

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	23.93
总股本/流通股本(亿股)	19.00 / 19.00
总市值/流通市值(亿元)	455 / 455
52周内最高/最低价	57.57 / 19.30
资产负债率(%)	38.4%
市盈率	31.91
第一大股东	杭州恒生电子集团有限公司

研究所

分析师:孙业亮
SAC 登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
分析师:丁子惠
SAC 登记编号:S1340523070003
Email:dingzihui@cnpsec.com

恒生电子(600570)

信创+大模型持续推进，鸿蒙原生应用开发完成

● 23年业绩两位数增长，毛利率持续改善

3月24日，公司发布2023年年度报告，实现营业收入72.81亿元，同比增长11.98%，公司收入增速不及预期的原因在于2023年下半年，金融机构IT预算的执行率有所下降，项目管理更趋严格，客户采购立项、采购决策流程以及验收流程拉长，使得公司四季度收入增长较往年受到一定影响。23年实现归母净利润14.24亿元，同比增长30.50%；实现归母扣非净利润14.48亿元，同比增长26.51%，略高于业绩预告。2023年，公司延续了收入增速高于成本费用增速的趋势，发展质量得到进一步提升，公司综合毛利率为74.85%，为近三年最高。公司持续加大研发投入，优化技术研发体系。公司2023年的研发费用投入总计26.61亿元人民币，占营业收入的36.55%。2023年公司产品技术人员为9535人，占公司总人数比为72.3%。

● 证券资管IT行业领军者，核心系统完成信创适配

公司为证券行业的主要核心系统供应商，产品长期在业内处于领先地位。目前，金融行业信息技术应用创新建设已步入“深水区”，核心业务系统的攻关将成为下一阶段金融机构IT建设的重点难点任务。恒生新一代核心交易系统UF3.0在某头部券商完成全链路信创适配并成功上线，系统覆盖167个高低频交易场景，系统运行表现稳定，进入信创批量上线阶段。045完成全栈信创研发，新签53家新客户，完成24家客户竣工，其中中华宝基金045项目等关键项目的竣工，成为045在证券基金保险行业迭代升级的良好开端，为全面批量交付做好了准备。虽然受金融机构降费等事件可能影响下游IT开支预算，但公司作为IT行业龙头企业，依然受益于产品迭代、信创替换与大模型生态建设。

● 持续打磨垂直行业大模型LightGPT

2023年6月，恒生电子金融行业大模型LightGPT发布。同年10月，LightGPT最新能力升级成果发布，在整体模型效果上提升15%，安全合规性上提升13%，推理速度上提升50%，并面向金融机构实现LightGPT-7B的开源，推理和训练全面适配华为昇腾系列。在投顾、投研两大核心场景上，LightGPT能力优势明显：

(1) 投顾: LightGPT通过增加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，应对金融术语口语众多、知识幻觉、监管严格等挑战，在安抚话术生成、客户意图识别、实体识别、Json识别能力等方面平均超出国内通用大模型13%。

(2) 投研: LightGPT通过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类任务指令微调，解决超长文本处理、图表文字混合排布、投研术语众多等问题，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%。

● 与华为合作，鸿蒙原生应用开发完成

2023 年 11 月 10 日，公司与华为建立战略合作伙伴关系。2024 年 1 月 18 日，公司与华为终端正式签署合作协议，将基于 harmonyOS NEXT 操作系统，启动旗下应用“投资赢家”的鸿蒙原生应用开发。3 月 18 日，投资赢家 App 完成基于 HarmonyOS NEXT 的鸿蒙原生开发，实现 Android、iOS、HarmonyOS 三大手机操作系统全覆盖，现已支持与金融机构开展终端应用的适配服务。目前，投资赢家系列产品已服务超过 60 家金融机构，间接覆盖超过 3000 万财富管理人。接下来，公司将进一步加大对鸿蒙系统适配的投入，场景逐步覆盖理财、投顾等金融业务，并计划于 5 月发布具备鸿蒙特色设计的移动理财终端。

3 月 14-15 日，华为中国合作伙伴大会 2024 在深圳举行。在大会期间，恒生携手华为发布证券交易系统联合解决方案。公司基于华为 GaussDB 数据库、鲲鹏高性能服务器、Dorado 存储及 CloudEngine 系列交换机等高性能数据库资源池产品组合方案，通过软硬件联合调优，实现低时延、高并发和高可靠，实现证券交易系统的技术自主创新改造升级。

● 投资建议

预计公司 2024-2026 年的 EPS 分别为 0.85、1.08、1.25 元，当前股价对应的 PE 分别 28.03、22.26、19.07 倍。公司行业地位领先，受益于金融信创替换、产品迭代和大模型生态建设，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发进度不及预期；技术落地不及预期；行业景气度不及预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7281	8082	8930	9822
增长率(%)	11.98	10.99	10.49	9.99
EBITDA(百万元)	1540.28	1675.99	2105.40	2451.57
归属母公司净利润(百万元)	1424.32	1621.82	2042.69	2383.67
增长率(%)	30.50	13.87	25.95	16.69
EPS(元/股)	0.75	0.85	1.08	1.25
市盈率(P/E)	31.92	28.03	22.26	19.07
市净率(P/B)	5.66	4.73	3.90	3.24
EV/EBITDA	34.22	24.14	18.15	14.43

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	7281	8082	8930	9822	营业收入	12.0%	11.0%	10.5%	10.0%
营业成本	1832	2015	2206	2404	营业利润	29.2%	14.7%	25.8%	16.5%
税金及附加	82	91	102	111	归属于母公司净利润	30.5%	13.9%	26.0%	16.7%
销售费用	590	768	804	884	获利能力				
管理费用	953	1047	1072	1080	毛利率	74.8%	75.1%	75.3%	75.5%
研发费用	2661	2909	3125	3438	净利率	19.6%	20.1%	22.9%	24.3%
财务费用	-15	10	10	10	ROE	17.7%	16.9%	17.5%	17.0%
资产减值损失	-102	-80	-80	-80	ROIC	14.4%	15.1%	15.9%	15.5%
营业利润	1452	1666	2095	2442	偿债能力				
营业外收入	4	0	0	0	资产负债率	38.4%	40.1%	36.9%	34.7%
营业外支出	3	0	0	0	流动比率	1.16	1.37	1.65	1.91
利润总额	1453	1666	2095	2442	营运能力				
所得税	9	13	13	17	应收账款周转率	7.32	7.49	7.92	8.19
净利润	1443	1653	2083	2425	存货周转率	12.81	13.98	16.16	18.26
归母净利润	1424	1622	2043	2384	总资产周转率	0.53	0.51	0.48	0.46
每股收益(元)	0.75	0.85	1.08	1.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.75	0.85	1.08	1.25
货币资金	2422	5584	7908	10873	每股净资产	4.23	5.06	6.14	7.39
交易性金融资产	1177	1177	1177	1177	估值比率				
应收票据及应收账款	1089	1100	1175	1254	PE	31.92	28.03	22.26	19.07
预付款项	24	20	23	26	PB	5.66	4.73	3.90	3.24
存货	595	561	544	531	现金流量表				
流动资产合计	6070	9186	11591	14648	净利润	1443	1653	2083	2425
固定资产	1569	1569	1569	1569	折旧和摊销	184	0	0	0
在建工程	307	307	307	307	营运资本变动	-360	1314	30	264
无形资产	928	928	928	928	其他	-6	-182	-216	-252
非流动资产合计	8284	8284	8284	8284	经营活动现金流净额	1261	2785	1896	2437
资产总计	14354	17469	19875	22931	资本开支	-904	-1	-1	-1
短期借款	306	392	463	600	其他	-599	323	357	393
应付票据及应付账款	521	636	680	728	投资活动现金流净额	-1503	322	356	392
其他流动负债	4395	5688	5896	6343	股权融资	210	-32	0	0
流动负债合计	5222	6717	7039	7671	债务融资	271	86	71	136
其他	287	287	287	287	其他	-484	0	0	0
非流动负债合计	287	287	287	287	筹资活动现金流净额	-3	54	71	136
负债合计	5509	7004	7326	7958	现金及现金等价物净增加额	-244	3162	2324	2965
股本	1900	1900	1900	1900					
资本公积金	611	611	611	611					
未分配利润	5149	6527	8264	10290					
少数股东权益	816	847	887	928					
其他	369	580	887	1244					
所有者权益合计	8845	10466	12548	14974					
负债和所有者权益总计	14354	17469	19875	22931					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048