2020 年 08 月 28 日

证券研究报告•2020 年半年报点评

恒生电子（600570）计算机

持有 （维持）

当前价：108.55 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

二季度业绩改善，业务版图持续拓展

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年上半年实现营业收入 16.2 亿元，同比增长 6.3%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比下降 49.3%；实现扣非归母净利润 2.9 亿，同比增长 11.8%。从 Q2 单季来看，实现营业收入 11 亿元，同比增长 18.7%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 38.6%。

- **Q2 业绩明显改善，新收入准则至费率波动。**Q1 受疫情影响业绩有所下滑，Q2 业绩明显改善，实现营收 11 亿，同比增长 18.7%。2020 年上半年，大零售、大资产业务依然是公司主要收入来源，营收占比分别为 37%，29.6%。毛利率及费用率有较大变动系公司自 2020 年起开始执行新收入准则。其中，营业成本大幅增长，同比增长 1123.7%；销售费用同比下降 44.7%；研发费用同比下降 12%。归母净利润下滑 49.3%系受金融资产公允价值收益变动影响，扣非归母净利润实现 11.8%增长，公司运营稳健。

- **业务版图稳健拓展，传统业务、创新业务齐发力。**传统业务持续发力，其中大零售 IT 业务实现 6 亿，同比增长 1%；大资管业务实现营收 4.8 亿，同比增长 10.4%，新推产品得到头部客户认可，持续保持市占率领先的龙头地位。创新业务方面，财富云、资管云及海外云服务不断完善，推动互联网创新业务营收同比增长 30.1%。

- **夯实“引进来、走出去、买下来”战略，强化技术深度和广度。**公司持续深化中台战略，有效提高研发资源复用率，报告期内收购广州安正软件作为数据中台业务的相关补充，推出新版数据模型，助力多家金融机构在数据治理项目中使用，推动公数据风险与基础设施 IT 业务优化发展。Finastra 达成合作，购买 Fusion Invest 产品进行本地化改造，进一步实现国际化战略落地。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2020-2022 年的摊销 EPS 分别为 1.31 元、1.60 元、1.97 元，未来三年归母净利润将保持 13.2%的复合增长率。考虑到公司是金融科技行业龙头且随着中台战略的落地竞争力不断加强，维持“持有”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；金融领域相关政策执行不及预期风险；新产品扩展不及预期风险等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3871.84	4703.09	5675.04	6738.23
增长率	18.66%	21.47%	20.67%	18.73%
归属母公司净利润（百万元）	1415.85	1371.09	1672.22	2054.15
增长率	119.39%	-3.16%	21.96%	22.84%
每股收益 EPS（元）	1.36	1.31	1.60	1.97
净资产收益率 ROE	28.93%	22.95%	22.69%	22.60%
PE	79	81	67	54
PB	24.85	20.03	16.00	12.83

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

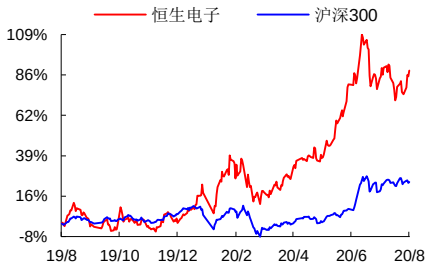
分析师：常潇雅

执业证号：S1250517050002

电话：021-58351932

邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.44
流通 A 股(亿股)	10.44
52 周内股价区间(元)	71.87-120.5
总市值(亿元)	1,133.36
总资产(亿元)	77.37
每股净资产(元)	4.26

相关研究

1. 恒生电子（600570）：各业务线条稳步增长，人均创利持续提升 (2020-04-26)
2. 恒生电子（600570）：资本市场回暖叠加政策利好，各业务线条稳健增长 (2019-08-30)

关键假设：

假设 1：在公司“引进来、走出去、买下来”战略之下，公司与国际金融科技巨头的差距不断缩小，市占率不断提升。公司 2008 年在全球金融科技公司市占率的排名为 78，2019 年上升为第 43。目前公司在核心交易系统业务的市占率已超 50%，我们预计未来三年公司在核心交易系统包括证券、基金、资管、信托等领域市占率有望超过 60%。

假设 2：银行与产业 IT 业务包括现金管理、供应链金融、企业资产池等。2019 年，该业务实现 27.6%的同比增速，我们预计未来三年，基于证券 IT 行业市场规模保持 20%-25%左右的增速，银行与产业 IT 业务有望实现高于 19 年的快速增长，业务增速为 30%左右。

假设 3： 随着中台战略实施落地，有效提高研发资源复用率。公司坚持对研发高投入，中台战略极大的提高了研发的效率，受研发费用率下降，管理费用率也有所下降。2017-2019 年管理费用率分别为 65%、56.7%、52.8%。我们预计管理费用将进一步的得到控制，未来三年管理费用率预计维持在 50%以下，并持续优化。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
大零售 IT 业务	收入	1471.75	1810.25	2190.41	2606.58
	增速	18.57%	23.00%	21.00%	19.00%
大资管业务	收入	1108.80	1330.56	1570.06	1821.27
	增速	16.17%	20.00%	18.00%	16.00%
银行与产业 IT 业务	收入	322.35	422.3	540.5	681.1
	增速	27.5%	31.0%	28.0%	26.0%
数据风险与基础设施 IT 业务	收入	266.96	277.7	327.7	380.2
	增速	16.3%	21.0%	18.0%	16.0%
互联网创新业务	收入	544.6	686.2	850.9	1038.1
	增速	16.5%	26.0%	24.0%	22.0%
非金融业务	收入	151.74	176.01	195.38	211.01
	增速	37.60%	16.00%	11.00%	8.00%
合计	收入	3871.84	4703.09	5675.04	6738.23
	增速	18.66%	21.47%	20.67%	18.73%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3871.84	4703.09	5675.04	6738.23
营业成本	124.78	147.52	172.82	196.19
营业税金及附加	46.93	62.39	73.16	86.84
销售费用	926.61	1020.57	1208.78	1415.03
管理费用	486.15	1975.30	2389.19	2782.89
财务费用	2.96	6.06	-0.71	-8.41
资产减值损失	-14.65	-15.00	-15.00	-15.00
投资收益	475.35	120.00	130.00	140.00
公允价值变动损益	134.68	16.30	19.93	25.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1528.25	1642.55	1996.72	2445.90
其他非经营损益	-0.91	-30.00	-30.00	-30.00
利润总额	1527.34	1612.55	1966.72	2415.90
所得税	111.93	241.88	295.01	362.38
净利润	1415.41	1370.67	1671.71	2053.51
少数股东损益	-0.44	-0.42	-0.52	-0.63
归属母公司股东净利润	1415.85	1371.09	1672.22	2054.15

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1415.41	1370.67	1671.71	2053.51
折旧与摊销	69.77	52.17	52.17	52.17
财务费用	2.96	6.06	-0.71	-8.41
资产减值损失	-14.65	-15.00	-15.00	-15.00
经营营运资本变动	2173.82	489.82	609.40	572.26
其他	-2576.53	-120.85	-135.97	-149.76
经营活动现金流净额	1070.79	1782.86	2181.59	2504.77
资本支出	-328.71	0.00	0.00	0.00
其他	84.67	136.30	149.93	165.21
投资活动现金流净额	-244.04	136.30	149.93	165.21
短期借款	21.00	-21.00	0.00	0.00
长期借款	202.19	0.00	0.00	0.00
股权融资	254.74	0.00	0.00	0.00
支付股利	-197.70	-283.17	-274.22	-334.44
其他	-355.21	-15.72	0.71	8.41
筹资活动现金流净额	-74.98	-319.89	-273.51	-326.03
现金流量净额	755.69	1599.27	2058.01	2343.95

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1328.71	2927.98	4985.99	7329.93
应收和预付款项	276.07	335.18	391.27	471.63
存货	25.69	30.39	37.17	42.02
其他流动资产	2912.02	2958.82	3013.54	3073.40
长期股权投资	862.14	862.14	862.14	862.14
投资性房地产	96.99	96.99	96.99	96.99
固定资产和在建工程	800.75	767.01	733.27	699.53
无形资产和开发支出	460.24	442.16	424.09	406.01
其他非流动资产	1596.90	1596.55	1596.20	1595.85
资产总计	8359.50	10017.22	12140.65	14577.51
短期借款	21.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2308.68	2755.35	3309.75	3869.01
长期借款	202.19	202.19	202.19	202.19
其他负债	934.25	1088.47	1260.01	1418.54
负债合计	3466.12	4046.01	4771.95	5489.74
股本	803.15	1044.09	1044.09	1044.09
资本公积	472.12	231.17	231.17	231.17
留存收益	3194.03	4281.96	5679.96	7399.67
归属母公司股东权益	4478.96	5557.22	6955.23	8674.93
少数股东权益	414.41	413.99	413.48	412.84
股东权益合计	4893.38	5971.21	7368.70	9087.77
负债和股东权益合计	8359.50	10017.22	12140.65	14577.51

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	18.66%	21.47%	20.67%	18.73%
营业利润增长率	117.99%	7.48%	21.56%	22.50%
净利润增长率	108.65%	-3.16%	21.96%	22.84%
EBITDA 增长率	108.25%	6.23%	20.43%	21.55%
获利能力				
毛利率	96.78%	96.86%	96.95%	97.09%
三费率	36.56%	63.83%	63.39%	62.18%
净利率	36.56%	29.14%	29.46%	30.48%
ROE	28.93%	22.95%	22.69%	22.60%
ROA	16.93%	13.68%	13.77%	14.09%
ROIC	-817.29%	-107.71%	-93.63%	-88.07%
EBITDA/销售收入	41.35%	36.16%	36.09%	36.95%
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.51	0.51	0.50
固定资产周转率	9.89	9.93	12.90	16.59
应收账款周转率	19.79	18.10	18.60	18.48
存货周转率	5.20	4.78	4.76	4.69
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.77%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	41.46%	40.39%	39.31%	37.66%
带息债务/总负债	6.44%	5.00%	4.24%	3.68%
流动比率	1.43	1.66	1.88	2.10
速动比率	1.42	1.66	1.87	2.09
股利支付率	13.96%	20.65%	16.40%	16.28%
每股指标				
每股收益	1.36	1.31	1.60	1.97
每股净资产	4.29	5.32	6.66	8.31
每股经营现金	1.03	1.71	2.09	2.40
每股股利	0.19	0.27	0.26	0.32

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1600.99	1700.78	2048.18	2489.65
PE	78.61	81.18	66.56	54.18
PB	24.85	20.03	16.00	12.83
PS	28.75	23.67	19.61	16.52
EV/EBITDA	49.93	61.15	49.77	40.00
股息率	0.18%	0.25%	0.25%	0.30%

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn