

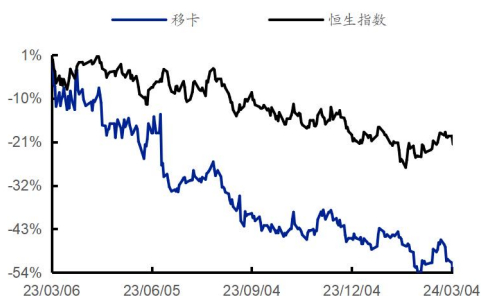
研究所:

证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 联系人: 罗婉琦 S0350122040042
 luowq@ghzq.com.cn

支付业务短期调整，到店业务竞争加剧

——移卡 (9923.HK) 2023 年财报前瞻

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/03/05

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|------|------|--------|--------|
| 移卡 | 0.5% | -14.1% | -54.4% |
| 恒生指数 | 4.2% | -1.0% | -21.4% |

市场数据

2024/03/05

| | |
|---------------|-------------|
| 当前价格 (港元) | 12.02 |
| 52 周价格区间 (港元) | 11.80-26.40 |
| 总市值 (百万港元) | 5,325.01 |
| 流通市值 (百万港元) | 5,325.01 |
| 总股本 (万股) | 44,301.24 |
| 流通股本 (万股) | 44,301.24 |
| 日均成交额 (百万港元) | 4.43 |
| 近一月换手 (%) | 0.08 |

相关报告

《移卡 (9923.HK) 2023H1 财报点评: 支付业务量价齐升，到店电商短期承压 (买入) *软件开发* 陈梦竹》——2023-08-28

《移卡(9923.HK)公司深度报告: 支付基本盘稳健增长，到店电商构建第二增长曲线 (买入) *海外* 陈梦竹》——2023-03-01

核心观点:

- 主要财务指标前瞻:** 我们预计移卡公司 2023 年实现总营收 39.1 亿元 (YoY+15%)，其中支付业务收入预计 34.5 亿元 (YoY+25%)，商户解决方案收入预计 3.7 亿元 (YoY+20%)，到店电商业务收入预计 1.0 亿元 (YoY-72%)；预计公司实现净利润 0.1 亿元 (YoY-85%)，主要受到支付业务一次性收入调整的影响。
- 支付业务 GPV 延续高增长，费率短期承压:** 我们预计 2023 年支付业务 GPV 同比增长 29% 至 2.9 万亿元，活跃支付服务商户数量同比增长 15% 至 937 万，主要由线下消费复苏及支付分销渠道商拓展所推动；我们预计支付业务费率同比微降至 12.0 个基点，主要受到支付业务一次性调整的影响，剔除非经常性收入调整影响后，公司 2023 年支付费率预计同比提升至 13.1 个基点。我们认为，2023 年 9 月央行宣布全面落实 259 号文将规范整体收单业务发展，加速行业出清，现有持牌的头部机构有望受益。
- 到店业务竞争加剧，扭亏为盈趋势保持不变:** 我们预计 2023 年到店电商服务营收同比下降 72% 至 1.0 亿元，GMV 同比增长 37% 至 45 亿元，take rate 同比下降至 2.2%，主要由于 1) 公司推出的合伙人模式 GMV 占比提升对到店电商业务整体 take rate 造成一定稀释影响；2) 抖音本地生活服务商竞争加剧导致直营模式 take rate 下调。我们认为，公司持续推进合伙人模式以及直营模式下的降本增效将推动到店电商业务进一步减亏。
- 盈利预测和投资评级:** 由于支付业务非经常性收入调整的影响以及到店电商行业竞争加剧等因素，我们下调了公司营收及利润预测，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 39/53/63 亿元，归母净利润分别为 0.2/4.1/6.0 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.1/1.1/1.6 元，对应 2024/2025 年 P/E 分别为 10X/7X；根据 SOTP 估值法，我们给予 2024 年移卡合计目标市值 84 亿元人民币，对应目标价 21 港元/19 元人民币，考虑到公司支付业务 GPV 增长稳健、费率端有望受益于行业出清，且到店业务持续减亏，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 支付行业竞争加剧风险、行业监管政策调整风险、到店电商行业竞争加剧风险、到店电商业务发展不及预期风险、AIGC 应

用进展不及预期风险等。

| 预测指标 | FY2022A | FY2023E | FY2024E | FY2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 3418 | 3914 | 5312 | 6329 |
| 增长率(%) | 12 | 15 | 36 | 19 |
| 归母净利润（百万元） | 154 | 20 | 409 | 601 |
| 增长率(%) | -63 | -87 | 1901 | 47 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.38 | 0.06 | 1.11 | 1.63 |
| ROE(%) | 6 | 1 | 13 | 16 |
| P/E | 28.35 | 199.35 | 9.96 | 6.78 |
| P/B | 1.77 | 1.67 | 1.54 | 1.29 |
| P/S | 1.43 | 1.25 | 0.92 | 0.77 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

文中财报单位口径均为人民币，汇率参考 2024 年 3 月 6 日实时汇率 1 港元=0.92 元人民币

附表：移卡盈利预测表（股价单位港元，其余单位人民币，换算汇率为 2024.3.6 实时汇率，1 港元=0.92 元人民币）

| 证券代码: | 09923 | | 股价: | 12.02 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/03/05 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 6% | 1% | 13% | 16% | EPS | 0.39 | 0.06 | 1.11 | 1.63 |
| 毛利率 | 30% | 19% | 27% | 28% | BVPS | 6.25 | 6.63 | 7.19 | 8.57 |
| 期间费率 | 30% | 23% | 23% | 22% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 3% | 0% | 8% | 9% | P/E | 28.35 | 199.35 | 9.96 | 6.78 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.77 | 1.67 | 1.54 | 1.29 |
| 收入增长率 | 12% | 15% | 36% | 19% | P/S | 1.43 | 1.25 | 0.92 | 0.77 |
| 利润增长率 | -75% | -85% | 2,762% | 48% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.53 | 0.60 | 0.71 | 营业收入 | 3418 | 3914 | 5312 | 6329 |
| 应收账款周转率 | 1.30 | 1.63 | 1.56 | 2.11 | 营业成本 | -2387 | -3187 | -3895 | -4530 |
| 存货周转率 | 517.73 | 360.38 | 506.81 | 441.31 | 营业税金及附加 | - | - | - | - |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | -386 | -157 | -266 | -316 |
| 资产负债率 | 63% | 61% | 65% | 59% | 管理费用 | -323 | -420 | -505 | -570 |
| 流动比 | 1.39 | 1.36 | 1.28 | 1.39 | 财务费用 | -52 | -82 | -106 | -127 |
| 速动比 | 0.84 | 0.87 | 0.89 | 0.86 | 研发费用 | -270 | -234 | -319 | -380 |
| | | | | | 营业利润 | 167 | 116 | 604 | 862 |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业外净收支 | -44 | -93 | -106 | -127 |
| 现金及现金等价物 | 1592 | 2240 | 2368 | 2545 | 利润总额 | 122 | 23 | 498 | 736 |
| 应收款项 | 2633 | 2407 | 3414 | 3002 | 所得税费用 | -26 | -9 | -100 | -147 |
| 存货净额 | 7 | 11 | 10 | 14 | 净利润 | 96 | 14 | 398 | 589 |
| 其他流动资产 | 925 | 783 | 797 | 949 | 少数股东损益 | -58 | -7 | -11 | -13 |
| 流动资产合计 | 5758 | 6004 | 7248 | 7168 | 归属于母公司净利润 | 154 | 20 | 409 | 601 |
| 固定资产 | 48 | 39 | 53 | 63 | | | | | |
| 在建工程 | - | - | - | - | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 无形资产及其他 | 497 | 470 | 531 | 633 | 经营活动现金流 | 194 | 727 | 553 | 620 |
| 长期股权投资 | 132 | 157 | 212 | 253 | 净利润 | 154 | 20 | 409 | 601 |
| 资产总计 | 7290 | 7374 | 8841 | 8941 | 少数股东权益 | -89 | -78 | -106 | -127 |
| 短期借款 | 680 | 704 | 744 | 760 | 折旧摊销 | 112 | 94 | 112 | 133 |
| 应付款项 | 252 | 272 | 368 | 376 | 公允价值变动 | - | - | - | - |
| 预收帐款 | - | - | - | - | 营运资金变动 | -44 | -313 | -345 | -316 |
| 其他流动负债 | 3043 | 3267 | 4319 | 3754 | 投资活动现金流 | -481 | -423 | -521 | -620 |
| 流动负债合计 | 4140 | 4419 | 5644 | 5143 | 资本支出 | -25 | -157 | -159 | -190 |
| 长期借款及应付债券 | - | - | - | - | 长期投资 | -4 | -149 | -202 | -241 |
| 其他长期负债 | 89 | 98 | 117 | 127 | 其他 | -451 | -117 | -159 | -190 |
| 长期负债合计 | 468 | 98 | 117 | 127 | 筹资活动现金流 | -254 | 344 | 96 | 177 |
| 负债合计 | 4609 | 4517 | 5760 | 5270 | 债务融资 | 141 | 352 | 106 | 190 |
| 股本 | - | - | - | - | 权益融资 | -380 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2770 | 2935 | 3187 | 3798 | 其它 | -15 | -8 | -11 | -13 |
| 负债和股东权益总计 | 7290 | 7374 | 8841 | 8941 | 现金净增加额 | -466 | 648 | 128 | 177 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究团队研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。