

2024 年支付 GPV 承压拖累盈利

华泰研究

2025 年 3 月 28 日 | 中国香港

年报点评

其他多元金融

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

9.90

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

研究员

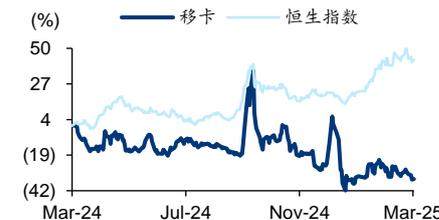
SAC No. S0570524070010 cheniyuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

基本数据

目标价(港币)	9.90
收盘价(港币 截至 3 月 27 日)	7.98
市值(港币百万)	3,688
6 个月平均日成交额(港币百万)	45.77
52 周价格范围(港币)	6.95-16.58
BVPS(人民币)	6.02

股价走势图



资料来源: S&P

移卡公布 2024 年业绩: 全年收入/归母净利润 30.9/0.82 亿元 (23 和 24 年公司向清算机构支付了与交易手续费率调整相关的非经常性费用, 若将该影响剔除, 24 年利润同比下滑 53%), 利润表现弱于我们预期的 1.7 亿元, 主因支付业务承压, 支付交易量 (GPV) 同比下滑 19%, 支付费率同比下降 1.4bps 至 11.9bps; 商户解决方案收入亦相比上半年有所收缩。尽管整体业务承压, 但仍有亮点值得关注, 海外业务快速发展, 24 年交易量同比增长近 5 倍; 公司持续优化到店电商业务模式, 该业务已接近盈亏平衡。2025 年公司观察到了线下消费意愿正逐渐回暖, 考虑到公司在二维码收单行业中的领先地位, 和其在支付之外提供的增值服务对商户的吸引力, 我们认为公司的支付主业有望在 2025 年重回增长轨道, 并带动盈利修复。“买入”。

GPV 和支付费率承压但 2H24 毛利率改善, 海外业务快速发展

2024 年 GPV 降至 2.3 万亿元, 同比下降 19%, 其中 2H24 同比下滑 20%, 快于 1H24 的 18%, 主要由于宏观环境波动导致消费者支付意愿下降, 单笔支付金额降低。剔除向清算机构支付的与交易手续费率调整相关的费用后 (约 8,610 万元), 24 年经调整的支付费率为 11.9bps, 同比下降 1.4bps。24 年调整后的支付业务毛利率为 17%, 相比 23 年的 18% 略有下滑, 但好于 1H24 的 12%。2H24 支付业务毛利率为 22%, 明显改善, 表明下半年的代理人分佣降低, 我们认为公司提供的支付外的增值服务正逐渐提升该业务的内在盈利韧性, 支付业务的毛利率未来有望逐渐提升。海外业务增长强劲, 24 年海外 GPV 为 11 亿人民币, 同比增长近 5 倍。同时产品覆盖度进一步扩大, 公司投资的企业富匙科技为海外品牌提供包括 AI Agent 在内的一系列支付和增值服务。我们认为未来海外业务有望做出更多贡献。

商户解决方案收入下滑, 到店业务接近盈亏平衡

2024 年商户解决方案业务收入 3.4 亿元, 同比下滑 6%, 其中 2H24 同比下滑 24%, 或同样受到了国内消费单笔金额下降的影响。商户解决方案业务毛利率为 87%, 同比大致持平。到店业务的转型进一步推进, 2024 年底前置收入对到店业务的收入贡献约 50%, 毛利率由 23 年的 80.3% 略升至 24 年的 81.3%。到店业务目前大规模投入期结束, 已接近盈亏平衡。

盈利预测与估值

考虑到支付费率的下滑超过我们预期, 下调 25/26/27 年归母净利润的预测至 2.1/2.4/3.3 亿元 (幅度: -53/-60%/-)。SOTP 估值法下, 给予支付/商户解决方案/到店电商业务 25 年预期 16.3x PE/5.1x PS/2.5x PS (相比可比公司平价), SOTP 给予 5% 折价, 下调目标价至 9.9 港币 (前值: 12.4 港币)。

风险提示: 线下消费不及预期; 支付费率承压; 到店电商业务模式调整不及预期; 监管变化。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益 (人民币百万)	3,951	3,087	3,328	3,569	3,813
+/-%	15.58	(21.87)	7.80	7.26	6.83
归属母公司净利润 (人民币百万)	11.63	82.45	205.50	243.08	326.59
+/-%	(92.45)	609.14	149.24	18.28	34.36
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.03	0.22	0.55	0.65	0.87
PE (倍)	445.92	52.55	13.67	11.56	8.60
PB (倍)	2.20	1.92	1.21	1.12	1.02
ROE (%)	0.42	3.07	7.44	8.17	10.05
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法和风险提示

由于公司各部分业务有较大差异，我们采用分部估值法对公司估值。

支付业务由于已获得稳定利润，我们采用 PE 估值法，基于 Wind 一致预期，可比支付公司 2025E PE 均值为 16.3x，我们给予该部分业务 16.3x 2025E PE（前值：8.9x，无折溢价）。

商户解决方案是 SaaS 业务，我们采用 PS 估值。基于可比 SaaS 公司 2025E PS 均值 5.1x，我们给予该部分业务 5.1x 2025E PS（前值：3.3x，无折溢价）。

到店电商业务尚未形成稳定利润，我们同样采用 PS 估值法，给予该部分业务 2.5x 2025E PS，基于 2.5x 可比公司 2025E PS（前值：1.5x，无折溢价）。

分部估值法下给予各分部加和 5% 的折价，公司对应目标价 9.9 港币。

图表1：移卡：支付业务可比公司估值表

公司	代码 (十亿美元)	总市值		ROE (%)		PE (x)		EPS (财报货币)		EPS 同比增速 (%)	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
拉卡拉	300773 CH	1.9	18.3	18.4	15.6	13.1	1.1	1.3	29.7	19.0	
新国都	300130 CH	1.7	17.2	17.8	13.0	10.8	1.6	1.9	89.5	20.2	
新大陆	000997 CH	3.9	16.9	17.5	20.3	17.1	1.3	1.6	23.0	19.1	
可比公司平均值			17.5	17.9	16.3	13.7					
移卡	9923 HK	0.5	7.4	8.2	13.7	11.6	0.55	0.65	149.4	18.3	

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，移卡数据来自华泰研究预测

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：移卡：商户解决方案可比公司估值表

公司	代码	总市值 (十亿美元)	PS (x)		收入同比增速 (%)	
			2025E	2026E	2025E	2026E
微盟集团	2013 HK	0.9	2.8	2.5	20.5	13.7
金蝶国际	268 HK	6.0	6.0	5.2	10.7	14.8
Salesforce 股份有限公司	CRM US	270.0	6.5	6.0	9.0	9.7
可比公司平均值			5.1	4.6		
移卡	9923 HK	0.5			9.8	11.4

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，移卡数据来自华泰研究预测；移卡收入增速为商户解决方案业务收入增速

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：移卡：到店电商可比公司估值表

公司	代码	总市值 (十亿美元)	PS (x)		收入同比增速 (%)	
			2025E	2026E	2025E	2026E
美团-W	3690 HK	127.9	2.3	2.0	16.9	14.5
东方甄选	1797 HK	1.7	2.9	2.5	-36.8	16.2
阿里巴巴	BABA US	317.9	2.1	1.9	9.2	9.3
可比公司平均值			2.5	2.2		
移卡		0.5			9.5	9.8

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，移卡数据来自华泰研究预测；移卡收入增速为到店电商业务收入增速

资料来源：Wind，华泰研究预测

图4：移卡：分部估值表

	2025
收入 (百万人民币)	3,328
- 一站式支付服务	2,888
- 商户解决方案	373
- 到店电商	67
毛利润 (百万人民币)	863
- 一站式支付服务	472
- 商户解决方案	336
- 到店电商	55
净利润 (百万人民币)	206
- 一站式支付服务	150
估值倍数	
P/E (x) - 一站式支付服务	16.3
P/S (x) - 商户解决方案	5.1
P/S (x) - 到店电商	2.5
对应市值 (百万人民币)	
一站式支付服务	2,446
商户解决方案	1,902
到店电商	167
分部估值法折价	5%
市值 (百万港币)	4,564
目标价 (港币)	9.9

资料来源：华泰研究预测

考虑到宏观波动对支付费率的影响超过我们预期，我们下调了 2025/2026 年支付费率的预测，这将导致收入承压。同时在经营杠杆下，各类费用率有所提升。

图5：盈利预测调整表

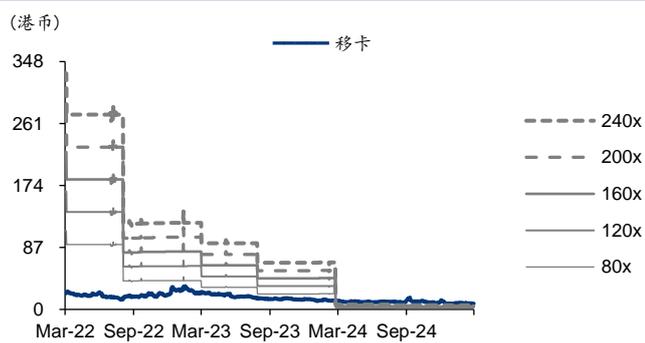
(百万人民币)	2025E			2026E		
	此前预测	新预测	变化	此前预测	新预测	变化
收入总额	3,625	3,328	(8.2)	4,079	3,569	(12.5)
一站式支付收入	3,069	2,888	(5.9)	3,428	3,080	(10.2)
支付费率 (bps)	12.2	11.5	-0.7pp	12.8	11.7	-1.1pp
归母净利润	437	206	(53.0)	604	243	(59.7)
销售费用率 (%)	2.9	3.6	0.7pp	2.8	3.5	0.7pp
管理费用率 (%)	7.0	9.8	2.8pp	7.0	9.8	2.8pp
研发费用率 (%)	7.0	7.2	0.2pp	7.0	7.0	0.0pp

资料来源：华泰研究预测

风险提示

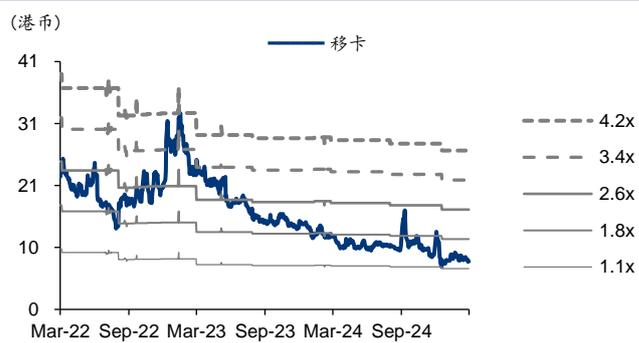
- 1) 若线下消费不及预期，可能拖累移卡支付业务 GPV；
- 2) 移卡支付费率和毛利率可能随行业竞争加剧或监管指导等原因进一步承压；
- 3) 业务和营销策略调整过慢可能拖累移卡到店业务实现盈亏平衡和盈利突破的节奏；
- 4) 监管变化，例如进一步收紧对非银支付行业的监管，加强对支付过程中所收集数据使用的审查，可能影响移卡支付和商户解决方案业务增长。

图表6: 移卡 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: 移卡 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	3,951	3,087	3,328	3,569	3,813
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入及其他收益	3,951	3,087	3,328	3,569	3,813
雇员及相关费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资讯技术支出	(265.57)	(237.57)	(239.59)	(249.84)	(266.90)
其他运营支出	(3,409)	(2,598)	(2,693)	(2,883)	(3,013)
EBITDA	275.92	250.70	395.44	436.14	533.39
折旧及摊销	(150.91)	(135.20)	(135.20)	(135.20)	(135.20)
营运利润	125.01	115.50	260.24	300.94	398.19
融资成本	(89.94)	(61.58)	(47.91)	(46.90)	(49.36)
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	0.36	29.53	8.50	8.93	9.39
税前利润	35.43	83.45	220.84	262.97	358.22
税项	(25.32)	(10.43)	(27.61)	(32.88)	(44.79)
净利润	10.11	73.01	193.23	230.10	313.43
少数股东应占净利润	(1.51)	(9.44)	(12.27)	(12.98)	(13.16)
归母净利润	11.63	82.45	205.50	243.08	326.59

每股数据

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS	0.03	0.22	0.55	0.65	0.87
EPS (最新摊薄)	0.03	0.22	0.55	0.65	0.87
每股净资产	6.07	6.02	6.19	6.69	7.37

资料来源：公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,985	2,310	2,078	2,309	2,616
金融资产	840.94	918.26	1,112	1,226	1,351
应收账款	3,572	3,609	3,858	4,124	4,411
无形资产	478.87	479.51	479.51	479.51	479.51
于合资公司的权益	134.72	167.95	176.46	185.39	194.77
其他资产	408.76	220.41	444.46	417.66	390.87
总资产	8,420	7,705	8,148	8,741	9,444
保证金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融负债	24.88	0.00	0.00	0.00	0.00
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,186	931.99	885.39	929.66	976.15
其他负债	4,592	4,184	4,487	4,812	5,161
总负债	5,803	5,116	5,372	5,742	6,137
股东股本权益	2,708	2,665	2,860	3,092	3,408
少数股东权益	(90.48)	(75.74)	(83.50)	(92.06)	(101.49)
股东权益总额	2,617	2,590	2,776	3,000	3,306

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	445.92	52.55	13.67	11.56	8.60
PB (倍)	2.20	1.92	1.21	1.12	1.02
ROE	0.42	3.07	7.44	8.17	10.05
ROA	0.13	0.91	2.44	2.72	3.45
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司