

投资评级 **优于大市** 维持

# 大资管 IT 业务表现良好, 23Q1 净利增速成功回正

## 股票数据

05月10日收盘价(元)	46.25
52周股价波动(元)	29.76-59.10
总股本/流通A股(百万股)	1900/1900
总市值/流通市值(百万元)	87875/87875

## 相关研究

《恒生电子保险核心系统上线, 产品线继续扩张》2022.12.27

《单 Q3 营收增长 26.45%, 扣非净利润高增, 展现利润弹性》2022.11.03

《疫情承压下营收稳健增长, 股权激励计划奠定未来长期发展》2022.09.19

## 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.6	2.2	-0.3
相对涨幅 (%)	-3.0	1.4	2.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@haitong.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨昊翊

Tel:

Email: yhy15080@haitong.com

## 投资要点:

- 2022 公司营收稳定增长, 2023Q1 盈利增速成功回正。**公司披露 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年, 公司实现营收 65.02 亿元, 同比增长 18.30%, 主要得益于公司主动抓住金融行业数字化转型升级带来的市场机遇; 实现归母净利润 10.91 亿元, 同比下降 25.45%, 主要是因为 2022 年资本市场波动, 导致公司所持金融资产公允价值变动收益相比 2021 年同期大幅下降; 实现扣非归母净利润 11.44 亿元, 同比增长 20.90%, 主要原因为公司根据外部环境, 及时调整经营策略, 在收入持续增长的同时, 注重控制成本费用, 收入增速高于成本费用的增速。此外, 公司毛利率进一步提升, 2022 年达到 73.56%, 同比增长 0.58pct。2023Q1, 公司实现营收 11.30 亿元, 同比增长 16.05%; 实现归母净利润 2.22 亿元, 同比增长 637.74%; 实现扣非归母净利润 0.75 亿元, 同比增长 386.09%。我们认为, 公司 2022 年在疫情等因素的冲击下, 营收依然实现了正增长, 这代表公司已经建立了完善的业务体系, 而 2023Q1 的业绩表现代表公司净利润发展已经重回增长车道, 在 2023 年大环境逐渐转好的情况下, 公司 2023 表现值得期待。
- 大资管 IT 业务表现良好, 创新业务持续拓展。**2022 年公司各项业务总体保持持续增长。收入结构方面, 公司的大零售 IT 实现营业收入 15.35 亿, 同比增长 9.53%; 大资管 IT 业务实现营业收入 28.05 亿, 同比增长 27.97%, 这两项业务依然是公司主要收入来源, 其中资产管理 IT、机构服务 IT、金融基础 IT 取得了较好增长, 运营管理 IT 及经纪 IT 业务取得平稳增长。此外, 数据风险与平台技术 IT 业务实现营业收入 4.5 亿, 同比增长 12.49%; 企业金融、保险核心与金融基础设施 IT 业务实现营业收入 5.58 亿, 同比增长 5.05%; 互联网创新业务实现营业收入 9.54 亿, 同比增长 18.64%, 其中恒生聚源实现营业收入 3.39 亿, 同比增长 17%, 恒云科技实现营业收入 1.88 亿, 同比增长 10%, 云毅网络实现营业收入 1.95 亿, 同比增长 37%。核心产品方面, UF3.0、O45、理财销售 5、综合理财 6、TA6 等完成多家客户拓展, 继续保持市场和技术领先地位。业务模式升级方面, 财富资管云业务稳健增长。数据服务方面, 继续完善洞见、智眸、小梵终端产品功能, 在投研产业链分析框架、云投研搜读算写等方面不断提升竞争力。信创工作取得阶段性成果, 70 多款产品完成适配兼容。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5497	6502	7956	9644	11577
(+/-)YoY(%)	31.7%	18.3%	22.4%	21.2%	20.0%
净利润(百万元)	1464	1091	1812	2179	2598
(+/-)YoY(%)	10.7%	-25.4%	66.1%	20.3%	19.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.77	0.57	0.95	1.15	1.37
毛利率(%)	73.0%	73.6%	74.6%	76.1%	77.4%
净资产收益率(%)	25.7%	16.0%	21.1%	20.2%	19.4%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 公司实控人将由马云变更为无实控人，治理结构更为合理。** 1月8日晚，公司发布公告，控股股东杭州恒生电子集团有限公司上层股权结构发生变动导致公司实际控制人发生权益变动。2023年1月7日，马云先生及相关方分别相应签署《一致行动协议终止协议》《关于杭州云铂投资咨询有限公司之股权转让协议》《杭州君瀚股权投资合伙企业(有限合伙)入伙及退伙协议》《承诺函》等文件，本次权益变动完成后，蚂蚁集团包括杭州君瀚和杭州君澳在内的各主要股东彼此独立行使所持有的蚂蚁集团股份表决权且无一致行动关系，各股东未单独或共同在蚂蚁集团股东大会层面形成控制，也不存在任何股东所提名的董事人数超过全体董事半数的情形。因此，不再存在任何直接或间接股东单一或共同控制蚂蚁集团的情形。本次权益变动不涉及恒生集团持有恒生电子的股份数量和持股比例变化。本次权益变动后，恒生电子控股股东仍为恒生集团，恒生电子实际控制人将由马云变更为无实际控制人。我们认为，此次公司实际控制人额改变使得公司的整体治理结构变得更加合理，有助于公司未来长期的发展。
- 公司高度重视研发，信创与 AI 均拥有深厚积累。** 公司不断充实行业尖端人才，构建了较为完善的研发、产品体系和团队，目前公司拥有硕士以上（含博士）学历的员工有 1067 人。公司 2022 年的研发费用投入总计 23.46 亿元人民币，占营业收入的 36.08%。2022 年公司研发相关人员数量为 7016 人，占公司总人数比为 52.07%。公司产品技术人员占公司总人数比为 73%。公司无论是研发人员数量还是研发费用投入均在业内处于领先水平。信创方面，公司贯彻安全、自主、可控、稳定四项原则，从硬件、操作系统+数据库、中间件以及业务适配等维度，全面加速信创产品适配工作，降低客户的信创负担。公司的国产数据库 LightDB 基于开源 PG 研发，已全线通过信通院三项可信数据库评测。人工智能方面，公司结合自身工程化、产品化落地实践，探索深度学习、数据科学、知识图谱、NLP、计算机视觉、AIGC 等 AI 前沿技术，在投顾、投研、营销、客服、风险、运营等领域的应用，让创新为用户、为行业带来业务价值。低码方面，公司加快夯实平台基础，通过构建低码化开发工具和高质量应用模型组件，助力业务人员自助完成需求的敏捷开发。
- 政策持续利好，支撑公司未来长期发展。** 中国人民银行印发《金融科技发展规划（2022-2025 年）》，指出要坚持“数字驱动、智慧为民、绿色低碳、公平普惠”的发展原则，以加强金融数据要素应用为基础。中证协向券商下发了《网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》征求意见稿，提出 33 项重点工作。其中明确指出，鼓励有条件的券商未来三年信息科技平均投入金额不少于平均净利润的 8%或平均营业收入的 6%，积极推进新一代核心系统的建设，开展核心系统技术架构的转型升级工作。此外，2022 年，资本市场改革开放持续深化，一系列政策落地，如全面注册制，个人养老金相关政策，科创板做市，债券交易优化等。公司一如既往地坚定落实监管要求，支持政府机构推动金融改革创新，维护金融安全和金融稳定发展。我们认为，外部政策环境对金融科技支持不断加大，在这一背景下，作为金融科技龙头的公司有望长期受益。
- 盈利预测与投资建议：** 我们认为，公司盈利增速已经在 23Q1 成功回正，代表公司重回了增长的快车道，另一方面，公司重视研发，积极开发新产品，为公司未来增长提供了坚实动力，同时，公司治理结构也更为合理，在政策持续利好的背景下，看好公司长期发展能力。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.95/1.15/1.37 元，参考同行业可比公司，我们给予 2023 年动态 PE 64-68 倍，合理价值区间为 61.04-64.85 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：** 下游需求低于预期的风险；金融监管趋严的风险。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
金山办公	688111.SH	419.5	1935.01	2.42	3.44	4.66	173.3	121.8	90.0
用友网络	600588.SH	20.9	716.49	0.06	0.19	0.32	347.8	111.1	65.0
同花顺	300033.SZ	173.8	934.13	3.15	4.07	4.99	55.2	42.7	34.8
四维图新	002405.SZ	11.5	273.74	-0.15	0.05	0.12	-	214.6	93.3
平均				1.24	1.82	2.49	192.1	122.5	70.8

资料来源：Wind，海通证券研究所

可比公司采用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 5 月 10 日收盘价。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6502</b>	<b>7956</b>	<b>9644</b>	<b>11577</b>
每股收益	0.57	0.95	1.15	1.37	营业成本	1719	2020	2308	2621
每股净资产	3.59	4.52	5.67	7.04	毛利率%	73.6%	74.6%	76.1%	77.4%
每股经营现金流	0.60	2.02	0.78	1.68	营业税金及附加	75	95	111	135
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	617	756	945	1158
P/E	80.54	48.49	40.32	33.82	营业费用率%	9.5%	9.5%	9.8%	10.0%
P/B	12.90	10.23	8.16	6.57	管理费用	870	1074	1300	1557
P/S	13.51	11.04	9.11	7.59	管理费用率%	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
EV/EBITDA	58.28	47.85	41.37	33.53	EBIT	1092	1580	1830	2186
股息率%	<b>0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	16	-23	-60	-75
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.7%
毛利率	73.6%	74.6%	76.1%	77.4%	资产减值损失	-59	-33	-23	-18
净利润率	16.8%	22.8%	22.6%	22.4%	投资收益	259	398	463	521
净资产收益率	16.0%	21.1%	20.2%	19.4%	<b>营业利润</b>	<b>1124</b>	<b>1907</b>	<b>2288</b>	<b>2731</b>
资产回报率	8.4%	10.7%	11.1%	11.2%	营业外收支	1	-1	0	0
投资回报率	14.1%	16.1%	15.1%	14.7%	<b>利润总额</b>	<b>1125</b>	<b>1905</b>	<b>2287</b>	<b>2731</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1274	1705	1935	2286
营业收入增长率	18.3%	22.4%	21.2%	20.0%	所得税	5	48	57	68
EBIT 增长率	31.9%	44.6%	15.8%	19.5%	有效所得税率%	0.4%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润增长率	-25.4%	66.1%	20.3%	19.2%	少数股东损益	29	46	51	65
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1091</b>	<b>1812</b>	<b>2179</b>	<b>2598</b>
资产负债率	42.5%	45.1%	41.5%	38.7%					
流动比率	1.14	1.34	1.59	1.85	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.02	1.26	1.48	1.76	货币资金	2873	6561	8099	11495
现金比率	0.55	0.89	1.03	1.33	应收账款及应收票据	923	841	1420	1341
<b>经营效率指标</b>					存货	541	461	758	647
应收账款周转天数	46.66	40.56	43.11	43.44	其它流动资产	1617	1940	2235	2456
存货周转天数	105.59	91.97	98.94	98.84	流动资产合计	5954	9803	12512	15938
总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.54	长期股权投资	1271	1351	1401	1431
固定资产周转率	3.94	5.05	6.45	8.19	固定资产	1618	1536	1454	1372
					在建工程	124	174	204	224
					无形资产	404	421	438	450
					非流动资产合计	7051	7148	7197	7214
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>13005</b>	<b>16951</b>	<b>19709</b>	<b>23152</b>
净利润	1091	1812	2179	2598	短期借款	55	55	55	55
少数股东损益	29	46	51	65	应付票据及应付账款	556	437	776	651
非现金支出	295	188	148	133	预收账款	4	4	5	6
非经营收益	-99	-390	-455	-512	其它流动负债	4630	6845	7017	7912
营运资金变动	-177	2175	-449	910	流动负债合计	5245	7341	7853	8624
<b>经营活动现金流</b>	<b>1138</b>	<b>3831</b>	<b>1475</b>	<b>3194</b>	长期借款	116	146	166	181
资产	-294	-152	-112	-93	其它长期负债	169	164	159	154
投资	638	-370	-292	-225	非流动负债合计	285	310	325	335
其他	-58	393	458	516	<b>负债总计</b>	<b>5530</b>	<b>7651</b>	<b>8178</b>	<b>8959</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>286</b>	<b>-129</b>	<b>54</b>	<b>198</b>	实收资本	1900	1900	1900	1900
债权募资	-389	25	15	10	归属于母公司所有者权益	6812	8592	10771	13369
股权募资	221	-32	0	0	少数股东权益	663	708	759	824
其他	-314	-5	-5	-5	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>13005</b>	<b>16951</b>	<b>19709</b>	<b>23152</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-482</b>	<b>-13</b>	<b>10</b>	<b>5</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>938</b>	<b>3689</b>	<b>1538</b>	<b>3396</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郑宏达 计算机行业  
 杨林 计算机行业  
 洪琳 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,歌尔股份,新开普,顺络电子,中颖电子,闻泰科技,芯海科技,航天宏图,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,拉卡拉,瑞芯微,税友股份,炬光科技,万物云,荣旗科技,汉得信息,中科曙光,金山办公

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。