

# 马可数字科技 (1942.HK)

## 开创数字人民币的丝绸之路

700年前马可波罗通过丝绸之路，将中国和欧洲联通，带来了共同繁荣；700年后马可数字科技通过数字人民币，将中国内部商业互相连接，将中国和东南亚、中亚、欧洲更紧密链接，必将带来又一次繁荣。马可数字科技控股有限公司是港股市场里稀缺的数字人民币创新金融科技公司。子公司中保科创是国内唯一基于数字人民币全流程的保险科技企业。子公司马力科技是国内领先的场景生态数字化方面SaaS/PaaS技术公司。我们采用分部加总估值法SOTP，给予1942亿人民币估值（2136亿港元），对应目标价330元港币，首次覆盖给予“强力买入”评级。

### 数字人民币是国家重点推广的金融科技

- 中保科创通过赋能数字人民币相关金融科技予传统保险行业，与保险公司携手减费增效，提高竞争力。公司技术积累雄厚，进入快速增长长期，已和部分头部险企落实签订总对总协议，并和20多家险企以及保险行业生态圈机构落实总对总以及合作协议。
- 预计在短期到中期公司会利好不断，签订的协议将转化未来几年的爆发式增长。

### 国内领先的场景生态数字化领域的SaaS/PaaS技术提供商

- 子公司马力科技是一家国内领先的致力于场景生态数字化领域的SaaS/PaaS技术提供商。公司上游接入海量数字权益提供方，中游与拥有大量客户的企业与政府机构对接，其中包括工会、中国移动、银行、广电，下游对机构用户的个人会员以数字化形式发放实物商品以及虚拟权益。
- 公司业务厚积薄发，近期在江西省、贵州省、四川省、湖南省、福建省、广东省、山东省、天津市等将进入快速增长期。预计未来5年内可以渗透2亿用户。

### 首次覆盖，给与“强烈买入”评级。目标价港币330。

- 预计公司营收在2023E到2026E之间将实现149%年化增长率。采用分布加总法给予公司总体估值1942亿人民币，目标价330港币，对应于9.2倍2026财年市销率（市值/销售）。首次覆盖给予“强力买入”评级。

### 马可数字科技 | 财务摘要 (人民币 百万)

	2022/12A	2023/12E	2024/12E	2025/12E
Sales	550	2,261	8,119	13,801
Operating Profit	-14	137	1,059	1,915
Net Profit	-28	88	772	1,419
Operating Margin (%)	-2.6%	6.0%	13.0%	13.9%
Net Margin (%)	-4.3%	4.9%	10.4%	11.1%
EPS	-0.05	0.14	1.19	2.19
P/E	-970	308	35	19
ROE	-4.8%	18.6%	59.1%	51.7%

Source: Company Data, Bloomberg, Genetic Equities  
Please consider the rating criteria & important disclaimer



Company Report | June 6, 2023

## Strong Buy

Target Price (HKD)	330
Potential Upside	+610%

### Shares data

Last Price (HKD)	46.50
52 wk range (Hi/Low)	60.0 / 1.6
Free float (%)	66.7%
Outstanding sh.(mn)	647
Market Cap (USD mn)	3,882
Avg. Trd Vol - 3M (mn)	0.5

### Technologies, Software

Bloomberg	1942 HK
Reuters	1942.HK

### Malcolm Chee

malcolm.chee@geneticquities.com

## 公司背景介绍

马可数字科技控股有限公司(港交所股票代码:1942)是港股市场里高度稀缺的数字人民币创新金融科技公司。公司由五个板块组成:1)基于数字人民币的保险科技,2)基于场景生态数字化平台,3)基于人工智能和云计算技术的智慧城市,4)肩负数字人民币推广使命的技术服务公司,5)马来西亚光学零售网络。

我们认为,马可数科是港股上市公司里的数字人民币行业巨人。公司由保险行业支付场景切入数字人民币产业链,提供保险行业数字人民币全流程应用技术。公司肩负推广数字人民币应用的使命,预计将和央企合作伙伴获取中国人民银行颁发的数字人民币牌照,通过提供硬件和软件系统技术支持向央企自带的过2亿用户推广数字人民币应用。而马力通过和央企在数字权益方面的合作,预计将在接下来5年内累积超过2亿的用户基础。通过在数字人民币领域的深耕,未来马可数科将成为港股最亮眼的数字人民币股票。

## 子公司之中保科创(数字人民币保险科技板块)

中保科创是目前国内唯一的保险行业数字人民币全流程应用技术服务提供商。公司通过赋能数字人民币相关金融科技予传统保险行业,提高保险公司效率,提升保险行业价值。

## 股东与管理层背景

仰仗具有20年发展历史的合作方以及股东之一A股上市武汉天喻信息(A股代码300205),公司拥有雄厚的技术背景。天喻信息是中国数据安全领域领先的产品和解决方案提供商、中国智能卡行业龙头企业、第三方支付市场POS终端设备主要供应商,核心产品包括标准金融IC卡,金融社保IC卡,智能POS终端、无线POS终端、二维码终端。

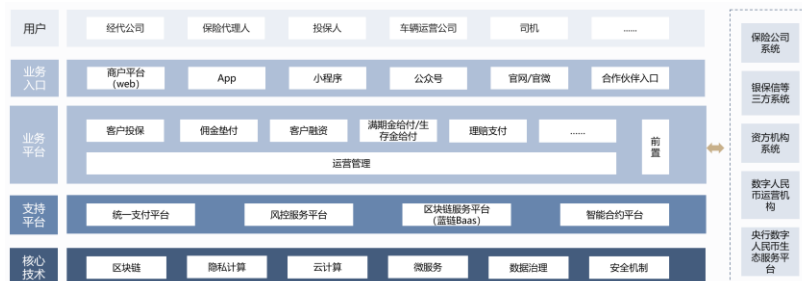
中保科创董事长陈永忠先生在加入中保科创前在保险行业担任高管多年,深谙保险行业的运营以及行业痛点,拥有人脉广泛。陈永忠先生曾担任担任安邦财产保险股份有限公司总裁(2016年10月至2019年1月),安邦人寿保险股份有限公司总裁(2015年10月至2016年10月),和谐健康保险股份有限公司总裁(2011年10月至2015年10月)。陈永忠先生在保险公司高层任职之外还充分参与保险行业建设,担任中国中小财险联席会议副主任、中国中小财险投资公司董事、中保协健康险专委会副主任、中国保险学会常务理事、中国数字保险智库创始发起人。

对比中保科创和其他试图进入数字人民币全流程保险科技服务领域的潜在的竞争对手,公司有三大明显优势:第一,公司股东天喻信息技术雄厚,第二,公司管理层具有很强的行业影响力,第三,公司管理层肩负数字人民币在保险行业推广的重任并熟悉相关监管机构对数字人民币应用技术应用体系的要求。

## 由数字人民币支付切入保险行业

中保科创通过提供数字人民币技术综合技术服务平台,切入数字人民币应用场景。数字人民币综合平台打通投保客户、保司、经代公司、代理人、资金方等保险行业生态中多个角色,借助云计算、区块链及隐私计算等技术,保

障数据所有者的数据安全，让数据使用者可用不可见，关键数据上链确保信息安全可信；采用松耦合的微服务架构让平台业务扩展性和资源可伸缩性更强；借助数字人民币M0(流通中现金)特性，省去交易手续费且实时到账；借助数字人民币智能合约可编程特性，让平台上复杂的支付和结算环节变成约定的合约代码自动执行，无需人为干预且极大提高业务运行效率。



信息来源：公司披露

从业务场景上看，中保科创将发力于为保险公司及相关合作方进行数字人民币技术赋能，提供全链条基于数字人民币的支付及结算服务、智能合约服务、双链融合金融服务，对接保险公司及相关合作方现有业务系统实现全业务场景数字人民币接入。

我们了解到，最初的数字人民币应用场景，将在投保端增设数字人民币缴纳保费入口，并将数字人民币智能合约同保险公司的财务系统和资金系统整合，客户通过投保端支付保费时，可以选择用以数字人民币方式缴纳保费。由于数字人民币在流通环节不收费的属性，在保险公司可减少传统第三方支付或银行账户交易手续费支出，同时客户还可享受数字人民币推广阶段营销的活动优惠。

从保险公司降本增效的角度看，第三方支付手续费线下刷卡收单费率约为0.6%左右，二维码支付服务费率为0.38%左右，保险公司移动端收款平均费率在0.2%到0.6%之间。按全国年保费收入四万七千亿计算，我们估计数字人民币应用每年可为保险公司节省至少一百八十亿手续费。中保科创通过为保险公司提供数字人民币支付解决方案为保险公司节省交易环节费用，根据交易费用流水收取技术服务费。

应用数字人民币智能合约技术，中保科创可以帮助保险公司提高个体营销员佣金发放效率，并直接提升保险公司市场竞争力。相对于传统的佣金按月发放模式，通过数字人民币智能合约，在客户购买保险产品并全额支付保费后，触发智能合约进行佣金结算，实现保费全额实时扣缴同时给营销员支付佣金。保险公司按照业务规则和约定的结算周期，通过平台已经嫁接好的智能合约，分发佣金至各营销员数字人民币钱包。提升以往的“月月结”至“日日清”。充分调动营销员工作积极性，提升保险公司对人才的吸引力，并降低发放佣金时的手续费成本。2018年全国个体营销员约871万人。个体营销员渠道约占总保费收入47.0%。预计该项服务可为保险公司每年节省5亿元。我们认为更重要的意义在于提升保险支付体系的效率，提升保险公司竞争力。

进一步地，中保科创可以为保险公司定制针对中介代理机构运营流程的人民

币智能合约提升中介代理手续费结算效率。当客户和经代公司签订保险合同并以数字人民币完成支付保费，智能合约被触发，全额保费从经代公司转至保险公司，触发佣金结算智能合约，从保险公司向经代公司支付代理佣金结算，并进一步分发给代理人。通过使用数字人民币智能合约，保险公司可以实现对佣金流向的业务场景闭环管控，专款专用，穿透管理，提升险企风险管控手段，并大大提升手续费结算效率。由于保险行业竞争激烈，在实际操作中，为提高竞争力，中介机构常常会为营销员垫付一部分的保费，这部分垫付的保费会在未来佣金结算的时候从营销员的佣金中抵扣。通过人民币智能合约，中保科创可以为保险中介机构提供此部分垫付资金。人民币智能合约的定向发放属性以及保险公司支付佣金的确定性带来的直接好处就是降低银行保费垫资的风险。因此中保科创可以与银行协商低风险对应的低利率，降低保险中介机构的融资成本以及提高保险中介机构对营销员的吸引力。通过提供技术服务，中保科技按流水比例向保险公司或中介代理机构提取科技服务费用。

技术储备方面，中保科创具有数字人民币相、区块链及隐私计算、云计算与大数据相关专利与软件著作权共计49项。

借助数字人民币发展的东风，公司目前已从摸索期进入飞速发展期。目前正在拟定合作计划的包括前海财险国任保险、浙商保险、华农保险、华安保险、众惠相互、恒邦保险、中韩安盟财险，已经签署合作方案的包括中韩人寿、长安保险等。总对总协议意味着中保科创将能够深度参与保险公司合作伙伴由集团总部自顶向下推动的数字人民币系统改造。公司也在积极与头部保险集团签订合作协议，其中包括中国人寿、中国人保、太平洋保险、中国平安、阳光保险、中华保险、天安财险、永安保险等。

中保科创具有服务保险行业生态圈的能力，其合作对象不局限于保险公司，还包括保险中介机构、保险公估机构。公司已和东方大地、华盟保险公估、康盛保险、壹心壹意签订战略合作。公司还能进一步参与保险行业周围的产业升级改造，包括体检中心、医院以及养老设施。

## 保单贴现市场

在为保险公司以及中介机构实施数字人民币改造方案降本增效的基础上，公司在保险行业还大有可为。据我们了解，公司还计划参与保单贴现业务，盘活全国大约25万亿美元的存量保单资产。保单贴现是指保单持有人，以保单满期给付折价或被保险人保险责任发生给付折价的方式，通过保单贴现机构将保单收益权转让给保单投资人从而获得贴现资金，当该保单期满或被保险人保险责任发生时，保单投资人可以领取保险金获得投资收益的交易行为。对保单持有人来说，保单贴现增加了退出保险市场的选择性。当保单持有人急需现金的时候，如果通过退保方式提前终止保险合同的损失是相当大的，尤其是在保单生效时间不长的情况下；保单质押贷款条款只有储蓄性的寿险保单方可适用，适用前提必须是保单已经具有了现金价值；生前给付有着严格的规定，只有在被保险人的生命只剩几个月的时候，才能提前向其本人提供保险金；而重大疾病给付并非承保所有的重大疾病，尚有一些疾病属于除外责任。相比之下，保单贴现可以提供保单变现的流动性，可以提供高于退保解约金的现金流，可以解决保单持有人或受益人的现金流需求。

中国保单贴现市场发展较迟。保单贴现在中国市场的渗透率远远低于发达国家市场。我们估计目前保单贴现在中国的渗透率约为3%，远低于美国的

65%。我们认为中保科创通过运用区块链、人工智能以及数字人民币技术，可以解决国内保单贴现市场发展的一系列问题，包括保单贴现公司作为中间人的职业道德问题，投资者面临的信用风险、流动性风险，保单贴现的利益交接问题。我们认为保险贴现科技服务市场至少为100亿每年（3791亿年寿险支出\*5%费率\*50%渗透率）。

## 子公司之马力智能（权益类 SaaS/PaaS）

江西马力智能科技有限公司成立于2017年，是一家致力于场景生态数字化领域的互联网信息技术平台提供商。业务模式属于B2B2C。公司上游接入各类数字福利提供方，中游与拥有大量客户的企业与政府机构对接，其中包括工会、中国移动、银行、广电，下游对机构用户的个人会员以数字化形式发放各种福利。公司在数字权益领域耕耘六年多，铺垫和积累了大量数字权益相关的上游生态系统、并且在江西省积累了运营和推广经验。公司业务在近期将进入飞速发展期。除了继续提高江西省渗透率，公司还将进入贵州省、四川省、湖南省、厦门市、广东省、山东省、天津市。

### 数字权益·实物电商 权益场景互通



数据来源：公司报告，基因研究

### 会员制运营模式

公司对企业客户的运营模式分两种。第一种运营模式会员制。会员制下目前的主要客户为江西工会。马力为工会定制小程序。工会组织则可以按照当地经费管理办法，每年在不同时间点通过小程序向工会会员发放‘福分’。由于不同地区对经费管理有不同的做法，不同地区的工会可以定制符合当地要求的福利分发和使用机制。举江西省工会为例，江西省工会规定：基层工会每年需向工会会员发放总额至少3100元的福利，其中蛋糕券300元，旅游券300元，电影券400元，丰年过节慰问品2100元。通过定制地区小程序，工会可以实现：1) 对工会会员福利的精准发放，2) 在符合规定的情况下，工会会员在小程序内有大量的选择，以兑现工会发放的福利金。以300元旅游券权益为例，工会会员可以根据自己实际需求通过使用福分在小程序里购买价值300元的7省旅游卡，获得畅游七省34家5A景区、153家4A景区、118家网红型景区、51家消费型景区，同时充分兑现工会发放的300元的旅游券。仅江西省工会会员总数就达840万，工会福利金市场达260亿（840万\*3100元）。而全国工会人数为3亿，市场总值接近1万亿。

我们认为，马力为工会组织场景打造的权益分发系统，是紧跟中央精神、符合时代需求的先进生产力代表。中央在2019年就提出“要通过智慧工会建设，进一步增强工会组织的吸引力凝聚力，推动工会自我变革、创新发展，

最大限度地把广大职工组织到工会中来。”十九大报告提出，要善于运用互联网技术和信息化手段开展工作。这些要求既指明了方向，也提供了方法。要保持和增强政治性、先进性、群众性，需要顺应时代要求，推进智慧工会建设，运用新思维、新手段、新技术，改变传统的工会工作方式，推动工会自我变革、创新发展。

除了对接工会，马力还向江西广电赋能数字福利权益。江西广电数字福利平台提供1) 权益赋能，即一站式数字福利权益采购平台，拥有万级品牌，20万+SKU(库存单位)；全品类商品超级供应链，提供商品、仓储、运输一体化服务。2. 平台赋能，即快速搭建员工福利积分商城，全面满足企业整体布局，细分业务市场数字化场景需求，帮助客户快速实现个性化数字转型。3. 运营赋能，即提供标准化/定制化员工关爱运营服务支撑，全面覆盖场景 预算实现员工弹性福利一站式统筹管理，全面覆盖员工福利、节日福利、员工生日、员工成长等生态场景。

通过使用马力作为底层SaaS，企业可实现多终端运营系统，满足多样化、灵活化、强管理的弹性福利需求。

### 服务费运营模式

第二种运营模式为服务费模式，目前主要企业客户包括中国移动、银联云闪付。我们认为公司企业客户具有蓝筹属性，用户数量庞大且收款风险低。举江西中国移动为例，马力为中国移动提供SaaS接口，接入中国移动手机app。中国移动的客户可以通过手机app以优惠价格购买各种消费权益。例如商超Plus 会员，会员每月缴会员费19.9，可获得每月总共30元商超消费券。客户可以在包括华润万家、天虹、王中王、国光、有家便利店等112个品牌的商超消费。通过运用马力提供的底层SaaS技术，中国移动实现1) 支付核销一体化，即打通各系统支付端口，实现支付核销一体化，且能实时反馈数据状态，缩减消费步骤，提升场景消费体验。2) 联合生态，即围绕权益场景生态数字化，联合各大品牌自有小程序商城、门店，重塑消费场景。3) 连接权益，即企业拥有独立自主的权益平台，连接各场景、多行业的权益池，构建完备的产品权益体系。

此外马力SaaS还为江西中国移动提供畅想会员n选1会员。移动客户可以购买虚拟权益用于爱奇艺、美团等网络平台。

服务费模式同样适用于银行客户KA，包括银联云闪付、光大银行、邮储银行等。企业客户在获取新用户时，可以赠与新用户或者营销员数字权益包。该数字权益包可以被用来兑现商超、文旅、虚拟权益等一系列权益。根据不同银行的需求，公司提供的SaaS服务可以灵活地为各个金融机构数字权益发放进行客制化。对光大银行，马力运用权益支付运用权益支付立减分发功能，瞄准光大银行客户画像，引导用户进行开卡活动，帮助银行定制化增加流量，提升用户认可度。对中信银行，搭配旅游权益，结合银行场景营销活动板块，在分期返现环节提供定制化、差异化的文旅权益，给到客户更新的体验。对邮储银行，通过银行金融行业积分兑换场景，目标打造高净值储户兑换产品差异化，提升用户体验感，连接旅游权益打造数字文旅周年卡联合兑换。

马力整合“品牌、高频、刚需”的实物商品以及虚拟权益，以生活消费娱乐为基础的电影资源、生日蛋糕、电商百货、生活服务、充值虚拟权益等服

务，通过SaaS和PaaS技术为核心的中台进行运营输出，帮助金融类、生活类、企业主提供权益商品连接、促活、提高增量。我们认为，数字权益SaaS和PaaS的门槛在于1) 对接大量上游数字权益提供商。通过6年的积累，马力目前已累计超过一千家品牌商户。以江西省为例，马力已整合全省50多家蛋糕、烤卤、茶饮品牌，83个商超品牌，1373家线下商超，6000多家线下门店。全国范围内，马力聚合全国1943家优质景区，12000多家电影院，覆盖31个省份。



数据来源：公司报告，基因研究

2) 技术过硬、能提供多终端运营系统的SaaS和PaaS接口接入企业KA小程序或者app，并且实现支付核销一体化，定制权益产品，实施反馈权益消费数据。

会员制模式下，公司主要盈利来自未兑现会员福利的残值，目前预测约为流水的20%。消费模式下，公司毛利润来自未兑现消费券的残值以及企业KA结算价格与上游商户成本之间的差额。消费券残值目前预测约为流水20%。

## 市场扩张

从2017年创立至2022年，公司深耕江西市场，着重进行上游市场开拓、对接企业KA对接，跑通商业模式，建立基于场景的数字权益大数据模型。截至2023年4月，马力的SaaS产品上线仅8个月就积累了数百万用户，主要来自江西省工会以及江西省中国移动。即便如此，公司在江西省尚有巨大增长空间。据悉，马力2023年初进入工会福利系统，经过几个月时间，在江西省工会会员（估计总数840万）的渗透率已达10%。江西省中国移动个人客户（2760万）的渗透率目前约为5%。根据公司目前手持订单以及即将签订的协议，未来5年马力SaaS在江西省工会渗透率可提升到50%，中国移动江西的渗透率可提升到30%。仅江西工会以及移动两个KA，年流水可达38亿（按工会1000元蛋糕、旅游、电影，移动用户订阅商超Plus 19.9元每月估计），年利润7.6亿。

据了解，在跑通江西省内场景生态数字化商业模型的同时，公司已经开始积极布局其他省市，包括湖南省、贵州省、四川省、广西省。近期内将会有一系列重大签约。我们认为，公司释放出信号，即在未来1年，公司营收将有爆发性成长。江西以外，公司将接入湖南省（7千万用户）、贵州省（4千3百万用户）的中国移动分公司，四川省、厦门市的银联商务分公司。在广西省，公司还将和广西省文旅厅下属零贰零数字文旅产业有限公司合作为广西省文旅厅发行广西旅游一卡通。

## 公司管理层

马力智能科技由邓志华于2017年创立。在创立马力智能科技前，邓志华在1999年至2005年之间在中国联通工作，任中国联通鹰潭分公司市场部负责人；2009年邓志华创立南昌卡说信息技术有限公司，成为中国支付增值业务的缔造者；2014年卡说被“百富环球”（股票代码0327.HK）收购；随后任上海新卡说CEO、总裁，同期在全国成立25家分公司，2016年上海新卡说年收入达1.17亿元。我们认为，邓志华在他的职业经历和创业历程中，积累了很强的组织能力和业务开拓能力，上游能开拓积累对接品牌商资源、线下门店，下游能对接、服务国有企业KA账户。

## 子公司之智慧城市

根据渠道了解，子公司之智慧城市业务组集合了智慧城市相关的核心技术，在智慧城市领域、政府行业、教育行业等提供基于云计算和大数据平台的全面解决方案。公司提升产品和解决方案在可用性、先进性、标准性和开放性上的优势，在各个细分领域中深度开发了产品的功能，大大提升了用户的使用粘性；同时也拓展产品和解决方案在应用场景和应用范围上的维度，将产品适用到更加广泛的应用场景和应用范围当中，使产品能够为更多用户提供优质服务。在“大联网”、“大数据”的时代，推进新一代互联互通的“平安城市”、“智慧城市”、“智慧交通”、“智慧管网”、“智慧教育”、“智慧旅游”建设。

管理团队曾任职辽宁省智慧城市建设领导小组，信息中心，大数据管理中心，多次进行大数据产业调研，推动中国第一批大数据中心的建设。

## 央企战略合作伙伴背书

公司与中国通号集团（港交所代码3969.HK）建立重要战略合作伙伴关系。在一带一路的重要节点共同获取智慧城市、智慧校园项目。项目甲方包括央企、地方政府平台公司。在合作中，公司对接项目甲方承接项目，并在项目建设期承担弱电自动化、信息化、智能化部分的系统集成工作。

## 智慧城市市场分析

智慧城市产业包括底层的物联感知和网络通信，中层的数据、计算、安全等平台 and 上层的应用服务。其中物联感知层主要负责信息采集，网络通信层主要负责信息传输，平台层主要基于大数据、云计算、人工智能等技术对底层数据进行清洗、治理、融合，形成数据中台，为最终的应用服务提供统一支撑。智慧应用层则直接面向政府、企业以及个人实现交付，专注于解决城市面临的各类问题，优化资源配置，提升各行业管理和服务的智慧化水平。

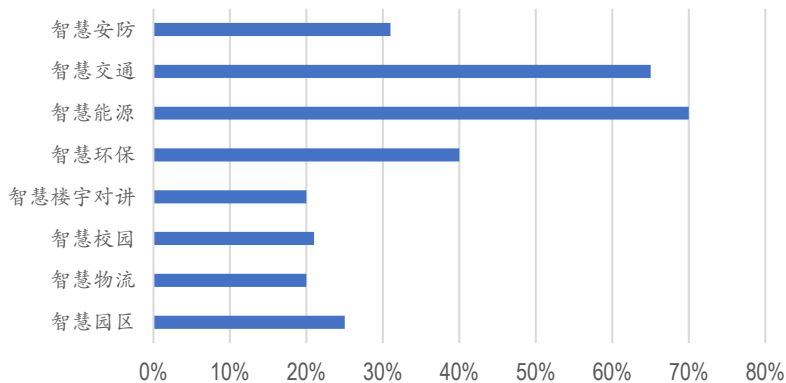
智慧城市服务主要面向政府、市民和产业三方，目前政府领域渗透率较高。面向政府，智慧城市应用场景包括智慧政务、智慧交通、智慧安防、智慧能源、智慧环保等。根据亿欧智库测算，2023年全国智慧城市投资规模在17万亿人民币规模，市场规模巨大。

我们梳理公司近期获得项目订单情况，注意到公司项目集中于智慧园区，智慧物流，智慧校园，和智慧楼宇。这三个板块目前渗透率在20%左右，相对于智慧能源以及智慧交通板块（渗透率60%以上），渗透率低，增长空间巨



大。

智慧城市相关领域渗透率



数据来源：头豹行业研究，基因研究

## 国开行子公司入股马可数科

根据港交所披露中国国开投资有限公司在2023年4月5日拥有马可数科2千6百19万股，均价港币26.45元。占公司总股本4.05%。

中国国开投资有限公司股东为中建国开（天津）建设集团有限公司，股东穿透显示其直接控股股东为中国国开投资有限公司，再往上为国开发基金有限公司，然后是国家开发银行。国家开发银行由国务院、外管局、财政部以及社保基金共同持有。国投集团服务国家战略，以推动结构优化、构筑美好生活、促进科技创新、引领产业升级为己任，在重要行业和关键领域发挥国有资本的引领和带动作用，目标是打造世界一流资本投资公司。国投集团重点打造“能源产业”、“数字/科技”、“民生健康”、“产业金融”四大业务板块。其中数字/科技板块助力科技与数字经济行业发展，具体包括电子信息工程服务、网络安全与数字政务、新材料、特种设备检验检测、汽车油箱、铁路运维。截至2022年末，国投集团资产总额7950亿元。

中国国开投资有限公司是国家开发基金100%控股子公司，是国家开发基金在海外成立唯一的想国内投资战略引导平台。2022年6月，中国国开投资有限公司再香港设立。成立后不到一年就重仓入股马可数科。

我们对明星级投资者的入股解读，认为其中的战略意义很明显。马可数科经营的是受到国家战略支持，资源倾斜的利国利民的科技创新项目。对投资者而言，国资超长线投资者的入局，意味着马可数科是值得长线投资者配置的一只长牛股。

## 财务预测与估值分析

马可数科上市后不断并购重组，扩大商业版图。2022年8月收购江西马力，2023年3月入股中保科创。我们预计未来两到三年，中保科创和马力科技将贡献大部分收入。营业收入将在2023E/2024E/2025E/2026E达到人民币23亿/81亿/138亿/210亿。毛利率将由23年的34%提升到26年的39%。毛利率的提

升主要由中保科创的科技服务合同投产导致项目开销将显著减小。

分板块营业收入预测	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币 百万)	2,261	8,119	13,801	21,040
中保科创	1,910	5,959	7,979	9,041
同比		280%	45%	30%
险企、保代投产数量	20	48	62	69
同比		140%	30%	10%
每客户收入 (人民币百万)	96	124	128	132
同比		30%	3%	3%
马力科技	351	1,737	4,778	9,986
同比		395%	175%	109%
用户 (百万)	5	24	61	115
同比		430%	260%	120%
每用户收入	65	72	79	87
同比		10%	10%	10%
智慧城市	143	422	1,043	2,014
同比		195%	147%	93%

来源：基因研究预测

**中保科创预测与估值：**预测中保科创将在2023年贡献收入19亿人民币，主要来自约20家险企以及保代机构的科技服务收入，年收入2024年/2025年/2026年同比增长约为280%/45%/30%。到2026年平均每客户收入约1.3亿人民币。预测板块可持续净利率25%，以此测算2024年可持续净利润15亿人民币。考虑到公司的高科技软件公司属性以及中央对国内软件企业参与数字人民币建设的支持，给予50倍市盈率，估值人民币744亿。

**马力科技预测与估值：**马力科技属于互联网高科技司，公司的活跃用户能带来有效现金流以及利润，变现能力强，盈利模式清晰。因此我们采用用户规模估值法。预测公司活跃用户将在2027年达到2亿。按人民币400每用户单位估值并折现，给予板块估值人民币721亿。对比中概股互联网标的：美团（代码3690.HK）估值约人民币1045每用户，蚂蚁金服（未上市）估值约人民币628每用户，邓志华创立的卡说收购价对应于人民币1000每用户。因此，我们认为我们所采用的每用户单位估值偏保守。未来公司逐步兑现增长目标后，还有相当大的上调空间。

**智慧城市预测与估值：**根据公司手持订单以及未来可能签订的订单数目汇总，我们测算营收将在2025年突破10亿，在2027年接近30亿人民币。以公司净利率27%测算，2027年净利约7.7亿。公司属于高盈利高科技公司，采用42倍市盈率(PER)，测算未来估值324亿，折现估值人民币290亿。

分部加总估值	人民币（百万）	估值方法
中保科创	74,490	市盈率
马力科技	72,141	每用户估值
智慧城市	28,954	市盈率
数字人民币	18,571	每用户估值, 20%风险因子
加总估值（人民币百万）	194,156	
加总估值（港币百万）	213,571	
Shares o/s (m)	647	
每股估值（港币）	330	

除了上述三节覆盖的三大板块中保科创、马力科技、智慧城市外。公司还和某央企合作共同申请数字人民币牌照。据了解，该数字人民币牌照将不限制数字人民币使用场景。该央企目前拥有超过2亿用户。我们认为，通过央企推广数字人民币是国家的战略操作，此举可以确保数字人民币核心技术掌握在国家手里，同时也可以提高央企的数字化水平。我们预测公司数字人民币板块在2026年可以达到2亿用户。给予人民币400每用户估值，折现后数字人民币板块估值928亿人民币。鉴于目前中国金融监管改组的不确定性，我们给予此合作估值20%的成功率，即186亿人民币估值。

我们采用分部加总估值方法SOTP，给予马可数科总体1942亿人民币估值，对应目标价330元港币。

## 附录：数字人民币背景介绍

数字人民币是由中国人民银行发行的数字形式的法定货币。技术上数字人民币属于数字货币，使用区块链技术。数字货币技术最早由中本聪于2009年发明，应用于比特币。有别于比特币，数字人民币是中国人民银行发行的，受政府直接监管的。数字货币技术底层的区块链技术实质上是分布式记账簿。这种分布式账簿的一大特点，就是通过分布式的数据库实现不可篡改性。我国的数字人民币借鉴了区块链部分技术，发展出集中式和分布式架构，稳态和敏态双模并存，集中式与分布式融合发展。

数字人民币定位于现金类支付凭证（M0），无利息和手续费，兼顾实物人民币和电子支付工具的优势。发行端，央行数字货币系统框架的核心要素为“一币、两库、三中心”。一币是指CBDC：由央行担保并签名发行的代表具体金额的加密数字串。两库是指中央银行发行库和商业银行的银行库，同时还包括在流通市场上个人或单位用户使用CBDC的数字货币钱包。通过两库之间的交互实现数字人民币的发行和回笼，和目前的人民币发行回笼机制类似。

三中心是指认证中心、登记中心和大数据分析中心。认证中心：央行对央行数字货币机构及用户身份信息进行集中管理，它是系统安全的基础组件，也是可控匿名设计的重要环节。登记中心：记录CBDC及对应用户身份，完成权属登记；记录流水，完成CBDC产生、流通、清点核对及消亡全过程登记。大数据分析中心：反洗钱、支付行为分析、监管调控指标分析等。

数字人民币运营体系采取双层运营模式。人民银行负责数字人民币发行、注销、跨机构互联互通和钱包生态管理，具有资本和技术优势的商业银行作为指定运营机构提供数字人民币兑换服务。

根据中国人民银行数字人民币研发工作组发布的《数字人民币的研发进展白皮书》显示，数字人民币具有七大特性，包括：1.兼具账户和价值特性，2.不计付利息，3.低成本，4.支付即结算，5.可控匿名，6.安全性，7.可编程性。其中可控匿名、支付及结算、可编程性三大特点是数字人民币有别于传统移动支付工具。我们认为，数字人民币的可编程性后面蕴藏的巨大的发展空间值得投资者重视。根据白皮书解释，数字人民币通过加载不影响货币功能的智能合约实现可编程性，使数字人民币在确保安全与合规的前提下，可根据交易双方商定的条件、规则进行自动支付交易，促进业务模式创新。数字合约的灵活性可以适用于多种环境和关系，比如定向用途、定向人群、定向场景等。且由于数字人民币支付的零成本特性，数字人民币钱包将对传统的移动支付平台将受到一定的冲击。根据2016年执行的“银行卡手续费改革”，线下刷卡收单费率约为0.6%左右；二维码支付为主的条码收单服务费率为0.38%左右。

在双层运营架构下，中国人民银行负责搭建数字人民币智能合约生态服务平台，并制定下发配套的业务规范、技术标准；各运营机构搭建合约运行环境，通过与中国人民银行对接，为生态各方提供参与者准入、合约产品部署、合约模板等智能合约基础服务能力；智能合约商业服务平台通过与运营机构银行对接，为企业和消费者提供智能合约商业服务，共建智能合约生态。

数字钱包是数字人民币的载体。数字钱包有软钱包与硬钱包之分，软钱包主要以APP的形式存在，硬钱包基于IC卡等多种实物形式，由于其载体的多样性以及不依赖网络，硬钱包在支付流程中可弥合老人、儿童等群体面临的数字鸿沟，从而有望快速推广。我们认为，数字钱包硬件升级将是短期内产业链玩家的重要机会。

推广数字人民币具有重要的战略意义,包括:

- 1) 推动人民币国际化: 数字人民币可以作为中国推进人民币国际化的重要手段。通过数字人民币的发行和推广, 可以加强人民币的使用和认可度, 提升其在国际贸易和金融交易中的地位。
- 2) 促进金融科技创新: 数字人民币的发行和应用, 可以促进金融科技的发展和创。数字人民币基于区块链技术, 可以实现安全、快捷、便利的支付和结算, 同时也有助于提升金融风险管理能力。
- 3) 加强货币政策调控: 数字人民币可以为中国央行提供更精准的货币政策调控工具。通过数字人民币的发行和应用, 央行可以更加精准地把握货币供应和需求情况, 有助于稳定经济发展。
- 4) 增强国家安全: 数字人民币可以加强中国在数字货币领域的主导地位, 提高国家的数字安全和金融安全。同时, 数字人民币的推广还可以减少非法资金流动, 打击洗钱和其他犯罪活动。

## 数字人民币产业链

数字人民币产业链涉及众多参与者。数字人民币产业链包含发行、投放与流

通、支付结算三大环节，发行层包含央行等机构；流通层包含指定运营机构、三方支付机构、清算机构等；以及下游的餐饮购物、出行娱乐、缴费等支付应用场景。此外包含软件系统和硬件系统等技术支持。从产业链参与者看，上游主要有数字加密、网络安全厂商；中游主要包括银行核心系统、身份认证、数字钱包等厂商；下游主要包括ATM、智能POS机等厂商。

中国人民银行在2016年开始启动数字人民币研究。到2022年数字人民币被国务院写入“十四五”计划以来飞速发展阶段。根据央行数字货币研究所公布的数据，至2022年8月末，全国人民币试点地区累计交易笔数3.6亿笔、金额1000.4亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过560万个，试点场景已涵盖批发零售、餐饮、文旅、政务缴费等多个领域。截至2022年末，数字人民币试点地区扩充至17个省（市），流通中的数字人民币存量达136.1亿元。

2023年，数字人民币试点布局仍在加快扩张，试点地区陆续出台相关工作方案。2月9日，江苏省政府办公厅印发《江苏省数字人民币试点工作方案》，江苏成为首个公布数字人民币试点工作方案的省级行政单位。该方案提出，力争到2025年底，基本形成服务便捷高效、应用覆盖面广、生态较为完善的数字人民币运营管理体系。江苏省的民政、文旅部门以及各地市政府迅速响应，协同制定试点工作方案并与当地银行合作推出各类数字人民币相关活动。在深圳，数字人民币成为了粤港澳大湾区融合发展的重要抓手。深圳市地方金融监督管理局1月9日发布《关于加快建设深圳国际财富管理中心意见》，明确提出“加强深港财富管理合作”、“支持发展跨境及离岸财富管理业务”、“联动香港开展数字人民币跨境支付试点，携手打造数字人民币跨境应用示范区”。

我们估计仅仅数字人民币改造在近期将带来至少千亿的投资规模，其中包括硬钱包（约340亿），商户收款设备（约200亿），智能柜台机（约120亿），ATM机（约500亿），银行核心系统（约13亿）。

## Financial forecast

### Income Statement

RMB million

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	550	2,261	8,119	13,801	21,040
COGS	-396	-1,494	-4,951	-8,473	-12,820
Gross Profit	154	767	3,168	5,328	8,220
Sales and distribution	-89	-369	-1,226	-2,043	-2,735
Administrative	-82	-271	-893	-1,380	-2,104
Others	3	10	10	10	10
Operating Profit	-14	137	1,059	1,915	3,391
Tax expense	-9	-26	-211	-382	-677
Profit After Tax	-23	110	848	1,532	2,713
Net Profit	-28	88	772	1,419	2,546
<b>Growth</b>					
Revenue (YoY %)	NA	311.1%	295.0%	53.0%	50.0%
Net Profit (YoY%)	NA	NM	780.2%	83.8%	79.4%

### Balance Sheet

RMB million

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Net PPE	42	47	52	56	60
Intangible	243	243	243	243	243
Other NCA	49	49	49	49	49
Non Current Assets	333	339	344	348	352
Receivable	137	321	923	1,255	1,531
Inventories	38	116	384	657	994
Other Current Assets	20	20	20	20	20
Cash	68	87	622	2,117	4,922
Total Asset	597	882	2,292	4,397	7,819
Payable	65	245	811	1,388	2,100
Other Payable	14	14	14	14	14
Current Liability	79	259	825	1,402	2,115
Long Term Debt	14	14	14	14	14
Deferred Tax	18	18	18	18	18
Total Liability	111	291	857	1,434	2,146
Equity	486	591	1,435	2,963	5,672

### Key Ratios

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Profitability</b>					
GPM (%)	27.9%	33.9%	39.0%	38.6%	39.1%
EBIT Margin (%)	-2.6%	6.0%	13.0%	13.9%	16.1%
Net Profit Margin (%)	-4.3%	4.9%	10.4%	11.1%	12.9%
ROE (%)	-4.8%	18.6%	59.1%	51.7%	47.8%
<b>Operation</b>					
Expense Ratio (%)	31.1%	28.3%	26.1%	24.8%	23.0%
Effective Tax (%)	-40.2%	24.0%	24.9%	24.9%	25.0%
A/R Days	90	51	41	33	26
A/P Days	60	60	60	60	60
<b>Financial</b>					
Financial leverage	0.23	0.49	0.60	0.48	0.38
Asset Turnover	0.92	2.56	3.54	3.14	2.69
Leverage	1.23	1.49	1.60	1.48	1.38

### Cashflow Statement

RMB million

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>PBT</b>	-14	132	1,054	1,910	3,386
Adjustment	63	0	1	3	4
Change in WC	-11	-82	-304	-28	99
Tax Payment	-7	-26	-211	-382	-677
<b>CFO</b>	30	24	541	1,503	2,812
PPE Investment	-40	-9	-10	-11	-12
Interest Receipt	2	4	4	4	4
<b>CFI</b>	-38	-5	-6	-7	-8
Net Borrowing	-14	0	0	0	0
Other Financing	-3	0	0	0	0
<b>CFF</b>	-18	0	0	0	0
<b>Change in Cash</b>	-25	19	535	1,496	2,804
Cash (beginning)	77	68	87	622	2,117
FX adjustment	16	0	0	0	0
Cash (ending)	68	87	622	2,117	4,922

## Genetic Equities Stock Ratings

1. Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication.
2. Rating system based on a stock's potential upside from the date of publication

- Strong Buy : Greater than +35%
- Overweight : +10% to +35%
- Hold : -10% to +10%
- Underweight : -10% to -35%
- Strong Sell : Less than -35%

## DISCLAIMER

This document is strictly confidential and is being supplied to you solely for your information. The recipients of this report must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein. This document may not be quoted, reproduced, exhibited, redistributed, transmitted, edited, translated, or published, in whole or in part, for any purpose without notice. Any failure to comply with this restriction may constitute a violation of civil or criminal laws.

This report and any electronic access hereto are restricted and intended only for the clients and related entities of Genetic Equities. This report is only for information and recipient use. It is not reproduced, copied, or made available for others. Under no circumstances is it considered as a selling offer or solicitation of securities buying. Any recommendation contained herein may not be suitable for all investors. Although the information hereof is obtained from reliable sources, its accuracy and completeness cannot be guaranteed. The information and opinions contained herein are for investors' reference only and do not take into account the particular investment objectives, financial situation, or needs of any client, and are not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any securities financial products or to participate in any particular trading strategy. Investors should make their own independent evaluation of the information contained in this report, consider their own individual investment objectives, financial situation and particular needs. The performance information (including any expression of opinion or forecast) herein reflect the most up to date opinions, speculations and forecasts at the time of the report's production and publication. Such opinions, speculations and forecasts are subject to change and may be amended without any notification.

Unless stated otherwise, any performance data quoted represents past performance. Past performance is not a n indicator of future performance. No representation or warranty is made that any returns indicated will be achieved. Certain assumptions may have been made in this analysis which has resulted in any returns detailed herein. Changes to the assumptions may have a material impact on any returns detailed.

Genetic Equities, its affiliated companies, employees, and agents are held harmless form any responsibility and liability for claims, proceedings, action, losses, expenses, damages, or costs filed against or suffered by any person as a result of acting pursuant to the contents hereof. Neither is Genetic Equities, its affiliated companies, employees, nor agents are liable for errors, omissions, misstatements, negligence, inaccuracy contained herein. All rights reserved by Genetic Equities.

Genetic Equities and their respective officers, directors and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this report, may from time to time (1) have positions in, and buy or sell, the securities of companies referred to in this report (or related investments); (2) have a consulting, investment banking or broking relationship with any company referred to in this report; and (3) to the extent permitted under applicable law, have acted upon or used the information contained or referred to in this report including effecting transactions for their own account in an investment (or related investment) in respect of any company referred to in this report, prior to or immediately following its publication.