



恒生电子 (600570.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

销售回款增速高于营收, 经营质量稳步提升

业绩简评

23年7月14日, 公司发布中报业绩预告, 上半年营收达28.2亿元, 同比增长18.2%; 扣非归母净利润为2.5亿元, 同比增长130.2%。单Q2而言, 公司营收达16.9亿元, 同比增长19.7%; 扣非归母净利润为1.8亿元, 同比增长88.3%。

经营分析

- **内部管理加强, 经营质量提升。**2023年上半年, 公司提升销售回款水平, 使得收入增速高于成本费用增速、销售回款增速高于收入增速。自2022年Q3起, 公司进入产品规模化推广阶段: 22Q3~23Q2公司单季度营收增速分别为26%/16%/16%/20%; 单季度扣非净利增速分别为扭亏/21%/386%/88%, 扣非净利增速持续快于当期营收增速, 主要受益于TA、理财、估值等新技术架构系统进入规模化推广阶段。随着信创推动分布式系统替换进入深水期, 产品化优势显现, 预计收入利润剪刀差会持续兑现。
- **公募降费影响有限, 财富管理发展渐起。**市场近期对公募降费较为关切, 经我们测算, 降费对公司营收的影响预计在3%左右(具体测算过程见报告《部分公募基金降费影响测算》)。目前我国主动权益管理费率已实际低于国外同类基金管理费+投顾费综合费率, 证监会于6月9日就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》公开征求意见, 将公募投顾试点转常规。公募投顾的蓬勃发展有望提升财富管理系统相关的需求。
- **当前估值处于近年低位。**2014年以来公司扣非PE最低值为35倍; 我们预计公司2023年扣非归母净利润为18亿元, 现价扣非PE处于2014年以来底部水平。

盈利预测、估值与评级

根据公司发布的业绩预告数据, 我们维持公司2023~2025年营业收入预测为80.0/97.5/117.2亿元; 维持2023~2025年归母净利润预测为20.4/26.7/31.3亿元。公司股票现价对应PE估值为35.1/26.9/22.9倍, 维持“买入”评级。

风险提示

业务需求旺盛可能使得公司控费不及预期; 政策落地节奏不及预期; 竞争风险。

计算机组

分析师: 王倩雯 (执业S1130522080001)

wangqianwen@gjzq.com.cn

分析师: 孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

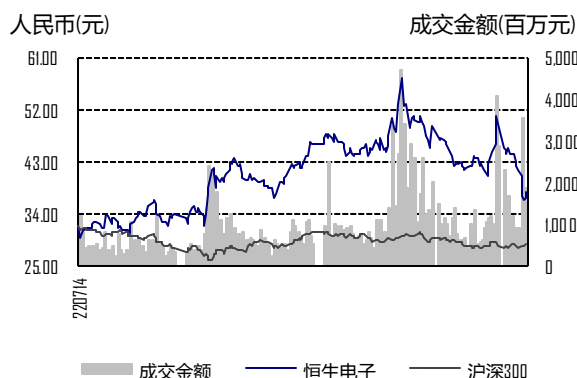
联系人: 赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价(人民币): 37.70元

相关报告:

1. 《恒生电子公司点评: Q1 控费收效明显, Q2 有望延续高增》, 2023.4.27
2. 《恒生电子公司点评: 提质增效成果初显, 预计23年净利高增》, 2023.4.2
3. 《恒生电子公司点评: 新产品规模化推广驱动公司有效控费》, 2023.1.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,497	6,502	7,997	9,745	11,717
营业收入增长率	31.73%	18.30%	22.99%	21.86%	20.23%
归母净利润(百万元)	1,464	1,091	2,040	2,667	3,125
归母净利润增长率	10.73%	-25.45%	87.01%	30.72%	17.15%
摊薄每股收益(元)	1.402	0.747	1.074	1.404	1.644
每股经营性现金流净额	0.49	0.57	0.90	1.15	1.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.70%	16.02%	22.83%	23.70%	22.46%
P/E	74.84	83.25	35.11	26.86	22.92
P/B	19.23	13.34	8.01	6.36	5.15

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,173	5,497	6,502	7,997	9,745	11,717
增长率		31.7%	18.3%	23.0%	21.9%	20.2%
主营业务成本	-956	-1,485	-1,719	-2,039	-2,442	-2,890
%销售收入	22.9%	27.0%	26.4%	25.5%	25.1%	24.7%
毛利	3,217	4,012	4,783	5,958	7,303	8,826
%销售收入	77.1%	73.0%	73.6%	74.5%	74.9%	75.3%
营业税金及附加	-55	-60	-75	-88	-107	-129
%销售收入	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-354	-558	-617	-704	-809	-937
%销售收入	8.5%	10.2%	9.5%	8.8%	8.3%	8.0%
管理费用	-539	-681	-870	-944	-1,101	-1,324
%销售收入	12.9%	12.4%	13.4%	11.8%	11.3%	11.3%
研发费用	-1,496	-2,139	-2,346	-2,679	-3,167	-3,925
%销售收入	35.9%	38.9%	36.1%	33.5%	32.5%	33.5%
息税前利润 (EBIT)	773	573	874	1,543	2,119	2,511
%销售收入	18.5%	10.4%	13.4%	19.3%	21.7%	21.4%
财务费用	7	1	-16	-19	-23	-28
%销售收入	-0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-254	-43	-114	-32	-35	-40
公允价值变动收益	103	414	-166	0	0	0
投资收益	584	276	259	250	250	250
%税前利润	40.6%	18.3%	23.0%	11.9%	9.1%	7.8%
营业利润	1,441	1,511	1,124	2,103	2,749	3,220
营业利润率	34.5%	27.5%	17.3%	26.3%	28.2%	27.5%
营业外收支	-3	-1	1	0	0	0
税前利润	1,438	1,510	1,125	2,103	2,749	3,220
利润率	34.5%	27.5%	17.3%	26.3%	28.2%	27.5%
所得税	-75	-20	-5	-21	-27	-32
所得税率	5.2%	1.3%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	1,363	1,490	1,120	2,082	2,721	3,188
少数股东损益	41	27	29	41	54	63
归属于母公司的净利润	1,322	1,464	1,091	2,040	2,667	3,125
净利率	31.7%	26.6%	16.8%	25.5%	27.4%	26.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,363	1,490	1,120	2,082	2,721	3,188
少数股东损益	41	27	29	41	54	63
非现金支出	311	127	240	220	242	275
非经营收益	-636	-741	-99	-245	-250	-250
营运资金变动	345	50	-177	57	-27	104
经营活动现金净流	1,383	926	1,083	2,114	2,686	3,317
资本开支	-481	-684	-294	-368	-300	-400
投资	-419	169	638	-245	-1,016	-1,516
其他	109	91	-58	250	250	250
投资活动现金净流	-791	-423	286	-363	-1,066	-1,666
股权募资	135	104	221	279	193	193
债权募资	34	303	-389	52	0	0
其他	-720	-581	-314	0	-351	-468
筹资活动现金净流	-551	-174	-482	331	-158	-275
现金净流量	37	322	883	2,082	1,462	1,375

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,375	1,728	2,873	4,753	6,015	7,193
应收款项	551	794	959	1,150	1,396	1,629
存货	352	467	541	670	802	910
其他流动资产	2,777	2,046	1,581	1,693	2,208	3,025
流动资产	5,054	5,035	5,954	8,266	10,422	12,756
%总资产	50.7%	41.7%	45.8%	52.8%	56.6%	59.0%
长期投资	3,164	4,286	3,978	4,123	4,639	5,356
固定资产	1,205	1,706	1,742	1,675	1,693	1,787
%总资产	12.1%	14.1%	13.4%	10.7%	9.2%	8.3%
无形资产	477	745	1,089	1,213	1,291	1,365
非流动资产	4,917	7,045	7,051	7,375	7,985	8,867
%总资产	49.3%	58.3%	54.2%	47.2%	43.4%	41.0%
资产总计	9,971	12,080	13,005	15,641	18,407	21,624
短期借款	47	333	72	193	193	193
应付款项	321	675	734	869	970	1,076
其他流动负债	4,249	4,482	4,439	4,745	5,046	5,442
流动负债	4,616	5,489	5,245	5,807	6,208	6,710
长期贷款	206	228	116	116	116	116
其他长期负债	111	147	169	76	69	64
负债	4,933	5,865	5,530	5,999	6,394	6,890
普通股股东权益	4,554	5,695	6,812	8,939	11,255	13,912
其中：股本	1,044	1,462	1,900	2,338	2,338	2,338
未分配利润	2,894	3,697	4,101	6,141	8,457	11,114
少数股东权益	484	520	663	704	758	821
负债股东权益合计	9,971	12,080	13,005	15,641	18,407	21,624

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.646	1.402	0.747	1.074	1.404	1.644
每股净资产	5.670	5.455	4.661	4.705	5.924	7.322
每股经营现金净流	0.946	0.487	0.570	0.904	1.149	1.418
每股股利	0.100	0.100	0.130	0.000	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	29.02%	25.70%	16.02%	22.83%	23.70%	22.46%
总资产收益率	13.26%	12.12%	8.39%	13.05%	14.49%	14.45%
投入资本收益率	13.74%	8.26%	11.30%	15.28%	16.95%	16.47%
增长率						
主营业务收入增长率	7.77%	31.73%	18.30%	22.99%	21.86%	20.23%
EBIT 增长率	6.26%	-25.87%	52.64%	76.49%	37.28%	18.52%
净利润增长率	-6.65%	10.73%	-25.45%	87.01%	30.72%	17.15%
总资产增长率	60.40%	21.15%	7.65%	20.28%	17.68%	17.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.5	42.7	47.3	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	70.1	100.6	107.1	120.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	62.5	85.5	112.6	110.0	100.0	90.0
固定资产周转天数	41.3	111.5	90.8	70.8	58.8	51.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-76.33%	-50.81%	-55.96%	-62.66%	-64.97%	-66.39%
EBIT 利息保障倍数	-111.3	-632.3	55.0	80.4	90.6	89.3
资产负债率	49.48%	48.55%	42.52%	38.35%	34.74%	31.86%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-15	买入	41.64	N/A
2	2022-08-26	买入	30.47	N/A
3	2022-09-14	买入	36.15	N/A
4	2022-10-27	买入	33.98	N/A
5	2022-11-30	买入	40.10	53.90~64.72
6	2023-01-31	买入	46.29	N/A
7	2023-04-02	买入	53.22	N/A
8	2023-04-27	买入	45.60	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

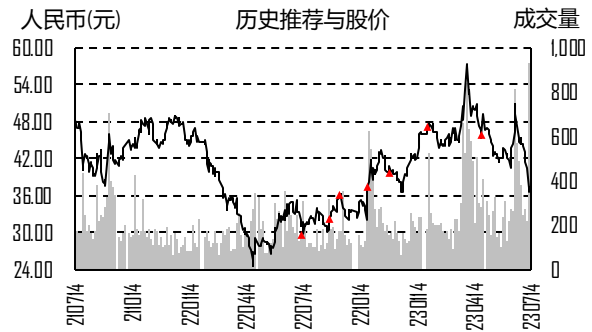
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究