

值得关注的 AI 应用方向

华泰研究

2023 年 2 月 07 日 | 中国内地

更新报告

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

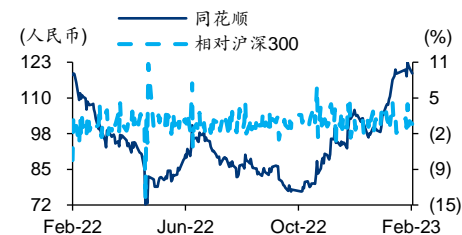
189.13

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036
联系人 彭钢
SAC No. S0570121070173 penggang@htsc.com
(86) 21 2897 2228

基本数据

| | |
|----------------------|--------------|
| 目标价 (人民币) | 189.13 |
| 收盘价 (人民币 截至 2 月 6 日) | 119.04 |
| 市值 (人民币 百万) | 63,996 |
| 6 个月平均日成交额 (人民币 百万) | 400.39 |
| 52 周价格范围 (人民币) | 72.19-123.00 |
| BVPS (人民币) | 11.99 |

股价走势图



资料来源: Wind

AI 领域积累十余年, AI 商业化落地或加速

公司在 AI 领域具备十余年的积累, 形成了涵盖自然语言处理、语音识别、文字处理、图像处理在内的全方位 AI 技术布局, 并以此为依托打造了涵盖面向企业及个人用户, 金融、医疗、法律等多行业的产品及解决方案。我们认为公司凭借 AI 领域的技术、业务、场景积累, 有望实现 AI 技术商业化的加速落地。维持盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 为 3.55/4.94/6.80 元, 可比公司 2023 年平均 38.3xPE, 给予 23E 38.3xPE, 对应目标价 189.13 元 (前值 123.90 元), 维持“买入”评级。

多维度技术+产品布局, AI 应用落地实践经验丰富

公司拥有丰富的 AI 技术积累, 包括自然语言处理、图像处理、文字处理技术方面形成了系列的 AI 能力。公司积极运用文字、语音、视频等多维度的 AI 能力, 不断改善用户体验。从产品角度看, 通过同花顺 AI 开放平台向个体客户提供智能语音、智能客服、智能外呼机器人等服务, 并形成了文字识别、AI 理财师、企洞察等产品。形成了多种技术类型, 多种行业领域, 多种目标用户的完整产品线。公司通过全方位的 AI 技术及产品布局, 积累了丰富的 AI 应用落地经验。

具备良好用户基础+多个内容生成应用场景, 商业化落地基础良好

AI 的迭代需要大量的数据训练, 用户则是数据的重要来源之一。公司在多年的发展中通过金融信息服务业务积累了良好的用户基础, 截至 22H1 末同花顺金融服务网注册用户约 6 亿人, 每周活跃用户数约 1927 万人。我们认为用户既是推动 AI 落地的重要依托, 也是提升数据质量, 推动 AI 持续迭代的关键力量。此外, 丰富的应用场景是新技术商业化落地的重要条件, 而公司在内容生成相关领域, 拥有辅助撰写分析报告、智能问答、智能客服、企业舆情分析报告生成等特色功能, 具备丰富的内容生成落地场景。我们认为公司拥有大量用户及内容生成场景, 具备良好的 AI 技术商业化落地基础。

金融行业知识+多行业 AI 落地实践经验, 或推动 AI 商业化落地加速

公司深耕金融领域, 垂直行业应用或进一步突破。我们认为专业知识积累或将成为 ChatGPT 为代表的 AI 技术突破垂直行业应用的关键因素, 公司深耕金融信息服务行业近 30 年, 在金融行业积累大量 Know-how, 有望进一步提升 AI 技术在垂直行业应用深度。此外, 公司积极探索 AI 技术的多行业应用, 除金融外覆盖高校、企业、科研院所、政府部门、医院、通信运营商等领域。我们认为公司有望凭借良好的场景基础, 推动 AI 技术的多场景落地。

风险提示: 市场交易量不及预期; 技术落地不及预期。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (人民币 百万) | 2,844 | 3,510 | 3,893 | 4,854 | 6,304 |
| +/-% | 63.23 | 23.43 | 10.91 | 24.70 | 29.88 |
| 归属母公司净利润 (人民币 百万) | 1,724 | 1,911 | 1,909 | 2,656 | 3,658 |
| +/-% | 92.05 | 10.86 | (0.11) | 39.10 | 37.73 |
| EPS (人民币, 最新摊薄) | 3.21 | 3.56 | 3.55 | 4.94 | 6.80 |
| ROE (%) | 33.00 | 29.51 | 22.77 | 24.05 | 24.88 |
| PE (倍) | 37.12 | 33.48 | 33.52 | 24.10 | 17.50 |
| PB (倍) | 12.25 | 9.88 | 7.63 | 5.80 | 4.35 |
| EV EBITDA (倍) | 33.89 | 28.86 | 29.17 | 20.27 | 12.47 |

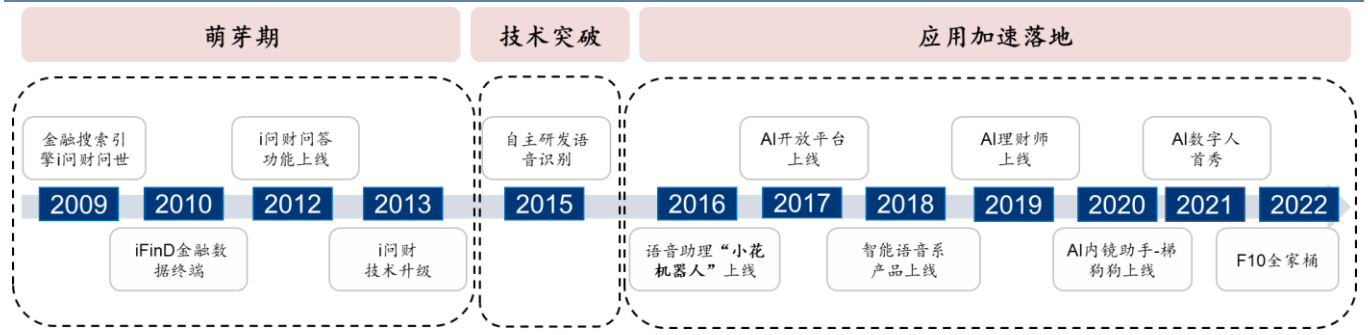
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

同花顺：AI 领域技术及落地经验积累深厚

深耕十余年，技术积累深厚

十余年积累，AI 领域积累深厚。公司自 2009 年推出 i 问财以来，AI 领域已有十余年积累。大致可分为三大时间段：1) 萌芽期：2009 年，定位于金融垂直搜索引擎并提供专业股票信息搜索服务的 i 问财成立。基于此，同花顺在 2012 年上线了问答功能，i 问财也从金融垂直领域拓展出股票、基金、债券、保险、百科、法律法规等领域；2) 技术突破：2015 年公司自主研发语音识别，为语音应用推广打下良好基础；3) 应用加速落地：公司不断丰富 AI 产品线，推出包括全领域智能语音助理、智能投顾、智能外呼、智能质检、智能客服、智能转写等产品。

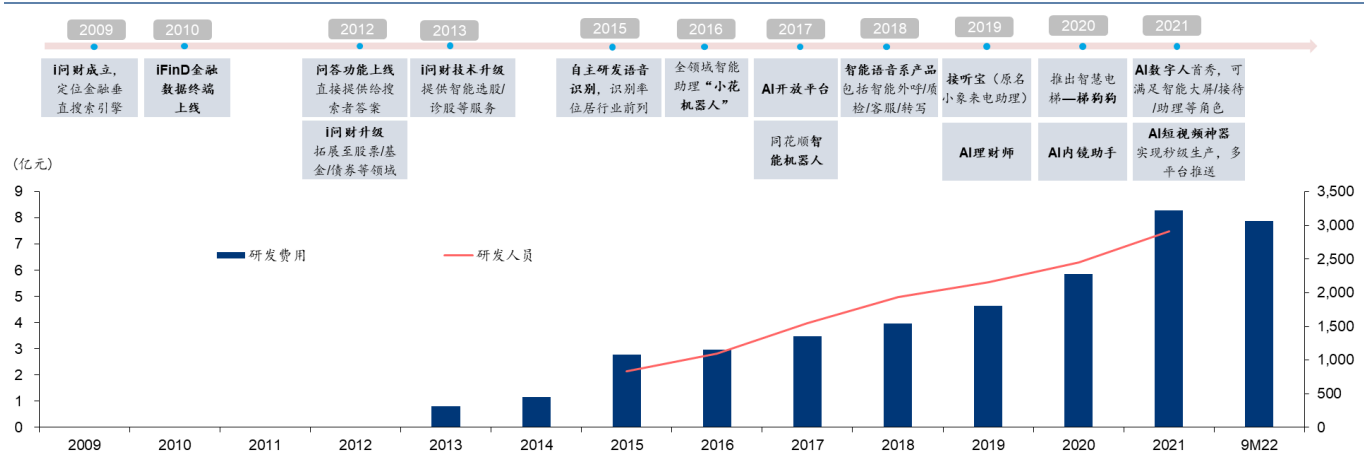
图表1：同花顺 AI 发展历程



资料来源：公司官网、华泰研究

拥有丰富的 AI 技术积累。近年来公司在研发方面投入逐年递增。研发人员从 2015 年的 836 人提升至 2021 年的 2915 人，研发费用 2013-2021 的 CAGR 高达 33.87%。在自然语言处理方面，同花顺布局语音产品十余年，深耕并优化语音技术，具有 ASR 自动语音识别技术、语音合成技术、NLP 自然语言处理技术。其研究团队的研发范围覆盖中英文语音识别、语音合成、声纹识别、情感计算等基础研究方向，具有先进的降噪算法模型和语音信号处理技术。在图像处理技术方面，同花顺拥有智能人脸识别和活体检测技术、身份验证+OCR 技术、智能质检技术。在文字处理方面，同花顺掌握知识图谱、机器阅读理解和智能审核技术、NLU 及大数据分析技术、文档解析技术、关键信息提取技术、知识关联和知识校验技术。

图表2：同花顺研发费用及 AI 产品



资料来源：Wind、华泰研究

多维度技术+产品布局，AI 应用落地实践经验丰富

多维度 AI 技术优化产品，改善用户体验。公司积极推进 AI 的应用，通过文字、语音、视频等多维度的 AI 能力运用，不断改善用户体验。同花顺 AI 开放平台主要面向个体客户提供智能语音、智能客服、智能外呼机器人等服务。文字识别产品基于金融领域领先的深度学习技术和海量金融数据，可提供身份证照识别、表格票据识别等功能。AI 理财师依托大数据、人工智能等金融科技技术，融合专业投研能力的覆盖财富管理全流程的理财师智能营销工具。企洞察 app 企业版是融合了智能搜索、标签画像、产业链分析和风险监控等应用。证券预警系统则能够实现舆情监控、风险追踪、企业云等功能。公司的 AI 技术布局涵盖文字，语音，视频等多个维度，并且通过功能迭代，不断打磨 AI 技术能力。

图表3：多维度 AI 技术改善用户体验

| | 功能 | 包含技术 |
|------------------|---|--|
| 文字识别产品 | 卡片证照识别、表格票据识别、股票代码识别、智能文本审核、数据校对、数据复核、文档差异对比、 | PDF 解析技术、图像 OCR 技术、机器阅读技术、关键信息提取技术、知识关联与校对技术 |
| AI 理财师 | 定制早报、名片微店、工具管理、基金工具、考试培训、客户管理、模拟炒基、资产配置 | OCR+RPA 技术、3K (KYC、KYP、KMS) 技术 |
| 企洞察 | 智能搜索、组合查询、概念图谱、隐层关系查询、舆情监控、产业链图谱 | 大数据、NLP 技术、NLU 智能搜索技术、数据采集和清洗技术 |
| 证券预警系统 | 舆情监控、风险追踪、企业云、诚信库、系统设置、社交媒体风险预警、法律法规风险警示 | 去重算法、基于业务的事件聚类算法、机器学习、云计算、爬虫技术、自然语言处理、知识图谱 |
| 智能语音/客服/外呼/回访机器人 | 电话回访、智能营销、生产质检 | 自然语言理解、语音合成、语音识别、ASR 自动语音识别、NLP 自然语言处理、降噪算法模型、语义识别模型 |
| OpenAI 具 | 金融数据、诊股选股、股基债 F10、行情交易、投研工具 | 机器学习、人工智能、文本识别 |
| AI 短视频平台 | 自动创作、快速生产、辅助创作、AI 虚拟主播、多端平台发布 | 数据可视化、虚拟人播报 |
| 智能投资助理 | 选股、行情诊断、百科全书、咨询 | 深度学习、神经网络、意图识别、自然语言处理、自然语言学习 |

资料来源：公司官网、华泰研究

已实现 AI 产品落地，形成丰富的产品布局。同花顺的人工智能产品覆盖语音、图像、自然语言等多种技术类型；以及覆盖金融、医疗、法律等多行业的解决方案。分用户来看，同花顺目前已经开发了针对上市公司、中小企业、政务机关、医疗机构、金融机构、基金经理、理财咨询师、个人等多元主体的全方位 AI 产品布局，拥有包括上市公司路演平台、智能电话机、AI 内镜助手、企洞察 app、文字识别产品、证券预警系统、AI 智能图像处理等全方位产品。

图表4：同花顺 AI 产品布局

| | | | | |
|------|--------------|------------|----------|-----------|
| 技术类型 | 语音特色产品 | 图像特色产品 | 搜索引擎产品 | 智能硬件产品 |
| | 智能电话客服 | 显微图像智能识别系统 | 问财金融搜索引擎 | 智能胃镜 |
| | 智能会议转写 | 自然语言处理产品 | 智能对话技术产品 | 知识图谱 |
| | 智能外呼 | 金融文档审核系统 | 智能投顾 | 阅读理解平台 |
| | ... | 合同文档对比系统 | 投顾AI辅助系统 | 企业知识图谱 |
| 产品中心 | 文字识别 | AI 理财师 | 企洞察企业版 | 证券预警系统 |
| | 金融行业身份识别 | 理财客户 | 客户挖掘 | 银行信贷风控 |
| | 图片股票代码识别 | 理财师 | 产业分析 | 金融产品监控预警 |
| | 数据库 | 财富管理岗 | 智能风控 | 自身风控管理 |
| | 银行/券商/基金/... | ... | 尽职调查 | ... |
| 解决方案 | 行业解决方案 | | 行业解决方案 | |
| | 智能营销 | 智慧金融 | 外呼机器人 | 银行业解决方案 |
| | 智慧医疗 | 企业大数据 | 保险业解决方案 | 证券业解决方案 |
| | 智能法律 | 智能硬件 | 基金业解决方案 | 私募业解决方案 |
| | ... | ... | 港美股解决方案 | 互联网舆情解决方案 |

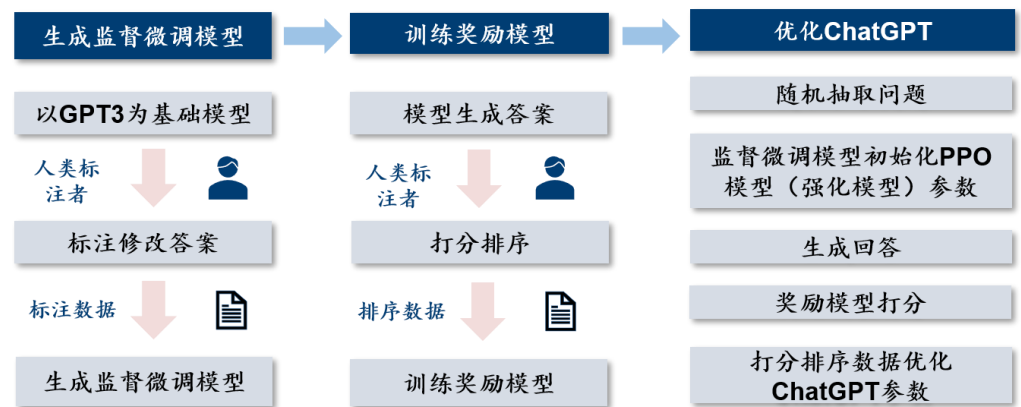
资料来源：公司官网、华泰研究

内容生成彰显商业化潜力，良好基础助技术加速落地

数据质量重要性提升，内容生成彰显商业化潜力

RLHF 打开新方向，数据质量重要性提升。 ChatGPT 发布于 2022 年 11 月 30 日，相比以往的 AI，展现了更自然更有逻辑的对话能力，带动 AI 行业关注度进一步提升。从技术原理看，ChatGPT 模型相较于此前的 GPT3 模型，关键差异在于引入人类反馈强化学习技术（RLHF），能够在与人类标注者互动时通过人类的反馈进行强化学习。人类标注者可对初始模型生成的结果进行修改、比较和排序，帮助模型进行训练。从参数量看，GPT1/GPT2/GPT3/ChatGPT 的参数量分别为 1.17 亿/15 亿/1750 亿/13 亿。我们认为 RLHF 打开模型迭代新方向，数据质量的重要性进一步提升。

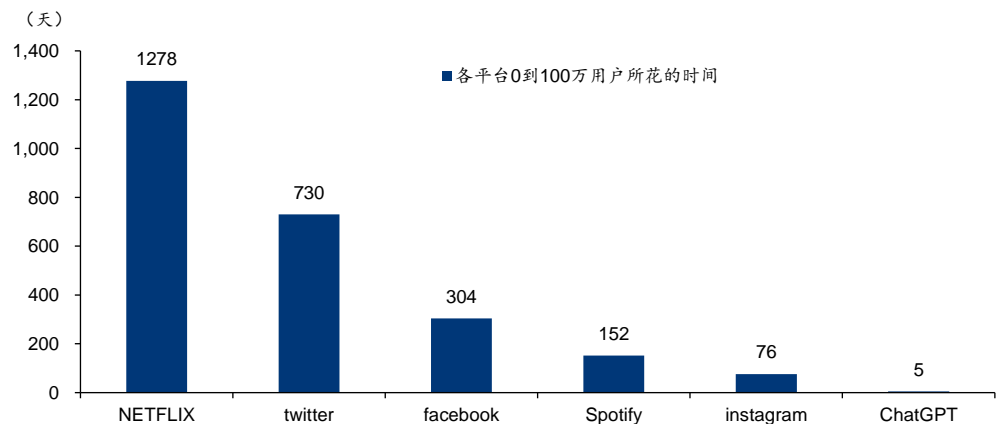
图表5：RLHF 人类反馈强化学习模型原理



资料来源：CSDN、华泰研究

ChatGPT 用户突增彰显商业化潜力，内容生成或成 ChatGPT 重要应用。 据各公司官网，ChatGPT 从 0 到 100 万用户数仅花费 5 天，速度远超其他平台。从活跃用户角度，据 Similarweb，2023 年 1 月期间，ChatGPT 平均每天约有 1300 万独立访客，超出 22 年 12 月一倍。用户数量的快速扩大反映了 ChatGPT 具备较强的商业化潜力。从具体应用领域来看，ChatGPT 是专为对话任务设计的模型，作为 AI 内容生成器，能够根据既有的文字、图像、音频创作新的内容，从而大幅提高创作效率，为消费者提供个性化的内容，甚至打造丰富的内容生态，内容生成为 ChatGPT 当前重要的应用场景。

图表6：ChatGPT 从 0 到 100 万用户速度远超其他平台



注：按 1 年=365 天进行换算

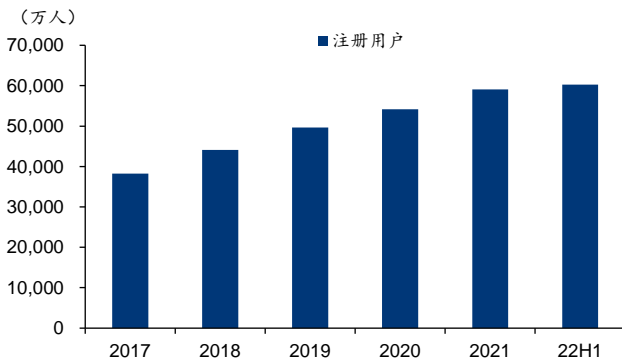
资料来源：Statista、华泰研究

同花顺具备良好用户+场景+业务基础，AI 商业化落地有望加速

具备良好用户基础+多个内容生成应用场景，商业化落地基础良好

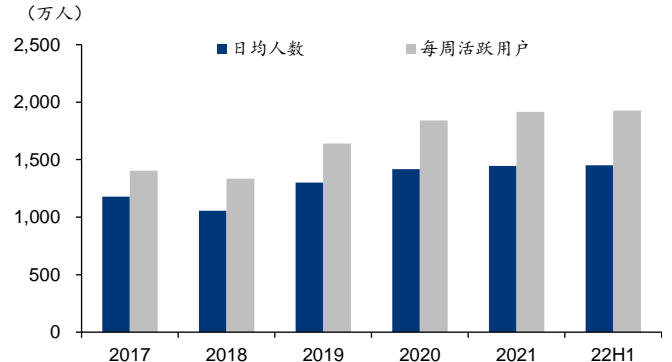
同花顺具备良好用户基础。AI 的迭代需要大量的数据训练，ChatGPT 通过 RLHF 方式训练，则需要更高质量的数据，由此可见在 AI 发展的过程中，质量高、数量大的数据能够为 AI 迭代打下良好的基础，用户则是数据的重要来源之一。公司在多年的发展中通过金融服务业务积累了良好的用户基础。据公司公告，截至 22 年 6 月 30 日，同花顺金融服务网注册用户约 6 亿人；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为 1452 万人，每周活跃用户数约为 1927 万人。公司拥有良好的用户基础，大量用户一方面有助于形成庞大数据积累，另一方面在与用户交互的过程中，能够持续收到来自用户的反馈，有助于推动产品的迭代。我们认为公司在网站端、移动端积累的大量用户，既是推动 AI 落地的重要依托，也是提升数据质量，推动 AI 持续迭代的关键力量。

图表7：同花顺金融服务网注册用户数



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：同花顺网上行情免费客户端用户数



资料来源：公司公告，华泰研究

业务涉及内容生成等多个环节，同花顺具备丰富落地场景。丰富的应用场景是新技术商业化落地的重要条件。以 ChatGPT 为例，ChatGPT 具备较强的对话能力，因此在搜索引擎，邮件撰写等内容生成相关领域首先得到应用，商业化也有望率先于内容生成领域落地。同花顺同样在内容生成领域具备丰富的应用场景。如公司通过标签标记文章句式主干，结合 AI 技术自动生成金融类文本内容，辅助机构撰写分析报告；公司凭借自然语言技术生成语音资讯，向互联网用户提供智能问答、智能客服等服务，并且通过机器学习不断总结经验，自动更新维护；此外公司还能够一键生成企业关系图谱、企业财务数据可视化图表、企业舆情分析报告、客户画像、晨报推送文章等多元化的内容，具备丰富的内容生成落地场景。

图表9：同花顺具备丰富的内容生成落地场景

| 产品及服务 | AI 理财师 | 外呼机器人 | 智能标签 | 互联网舆情平台 |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| AI 生成内容 | 每日早报 | 智能对话 | 机器人写文章 | 公司监测分析 |
| | 名片微店 | 自动记录 | 个性化资讯 | 行业监测分析 |
| | 基金诊断 | 数据图表 | 选股报告 | 智能报告 |
| | 财务规划 | 客户分级画像 | 垂类问答 | 统计分析 |







资料来源：公司官网，华泰研究

金融行业知识+多行业 AI 落地实践经验，或推动 AI 商业化落地加速

深耕金融领域，垂直行业应用或进一步突破。当前 ChatGPT 为代表的 AI 技术在通用领域展现了较强的能力，但距专业性较强的领域展开应用仍有一定的差距，我们认为专业知识积累或将成为突破垂直行业应用的关键因素。公司深耕金融信息服务行业近 30 年，拥有丰富的金融数据资源和形式多样、品种丰富的产品及服务，现有业务平台覆盖了证券市场中不同类型的客户群体，机构客户方面覆盖面广，其中证券公司覆盖率超 90%，个人用户方面同样有庞大的客户基础。我们认为公司在金融行业积累的 Know-how，有望进一步提升 AI 技术在垂直行业应用深度。

触及多个行业场景，技术具备较强延展性。立足逐年积累的 AI 技术，公司进一步探索其他领域的应用。目前其 AI 产品及服务已经应用于证券、基金、银行、保险、高校、企业、科研院所、政府部门、医院、通信运营商等多个行业。公司 AI 产品及解决方案应用场景具备良好的延展性，如同花顺外呼机器人、电销机器人可以从银行业延展至电商、教育、房地产等行业，互联网舆情分析平台能够为各行各业的客户提供公司监测、行业监测等服务，同时公司还面向法律行业人士推出智能案件预判服务，辅助法律决策。公司触及多个行业场景，有望凭借良好的场景基础，推动 AI 技术的多场景落地。

图表10：同花顺产品应用于多个行业及领域

| 金融领域 | 涉及行业 |
|------------------|---|
| 证券公司（覆盖90%以上） | 金融  |
| 公募 私募 银行 保险 | 电信  |
| 个人投资者（网站注册用户6亿+） | 教育  |
| 其他领域 | 房地产  |
| 高校 科研院所 | 电商  |
| 医院 通信运营商 | 法律  |
| 企业 | ... |

资料来源：公司官网，华泰研究

盈利预测及估值

维持盈利预测，预计 2022-2024 年公司收入 38.93/48.54/63.04 亿元，EPS 为 3.55/4.94/6.80 元，参考可比公司 2023 年平均 38.3xPE，给予 23E 38.3xPE，对应目标价 189.13 元（前值 123.90 元），维持“买入”评级。

图表11：可比公司 PE 估值表

| 证券简称 | 证券代码 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | |
|-----------|-----------|-----------|------------|---------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 上海钢联 | 300226 CH | 34.59 | 92 | 0.93 | 0.72 | 0.91 | 1.22 | 47.8 | 37.9 | 28.4 |
| 东方财富 | 300059 CH | 21.92 | 2897 | 0.83 | 0.68 | 0.85 | 1.01 | 32.0 | 25.9 | 21.6 |
| 长亮科技 | 300348 CH | 12.66 | 93 | 0.18 | 0.11 | 0.32 | 0.45 | 116.3 | 39.5 | 28.0 |
| 恒生电子 | 600570 CH | 47.37 | 900 | 1.01 | 0.65 | 0.95 | 1.19 | 73.1 | 49.8 | 39.9 |
| 平均 | | | | | | | | 67.3 | 38.3 | 29.5 |

注：股价截至 2023/02/06，预测均为 wind 一致预期

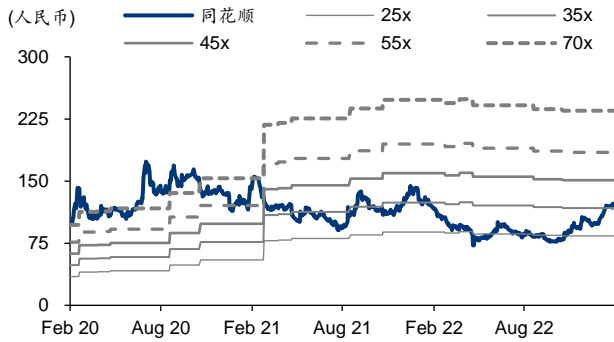
资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

市场交易量不及预期。公司的业务与市场景气度存在一定相关性，若市场交易量不及预期，可能导致下游需求不及预期，影响收入及业绩增长节奏。

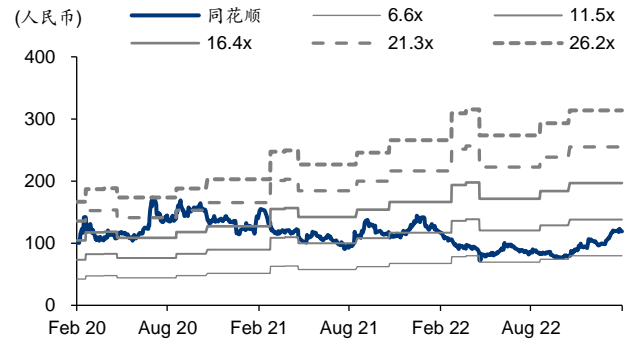
技术落地不及预期。若 AI 技术落地不及预期，可能导致公司的相关业务增长不及预期。

图表12: 同花顺 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表13: 同花顺 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 6,209 | 7,356 | 11,322 | 12,338 | 19,922 |
| 现金 | 6,125 | 7,275 | 11,232 | 12,215 | 19,774 |
| 应收账款 | 43.74 | 40.59 | 42.69 | 66.63 | 75.84 |
| 其他应收账款 | 29.92 | 29.48 | 36.40 | 45.75 | 60.95 |
| 预付账款 | 0.00 | 0.42 | 0.05 | 0.54 | 0.22 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动资产 | 10.13 | 11.02 | 11.02 | 11.02 | 11.02 |
| 非流动资产 | 946.52 | 1,145 | 1,253 | 1,508 | 1,863 |
| 长期投资 | 1.91 | 1.92 | 2.37 | 2.93 | 3.66 |
| 固定投资 | 419.10 | 405.56 | 523.11 | 734.19 | 999.71 |
| 无形资产 | 363.25 | 355.25 | 402.12 | 460.10 | 530.89 |
| 其他非流动资产 | 162.26 | 382.19 | 325.68 | 311.20 | 328.82 |
| 资产总计 | 7,156 | 8,501 | 12,575 | 13,847 | 21,785 |
| 流动负债 | 1,791 | 1,955 | 4,120 | 2,736 | 7,017 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 43.83 | 79.11 | 41.65 | 94.52 | 75.33 |
| 其他流动负债 | 1,747 | 1,876 | 4,078 | 2,642 | 6,941 |
| 非流动负债 | 140.85 | 69.45 | 69.45 | 69.45 | 69.45 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 140.85 | 69.45 | 69.45 | 69.45 | 69.45 |
| 负债合计 | 1,931 | 2,025 | 4,190 | 2,806 | 7,086 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 537.60 | 537.60 | 537.60 | 537.60 | 537.60 |
| 资本公积 | 356.78 | 356.78 | 356.78 | 356.78 | 356.78 |
| 留存公积 | 4,346 | 5,612 | 7,521 | 10,177 | 13,834 |
| 归属母公司股东权益 | 5,224 | 6,477 | 8,386 | 11,041 | 14,699 |
| 负债和股东权益 | 7,156 | 8,501 | 12,575 | 13,847 | 21,785 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 2,066 | 2,128 | 3,904 | 1,009 | 7,605 |
| 净利润 | 1,724 | 1,911 | 1,909 | 2,656 | 3,658 |
| 折旧摊销 | 41.16 | 51.03 | 48.10 | 64.61 | 89.97 |
| 财务费用 | (138.92) | (173.44) | (199.72) | (284.68) | (392.79) |
| 投资损失 | (16.50) | (0.01) | (9.49) | (8.67) | (6.05) |
| 营运资金变动 | 311.17 | 166.43 | 2,156 | (1,418) | 4,256 |
| 其他经营现金 | 145.12 | 172.59 | (0.00) | (0.01) | (0.01) |
| 投资活动现金 | 100.79 | (236.30) | (146.96) | (311.09) | (438.56) |
| 资本支出 | (370.08) | (236.35) | (155.90) | (319.07) | (443.73) |
| 长期投资 | (2.00) | 0.00 | (0.45) | (0.56) | (0.73) |
| 其他投资现金 | 472.87 | 0.04 | 9.40 | 8.54 | 5.90 |
| 筹资活动现金 | (456.96) | (646.09) | 199.72 | 284.68 | 392.79 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (456.96) | (646.09) | 199.72 | 284.68 | 392.79 |
| 现金净增加额 | 1,672 | 1,233 | 3,957 | 982.60 | 7,559 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2,844 | 3,510 | 3,893 | 4,854 | 6,304 |
| 营业成本 | 237.05 | 301.32 | 304.15 | 351.77 | 427.64 |
| 营业税金及附加 | 25.99 | 27.22 | 41.31 | 44.50 | 57.86 |
| 营业费用 | 288.02 | 337.23 | 369.81 | 412.59 | 516.97 |
| 管理费用 | 116.69 | 145.74 | 163.49 | 194.16 | 239.57 |
| 财务费用 | (138.92) | (173.44) | (199.72) | (284.68) | (392.79) |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 16.50 | 0.01 | 9.49 | 8.67 | 6.05 |
| 营业利润 | 1,815 | 2,096 | 2,042 | 2,848 | 3,945 |
| 营业外收入 | 0.37 | 0.35 | 1.00 | 0.57 | 0.64 |
| 营业外支出 | 0.81 | 6.98 | 2.77 | 3.52 | 4.42 |
| 利润总额 | 1,814 | 2,089 | 2,040 | 2,845 | 3,941 |
| 所得税 | 90.46 | 177.83 | 131.43 | 189.07 | 283.78 |
| 净利润 | 1,724 | 1,911 | 1,909 | 2,656 | 3,658 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 1,724 | 1,911 | 1,909 | 2,656 | 3,658 |
| EBITDA | 1,711 | 1,967 | 1,811 | 2,558 | 3,551 |
| EPS (人民币, 基本) | 3.21 | 3.56 | 3.55 | 4.94 | 6.80 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 63.23 | 23.43 | 10.91 | 24.70 | 29.88 |
| 营业利润 | 90.75 | 15.47 | (2.55) | 39.43 | 38.54 |
| 归属母公司净利润 | 92.05 | 10.86 | (0.11) | 39.10 | 37.73 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 91.66 | 91.42 | 92.19 | 92.75 | 93.22 |
| 净利率 | 60.62 | 54.45 | 49.04 | 54.71 | 58.01 |
| ROE | 33.00 | 29.51 | 22.77 | 24.05 | 24.88 |
| ROIC | (207.72) | (235.23) | (59.03) | (207.50) | (63.94) |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 26.99 | 23.81 | 33.32 | 20.26 | 32.53 |
| 净负债比率 (%) | (114.59) | (111.29) | (133.14) | (110.02) | (134.07) |
| 流动比率 | 3.47 | 3.76 | 2.75 | 4.51 | 2.84 |
| 速动比率 | 3.46 | 3.76 | 2.75 | 4.51 | 2.84 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.46 | 0.45 | 0.37 | 0.37 | 0.35 |
| 应收账款周转率 | 89.70 | 83.23 | 93.48 | 88.80 | 88.50 |
| 应付账款周转率 | 5.56 | 4.90 | 5.04 | 5.17 | 5.04 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 3.21 | 3.56 | 3.55 | 4.94 | 6.80 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.84 | 3.96 | 7.26 | 1.88 | 14.15 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.72 | 12.05 | 15.60 | 20.54 | 27.34 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 37.12 | 33.48 | 33.52 | 24.10 | 17.50 |
| PB (倍) | 12.25 | 9.88 | 7.63 | 5.80 | 4.35 |
| EV EBITDA (倍) | 33.89 | 28.86 | 29.17 | 20.27 | 12.47 |

免责声明

分析师声明

本人，谢春生，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司