

MoneyHero Limited

Nasdaq: MNY

维持评级并下调目标价

买入, \$2.25

2026年9月30日

市场数据

股价:	\$ 0.71
市值:	\$ 32.82 M
52 周区间:	\$ 0.60—\$ 1.60
日均成交量:	22,000
基本流通股数:	46.23 M
完全稀释后股本:	79.37 M
流通股数 (Float):	18.61 M
机构持股比例:	3%
内部人持股比例:	59%

最新披露财务季度数据

现金:	28.30 M
短期债务:	0.00 M
长期债务:	0.00 M
账面价值	34.47 M
aEBITDA (过去12个月):	(3.79) M
经营现金流 (过去12个月):	N/A

审计机构 (Auditor): Deloitte Touche Tohmatsu

USD	2024A	2025A	2026e	2027e
营业收入 (单位: 百万)				
三月	22.18	14.31	16.52A	18.89
六月	20.67	18.02	15.75A	19.95
九月	20.94	21.12	20.37	23.58
十二月	15.72	19.97	19.91	22.82
收入	79.51	73.43	72.55	85.24
P/S	0.41	0.45	0.45	0.39

摊薄每股收益

三月	(0.31)	(0.06)	(0.15)A	(0.02)
六月	(0.28)	0.00	(0.03)A	0.00
九月	0.13	(0.08)	(0.00)	0.03
十二月	(0.43)	0.01	(0.00)	0.02
EPS	(0.86)	(0.11)	(0.17)	0.03
P/E	N/A	N/A	N/A	23.67

William Gregozeski, CFA
 wgregozeski@greenridgeglobal.com
 +1 414 435 1110

现金奖励与CEO遴选主导前景

管理层会面。周二, 我们与临时首席执行官梁先生(Danny Leung)进行了会面, 就MNY进行了讨论。首先, 目前CEO遴选似乎仍无最新进展, 包括Danny是否会被正式任命、取消“临时”头衔, 或公司是否会引入外部候选人。在我们看来, 这一不确定性是目前压制股价的最大因素。我们讨论了各个国家市场的运营现状以及各业务板块的情况。大部分讨论内容与近期第二季度业绩报告中的表述基本一致。梁先生似乎对新加坡和香港市场的增长前景较有信心, 其中保险是重点发展板块之一, 此外还包括下文讨论的一些新举措。我们也讨论了台湾和菲律宾市场面临的困难, 这两个市场在花旗退出后的环境下仍然表现疲弱。我们还谈到了菲律宾呼叫中心较高的固定成本, 但目前尚不清楚是否保留或取消该业务的决定将如何作出, 以及最终由谁拥有相关决策权。总体而言, 此次与梁先生的交流再次给我们留下了积极印象, 也显示出他确实有一套以具成本效益的方式推动业务增长的计划。当然, 他目前仍然带有“临时”这一头衔。

致董事会的公开信。昨日, MNY最大的非关联股东Jonathan Honig (实益持股比例为9%) 在其13D申报文件中提交了一封公开信, 呼吁董事会寻求出售公司, 以制止价值持续遭到侵蚀。信中具体提到了前任CEO Rohith Murthy离职原因至今仍未得到解释、此后六个月公司仍未任命正式CEO、营收下滑、公司三年前通过de-SPAC上市以来股价下跌, 以及内部人士未进行股票购买等问题。该公开信要求董事会在10月5日前就CEO遴选进展以及是否愿意考虑战略替代方案作出回应。目前尚不清楚董事会是否会就此作出任何公开或私下回应。

现金奖励会计处理改变对已报告营收的看法。在第二季度业绩中, MoneyHero披露, 其部分营收一直采用净额法确认, 即现金奖励会直接从营收中扣除, 而不是像非现金奖励那样计入费用。2026年上半年, 现金奖励大幅增加, 总额达到920万美元, 而上年同期为560万美元。按已报告口径计算, MoneyHero第二季度营收同比下降13%; 但若将现金奖励加回, 第二季度总交易价值则为2,090万美元, 与上年同期基本持平。由于公司并未披露现金奖励具体分配至哪些业务渠道, 因此较难准确评估各渠道的实际表现, 不过这些现金奖励很可能主要集中在信用卡业务。新加坡市场的已报告营收受到的影响最大, 但按经现金奖励调整后的总交易价值计算, 新加坡同比增长2.6%。香港的总交易价值增长5.2%。两个市场在2026年上半年均实现小幅盈利, 其中新加坡较上年同期由亏转盈。

公司更新（续）

已报告的毛利率同样会因现金奖励的会计处理而出现一定失真。调整后，交易口径毛利率由上年同期的42.7%降至39.2%。下降的一个重要原因，是MoneyHero为应对MoneySmart在新加坡推出的高额奖励促销而增加现金奖励，而MoneySmart的现金促销力度也在持续加大。MoneyHero通过跟进促销予以回应，同时也进入了MoneySmart的核心业务领域——住房按揭贷款（下文将进一步讨论）。总运营费用为1,060万美元，较2025年第二季度改善近100万美元。该季度调整后EBITDA亏损为160万美元。

财报电话会议公布多项新举措。如上所述，MoneyHero于9月进入住房贷款市场，而该业务是MoneySmart的核心营收支柱之一。进入这一市场具有较强的战略意义，也蕴含显著增长潜力。目前新加坡住房贷款总额达到2,964亿新元，约占全国家庭债务的71%。公司通过与新加坡领先的按揭贷款经纪商Redbrick合作进入该市场。该合作模式使MNY能够专注于客户线索获取，而所有承销及资产负债表风险均由其他参与方承担。每笔成功转化的贷款都将按照贷款金额产生佣金收入，但具体佣金比例尚未披露。

同样在新加坡，公司与两家大型零售银行签署了独家合作协议，将与一家全球银行集团的合作模式转为固定费用安排，并与一家数字券商平台签署了独家合作协议。这些交易的重要性在于，独家合作可防止竞争平台与这些合作伙伴推出相同项目，而固定费用模式则可降低MNY受到不断升级的现金奖励竞争影响的程度。随着时间推移，这些新合作有望带来更强劲的营收及利润率增长。

公司正持续拓展香港保险业务。第二季度，公司推出了寿险交易平台，相较此前主要通过小规模广告投放获取客户线索，这代表了业务模式的进一步升级。公司于上周推出了重大疾病保险，并计划随后推出短期储蓄、可享税务扣除的医疗保险以及个人意外保险产品。管理层在财报电话会议中表示，凭借现有基础设施，增加这些产品所需的增量成本将非常有限。

管理层还在推进多项运营调整，其中一个重点是Apple礼品卡开发内部代金券管理系统，而Apple礼品卡是公司目前最主要的奖励形式。通过将这一流程内部化，平台已经取消了原有第三方配送服务费用。MNY正计划将该系统扩展至其他奖励类型和市场，同时将更多运营系统收归内部，以加强对整体运营的控制并降低外部服务费用。MoneyHero还重新开发了会员仪表板，该系统已于9月在新加坡上线，并计划于今年晚些时候扩展至香港。新的仪表板更加个性化，可推动不同产品板块之间的交叉销售，并有助于保险续保。公司还计划于第四季度推出一款AI辅助聊天机器人，可用于客户服务以及产品发现和推荐。

模型更新。我们模型中最大的调整，是将2027年约1,400万美元的信用卡营收重新归类至现金奖励。未来一至两个季度，我们应该能够更清楚地判断这一奖励类别最终将在总交易价值中占多大比例。我们也较大幅度下调了财富管理板块的假设，因为该业务的增长没有达到此前预期，而公司目前的重点似乎更多集中在信用卡、贷款和保险板块。我们仍然预计财富管理业务会实现增长，只是增速将低于此前预测。与此前模型最具可比性的指标是毛利润，我们将2027年毛利润预测从5,390万美元下调至4,660万美元。下调的原因包括信用卡业务占比提高，而其利润率低于其他高利润率业务板块；由于前述奖励竞争，信用卡板块利润率有所下降；以及我们下调了财富管理业务的营收预测。

维持评级并下调目标价。此前可能存在的内部问题似乎已经得到解决，公司目前的重点是任命一位正式CEO，并继续推动业务实现盈利性规模扩张。不过，CEO人选的不确定性仍可能是目前股价最大的压制因素。公司当前的发展方向看起来较为积极，但由于竞争加剧、现金奖励大幅增加，以及多项新举措正在推进，我们下调了2027年的预测。因此，我们将MoneyHero Group的目标价由每股3.00美元下调至2.25美元，同时基于当前股价维持“买入”评级。我们的目标价基于两项估值方法的平均值：分别为我们2027年营收预测8,520万美元的1.25倍EV/Revenue，以及2027年调整后EBITDA预测470万美元的10倍EV/EBITDA。按这两项指标计算，MNY的估值均大致与可比公司相符。

风险因素

持续亏损历史

MNY 自上市以来持续录得经营亏损，并于2025年第四季度转向盈利。公司未来能否持续保持盈利能力仍存在不确定性。

管理层变动

自完成de-SPAC交易以来，公司已历经三任CEO及三任CFO。目前由于CFO兼任临时CEO职务，我们预计公司将在2026年进一步任命至少一位新CEO。

对商业合作伙伴的依赖

MNY 迄今大部分营收均来自与商业合作伙伴签署的合作协议。花旗在菲律宾及台湾业务的出售与迁移曾对**MNY**财务表现产生负面影响，未来若其他合作伙伴出现类似出售或流失情况，也可能产生类似影响。不过，随着**MoneyHero**持续扩大商业合作伙伴数量，并拓展至保险经纪等新业务垂直领域，该类影响规模预计将明显小于此前。

客户集中度

HSBC、**Citibank** 及其关联方于2025年合计贡献了34%的营收。若失去其中任何一家合作伙伴，均可能对公司未来业绩造成重大不利影响。

用户获取与留存

迄今为止，**MNY** 通过多种广告推广方式获取用户，并通过奖励机制提升用户留存。随着各市场业务逐步成熟，公司未来获取新的高价值用户的难度可能进一步提升。

监管风险

随着**MNY** 进一步拓展保险业务，并可能进入咨询服务领域，公司在相关产品销售方面将面临更严格的监管要求，而不再仅仅作为引流合作伙伴。公司未来增长将在很大程度上取决于其能否在各运营市场遵守相关监管规定。

市场扰动

金融比价平台市场目前已出现整合趋势，且未来可能继续整合。然而，新进入者进入相关市场，或商业合作伙伴改变其获取客户的方式，均可能对公司未来业绩造成不利影响。

控股公司风险

由 **Richard Li** 控制的实体持有**MNY** 37.8%的股权及80.8%的投票权，从而使其未来能够对所有投票事项保持控制权。

运营规模化能力

我们模型中所体现的大部分经营杠杆，均取决于**MNY**能否在广告及运营费用未同比增长的情况下实现营收扩张。若管理层无法通过**Creatory**合作伙伴及AI提升内容产出，并有效利用AI处理后台运营任务，则未来业绩表现可能低于预期。

重大缺陷

MNY 审计机构识别出公司内部控制存在重大缺陷，包括缺乏财务报告相关政策及程序，以及与财务会计系统相关的信息技术控制无效。管理层目前正推进相关整改计划，以解决上述缺陷。

预计利润表

	(in 000s of USD)															
	2024A	Q1:25A	Q2:25A	Q3:25A	Q4:25A	2025A	Q1:26A	Q2:26A	Q3:26e	Q4:26e	2026e	Q1:27e	Q2:27e	Q3:27e	Q4:27e	2027e
信用卡	48,958	8,173	10,955	14,214	10,434	43,776	8,992	8,947	11,925	11,178	41,042	9,856	10,796	13,213	12,914	46,779
个人贷款及按揭	12,185	2,495	2,088	1,818	2,907	9,308	2,828	2,039	2,545	3,052	10,465	3,252	3,317	3,436	3,510	13,516
财富管理	8,504	1,663	2,292	2,562	3,587	10,104	2,542	2,299	2,471	2,657	9,969	2,618	2,644	2,768	2,922	10,953
保险	8,181	1,892	2,574	2,317	2,318	9,101	2,113	2,394	2,633	2,949	10,090	3,064	3,112	3,292	3,392	12,860
其他业务垂直领域	1,683	91	113	213	720	1,137	42	73	792	77	984	95	80	871	84	1,130
总营收	79,511	14,314	18,022	21,124	19,966	73,426	16,517	15,752	20,367	19,914	72,549	18,885	19,949	23,580	22,823	85,237
营业成本	(46,180)	(6,363)	(9,101)	(12,328)	(9,492)	(37,284)	(7,866)	(7,567)	(9,670)	(9,081)	(34,184)	(8,375)	(8,944)	(10,930)	(10,402)	(38,651)
毛利	33,331	7,951	8,921	8,796	10,474	36,142	8,651	8,185	10,697	10,832	38,365	10,510	11,006	12,651	12,421	46,587
广告及营销费用	(21,619)	(4,584)	(4,548)	(3,948)	(4,249)	(17,329)	(3,920)	(4,023)	(4,047)	(4,143)	(16,132)	(4,194)	(4,144)	(4,168)	(4,267)	(16,773)
技术成本	(7,427)	(816)	(922)	(869)	(406)	(3,013)	(539)	(462)	(471)	(481)	(1,953)	(493)	(505)	(518)	(531)	(2,046)
员工福利费用	(24,151)	(4,354)	(3,700)	(4,155)	(3,981)	(16,190)	(3,998)	(3,910)	(3,969)	(4,028)	(15,905)	(4,038)	(4,047)	(4,108)	(4,169)	(16,362)
一般及行政费用与其他费用	(15,543)	(2,190)	(2,352)	(2,598)	(3,285)	(10,425)	(3,512)	(2,229)	(2,285)	(2,342)	(10,368)	(2,720)	(2,307)	(2,365)	(2,424)	(9,815)
汇兑差额净额	(4,783)	954	2,969	870	25	4,818	(2,404)	(83)	-	-	(2,487)	-	-	-	-	-
营业利润	(40,192)	(3,039)	368	(1,905)	(1,422)	(5,997)	(5,722)	(2,522)	(74)	(161)	(8,480)	(936)	3	1,493	1,030	1,590
其他收入	2,092	131	192	152	174	649	101	284	103	99	587	101	117	114	109	441
融资成本	(25)	(14)	(13)	(13)	(14)	(54)	(12)	(10)	(15)	(15)	(52)	(15)	(15)	(15)	(15)	(60)
金融工具公允价值变动	447	473	(315)	(1,708)	1,813	263	(1,104)	1,051	-	-	(53)	-	-	-	-	-
税前利润	(37,678)	(2,449)	232	(3,474)	551	(5,139)	(6,737)	(1,197)	14	(77)	(7,997)	(850)	105	1,592	1,124	1,971
所得税	(109)	-	(15)	-	(25)	(40)	(7)	(6)	(43)	(29)	(85)	-	-	(310)	(231)	(541)
净利润	(37,787)	(2,449)	217	(3,474)	526	(5,179)	(6,744)	(1,203)	(30)	(106)	(8,082)	(850)	105	1,282	893	1,430
基本每股收益 (EPS)	(0.94)	(0.05)	0.00	(0.08)	0.01	(0.11)	(0.15)	(0.03)	(0.00)	(0.00)	(0.17)	(0.02)	0.00	0.03	0.02	0.03
基本股本	40,405	45,612	45,716	46,196	46,235	45,940	46,290	46,345	46,400	46,455	46,372	46,510	46,565	46,620	46,675	46,592
摊薄后每股收益 (EPS)	(0.94)	(0.05)	0.00	(0.08)	0.01	(0.11)	(0.15)	(0.03)	(0.00)	(0.00)	(0.17)	(0.02)	0.00	0.03	0.02	0.03
摊薄后股本	40,405	45,612	45,716	46,196	46,752	45,940	46,290	46,345	46,400	46,455	46,372	46,510	47,082	47,137	47,192	46,980
EBITDA	(35,088)	(2,265)	381	(3,274)	500	(4,654)	(6,491)	(977)	256	169	(7,044)	(606)	333	1,823	1,360	2,910
调整后EBITDA	(23,666)	(3,309)	(1,951)	(1,776)	679	(6,353)	(1,064)	(1,627)	706	619	(1,367)	(156)	783	2,273	1,810	4,710
毛利率	41.9%	55.5%	49.5%	41.6%	52.5%	49.2%	52.4%	52.0%	52.5%	54.4%	52.9%	55.7%	55.2%	53.6%	54.4%	54.7%
营业利润率	-50.5%	-21.2%	2.0%	-9.0%	-7.1%	-8.2%	-34.6%	-16.0%	-0.4%	-0.8%	-11.7%	-5.0%	0.0%	6.3%	4.5%	1.9%
EBITDA利润率	-44.1%	-15.8%	2.1%	-15.5%	2.5%	-6.3%	-39.3%	-6.2%	1.3%	0.8%	-9.7%	-3.2%	1.7%	7.7%	6.0%	3.4%
调整后EBITDA利润率	-29.8%	-23.1%	-10.8%	-8.4%	3.4%	-8.7%	-6.4%	-10.3%	3.5%	3.1%	-1.9%	-0.8%	3.9%	9.6%	7.9%	5.5%
净利率	-47.5%	-17.1%	1.2%	-16.4%	2.6%	-7.1%	-40.8%	-7.6%	-0.1%	-0.5%	-11.1%	-4.5%	0.5%	5.4%	3.9%	1.7%

资料来源: MNY向SEC提交的文件及Greenridge Global预测

披露

评级分布

评级	数量	比例	过去12个月投行业务	
			数量	比例
买入	9	100%	0	0%
持有	0	0%	0	0%
卖出	0	0%	0	0%
无评级	0	0%	0	0%

评级说明

买入： 指我们认为当前被低估、预计在未来12个月内可实现15%或以上总回报(资本增值+收益)的股票。
持有： 指我们认为当前估值合理、预计在未来12个月内可实现正负15%以内总回报(资本增值+收益)的股票。
卖出： 指我们认为当前被高估、预计在未来12个月内将产生15%或以上总负回报(资本贬值+收益)的股票。
无评级： 指由于基本面变化或合规相关原因，其投资评级和/或目标价被暂时撤销的股票。

分析师认证

本人William Gregozeski, CFA特此声明，本研究报告中所表达的所有观点，真实、准确地反映了本人就相关证券及相关公司所持有的个人观点。本人同时声明，本人的任何薪酬过去、现在或未来均未曾、亦不会直接或间接地与本研究报告中所表达的具体投资建议或观点相关联。

公司披露

公司	适用披露事项
MoneyHero Limited	4, 5

以下披露仅在“公司披露”表中标明相应披露代码时适用。标注“无（None）”表示以下所列披露事项均不适用。

1. 分析师财务利益： 研究分析师或其家庭成员持有标的公司的债务或股权证券相关财务利益。该利益的性质，包括任何期权、权利、认股权证、期货、多头头寸或空头头寸，均将予以披露。

2. 基于投资银行业务收入的分析师薪酬： 研究分析师获得的薪酬除其他因素外，还基于Greenridge Global的投资银行业务收入。

3A. 公开发行： 在过去12个月内，Greenridge Global或其关联方曾担任标的公司证券公开发行的主承销商或联席主承销商。

3B. 投资银行业务报酬： 在过去12个月内，Greenridge Global或其关联方曾因向标的公司提供投资银行服务而获得报酬。

3C. 预期投资银行业务报酬： Greenridge Global或其关联方预计在未来三个月内从标的公司获得投资银行服务报酬，或拟寻求获得此类报酬。

4. 非投资银行业务报酬： 在过去12个月内，Greenridge Global或其关联方因向标的公司提供投资银行服务以外的产品或服务而获得报酬。

5. 客户关系： 标的公司目前是Greenridge Global的客户，或在过去12个月内曾是Greenridge Global的客户。所提供的服务将被明确列为投资银行服务、非投资银行的证券相关服务或非证券服务。

6. 公司持股： Greenridge Global或其关联方实益拥有标的公司某一类别普通股证券的1%或以上，该比例根据《1934年证券交易法》第13(d)条计算。

7. 做市： 在本报告发布或分发时，Greenridge Global正在为标的公司的证券做市。

8. 分析师从标的公司获得报酬： 研究分析师在过去12个月内曾从标的公司获得报酬。

9. 其他重大利益冲突： Greenridge Global或研究分析师与标的公司存在其他重大利益冲突。这包括（如适用）研究分析师或其家庭成员担任标的公司的高级管理人员、董事或顾问委员会成员。

披露事项（续）

评级与目标价历史



其他披露

本报告由Greenridge Global LLC (“Greenridge”)编制，Greenridge是一家位于美国的独立股票研究公司，未注册为经纪交易商或投资顾问。本报告仅为提供信息之目的而编制，并反映分析师截至所示日期的观点。本报告不构成个性化投资建议、个人推荐、出售任何证券的要约或购买任何证券的要约邀请，也未考虑任何接收者的特定投资目标、财务状况或需求。

本报告所载信息来源于Greenridge认为可靠的来源，但未经独立核实。Greenridge不对其准确性、完整性或及时性作出任何明示或暗示的陈述或保证。意见、估计、预测、估值及目标价反映截至报告日期的判断和假设，如有变更，恕不另行通知，且不构成对未来表现的保证。实际结果可能与预期存在重大差异。Greenridge可在适当情况下更新其研究，但没有义务这样做，并可随时暂停或终止覆盖。

投资证券涉及风险，包括可能损失本金。过去的表现并不代表未来的结果。所讨论的证券可能并不适合所有投资者，也可能无法在所有司法管辖区购买。接收者应自行作出投资决定，并寻求适当的财务、法律和税务建议。可应要求提供更多相关及支持性资料。

分发与复制

Greenridge Global的研究报告以电子方式分发，也可能以印刷形式提供。每份报告均在基本相同的时间向Greenridge Global认定有权接收该报告的所有接收者提供。未经Greenridge Global LLC事先书面同意，不得复制、出售或重新分发本报告或其任何部分。我们的研究报告可通过 Greenridge Global 小程序获取，可扫描下方二维码进入。如需申请加入Greenridge Global的研究报告分发名单，请联系：

William Gregozeski, CFA
+1 414 435 1110
wggregozeski@greenridgeglobal.com

Greenridge Global LLC
104 E. Locust St
Columbia, IL 62236 USA
www.greenridgeglobal.com

