

2024年09月03日

移卡 (9923.HK)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

上半年业绩承压；支付业务下半年或有望企稳

移卡上半年总收入同比降 23%，其中支付业务在宏观逆风下 GPV/收入同比降 18%/27%，商户解决方案收入占比提升带动整体毛利率改善。我们预计下半年支付收入同比持平；预计 2024/2025 年经调整归母净利润 2.5 亿元/3.2 亿元。给予 2025 年 15 倍市盈率估值，目标价调整至 12.0 港元，维持增持评级。

报告摘要

宏观逆风下收入承压，收入结构优化带动毛利率提升：总收入为 15.8 亿元，同比/环比降 23%/16%，其中一站式支付服务收入同比降 27% 至 13.5 亿元，占总收入的 85%，商户解决方案收入同比增 21% 至 2.0 亿元，收入占比提升至 13%。毛利同比降 18% 至 3 亿元，其中商户解决方案/一站式支付贡献毛利 61%/31% (1.8 亿元/930 万元)，毛利率更高的商户解决方案收入占比提升带动整体毛利率提升至 19%。销售费用同比降 37%，归母净利润同比降 5% 至 3,160 万，利润降幅低于收入降幅。经调整 EBITDA 为 1.6 亿元，同比降 44%，主要因支付收入下降、非经常性收入调整降低、及可转债提前回购影响。

支付业务 GPV 下行，海外业务取得一定进展：1H24 支付 GPV 为 1.2 万亿元，同比/环比降 18%/20%，日峰值交易笔数 5,690 万单。剔除非经常性收入调整后，整体支付费率为 12.3bps，对比 1H23/2H23 为 14.1bps/12.5bps。业务拓展方面，国内支付强化下沉市场布局；海外支付业务取得阶段性进展，上半年新加坡 GPV 同比增 50%。

商户解决方案对支付商户的渗透提升：1H24 商户解决方案的活跃商户数约为 160 万，同比增 6%，环比持平，对支付商户的渗透率提升，同时单个商户的平均收入贡献同比提升约 15%。我们认为该业务与支付仍有交叉销售提升潜力。

到店电商服务亏损收窄：服务的商家数为 1.8 万家，较 2023 年底增长 35%。收入同比降 52% 至 2,900 万，分部净亏损为 1,560 万，较 1H23/2H23 的亏损 2590 万/1,760 万收窄，反映业务模式优化。变现模式升级为前置费用+佣金模式，或有望带动该业务后续的扭亏为盈。

预测及估值：展望下半年，我们观察到 7-8 月宏观消费仍较为疲弱，同时鉴于下半年将无非经常性收入调整影响，我们预计下半年支付业务 GPV 同比降幅放缓至 8%，费率环比稳定，支付收入同比持平；预计商户解决方案收入延续增长态势。我们预计 2024/2025 年经调整归母净利润 2.5 亿元/3.2 亿元，利润率提升驱动来自收入结构改善带动毛利提升、及费用端效率优化。我们将估值基准调整至 2025 年，给予 15 倍市盈率，目标价调整至 12.0 港元（前值：14.3 港元），维持**增持**评级。公司宣布 1,000 万美元回购计划，加码股东回报，对股价或有一定支撑。

风险：宏观消费疲弱，GPV 下降；竞争加剧，费率下行；海外拓展不及预期。

财务预测

财年截止12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	3,418	3,951	3,484	3,784	4,114
同比(%)	11.8%	15.6%	-11.8%	8.6%	8.7%
毛利率(%)	30%	19%	21%	27%	29%
经调整归母净利润	200	436	248	324	429
经调整归母净利润率(%)	4.5%	0.3%	2.1%	6.1%	7.9%
市盈率(倍)	21.0	NM	17.0	13.0	9.8
市销率(倍)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0
净资产收益率(%)	5.7%	0.4%	2.9%	7.2%	9.5%

数据来源：公司公告，安信国际预测

投资评级：**增持**

目标价格：**12.0 港元**

现价(2024-09-03)：10.50 港元

总市值(百万港元)	4,669
流通市值(百万港元)	2,418
总股本(百万股)	443
流通股本(百万股)	1,204
12个月低/高(港元)	9.5/14.8
平均成交(百万港元)	3.8

股东结构

刘颖麒	36.39%
员工持股平台	11.07%
Recruit Holdings	6.78%
其他	45.76%

股价表现



数据来源：公司资料，万得，彭博，港交所

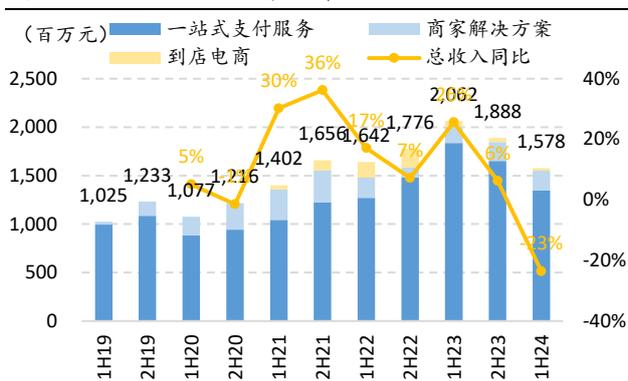
王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

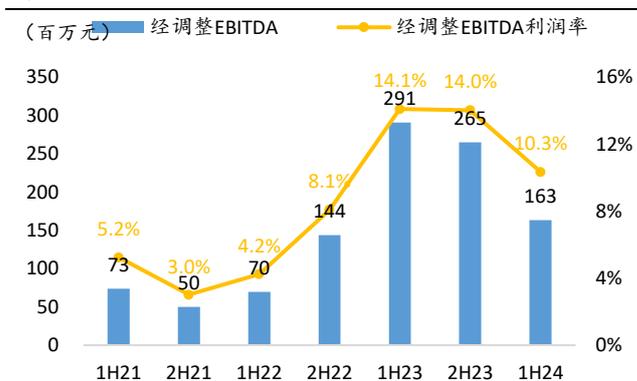
1H24 业绩概览

图 1: 1H24 总收入同比降 23%



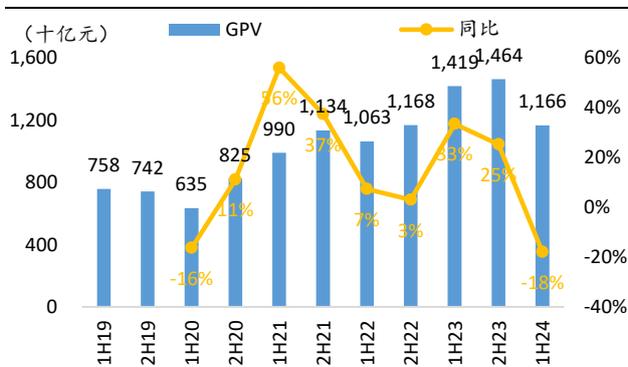
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2: 1H24 经调整 EBITDA 为 1.63 亿元



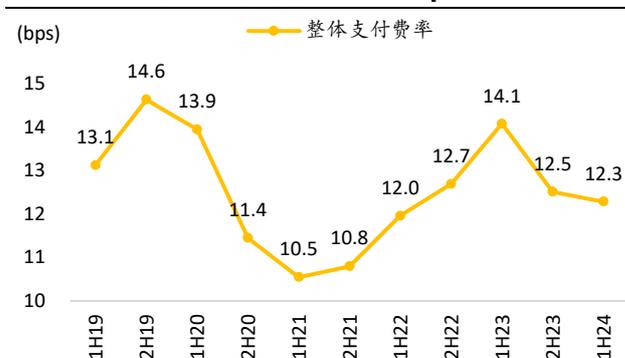
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 3: 1H24 GPV 同比降 18%



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4: 1H24 整体支付费率 12.3bps



资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 1H23、2H23、1H24 为扣除非经常性收入抵减影响后费率情况)

财务预测更新

图表 5: 利润表预测

人民币, 百万	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24E	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1,642	1,776	2,062	1,888	1,578	1,907	3,951	3,484	3,784	4,114
同比	17%	7%	26%	6%	-23%	1%	16%	-12%	9%	9%
一站式支付服务	1,271	1,483	1,835	1,650	1,347	1,655	3,485	3,002	3,268	3,555
同比	22%	21%	44%	11%	-27%	0%	27%	-14%	9%	9%
商户解决方案	209	101	167	196	202	221	363	423	451	488
同比	-33%	-69%	-20%	95%	21%	13%	17%	17%	7%	8%
到店电商服务	162	193	60	43	29	31	103	60	65	72
同比	259%	87%	-63%	-78%	-52%	-28%	-71%	-42%	9%	10%
销售成本	-1,113	-1,275	-1,696	-1,516	-1,278	-1,474	-3,212	-2,752	-2,752	-2,900
毛利	529	502	366	372	300	433	738	733	1,032	1,213
一站式支付服务	266	267	174	165	93	207	338	300	569	711
商户解决方案	171	89	146	171	184	201	317	385	410	444
到店电商服务	92	146	46	36	24	25	82	49	53	59
毛利率	32%	28%	18%	20%	19%	23%	19%	21%	27%	29%
一站式支付服务	21%	18%	9%	10%	7%	13%	10%	10%	17%	20%
商户解决方案	82%	88%	88%	87%	91%	91%	87%	91%	91%	91%
到店电商服务	57%	76%	77%	85%	82%	82%	80%	82%	82%	82%
销售费用	-234	-152	-83	-42	-52	-45	-125	-97	-103	-138
占收入比	14%	9%	4%	2%	3%	2%	3%	3%	3%	3%
管理费用	-152	-171	-151	-188	-156	-196	-339	-351	-358	-388
占收入比	9%	10%	7%	10%	10%	10%	9%	10%	9%	9%
研发费用	-134	-136	-123	-143	-128	-146	-266	-274	-282	-307
占收入比	8%	8%	6%	8%	8%	8%	7%	8%	7%	7%
经营利润	68	99	94	31	57	59	125	116	311	396
经营利润率	4.2%	5.6%	4.6%	1.6%	3.6%	3.1%	3.2%	3.3%	8.2%	9.6%
归母净利润	75	79	33	-22	32	42	12	74	229	325
净利润率	4.6%	4.4%	1.6%	-1.1%	2.0%	2.2%	0.3%	2.1%	6.1%	7.9%
经调整归母净利润	102	98	223	213	159	89	436	248	324	429
净利润率	6.2%	5.5%	10.8%	11.3%	10.0%	4.7%	11.0%	7.1%	8.6%	10.4%

资料来源: 公司资料, 安信国际预测 (注: 经调整归母净利润为我们的估算, 计算公式=归母净利润+股份支付+非经常性收入调整)

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010