

大资管 IT 持续亮眼，AI 赋能金融可期

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现营收 65.0 亿元，同比增长 18.3%；实现归母净利润 10.9 亿元，同比下降 25.4%；实现扣非归母净利润 11.4 亿元，同比增长 20.9%，整体符合预期。单 Q4 实现营收 27.7 亿元，同比增长 26.5%；实现归母净利润 10.8 亿元，同比增长 38.5%；实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比增长 21.1%。
- **各项业务稳健增长，大资管 IT 表现依旧亮眼。**分业务来看，2022 年公司核心业务大零售 IT/大资管 IT 分别实现营收 15.3/28.0 亿元，同比增长 9.5%/28.0%，合计营收占比达 66.7%；企金、保险与基础设施 IT/数据风险与平台 IT/互联网创新业务分别实现营收 5.6/4.5/9.5 亿元，分别同比增长 5.1%/12.5%/18.6%。公司核心产品 UF3.0、O45、理财销售 5、综合理财 6、TA 6 等完成多家客户拓展，继续保持市场和技术领先地位。
- **成本费用端持续改善，利润端弹性有望释放。**2022 年，公司毛利率同比+0.58pp 至 73.6%，销售/管理/研发费用率分别同比 -0.66pp/+0.98pp/-2.84pp/ 至 9.5%/13.4%/36.1%，管理费用率增长主要由于恒生金融云产品生产基地一期投入使用固定资产折旧增加所致。截至 2022 年底，公司共有 13347 名员工，人员数量保持相对稳定；人均创收同比增长 7.4 万元/人至 48.7 万元/人；人均创利同比下降 2.8 万元/人至 8.7 万元/人。据公司年报披露，预计 2023 年营收和成本费用均同比增长约 18%，我们预计 2023 年成本费用端将继续改善，利润弹性有望得到释放。
- **彭博发布 BloombergGPT，AI 赋能金融可期。**3 月 30 日，彭博发布 BloombergGPT，该大模型针对各类金融数据进行训练，以全方位支持金融领域的自然语言处理(NLP)任务，例如情绪分析、命名实体识别、新闻分类和问答等。恒生自 2018 年起积极布局人工智能技术，目前子公司恒生聚源也已接入“文心一言”，公司持续在智能客服、投顾、投研、营销、客服、风险、运营等领域的积极探索应用的落地。公司作为 AI 在金融领域的专业化精准应用系统的“最后一公里”对接者，懂业务、有场景，且基于专业化数据和元数据沉淀为基础，未来将持续收益。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司在证券和资管 IT 领域占据独有产品和技术优势，未来将充分享受资本市场改革带来的下游需求扩张红利；同时伴随着公司通过并购持续扩张业务、迈向国际等举措，叠加 AI 持续赋能，我们认为公司成长空间广阔，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.96/1.16/1.40 元，当前股价对应的 PE 分别为 60/49/41 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期风险；下游行业周期风险；新品推广不及预期风险；金融资产公允价值波动风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6502.39	7892.67	9697.61	11941.70
增长率	18.30%	21.38%	22.87%	23.14%
归属母公司净利润(百万元)	1091.09	1818.39	2210.36	2664.95
增长率	-25.45%	66.66%	21.56%	20.57%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.96	1.16	1.40
净资产收益率 ROE	14.98%	20.33%	0.13%	19.85%
PE	100	60	49	41
PB	15.96	12.83	10.35	8.40

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.00
流通 A 股(亿股)	19.00
52 周内股价区间(元)	30.31-57.57
总市值(亿元)	1,087
总资产(亿元)	120.80
每股净资产(元)	3.90

相关研究

1. 恒生电子(600570):全年控费成效显著,单 Q4 营收略有承压 (2023-01-31)
2. 恒生电子(600570):券商技术投入门槛提升,新品落地标杆效应增强 (2023-01-08)
3. 恒生电子(600570):立资本市场改革浪潮之巅,恒生依旧“恒生” (2022-12-03)
4. 恒生电子(600570):Q3 盈利超预期,政策催化下趋势向好 (2022-10-28)
5. 恒生电子(600570):资管 IT 营收持续高增, Q3 人效提升拐点将至 (2022-08-27)

盈利预测

关键假设：

1) 大零售 IT 业务：国内资本市场仍处于初级发展阶段，随着资本市场配置和产品逐步完善，相关改革持续深化，券商对 IT 投入有望进一步加大。2022 年 TA（登记过户系统）相关产品线加速拓展，公司将大零售 IT 的由原大零售 IT 业务调入大资管 IT 业务，大零售 IT 业务增速略有放缓。未来，我们认为在金融信创加速推进下，分布式架构的 UF3.0 上线进度加速。我们预测 2023-2025 年该业务订单数量分别同比增长 17%/18%/18%。凭借大量已落地的项目经验，大零售 IT 业务毛利率维持相对稳定，预测 2023-2025 年该业务毛利率分别为 68%/68.5%/68.5%。

2) 大资管 IT 业务：大资管 IT 业务新品推广顺利，收入结构持续多元化：收益互换、PB2.0、TA6 新签多家客户，O45、投资管理新一代产品 Fusion China、量化交易产品宽途以及银行资金管理核心产品 Mangos 等推进顺利。随着下游行业逐渐恢复，订单数量有望迎来加速释放，在高基数的基础上我们预测 2023-2025 年该业务收入分别同比增长 27%/28%/28%，毛利率分别为 86%/86%/86.5%。

3) 数据风险与平台技术：平台布局长远来看极具深意，公司具备完善的产品布局，市场地位领先，我们预测 2023-2025 年该业务项目数量分别同比增长 15%/18%/18%，信创适配取得阶段性成果，各平台产品推进顺利，毛利率未来将稳中有增，预测 2023-2025 年该业务毛利率分别为 62%/63%/63%。

4) 企金、保险核心与基础设施业务：公司加强人力资源管控和项目管理，企金 IT 业务增长稳健；且随着并购的 Finastra 公司的 Summit 和 Opics 资管系统业务线逐步落地，企金、保险核心与基础设施业务将保持稳健增长，我们预测 2023-2025 年该业务项目数量分别同比增长 10%/12%/12%，毛利率分别为 37%/37.5%/37.5%。

5) 互联网创新业务：互联网创新业务是公司在业务上进行的横纵向前瞻性布局，预计未来将保持较快增速，我们预测 2023-2025 年互联网创新业务项目数量分别同比增长 24%/25%/25%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
大零售 IT	收入	1,534.81	1795.7	2119.0	2500.4
	增速	9.53%	17.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	67.0%	68.0%	68.5%	68.5%
大资管 IT	收入	2804.7	3562.0	4559.4	5836.0
	增速	27.97%	27.0%	28.0%	28.0%
	毛利率	85.6%	86.0%	86.0%	86.5%
数据风险 与平台技术	收入	450.3	517.9	611.1	721.1
	增速	12.5%	15.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	61.3%	62.0%	63.0%	63.0%
银行与产业 IT	收入	558.1	613.9	687.6	770.1

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	5.1%	10.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	36.3%	37.0%	37.5%	37.5%
互联网创新业务	收入	953.7	1182.6	1478.3	1847.9
	增速	18.6%	24.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	75.7%	75.0%	75.0%	75.0%
非金融业务	收入	195.9	215.4	237.0	260.7
	增速	19.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	76.9%	77.0%	77.0%	77.0%
其他业务	收入	4.8	5.0	5.3	5.5
	增速	3.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	83.0%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	6502.4	7892.7	9697.6	11941.7
	增速	18.3%	21.4%	22.9%	23.1%
	毛利率	73.6%	74.6%	75.4%	76.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 78.9 亿元（+21.4%）、97.0 亿元（+22.9%）和 119.4 亿元（+23.1%），归母净利润分别为 18.2 亿元（+66.7%）、22.1 亿元（+21.6%）、26.6 亿元（+20.6%），EPS 分别为 0.96 元、1.16 元、1.40 元，对应动态 PE 分别为 60 倍、49 倍、41 倍。

相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及金融 IT 领域的金证股份、顶点软件和长亮科技 3 家可比公司进行估值比较：

表 2：可比公司 PE 估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22E/A	23E	24E	25E	22E/A	23E	24E	25E
600446.SH	金证股份	150	15.92	0.38	0.48	0.61	-	42	33	26	-
603383.SH	顶点软件	101	59.16	1.03	1.41	1.86	-	48	48	36	-
300348.SZ	长亮科技	103	14.11	0.04	0.37	0.53	-	55	38	27	-
平均值									40	30	-
600570.SH	恒生电子	1087	57.21	0.57	0.96	1.16	1.40	100	60	49	41

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均估值为 40 倍，公司 PE 为 60 倍。考虑到公司在证券和资管 IT 领域占据独有产品和技术优势，未来将充分享受资本市场改革带来的下游需求扩张红利；同时伴随着公司通过并购购持续扩张业务、迈向国际等举措，叠加 AI 持续赋能，我们认为公司成长空间广阔，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6502.39	7892.67	9697.61	11941.70	净利润	1119.82	1866.28	2268.56	2735.13
营业成本	1718.95	2002.85	2386.52	2846.36	折旧与摊销	163.60	181.56	201.40	219.33
营业税金及附加	75.34	91.81	111.62	138.09	财务费用	15.89	-3.95	-4.85	-5.97
销售费用	617.09	710.34	872.78	1074.75	资产减值损失	-58.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	870.23	3867.41	4703.34	5791.72	经营营运资本变动	-306.37	-1502.15	312.16	348.94
财务费用	15.89	-3.95	-4.85	-5.97	其他	204.00	-594.94	-585.36	-561.04
资产减值损失	-58.75	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1138.19	-53.19	2191.91	2736.39
投资收益	258.54	450.00	450.00	450.00	资本支出	-594.02	-250.00	-270.00	-270.00
公允价值变动损益	-165.74	200.00	200.00	200.00	其他	880.24	281.12	752.14	660.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	286.23	31.12	482.14	390.41
营业利润	1123.97	1874.20	2278.20	2746.74	短期借款	-123.03	-54.99	0.00	0.00
其他非经营损益	0.60	0.00	0.00	0.00	长期借款	-112.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	1124.58	1874.20	2278.20	2746.74	股权融资	608.01	-27.71	0.00	0.00
所得税	4.76	7.93	9.64	11.62	支付股利	-146.15	-109.11	-181.84	-221.04
净利润	1119.82	1866.28	2268.56	2735.13	其他	-707.73	-36.46	4.85	5.97
少数股东损益	28.73	47.88	58.20	70.18	筹资活动现金流净额	-481.52	-228.28	-176.99	-215.07
归属母公司股东净利润	1091.09	1818.39	2210.36	2664.95	现金流量净额	937.88	-250.35	2497.06	2911.73
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2872.63	2622.28	5119.34	8031.07	成长能力				
应收和预付款项	972.79	1154.81	1432.05	1762.98	销售收入增长率	18.30%	21.38%	22.87%	23.14%
存货	541.39	628.51	749.64	894.71	营业利润增长率	-25.59%	66.75%	21.56%	20.57%
其他流动资产	1566.73	1887.30	1790.62	1787.31	净利润增长率	-24.85%	66.66%	21.56%	20.57%
长期股权投资	1270.54	1270.54	1270.54	1270.54	EBITDA 增长率	-19.13%	57.41%	20.61%	19.61%
投资性房地产	139.55	139.55	139.55	139.55	获利能力				
固定资产和在建工程	1741.96	1795.91	1852.83	1894.60	毛利率	73.56%	74.62%	75.39%	76.16%
无形资产和开发支出	1082.88	1097.98	1110.28	1119.79	三费率	23.12%	57.95%	57.45%	57.45%
其他非流动资产	2816.10	2815.49	2814.87	2814.26	净利率	17.22%	23.65%	23.39%	22.90%
资产总计	13004.58	13412.37	16279.73	19714.81	ROE	14.98%	20.33%	20.13%	19.85%
短期借款	54.99	0.00	0.00	0.00	ROA	8.61%	13.91%	13.93%	13.87%
应付和预收款项	1667.50	1944.08	2341.04	2802.19	ROIC	200.08%	93.62%	73.67%	81.88%
长期借款	115.83	115.83	115.83	115.83	EBITDA/销售收入	20.05%	26.00%	25.52%	24.79%
其他负债	3691.79	2171.89	2555.56	3015.40	营运能力				
负债合计	5530.12	4231.80	5012.43	5933.43	总资产周转率	0.52	0.60	0.65	0.66
股本	1900.01	1900.01	1900.01	1900.01	固定资产周转率	3.94	4.69	5.43	6.48
资本公积	442.30	414.58	414.58	414.58	应收账款周转率	6.17	6.22	6.30	6.29
留存收益	4525.97	6235.26	8263.78	10707.69	存货周转率	3.39	3.42	3.45	3.45
归属母公司股东权益	6811.76	8469.98	10498.50	12942.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.71%	—	—	—
少数股东权益	662.70	710.58	768.79	838.96	资本结构				
股东权益合计	7474.46	9180.57	11267.29	13781.38	资产负债率	42.52%	31.55%	30.79%	30.10%
负债和股东权益合计	13004.58	13412.37	16279.73	19714.81	带息债务/总负债	3.09%	2.74%	2.31%	1.95%
					流动比率	1.14	1.59	1.92	2.21
					速动比率	1.03	1.44	1.76	2.05
					股利支付率	13.39%	6.00%	8.23%	8.29%
					每股指标				
					每股收益	0.57	0.96	1.16	1.40
					每股净资产	3.59	4.46	5.53	6.81
					每股经营现金	0.60	-0.03	1.15	1.44
					每股股利	0.08	0.06	0.10	0.12
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1303.47	2051.82	2474.75	2960.10					
PE	99.62	59.78	49.18	40.79					
PB	15.96	12.83	10.35	8.40					
PS	16.72	13.77	11.21	9.10					
EV/EBITDA	77.71	49.27	39.88	32.36					
股息率	0.13%	0.10%	0.17%	0.20%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn