

# 移卡 (09923.HK) 首次覆盖

## 收单龙头切入到店电商赛道

买入

### 核心观点

**移卡是非银行独立二维码收单龙头，以支付为入口不断延伸产品链。**公司成立于2011年，其创始人曾担任腾讯财付通总经理，其他多位高管也都来自于腾讯。公司主要从事收单服务，目前已成为中国最大的非银行独立二维码支付服务提供商。同时，公司以支付为入口，不断丰富产品矩阵。目前产品组合包括，(1) 一站式支付服务；(2) 商户解决方案，包括商户 SaaS 产品、营销服务、金融科技服务等；(3) 到店电商服务。

**中小商户收单市场格局有望优化，公司作为最大的独立二维码收单龙头受益，支付基本盘稳固。**扫码收单规模庞大，但目前中小商户收单市场格局分散，公司作为非银行独立二维码收单龙头，测算的其在扫码收单市场份额也不足 6.0%。随着第三方支付行业规范化发展和扫码逐步实现互联互通，以及银联提供统一技术能力等来弱化大平台信息差优势，独立收单机构龙头份额有提升空间。2023 年 6 月末，公司独立销售代理商达 1.9 万家，活跃商户数量超 920 万户，2023 年 GPV 接近 3 万亿元。

**2020 年底公司切入到店电商业务，打开公司成长空间。**到店电商是本地生活细分领域，市场空间广阔。目前美团领跑，内容平台（抖音、快手等）相继入场，行业竞争日益激烈，因此业务拓展也面临诸多挑战。不过移卡也有其他竞争者无法比拟的优势，支付业务积累了超 920 多万活跃中小商户，并触达数以亿计的消费者，有超过 1.9 万家的代理商，这些都为到店电商业务快速成长提供助力。目前公司通过自有 APP（乐商圈+千千惠）多平台小程序（微信、抖音、快手等）展业，是典型的“物找人”模式。目前业务处于发展初期，同时考虑到疫情对中小商户冲击等因素，公司这两年积极采取策略性短期费用折扣，以刺激 GMV 增长和提升品牌影响力，因此业务仍在亏损，但亏损幅度已持续大幅收窄。

**商户解决方案转化率仍有提升空间。**中小商户数字化经营需求日益旺盛，公司商户解决方案的商户在支付活跃商户的渗透率不到 20%，转化率仍有很大提升空间。伴随中小商户景气度提升，预计收入增速有望恢复。

**投资建议和估值：**伴随线下消费复苏和中小商户景气度提升，短期公司业绩有望迎来困境反转。中长期来看，支付业务基本盘稳固，到店电商具备想象空间。采用分部估值法，2024 年目标市值区间为 80.8~99.4 亿港元，对应的每股股价区间为 18.11~22.28 港元，给予“买入”评级。

**风险提示：**政策不利变化，到店电商竞争加剧等（详见正文风险提示）。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,059	3,418	4,152	5,571	7,073
(+/-%)	33.4%	11.8%	21.5%	34.2%	26.9%
归母净利润(百万元)	421	154	118	246	377
(+/-%)	-4.1%	-63.4%	-23.6%	109.3%	53.1%
每股收益(元)	0.94	0.35	0.26	0.55	0.84
EBIT Margin	1.5%	1.5%	2.5%	5.0%	6.0%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	5.6%	4.1%	7.9%	10.7%
市盈率 (PE)	13.6	37.2	48.7	23.3	15.2
EV/EBITDA	215.2	212.3	125.1	51.4	36.4
市净率 (PB)	1.76	2.07	1.98	1.83	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 非银金融·多元金融

证券分析师：田维韦 021-60875161  
tianweiwei@guosen.com.cn  
S0980520030002

证券分析师：王剑 021-60875165  
cnwangjian@guosen.com.cn  
S0980518070002

证券分析师：陈俊良 021-60933163  
chenjunliang@guosen.com.cn  
S0980519010001

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	18.11 - 22.28 港元
收盘价	14.20 港元
总市值/流通市值	6333/6333 百万港元
52 周最高价/最低价	33.80/13.24 港元
近 3 个月日均成交额	5.57 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况 .....	5
公司沿革 .....	5
股权结构和高管 .....	6
商业模式：支付为基，延伸服务构建生态圈 .....	6
支付行业发展规范化，公司支付基本盘稳固 .....	8
第三方收单牌照稀缺，扫码收单集中度仍有提升空间 .....	9
公司收单费率触底回升，交易规模实现较好增长 .....	12
到店电商服务：打造第二增长曲线 .....	16
到店电商市场广阔，公司业务发展迅猛 .....	17
商业模式“物找人”，通过“自有 APP+多平台小程序”营销 .....	18
商户解决方案：转化率仍有很大提升空间 .....	20
财务分析 .....	22
盈利预测 .....	23
未来 3 年业绩预测 .....	24
盈利预测的敏感性分析 .....	25
估值 .....	26
投资建议 .....	27
风险提示 .....	28
附表：财务预测与估值 .....	29

## 图表目录

图 1: 公司聚合支付产品 .....	5
图 2: 移卡持股 5%以上的股东 (截至 2023 年 6 月末) .....	6
图 3: 移卡构建的独立可扩展的商业数字化生态系统 .....	7
图 4: 公司三大业务板块盈利模式 .....	7
图 5: 公司收入结构 .....	8
图 6: 公司毛利结构 .....	8
图 7: 移卡各业务条线毛利率水平 .....	8
图 8: 按照现行管理办法的第三方支付牌照业务分类 .....	9
图 9: 第三方支付产业链图谱 .....	10
图 10: 2020-2027 年中国收单交易规模 .....	10
图 11: 中国扫码收单市场按业务模式拆分规模结构 .....	11
图 12: 移卡一站式支付服务收入及结构 .....	13
图 13: 移卡一站式支付服务 GPV 及结构 .....	13
图 14: 公司扫码收单和银行卡 POS 收单费率上行 .....	14
图 15: 公司营销主要靠外部代理商 .....	14
图 16: 公司扣除分销渠道佣金后的收单净费率 .....	15
图 17: 移卡移动支付活跃商户数量 .....	15
图 18: 我国中小微企业法人数量 .....	16
图 19: 我国个体工商户数量 .....	16
图 20: 公司到店电商业务发展迅猛 .....	16
图 21: 公司到店电商 GMV .....	17
图 22: 公司到店电商净亏损额 .....	17
图 23: 公司到店电商业务 2023 年上半年 take rate 下降到 2.5% .....	17
图 24: 公司以支付为流量入口 .....	18
图 25: 公司通过“自营+多平台合作”向用户推送产品 .....	19
图 26: 公司 AIGC 案例展示 .....	19
图 27: 抖音本地生活目前有两种模式 .....	20
图 28: 公司服务商户全生命周期 .....	21
图 29: 公司活跃商户解决方案商户数量 .....	21
图 30: 公司商户解决方案收入 .....	21
图 31: 移卡营收及增长情况 .....	22
图 32: 移卡净利润情况 .....	22
图 33: 移卡毛利及毛利率情况 .....	22
图 34: 公司销售及管理费用和研发支出占收入比例 .....	22
图 35: 公司资产规模及增长率 .....	23
图 36: 公司资产负债率 .....	23
图 37: 四家公司 2022 年支付业务交易规模 .....	26

表1: 公司发展历程 .....	5
表2: 公司现任高管及持股情况 (截至 2023 年 6 月末) .....	6
表3: 第三方支付重要相关政策梳理 .....	12
表4: 公司收入预测 .....	24
表5: 公司损益表预测 .....	25
表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	25
表7: 可比公司情况 .....	26
表8: 四家公司 2022 年收入结构 .....	27
表9: 到店电商业务可对比公司估值情况 .....	27

## 公司概况

### 公司沿革

移卡是一家以支付为基础的科技公司，从第三方收单服务起家，不断拓展产品矩阵。公司成立于2011年，2012年获得腾讯的战略投资，2013年成立乐刷科技子公司。乐刷科技于2014年获得央行颁发的全国银行卡收单许可证和移动电话支付许可证支付牌照，并于2019年7月成功续牌。公司从早期的银行卡POS收单业务开始，不断推陈出新，推出聚合支付开放平台，目前已成为中国最大的非银行独立二维码支付服务提供商。同时，公司以支付业务为基础和核心入口，不断的丰富服务商户的产品矩阵，自2015年开始提供科技赋能商业服务，并于2020年底切入到店电商服务赛道。

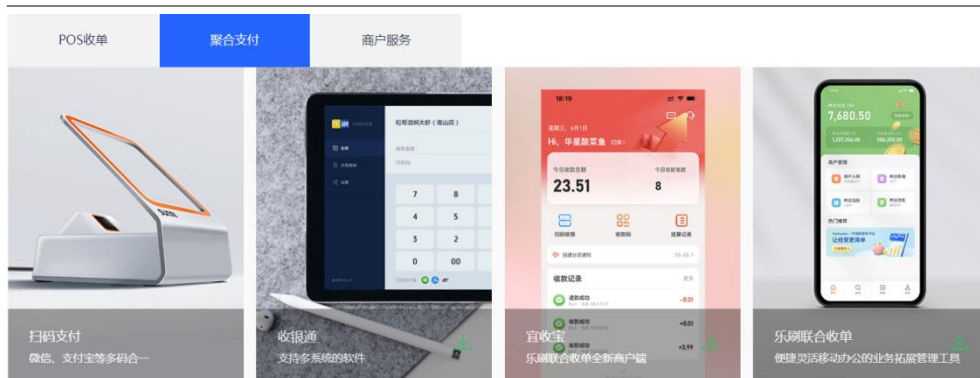
目前公司提供的产品组合包括，（1）一站式支付服务，包括传统支付服务（银行卡POS收单）和基于运用程序的支付服务（扫码收单）。（2）商户解决方案，包括商户SaaS产品、营销服务、金融科技服务等，帮助中小微商户实现数字化经营。（3）到店电商服务，为消费者提供超值本地生活服务。

表1: 公司发展历程

年份	事件
2011年	成立于深圳
2012年	获得腾讯战略投资，开始为小微商户提供支付服务产品
2013年	成立乐刷科技有限公司
2014年	获得央行颁发的全国银行卡收单许可和移动电话支付许可
2015年	推出智掌柜，开始提供科技赋能商业服务
2016年	向商户及消费者推出金融科技服务
2019年	支付交易总量突破人民币1.5万亿元
2020年	香港交易所主板上市
2020年底	切入到店电商服务，原“科技赋能商业服务”划分为“商户解决方案”与“到店电商业务”

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图1: 公司聚合支付产品



资料来源：乐刷科技官网，国信证券经济研究所整理

## 股权结构和高管

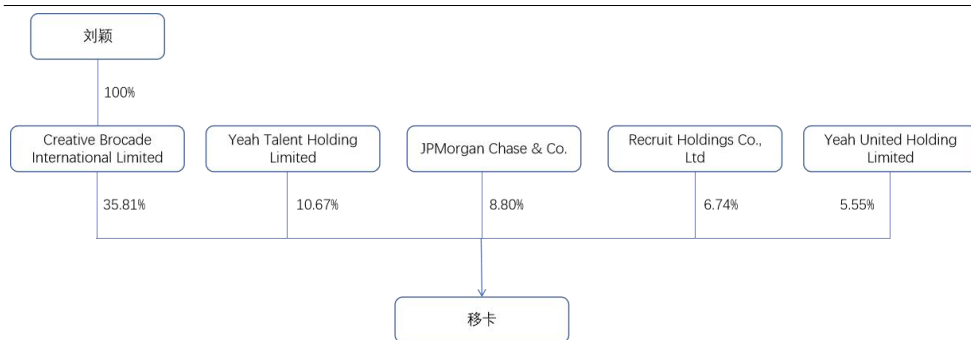
移卡创始人和多位核心骨干来自于腾讯，行业经验丰富。公司创始人刘颖麒曾担任腾讯财付通总经理，具有多年的第三方支付行业运营和管理经验，持有公司股权比例为 35.81%。公司管理层团队通过受限制股份计划持有公司 6.74% 股权，公司管理团队合计持股 42.55%，对公司有较强的控制权，有助于把握行业发展方向，持续推动公司快速发展。

表2: 公司现任高管及持股情况（截至 2023 年 6 月末）

姓名	职务	性别	最新持股数(万股)	简介
刘颖麒	行政总裁	男	16,571.08	拥有 23 年企业管理及资讯技术经验。曾担任财付通总经理、华为技术有限公司工程师。于 2009 年获授深圳市政府地方级领军人才奖励，该奖励乃为认可各行各业人才的贡献而设。
吴刚	副总经理、部门总经理	男		—曾于腾讯科技(北京)有限公司供职 11 年。
姚志坚	财务总监	男	301.46	拥有 18 年财务及会计行业经验。曾就职深圳市保得海运有限公司、沃尔玛商业咨询(深圳)有限公司、深圳市中天元实业有限公司。
麦宝文	公司秘书	女		—曾在多家专业机构及香港上市公司工作，拥有逾 18 年工作经验，范畴包括审计、会计、公司财务、合规及公司秘书。
赵维晨	董事会秘书/部门总经理	男		—2021 年 10 月 20 日，入选《2021 胡润 U30 中国创业领袖》名单

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

图2: 移卡持股 5%以上的股东（截至 2023 年 6 月末）



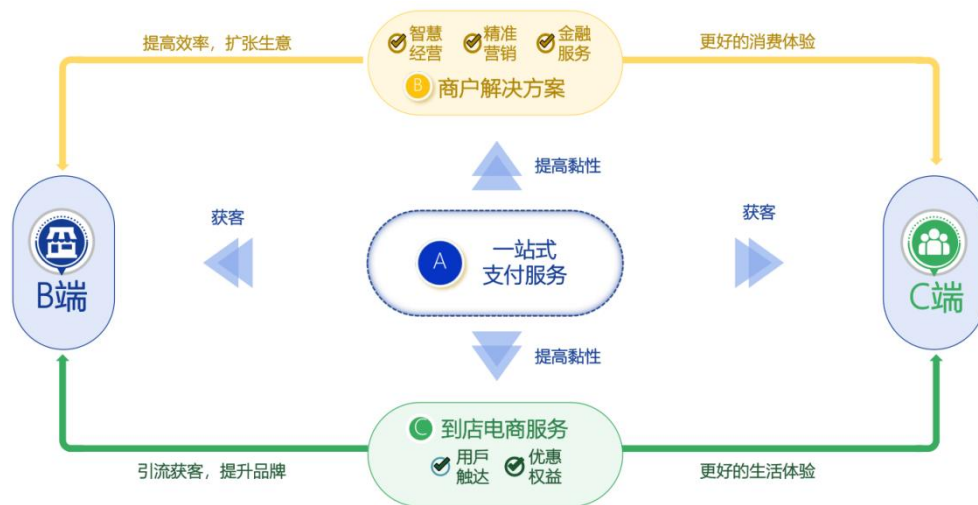
资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

## 商业模式：支付为基，延伸服务构建生态圈

支付业务是公司的根基，每笔收单业务均为公司提供了更好了解客户并为他们提供日益完善的产品、服务及技术的机会。公司以支付为入口，在获取客户后向他们提供商户解决方案和到店电商服务，助力商户实现数字化经营和帮助商户营销引流。盈利模式上，支付业务目前仍是基本盘，收入贡献超过 80%，商户根据支付交易总量（GPV）向移卡支付手续费，公司再扣除清算机构和发卡行/电子钱包分润。公司商户解决方案目前收入主要来自于 SaaS 产品收费，商户数和 ARPU（每用户平均收入）均有提升空间。2020 年底切入的到店电商业务主要根据商户成交规模（GMV）抽取一定比例的佣金。

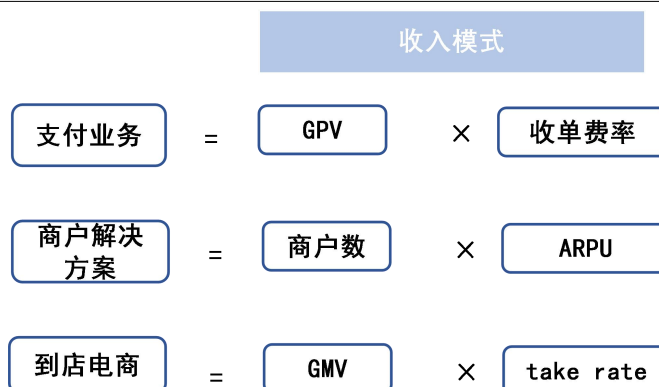
公司通过不断丰富产品矩阵，一方面在成本不变的情况最大化效益。商户解决方案和到店电商业务以支付为入口，业务拓展成本很低，提升了公司整体毛利率水平。另一方面，三大业务板块相辅相成，商户黏性不断增强，公司服务商户范围扩大，规模效应显现，核心竞争力持续提升。

图3: 移卡构建的独立可扩展的商业数字化生态系统



资料来源: 移卡 2023H1 投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司三大业务板块盈利模式

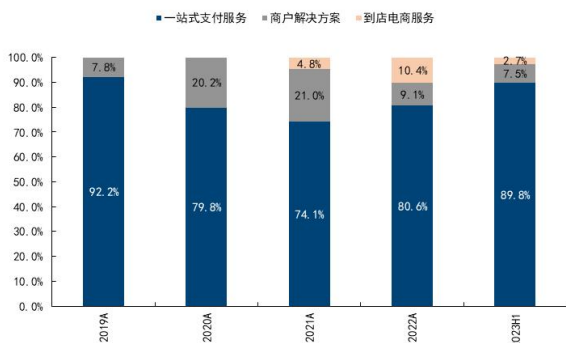


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2023 年上半年公司实现营收 22.24 亿元 (此数据为剔除非经常性影响后数字, 反映公司实际经营状况。2023 年上半年公司在清算机构的要求下向其待处理账户支付交易手续费率调整相关的总额约人民币 172 百万元。扣除相关增值税后, 对公司收入的总体影响约为人民币 162 百万元。), 其中支付业务贡献了 89.8%, 商户解决方案业务贡献了 7.5%, 到店电商业务贡献了 2.7%。同期实现毛利 5.28 亿元 (此数据为剔除非经常性影响后数字), 其中支付业务贡献 63.6%, 商户解决方案业务贡献 27.7%, 到店电商业务贡献 8.7%。

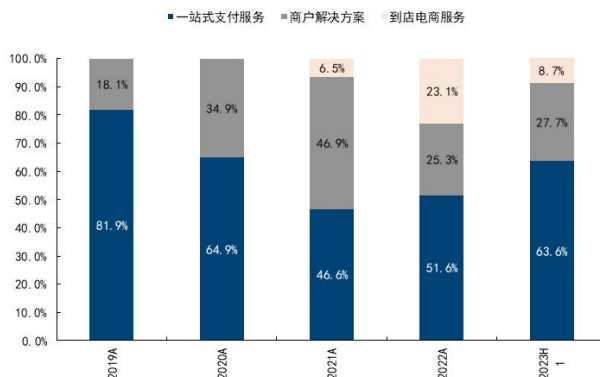
2022 年以来商户解决方案收入和毛利大幅下降, 主要是疫情对中小商户冲击较大, 公司主动采取了降费政策来维系和拓展客户, 已实现商户数量的增长。2023 年上半年到店电商收入和毛利贡献下降, 主要是公司开展合伙人模式战略及实施策略性短期费用折扣, 以刺激 GMV 增长及公司品牌知名度。

图5: 公司收入结构



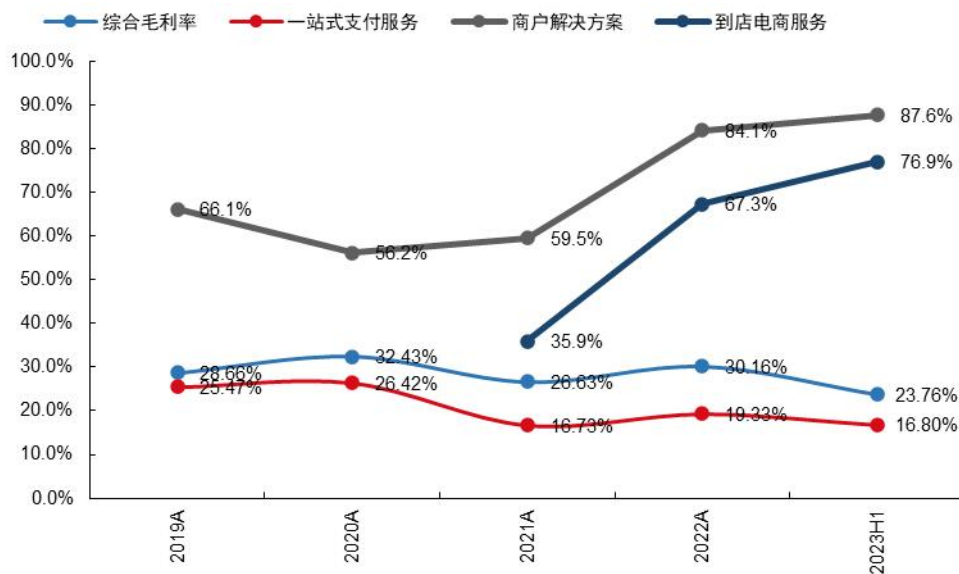
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 已剔除非经常性影响后数字, 反映公司实际经营状况; 2023 年上半年公司在清算机构的要求下向其待处理账户支付交易手续费率调整相关的总额约人民币 172 百万元。扣除相关增值税后, 对公司收入的总体影响约为人民币 162 百万元。

图6: 公司毛利结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 此数据为剔除非经常性影响后数字。

图7: 移卡各业务条线毛利率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 2023 年上半年数据为剔除非经常性影响后数字。

## 支付行业发展规范化, 公司支付基本盘稳固

公司提供银行卡 POS 收单和扫码收单服务, 其中扫码收单服务收入占支付服务总收入比重持续提升, 近年来占比大约在 80%。2023 年 6 月末, 公司独立销售代理达到 1.9 万家, 公司活跃商户数量达到 920 万户。目前公司已成为最大的非银行独立二维码收单龙头, 2023 年上半年 GPV 为 1.42 万亿元, 其中扫码收单 GPV 为 1.00 万亿元。公司 2023 的 GPV 指引为人民币 2.7~2.9 万亿元。

收单规模庞大, 且保持稳定增长, 其中扫码收单有望实现更高增速。但目前第三方独立收单市场分散, 公司作为最大的独立二维码收单龙头, 测算的其在扫码收



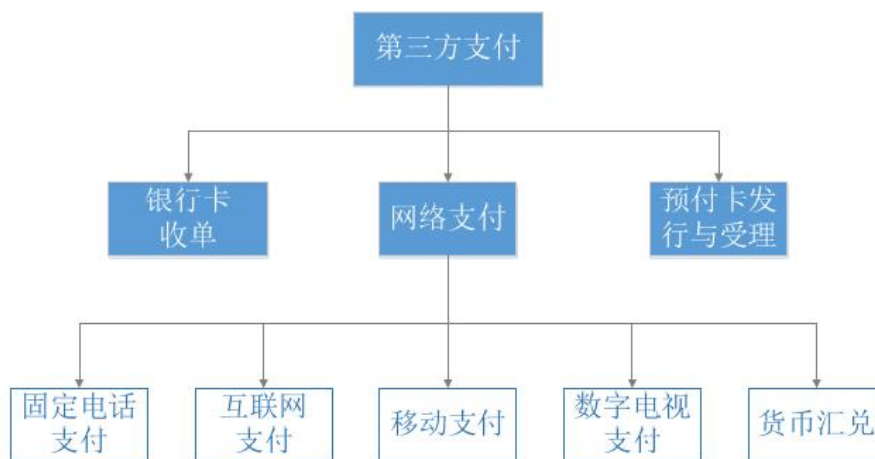
单市场份额也不足 6.0%。随着第三方支付行业迎来规范化发展、银联通过提供统一的技术能力等来减少大平台由流量带来的信息差优势、以及扫码逐步实现互联互通，独立第三方收单机构份额有提升空间。综上，我们预计公司 GPV 将实现较好增长，费率持续上行。

### 第三方支付牌照稀缺，扫码收单集中度仍有提升空间

银联商务和商业银行的收单业务主要覆盖大中型商户，第三方支付机构收单业务主要聚焦小微商户。根据 2010 年央行发布的《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付包括网络支付、预付卡发行与受理、银行卡收单以及中国人民银行确定的其他支付服务。其中，网络支付根据支付终端的不同，又可以细分为固定电话支付、互联网支付、移动支付、数字电视支付、货币兑换。第三方支付机构数量众多，大体上可以分为账户侧机构、收单侧机构、跨境支付机构。收单侧机构与商户签约，提供支付收单服务，链接商户和消费者。

早期国内的收单业务基本被银联所属的银联商务和商业银行所垄断，但由于银联商务和商业银行下沉渠道不足，小微商户缺乏便捷收款途径。尤其是伴随移动支付的兴起，中小微商户的收款需求日益旺盛。2010 年央行发布了《非金融机构支付服务管理办法》，确立了第三方支付相关的配套管理办法和细则，并于 2011 年正式宣布 27 家支付机构获得首批支付业务许可证，第三方支付机构正式进入收单市场，聚焦小微商户的收款需求。

图8：按照现行管理办法的第三方支付牌照业务分类



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

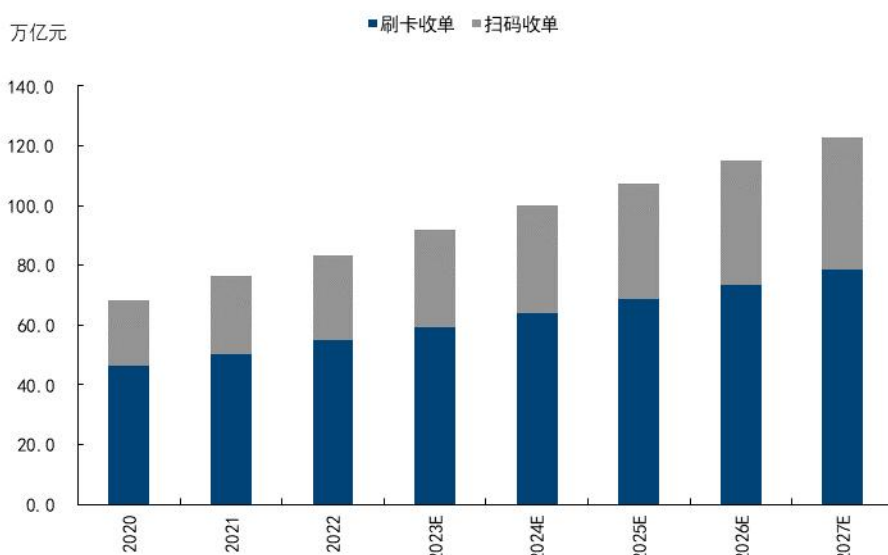
图9：第三方支付产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

收单规模庞大，且仍将保持稳定增长，其中扫码收单有望实现更高增速。根据收单方式不同，可分为银行卡收单业务和扫码收单业务两种。近年来，伴随移动支付的兴起，扫码收单业务发展迅猛。根据艾瑞咨询预测，2027年末收单交易总规模预计达123万亿元，其中刷卡收单规模为78.6万亿元，扫码收单规模为44.4万亿元，2023-2027年年均符合增速为8.1%、7.5%和9.2%。另外，2022年央行下发了《关于加强支付受理终端及相关业务管理的通知》，明确了2022年3月1日开始，个人收款条码不得用于经营性收款，商家需要申请特约商户收款码进行收款。个人码商户转化为收单商户市场空间较大，但转换难度高，目前在有条不紊的进行中，预计能给扫码收单市场带来一定增量，不过短期提振效果有限。

图10：2020-2027年中国收单交易规模



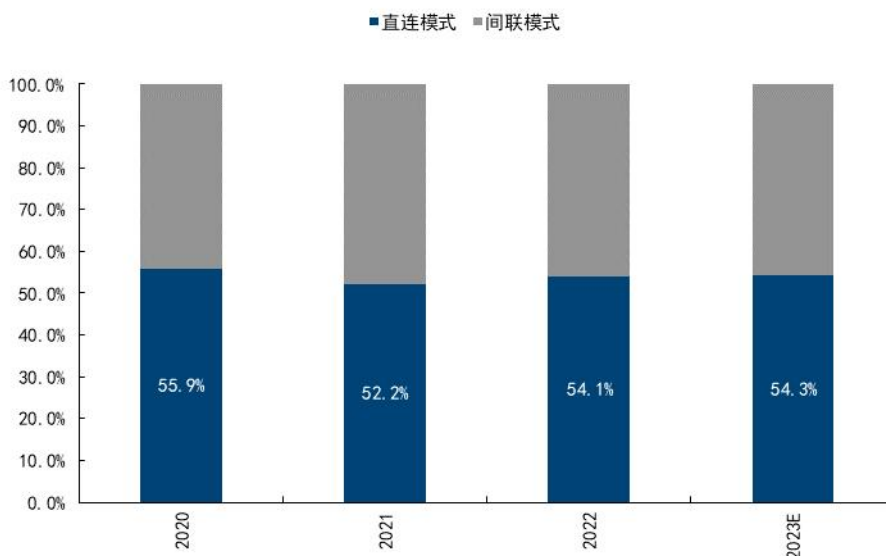
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理。注：扫码收单交易规模统计商户侧收单服务的交易规模，个人码收款服务不计入收单统计口径。

第三方支付行业发展回归规范和公平，叠加扫码支付实现互联互通，独立收单龙头获益。以微信支付和支付宝为代表的头部账户侧支付机构也具备收单资质，也积极开展商户侧的收单服务，因此扫码收单模式分为“直连”和“间连”两种模

式。直连模式指的是账户侧支付机构直接与商户签约，为商户提供收单服务；间联模式指商户与独立的收单机构合作，由间联服务商提供收单服务。长期以来，微信支付和支付宝凭借其流量优势把用户端和商户端均聚拢于其自身平台，以移卡、拉卡拉为代表的独立收单机构在夹缝中求生存。为了促进第三方支付行业健康有序发展，从2014年开始，监管持续出台相关政策对第三方支付进行规范，主要包括，收紧支付牌照，执行96费改，备付金缴存、断直连、条码支付被纳入监管等，极大地促进了行业的良性发展。2023年12月《非银行支付机构监督管理条例》发布，自2024年5月1日起施行，通过制定专门行政法规，将非银行支付机构及其业务活动进一步纳入法治化轨道进行监管。

另外，2023年7月，中国人民银行正式印发《数字银行卡技术要求》金融行业标准（以下简称“行标”），行标通过设计数字凭据平台、支付路由网关等关键技术，为网络支付参与机构提供统一的技术能力。具体来看，一方面，行标建立了以清算机构为核心的技术标准体系，理清了网络支付四方模式各方的权责分工，收单机构重新获得商户管理职能。另一方面，行标助力逐步实现二维码互认互扫，账户侧机构都可借助统一的二维码触达终端消费场景，商家侧用一个收单工具就可以扫所有码。行标的建立为支付机构提供了更公平的发展机会，减少了大平台由流量带来的信息差优势，利好独立收单机构。另一方面，二维码互联互通后也能有效降低扫码收单机构运营成本。

图11：中国扫码收单市场按业务模式拆分规模结构



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

**表3: 第三方支付重要相关政策梳理**

时间	相关条法规	主要内容
2013年	《银行卡收单业务管理办法》	就从事银行卡收单业务机构在特约商户管理、开展业务管理、风险控制管理等方面进行规范。
2015年	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	对支付机构从事网络支付业务的行为进行详细的规范。
2016年	关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知	降低发卡行服务费率水平。
2016年	《互联网金融风险专项整治工作实施方案》	非银行支付机构不得挪用、占用客户备付金；客户备付金应开立 in 人民银行或符合要求的商业银行。
2017年	《条码支付业务规范（试行）》	对条码支付的业务规范和技术规范提出相关要求。
2018年	《关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》	加大了相关支付机构以及相关备付金银行的检查。
2021年	《中国人民银行关于加强受理终端及相关业务管理的通知》	条码支付被纳入监管，对个人收款条码的使用规范做出具体规定。
2022年	关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见	强化支付领域监管，断开支付工具与其他金融产品的不当链接，依法治理支付过程中的排他或“二选一”行为，对滥用非银行支付服务相关市场支配地位的行为加强监管，研究出台银行支付机构条例。
2023年	《数字银行卡技术要求》金融行业标准	过设计数字凭据平台、支付路由网关等关键技术，为网络支付参与机构提供统一的技术能力。一方面，行标建立了以清算机构为核心的技术标准体系，理清了网络支付四方模式各方的权责分工；另一方面，行标最终实现跨机构互联互通，二维码互认互扫。
2023年	《非银行支付机构监督管理条例》	制定专门行政法规，将非银行支付机构及其业务活动进一步纳入法治化轨道进行监管，旨在促进非银行支付行业规范健康发展，切实保护用户合法权益，更好发挥其服务实体经济、满足用户多样化支付结算需求等作用

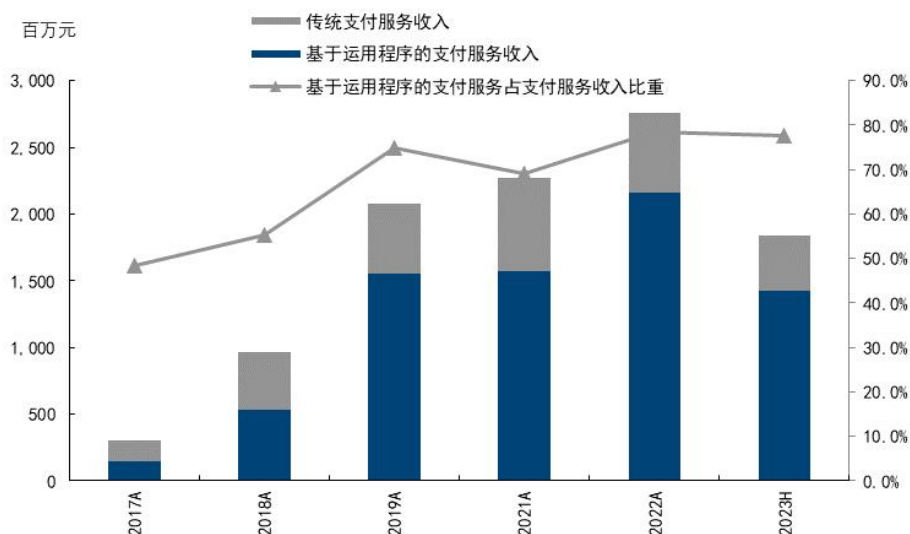
资料来源：银联、人民银行，国信证券经济研究所整理

**第三方支付机构现存牌照稀缺，扫码收单集中度仍有提升空间。**2016年8月，央行明确宣布坚持总量控制原则，一段时期内原则上不再批设新机构并注销长期未实质开展支付业务的支付机构牌照。截至2023年12月底，存量第三方支付牌照仅剩186张，其中，有银行卡收单资质的支付牌照共有57张。我们预计在未来很长一段时期内监管都将会对拥有第三方支付牌照的企业进行持续监管，同时对于牌照的续展也将更加谨慎，牌照价值凸显。同时，长期以来第三方收单机构鱼龙混杂，尤其是针对中小商户的扫码收单市场。移卡作为中国最大的非银行独立二维码支付服务提供商，2022年扫码收单交易规模为1.56万亿元，艾瑞咨询统计的2022年扫码收单市场规模为28.6万亿元，据此计算的市占率仅为5.5%。伴随行业规范化发展以及牌照稀缺性凸显，我们认为扫码收单市场集中度仍有提升的空间。

### 公司收单费率触底回升，交易规模实现较好增长

**疫情后时代伴随线下消费的稳步复苏，公司一站式支付服务收入实现较好增长，其中基于应用程序的支付服务（扫码收单）是主要营收来源，并且收入占比在不断扩大。**2022年全年一站式支付服务收入为34.2亿元，同比增长21.4%，2017-2022年年均复合增速为55.9%。其中，传统支付服务和基于运用程序的支付服务年均符合增速分别为30.8%和71.7%。2023年上半年一站式支付服务收入为18.35亿元，同比增长44.3%（未剔除经常性损益影响）。其中，传统支付服务收入为4.11亿元，基于移动运用程序的支付服务收入为14.25亿元，同比分别增长57.1%和41.0%，占一站式支付总收入的比重分别是22.4%和77.6%。

图12: 移卡一站式支付服务收入及结构

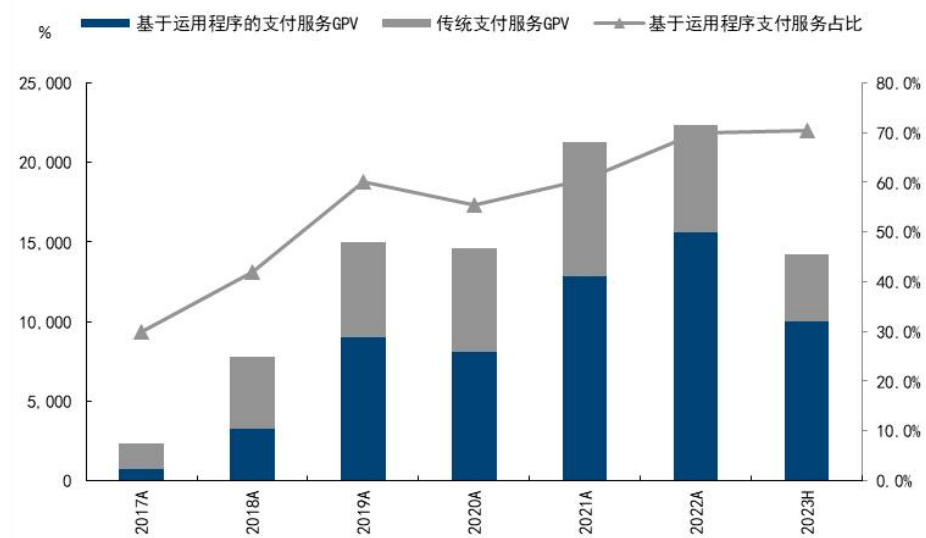


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 未剔除非经常性影响后数字。

公司一站式支付服务收入实现较好增长, 一方面来自于 GPV 的持续较好增长, 另一方面受益于收单费率筑底回升。伴随移动支付的快速发展, 公司积极拓展聚合支付业务, 支持超过 500 款发卡机构的移动应用程序, 其中包括微信支付、支付宝和云闪付, 涵盖了中国大多数的电子钱包。2022 年公司支付服务 GPV 达到 2.23 万亿元, 2023 年上半年 GPV 达到 1.56 万亿元, 其中基于运用程序的支付 GPV 占 70.5%, 较 2017 年提升了 40.5 个百分点。

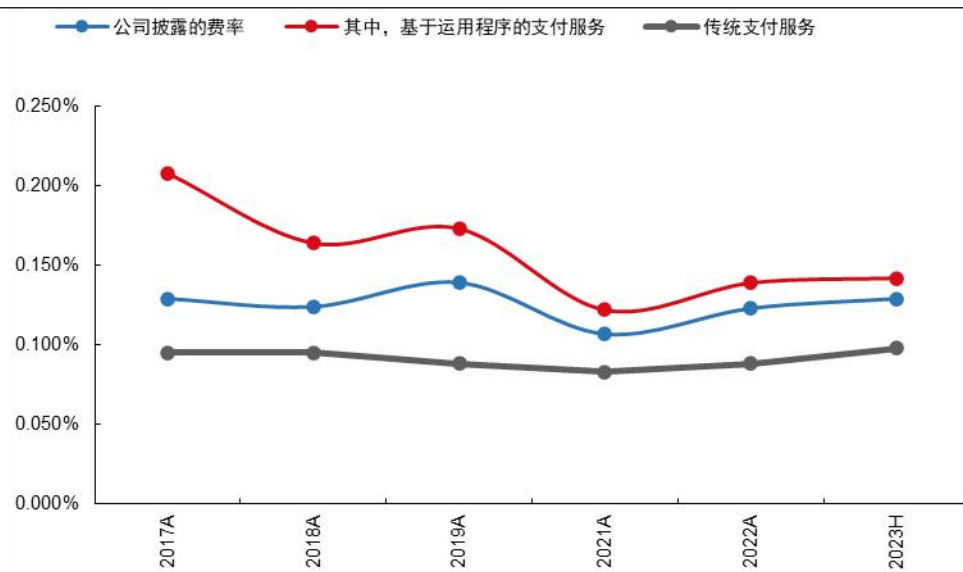
收单费率在 2021 年见底后持续反弹, 2023 年上半年公司披露的收单费率为 12.9 个基点 (收单费率已扣除清算机构和发卡行/电子钱包分润), 剔除非经常性损益影响后测算的收单费率为 14.1 个基点, 较 2021 年提高了 3.4 个基点。其中, 公司披露的上半年基于运用程序支付服务和传统支付服务的收单费率分别为 14.2 个基点和 9.8 个基点, 较 2021 年分别提升 2.0 个和 1.5 个基点。伴随行业回归规范化和公平化发展, 头部钱包机构的议价权持续减弱, 我们认为未来几年独立第三方收单机构费率仍有一定的上行空间, 然后有望保持平衡。

图13: 移卡一站式支付服务 GPV 及结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 未剔除非经常性影响后数字。

图14: 公司扫码收单和银行卡 POS 收单费率上行

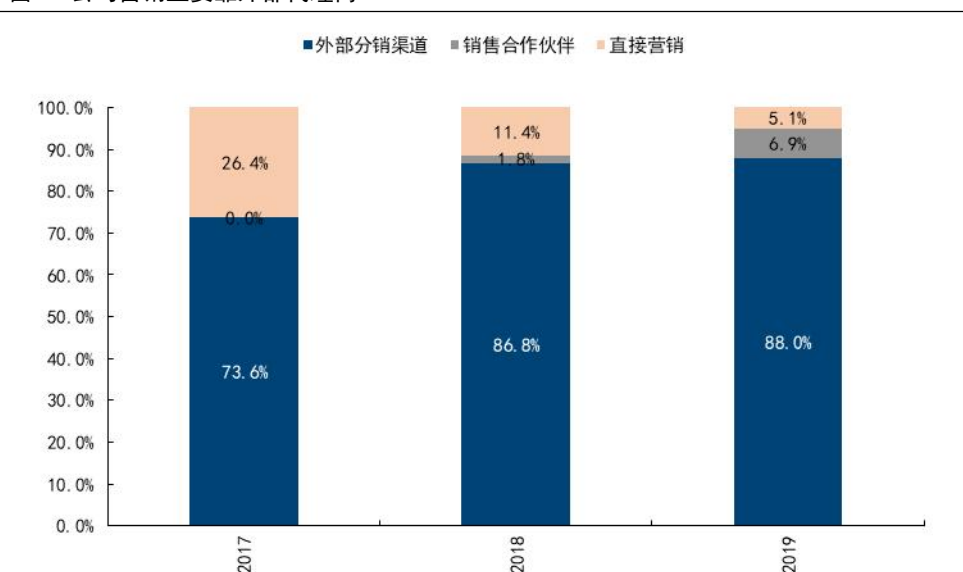


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 2023H 未剔除非经常性影响后数字。(2) 公司收单费率指扣除清算机构和发卡行/电子钱包分润后的费率。

外部代理商是公司最主要的商户拓展渠道, 简单计算的扣除分销渠道佣金后的净收单费率小幅反弹至约 3.5 个基点。根据招股书披露, 公司销售渠道包括 (1) 外部分销渠道, 即代理商; (2) 销售合作伙伴 (包括 Shenzhen Chaomeng、深圳迅享及富匙); (3) 直接营销。2017 年以来公司大幅降低直营比例, 大力拓展外部销售渠道, 2019 年公司外部分销渠道贡献的支付业务收入比重达到 88.0%。

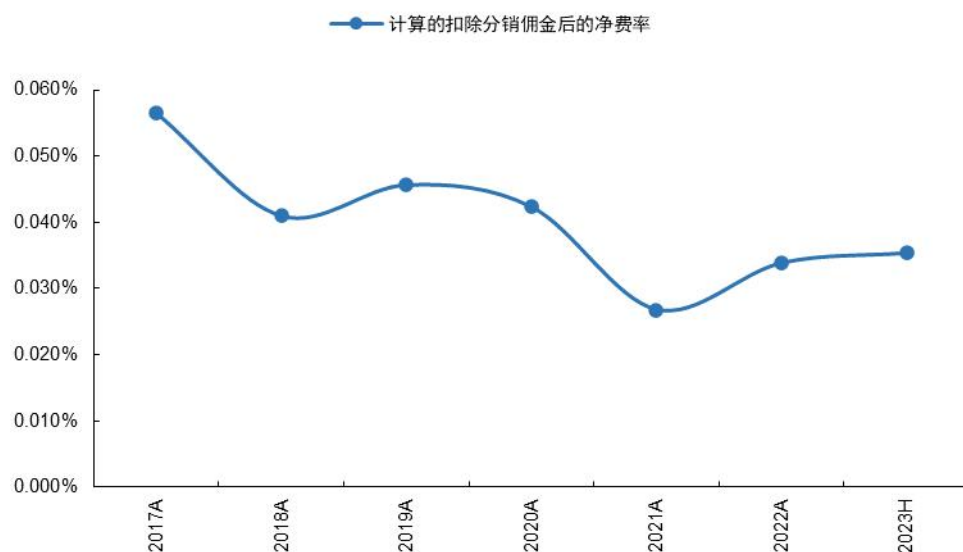
2023 年 6 月末, 公司独立销售代理商达到 1.9 万家, 计算的 2023 年上半年扣除分销佣金后的收单净费率约为 3.5 个基点 (已剔除非经常性损益影响; 且我们假设一站式支付服务营业成本中 90% 为分销佣金)。收单服务的净费率并不高, 因此支付服务的核心是做大 GPV。

图15: 公司营销主要靠外部代理商



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

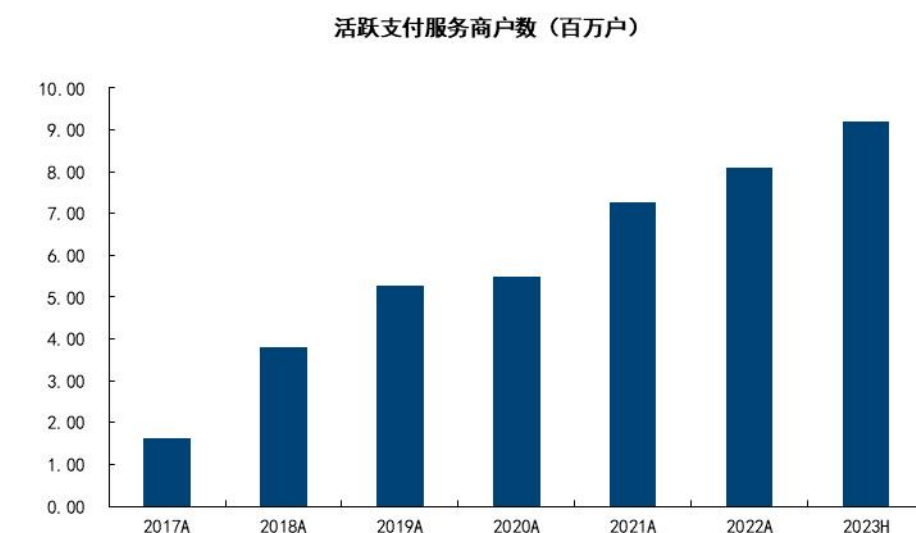
图16: 公司扣除分销渠道佣金后的收单净费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 假设一站式支付服务营业成本中 90% 为分销佣金。

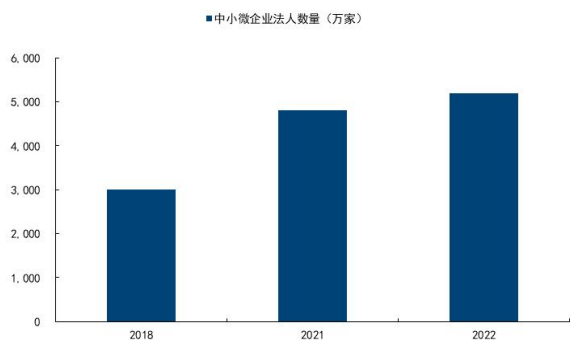
公司支付业务主要聚焦中小微企业和个体工商户, 市场空间广阔。2023 年 6 月末活跃商户数量达到 920 万户, 拓展了全国 300 多个城市的大中小型商户。截至 2022 年末, 中国中小微企业数量已超过 5200 万户; 截至 2023 年 6 月末, 全国登记在册个体工商户已达 1.19 亿户, 占经营主体总量 67.4%。移卡作为非银行独立二维码收单龙头, 伴随第三方支付行业的健康规范化发展, 公司收单业务仍有望保持较好增长。

图17: 移卡移动支付活跃商户数量



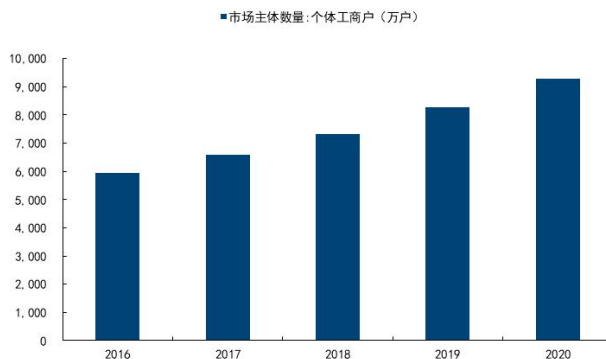
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 公司将活跃支付服务商户定义为过去 12 个月内使用公司服务的总交易金额超过 1000 元的商户。

图18: 我国中小微企业法人数量



资料来源: 中央人民政府网站, 国信证券经济研究所整理

图19: 我国个体工商户数量



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 到店电商服务: 打造第二增长曲线

2020年底移卡开始切入到店电商服务赛道, 以本地生活服务聚合平台作为定位。具体来讲, 移卡到店电商服务是让商户可以通过当地产品专家的指导, 设计满足消费者需求的优惠套餐, 通过短视频、图文展示和直播等方式在平台上展示, 消费者在平台上购买该类团购券/代金券后到线下门店核销。到店电商服务是本地生活细分领域, 按消费品类划分, 到店业务分为到店餐饮、到店综合和酒旅。移卡到店电商服务涉及餐饮、零售店、旅游景点和酒店等多方面。

中国本地生活服务市场有庞大的发展潜力。根据公司披露, 艾瑞咨询预测2025年本地生活服务规模将超35万亿元, 2020-2025年年均符合增速达12.6%, 预计2025年在线渗透率将达到30.8%。庞大的本地生活市场及持续提升的线上渗透率将为移卡到店电商服务提供广阔的发展空间。

图20: 公司到店电商业务发展迅猛



资料来源: 公司2023H1投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

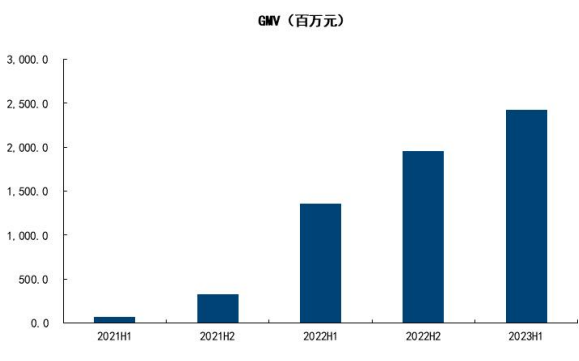


## 到店电商市场广阔，公司业务发展迅猛

收单服务商作为最了解商户经营的机构，移卡支付业务积累了 900 多万的活跃商户，并触达数以亿计的活跃消费者，为移卡到店电商业务的快速成长提供了助力，也是竞争者所无法企及的。2022 年公司到店电商服务的总 GMV 超过 33 亿元，同比增长 733%，2023 年上半年 GMV 超过 24 亿元，同比增长 78.9%。毛利率由 2022 年上半年的 57.1% 增至 2023 年上半年的 76.9%；净亏损净额继续同比收窄 83.8% 至 2023 年上半年的 2590 万元，到店电商规模效应已经开始显现。

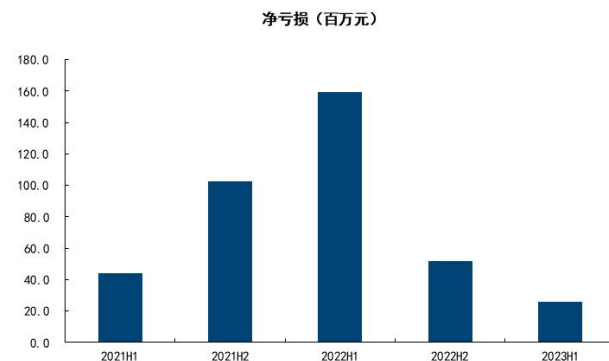
目前公司该业务仍处于前期布局抢占市场份额阶段，同时考虑到疫情对中小商户冲击等因素，公司通过积极采取策略性短期费用折扣，以刺激 GMV 增长。2023 年上半年公司 take rate（收入/GMV）降到 2.5% 的低水平。我们认为随着公司市场地位的提升以及中小商户景气度的恢复，公司未来 take rate 较目前水平有较大的提升空间。

图21：公司到店电商 GMV



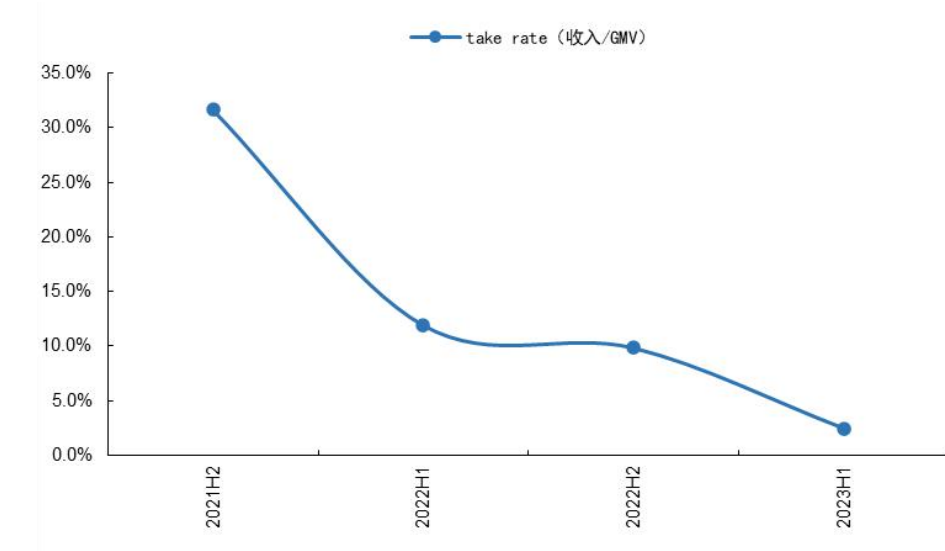
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：公司到店电商净亏损额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：公司到店电商业务 2023 年上半年 take rate 下降到 2.5%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 商业模式“物找人”，通过“自有 APP+多平台小程序”营销

本地生活服务典型的模式主要包括，以美团为代表的“人找物”模式和以抖音短视频平台为代表的“物找人”模式。“人找物”模式就像是一个商城摆满了各式各样的产品，用户在这些海量的产品中挑拣出自己想要的产品。“物找人”模式是平台通过短视频、图文等模式将精心选择过的产品主动呈现到用户的眼前，用户只需要判断是否需要眼前的产品，从而形成一种物找人的商业模式，该模式大大降低了用户购买商品的时间成本，近年来发展迅猛。

移卡到店电商消费导向核心是“物找人”，通过自有 APP（乐商圈+千千惠）+多平台小程序（微信、抖音、快手等）开展业务，向用户精准推送产品。

（1）公司采用并购和自建，目前拥有千千惠和乐商圈两大品牌。乐商圈是整合线上及线下消费权益的一站式本地生活服务平台，核心是帮助用户享受更实惠的价格。同时，平台还能基于用户的实时定位，智能推荐周边的商户信息及优惠福利，满足用户在吃喝玩乐行等方面的多种需求。公司收购的千千惠平台，成立于 2020 年，其定位为“高品质爆品抢购平台”，为用户提供周边旅游景点门票、高端度假酒店、特色品牌餐饮及其他本地生活服务类产品。

（2）严选 SKU（存货单位），推出的套餐比主流平台更实惠。为更好地协助商户设计爆款套餐，移卡组建了一支超过 2000 名专属产品专家团队，由对本地竞争格局及消费者喜好有深入认识的市场产品专家组成。这批高度活跃的市场产品专家团队遍布于移卡开拓的各个业务站点中。2022 年末公司 SKU 超过 40 万个。

（3）营销渠道方面，公司一方面以支付为流量入口，同时还与多家头部流量平台合作，通过多元化的方式精准推送产品。消费者完成支付后，点击支付完成页面的推送广告即可直接跳转至公司乐商圈 APP 或微信小程序。同时，公司与抖音、微信、快手、高德地图、小红书等流量平台合作，通过短视频+图文+直播以及团长私域流量分销等方式向客户精准推送所需要的产品，高效率地协助商户完成营销及品牌推广。目前公司已积累超过 300 万 KOL 达人，可以精准对接各行各业。

图24：公司以支付为流量入口



资料来源：公司 2023H1 投资者演示材料，国信证券经济研究所整理

图25: 公司通过“自营+多平台合作”向用户推送产品



资料来源: 公司 2023H1 投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

除了自营公司积累的支付商户（2023年6月末达920多万）外，公司还积极开拓合伙人模式。合伙人模式是指公司将平台的运营能力和AI技术赋能给其他低线城市的小型团队。这些团队在本地都有强大的商户关系，但通常不具备图文视频内容制作、KOL撮合等能力，赋能他们去服务公司的非支付商户。通过自营+合作的模式能够在成本可控的基础上极大的拓展覆盖范围。

另外，随着人工智能的崛起，公司加大了对AIGC、元宇宙、XR等技术投入，有效提高了用户运营效能和降低内容成本，到店电商业务毛利率持续提升。目前，公司基于AIGC开发了超10个功能，内容创作效率提升了70%，编辑制作成本节省了90%，实现了7\*24小时直播间虚拟人不间断成交，带来公司到店电商业务2022年下半年以来净亏损额大幅收窄。

图26: 公司AIGC案例展示



资料来源: 公司 2023H1 投资者演示材料, 国信证券经济研究所整理

总体而言，到店电商业务市场空间广阔，打开了公司成长的空间。但目前市场格局呈现美团领跑，且内容平台（抖音、快手等）相继入场，行业竞争激烈，因此公司业务拓展也面临着诸多挑战，需积极关注业务进展。具体来看，移卡作为一家收单服务商，是最了解商户的机构，其拓展到店电商业务有其自身优势，（1）于美团等聚焦大中型商户的平台来说，公司聚焦中小微商户，错位竞争；并且移卡以支付为入口，与商户的黏性更强并且业务拓展边际成本更低，因此能够推出更具有性价比的套餐。（2）于其他中小平台而言，公司目前有超 1.9 万家销售代理商，积累了超 920 多万家活跃商户，并触达数以亿计的消费者，为到店电商业务快速成长提供了助力。同时，公司具备一定的产品制作能力，这些都是中小平台竞争者所无法企及的。但同时我们也要关注到公司目前产品制作和营销等能力仍然无法和美团等巨头抗衡，美团等平台如果大力度开拓下沉市场，可能会对公司业务开展带来较大冲击；另外，抖音等内容平台目前是公司沉淀客户和经营的重要渠道，抖音当前采取“自营+第三方合作”的模式，两者相互促进，但不能排除抖音未来可能会采取强化自营的战略。

图27: 抖音本地生活目前有两种模式



资料来源：国信证券经济研究所整理。注：参考国信证券互联网行业专题报告《本地生活系列之二，美团 VS 抖音，错位竞争和正面竞争并存，市场整体成长空间充沛》。

## 商户解决方案：转化率仍有很大提升空间

我国中小微商户数字化程度较低，疫情后时代数字化转型需求迫切，给第三方支付机构提供了巨大的发展空间。移卡在支付运用程序中整合了一系列商户解决方案，使公司能够在几乎不产生额外获客成本的情况下将支付服务商户转化为商户解决方案的商户。公司目前已拥有超过 100 个自营功能模块和 15 个生态合作伙伴功能模块，其中包括扫码点餐、收银管理、进销存管理、营销及客户留存、员工管理、财务管理、线上门店与配送、客户关系管理、服务跟踪及信用评估等。

具体来看，目前公司提供的商户解决方案包括四大块，

(1) 智慧经营。公司为中小商户创新地提供全生命周期的 SaaS 数字化解决方案，帮助其提升数字化水平，提高经营效率。具体产品包括，零售解决方案“聚慧扫码”、餐饮解决方案“智掌柜”以及开放平台“好生意”。

(2) 游戏化互动营销服务。自建游戏 SaaS 平台，以游戏为载体吸引用户，结合游戏玩法，植入业务场景进行品牌曝光，实现导流和转化。

(3) 营销服务平台。包括线下场景精准营销以及通过微信、头条、快手等平台进行精准的内容营销。公司于 2020 年收购了广告代理商创信众，加快精准营销布局。

创信众成立于 2018 年 3 月，是中国领先的内容效果营销服务提供商。

(4) 金融科技服务。为商家和消费者提供来自正规金融机构的委托贷款以及保险转介服务。

图 28: 公司服务商户全生命周期



资料来源：公司 2023H1 投资者演示材料，国信证券经济研究所整理

公司商户解决方案商户数量 2018-2021 年持续保持高增。但 2022 年中小企业受疫情冲击较大，商户解决方案商户数量有所下降，因此公司也相应的采取了折扣收费政策。2023 年上半年商户数量恢复，但受降费政策影响，收入仍没有恢复。

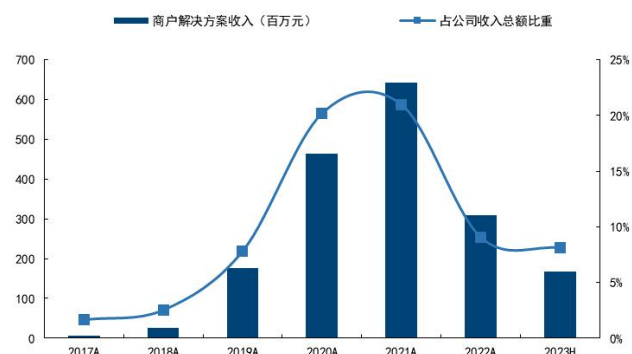
2023 年 6 月末公司活跃商户解决方案商户数量达到 150 万家，与公司 920 多万支付业务活跃商户数量相比，转化率仅有 16.3%，未来商户解决方案商户转化率仍有非常大的提升空间。2023 年上半年商户解决方案收入为 1.67 亿元，占公司收入总额的 8.1%。伴随经济稳步复苏，公司降费政策也在逐步退出，收入增速有望恢复到疫情前水平。

图 29: 公司活跃商户解决方案商户数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 30: 公司商户解决方案收入

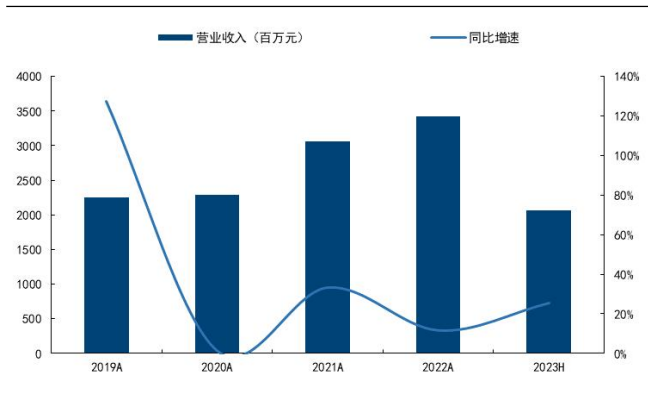


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务分析

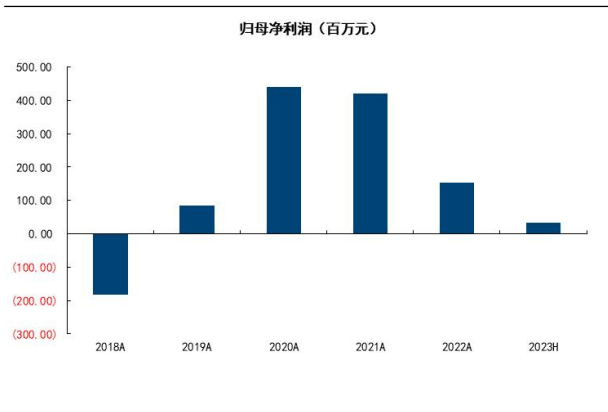
2020 年以来公司业绩表现并不突出，主要原因包括，（1）受疫情冲击，线下消费复苏疲软，对支付业务带来一定冲击。目前消费稳步复苏，支付业务也逐步回暖；（2）考虑到疫情对中小商户冲击较大，为了维系客户，公司商户解决方案业务主动采取了降费策略；（3）公司 2020 年底切入到店电商市场，目前仍处于投入阶段，为了刺激 GMV 增长和提升商户品牌知名度，公司实施策略性短期费用折扣。同时，公司为了效益最大化，2023 年以来大力发展合伙人模式，导致公司到店电商业务 take rate 大幅下降至低位。

图31：移卡营收及增长情况



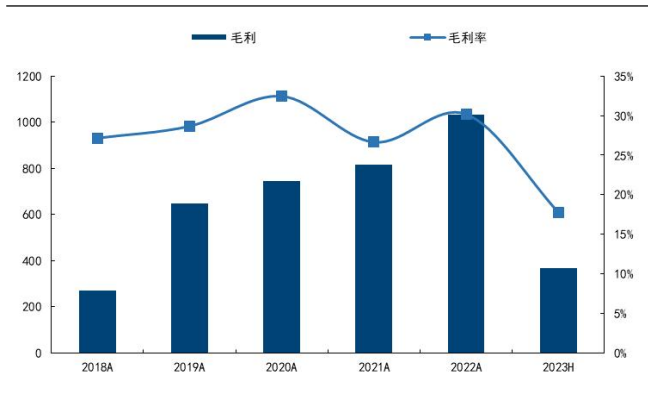
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图32：移卡净利润情况



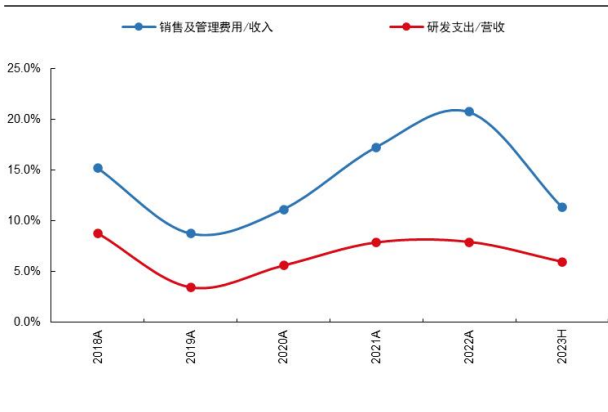
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图33：移卡毛利及毛利率情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

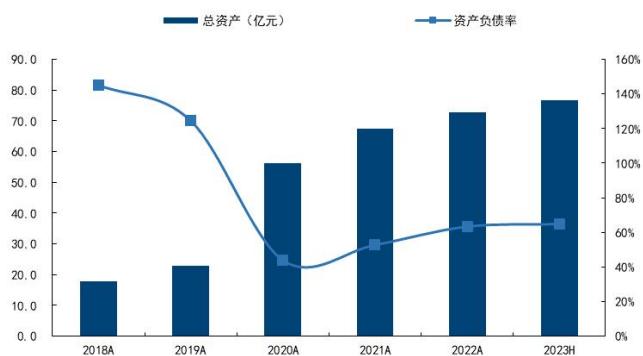
图34：公司销售及管理费用和研发支出占收入比例



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

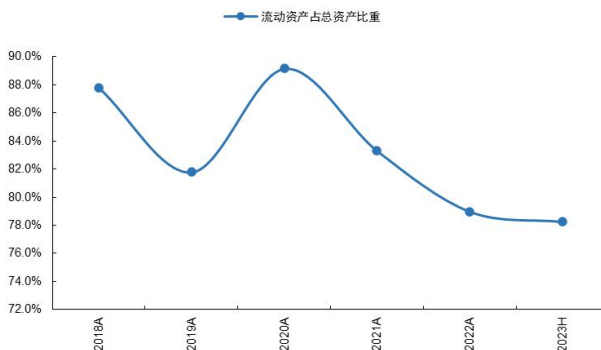
公司资产稳步扩张，以现金及现金等价物、应收和预付款项等流动性资产为主，公司轻资产化经营特点突出。2023 年末公司总资产达 76.62 亿元，其中流动性资产占 78.3%，资产负债率为 64.6%。

图35: 公司资产规模及增长率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图36: 公司资产负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

我们的盈利预测基于以下核心假设条件:

- 一站式支付业务: 收入取决于 GPV 和费率。(1) 支付 GPV: 公司整体 GPV 由 2017 年的 0.23 万亿元增长到 2022 年的 2.23 万亿元, 年均复合增速达 57%。其中扫码支付 GPV 从 0.07 万亿元增长到 1.56 万亿元, 银行卡 POS 收单从 0.16 万亿元增长到 0.67 万亿元, 年均复合增速分别为 86%和 33%。当前移动支付已进入稳步发展阶段, 但考虑到公司是非银行独立二维码支付龙头, 扫码支付断直连是发展方向, 公司将充分受益; 同时, 个人码转商户码虽然难度较大但在有条不紊的进行, 也能带来一定的市场增量, 因此我们预计未来公司 GPV 仍能保持较好增长。另外, 过去几年疫情对线下消费带来较大的冲击, 公司 GPV 增速放缓。目前线下消费已稳步复苏, 我们假设 2023-2025 年扫码 GPV 增速分别为 28%/25%/20%, 银行卡 POS 收单 GPV 增速分别为 20%/15%/10%, 对应的支付总 GPV 分别为 2.80/3.42/4.01 万亿元, 同比分别增长 25.6%/22.1%/17.3%。(2) 费率: 第三方支付行业迎来规范化和公平化发展, 价格混战阶段已经告一段落, 2021 年行业费率筑底后稳步回升, 未来 3-5 年行业费率仍有一定的上行空间, 之后预计保持平稳。因此假设公司 2023-2025 年费率扫码收单费率分别为 14.4 个/15.0 个/15.1 个基点 (2022 年为 13.9 个基点), 线下银行卡收单费率分别为 9.2 个/9.5 个/9.5 个基点 (2022 年为 9.2 个基点)。据此测算的 2023-2025 年公司支付业务收入分别为 36.2/46.2/54.9 亿元, 同比分别增长 21.5%/34.2%/26.9%。
- 商户解决方案: 目前支付业务商户转化率不到 20%, 并且由于市场竞争激烈且近几年疫情对中小商户带来了较大冲击, 因此公司采取了降费策略, 商户解决方案业务收入有所下降。但伴随线下消费稳步复苏, 公司阶段性降费策略已逐步退出, 中长期来看中小商户数字化需求日益旺盛, 该业务具有较大的发展空间。因此我们假设 2023-2025 年商户解决方案收入同比分别增长 20%/45%/45%, 对应收入分别为 3.71/5.39/7.81 亿元。
- 到店电商业务: 根据商户 GMV 提成, 收入主要取决于 GMV 和 take rate。(1) GMV: 伴随本地生活服务线上化渗透率的不断提升, 到店电商业务空间广阔。同时公司支付业务积累了 900 多万的活跃商户, 并触达数以亿计的活跃消费者, 为到店电商业务的快速成长提供了助力。我们假设 2023-2025 年商户 GMV

增速分别为 60%/50%/40%，对应的 GMV 分别为 54/82/114 亿元；（2）take rate: 2023 年上半年 take rate 为 2.5%，主要是该业务处于发展初期，公司采取低价策略来扩大 GMV 和提升公司品牌知名度。我们认为未来几年公司仍将采取该策略，但伴随中小商户景气度提升以及规模扩张后竞争力增强，降费幅度会逐步收窄。我们假设 2023-2025 年 take rate 为 3.0%/5.0%/7.0%。据此测算的 2023-2025 年到店电商业务收入分别为 1.63/4.08/8.00 亿元。

**表4: 公司收入预测**

单位: 百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	<b>2,293</b>	<b>3,059</b>	<b>3,418</b>	<b>4,152</b>	<b>5,571</b>	<b>7,073</b>
同比增速	1.5%	33.4%	11.8%	21.5%	34.2%	26.9%
<b>一站式支付服务:</b>						
<b>支付业务收入</b>	<b>1,829</b>	<b>2,268</b>	<b>2,754</b>	<b>3,617</b>	<b>4,624</b>	<b>5,491</b>
同比增速	-12.1%	24.0%	21.4%	31.3%	27.9%	18.7%
其中, 基于运用程序的支付服务	1,281	1,568	2,162	2,875	3,744	4,522
传统支付服务	549	700	592	742	881	969
<b>GPV (亿元)</b>	<b>14,599</b>	<b>21,242</b>	<b>22,316</b>	<b>28,027</b>	<b>34,228</b>	<b>40,146</b>
其中, 基于运用程序的支付服务	8,088	12,851	15,599	19,967	24,958	29,950
同比增速	-10%	59%	21%	28%	25%	20%
传统支付服务	6,511	8,391	6,717	8,061	9,270	10,197
同比增速	9.0%	28.9%	-19.9%	20.0%	15.0%	10.0%
<b>费率</b>	<b>0.125%</b>	<b>0.107%</b>	<b>0.123%</b>	<b>0.129%</b>	<b>0.135%</b>	<b>0.137%</b>
其中, 基于运用程序的支付服务	0.158%	0.122%	0.139%	0.144%	0.150%	0.151%
传统支付服务	0.084%	0.083%	0.088%	0.092%	0.095%	0.095%
<b>商户解决方案收入</b>	<b>463</b>	<b>642</b>	<b>310</b>	<b>371</b>	<b>539</b>	<b>781</b>
同比增速		38.5%	-51.8%	20.0%	45.0%	45.0%
<b>到店电商业务收入</b>		<b>148</b>	<b>354</b>	<b>163</b>	<b>408</b>	<b>800</b>
同比增速			139.0%	-53.9%	150.0%	96.0%
<b>GMV</b>		<b>4.0</b>	<b>33.0</b>	<b>54.5</b>	<b>81.7</b>	<b>114.3</b>
同比增速			725.0%	65.0%	50.0%	40.0%
<b>Take rate</b>				<b>3.00%</b>	<b>5.00%</b>	<b>7.00%</b>

资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所预测和整理

- **营业成本:** 公司营业成本主要是付给渠道代理商的佣金, 预计与收入的比例保持基本稳定, 假设 2023-2025 年“营业成本/营业收入”比值分别为 69.5%/69.0%/68.5%。
- **费用:** 2020 年底公司切入到店电商业务, “销售费用/收入”比值持续提升, 我们假设之后销售费用在高位小幅下降, 但仍明显高于 2020 年之前的水平, 2023-2025 年“销售费用/收入”比值为 11.0%/10.0%/9.0%; 预计“管理费用/收入”比值维持在 17.0%的水平。

### 未来 3 年业绩预测

根据上述核心假设, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.18/2.46/3.77 亿元, 同比分别增长-23.6%/+109.3%/+53.1%, 对应的 EPS 分别为 0.26/0.55/0.84 元(未考虑 2023 年上半年公司在清算机构的要求下向其待处理账户支付交易手续费率调整相关金额的影响)。



表5: 公司损益表预测

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,059</b>	<b>3,418</b>	<b>4,152</b>	<b>5,571</b>	<b>7,073</b>
营业成本	2,244	2,387	2,885	3,816	4,809
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	259	387	457	529	637
管理费用	510	593	706	947	1,202
财务费用	17	52	75	105	111
投资收益	332	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	97	71	42	70	61
其他收入	8	45	28	28	35
营业利润	465	114	99	271	410
营业外净收支	(19)	8	34	8	16
<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>122</b>	<b>133</b>	<b>278</b>	<b>426</b>
所得税费用	63	26	27	56	85
少数股东损益	(37)	(58)	(11)	(23)	(36)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>421</b>	<b>154</b>	<b>118</b>	<b>246</b>	<b>377</b>

资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所预测和整理

## 盈利预测的敏感性分析

支付业务是公司的根基, 商户解决方案和到店电商业务目前处在快速发展阶段, 三大业务对公司的业绩表现都至关重要。因此, 我们在以上核心假设的基础上, 进行以下敏感性分析。

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测 (上述核心假设均上调 10%)</b>			
营业收入 (百万元)	4,225	5,814	7,538
(+/-%)	23.6%	37.6%	29.6%
归母净利润 (百万元)	493	765	1069
(+/-%)	220.3%	55.2%	39.7%
每股收益 (元)	1.11	1.72	2.40
<b>中性预测 (上述核心假设条件)</b>			
营业收入 (百万元)	4,152	5,571	7,073
(+/-%)	21.5%	34.2%	26.9%
归母净利润 (百万元)	118	246	377
(+/-%)	-23.6%	109.3%	53.1%
每股收益 (元)	0.26	0.55	0.84
<b>悲观预测 (上述核心假设均下调 10%)</b>			
营业收入 (百万元)	4,078	5,333	6,627
(+/-%)	19.3%	30.8%	24.3%
归母净利润 (百万元)	-229	-210	-208
(+/-%)	--	--	--
每股收益 (元)	-0.51	-0.47	-0.47

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

### 估值

考虑公司到店电商业务和商户解决方案业务正处于快速发展阶段，我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。同时，考虑到目前 A 股和 H 股并没有和公司三大业务板块完全相似的公司，因此采用分布估值法来估值。

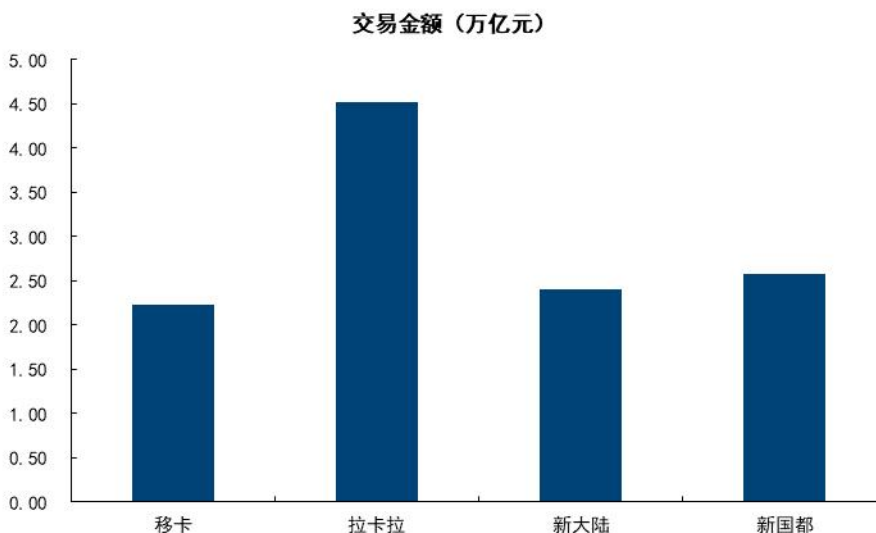
支付业务和商户解决方案业务：选择拉卡拉、新国都和新大陆三家公司作为可比公司。2022 年移卡支付业务 GPV 为 2.23 万亿元，拉卡拉、新国都和新大陆支付业务 GPV 分别为 4.52 万亿元、2.40 万亿元和 2.58 万亿元，但移卡主要提供扫码收单服务，其他三家银行卡 POS 收单服务占比更高。根据三家可比公司 2024 年 PE 估值表现，我们认为移卡 2024 年合理 PE 值约在 11.3x~13.8x 之间（对比公司估值均值上给予 10%折溢价），据此测算的公司支付业务和商户解决方案业务 2024 年对应市值范围约为 69.4~84.8 亿元。

表7: 可比公司情况

代码	公司	股价	市值 (亿元)	2022 年收入 (亿元)	2022 年利润 (亿元)	2023 年预期 PS	2023 年预期 PE	2024 年预期 PS	2024 年预期 PE
300773.SZ	拉卡拉	15.13	119.1	53.4	-14.37	2.0	14.5	1.7	12.1
000997.SZ	新大陆	19.04	193.0	66.3	-3.82	2.1	16.9	1.7	13.1
300130.SZ	新国都	22.14	120.7	43.0	0.45	2.5	16.3	2.1	12.4
<b>平均值</b>						<b>2.2</b>	<b>15.9</b>	<b>1.8</b>	<b>12.5</b>

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：数据日期为 2024/1/8；2023 年和 2024 年预期 PE/PS 为 WIND 一致预测。

图37: 四家公司 2022 年支付业务交易规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表8: 四家公司 2022 年收入结构**

	移卡	拉卡拉	新大陆	新国都	
第三方支付服务	80.6%支付业务	85.38%电子支付产品及信息读产品	45.25%	电子支付产品	22.74%
商户解决方案	9.1%科技服务业务	6.36%商户运营及增值服务	39.44%	生物识别产品	2.18%
到店电商业务	10.4%其他	8.26%行业应用与软件开发及服务	15.08%	收单及增值服务	70.87%
		其他	0.23%	审核服务	1.50%
				技术服务	1.64%
				其他	1.07%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

到店电商业务：选取美团和快手两家涉及本地生活服务的上市公司作为可比公司，整体业务采用 P/S 方式估值。但可比公司业务多元化，且本地生活服务除了从事到店业务，还从事到家业务。另外，移卡到店电商业务以支付业务为入口，商户粘性更强且高效率。考虑到几家公司业务情况与市场地位，我们认为移卡到店电商业务的 2024 年 PS 估值区间范围为 1.15x~1.56x(在均值 PS 估值基础上给予 15% 折溢价)，对应的目标市值范围为 4.7~6.4 亿元。

**表9: 到店电商业务可对比公司估值情况**

代码	公司	股价	市值 (亿元)	2022 年收入 (亿元)	2022 年利润 (亿元)	2023 年预期 PS	2023 年预期 PE	2024 年预期 PS	2024 年预期 PE
3690.HK	美团	73.95	4,198.2	2,199.5	-66.86	1.5	32.2	1.2	17.4
1024.HK	快手	49.20	1,954.9	941.8	-136.91	1.7	50.3	1.5	18.9
<b>平均值</b>						<b>1.6</b>	<b>41.3</b>	<b>1.4</b>	<b>18.2</b>

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：数据日期为 2024/1/8；2023 年和 2024 年预期 PE/PS 为 WIND 一致预测。

基于分部估值法，公司 2024 年目标市值区间为 74.1~91.1 亿元，对应的每股股价区间为 16.61~20.44 元。即 2024 年目标市值区间为 80.8~99.4 港元（1 人民币 = 1.0903 港币，汇率日期：2023/1/8），对应的每股股价区间为 18.11~22.28 港元。

## 投资建议

综合上述分部估值法，我们认为 2024 年公司股票目标市值区间为 74.1~91.1 亿元（即 80.8~99.4 港元），对应的每股股价区间为 16.61~20.44 元（即 18.11~22.28 港元）。公司是非银行独立二维码支付龙头，伴随行业迈入规范和公平发展，未来市场份额仍有提升空间，支付基本盘稳固。同时，到店电商业务增长迅猛且发展空间大。考虑到目前公司估值处在低位，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了分部估值方法，选取可比公司平均估值水平来给公司定价。虽然在均值上给与了一定的折溢价，但该方法仍存在可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。当然，相对估值法也存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的情况。

### 盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素来自多方面：

- (1) 宏观经济因素，公司三大业务板块都与线下消费景气度呈现明显正相关性，如果线下消费复苏不及预期，可能会带来公司业绩低于预期。
- (2) 支付业务受监管政策影响较大，不排除监管政策发生不利变化给公司支付业务带来不利影响。
- (3) 商户解决方案和到店电商业务以支付业务为入口，支付业务的不确定本身就会带来赋能业务的不确定性。
- (4) 到店电商业务市场竞争激烈，发展过程中面临诸多风险和不确定性。比如，龙头美团加大下沉市场的开拓；移卡目前营销渠道对抖音等内容平台具有较大的依赖度，如果字节后抖音强化自营模式而弱化和第三方合作，会对公司业务带来冲击；伴随抖音、快手等内容平台的加入，不排除此后到店电商市场会发生价格战来抢占市场份额，使得该业务的盈利能力大幅下降。

### 技术风险

金融科技目前是一个技术不断更迭的市场，且监管正在逐步加强，如果公司技术迭代落后或者金融科技监管持续加强，会对公司商户解决方案业务产生较大冲击。另外，随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致关键技术人才流失的风险。

### 政策风险

支付业务和金融科技都属于强监管的市场，若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

### 内控风险

**实际控制人控制不当的风险。**公司实际控制人对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2058	1592	2772	2717	2561	营业收入	3,059	3,418	4,152	5,571	7,073
应收款项	1714	2633	3134	4121	5127	营业成本	2,244	2,387	2,885	3,816	4,809
存货净额	10	7	8	13	14	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	718	925	1101	1447	1801	销售费用	259	386	457	529	637
<b>流动资产合计</b>	<b>5628</b>	<b>5758</b>	<b>7617</b>	<b>9022</b>	<b>10371</b>	管理费用	510	593	706	947	1,202
固定资产	35	23	92	194	283	财务费用	17	52	75	105	111
无形资产及其他	559	522	517	512	507	投资收益	332	0	0	0	0
投资性房地产	58	221	221	221	221	资产减值及公允价值变动	97	71	42	70	61
长期股权投资	476	766	1021	1071	1122	其他收入	8	45	28	28	35
<b>资产总计</b>	<b>6756</b>	<b>7290</b>	<b>9469</b>	<b>11019</b>	<b>12503</b>	营业利润	465	114	99	271	410
短期借款及交易性金融负债	510	680	1636	1769	1963	营业外净收支	(19)	8	34	8	16
应付款项	374	413	475	597	713	<b>利润总额</b>	<b>446</b>	<b>122</b>	<b>133</b>	<b>278</b>	<b>426</b>
其他流动负债	2529	3047	3526	4609	5457	所得税费用	63	26	27	56	85
<b>流动负债合计</b>	<b>3412</b>	<b>4140</b>	<b>5638</b>	<b>6976</b>	<b>8133</b>	少数股东损益	(37)	(58)	(11)	(23)	(36)
长期借款及应付债券	0	379	929	929	929	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>421</b>	<b>154</b>	<b>118</b>	<b>246</b>	<b>377</b>
其他长期负债	143	89	119	115	105						
<b>长期负债合计</b>	<b>143</b>	<b>468</b>	<b>1048</b>	<b>1044</b>	<b>1034</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3555</b>	<b>4609</b>	<b>6686</b>	<b>8019</b>	<b>9167</b>	净利润	421	154	118	246	377
少数股东权益	(59)	(89)	(105)	(134)	(175)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3259	2770	2888	3134	3511	折旧摊销	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6756</b>	<b>7290</b>	<b>9469</b>	<b>11019</b>	<b>12503</b>	公允价值变动损失	(97)	(71)	(42)	(70)	(61)
						财务费用	17	52	75	105	111
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	451	(781)	(107)	(139)	(407)
每股收益	0.94	0.35	0.26	0.55	0.84	其它	(37)	(58)	(11)	(23)	(36)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>738</b>	<b>(756)</b>	<b>(43)</b>	<b>14</b>	<b>(127)</b>
每股净资产	7.31	6.21	6.48	7.03	7.87	资本开支	0	(59)	(27)	(31)	(28)
ROIC	1%	1%	2%	6%	8%	其它投资现金流	(733)	525	0	(121)	(145)
ROE	13%	6%	4%	8%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1100)</b>	<b>176</b>	<b>(283)</b>	<b>(202)</b>	<b>(223)</b>
毛利率	27%	30%	31%	31%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	2%	3%	5%	6%	负债净变化	0	379	0	0	0
EBITDA Margin	1%	2%	3%	5%	6%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	33%	12%	21%	34%	27%	其它融资现金流	(123)	(645)	956	133	194
净利润增长率	-4%	-63%	-24%	109%	53%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(123)</b>	<b>113</b>	<b>1506</b>	<b>133</b>	<b>194</b>
资产负债率	52%	62%	69%	72%	72%	<b>现金净变动</b>	<b>(484)</b>	<b>(466)</b>	<b>1181</b>	<b>(55)</b>	<b>(156)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2542	2058	1592	2772	2717
P/E	13.6	37.2	48.7	23.3	15.2	货币资金的期末余额	2058	1592	2772	2717	2561
P/B	1.8	2.1	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(800)	(51)	52	(95)
EV/EBITDA	215	212	125	51	36	权益自由现金流	0	(1107)	845	100	9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032