

匯付天下 (1806 HK)

聚焦小微，經營穩健的獨立第三方支付公司

- ❖ **聚焦小微企業、審慎經營的獨立第三方支付公司。**匯付天下是一家獨立第三方支付公司（區別於金融機構或大型電商平台等企業集團旗下的第三方支付公司），同時也是港股市場第一家上市的第三方支付公司。根據 Frost & Sullivan 的報告，2017 年，匯付在中國第三方支付市場及中國獨立第三方支付市場中分別列行業第 7 位及第 3 位，市占率約為 2.0% 及 7.7%。匯付主要提供支付服務及金融科技服務，2018 年上半年，公司的收入及經調整淨利潤分別按年增長 123% 及 76%，主要受惠於公司客群的不斷擴大及行業的快速發展。
- ❖ **投資亮點：**1) 業務模式獨特，聚焦小微企業，並透過廣闊的獨立銷售機構（ISO）拓展客群，2018 年上半年小微客戶數量達到 7,400 萬戶；2) 移動支付業務及跨境支付業務迅速增長，受惠於移動支付方式滲透率的不斷提升，以及蓬勃發展的跨境電商，此外，公司與全球領先支付服務商（如 FDC）的潛在合作將有助於進一步助推業務增速；3) 有效的風險管理系統，降低欺詐等風險，公司 2017 年風險損失率約為 0.3 個基點，僅為行業平均水平的五分之一；4) 較強的科技應用能力，能夠將金融科技及客戶數據進行商業化；5) 管理層行業經驗豐富，公司營運策略穩健審慎，合規性較高，同時享有地方政府的大力支持。
- ❖ **潛在催化劑：**1) 中國政府不斷推出政策，鼓勵居民消費及支持小微企業發展，有利於支付行業需求的擴張及公司主要客群的增長前景；2) 消費者支付習慣向移動化轉變，同時也是公司主要支付業務的拓展方向；3) 科技賦能將有助於公司為客戶提供更多高附加值服務，提升競爭壁壘及利潤率；以及 4) 與 FDC 的潛在合作有望進一步拓寬公司客戶群體，優化公司客戶結構。**主要風險因素：**1) 行業政策逐步趨嚴，例如近期央行要求提高客戶備付金集中存管比例，將對公司盈利能力短期內帶來一定負面影響；2) P2P 行業相關風險，預期對公司財務表現影響較小，但可能對市場投資情緒造成不利影響；以及 3) 市場競爭加劇，將可能造成公司市場份額下降、引發潛在行業整合，或可能對公司推行自身發展策略產生阻礙。
- ❖ **估值較為吸引。**匯付自上市以來，股價累計下跌 40%，跑輸恒生指數 32 個百分點。我們認為公司股價的大幅下跌主要是由於市場憂慮其 P2P 相關業務將受到 P2P 行業大規模危機的影響，以及提高客戶備付金集中存管比例對其盈利能力造成的影響。匯付目前的估值相當於 22.2 倍 2018 年預測市盈率，2018 年至 2020 年市場一致預期的每股盈利年複合增長率為 42.1%。與國際同業相比，公司目前估值較為吸引，國際同業 2018 年平均預測市盈率为 54.2 倍，而同期的每股盈利平均年複合增長率為 25.4%。同時，匯付的 PEG 比率僅為 0.5 倍，而國際上市同業的平均水平為 1.9 倍。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業收入(百萬元人民幣)	556	1,095	1,726
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	(6)	120	167
調整後每股收益(元人民幣)	N/A	N/A	N/A
調整後每股收益變動(%)	N/A	N/A	N/A
市盈率(x)	N/A	40.4	29.1
市帳率(x)	11.9	9.0	6.9
股息率(%)	N/A	N/A	N/A
權益收益率(%)	N/A	25.5	26.9
淨財務杠杆(x)	0.4	1.7	0.9

資料來源：公司及招銀國際研究部

未評級

當前股價 HK\$4.50

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

中國金融科技行業

市值(百萬港元)	5,632
3 月平均流通量(百萬港元)	14.73
52 周內股價高/低(港元)	7.36/3.17
總股本(百萬)	1,251

資料來源：彭博

股東結構

Trixen	24.60%
Bain Capital	18.41%
China PnR Management	11.36%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	23.6%	22.4%
3-月	-35.6%	-33.3%

資料來源：彭博

股價表現



核數師：安永

公司網站：www.huifu.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45及46樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

注釋：招銀國際證券(或相關實體)在過去12個月之內為匯付天下(1806 HK)提供過上市服務，煩請知悉。