

互联网	收盘价 港元 13.98	目标价 港元 16.00↓	潜在涨幅 +14.4%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年2月26日

移卡 (9923 HK)

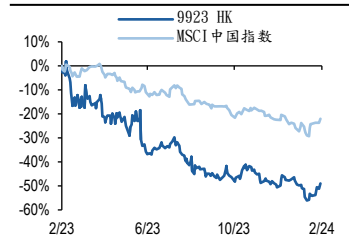
支付业务调整，到店竞争加剧，利润或不及此前预期；下调至中性

- ⊖ **下调2023年全年收入及利润预期，经调整EBITDA快速增长趋势不变。**我们下调2023年总收入预期11%至39亿元（人民币，下同），同比增14%，主要因：1）支付业务一次性调整影响及费率短期承压；2）受竞争影响，到店业务增长承压。基于收入下调，我们相应调整归母净利润预期至8000万元，对应净利率2%，对比此前预期的1.5亿元/4%。剔除一次性影响，我们预计经调整EBITDA同比增160%至5.5亿元，维持扩张趋势，受益于支付业务扩张及到店亏损收窄。
- ⊖ **支付GPV增势不变，费率短期承压。**我们预计2023年支付规模（GPV）2.8万亿元，同比增26%，与此前预期基本一致，主要受益于线下消费复苏及代理商渠道扩张。但考虑：1）259号文件全面实施，收单合规化发展，2）支付业务一次性调整，我们预计短期费率下调或高于我们此前预期，预计2023年支付费率为0.122%（对比1H23为0.129%），对应支付收入34亿元，同比增24%。长期看，行业合规化发展或加速中小机构出清，有助于行业集中度提升，利好头部机构。
- ⊖ **到店短期聚焦扭亏为盈，下调全年GMV/收入预期。**我们预计2023年下半年到店GMV为19亿元，同比持平/环比降20%，对应全年GMV为44亿元，低于2023年年初预期的>50亿元，主要因抖音服务商竞争进一步加剧。我们预计2023年全年到店收入1亿元，同比降69%，对应佣金率降7.6个百分点至2.5%，主要因：1）竞争加剧下直营模式佣金率下调；2）合伙人模式抽佣较低。我们预计到店亏损为3900万元，对比去年2亿元进一步收窄。当前竞争环境下，公司短期或将聚焦扭亏为盈，GMV及收入或将放缓。
- ⊖ **估值：**考虑到店竞争加剧、支付费率短期承压，我们下调2024年收入/归母净利润预期。基于2024年15倍市盈率，目标价从21港元下调至16港元（较现价14%上升空间），并下调评级至**中性**。**上行风险：**行业加速出清，支付GPV增长/费率改善快于预期。**下行风险：**支付渠道拓展不及预期。

个股评级

中性↓

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	27.55
52周低位 (港元)	11.88
市值 (百万港元)	6,193.28
日均成交量 (百万)	0.27
年初至今变化 (%)	(5.03)
200天平均价 (港元)	14.55

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

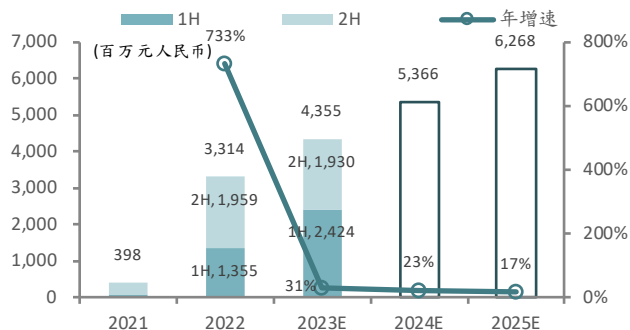
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	3,059	3,418	3,907	4,849	5,562
同比增长 (%)	33.4	11.8	14.3	24.1	14.7
净利润 (百万人民币)	421	154	80	405	585
每股盈利 (人民币)	0.97	0.38	0.21	1.08	1.57
同比增长 (%)	-20.1	-60.3	-44.1	405.5	44.7
前EPS预测值 (人民币)			0.41	1.35	2.13
调整幅度 (%)			-47.6	-19.6	-26.3
市盈率 (倍)	13.3	33.6	60.0	11.9	8.2
每股账面净值 (人民币)	7.48	6.90	6.97	7.57	8.77
市账率 (倍)	1.72	1.86	1.85	1.70	1.47

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

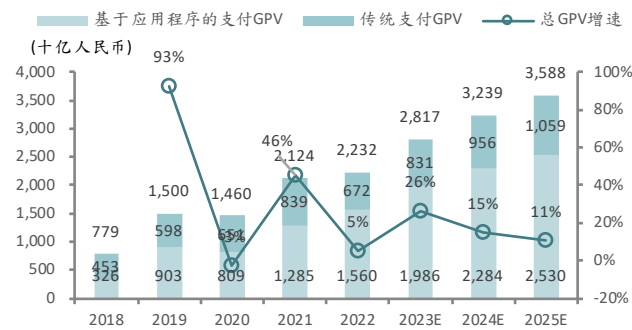
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 预计 2023 年到店电商 GMV 43.6 亿元



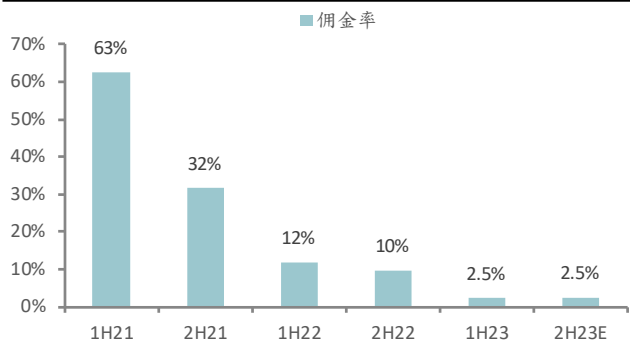
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 预计 2023 年支付 GPV 超 2.8 万亿元



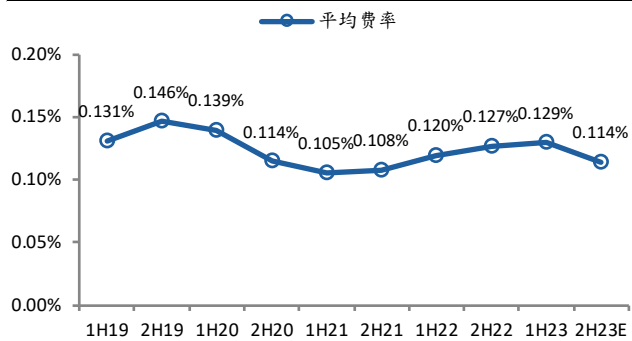
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 1H23 到店电商佣金率降至 2.5%



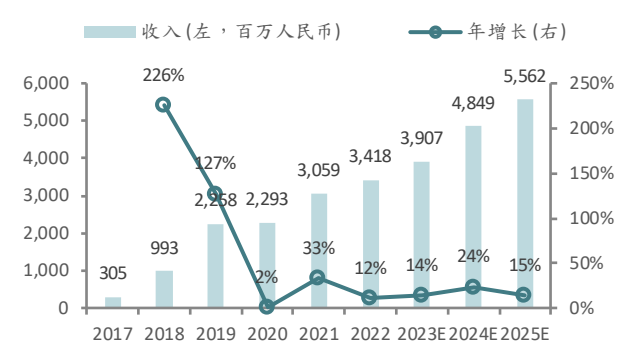
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 支付费率呈上行趋势



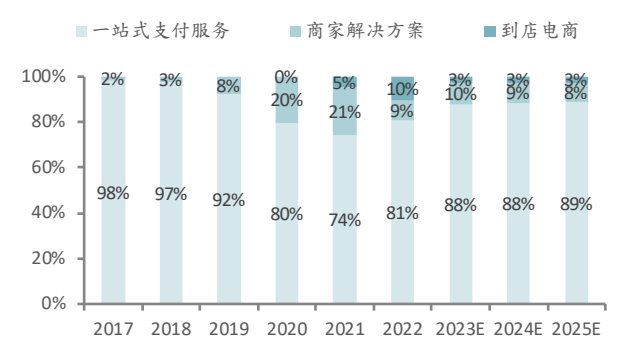
资料来源: 公司资料, 交银国际预测, 剔除非经常性收入调整影响, 2023 年平均费率为 0.13%

图表 5: 预计 2023 年总收入为 39 亿元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 6: 收入分布



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 7: 财务预测

百万元人民币						年增速%			
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日									
营业收入	3,059	3,418	3,907	4,849	5,562	12	14	24	15
<u>彭博一致预期</u>			4,251	5,588	6,624		24	31	19
一站式支付服务	2,268	2,754	3,427	4,290	4,929	21	24	25	15
商家解决方案	642	310	371	421	469	-52	20	13	11
到店电商	148	354	109	138	164	139	-69	27	19
营业成本	2,244	2,387	3,212	3,698	4,128				
毛利	815	1,031	695	1,151	1,434	27	-33	66	25
毛利率 (%)	27	30	18	24	26				
经营费用	769	980	656	758	858	27	-33	15	13
销售费用	259	386	148	165	179	49	-62	11	9
管理费用	269	323	283	324	371	20	-12	15	14
研发费用	240	270	225	269	308	12	-17	19	15
经营利润	482	167	204	513	696	-65	22	152	36
经营利润率	16	5	5	11	13				
税前净利润/亏损	446	122	94	453	656	-73	-24	385	45
所得税	-63	-26	-19	-68	-98				
净利润/亏损	383	96	75	385	557	-75	-22	414	45
少数股东损益	-37	-58	-5	-19	-28				
归属于母公司的净利润	421	154	80	405	585	-63	-48	405	45
净利润/亏损率	14	5	2	8	11				
<u>彭博一致预期</u>			167	484	670				

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 8: 移卡 (9923 HK) 目标价及评级



图表 9: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	111.36	140.00	25.7%	2024年01月25日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	10.02	13.00	29.7%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.90	75.00	63.4%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.51	5.60	59.5%	2024年01月19日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.23	9.00	-12.0%	2023年11月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	90.95	99.00	8.9%	2023年09月26日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.70	29.00	12.8%	2024年02月21日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	6.64	8.30	25.0%	2023年12月11日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	32.48	39.00	20.1%	2023年12月01日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	127.69	180.00	41.0%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	75.96	108.00	42.2%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	23.90	30.00	25.5%	2023年11月16日	电商
DAO US	有道	买入	4.13	5.30	28.3%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	14.21	15.50	9.1%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	71.95	75.00	4.2%	2024年01月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.50	3.80	-30.9%	2024年01月23日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	290.80	388.00	33.4%	2024年01月19日	游戏
NTES US	网易	买入	108.65	135.00	24.3%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.80	19.92	68.8%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	21.80	31.00	42.2%	2023年08月23日	游戏
3690 HK	美团	买入	81.50	93.00	14.1%	2024年02月23日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.40	43.00	110.8%	2023年11月09日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	7.83	11.60	48.1%	2024年01月10日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.38	11.70	24.7%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.19	2.00	-8.7%	2024年01月09日	物流
9923 HK	移卡	中性	13.98	16.00	14.4%	2024年02月26日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	28.20	38.00	34.8%	2023年04月12日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	366.40	440.00	20.1%	2024年02月22日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	19.60	22.00	12.2%	2023年05月25日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 2 月 23 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	3,059	3,418	3,907	4,849	5,562
主营业务成本	(2,244)	(2,387)	(3,212)	(3,698)	(4,128)
毛利	815	1,031	695	1,151	1,434
销售及管理费用	(528)	(709)	(431)	(489)	(550)
研发费用	(240)	(270)	(225)	(269)	(308)
其他经营净收入/费用	437	115	165	120	120
经营利润	482	167	204	513	696
Non-GAAP标准下的经营利润	534	213	255	571	762
财务成本净额	(17)	(52)	(95)	(60)	(40)
应占联营公司利润及亏损	(19)	8	(15)	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	446	122	94	453	656
税费	(63)	(26)	(19)	(68)	(98)
非控股权益	37	58	5	19	28
净利润	421	154	80	405	585
作每股收益计算的净利润	421	154	80	405	585
Non-GAAP标准的净利润	421	154	80	405	585

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,058	1,592	2,334	2,810	3,254
应收账款及票据	2,806	3,221	2,909	3,306	3,834
存货	10	7	17	10	20
其他流动资产	754	939	939	939	939
总流动资产	5,628	5,758	6,199	7,066	8,047
投资物业	351	634	634	634	634
物业、厂房及设备	74	48	65	71	75
无形资产	519	497	483	472	465
合资企业/联营公司投资	125	132	132	132	132
其他长期资产	58	221	199	182	165
总长期资产	1,128	1,532	1,512	1,491	1,470
总资产	6,756	7,290	7,711	8,557	9,517
短期贷款	510	680	680	680	680
应付账款	2,759	3,309	4,177	4,803	5,321
其他短期负债	144	151	175	182	187
总流动负债	3,412	4,140	5,032	5,666	6,188
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	143	468	82	82	82
总长期负债	143	468	82	82	82
总负债	3,555	4,609	5,114	5,748	6,271
股本	3,149	3,070	3,070	3,070	3,070
储备及其他资本项目	111	(300)	(468)	(242)	205
股东权益	3,259	2,770	2,602	2,828	3,275
非控股权益	(59)	(89)	(5)	(19)	(28)
总权益	3,201	2,681	2,597	2,809	3,247

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	446	122	94	453	656
合资企业/联营公司收入调整	19	(8)	15	0	0
折旧及摊销	97	112	102	74	85
营运资本变动	(358)	(44)	1,014	235	(6)
其他经营活动现金流	(368)	12	(81)	(90)	(112)
经营活动现金流	(164)	194	1,145	673	623
资本开支	(29)	(8)	(53)	(52)	(52)
投资活动	54	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(191)	(473)	(350)	(145)	(128)
投资活动现金流	(166)	(481)	(402)	(196)	(180)
负债净变动	292	171	0	0	0
权益净变动	(388)	(380)	0	0	0
其他融资活动现金流	(34)	(45)	0	0	0
融资活动现金流	(130)	(254)	0	0	0
汇率收益/损失	(25)	75	0	0	0
年初现金	2,542	2,058	1,592	2,334	2,810
年末现金	2,058	1,592	2,334	2,810	3,254

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.996	0.390	0.215	1.085	1.569
全面摊薄每股收益	0.966	0.383	0.214	1.083	1.567
Non-GAAP标准下的每股收益	0.966	0.383	0.214	1.083	1.567
每股账面值	7.478	6.897	6.966	7.571	8.767
利润率分析(%)					
毛利率	26.6	30.2	17.8	23.7	25.8
EBITDA利润率	18.3	8.3	7.4	12.1	14.0
EBIT利润率	15.8	4.9	5.2	10.6	12.5
净利率	13.8	4.5	2.0	8.3	10.5
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	26.6	30.2	17.8	23.7	25.8
EBITDA利润率	4.0	6.2	14.1	12.8	13.8
经营利润率	17.5	6.2	6.5	11.8	13.7
净利率	13.8	4.5	2.0	8.3	10.5
盈利能力(%)					
ROA	6.8	2.2	1.1	5.0	6.5
ROE	13.2	5.2	3.0	15.0	19.3
ROIC	11.6	4.0	5.2	12.9	15.9
其他					
流动比率	1.6	1.4	1.2	1.2	1.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及長久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。