马可数字科技 (1942.HK)

解析被低估的数字人民币隐性价值

首次覆盖报告发布以后，我们在和投资者的互动中感受到了他们对于马克数字科技的热情。在此我们对马可数字科技进行一些补充分析，主要两个方面：1）一部分投资者低估了国家对数字人民币的支持力度以及对马克数科的支持力度，对此我们对马可数科进行了进一步调研厘清政策性支持；2）一部分投资者对马可数字科技的账面价值存在低估及误解，对此我们提供了账面价值的调整方法。我们认为公司作为国家扶持的数字人民币金融科技公司，目前仅在5.8倍经调整市帐率，仍有很大上升空间；加上近日旧股东减持促进流动性提升，维持目标价330港币以及“强力买入”评级。

调研显示马可数科已获得中央对数字人民币的政策支持

- 我们在首次覆盖报告里提到马可数字科技在政策上受到国家的支持：公司从保险行业切入，大力发展和推广数字人民币技术，和央企合作申请数字人民币全牌照，并获得央企战略入股。
- 在报告发布后，我们对马可数科进行进一步调研。调研显示，马可数科已经获得中央针对数字人民币应用和推广的政策支持。公司于2022年12月在广东横琴合作区与A-股上市公司天喻信息成立合资子公司华喻数融科技（广东）有限公司（广东华喻）。同月，公司也同天喻信息在上海大虹桥商务区成立华喻数融科技（上海）有限公司（上海华喻）。根据调研了解，以上两家子公司名字均包含“数融科技”， 是经上海市及广东省的金融监督管理局批准，开展经营类金融服务 （涵盖蚂蚁金服利润率最高的放贷中间人业务、数字人民币技术服务等）。
- 审批通过并允许在工商部门注册登记意味着中央对广东华喻和上海华喻的股东背景（A股上市以及港股上市）以及技术能力(特别是区块链、数字货币、信息安全)的认可。中保科技作为广东华喻的子公司重点在保险行业场景发力，包括为保险机构接入中国人民银行数字人民币的端口以及设计实施数字人民币智能合约。能够获准提供数字人民币技术服务，证明了：1）马可数字科技获得国家支持，2）公司在数字人民币方面技术储备受到国家认可。
- 获得类金融服务范围还意味着广东华喻以及上海华喻获准可和银行签约，应用数字人民币智能合约技术为银行实现定向、精准放贷，并以收取利差作为技术服务费。预计此项服务将在2023年下半年推出。
- 此外，中国通号的智慧城市建设合约，各个大型险企的总对总合约等也从各方面印证了国家对马可数科的支持力度 。

马可数字科技 | 财务摘要 (人民币 百万)

	2022/12A	2023/12E	2024/12E	2025/12E
Sales	550	2,261	8,119	13,801
Operating Profit	-14	137	1,059	1,915
Net Profit	-28	88	772	1,419
Operating Margin (%)	-2.6%	6.0%	13.0%	13.9%
Net Margin (%)	-4.3%	4.9%	10.4%	11.1%
EPS	-0.05	0.14	1.19	2.19
P/E	NM	638	72	39
ROE	-4.8%	18.6%	59.1%	51.7%

Source: Company Data, Bloomberg, Genetic Equities
Please consider the rating criteria & important disclaimer

Genetic Equities

Company Report | July 14, 2023

Strong Buy

Target Price (HKD)	**330**
Potential Upside	+243%

Shares data

Last Price (HKD)	96.3
Free float (%)	80.6%
Outstanding sh.(mn)	647
Market Cap (USD mn)	7,971
Avg. Trd Vol - 1M (mn)	0.9

Technologies, Software

Bloomberg	**1942 HK**
Reuters	**1942.HK**

Malcolm Chee
malcolm.chee@geneticequities.com

国际会计准则严重低估公司的隐含账面价值

- 从2022年到2023年，马可数字科技迅速扩张，从以光学零售为主的业务模式扩张为以金融科技服务为主、光学零售为辅的业务模式。公司最近所披露的审计账目为截止2022年12月底的审计报告，采用的国际会计准则（IFRS），主要资产停留在传统光学零售业务， 将公司从并购中获得的技术储备， 用户资源， 品牌价值， 金融牌照， 国企合约，等等非固定资产及无形资产全都算成0价值，这些无法帮助投资人对公司估值进行有效分析。类似的账面价值被严重低估的问题也在其他行业中层出不穷，嗅觉灵敏的投资者往往需要专业的调整手段才能计算出正确的账目价值， 在此我们提供一些思路。
- 从另一个角度看，公司属于数字经济型公司，账面价值和传统重资产央企并无直接可比性。对传统重资产的央企来说，账面价值由国资委分配的资产通过会计准则计量所得来，国家通过上市央企盘活国有资产。而对于马可数字科技这样的轻资产数字经济型企业，若要将其与传统央企进行估值对比，则需要将其所获得政策支持纳入账面价值重估的框架内，国家通过资本市场的力量间接推动生产力发展。
- 我们认为，**无论是有形资产还是无形资产，衡量资产价值的最有具可比性的参数就是通过资产产生收入的能力。**因此，我们采用资产周转率对公司隐形资产价值进行重估。我们测算，恒生国企指数公司（除银行、地产）的资产周转率平均为0.84倍。因此，用公司预期2023年销售额22.6亿人民币测算，对标0.84倍资产周转率， 得出公司的隐含资产， 包括技术储备， 用户资源， 品牌价值， 金融牌照， 国企合约等，规模至少应为27亿元人民币。
- 放眼未来，鉴于公司营业额爆发增长，预计2024年营业收入达81亿人民币，由此可推算隐含资产规模为97亿人民币。当前股价港币对应于5.8倍市帐率。对于处在爆发性增长阶段的高科技软件企业，5.8倍市帐率意味着价值洼地。
- **放眼全球，我们认为公司应对标万事达卡（美股代码MA）。**从商业模式上看，公司通过提供技术服务确保数字人民币交易的用户认证，交易执行与结算顺利完成，类似信用卡协议服务提供商。公司的数字人民币业务受到国家支持，发展速度大幅领先于市场上主流支付公司，有望成为主流数字人民币技术服务提供商，行业龙头地位类似于万事达卡。对于高速成长的科技企业，市销率(P/S)是最常用的估值方法。预计公司2025年营收138亿人民币，当前股价对应4.1倍市销率，大幅低于万事达卡17.1倍市销率。公司若能实现预期增长，即便是测算目标价330港币也仅仅对应13.9倍的25E市销率。

旧股东减持后流动性显著提高

- 公司早期股东主要包括Ng Kwang Hua以及Low Lay Choo。根据港交所股东信息披露，上述马来西亚股东在2023年6月1日以平均价58.05港币每股减持9千万股。此后，两位马来西亚股东持股为零。
- 我们测算，交易量及交易额在旧股东减持后大幅攀升，交易量已经是减持前的2倍，平均交易额则是减持前的5倍。

公司最近的更新

近期，公司公布一系列更新，涉及保险科技、场景生态数字化SaaS/PaaS以及智慧城市板块：

- 4月28日：子公司中保科创与中韩人寿签订战略合作框架协议。中保科

创将为中韩人寿的数字人民币应用提供技术支持服务。

- 5月9日：子公司马力智能科技与康美乐大药房集团子公司江西融医荟数字科技签署战略合作框架协议，共同开发“全心益”权益分发平台。
- 5月17日：子公司马力智能科技与广西零贰零数字文旅产业有限公司签署协议。马力智能科技授权广西零贰零推广路路游一卡通产品；广西省文旅产业借助马力智能科技平台实现数字化升级。
- 5月25日：子公司中保科创与长安保险销售有限公司签署战略合作框架协议。中保科创向长安保险提供数字人民币应用的技术服务。
- 6月9日：公司完成对北京云图数智科技有限公司29%股份的收购。
- 6月20日：子公司马力智能科技与南昌市保安服务总公司下属南昌景方科技发展有限公司签订战略合作协议，共同开发“全景臻品”权益分发平台。
- 6月27日：子公司中保科创与东方大地（武汉）保险经纪有限公司签订战略合作框架协议。双方合作推进数位化保险业务的研发和应用，共同构建数位化保险生态系统。中保科创为东方大地的数字人民币应用提供技术支持服务。
- 7月4日：公司同中国通号签订战略合作框架协议，双方在新基建、智慧城市、建筑智慧化项目上开展广泛合作。
- 7月14日：子公司云图科兴、云图数智中标中国通号郑东新区107辅道综合管廊项目。

这些更新证实了公司在努力落实各个层面的数字人民币应用，我们预计今年的中期和期末营收都将见证爆发性增长。

Financial forecast

Income Statement

RMB million

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	550	2,261	8,119	13,801	21,040
COGS	-396	-1,494	-4,951	-8,473	-12,820
Gross Profit	154	767	3,168	5,328	8,220
Sales and distribution	-89	-369	-1,226	-2,043	-2,735
Administrative	-82	-271	-893	-1,380	-2,104
Others	3	10	10	10	10
Operating Profit	-14	137	1,059	1,915	3,391
Tax expense	-9	-26	-211	-382	-677
Profit After Tax	-23	110	848	1,532	2,713
Net Profit	-28	88	772	1,419	2,546
Growth					
Revenue (YoY %)	NA	311.1%	295.0%	53.0%	50.0%
Net Profit (YoY%)	NA	NM	780.2%	83.8%	79.4%

Key Ratios

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Profitability					
GPM (%)	27.9%	33.9%	39.0%	38.6%	39.1%
EBIT Margin (%)	-2.6%	6.0%	13.0%	13.9%	16.1%
Net Profit Margin (%)	-4.3%	4.9%	10.4%	11.1%	12.9%
ROE (%)	-4.8%	18.6%	59.1%	51.7%	47.8%
Operation					
Expense Ratio (%)	31.1%	28.3%	26.1%	24.8%	23.0%
Effective Tax (%)	-40.2%	24.0%	24.9%	24.9%	25.0%
A/R Days	90	51	41	33	26
A/P Days	60	60	60	60	60
Financial					
Financial leverage	0.23	0.49	0.60	0.48	0.38
Asset Turnover	0.92	2.56	3.54	3.14	2.69
Leverage	1.23	1.49	1.60	1.48	1.38

Balance Sheet

RMB million

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Net PPE	42	47	52	56	60
Intangible	243	243	243	243	243
Other NCA	49	49	49	49	49
Non Current Assets	333	339	344	348	352
Receivable	137	321	923	1,255	1,531
Inventories	38	116	384	657	994
Other Current Assets	20	20	20	20	20
Cash	68	87	622	2,117	4,922
Total Asset	597	882	2,292	4,397	7,819
Payable	65	245	811	1,388	2,100
Other Payable	14	14	14	14	14
Current Liability	79	259	825	1,402	2,115
Long Term Debt	14	14	14	14	14
Deferred Tax	18	18	18	18	18
Total Liability	111	291	857	1,434	2,146
Equity	486	591	1,435	2,963	5,672

Cashflow Statement

RMB million

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
PBT	-14	132	1,054	1,910	3,386
Adjustment	63	0	1	3	4
Change in WC	-11	-82	-304	-28	99
Tax Payment	-7	-26	-211	-382	-677
CFO	30	24	541	1,503	2,812
PPE Investment	-40	-9	-10	-11	-12
Interest Receipt	2	4	4	4	4
CFI	-38	-5	-6	-7	-8
Net Borrowing	-14	0	0	0	0
Other Financing	-3	0	0	0	0
CFF	-18	0	0	0	0
Change in Cash	-25	19	535	1,496	2,804
Cash (beginning)	77	68	87	622	2,117
FX adjustment	16	0	0	0	0
Cash (ending)	68	87	622	2,117	4,922

Genetic Equities Stock Ratings

1. Based on a stock's forecasted absolute return over a period of 12 months from the date of publication.
2. Rating system based on a stock's potential upside from the date of publication

- Strong Buy : Greater than +35%
- Overweight : +10% to +35%
- Hold : -10% to +10%
- Underweight : -10% to -35%
- Strong Sell : Less than -35%

DISCLAIMER