

互联网	收盘价 港元 8.36	目标价 港元 9.60↓	潜在涨幅 +14.8%
-----	----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 28 日

移卡 (9923 HK)

支付业务边际改善，关注增值服务及海外拓展

参考可比支付及 2B 服务公司并考虑 A/H 股估值差异，基于 2025 年 12 倍市盈率，下调目标价至 9.6 港元（原为 13 港元），维持中性评级。支付业务边际改善，但全年表现仍有不确定性。关注海外业务拓展，以及 AI 赋能下高利润率的增值服务收入及利润增长。

- ① **2024 下半年业绩回顾：**移卡 2024 下半年收入 15 亿元（人民币，下同），同比降 20%，主要受支付交易规模下降影响（同比-20%），经调整 EBITDA 同比降 17%至 2.2 亿元，但环比增 35%，主要因支付业务毛利率环比大幅改善（+8.3 个百分点，剔除上半年一次性影响）。
- ② **支付业务边际改善，关注增值服务及海外拓展：**管理层指引 2025 年年初消费趋势较 2024 年 4 季度有所恢复，支付费率、支付毛利率或将受益于支付商户的结构性变化，并为拓展增值服务奠定良好基础。我们预计 2025 年支付规模（GPV）/支付收入为 2.45 万亿元/29.6 亿元，同比增 5%/10%，对应支付费率或提升 0.6 个基点。公司持续聚焦基于支付的全栈商户服务，强化 AI 对业务赋能，提升风控、运营、精准营销等商户服务能力，并加速海外扩张，2024 年海外 GPV 达 11 亿元，增值服务已在中国香港、新加坡、日本落地。

盈利预测变动

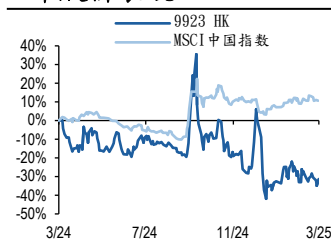
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,421	3,800	-10%	3,738	4,198	-11%	4,074	NA	NA
一站式支付服务	2,962	3,196	-7%	3,230	3,507	-8%	3,516	NA	NA
商家解决方案	380	524	-28%	424	597	-29%	467	NA	NA
到店电商	79	79	0%	84	94	-10%	90		
毛利	1,017	1,026	-1%	1,129	1,256	-10%	1,275	NA	NA
毛利率	30%	27%	2.7ppts	30%	30%	0.3ppts	31%		
经调整经营利润	299	485	-38%	378	691	-45%	492	NA	NA
经调整经营利润率	9%	13%	-4.0ppts	10%	16%	-6.3ppts	12%		
经调整归母净利润	303	384	-21%	368	569	-35%	461	NA	NA
调整后净利润率	9%	10%	-1.3ppts	10%	14%	-3.7ppts	11%		
经调整 EBITDA	466	433	8%	545	640	-15%	659	NA	NA
支付 GPV	2,450	2,548	-4%	2,548	2,716	-6%	2,650	NA	NA
支付费率	0.121%	0.125%	-0.5bps	0.127%	0.129%	-0.2bps	0.133%		

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

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)	16.50
52周低位 (港元)	7.08
市值 (百万港元)	3,863.66
日均成交量 (百万)	14.12
年初至今变化 (%)	(32.03)
200天平均价 (港元)	9.85

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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 下半年业绩回顾

百万人民币	2H23	1H24	2H24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)
营业收入	1,888	1,578	1,509	-4	-20	1,748	-14
一站式支付服务	1,650	1,347	1,339	-1	-19	1,473	-9
商家解决方案	196	202	137	-32	-30	243	-44
到店电商	43	29	32	12	-24	31	5
营业成本	1,516	1,278	1,080	-15	-29	1,325	-18
毛利	372	300	429	43	15	423	1
毛利率 (%)	20	19	28			24	
经营费用	373	336	315	-6	-16	337	-7
销售费用	42	52	59	13	40	49	20
管理费用	188	156	146	-6	-22	157	-7
研发费用	143	128	109	-15	-24	131	-17
经营利润	31	57	59	3	89	146	-60
经营利润率	2	4	4			8	
税前净利润/亏损	-45	-42	-20	-53	-56	-40	-51
所得税	-12	-4	-7			-16	
净利润/亏损	-20	33	40	24	-300	90	-55
少数股东损益	1	1	-10	-1,191	-900	-4	131
归属于母公司的净利润/亏损	-22	32	51	61	-336	94	-46
净利润/亏损率	-1	2	3			5	
经调整归母净利润	31	72	117	62	272	115	2
经调整归母净利润率	2	5	8			7	
经调整每股盈利	0.1	0.2	0.3	53	257	0.3	-4
经调整 EBITDA	265	163	221	35	-17	141	57
支付 GPV, 十亿人民币	1,464	1,166	1,169	0	-20	1,201	-3
支付费率*	0.125%	0.123%	0.115%			0.123%	

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

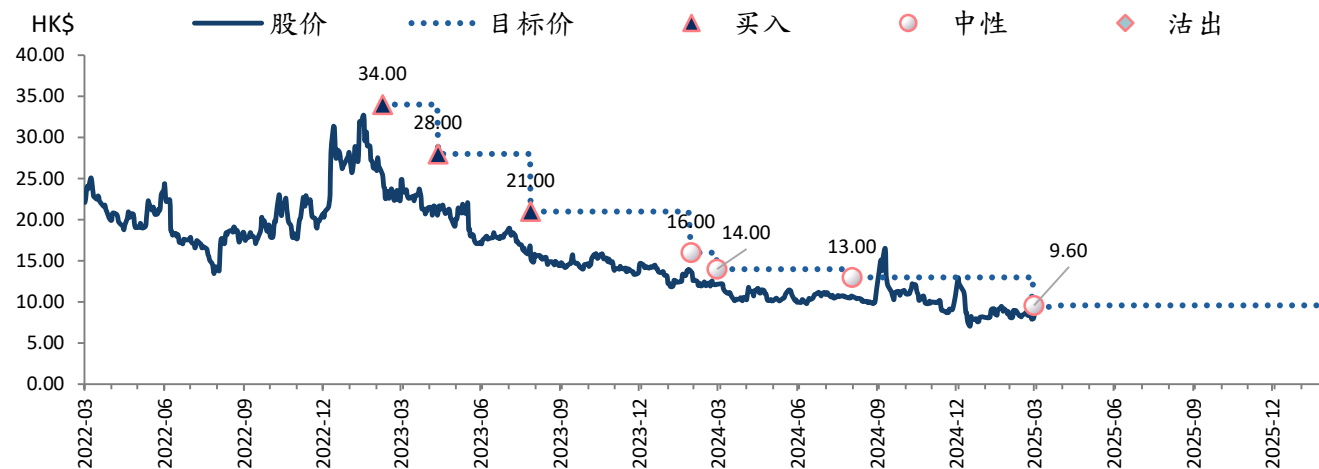
百万人民币	年增速%						
年结 12 月 31 日	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,087	3,421	3,738	4,074	11	9	9
一站式支付服务	2,686	2,962	3,230	3,516	10	9	9
商家解决方案	340	380	424	467	12	11	10
到店电商	61	79	84	90	30	6	7
营业成本	2,358	2,404	2,609	2,799			
毛利	729	1,017	1,129	1,275	40	11	13
毛利率(%)	24	30	30	31			
经营费用	651	706	745	784	8	6	5
销售费用	111	134	146	159	20	9	9
管理费用	302	327	350	373	8	7	7
研发费用	238	246	250	252	3	2	1
经营利润	116	231	303	411	100	31	35
经营利润率(%)	4	7	8	10			
税前净利润/亏损	83	191	263	371	129	38	41
所得税	-10	-29	-40	-56			
净利润/亏损	73	162	224	315	122	38	41
少数股东损益	-9	8	11	16			
归属于母公司的净利润	82	154	213	299	87	38	41
净利润/亏损率(%)	3	5	6	7			
经调整归母净利润	190	303	368	461	60	21	25
经调整归母净利润率	6	9	10	11			
经调整 EBITDA	384	466	545	659	21	17	21

资料来源：公司资料，交银国际预测

2025 年 3 月 28 日

移卡 (9923 HK)

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: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

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	98.42	111.00	12.8%	2025 年 02 月 19 日	广告
1024 HK	快手	买入	56.10	64.00	14.1%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.63	60.00	40.7%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.74	17.00	15.3%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	151.00	184.00	21.9%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	20.16	26.00	29.0%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.37	2.70	13.9%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.58	7.20	9.4%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.15	28.00	7.1%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	124.36	165.00	32.7%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	42.89	62.00	44.6%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	135.63	165.00	21.7%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.54	15.60	24.4%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.06	12.00	48.9%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.60	13.30	-2.2%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	36.90	60.00	62.6%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.35	4.60	37.3%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	37.90	50.00	31.9%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	509.50	583.00	14.4%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	101.75	124.00	21.9%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.18	14.00	37.5%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.48	21.00	13.6%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	160.10	226.00	41.2%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.86	18.50	43.9%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.99	13.50	50.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.85	1.40	-24.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	13.96	21.00	50.4%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.36	9.60	14.8%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.50	24.00	17.1%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	507.00	605.00	19.3%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.15	64.00	38.7%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 28 日

2025 年 3 月 28 日

移卡 (9923 HK)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,951	3,087	3,421	3,738	4,074
主营业务成本	(3,212)	(2,358)	(2,404)	(2,609)	(2,799)
毛利	738	729	1,017	1,129	1,275
销售及管理费用	(464)	(413)	(460)	(496)	(532)
研发费用	(266)	(238)	(246)	(250)	(252)
其他经营净收入/费用	116	38	(80)	(80)	(80)
经营利润	125	116	231	303	411
Non-GAAP标准下的经营利润	205	223	299	378	492
财务成本净额	(90)	(62)	(40)	(40)	(40)
应占联营公司利润及亏损	0	30	0	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	35	83	191	263	371
税费	(25)	(10)	(29)	(40)	(56)
非控股权益	2	9	(8)	(11)	(16)
净利润	12	82	154	213	299
作每股收益计算的净利润	12	82	154	213	299
Non-GAAP标准的净利润	12	82	154	213	299

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	888	596	1,310	1,622	2,052
应收账款及票据	3,530	3,563	3,041	3,052	3,046
存货	2	2	3	3	3
其他流动资产	2,127	1,731	1,731	1,731	1,731
总流动资产	6,546	5,892	6,084	6,409	6,832
投资物业	827	914	914	914	914
物业、厂房及设备	67	47	82	85	86
无形资产	479	480	460	455	452
合资企业/联营公司投资	135	168	168	168	168
其他长期资产	366	205	225	225	225
总长期资产	1,874	1,813	1,849	1,847	1,845
总资产	8,420	7,705	7,934	8,255	8,677
短期贷款	780	929	929	929	929
应付账款	4,322	3,923	2,812	2,924	3,042
其他短期负债	189	161	179	179	179
总流动负债	5,290	5,013	3,920	4,033	4,150
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	513	103	100	100	100
总长期负债	513	103	100	100	100
总负债	5,803	5,116	4,020	4,133	4,251
股本	3,094	3,107	3,107	3,107	3,107
储备及其他资本项目	(386)	(442)	798	1,007	1,311
股东权益	2,708	2,665	3,905	4,114	4,418
非控股权益	(90)	(76)	8	8	8
总权益	2,617	2,590	3,913	4,122	4,426

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	35	83	191	263	371
合资企业/联营公司收入调整	(0)	(30)	0	0	0
折旧及摊销	151	153	87	60	59
营运资本变动	(510)	(277)	364	101	124
其他经营活动现金流	7	104	120	115	106
经营活动现金流	(317)	34	762	540	660
资本开支	(8)	(57)	(56)	(57)	(56)
投资活动	(2)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(312)	(269)	(168)	(171)	(174)
投资活动现金流	(321)	(326)	(224)	(227)	(230)
负债净变动	100	0	0	0	0
权益净变动	(145)	0	176	0	0
其他融资活动现金流	(27)	0	0	0	0
融资活动现金流	(72)	0	176	0	0
汇率收益/损失	8	0	0	0	0
年初现金	1,592	888	596	1,310	1,622
年末现金	888	596	1,310	1,622	2,052

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.031	0.220	0.386	0.532	0.749
全面摊薄每股收益	0.031	0.219	0.384	0.529	0.745
Non-GAAP标准下的每股收益	0.031	0.219	0.384	0.529	0.745
每股账面值	7.246	7.078	9.715	10.235	10.991
利润率分析(%)					
毛利率	18.7	23.6	29.7	30.2	31.3
EBITDA利润率	7.0	9.7	9.3	10.4	12.2
EBIT利润率	3.2	3.7	6.7	8.1	10.1
净利率	0.3	2.7	4.5	5.7	7.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	18.7	23.6	29.7	30.2	31.3
EBITDA利润率	14.1	12.5	13.6	14.6	16.2
经营利润率	5.2	7.2	8.7	10.1	12.1
净利率	0.3	2.7	4.5	5.7	7.3
盈利能力(%)					
ROA	0.1	1.0	2.0	2.6	3.5
ROE	0.4	3.2	4.7	5.3	7.0
ROIC	3.1	2.8	4.7	5.2	6.7
其他					
流动比率	1.2	1.2	1.6	1.6	1.6

交銀國際

香港中環德輔道中 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**

2025 年 3 月 28 日

移卡 (9923 HK)

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。