

公司研究

全球化战略加速升级，海外版图持续扩大

——移卡（9923.HK）跟踪报告

买入（维持）

当前价：12.06 港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：李爱娅

执业证书编号：S0930525060002

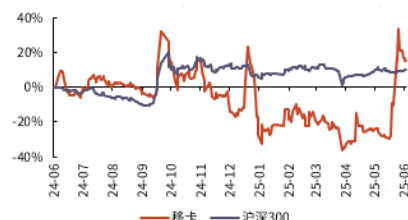
010-57378069

liaiya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.62
总市值(亿港元):	55.74
一年最低/最高(港元):	6.36/16.58
近 3 月换手率:	366.7%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	52.0	46.3	2.3
绝对	50.8	43.4	12.7

资料来源：Wind

要点

我们近期对移卡进行了持续跟踪，公司海外市场不断拓展，国际渠道连接持续深入。我们认为，公司全球化战略加速升级及营销服务覆盖客群的持续扩大，有望推动公司实现业绩修复。

24 年净利润同比显著增长，看好公司长期盈利能力。24 年公司实现总营业收入 30.9 亿元，同比减少 21.9%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比有所增加，公司年度支付费率为 11.9 个基点，维持与行业趋势一致的商业化能力。24 年公司一站式支付服务/商户解决方案/到店电商服务收入占总营收比例分别为 87%/11%/2%，同比分别 -1/+2/-1pct，营收结构相对稳定。

支付业务盈利韧性显著，成长空间较为充足。24 年公司一站式支付业务营收为 26.9 亿元，同比-22.9%，主要系宏观经济波动导致行业客户平均交易金额下降所致；24 年公司一站式支付服务业务毛利率达 14.2%，同比+4.5pct，盈利韧性显著。24 年公司一站式支付服务业务处于行业领先地位，基于应用程序的日交易笔数峰值接近 6000 万笔，同时公司持续加强多元化渠道拓展，与超过 6000 家 SaaS 合作伙伴深度对接，合作伙伴数量同比增长 32.0%，与大型股份制银行达成总对总战略合作，联合收单合作银行数达近 160 家，并通过 17000 家独立销售代理扩大市场覆盖。

商户解决方案持续渗透，AI 技术赋能商户生态完善。24 年公司商户解决方案业务收入为 3.4 亿元，较 23 年的 3.6 亿同比-6.4%，尽管收入略有下降，但 24 年商户解决方案业务毛利率维持在 87.2%，与 23 年的 87.4%基本持平，公司专注于盈利性更高的客户群体，维持较高的产品盈利能力和成本管控。同时，公司在金融科技领域的营销服务实现行业领先，覆盖 90%以上的客户，包括蚂蚁宝、微众银行、宁波银行、众安保险等。公司通过 AI 算法实现广告精准投放与动态创意生成，大幅提升转化率，持续深化 AI 技术应用及扩大国内外战略性伙伴合作，进一步优化板块商业化能力和对公司整体收入及盈利能力的提升。

到店电商业务收费模式优化，门店数有望持续增长。24 年公司到店电商业务收入为 0.6 亿元，较 23 年的 1.0 亿元下降 40.4%，尽管到店电商业务收入同比下降，但毛利率从 23 年的 80.3%上升至 24 年的 81.3%，主要系公司到店电商服务战略全面升级后的精细化经营抬升业务毛利率。公司通过优化收费模式，前置收入对到店电商收入贡献达到 50%，确保每个服务项目的盈利能力，公司服务的门店数持续增长。

海外业务高速增长，全球化战略稳步推进。24 年公司海外 GPV 全年交易量超 11 亿元，同比增长近 5 倍，展现出强劲的市场拓展能力与客户认可度。在客户拓展方面，公司垂类客户渗透度加深，拓展汽车、奢侈品、休闲娱乐等新行业客户，新增 Clinique、Bose、徕卡相机、小米等知名品牌商户，丰富客户结构并增强业务韧性。在渠道建设方面，公司实现境内外全卡种受理，加入 Visa、Mastercard 和银联国际等支付网络会员机构，并与花旗、汇丰、巴克莱等银行深度合作，提升全球支付网络覆盖与服务品质。

投资建议：移卡作为领先的商业赋能科技平台，通过一站式支付服务、商户解决方案及到店电商业务构建了独立的商业数字化生态系统，成长空间充足。由于当前支付赛道竞争加剧，我们预测公司 2025-27 年归母净利润分别为 1.01(下调 43%)/1.12(下调 52%)/1.23(新增) 亿元，EPS 为 0.22/0.24/0.27 元，对应 PB 为 1.7/1.7/1.6 倍，但鉴于公司长期增长弹性充足，维持“买入”评级。

风险提示：收单市场竞争加剧，到店业务发展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3951	3087	3328	3569	3813
增长率(%)	15.6%	-21.9%	7.8%	7.2%	6.8%
归属母公司净利润 (百万元)	11.6	82.5	101.3	112.2	122.9
增长率(%)	-92.4%	609.1%	22.8%	10.8%	9.5%
每股收益(元)	0.03	0.19	0.22	0.24	0.27
ROE (%)	0.42%	3.07%	3.58%	3.71%	3.92%
PE	423.6	59.3	50.4	45.5	41.5
PB	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025 年 6 月 12 日，汇率 1RMB=1.0942HKD

财务报表与盈利预测

损益表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,951	3,087	3,328	3,569	3,813
投资收益净额	30	74	52	52	60
其他收入	0	30	13	8	8
折旧及摊销	-151	-135	-135	-135	-135
营运利润	125	116	121	132	143
融资成本	-90	-62	-48	-47	-49
其他成本	0	0	0	0	0
税前利润	35	83	100	110	121
税项	-25	-10	-20	-20	-20
净利润	12	82	101	112	123
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归母净利润	12	82	101	112	123
资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
金融资产	841	918	1,102	1,322	1,587
应收账款	355	381	1,025	742	669
无形资产	691	613	609	637	619
其他资产	16	12	62	30	35
总资产	8,420	7,705	8,148	8,741	9,444
保证金	0	0	0	0	0
金融负债	25	0	8	11	6
借款	1,186	932	885	930	976
其他负债	3,805	3,830	4,624	5,230	5,649
总负债	5,803	5,116	5,693	6,091	6,197
股东股本权益	2,708	2,665	2,986	3,065	3,196
少数股东权益	-90	-76	-85	-84	-82
股本权益总额	2,617	2,590	3,392	3,497	3,854

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP