

# 探索海外业务新机遇

华泰研究

2022年7月13日 | 中国香港

更新报告

其他

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

31.40

研究员

SAC No. S0570518010001  
SFC No. BKE555

吕程

lvcheng@htsc.com  
+(86) 21 2897 2057

研究员

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

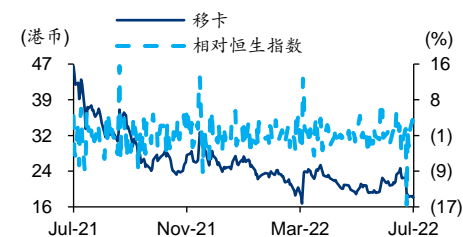
李健, PhD

lijian@htsc.com  
+(852) 3658 6112

## 基本数据

目标价(港币)	31.4
收盘价(港币 截至7月12日)	17.98
市值(港币百万)	8,125
6个月平均日成交额(港币百万)	32.10
52周价格范围(港币)	15.78-47.30
BVPS(人民币)	7.21

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 探索海外市场业务

移卡将在7月13日完成7,000万美元的可转债发行,为海外业务扩张蓄力。随着跨境出行和海外支付的逐步复苏,此举有望提升公司长期增长潜力。我们预计今年移卡核心支付业务将体现增长韧性,到店电商业务GMV将录得强劲增长。考虑到可转债相关的额外费用和对海外业务的新增投资,我们将2022/2023/2024年归母净利润预测调整为人民币4.10亿/6.04亿/8.55亿元(前值:4.23亿/7.65亿/9.96亿)。我们将估值滚动至2023年,鉴于可比公司2021年以来远期PE均值为25倍和海外流动性收紧的影响,我们基于20倍2023年PE和1.34元2023年EPS预测,将目标价下调至31.4港币(前值:34.4港币)。

## 发行可转债,为海外扩张蓄力

移卡此次发行可转债本金7,000万美元,募资净额约为6,810万美元,利率为6.25%,到期日在2027年7月13日。公司计划将80%的募资所得投资于海外业务,包括跨境外汇/人民币收单及支付业务,以及为东京、新加坡等地商户提供境外支付、SaaS解决方案及到店电商服务;其余20%将投资于中国市场。在当地合作伙伴和团队的支持下,移卡可将其在中国市场积累的经验和技術带到海外市场,探索海外商机。此次发行的可转债可于2022年8月23日起转换为股份,转股价为23.32港币,若全部转股可对应2,355万股股份,占移卡当前股本的5.21%、扩大后股本的4.95%。

## 具有长期增长潜力,维持“买入”

到店电商业务可能是今年移卡收入增长的主要动力,未来收入占比有望进一步提升。管理层指引2022年GMV或从2021年的人民币4亿元左右增长至人民币28-35亿元。我们认为,今年公司核心支付业务有望保持增长韧性,预计平均支付费率将提升,而支付给销售代理的佣金比例或降低。因此,我们预计今年整体毛利率将有所改善。短期内,与可转债相关的对冲安排及转股或会对股价带来一定拖累。

风险提示:疫情影响扩大、支付费率下降、监管变化。

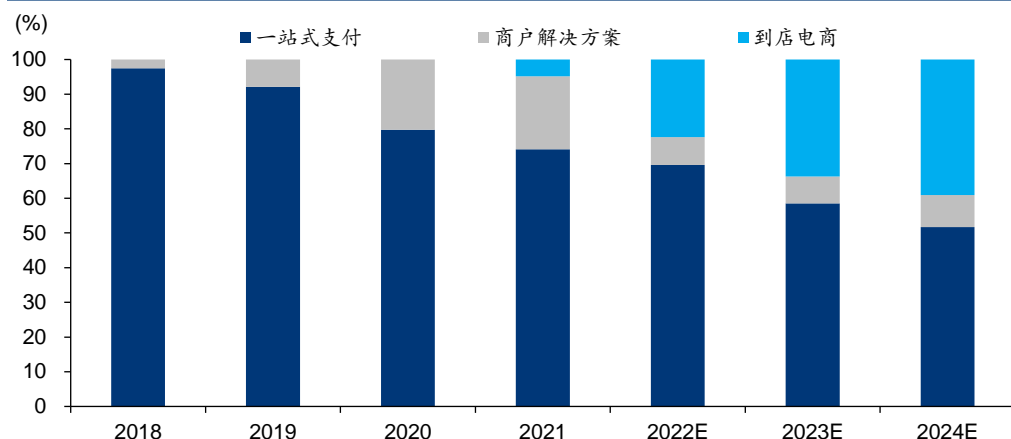
## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入及其他收益(人民币百万)	2,293	3,059	4,487	6,733	8,186
+/-%	1.54	33.40	46.71	50.04	21.58
归属母公司净利润(人民币百万)	438.91	420.93	410.31	604.36	854.65
+/-%	418.42	(4.09)	(2.53)	47.30	41.42
EPS(人民币,最新摊薄)	0.87	0.97	0.91	1.34	1.89
PE(倍)	36.46	21.74	16.90	11.47	8.11
PB(倍)	4.43	2.92	2.19	1.88	1.55
ROE(%)	34.23	13.20	12.77	17.62	20.94
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 主要图表

图表1: 移卡: 收入结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 移卡: 主要假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>支付服务商户</b>						
-活跃支付商户数 (千)	5,278	5,500	7,308	10,000	11,000	11,500
-商户年交易规模 (元)	330,871	270,848	331,699	315,389	320,000	319,289
<b>总支付交易量 (十亿人民币)</b>						
-合计	1,500	1,460	2,124	2,729	3,360	3,592
-基于应用程序的支付	903	809	1,285	1,802	2,369	2,583
-传统支付	598	651	839	927	991	1,009
<b>平均费率 (基点)</b>						
-平均费率	13.9	12.5	10.7	11.4	11.7	11.8
-基于应用程序的支付	17.3	16.0	12.2	12.9	13.0	13.0
-传统支付	8.8	8.2	8.3	8.7	8.7	8.7
<b>到店电商 GMV (百万人民币)</b>	-	-	398	3,000	7,000	10,000
<b>利润率与费用 (%)</b>						
-毛利率	28.7	32.4	26.6	27.7	30.1	30.8
-销售费用占总收入比例	3.0	3.2	8.5	5.7	7.1	6.4
-研发费用占总收入比例	3.5	5.6	7.9	8.0	8.0	8.0

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 估值方法

2021 年以来, 可比支付公司 (Repay Holding 和 EVO Payment) 的远期 PE 均值为 25 倍。考虑到金融科技行业估值有望随监管不确定性的降低而温和修复, 但海外流动性收紧可能限制移卡估值上行空间, 我们给予移卡 20 倍 2023 年 PE 估值, 基于人民币 1.34 元的 2023 年 EPS 预测, 对应目标价 31.4 港币。我们的前目标价为 34.4 港币, 基于人民币 0.94 元的 2022 年 EPS 预测和 30 倍的 2022 年 PE。我们下调目标估值主要是为了反映当前流动性收紧的压力。考虑到移卡的长期利润增长潜力和更加多元化的收入来源, 我们认为公司股票存在一定的估值修复空间。

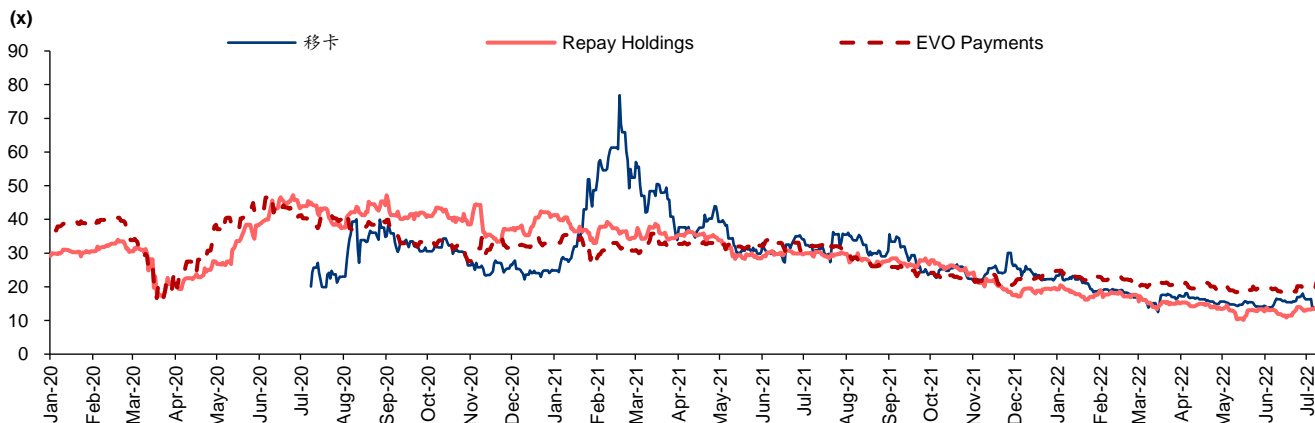
图表3: 可比公司估值表

公司	代码	总市值 (十亿美元)	ROE(%)		PE(x)		EPS (财报货币)	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Repay Holdings Corp	RPAY US	1.2	9.0	9.8	13.9	12.7	1.0	1.0
Evo Payments Inc	EVOP US	1.3	25.9	23.8	22.1	19.0	1.1	1.3
<b>可比公司平均值</b>		-	17.4	16.8	18.0	15.8	-	-
移卡	9923 HK	1.0	12.77	17.62	16.89	11.47	0.91	1.34

注: 移卡的预测数据基于华泰研究预测, 其他来自于 Bloomberg 一致预期

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表4：支付公司未来 12 个月预期 PE

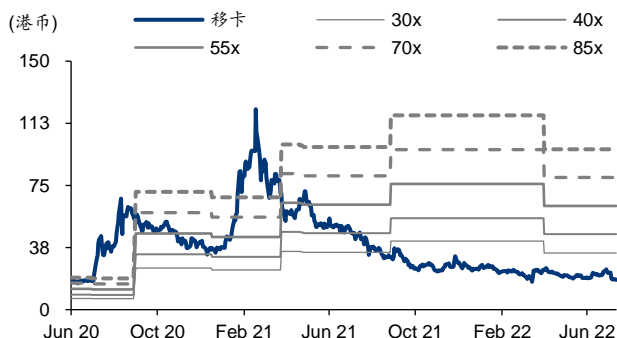


资料来源：Bloomberg, 华泰研究

风险提示

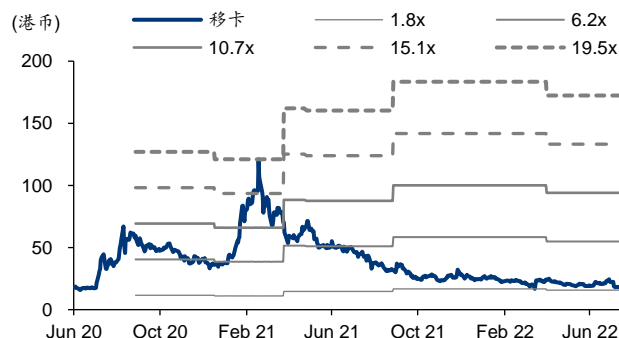
- 1) 如疫情导致又一波大规模封控，线下中小微商户可能受到影响，从而影响移卡业务；
- 2) 移卡的支付费率和毛利率可能会随行业竞争加剧或监管指导等原因而进一步承压；
- 3) 监管变化，例如对整个非银支付行业的监管进一步收紧，对支付过程中收集的数据的使用审查更加严格，可能不利于移卡的科技业务增长。

图表5：移卡 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6：移卡 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
核心业务收入	2,293	3,059	4,487	6,733	8,186
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>收入及其他收益</b>	<b>2,293</b>	<b>3,059</b>	<b>4,487</b>	<b>6,733</b>	<b>8,186</b>
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	(127.78)	(240.43)	(358.99)	(538.63)	(654.86)
其他运营支出	(1,813)	(2,336)	(3,650)	(5,486)	(6,534)
<b>EBITDA</b>	<b>352.43</b>	<b>482.44</b>	<b>477.95</b>	<b>708.65</b>	<b>997.25</b>
折旧及摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运利润</b>	<b>352.43</b>	<b>482.44</b>	<b>477.95</b>	<b>708.65</b>	<b>997.25</b>
融资成本	(9.82)	(17.16)	(41.26)	(51.11)	(53.35)
其他成本	125.82	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	(13.96)	(18.84)	(12.21)	(11.02)	(9.95)
<b>税前利润</b>	<b>454.46</b>	<b>446.44</b>	<b>424.48</b>	<b>646.52</b>	<b>933.96</b>
税项	(13.68)	(62.98)	(55.18)	(84.05)	(121.41)
净利润	440.78	383.46	369.30	562.47	812.54
少数股东应占净利润	1.87	(37.48)	(41.01)	(41.89)	(42.11)
<b>归母净利润</b>	<b>438.91</b>	<b>420.93</b>	<b>410.31</b>	<b>604.36</b>	<b>854.65</b>

### 每股数据

会计年度 (人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS	1.45	1.00	0.91	1.34	1.89
EPS (最新摊薄)	0.87	0.97	0.91	1.34	1.89
每股净资产	7.16	7.21	7.01	8.17	9.89

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,542	2,760	3,027	3,607	4,488
金融资产	99.03	387.20	403.09	425.97	458.92
应收账款	2,447	2,806	3,072	3,332	3,614
无形资产	367.06	519.47	519.47	519.47	519.47
于合资公司的权益	24.87	125.24	113.03	102.01	92.07
其他资产	143.03	157.50	189.26	235.36	234.50
<b>总资产</b>	<b>5,623</b>	<b>6,756</b>	<b>7,324</b>	<b>8,222</b>	<b>9,407</b>
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	77.24	81.04	81.04	81.04	81.04
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	211.00	509.50	843.48	881.87	924.19
其他负债	2,168	2,965	3,268	3,603	3,973
<b>总负债</b>	<b>2,457</b>	<b>3,555</b>	<b>4,193</b>	<b>4,566</b>	<b>4,978</b>
股东股本权益	3,120	3,259	3,165	3,693	4,471
少数股东权益	47.07	(58.58)	(34.06)	(37.55)	(41.39)
<b>股本权益总额</b>	<b>3,167</b>	<b>3,201</b>	<b>3,131</b>	<b>3,655</b>	<b>4,429</b>

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (倍)	36.46	21.74	16.90	11.47	8.11
PB (倍)	4.43	2.92	2.19	1.88	1.55
ROE	34.23	13.20	12.77	17.62	20.94
ROA	11.16	6.20	5.25	7.24	9.22
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 吕程、李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师吕程、李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司