支付行业深度研究系列第5期：PAYTM：飞轮与成长

事项：2021 年 11 月 18 日，印度最大的电子钱包公司 Paytm 在印度孟买证券交易所上市，此次 IPO 募集资金 1830 亿卢比（约 25 亿美元），亦成为迄今为止印度国内最大的 IPO 项目。本期支付行业深度研究报告重点分析 Paytm 的发展历史、战略布局、商业模式、财务表现和估值情况。

Paytm：印度版“支付宝”的进阶之路。Paytm 由创始人 Vijay 于 2010 年创立，公司名称源于“PayThroughMobile”的英文缩写，成立之初公司主要提供移动充值、线上支付等功能。经过近十余年发展，公司在完善 2C、2B 支付产品线的同时，持续布局生活服务与综合金融业务，并成长为印度最大的数字钱包和领先的数字生态服务商。截至 2021 年 3 月末，公司 C 端用户达到 3.33 亿人（占印度全国人口近 24%），B 端商户数量近 2100 万户，年处理交易规模 GMV 达 4 万亿卢布，开展贷款业务 300 万笔，财富管理 AUM 达到 520 亿卢布。公司 21Q2-21Q3 实现营业收入 208.25 亿卢比，同比增长 48%。

商业模型：“飞轮战略”下的联动发展。在“飞轮战略”（Flywheels）下，公司基于品牌、技术、分发优势建立起数字生态体系，并促成用户规模-客户粘性-货币化的体内循环强化：

（1）支付业务：数字生态的基础土壤。Paytm 从 C、B 两端布局支付业务，C 端依托 PaytmApp 展开，支持电子钱包、银行账户、储值卡、先买后付、财富账户等多种付款方式；B 端提供线上支付网关及 BusinessApp 功能，线下 Soundbox、聚合二维码、智能 POS 等收款设备。从商业逻辑

看，C 端和 B 端布局的协同推进使得公司在获客方面形成第一个“飞轮”，即 C 端用户的积累有助于为 B 端商户引流，而 B 端商户的拓展又有助于支付场景的拓展。截至 2021 年 3 月末，公司 C 端用户达到 3.33 亿人，B 端商户数量达到 2100 万户。

（2）商业及云服务：C 端和 B 端的粘客之道。包括：①2B2C 路径提供票务预定、订单管理、小程序及广告等功能，助商户提高用户体验；②2B 路径提供基于云服务的账务管理、供应商管理、客户管理和库存管理等功能。从商业逻辑看，商业及云服务在提升客户粘性方面形成第二个“飞轮”，即通过布局 2B2C 的商业服务以及 2B 的云服务，在帮助商户更好管理自身业务和自身客户的基础上，亦夯实 Paytm 自身生态内的客户粘性。得益于商业及云服务的持续推进，Paytm 月活跃交易商户数量占比达到 51%，日活跃 C 端客户数超过 1800 万人。

（3）综合金融业务：货币化之关键。在支付业务、商业服务带来的客户流、现金流和信息流基础上，面向 B、C 两端客户提供多元综合金融服务，包括移动银行、借贷、保险和财富管理等。商业逻辑而言，综合金融业务相较于基础支付业务，具有利润率高、获客成本低的特点，因此通过布局金融业务来实现货币化成为 Paytm 商业链条的第三个“飞轮”。从业务数据效果来看，目前 Paytm 移动银行储蓄账户超 6400 万个、存款规模超 520 亿卢比，借贷业务笔数超过 300 万笔，保险用户数达到 113 万，财富管理相关 AUM 达到 520 亿卢比。

https://www.yunbaogao.cn

财务表现：收入结构稳定，亏损逐年收窄。1）收入端，2021 财年实现营业收入 280 亿卢比，其中支付及金融服务、商业及云服务收入占比分别为 75.3%和 24.7%，下阶段核心看金融业务货币化率推进，尤其是借贷业务增长的可持续性；2）盈利端，2019-21 财年，Paytm 净利润分别为-423 亿/-294 亿/-170 亿卢比，亏损逐年收窄，得益于高利润率综合金融业务的占比提升以及获客成本、支付业务成本的强化管控。公司未来机遇与挑战并存，机遇在于商业模型日渐清晰，基础支付业务-商业及云服务-综合金融服务布局全面推开，挑战在于本国金融监管推进以及印度国家支付公司（NPCI）主导的统一支付接口（UPI）的全面运用。

估值定价：平台溢价，成长趋缓。1）估值享平台溢价。目前 Paytm 的市销率（P/S）和“市值/支付规模”为 32.8X/0.27X，代表性全球支付平台机构 Paypal 最新估值为 8.9X/0.20X，二者总体相当，更高的市销率反映公司相对偏低的费率和收入水平。2）近年估值成长放缓。截至 12 月 3 日，Paytm 市值为 1.06 万亿卢比（折合 142.2 亿美元），结合招股说明书测算，公司 2015/19 年估值为 15 亿美元/150 亿~160 亿美元，近两年公司估值增长放缓，一定程度或与当地金融监管强化、统一支付平台打造

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30822