业绩恢复正轨，资本市场改革红利持续释放

——恒生电子（600570）2020 年中报点评

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

公司发布 2020 年中报，报告期内，公司实现营业收入 16.19 亿元，同比增长 6.27%；归属于上市公司股东的净利润 3.44 亿元，同比下降 49.33%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.87 亿元，同比增长 11.75%。2020 上半年，公司毛利率为 76.31%，净利率为 21.17%，销售费用率为 17.06%，管理费用率为 48.17%，研发费用率为 36.60%。

❖ 点评

一季度业绩受疫情影响，二季度随着复产复工的开始、资本市场改革红利加速释放、资本市场活跃度攀升，公司业绩恢复正轨。公司上半年营业收入分业务来看，大零售 IT、大资管 IT 依然是公司主要收入来源。大零售 IT 为 6.02 亿元，同比增长 0.97%、大资管 IT 为 4.78 亿元，同比增长 10.36%、银行与产业 IT 为 1.09 亿元，同比下降 12.62%、数据风险与基础设施 IT 为 1.10 亿元，同比增长 28.52%、互联网创新业务为 2.60 亿元，同比增长 9.4%、非金融业务为 0.60 亿元，同比增长 30.09%。为受疫情影响，大零售 IT 业务受疫情影响较多，因此大资管 IT 业务增幅高于大零售 IT。中台战略和创新业务的联动作用开始显现，未来可期。非金融业务基数较小，因此增速较快。数据风险与基础设施 IT 业务增长良好。上半年公司并购广州安正软件，数据中台 BU 推出了双方融合后的新版数据模型被多家金融机构采用。

持续的研发投入和前沿的技术研究保证恒生源源不断的创新能力。恒生的研发人员和投入仍处于行业领先地位，2020 年上半年的研发人员数量将近 5000 人，研发费用投入总计 5.93 亿元人民币，占营业收入的 36.6%，受新会计准则实施和疫情的影响，研发费用占比略有下降，与往年同口径相比研发费用没有明显太大变化。上半年公司在已经成熟的 online 技术架构之上，加快基于云原生架构的新产品落地；公司发布了恒生最新的 LDP 低延时技术平台；在数据领域也推出了很多新的产品，加速数字化产品落地。同时，公司也在不断拓展新的业务领域，比如通过收购兼并、成立合资公司等进入新的数据业务、债券市场发行网络等业务领域，使得公司能够短时间内确立新业务的技术领先地位。去年，IHS Markit 与恒生电子成立合资公司，为中国债券市场提供电子化簿记建档解决方案公司，目前二者合作进展快于预期。上半年，公司与 Finastra 达成战略合作，购买 Fusion Invest 产品并进行本地化改造和推广，打造适合国情的投资组合管理系统。

2020 年上半年，金融监管改革持续推进，金融对外开放持续深入，金融行业全面数字化的需求增长。新《证券法》正式实施，创业板试点注册制改革推出，

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	计算机
报告时间	2020/8/28
前收盘价	108.55 元
公司评级	增持评级

分析师

孙灿
证书编号：S1100517100001
suncan@cczq.com

联系人

周紫瑞
证书编号：S1100119080005
zhouzirui@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

监管推出的诸如新三板股转精选层改革、公募基金投资顾问业务试点继续扩大、短期公募公司债、基础设施领域公募基金 REITs、资产支持商业票据（ABCP），既丰富了资本市场的产品供给，也不断将改革持续推向深化。证监会自 2020 年 4 月 1 日起，取消券商外资持股比例限制，2020 年上半年外资控股的金融机构数量继续增加，如高盛、摩根士丹利、瑞信等相继拿下合资券商的控股权。2020 年 5 月监管正式取消合格投资者的投资额度限制，并优化了配套措施，为投资者提供更大便利。

❖ **盈利预测**

国内头部金融机构的资产规模、盈利能力与业务模式、产品深度不匹配，金融科技公司发展和金融机构发展地位不匹配，在国内资本市场改革和金融对外开放的背景下，金融科技的发展空间也将持续扩大，公司作为金融科技领域领军企业有望率先受益，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 45.85、54.16、63.82 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 13.20、15.92、18.93 亿元。EPS 为 1.26、1.53、1.81 元/股，当前股价对应 PE 分别为 85.87X、71.17X、59.86X，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**1）宏观经济不确定性；2）金融科技监管政策面临的不确定性；3）资本市场改革推进不及预期；4）金融科技研发商用模式不及预期。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	3871.8	4585.2	5415.8	6381.5
+/-%	18.7%	18.4%	18.1%	17.8%
归属母公司净利润(百万)	1415.8	1319.8	1592.4	1893.2
+/-%	119.4%	-6.8%	20.6%	18.9%
EPS(元)	1.36	1.26	1.53	1.81
PE	80.05	85.87	71.17	59.86

资料来源：公司 2020 年中报，预测截止日期 2020 年 8 月 27 日，川财证券研究所

盈利预测

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3871.8	4585.2	5415.8	6381.5
减:营业成本	124.8	1052.1	1233.2	1461.8
营业税金及附加	46.9	64.3	75.9	89.4
营业费用	926.6	458.5	541.6	638.1
管理费用	486.2	1604.8	1895.5	2233.5
财务费用	3.0	-26.5	-65.1	-110.3
资产减值损失	-14.7	-14.7	-14.7	-14.7
加:投资收益	475.3	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	134.7	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	-1608.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	1301.1	1446.6	1749.4	2083.5
加:其他非经营损益	-0.9	0.8	0.8	0.8
利润总额	1300.2	1447.5	1750.2	2084.3
减:所得税	78.6	128.1	158.4	191.8
净利润	1221.6	1319.4	1591.8	1892.6
减:少数股东损益	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7
归属母公司股东净利润	1415.8	1319.8	1592.4	1893.2

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	569.2	2989.2	3975.1	7032.4
应收和预付款项	276.1	604.6	433.5	791.7
存货	25.7	548.5	124.5	673.2
其他流动资产	2912.0	2912.0	2912.0	2912.0
长期股权投资	862.1	862.1	862.1	862.1
投资性房地产	97.0	86.4	75.9	65.3
固定资产和在建工程	800.8	709.4	618.0	526.7
无形资产和开发支出	460.2	440.8	421.5	402.1
其他非流动资产	75.2	73.5	71.8	71.8
资产总计	6078.3	9226.7	9494.3	13337.3
短期借款	21.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	2139.3	4173.6	3071.8	5286.6
长期借款	202.2	202.2	202.2	202.2
其他负债	317.6	317.6	317.6	317.6
负债合计	2680.1	4693.4	3591.6	5806.3
股本	803.1	803.1	803.1	803.1
资本公积	472.1	472.1	472.1	472.1
留存收益	3203.7	4339.3	5709.3	7338.2
归属母公司股东权益	4479.0	5614.5	6984.6	8613.4
少数股东权益	414.4	413.9	413.4	412.7
股东权益合计	4893.4	6028.5	7397.9	9026.1
负债和股东权益合计	7573.4	10721.8	10989.5	14832.4

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	1073.5	2580.2	1124.1	3192.1
投资性现金净流量	-244.0	17.4	17.4	17.4
筹资性现金净流量	-75.0	-177.5	-155.6	-152.2
现金流量净额	758.4	2420.1	985.8	3057.4

财务分析和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力				
毛利率	96.8%	77.1%	77.2%	77.1%
销售净利率	31.6%	28.8%	29.4%	29.7%
ROE	31.6%	23.5%	22.8%	22.0%
ROA	21.4%	15.4%	17.7%	14.8%
成长能力				
销售收入增长率	18.7%	18.4%	18.1%	17.8%
净利润增长率	153.2%	8.0%	20.6%	18.9%
资本结构				
资产负债率	44.1%	50.9%	37.8%	43.5%
流动比率	1.5	1.6	2.2	2.0
速动比率	1.4	1.4	2.1	1.9
经营效率				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.5
存货周转率	4.9	1.9	9.9	2.2
业绩和估值				
EPS	1.4	1.3	1.5	1.8
BPS	4.3	5.4	6.7	8.2
PE	80.0	85.9	71.2	59.9
PB	25.3	20.2	16.2	13.2

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：000000029399