

移卡 (9923.HK) / 金融科技

移卡：以支付业务为基础，打造生态化的商业服务平台

评级：买入(首次)

市场价格：50.95 港元

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

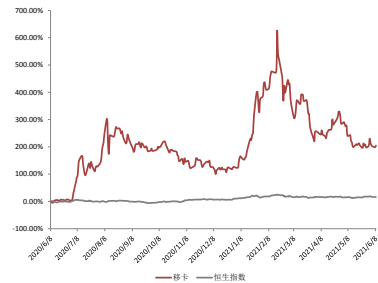
电话：

Email: lujie@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	452
流通股本(百万股)	452
市价(港元)	50.95
市值(亿港元)	230
流通市值(亿港元)	230

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2258	2293	2816	3665	4465
增长率 YOY%		1.54%	22.83%	30.14%	21.81%
归母净利润(百万元)	85	439	343	485	644
增长率 YOY%		418.42%	-21.93%	41.39%	32.86%
每股收益(元)	1.07	0.98	0.76	1.07	1.42
每股现金流量(元)	(0.49)	4.70	0.18	0.52	1.01
净资产收益率		14.07%	9.90%	12.28%	14.02%
P/E	39	43	55	39	29
PEG		0.1	(2.5)	0.9	0.9
P/B		6.0	5.5	4.8	4.1

备注：股价截取日期为 2021 年 6 月 9 日

投资要点

- **公司概况：**移卡是一家领先的基于支付的科技平台，深耕线下小微商户市场，以支付业务为基础，为商户及消费者提供支付及其他增值服务，建立端到端的生态系统，促进商户和消费者的交易，为生态伙伴创造价值。
- **行业分析：**1、公司在支付行业中的市场定位是服务于线下小微商户的移动支付收单机构。2、收单侧市场格局较为分散，集中度有提升空间，头部公司具备规模效应，公司在交易笔数上市占率领先。3、公司所在的市场空间长期受消费市场扩张及升级的驱动。移动支付的 C 端渗透率和 B 端场景拓展仍有提升空间；营商环境优化释放政策红利，小微商户激发市场活力，小店经济的发展增加商户服务客群规模；国内消费市场的成熟度将持续提升，包括消费市场的下沉，消费需求的升级，线下业态的丰富，带来支付需求和数字化转型需求。
- **商业模式：**1、公司向商户提供一站式支付服务，通过广覆盖的外部分销渠道和深合作的销售合作伙伴实现对全国范围内小微商户的快速覆盖，向商户收取支付服务费。2、以支付业务为基本盘，打造商户服务的生态圈，实现支付业务和增值服务的高度协同，其中 SAAS 业务和支付业务具有较强的协同性，在基于移动程序支付业务的基础上拓展出营销服务，实现 C 端流量变现，金融科技业务以助贷模式的借贷业务为主。公司将持续拓展增值服务的外延。
- **竞争优势：**1、移动支付的基因。相比其他收单侧的第三方支付公司，移卡的移动支付业务占比较高，体现在较高的交易笔数。公司注重研发能力的培育，保持技术上的领先性。2、增值服务的生态布局。公司在移动支付的先发优势为开展增值服务奠定基础。公司已经形成 SAAS 服务、营销服务和金融科技服务三大增值服务板块，可实现持续迭代，并通过外延式并购，做大生态圈。3、牌照的稀缺性和较好的合规性。
- **财务分析：**1、公司处于高速成长期，营业收入高增，利润率提升。2020 年营业收入达到 22.93 亿元，经调整净利润 3.61 亿元。增值服务收入占比持续提升，达到 20.2%，营销服务收入实现高速增长。2、收入结构变化使公司整体毛利率稳中有升，其中支付业务毛利率稳定，增值服务毛利率呈现下降趋势。3、公司的销售费用率有明显下降，主要受营销策略转变的影响；行政开支近两年增长较快，行政费用率相对稳定；公司保持较高的研发投入，以业务为导向进行新产品开发。
- **投资建议：**我们预计 2021/2022/2023 年营业收入分别为 28.16、36.65、44.65 亿元，归母净利润分别为 3.43、4.85、6.44 亿元。每股收益分别为 0.76/1.07/1.42 元，假设汇率 1 元人民币对应 1.2162 港元，对应 0.92/1.30/1.73 港元，当前股价 50.95 港元，对应 PE 分别为 55x/39x/29x。采用分部估值法进行估值，基于 2022 年的盈利预测，支付业务收入为 23.01 亿元，按照 24% 的毛利率、11% 的期间费用率及 15% 的税率进行大致测算，净利润为 2.54 亿元，按 25 倍 PE，支付业务部分估值为 64 亿元；增值服务收入为 13.64 亿元，按 15 倍 PS，增值服务部分估值为 205 亿元，合计估值 268 亿港元，假设汇率 1 元人民币对应 1.2162 港元，对应市值目标 326 亿港元，当前市值 230 亿港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、支付行业竞争加剧、增值业务发展不及预期

内容目录

公司概况.....	- 5 -
行业分析.....	- 6 -
市场定位：移卡深耕小微商户移动支付收单市场.....	- 6 -
市场格局：收单侧市场格局分散，集中度有提升空间.....	- 7 -
行业空间：消费市场的扩张和升级带来长期增长空间.....	- 8 -
商业模式.....	- 10 -
以支付业务为基本盘，实现小微商户的广覆盖.....	- 10 -
打造商户服务的生态圈，实现支付业务和增值服务的高度协同.....	- 12 -
竞争优势.....	- 14 -
移动支付的基因.....	- 14 -
增值服务的生态布局.....	- 15 -
牌照的稀缺性和较好的合规性.....	- 17 -
财务分析.....	- 17 -
业绩表现良好，增值服务收入占比持续提升.....	- 17 -
佣金为主要营业成本，收入结构变化导致毛利率稳中有升.....	- 18 -
期间费用率进入合理区间，业务成长期费用率有所提升.....	- 19 -
投资建议.....	- 20 -
基本假设及盈利预测.....	- 20 -
估值探讨及投资建议.....	- 22 -
风险提示.....	- 23 -

图表目录

图表 1: 移卡的发展历程.....	- 5 -
图表 2: 移卡的股权结构 (截止 2021 年 2 月 28 日)	- 6 -
图表 3: 支付交易规模的对比.....	- 7 -
图表 4: 支付产业链构成.....	- 7 -
图表 5: 第三方综合支付规模 (亿元)	- 7 -
图表 6: 银联和网联的转接交易金额 (万亿元)	- 7 -
图表 7: 第三方移动支付的市场格局.....	- 8 -
图表 8: 2019 年收单侧第三方支付公司的交易金额 (万亿元)	- 8 -
图表 9: 网络支付的渗透率	- 9 -
图表 10: 城乡互联网普及率	- 9 -
图表 11: 国内市场主体及个体工商户数量 (万户)	- 9 -
图表 12: 服务业小店店主的年龄构成.....	- 9 -
图表 13: 中美个人年消费支出差距巨大.....	- 10 -
图表 14: 线下商户业态不断扩充.....	- 10 -
图表 15: 移卡支付交易量构成 (百万元)	- 11 -
图表 16: 移卡支付业务收入构成 (千元)	- 11 -
图表 17: 活跃支付服务客户数量 (千)	- 11 -
图表 18: 支付收入的渠道分布 (千元)	- 11 -
图表 19: 移卡的支付交易量及增速 (亿元)	- 12 -
图表 20: 移卡支付业务的费率 (万分之)	- 12 -
图表 21: 移卡 SAAS 服务的功能模块.....	- 13 -
图表 22: 移卡的五大特定情景商户 SAAS 产品.....	- 13 -
图表 23: 基于应用程序的支付服务提供商排名-按 2019 年交易笔数.....	- 14 -
图表 24: 独立非银行二维码支付服务提供商排名-按 2019 年交易笔数.....	- 14 -
图表 25: 移卡的员工结构 (2019 年末)	- 15 -
图表 26: 移卡通过支付服务覆盖的消费者 (百万名)	- 15 -
图表 27: 移卡的商业服务客户 (千)	- 15 -
图表 28: 移卡的支付服务和增值服务的生态协同	- 16 -
图表 29: 移卡业务相关的附属公司	- 17 -
图表 30: 移卡的营业收入和经调整净利润.....	- 18 -
图表 31: 移卡的经调整净利润率.....	- 18 -
图表 32: 移卡的收入结构.....	- 18 -
图表 33: 移卡增值服务收入机构.....	- 18 -

图表 34: 移卡的营业成本构成	- 19 -
图表 35: 移卡的销售代理商佣金率	- 19 -
图表 36: 移卡的毛利构成	- 19 -
图表 37: 移卡的整体及分业务毛利率	- 19 -
图表 38: 移卡的期间费用 (千元)	- 20 -
图表 39: 移卡的期间费用率	- 20 -
图表 40: 移卡的收入预测 (千元)	- 21 -
图表 41: 支付业务可比公司估值	- 22 -
图表 42: 增值业务可比公司估值	- 22 -
图表 43: 公司的盈利预测表	- 24 -

公司概要

- 移卡是一家领先的基于支付的科技平台，深耕线下小微商户市场，以支付业务为基础，为商户及消费者提供支付及其他增值服务，建立端到端的生态系统，促进商户和消费者的交易，为生态伙伴创造价值。
- 移卡具备移动支付基因的第三方支付公司。截止 2019 年末，移卡是 16 家同时拥有全国银行卡收单牌照和移动电话支付牌照的公司之一，具备牌照优势。相比其他收单侧的第三方支付公司，移卡的移动支付业务占比较高，体现在较高的交易笔数。根据奥维咨询的数据，按 2019 年交易笔数计算，公司是国内第二大独立非银行二维码支付服务提供商。公司注重研发能力的培育，保持技术上的领先性。
- 移卡不断拓展业务边界，在支付业务的基础上开展增值服务，目前已经形成 SAAS 服务、营销服务和金融科技服务三大增值服务板块的生态布局，可实现持续迭代，并通过外延式并购，做大生态圈。公司成立于 2011 年，从 2012 年开始经营支付服务业务，2014 年获得支付牌照，2015 年开始提供聚合支付服务及 SAAS 服务，2016 年推出金融科技业务，2019 年搭建了精准营销服务平台，未来公司仍将围绕客户需求持续创新，实现增值服务变现。
- 管理团队具有较强的技术背景及支付行业经验，创始人曾任职于腾讯财付通和华为，兼具 2B 和 2C 基因。创始人刘先生在移卡之前任职于腾讯财付通，担任深圳市财付通科技有限公司（现名为财付通支付科技有限公司，一家由腾讯创办的在线支付平台公司）的总经理，在其任期内财付通发展成为中国第二大线上支付公司，在第三方支付及科技行业具有超过 17 年的经验，对移动支付发展有较深的理解，在加入腾讯之前，刘先生在华为技术有限公司担任工程师。首席架构师具有 13 年信息技术行业经验，曾在腾讯任职 10 年，期间晋升至开发中心副总监。

图表 1：移卡的发展历程

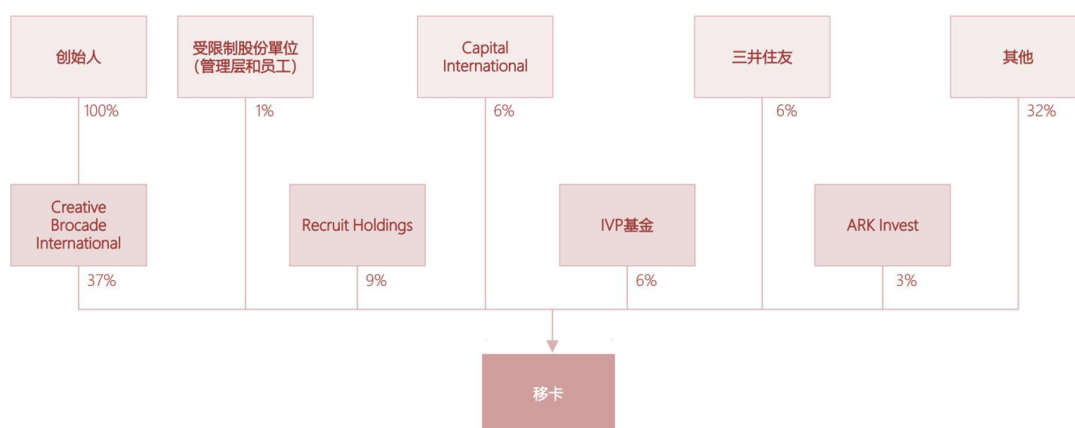
年份	事件
2011 年	成立主要经营实体深圳移卡
2012 年	腾讯成为深圳移卡的其中一名权益持有人，同时我们着手为小微商户设计及提供支付服务产品
2013 年	成立主要营运附属公司乐刷科技，并藉此推出面向小微商户的商业化支付服务
2014 年	乐刷科技成为中国银联收单成员机构，致力为客户提供更加便捷、安全、高效的支付服务。乐刷科技获得中国人民银行颁发全国银行卡收单许可证及移动电话支付许可证，可在中国展开全国移动电话支付及银行卡收单业务
2015 年	开始通过综合支付解决方案平台（支持中国银联、财付通及支付宝等支付渠道）提供支付服务。推出智掌柜及其他产品，并开始向商户提供科技赋能商业服务
2016 年	成立其中一家主要营运附属公司深圳飞泉，并开始向商户及消费者提供金融科技服务
2017 年	推出聚合支付平台，成为中国首批推出综合二维码支付解决方案的持牌第三方支付服务提供商 活跃支付服务客户数达 160 万名

2018 年	成为同时接入网联及中国银联二维码支付网络的首批服务提供商 打造能每日处理 1 亿笔交易的交易平台，从而进一步改善聚合支付平台及增值服务 我们录得的总支付交易量超过人民币 7,000 亿元，支付服务覆盖消费者超过 1.4 亿名
2019 年	携手众多合作伙伴进一步扩阔分销渠道并收购拓展宝金融，进一步加快客户拓展及增加产品及服务供应的步伐

来源：中泰证券研究所、公司公告

- 公司的股权较为集中，创始人具有实际控制权。截止 2021 年 2 月末，创始人持有公司 37% 的股份，员工持股计划占比 1%。Recruit Holdings 持有公司 9% 的股份，该公司是一家日本的人力资源及泛互联网服务公司，是移卡的基石投资者，在业务层面和投资层面与移卡有深入的合作。此外公司还获得海外知名投资机构的投资。

图表 2：移卡的股权结构（截止 2021 年 2 月 28 日）



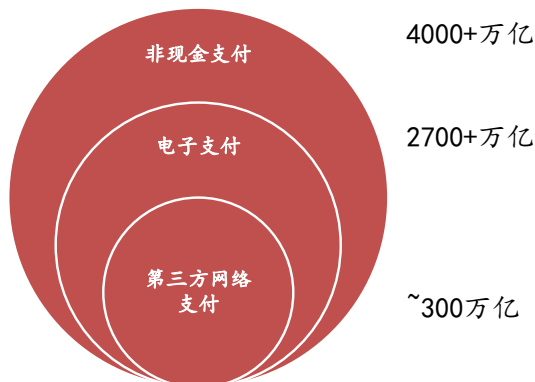
来源：中泰证券研究所、公司公告

行业分析

市场定位：移卡深耕小微商户移动支付收单市场

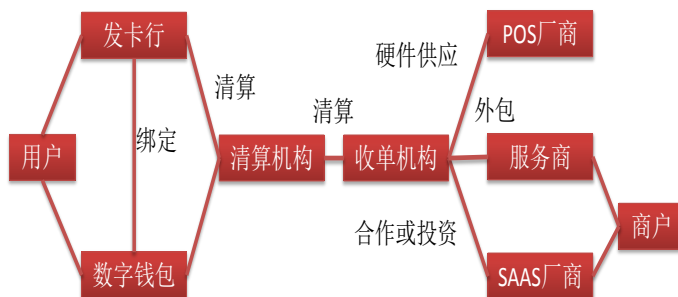
- 第三方支付行业中的收单机构。公司所处的行业为支付行业，从参与主体来看，主要分为银行和非银行支付机构。公司为持牌的非银行支付机构，所在的细分市场也被称为第三方支付。相比银行的支付业务，第三方支付公司更聚焦小额高频的长尾支付市场。根据央行 2020 年支付数据统计，银行处理的电子支付业务规模为 2711.81 万亿元，笔均金额为 1.15 万元，非银行支付机构处理的网络支付业务（不包括实体商户条码支付业务）规模为 294.56 万亿元，笔均金额为 356 元，线下扫码支付的场景更加小额高频，笔均金额或小于百元。从支付产业链分工来看主要分为账户端、清算机构和收单机构，账户端为 C 端用户服务，主要包括银行卡和数字钱包，清算机构负责跨行清算，目前主要包括银行和网联两家机构，收单机构服务于线下 B 端商户，提供聚合支付服务及其他增值服务。

图表 3: 支付交易规模的对比



来源: 中泰证券研究所、央行

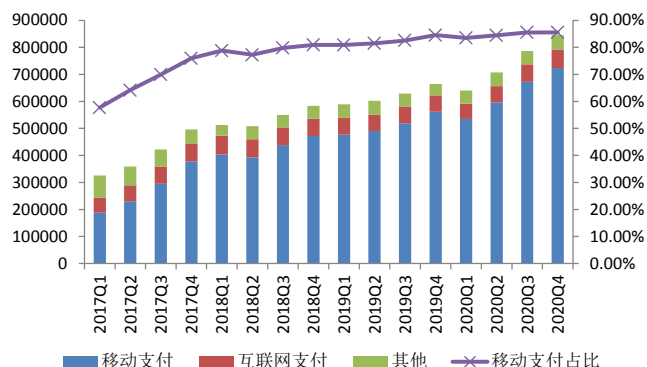
图表 4: 支付产业链构成



来源: 中泰证券研究所

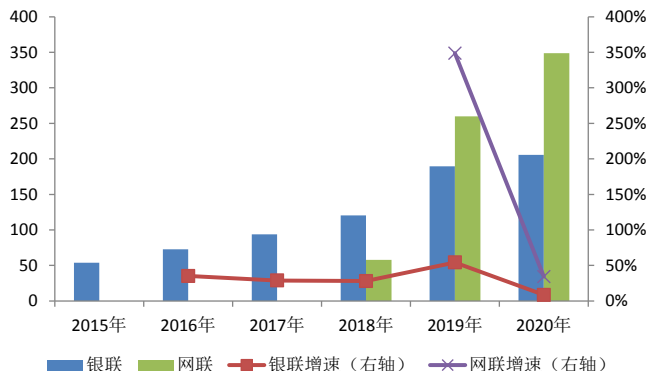
- **支付模式以移动支付为主。**线下商户可接受的付款方式包括现金、银行卡、数字钱包、预付卡等。收单机构提供的聚合支付服务即协助商户实现各种支付方式的受理能力。传统的线上收单以 POS 刷卡为主, 随着移动支付的普及, 收单业务逐步拓展到 NFC 近点支付、扫码支付等新型支付方式, 其中扫码支付已成为移动支付的主流模式。线下商户的数字化转型也将支付环节嵌入手机应用程序之中。

图表 5: 第三方综合支付规模 (亿元)



来源: 中泰证券研究所、易观

图表 6: 银联和网联的转接交易金额 (万亿元)



来源: 中泰证券研究所、央行、公司公告

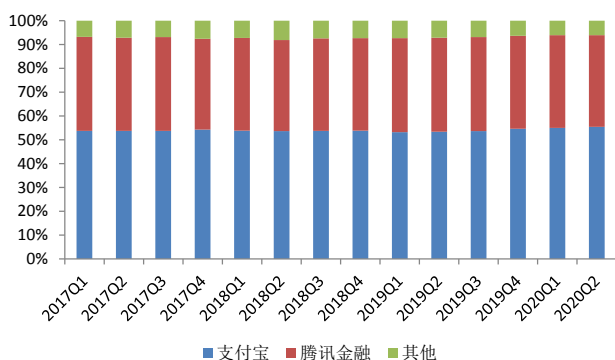
- **目标客群为线下小微商户。**线下商户的类型众多, 早期的 POS 支付的门槛较高, 以覆盖大中型商户为主。随着第三方支付行业的发展, POS 产品更新迭代, 推出不同定价的 POS 产品; 96 费改之后, 商户承担的费率有所下降; 更重要的是扫码支付方式大幅降低了商户对非现金支付的接受门槛, 包括接入成本、技术条件和支付费用等。收单机构基于成熟的移动支付解决方案, 通过服务商合作的模式, 快速触达了长尾市场的小微商户, 开拓了收单业务的增量市场。

市场格局: 收单侧市场格局分散, 集中度有提升空间

- **数字钱包端集中, 收单侧分散。**数字钱包端目前呈现出比较稳定的寡头垄断格局, 支付宝和微信支付占据主要的市场份额, 其他参与方主要包括银联云闪付、互联网头部平台和银行运营的数字钱包产品。收单侧参

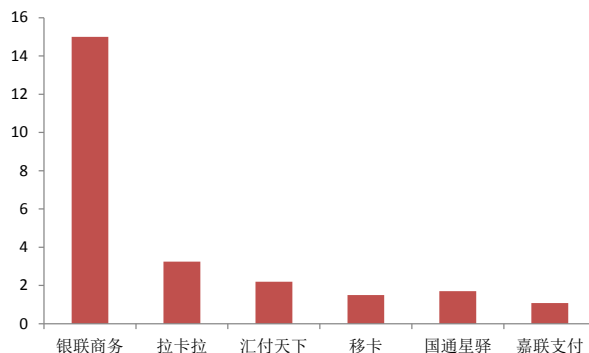
与的机构的较多，市场格局较为分散，包括银行、支付宝和微信支付以及收单机构。在收单机构中，银联商务是 POS 收单的龙头公司，在其他独立第三方支付公司中，交易金额排名靠前的公司包括拉卡拉、汇付天下、移卡等。不同公司在业务布局上各有侧重，商户结构有所差异，拉卡拉传统业务是线下 POS 收单，由于布局较早，商户总数量和中大型商户的占比较高；汇付天下的支付业务中还包括面向企业客户的互联网支付及行业解决方案业务，其中在航旅业务上布局领先。

图表 7：第三方移动支付的市场格局



来源：中泰证券研究所、易观

图表 8：2019 年收单侧第三方支付公司的交易金额 (万亿元)



来源：中泰证券研究所、公司公告

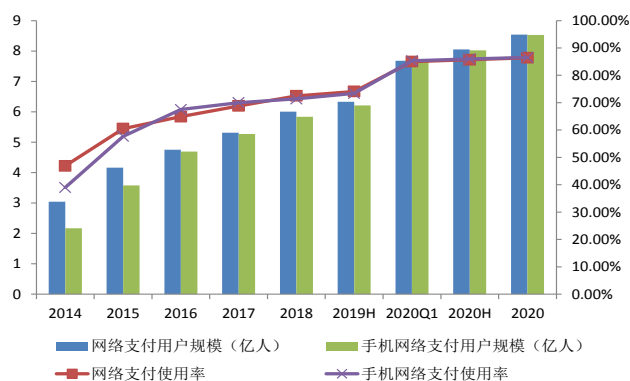
- **收单侧集中度有提升空间，头部公司具备规模效应。**近年来支付行业监管收紧，对第三方支付加强日常监管，对业务不合规、业务量较小的公司进行出清，备付金集中缴存等监管要求出台、支付费率下降等因素导致尾部的第三方支付公司经营困难；此外也有不少支付公司被具备支付场景的互联网公司收购。总体来看，处于积极展业状态的收单机构数量有所减少，交易量靠前的公司有望占据更大的市场份额。
- **公司在交易笔数上市占率领先。**POS 支付的客单价普遍高于移动支付，因此 POS 支付业务占比较高的收单公司交易金额更高。而移动支付具有小额高频的特征，移动支付贡献了大部分的交易笔数。作为较早布局移动支付的收单公司，移卡的支付业务中移动支付的占比较高，2020 年基于应用程序的支付交易量占比约为 55%；因此在交易笔数的市占率上处于领先地位，根据奥纬咨询的数据，按 2019 年交易笔数计算，移卡在基于应用程序的支付服务提供商和独立非银行二维码支付服务提供商的市占率排名分别为第四和第二名。

行业空间：消费市场的扩张和升级带来长期增长空间

- **移动支付的 C 端渗透率和 B 端场景拓展仍有提升空间。**第三方支付行业的整体规模增速从高位回落，进入平稳增长阶段。随着支付场景的继续下沉，小额支付的交易笔数将保持较快增长，行业整体的交易笔数增速将高于金额增速。支付规模的增量贡献来自于以下维度：**1、支付用户数量的增加。**截止 2020 年末，国内手机网络支付用户已达 8.53 亿，在手机网民中的渗透率为 86.5%，虽然存量客户体量已十分庞大，但每年

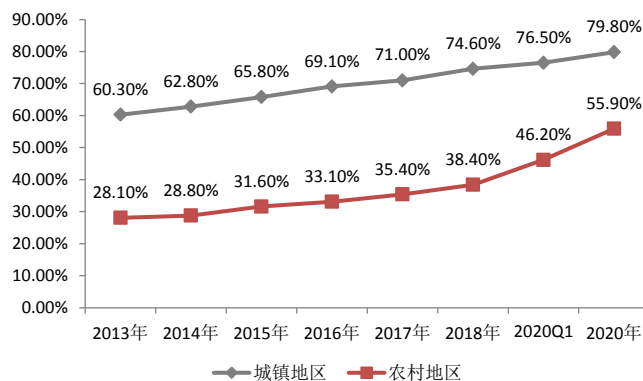
的增量仍有大几千万，移动支付的渗透率仍有提升空间。**2、支付场景的增加。**收单公司进一步下沉市场，提升低线城市和农村地区的商户接受移动支付的比例，进一步替代现金支付。**3、移动支付对刷卡支付的替代。**通过绑定银行卡至数字钱包，实现扫码支付对刷卡支付的替代，便利的支付方式的广泛的支付场景将提升C端用户的交易频次，拉动交易量的提升。

图表 9：网络支付的渗透率



来源：中泰证券研究所、CNNIC

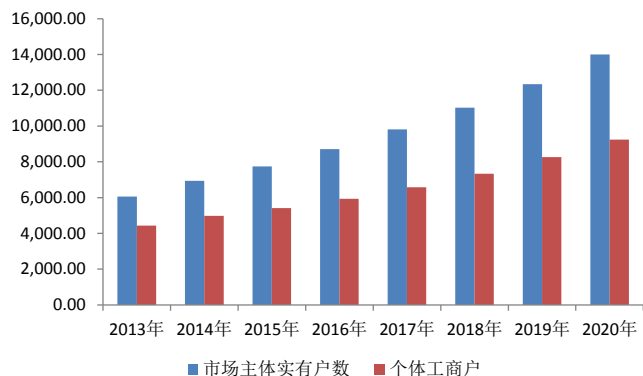
图表 10：城乡互联网普及率



来源：中泰证券研究所、CNNIC

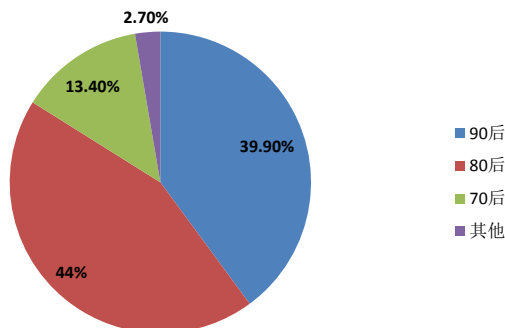
- **营商环境优化释放政策红利，小微商户激发市场活力，小店经济的发展增加商户服务客群规模。**十三五期间，我国着力优化营商环境，推进“放管服”、减税降费、商事制度改革等改革，激发了各类市场主体活力，年均净增市场主体 1247.7 万户，在世界银行发布的营商环境国际排名从 84 名上升到 31 名。截止 2020 年末，各类市场主体达到 1.4 亿户，2020 年全年新设约 2500 万户，其中个体工商户在市场主体中占比超过 65%。展望未来，我国市场准入门槛将不断放宽，市场公平公正监管不断完善，政务服务效能不断提升。营商环境的改善为小店经济的繁荣奠定基础，80、90 后年轻人群的创业热情提升，亦有部分年轻人选择兼职开店。

图表 11：国内市场主体及个体工商户数量 (万户)



来源：中泰证券研究所、工商局

图表 12：服务业小店店主的年龄构成

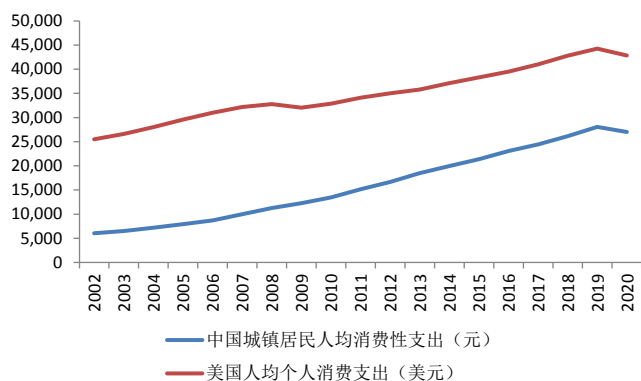


来源：中泰证券研究所、美团研究院《服务业小店店主生活和工作洞察报告》问卷调查数据 (2020 年 10 月)

- **国内消费市场的成熟度将持续提升，包括消费市场的下沉，消费需求的**

升级，线下业态的丰富，带来支付需求和数字化转型需求。国内的消费市场的规模和质量都有较大的提升空间。长期来看，相比美国等发达国家和地区，我国的消费市场规模和人均消费支出有较大的增长空间；中短期来看，政府将“全面促进消费”作为十四五规划的重要目标，增强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费，以质量品牌为重点，促进消费向绿色、健康、安全发展，鼓励消费新模式新业态发展。在消费的供给端，扩大消费供给的覆盖面，提升消费供给的差异化 and 个性化，是扩大消费市场的必由之路。从线下商户的业态来看，个性化、差异化、小众化趋势明显，单身经济、宠物经济兴起，宠物咖啡馆、密室、分时健身馆等新业态的出现迎合了年轻人的消费需求。同时，线下商户的数字化水平仍有较大的提升空间，包括线下商户经营渠道的线上化、客户的数字化运营等。根据美团的数据统计，线上交易商户在其收录商户中的占比一般在 20-30%左右，较低的线上交易渗透率反映出小微商户数字化运营广阔的市场空间。

图表 13: 中美个人年消费支出差距巨大



来源：中泰证券研究所、wind

图表 14: 线下商户业态不断扩充

类别	商户业态
餐饮	一人食餐厅、无人餐厅、VR 餐厅、机器人餐厅等
住宿	胶囊酒店、电影酒店、泡汤休闲酒店等
娱乐	密室、鬼屋、轰趴、电子竞技、蹦床馆、跳伞滑翔等极限体验、汉服体验馆等
健康	轻医美、植发养发、分时健身馆等
宠物	宠物咖啡馆、宠物摄影、宠物寄养等

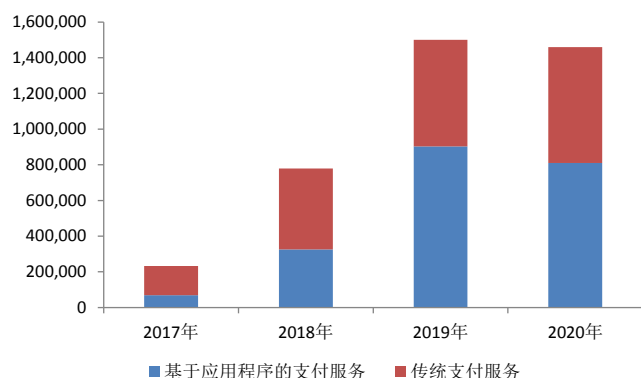
来源：中泰证券研究所、美团研究院

商业模式

以支付业务为基本盘，实现小微商户的广覆盖

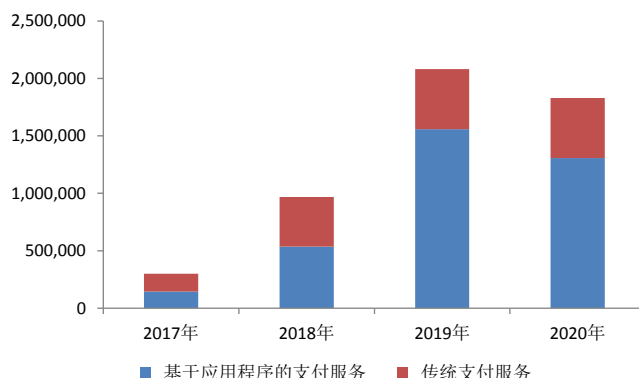
- **移卡向商户提供一站式支付服务。**在非现金交易过程中，支付服务商通过收集、处理和传输支付信息促使交易完成。按支付方式来看，支付业务可分为传统支付服务和基于应用程序的支付服务。前者是指通过传统支付终端进行的银行卡支付，后者是指通过移动应用程序或第三方数字钱包进行的支付。公司提供的聚合支付服务可支持 500 种数字钱包，为商户提供收款便利。基于应用程序的支付服务是公司的业务布局重点，收入占比持续提升。相比传统支付服务，基于应用程序的支付能最大化与客户的接触点，为提供增值服务奠定基础。

图表 15: 移卡支付交易量构成 (百万元)



来源: 中泰证券研究所、公司公告

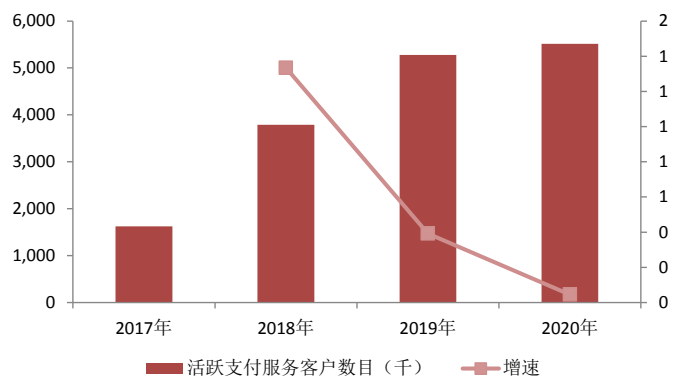
图表 16: 移卡支付业务收入构成 (千元)



来源: 中泰证券研究所、公司公告

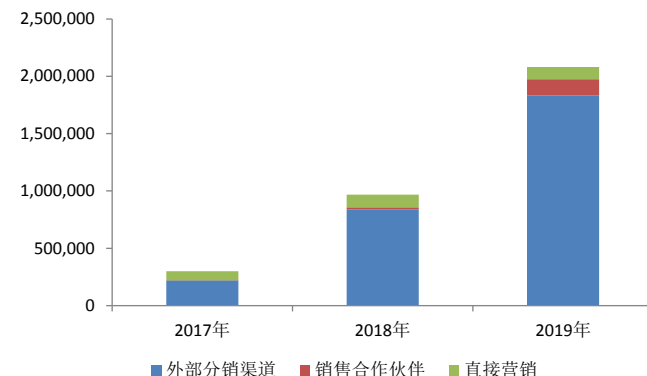
■ 通过广覆盖的外部分销渠道和深合作的销售合作伙伴实现对全国范围内小微商户的快速覆盖。公司的客户为线下商户，覆盖零售、批发、餐饮等细分行业。根据招股书数据，截止 2019 年末，公司有 1100 万注册支付服务客户，2017 年至 2020 年活跃支付客户数量分别为 160 万、380 万、530 万和 550 万，2018 年和 2019 年的增速分别达到 133.44%和 39.22%，2020 年受疫情影响增速有所放缓，但仍保持正增长，增速为 4.51%。公司的支付产品及解决方案使用门槛较低，适用于广泛的小微商户客群。公司主要通过外部分销渠道来拓展商户，外部分销渠道包括独立销售代理和 SAAS 合作伙伴。通过外部分销渠道可以快速建立覆盖全国的销售网络，高效触达小微商户，目前公司合作的销售代理达到上万家，覆盖中国 30 个省份及直辖市以及超过 300 个城市。其次公司也通过销售合作伙伴和直销模式拓展商户，销售合作伙伴是指公司有股权投资的公司，因此在合作关系上更加紧密，商户拓展及增值服务推广的效率更高；直销模式主要是通过线上渠道投放广告，由于该模式的投入产出比不及前两种获客方式，占比呈现下降趋势。支付给外部分销渠道和销售合作伙伴的佣金是公司主要的营业成本，公司支付的佣金率较高，根据招股书披露，一般为支付收入的 50-70%，根据 2020 年年报数据计算，佣金率（佣金/支付业务收入）达到 78%。

图表 17: 活跃支付服务客户数量 (千)



来源: 中泰证券研究所、公司公告

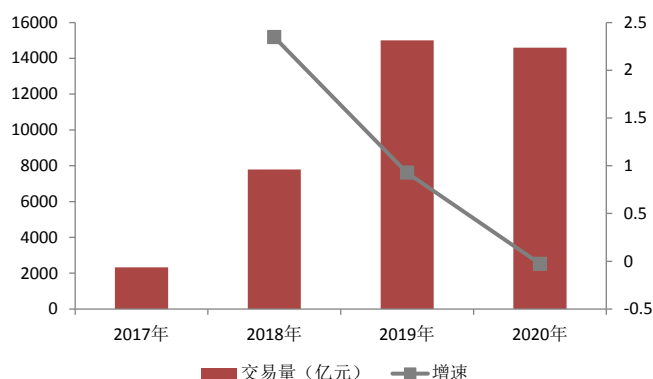
图表 18: 支付收入的渠道分布 (千元)



来源: 中泰证券研究所、公司公告

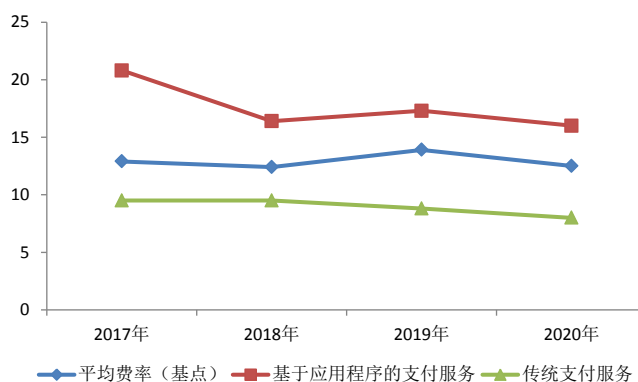
- **收入模式：交易量*费率，向商户收取支付服务费。**公司的收入模式是向商户收取支付服务费，在为商户提供支付服务时，公司将扣除支付服务费后的商户货款收入打入商户的银行账户。公司按照净额法确认收入，营业收入在商户支付的服务费中扣除了账户端和清算机构的成本。公司的支付交易量总体呈现上升趋势，2017年至2019年的年交易量分别为2328亿元、7789亿元和15003亿元，2018年和2019年的同比增速分别为235%和93%；2020年受新冠肺炎疫情影响，交易金额同比微降3%，为14596亿元，2020年下半年相比上半年已有近30%的增速，预计2021年交易量将恢复到较快的增速。从支付费率来看，整体呈现下降趋势。公司目前仍处于业务扩张阶段，通过较低的支付费率定价来获取更大的市场份额，尤其在下沉市场，低费率是核心的竞争优势。

图表 19：移卡的支付交易量及增速（亿元）



来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 20：移卡支付业务的费率（万分之）



来源：中泰证券研究所、公司公告

打造商户服务的生态圈，实现支付业务和增值服务的高度协同

- **增值服务是公司成长性的重要来源，移卡在支付业务的基础上，基于自身流量和数据的积累，围绕商户需求，逐步拓展出 SAAS、金融科技及营销业务，形成自有的服务平台，通过不断丰富产品，实现交叉营销，提升变现能力。**
- **SAAS 业务和支付业务具有较强的协同性。**开展 SAAS 业务一方面可以获得增值服务收入，另一方面也是增强支付客户粘性的重要手段。SAAS 服务能力需要通过做业务进行积累，加深对商户业务流程和痛点的理解，持续迭代产品以满足商户需求，为商户创造价值。公司从 2015 年开始提供 SAAS 产品，从功能性模块逐步发展到垂直行业的综合解决方案，变现能力持续增强。

图表 21: 移卡 SAAS 服务的功能模块

模块	功能
实时库存管理	该功能提供独立的库存管理系统，连接商户总部及各商店。通过为商户提供完整的库存管理，如入库、出库、转移及库存控制，我们的系统让商户实现综合库存管理。
消费者关系管理	消费者关系管理工具为商户提供一个功能强大且全面的系统，可收集客户数据，并对会员客户的管理进行数字化及集成，让商户能最大化消费者资源的价值。
智能订单管理	利用该功能，餐饮行业的商户可以建立自己的移动订单系统。商户可在后端界面设置其产品的描述及价格，而消费者可通过移动应用程序下订单。该系统有助于缓解高峰时段的人员压力，从而提高商户的经营效率。
全方位雇员管理	该功能为商户提供与人力资源管理多个方面相关的综合集中式解决方案。

来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 22: 移卡的五大特定情景商户 SAAS 产品

产品	功能
智掌柜	综合餐厅管理解决方案。包括智能点餐机及定制餐厅管理应用程序。凭借其智能点餐、智能财务报表、智能支付及智能营销功能，其可获得店内管理数据，并提供实时业务更新，以解决餐饮业不同的需求。智掌柜亦支持自动点餐及同步知名外卖平台的订单状态。该工具亦有助于外卖配送管理，包括多店管理、数据跟踪及客户服务界面。
乐售	服装零售商管理采购、库存、财务报告、营销及支付交易的一站式经营平台。乐售为服装商户提供了一个集成交易管理界面，给予他们全面的业务视图。乐售有两个版本，为零售商及批发商的各自需求量身定制。
智慧店铺	一站式商店管理经营平台。与我们的支付服务结合使用，其允许实时管理销售、库存、财务报告及雇员。在我们的云计算技术的支持下，商户可远程访问经营数据，从移动设备获得分支机构业务营运的整体视图。
好生意	好生意允许连接各种在线及线下支付设备及渠道。该平台亦能够生成交易摘要、图表及表格，为商户提供业务的整体视图。此外，其使商户能够将他们的交易数据用于营销计划。其亦允许商户于扫描及购买后在应用程序中给予虚拟优惠（红包），以鼓励重复消费，并提高客户忠诚度。
SAAS 开放平台	除特定场景产品外，我们亦在 SaaS 开放平台上提供我们服务的标准化组件工具包。该平台向我们的 SaaS 合作伙伴开放。我们现于平台上提供我们的支付服务组件。我们计划于平台上推出金融科技服务、营销服务及其他增值服务组件，从而能够以多种方式组装组件，以迎合广泛的场景。

来源：中泰证券研究所、公司公告

- 公司在基于移动程序支付业务的基础上拓展出营销服务，实现 C 端流量变现。公司通过基于移动程序的支付业务及 SAAS 服务获得了自有广告位，包括为商户提供的移动应用程序的用户界面和消费者电子钱包的支付后界面。区别于粗放式的卖流量模式，公司自主研发了广告投放交易的需求端平台（DSP）和供应端平台（SSP），实现广告的精准投放。公司通过支付业务积累了消费者行为数据，通过数据分析探索消费的消费习惯和偏好，从而为广告主设计定制化的精准营销解决方案，智能化地在特定时间、特定位置向客群投放广告，实现转化率的最大化。营销服务的增长动力来源于广告位数量的增长以及广告投放精准度的提升，随

着支付业务市场的下沉、交易笔数的持续增长、对消费者的洞察能力的提升，营销服务的市场空间有较大的提升空间。

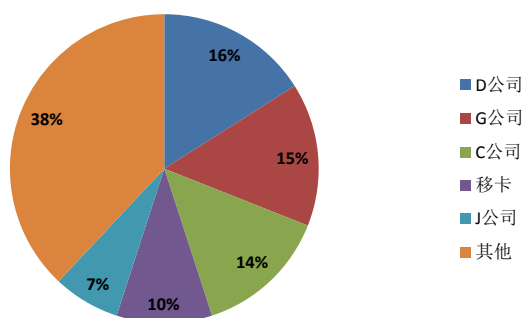
- **金融科技业务包括借贷业务和保险业务，以助贷模式的借贷业务为主。**公司通过支付业务实现了商户的触达，小微商户具有大量的信贷需求未被满足，公司基于支付业务对商户经营情况的洞察，建立信贷风控模型，开展委托贷款和助贷业务。公司于 2015 年开始开展金融科技业务，以自有资金进行放贷，逐步建立风控能力，逾期率持续走低。风控模型跑通之后，2019 年开始引入助贷模式，由合作的金融机构进行放款，助贷分为有担保模式和无担保模式，从发展趋势来看，公司更倾向于提升无担保模式的占比。目前公司金融科技的信贷业务规模较小，信贷业务风险处于较低水平，有较大的成长空间；但针对小微商户的借贷业务受宏观经济周期影响和金融监管影响较大，扩张节奏具有一定的不确定性。

竞争优势

移动支付的基因

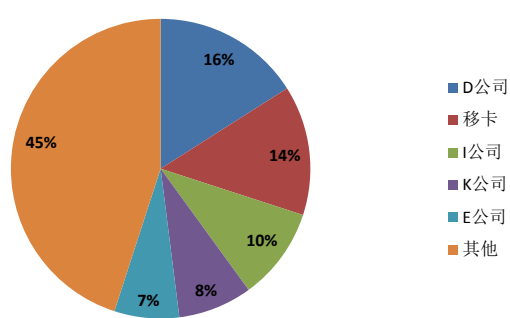
- **相比其他收单侧的第三方支付公司，移卡的移动支付业务占比较高，体现在较高的交易笔数。**传统的收单公司以 POS 机银行卡支付为主，虽然支付金额较高，但在增值服务变现能力上弱于移动支付，原因在于 POS 支付服务和商户服务的关联性较弱。公司创始人自财付通注册成立起即担任总经理，在其任期内财付通发展成为中国第二大线上支付公司，在第三方支付及科技行业具有超过 17 年的经验，对移动支付发展有较深的理解，将移动支付作为公司的发展重点，相比其他第三方支付公司具有先发优势。深耕小微商户收单市场，使公司相比银行、支付宝和微信支付等提供支付服务的机构能及时了解商户需求，开发出适合商户的定制化的支付解决方案。

图表 23: 基于应用程序的支付服务提供商排名-按 2019 年交易笔数



来源：中泰证券研究所、招股书、奥纬咨询

图表 24: 独立非银行二维码支付服务提供商排名-按 2019 年交易笔数

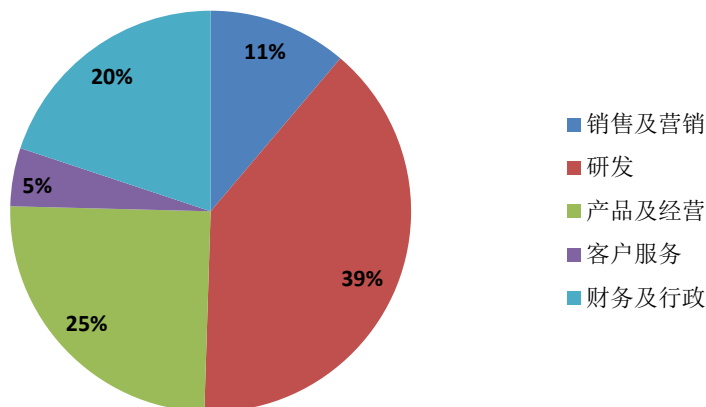


来源：中泰证券研究所、招股书、奥纬咨询

- **公司注重研发能力的培育，保持技术上的领先性。**公司具有较高的研发人员占比及研发投入。根据 2020 年年报数据，截止 2020 年末，公司员工总数为 768 人，技术研发人员（包括产品及经营）占总人数的 67.6% 以上。通过业务协同，及时反馈客户需求，从而高效地开发出满足客户

需求的产品。公司构建了高效、灵活、稳定、安全的 IT 基础设施，可满足业务需求。根据招股书，公司目前的基础设施每天可处理超过 1 亿笔交易，峰值处理能力达到 1 万笔/秒。此外，公司也保持前沿技术应用的领先性，将大数据分析及人工智能技术应用于营销服务、图像识别、信用评估等业务场景。

图表 25: 移卡的员工结构 (2019 年末)

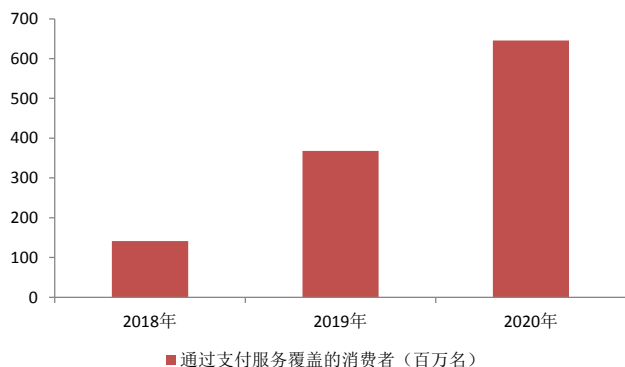


来源：中泰证券研究所、公司公告

增值服务的生态布局

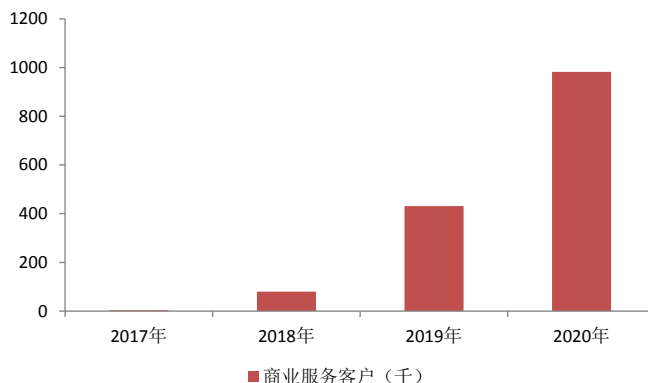
- 移动支付的先发优势为开展增值服务奠定基础，提供流量和数据支持。移卡将支付作为入口，先获取支付用户，再将支付用户转化为增值服务用户，降低了增值服务的获客成本。其次，增值服务的基础是数据，基于对商户业务数据的分析，建立数据驱动的业务模式。公司将移动支付作为核心的支付业务，相比 POS 收单业务能获取更多的商户及消费者数据沉淀；先发优势使公司积累了较大的客户基数，数据量的增加有助于数据标签更精准的设定，从而在增值服务方面掌握先机。截止 2020 年末，移卡有活跃支付服务商户 551.6 万户，通过支付服务获取服务的消费者达到 6.45 亿，科技赋能商业服务客户数量达到 98.2 万户。

图表 26: 移卡通过支付服务覆盖的消费者 (百万名)



来源：中泰证券研究所、公司公告

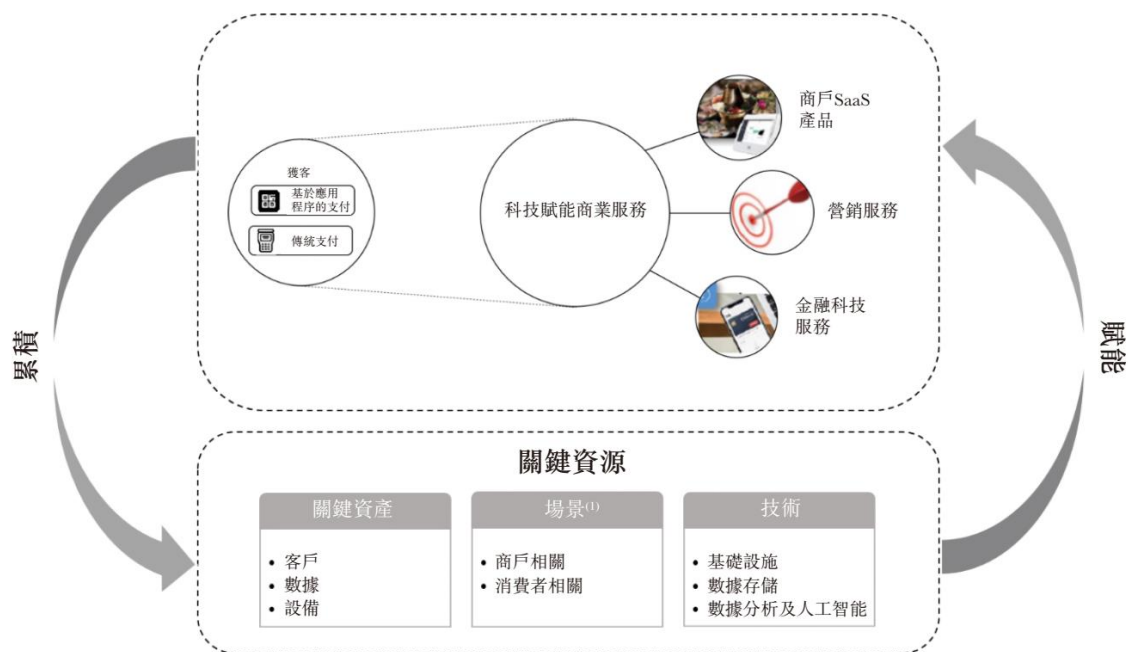
图表 27: 移卡的商业服务客户 (千)



来源：中泰证券研究所、公司公告

- **增值服务的体系建成,可实现持续迭代。**目前公司已经形成 SAAS 服务、营销服务和金融科技服务三大增值服务板块,其中 SAAS 服务已具备餐饮、服装等垂直行业、以及不同规模商户的定制化解决方案,随着 SAAS 服务的不断深化,公司的 SAAS 服务能力将持续提升、细化,保持长期的竞争力。营销服务和金融科技服务的基本业务模式已成型,后续可通过业务数据积累的算法迭代,持续提升营销精准度和风险定价能力。基于“支付+增值服务”的基础设施,打造服务于商户、消费者、广告主等多方的生态网络。

图表 28: 移卡的支付服务和增值服务的生态协同



来源: 中泰证券研究所、公司公告

- **通过外延式并购,做大生态圈。**线下移动支付市场及商户服务市场目前呈现分散的市场格局,有众多中小 SAAS 公司或服务商公司服务于特定行业或提供特定产品模块。基于公司的灵活、可扩展的底层架构及多年代理服务商合作经验,公司可通过外延式并购或战略投资的方式来快速做大商户规模、丰富功能模块。高度的业务互补性有助于公司加强规模效应,推动公司业绩的持续增长。此外,公司还通过投资线上营销平台来扩张营销服务的边界。

图表 29：移卡业务相关的附属公司

公司	主营业务	持股比例
深圳市移卡科技有限公司（深圳移卡）	支付终端及移动支付服务	100%
乐刷科技有限公司（乐刷）	支付终端及移动支付服务	100%
深圳市前海扫扫科技有限公司	营销服务	100%
深圳市乐售云科技有限公司（乐售）	软件即服务（SaaS）服务	100%
深圳市智掌柜云服务有限公司	SaaS 服务	100%
深圳市飞泉云数据服务有限公司	金融科技服务	100%
深圳前海飞泉商业保理有限公司	金融科技服务	100%
广州飞泉小额贷款有限公司	金融科技服务	100%
深圳乐拓宝科技有限公司（乐拓宝）	营销服务	100%
北京创信众科技有限公司（创信众）	营销服务	42.50%
天津创信众科技有限公司	营销服务	42.50%
深圳市乐刷商圈科技有限公司（乐刷商圈）	平台服务	55%

来源：中泰证券研究所、公司公告

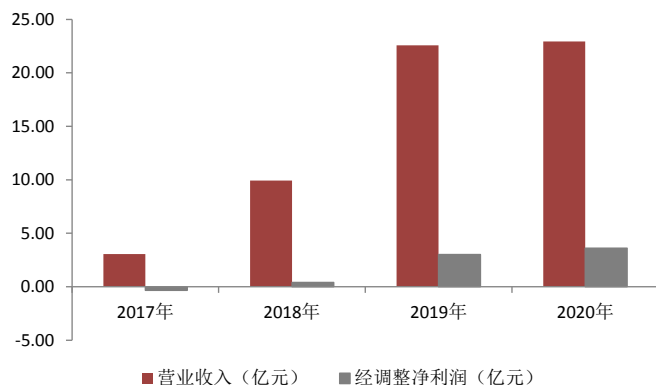
牌照的稀缺性和较好的合规性

- **全国性支付牌照具有稀缺性。**公司拥有全国收单牌照和移动电话支付牌照。支付牌照从 3 年前就进入存量阶段，未有新牌照发放，对于存量牌照，监管部门会在牌照到期前进行续牌审核，对于经营不合规、业务量过小的支付公司不再续牌，存续期的支付牌照数量呈现出下降趋势。截止 2019 年末，仅有 16 家公司同时拥有全国银行卡收单牌照和移动电话支付牌照。
- **监管合规上未出现重大处罚事件。**第三方支付公司面临监管部门较为高频的例行检查和临时检查，近年来针对支付公司的监管趋严。公司曾在过往经营期间受到行政处罚，该等处罚在行业中具有普遍性，情节较轻，以罚款为主要处罚方式，公司对于业务中出现的违规情况及时采取整改措施，整体合规性表现在同业中处于较好水平，业务发展健康。

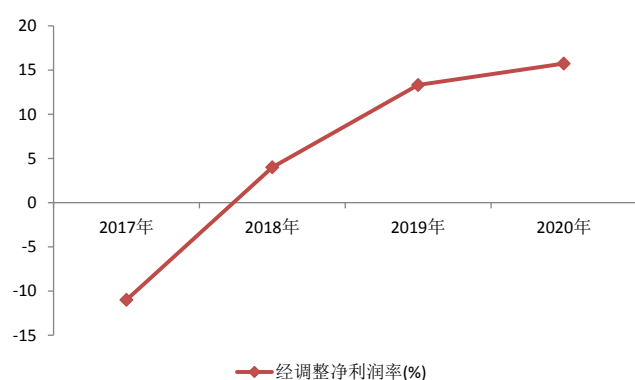
财务分析

业绩表现良好，增值服务收入占比持续提升

- **公司处于高速成长期，营业收入高增，利润率提升。**2017 年至 2020 年公司的营业收入从 3.05 亿元快速增长至 22.93 亿元，经调整净利润从 -0.34 亿元增至 3.61 亿元。2020 年受新冠肺炎疫情影响，营业收入和净利润增速有明显下滑，但仍保持了正增长，增速下滑的主要原因是支付业务收入的下降，其中交易金额同比下降了 2.7%，交易费率从 2019 年的 13.9 个基点下降至 12.5 个基点，从而使支付业务收入同比下降 12.1%。2020 年下半年交易量已经逐步恢复，基于应用程序的支付交易量环比增长 28.5%。随着国内疫情影响的持续减弱，预计 2021 年的支付交易量将恢复至较快的增速。

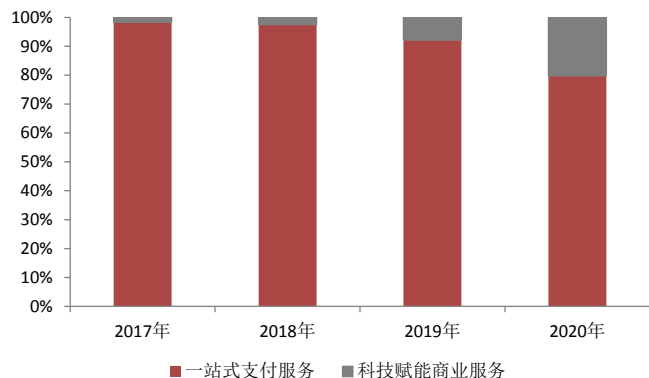
图表 30：移卡的营业收入和经调整净利润


来源：中泰证券研究所、公司公告

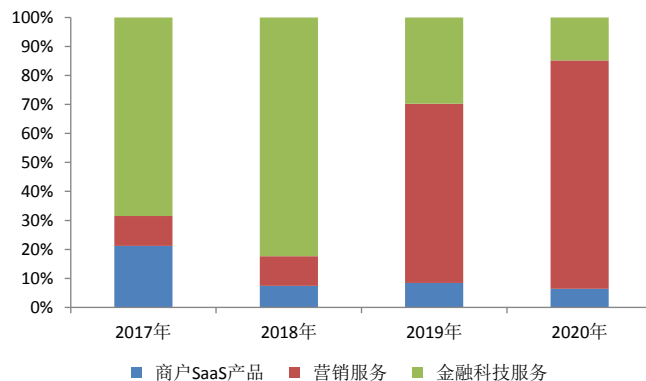
图表 31：移卡的经调整净利润率


来源：中泰证券研究所、公司公告

- **增值服务收入占比持续提升，营销服务收入实现高速增长。**2017 年支付业务收入占比为 98.3%，增值服务收入占比仅为 1.7%；2020 年支付业务收入占比降至 79.8%，增值服务收入占比提升至 20.2%，尤其是 2020 年，增值服务收入占比提升幅度较大。从支付收入的结构来看，基于应用程序的支付服务收入占比持续提升，传统支付服务的占比出现下降，2019 年前者占比达到 74.9%。从增值服务的收入结构来看，营销服务的收入占比持续提升，2020 年达到增值服务收入的 78.7%。

图表 32：移卡的收入结构


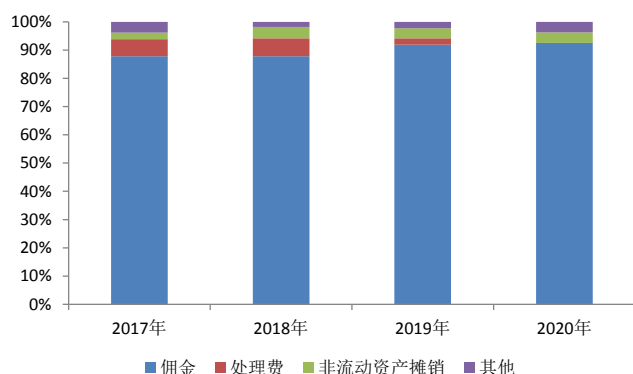
来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 33：移卡增值服务收入机构


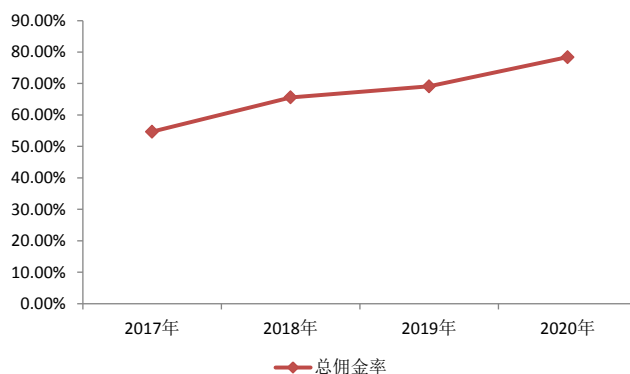
来源：中泰证券研究所、公司公告

佣金为主要营业成本，收入结构变化导致毛利率稳中有升

- **销售代理商的佣金是公司最主要的营业成本。**佣金在营业成本中的占比持续在 90%左右，2020 年达到 92.5%。佣金率呈现持续上升趋势，从 2017 年的 54.7%提升至 2020 年的 78.36%（佣金/支付业务收入，招股书计算口径或有差异）。

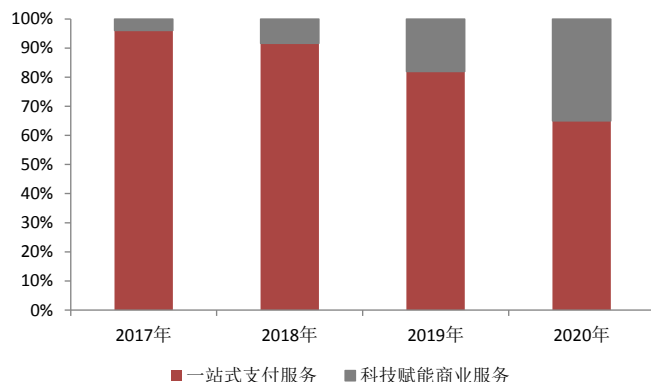
图表 34：移卡的营业成本构成


来源：中泰证券研究所、公司公告

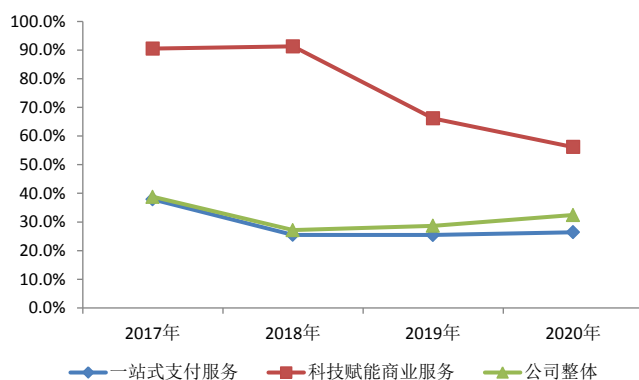
图表 35：移卡的销售代理商佣金率


来源：中泰证券研究所、公司公告

- 收入结构变化使公司整体毛利率稳中有升，其中支付业务毛利率稳定，增值服务毛利率呈现下降趋势。2018 年至 2020 年，公司整体毛利率呈现上升趋势，从 27.1% 上升至 32.4%，主要原因是毛利率较高的增值服务收入占比提升。支付业务毛利率保持平稳，2020 年还略有提升，达到 26.4%，增值服务的毛利率远高于支付业务，主要原因是增值业务的客户主要从支付业务客户中转化而来，获客成本较低；毛利率呈现下降趋势，从 2018 年的 91.3% 降至 2020 年的 56.2%，主要原因是增值服务中营销服务收入占比大幅提升。相较于金融科技业务，营销服务的毛利率较低导致整体增值服务毛利下降。

图表 36：移卡的毛利构成


来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 37：移卡的整体及分业务毛利率


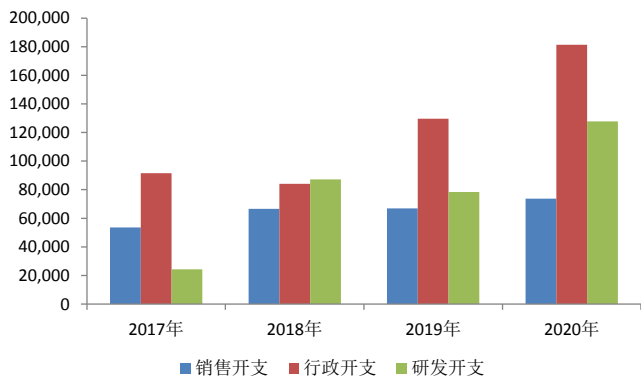
来源：中泰证券研究所、公司公告

期间费用率进入合理区间，业务成长期费用率有所提升

- 公司的销售费用率有明显下降，主要受营销策略转变的影响。公司 2017 年至 2020 年的销售费用率分别为 17.6%、6.7%、3% 和 3.21%，下降之后目前趋稳。由于公司的目标客群主要是线下的小微商户，因此公司将分销渠道作为主要获客渠道，进行线下获客，减少了线上获客的营销投入，而分销渠道的佣金计入营业成本，从而使销售费用率大幅下降。从实际运营情况来看，分销渠道获客的效果优于线上，投入产出比更高。

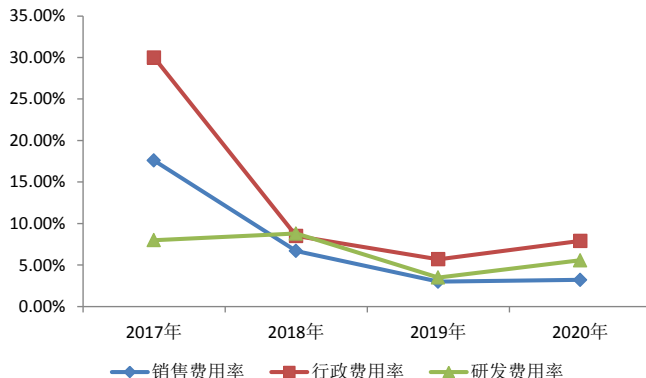
- 公司的行政开支近两年增长较快，行政费用率相对稳定。公司的行政开支从 2018 年的 0.84 亿元增至 2020 年的 1.81 亿元，2018-2020 年的行政费用率分别为 8.5%、5.7% 和 7.91%。行政开支主要是员工成本开支，作为科技型企业，员工薪酬的市场化程度较高，有较高比例的以股份为基础的薪酬开支。2020 年公司加速扩张，员工人数从 2019 年的 507 人增至 768 人，职场租赁面积增加也导致了折旧及摊销费用的增长。
- 公司保持较高的研发投入，以业务为导向进行新产品开发。2018 年至 2020 年公司的研发开支分别为 0.87 亿元、0.78 亿元和 1.28 亿元，研发费用率分别为 8.8%、3.5% 和 5.57%。研发开支基本上以员工成本为主，整体呈现上升趋势。其中 2018 年公司加大了支付业务和 SAAS 服务的研发投入，并较为审慎地将研发投入做了费用化处理，使当年的系统开发、咨询和数据验证开支金额达到 0.52 亿元。2020 年公司的研发开支有较大增长，主要来自于员工人数的增加和系统开发、咨询和数据验证开支的增加。

图表 38：移卡的期间费用（千元）



来源：中泰证券研究所、公司公告

图表 39：移卡的期间费用率



来源：中泰证券研究所、公司公告

投资建议

基本假设及盈利预测

- 我们预计支付交易量的增速趋于平稳，随着新冠肺炎疫情影响的减弱，小微商户经营情况向好，基于应用程序的支付交易量有望实现较快的回升，增速高于传统支付。2021 年移卡将加速下沉市场的商户布局，增加与商户和消费者的连接点，助力增值服务的高速成长，扩张策略将导致支付业务的费率及毛利率有所下降，营销费用有所提升。
- 假设 2021/2022/2023 年的传统支付交易量增速分别为 12%、10%、8%，基于应用程序的支付交易量增速分别为 40%、25%、20%，支付费率基本保持稳定。商户 SAAS 业务收入增速分别为 90%、70%、50%，营销服务收入增速分别为 100%、50%、30%，金融科技服务收入增速分别为 80%、40%、20%。
- 假设支付业务毛利率分别为 24.5%、24%、24%，增值服务毛利率分别为 51%、50%、50%。销售费用率分别为 6%、5.5%、5.5%，行政费用率分别为 7%、6.5%、5.5%，研发费用率分别为 5%、4.5%、4.5%。

图表 40：移卡的收入预测（千元）

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
收入	2,258,019	2,292,903	2,816,386	3,665,148	4,464,556
一站式支付业务收入	2,081,051	1,829,409	1,906,128	2,300,760	2,688,840
传统支付	523,374	523,211	546,000	600,600	648,648
基于应用程序的支付	1,557,677	1,306,198	1,360,128	1,700,160	2,040,192
科技赋能商业服务	176,968	463,494	910,258	1,364,388	1,775,716
商户 SAAS 产品	14,991	29,912	56,833	96,616	144,924
营销服务	109,225	364,886	729,772	1,094,658	1,423,055
金融科技服务	52,752	68,696	123,653	173,114	207,737
收入增速	127.42%	1.54%	22.83%	30.14%	21.81%
一站式支付业务收入	114.99%	-12.09%	4.19%	20.70%	16.87%
传统支付	21.18%	-0.03%	4.36%	10.00%	8.00%
基于应用程序的支付	190.56%	-16.14%	4.13%	25.00%	20.00%
科技赋能商业服务	610.63%	161.91%	96.39%	49.89%	30.15%
商户 SAAS 产品	706.84%	99.53%	90%	70%	50%
营销服务	4205.28%	234.07%	100%	50%	30%
金融科技服务	157.23%	30.22%	80%	40%	20%
收入占比					
一站式支付业务收入	92.16%	79.79%	67.68%	62.77%	60.23%
传统支付	23.18%	22.82%	19.39%	16.39%	14.53%
基于应用程序的支付	68.98%	56.97%	48.29%	46.39%	45.70%
科技赋能商业服务	7.84%	20.21%	32.32%	37.23%	39.77%
商户 SAAS 产品	0.66%	1.30%	2.02%	2.64%	3.25%
营销服务	4.84%	15.91%	25.91%	29.87%	31.87%
金融科技服务	2.34%	3.00%	4.39%	4.72%	4.65%
支付交易量（亿元）	15003.34	14596	18614.4	22176	25650.24
支付交易量增速	92.62%	-2.71%	27.53%	19.13%	15.67%
费率（万分之）	13.9	12.5	10.24	10.38	10.48
传统支付交易量	5976	6500	7280	8008	8648.64
增速	31.96%	8.77%	12%	10%	8%
占比	39.83%	44.53%	39.11%	36.11%	33.72%
费率	8.8	8	7.5	7.5	7.5
基于应用程序的支付交易量	9027.34	8096	11334.4	14168	17001.6
增速	176.88%	-10.32%	40%	25%	20%
占比	60.17%	55.47%	60.89%	63.89%	66.28%
费率	17.3	16	12.0	12.0	12.0

来源：中泰证券研究所

估值探讨及投资建议

- 根据上述基本假设,我们预计 2021/2022/2023 年营业收入分别为 28.16、36.65、44.65 亿元,归母净利润分别为 3.43、4.85、6.44 亿元。每股收益分别为 0.76/1.07/1.42 元,假设汇率 1 元人民币对应 1.2162 港元,对应 0.92/1.30/1.73 港元,当前股价 50.95 港元,对应 PE 分别为 55x/39x/29x。
- 移卡的收入构成包括支付业务收入和增值服务收入,两类业务在资本市场上的估值方式和估值水平有较大差异,因此适合采用分部估值法进行估值,支付业务部分按 PE 估值,增值服务部分参考 SAAS 公司以 PS 进行估值。国内支付业务可比公司为拉卡拉,当前股价对应的 PE(2022E)为 14.5 倍,考虑到国内支付公司的目前的估值水平相比海外支付公司有较大的差距(拉卡拉的 PE-TTM 为 23.6 倍,PAYPAL 为 59.3 倍,SQUARE 为 272.3 倍),结合移卡的移动支付占比较高的特点,我们给予移卡支付业务 PE(2022E)25 倍的估值水平。增值服务估值水平参考 SAAS 公司中国有赞和微盟集团,当前股价对应的 PS(2022E)分别为 6 倍和 8 倍,考虑到近期港股 SAAS 板块有大幅回撤(今年以来中国有赞和微盟集团从本年股价高点分别下跌了 71%和 61%,两家公司的万得一致目标价对应的 PS(2022E)在 11-12 倍左右),结合移卡的增值服务处于高速增长期(海外市场的成长期 SAAS 公司 PS-TTM 可达 30-50 倍),我们给予移卡增值业务 PS(2022E)15 倍的估值水平。
- 基于 2022 年的盈利预测,支付业务收入为 23.01 亿元,按照 24%的毛利率、11%的期间费用率及 15%的税率进行大致测算,净利润为 2.54 亿元,按 25 倍 PE,支付业务部分估值为 64 亿元;增值服务收入为 13.64 亿元,按 15 倍 PS,增值服务部分估值为 205 亿元,合计估值 268 亿元,假设汇率 1 元人民币对应 1.2162 港元,对应市值目标 326 亿港元,当前市值 230 亿港元,首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41: 支付业务可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE(22E)
300773.SZ	拉卡拉	234.89	14.90

来源:中泰证券研究所、wind

备注:股价截取时间为 2021 年 6 月 9 日、盈利预测采用万得一致预期

图表 42: 增值业务可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PS(22E)
8083.HK	中国有赞	220.36	6.04
2013.HK	微盟集团	338.88	8.17

来源:中泰证券研究所、wind

备注:股价截取时间为 2021 年 6 月 9 日、盈利预测采用万得一致预期

风险提示

- 宏观经济下行或新冠疫情反复导致线下商户支付交易量减少
- 支付行业竞争加剧导致支付费率水平进一步下降，从而使支付业务的利润率下降
- SAAS 服务、营销服务等其他增值业务发展不及预期
- 金融监管趋严或导致金融科技业务增速放缓

图表 43: 公司的盈利预测表

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F		FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
营业收入	2,258	2,293	2,816	3,665	4,465	货币资金	441	2,542	2,622	2,858	3,315
营业成本	1,611	1,549	1,885	2,431	2,931	受限制的现金	162	0	0	0	0
毛利率	28.65%	32.43%	33.06%	33.68%	34.34%	其他流动资产	1,257	2,472	2,433	3,648	4,253
非营业收入	8	42	14	15	16	流动资产	1,860	5,014	5,054	6,506	7,567
销售费用	67	74	169	202	246	固定资产	40	65	75	78	71
销售费用率	2.96%	3.21%	6.00%	5.50%	5.50%	无形资产	171	367	348	330	311
管理费用	130	181	197	238	246	其他长期资产	203	177	190	178	184
管理费用率	5.74%	7.91%	7.00%	6.50%	5.50%	非流动资产	414	609	613	586	566
研发费用	78	128	141	165	201	资产总计	2,274	5,623	5,668	7,092	8,133
研发费用率	3.47%	5.57%	5.00%	4.50%	4.50%	短期借款	137	211	0	0	0
利润总额	151	454	383	574	762	应付账款	1,165	2,035	1,920	2,835	3,202
所得税	66	14	38	86	114	其他流动负债	74	78	91	120	143
所得税率	43.95%	3.01%	10.00%	15.00%	15.00%	流动负债	1,376	2,324	2,011	2,955	3,345
少数股东损益	0	2	2	3	4	长期负债	74	44	59	51	55
归属于母公司股东的净利润	85	439	343	485	644	其他长期负债	1,379	89	86	87	87
净利率	3.75%	19.14%	12.17%	13.22%	14.42%	非流动性负债	1,454	132	145	138	142
每股收益(元)	1.07	0.98	0.76	1.07	1.42	负债合计	2,830	2,457	2,156	3,093	3,487
现金流量表 (百万)						股本	0	0	0	0	0
指标名称	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F	留存收益	-556	3,167	3,512	3,999	4,647
净利润	65	282	343	485	644	股东权益合计	-555	3,167	3,512	3,999	4,647
少数股东损益	0	2	2	3	4	少数股东权益	0	47	49	52	56
折旧和摊销	19	32	45	51	57	负债股东权益总计	2,274	5,623	5,668	7,092	8,133
营运资金变动	-573	-157	-71	-275	-227	比率分析					
其他	542	-164	4	-1	-1		FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F	FY2023F
经营现金流	53	-5	323	263	476	增长率 (%)					
资本支出	-199	-254	-36	-36	-31	营业收入		1.54%	22.83%	30.14%	21.81%
投资收益	-193	140	0	0	0	净利润		418.42%	-21.93%	41.39%	32.86%
长期投资减少	6	6	0	0	0	利润率 (%)					
其他	247	25	0	0	0	毛利率	28.65%	32.43%	33.06%	33.68%	34.34%
投资现金流	-139	-82	-36	-36	-31	净利率	3.75%	19.14%	12.17%	13.22%	14.42%
发行股票	178	3,438	0	0	0	回报率 (%)					
负债变化	364	-1,296	0	0	0	净资产收益率		14.07%	9.90%	12.28%	14.02%
股息支出	0	0	0	0	0	总资产收益率		11.12%	6.07%	7.59%	8.46%
其他	-496	157	-207	10	11	其他 (%)					
融资现金流	47	2,299	-207	10	11	资产负债率	124.43%	43.68%	38.04%	43.61%	42.87%
现金净增加额	-39	2,212	79	237	456	所得税率	43.95%	3.01%	10.00%	15.00%	15.00%
						股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意