

2020年07月06日

数据分析为要的国内市场研究服务翘楚

慧辰资讯(688500)

慧辰资讯通过将数据科学技术和垂直领域专业分析方法模型相融合的方式为行业头部客户及政府机构提供数据分析服务，是国内领先的以数据分析为手段，向多行业头部客户提供市场研究服务的细分产业领先者。

主要观点：

- 慧辰资讯的核心竞争力：**(1) 基于深度产业理解的数据分析及相应的解决方案能力；(2) 股权激励捆绑核心员工。
- 数据服务产业未来3年复合增速不低于30%，流量场景变现有望爆发，未来3年市场研究年均增速10-20%。**(1) 数据为重要资产，基于数据流量的价值创新呈现爆发态势。(2) 未来3年头部市场研究公司的营收年复合增速有望达10-20%区间，该预测数据参考国内外领先咨询机构的增速合理推算得到。
- 预计2020-2022年营收/毛利年复合增速为10.08%/9.97%。**慧辰资讯的营收由通信、快消、烟草、汽车等多行业的头部企业的上千个市场研究合同累计得到，具有需求和毛利率稳定特点，预计2020-2022年的营收及毛利均能实现10%左右增长。
- 盈利预测及估值。**预计2020-2022年归母净利润分别为6708.70/8023.27/8926.46万元，年复合增速13.66%。结合业务特点，选取拓尔思、汇纳科技以及科创板中市值相对较小的企业服务类标的致远互联、紫晶存储等为可比标的，给予其可比公司最高的估值水平70倍市盈率，对应合理估值为46.96亿元，目标价63.22元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

应收账款无法回收的风险、参股公司及并购公司业绩不达预期的风险、数据使用合规风险、实际控制人持股较低的风险、流动性风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	360.23	383.94	388.22	456.73	512.09
YoY (%)	13.79%	6.58%	1.11%	17.65%	12.12%
归母净利润(百万元)	61.25	60.79	67.09	80.23	89.26
YoY (%)	117.15%	-0.75%	10.36%	19.60%	11.26%
毛利率 (%)	39.14%	39.12%	39.15%	39.20%	39.30%
每股收益(元)	1.13	1.12	0.90	1.08	1.20
ROE	11.42%	10.17%	4.41%	5.22%	5.61%
市盈率	-	-	-	-	-

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价： 63.22

分析师：王秀钢
 邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519020001

联系人：李化
 邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：余凌菲
 邮箱：yulf@hx168.com.cn

正文目录

1. 复合技术&股权共享驱动的多行业领先的市场研究服务商.....	3
1.1. 数据技术&并购整合双引擎驱动的市场研究服务商.....	3
1.2. 核心竞争力：领先的数据分析技术&充分的股权激励.....	5
1.3. 对外投资&三费下降，近3年归母净利润年增速高达56.85%.....	10
2. 流量场景变现爆发，预计未来3年市场研究均速10-20%.....	12
3. 预计2020-2022年营收/毛利年复合增速为10.08%/9.97%.....	15
3.1. 丰富的大客户资源&海量订单模式确保营收平稳持续.....	15
3.2. 预计2020-2022年营收/毛利年复合增速为10.08%/9.97%.....	18
4. 预计未来3年净利润复合增速13.66%，买入.....	19
4.1. 募投分析：提升传统业务效率，扩展业务边界.....	19
4.2. 预计2020-2022年归母净利润年复合增速达13.66%.....	20
4.3. 估值：目标价63.22元，买入评级.....	20
4.4. 风险提示.....	21

图表目录

图1 慧辰资讯并购整合历程.....	4
图2 慧辰资讯技术发展历程.....	4
图3 数据技术能力体系.....	7
图4 垂直行业理解技术体系.....	7
图5 主要客户行业分布.....	8
图6 2013-2019年公司营业收入及增速.....	11
图7 2016-2019年公司经营净现金情况（万元）.....	11
图8 2013-2019年公司毛利率情况.....	11
图9 2013-2019年公司归母净利润及增速.....	11
图10 公司应收账款、应付账款期末余额情况.....	12
图11 2018-2023年中国GPU服务器市场规模及增速.....	13
图12 2016-2021年中国大数据服务行业市场规模及增速.....	13
图13 2013-2019年中国市场调研行业市场规模及增长.....	15
图14 2018年我国市场调研行业收入结构.....	15
表1 慧辰资讯前五大客户营收及收入占比情况.....	5
表2 世界500强企业的委托服务是公司主要收入来源（万元）.....	8
表3 公司核心团队持股情况及比例.....	9
表4 通过员工持股平台激励业务线研究总监的机制已然确立.....	9
表5 通过股权方式进行整合收购的案例.....	10
表6 数据资产发挥效用的商业模式.....	14
表7 主要客户近3年的营收情况.....	16
表8 慧辰资讯数据分析&解决方案营收情况.....	18
表9 慧辰资讯整体营收及毛利预测.....	19
表10 慧辰资讯募投项目基本情况整理.....	19
表11 慧辰资讯利润预测.....	20
表12 可比公司及其估值.....	21

1. 复合技术&股权共享驱动的多行业领先的市场研究服务商

慧辰资讯成立于 2008 年，全称为北京慧辰资道资讯股份有限公司。公司主要为行业头部企业和国内政府机构提供基于企业内外部数据、消费者态度与行为数据和行业数据的业务经营分析与应用、定制化行业分析应用解决方案等服务，是以数据分析应用技术为核心的科技创新型企业。

1.1. 数据技术&并购整合双引擎驱动的市场研究服务商

纵观公司发展历程，根植数据分析领域，以资本整合为重要路径，向全球领先企业提供持续基于数据分析的市场研究服务成为慧辰资讯最为突出的成功基因。(1) 从公司业务领域形成的历史看，通过并购整合来实现基于数据分析核心能力的行业及应用领域的延伸是公司发展壮大的重要基因。①在 2016 年完成的定向增发中，扣除发行费用后实际募集资金净额达 2.59 亿元。私募产权基金浙江景裕、德之贵、金石灏洵、东证周德、三峡金石、聚合润邦、宁波招银、珠海乾亨、江苏一带一路基金等成为公司的重要股东。②2017 年 11 月，通过定向增发方式收购信唐普华 48% 股权，布局政府大数据业务。信唐普华是一家基于数据深度分析与应用的数据智能解决方案商。公司通过专业体系融合数据，基于独有的 AI（人工智能）智能技术+专业分析方法论的综合技术能力，帮助政府部门和商业公司实现智慧化管理和辅助科学决策。信唐普华可以为城市管理者提供智慧城市、智慧文旅（基于消费大数据进行景区规划与运营优化策略）与辅助经济决策（基于市政民生消费大数据分析发现城市经济运行/资源配置问题），为垂直行业（应急管理、生态环境等）结合行业大数据构建智能监管运营能力（自动问题发现、趋势预测与最优处理策略等）。③2018 年 11 月，通过发行股份收购控股子公司剩余股权的方式实现对汇知意德和上海瑞翰的完全持股。汇知意德的主营业务系为汽车领域客户提供数据分析服务，2019 年实现净利润 482.73 万元。上海瑞翰的主营业务系为各行业客户提供基于 CRM 基础的数据分析及解决方案，2019 年实现净利润 747.01 万元。(2) 从技术发展的角度看，始终专注围绕数据分析核心业务主线，伴随信息及数据技术的不断演进而提升其技术实力，构筑业务门槛，进而成为国内领先的面向世界 500 强为主的企业提供商业数据分析的领先型组织。① 主营模式确立阶段（2008-2012 年）：公司的前身为 2008 年成立的邓白氏慧聪。在创立初期，以分析、处理结构化关系型数据为主，主要通过统计分析技术实现商业企业相关业务专业分析模型。② 技术发展阶段（2012-2016 年）：2012 年起，随着数据资源（尤其是消费行为数据）的迅速增加，基于机器学习与自然语言处理等技术，公司开始积极研发和优化面向消费者分析业务的专业数据模型以及面向多维数据与数据科学技术驱动的分析技术与软件系统。公司在业内率先实现了对包括企业内外部数据、消费者态度与行为数据和行业数据的多维度数据的分析；③ 技术壁垒和行业竞争优势确立阶段（2016-2019 年）：2016 年起，公司针对更多领域多维异构数据的要求，通过人工智能的深度学习算法进一步提升现有分析模型的能力与精度。同时，公司将多年来在垂直行业积累的行业方法论逐步转化为垂直行业专有数据分析模型，并与公司已有的数据科学技术有效融合，形成了公司特有的技术壁垒和行业竞争优势。④ 扩大服务领域阶段（2019-至今）：2019 年起，公司面向物流、环保、工业/物联网等新的数据应用领域，在深度学习基础上探索加强强化学习技术的应用，建立了满足物联网相关场景（如溯源与故障预测）的分析预测模型与最优控制策略生成能力。同时基于公司的行业认知优势，逐步构建各行业知识图谱与垂直领域的图计算技术能力，使分析模型的行业深度与智能化能力进一步提升。(3) 通过核心技术持续向世界领先的通信、汽车、快消等行业用户提供包括消费者分析、渠道研究、客户满意度研究、传播效果研究等在内的市场研究服务成为公司业务的坚实基本盘。在 2017-2019 年的财报数据中显示，中国移动、长安汽车、华为始终是其前五大客户，除来自中国

移动的营收占比在 20%左右以外，其他前五大客户的营收占比均低于 6%，显示良好的客户粘性及不依赖于单一客户的韧性。此外，中国烟草、欧莱雅等快消领域也经常登录公司前五大客户之列，显示公司在快消、汽车、通信及科技等行业的市场研究领域具有突出实力。

图 1 慧辰资讯并购整合历程



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 2 慧辰资讯技术发展历程



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 1 慧辰资讯前五大客户营收及收入占比情况

报告期	公司名称	客户性质	销售额 (万元)	占比
2017 年	中国移动	世界 500 强	5,586.54	17.65%
	重庆长安汽车股份有限公司	大型国企	1,826.79	5.77%
	欧莱雅 (中国) 有限公司	世界 500 强	1,710.80	5.40%
	一汽-大众销售有限责任公司	世界 500 强	1,572.16	4.97%
	华为技术有限公司	世界 500 强	931.84	2.94%
	合计			36.73%
2018 年	中国移动	世界 500 强	7,229.92	20.07%
	一汽-大众销售有限责任公司	世界 500 强	1,514.91	4.21%
	重庆长安汽车股份有限公司	大型国企	1,496.72	4.15%
	华为技术有限公司	世界 500 强	1,119.04	3.11%
	欧莱雅 (中国) 有限公司	世界 500 强	1,105.51	3.07%
	合计			34.61%
2019 年	中国移动	世界 500 强	6,715.34	17.49%
	重庆长安汽车股份有限公司	大型国企	1,960.85	5.11%
	中国烟草	大型国企	1,713.89	4.46%
	东风汽车有限公司	世界 500 强	1,627.55	4.24%
	华为技术有限公司	世界 500 强	1,165.04	3.03%
	合计			34.33%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.2. 核心竞争力：领先的数据分析技术&充分的股权激励

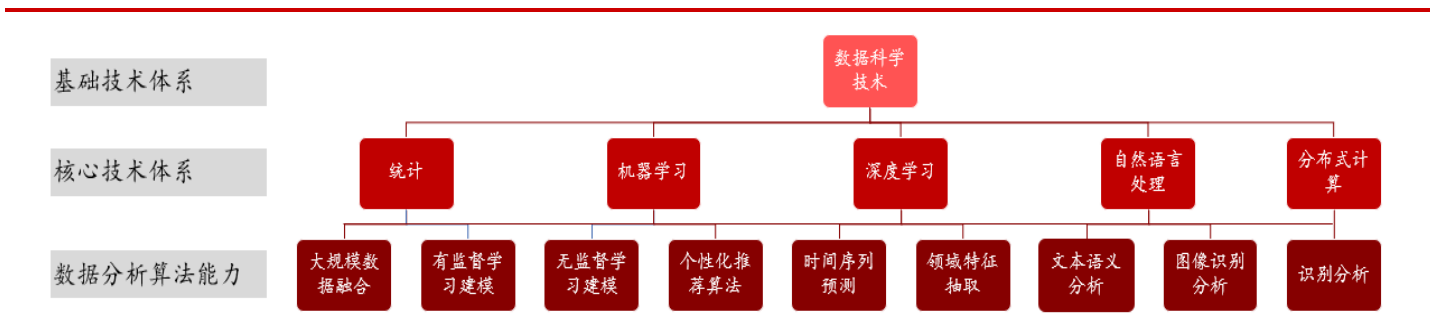
经过十余年的发展，慧辰资讯已经发展成为具有国内领先的的数据分析服务提供商，助力全球领先企业更富效率的认识中国市场，提升营销及客户服务的整体效率。而之所以能够在充分竞争且知识密集的市场研究及咨询服务领域脱颖而出，慧辰资讯的核心竞争力来自于不断突破且行业领先的数据分析技术及丰富的实操经验，这种能力与经验的沉淀可以带来良好的业界口碑，成为公司持续服务中国移动、长安汽车、华为、欧莱雅等全球领先客户的坚实基础；与公司业态相对应，慧辰资讯的产品以无形的研究报告、咨询建议、市场营销解决方案的方式存在，其客户满意度高度依赖于慧辰资讯的行业洞察力与专业判断力，对人力资源的依赖程度更高，由此需要基于合伙制的思想来实现充分的股权激励，慧辰资讯的股权安排是其基业长青的体制基石。

1.2.1. 领先的数据分析方法论体系及实操经验奠定客户持续认可基石

以卓越研发负责人领军，整合数据分析技术及垂直行业洞察力，实现在消费者分析、营销渠道分析、个性化数据分析模型等领域的融合创新，夯实公司在通信与科技、汽车、快消等领域的市场研究服务能力，形成领先的客户口碑及稳定的客户占有，未来有望将这一能力复制到环保、智慧城市等新兴领域。(1) 公司核心团队深耕市场研究服务领域 20 余年，夯实护城河。董事长赵龙自 1999 年起就在公司前身北京慧聪国际资讯有限公司，历任研究员、研究经理、IT 研究所所长、研究院副院长、研究院院长、慧辰资讯董事长、总经理，深谙市场研究专业技术力量成长的全过程，具备非常难能可贵的宝贵经验。副董事长刘晓葵先后担任武汉市统计局主任科员、武汉亚信市场咨询有限公司总经理、任思玮市场咨询有限公司武汉分公司总经理、任益普索大中华区高级副总裁、慧辰资讯副董事长、副总经理，具有超过 30 余年的数据分析及市场研究从业经验。公司董事、副总经理余秉秩先后供担任任联合利华（中国）有限公司高级研究经理、任现代国际市场研究公司（上海）分公司总经理、任丹思卡威监事、慧辰资讯董事及副总经理，具备丰富的快消行业市场研究经验。(2) 研发领军人物具有卓越的国内教育背景，奠定公司技术领先基石。公司核心技术人员马亮和王驰分别毕业于清华大学和北京邮电大学计算机系，并获得博士学位，在数据建模、数据处理、机器学习和人工智能算法等数据科学技术领域具有深厚的专业背景，并具备多年理论和实践经验的积累；核心技术人员韩丁针对公司业务中的核心分析服务场景，建立了核心分析的方法体系。(3) 数据技术与垂直行业洞察有机结合，针对全球领先企业输出市场营销解决方案的能力被行业充分认可。一方面，在数据科学技术领域，公司经过长期技术积累和实践经历，形成了以统计学、机器学习、深度学习、自然语言处理和分布式计算为主的数据处理、分析能力。另一方面，在垂直行业分析方法论方面，公司通过对消费者心理学、消费者行为学和微观经济学等基础学科相关理论的研究、概括和总结，形成了行为投射理论、消费决策心理理论、均衡价格理论和垂直领域知识等分析方法论，并将其演化为垂直领域的自主专业分析模型，对提升公司数据分析结果和解决方案效果有着强大助力。在公司初期进入某个行业的时候，基于数据分析的解决方案以客户定制化业务为主，通过服务行业头部企业积累经验，公司逐渐将 60%-80% 的服务功能进行标准化、模块化，供服务相同领域后续企业时使用。该方法可显著提高公司系统功能模块的复用程度，提升行业应用解决方案的整体效率。(4) 慧辰资讯具有综合、全面的市场研究服务能力，助力全球领先企业更好的服务其中国市场。具体包括：① 消费者分析：创新性地将消费者心理学的行为投射模型与行业规则相结合，基于机器学习算法构建自动分析模型，从而生成更贴近于消费者真实消费价值观的标签数据。此类画像标签对消费者行为和心理的描述更加准确而其稳定，并可以快速应用于其他相关行业。目前，消费者分析服务已广泛应用于汽车、TMT 等领域，帮助客户优化消费者的细分服务、产品设计创新与广告投放优化等业务。② 营销渠道和销售终端分析优化服务：公司创新性地将线上数据与线下数据进行融合，通过将公司专有的线上画像分析模型与店内图像视频分析模型进行拟合优化，解决商圈用户特性分布、店内消费动线与商品销售转化等核心问题，进而帮助客户实现扩展营销渠道或提高销售终端坪效的目标。目前，该类服务的主要客户包括大型零售商超和汽车 4S 店等。③ 快消领域的个性化数据分析模型：公司创新性地建立了基于连续用户业务数据和机器学习推荐技术结合的个性化分析应用服务，采用基于业务模型、机器学习和推荐引擎算法等方法，构建个性化用户预测模型。该模型可根据消费者产品购买历史数据进行数据分析，预测该消费者的消费特性，并给出匹配该客户的产品推荐策略。该模型可以显著降低销售管理策划人员的工作量并提高企业响应速度，提升企业精细化营销与个性化服务的体系化能力。该模型已在美妆行业中的众多外资企业得到应用。(5) 算法模型的快速迁移，助力开拓全新业务场景。对于存在大量生产数据或监控数据的传统行业，由于缺少相应模型或分析方法，整体

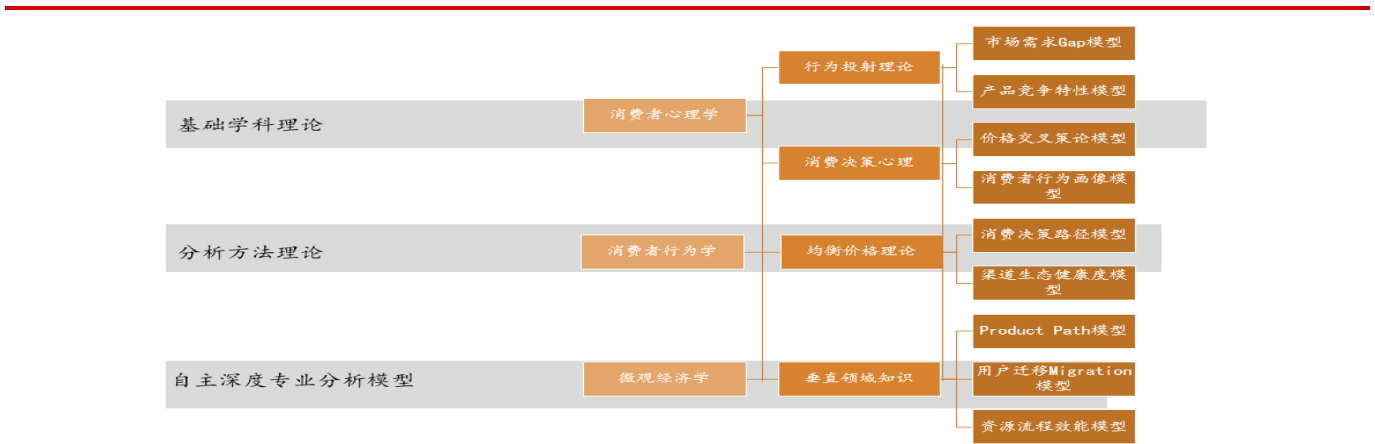
运营效率较低，经营成本较高。慧辰资讯有望将其领先的数据技术及行业洞察力用于环境保护、智慧城市等新型场景。以生态环保行业为例，大气污染物的传播溯源分析是其重点关注的问题。常规方法主要采用传统物理理论模型（如高斯烟雨模型）结合监测统计性数据进行溯源，由于理论模型存在很多假设在现实中并不成立，导致分析结果误差大，波动大，且分析粒度也无法满足监管需要。公司在高斯烟雨理论模型基础上，增加基于环保监测数据与深度学习算法结合的污染偏差预测模型，生成更为准确和细粒度的溯源分析结果，并且具有更高的时效性与自动化程度。同时，公司正在类似的数据优化模型逐步应用于工业生产等相关领域，希望降低上述传统行业的经营成本并实现节能减排。（6）**公司品牌影响力大，具有长期稳定的客户优势，市场规模行业领先。**凭借专业的技术能力、应用落地能力和多年积累的行业经验，公司产品覆盖了众多商业领域，广泛应用于汽车、TMT、环保、教育、快消、医疗等多个商业领域，获得了大量优质客户，其中包括华为、联合利华、欧莱雅、奔驰、奥迪、西安杨森等国内外知名企业，以及中国移动、中石油、国家电网、一汽集团、中国烟草等国资大型行业客户。优质的客户资源不仅为公司贡献长期稳定的经营业绩，同时也充分证明了公司的服务能力，提升了公司的品牌竞争力，并形成了良好的示范效应，有助于公司在同行业内吸引更多的优质客户。

图 3 数据技术能力体系



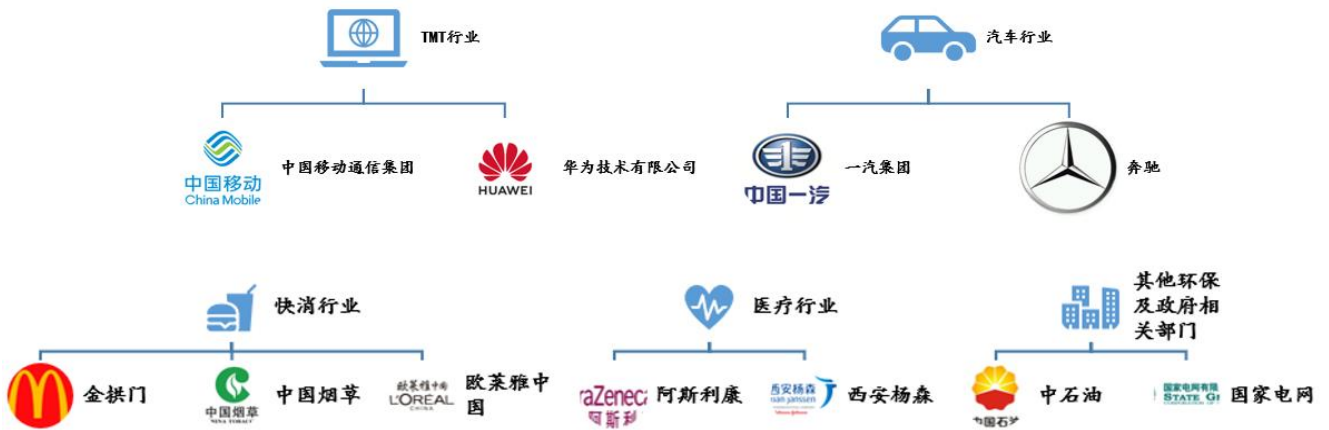
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 4 垂直行业理解技术体系



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 5 主要客户行业分布



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 2 世界 500 强企业的委托服务是公司主要收入来源（万元）

期间	世界五百强		大型国企		政府机构	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
2017	17,191.96	54.31%	2,365.46	7.47%	413.4	1.31%
2018	18,045.85	50.10%	2,172.66	6.03%	1,478.32	4.10%
2019	18,517.35	48.23%	4,664.56	12.15%	347.56	0.91%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.2.2. 充分的股权激励与共享为专家服务型组织奠定持续发展基础

慧辰资讯的主要客户包括世界 500 强、大型国企和政府类机构，并以世界 500 强客户为主，且公司世界 500 强客户数量和数量占比均显著高于同行业公司。(1) 公司核心团队间接持有慧辰资讯上市以前的股权达 39.60%，涉及 9 人。具体而言，担任公司高管的赵龙、刘晓葵、余秉轶、马亮、张海平、何伟、徐景武、王驰、韩丁的持股比例分别为 24.49%/3.46%/4.34%/0.63%/0.13%/5.84%/0.27%/0.01%/0.43%，体现公司形成过程中的贡献，彰显股权共享与充分激励的合伙文化与机制。(2) 员工持股平台聚行知、承合一分别持有慧辰资讯上市以后的股权比例为 3.38%，1.67%，涉及到 49 名员工，占全部员工的比例达 10.68%。我们进一步注意到，通过员工持股平台充分激励了各条业务线的研究总监，有助于专家型组织的稳定——在两大员工持股平台上，共激励研究相关人员共 15 人，占总员工持股人数的 30.61%，合计持有股权比例为 0.82%。(3) 公司形成的过程中，通过股权方式整合并购了信唐普华，汇知意德和上海瑞翰，通过股权型收购来实现对专家服务型团队的有效激励亦是非常重要的激励方式。

表 3 公司核心团队持股情况及比例

姓名	职位	发行前间接持股比例	发行后间接持股比例
赵龙	董事长、总经理	24.49%	18.37%
刘晓葵	副董事长、副总经理	3.46%	2.60%
余秉轶	董事、副总经理	4.34%	3.25%
马亮	董事、核心技术人员	0.63%	0.47%
张海平	监事	0.13%	0.10%
何伟	副总经理	5.84%	4.38%
徐景武	财务负责人、董事会秘书	0.27%	0.21%
王驰	数据平台部高级数据挖掘经理、核心技术人员	0.01%	0.01%
韩丁	TMT 事业群总经理、核心技术人员	0.43%	0.32%
合计		39.60%	29.70%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 4 通过员工持股平台激励业务线研究总监的机制已然确立

员工姓名	合伙人性质	任职	出资份额 (万元)	出资比例	发行前间接持股比例	发行后间接持股比例
刘冰新	有限合伙人	上海慧辰高级研究总监	23.85	2.24%	0.10%	0.08%
文亚琴	有限合伙人	上海慧辰高级研究总监	45.05	4.24%	0.19%	0.14%
姚楠	有限合伙人	上海慧辰研究副总监	15.90	1.50%	0.07%	0.05%
张佳佳	有限合伙人	上海慧辰研究经理	2.89	0.27%	0.01%	0.01%
张瑞丽	有限合伙人	上海慧辰研究副经理	2.89	0.27%	0.01%	0.01%
章佳华	有限合伙人	上海慧辰研究经理	4.59	0.43%	0.02%	0.01%
张家未	有限合伙人	上海慧辰研究经理	1.44	0.14%	0.01%	0.00%
程亚杰	有限合伙人	上海慧辰高级研究员	1.44	0.14%	0.01%	0.00%
Durable&Service 事业部研究						
吴旭	有限合伙人	总监	11.91	2.26%	0.05%	0.04%
骆利娟	有限合伙人	耐用品事业部研究经理	7.97	1.51%	0.03%	0.03%
Durable&Service 事业部研究						
韩俊	有限合伙人	副总监	11.91	2.26%	0.05%	0.04%
张昊	有限合伙人	汽车事业部研究总监	10.60	2.01%	0.04%	0.03%
高春生	有限合伙人	汽车事业部研究总监	15.90	3.02%	0.07%	0.05%
白峰	有限合伙人	通信事业部研究经理	15.90	3.02%	0.07%	0.05%
周凡	有限合伙人	医疗事业部研究总监	21.20	2.09%	0.09%	0.06%
合计					0.82%	0.61%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 5 通过股权方式进行整合收购的案例

收购事件	交易时间	交易标的	交易对方	概况
收购信唐普华 48%的股权	2017 年 6 月	信唐普华 48%的股权。	宁波信厚	信唐普华的股东全部权益评估价值为 14,648.33 万元，双方协商确定交易价格确定为 6,864 万元，由公司可以向宁波信厚发行股份的方式支付。
收购汇知意德 49%的股权	2014 年 12 月、 2018 年 6 月	汇知意德 49%的股权。	上海汇兮	汇知意德的股东权益价值为 4,729.07 万元，双方协商确定交易价格为 23,118,345 元，由公司可以发行股份和支付现金的方式支付。
收购上海瑞翰 49%的股权	2016 年 1 月、 2018 年 10 月	上海瑞翰 49%的股权。	永新县双 贛	上海瑞翰的股东权益价值为 10,810.97 万元，本次交易价格为 52,951,349 元，由公司可以发行股份和支付现金的方式支付。

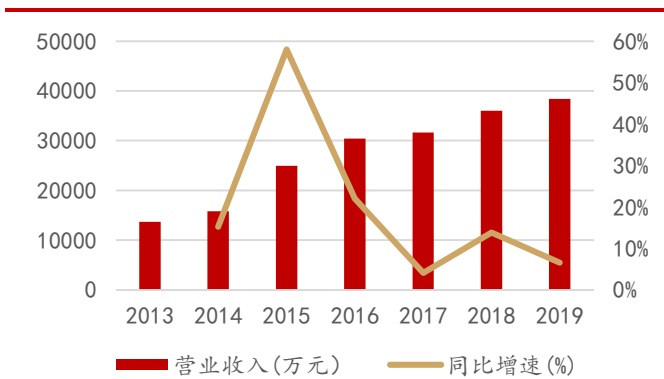
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.3. 对外投资&三费下降，近 3 年归母净利润年增速高达 56.85%

慧辰资讯三年营收与净利润复合增速分别为 8.09%，44.39%，毛利率三年较为稳定，经营净现金持续为正；应付账款占营业收入占比稳定，但应收账款占比持续走高。（1）2013-2019 年的主营营业收入分别为 1.37/1.58/2.49/3.04/3.17/3.60/3.84 亿元，复合增速 18.74%。2016 年后，公司营收稳定在 3-4 亿区间，体现在通信与科技、汽车、快消等领域的市场研究服务的市场地位相对稳定。而伴随数据成为关键的生产要素，在构筑数据要素市场大趋势的时代背景下，植根数据业务的慧辰资讯有望迎来新一轮发展契机。（2）2013-2019 年归母净利润分别为 0.14/0.17/0.21/0.16/0.28/0.61/0.61 亿元，同比增 23.30%/21.56%/-25.28%/79.05%/117.15%/-0.75%，复合增速高达 27.63%。我们特别注意到，归母净利润在 2017 年实现跨越式增长——归母净利润由 2016 年的 0.16 亿元跃升到 2017 年的 0.28 亿元，2018 年进一步跃升至 0.61 亿元，2019 年维持在 6000 万元以上的历史高位。在归母净利润跃升的背后，投资收益的放大效应以及期间费用使用上的规模效应系主要原因。（3）2013-2019 年的毛利率分别为 59.54%/61.05%/58.79%/37.28%/36.08%/39.14%/39.12%，近年基本稳定在 35-40%之间。相对刚性的毛利率体现公司在服务世界领先企业时的价格谈判能力。（4）我们特别注意到对外投资收益成为公司重要的利润来源，目前确认的投资收益主要来自于对北京慧思拓、信唐普华、广州威纳和江苏颯众四个投资主体的长期股权投资，2017-2019 年长期股权投资的投资收益分别为 280.67/806.91/1442.54 万元，其中以 2017 年末被公司收购的信唐普华的投资收益贡献最大，其主要业务为面向政府信息化发展、企业数字化转型提供软件开发、软件产品销售及数据智能应用服务，2017-2019 年营收分别为 3090.62/3992.21/5873.69 万元，同比增速为 29.19%和 47.10%。慧思拓的主营业务为提供舆情数据分析服务，2017-2019 年营收分别为 1,524.08/ 2,227.19/ 2,036.14 万元；江苏颯众的主营业务为基于数据分析的精准教学策略及运营系统服务；广州威纳的主营业务为用户体验咨询测评与体验设计，慧辰资讯已于 2018 年减持该公司股份。通过对外投资来打造数据分析及运营生态或是慧辰资讯登陆科创板以后的重要发展路径。（5）2017-2019 年营收年复合增速 8.09%的情况下，归母净利润

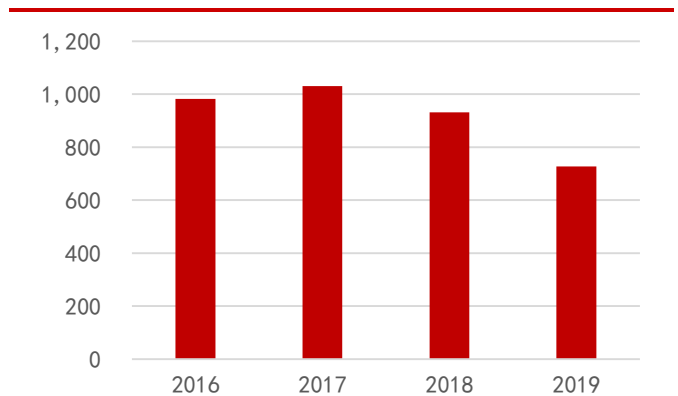
年复合增速高达 56.85%，期间费用的规模效应加速显现：2017-2019 年管理费用分别为 0.26/0.23/0.25 亿元，管理费用率分别为 8.20%/6.39%/6.51%，年复合增速较营收年复合增速低 12.00 个百分点；2017-2019 年销售费用分别为 0.45/0.45/0.51 亿元，销售费用率分别为 14.20%/12.50%/13.28%，年复合增速较营收年复合增速低 3.60 个百分点；2017-2019 年财务费用分别为 -0.02/-0.02/-0.07 亿元，主要系新三板募集资金沉淀的利息收入所致；2017-2019 年的研发费用分别为 0.11/0.16/0.27 亿元，研发费用上升的背后，主要系公司主动拥抱人工智能及大数据分析技术，长远布局未来发展。(6) 2017-2019 年末的应收账款余额分别为 1.19/1.70/2.02 亿元，应收账款占比持续提升，客户付款条件持续恶化的背后或有大客户结算周期的影响，亦反映公司未来亟待改善并提升效率之所在。我们进一步注意到，尽管应收账款余额持续攀升，但应收账款账龄的绝大部分集中在一年以内，风险依然相对可控。更进一步注意到，应收账款提升的同时，2017-2019 年应付账款项目余额分别为 0.88/0.96/0.98 亿元，体现公司相对较强的交付成本的转嫁能力。(7) 2017-2019 年经营净现金分别为 0.10/0.09/0.07 亿元，持续低于净利润表现，显示公司经营活动的现金创造能力与净利润的创造能力匹配程度较差。

图 6 2013-2019 年公司营业收入及增速



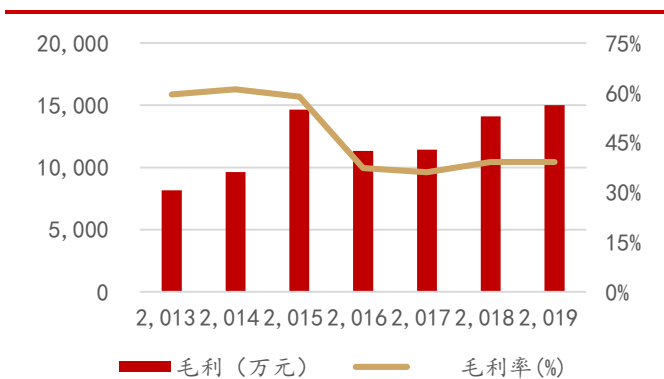
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 7 2016-2019 年公司经营净现金情况 (万元)



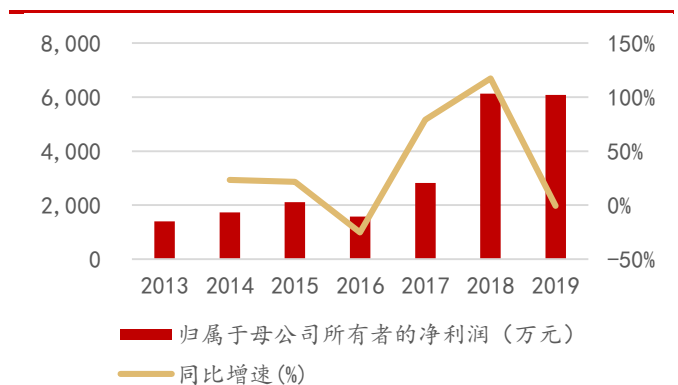
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 8 2013-2019 年公司毛利率情况



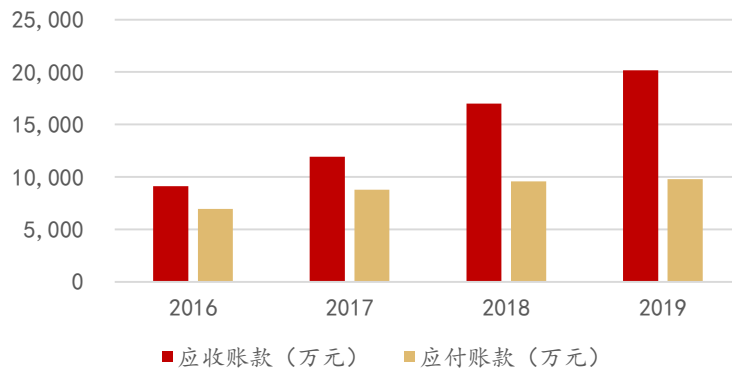
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 9 2013-2019 年公司归母净利润及增速



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 10 公司应收账款、应付账款期末余额情况



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

2. 流量场景变现爆发，预计未来 3 年市场研究均速 10-20%

数据资产伴随 20 世纪 90 年代起的企业和政府的数字化转型而产生，并随着数据处理技术的兴起、数据应用的普及和数据服务业的发展而逐步受到了社会关注和重视。在云计算和大数据技术成为社会发展关键引擎的当下，基于数据的商业模式创新前景广阔，包含数据采集、数据清理、数据建仓、数据交易、数据建模、数据场景变现等全流程在内的数据服务产业应运而生，发展势头迅猛。

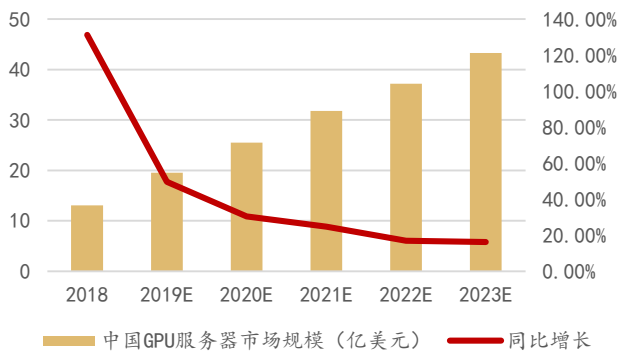
2.1.1. 预计数据服务产业未来 3 年复合增速不低于 30%

2019-2021 年中国大数据服务行业市场规模预计增速分别为 35.3%/34.3%/33.2%。

(1) **产业政策引领发展**：近年来，国家相继制定并实施一系列相关政策，着力推动数据服务产业及相关细分领域的生态建设。2016 年国务院颁布《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》强调促进数据服务业创新，推动数据探矿、数据化学等新业态发展；培育相关产业，完善产业链，促进集聚发展。相关部门陆续出台了《政务信息系统整合共享实施方案》、《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》等产业政策，旨在促进数据服务与生态环保、政府管理、工业制造业、交通运输等下游应用领域的融合发展，提升高端共性技术与产品服务的有效供给，满足社会生产、生活对数据应用和技术的多元化需求，带动模式创新和效率提升。(2) **互联网行业持续扩张，数据规模爆发式增长**：据 IDC 预测，中国数据圈规模的增长速度处于领先，预计将从 2018 年的 7.6ZB 增至 2025 年的 48.6ZB，复合增速达 30.35%。(3) **硬件算力的迅速提升，数据应用向智能化和敏捷化发展**：根据 IDC 发布的数据，2018 年中国 GPU 服务器市场规模为 13.05 亿美元，同比增长 131.2%，至 2023 年中国 GPU 服务器市场规模预计将达到 43.2 亿美元，未来 5 年整体市场年复合增长率为 27.1%，硬件算力的持续提升将为数据应用的发展奠定良好基础。(4) **中国大数据服务行业 2018-2021 年复合增速预计达 34.26%**：根据赛迪顾问发布的《2019 中国大数据产业发展白皮书》，2016-2018 中国大数据服务行业市场规模分别为 697.7/964.7/1317.3 亿元，同比增长 40.1%/38.3%/36.6%，预测 2019-2021 年市场规模分别为 1781.8/2393.1/3188.3 亿元，同比增长 35.3%/34.3%/33.2%，2018-2021 复合增速为 34.26%。(5) 基于 IDC 及赛迪顾问的预测，我们判断 2020-2022 年中国数据服务产业的年复合增速料不低于 30%。尽管作为一个全新的细分产业，

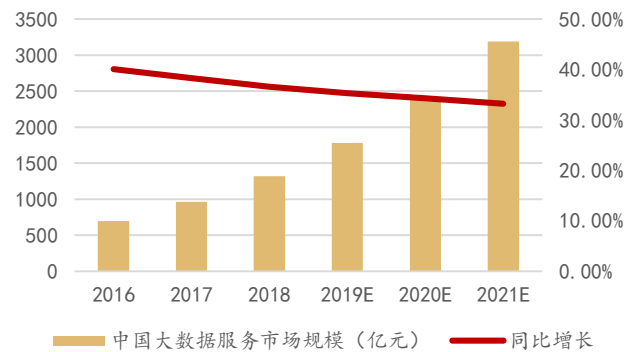
数据服务产业尚未取得权威机构的三方数据，但鉴于硬件算力以及数据规模的扩张态势，数据服务产业至少可以保持数据规模、硬件算力相关的配套产业的平均增速。

图 11 2018-2023 中国 GPU 服务器市场规模及增速



资料来源：IDC、华西证券研究所

图 12 2016-2021 中国大数据服务行业市场规模及增速



资料来源：赛迪顾问、华西证券研究所

2.1.2. 基于流量的场景变现场景具爆发性潜力

数据成为关键的资源，基于数据流量及大数据分析技术而实现场景变现场景的商业模式可以降低多方交易成本，促进社会效率的提升，数据服务公司有望基于业务流量实现计价并带来爆发性的商业革命。(1) 数据作为数字经济时代的核心生产要素，在经济社会发展过程中起到了重要作用。数据驱动型创新正在向经济社会、科技研发等各个领域扩展，成为国家创新发展的关键形式和重要方向。(2) 在数据资产发挥效用的商业模式中，大体分为两大类：①基于数据分析的决策支持——传统的市场研究、面向政府及企业的管理咨询、向政府提供的持续性的数据监测服务及决策支持、政府数据大屏显示等都属于此类。一方面，此类业务依托数据的沉淀及处理，可以显著提升传统决策方式的精准性；另一方面，此类业务的持续性较传统的以 IT 功能实现为主要特色的软件开发、系统解决方案及集成具有更强的粘性和持续性，这两方面都昭示基于数据分析的决策支持服务具有更富潜力的增长，预计增速至少数倍于经济增速的水平。②基于数据流量的持续场景变现场景——基于企业、居民的数据资产的沉淀，通过大数据赋能，实现面向企业和居民的基于数据的精准营销、基于数据的医疗健康干预与服务、基于数据的小微经营贷的决策引擎等。这类新业务具有显著的流量效应——一旦实现模式打通，在更富效率的海量客户引流效应下，数据服务产业参与精准营销分成、持续健康服务顾问收入、小微经营贷大数据之息差模式定价的数据服务费用将颠覆传统的商业业态。以小微经营贷的大数据服务为例：受制于资产规模限制，小微经营贷难以通过抵押方式获得相对低息的商业银行贷款，严重限制市场活力并影响就业质量。在这种局面下，以服务小微、提升经济活力为目的，政府通过风险担保方式进行资源链接的结合点——若政府将小微经营贷的损失概率限定在 2% 以内，小微支持资金的使用规模理论上可以放大至 50 倍，更多的小微企业将因此而受益；与此同时，大数据公司则可以发挥线下尽职调查、基于小微经营户多维高频数据的风险评估及授信、贷后跟踪等实现贷款量一定比例的数据服务收入。进一步假设一地级市市场用于小微支持资金的规模在 1 个亿/年，数据服务费率在 2%/年，则单一地级市可以释放的小微经营贷领域的大数据服务的市场潜力则高达 1 亿元左右。(3) 与 2B 或者 2G 的数据分析决策支持报告、咨询研究、数据大屏展现等业态相比，流量类型的业务能实现类 C 端互联网业态的爆发性增长，我们判断具有政府公信力、通过合理机制获得数据开发权、具备用户端数据交互场景、建模能力突出、资源整合机制理顺等诸

多方面的有机整合或是商业业态得以成功建立的基础。其中，具有数据交互场景是前提条件，是建模及场景变现的先要条件，更看好具备这种潜质的数据服务类公司在数据时代脱颖而出。(4) 基于大 G 或者大 B 做数据分析服务的业态，在商业实现形式上，更类似于大 B/大 G 的功能性业务的常规输出——市场研究可以看成是大 B 的营销部门或者销售部门的常规职能的业务外包，管理咨询属性更加明显，属于知识密集型的劳务外包。与此对应，市场研究公司亦将采用较高的工时定价、核心成员合伙及股权激励的方式来组织业务实现，长期有可能转化为基于销售绩效提升的分成模式定价，业绩弹性将大大提升。

表 6 数据资产发挥效用的商业模式

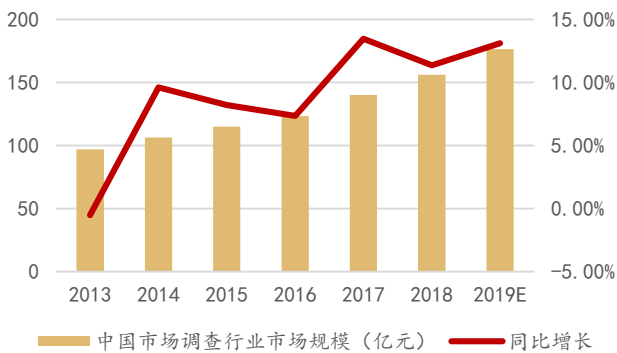
应用场景	基本假设	发展前景
基于数据流量的持续场景变现（以小微经营贷为例）	假设一：损失概率限定值	2%
	假设二：地级市市场用于小微支持资金的规模	1 个亿/年
	假设三：数据服务费费率	2%/年
		根据假设一，小微支持资金的使用规模理论上可以放大至 50 倍；同时结合假设二和三，则单一地级市可以释放的小微经营贷领域的大数据服务的市场潜力则高达 1 亿元左右。

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

2.1.3. 未来 3 年头部市场研究公司的营收年复合增速有望达 10-20% 区间

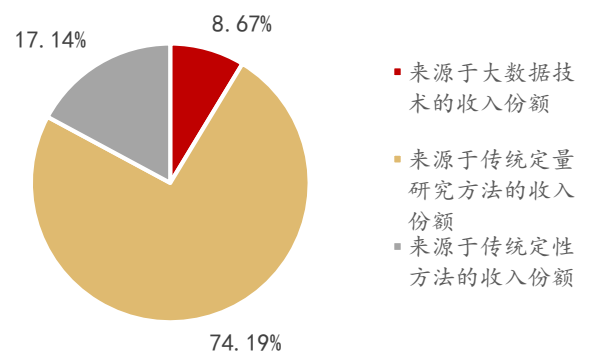
咨询行业市场规模稳步提升，市场调研规模加速增长，调研方式转型为大数据服务提供需求支撑。(1) 全球咨询行业市场规模增速基本稳定：根据咨询业媒体 ConsultancyUK 的数据，2012 年全球咨询市场的规模为 2,140 亿美元，2016 发展到 2,510 亿美元，年复合增长率达 4.1%，增速基本稳定。(2) 中国市场调研行业 2019 预计年增速 13.10%，加速上升趋势：市场调研是咨询服务的重要分支，根据中国信息协会市场研究业分会、中国市场信息调查业协会市场研究分会《2018 中国市场调查行业发展趋势报告》发布的数据，2013 年中国市场调研行业的市场规模为 96.96 亿元，此后逐年上升，2018 年市场规模为 156.03 亿元，2013-2018 年的年复合增速为 9.98%，结合慧辰资讯营收年复合增速数据，我们判断 2020-2022 年中国市场调研服务的收入年复合增速维持在 10% 左右水平。(3) 行业头部公司有望通过并购整合及更富效率的业务组织、口碑效应取得更高的增速。市场研究正在由高校师生或者咨询工作室的“作坊式”生产转变为基于股权合伙关系专业性商业组织，慧辰资讯就是其中的成功典范，方法论更加厚实，客户口碑更加强劲，上市公司的品牌及资金实力更加雄厚，我们判断头部公司未来 3 年的年复合增速高于 10%，有望落在 10-20% 的合理区间。

图 13 2013-2019 中国市场调研行业市场规模及增长



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 14 2018 我国市场调研行业收入结构



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

3. 预计 2020-2022 年营收/毛利年复合增速为 10.08%/9.97%

3.1. 丰富的大客户资源&海量订单模式确保营收平稳持续

来自海量客户的稳定持续的市场研究订单是慧辰资讯营收及业绩可持续增长的前提，我们判断稳定的客户需求及持续的市场研究需求奠定慧辰资讯营收稳健增长的坚实基础。(1) 中国移动是公司近 3 年的第一大客户，主要业务方式是向中国移动通信集团有限公司各省及市级分子公司提供客户感知及评价结果统计分析服务。公司丰富的业务经验及优质的服务，得到中国移动各分子公司一致认可，因此在维持原有省市级客户合作的同时不断增加新的合作省份，部分合作省份项目数量和合作金额也保持增长，使得来自中国移动收入不断增长。(2) 华为近 3 年持续是公司的前五大客户，公司主要为华为技术有限公司及子公司提供市场分析咨询服务，公司所执行项目的执行质量和研究深度均得到华为对应部门好评，在后续的合作中持续扩大项目合作范围，并且不断与华为其他部门建立合作，项目收入逐年增加。(3) 互联网企业：公司主要为互联网企业提供用户画像和产品进入市场前的可行性评估等服务。公司互联网行业客户较为分散，且大部分客户收入金额通常不大。(4) 广告传媒行业：广告传媒企业提供服务内容主要为对顾客进行消费行为人群分类，并提供消费行为模型标签，为市场活动提供数据支持和客户价值管理服务。与互联网行业类似，公司广告传媒行业客户较为分散，大部分客户收入不高且报告期内客户变动较大。(5) 日化行业：公司主要为日化行业企业提供用户画像和产品进入市场前的可行性评估、存量客户价值提升解决方案、消费者需求分析、NPS 等服务，公司日化行业主要客户主要为欧莱雅、联合利华、上海家化等国内外知名企业。(6) 食品饮料行业：公司主要为食品饮料公司提供消费者数据分析、广告投放测评、营销策略制定服务，公司食品饮料行业主要客户包括金拱门（中国）有限公司（原麦当劳（中国）有限公司）、美赞臣营养品（中国）有限公司、无限极（中国）有限公司等知名品牌。(7) 烟草行业：公司主要为烟草行业客户提供新品营销解决方案服务。公司烟草行业客户包括湖北中烟、中国烟草、保乐力加集团、嘉士伯等国内外知名品牌。(8) 汽车行业：公司主要为汽车行业客户提供零售渠道销售力提升、产品和服务体验评估及驱动分析，客户流失预警、用户画像及产品进入市场前的可行性评估等服务。公司汽车行业主要客户包括一汽集团、重庆长安汽车股份有限公司、东风汽车集团有限公司、奔驰、和斯巴鲁汽车（中国）有限公司等国内外知名品牌。公司与上述主要客户积累了长期的合作经验，并获得客户高度信任。(9) 政府：公司主要为政府客户提供相关数据如全民阅读指数、节

水效果等调查统计、数据标准制定、数据的传输技术指导等相关服务，公司为政府客户服务形式分为两种，一种为公司直接为政府提供服务，如水利部门、市场监督管理部门等，另一种为公司接受由其他公司转包的政府项目工作，为政府提供服务。(10) 医药：公司在医药健康行业提供专注于处方药及医疗器材市场的分析，包括用户画和产品进入市场前的可行性评估等。公司来自医药行业客户包括阿斯利康投资（中国）有限公司、西安杨森、默克雪兰诺有限公司、优时比（珠海）制药有限公司、武田（中国）国际贸易有限公司等国内外知名制药公司及其子公司。(11) 金融行业：金融、保险、咨询公司向公司采购服务主要系基于公司在数据分析方面的专业优势，双方展开合作作为最终客户开展消费者行为研究、产品定位与市场前景预测等相关咨询活动。(12) 通过招股说明书资料，我们整理了来自主要客户的近3年营收数据，我们发现：主要客户的采购意愿相对较强，客户粘性相对稳定，但业务亦因此缺乏足够的边际弹性。我们判断：丰富的大客户资源及其持续的市场研究需求为慧辰资讯带来源源不断的项目订单，营收得以维持平稳增长。

表 7 主要客户近 3 年的营收情况

细分行业	主要客户	2017 年营收 (万元)	2018 年营收 (万元)	2019 年营收 (万元)
通信行业	中国移动	5586.54	7229.92	6715.34
	华为	931.84	1119.04	1165.04
	其他	584.80	168.75	432.72
互联网及信息技术服务行业	客户较为分散，且大部分客户收入金额通常不大。			
广告传媒行业	大部分客户收入不高且报告期内客户变动较大。			
日化行业	欧莱雅	1710.80	1105.51	1160.90
	联合利华	756.43	734.42	768.40
	其他	727.26	876.71	819.22
食品饮料行业	金拱门	805.33	634.83	760.86
	美赞臣	315.00	437.68	341.23
	和路雪	174.77	165.61	201.89
	福达	76.09	208.94	124.24
	无限极	269.04	368.77	78.17
	其他	388.29	535.42	676.58
烟草行业	客户包括湖北中烟、中国烟草、保乐力加集团、嘉士伯等国内外知名品牌。			
汽车行业	重庆长安汽车股份有限公司	1826.79	1496.72	1960.85
	东风集团	524.28	706.20	1627.55
	一汽集团	1572.16	1514.91	651.34
	奔驰	789.44	318.26	224.71
	斯巴鲁汽车（中国）有限公司	402.47	300.66	3.35
	其他	3968.98	3527.00	2701.12
政府行业	持续性项目			

可长期稳定为公司贡献收入，由于普查间隔周期通常较长，使得项目主要在服务当年产生收入，后续时期则无收入产生。

医药健康	阿斯利康	350.17	441.66	542.59
	西安杨森	165.62	513.53	232.68
	优时比	74.13	138.25	132.40
	默克雪兰	167.20	230.36	85.26
	武田	39.53	149.24	-
	其他	1116.00	784.42	1693.03

金融保险&咨询服务行业 收入分布较为分散，大部分客户收入不高（金额在 50 万元以下）且客户变动较大。

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

慧辰资讯的业务以数据分析、基于数据分析的解决方案两类形式为主。(1) 数据分析业务是指公司将企业运营的多维度数据进行数据融合后，使用自身专有数据模型对融合后的数据进行分析并生成技术分析结果；针对客户的深度分析需求，公司内部行业专家将会对技术分析结果进行进一步解读并提供策略建议。数据分析业务产出物的主要形式为分析报告或者可视化分析图表，其中可视化分析图表主要通过商业智能软件以线上形式进行呈现。数据分析业务主要面向商业领域，包括 TMT、汽车、快消、零售、烟草与家电等行业。(2) 解决方案业务是公司针对客户不同业务场景下的具体需求，在数据分析结果的基础上，为客户提供进一步的应用策略、软硬件部署、业务实施与运营等服务组合，以实现客户的业务目标。以**化妆品行业 CRM 会员数据化营销解决方案项目**为例，针对客户“提升销售额”的业务目标，慧辰资讯为客户提供以下服务组合：①通过数据分析，发现影响销售提升的关键因素、问题与趋势，生成分析报告；②针对分析结果提供具体的提升销售额的策略，如针对每个会员生成个性化的产品服务方案；③在具体实施过程中，提供相关软硬件支撑，如数据应用统计软件与企业内部系统数据对接软件等；④在实际业务运营过程中，为客户提供运营支撑服务，如会员在线运营平台、线下销售活动数据跟踪管理等。以**环保管理行业的解决方案**为例，环保管理具体需求是对环保污染通过监测、分析、管理、治理等流程，最后实现有效管控的目标。发行人通过软硬件与服务结合的方式实现上述目标，主要内容包括：①环保数据采集：提供环保监测硬件及环保数据管理软件平台，实现对指定地区相关污染物数据的统一采集、管理与追溯；②污染监测分析：基于实时数据实现相关污染的预警、报警与统计；③关键问题分析：基于大量历史数据与分析模型，对业务中涉及的重要问题（如污染物组成溯源、污水治理成本效能）提供分析软件模块，通过分析结果辅助环保管理人员完成管理决策；④环保管理过程支撑：在环保管理/实施阶段，提供相关软件（如环保资源目录管理、环保监测设备生命期管理）实现资源/设备与人员的管理；⑤环保治理：在治理阶段，基于数据评估不同治理方法的成本与效能，提升治理投入的有效性，根据客户需要提供污染治理所需软硬件设备（如污水处理相关设备）。解决方案业务可应用于解决垂直行业的典型问题，如消费品企业会员管理、政府经济科学决策、企业生产节能降耗、环保行业污染溯源等的自动化和智能化处理，目前慧辰资讯已进入商业、智慧生态、智慧旅游、电力服务、工业与物联网相关多个领域。(3) 2017-2019 年数据分析业态的营收分别为 28,868.82/31,116.62/33,015.96 万元，对应 2018 年和 2019 年业务营收同比增速分别为 7.79%和 6.10%，年复合增速为 6.94%；2017-2019 年解决方案业态的营收分别为 2,787.02/4,906.09/5,377.98 万元，对应 2018 年和 2019 年业务营收同比增速分别为 76.03%和 9.62%，年复合增速为 38.91%。展望未来，公司仍将保持两种业务形态来实现营收，我们判断解决方案类业务未来有望演变成基于销售收入改善效果的流量型收入。

表 8 慧辰资讯数据分析&解决方案营收情况

	2017		2018			2019		
	收入(万元)	占比	收入(万元)	增长率	占比	收入(万元)	增长率	占比
数据分析	28868.82	91.20%	31116.62	7.79%	86.38%	33015.96	6.10%	85.99%
解决方案	2787.02	8.80%	4906.09	76.03%	13.62%	5377.98	9.62%	14.01%
合计	31655.83	100.00%	36022.71	13.79%	100.00%	38393.94	6.58%	100.00%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

3.2. 预计 2020-2022 年营收/毛利年复合增速为 10.08%/9.97%

鉴于慧辰资讯稳定丰富的客户资源及持续稳定的客户需求，我们预计 2020-2022 年的营收分别为 38822.03/45672.72/51209.19 万元，复合增速 10.08%，对应毛利分别为 15198.83/17903.71/20125.21 万元，复合增速 9.97%。(1) 2017-2019 年慧辰资讯新签合同数量分别为 1040/1097/1209 个，由此对应 2018-2019 年的新签合同数量的同比增速为 5.48%和 10.21%，我们判断单一客户的市场研究订单可能根据区域、执行时间等分拆成多个订单。考虑市场研究的持续性及客户口碑效应，我们判断未来仍将保持稳定增长态势，考虑到 2020 年上半年的疫情影响冲击，2020 年上半年的新签合同增速或将受到一定压制，但考虑到客户需求刚性，预计有望发生报复性的需求释放，假设 2020-2022 年的新签合同数量增速分别为 6%、12%和 16%；(2) 由新签合同数量及新签合同金额可以简单推算出 2017-2019 年新签合同的平均单价分别为 34.76/35.28/34.03 万元，价格刚性特点突出，显示市场研究服务的需求刚性及客户粘性属性显著，但亦显示慧辰资讯的议价能力受到一定压制，我们假设 2020-2022 年的新增合同对应的单价分别为 34/34.5/35 万元，微幅上涨反映大数据时代的需求任务增加引致的价格微调；(3) 由当年新签合同执行后确认的收入及全年整体营收（当期新签合同营收转化率）可以简单测算得到 2017-2019 年当年新签合同确认的营收占整体新签合同金额的比例分别为 65.78%/67.73%/69.04%，基本保持在稳定区间，反映当年新签合同大约有 65-70%确认为当期营收，考虑到 2020 年新签合同相对滞后，我们假设 2020-2022 年新签合同到营收的转化率分别为 65%、68%和 69%；(4) 2017-2019 年由以前年度合同确认的当期营收分别为 7874.44/9808.42/9987.64 万元，近两年保持稳定，考虑到 2020 年新签合同相对滞后，预判 2021 年将出现较为明显的上升，假设 2020-2022 年以前年度确认的当期营收分别为 10500/12000/11000 万元；(5) 2016-2019 年的毛利率分别为 36.08%/39.14%/39.12%，整体毛利率相对稳定。尽管公开资料分别披露了数据分析、解决方案两大类业务的毛利率水平，但在缺乏充分信息的情况下，我们倾向采用整体毛利率来推测公司的盈利能力，假设 2020-2022 年的整体毛利率将稳中小幅上升，分别为 39.15%、39.20%和 39.30%；(6) 根据上述假设，我们预测 2020-2022 年慧辰资讯整体营收分别为 38822.03/45672.72/51209.19 万元，对应同比增速分别为 1.12%、17.65%和 12.12%，年复合增速为 10.08%，2020-2022 对应的毛利分别为 15198.83/17903.71/20125.21 万元，对应同比增速分别为 1.07%、17.55%和 11.94%，对应年复合增速 9.97%。

表 9 慧辰资讯整体营收及毛利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	31,655.83	36,022.71	38,393.94	38,822.03	45,672.72	51,209.19
毛利率 (%)	36.08%	39.14%	39.12%	39.15%	39.20%	39.30%
毛利 (万元)	11420.95	14099.15	15021.05	15198.83	17903.71	20125.21

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

4. 预计未来 3 年净利润复合增速 13.66%，买入

作为国内领先的数据分析为主要手段的市场研究公司，慧辰资讯的募投项目专注于基于多维数据的智能分析平台以及 AIOT 行业应用解决方案云平台，未来有望进一步夯实围绕数据分析的商业模式，限于上市初期的资料限制，本次营收预测不考虑公司在业务范围上的边界扩展。

4.1. 募投分析：提升传统业务效率，扩展业务边界

两大募投项目的实施将推动慧辰资讯在市场研究全流程中数据采集、数据分析等方面的效率，甚至有望带来全新的业务领域。两大募投项目包括：(1) 基于多维度数据的智能分析平台项目：项目的建设将提升公司多维度数据的采集、融合和自动分析能力，通过自动化数据技术对接与融合，进一步扩展现有数据的采集方式；自动化智能数据算法分析模型，可大量替代行业专家的常规分析，减少公司人力成本支出，提高数据分析效率；同时开发部署基于云端的标准化业务分析产品，降低本地部署的定制化产品系统的应用，使公司在数据处理技术层面可以适应未来行业发展要求，保持行业领先水平，满足行业数据分析应用业务的需求，为公司未来业务的持续发展奠定坚实的基础。本项目总投资 15079.70 万元，项目实施周期约 36 个月。(2) AIOT 行业应用解决方案云平台项目：本项目是公司在现有业务基础上，提升物联网相关行业的数据分析拓展能力，包括物联网数据基础能力建设、面向物联网的智能数据分析模型研发、产品研发/服务体系支撑升级和核心技术团队的搭建。项目建设将使公司数据分析平台更好地支持物联网数据的应用，并通过数据科学技术实现面向物联网行业数据的智能自动化分析，代替部分行业分析专家来减少企业人工成本，提升公司数据分析效率，使公司数据智能分析能力在物联网数据领域保持领先，更好支持后续物联网数据应用业务发展。本项目总投资 38178.57 万元，项目建设周期 36 个月。(3) 两大募投项目的实施，有望拓展公司的业务边界——在数据采集侧，有望引入物联网技术来采集原始数据，在数据分析侧，有望大量采用自动化技术来代替专家访谈，进而提升市场研究的效率甚至拓展出新的业务范围。

表 10 慧辰资讯募投项目基本情况整理

序号	募投项目	项目投资金额 (万元)
1	基于多维度数据的智能分析平台项目	15079.70
2	AIOT 行业应用解决方案云平台项目	38178.57
	合计	53258.27

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

4.2. 预计 2020-2022 归母净利润年复合增速达 13.66%

公司正处于创新业务布局的黄金阶段，前期渠道搭建和研发费用在未来一定阶段维持增长态势，但产出效应有望显著释放，预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速达 13.66%。(1) 2016-2019 年税金及附加营收比分别为 0.47%、0.47%、0.40%和 0.30%，假设 2020-2022 年的税金及附加营收比均为 0.30%，这种假设基于税收环境基本保持不变且公司的主营业务不发生根本性变化进而影响使用的税率条款；(2) 2016-2019 年的销售费用率分别为 14.74%、14.21%、12.55%和 13.16%，销售费用率维持在 13%左右，但伴随营收规模扩大，预计销售费用将缓慢下降，结合疫情冲击，假设 2020-2022 年的销售费用率分别为 13.20%、13%和 12.80%；(3) 2016-2019 年公司管理费用率分别为 11.12%、8.37%、6.38%和 6.4%，考虑到上市及疫情影响，假设 2020-2022 年管理费用率分别为 7.00%、6.20%和 6.10%；(4) 2016-2019 年的研发费用率分别为 3.66%、3.59%、4.40%和 6.90%，预计上市后将进一步扩大研发投入，假设 2020-2022 年研发费用率分别均为 6.50%；(5) 考虑上市带来的大量的募投资金，由此产生的财务费用体现为理财收益的增加，结合公司过往的财务费用率情况，假设 2020-2022 年财务费用分别为-1200/-1100/-1000 万元；(6) 2016-2019 年投资净收益项目分别为 255.62/1010.41/1782.29/1443.40 万元，我们判断未来投资收益仍是利润重要来源，在资料有限的情况下，假设 2020-2022 年的投资净收益分别为 1500/1800/2000 万元；(7) 2016-2019 年公司实际所得税率分别为 24.70%、24.33%、16.93%和 13.25%。考虑政府税收优惠政策影响，假设 2020-2022 年的所得税率分别均为 12.50%。(7) 综合以上假设，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 6708.70 /8023.27/8926.46 万元，对应年复合增速 13.66%。

表 11 慧辰资讯利润预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (万元)	30,404.57	31,655.83	36,022.71	38,393.94	38,822.03	45,672.72	51,209.19
同比 (%)		4.12%	13.79%	6.58%	1.12%	17.65%	12.12%
归母净利润 (万元)	1,575.35	2,820.63	6,125.04	6,078.94	6,708.70	8,023.27	8,926.46
同比 (%)		79.05%	117.15%	-0.75%	10.36%	19.60%	11.26%

数据来源：招股说明书、华西证券研究所

4.3. 估值：目标价 63.22 元，买入评级

作为国内领先的数据分析为特点的市场研究公司，登陆科创板以后，慧辰资讯有望享受较高的估值水平——第一，数据资产运营正在成为产业及资本市场追逐的热点，围绕数据的业态创新代表未来新经济的发展方向；第二，以数据分析为主要手段的市场研究对提升多行业头部公司的利润创造能力具有直接的贡献，是多行业营销效率提升及模式创新的重要使能器。基于公司不同于传统的大数据解决方案类公司，亦不同于互联网公司，我们判断市场对数据服务类公司的估值溢价或相对明显。结合业务特点，选取拓尔思、汇纳科技以及科创板中市值相对较小的企业服务类标的致远互联、紫晶存储等为可比标的，给予其可比公司最高的估值水平 70 倍市盈率，对应合理估值为 46.96 亿元，目标价 63.22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12 可比公司及其估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价	2020P/E	2021P/E	2022P/E
688369	致远互联	54.10	70.28	48.19	37.01	29.21
688086	紫晶存储	130.00	68.30	70.19	50.27	37.51
300229	拓尔思	82.00	11.44	41.09	32.67	25.15
300609	汇纳科技	49.88	40.98	51.05	35.01	28.34
平均				52.63	38.74	30.05

资料来源：wind、华西证券研究所（收盘价以 2020 年 7 月 6 日的收盘价测算）

4.4. 风险提示

应收账款无法回收的风险：2017-2019 年应收账款余额分别为 12152.51 万元、17304.87 万元和 20573.41 万元，其中逾期的应收账款金额分别为 1653.28 万元、1946.50 万元和 3576.65 万元，投资者需要警惕应收账款无法回收进而对预期利润产生不利影响进而拖累公司股价的风险。

参股公司及并购公司业绩不达预期的风险：投资收益是慧辰资讯重要的利润来源，一旦，信唐普华、汇知意德和和上海瑞翰的经营状况不尽人意，将产生长期股权投资的减值、商誉的减值以及投资收益的下降，进而拖累公司利润并对股价产生不利影响。

数据使用合规的风险：公司所处的数据分析行业系新兴发展行业，行业内的监管政策和个人隐私保护政策仍具有不确定性且日益加强，在未来公司业务开展中，仍不能完全避免因立法或监管政策的发展变化而引发数据合规方面的潜在法律风险；此外，因员工权限滥用引致客户数据泄露亦可能对公司信誉产生不利影响。

实际控制人持股比例较低的风险：登陆科创板以后，赵龙合计控制公司股份比例降至 27.67%，由于实际控制人持股比例较低且公司股权较为分散，发行人存在上市后被潜在投资者收购控制权的可能性，进而可能导致公司在经营管理团队、核心技术人员、发展战略等方面发生较大变化，从而导致公司未来经营发展的不确定性。

流动性风险：上市初期的市值及流通市值均相对较小，流动性可能较差。

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	383.94	388.22	456.73	512.09	净利润	62	68	81	90
YoY (%)	6.58%	1.11%	17.65%	12.12%	折旧和摊销	2	3	31	81
营业成本	234	236	278	311	营运资金变动	-35	23	-22	-15
营业税金及附加	1	1	1	2	经营活动现金流	15	67	62	127
销售费用	51	51	59	66	资本开支	-9	-12	-413	0
管理费用	25	27	28	31	投资	3	0	0	0
财务费用	-7	-12	-11	-10	投资活动现金流	-6	3	-395	20
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	19	0	0
投资收益	14	15	18	20	债务募资	0	0	0	0
营业利润	71	78	93	103	筹资活动现金流	-12	635	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-10	706	-334	147
利润总额	71	78	93	103	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	9	10	12	13	成长能力 (%)				
净利润	62	68	81	90	营业收入增长率	6.58%	1.11%	17.65%	12.12%
归属于母公司净利润	60.79	67.09	80.23	89.26	净利润增长率	-0.75%	10.36%	19.60%	11.26%
YoY (%)	-0.75%	10.36%	19.60%	11.26%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.12	0.90	1.08	1.20	毛利率	39.12%	39.15%	39.20%	39.30%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	16.04%	17.51%	17.80%	17.66%
货币资金	356	1,062	728	875	总资产收益率 ROA	8.31%	3.97%	4.64%	4.97%
预付款项	1	3	3	3	净资产收益率 ROE	10.17%	4.41%	5.22%	5.61%
存货	21	19	23	25	偿债能力 (%)				
其他流动资产	228	216	257	287	流动比率	4.74	9.38	6.25	6.63
流动资产合计	605	1,299	1,011	1,191	速动比率	4.57	9.22	6.09	6.47
长期股权投资	94	94	94	94	现金比率	2.79	7.67	4.51	4.87
固定资产	1	11	81	62	资产负债率	17.5%	9.7%	10.6%	11.0%
无形资产	8	8	320	258	经营效率 (%)				
非流动资产合计	126	136	518	437	总资产周转率	0.52	0.27	0.30	0.31
资产合计	731	1,435	1,529	1,628	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.12	0.90	1.08	1.20
应付账款及票据	98	101	119	132	每股净资产	-	-	-	-
其他流动负债	29	37	43	47	每股经营现金流	-	-	-	-
流动负债合计	128	138	162	180	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	-	-	-	-
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	-	-	-	-
负债合计	128	139	162	180					
股本	56	74	74	74					
少数股东权益	6	6	6	6					
股东权益合计	604	1,296	1,367	1,448					
负债和股东权益合计	731	1,435	1,529	1,628					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

余凌菲：中小成长及科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。