

B 端困境资管持续高增，C 端个贷不良"大数据+AI"科技清收确立三年 4000 亿计划

——海德股份 2022 年&1Q2023 业绩点评

核心观点

- **B 端困境资产管理业绩保持高增态势，能源领域增速最为突出。**1) 2022 年公司实现营业收入 10.6 亿元，+59%yoy，实现归母净利润 7.0 亿元，+83%yoy；业绩表现略低于我们预期，预计主要为项目收入确认节奏调整所致。2) 1Q2023 公司分别实现营业收入与归母净利润 3.05/1.92 亿元，+52%/+51%yoy，较高基数下公司业绩仍保持高增态势。3) 22 年公司表现最为突出的是能源领域的困境资产管理业务，22 年实现营业收入 6.5 亿元，+168%yoy，占 B 端困境资管收入的 63%，较 21 年的 36%提升显著。4) 截至 22 年底，我们预计公司 B 端存量困境资产管理规模超 75 亿元，+24%yoy，其中能源领域资产存量为 50.7 亿元，+28%yoy，占比由 65%增至 67%，考虑到能源类项目已经进入收益集中兑现期，我们预计以商业地产/上市公司领域为代表的其他业务领域或将于未来几年贡献更大的业绩增量。
- **C 端个贷不良借助“大数据+AI”科技清收，公司确立三年 4000 亿计划。**1) 公司于 22 年成立西藏峻丰数字技术有限公司并引入专业金融科技团队，同时借助于公司地方 AMC 牌照与个贷不良转让资格正式开展个贷不良“科技”清收业务。2) 西藏峻丰利用“大数据+AI 技术”开展个贷不良资产清收服务业务，形成了“资产收购+后端处置”全链条、专业化、批量化、智能化的处置能力，在个贷不良资产处置领域抢得先机。3) 个贷不良清收包含收购清收与受托清收，前者是公司自己出资收购不良包，后者则是受三方机构所托代为清收，不占用资本金，按清收回款的 30-40%收取费用，属于轻资产模式。公司目标受托清收规模占比 80%以上。4) 据公司测算，目前收购个贷不良资产的折扣率平均为本金 1 折以内，通过司法诉讼方式处置，预计 1 年本金回收率约 15%、2 年回收率约 20%、3-5 年回收率约 25%-30%。5) 计划未来 1 年累计管理资产规模不低于 1000 亿元、未来 3 年累计不低于 4000 亿元。6) 优质资管业务方面，联营企业德泰储能已经初步实现全钒液流全产业链布局，并制定“3 年内形成规模、5~8 年进入储能行业第一方阵”发展规划目标。

盈利预测与投资建议

- 根据财报新增个贷不良收入预测，将 23-24 年 EPS 预测由 1.20/1.58 元增至 1.22/1.72 元，新增 25 年预测值 2.50 元，参考可比公司估值，并维持 20%估值溢价，我们给予公司 2023 年 19.0x PE，上调目标价为 23.19 元，维持公司买入评级。

风险提示

- 政策趋严风险；资产减值风险；资产增速或收益率下行风险；新业务线拓展风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	667	1,063	4,048	6,024	10,185
同比增长(%)	113.8%	59.5%	280.9%	48.8%	69.1%
营业利润(百万元)	429	769	1,479	2,178	3,358
同比增长(%)	206.5%	79.2%	92.4%	47.3%	54.2%
归属母公司净利润(百万元)	383	700	1,135	1,595	2,322
同比增长(%)	200.0%	82.6%	62.0%	40.6%	45.6%
每股收益(元)	0.41	0.75	1.22	1.72	2.50
毛利率(%)	100.0%	97.5%	48.7%	46.5%	40.4%
净利率(%)	57.5%	65.9%	28.0%	26.5%	22.8%
净资产收益率(%)	8.4%	14.1%	19.8%	22.5%	25.7%
市盈率	45.1	24.7	15.2	10.8	7.4
市净率	3.6	3.4	2.7	2.2	1.7

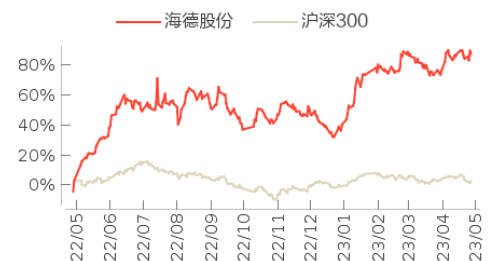
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年04月27日)	18.58 元
目标价格	23.19 元
52 周最高价/最低价	19.02/9.21 元
总股本/流通 A 股 (万股)	92,965/92,763
A 股市值 (百万元)	17,273
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2023 年 04 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.49	6.24	8.02	87.14
相对表现	3.52	6.84	12.64	84.76
沪深 300	-3.03	-0.6	-4.62	2.38



证券分析师

孙嘉庚 021-63325888*7041
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080006
香港证监会牌照：BSW114

相关报告

涅槃重生的地方 AMC 翘楚，不断扩展业务 2022-11-01
版图：——海德股份首次覆盖报告

表 1: 可比公司估值 (截至 2023/04/26)

股票代码	可比公司	股价 (美元)	每股收益				市盈率 PE				23-25 年 EPS CAGR
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
BX.N	黑石集团	85.31	5.17	4.49	5.98	6.62	16.50	19.02	14.26	12.90	21.44%
BLK.N	贝莱德	650.67	35.36	34.95	40.00	45.07	18.40	18.62	16.26	14.44	13.56%
KKR.N	KKR & Co	50.30	3.90	3.78	4.84	5.62	12.90	13.30	10.38	8.95	21.92%
ARES.N	阿瑞斯管理	81.63	3.35	3.98	5.12	5.94	24.37	20.53	15.96	13.75	22.19%
TROW.O	普信金融	108.45	8.02	6.78	7.00	7.50	13.52	16.00	15.49	14.46	5.20%
TPG.O	TPG 合伙	27.96	1.88	1.72	2.25	2.53	14.87	16.28	12.44	11.04	21.47%
OWL.N	蓝猫头鹰	10.60	0.53	0.68	0.83	1.03	20.00	15.53	12.73	10.29	22.85%
BRDG.N	Bridge 投资	9.87	(0.10)	1.02	1.36	1.72	(98.61)	9.71	7.26	5.73	30.16%
	调整后平均						16.00	16.00	14.00	12.00	19.85%

数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

风险提示

- 1) **政策趋严。**公司所处行业与金融行业、实体经济紧密相关，经营可能受到宏观经济政策、行业监管机构政策的影响。
- 2) **资产减值风险。**公司收购的困境资产质量较差，带来资产减值体量超预期。
- 3) **资产规模增长不及预期或收益率超预期下行风险。**受宏观经济环境或资本市场影响，影响困境资产项目供求状态，进而影响公司资产增速与收益率水平。
- 4) **新业务线拓展风险。**个贷不良业务与全钒液流电池储能项目发展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	479	82	810	904	1,019	营业收入	667	1,063	4,048	6,024	10,185
应收票据、账款及款项融资	73	25	95	142	239	营业成本	0	27	2,076	3,223	6,069
预付账款	10	2	173	282	525	营业税金及附加	3	6	23	32	54
存货	0	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0	0
其他	1,924	1,750	1,950	1,940	2,061	管理费用及研发费用	129	139	256	329	427
流动资产合计	2,486	1,859	3,027	3,267	3,844	财务费用	94	125	195	236	243
长期股权投资	0	59	63	61	57	资产、信用减值损失	33	25	30	36	43
固定资产	6	5	5	5	5	公允价值变动收益	23	24	4	5	5
在建工程	0	0	4	8	12	投资净收益	(1)	4	6	6	5
无形资产	0	29	24	19	14	其他	0	0	0	0	0
其他	4,162	5,990	8,070	10,265	12,647	营业利润	429	769	1,479	2,178	3,358
非流动资产合计	4,168	6,083	8,166	10,358	12,735	营业外收入	5	11	8	8	9
资产总计	6,654	7,942	11,193	13,625	16,579	营业外支出	6	4	5	5	5
短期借款	795	956	2,480	2,411	2,399	利润总额	428	775	1,482	2,181	3,362
应付票据及应付账款	0	16	104	161	303	所得税	44	73	185	293	413
其他	672	574	915	1,484	1,359	净利润	383	702	1,297	1,888	2,949
流动负债合计	1,467	1,546	3,499	4,056	4,061	少数股东损益	0	2	162	292	627
长期借款	444	1,193	1,193	1,193	1,193	归属于母公司净利润	383	700	1,135	1,595	2,322
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.75	1.22	1.72	2.50
其他	2	13	15	2	2						
非流动负债合计	446	1,207	1,208	1,196	1,196	主要财务比率					
负债合计	1,912	2,753	4,707	5,252	5,257		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	34	196	489	1,116	成长能力					
实收资本(或股本)	641	930	930	930	930	营业收入	113.8%	59.5%	280.9%	48.8%	69.1%
资本公积	3,353	3,064	3,064	3,064	3,064	营业利润	206.5%	79.2%	92.4%	47.3%	54.2%
留存收益	748	1,161	2,296	3,891	6,213	归属于母公司净利润	200.0%	82.6%	62.0%	40.6%	45.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,741	5,189	6,486	8,373	11,323	毛利率	100.0%	97.5%	48.7%	46.5%	40.4%
负债和股东权益总计	6,654	7,942	11,193	13,625	16,579	净利率	57.5%	65.9%	28.0%	26.5%	22.8%
						ROE	8.4%	14.1%	19.8%	22.5%	25.7%
						ROIC	7.5%	11.3%	15.6%	17.6%	21.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	28.7%	34.7%	42.1%	38.5%	31.7%
净利润	383	702	1,297	1,888	2,949	净负债率	27.8%	49.3%	55.5%	42.8%	32.1%
折旧摊销	1	2	5	5	5	流动比率	1.69	1.20	0.87	0.81	0.95
财务费用	94	125	195	236	243	速动比率	1.69	1.20	0.87	0.81	0.95
投资损失	1	(4)	(6)	(6)	(5)	营运能力					
营运资金变动	397	758	(135)	329	(600)	应收账款周转率	18.2	21.7	67.4	50.9	53.5
其它	(1,831)	(2,355)	(33)	(55)	(50)	存货周转率	-	-	-	-	-
经营活动现金流	(955)	(772)	1,322	2,397	2,543	总资产周转率	0.1	0.1	0.4	0.5	0.7
资本支出	(0)	(27)	(4)	(4)	(4)	每股指标(元)					
长期投资	(3,256)	(1,723)	(2,059)	(2,156)	(2,332)	每股收益	0.41	0.75	1.22	1.72	2.50
其他	3,275	1,701	(106)	15	(12)	每股经营现金流	-1.49	-0.83	1.42	2.58	2.74
投资活动现金流	19	(49)	(2,169)	(2,145)	(2,349)	每股净资产	5.10	5.55	6.77	8.48	10.98
债权融资	261	680	246	148	177	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	45.1	24.7	15.2	10.8	7.4
其他	(138)	(259)	1,329	(305)	(256)	市净率	3.6	3.4	2.7	2.2	1.7
筹资活动现金流	123	421	1,575	(158)	(79)	EV/EBITDA	34.5	20.2	10.8	7.5	5.0
汇率变动影响	(3)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.6	20.2	10.8	7.5	5.0
现金净增加额	(816)	(397)	728	94	115						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。