

移卡 (9923 HK, 买入, 目标价: HK\$15.90)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$15.90 当前股价: HK\$12.58

股价上行/下行空间 +26%

52 周最高/最低价 (HK\$) 25.80/11.78

市值 (US\$mn) 646

当前发行数量(百万股) 402

三个月平均日交易额 (US\$mn) 1

流通盘占比 (%) 49

主要股东 (%)

Creative Brocade 36

Yeah Talent 11

Recruit Holdings 7

按 2024 年 3 月 21 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	15.90	21.30	-25%
2024E EPS (RMB)	1.14	1.39	-18%
2025E EPS (RMB)	1.28	1.81	-29%
2026E EPS (RMB)	1.44	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	4,974 (-1%)	5,831 (-6%)
EPS (RMB)	1.15 (-1%)	1.44 (-11%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

王云吟

香港证监会中央编号: BLZ061

2024 年聚焦费率而非交易量增长

- 2H23 支付 TPV (总支付交易量) 同比增长 25%; 管理层拟于年内将支付费率同比提升 1 个百分点。
- 2H23 到店电商净亏损收窄; 瞄准 2024 年实现盈亏平衡。
- 重申“买入”评级, 下调目标价至 15.90 港元, 对应 12.5 倍 2024 年 P/E。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 3 月 22 日 16 时 15 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的徐浩瀚(证券分析师登记编号: S1680520080002)审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

2H23 业绩不及预期。 移卡发布 2H23 业绩, 调整后 EBITDA 高增 85% 至 2.65 亿元人民币, 但调整后净利润同比减少 68% 至 3,100 万元人民币, 主要原因是公司因非经常性发卡行服务费率调整而将 1.82 亿元人民币划入支付网络的暂记帐户。2023 年调整后净利润对应我们的预测/彭博一致预期的 61%/ 82%。2H23 毛利率环比改善 2 个百分点至 19.7%, 主要得益于高毛利商户解决方案业务的收入贡献增加。按板块划分, 2H23 支付收入同比增长 11%, 主要得益于 TPV 同比增长 25%)。基于扫码的 TPV 同比增长 30% 至 1.1 万亿元人民币, 而传统支付 TPV 同比增长 15% 至 4,120 亿元人民币。到店电商收入同比下降 78% 至 4,300 万元人民币, 这主要是受到总商户交易量增速放缓(同比下降 3%)以及支付费率下降(同比下降 7.7 个百分点)的影响。2H23 到店电商服务录得净亏损 1,800 万元人民币, 较 1H23 的 2,600 万元人民币亏损有所收窄。尽管商户解决方案收入同比增长 95% 至 1.96 亿元人民币(得益于使用其商户解决方案的商户数量回升), 但 2H23 板块毛利率环比持平在 87%。

2024 年聚焦费率而非交易量增长。 考虑到中国消费支出放缓, 以及中国人民银行要求 1 个银行卡受理终端只能对应 1 个特约商户以规避不合规的支付交易处理, 移卡预计 2024 年 TPV 同比增速将较 2023 年的 28% 有所放缓, 但仍高于行业整体增长率。移卡转而寻求于今年实现支付费率同比增长 1 个基点的目标(2023 年为 13.3 个基点), 以及支付板块毛利率达到中双位数。同时, 移卡着眼于拓展海外商户收单业务。通过与当地代理商合作, 移卡已在新加坡、香港和印尼开展业务。到店电商方面, 移卡预计今年将聚焦于支付费率的边际改善以及实现收支平衡, 而非注重于 GMV 增长。

预测更新: 我们将 2024/25 年调整后净利润预测下调 24%/ 34%, 以反映: 1) 我们将 TPV 增速预测下调 10%/ 18%; 2) 到店电商 GMV 预测下调 42%/ 49%; 3) 毛利率预测下调 3.9 个百分点(主要系向支付代理提供的返利增加所致), 三者来看抵消了我们对运营开支预测下调 13%/ 14% 的影响。

重申“买入”评级, 下调目标价至 15.90 港元。 在我们调整盈利预测后, 我们的目标价由 21.30 港元下调至 15.90 港元, 对应 12.5 倍 2024 年 P/E (此前为 13.8 倍)。基于移卡 2024-26 年利润 CAGR 为 12.5% 的假设, 我们的目标价对应 1.0 倍 PEG。我们预计, 移卡不仅将受益于其在支付业务方面的领先地位, 还将交叉销售其到店电商和增值服务解决方案, 这有望带来盈利增长。**风险提示:** 商户收单机构之间竞争加剧, 商户获取率低于预期, 到店电商服务 GMV 增长慢于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	3,418	3,951	4,914	5,464	6,081
息税前利润 (RMBmn)	122	35	407	459	519
归母净利润 (RMBmn)	200	92	427	480	540
市盈率 (x)	36.6	71.9	9.9	8.8	7.8
市净率 (x)	2.6	2.4	1.3	1.2	1.0
股本回报率 (%)	5.6	0.4	10.4	10.2	10.0

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和市盈率为调整后数据。

2H23 业绩回顾

移卡发布 2H23 业绩，调整后 EBITDA 为 2.65 亿元人民币（同比增长 85%，但环比下降 9%），调整后净利润同/环比下降 68%/48%至 3,100 万元人民币，主要是因为非经常性发卡行服务费率调整，导致向支付网络的暂记帐户划入 1.82 亿元人民币（2023 年总计 3.44 亿元人民币）。2023 年调整后净利润仅有我们的预测/彭博一致预期的 61%/82%。

- 2H23 一站式支付收入同比增长 11%至 16.5 亿元人民币，得益于 TPV 强势增长。**2H23 TPV 同比增长 25%至 1.46 万亿元人民币**，而支付费率同比下降 1.4 个基点至 11.3 个基点。我们测算，2H23 剔除非经常性影响后的支付费率为 12.5 个基点。2023 年 TPV 同比增长 29%至 29 亿元人民币，支付费率同比下降 0.3 个基点至 12.1 个基点（剔除非经常性影响后为 13.3 个基点，同比增长 1 个基点）。基于扫码的 TPV 同比增长 30%至 1.1 万亿元人民币，贡献下半年总 TPV 的 71.9%，高于 1H23 的 70.5%。传统支付 TPV 同比增长 15%至 4,120 亿元人民币。2H23 活跃支付商户数量环比持平为 9,200 万家。2H23 支付服务毛利率同比收窄 8 个百分点至 10%，主要是因为非经常性发卡行服务费率调整影响。剔除非经常性影响后，2H23 毛利率为 19%，同比增长 1 个百分点。
- 受交易总额减少和费率降低影响，2H23 到店电商收入同比下降 78%至 4,300 万元人民币。交易总额同比减少 3%至 19 亿元人民币，其中来自直营和合作模式的部分各占一半。该板块费率降至 2.3%（对比 2H22 为 10%），而毛利率提升至 85%（对比 2H22 为 76%）。**2H23 到店电商亏损 1,800 万元人民币，较 1H23 的 2,600 万元亏损有所收窄**。移卡的目标为在 2024 年实现到店电商的盈亏平衡。
- 来自商户解决方案的收入同比增长 95%至 1.96 亿元人民币，主要是由于使用该服务的商户数量反弹，商户数从 2H22 的 120 万家增长至 2H23 的 160 万家，且 ARPU（每用户平均收入）有所增长（从 2H22 的 168 元人民币增至 2H23 的 245 元）。在高利润率的 SaaS 业务推动下，2H23 该板块毛利率为 87%，环比相对持平。
- **2H23 整体毛利率连续改善至 19.7%，环比增长 2 个百分点**（对比 2H22 为 28.2%），主要是因为利润率较高的商户解决方案贡献加大。根据我们的计算，如果剔除非经常性影响，毛利率应为 26.8%，环比提高 3 个百分点。
- 营业支出同比减少 19%，主要是受益于到店电商成本管控加强。

图表 1: 移卡—2H23 和 2023 年业绩汇总

百万元人民币	2H22	1H23	2H23	YoY	HoH	2022	2023	YoY	2023E	占华兴 预测%
总收入	1,776	2,062	1,888	6%	-8%	3,418	3,951	16%	4,209	94%
一站式支付服务	1,483	1,835	1,650	11%	-10%	2,754	3,485	27%	3,690	94%
商户解决方案	101	167	196	95%	17%	310	363	17%	383	95%
到店电商	193	60	43	-78%	-29%	354	103	-71%	137	75%
销售成本	(1,275)	(1,696)	(1,516)	19%	-11%	(2,387)	(3,212)	35%	(3,402)	94%
一站式支付服务	(1,216)	(1,662)	(1,485)	22%	-11%	(2,222)	(3,147)	42%	(3,321)	95%
商户解决方案	(12)	(21)	(25)	111%	20%	(49)	(46)	-7%	(50)	92%
到店电商	(47)	(14)	(6)	-86%	-54%	(116)	(20)	-83%	(31)	64%
毛利润	502	366	372	-26%	2%	1,031	738	-28%	807	91%
一站式支付服务	267	174	165	-38%	-5%	532	338	-36%	369	92%
商户解决方案	89	146	171	92%	17%	260	317	22%	333	95%
到店电商	146	46	36	-75%	-21%	238	82	-65%	105	78%
经营费用	(460)	(357)	(373)	-19%	4%	(980)	(729)	-26%	(716)	102%
其他收入/费用	36	35	(8)	-123%	-123%	71	27	-63%	31	87%
调整后EBITDA	144	291	265	85%	-9%	213	556	161%	611	91%
税前利润	77	44	(8)	-111%	-119%	122	35	-71%	122	29%
所得税开支	(3)	(14)	(12)	345%	-13%	(26)	(25)	-4%	(18)	138%
少数股东权益	(4)	(3)	1	-132%	-146%	(58)	(2)	-97%	0	n.a.
归属于母公司所有者净利润	79	33	(22)	-127%	-165%	154	12	-92%	104	11%
股权激励开支	(19)	(27)	(53)	179%	97%	(46)	(80)	72%	(46)	173%
调整后净利润	98	60	31	-68%	-48%	200	92	-54%	150	61%
稀释加权平均股数	402	376	374	-7%	-1%	402	374	-7%	402	187%
稀释每股利润 (元)	0.24	0.16	0.08	-65%	-	0.50	0.24	-	0.37	65%
关键运营指标										
总支付交易量 (TPV, 十亿元)	1,168	1,419	1,464	25%	3%	2,232	2,883	29%	2,834	
基于应用程序的支付	810	1,001	1,052	30%	5%	1,560	2,053	32%	2,028	
传统支付	359	419	412	15%	-2%	672	830	24%	806	
总费率 (基点)	12.7	12.9	11.3	-1.4bps	-1.7bps	12.3	12.1	-0.3bps	13.0	
净费率 (基点)	2.3	1.2	1.1	-1.2bps	-0.1bps	2.4	1.2	-1.2bps	1.3	
净利润占TPV比例 (基点) --支付	0.8	0.4	0.2	-0.6bps	-0.2bps	0.9	0.3	-0.6bps	0.5	
毛利率 %	28%	18%	20%	-9ppts	2ppts	30%	19%	-11ppts	19%	
一站式支付服务	18%	9%	10%	-8ppts	1ppts	19%	10%	-10ppts	10%	
商户解决方案	88%	88%	87%	-1ppts	0ppts	84%	87%	3ppts	87%	
到店电商	76%	77%	85%	9ppts	8ppts	67%	80%	13ppts	77%	
调整后净利率%	6%	3%	2%	-4ppts	-1ppts	6%	2%	-4ppts	4%	
有效税率 %	3%	31%	-139%	-142ppts	-170ppts	22%	71%	50ppts	15%	
平均资产收益率 (ROAA)	3%	2%	1%	-2ppts	-1ppts	3%	1%	-2ppts	2%	
平均净资产收益率 (ROAE)	7%	4%	2%	-5ppts	-2ppts	7%	3%	-3ppts	5%	
调整后 EBITDA 利润率	8%	14%	14%	6ppts	0ppts	6%	14%	8ppts	15%	

数据来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

预测调整

我们下调 2024/25 年的调整后净利润预测 24%/ 34%，以反映我们以下的预测调整：1) 预计总支付交易量增速下调 10%/ 18%；2) 预计到店电商交易总额下调 42%/ 49%；3) 向支付机构的返点提高，因此下调毛利率预测 3.9 个百分点，这三点抵消了 4) 运营开支预测下调 13%/ 14% 带来的影响。我们在本篇报告中引入对 2026 年的业绩预测。

图表 2：移卡—盈利预测调整 (2024-26 年)

百万元人民币	现值			原值		变动 (%)	
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
总收入	4,914	5,464	6,081	5,354	6,397	-8%	-15%
同比%	24%	11%	11%	27%	19%	-3%	-8%
一站式支付服务	4,383	4,861	5,394	4,657	5,545	-6%	-12%
商户解决方案	413	468	532	451	531	-8%	-12%
到店电商	118	135	156	246	320	-52%	-58%
销售成本	-3,801	-4,217	-4,682	-3,934	-4,690	-3%	-10%
一站式支付服务	-3,726	-4,132	-4,585	-3,819	-4,547	-2%	-9%
商户解决方案	-52	-59	-67	-59	-69	-11%	-15%
到店电商	-23	-27	-31	-57	-74	-59%	-64%
毛利	1,113	1,247	1,399	1,420	1,707	-22%	-27%
同比%	51%	12%	12%	76%	20%	-25%	-8%
一站式支付服务	657	729	809	838	998	-22%	-27%
商户解决方案	361	409	465	392	462	-8%	-11%
到店电商	95	109	125	190	246	-50%	-56%
经营费用	-745	-829	-922	-857	-959	-13%	-14%
其他收入/开支	39	41	42	25	23	56%	74%
调整后 EBIT	637	711	805	746	953	-15%	-25%
税前利润	407	459	519	589	771	-31%	-40%
所得税费用	-81	-92	-104	-88	-116	-8%	-21%
少数股东权益	-2	-2	-2	0	0	NA	NA
归属于母公司所有者净利润	327	369	417	500	655	-35%	-44%
股权激励开支	-99	-111	-123	-59	-70	69%	57%
调整后净利润	427	480	540	559	726	-24%	-34%
同比%	366%	12%	13%	273%	30%	94%	-17%
稀释加权平均股数	374	374	374	402	402	-7%	-7%
稀释每股利润 (元)	1.14	1.28	1.44	1.39	1.81	-18%	-29%
关键运营指标							
总支付交易量 (TPV, 十亿元)	3,105	3,373	3,666	3,462	4,108	-10%	-18%
基于应用程序的支付	2,258	2,484	2,732	2,535	3,042	-11%	-18%
传统支付	847	889	934	927	1,066	-9%	-17%
总费率 (基点)	14.1	14.4	14.7	13.5	13.5	0.7bps	0.9bps
基于应用程序的支付	15.9	16.2	16.5	15.0	15.0	0.9bps	1.2bps
传统支付	9.4	9.4	9.4	9.3	9.3	0.1bps	0.1bps
净费率 (基点)	2.1	2.2	2.2	2.4	2.4	-0.3bps	-0.3bps
净利润占 TPV 比例 (基点) -- 支付	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8	-0.2bps	-0.3bps
GMV-到店电商 (百万元)	4,752	5,465	6,285	8,206	10,668	-42%	-49%
毛利率%	23%	23%	23%	27%	27%	-3.9ppts	-3.9ppts
一站式支付服务	15%	15%	15%	18%	18%	-3.0ppts	-3.0ppts
商户解决方案	87%	87%	87%	87%	87%	0.4ppts	0.4ppts
到店电商	80%	80%	80%	77%	77%	3.3ppts	3.3ppts
调整后净利率	9%	9%	9%	10%	11%	-1.8ppts	-2.6ppts
有效税率 %	20%	20%	20%	15%	15%	5.0ppts	5.0ppts
ROAA (平均资产回报率)	5%	5%	6%	7%	9%	-2.3ppts	-3.4ppts
ROAE (平均净资产回报率)	15%	15%	14%	18%	19%	-2.7ppts	-4.6ppts
总资产	8,852	9,337	9,882	8,009	8,740	11%	7%
总权益	3,044	3,524	4,064	3,391	4,116	-10%	-14%
净负债	4,570	4,265	3,908	2,694	2,198	70%	94%
净负债 (除去客户应付账款)	1,888	1,583	1,226	12	-484	NA	-427%
资本与负债比率- 净负债 / (净负债+权益)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	NA	NA
调整后资本与负债比率 (剔除客户应付账款)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	NA	NA

数据来源：华兴证券 (香港) 预测

估值

维持“买入”评级；下调目标价至 15.90 港元

在做出预测调整之后，我们将我们的目标价从 21.30 港元下调至 15.90 港元，反映了 4Q23 业绩的不尽如人意，当前基于 12.5 倍的 2024 年 P/E（之前基于 13.8 倍的 2024 年 P/E），稍高于这只股票两年期 12 个月动态 P/E 均值（11.6 倍）减 1 个标准差位置。我们的目标价隐含了移卡 2024-26 年盈利 CAGR（12.5%）的 1.0 倍 PEG，我们认为要实现并不难。

我们的目标价相较 2024 年 3 月 21 日 12.58 港元的收盘价存在 26% 的上行空间。我们认为相比同行业公司，移卡在 2024-26 年的盈利前景仍然更胜一筹，并且公司不仅将受益于在商户收单业务的领先地位，也将受益于到店电商和增值业务方案的交叉销售。我们重申我们的“买入”评级。

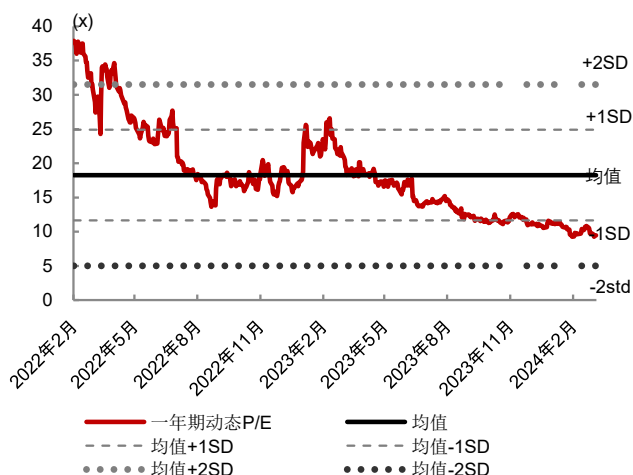
图表 3：移卡—估值摘要

2024财年每股收益（人民币元）	1.14
2024财年每股收益（港元）	1.27
2024-26财年调整后净利润CAGR	12.5%
当前P/E(x)	9.9
当前PEG(x)	0.79
目标P/E(x)	12.5
隐含PEG(x)	1.0
目标价（港元）	15.90
当前股价（港元）	12.58
上行空间	26%

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
调整后净利润（百万元）	472	200	92	427	480	540
总收入（百万元）	3,059	3,418	3,951	4,914	5,464	6,081
股份数（百万）	436	402	374	374	374	374
每股销售额（人民币）	7	9	11	13	15	16
每股销售额（港元）	8	9	12	15	16	18
每股收益（人民币）	1.08	0.50	0.24	1.14	1.28	1.44
每股收益（港元）	1.20	0.55	0.27	1.27	1.43	1.61
企业价值倍数现值(x)	27.3	18.5	8.0	6.7	5.6	4.9
P/E现值(x)	10.4	22.7	46.2	9.9	8.8	7.8
P/S现值(x)	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7
隐含企业价值倍数现值(x)	1.9	1.1	0.4	0.4	0.3	0.3
隐含P/E(x)	13.2	28.7	58.4	12.5	11.2	9.9
隐含P/S(x)	2.0	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9

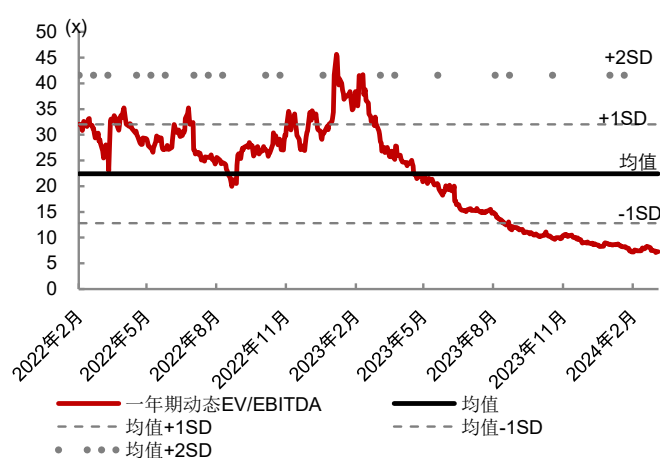
注：收盘价采用 2024 年 3 月 21 日数据。港币兑人民币汇率取 0.90。

数据来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 4: 移卡—12 个月动态 P/E


注：2023 年每股收益的 P/E 计算剔除了非经常性发卡行服务费率调整的影响。

数据来源: 公司公告, 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

图表 5: 移卡—12 个月动态 EV/EBITDA


数据来源: 公司公告, 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

风险提示

影响我们目标价的下行风险包括:

- **收单机构之间的竞争加剧。**这可能会导致支付费率下降以及销售和营销费用增加, 从而影响利润率和收益。
- **商户获取率低于预期。**我们认为商户数量是移卡 TPV 的主要驱动因素之一, 如果获取的商户少于我们的预期, 可能将导致二维码支付的市场份额增速低于预期, 让整体支付收入增长受到负面影响。
- **到店电商 GMV 的增长低于预期。**移卡的到店电商业务仍处于扩张阶段, GMV 的增长仍将占据主要地位。如果 GMV 的增长低于我们的预期, 该板块的收入可能会受到负面影响, 从而最终影响收益预测。
- **支付与互联网领域监管更加严格。**中国第三方支付行业在商户费率上限、客户储备资金限制、反垄断措施等方面受到监管。互联网行业也面临着影响金融科技和互联网营销行业的监管阻力。进一步监管政策的实施将负面影响移卡的支付业务和增值业务, 波及收入与盈利。
- **独立销售组织/独立软件开发商议价能力增强。**移卡主要通过独立销售组织 (ISOs) /独立软件开发商 (ISVs) 来获得商户和市场份额。任何来自 ISOs/ISVs 议价能力的增强都可能导致更大的收入分成, 进而负面影响移卡的利润。

附：财务报表

 年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
一站式支付业务	3,485	4,383	4,861	5,394
科技赋能业务	363	413	468	532
到店电商业务	103	118	135	156
营业收入	3,951	4,914	5,464	6,081
营业成本	(3,212)	(3,801)	(4,217)	(4,682)
毛利润	738	1,113	1,247	1,399
管理及销售费用	(729)	(745)	(829)	(922)
其中: 研发支出	(266)	(266)	(296)	(330)
其中: 市场营销支出	(125)	(131)	(146)	(162)
其中: 管理支出	(339)	(348)	(387)	(430)
息税前利润	35	407	459	519
息税折旧及摊销前利润	276	682	745	827
利息收入	0	0	0	0
利息支出	0	0	0	0
税前利润	35	407	459	519
所得税	(25)	(81)	(92)	(104)
净利润	12	327	369	417
调整后息税折旧及摊销前利润	556	637	711	805
调整后净利润	92	427	480	540
基本每股收益 (RMB)	0.24	1.14	1.28	1.44
稀释每股调整收益 (RMB)	0.24	1.14	1.28	1.44

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,627	7,217	7,879	8,629
货币资金	3,066	3,335	3,645	4,008
应收账款	3,530	3,847	4,196	4,580
存货	2	2	2	2
其他流动资产	29	32	35	39
非流动资产	1,793	1,635	1,458	1,252
固定资产	67	45	30	20
无形资产	479	343	180	(16)
商誉	0	0	0	0
其他	1,013	1,013	1,013	1,013
资产	8,420	8,852	9,337	9,882
流动负债	5,696	5,696	5,696	5,696
短期借款	1,186	1,186	1,186	1,186
预收账款	0	0	0	0
应付账款	4,322	4,322	4,322	4,322
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	29	34	39	44
负债	5,803	5,808	5,813	5,818
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2,708	3,135	3,614	4,154
少数股东权益	(90)	(90)	(90)	(90)
负债及所有者权益	8,420	8,852	9,337	9,882

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	12	327	369	417
折旧摊销	151	185	196	218
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	227	234	244	255
其他	(91)	(91)	(91)	(91)
营运资本变动	(398)	(315)	(347)	(383)
经营活动产生的现金流量	(101)	339	370	415
资本支出	(20)	(27)	(18)	(12)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(57)	(45)	(43)	(42)
其他	(27)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(104)	(72)	(62)	(54)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(419)	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
筹资活动产生的现金流量	(417)	2	2	2
现金及现金等价物净增加额	(623)	269	310	363
自由现金流	(121)	312	352	403

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
交易总额 (十亿人民币)	2,883	3,105	3,373	3,666
毛抽佣率 (基点)	12.1	14.1	14.4	14.7

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	15.6	24.4	11.2	11.3
毛利润	(28.4)	50.8	12.1	12.2
息税折旧及摊销前利润	(3.6)	146.8	9.3	11.0
调整后息税折旧及摊销前利润	160.6	14.5	11.7	13.2
净利润	(92.4)	2,715.8	12.7	13.0
调整后净利润	(54.3)	366.2	12.4	12.6
稀释每股调整收益	(50.9)	366.2	12.4	12.6
调整后稀释每股调整收益	(50.9)	366.2	12.4	12.6
盈利率 (%)				
毛利率	18.7	22.6	22.8	23.0
息税折旧摊销前利润率	7.0	13.9	13.6	13.6
调整后息税折旧摊销前利润率	14.1	13.0	13.0	13.2
息税前利润率	0.9	8.3	8.4	8.5
净利率	0.3	6.7	6.8	6.9
调整后净利率	2.3	8.7	8.8	8.9
净资产收益率	0.4	10.4	10.2	10.0
总资产收益率	0.1	3.7	4.0	4.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
估值比率 (x)				
市盈率	71.9	9.9	8.8	7.8
市净率	2.4	1.3	1.2	1.0
市销率	1.2	0.9	0.8	0.7
企业价值倍数	9.3	6.6	5.5	4.5
调整后企业价值倍数	9.3	6.6	5.5	4.5

附录

分析师声明

本人王云吟兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：移卡（9923 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头的或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人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，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888