素——规模+科技+文化+品牌+战略成就可持续扩展的双边网络效应。**①规模：规模是双边网络的结果，为消费者和商户赋能是双边网络形成的基础。②科技：规模背后是科技，Visa 通过运用前沿科技实现业务拓展。③文化：规模背后是文化，从始至今公司一直站在用户视角解决支付痛点。④品牌：规模背后是品牌，品牌独立和高效运营成就独特价值。⑤战略：公司从始至今秉承清晰的愿景——“成为全球任何人任何地方最佳的支付和收款方式”，至今仍朝着创始人定义的“终点”前进，构建“汇聚网络的网络”。上述五要素不仅加固了公司支付底层架构的根基，而且支撑公司多方面永续增长，推动公司实现品类扩张、区域扩张和服务范围扩展。
- **未来展望：消费支付+新支付+增值服务多轮驱动。**①消费者支付：消费支付增长和现金替代推动业绩增长。2007-2020 年全球消费支付 CAGR 为 5.43%，增长主要源自亚太、中东和非洲。据 Euromonitor International 预测，2020-2026 年全球消费支付 CAGR 为 8.51%。②新支付：积极拓展 185 万亿美元潜在支付市场。通过 Visa Direct 和 Earthport 覆盖小额快速支付场景；通过商务卡打开 2B 业务空间；通过 B2B Connect 解决跨境交易核心痛点。③增值服务：过去两年同比增速~20%，有望长期受益于电商发展和支付创新。另外，加密货币、先买后付、开放银行的兴起，为增值服务带来增长空间。
- **风险因素：**①反垄断风险；②监管风险：交换补偿费监管趋严导致综合支付费率下行；③监管风险：监管限制 Visa 境外业务拓展，市场份额下降；④全球经济增速放缓导致消费水平下降，影响公司交易规模；⑤数字钱包抢占银行卡支付份额；⑥现金替代进程不及预期。
- **估值分析：Visa 过去 10 年 PE 均值为 36x，中位数为 35x，PE 大部分时间处于 30x 到 40x 之间，当前股价对应 2022-2024 年 GAAP PE 为 30x/26x/22x，不仅低于可比公司，而且低于自身历史估值中枢。**可比公司 Mastercard 过去 10 年 PE 平均值和中位数分别为 36x 和 33x，根据 Refinitiv 一致盈利预测，Mastercard 当前股价对应 2022-2024 GAAP PE 为 35x/28x/23x。据 Refinitiv 一致预测，2022-2024 年 Visa GAAP 净利润的一致预测值为 151.62 亿/175.52/200.69 亿美元，对应 GAAP EPS 为 7.04/8.36/9.97 美元。

目录

公司概况：支付清算开创者，数字支付引领者	6
核心业务：消费者支付+新支付+衍生增值服务	6
业绩概况：盈利增速快于交易和收入增速	10
历史沿革：曾经的四方模式创建者，今天的数字支付引领者	12
支付清算从 0 到 1：从美国银行信用卡品牌到四方模式创建者	13
数字支付从 1 到 N：从银行卡清算龙头到汇聚网络的网络	14
商业模式：四方模式的核心节点，支付底层架构的构建者	18
支付行业：以四方清算为主，构建银行卡支付体系	18
商业模式：四方模式的核心节点，现代支付的底层框架	24
盈利模式：基于交易规模收取清算费，通过衍生服务丰富收入结构	24
护城河：核心五要素成就可持续扩展的双边网络效应	28
未来展望：消费者支付、新支付业务与增值服务有望形成多轮驱动	30
消费者支付：消费增长+现金替代+份额提升	30
新支付：拓展 185 万亿美元潜在市场	35
增值服务：丰富收入结构，赋能客户成长	36
风险因素	37
估值分析	37

插图目录

图 1: Visa 核心消费者支付产品、新支付业务和增值服务	6
图 2: Visa 无接触支付卡和可穿戴设备	8
图 3: Visa 点击支付示意图.....	8
图 4: “汇聚网络的网络”跨境交易示意图.....	8
图 5: Visa 衍生增值服务	9
图 6: Visa 旗下 Cybersource 从网关成长为一站式支付管理平台	10
图 7: 2008-2021 财年 Visa 营业净收入（百万美元）	11
图 8: 2008-2021 财年 Visa Non-GAAP 净利润（百万美元）	11
图 9: 美国 1943-1985 年消费信贷结构、GDP 与信贷同比.....	13
图 10: Visa1958 年至今历史沿革概况	17
图 11: 2016-2026 年全球消费者支付结构（基于金额）	18
图 12: 2016-2026 年全球消费者支付结构（基于数量）	18
图 13: 2018-2021 年北美线上零售支付分布.....	19
图 14: 2018-2021 年北美线下零售支付分布.....	19
图 15: 2020-2021 年欧洲线上零售支付分布.....	19
图 16: 2020-2021 年欧洲线下零售支付分布.....	19
图 17: 银行卡清算体系运作的支付生态	20
图 18: 基于银行卡四方清算支付流程（黑虚线）和手续费分润（红实线）	21
图 19: Square 银行卡支付分润案例.....	22
图 20: 2017-2021 年收单、清算和发卡代表公司净利率.....	22
图 21: 2021 年 PayPal 成本构成	23
图 22: 2021 年 American Express 成本构成	23
图 23: 2014-2020 年全球各清算组织卡交易数量（十亿笔）	23
图 24: 2014-2020 年全球各清算组织交易金额份额（十亿美元）	23
图 25: Visa 商业模式	24
图 26: 2021 财年 Visa 净营收构成与收入拆分（百万美元）	25
图 27: FY2008-FY2021 Visa 净收入构成（百万美元）与同比.....	26
图 28: FY2008-FY2021 Visa 净收入结构	26
图 29: FY2008-FY2021 Visa 净营收地区分布	26
图 30: FY2008-FY2021 Visa 网络支付交易规模（十亿美元）	27
图 31: FY2008-FY2021 Visa 网络支付交易规模构成（十亿美元）	27
图 32: FY2008-FY2021 Visa 网络处理交易数量（百万）	28
图 33: FY2008-FY2021 Visa 相关费率和激励费率.....	28
图 34: FY2008-FY2021 营业成本率和非诉营业成本率	28
图 35: FY2008-FY2021 其他主要费用率	28
图 36: Visa 未来收入增长驱动因素.....	30
图 37: 2007-2026 年各地区消费支付（百万美元）与消费支付同比	31
图 38: 2016-2026E 年北美消费支付结构.....	32
图 39: 2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 北美市场份额.....	32
图 40: 2016-2026 年亚太（除中国内地）消费支付结构.....	32
图 41: 2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 亚太（除中国内地）市场份额	32
图 42: 2016-2026 年西欧消费者支付结构	33

图 43: 2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 西欧市场份额	33
图 44: 2016-2026 年拉美消费支付结构	34
图 45: 2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 拉美市场份额	34
图 46: 2016-2026 年中东和非洲消费支付结构	34
图 47: 2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 中东和非洲市场份额	34
图 48: 全球零售电商销售额、同比增长与渗透率	37
图 49: Visa 过去十年市值 (百万美元)	38
图 49: 2012 年-2022 年 Visa 与 Mastercard PE 对比	39
图 50: Visa PE-band	39
图 51: Mastercard PE-band	39

表格目录

表 1: FY2011-2021 核心运营指标	11
表 2: Visa 与 Mastercard 早期共同推动行业发展	15
表 3: Visa 与部分新兴市场闭环支付生态的合作关系	16
表 4: 信用卡相关平均交换补偿费与评估费	21
表 5: 2020 年 Visa, Mastercard 和 UnionPay 卡支付金额 (百万美元) 与市场份额 (基于金额)	23
表 6: FY2011-FY2021 Visa 银行卡与账户数量 (百万)	29
表 7: 2016-2026 全球消费支出、卡支付金额和 Visa 相关数据 (万亿美元)	35
表 8: Visa 新支付业务概览	35
表 9: 历史十年 Visa 与可比公司 Mastercard PE 统计数据	38
表 10: Visa 和 Mastercard 净利润和对应 EPS 与 PE (GAAP)	38

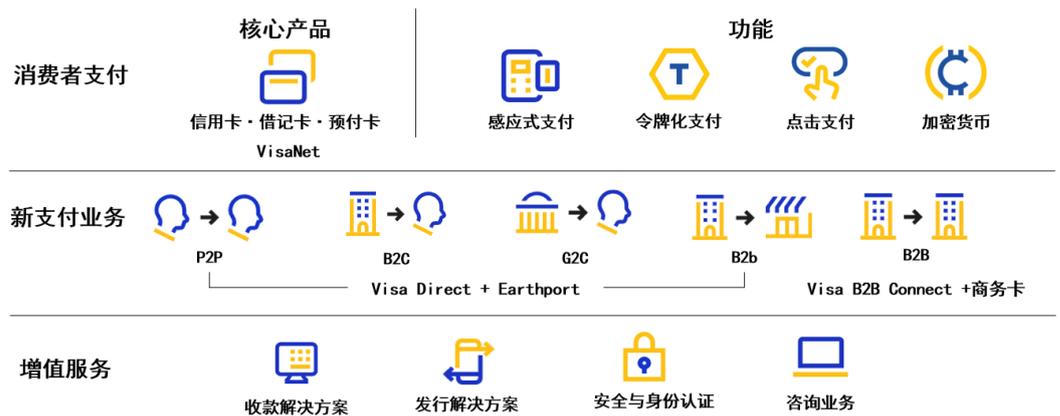
■ 公司概况：支付清算开创者，数字支付引领者

Visa 是全球规模最大的银行卡清算组织，也是数字支付引领者。通过创新、可靠和安全的支付网络连接全球 200 多个国家和地区的消费者、商户、金融机构、企业、战略合作伙伴和政府之间的商业活动和资金流动。2021 财年 Visa 授权的 37 亿张卡可在超过 8000 万商户使用，总支付金额与现金相关为 13.0 万亿美元，非现金相关为 10.4 万亿美元。Visa 品牌总交易数量 2324 亿笔，其中非现金相关交易量 1647 亿笔。未来 Visa 将围绕消费者支付、新支付业务、增值服务三部分拓展网络。据 Euromonitor，截至 2020 年核心消费者支付业务在全球 46 个国家中还有超过 13 万亿美元的现金和支票存量空间可供数字化转型替代。此外，Visa 还通过汇聚网络的网络加速布局全球 185 万亿规模的新支付业务（B2B、B2b、B2C、P2P、G2C），并持续推进增值服务增长。

核心业务：消费者支付+新支付+衍生增值服务

Visa 核心业务以消费者支付为主，新支付业务为辅，并提供一系列衍生增值服务。首先，是消费者支付。Visa 作为清算组织在消费者 C2B（Consumer-to-Business）支付中授权发卡方推出带有 Visa 标记的银行卡，包括信用卡、借记卡、预付卡等产品，并提供消费者支付功能，例如感应式支付、令牌化支付、点击支付、加密货币等。其次，是新支付。公司围绕 Visa Direct 网络和 Earthport 提供 P2P、B2C、G2C、B2b 支付服务，通过 Visa B2B Connect 和商务卡提供 B2B 支付服务。最后，是衍生增值服务。Visa 围绕自身支付业务提供一系列增值服务，包括向各类客户提供发卡方解决方案、收款方解决方案、风险与识别解决方案与咨询服务。

图 1：Visa 核心消费者支付产品、新支付业务和增值服务



资料来源：Visa 公告，中信证券研究部

消费者支付：核心消费产品和消费者支付功能

Visa 授权的核心消费产品包括：

信用卡：消费者和企业可以通过信用卡和数字证书使用信用额度支付商品和服务。信用卡隶属于金融机构客户、联合品牌合作伙伴、金融科技公司。Visa 不为 Visa 产品账户

持有人提供信贷产品或设定利率和费用，但协助发卡方提供相应功能，例如验证、防欺诈工具、品牌支持等。

借记卡：消费者和小型企业可以通过借记卡和数字凭证使用银行账户中的资金在线上、线下或移动端购买商品和服务，不需要获得信用额度。Visa/PLUS 全球 ATM 网络还与金融机构和独立 ATM 运营商达成合作，为全球 200 多个国家和地区的借记卡、信用卡和预付卡账户持有人提供现金存取和其他银行服务。

预付卡：预付卡和数字凭证从个人、企业或政府指定的账户余额中提取资金。预付卡可以满足许多用途和需求，包括通用充值卡、工资卡、政府和企业支付卡、医疗卡、礼品卡和旅游卡。Visa 预付卡在普惠金融领域也发挥着重要的作用，为无法获得传统银行服务的人提供支付解决方案。

针对以上产品，Visa 旗下支付品牌包括 Visa、Visa Electron 等，这些品牌均使用 Visa 旗下支付清算网络，主要品牌包括：

- **Visa：**公司旗舰品牌，拥有包括信用卡、借记卡在内的全卡种类，支持全球运营。
- **Visa Electron：**借记卡品牌，主要于北美以外地区运营。
- **Interlink：**借记卡品牌，主要运营于美国，采用 PIN 密码支付。
- **V Pay：**Visa 在欧洲发行的单一欧元支付区借记卡。
- **PLUS：**自动柜员机（ATM）网络，为全球 Visa 品牌提供取现业务。

Visa 核心产品提供的消费者支付功能包括：

感应支付 Tap to Pay：感应支付是指通过非接触式支付终端，通过非接触式芯片支持支付的移动设备/可穿戴设备进行的交易。由于每笔交易都会生成一个特定的一次性代码，可有效减少欺诈行为。目前非接触式支付或感应支付已成为全球许多国家消费者的首选支付方式，使用率持续增长。除美国以外，全球近 70% 的线下交易是非接触的。目前 Visa 在全球范围内 20 多个国家的非接触式支付的渗透率超过 90%，在近 70 个国家非接触支付渗透率达到 50% 以上。美国线下非接触占比低于全球平均水平。Visa 在美国的非接触式线下支付渗透率超过 15%，在纽约、旧金山和圣何塞三个城市的线下感应支付普及率超过 25%。为继续推广感应支付、提升消费者体验，Visa 已经在全世界启动了近 500 个非接触式公共交通项目，并有近 750 个项目正在筹备中。

令牌化支付 Tokenization：VTS 服务（Visa Token Service）通过改进授权、减少欺诈和改善客户体验来增强数字生态系统。VTS 用保护基础账户信息的数字令牌替代 16 位的 Visa 卡号，该技术适用于各种线上线下支付交易。Visa 提供的令牌服务基于 EMVCo 付款令牌化标准，并与 EMV 技术（全球安全支付标准）保持一致，支持整个支付生态系统。截至 2022 财年第二季度，Visa 发行的网络令牌数量突破 35 亿大关，覆盖超 150 个国家或地区的 8600 个发卡方和 1200 万商户。

点击支付 Click to Pay: 点击支付基于 EMV 行业标准，为在线付款带来标准化精简方案，满足消费者在多个设备上购物需求，无需反复输入个人信息，提升支付体验。

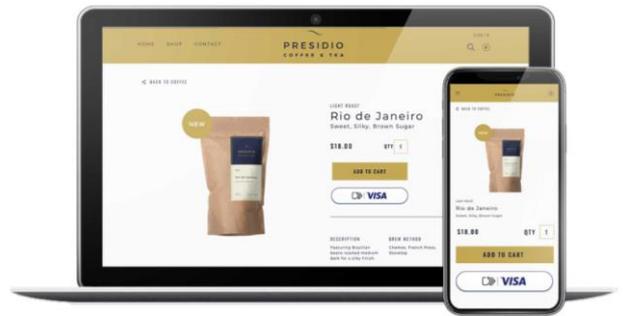
加密货币 Cryptocurrency: Visa 凭借其丰富的全球业务和庞大的合作网络使消费者能够使用加密货币实现日常支付。Visa 通过衔接加密生态系统和全球网络，使客户能够为消费者将加密货币转换为法币，并访问 Visa 全球网络中超过 8000 万的商户和 15100 家金融机构。在 2021 财年，Visa 通过与加密货币关联卡项目获得了 35 亿美元的支付额，该项目是一种与 Visa 证书挂钩的加密钱包，在加密货币被转换为法定货币后，可通过 Visa 证书获取资金。Visa 正在与近 60 个加密平台合作推进该项目的进行。同时公司还在建设基础设施并发展增值服务以拓宽支付加密使用场景，包括未来将可以用加密货币结算，创建 Visa Crypto API 平台，帮助金融机构创建加密货币产品，协助各国央行评估数字货币等。

图 2: Visa 无接触支付卡和可穿戴设备



资料来源: Visa 官网

图 3: Visa 点击支付示意图

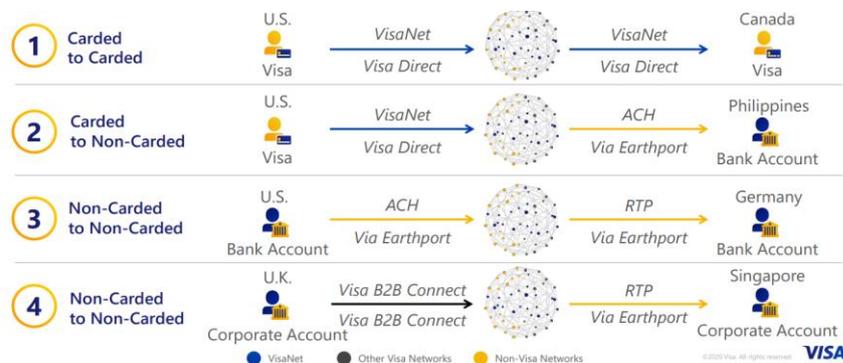


资料来源: Visa 官网

新支付：拓展至非消费者支付市场

Visa 的“汇聚网络的网络”战略通过全球实时推送支付平台 Visa Direct 和 Visa 商业解决方案拓展非消费者支付市场。

图 4: “汇聚网络的网络”跨境交易示意图



资料来源: Visa 2020 Investor Day

Visa Direct 全球实时推送支付平台：作为基于 VisaNet 的全球实时推送支付（Push Payment）平台（实际资金到账时间取决于收款金融机构、收款账户类型、地区和是否为跨境交易决定），它颠覆了传统银行卡支付流程，允许支付发起人通过其收单机构将资金直接推送到符合条件的借记卡和预付卡或账户，有助于世界各地快速、安全的资金流动，使企业和消费者能够直接向银行账户或银行卡推送资金，包括境内和跨境支付、结算、P2P 支付、对小企业支付，以及面向企业、个人、保险的集团支付等。2021 财年 Visa Direct 交易达 52 亿次，同比增长 50%，有 20 多个使用场景和 500 个项目。Visa Direct 连接了 16 个卡网络、66 个 ACH 自动清算所（Automated clearing house）、7 个实时支付（Real Time Payment）网络和 5 个网关。随着 Visa Direct Payouts 的推出，Visa Direct 连接了 200 多个国家和地区的近 60 亿个证书。

Visa 商业解决方案：Visa 提供的商业支付解决方案包括小型商务、企业（旅行）卡、购物卡、虚拟卡、数字证书、无卡跨境 B2B 支付等选项和付款账户，覆盖全球大多数主要行业领域，旨在提升企业和政府的支付效率，可控性和自动化程度。Visa B2B Connect 是一个多边 B2B 跨境支付网络，使资金直接从初始银行转至目标银行，帮助金融机构的企业客户简化结算和支付，相较于传统跨境支付，有着交易流程透明、转账快速便捷、成本可控的特点，能够在 100 多个国家和地区运作。

衍生增值服务：围绕支付业务提供四类增值服务

Visa 在支付业务基础上提供一系列衍生增值服务，包括发卡方解决方案、收款方解决方案、风险与身份识别解决方案与咨询服务。

图 5：Visa 衍生增值服务



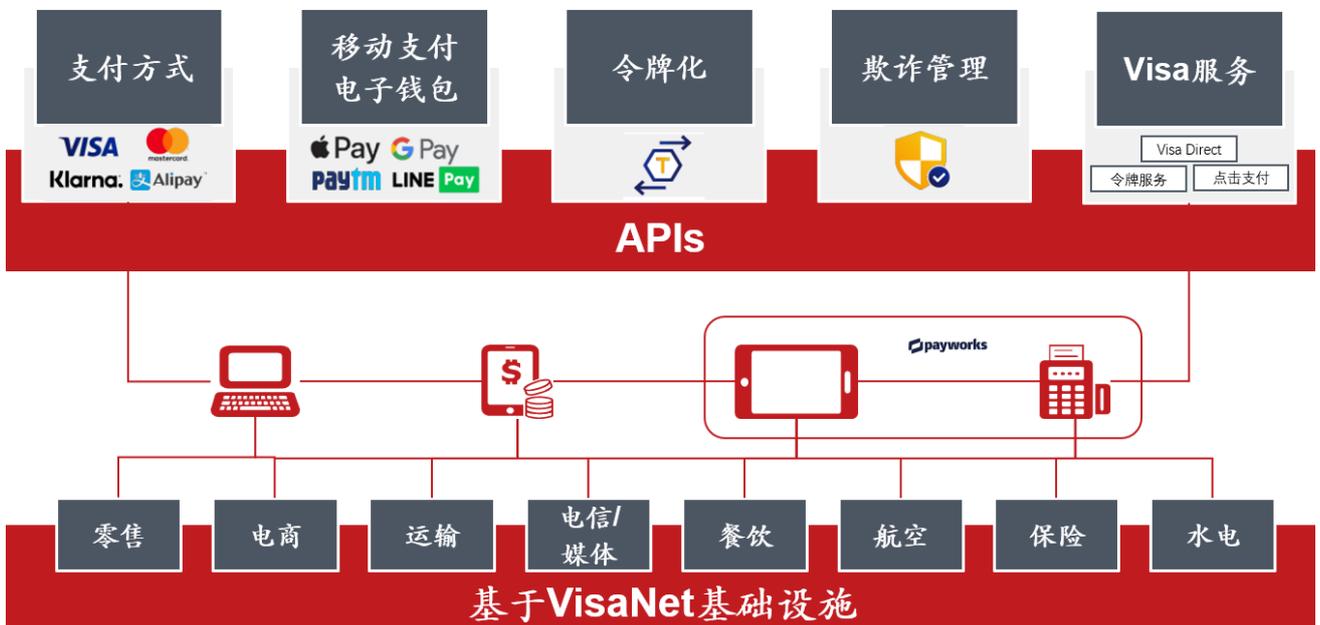
资料来源：Visa 2020 Investor Day，中信证券研究部

发卡方解决方案：Visa 的借记处理服务（DPS）是全球最大的卡发处理解决方案之一。Visa 为客户提供广泛的借记卡、预付卡和信用卡增值服务，包括呼叫中心服务、数据分析、活动管理、欺诈和风险解决方案，以及白标的移动应用程序。Visa DPS 还在持续拓展基于 API 的发行方解决方案，名为 DPS Forward，该业务已拓展至欧洲，为发行方提供全链

路解决方案。Visa 还为发卡方提供一系列其他服务和数字解决方案，如数字发行、品牌消费者体验和先买后付功能。

收款解决方案：旗下 Cybersource 是一个全球支付管理平台，除了提供连接商家与支付处理的传统网关功能外，还提供模块化、数字化的功能。各种规模的商家都可以通过该平台满足业务需要，改善消费者参与交易的方式，降低欺诈和安全风险，降低运营成本，适应业务需求。此外，Visa 为商家和采购方提供一系列服务，例如全球城市交通项目允许交通运营商在专有闭环支付解决方案外，接受 Visa 的非接触式支付。Visa 还提供纠纷管理服务，包括与网络无关的解决方案 Verifi，使商家能够预防并解决纷争，避免不必要的退款。

图 6: Visa 旗下 Cybersource 从网关成长为一站式支付管理平台



资料来源：Visa 2020 Investor Day，中信证券研究部

风险和身份识别解决方案：Visa 的风险和身份识别解决方案将数据洞察转化为实时决策，促进账户持有人身份验证，防止诈骗并保护账户信息。解决方案包括 Visa 高级授权、Visa 安全、Visa 高级身份评分、Visa 消费者身份验证服务和支付决策解决方案，为商户和金融机构提供欺诈预防和增强支付安全性的自动化工具。

咨询服务：Visa 的咨询和分析服务为发卡方、收单方、商户、金融科技公司和其他合作伙伴提供咨询服务，涵盖从收单到留存客户的整个过程。结合 Visa 深厚的支付专业知识、丰富的数据、专有分析模型和经济数据，能够为企业带来深刻见解，提出建议，并帮助实施解决方案，为客户推动更好的商业决策。

业绩概况：盈利增速快于交易和收入增速

自上市以来用户数量不断增加，交易规模实现翻倍增长。自 2011 年以来，公司各项运营数据均实现翻倍增长，2021 财年公司银行卡数量达 37 亿张，FY2011-2021 银行卡

数量 CAGR 为 6.89%。受益于用户规模的持续增加，公司交易规模增长显著。2021 财年公司总交易规模为 13 万亿美元，其中支付规模为 10.4 万亿美元，FY2011-2021 CAGR 分别为 8.22%和 10.89%，同期交易数量为 1647 亿笔，CAGR 为 12.46%。

表 1: FY2011-2021 核心运营指标

十亿美元	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
总交易规模(含支付和现金)	5,900	6,300	6,900	7,300	7,400	8,100	10,300	11,300	11,600	11,300	13,000
同比	18.00%	6.78%	9.52%	5.80%	1.37%	9.46%	27.16%	9.71%	2.65%	-2.59%	15.04%
支付金额	3,700	3,900	4,300	4,700	4,900	5,700	7,400	8,300	8,800	8,800	10,400
同比	19.35%	5.41%	10.26%	9.30%	4.26%	16.33%	29.82%	12.16%	6.02%	0.00%	18.18%
Visa 网络处理交易数量	50.9	53.3	58.5	65.0	71.0	83.2	111.2	124.3	138.3	140.8	164.7
同比	12.11%	4.72%	9.76%	11.11%	9.23%	17.18%	33.65%	11.78%	11.26%	1.81%	16.97%
银行卡数量	1.9	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	3.2	3.3	3.4	3.5	3.7
同比	5.56%	5.26%	5.00%	9.52%	4.35%	4.17%	28.00%	3.12%	3.03%	2.94%	5.71%

资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部

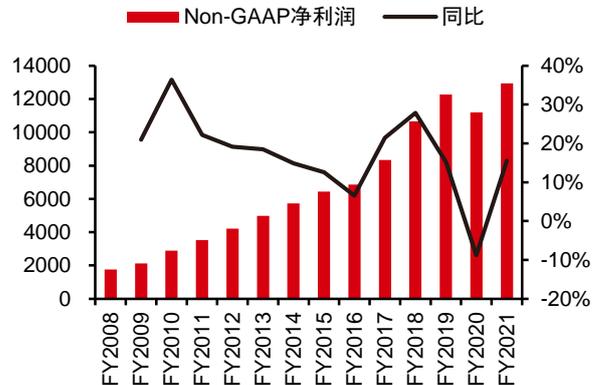
凭借公司在银行卡支付行业主导地位，公司盈利能力持续增长。Visa FY2021 营业净收入为 241.05 亿美元，FY2008-FY2021 CAGR 为 10.92%。公司 FY2021 实现 Non-GAAP 净利润 129.33 亿美元，FY2008-FY2021 CAGR 为 16.64%。虽然 2020 年疫情导致公司收入和利润有所下滑，但随着疫情缓和，以及全球防疫政策放松，线下支付与跨境支付逐渐回暖，FY2021 营业净收入和 Non-GAAP 净利润同比增速分别为 10.34%和 15.55%，均回到疫情前平均水平，体现了公司作为银行卡支付龙头的韧性。

图 7: 2008-2021 财年 Visa 营业净收入 (百万美元)



资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部

图 8: 2008-2021 财年 Visa Non-GAAP 净利润 (百万美元)



资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部

历史沿革：曾经的四方模式创建者，今天的数字支付引领者¹

Visa 从最初的美国银行信用卡品牌 BankAmericard 到后来的四方模式创建者，再到如今数字支付的引领者，公司无疑是全球数字化支付的深度参与者。Visa 的发展历史可以分成两个阶段。第一阶段：Visa 解决了信用卡支付从 0 到 1 的问题，以强大的消费者规模整合支付行业，通过跨洲授权、独立运营、解决底层问题，确立四方商业模式和龙头地位。第二阶段：从 1 到 N，进一步优化商业模式，统一行业标准，通过上市和并购，实现“汇聚网络的网络”的终极愿景。

银行不是最早发卡方。各类企业和商户运营的商业卡，对后来支付系统的设计和运营产生深刻影响。早在银行之前，商户和企业就已经开始运营类信用卡的商业卡，虽在大萧条和美国加入二战时信贷受到限制，业务有所停滞，但它深刻影响了未来卡支付行业的发展。1914 年 Western Union 发行了第一张纸质消费者收费卡，为了提高便利性，后来根据商户需求将纸质卡发展至金属卡（charge plate 系统）。起初，零售充值卡由每个商户独立发行，20 世纪 30 年代初，一些小型商户联合起来，形成合作支付卡系统，构建了区域性网络，覆盖了更多使用场景。在这种模式下，卡支付形成了一定规模性，例如截至 1936 年，西雅图零售服务局覆盖了 1000 余家商零售商。此外，卡支付系统在零售产业外也得到了发展。20 世纪 20 年代初期，卡支付产品开始传播到石油行业，1924 年加州通用石油公司开始发行 courtesy cards 产品。但卡支付产品面临双边网络获客问题：持卡人在有足够商户接受卡之前不会带卡，而在有足够持卡人想要使用卡之前，商户也不会同意接受卡。发卡方通过向消费者大规模发行未经授权的卡来拓展规模，Visa 和 Diners Club 等公司也采取了这种方式。直到 1970 年这一方式在美国被取缔。虽然大萧条和美国加入二战时期信贷受到限制，出于风控原因，卡系统有所停滞，但这些卡的发展深刻影响了后来卡支付系统的设计——身份信息卡、浮雕账户信息，通过竞争对手之间合作建立通用系统，通过大规模主动发卡建立持卡人基础。

20 世纪 50 年代，银行开始尝试创建多用途信用卡，但面临无利可图和难以拓展规模的问题。20 世纪 50 年代中期，典型的美国中产阶级已在不同商家办理循环信贷账户，消费者对一站式金融工具需求明显。在此期间，多个 T&E 支付卡系统兴起。1949 年第一个 T&E 支付卡系统——Diners Club 建立，仅一年时间，会员人数增长至 10 万余人，到 1956 年交易额已经超过 2.9 亿美元。1958 年 American Express 也进入了该市场，截至 1960 年 Diners Club 会员人数超 100 万，American Express 拥有 70 万名会员，目前二者是第三方银行卡支付的代表公司。此外，到 1950 年代中期，至少有数百家银行开始了类似的收费卡业务，但大部分都是由缺乏资源的小银行开始尝试，这些银行没有像 Diners Club 一样向持卡人收取年费，也没有像如今循环信贷模式一样收取利息收入，所以并不创造利润，由于受跨洲经营限制，用户规模不足，无法形成规模经济。在这一阶段末期，这些项

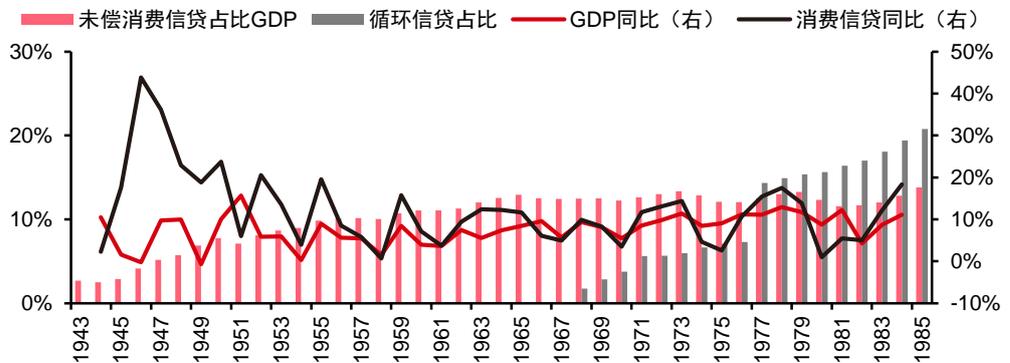
¹ 历史沿革部分主要参考 Stearns DL 论文《“Think of it as Money”: A History of the VISA Payment System, 1970-1984》，Visa 官网，Zippia，Wikipedia 等来源。

目中仅有 27 个仍在运行。

支付清算从 0 到 1：从美国银行信用卡品牌到四方模式创建者

Visa 抓住了美国消费信贷的黄金发展期。 Visa 前身 BankAmericard 创立初期正值美国二战后经济复苏末期，受益于经济发展和人口红利，带来的消费信贷快速增长。据美联储统计，美国季度调整的消费信贷自 1943 年的 54.6 亿美元增长至 1965 年末的 959.5 亿美元，CAGR 为 13.9%，是 GDP 增速 6.1% 的 2.3 倍。1966-1973 年是美国经济大繁荣的最后盛宴，GDP 与个人可支配收入增速超过了债务增速。Visa 抓住这一时机，在 1966 年开始授权其他银行发卡，整合各地客户资源，实现快速扩张，信用卡在 1968-1985 年迎来了黄金发展期，循环信贷在消费信贷中的占比由 1.74% 提升至 20% 以上。

图 9：美国 1943-1985 年消费信贷结构、GDP 与信贷同比



资料来源：Choice，中信证券研究部

依托美国银行雄厚的实力，1958 年 Visa 卡前身 BankAmericard 信用卡创立。 20 世纪 50 年代末，美国银行拥有 50 亿美元资产，不仅是美国最大的银行，也是世界上最大银行之一。1958 年 9 月 18 日，美国银行在加利福尼亚的弗雷斯诺正式推出了 BankAmericard 信用卡计划。美国银行为解决信用卡获客难题，提前几周在当地大量邮寄未经申请的信用卡，并在了解到另一家银行将在旧金山发卡后，加速了信用卡投放计划。1959 年 3 月美国银行在旧金山和萨克拉门托开始发卡，6 月在洛杉矶发卡，到 10 月整个加州已有超过 200 万张信用卡，并已被 2 万家商户接受。但大量的发卡也导致了巨额亏损，起初 22% 的账户出现拖欠，远高于预期的 4%，在产品推出的 15 个月内，BankAmericard 项目直接损失近 880 万美元，若考虑广告和管理费用，亏损高达 2000 万美元。在随后几年里，美国银行实施了适当的财务限制和审核，直至 1961 年 5 月实现盈利。为减小竞争压力，美国银行隐藏了数年该项目盈利的事实，直至 1966 年该项目的利润已经大到无法隐藏。

通过授权发卡规避监管限制并抵御同业竞争，通过快速扩张建立庞大统一支付系统。 1966 年，美国银行开始与加州以外的银行签署许可协议，授权代理发卡，以应对新的竞争对手 Master Charge（现在的 Mastercard）。美国银行向授权银行收取 25000 美元的特许经营费，外加一部分交易收入。这一举措也规避了《麦克法登法案》（McFadden Act）对商业银行跨州经营的限制（在 1994 年废除该项限制）。在这一授权体系下，美国银行和

被许可行持续投放未经申请的信用卡，至这一方式于 1970 年被禁止时，已发放超过 1 亿张信用卡。通过双边网络效应，BankAmericard 构建了全国性的卡支付系统。

Dee Hock 牵头成立第三方独立组织 NBI，制定操作规范和交换补偿费以权衡原有模式下各组织成员之间的竞争与合作，NBI 的成立真正意义上开启了四方清算模式的时代。虽然 BankAmericard 发展迅猛，但授权项目仍处于混乱之中。BankAmericard 授权制度与其他合作支付系统一样，面临平衡竞争与合作的难题。在该制度下美国银行保留了该项目所有权利，使得成员行之间存在信任问题。此外，运营方面也存在一定问题，例如不同银行间的交换交易的清算和结算流程效率较低。1968 年国家商业银行的经理 Dee Hock 建议成立委员会调查情况，Hock 领导的委员会说服美国银行在 1970 年 6 月放弃了对美国银行信用卡项目的控制，创建了 NBI (National BankAmericard Inc.)，该项目由成员行共同拥有。成立后，NBI 制定了操作规范，并充当司法机构，解决各成员银行之间仲裁等问题。此外 NBI 还负责制定交换补偿费，该费率是合作支付系统中必要的一部分，不仅可以为发卡机构和收单机构提供正向激励，费率的高低也权衡了支付系统中各个环节的价值。NBI 的设立标志着四方清算模式的到来。

先后开发 BASE I 和 BASE II 系统，实现自动交换授权、自动清算和结算，推动高效标准化支付发展。到 70 年代，NBI 的设立虽然解决了组织结构的问题，但业务运转效率仍然不高。NBI 决定自主研发系统，名为 BASE (BankAmericard Authorization System Experimental)，虽然命名为授权系统，但授权仅仅是全国性银行信息处理系统的第一阶段。创始人 Hock 希望让 NBI 成为电子价值交易的电子枢纽。1973 年 BASE I 上线，实现了本地和交换授权的自动化。以前需要 4 到 5 分钟的交换授权现在仅需 56 秒，并且商家可以实现 7*24 不间断授权交易。在此之后，BASE II (票据交换中心的计算机版本) 的研发实现了成员行之间交易清算和结算的自动化，替代了原本成员行之间繁琐的纸质汇票邮寄。这一系统在原有基础上显著减少了清算和结算交易所需的时间和成本，并且可以即时收到欺诈性交易提醒。原本公司计划进一步研发 BASE III 以实现集成 BASE I 和 BASE II 的大型计算机程序，然而由于这一举动超越了 NBI 的核心目标——清算自动化和授权自动化，而被取消。

数字支付从 1 到 N：从银行卡清算龙头到汇聚网络的网络

1970 年代，公司开启全球化扩张，并将多个网络整合并更名为 Visa。早在 60 年代末，美国银行就将 BankAmericard 授权给海外多家银行，1966 年英国巴克莱银行成为第一家国际持牌银行，到 1972 年底已有 15 个国家的银行参与了该计划。1974 年，IBANCO (国际银行卡公司) 成立，以管理国际 BankAmericard 项目 (此前为美国银行所有)。1976 年 IBANCO 董事决定，将不同的国际网络整合成一个单一网络，在国际上使用统一命名 Visa。为实现全球化扩张，Visa 先后在 1977 年和 1986 年分别拓展了国际自动和多币种清算与结算等业务，夯实国际业务基础。

Visa 携手 Mastercard 规范全球发卡标准，并推动支付业务标准化。虽然早期磁条卡并非 Visa 发明，但 Visa 推动了行业标准的统一。1979 年 Visa 国际组织通过一项细则，规定 1980 年以后发行的卡必须包含磁条，并按照组织标准统一编码。解决磁条卡标准化后，Visa 还推出了 TIRF (终端交换补偿费)，低于普通交换补偿费，激励收单方推广支付

终端。随着 20 世纪 80 年代中期终端的大规模采用, Visa 系统实现了全电子交易处理。1994 年 Visa、Mastercard 和 Europay (欧陆卡, 已被 Mastercard 收购) 共同发起制定银行卡从磁条卡向智能 IC 卡转移的技术标准, 于 1996 年发布了标准智能芯片规格, 称为 EMV 芯片, 以确保所有芯片卡和终端之间可互相操作。Visa 引领支付行业变革, 从电子技术磁条和芯片卡到数字技术令牌和增强型数据, 从非标向标准化迁移, 提升支付效能, 降低摩擦和支付成本, 一步步构建了银行卡支付体系底层架构。

表 2: Visa 与 Mastercard 早期共同推动行业发展

年份	Visa	Mastercard
1958	美国银行推出具有循环信用功能的 BankAmericard 卡	
1966		一些美国银行组成了跨行卡协会 (ICA) 以实现跨行授权、清算和结算的功能
1973	NBI 推出第一个电子授权系统, 以及清算和结算系统	ICA 开发 INAS 系统使发卡机构和商家可以快速直接沟通, 取代了传统的电话授权方式
1974		ICA 在所有卡上安装磁条并减少诈骗活动
1975	发行第一张借记卡	INET 系统问世, 使得交易相关方以电子方式传递信息
1983	Visa 推出自动柜员机 (ATM) 网络实现随时随地取现	公司推出了紧急换卡 (ECR) 服务, 并在卡上安全激光全息照相用来防伪
1984		万事达卡推出全球交易管理系统 Banknet, 融合了 INET 和 INAS 系统使得授权更加有效, 同时效仿 Visa 在全球安装自动销售点 (POS)
1986	Visa 开发支持 21 种货币的清算结算系统	
1989	收购 Interlink, 给产品增加电子前面功能	万事达卡公司又开发了万事达卡卡片处理系统 (MCCPS), 它使美国以外的成员行能够利用微机, 低成本地加速发行信用卡和受理信用卡
1990		
1991		推出全球首个线上 POS 借记系统 Maestro, 与 Visa 的 Interlink 系统竞争
1993	Visa 率先将先进的神经网络技术应用于电子支付, 旨在降低卡片欺诈风险	
1995	Visa 支票卡诞生; 参与开发和制定全行业芯片卡统一技术标准 EMV, 以确保所有芯片卡和终端机之间都可互操作	万事达卡联机系统 (MasterCard OnLine) 初次登台。这是一个全球化信息运载工具, 它使成员行能从它们的桌上微机访问并取回万事达卡的信息产品和服务
1996		万事达卡联合 IBM 公司和丹尼期支付系统公司 (DPS), 利用第一个端到端安全的因特网交易来优化电子商业。在这里使用了安全电子交易规程 (SET), 以使联机支付卡交易更加安全
1997		新的 Banknet 的虚拟专用网 (VPN) 有了万事达卡的第一个成员。它被成功地移植和认证。这个网以 AT&T 公司的方案为基础设计和建造。从 1997 年至 1998 年, VPN 将代替现有的数据网, 从而使万事达卡的信用卡和转账卡交易进行得更快、更可靠。
2001	Visa 颁布“持卡人零风险政策”	
2004	Visa 推出高级授权, 实时分析每笔 Visa 卡交易并对其进行风险评估	

资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

2007 年公司重组、上市, 并于 2016 年收购 Visa Europe。为应对行业变化, 提高竞争力, Visa 在 2007 年完成了全球重组, 将 Visa USA、Visa Canada 和 Visa International 合并, 创建了新公司 Visa Inc., 并于 2008 年上市。与此同时 Visa Europe 仍为其成员金融机构所有, 与 Visa Inc. 就重组达成一定合同安排, 并持有少量 Visa Inc. 股份。2016 年 Visa 完成对 Visa Europe 的收购, 补齐 Visa 全球业务的重要版图。

上市以来 Visa 通过收购和战略投资加强核心支付业务的同时, 布局创新业务。近几年主要收购项目包括:

2016 年收购电商支付验证网络 CardinalCommerce, 提高 Visa 在电商领域的竞争力。

2018 年收购支付和费用管理解决方案的 SaaS 公司 Fraedom, 提高 Visa 业务解决方案能力, 满足 B2B 支付行业快速发展需求。

2019 年收购网关服务商 Paywroks, 将 Visa 基于云的店内支付处理解决方案与 CyberSource 数字支付平台结合, 为商家和收单方提供集成支付解决方案。收购争议解决工具 Verifi 与 Visa 的风险和欺诈管理解决方案结合, 收购 Rambus 支付业务, 使 Visa 的网络令牌化功能与 Rambus 的本地和账户令牌化技术相结合。

同年, 收购全球最大的独立 ACH 网络 Earthport, 使 Visa 能够触达世界上大部分银行用户, 进一步扩展 Visa Direct 的功能, 包括资金支付、跨境支付、电商支付和账单支付等。

2020 年收购拉美支付初创企业 YellowPepper, 同年计划收购开放银行 API 公司 Plaid, 但由于美国司法部干预, 涉及反垄断诉讼, 于 2021 年初停止收购。

2021 年收购欧洲开放银行平台 Tink, 短期内作为独立子公司运作。同年收购伦敦在线支付外汇服务商 CurrencyCloud, 加强 Visa 现有外汇功能, 支持新的用户案例和支付流。

在巩固与传统发卡银行和收单方合作基础上, Visa 与地方电子钱包、地方网络、金融科技企业开展合作, 通过开放网络扩大合作范围, 触达行业所有类型参与者:

Visa 与众多原本闭环的新兴市场本土网络和电子钱包开展合作。虽然 Visa 主导了欧美等发达地区的银行卡支付, 但在新兴市场, Visa 的渗透率以及接受程度仍有待提升。由于各地用户习惯和监管差异, 短期难以推广产品, Visa 通过与当地闭环支付生态合作, 获得了超过 10 亿消费者和 6500 万商户的触达机会。

通过 Visa Developer 开放生态。Visa Developer 是 Visa 旗下开发者项目。在推出 Visa Developer 之前, Visa 是封闭生态, 主要与传统金融机构建立专有。自 2016 年 Visa Developer 策略开放 api 访问, 将网络开放给全球开发者和传统客户, 通过赋能客户, 拓展获客渠道。Visa Developer 目前有 900 个 APIs 开放, 同比增长 20%; 每年 API 调用约 30 亿次, 同比增长 100%, 用例增长显著。

通过 Visa Venture 触达前沿金融科技初创企业, 并展开合作。Visa Venture 是旗下投资基金, 每年与成百上千的金融科技公司接触, 投资对支付生态系统产生深远影响的金融科技企业。投资案例包括 Square、Stripe、Klarna、Margeta 和 Plaid 等。投资可以分为两个领域, 基础设施和金融加速器。基础设施用于巩固与基础设施领域玩家的商业关系。金融加速器用于投资涵盖构思产品、将概念推向市场、加速成长、扩大规模等多个阶段的项目。Visa 通过赋能初创企业, 深入了解前沿项目。

表 3: Visa 与部分新兴市场闭环支付生态的合作关系

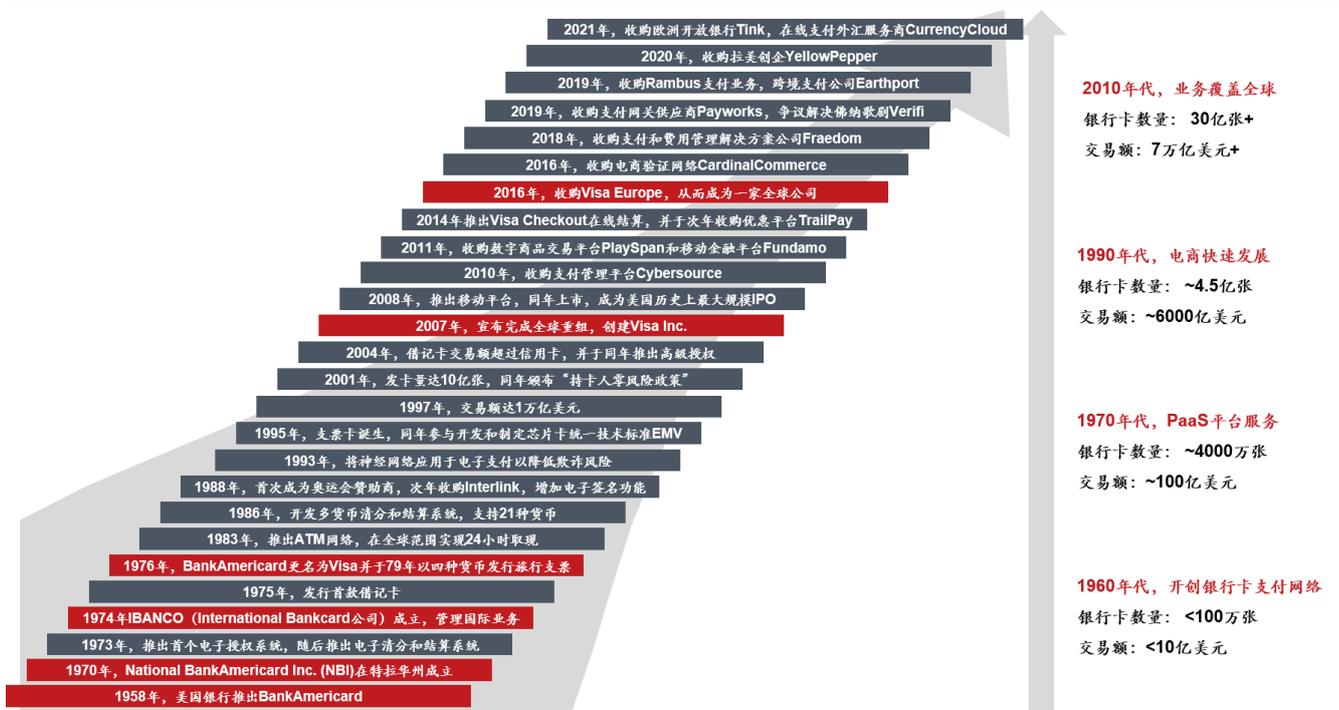
类型	合作伙伴	国家/地区	消费者端合作	商户端合作
电子钱包	Paytm	印度	✓	✓
	MFS Africa	非洲	✓	✓

	Line Pay	日本	✓	✓
	Gojek	印尼	✓	✓
	Stcpay	沙特阿拉伯	✓	✓
	Toss	韩国	✓	
	Rappi	拉丁美洲	✓	
	Paga	尼日利亚	✓	
	Wechat Pay	中国		✓
	Alipay	中国		✓
	Interswitch	非洲	✓	
网络	智利本地网络	智利	✓	✓
	加勒比地区本地网络	加勒比地区	✓	✓

资料来源：Visa 2020 Investor Day, 中信证券研究部

虽然 BASE IV 从未建成，但 Visa 正向这一最终目标前进，构建“汇聚网络的网络”。目前 Visa 业务范围已经由面向消费者支付的银行卡支付扩散至加密货币、先买后附等新兴产品，并逐步拓展至新支付业务和面向机构客户的衍生增值服务。创始人 Dee Hock 早在 BASEII 落地时就定下了达成 BASE IV 的愿景：这个世界上的每一笔金融交易都是以电子形式完成的，交易可以来自任何设备，来自付款方的任何资产，Visa 网络可以将每个人的资产连接在一起，实现电子价值交换的最终状态。

图 10：Visa1958 年至今历史沿革概况



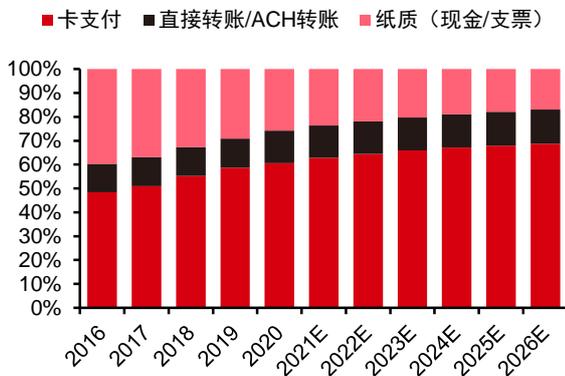
资料来源：Visa 公告, 中信证券研究部

■ 商业模式：四方模式的核心节点，支付底层架构的构建者

支付行业：以四方清算为主，构建银行卡支付体系

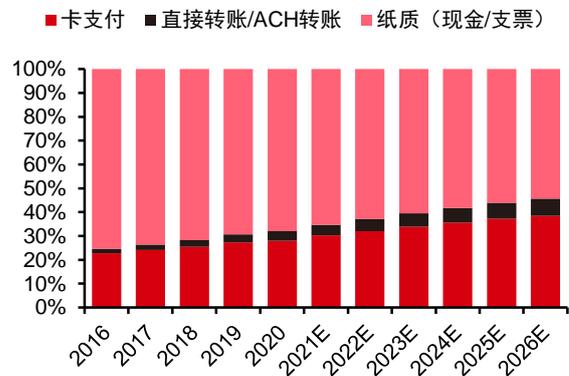
银行卡引领了全球无纸化支付的发展，以四方清算为基础，衍生出产业链中众多玩家。近年来银行卡产业主导无纸化支付发展，2020 年银行卡支付占消费者支付交易金额的 60.54%和交易数量的 27.99%。银行卡支付的清算体系以四方清算为主，由清算组织、发卡方、收单方、商户和消费者等组成，清算巨头是 Visa、Unionpay 和 Mastercard；收单巨头是 First Data、Worldpay；综合服务商是 Square、PayPal 等。

图 11：2016-2026 年全球消费者支付结构（基于金额）



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部
注：使用固定汇率和 46 个主要国家和地区数据测算

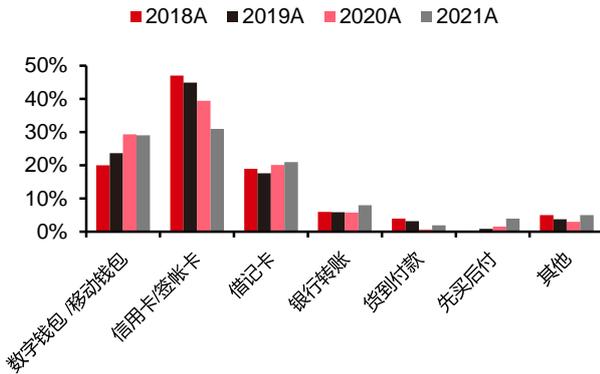
图 12：2016-2026 年全球消费者支付结构（基于数量）



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部
注：使用固定汇率和 46 个主要国家和地区数据测算

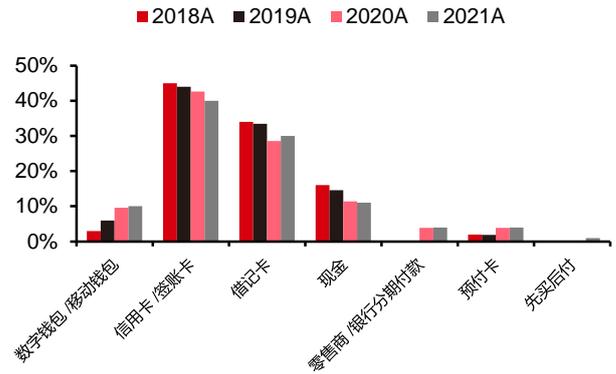
目前欧美 C2B 支付行业以银行卡支付为主。据 Worldpay，2021 年北美银行卡（信用卡/签帐卡/借记卡）占据支付主导地位，其线上和线下零售支付中占比分别为 52%和 70%。银行卡在欧洲线上和线下零售支付中占比分别为 42%和 59%。近年来，数字钱包和移动钱包进入市场，过去两年蚕食了欧美线上线下零售的部分市场份额。但由于大部分数字钱包和移动钱包仍以银行卡为主要资金来源，因此不会对银行卡支付体系产生冲击。相反，银行卡清算组织受益于新兴支付产业对无纸化支付的推进。

图 13：2018-2021 年北美线上零售支付分布



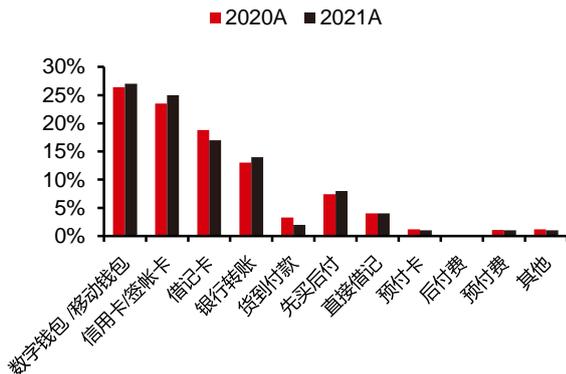
资料来源：Worldpay，中信证券研究部

图 14：2018-2021 年北美线下零售支付分布



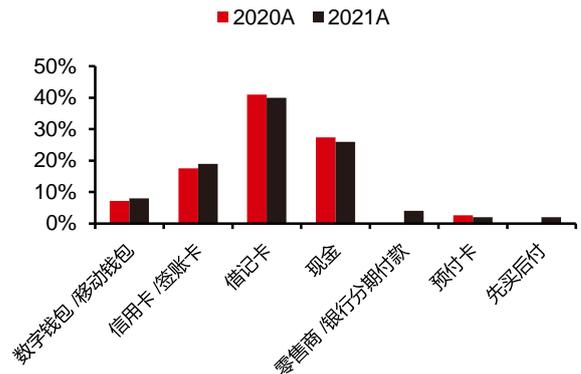
资料来源：Worldpay，中信证券研究部

图 15：2020-2021 年欧洲线上零售支付分布



资料来源：Worldpay，中信证券研究部

图 16：2020-2021 年欧洲线下零售支付分布



资料来源：Worldpay，中信证券研究部

基于银行卡清算体系运作的支付生态主要包括五类玩家：

- 银行卡清算组织（Card Networks）：是清算体系的核心。清算组织不负责银行卡或商业账户的发行，而是通过授权银行和其他金融机构发卡，并通过自有清算网络负责自有银行卡交易的信息传递和清算，以及负责费率和标准的制定等职责，促进消费者、商户、发卡方和收单方之间的交易，是发卡方和收单方之间的桥梁。此类公司包括：Visa，MasterCard，UnionPay，American Express，Discover Financial 等。
- 发卡方（Issuers）：发卡方通过与银行卡清算组织合作或独立向消费者发行银行卡，发卡方负责银行卡的签发与管理，交易信息的审核与管理，信贷产品的发行与管理等服务。发卡放主要包括：花旗银行（CitiBank），美国银行（Bank of America），第一资本（Capital One）等。

- 收单方 (Acquirers) :收单方包括收单银行和其他收单服务商, 负责线下和线上的收单相关业务, 包括硬件、软件和衍生服务等收款相关业务, 收单银行还负责商户的银行账户管理。此类公司包括: First Data, Worldpay, Global Payments, PayPal, Adyen 等。
- 支付网关与服务商 (Gateways & Facilitators): 支付网关与服务商为商户提供收款相关的服务。其中支付网关是使商户能够接收客户线上支付的虚拟终端, 通过数据加、解密等功能保障持卡人信息安全, 作用类似于线下支付的读卡器。此类公司包括: Adyen, FIS 和 Braintree 等。
- 独立销售组织 (ISOs): 负责向商家推销卡支付处理服务, 充当商家、支付处理商和收单银行之间的中介, ISO 也可能是银行。

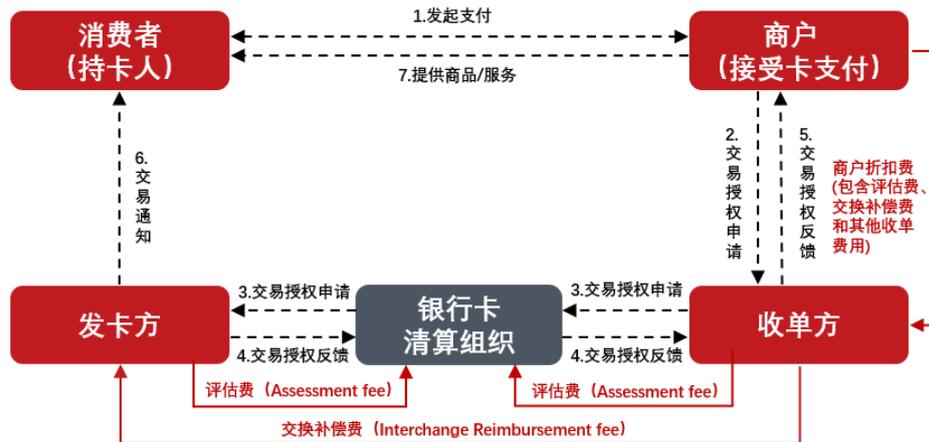
图 17: 银行卡清算体系运作的支付生态



资料来源: Cardknox, Insider Intelligence, 中信证券研究部 注: logo 来自各公司官网和 Google Images

银行卡支付清算模式可以分为以 Visa 为首的四方清算模式和以 American Express 为首的三方清算模式。所谓四方清算模式 (又称为四角模型), 即围绕银行卡清算组织, 由发卡方、收单方、商户和消费者四方搭建的支付网络。当消费者在购物网站/线下网点选择使用银行卡支付时, 消费者的支付信息会通过支付网关/线下支付设备在加密后传递给收单方。收单方将加密数据整合后转交给清算组织。清算组织则负责对接收单方和发卡行。清算组织会向消费者的发卡行进行确认, 若发卡行已核准这笔交易 (卡的真实性、账户余额等信息), 消费者将收到支付处理系统的答复, 并且发卡行会完成交易并计入账户。三方模式则由发卡方、商户和消费者组成, 其中发卡方同时承担收单和清算组织的职能。

图 18：基于银行卡四方清算支付流程（黑虚线）和手续费分润（红实线）



资料来源：Visa 公告，Paiementor，中信证券研究部 注：分润方式仅为单次交易示意图，实际取决于银行卡清算组织协议，包含授权费等费用。

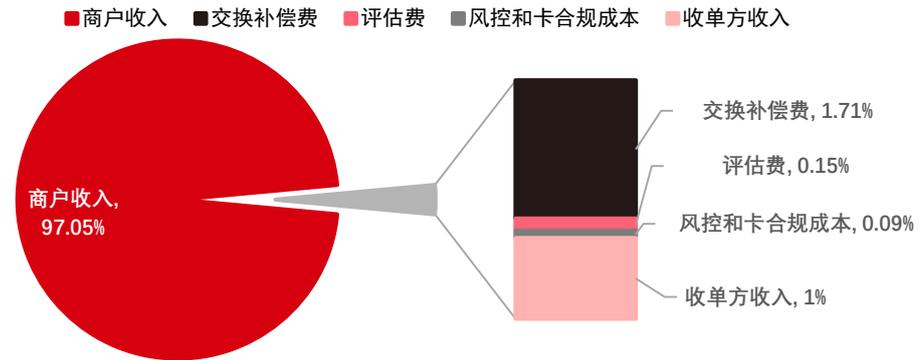
银行卡体系下，收单方向商家收取商家服务费（Merchant Discount Rate），主要包含三个组成部分：评估费（Assessment fee）、交换补偿费（Interchange reimbursement fee）、和其他收单费用。交换补偿费是商家服务费中最大的组成部分，费率由清算组织制定，费率影响因素包括：银行卡种类（借记卡交换补偿费远低于信用卡）、交易金额、商户类型等因素。评估费是由清算组织收取的。剩余利润则由收单银行、收单服务商和其他银行卡支付参与者共同分配。以信用卡支付为例，据 JUSTT，卡交换补偿费通常占比约为交易金额的 1.5-3.3%，评估费约占交易金额的 0.15%，其余费用则由收单机构衡量决定。参考 Square 官网案例，商家服务费占比 2.95%，其中交换补偿费和评估费占 1.86%，风控和支付卡行业合规费占 0.09%，剩余 1% 为 Square 收入。三方模式下，支付环节更少，发卡方则直接收取全部商家服务费。若消费者选择使用借记卡支付，由于发卡放无需承担信用风险等成本，交换补偿费通常低于信用卡支付。

表 4：信用卡相关平均交换补偿费与评估费

	平均交换补偿费范围		评估费
Visa	1.15%+0.05 美元-2.40%+0.10 美元		0.14%
Mastercard	1.15%+0.05 美元-2.50%+0.10 美元		0.01% (≥1000 美元) / 0.1375% (<1000 美元)
American Express	1.35%+0.05 美元-2.40%+0.10 美元		0.13%
Discover	1.15%+0.05 美元-3.30%+0.10 美元		0.15%

资料来源：JUSTT，中信证券研究部

图 19: Square 银行卡支付分润案例



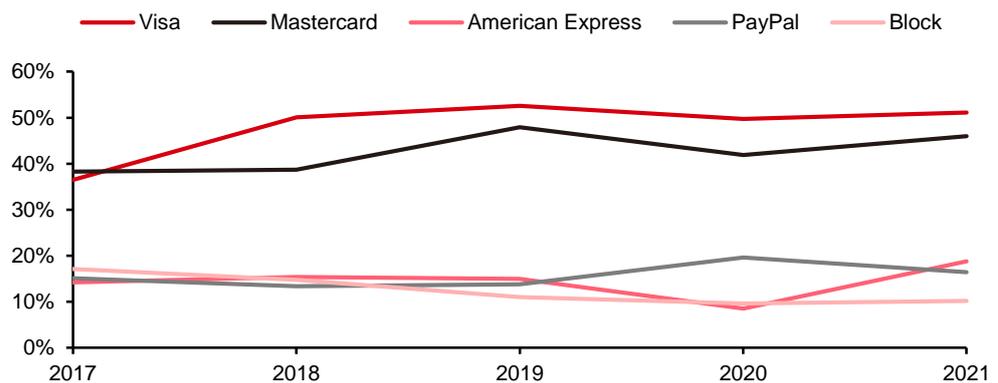
资料来源: Square 官网, 中信证券研究部 注: 假设评估费占比 0.15%

四方模式下, 虽然银行卡清算组织收取的评估费远低于收单服务费和交换补偿费, 但由于规模经济性和专业分工效率高, 清算组织拥有最强的盈利能力。

据 Refinitiv, 2021 年 Visa 和 MasterCard 净利润率高达 51.1%和 46.0%, 虽然银行卡清算组织所收取的评估费较低, 但由于四方模式下分工明确, 专注于支付网络建设, 以技术提升授权、清算效率, 且具有规模经济性, 使其净利润远高于银行卡支付产业链中其他玩家。

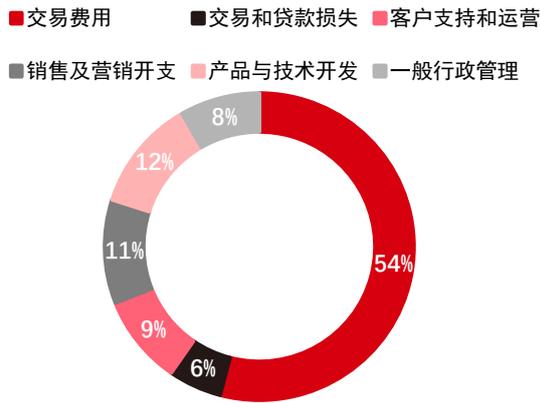
相比之下, 同年三方模式下的 American Express 和收单综合服务商 PayPal 和 Block2021 年净利润率分别为 18.80%、16.40%和 10.20%。发卡环节需要承担较高营销与会员返点费用, 尽管发卡放和收单综合服务商能收取更高分润, 但由于综合运营成本较高, 且规模受限, 其利润率远低于清算组织。

图 20: 2017-2021 年收单、清算和发卡代表公司净利润率



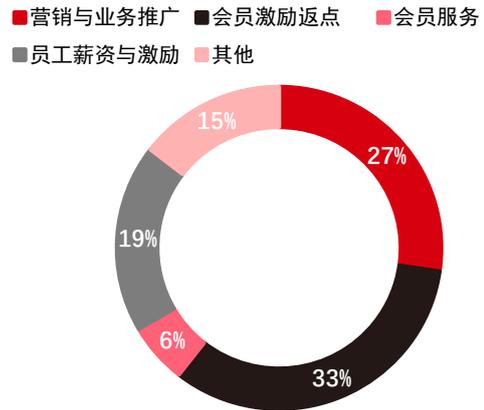
资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

图 21：2021 年 PayPal 成本构成



资料来源：PayPal 公告，中信证券研究部

图 22：2021 年 American Express 成本构成



资料来源：American Express 公告，中信证券研究部

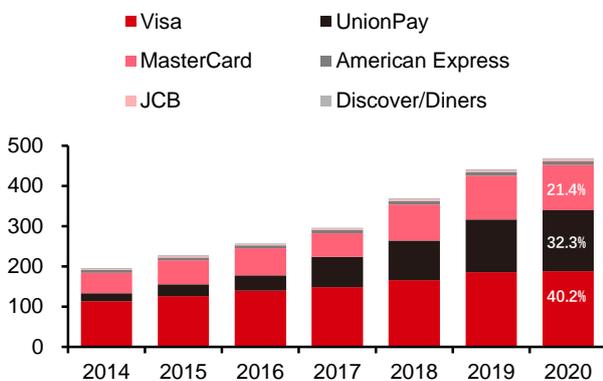
目前四方清算模式主导了全球银行卡支付产业，除中国内地外的全球市场由 Visa 和 Mastercard 主导。从交易数量来看，据 Statista 转引的 Nilson Report，2020 年全球清算卡交易合计 4676.5 亿笔，其中 Visa、银联（UnionPay）和 Mastercard 分别占比 40%、32%和 24%，三者皆为四方清算模式，合计占 90%的市场份额。从支付金额来看，据 Euromonitor International，银联全球市场份额高达 44.70%，高于 Visa 和 Mastercard 的 24.14%和 13.80%。从历史数据来看，海外市场竞争格局相对稳定。

表 5：2020 年 Visa，Mastercard 和 UnionPay 卡支付金额（百万美元）与市场份额（基于金额）

	全球		亚太地区		北美		西欧	
	卡支付金额	市场份额	卡支付金额	市场份额	卡支付金额	市场份额	卡支付金额	市场份额
Visa	8,825,494.3	24.14%	1,424,182.1	24.14%	4,418,578.8	52.88%	1,713,712.6	38.35%
Mastercard	5,043,902.8	13.80%	860,217.4	4.12%	1,904,413.1	22.79%	1,316,843.9	31.00%
UnionPay	16,623,340.5	44.70%	16,623,175.6	78.90%	-	-	-	-
	东欧		拉丁美洲		中东和非洲		澳大拉西亚	
	卡支付金额	市场份额	卡支付金额	市场份额	卡支付金额	市场份额	卡支付金额	市场份额
Visa	300,132.5	40.97%	358,411.0	41.96%	364,827.2	59.39%	245,650.2	38.26%
Mastercard	308,158.2	42.07%	263,307.9	30.82%	184,811.8	30.08%	180,676.7	28.14%
UnionPay	-	-	-	-	-	-	-	-

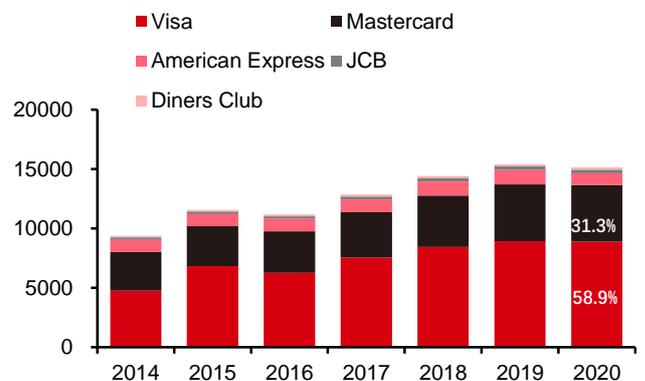
资料来源：Euromonitor International，中信证券研究部 注：采用固定利率和现值计算，东欧 Mastercard 数据通过东欧主要 6 国数据测算

图 23：2014-2020 年全球各清算组织卡交易数量（十亿笔）



资料来源：Nilson Report（转引自 Statista），Visa 公告，中信证券

图 24：2014-2020 年全球各清算组织交易金额份额（十亿美元）



资料来源：Visa 公告，中信证券研究部 注：份额计算未包含银联

研究部

商业模式：四方模式的核心节点，现代支付的底层框架

不论是三方模式还是四方模式，一切与银行卡支付相关的交易底层本质就是支付价值交换。三方模式中，发卡方承担多个职责，是核心节点。四方模式下，Visa 作为达成支付价值交换的底层框架不可替代：

- **发卡方**：起到对接消费者发卡的职责，产品层面同质化且产品主要取决于信用卡品牌（Visa/Mastercard 等），主要区别在于账户侧品牌，返现等银行卡福利，可替代性强。在价值交换层面需要通过清算组织和收单方对接到商户侧账户。
- **收单方**：起到对接商户的职能，不同收单方区别在于其费率和使用门槛，较低的壁垒使得行业竞争激烈。在价值交换层面需要通过清算组织和发卡行对接到消费者侧账户。
- **清算组织**：处于支付价值链的核心位置，起到**权衡两者利益，保障支付清算效率和安全，通过双边网络协助海量消费者和商户触达双方**。权衡双边利益方面，由于交换补偿费等规则由清算组织规定，起到了权衡支付产业链价值和利益分配的作用。保障支付清算效率和安全方面，清算效率和资金安全是支付的最基本诉求，其中清算组织起到权衡清算授权效率和交易安全，提升支付效能的作用。双边触达方面，不论是发卡方还是收单方都需要依靠清算组织触达商户和消费者，清算组织庞大的双边网络带来的流量价值不可替代。

Visa 作为全球头部清算体之一，受益于其强大且持续扩张的清算网络基础设施，连接了海量消费者和商户，是现代银行卡支付中最重要的玩家之一。在此基础之上，Visa 在传统银行卡清算网络基础上不断拓展新业务，从消费者支付到新支付业务，从清算网络到衍生增值服务，逐步成为全球现代数字支付底层框架。

图 25: Visa 商业模式



资料来源：Visa 公告，中信证券研究部

盈利模式：基于交易规模收取清算费，通过衍生服务丰富收入结构

Visa 基于交易规模收取清算费，此外还有衍生服务收费。当消费者使用 Visa 产品或基于 Visa 清算网络进行交易时，Visa 能从中收取一部分费用，主要由 Visa 网络的总支付

金额和总交易数量决定。Visa 不从旗下品牌产品的账户持有人所支付的利息或费用中赚取收入，也不承担相关费用和 risk，这一部分是发卡方的权责范围。除清算收入外，相关衍生增值服务也创造一定收入，并通过赋能金融机构、收单方和商户，促进 Visa 交易规模增长，增加消费者接受度，提高用户粘性。

Visa 的营业净收入（Net Revenues）主要包括以下五大部分，其中前四项组成营业总收入（Gross Revenues）：

- **服务收入（Service revenues）**：该收入主要来自向金融机构或其他客户提供境内 Visa 支付服务所产生，由于数据由金融机构客户上报，每季度服务费根据前一季度的支付交易金额与当前定价（不同发卡方可能不同）决定，收入相较交易数据有一定滞后性。其中也包含评估费，该收入在相关交易产生的同期确认。
- **数据处理收入（Data processing revenues）**：该收入主要来自 Visa 提供的授权、清算、结算、增值服务、网络接入、运维和支持服务，收入通常在相关交易或服务产生的同期根据交易规模、数量和类型确认，主要取决于交易数量。
- **跨境交易收入（International transaction revenues）**：处理跨境交易和换汇业务所产生的收入。当持卡人属地与商户属地不同时，就会发生跨境交易。历史数据显示，该收入主要影响因素包括：跨境旅游水平、跨境电商和 Visa 产品使用频率等。鉴于跨境交易的复杂性，该交易是利润最高的交易之一。收入根据当期跨境支付金额和跨境现金业务金额确定。
- **其他收入（Other revenues）**：该收入主要来自增值服务，使用 Visa 品牌和技术的授权许可，持卡人相关服务等。
- **客户激励费用（Client incentives）**：客户激励费用为负收入项。主要来自公司与金融机构客户、商户和战略合作伙伴签订的长期合同，根据是否达成合同中的条款提供现金和其他激励措施，旨在驱动交易规模增长、增加 Visa 卡接受度、将商家日常交易转移至 Visa 网络、促进创新。激励措施与境内交易相关。

图 26：2021 财年 Visa 净营收构成与收入拆分（百万美元）

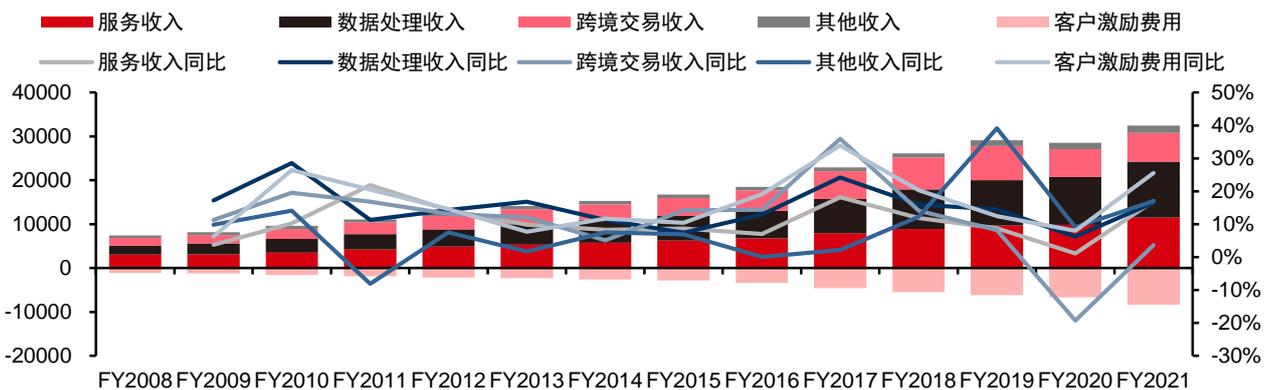


资料来源：Visa 公告，中信证券研究部

Visa 约 95%的总营收由服务收入、数据处理收入和跨境交易收入组成，激励费用占比逐年提升。2021 财年，Visa 总营业收入 324.72 亿美元，其中服务收入、数据处理收入和跨境交易收入分别为 114.75 亿美元、127.92 亿美元和 65.3 亿美元，占总营业收入的 35.34%、39.39%和 20.11%，FY2008-2021 CAGR 分别为 10.70%、15.03%和 10.80%。2020 财年，受疫情与跨境出行限制影响，跨境交易金额（剔除欧洲）同比大幅下滑 22%，导致跨境交易收入同比下降 19.28%。后续随着疫情缓和与出行限制的解除，跨境交易收入有所增长，但增速仍低于服务收入和数据处理收入，跨境交易收入占比两年间下降了 666bps。2021 财年，客户激励费用为 83.67 亿美元，FY2008-2021 CAGR 为 16.41%，占总营业收入的 25.77%，较上年增长 240bps，主要由于交易规模增长、跨境交易占比下降，以及合同签署与续约等。

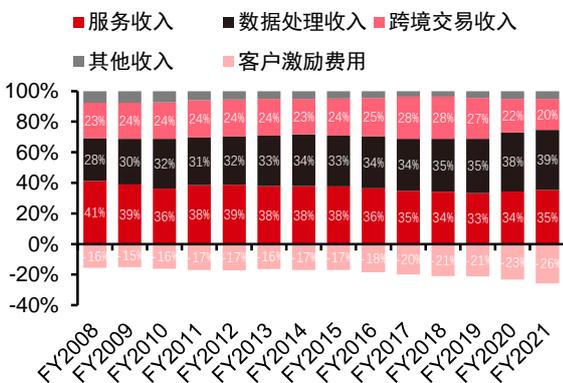
分地区来看，国际业务占净营业收入一半以上。2016 年 Visa 收购 Visa 欧洲业务(2017 年并表)，次年 Visa 国际业务占比提升并维持在一半以上。Visa 国际业务增速除 2020 财年受疫情扰动放缓之外，皆高于美国地区业务增速，Visa 全球业务推广效果显著。

图 27: FY2008-FY2021 Visa 净收入构成（百万美元）与同比



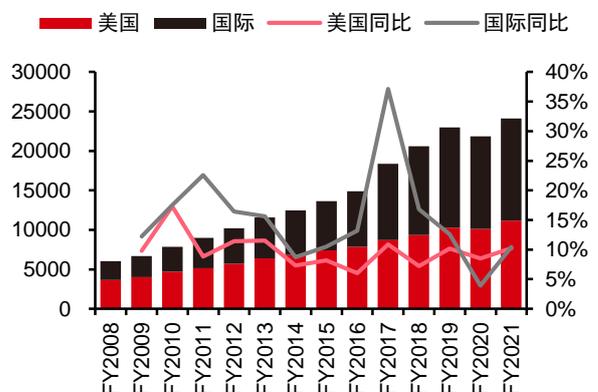
资料来源：Visa 公告，中信证券研究部

图 28: FY2008-FY2021 Visa 净收入结构



资料来源：Visa 公告，中信证券研究部

图 29: FY2008-FY2021 Visa 净营收地区分布



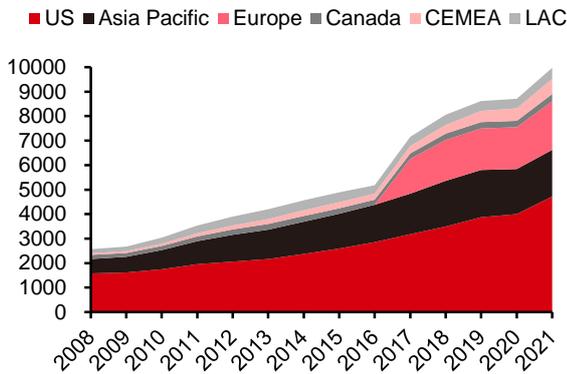
资料来源：Visa 公告，中信证券研究部 注：2017 年并表 Visa Europe

清算收入主要影响要素包括：综合费率和交易规模

交易规模是 Visa 盈利水平稳步提升的主要驱动力。 Visa 净营业收入五项中有 4 项与交易规模直接相关，其中占比最大的服务收入和数据处理收入分别由支付交易金额和交易数量驱动。由于服务收入有一定滞后性，我们选用对应该财年服务收入的交易金额数据，即每年截至 Q2 末的前 12 个月数据。Visa 2021 财年对应支付交易金额 9.97 万亿美元，同比增长 14.39%，FY2008-FY2021 CAGR 为 12.18%。其中美国、欧洲和亚太地区分别占比 47.39%，19.91%和 19.02%。分业务类型来看，2021 财年借记产品占比 52.19%，较 2008 财年的 36.84%显著提升，主要由于并表以借记产品为主的欧洲地区带来的一次性增长，以及现金替代驱动借记产品增速长期高于信用产品。2021 财年 Visa 同期交易数量为 164.73 亿笔，同比增长 16.96%，FY2008-FY2021 CAGR 为 12.18%，增速高于交易金额。稳健增长的交易规模，推动了 Visa 整体盈利水平的提升。

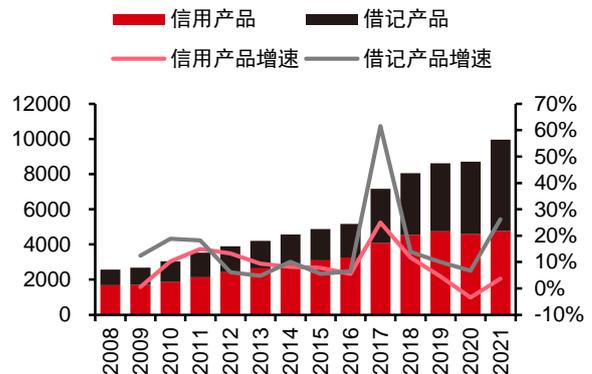
综合定价能力相对稳定，但激励费率的提升也反映了支付行业竞争压力。 公司支付服务费率在收购 Visa Europe 前呈缓慢上升趋势，并表后综合费率有所回落，近三年维持在 11.0-11.5bps 的水平。数据处理费用近三年维持在 7.4-7.8 美分/笔，自上市以来增长了约 2.0 美分/笔。公司整体收费水平有所上升。激励费用方面，不论从交易金额还是交易数量衡量，相关费率皆有所上升，反映了支付行业竞争压力加大。综合考虑收费水平和激励费用，公司整体费率稳定，收入驱动力主要来自规模增长。

图 30: FY2008-FY2021 Visa 网络支付交易规模（十亿美元）



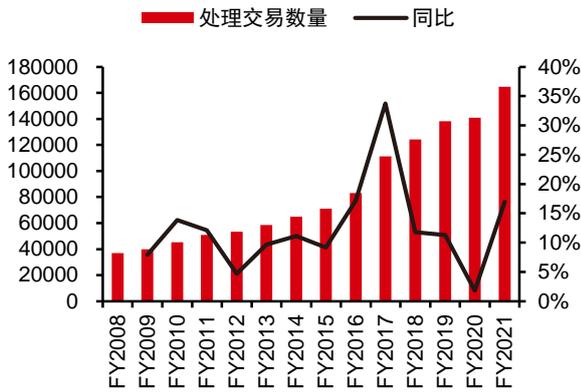
资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部 注: 2016 年公司收购 Visa Europe 并于 2017 年并表; 交易金额对应该财年服务收入, 即每年截至 Q2 末的 12 个月数据

图 31: FY2008-FY2021 Visa 网络支付交易规模构成（十亿美元）



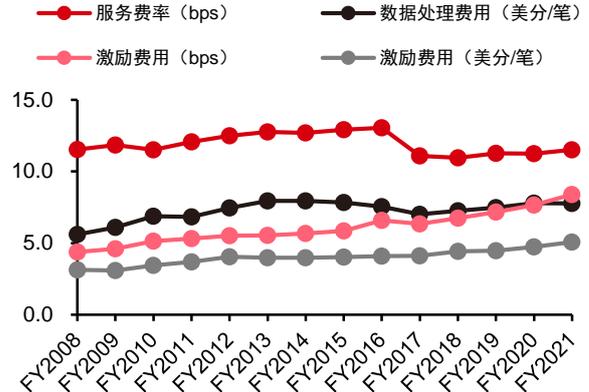
资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部 注: 2016 年公司收购 Visa Europe 并于 2017 年并表; 交易金额对应该财年服务收入, 即每年截至 Q2 末的 12 个月数据

图 32: FY2008-FY2021 Visa 网络处理交易数量 (百万)



资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部 注: 2016 年公司收购 Visa Europe 并于 2017 年并表; 交易数量为财年同期数据

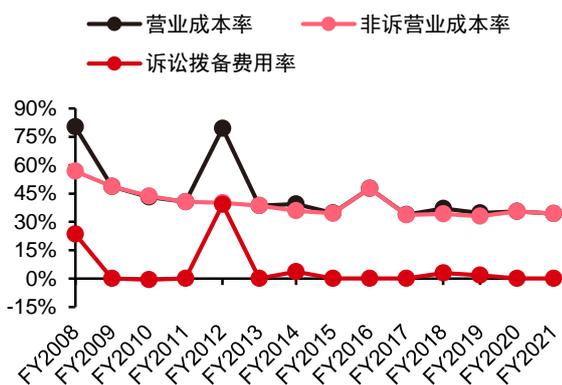
图 33: FY2008-FY2021 Visa 相关费率和激励费率



资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部 注: 激励费率=客户激励费用/支付交易金额; 激励费用=客户激励费用/交易数量

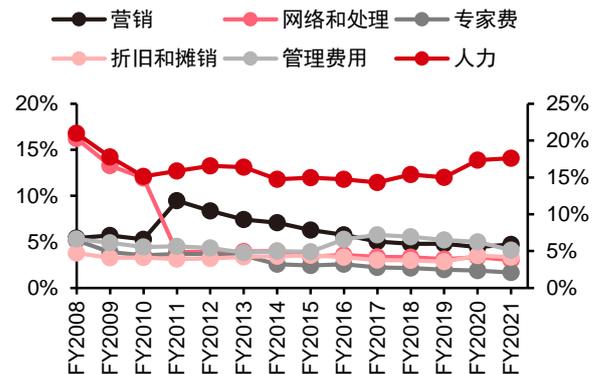
规模效应推动非诉讼相关营业成本率稳步下行。 FY2021 非诉营业成本为 82.98 亿美元, FY2008-FY2021 CAGR 为 6.72%。公司营业成本主要包括人力成本、市场营销费用、网络与处理费用、诉讼拨备费用等。历史上来看, 诉讼拨备费用波动较大, 例如 Visa 在 2012 财年诉讼拨备费用高达 40.98 亿美元, 使当期营业成本率较 2011 财年的 40.62% 上升至 79.47%。自上市以来, 非诉费用率由初期 FY2008 的 56.86% 下降到 FY2021 的。其中除了人力成本近年维持在 17% 左右水平, 其余费用率都因规模经济性和成本管控有所下行。

图 34: FY2008-FY2021 营业成本率和非诉营业成本率



资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部

图 35: FY2008-FY2021 其他主要费用率



资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部

护城河: 核心五要素成就可持续扩展的双边网络效应

Visa 护城河的 5 个核心要素包括: 规模+科技+文化+品牌+战略。

- ✓ **规模:** 规模是双边网络的结果, 为消费者和商户赋能是双边网络形成的基础。最初 Visa 前身 BankAmericard 通过直接投递信用卡 (无需申请)、授权国内和国

际银行发卡解决双边网络早期获客难的问题。后来 Visa 从美国银行信用卡项目中剥离成为第三方机构，得以平衡多方利益，成为支付底层架构根基。再后来 Visa 推进银行卡支付标准化进程和支付行业发展。最后从消费有领域支付拓展到非消费支付领域。Visa 一直引领银行卡支付行业发展。作为产业中最重要的中心化节点，规模是其对消费者和商户创造价值的结果。

表 6: FY2011-FY2021 Visa 银行卡与账户数量 (百万)

	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
银行卡数量:	1,934.0	2,066.0	2,179.0	2,341.0	2,452.0	3,076.0	3,189.0	3,346.0	3,370.0	3,494.0	3,836.0
信用产品	774.0	788.0	803.0	849.0	880.0	1,060.0	1,069.0	1,107.0	1,129.0	1,141.0	1,181.0
借记产品	1,160.0	1,278.0	1,375.0	1,492.0	1,572.0	2,016.0	2,121.0	2,240.0	2,242.0	2,353.0	2,654.0
账户数量:	1,657.0	1,766.0	1,883.0	2,042.0	2,152.0	2,738.0	2,840.0	3,007.0	3,021.0	3,129.0	3,447.0
信用产品	654.0	655.0	675.0	714.0	743.0	931.0	920.0	961.0	984.0	987.0	1,003.0
阶级产品	1,003.0	1,110.0	1,208.0	1,327.0	1,410.0	1,807.0	1,921.0	2,047.0	2,039.0	2,143.0	2,445.0

资料来源: Visa 公告, 中信证券研究部

- ✓ **科技: 规模背后是科技应用, Visa 通过运用前沿科技实现业务拓展。**从最早与 IBM 合作开发电子清分和授权系统 BASE I 和 BASE II、运用磁带卡技术、推出全球 ATM 系统, 再到如今的 API 开发者和加密货币业务, 历史上公司的业务拓展离不开前沿科技的发展和应用。数据驱动是公司立足支付科技的根本, 早在 1993 年公司就将神经网络模型用于电子支付以降低欺诈风险。根据 Visa 官网数据, 旗下 Visa 高级授权系统每秒处理交易超过 6.5 万笔, 每年防止超过 250 亿美元的欺诈行为。科技与数据结合, 保障支付安全。创新驱动是公司发展的核心要素。公司通过 Visa Venture 每年触达百上千的前沿金融科技创企, 投资对支付生态系统产生深远影响的金融科技企业, 投资案例包括 Square、Stripe、Klarna、Margeta 和 Plaid 等。
- ✓ **文化: 规模背后是企业文化, 从始至终公司一直站在用户视角解决支付痛点。**Visa 前身创立初期就是针对中产阶级消费者开发循环信贷产品, 旨在解决用户携带通用卡在不同商户消费的需求。通过服务解决用户痛点, 核心服务和产品包括: 多维风控体系、持卡人零风险政策、商家服务等。公司针对 C2B 支付链条各个环节痛点推出不同产品, 解决商户、消费者和发卡方等多方需求。同时公司也在不断拓展服务对象, 从原本 C2B 支付的商家和消费者到如今新支付业务下的政府机构、企业等, 针对不同潜在客户支付痛点不断推出新的产品和服务。
- ✓ **品牌: 规模背后是品牌价值, 品牌独立和高效运营成就独特价值。**品牌是 Visa 成功不可或缺的因素。从最早的 BankAmericard 起, 美国银行要求所有卡都使用相同、一致的标记, 以及蓝白金三色的标志。Visa 深知品牌的价值并在不断推进品牌建设。Visa 自 1986 年起开创性地赞助了奥运会, 借此持续获得全球品牌曝光, 在高端商务旅游和娱乐市场强化品牌形象。据 Visa 官网, 目前 Visa 在 2020 年之前都是奥运会的独家支付技术合作伙伴和唯一受理的支付卡品牌, 合作伙伴关系延续至 2032 年。此外, Visa 同时是 FIFA、NFL、FIFA 女子世界杯等职业赛事的合作伙伴, 持续深耕体育赛道。2021 年公司启动了一项多年品牌计划“Meet Visa”, 旨在突出 Visa 网络多样化能力及其对实现全球经济包容的愿景。

目前 Visa 是《福布斯》最具价值品牌排行榜上排名最高的金融服务品牌，2021 年 BrandZ 对 Visa 品牌估值高达 1913 亿美元，是全球第八大最具影响力品牌。对于消费者而言，Visa 研究表示，在日本、阿根廷、英国和阿联酋等不同市场，Visa 的受欢迎程度是 Masercard 的 1.4 倍，在某些情况下甚至超过 8 倍。

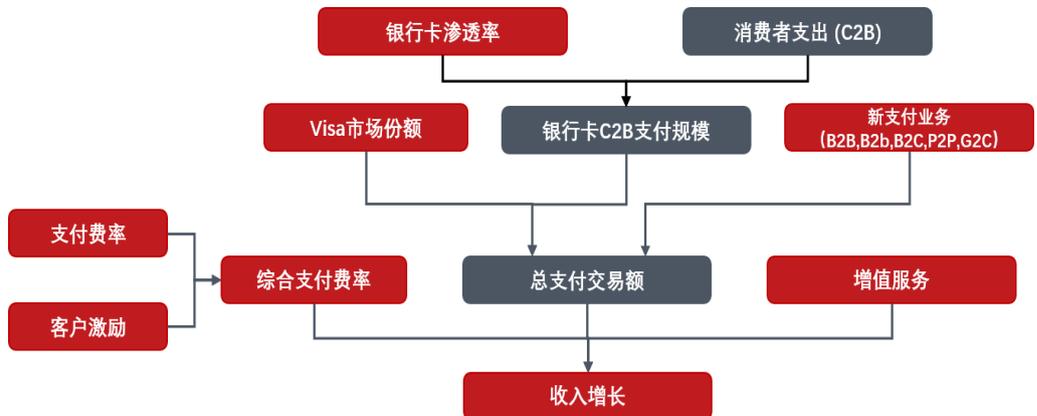
- ✓ **战略：清晰的战略指引公司发展方向。** Visa 是一家愿景清晰的公司，早在创立初期，创始人 Dee Hock 就定义了“终点”：每一笔金融交易都是完全以电子形式完成的，交易可以来自任何设备，任何资产。这一定义指明了 Visa 发展方向，尽管创始人 Hock 没能进入“迦南地”，但公司至今仍朝着清晰的愿景前进，“成为全球任何人任何地方最佳的支付和收款方式”，构建“汇聚网络的网络”。

以上的五个核心要素成就公司可持续扩展的双边网络效应。Visa 不仅是数据驱动的科技创新公司，具有用户至上的服务文化的公司，同时也是战略愿景清晰的公司。规模、科技、文化、品牌、战略，不仅加固了公司支付底层架构的根基，而且支撑公司多方面永续增长，实现品类扩张、区域扩张和服务范围拓展，无限趋近于公司愿景——汇聚网络的网络。

未来展望：消费者支付、新支付业务与增值服务有望形成多轮驱动

预计未来 Visa 将围绕消费者支付、新支付业务、增值服务三部分拓展网络，驱动收入增长。据 Euromonitor，截至 2020 年，核心消费者支付业务在全球 46 个国家中还有超过 13 万亿美元现金和支票存量空间可供数字化转型替代。此外，Visa 还通过汇聚网络的网络加速布局全球 185 万亿规模的新支付业务（B2B, B2b, B2C, P2P, G2C）并持续推进增值服务增长。

图 36：Visa 未来收入增长驱动因素

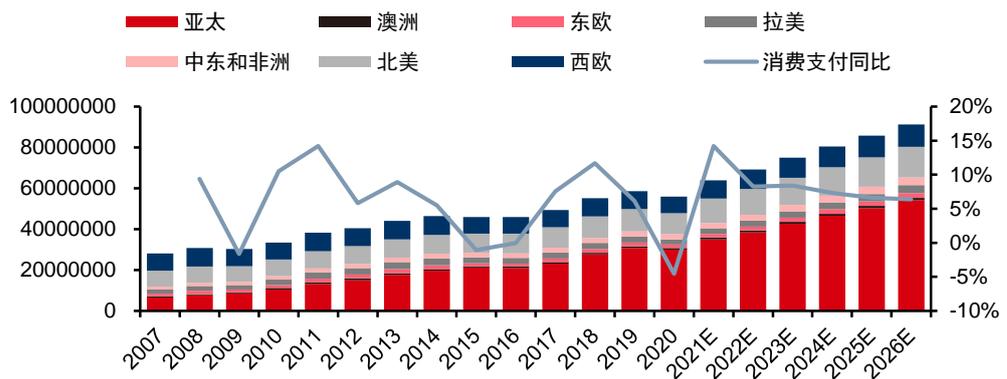


资料来源：Visa 2020 Investor Day，中信证券研究部

消费者支付：消费增长+现金替代+份额提升

全球消费者支付稳健增长，趋势有望延续。据 Euromonitor International，全球消费支付交易金额从 2007 年的 28.1 万亿美元增长至 2020 年的 55.9 万亿美元，CAGR 为 5.43%，除 2020 年受疫情影响导致消费者支付同比下降 4.55% 外，整体增长稳健。分地区来看，增长主要源自亚太和中东与非洲，2007-2020 年 CAGR 分别为 12.44% 和 6.22%，同期 Visa 主战场北美 CAGR 为 2.28%。受益于疫情缓和与通货膨胀等多种因素，全球消费者支付有望延续增长趋势。据 Euromonitor International 预测，全球消费支付交易 2026 年有望增长至 91.28 万亿美元，6 年 CAGR 为 8.51%。

图 37：2007-2026 年各地区消费支付（百万美元）与消费支付同比

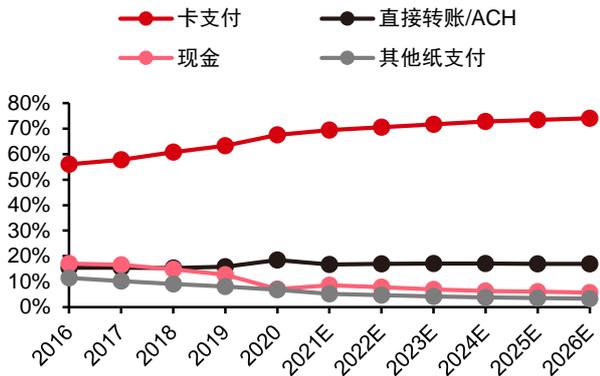


资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部 注：基于现价、固定汇率

在现金替代的大背景下，卡支付仍有较大增长空间。据 Euromonitor International，截至 2020 年，在全球 46 个国家和地区中（约占全球 90% 的市场），仍存在超过 13 亿美元的纸支付，占消费者支付的 25.77%，这一比例预计在 2026 年降至 16.87%。随着支付数字化进程的推进，卡支付有望成为主要受益者。

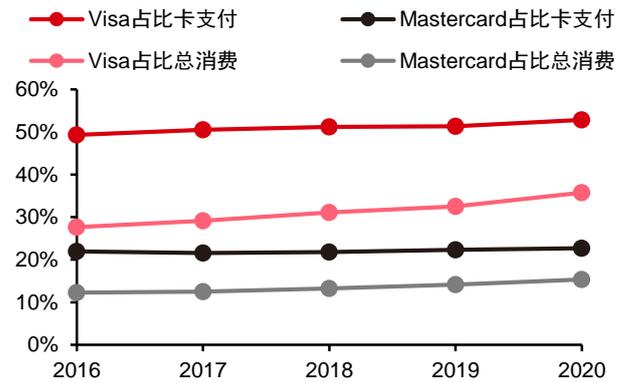
北美市场相对成熟，但仍有替换空间，Visa 市占率有望延续增长趋势。北美地区银行卡普及程度高，2020 年卡支付、转账、支付分别占消费支付 67.58%、18.53%、13.89%。虽然银行卡高度普及，但线下支付仍有潜在替代空间，据 Visa 2020 投资者日，美国人均现金支付为 12 笔/月，小于 10 美金的交易中共约有 55% 由现金支付。在后疫情时代，随着线上支付与无接触支付进一步推广，现金和支票有望进一步被替代。据 Euromonitor International 预测，卡支付渗透在 2026 年有望提升至 74.08%，增长主要来自现金和支票等纸支付。2020 年北美卡支付中，Visa 和 Mastercard 市占率为 52.88% 和 35.74%，较 2016 年分别增长 350bps 和 80bps，两者分别占总消费支付的 35.74% 和 15.35%。在推进非现金支付的过程中，Visa 有望通过感应支付卡、手机点击支付、手机收款等功能进一步扩大市场份额。

图 38：2016-2026E 年北美消费支付结构



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部

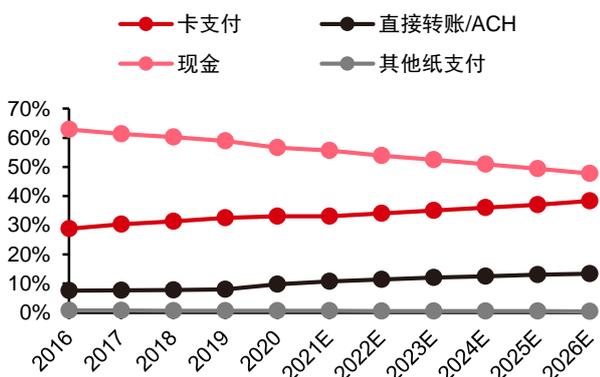
图 39：2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 北美市场份额



资料来源：Euromonitor International，中信证券研究部

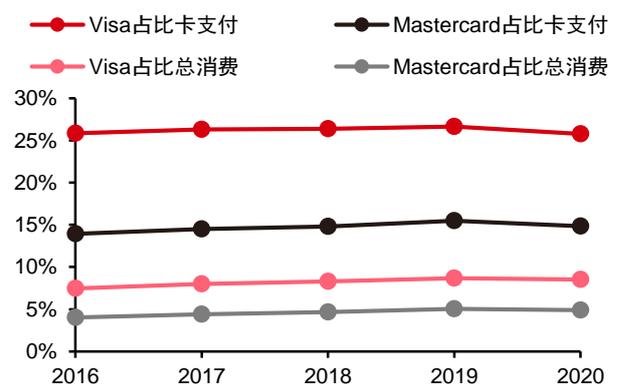
亚太地区（除中国内地）现金替代空间巨大，Visa 和 Mastercard 面临数字钱包、本土银行卡清算组织竞争。亚太地区（除中国内地）现金仍为主要支付方式，2020 年卡支付、转账、纸支付分别占比消费支付 33.03%、9.73%、57.25%。在主要经济体中，日本和印度纸支付占比分别为 54.21%和 81.38%，仍有巨大的潜在增长空间。近年来，各地本土数字钱包兴起，POS 支付终端数量增长，使商户端非现金支付接受度显著提升。据 Euromonitor International 预测，卡支付和转账支付渗透率在 2026 年有望提升至 38.33%和 13.39%，增长主要由印度驱动。2020 年亚太地区（除中国内地）卡支付中，Visa 和 Mastercard 市占率为 25.77%和 14.83%，市场份额相对稳定。在卡支付渗透率较高的地区都由本土银行卡清算组织主导，如韩国的 BC 卡和 Shinhan 卡、日本的 JCB 卡。Visa 一方面通过与各国金融科技企业合作拓展客户，例如印度的 Paytm、韩国的 Toss、日本的 Line Pay 等以扩大 Visa 接受度，另一方面积极布局线下 NFC 支付，允许小型零售商使用智能手机作为销售点终端，以提高卡清算组织竞争力。

图 40：2016-2026 年亚太（除中国内地）消费支付结构



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部

图 41：2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 亚太（除中国内地）市场份额

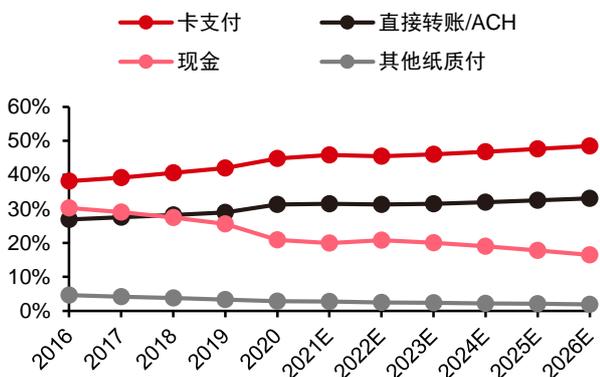


资料来源：Euromonitor International，中信证券研究部

卡支付和转账主导西欧消费支付，金融科技蓬勃发展，卡支付机遇与挑战共存。西欧消费支付以卡支付和转账为主，2020 年卡支付、转账、纸支付分别占比消费支付 44.84%、

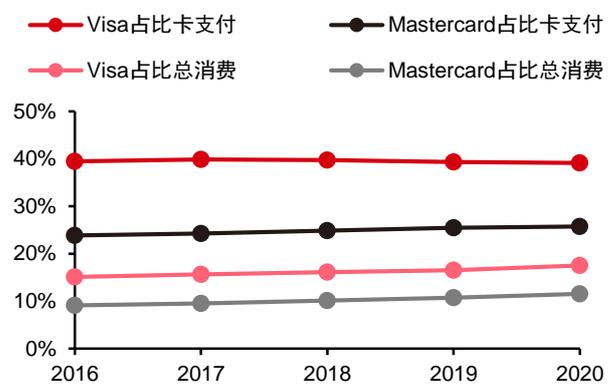
31.34%和 23.82%。受疫情影响，传统现金主导的国家，例如意大利和德国正在逐渐接受卡支付和数字支付。由于银行账户高度普及，直接转账/ACH 比例较高，且借记卡占比显著高于北美地区。修订后的欧洲支付服务指令（PSD2）旨在创建更安全、更创新的支付环境，于 2019 年 9 月生效，要求银行向经批准的第三方提供客户账户的 APIs 访问。开放银行的监管有利于促进技术创新，催生了众多金融科技企业，例如 Klarna 和 Tink 等，在这种背景下，即时支付越来越受到欢迎，有利于转账/ACH 交易，或将牺牲一部分银行卡支付份额。据 Euromonitor International 预测，卡支付和转账支付渗透率在 2026 年有望提升至 48.52% 和 33.07%。2020 年西欧卡支付中，Visa 和 Mastercard 市占率为 39.12% 和 25.76%，Mastercard 市占率近年来有所上升。前三大市场英、法、德中，Visa 主导英国市场、剩余两国由本土银行组织和清算机构主导。在 PSD2 的背景下，Visa 持续加强 3DS 验证以满足 SCA 豁免并提升用户体验，Visa 通过收购 Tink 拓展开放银行布局，后者拥有超过 3400 家金融机构、覆盖 18 个市场的 2.5 亿银行客户。

图 42：2016-2026 年西欧消费者支付结构



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部

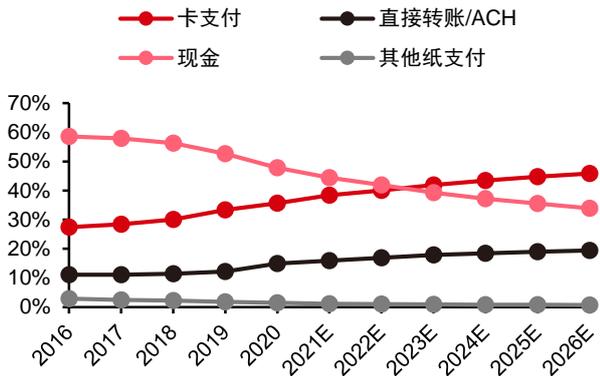
图 43：2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 西欧市场份额



资料来源：Euromonitor International，中信证券研究部

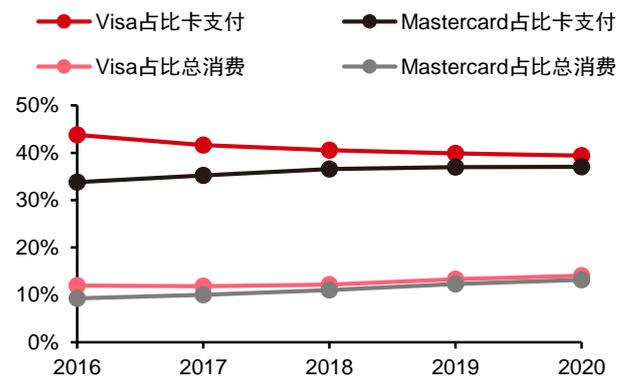
现金主导拉美消费，用户习惯有待培养，多方共同推进现金替代。拉美消费以纸支付为主，2020 年卡支付、转账、纸支付分别占比消费支付 35.68%、15.01%和 49.32%，其中 47.77%为现金消费。据 Visa2020 投资者日，拉美地区约 25%现金已存入 Visa 账户和卡，总额超 5000 亿美元，但大部分消费者仍然选择去取现，而非使用卡支付，用户习惯仍有待培养。为推进移动支付与普惠金融，政府相关机构也参与到支付革新中，巴西中央银行推出 PIX 即时支付系统，巴西反垄断机构批准 WhatsApp Pay(由 Visa Direct 赋能)在该国推出，这些产品都将在竞争中推动数字支付发展。虽然疫情加速了现金替代，但银行卡清算组织、数字钱包、即时支付系统仍需在培养用户使用习惯，提升商户端普及度，触达无卡消费者等多方面努力。据 Euromonitor International 预测，卡支付和转账支付渗透率在 2026 年有望提升至 45.84% 和 19.45%。2020 年拉美卡支付中，Visa 和 Mastercard 市占率为 39.41%和 37.06%。Visa 与各地的网络合作，例如智利的 Banco Estado，将 1200 万张卡转化为 Visa 借记卡，占全国借记卡 60%，并赋能令牌化、分期付款、点击支付等技术。此外，Visa 还收购拉美支付创企 YellowPepper，与超级应用 Rappi 等展开合作。

图 44：2016-2026 年拉美消费支付结构



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部
中信证券研究部

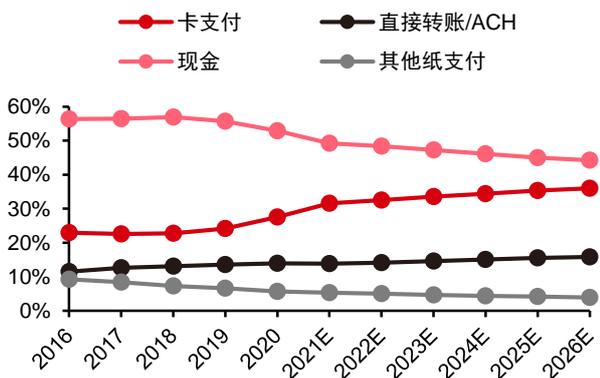
图 45：2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 拉美市场份额



资料来源：Euromonitor International，中信证券研究部

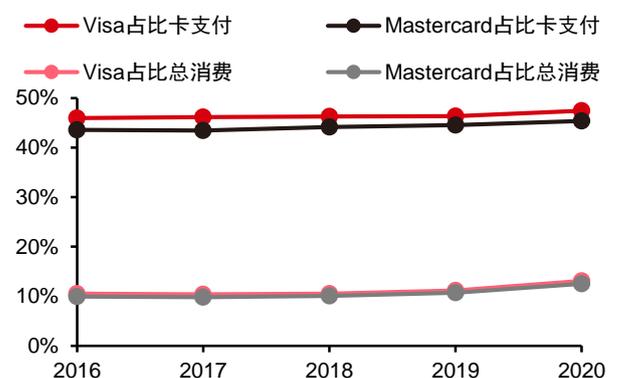
中东和非洲基础设施仍有待发展，现金替代仍需时间。中东和非洲 2020 年卡支付、转账、纸支付分别占比消费支付 27.57%、13.95%和 58.48%，其中 52.85%为现金消费。现金占比较高的原因包括：银行账户覆盖不足、缺乏基础设施建设、商户不愿承担交易费用、担忧欺诈等。虽然这一情况在疫情影响下有所改善，现金替代趋势逐步形成，但仍需等待相关条件的改善。在各国政府推动普惠金融战略的帮助下，数字化将持续发展。据 Euromonitor International 预测，卡支付和转账支付渗透率在 2026 年有望提升至 36.02%和 15.84%。2020 年中东和非洲卡支付中，Visa 和 Mastercard 市占率为 47.44%和 45.38%。未来 Visa 有望受益于高市占率和新进消费者与商户带来的流量增长。

图 46：2016-2026 年中东和非洲消费支付结构



资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部
中信证券研究部

图 47：2016-2020 年 Visa 和 Mastercard 中东和非洲市场份额



资料来源：Euromonitor International，中信证券研究部

在消费增长和现金替代的背景下，Visa 交易规模有望持续增长。基于核心假设：

- 1、Visa 和 Mastercard 市占率为前三年平均值。
- 2、Visa 含商业市占率与不含商业市占率相同。
- 3、引用 Euromonitor International 的预测数据，包括各国消费者支付相关数据

与预测、Visa 与 Mastercard 交易数据。

经我们测算，Visa 在 46 个国家和地区的卡支付交易额将从 2020 年的 7.51 万亿增长至 2026 年的 12.22 万亿美元，CAGR 为 8.47%。

表 7：2016-2026 全球消费支出、卡支付金额和 Visa 相关数据（万亿美元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
全球消费支出	40.08	43.28	48.45	53.43	51.51	57.40	61.54	65.00	67.99	70.56	73.06
全球消费卡支付金额	19.40	22.07	26.74	31.38	31.19	36.13	39.71	42.88	45.65	47.96	50.21
全球卡支付金额	21.21	24.02	28.85	33.64	33.27	38.56	43.39	47.95	52.22	56.17	60.23
Visa 渗透率	26.46%	25.71%	23.70%	22.04%	22.56%	22.54%	21.80%	21.30%	20.86%	20.56%	20.29%
Visa 总交易金额	5.61	6.18	6.84	7.41	7.51	8.69	9.46	10.21	10.89	11.55	12.22
同比		10.00%	10.76%	8.40%	1.23%	15.81%	8.80%	8.00%	6.63%	6.06%	5.82%
Visa 消费交易金额	5.13	5.67	6.34	6.92	7.03	8.14	8.65	9.13	9.52	9.86	10.19
同比		10.55%	11.72%	9.10%	1.73%	15.74%	6.29%	5.55%	4.22%	3.59%	3.31%

资料来源：Euromonitor International（含预测），中信证券研究部测算 注：基于 Euromonitor International 46 国数据测算，固定汇率，现价注：尽管不含商业市占率预计高于含商业市占率，但由于缺乏具体数据支持，所以采用保守假设——VISA 不含商业市占率与含商业市占率相同。

新支付：拓展 185 万亿美元潜在市场

Visa 积极扩大“汇聚网络的网络”，以涵盖更多个人、公司和政府间的资金流动。除了消费者 C2B 支付之外，新支付业务存在 185 万亿美元潜在市场，是消费者现金替代空间的十倍。其中规模 65 万亿美元的小额快速支付场景涵盖 P2P、B2C、B2b 和 G2C，大额低速的 B2B 支付规模为 120 万亿美元。B2B 业务相比之下还需要更丰富的数据以便核对并提供洞察。其中可以拆分为收入较高的商务卡和跨境交易部分和低收入的境内应收/应付款项。

表 8：Visa 新支付业务概览

类型	案例	市场规模(万亿美元)	特点	解决方案
P2P	亲友转账、汇款	20		Visa Direct
B2C	保险、工资单、零工经济	30	小额快速	+
B2b	商户结算、电商、非银行信贷	5		Earthport
G2C	政府福利、返税	10		
	中小企业卡、报销卡、车队卡、采购卡	20		商务卡
B2B	美国境内应收/应付款项	90	大额低速	合作
	跨境交易	10		Visa B2B Connect

资料来源：Visa 2020 Investor Day，中信证券研究部

通过 Visa Direct 和 Earthport 覆盖小额快速支付场景。P2P、B2C、B2b 和 G2C 支付通常对时效性要求较高且金额较小，公司旗下全球实时支付平台 Visa Direct 在 Earthport 加持下有覆盖节点全面、安全性有保障、以及功能齐全等特点，覆盖了 88 个核心城市中 99% 的拥有银行账户的消费者和小型企业，覆盖全球 200 多个国家和地区，其中 130 个以上的国家支持实时批量支付，75 个国家支持实时跨境支付。Visa 已经与 PayPal、Google 等头部支付品牌合作，并将 Visa Direct APIs 嵌入 Apple 和 Facebook 等移动应用平台。随着 Visa 不断拓展与其他企业的合作，增加使用场景，该业务有望给 Visa 带来持续的业绩增长。

Visa 引领商务卡发展，上行空间仍然巨大。Visa 商务卡目前覆盖了车队卡、采购卡等多种商业用途。据 Visa 披露，2019 年公司 B2B 交易额为 1.1 万亿美元。截至 2021 年第一季度，B2B 交易额较 2019 年增长 38%，即约 1.5 万亿美元，是美国商务卡支付领导者。Visa 将围绕数字化驱动、全球化扩张和垂直领域的拓展不断巩固竞争优势。

Visa B2B Connect 解决传统 B2B 跨境交易中收付款双方核心痛点。针对跨境支付业务，Visa 在 2019 年推出了 Visa B2B Connect，大大简化了跨境支付流程。传统 B2B 跨境转账流程复杂，一笔交易通常需要辗转多家银行，流程冗长、缺乏可视性和流动性的同时还有费率高和数据丢失的风险。Visa 在 2019 年推出了 Visa B2B Connect，大大简化了跨境支付流程，在成本更低的同时有着透明、可视和数据丰富的优点

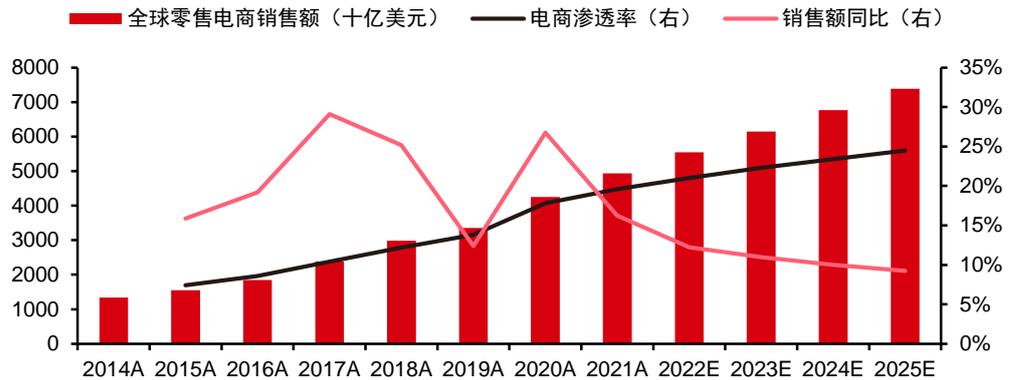
应收款项带来巨大潜在增长空间，但相较商务卡和跨境转账盈利能力有限。境内应收款项方面，需要解决买卖双方不同痛点，从买前的付款方式、时间确认和发票出具，到买后的系统信息录入。历史上来看，这类流程中大量的发票和人工对账导致了较高的运营成本，数字化潜力巨大。虽然市场规模巨大，但利润水平有限，据 Visa Investor Day，大型企业通常支付 1bp 的支付处理费用。Visa 通过与 Bottomline、Billtrust 和 PayMate 等价值链各部分中的金融科技合作，针对不同案例推出定制的数字化解决方案，有望开拓这一新领域。

增值服务：丰富收入结构，赋能客户成长

增值服务不仅能赋能客户业务发展，促进 Visa 交易规模增长，还能拓宽 Visa 收入来源，丰富收入结构。据公司披露，2021 财年 Visa 增值服务收入约 50 亿美元，占净营业收入 21%，近两年同比增速维持在 20%左右，显著高于核心消费者支付业务。超过 40% 的 Visa 客户使用超过 5 款增值服务，约 30% 客户使用超过 10 款增值服务，较 2020 财年的 20% 显著增加。

增值服务有望长期受益于电商发展和支付创新。受疫情催化，电商渗透率显著提升。2015-2021 年全球零售电商销售额从 1.55 万亿美元增长至 4.94 万亿美元，CAGR 为 21.33%，电商渗透率从 7.40% 增长至 19.60%，CAGR 为 17.63%。衍生服务中丰富的发卡方和收单方解决方案覆盖了从购物前到购物后的全部流程，旗下一站式支付管理平台 Cybersource 与风险和身份识别解决方案（令牌化、VAA 和 VRM）有望长期受益于行业增长。此外，近年来支付不断革新，加密货币、先买后付、开放银行的兴起，为增值服务增长带来了空间。以加密货币为例，Visa 根据市场需求推出全球加密货币咨询服务，向希望推出加密货币服务的金融机构、探索数字货币的央行、希望深入研究 NFTs 的零售商提供服务。支付创新有望持续创造产业链中各类公司对 Visa 增值服务的需求。

图 48：全球零售电商销售额、同比增长与渗透率



资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

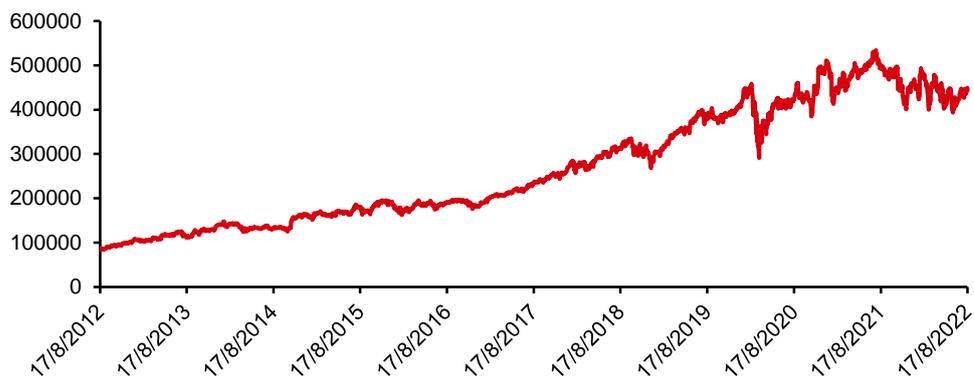
风险因素

1. 反垄断风险：Visa 历史曾受到反垄断诉讼，且因此放弃收购 Plaid 计划，错失了收购机会。若未来持续受到监管压力，可能使 Visa 兼并收购进程再次受阻。
2. 监管风险：交换补偿费监管趋严导致综合支付费率下行。Visa 在欧洲地区受到交换补偿费率监管，随美国地区未受监管，但不排除未来立法限制美国交换补偿费的可能。虽然这不直接影响 Visa 收入，但这会导致综合费率的下降，发卡行和收单方可能要求 Visa 从中让利。
3. 监管风险：监管限制 Visa 境外业务拓展，市场份额下降。以中国为例，在监管限制下，Visa 无法进入中国市场。同理，若 Visa 在开拓海外市场时可能面临同样问题。
4. 全球经济增速放缓导致消费水平下降，影响公司交易规模：虽然疫情有所缓和，但地缘政治等因素可能导致全球消费水平下降，进而直接影响公司业绩。
5. 数字钱包抢占银行卡支付份额：近年来数字钱包兴起，在现金替代中可能抢占银行卡支付份额。
6. 现金替代进程不及预期：发展中国家金融基础设施覆盖不完全，若政府、银行、金融科技企业无法合作推进普惠金融，现金替代进程可能受阻。

估值分析

截至 2022 年 8 月 17 日，Visa 收盘价为 214.52 美元，对应市值 4438 亿美元，是市值最高的金融科技企业。公司过去十年市值从 862 亿美元增长至 4438 亿美元，过去 10 年市值 CAGR 为 17.80%。

图 49: Visa 过去十年市值 (百万美元)



资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

对于 Visa 而言, 采用 PE 估值的方法较为合理。欧美较高的支付费率为支付相关企业的稳健发展奠定了良好的基础。Visa 作为支付清算龙头, 处于产业链中盈利能力最强的环节, 且作为全球最大的清算体之一, 规模经济性使其盈利能力有望持续增长。自上市以来公司盈利增速稳定, 且相较于传统金融机构, 金融科技企业相对轻资产, 采用 PE 估值的方式较为合理。

目前公司估值略低于历史 10 年中枢和可比公司。Visa 是全球最大的清算体之一, Visa 盈利能力远高于支付其他环节中的科技公司, 不具备可比性。选择全球头部四方清算公司较为合理, 可比公司包括银联和 Mastercard。考虑到银联尚未上市, 选择 Mastercard 作为可比公司。Mastercard 历史 10 年 PE 平均值和中位数分别为 36x 和 33x, 估值略低于 Visa 的 36x 和 35x。截至 2022 年 8 月 17 日, 公司动态 PE 为 33x, 从历史上来看, 公司 PE 大部分时间处于 30x 到 40x 之间, 目前公司估值略低于历史 10 年中枢。

表 9: 历史十年 Visa 与可比公司 Mastercard PE 统计数据

	0%分位	25%分位	50%分位	75%分位	100%分位	平均值
Visa	21x	30x	35x	40x	54x	36x
Mastercard	23x	29x	33x	42x	62x	36x

资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

据 Refinitiv 一致预测, 2022-2024 年 Visa GAAP 净利润的一致预测值为 151.62 亿 /175.52 亿/200.69 亿美元, 对应 GAAP EPS 为 7.04/8.36/9.97 美元, 当前股价对应 2022-2024 GAAP PE 为 30x/26x/22x, 低于 Mastercard 的 35x/28x/23x。

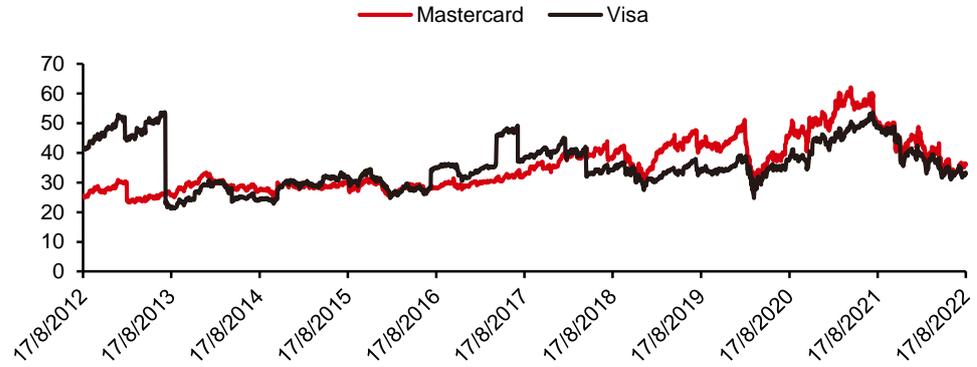
表 10: Visa 和 Mastercard 净利润和对应 EPS 与 PE (GAAP)

代码	公司	股价	2021	2022E	2023E	2024E	
V	Visa	214.52	GAAP 净利润	12,008	15,162	17,552	20,069
			同比	11%	26%	16%	14%
			EPS	5.63	7.04	8.36	9.97
			PE	38x	30x	26x	22x
MA	Mastercard	355.33	GAAP 净利润	8,687	10,017	11,989	14,249
			同比	36%	15%	20%	19%
			EPS	8.76	10.28	12.57	15.37

PE 41x 35x 28x 23x

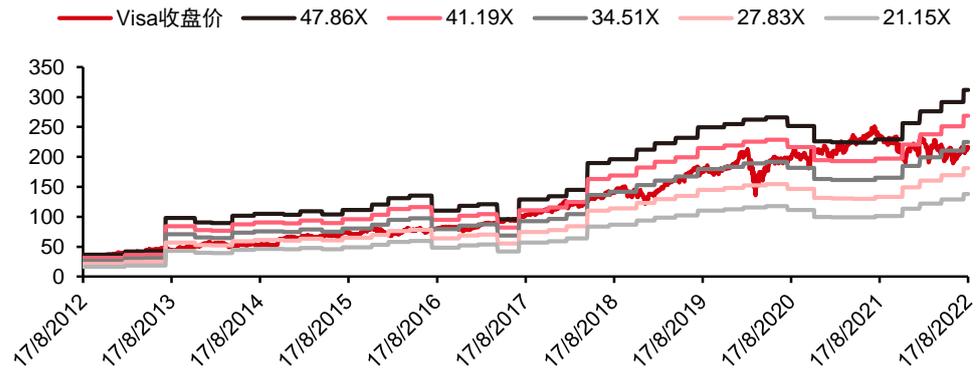
资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部 注: 净利润单位为百万美元, EPS 单位为美元, 盈利预测采用 Refinitiv 一致预测

图 50: 2012 年-2022 年 Visa 与 Mastercard PE 对比



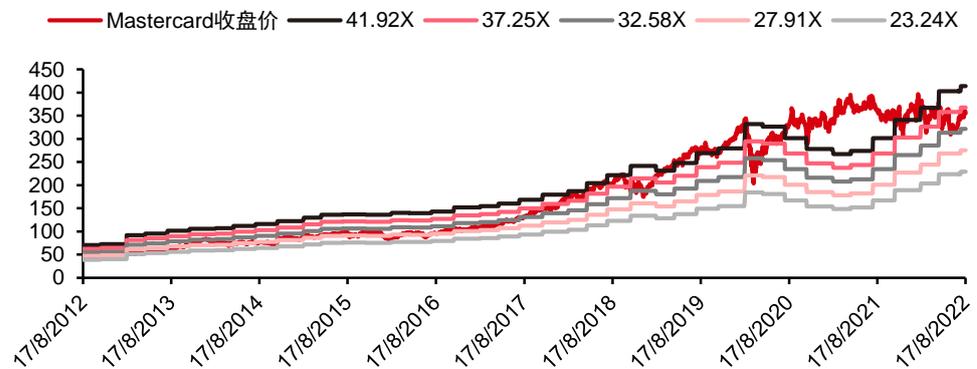
资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

图 51: Visa PE-band



资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

图 52: Mastercard PE-band



资料来源: Refinitiv, 中信证券研究部

■ 相关研究

金融科技行业 2022 年下半年投资策略—互联网极化效应下，选择流量领先的大平台

(2022-07-05)

非银行金融行业金融科技之支付系列报告—PayPal：“数据+科技+生态”，欧美支付创新引领者

(2022-04-13)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。