

业绩增长放缓，期待 AI 与信创创造增量需求

2024 年 03 月 26 日

► **事件：**恒生电子于 3 月 24 日晚发布 2023 年年度报告，2023 年全年实现营业收入 72.81 亿元，同比增长 11.98%；实现归母净利润 14.24 亿元，同比增长 30.50%；实现扣非净利润 14.48 亿元，同比增长 26.51%。

► **四季度增速放缓，下半年机构客户预算执行率下滑所致。**根据计算可知，公司 23 年第四季度预计实现营业收入 29.14 亿元，同比增长 5.36%；实现归母净利润 8.18 亿元，同比减少 24.29%；实现扣非净利润 9.11 亿元，同比增长 11.8%。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。

► **费用控制稳健，人效持续提升。**1) 从费用角度，恒生电子 2023 年销售/管理/研发费用同比增速分别为-4.3%/+9.5%/+13.4%，公司维持高强度的研发投入，同时在销售、管理方面持续加强费用管控；2) 从经营角度，恒生电子 2023 年毛利率为 74.84%，同比提升 1.28pct，业务产品化程度有所提升，公司 2023 年人均创收达到 54.88 万元，同比提升 12%。

► **F3.0 全链路信创适配落地，大模型应用生态持续扩容。**1) **信创方面：**公司新一代核心交易系统 UF3.0 新签 2 家战略客户，并在 2 家头部券商项目竣工，内存交易版本完成客户上线；投资交易系统 O45 完成全栈信创研发，新签 53 家客户，并在华宝基金等 24 家客户竣工，为 O45 在证券基金保险行业迭代升级创立良好开端；公司所有主产品已完成信创适配，助力 70 多家金融机构实现核心系统自主创新升级。2) **大模型方面：**公司于 2023 年 6 月发布新一代投研打开方式 WarrenQ、金融智能助手光子以及金融行业大模型 LightGPT。10 月 19 日，公司发布金融大模型 LightGPT 最新版本，新版本在整体模型效果、安全合规性、推理速度上分别提升 15%、13%、50%，并面向金融机构实现 LightGPT-7B 开源，推理和训练全面适配华为昇腾系列。

► **投资建议：**预计公司 24-26 年归母净利润分别为 17.91、19.91、22.23 亿元，同比增速分别为 26%/11%/12%，当前市值对应 24-26 年 PE 分别为 25/22/20 倍。考虑到当前时点资本市场改革与金融机构数字化投入加速，因此公司具备估值修复的空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**资本市场改革进度不及预期；新产品推进进度不及预期；头部甲方自研力度加大。

推荐

维持评级

当前价格：

23.43 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 丁辰晖

执业证书：S0100522090006

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

1.恒生电子 (600570.SH) 2023 年三季度报点评：成长韧性十足，发布金融大模型拥抱 AI 浪潮-2023/10/27

2.恒生电子 (600570.SH) 2023 年半年报点评：业绩大幅增长，发布溢价期权激励彰显信心-2023/08/27

3.恒生电子 (600570.SH) 2023 年一季度报点评：一季度利润大幅增长，提质增效逻辑持续兑现-2023/05/05

4.恒生电子 (600570.SH) 2022 年年报点评：经营质量显著提升，迎接技术革新周期的起点-2023/04/02

5.恒生电子 (600570.SH) 2022 年三季度报点评：经营拐点已现，利润弹性有望逐季加速-2022/11/07

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,281	8,157	9,079	10,086
增长率 (%)	12.0	12.0	11.3	11.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,424	1,791	1,991	2,223
增长率 (%)	30.5	25.7	11.2	11.7
每股收益 (元)	0.75	0.94	1.05	1.17
PE	31	25	22	20
PB	5.5	4.6	3.9	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,281	8,157	9,079	10,086
营业成本	1,832	2,241	2,484	2,746
营业税金及附加	82	98	109	121
销售费用	590	653	726	807
管理费用	953	979	1,089	1,210
研发费用	2,661	2,936	3,268	3,631
EBIT	1,356	1,870	2,079	2,316
财务费用	-15	-16	-18	-25
资产减值损失	-102	-10	-20	-30
投资收益	314	367	409	454
营业利润	1,452	1,904	2,117	2,363
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,453	1,904	2,117	2,363
所得税	9	95	106	118
净利润	1,443	1,809	2,011	2,245
归属于母公司净利润	1,424	1,791	1,991	2,223
EBITDA	1,540	2,069	2,280	2,528

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,422	3,857	6,048	8,444
应收账款及票据	1,089	1,184	1,263	1,377
预付款项	24	22	25	27
存货	595	727	797	873
其他流动资产	1,940	1,944	1,959	1,976
流动资产合计	6,070	7,734	10,092	12,698
长期股权投资	1,685	1,685	1,685	1,685
固定资产	1,569	1,816	1,769	1,717
无形资产	928	963	958	938
非流动资产合计	8,284	8,971	8,969	8,947
资产合计	14,354	16,705	19,061	21,645
短期借款	306	306	306	306
应付账款及票据	521	614	680	752
其他流动负债	4,395	5,028	5,538	6,089
流动负债合计	5,222	5,948	6,524	7,147
长期借款	138	138	138	138
其他长期负债	149	149	149	149
非流动负债合计	287	287	287	287
负债合计	5,509	6,234	6,811	7,434
股本	1,900	1,900	1,900	1,900
少数股东权益	816	834	854	876
股东权益合计	8,845	10,471	12,250	14,211
负债和股东权益合计	14,354	16,705	19,061	21,645

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.98	12.02	11.30	11.10
EBIT 增长率	24.14	37.93	11.13	11.43
净利润增长率	30.50	25.74	11.16	11.66
盈利能力 (%)				
毛利率	74.84	72.53	72.64	72.78
净利润率	19.82	22.18	22.15	22.26
总资产收益率 ROA	9.92	10.72	10.44	10.27
净资产收益率 ROE	17.74	18.58	17.47	16.67
偿债能力				
流动比率	1.16	1.30	1.55	1.78
速动比率	1.01	1.14	1.39	1.62
现金比率	0.46	0.65	0.93	1.18
资产负债率 (%)	38.38	37.32	35.73	34.34
经营效率				
应收账款周转天数	53.54	55.00	53.00	52.00
存货周转天数	118.59	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.51	0.49	0.48	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.94	1.05	1.17
每股净资产	4.23	5.07	6.00	7.02
每股经营现金流	0.66	1.14	1.18	1.28
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.15
估值分析				
PE	31	25	22	20
PB	5.5	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	27.65	19.89	17.08	14.46
股息收益率 (%)	0.43	0.41	0.52	0.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,443	1,809	2,011	2,245
折旧和摊销	184	198	202	212
营运资金变动	-360	441	335	324
经营活动现金流	1,261	2,157	2,234	2,438
资本开支	-904	-886	-200	-190
投资	-619	0	0	0
投资活动现金流	-1,503	-519	209	264
股权募资	210	0	0	0
债务募资	271	0	0	0
筹资活动现金流	-3	-204	-252	-305
现金净流量	-244	1,435	2,191	2,397

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026