

互联网	收盘价 港元 10.70	目标价 港元 13.00↓	潜在涨幅 +21.5%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月30日

## 移卡 (9923 HK)

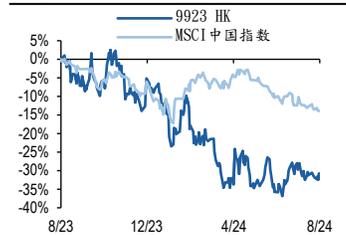
### 支付下半年或恢复环比增长，海外布局加速

- 2024上半年业绩回顾：移卡2024上半年收入16亿元（人民币，下同），同比降23%，经调整净利润（剔除非经常性收入调整影响）同比降29%至1.6亿元，主要因支付交易规模下降。
- 支付交易笔数同比稳定，交易规模主要受单笔金额下降影响，交易费率环比基本持稳。上半年支付规模（GPV）/支付收入为1.17万亿元/13亿元，同比降18%/27%，主要受高基数及单均消费下降影响，但日交易笔数峰值5690万，同比持平。剔除非经常性收入调整影响，支付费率环比基本持稳在0.123%。
- 业务结构调整带动商户解决方案/到店电商业务毛利率同比优化。商户解决方案收入同比增21%，其中活跃商户数同比增5.8%，商户结构优化带动平均付费同比+15%，毛利率同比提升3个百分点至91%。到店电商聚焦盈利商户，通过前置收费优化收入结构，持续带动亏损环比收窄。
- 展望：公司聚焦强化基于支付的一站式全栈商户服务，通过AI技术建设提升对商户服务能力，并复制内地产品能力加速海外扩张。预计支付单笔金额边际改善，下半年支付规模或恢复环比增长，短期支付费率或相对稳定，长期受海外支付业务放量拉动费率仍有提升空间。我们预计2024年公司支付GPV/收入分别为2.4万亿元/28亿元。公司持续强化高质量商户服务，预计商户拓展及平均付费提升拉动高毛利率的商家解决方案维持快速增长。
- 估值：我们将估值切换至2025年，参考可比支付及SaaS公司2025年14倍市盈率，微调目标价至13港元（原为14港元），维持中性评级。公司加速拓展海外支付及商户服务，新加坡上半年支付GPV+50%，预计下半年维持快速增长，收入及利润增量贡献有望逐步释放，或成为公司下一增长点。

#### 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)	15.90
52周低位 (港元)	9.81
市值 (百万港元)	4,740.21
日均成交量 (百万)	0.34
年初至今变化 (%)	(27.31)
200天平均价 (港元)	11.17

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	3,418	3,951	3,325	3,800	4,198
同比增长 (%)	11.8	15.6	-15.8	14.3	10.5
净利润 (百万人民币)	154	12	126	339	518
每股盈利 (人民币)	0.38	0.03	0.34	0.91	1.39
同比增长 (%)	-60.3	-91.9	983.5	168.7	53.1
前EPS预测值 (人民币)			0.99	1.45	1.71
调整幅度 (%)			-66.0	-37.5	-18.7
市盈率 (倍)	25.5	313.7	28.9	10.8	7.0
每股账面净值 (人民币)	6.90	7.25	7.76	8.15	8.96
市账率 (倍)	1.41	1.35	1.26	1.20	1.09

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: 2024 上半年业绩回顾

百万人民币	1H23	2H23	1H24	环比(%)	同比(%)	交银国际	
						预测	差异(%)
营业收入	2,062	1,888	1,578	-16	-23	2,334	-32
一站式支付服务	1,835	1,650	1,347	-18	-27	2,083	-35
商家解决方案	167	196	202	3	21	199	2
到店电商	60	43	29	-32	-52	51	-44
营业成本	1,696	1,516	1,278	-16	-25	1,811	-29
毛利	366	372	300	-19	-18	523	-43
毛利率(%)	18	20	19			22	
经营费用	357	373	336	-10	-6	377	-11
销售费用	83	42	52	24	-37	58	-10
管理费用	151	188	156	-17	3	155	0
研发费用	123	143	128	-10	5	163	-21
经营利润	94	31	57	84	-40	216	-74
经营利润率	5	2	4			9	
税前净利润/亏损	-45	-45	-42	-8	-6	-40	5
所得税	-14	-12	-4			-35	
净利润/亏损	30	-20	33	-261	7	141	-77
少数股东损益	-3	1	1	-27	-134	-7	-114
归属于母公司的净利润/亏损	33	-22	32	-247	-5	148	-79
净利润/亏损率	2	-1	2			6	
经调整归母净利润	223	213	159	-26	-29	256	-38
经调整归母净利润率	11	11	10			11	
经调整每股盈利	0.6	0.6	0.4	-25	-27	0.7	-37
经调整 EBITDA	291	265	163	-38	-44	300	-46
支付 GPV, 十亿人民币	1,419	1,464	1,166	-20	-18	1,542	-24
支付费率*	0.141%	0.125%	0.123%			0.135%	

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

图表 2: 财务预测

百万人民币	年增速%						
年结 12月31日	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,951	3,325	3,800	4,198	-16	14	10
一站式支付服务	3,485	2,820	3,196	3,507	-19	13	10
商家解决方案	363	446	524	597	23	18	14
到店电商	103	60	79	94	-42	32	18
营业成本	3,212	2,602	2,774	2,943			
毛利	738	723	1,026	1,256	-2	42	22
毛利率(%)	19	22	27	30			
经营费用	729	674	707	735	-8	5	4
销售费用	125	101	106	118	-19	5	10
管理费用	339	313	326	335	-8	4	3
研发费用	266	259	274	282	-2	6	3
经营利润	125	203	439	641	62	117	46
经营利润率(%)	3	6	12	15			
税前净利润/亏损	35	142	379	581	301	167	53
所得税	-25	-20	-57	-87			
净利润/亏损	10	122	322	494	1,111	163	53
少数股东损益	-2	-4	-16	-25			
归属于母公司的净利润	12	126	339	518	984	169	53
净利润/亏损率(%)	0	4	9	12			
经调整归母净利润	92	274	384	569	199	40	48

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 移卡 (9923 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

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	83.82	119.00	42.0%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.23	19.00	33.5%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.24	3.80	69.6%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.30	54.00	34.0%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.47	14.00	33.7%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	97.70	120.00	22.8%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.59	5.90	-10.5%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.58	33.00	-4.6%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	24.70	29.00	17.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	93.42	194.00	107.7%	2024 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	26.37	41.00	55.5%	2024 年 08 月 16 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	81.02	111.00	37.0%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.00	8.50	-34.6%	2024 年 08 月 26 日	电商
777 HK	网龙网络	买入	10.54	14.00	32.8%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	80.53	113.00	40.3%	2024 年 08 月 23 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	382.00	486.00	27.2%	2024 年 08 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	21.45	30.00	39.9%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	118.20	136.00	15.1%	2024 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.98	24.00	33.5%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.55	11.30	18.3%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.76	13.50	25.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.11	1.50	35.1%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	20.25	21.00	3.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.70	13.00	21.5%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	14.56	23.00	58.0%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	370.20	509.00	37.5%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: Factset, 交银国际预测, 截至 2024 年 8 月 30 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,418	3,951	3,325	3,800	4,198
主营业务成本	(2,387)	(3,212)	(2,602)	(2,774)	(2,943)
<b>毛利</b>	<b>1,031</b>	<b>738</b>	<b>723</b>	<b>1,026</b>	<b>1,256</b>
销售及管理费用	(709)	(464)	(414)	(432)	(453)
研发费用	(270)	(266)	(259)	(274)	(282)
其他经营净收入/费用	115	116	153	120	120
<b>经营利润</b>	<b>167</b>	<b>125</b>	<b>203</b>	<b>439</b>	<b>641</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	213	205	264	485	691
财务成本净额	(52)	(90)	(82)	(60)	(60)
应占联营公司利润及亏损	8	0	21	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>122</b>	<b>35</b>	<b>142</b>	<b>379</b>	<b>581</b>
税费	(26)	(25)	(20)	(57)	(87)
非控股权益	58	2	4	16	25
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>12</b>	<b>126</b>	<b>339</b>	<b>518</b>
作每股收益计算的净利润	154	12	126	339	518
Non-GAAP标准的净利润	154	12	126	339	518

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,592	888	(2,927)	(3,247)	(3,035)
应收账款及票据	3,221	3,530	3,027	3,505	3,600
存货	7	2	16	4	4
其他流动资产	939	2,127	2,127	2,127	2,127
<b>总流动资产</b>	<b>5,758</b>	<b>6,546</b>	<b>2,243</b>	<b>2,388</b>	<b>2,695</b>
投资物业	634	827	827	827	827
物业、厂房及设备	48	67	77	82	85
无形资产	497	479	468	460	455
合资企业/联营公司投资	132	135	135	135	135
其他长期资产	221	366	212	206	206
<b>总长期资产</b>	<b>1,532</b>	<b>1,874</b>	<b>1,719</b>	<b>1,710</b>	<b>1,708</b>
<b>总资产</b>	<b>7,290</b>	<b>8,420</b>	<b>3,962</b>	<b>4,098</b>	<b>4,403</b>
短期贷款	680	780	780	780	780
应付账款	3,309	4,322	0	0	0
其他短期负债	151	189	178	183	183
<b>总流动负债</b>	<b>4,140</b>	<b>5,290</b>	<b>958</b>	<b>963</b>	<b>963</b>
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	468	513	107	107	107
<b>总长期负债</b>	<b>468</b>	<b>513</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>
<b>总负债</b>	<b>4,609</b>	<b>5,803</b>	<b>1,065</b>	<b>1,070</b>	<b>1,070</b>
股本	3,070	3,094	3,094	3,094	3,094
储备及其他资本项目	(300)	(386)	(193)	(49)	255
<b>股东权益</b>	<b>2,770</b>	<b>2,708</b>	<b>2,901</b>	<b>3,045</b>	<b>3,349</b>
非控股权益	(89)	(90)	(4)	(16)	(16)
<b>总权益</b>	<b>2,681</b>	<b>2,617</b>	<b>2,897</b>	<b>3,029</b>	<b>3,333</b>

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	122	35	142	379	581
合资企业/联营公司收入调整	(8)	(0)	(21)	0	0
折旧及摊销	112	151	121	88	60
营运资本变动	(44)	(510)	(3,785)	(473)	(95)
其他经营活动现金流	12	7	(60)	(111)	(137)
<b>经营活动现金流</b>	<b>194</b>	<b>(317)</b>	<b>(3,603)</b>	<b>(116)</b>	<b>409</b>
资本开支	(8)	(8)	(57)	(56)	(57)
投资活动	0	(2)	0	0	0
其他投资活动现金流	(473)	(312)	(155)	(148)	(141)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(481)</b>	<b>(321)</b>	<b>(212)</b>	<b>(204)</b>	<b>(197)</b>
负债净变动	171	100	0	0	0
权益净变动	(380)	(145)	0	0	0
其他融资活动现金流	(45)	(27)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(254)</b>	<b>(72)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	75	8	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,058</b>	<b>1,592</b>	<b>888</b>	<b>(2,927)</b>	<b>(3,247)</b>
<b>年末现金</b>	<b>1,592</b>	<b>888</b>	<b>(2,927)</b>	<b>(3,247)</b>	<b>(3,035)</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.390	0.031	0.339	0.912	1.396
全面摊薄每股收益	0.383	0.031	0.337	0.906	1.387
Non-GAAP标准下的每股收益	0.383	0.031	0.337	0.906	1.387
每股账面值	6.897	7.246	7.762	8.147	8.962
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	30.2	18.7	21.7	27.0	29.9
EBITDA利润率	8.4	7.0	10.4	13.9	17.4
EBIT利润率	4.9	3.2	6.1	11.6	15.3
净利率	4.5	0.3	3.8	8.9	12.3
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	30.2	18.7	21.7	27.0	29.9
EBITDA利润率	6.2	14.1	9.9	11.4	15.2
经营利润率	6.2	5.2	7.9	12.8	16.5
净利率	4.5	0.3	3.8	8.9	12.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	2.2	0.1	2.0	8.4	12.2
ROE	5.2	0.4	4.6	11.4	16.3
ROIC	4.0	3.1	4.9	10.0	13.8
<b>其他</b>					
流动比率	1.4	1.2	2.3	2.5	2.8

## 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，一位分析师持有英伟达之股份。

## 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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。