

2023年10月31日

恒生电子（600570.SH）

公司快报

计算机 | 行业应用软件III

 投资评级 **买入-A(首次)**

股价(2023-10-31) 31.12 元

交易数据

总市值（百万元）	59,128.20
流通市值（百万元）	59,128.20
总股本（百万股）	1,900.01
流通股本（百万股）	1,900.01
12个月价格区间	55.69/30.30

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.93	-11.46	-19.71
绝对收益	-4.1	-21.99	-18.83

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号：S0910523070001
 fangwenqian@huajinsc.cn

相关报告

Q3 利润保持高增，LightGPT 打开成长空间

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2023 第三季度报告，2023 前三季度实现收入 43.68 亿元，同比增长 16.87%；其中 Q3 实现收入 15.41 亿元，同比增长 14.02%。前三季度实现归母净利润 6.07 亿元，同比增长 5179.03%；其中 Q3 实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 49.47%。前三季度实现扣非净利润 5.38 亿元，同比增长 62.75%；其中 Q3 实现扣非净利润 2.73 亿元，同比增长 23.35%。
- ◆ **收入保持稳健增长，新业务表现亮眼。**分业务来看，财富科技服务、资管科技服务延续上半年的增长态势，分别实现收入 10.08、10.46 亿元，同比增长 11.92%、8.5%。运营与机构科技服务、风险与平台科技服务、数据服务等新业务随着产品的落地与推广，收入表现亮眼，同比分别增长 27.67%、23.97%、17.81%。创新业务实现收入 3.74 亿元，同比增长 17.70%；企金、保险核心与金融基础设施科技服务实现收入 4.02 亿元，同比增长 34.19%。
- ◆ **成本端业务规模效应，叠加费用管控成效显著，驱动 Q3 利润高速增长。**一方面，公司成本端 Q3 毛利率有所提升，较去年同期增长了 1.59pct，主要在于财富科技、资管科技等业务逐渐起量，成本分摊所致；另一方面，公司费用端管控成效显著，2023 年前三季度综合费用率下降了 2.25pct。其中，公司管理费用率、销售费用率、研发费用率分别为 13.76%、12.20%、40.84%，分别下降了 0.6pct、0.22pct、1.15pct。单季度来看，2023Q3 综合费用率下降了 1.21pct，其中研发费用率增长了 0.72%，管理费用率和销售费用率分别下降了 -1.36%、-0.51%。
- ◆ **金融大语言模型 LightGPT 发布，并推出四款大模型应用。**10 月，公司发布了金融大模型 LightGPT 的最新能力升级成果，其中在投顾和投研两大核心场景应用表现亮眼：1）投顾场景：新增 1200 多万 tokens 专业投顾语料，减少财经大 V 版权语料和日常语料以及 12 类任务指令微调，在安抚话术生成、客户意图识别、实体识别等方面平均超出国内通用大模型 13%；2）投研场景：使用基于位置编码改进的 transformer 模型，超 200 亿 tokens 的金融信息语料和 8 类任务指令进行微调，在研报观点抽取、舆情事件识别和抽取、资讯摘要、表格处理、公司实体识别等方面平均超出国内通用大模型 12%。同时，公司基于光子打造了光子·文曲、光子·方圆、光子·善策和光子·慧营四款大模型产品，分别用于投顾、合规、咨询、资管与托管等场景，通过重塑和嵌入两种模式为业务系统赋能。
- ◆ **投资建议：**公司作为证券 IT 龙头厂商，未来在资本市场改革相关政策，以及大模型等相关产品的推广下，业绩将进一步提升。预计公司 2023-2025 年实现收入分别为 78.11/96.25/120.09 亿元，实现归母净利润 16.73/21.27/25.87 亿元，首次推荐，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策推进不及预期；产品节奏落地不及预期；资本市场改革不及预期。



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,497	6,502	7,811	9,625	12,009
YoY(%)	31.7	18.3	20.1	23.2	24.8
归母净利润(百万元)	1,464	1,091	1,673	2,127	2,587
YoY(%)	10.7	-25.4	53.3	27.1	21.6
毛利率(%)	73.0	73.6	71.0	69.3	67.9
EPS(摊薄/元)	0.77	0.57	0.88	1.12	1.36
ROE(%)	24.0	15.0	19.1	20.3	20.2
P/E(倍)	41.1	55.2	36.0	28.3	23.3
P/B(倍)	10.6	8.8	7.3	6.0	4.9
净利率(%)	26.6	16.8	21.4	22.1	21.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

金融监管体系改革，叠加 AIGC 技术的发展，将进一步扩大金融 IT 市场成长空间。而公司作为证券 IT 龙头厂商，将持续受益行业高景气度。我们预测 2023-2025 年公司实现营收 78.11/96.25/120.09 亿元，毛利率 71.00%、69.29%、67.93%。其中，23-25 年大资管 IT 业务实现收入 32.25/38.71/48.38 亿元，毛利率 82%、81%、80%；大零售 IT 业务实现收入 18.11/22.10/27.18 亿元，毛利率 65%、64%、63%；数据风险与平台技术实现收入 5.67/7.04/8.44 亿元，毛利率 61%、60%、60%；企金、保险核心与基础设施 IT 业务实现收入 8.37/12.22/17.11 亿元，毛利率 35%、34%、33%；互联网创新业务实现收入 11.44/13.62/16.07 亿元，毛利率 80%、80%、80%；非金融业务实现收入 2.25/2.57/2.90 亿元，毛利率 75%、75%、75%。

表 1：分产品预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大资管 IT 业务						
收入	1220.09	1706.12	2804.74	3225.45	3870.54	4838.18
增速	10.04%	39.84%	64.39%	15.00%	20.00%	25.00%
毛利率	86.00%	82.16%	85.55%	82.00%	81.00%	80.00%
大零售 IT 业务						
收入	1510.22	2111.14	1534.81	1811.08	2209.51	2717.70
增速	2.61%	39.79%	-27.30%	18.00%	22.00%	23.00%
毛利率	75.78%	69.58%	66.99%	65.00%	64.00%	63.00%
数据风险与平台技术						
收入	298.22	353.67	450.33	567.42	703.60	844.31
增速	11.71%	18.59%	27.33%	26.00%	24.00%	20.00%
毛利率	68.30%	57.20%	61.32%	61.00%	60.00%	60.00%
企金、保险核心与基础设施 IT 业务						
收入	362.95	353.72	558.12	837.18	1222.28	1711.20
增速	12.60%	-2.54%	57.79%	50.00%	46.00%	40.00%
毛利率	55.62%	48.70%	36.32%	35.00%	34.00%	33.00%
互联网创新业务						
收入	601.31	803.92	953.74	1144.49	1361.94	1607.09
增速	10.41%	33.69%	18.64%	20.00%	19.00%	18.00%
毛利率	81.68%	80.06%	75.74%	80.00%	80.00%	80.00%
非金融业务						
收入	174.76	163.45	195.86	225.24	256.77	290.15
增速	15.17%	-6.47%	19.83%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	69.58%	72.79%	76.92%	75.00%	75.00%	75.00%
合计						
收入	4172.65	5496.58	6502.39	7810.85	9624.65	12008.63
增速	7.77%	31.73%	18.30%	20.12%	23.22%	24.77%
毛利率	77.09%	72.99%	73.56%	71.00%	69.29%	67.93%

资料来源：Wind、华金证券研究所（合计数据为公司营业收入总数数据）

二、可比公司估值

我们选取金融行业相关公司东方财富（证券 IT）、同花顺（证券 IT）、长亮科技（银行 IT）、宇信科技（银行 IT）作为可比公司。

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300059.SZ	东方财富	15.19	2408.68	0.57	0.66	0.77	26.87	23.03	19.75
300033.SZ	同花顺	141.60	761.24	3.42	4.21	5.12	41.35	33.66	27.66
300348.SZ	长亮科技	10.19	74.47	0.21	0.33	0.49	49.51	30.94	20.61
300674.SZ	宇信科技	17.14	121.81	0.56	0.76	1.00	30.35	22.54	17.21
平均值		46.03	793.62	1.19	1.49	1.84	37.02	27.54	21.31
600570.SH	恒生电子	31.68	601.92	0.88	1.12	1.36	36.0	28.3	23.3

资料来源：除恒生电子外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 10.30 收盘价）、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5035	5954	9527	11239	16335
现金	1728	2873	6009	7257	11640
应收票据及应收账款	764	923	1103	1393	1721
预付账款	12	14	17	21	26
存货	467	541	787	946	1313
其他流动资产	2065	1603	1611	1622	1635
非流动资产	7045	7051	7476	8052	8793
长期投资	1111	1271	1489	1718	1962
固定资产	1680	1618	1762	2018	2401
无形资产	376	404	422	446	478
其他非流动资产	3878	3758	3803	3870	3952
资产总计	12080	13005	17003	19291	25129
流动负债	5489	5245	7801	8327	11792
短期借款	178	55	55	55	55
应付票据及应付账款	504	556	841	982	1393
其他流动负债	4807	4634	6905	7290	10344
非流动负债	375	285	270	263	251
长期借款	228	116	101	94	82
其他非流动负债	147	169	169	169	169
负债合计	5865	5530	8071	8590	12043
少数股东权益	520	663	694	744	800
股本	1462	1900	1900	1900	1900
资本公积	273	442	442	442	442
留存收益	4019	4526	5930	7791	10006
归属母公司股东权益	5695	6812	8238	9957	12285
负债和股东权益	12080	13005	17003	19291	25129

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	957	1138	3396	1821	4998
净利润	1490	1120	1704	2178	2644
折旧摊销	102	164	172	203	245
财务费用	-1	16	-70	-121	-187
投资损失	-276	-259	-398	-379	-328
营运资金变动	-62	-338	2110	58	2747
其他经营现金流	-296	435	-122	-118	-122
投资活动现金流	-423	286	-77	-282	-536
筹资活动现金流	-174	-482	-183	-291	-79

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.77	0.57	0.88	1.12	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.60	1.79	0.96	2.63
每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.59	4.34	5.24	6.47

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5497	6502	7811	9625	12009
营业成本	1485	1719	2265	2956	3851
营业税金及附加	60	75	93	114	139
营业费用	558	617	625	674	841
管理费用	681	870	859	962	1201
研发费用	2139	2346	2656	3080	3723
财务费用	-1	16	-70	-121	-187
资产减值损失	-43	-114	-185	-264	-230
公允价值变动收益	414	-166	122	118	122
投资净收益	276	259	398	379	328
营业利润	1511	1124	1718	2192	2661
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	1510	1125	1717	2191	2661
所得税	20	5	12	14	17
税后利润	1490	1120	1704	2178	2644
少数股东损益	27	29	31	50	56
归属母公司净利润	1464	1091	1673	2127	2587
EBITDA	1586	1213	1762	2202	2628

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	31.7	18.3	20.1	23.2	24.8
营业利润(%)	4.8	-25.6	52.8	27.6	21.4
归属于母公司净利润(%)	10.7	-25.4	53.3	27.1	21.6
获利能力					
毛利率(%)	73.0	73.6	71.0	69.3	67.9
净利率(%)	26.6	16.8	21.4	22.1	21.5
ROE(%)	24.0	15.0	19.1	20.3	20.2
ROIC(%)	23.3	14.8	18.6	19.5	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	42.5	47.5	44.5	47.9
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	8.5	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	4.3	3.2	3.2	3.2	3.2
估值比率					
P/E	41.1	55.2	36.0	28.3	23.3
P/B	10.6	8.8	7.3	6.0	4.9
EV/EBITDA	36.3	46.8	30.4	23.8	18.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn