

恒生电子（600570.SH）

经营尽显韧性，费用控制成果显现

买入

核心观点

营收端尽显韧性，归母端受非经常拖累。公司发布年报，收入实现 65 亿元，同比增长 18.3%。归母 10.9 亿元，同比下降 25.4%，扣非归母 11.4 亿，同比增速 20.9%。单四季度，营收 27.65 亿，同比增长 16.4%，归母为 10.8 亿元，同比增长 38.5%，扣非归母为 8.1 亿元，同比增长 21.1%。22 年在疫情的影响下，公司收入同比增长 18.3%，实属不易，彰显龙头公司的经营韧性。从收入端来看，大资管业务增长较快，同比增长 28%，主要受益于 045 的逐步上线以及 SUMMIT 业务。从利润端来看，22 年总体毛利率 73.6%，同比增长 0.6 个百分点，销售、管理、研发费用率分别为 9.5%/13.4%/36.1%，同比分别下降 0.6、增加 1、下降 2.9 个点，总体而言费用控制效果良好。由于 22 年资本市场疲软，所以公司非经常损益为亏损 0.5 亿，去年同比为+5.2 亿，故公司归母净利润增速出现下滑。

费用控制良好，利润弹性未来可期。公司 22 年总人员为 13347 人，几乎与上年持平，人员的良好控制为费用控制打下基础。若以营收减去扣非归母为费用口径，则 22Q1/22H1/22Q3/22A 的费用增速分别为 33.8%/29.9%/19.7%/17.7%，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，所以实际 22A 的费用增速更低，与收入增速形成明显的剪刀差。我们预期若公司的费用控制较好，在需求端逐渐企稳放量的过程中，公司业绩将有较大的弹性。

竞争力持续提升，核心产品进入迭代周期。根据 IDC 的全球金融科技排名，公司 22 年位列 24 位，同比进步 14 名，22 年公司研发投入 23.5 亿元，占营收比例 36.1%。公司的核心产品有望逐步进入迭代更换周期，一方面是因为技术的发展驱动 UF3.0 以及 045 产品的迭代，另一方面则是因为信创的需求带动金融机构逐步开始更换核心交易系统（集中交易系统和投资交易系统），随着公司的竞争优势不断提升，核心产品迭代周期的过程中有望进一步提升市占率。

风险提示：金融政策监管风险；行业竞争加剧；新产品落地不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。

预计 2023-2025 年归母净利润 18.01/22.16/26.74 亿元，同比增速 65.9%/22.4%/20.7%；摊薄 EPS 分别为 0.95/1.17/1.41 元，当前股价对应 PE=55.9/45.6/37.8x。公司为金融科技龙头，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,497	6,502	7,788	9,299	11,068
(+/-%)	31.7%	18.3%	19.8%	19.4%	19.0%
净利润(百万元)	1464	1091	1810	2216	2674
(+/-%)	10.7%	-25.4%	65.9%	22.4%	20.7%
每股收益(元)	1.00	0.57	0.95	1.17	1.41
EBIT Margin	10.4%	13.4%	17.6%	18.4%	19.4%
净资产收益率(ROE)	25.7%	16.0%	21.8%	21.9%	21.7%
市盈率(PE)	53.1	92.7	55.9	45.6	37.8
EV/EBITDA	124.4	102.8	68.9	56.9	46.9
市净率(PB)	13.66	14.84	12.17	9.97	8.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：朱松

021-60875155

zhusong@guosen.com.cn

S0980520070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	53.22 元
总市值/流通市值	101118/101118 百万元
52 周最高价/最低价	53.22/29.76 元
近 3 个月日均成交额	876.32 百万元

市场走势



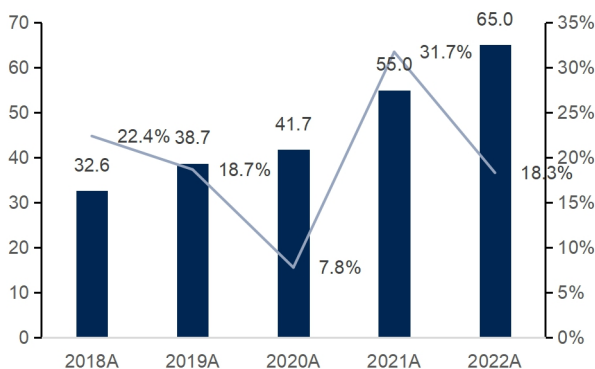
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《恒生电子（600570.SH）-Q3 单季度收入增速 26.5%，扣非同比扭亏表现较好》——2022-10-30
- 《恒生电子（600570.SH）-费用增速放缓，激励绑定员工》——2022-08-26
- 《恒生电子（600570.SH）-再次推出员工持股，上下一心助力公司中长期发展》——2022-07-03
- 《恒生电子（600570.SH）-一季度营收快速增长，全年高增长可期》——2022-04-28
- 《恒生电子（600570.SH）-营收增长提速，持续看好公司成长空间》——2022-03-31

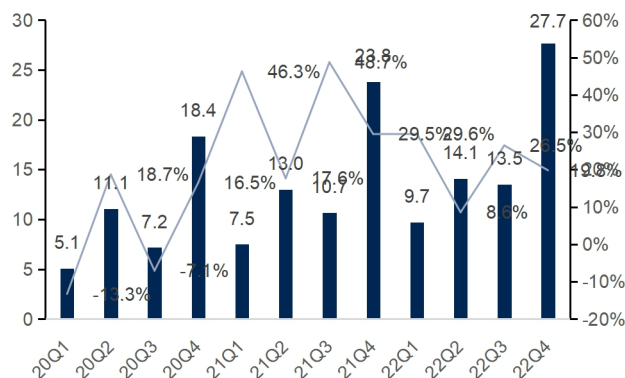
经营尽显韧性，控费效果逐步显现。22年在疫情的影响下，公司收入同比增长18.3%，实属不易，彰显龙头公司的经营韧性。从收入端来看，大资管业务增长较快，同比增长28%，主要受益于045的逐步上线以及年内收购SUMMIT业务。从利润端来看，22年总体毛利率73.6%，同比增长0.6个百分点，销售、管理、研发费用率分别为9.5%/13.4%/36.1%，同比分别下降0.6、增加1、下降2.9个点，总体而言费用控制效果良好。由于22年资本市场疲软，所以公司非经常损益为亏损0.5亿，去年同比为+5.2亿，故公司归母净利润增速出现下滑。单四季度，营收27.65亿，同比增长16.4%，归母为10.8亿元，同比增长38.5%，扣非归母为8.1亿元，同比增长21.1%，费用控制的效果较为明显。

图1：恒生电子营业收入及增速（单位：亿元、%）



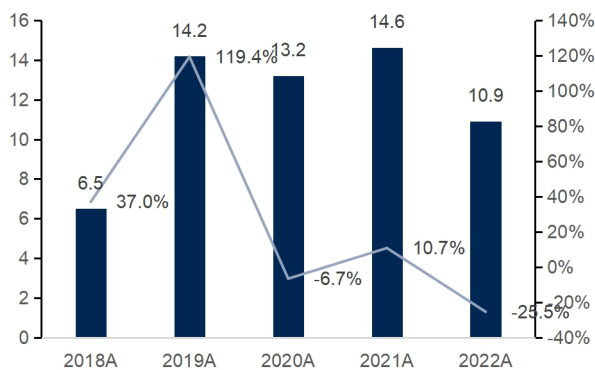
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恒生电子单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



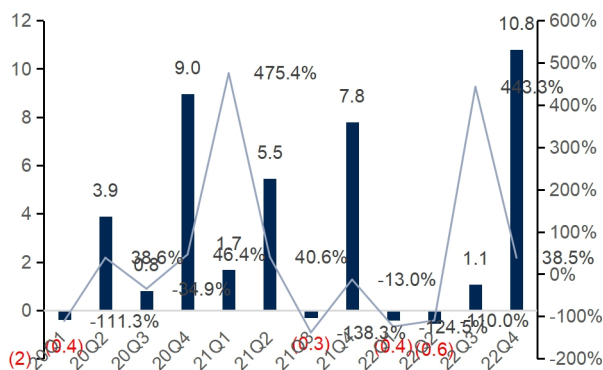
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恒生电子归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恒生电子单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计2023-2025年归母净利润18.01/22.16/26.74亿元，同比增速65.9%/22.4%/20.7%；摊薄EPS分别为0.95/1.17/1.41元，当前股价对应PE=55.9/45.6/37.8x。公司为金融科技龙头，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		20230331	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
600570	恒生电子	53.22	1011.18	0.57	0.95	1.17	1.41	92.7	55.9	45.6	37.8	16.02%	0.85	买入
688111	金山办公	473.00	2181.78	2.42	3.49	4.71	5.97	195.5	135.5	100.4	79.2	12.81%	3.09	买入
600588	用友网络	25.15	863.50	0.06	0.21	0.34	0.43	419.2	119.8	74.0	58.5	1.91%	0.53	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1728	2873	4952	7634	10822	营业收入	5497	6502	7788	9299	11068
应收款项	794	959	1067	1274	1516	营业成本	1485	1719	1941	2299	2719
存货净额	467	541	610	732	876	营业税金及附加	60	75	86	102	122
其他流动资产	54	83	78	93	111	销售费用	558	617	716	846	985
流动资产合计	5035	5954	8205	11230	14822	管理费用	681	870	951	1095	1267
固定资产	1706	1742	1572	1497	1422	研发费用	2139	2346	2726	3245	3829
无形资产及其他	376	404	389	374	359	财务费用	(1)	16	(39)	(63)	(92)
投资性房地产	3852	3634	3634	3634	3634	投资收益	276	259	250	200	200
长期股权投资	1111	1271	1321	1371	1421	资产减值及公允价值变动	426	(107)	0	100	100
资产总计	12080	13005	15121	18106	21657	其他收入	(1905)	(2232)	(2426)	(2925)	(3479)
短期借款及交易性金融负债	333	72	20	20	20	营业利润	1511	1124	1957	2394	2888
应付款项	504	556	508	610	730	营业外净收支	(1)	1	1	3	5
其他流动负债	4653	4617	5259	6225	7348	利润总额	1510	1125	1958	2397	2893
流动负债合计	5489	5245	5787	6855	8098	所得税费用	20	5	98	120	145
长期借款及应付债券	228	116	116	116	116	少数股东损益	27	29	50	61	74
其他长期负债	147	169	205	241	277	归属于母公司净利润	1464	1091	1810	2216	2674
长期负债合计	375	285	321	357	393	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5865	5530	6108	7212	8491	净利润	1464	1091	1810	2216	2674
少数股东权益	520	663	704	755	816	资产减值准备	(227)	47	(2)	(2)	(2)
股东权益	5695	6812	8308	10140	12351	折旧摊销	99	163	188	193	194
负债和股东权益总计	12080	13005	15121	18106	21657	公允价值变动损失	(426)	107	0	(100)	(100)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(1)	16	(39)	(63)	(92)
每股收益	1.00	0.57	0.95	1.17	1.41	营运资本变动	(1003)	36	457	758	873
每股红利	0.11	0.10	0.17	0.20	0.24	其它	251	(23)	43	52	64
每股净资产	3.90	3.59	4.37	5.34	6.50	经营活动现金流	157	1420	2497	3117	3702
ROIC	21.59%	21.06%	29%	43%	70%	资本开支	0	(91)	(1)	(1)	(1)
ROE	25.70%	16.02%	22%	22%	22%	其它投资现金流	732	494	0	0	0
毛利率	73%	74%	75%	75%	75%	投资活动现金流	360	243	(51)	(51)	(51)
EBIT Margin	10%	13%	18%	18%	19%	权益性融资	(6)	221	0	0	0
EBITDA Margin	12%	16%	20%	20%	21%	负债净变化	22	(113)	0	0	0
收入增长	32%	18%	20%	19%	19%	支付股利、利息	(166)	(189)	(314)	(384)	(464)
净利润增长率	11%	-25%	66%	22%	21%	其它融资现金流	129	(135)	(52)	0	0
资产负债率	53%	48%	45%	44%	43%	融资活动现金流	(164)	(518)	(366)	(384)	(464)
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	353	1145	2080	2682	3187
P/E	53.1	92.7	55.9	45.6	37.8	货币资金的期初余额	1375	1728	2873	4952	7634
P/B	13.7	14.8	12.2	10.0	8.2	货币资金的期末余额	1728	2873	4952	7634	10822
EV/EBITDA	124.4	102.8	68.9	56.9	46.9	企业自由现金流	0	978	1944	2575	3104
						权益自由现金流	0	730	1929	2635	3192

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032