

2025年04月10日

移卡(9923.HK)

SDICSI

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**2H24 业绩不及预期，2025 年支付业务有望恢复增长**

移卡 2H24 收入低于市场预期 11%，支付业务（收入占比 89%）低于预期 6%，主要因 GPV 降幅大于预期。2024 年海外业务取得阶段性进展，全年 GPV 11 亿元，预计中长期仍有较大提升潜力。我们预计 2025 年支付业务恢复同比高个位数增长，收入增速快于 GPV 增速，带动利润企稳回升。给予 2025 年 13 倍市盈率估值，目标价 8.2 港元，维持增持评级。

**报告摘要**

**2H24 业绩不及预期：**总收入 15 亿元，同比降 20%，较彭博一致预期低 11%，其中一站式支付较市场预期低 6%（8,600 万元），商户解决方案较市场预期低 43%（2.4 亿元）。毛利同比增 15%，好于市场预期 2%，主要因支付业务毛利好于预期，整体毛利率 28%，同比及环比均提升 9 个百分点。归母净利润 5100 万元，利润率 3.4%，对比去年同期为亏损 2,200 万元。经调整 EBITDA 为 2.2 亿元，同比降 17%，EBITDA 利润率 14.7%。

**支付业务承压：**下半年 GPV 为 1.17 万亿元，同比降 18%，环比持平，综合费率为 11.5 个基点，同比/环比下降 1.1/0.8 个基点。全年 GPV 为 2.34 万亿元，剔除非经常性收入调整影响的费率为 11.9 个基点，同比下降 1.4 个基点，与行业费率下行趋势一致。

**商户解决方案&到店电商：**2H24 收入同比降 30%，主要因付费商户规模下降，战略聚焦利润率更高的优质客户，当前对支付商户的渗透率近 20%，中长期仍有提升潜力。到店电商收入同比降 24%，环比增 12%，毛利率维持在 80% 以上水平，预计 2025 年有望实现经营层面盈亏平衡。

**海外业务取得阶段性进展：**海外市场主要包括新加坡、日本及中国香港，以支付业务为主，并持续带动商户解决方案业务拓展。2024 年海外支付 GPV 为 11 亿元，同比增近 5 倍，受益于银行渠道建设及客户拓展。旗下投资公司富匙科技在东南亚推出数字平台，具备智能交互功能，服务零售/文旅/娱乐商户等。

**盈利预测及估值：**我们预计 2025 年支付业务 GPV 同比增 9%，费率或有小幅上调空间，预计收入增速略大于 GPV 增速。预计利润端恢复常态化水平，预计全年经调整归母净利润（我们剔除股份支付影响计算所得）2.7 亿元，给予 2025 年 13 倍市盈率，目标价 8.2 港元，维持**增持**评级。

**风险：**支付 GPV 不及预期；支付费率因竞争加剧而下行；海外拓展不及预期。

**财务及估值摘要**

财年截止12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入(百万元)	3,951	3,087	3,402	3,642	3,875
同比(%)	15.6%	-21.9%	10.2%	7.0%	6.4%
毛利率(%)	18.7%	23.6%	24.4%	24.4%	25.4%
经调整归母净利润	436	276	274	304	340
经调整归母净利润率(%)	0.3%	2.7%	4.5%	4.8%	5.2%
市盈率(倍)	NM	10.9	10.9	9.8	8.8
市销率(倍)	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
净资产收益率(%)	0.4%	3.2%	6.8%	4.1%	5.0%

数据来源：公司财报，国证国际预测

 投资评级：**增持**
**维持评级**

 6 个月目标价 **8.2 港元**

 股价(2025-04-09) **6.85 港元**

总市值(百万港元)	3,166
流通市值(百万港元)	1,766
总股本(百万股)	462
流通股本(百万股)	257
12 个月低/高(港元)	6.4/13.4
平均成交(百万港元)	53.9

**股东结构**

刘颖麒	34.96%
员工持股平台	8.61%
Recruit Holdings	6.51%
其他	49.92%

**股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.18	-26.55	-59.17
绝对收益	-23.55	-21.44	-38.07

数据来源：彭博、港交所、公司

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

## 财务预测更新

**图表 1：利润表预测更新**

人民币, 百万	1H23	2H23	1H24	2H24	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总收入</b>	<b>2,062</b>	<b>1,888</b>	<b>1,578</b>	<b>1,509</b>	<b>3,951</b>	<b>3,087</b>	<b>3,402</b>	<b>3,642</b>	<b>3,875</b>
同比	26%	6%	-23%	-20%	16%	-22%	10%	7%	6%
一站式支付服务	1,835	1,650	1,347	1,339	3,485	2,686	3,030	3,269	3,495
同比	44%	11%	-27%	-19%	27%	-23%	13%	8%	7%
商户解决方案	167	196	202	137	363	340	310	304	309
同比	-20%	95%	21%	-30%	17%	-6%	-9%	-2%	2%
到店电商服务	60	43	29	32	103	61	63	69	71
同比	-63%	-78%	-52%	-24%	-71%	-40%	2%	10%	3%
销售成本	-1,696	-1,516	-1,278	-1,080	-3,212	-2,358	-2,571	-2,755	-2,890
<b>毛利</b>	<b>366</b>	<b>372</b>	<b>300</b>	<b>429</b>	<b>738</b>	<b>729</b>	<b>831</b>	<b>888</b>	<b>985</b>
同比	-31%	-26%	-18%	15%	-28%	-1%			
一站式支付服务	174	165	93	290	338	383	526	585	677
商户解决方案	146	171	184	112	317	296	254	246	250
到店电商服务	46	36	24	26	82	50	51	57	58
<b>毛利率</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>	<b>28%</b>	<b>19%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>
一站式支付服务	9%	10%	7%	22%	10%	14%	17%	18%	19%
商户解决方案	88%	87%	91%	82%	87%	87%	82%	81%	81%
到店电商服务	77%	85%	82%	81%	80%	81%	82%	82%	82%
销售费用	-83	-42	-52	-59	-125	-111	-117	-138	-155
占收入比	4%	2%	3%	4%	3%	4%	3%	4%	4%
管理费用	-151	-188	-156	-146	-339	-302	-309	-318	-330
占收入比	7%	10%	10%	10%	9%	10%	9%	9%	9%
研发费用	-123	-143	-128	-109	-266	-238	-249	-267	-284
占收入比	6%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	7%
<b>经营利润</b>	<b>94</b>	<b>31</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>227</b>	<b>240</b>	<b>277</b>
经营利润率	4.6%	1.6%	3.6%	3.9%	3.2%	3.7%	6.7%	6.6%	7.2%
<b>归母净利润</b>	<b>33</b>	<b>-22</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>12</b>	<b>82</b>	<b>152</b>	<b>174</b>	<b>201</b>
净利润率	1.6%	-1.1%	2.0%	3.4%	0.3%	2.7%	4.5%	4.8%	5.2%
<b>经调整归母净利润</b>	<b>223</b>	<b>213</b>	<b>159</b>	<b>117</b>	<b>436</b>	<b>276</b>	<b>274</b>	<b>304</b>	<b>340</b>
净利润率	10.8%	11.3%	10.0%	7.8%	11.0%	8.9%	8.1%	8.4%	8.8%
<b>经调整EBITDA</b>	<b>291</b>	<b>265</b>	<b>163</b>	<b>221</b>	<b>556</b>	<b>384</b>	<b>431</b>	<b>459</b>	<b>534</b>
经调整EBITDA利润率	14.1%	14.0%	10.3%	14.7%	14.1%	12.5%	12.7%	12.6%	13.8%

资料来源：公司财报，国证国际预测（注：经调整归母净利润为我们的测算，剔除股份支付对归母净利润的影响）



**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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际，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、意见及推测反映国证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。国证国际，其母公司或任何其他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或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，而应按照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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际，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至日本、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)，国证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。

收件人应注意国证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，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证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。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**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。
- 国证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。

**国证国际证券(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