

买入
乘数字人民币普及东风，打造金融科技领军企业
马可数字科技 (1942.HK)

2023-05-25 星期四

目标价:	46.14 港元
现价:	35.60 港元
预计升幅:	26.4%

重要数据

日期	2023.05.24
收盘价 (港元)	35.60
总股本 (亿股)	6.46
总市值 (亿港元)	229.63
净资产 (亿港元)	5.31
总资产 (亿港元)	6.68
52 周高低 (港元)	53.00/1.62
每股净资产 (港元)	0.89

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

拿督	13.91%
Jun Tang	15.30%
中建国开	4.05%

相关报告
研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点
➤ 公司为中国领先创新型金融科技公司:

马可数字科技控股有限公司是一家中国领先创新型金融科技公司。公司主要由五个板块组成包括: 基于数字人民币的保险业创新解决方案的保险科技供应商; 基于数字权益场景的数字化平台; 基于人工智能和云计算技术的智慧城市; 数字人民币解决方案供应商; 以及马来西亚运营光学零售商。

➤ 发展数字人民币大势所趋，业务开拓具备天然优势:

数字人民币大幅降低了发行和兑换等成本。数字人民币账户体系一次性搭建成型后，可以大大降低现钞发行、兑换过程中的高昂成本，后续也只存在对应数字人民币体系的运营维护成本，会逐年边际递减直至趋近于零，且支持 T+0 结算，因此对于大额资金交易的 B 端而言，采用数字人民币将能够有效降低其成本，是未来行业必然的演化趋势。

➤ 子公司技术积累深厚，将以保险支付作为切入点:

中保科创未来业务发力场景将围绕着数字人民币及保险行业核心痛点开展，如果公司能够顺利获得数字人民币支付牌照，中保科创将持续发力于为保险公司及相关合作方进行数字人民币技术赋能，提供全链条基于数字人民币的支付及结算服务、智能合约服务、双链融合金融服务，未来增长空间巨大。

➤ 首次覆盖给予买入评级:

我们认为公司收入规模处于高速增长状态，同时数字人民币业务一旦打开，收入增长天花板巨大。公司为轻资产运营模式，规模效应能够持续体现，假设公司顺利申请到保险公司数字人民币智能合约，那么就应该给予较高的估值溢价。我们给予公司 45.0 港元的目标价，首次覆盖并给予买入评级，对应 2025 财年的 PE 约 25 倍。

截至 12 月 31 日财政年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	550.0	2,105.0	4,492.8	7,473.2	12,761.4
变动		282.7%	113.4%	66.3%	70.8%
净利润 (百万元)	(27.9)	217.1	586.3	1,164.8	2,358.0
变动		-879.46%	170.02%	98.68%	102.43%
净利润率	-5.06%	10.31%	13.05%	15.59%	18.48%
每股盈利 (元)	-0.04	0.34	0.91	1.80	3.65
基于股价的市销率 (倍)	37.52	9.80	4.59	2.76	1.62
基于股价的市盈率 (倍)	-740.8	95.0	35.2	17.7	8.8

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

1. 公司基本概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司发展历程	4
1.3 股权结构和管理团队	5
1.4 经营业绩回顾	6
2. 行业分析	7
2.1 中国数字人民币产业市场规模快速增长	7
2.2 我国拥有庞大的移动支付群体	8
2.3 数字人民币将降低金融交易成本	9
2.4 中国 POS 终端市场依然有较大发展空间	10
3. 公司亮点	11
3.1 中保科创是国内独家保险行业数字人民币技术服务商	11
3.2 数字人民币为保险行业降本增效	12
3.3 公司拥有多项数字人民币核心技术	13
3.4 围绕数字权益打造多方聚合生态	13
3.5 布局智慧城市技术，未来进一步增收	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 行业估值及目标价	16
财务报表摘要	18
投资评级定义与免责条款	19

图目录

图 1: 公司云 ERP 业务助力企业数智化.....	4
图 2: 公司发展历程.....	4
图 3: 公司收入情况 (亿元, 财报日期: 3 月 31 日)	6
图 4: 公司收入分拆 (亿元, 财报日期: 3 月 31 日)	6
图 5: 公司收入按地区分类 (亿元)	6
图 6: 公司毛利率情况 (%)	6
图 7: 公司费用率情况 (%)	7
图 8: 公司盈利情况 (亿元)	7
图 9: 中国数字人民币产业链结构.....	7
图 10: 数字人民币采取双层运营体系.....	7
图 11: 数字人民币生态层情况.....	8
图 12: 中国网络支付用户规模及渗透率 (亿)	9
图 13: 中保科创核心业务体系.....	11
图 14: 提供保险行业数字人民币全流程应用技术解决方案.....	12
图 15: 公司基于数字权益打造多方聚合生态, 实现稳定收入.....	14
图 16: 国家层面在智慧城市方面推出的激励政策.....	15

表目录

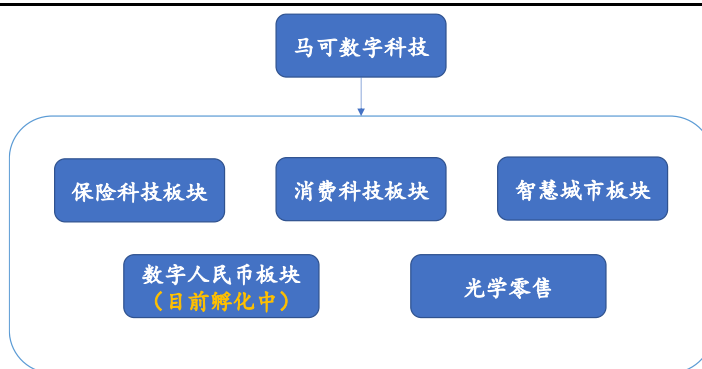
表 1: 公司股权结构 (截至 2023 年 5 月)	5
表 2: 公司管理团队简介.....	5
表 3: 数字人民币与其他支付方式对比	10
表 4: 公司未来业绩预测.....	16
表 5: 互联网技术服务行业估值表	17

1. 公司基本情况

1.1 公司简介

马可数字科技控股有限公司是一家中国领先创新型金融科技公司。公司主要由五个板块组成包括:1)基于数字人民币的保险业创新解决方案的保险科技供应商(中保科技);2)基于数字权益场景的数字化平台(江西马力);3)基于人工智能和云计算技术的智慧城市;4)数字人民币解决方案供应商;5)马来西亚运营光学零售网络。

图1:公司云 ERP 业务助力企业数智化



资料来源:公司官网、国元证券经纪(香港)整理

1.2 公司发展历程

公司原名 MOG HOLDINGS, 2019 年在开曼群岛注册成立, 后由于业务结构发生改变, 于 2023 年 5 月 11 日改名为马可数字科技。2020 年 3 月公司在香港联交所上市, 主营业务为提供广泛光学产品, 主要为眼镜、镜片、镜框等。于 2022 年 10 月 12 日, 公司完成收购创通发展有限公司全部已发行股本, 该公司的主要附属公司江西马力, 为一家致力从事场景生态数字化领域研究的互联网信息技术平台供货商。2023 年 3 月 10 日, 公司的非全资附属公司华喻数融科技(上海)有限公司与中保科技创新(珠海)有限公司订立认购协议, 成功收购中保科技 49% 的股份, 并同时获得 2% 的投票权, 自此中保科技成为马可数字科技并表子公司。中保科创是目前国内唯一的保险行业数字人民币全流程应用技术服务商。

图2:公司发展历程

- 2020年3月
于香港交易所上市
- 2022年10月
完成收购江西马力
- 2023年3月
收购中保科技49%股权
- 2023年5月
公司更名马可数字科技

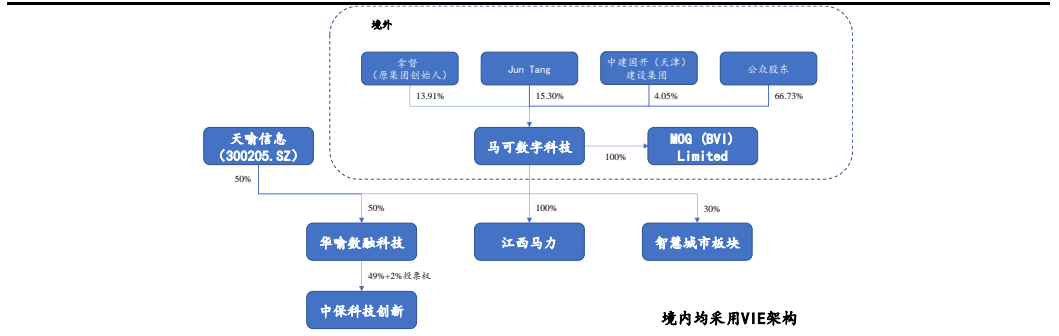


资料来源:公司官网、国元证券经纪(香港)整理

1.3 股权结构和管理团队

根据最新披露信息显示，原创始人拿督目前仍持股公司 13.91% 股份，为公司第二大股东；Jun Tang 为 2022 年 8 月公司增发新股收购资产（Positive Oasis Limited）时的卖方，目前持股 15.30%，为公司第一大股东；中建国开（天津）建设集团有限公司目前持股 4.05%，为公司第三大股东。股东穿透显示其直接控股股东为中国国开投资有限公司，再往上为国开发基金有限公司，然后是国家开发银行，国家开发银行则由国务院、外管局、财政部以及社保基金共同持有。对于公司未来股权结构变化，我们认为 Jun Tang 及原创始人拿督，已经和公司现有核心增长业务运营并无直接关系。

表1: 公司股权结构（截至 2023 年 5 月）



资料来源: Wind、国元证券经纪（香港）整理

公司管理层方面，原创始人拿督已辞任主席，而邓志华先生则获委任为公司主席兼联席行政总裁。邓先生此前为公司全资附属公司江西马力智能科技有限公司的行政总裁。从事移动通信运营领域超过 15 年经验。并曾经在中国网络通信有限公司（600050.SH）历任不同岗位的管理层职位。

表2: 公司管理团队简介

管理层	职位及职务	行业经验
邓志华	董事会主席 执行董事	邓先生从事移动通信运营领域超过 15 年经验。在加入集团之前，邓先生从 1999 年至 2007 年在中国联合网络通信有限公司历任不同岗位的管理层职位。2007 年后参与数家中国公司的通信运营，提供增值服务。
邓旨钥	执行董事	邓女士于 2022 年 6 月 23 日获委任为执行董事。在旅游业的企业全面管理方面拥有逾 20 年经验。在加入集团之前，自 2022 年起一直担任冠威国际旅游有限公司（一家主要从事旅游相关业务的公司）的高级经理，主要负责整体业务发展及战略规划以及一般营运及管理事务。
周月	执行董事	周先生于 2022 年 6 月 23 日获委任为执行董事。在企业营运管理方面拥有丰富经验。在加入集团之前，自 2008 年 2 月起于瀚宇博德科技股份（江阴）有限公司（一家主要从事为全球笔记本电脑行业制造印刷电路板的公司）担任工程师，主要负责技术硬件系统开发并为整体业务发展提供战略建议。

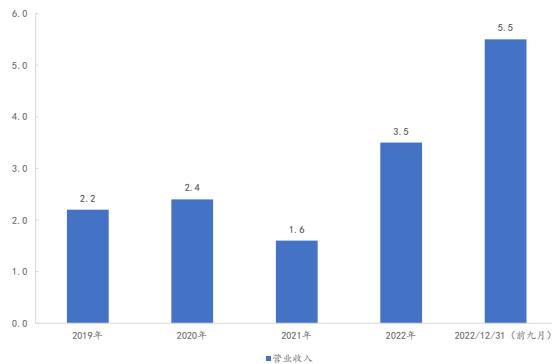
资料来源: 公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

1.4 经营业绩回顾

根据公司披露的业绩数据显示，截止 2022 年 12 月 31 日止九个月，公司实现收入 5.50 亿元。分业务来看，其中来自数字化零售及支付硬件贸易业务收入为 3.44 亿元，占公司总收入比重为 62.6%，成为目前公司主要收入；销售光学产品业务收入为 12.2 亿元，占公司总收入比重为 33.2%。

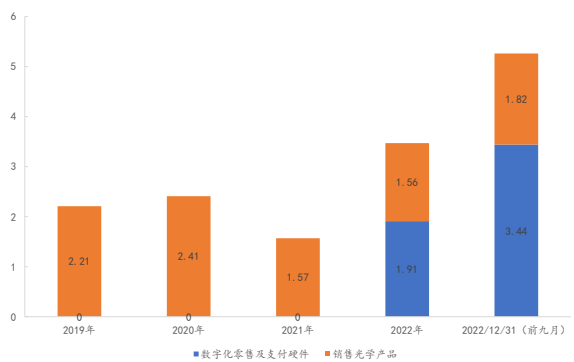
截止 2022 年 12 月 31 日止九个月，公司实现除税前溢利为-1,403 万元，最终净利润为-2,347 万元；公司目前流动资产为 2.63 亿元，其中银行存款和现金结余 6,802 万元，主要为人民币存款。

图3:公司收入情况 (亿元, 财报日期: 3 月 31 日)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

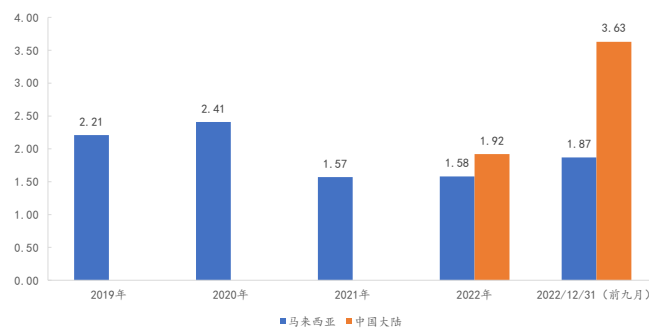
图4:公司收入分拆 (亿元, 财报日期: 3 月 31 日)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

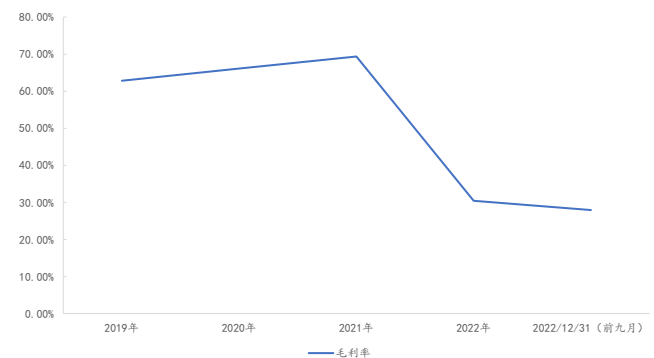
公司不同业务模式有不同收入方式，公司的数字化零售及支付硬件贸易业务主要通过旗下公司江西马力向金融机构客户销售硬件产品包括视频监控系统、门禁系统、其他计算器网络系统以及数字零售及支付服务所需的其他硬件基础设施来实现收入。销售光学产品业务为传统业务，主要通过 MOG 品牌向个人消费者销售光学产品，包括国际品牌、自有品牌及制造商品品牌（第三方制造商设计及制造的光学产品品牌）的镜片、镜框、隐形眼镜及太阳眼镜等来实现收入。

图5:公司收入按地区分类 (亿元)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

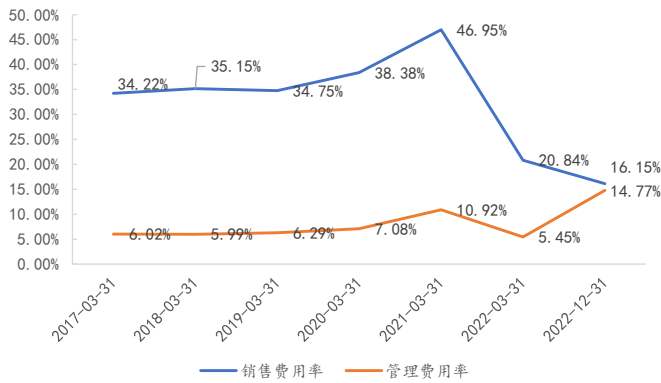
图6:公司毛利率情况 (%)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

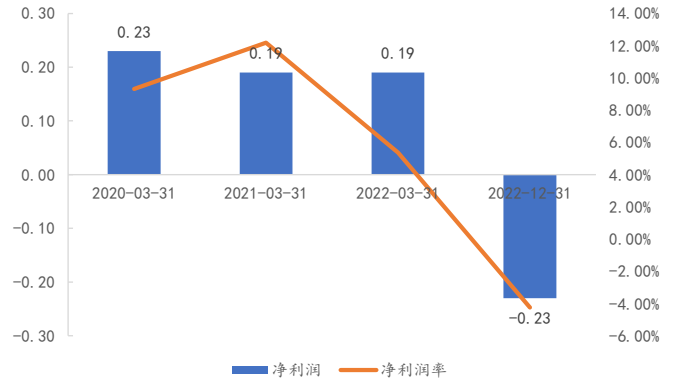
公司毛利率从 2022 年开始下降，毛利率下降主要由于中国数字化零售及支付硬件贸易的毛利率较马来西亚光学业务为低，继而使集团的整体毛利率平均下跌。公司销售费用提升主要是由于新业务中国数字化零售及支付硬件贸易业务的销售及分销成本增加、无形资产摊销增加以及销售佣金增加所致。公司管理费用提升主要由于员工成本增加（包括以非现金股份权益结算为基础支付的付款约 4190 万元）及期内确认的外汇亏损。

图7:公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

图8:公司盈利情况 (亿元)



资料来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

2. 行业分析

2.1 中国数字人民币产业市场规模快速增长

数字人民币 (e-CNY)是由中国人民银行发行，具有数字形式的法定货币，是一种新型的数字货币与电子支付工具，与一般的纸币具有相同法偿能力，并将与实物人民币长期共存。数字货币具备信用背书、价值稳定、可扩展性强、隐私性强、清算风险低、成本低交易快等优点，对现有货币体系和支付体系形成了有效补充。

图9:中国数字人民币产业链结构



资料来源: ASKCI、国元证券经纪 (香港) 整理

图10:数字人民币采取双层运营体系



资料来源: 百度百科、国元证券经纪 (香港) 整理

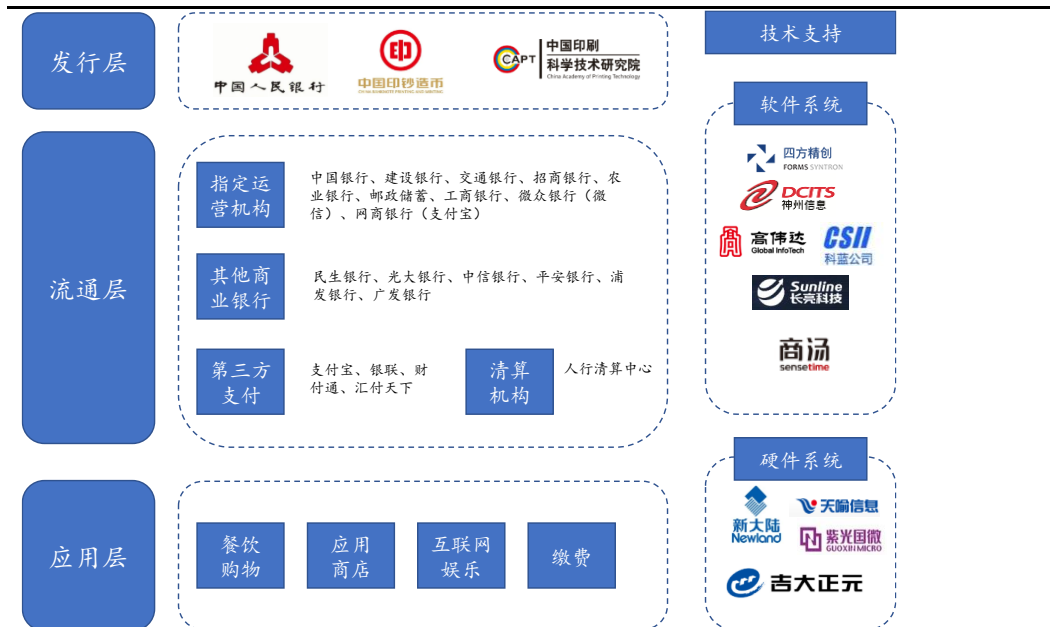
与比特币等虚拟币相比，数字人民币是法币，与法定货币等值，其效力和安全性是最高的，而比特币是一种虚拟资产，没有任何价值基础，也不享受任何主权信

用担保，无法保证价值稳定。这是央行数字货币与比特币等加密资产的最根本区别。

数字人民币采取双层运营体系。即中国人民银行不直接对公众发行和兑换央行数字货币，而是先把数字人民币兑换给指定的运营机构，比如商业银行或者其他商业机构，再由这些机构兑换给公众。人民银行负责数字人民币发行、注销、跨机构互联互通和钱包生态管理，同时审慎选择在资本和技术等方面具备一定条件的商业银行作为指定运营机构，牵头提供数字人民币兑换服务。在人民银行中心化管理的前提下，充分发挥其他商业银行及机构的创新能力，共同提供数字人民币的流通服务，运营机构需要向人民银行缴纳 100% 准备金。这种双层运营体系和纸钞发行基本一样，因此不会对现有金融体系产生大的影响，也不会对实体经济或者金融稳定产生大的影响，即不对商业银行的传统经营模式构成竞争，同时能充分发挥商业银行和其他机构在技术创新方面的积极性：数字货币投放系统保证 DC/EP 不超发，当货币生成请求符合校验规则时才发送相对应的额度凭证。

从产业链生态图谱来看，发行层包括央行等机构；流通层包括指定机构、第三方支付机构及清算机构等；应用层包括餐饮购物、互联网娱乐、应用商店等。另外技术支持包括软件系统(如蚂蚁集团、商汤科技)和硬件系统(如紫光国微，天喻信息)。

图11:数字人民币生态层情况



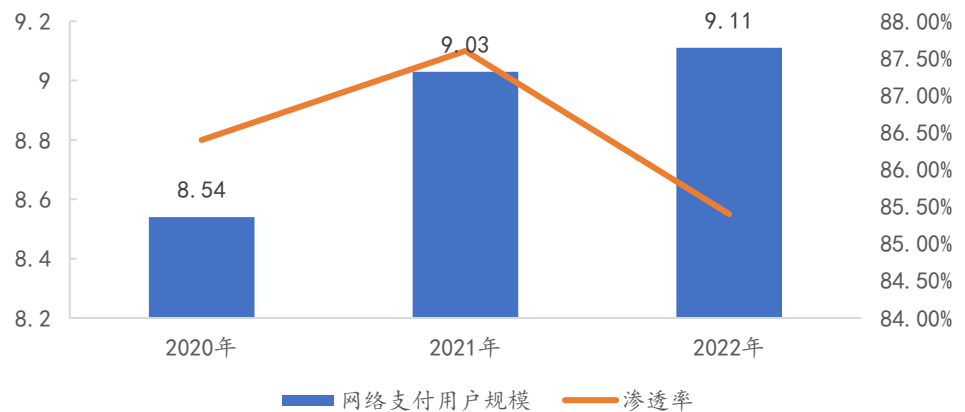
资料来源: Google 年报、新闻资料收集、国元证券经纪 (香港) 整理

2.2 我国拥有庞大的移动支付群体

从用户基础来看，2022 年年底我国网络支付用户规模达 9.11 亿人，其中 1.28 亿网民使用过数字人民币，其中互联网生活服务平台是最主要的使用渠道，其次是各

类银行 APP 和数字人民币 APP。根据央行数字货币研究所公布的数据，截至 2021 年年末，数字人民币试点场景已超过 808.51 万个，累计开立个人钱包 2.61 亿个。而截止 2022 年 8 月末，全国人民币试点地区累计交易笔数 3.6 亿笔、金额 1000.4 亿元，支持数字人民币的商户门店数量超过 560 万个，试点场景已涵盖批发零售、餐饮、文旅、政务缴费等多个领域。但是相较于 9 亿人的网络支付用户规模，以及其他垂直类的应用场景而言，占比仍然较小。数字人民币是人民银行发行的数字形式的法定货币，由指定运营机构参与运营，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与实物人民币等价，支持分级限额、可控匿名、双离线支付，具有价值特征和法偿性，作为现金 M0 的补充，将与实物人民币长期并存。我们预计未来数字人民币的用户规模还有较大的扩展空间。

图12:中国网络支付用户规模及渗透率（亿）



资料来源：招股书、国元证券经纪（香港）整理

2.3 数字人民币将降低金融交易成本

数字人民币大幅降低了发行和兑换等成本。数字人民币账户体系一次性搭建成型后，可以大大降低现钞发行、兑换过程中的高昂成本，后续也只存在对应数字人民币体系的运营维护成本，且会逐年边际递减直至趋近于零。根据中国人民银行数字人民币研发工作组发布的《数字人民币的研发进展白皮书》显示，数字人民币具有七大特性，包括：1.兼具账户和价值特性，2.不计付利息，3.低成本，4.支付即结算，5.可控匿名，6.安全性，7.可编程性。其中可控匿名、支付及结算、可编程性三大特点是数字人民币有别于传统移动支付工具。我们认为，数字人民币的可编程性后面蕴藏的巨大的发展空间值得投资者重视。根据白皮书解释，数字人民币通过加载不影响货币功能的智能合约实现可编程性，使数字人民币在确保安全与合规的前提下，可根据交易双方商定的条件、规则进行自动支付交易，促进业务模式创新。数字合约的灵活性可以适用于多种环境和关系，比如定向用途、定向人群、定向场景等。根据 2016 年执行的“银行卡手续费改革”，线下刷卡收

单费率约为 0.6% 左右；二维码支付为主的条码收单服务费率为 0.38% 左右。由于数字人民币支付的无限接近零的成本特性，数字人民币钱包将分化一部分传统移动支付渠道市场份额。由于数字人民币相比较于现金、第三方支付钱包而言，具有支付即结算、双离线支付、移动应用场景等实用性，而且数字人民币支付交易手续费为 0 费率，且支持 T+0 结算，因此对于大额资金交易的 B 端而言，采用数字人民币将能够有效降低其成本，是未来行业的演化趋势。

表3: 数字人民币与其他支付方式对比

	数字人民币	第三方支付	现金	银行账户
本质	M0	支付渠道	M0	M1、M2
安全性	无限法偿性	存在小概率违约风险	无限法偿性	存在小概率违约风险
债务人关系	央行	央行	央行	商业银行
交易效率	中	高	低	高
是否付息	否	会提供相关现金理财渠道	否	是
清结算模式	支付即结算	通过银联结算	支付即结算	通过银联结算
通道费用	0	0.38%	0	0.60%

资料来源：招股书、国元证券经纪（香港）整理

2.4 中国 POS 终端市场依然有较大发展空间

根据中国市场调研网发布的 2023-2029 年中国 POS 终端行业市场行情监测及投资前景评估报告，随着消费支付的普及，POS 终端行业的发展受到了越来越多的关注。中国 POS 机市场规模达到了 13.3 亿元，成为全球最大的 POS 终端市场。目前，中国 POS 终端市场发展处于高速发展状态，但行业竞争激烈，众多 POS 机厂商纷纷抢占市场份额。随着行业技术的不断发展，POS 机厂商纷纷推出了各种智能 POS 机，例如支持 NFC 技术的 POS 机，支持移动支付的 POS 机，以及支持大数据分析的智能 POS 机等。另随着国家相关政策的出台，POS 终端市场的发展也受到了支持。比如，国家金融业监督管理委员会提出，所有 POS 机必须具备 EMV 芯片技术，以确保支付信息的安全性。

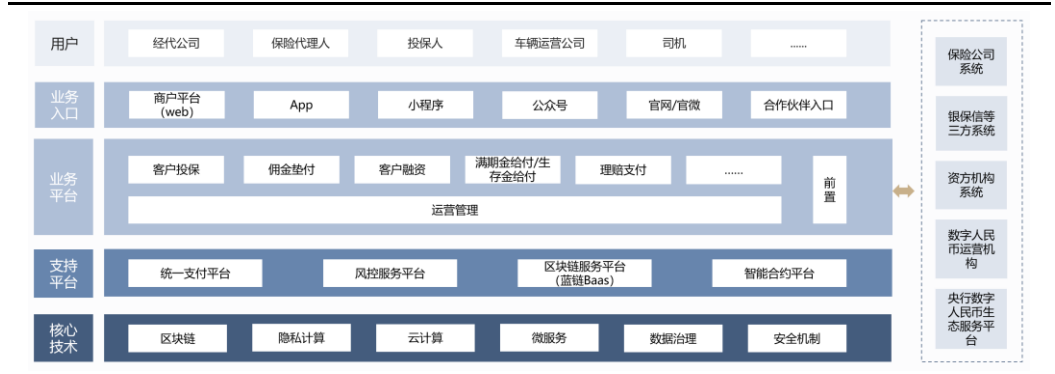
预计未来几年，中国 POS 终端市场将继续保持高速发展的态势，预计到 2025 年，中国 POS 机市场规模将达到 25.4 亿元，增长率将达到约 60%。行业发展将受到政府政策支持、技术更新以及市场需求壮大等因素影响。同时，中国 POS 终端厂商继续加强技术创新，加大投入力度，致力于打造更加安全、更加便捷的消费支付终端，以满足消费者不断变化的需求。行业整体规模增长依然能够支撑大部分参与厂商持续享受红利。

3. 公司亮点

3.1 中保科创是国内独家保险行业数字人民币技术服务商

根据中保科创官网介绍，公司是目前国内唯一的保险行业数字人民币全流程应用技术服务商。公司定位将金融科技赋能传统保险行业，跟随国家战略，致力于数字人民币在保险行业及保险相关领域的技术应用与推广，专注于“科技赋能保险”的创新、研究、实践以及行业价值提升。中保科创技术合作方以及主要股东之一为 A 股上市武汉天喻信息（A 股代码 300205）。经过 20 年发展，天喻信息已成为中国数据安全领域领先的产品和解决方案提供商、中国智能卡行业龙头企业、第三方支付市场 POS 终端设备主要供应商,业务已遍布全球 70 多个国家和地区。另外中保科技董事长陈永忠先生在保险行业拥有资深的管理经验，在加入中保科技前曾于 2016 年 10 月至 2019 年 1 月之间担任安邦财产保险股份有限公司总裁。2015 年 10 月至 2016 年 10 月之间担任安邦人寿保险股份有限公司总裁。在加入安邦人寿以前，陈总于 2011 年 10 月至 2015 年 10 月之间担任和谐健康保险股份有限公司总裁。除公司职位，陈总还同时担任中国中小财险联席会议副主任、中国中小财险投资公司董事、中保协健康险专委会副主任、中国保险学会常务理事、中国数字保险智库创始发起人。由于数字人民币是国家法定货币，在交易流程上需要受到严格的监管和控制，我们认为作为技术服务提供商，需要申请相关资质才能支持公司未来收入增长预期。我们预计中保科创未来业务发力场景将围绕着数字人民币及保险行业核心痛点开展，中保科创将发力于为保险公司及相关合作方进行数字人民币技术赋能，提供全链条基于数字人民币的支付及结算服务、智能合约服务、双链融合金融服务，对接保险公司及相关合作方现有业务系统实现全业务场景数字人民币接入。

图13:中保科创核心业务体系



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.2 数字人民币为保险行业降本增效

中保科创通过提供数字人民币技术综合技术服务平台，切入数字人民币应用场景。数字人民币综合平台打通投保客户、保司、经代公司、代理人、资金方等保险行业生态中多个角色，借助云计算、区块链及隐私计算等技术，保障数据所有者的数据安全，让数据使用者可用不可见，关键数据上链确保信息安全可信；采用松耦合的微服务架构让平台业务扩展性和资源可伸缩性更强；借助数字人民币 M0 特性，省去交易手续费且实时到账；借助数字人民币智能合约可编程特性，让平台上复杂的支付和结算环节变成约定的合约代码自动执行，无需人为干预且极大提高业务运行效率。我们认为，中保科创相对于其他潜在的竞争对手有三大优势：第一股东技术背景雄厚，天喻信息拥有在安全、数字人民币开发、智能卡开发的巨大优势，第二，公司管理层在保险行业深耕多年，深刻理解数字人民币在不同应用场景下对于保险公司以及保险行业周边的潜在赋能，第三，公司管理层与相关监管机构密切交流，协助中央实现数字人民币的推广以及在保险行业的应用体系搭建。

图14:提供保险行业数字人民币全流程应用技术解决方案



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

我们预计未来中保科创数字人民币应用场景最开始将从投保端口切入，例如为保险公司在官网、官微等投保端口增设数字人民币缴纳保费入口，同时升级保险公司的财务系统和资金系统进行科技赋能，嫁接智能合约，客户通过以上各入口投保时，可以选择用数字人民币缴纳保费；保险公司也可以通过客户所开通的数字人民币钱包进行保费扣划。一方面，投保客户可享受数字人民币推广阶段营销活动带来的优惠，另一方面，保险公司则可减少传统第三方支付或银行账户交易手续费支出。第三方支付手续费线下刷卡收单费率约为 0.6% 左右，而二维码支付为主的条码收单服务费率为 0.38% 左右。保险公司移动端收款平均费率在 0.2% 到 0.6% 之间。全国 2022 年保费收入约 4.7 万亿，使用数字人民币每年可为保险公司节省至少 178 亿手续费。而中保科创则可以通过为保险公司、保险经纪公司设

计、实施数字人民币支付解决方案，节省大量交易费用，并根据交易费用流水收取技术服务费。

3.3 公司拥有多项数字人民币核心技术

技术上，中保科创拥有来自股东天喻信息的支持。自从 2021 年创立以来，公司具有数字人民币相关专利 16 项，软件著作权 3 项；区块链及隐私计算相关专利 14 项，软件著作权 3 项；云计算与大数据相关专利 1 项，软件著作权 12 项，与国内信创产业完成了 22 款产品互认证。在国家政策的支持下，公司在成立以来就进入飞速发展期。目前正在拟定合作计划的包括前海财险，国任保险，浙商保险，华农保险，华安保险，众惠相互，长安保险，恒邦保险，中韩安盟财险，已经签署合作方案包括中韩人寿。这些总对总协议印证了公司的技术实力以及在保险行业的影响力。签订总对总协议意味着中保科创将能够深度参与保险公司合作伙伴自顶向下的全流程数字人民币系统改造。另外公司也在积极与包括中国人寿，中国人保，太平洋保险，中国平安，阳光保险，中华保险，天安财险，永安保险等拟定合作协议。除了保险公司外，中保科创也同保险中介机构签订战略合作，包括东方大地，华盟保险公估，康盛保险，壹心壹意。

3.4 围绕数字权益打造多方聚合生态

公司全资子公司“江西马力”是一家致力于场景生态数字化领域研究的互联网信息技术平台提供商。在数字权益领域前后耕耘六年多，多项技术开发成果和商业模式创新领先全国。根据公司官网介绍，公司从 2021 年的 200 万营收发展到 2022 年 3000 多万，订单量 2023 年预计超过 3 亿，属于高速发展的新兴科技类成长性公司。公司瞄准中国消费者数字权益（数字优惠券）生态聚合、分发、整合行为转变的大趋势所带来的巨大商业机会，利用数字技术手段，为广大机构和伙伴提供全方位的数字权益连接、撮合、赋能服务，打造消费者、商户和合作机构多方共赢平台。自创立以来，公司已经为一千多个品牌商户提供服务，累计使近千万人次获益数字优惠，先后与中国移动江西分公司、中国石化江西分公司、中国银联、中国银行、邮储银行等 30 多家银行、金融机构展开深入合作。公司已拓展四川、湖南、山东、辽宁等省份业务。通过提供基于场景的数字权益服务接口，江西马力为企业 KA 提供了海量数字权益选择。通过 6 年的积累，目前已累计超过一千家品牌商户。以江西省为例，马力整合全省 50 多家蛋糕、烤卤、茶饮品牌、83 个商超品牌、1373 家线下商超、6000 多家线下门店。全国范围内，马力聚合全国 1964 家优质景区，覆盖 31 个省份。另外江西马力技术积累深厚、能提供多终端运营系统的 SaaS 接口接入企业小程序或者 APP。

江西马力运营模式分为两大类。第一类为会员制，目前的主要客户为江西工会。在会员制模式下，公司为工会组织定制对应工会的小程序。工会组织按照各地基层工会经费收支管理实施办法，每年在不同时间点会向工会会员通过小程序发放‘福分’。工会会员则可以通过小程序选择符合不同地区经费使用办法的福利，会员制模式下，公司主要盈利来自未兑现会员福利的残值。第二类运营模式为服务费模式，主要对接企业客户，包括中国移动、银联云闪付等，通过 SaaS 技术帮助客户实现以下功能，首先支付核销一体化，即打通各系统支付端口，实现支付核销一体化，且能实时反馈数据状态，缩减消费步骤，提升场景消费体验。其次是打造联合生态，即围绕权益场景生态数字化，联合各大品牌自有的小程序商城、门店，重塑消费场景。最后连接权益，即企业拥有独立自主的权益平台，连接各场景、多行业的权益池，构建产品权益体系。消费模式下，公司盈利来自未兑现消费券的残值以及企业 KA 结算价格与上游商户成本之间的差额。

图15:公司基于数字权益打造多方聚合生态，实现稳定收入



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

近期公司与广西零贰零数字文旅产业有限公司签署分销代理协议。该协议双方经公平磋商后讨论及协商，就路路游一卡通产品广西代理销售事宜，双方将开展合作。江西马力将授权广西零贰零以“路路游一卡通”广西运营中心名义开展业务，而广西零贰零将履行作为核心合作伙伴的各项职责，最大程度的推广路路游一卡通全线产品;及江西马力及广西零贰零将助力当地文旅企业(景区、民宿或酒店)加速转型智能数位化运营及通过大数据支撑，以降低消费者出游成本及提升出游效率的方式提升区域旅游一体化服务。

3.5 布局智慧城市技术，未来进一步增收

公司同样布局了智慧城市相关的核心技术，在智慧城市领域、政府行业、教育行业等提供基于云计算和大数据平台的全面解决方案。公司目前不断提升产品和解决方案在可用性、先进性、标准性和开放性上的优势，提升用户使用粘性，推进新一代互联互通的“平安城市”、“智慧城市”、“智慧交通”、“智慧管网”、“智慧教育”、“智慧旅游”建设。公司凭借自身强大的核心技术与中国通号集团（港交所代码 3969.HK）建立重要战略合作伙伴关系。项目甲方包括央企、地方政府平台公司。当前发展数字经济已成为国家重点战略。我们预计到 2025 年数字经济占 GDP 比重将超 50%。智慧城市是运用物联网、云计算、大数据、空间地理信息集成等数字技术，促进城市规划、建设、管理和服务智慧化的新理念和新模式，是数字经济发展应用的重要场景。因此公司布局智慧城市相关的核心技术将可能会为公司收入增长打开新的天花板。

图16:国家层面在智慧城市方面推出的激励政策

国家层面智慧城市政策			
时间	单位	文件	主要内容
2021.1	工信部	《工业互联网创新发展行动计划(2021-2023年)》	培育一批系统集成解决方案供应商，拓展智慧城市等领域的应用
2021.2	交通运输部	《国家综合立体交通网规划纲要》	推动智能网联汽车与智慧城市协同发展，打造基于车故事信息模型平台、集成市动态静态数据于一体的智慧出行平台
2021.9	工信部等	《物联网新型基础设施建设三年行动计划(2021-2023年)》	推进基于数字化、智能化的新型城市基础设施建设，推动智慧管廊、智能表计、智慧灯杆等感知终端的建设和规模化应用部署，实现城市全要素数字化和虚拟化
2022.1	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	部署数字经济八大任务，在政策引导下传统产业将实现全面数字化转型
2022.6	发改委	《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	加快推进新型城市建设
2022.7	发改委	《“十四五”新型城镇化实施方案》	推进智能化改造，丰富数字技术应用场景，发展远程办公、智慧出行、智慧街区、智慧商圈等应用场景
2022.7	发改委	《“十四五”全国城市基础设施建设规划》	加快新型城市基础设施建设，推进城市智慧转型发展

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

根据 IDC 预测，中国智慧城市建设市场规模将达到 389.2 亿美元。其中，中国市场的三大重点投资领域依次为弹性能源管理与基础设施、数据驱动的公共安全治理以及智能交通。在预测期间内(2018-2023 年)，三者支出总额将持续超出整体智慧城市投资的一半。中国市场支出金额占比前三的应用场景与其重点投资领域保持一致，依次为智能电网(属于弹性能源管理与基础设施)、固定智能视频监控(属于数据驱动的公共安全治理)以及智慧公交系统(属于智能交通)。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们认为公司是目前领先的保险行业数字人民币技术服务商，虽然目前业务仍处于孵化阶段，但是业务模式稳定，发展逻辑清晰。相对于其他潜在的竞争对手有三大优势：第一股东技术背景雄厚，天喻信息拥有在安全、数字人民币开发、智能卡开发的巨大优势，第二，公司管理层在保险行业深耕多年，深刻理解数字人民币在不同应用场景下对于保险公司以及保险行业周边的潜在赋能，第三，公司管理层与相关监管机构密切交流，协助中央实现数字人民币的推广以及在保险行业的应用体系搭建。马可数科从 2022 年开始进行一系列的并购重组，扩大商业版图。2022 年 8 月收购江西马力，2023 年 3 月入股中保科创。除了上述三节覆盖的三大板块中保科创、马力科技外。公司还和某央企合作共同申请数字人民币牌照。多项业务在管理层整合后，将发挥明显的协同互补优势，支撑公司收入快速增长。

目前公司收入主要通过江西马力、中保科创收入来实现，如果数字人民币牌照顺利下发并且被公司获得，我们预计 2023-2025 财年营业收入分别实现 21.1/44.9/74.7 亿元，同比增长 282.7%/113.4%/66.3%；预计 2023-2025 财年归母净利润分别为 2.2/5.86/11.64 亿元。

4.2 行业估值及目标价

我们认为公司收入规模处于高速增长状态，同时数字人民币业务一旦打开，收入增长天花板巨大。公司为轻资产运营模式，规模效应能够持续体现，因此应该给予较高的估值溢价。我们给予公司 45.0 港元的目标价，首次覆盖并给予买入评级，对应 2025 财年的 PE 约 25 倍。

表4: 公司未来业绩预测

截至 12 月 31 日财政年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
总营收（百万元）	550.0	2,105.0	4,492.8	7,473.2	12,761.4
变动		282.7%	113.4%	66.3%	70.8%
净利润（百万元）	(27.9)	217.1	586.3	1,164.8	2,358.0
变动		-879.46%	170.02%	98.68%	102.43%
净利润率	-5.06%	10.31%	13.05%	15.59%	18.48%
每股盈利（元）	-0.04	0.34	0.91	1.80	3.65
基于股价的市销率（倍）	37.62	9.83	4.61	2.77	1.62
基于股价的市盈率（倍）	-742.9	95.3	35.3	17.8	8.8

资料来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

表5: 互联网技术服务行业估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率PE			市净率PB(MRQ)	企业价值/EBITDA(倍)	市销率PS(TTM)
			TTM	23E	24E			
0700.HK	腾讯控股	32,618.20	15	19.3	16.6	3.7	20.2	5
9988.HK	阿里巴巴-SW	17,706.70	21.4	14.1	12.4	1.6	34.8	1.8
3690.HK	美团-W	8,276.90		98.5	33.4	5.7	562.7	3.4
9618.HK	京东集团-SW	4,454.70	19.9	19.7	15.1	1.8	17.3	0.4
9961.HK	携程集团-S	1,808.60	115.2	48.9	27.6	1.4	150.4	8.1
6618.HK	京东健康	1,613.80	379.3	111	58.9	3.2	817.8	3.1
0241.HK	阿里健康	662.5	472.3	196.2	95.6	4	-53.2	2.6
0268.HK	金蝶国际	402.5		-153.2	-163.6	4.9	-109.2	7.3
2013.HK	微盟集团	114.9		-19.5	-64.6	4.8	-11.7	5.6

资料来源: Wind、Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

5. 风险提示

保险公司数字人民币合约无法拿到: 目前数字人民币支付系统搭建需要层层审批, 倘若公司未能获得保险公司的数字人民币合约, 则未来收入增长预期将无法达到。

市场竞争加剧: 公司是保险行业数字人民币技术领军公司, 目前行业整体仍处于起步阶段, 竞争加剧可能导致公司增速放缓, 利润率降低。

数字权益面临政策风险: 由于江西马力客户主要为政府部门及大型央企, 业务情况与这些客户当年的员工福利开支有直接关系, 因此可能会面临一定政策风险。

财务报表摘要
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 预期	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
收入	550	2,105	4,493	7,473	12,761
成本	(396)	(1,382)	(2,585)	(4,162)	(6,884)
毛利	154	723	1,907	3,311	5,877
销售费用	(89)	(343)	(678)	(1,106)	(1,659)
管理费用	(82)	(253)	(494)	(747)	(1,276)
其他	3	10	10	10	10
营运利润	(14)	137	744	1,467	2,952
所得税	(9)	89	(148)	(293)	(590)
净利润	(23)	226	596	1,175	2,362
增长					
总收入 (%)	N/A	282.71%	113.43%	66.34%	70.76%
净利润 (%)	N/A	-879.46%	170.02%	98.68%	102.43%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 预期	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
固定资产	42	47	52	56	60
无形资产	243	243	243	243	243
其他固定资产	49	49	49	49	49
非流动资产	333	339	344	348	352
应收账款	137	315	672	1,118	1,909
存货	38	134	251	403	667
其他短期资产	20	20	20	20	20
现金	68	173	483	1,309	3,054
总资产	597	980	1,769	3,198	6,002
应付款项	65	226	424	682	1,128
其他应付款	14	14	14	14	14
总流动负债	79	241	438	696	1,142
其他长期负债	14	14	14	14	14
递延税项负债	18	18	18	18	18
总负债	111	272	470	728	1,174
股东权益	486	708	1,300	2,470	4,828

财务分析

	2022年 历史	2023年 预期	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	27.9%	34.4%	42.5%	44.3%	46.1%
EBIT率 (%)	-2.6%	6.5%	16.6%	19.6%	23.1%
净利率 (%)	-4.3%	10.7%	13.3%	15.7%	18.5%
ROE	-4.8%	32.0%	45.9%	47.6%	48.9%
营运表现					
费用/收入 (%)	31.1%	28.3%	26.1%	24.8%	23.0%
实际税率 (%)	-40.2%	-39.5%	24.8%	24.9%	25.0%
应收账款天数	90	54	54	54	54
应付账款天数	60	60	60	60	60
财务状况					
负债/权益	0.23	0.39	0.36	0.29	0.24
收入/总资产	0.92	2.15	2.54	2.34	2.13
总资产/权益	1.23	1.39	1.36	1.29	1.24

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 预期	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
税前利润	(14)	133	740	1,463	2,948
调整	63	(0)	1	3	4
运营资本变化	(11)	(112)	(277)	(340)	(609)
已付所得税	(7)	89	(148)	(293)	(590)
营运现金流	30	110	317	833	1,753
物业及设备变动	(40)	(9)	(10)	(11)	(12)
已收利息	2	4	4	4	4
投资活动现金流	(38)	(5)	(6)	(7)	(8)
偿还租赁	(14)	0	0	0	0
其他融资活动	(3)	0	0	0	0
融资活动现金流	(18)	0	0	0	0
现金变化	(25)	105	311	826	1,745
期初持有现金	77	68	173	483	1,309
汇兑变化	16	0	0	0	0
期末持有现金	68	173	483	1,309	3,054

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>