

或受益于 GPT+OA 应用落地

华泰研究

2023 年 5 月 11 日 | 中国内地

更新报告

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

99.91

研究员

谢春生

SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 + (86) 21 2987 2036

联系人

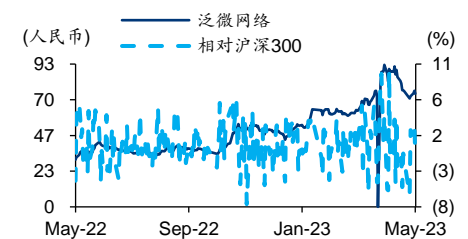
彭钢

SAC No. S0570121070173 penggang@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	99.91
收盘价(人民币 截至 5 月 10 日)	73.80
市值(人民币百万)	19,233
6 个月平均日成交额(人民币百万)	99.12
52 周价格范围(人民币)	30.76-92.50
BVPS(人民币)	7.34

股价走势图



资料来源: Wind

关注 GPT+OA 应用落地

泛微在 AI 技术应用领域有良好积累,包括“小 e”智能办公助手、数字化运营平台、千里聆专项产品等。GPT 类技术在应用中展现了指令理解、知识管理等能力,在 OA 场景中具备改善交互、深入业务等应用方向。我们认为公司或将受益于 GPT 技术在 OA 场景中的持续落地。我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 31.44、42.23、55.13 亿元, EPS 分别为 1.48、2.01、2.68 元,参考可比公司 2023 年平均估值 67.5x PE (Wind),给予 2023E 67.5x PE,对应目标价 99.91 元,维持“买入”评级。

业务布局:覆盖多个办公环节,平台化或推动 GPT 技术快速落地

公司产品覆盖多个业务环节,拥有丰富的 GPT 落地场景。公司产品线包括 OA 产品、业务专项、平台产品、数字可信、政务信创等类别。其中 2022 年公司发布“今承达-合同管理、京桥通-采购管理、聚才林-人事管理、齐业成-费控管理、文书定-档案管理、采知连-知识管理、千里聆-信息采集、九川汇-营销管理、事井然-项目管理、睦客邻-客服管理”十大专项产品,覆盖多个业务环节。我们认为公司从产品体系看覆盖了办公多个业务环节,拥有丰富的 GPT 落地场景。

产品层面:具备丰富 AI 技术落地实践

在产品层面,公司具备丰富 AI 技术落地实践,一方面 AI 技术深度嵌入 OA 产品,e-cology 通过“小 e 助手”助力中大型组织的办公智能化,e-office 利用 AI 技术实现名片智能识别等功能,帮助实现中小型组织的智能化办公。另一方面, AI 技术融入专项产品,如千里聆智能信息采集平台依托 RPA+AI 两大引擎能力,实现信息智能采集,其中 AI 负责“炼”,可以筛选出有价值的数据。我们认为公司将 AI 技术融入产品,具备丰富的 AI 技术落地实践,相关经验有助于 GPT 技术与产品深入结合。

技术层面:“轻前端、深应用、强后台”理念匹配 GPT 应用需求

泛微推动平台化布局,搭建了“轻前端、深应用、强后台”的架构。在前端,基于“小 e”智能办公助手,用户通过自然语言的语音输入指令方式使用软件系统,可以降低系统的学习应用使用门槛。在应用端, AI 技术逐步深入业务,在知识管理等领域与业务具备众多结合点。在后台,泛微依托多年的协同管理积累,形成了多个支撑引擎,后端引擎的灵活调用,为 GPT 等新技术快速与业务实现对接打下了良好的基础。

风险提示:产品拓展不及预期,下游需求不及预期,市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	2,003	2,331	3,144	4,223	5,513
+/-%	35.11	16.41	34.87	34.31	30.53
归属母公司净利润(人民币百万)	308.70	223.23	386.51	523.25	697.43
+/-%	34.48	(27.69)	73.15	35.38	33.29
EPS(人民币,最新摊薄)	1.18	0.86	1.48	2.01	2.68
ROE (%)	19.14	11.78	18.37	20.45	22.00
PE (倍)	62.30	86.16	49.76	36.76	27.58
PB (倍)	10.23	10.06	8.37	6.82	5.47
EV EBITDA (倍)	55.15	75.06	41.94	29.91	21.62

资料来源:公司公告、华泰研究预测

业务：覆盖多个办公环节，平台化或推动 GPT 技术快速落地

公司产品覆盖多个业务环节，拥有丰富的 GPT 落地场景。公司主要从事协同管理和移动办公软件产品的研发、销售及相关技术服务，其产品线包括 OA 产品、业务专项、平台产品、数字可信、政务信创等类别。其中 2022 年公司发布“今承达-合同管理、京桥通-采购管理、聚才林-人事管理、齐业成-费控管理、文书定-档案管理、采知连-知识管理、千里聆-信息采集、九川汇-营销管理、事井然-项目管理、睦客邻-客服管理”十大专项产品，覆盖多个业务环节。我们认为公司从产品体系看覆盖了办公多个业务环节，拥有丰富的 GPT 落地场景。

图表1：泛微产品体系

智能语音办事	业务专项		数字可信	平台产品	政务信创
大中型组织OA	人事管理	客服管理	数字身份	工作流引擎	智慧政务
中小型组织OA	知识管理	采购管理	电子签章	门户平台	信创办公
SaaS云OA	营销管理	费控管理	印控管理	集成平台	
移动办公OA	合同管理	信息采集	数据存证	低代码构建平台	
企业微信办公OA	项目管理	档案管理			

资料来源：泛微官网、华泰研究

智能 AI 技术+泛微 OA 场景，打造泛微智能办公平台。泛微智能办公平台通过简化前台操作，去除操作界面，让软件通过前端的语音语义技术，自动识别 OA 场景的各类命令并帮助组织每一位成员完成数据查询、知识协助、出差、报销、审批等各类日常办公问题。泛微在 AI 方面有大量投入，内部形成专门的 AI 研发团队，主攻自然语音技术，将 AI 与泛微 OA 优势结合。在平台前端配备 7*24 小时智能办公助理小 e。在智能办公平台后端，公司自建六大引擎，包括组织引擎、建模引擎、内容引擎、报表引擎、流程引擎和集成引擎将后端所有数据累积到平台，

图表2：泛微智能办公平台框架图



资料来源：泛微官网、华泰研究

产品层面：具备丰富 AI 技术落地实践

AI 技术深度嵌入 OA 产品

e-cology 通过“小 e 助手”助力中大型组织的办公智能化。泛微的 e-cology 产品是面向中大型组织的系统移动办公 OA 应用产品，采用全新的设计理念和管理思想，旨在为中大型组织创建全新的高效协同办公环境。e-cology 支持智能语音办公，简化了软件的操作界面，为组织内的每一个人都配备了一个 7*24 小时服务的全时助理“小 e”智能办公助手。通过小 e，用户无需再去寻找繁琐的应用界面，只需通过手机语音智能交互，即可完成各类事项的处理，实现行政办公、知识问答、业务处理以及数据查询的智能化。

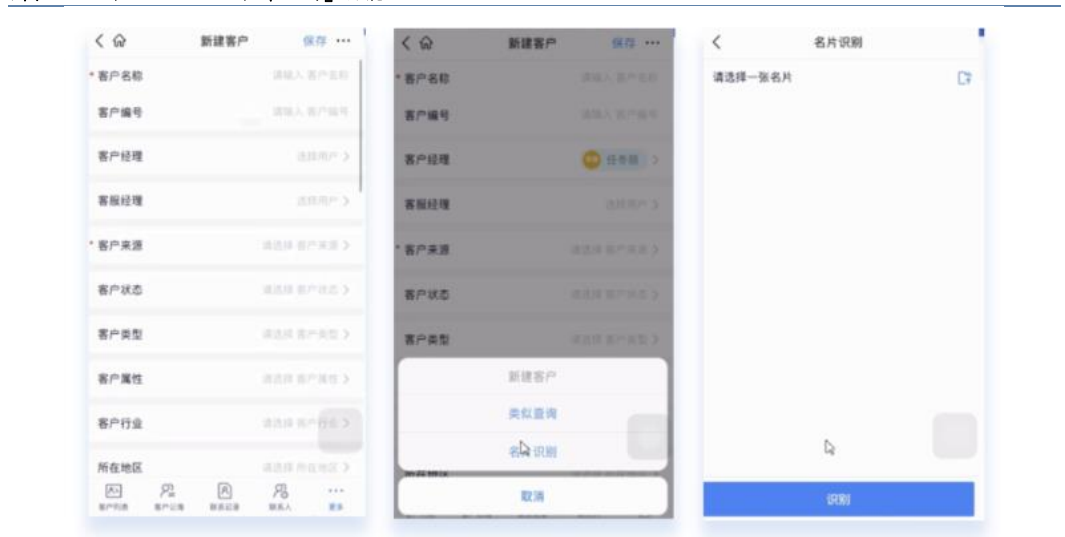
图表3：泛微 e-cology 智能化场景体验

智能语音办事	智能行政管理	智能请假	智能商旅流程
语音定会议室、领物品、报修、订车；语音订餐、订酒店、请假、报销	语音订房、订餐、订车、订票、领物品 人脸考勤、语音考勤、外勤签到、智能工位	语音发起请假流程 流程自动带出剩余请假天数、审批人可查看过往请假历史；请假中的待办事项提醒、请假人的业绩情况了解、辅助决策	出差完成后直接进入携程系统取票刷新系统，直接将携程系统的订票信息读取到流程中，流程进行合规校验；校验合格后，完成订票信息检查
智能日程管理	智能考勤管理	智能知识管理	智能报表
语音填写日程、日程冲突提醒、日程到期提醒、与个人时间占用相关的都会在日程显示 下属可以看到上级时间占用、上级可以查看下属的日程安排	智能请假、人脸考勤、语音考勤、个人考勤与个人事项的协同关联	知识问答、智能的知识推送、智能化的知识分类标签 知识地图、专家地图、内部的google知识积累、利用、分享创新分析	业绩报表、人员状态报表、效率报表、知识类报表、项目报表、客户报表
智能人力资源管理	智能流程管理	智能报销	智能合同
每个人的工作状态、每个人的业绩贡献与费用对比、每个人的知识贡献；每个人的成长轨迹、每个人的事情成果、每个人的关注点；部门的成长历程、公司的成长历程、勤奋度、专业度和业绩的对比表	语音发起流程、语音审批流程 审批智能助手、流程效率分析	语音调出公司开票信息，给对方开票纸质开票完成后，扫描纸质发票上的二维码，可以读取发票信息；生成报销流程，流程提交后，可以自动看到流程流转	全面的移动化审批 供应商信用风险查询、合同历史记录自动对比、合同内容风控条款自动审查 提供具有法律效力的电子签章服务

资料来源：泛微官网、华泰研究

利用 AI 技术，e-office 帮助实现中小型组织的智能化办公。e-office 产品是泛微针对中小型组织提供的高度产品化的协同移动办公软件，主要包括知识类管理、流程协助类管理、行政类管理等三大类数十个功能模块，帮助组织在较低投入成本的基础上，提升管理和信息化应用水平。借助 AI 技术，e-office 帮助用户实现了多办公场景的智能化。例如，e-office 推出名片识别功能，用户只需上传名片，系统便能在一秒钟内识别客户信息，并将其快速添加至 OA 系统中。此外，e-office 还拥有数据验证功能，可以实现名片信息的精准识别和有效查重，确保信息的录入更加准确。通过利用名片识别建立客户卡片，用户能够高效对接客户管理体系，并实现后续的跟踪管理。

图表4：泛微 e-office 「名片识别」功能



资料来源：泛微官网、华泰研究

RPA+AI 融合，打造千里聆智能信息采集平台

依托 RPA+AI 两大引擎能力，实现信息智能采集。2022 年，公司基于机器人流程自动化（RPA）、自然语言处理（NLP）、知识图谱等智能化技术，推出千里聆——“采”+“炼”一体化的信息采集智能机器人平台。RPA 负责“采”，协助组织便捷、自动化采集数据；AI 负责“炼”，可以筛选出有价值的信息。能够 7*24 小时模拟人进行信息采集，获取需要的有效信息数据，并及时推送到手机。千里聆能有效解决企业组织信息采集痛点，提高信息搜集、筛选和分析的效率。

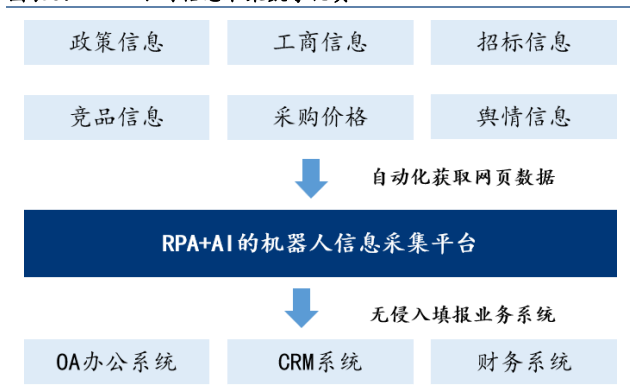
图表5：千里聆产品架构图

第三方应用端	WEB应用			桌面软件		Android应用
应用场景	招投标信息采集			竞品信息采集		行业市场动态采集
	政策法规采集			企业舆情采集		供应商动态采集
	商品价格信息采集			网络广告投放检测		产品需求评论采集
客户端	机器人设计器			机器人执行器		环境支撑
	动作录制	抓取的元素库	抓取的图像库	执行计划	触发规划	浏览器内核
	指令流程	指令流定义	全局变量定义	手工执行	无人值守托管	Python
	调试运行	调试日志	数据输出存储	执行看板	执行消息通知	数据库
	指令库	属性面板	指令扩展	执行过程进度	日志策略
服务端	用户/角色管理		系统权限管理		公共服务管理	系统日志管理

资料来源：泛微、华泰研究

应用场景拓展能力强，具有便捷集成，多端适配，跨平台部署等优势。千里聆提供 20 余种成熟的专项应用场景，满足组织办公和采集的基本需求。基于专项应用场景，千里聆还提供丰富的可扩展指令库，支持不同业务需求的灵活配置。只需在设计器内，通过拖拽的方式组装指令，配置好参数，即可搭建满足多样化业务需求的机器人。千里聆可以与 OA、ERP、CRM、HR 等第三方系统配置化、无侵入式集成；也能以 Open API、SDK 等不同的方式融入到组织业务平台。同时还提供 SaaS 集成、移动应用集成、混合云集成、微信和小程序集成等多种集成部署方案，满足组织公有云与私有化部署以及移动端的集成需求。在实现集成功能时，无需开发和技术人员，组织成员就能快速上手配置化实现。千里聆可适配 PC、移动端适配，网站、微信公众号、小程序、APP 等多种端口；具有强环境兼容性，支持 Windows、国产操作系统、安卓等多种操作系统。

图表6：7*24 小时信息采集数字化员工



资料来源：泛微、华泰研究

图表7：千里聆平台四大功能核心

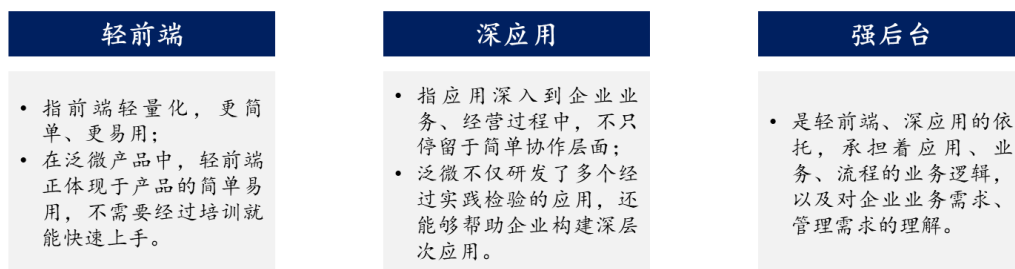


资料来源：泛微、华泰研究

技术层面：“轻前端、深应用、强后台”理念匹配 GPT 应用需求

泛微“轻前端、深应用、强后台”理念匹配 GPT 应用需求。2016 年泛微推动平台化布局，搭建了“轻前端、深应用、强后台”的融合平台架构。在前端，基于公司的“小 e”智能办公助手，用户通过自然语言的语音输入指令方式使用软件系统，可以降低系统的学习应用使用门槛。在交互层面，GPT 技术的文本生成、代码生成、逻辑推理等能力对交互效率及智能化程度有较为明显的提升，公司前端交互同样运用了基于自然语言理解的智能化技术，具备 GPT 类技术落地的基础。在后台，泛微依托多年的协同管理积累，形成了多个支撑引擎，为“轻前端、深应用”提供支持，为 GPT 技术的应用打下良好基础。

图表8：泛微融合平台的架构特点

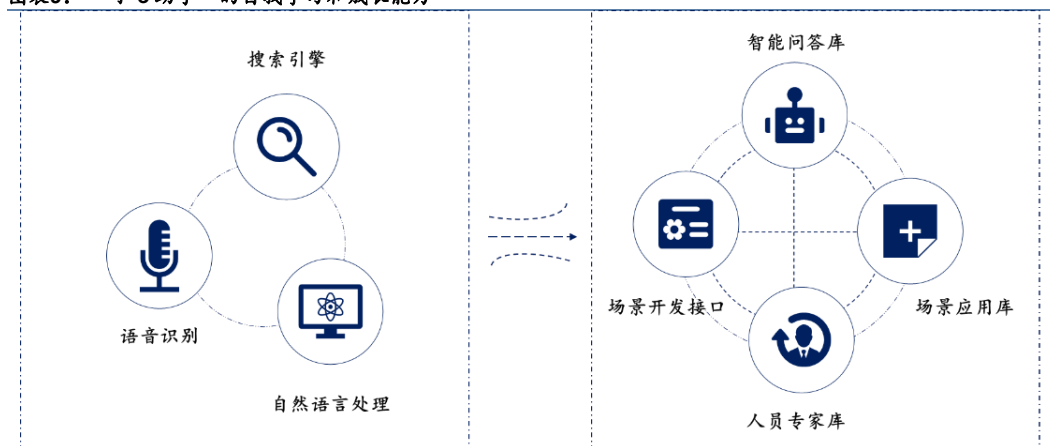


资料来源：泛微官网、华泰研究

轻前端：基于 NLP 技术打造智能化交互，或成 GPT 首先落地的环节

智能助手具备良好的智能技术应用基础。企业管理软件具有管理领域大、功能齐全、数据关联复杂、软件应用难度大等特点。泛微推出的“小 e”智能办公助手，通过语音智能交互技术，与泛微 OA 系统的组织权限体系、安全管理体系结合、向组织成员的每位角色提供自助应答平台。通过语音讲述需求，小 e 就能快速实现智能行政、智能报销、智能考勤、智能知识、智能差旅、智能日程、智能合同、智能报表等 20 多种办公场景应用。此外，泛微通过自然语音的接入，利用语音识别、NLP 自然语言处理技术、语义分析、标签技术等，将用户需求快速与 OA 场景应用库、智能问答库、人员专家库、场景开发接口连接起来，从而实现小 e 的自我学习、自我成长。小 e 智能办公助手展现了泛微对于智能化技术在交互环节的应用具备良好基础。

图表9：“小 e 助手”的自我学习和成长能力



资料来源：泛微官网、华泰研究

深应用：从交互深入业务，GPT 或提升产品智能化程度

GPT 技术或提高产品的智能化程度，OA 或为重要应用场景。根据企业的实际需求，泛微提供有针对性的产品应用解决方案。在办公场景下，泛微为企业的沟通协作、基础办公、员工服务等细分场景赋能。泛微智能办公平台提供即时消息、移动邮件、内部专家库、会议管理、资产管理等功能。从 GPT 技术在微软产品中的应用看，GPT 技术在知识管理等深入业务的场景中有助于提升产品应用的智能化程度，除了消息提醒、发起沟通外，还可实现智能化回复、内容分析、会议总结、员工培训等功能。我们认为，随着相关技术的应用逐步深入，GPT 技术有望逐步深入业务，进一步提升产品的智能化程度。

图表10：泛微客户客服管理解决方案应用场景

客户问题派单	服务单据电子化签署	客户培训外发
<ul style="list-style-type: none"> ● 根据客户提交的不同问题类型，系统自动派单到对应的客服人员进行处理，提升内部处理问题的效率； ● 当问题属于其他类型时，系统自动将其归到未分配，客服人员可进行抢单进行处理，支持随机抢单和指定抢单。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 结合印控管理平台，构建服务的全程数字化线上处理模式，实现客户服务单据的电子化签署，电子文件线上传递并确保文件防篡改。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 构建客户外部门户，当内部确认客户培训并进行通知发布后，通过流程自动发布到外部门户，客户可在线进行查阅、报名、咨询，并根据客户的报名情况自动生成统计记录。

资料来源：泛微官网、华泰研究

低代码平台应用或加速推广。面对组织日益增长的业务需求，泛微以强大的引擎为支撑，帮助组织打造开放共享的低代码应用构建平台。泛微低代码构建平台提供丰富的组件库、页面设计元素库、表单模板库、流程模板库供设计者调用，提高构建速度。此外平台还支持在线调试、实时修改、智能纠错，从而让企业能够自主灵活的完成自己所需要的应用搭建。低代码平台使组织只需了解业务逻辑，即可快速搭建组织管理所需功能，只需通过后台引擎配置方式，拖拉拽即可构建特定应用场景。在低代码平台的运用中，业务逻辑的梳理，沉淀起到重要作用，我们认为随着 GPT 相关技术的推广，业务逻辑的沉淀、积累、调用效率或将提升，进一步推动低代码平台应用的加速推广。

图表11：泛微低代码构建平台特点

无需懂代码即可搭建应用	提供统一丰富的应用库	用配置方式构建应用	在线调试、实时修改、智能纠错
<ul style="list-style-type: none"> • 可以让使用者无需懂代码开发技术，只要熟悉业务便可像搭乐高积木一样构建组织的应有需求 	<ul style="list-style-type: none"> • 提供丰富的组件库、页面设计元素库、表单模板库、流程模板库供设计者调用，成熟的应用组件、元素、应用库多达上千种 	<ul style="list-style-type: none"> • 企业可以通过后台引擎配置方式拖拉拽即可快速构建个性化应用场景 	<ul style="list-style-type: none"> • 支持在线调试、实时修改、并且帮助企业智能纠错，从而让企业能够自主灵活的完成自己所需要的应用搭建

资料来源：泛微官网、华泰研究

强后台：为新技术与业务的快速融合提供可靠支撑

泛微后台为新技术的应用提供更可靠的后端支撑。企业应用的后台，承担着应用、业务、流程的业务逻辑，以及对企业业务需求、管理需求的理解。泛微基于多年的协同管理积累，依托组织引擎、流程引擎、门户引擎、集成引擎、建模引擎、内容引擎、消息引擎 7 大支撑引擎，构建了一个将企业的沟通、管理、业务、财务、应用一体化的平台。流程引擎实现业务、管理全流程的电子化运营体系，实现数据在多模块之间、多系统之间的传递；建模引擎采用无代码化设计，帮助用户快速构建管理&业务应用；内容引擎提供了无限级目录和多维度分类，可以按照业务过程真正构建企业整体业务、管理一体化的知识库。后端引擎的灵活调用，为 GPT 等新技术快速与业务实现对接打下了良好的基础。

图表12: 支持泛微数字化运营平台的7大后端引擎

组织引擎	通过组织体系、岗位体系、权限体系设定,可以把企业的多层次组织在一个平台上运行,构建统一组织
流程引擎	实现业务、管理全流程的电子化运营体系,实现数据在多模块之间、多系统之间之间的传递
门户引擎	把公司所有应用、数据放到一起,提供丰富的门户元素支撑统一待办、统一报表、统一登录、统一数据
集成引擎	预设大量接口,快速利用和整合,构建了一个轻量级的ESB总线,将技术的对接、队列的控制交给平台
建模引擎	快速构建管理&业务应用,无代码化设计,所有组件支持拖拽式操作,控件可以直接拖拽
内容引擎	提供了无限级目录和多维度分类,可以按照业务过程真正构建企业整体业务、管理一体化的知识库
消息引擎	提供了统一消息入口,整合系统提醒与异构系统提醒;统一消息出口

资料来源:泛微官网、华泰研究

我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 31.44、42.23、55.13 亿元, EPS 分别为 1.48、2.01、2.68 元,参考可比公司 2023 年平均估值 67.5x PE (Wind), 给予 2023E 67.5x PE, 对应目标价 99.91 元。

图表13: 核心假设及依据

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	预测理由及依据
收入	1482	2003	2331	3144	4223	5513	
yoy	15.3%	35.1%	16.4%	34.9%	34.3%	30.5%	疫情影响消除,宏观经济复苏,23年有望实现高速增长,随着产品及渠道持续完善,收入有望保持高速增长
毛利率	95.4%	95.5%	93.2%	95.5%	95.8%	96.1%	考虑产品升级迭代为客户带来的附加值提升,毛利率有望持续提升
销售费用率	68.0%	68.9%	67.8%	67.8%	67.5%	67.2%	随着公司平台化产品逐步推进,客户粘性提升,销售费用投入效率提升
管理费用率	5.4%	4.6%	2.9%	2.93%	2.91%	2.90%	公司提升管理水平,管理效率持续提升
研发费用率	13.4%	12.2%	14.6%	14.62%	14.58%	14.57%	公司研发产能消化需要一定时间,未来研发效率持续提升,研发费用率呈现先上升后下降趋势,但考虑 AI 等新方向及产品迭代持续推进,研发费用率保持较高水平
归母净利润	230	309	223	387	523	697	
净利率	15.5%	15.4%	9.6%	12.3%	12.4%	12.7%	主要由于毛利率上升+费用率下降

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表14: 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	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
致远互联	688369 CH	84.01	65	1.22	2.37	3.14	3.92	68.9	35.5	26.7	21.5
金山办公	688111 CH	419.50	1935	2.42	3.44	4.66	6.18	173.3	121.8	90.0	67.9
彩讯股份	300634 CH	30.10	134	0.51	0.67	0.89	1.14	59.0	45.2	33.9	26.4
平均								100.4	67.5	50.2	38.6

注:收盘价截至 2023/05/10, 预测均为 wind 一致预期

资料来源:Wind、华泰研究

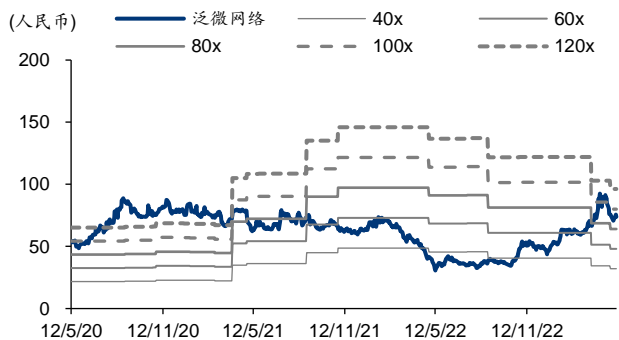
风险提示

产品拓展不及预期。若公司相关技术的研发或产品化进程慢于预期,可能会对公司产品线拓展以及新功能推出造成影响,客单价提升存在不及预期的风险。

下游需求不及预期。若企业数字化进程低于预期,公司新业务发展速度可能会受到影响,业绩兑现或不及预期。

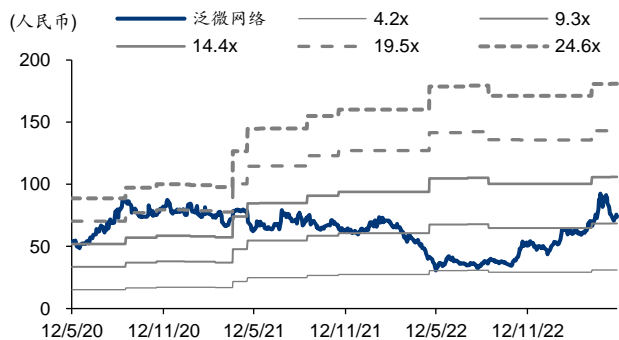
市场竞争加剧。泛 OA 产品市场参与者众多,若市场竞争加剧,未来公司的用户数量增长可能不及预期。

图表15: 泛微网络 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表16: 泛微网络 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,844	2,975	3,712	4,596	5,956
现金	1,985	1,557	1,881	2,456	3,267
应收账款	173.95	227.11	313.80	412.72	535.64
其他应收账款	14.10	27.16	28.48	46.26	51.30
预付账款	448.28	467.56	767.64	891.40	1,274
存货	55.57	64.19	42.25	91.18	70.65
其他流动资产	167.32	632.24	678.89	698.13	757.64
非流动资产	532.96	565.84	598.28	664.41	755.06
长期投资	209.69	164.33	114.33	74.33	44.33
固定投资	76.91	245.94	311.66	388.66	473.37
无形资产	49.15	48.24	54.17	61.43	66.60
其他非流动资产	197.21	107.33	118.13	139.99	170.76
资产总计	3,377	3,541	4,310	5,260	6,711
流动负债	1,488	1,624	2,006	2,433	3,187
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	458.62	489.10	353.22	702.72	577.95
其他流动负债	1,030	1,135	1,653	1,731	2,609
非流动负债	8.71	5.94	5.94	5.94	5.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.71	5.94	5.94	5.94	5.94
负债合计	1,497	1,630	2,012	2,439	3,193
少数股东权益	0.00	0.00	(0.08)	(0.12)	(0.18)
股本	260.60	260.60	260.60	260.60	260.60
资本公积	580.38	581.21	581.21	581.21	581.21
留存公积	1,033	1,218	1,604	2,127	2,825
归属母公司股东权益	1,880	1,911	2,298	2,821	3,518
负债和股东权益	3,377	3,541	4,310	5,260	6,711

现金流量表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	372.44	233.18	338.81	611.75	856.44
净利润	308.70	223.23	386.43	523.22	697.36
折旧摊销	29.69	28.43	33.35	44.95	54.44
财务费用	(52.84)	(33.20)	(46.36)	(59.85)	(80.49)
投资损失	(10.96)	41.51	(4.06)	(7.21)	(14.17)
营运资金变动	85.67	7.14	(8.30)	143.13	234.56
其他经营现金	12.19	(33.93)	(22.25)	(32.48)	(35.26)
投资活动现金	(401.71)	324.69	(55.95)	(96.16)	(126.35)
资本支出	(80.08)	(126.32)	(113.02)	(147.39)	(170.01)
长期投资	25.61	(374.00)	50.00	40.00	30.00
其他投资现金	(347.24)	825.01	7.07	11.23	13.66
筹资活动现金	(48.53)	(202.88)	40.46	59.85	80.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	46.74	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	232.32	0.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(327.59)	(203.71)	40.46	59.85	80.49
现金净增加额	(77.87)	355.60	323.33	575.44	810.58

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,003	2,331	3,144	4,223	5,513
营业成本	90.82	157.85	140.30	175.88	213.31
营业税金及附加	13.06	17.55	23.67	31.79	41.50
营业费用	1,380	1,581	2,132	2,851	3,705
管理费用	91.09	68.65	92.13	122.90	159.88
财务费用	(52.84)	(33.20)	(46.36)	(59.85)	(80.49)
资产减值损失	(0.64)	(0.63)	(1.69)	(1.59)	(2.17)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.96	(41.51)	4.06	7.21	14.17
营业利润	326.88	223.40	406.67	550.06	731.97
营业外收入	8.36	10.41	8.18	8.98	9.19
营业外支出	0.27	0.12	0.19	0.19	0.17
利润总额	334.97	233.69	414.67	558.86	741.00
所得税	26.27	10.46	28.24	35.64	43.63
净利润	308.70	223.23	386.43	523.22	697.36
少数股东损益	0.00	0.00	(0.08)	(0.04)	(0.06)
归属母公司净利润	308.70	223.23	386.51	523.25	697.43
EBITDA	311.71	228.67	401.41	543.61	714.45
EPS(人民币, 基本)	1.20	0.86	1.48	2.01	2.68

主要财务比率

会计年度(%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	35.11	16.41	34.87	34.31	30.53
营业利润	33.93	(31.66)	82.04	35.26	33.07
归属母公司净利润	34.48	(27.69)	73.15	35.38	33.29
获利能力(%)					
毛利率	95.47	93.23	95.54	95.84	96.13
净利率	15.41	9.57	12.29	12.39	12.65
ROE	19.14	11.78	18.37	20.45	22.00
ROIC	(63.36)	(57.24)	(151.17)	(195.28)	(192.77)
偿债能力					
资产负债率(%)	44.34	46.04	46.69	46.38	47.58
净负债比率(%)	(105.18)	(81.18)	(81.85)	(87.07)	(92.85)
流动比率	1.91	1.83	1.85	1.89	1.87
速动比率	1.55	1.48	1.43	1.47	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.67	0.80	0.88	0.92
应收账款周转率	14.51	11.63	11.63	11.63	11.63
应付账款周转率	0.24	0.33	0.33	0.33	0.33
每股指标(人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	0.86	1.48	2.01	2.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	0.89	1.30	2.35	3.29
每股净资产(最新摊薄)	7.21	7.33	8.82	10.82	13.50
估值比率					
PE(倍)	62.30	86.16	49.76	36.76	27.58
PB(倍)	10.23	10.06	8.37	6.82	5.47
EV EBITDA(倍)	55.15	75.06	41.94	29.91	21.62

免责声明

分析师声明

本人，谢春生，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准

中性： 预计行业股票指数基本与基准持平

减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15% 以上

增持： 预计股价超越基准 5%~15%

持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券（美国）有限公司**

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司