

移卡 (09923.HK) 2023 年报点评

支付业务强劲，到店电商净亏损收窄

买入

核心观点

营收实现不错增长。2023 全年实现营收 39.5 亿元，同比增长 15.6%，实现归母净利润 1011 万元。主要是在清算机构的要求下，公司根据交易手续费率调整向其支付了相关费用 3.44 亿元。公司披露的经调整 EBITDA 为 5.56 亿元，同比增长了 161%。

支付业务增长强劲。2023 年支付业务收入 34.8 亿元，同比增长 26.5%。占收入总额的 88.2%。如果还原 3.44 亿元非经常性收入的影响，2023 年支付业务收入则同比增长了 39%（2021-2022 年增速在 20%左右）。其中，2023 年支付交易总量（GPV）同比增长了 29.2%至 2.88 万亿元，费率（撇除非经常性收入的影响）小幅提升 1bp 至 13.3 个基点，活跃支付服务商户数目超过 920 万户。公司作为非银行独立的扫码收单龙头，2023 年扫码支付收入为 28.6 亿元，同比增长 32.4%，占到支付总收入的 82%。扫码支付 GPV 达到 2.05 万亿元，同比增长 31.6%，占到 GPV 总量的 71.2%。

商户解决方案活跃商户和收入都实现了不错增长。2023 年商户解决方案收入 3.63 亿元，同比增长 17.2%，占公司收入总额的 9.2%。2023 年公司开创性研发的元宇宙小游戏 Yverse 上线，游戏上线后商户私域社群周活跃度从 12% 提升至 37%，用户留存率从 30%提升至 70%。由于公司产品商业化能力增强，线下商户的付费意愿也明显提升。期末，公司活跃商户解决方案上述数量超过 160 万户，同比增长了 30.8%。

到店电商 GMV 高增，净亏损收窄。2020 年底公司切入到店电商业务，覆盖了抖音、美团、快手、小红书、微信视频号、拼多多等多个平台。同时，与数十万名 KOL 展开合作，帮助商户获客、留客。2023 年到店电商业务 GMV（总商户交易量）已超过 43 亿元，同比增长 30.3%，毛利率由 2022 年的 67.3% 提升至 80.3%，净亏损额同比收窄 79.4%至 4350 万元。但 2023 年到店电商业务收入为 1.03 亿元，同比下降了 71%。主要是到店电商市场竞争非常激烈，公司作为新入局者，采取了短期费用折扣策略以及拓展合伙人模式来抢占市场份额，计算的 2023 年 take rate（收入/GMV）为 2.4%。

投资建议：线下消费持续复苏，公司支付业务增长强劲。同时，公司整合支付和到店电商与商户解决方案的能力持续增强，毛利率提升。我们上调 2024-2026 年归母净利润 3.2/4.5/6.2 亿元（2024-2025 年原预测 2.4/3.8 亿元）的预测，对应的 EPS 为 0.72/1.02/1.41 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：支付业务政策出现重大不利变化等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,418	3,951	5,335	6,634	8,017
(+/-%)	11.8%	15.6%	35.0%	24.4%	20.8%
归母净利润(百万元)	154	12	321	453	624
(+/-%)	-63.4%	-92.4%	2660.9%	41.2%	37.7%
每股收益(元)	0.35	0.03	0.72	1.02	1.41
EBIT Margin	5.1%	3.2%	8.0%	9.3%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	5.6%	0.4%	10.6%	13.0%	15.2%
市盈率 (PE)	33.3	441.1	16.0	11.3	8.2
EV/EBITDA	35.5	41.2	43.6	29.9	22.5
市净率 (PB)	1.85	1.89	1.69	1.47	1.25

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·财报点评

银行·其他银行 II

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

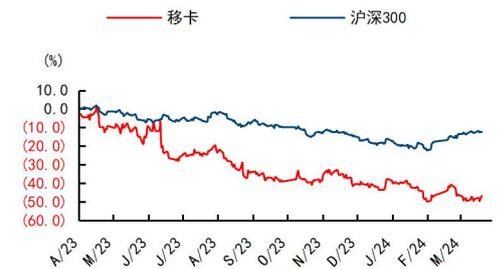
chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.58 港元
总市值/流通市值	5573/5573 百万港元
52 周最高价/最低价	25.80/11.78 港元
近 3 个月日均成交额	5.18 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

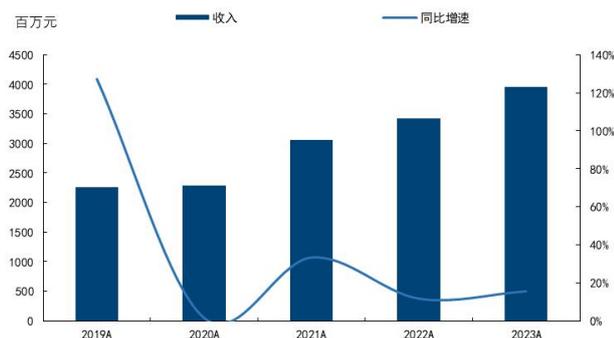
相关研究报告

《移卡 (09923.HK) 首次覆盖-收单龙头切入到店电商赛道》——2024-01-10

移卡定位为服务中小商户，伴随线下消费的逐步复苏，支付业务收入实现较好增长，到店电商和商户解决方案渗透率持续提升。2023 年公司实现收入 39.5 亿元，同比增长 26.5%（即使部分收入被非经常性收入调整所冲减，主要是在清算机构的要求下，公司根据交易手续费率调整向其支付了相关费用 3.44 亿元）。收入结构上，2023 年支付业务收入贡献 88.2%，商户与解决方案贡献 9.2%，到店电商贡献 2.6%。

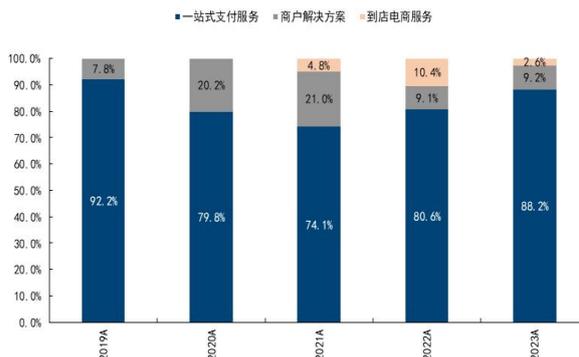
2023 年公司归母净利润仅 1163 万元，主要是受到非经常性收入调减的影响。公司披露的经调整 EBITDA 为 5.56 亿元，同比增长了 161%，业绩实现了较好增长。

图1：移卡营业收入和增速



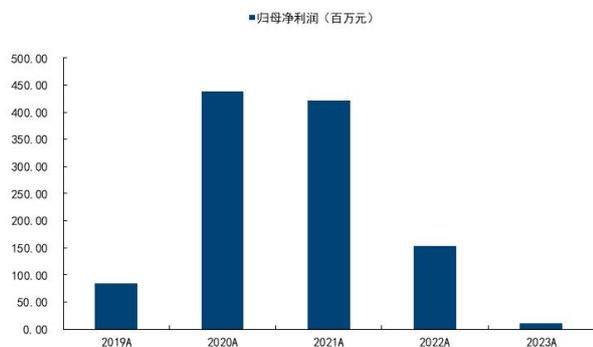
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：移卡收入结构



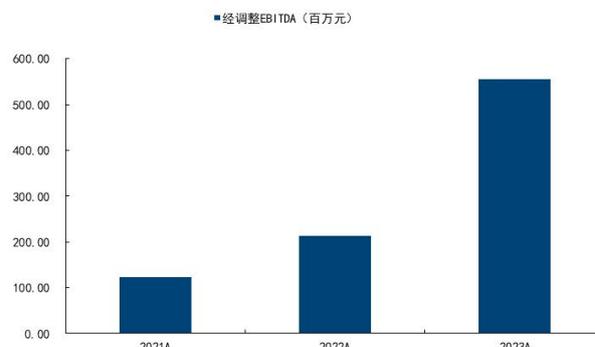
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：移卡归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

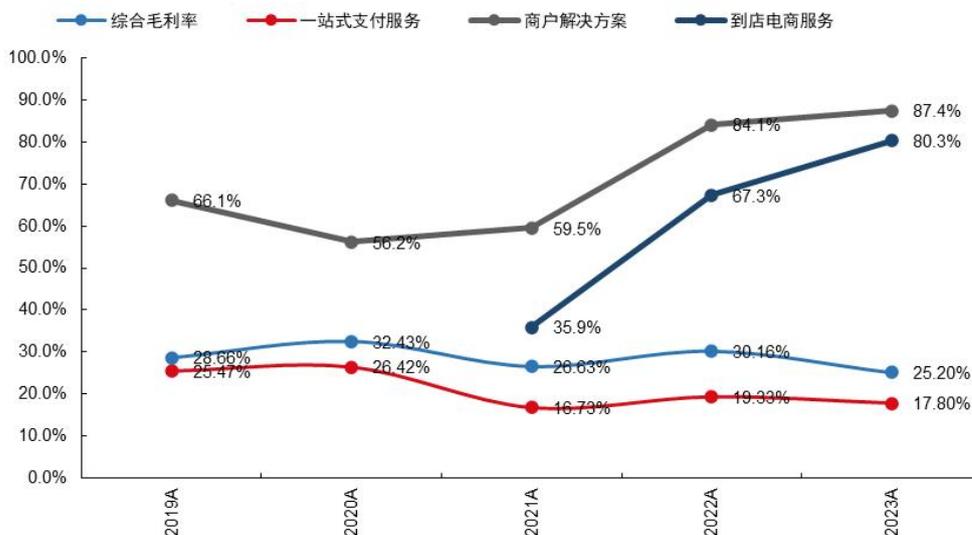
图4：移卡经调整 EBITDA



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

剔除非经常性损益冲减影响后，2023 年公司毛利为 10.8 亿元，毛利率为 25.2%，毛利率小幅下降，主要是考虑到疫情疤痕效应仍存，公司进一步加大了给代理商的分佣以实现 GPV 的快速增长，扩大品牌影响力。

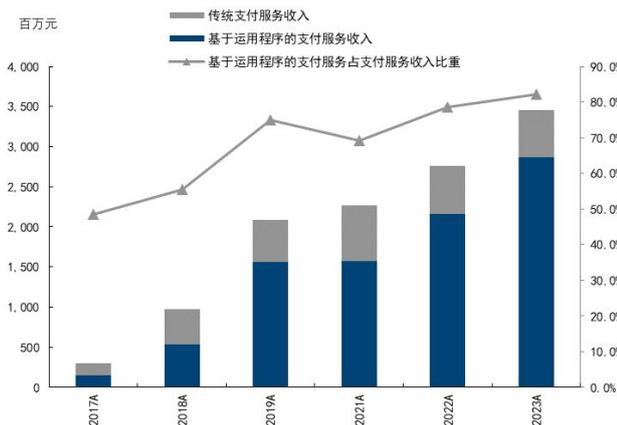
图5: 移卡各业务板块毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注: 剔除非经常性收入调减的影响。

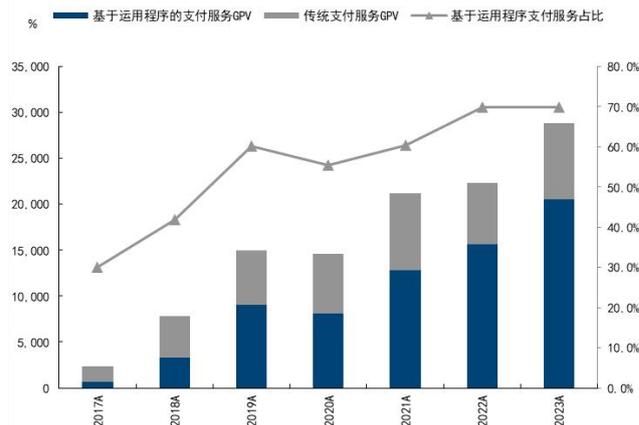
支付业务: GPV 增长强劲, 费率提升。2023 年支付业务收入 34.8 亿元, 同比增长 26.5%。占收入总额的 88.2%。如果还原 3.44 亿元非经常性收入的影响, 2023 年支付业务收入则同比增长了 39% (2021-2022 年增速在 20%左右)。其中, 2023 年支付交易总量 (GPV) 同比增长了 29.2% 至 2.88 万亿元, 费率 (撇除非经常性收入的影响) 小幅提升 1bp 至 13.3 个基点, 活跃支付服务商户数目超过 920 万户。公司作为非银行独立的扫码收单龙头, 2023 年扫码支付收入为 28.6 亿元, 同比增长 32.4%, 占到支付总收入的 82%。扫码支付 GPV 达到 2.05 万亿元, 同比增长 31.6%, 占到 GPV 总量的 71.2%。

图6: 公司支付业务收入及结构



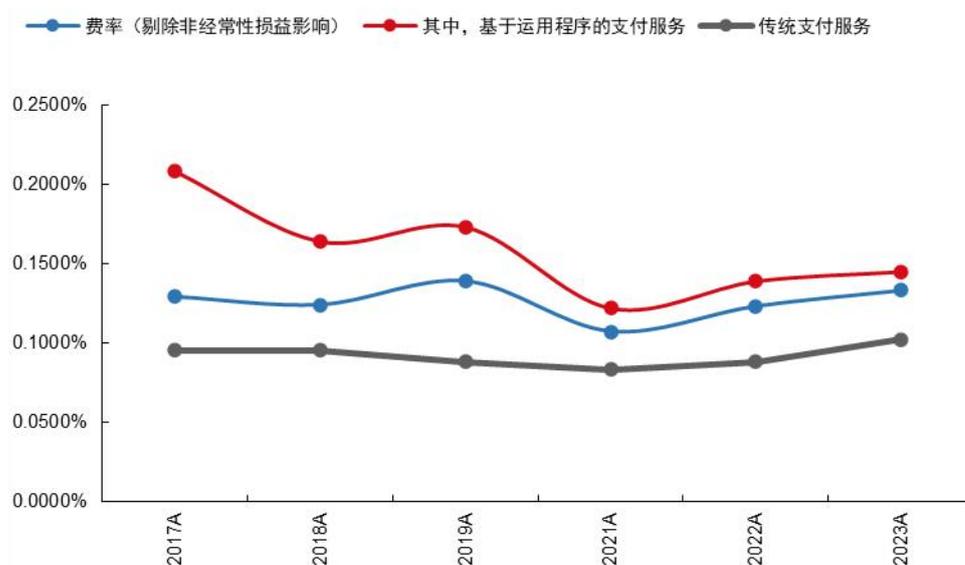
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司支付业务 GPV 及结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

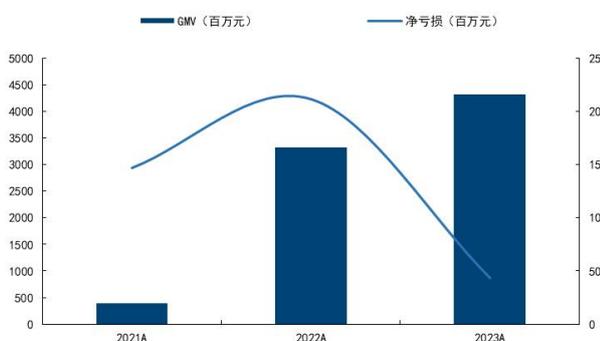
图8: 公司支付业务费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。注: 剔除非经常性收入调减的影响。

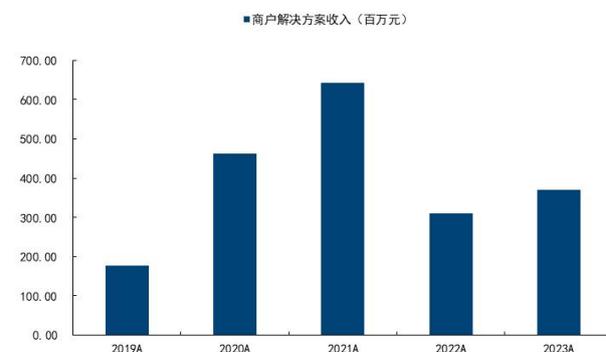
2023 年公司大力拓展合伙人模式, 并战略性向商户让利应对竞争, 因此公司 GMV 实现大幅增长, 全年 GMV 达到 43.2 亿元, 但 2023 年到店电商业务收入为 1.03 亿元, 同比下降了 71%, 计算的 2023 年 take rate (收入/GMV) 为 2.4%。商户解决方案逐步复苏, 全年实现收入 3.63 亿元, 同比增长 17.2%。

图9: 到店电商 GMV 增长快速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司商户解决方案逐步复苏



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1592	888	1000	800	600	营业收入	3,418	3,951	5,335	6,634	8,017
应收款项	2633	2647	3503	4269	5056	营业成本	2,387	3,212	3,921	4,776	5,692
存货净额	7	2	3	7	6	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	925	2113	2796	3408	4036	销售费用	386	125	240	299	361
流动资产合计	5758	6546	8198	9559	10988	管理费用	526	491	747	942	1,125
固定资产	23	67	291	513	736	财务费用	52	90	78	107	119
无形资产及其他	522	479	399	312	219	投资收益	8	0	0	0	0
投资性房地产	221	285	285	285	285	资产减值及公允价值变动	71	87	85	81	84
长期股权投资	766	1043	1391	1441	1492	其他收入	(22)	(84)	(53)	(53)	(63)
资产总计	7290	8420	10564	12110	13719	营业利润	122	35	381	538	740
短期借款及交易性金融负债	680	780	1614	1832	2261	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	413	420	479	543	599	利润总额	122	35	381	538	740
其他流动负债	3047	4090	4610	5617	6319	所得税费用	26	25	76	108	148
流动负债合计	4140	5290	6704	7992	9179	少数股东损益	(58)	(2)	(16)	(23)	(32)
长期借款及应付债券	379	406	956	956	956	归属于母公司净利润	154	12	321	453	624
其他长期负债	89	107	143	143	161	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	468	513	1098	1098	1116	净利润	154	12	321	453	624
负债合计	4609	5803	7802	9091	10295	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(89)	(90)	(267)	(463)	(682)	折旧摊销	(112)	(151)	(120)	(127)	(133)
股东权益	2770	2708	3029	3482	4106	公允价值变动损失	(71)	(87)	(85)	(81)	(84)
负债和股东权益总计	7290	8420	10564	12110	13719	财务费用	52	90	78	107	119
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(781)	(195)	(925)	(310)	(639)
每股收益	0.35	0.03	0.72	1.02	1.41	其它	(58)	(2)	(16)	(23)	(32)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(868)	(422)	(824)	(88)	(263)
每股净资产	6.25	6.11	6.84	7.86	9.27	资本开支	0	(93)	(100)	(100)	(100)
ROIC	1%	0%	10%	13%	17%	其它投资现金流	525	(293)	0	(179)	(215)
ROE	6%	0%	11%	13%	15%	投资活动现金流	235	(663)	(448)	(329)	(366)
毛利率	30%	19%	27%	28%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	8%	9%	10%	负债净变化	379	26	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	6%	7%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	12%	16%	35%	24%	21%	其它融资现金流	(593)	329	834	218	429
净利润增长率	-63%	-92%	2661%	41%	38%	融资活动现金流	166	382	1384	218	429
资产负债率	62%	68%	71%	71%	70%	现金净变动	(466)	(704)	112	(200)	(200)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2058	1592	888	1000	800
P/E	33.3	441.1	16.0	11.3	8.2	货币资金的期末余额	1592	888	1000	800	600
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.2	企业自由现金流	0	(403)	(803)	(44)	(200)
EV/EBITDA	36	41	44	30	22	权益自由现金流	0	(73)	(31)	87	132

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