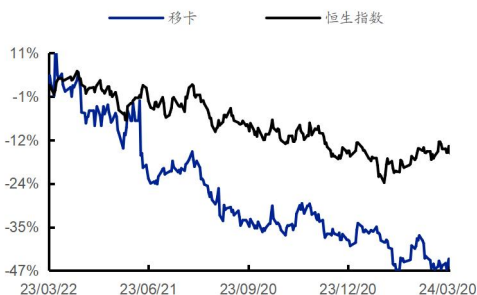


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 联系人: 罗婉琦 S0350122040042
 luowq@ghzq.com.cn

支付业务量价齐升，到店电商亏损收窄

——移卡 (9923.HK) 2023 年财报点评

最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/03/22		
表现	1M	3M	12M	
移卡	-10.9%	-8.7%	-45.7%	
恒生指数	-1.5%	1.0%	-15.8%	

市场数据		2024/03/22
当前价格 (港元)		12.20
52 周价格区间 (港元)		11.88-24.90
总市值 (百万港元)		5,404.75
流通市值 (百万港元)		5,404.75
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)		5.64
近一月换手 (%)		0.10

相关报告

《移卡 (9923.HK) 2023 年财报前瞻: 支付业务短期调整，到店业务竞争加剧 (买入)*软件开发*陈梦竹, 张娟娟》——2024-03-06

《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

事件:

2024 年 3 月 21 日公司发布 2023 年财报，2023 年实现营收 39.5 亿元 (YoY+16%)，毛利润 7.4 亿元 (YoY-28.4%)，Non-GAAP EBITDA 5.6 亿元 (YoY+160.6%)。报告期内，公司在清算机构的要求下向其待处理账户支付与交易手续费率调整相关的款项，对 2023 年整体收入造成非经常性影响约 3.44 亿元。

投资要点:

- 整体业绩表现:** 公司 2023 年营收及经调整利润保持稳健增长，其中，支付业务收入增长主要受益于线下消费复苏推动 GPV 增长强劲，以及行业整体费率提升；到店电商业务增速短期仍承压，主要受到抖音本地生活服务商竞争加剧的影响，但业务毛利率提升显著，扭亏为盈趋势保持不变。
- 支付业务“量”“价”齐升，积极拓展海外市场:** 2023 年一站式支付服务营收同比增长 26.5%至 34.8 亿元，主要由于 1) 线下消费复苏以及公司支付分销渠道商拓展推动支付服务 GPV 同比增长 29.2%至 28,829 亿元，活跃支付服务商户数量同比增长 13%至 922 万; 2) 受益于支付行业竞争格局改善及整体费率提升，公司 2023 年支付费率同比提升 0.9 个基点至 13.3 个基点 (剔除非经常性收入调整影响后)。支付业务毛利率同比微降至 17.8% (剔除非经常性收入调整影响后)，主要由于公司在提费基础上阶段性地提高支付分销渠道的分佣比例以促进 GPV 增长。2023 年，公司积极拓展海外市场，设立 Yeahpay Singapore，并分别在新加坡及香港特区取得 MPI 牌照和 MSO 牌照，且已开展本地二维码及银行卡收单业务，服务超过 5,000 家当地知名商户，有望贡献更多收入增量。
- 商家解决方案业务增长强劲，到店电商业务短期承压，扭亏为盈趋势保持不变:** 2023 年商家解决方案业务营收同比增长 17.2%至 3.6 亿元，主要由于线下商户付费意愿改善推动付费渗透率提升。2023 年到店电商服务营收同比下降 71.0%至 1.0 亿元，GMV 同比增长 30.3%至 43 亿元，take rate 同比下降至 2.4%，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。2023 年到店电商服务毛利率同比提高至 80.3%，净亏损同比大幅收窄 79.4%至 0.44 亿元，主要由于公司推进合伙人模式以及直营模式下降本增效的效果显现，预计随着业务规模持续增长，规模效应加强，相关亏损将进一步收窄。

- **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 2024-2026 年营收分别为 51/59/66 亿元，归母净利润分别为 3.9/5.7/6.7 亿元，对应摊薄 EPS 为 1.1/1.5/1.8 元，对应 P/E 为 11X/7X/6X；根据 SOTP 估值法，我们给予 2024 年移卡合计目标市值 71 亿元人民币，对应目标价 17 港元/16 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	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万元）	3951	5076	5924	6569
增长率(%)	16	28	17	11
归母净利润（百万元）	12	393	566	669
增长率(%)	-92	3281	44	18
摊薄每股收益（元）	0.03	1.05	1.52	1.79
ROE(%)	0	11	18	21
P/E	358.14	10.59	7.36	6.22
P/B	1.84	1.40	1.55	1.59
P/S	1.26	0.98	0.84	0.76
EV/EBITDA	-	-	-	-

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 22 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 2024.3.22 实时汇率，1 港元=0.92 元人民币）

证券代码:	09923		股价:	12.20	投资评级:	买入	日期:	2024/03/22	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	0%	11%	18%	21%	EPS	0.03	1.06	1.52	1.80
毛利率	19%	27%	28%	29%	BVPS	6.11	8.03	7.24	7.05
期间费率	21%	23%	22%	22%	估值				
销售净利率	0%	8%	9%	10%	P/E	358.14	10.59	7.36	6.22
成长能力					P/B	1.84	1.40	1.55	1.59
收入增长率	16%	28%	17%	11%	P/S	1.26	0.98	0.84	0.76
利润增长率	-89%	3,687%	45%	18%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.47	0.52	0.56	0.58	营业收入	3951	5076	5924	6569
应收账款周转率	1.49	1.59	1.85	1.90	营业成本	-3212	-3719	-4237	-4645
存货周转率	1975.29	637.79	1749.31	725.72	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	-125	-254	-296	-328
资产负债率	69%	65%	71%	74%	管理费用	-339	-482	-533	-591
流动比	1.24	1.25	1.09	1.03	财务费用	-90	-102	-118	-131
速动比	0.67	0.77	0.78	0.80	研发费用	-266	-305	-355	-394
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	125	580	811	952
现金及现金等价物	888	1749	1925	2245	营业外净收支	-90	-102	-118	-131
应收款项	2647	3193	3201	3457	利润总额	35	479	692	820
存货净额	2	8	3	9	所得税费用	-25	-96	-138	-164
其他流动资产	2113	1776	1777	1642	净利润	10	383	554	656
流动资产合计	6546	7705	7987	8484	少数股东损益	-2	-10	-12	-13
固定资产	67	72	89	101	归属于母公司净利润	12	393	566	669
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	2023E	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	479	615	718	796	经营活动现金流	53	429	618	728
长期股权投资	135	192	218	238	净利润	12	393	566	669
资产总计	8420	9745	10555	11352	少数股东权益	-90	-102	-118	-131
短期借款	780	1000	1167	1294	折旧摊销	125	143	177	196
应付款项	275	296	308	303	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	-51	-65	-76	-84
其他流动负债	4065	4646	5597	6326	投资活动现金流	-304	-460	-609	-592
流动负债合计	5290	6176	7347	8227	资本支出	-36	-51	-52	-61
长期借款及应付债券	-	-	-	-	长期投资	-19	-24	-22	-29
其他长期负债	107	112	118	131	其他	-249	-385	-535	-501
长期负债合计	513	112	118	131	筹资活动现金流	348	91	166	184
负债合计	5803	6288	7465	8359	债务融资	356	102	178	197
股本	-	-	-	-	权益融资	-	-	-	-
股东权益	2708	3559	3208	3124	其它	-8	-10	-12	-13
负债和股东权益总计	8420	9745	10555	11352	现金净增加额	97	61	176	320

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，现任国海证券海外研究分析师，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，现任国海证券海外研究分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里巴巴、美团，主要覆盖消费互联网方向。

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。