

收入确认拖累扣非利润，基本面依旧稳健

恒生电子(600570)

| | | | |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 600570 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 122.4/79.82 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 984.68 |
| 最新收盘价: | 94.31 | 自由流通市值(亿) | 984.68 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,044.09 |

事件概述

2021年1月21日公司发布2020年业绩预告，预计全年实现归母净利润约12.37亿元，同比减少约12.66%；预计实现扣非归母净利润约6.62亿元，同比减少约25.66%。判断扣非净利润略低于市场预期，但考虑到非经常性收益偏高，表观利润整体符合预期。

分析判断:

► 疫情/会计准则拖累业绩，表观利润不宜过度悲观

从扣非净利润来看，公司预计2020年实现扣非归母净利润约6.62亿元，同比减少约25.66%，略低于市场预期，我们认为核心因素仍是会计准则变化，即收入确认方式由“完工百分比法”向“终验法”转变。此外年末的区域性疫情升级也在一定程度上推延了公司的收入确认进程。从订单周期的角度来看，公司的订单创建高峰期为Q2、Q4两季，前者是金融机构采购立项完成的时期、后者是年末预算出清的时期。2020年来看，Q2为订单创建与施工抢进度的高峰期（创业板注册制要求6月底前基本完成技术改造），原计划主体收入都将在Q4集中确认，但判断疫情二次升级影响了部分下游金融机构的验收进程，导致“终验法”规则下部分项目收入无法达到确认标准。同样基于“终验法”规则，Q4新订单带来增量收入也无法计入2020年口径，对应2019Q4高基数产生了业绩贡献缺口。

尽管收入确认问题导致扣非净利润不及预期，我们认为不宜过分悲观，有四点值得注意：

- 1) 业绩预告显示公司“收入增速有所放缓”，判断全年收入依旧正增长，增速相对平缓；
- 2) 业绩预期的调整来自疫情和会计准则变化，均为一次性影响，公司基本面并无实质变化；
- 3) 核心问题在于收入确认而非需求萎缩或产能不足，即：推延的部分收入大概率将在2021Q1兑现；
- 4) 非经营性收益达到约5.75亿元，主要来自处置收益转回，极大对冲收入/扣非净利润表现，表观利润（超过12亿元）依旧符合此前市场预期。

► 坚定看好2021年政改红利与新品迭代（045等）逻辑共振

回归基本面，我们认为2020年已经是制度改革大年，创业板改革超预期落地，而展望2021年，后续的新三板精选层、公募投顾、主板&中小板合并、乃至单次/蓝筹“T+0”有望形成政策接力，推动资本市场IT赛道加速爆发。公司对于各类政改均能提供一体化解决方案，极大受益改革红利，后续业绩有望超预期。在众多改革中，“T+0”受到市场的广泛关注。我们认为“T+0”交易制度，若能得以单次/蓝筹试点的形式实施，将再次带来大量的系统升级、调试等IT改造需求，对金融IT服务商构成重大利好，公司凭借高市占率极大受益。不仅如此，“T+0”还有望增加市场流动性，下游券商收入端也将受提振，景气度向上游传导可期。

不仅如此，创新产品与云化有望在中长周期形成新的增长动力。随着2020年9月045正式发布，0系列迭代开始进入全面实践期，目前开始在公募、私募以及其他资管机构逐步落地，2021年整体业务需求将显著走强。此外，泛资管类金融云SaaS将进一步打开成长空间。从公司产品迭代路径来看，云化（SaaS化）是目前的产品创新重点。近年来云平台运营模式渐成新增长引擎，云毅等SaaS子公司有望复制北美巨头SEI发展模式，打开泛资管IT行业巨大市场，驱动公司逐步由金融IT龙头向金融云SaaS龙头演进。

投资建议：

据业绩预告下调盈利预测：预计 2020-2022 年营收分别增长 9.6%/31.1%/25.6%（此前为 29.4%/30.0%/33.4%），归母净利润分别增长-12.7%/40.3%/33.1%（此前为 1.7%/36.9%/39.8%），预计三年间归母净利润分别为 12.4/17.3/23.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.18/1.66/2.21 元。坚定看好公司基本面，维持“买入”评级。

风险提示：

金融创新政策推进不及预期的风险、创新业务进展不及预期的风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,263 | 3,872 | 4,243 | 5,562 | 6,988 |
| YoY (%) | 22.4% | 18.7% | 9.6% | 31.1% | 25.6% |
| 归母净利润(百万元) | 645 | 1,416 | 1,236 | 1,734 | 2,308 |
| YoY (%) | 37.0% | 119.4% | -12.7% | 40.3% | 33.1% |
| 毛利率 (%) | 97.1% | 96.8% | 96.7% | 97.0% | 97.2% |
| 每股收益 (元) | 0.62 | 1.36 | 1.18 | 1.66 | 2.21 |
| ROE | 20.3% | 31.6% | 20.7% | 22.5% | 23.1% |
| 市盈率 | 146.74 | 66.88 | 76.63 | 54.62 | 41.03 |

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

研究助理：吴祖鹏

邮箱：wuzp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 3,872 | 4,243 | 5,562 | 6,988 | 净利润 | 1,415 | 1,235 | 1,733 | 2,307 |
| YoY (%) | 18.7% | 9.6% | 31.1% | 25.6% | 折旧和摊销 | 70 | 55 | 62 | 70 |
| 营业成本 | 125 | 141 | 167 | 193 | 营运资金变动 | 131 | 253 | 674 | 705 |
| 营业税金及附加 | 47 | 68 | 89 | 119 | 经营活动现金流 | 1,071 | 1,053 | 2,049 | 2,457 |
| 销售费用 | 927 | 1,018 | 1,112 | 1,363 | 资本开支 | -367 | 405 | -173 | -158 |
| 管理费用 | 486 | 552 | 640 | 699 | 投资 | -93 | -103 | -270 | -365 |
| 财务费用 | 3 | 1 | 6 | 16 | 投资活动现金流 | -244 | 232 | -8 | 121 |
| 资产减值损失 | -15 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 93 | 241 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 475 | 85 | 501 | 629 | 债务募资 | 264 | 29 | 50 | 50 |
| 营业利润 | 1,528 | 775 | 1,893 | 2,548 | 筹资活动现金流 | -75 | 290 | 78 | 84 |
| 营业外收支 | -1 | 575 | 2 | 2 | 现金净流量 | 756 | 1,575 | 2,119 | 2,662 |
| 利润总额 | 1,527 | 1,350 | 1,894 | 2,549 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 112 | 115 | 161 | 242 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 1,415 | 1,235 | 1,733 | 2,307 | 营业收入增长率 | 18.7% | 9.6% | 31.1% | 25.6% |
| 归属于母公司净利润 | 1,416 | 1,236 | 1,734 | 2,308 | 净利润增长率 | 119.4% | -12.7% | 40.3% | 33.1% |
| YoY (%) | 119.4% | -12.7% | 40.3% | 33.1% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.36 | 1.18 | 1.66 | 2.21 | 毛利率 | 96.8% | 96.7% | 97.0% | 97.2% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率 | 36.6% | 29.1% | 31.2% | 33.0% |
| 货币资金 | 1,329 | 2,904 | 5,023 | 7,685 | 总资产收益率 ROA | 16.9% | 12.1% | 13.6% | 14.4% |
| 预付款项 | 10 | 16 | 19 | 20 | 净资产收益率 ROE | 31.6% | 20.7% | 22.5% | 23.1% |
| 存货 | 26 | 27 | 30 | 31 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 3,178 | 3,195 | 3,490 | 3,834 | 流动比率 | 1.43 | 1.79 | 2.02 | 2.30 |
| 流动资产合计 | 4,542 | 6,141 | 8,561 | 11,570 | 速动比率 | 1.42 | 1.78 | 2.01 | 2.29 |
| 长期股权投资 | 862 | 950 | 1,030 | 1,130 | 现金比率 | 0.42 | 0.85 | 1.19 | 1.53 |
| 固定资产 | 490 | 535 | 573 | 583 | 资产负债率 | 41.5% | 37.4% | 36.7% | 34.9% |
| 无形资产 | 110 | 110 | 110 | 110 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 3,817 | 4,030 | 4,233 | 4,433 | 总资产周转率 | 0.46 | 0.42 | 0.43 | 0.44 |
| 资产合计 | 8,359 | 10,171 | 12,794 | 16,003 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 21 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.36 | 1.18 | 1.66 | 2.21 |
| 应付账款及票据 | 180 | 203 | 241 | 278 | 每股净资产 | 4.29 | 5.70 | 7.36 | 9.58 |
| 其他流动负债 | 2,975 | 3,228 | 3,990 | 4,755 | 每股经营现金流 | 1.03 | 1.01 | 1.96 | 2.35 |
| 流动负债合计 | 3,176 | 3,431 | 4,231 | 5,032 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 202 | 252 | 302 | 352 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 88 | 118 | 158 | 208 | PE | 66.88 | 76.63 | 54.62 | 41.03 |
| 非流动负债合计 | 290 | 370 | 460 | 560 | PB | 18.12 | 15.90 | 12.32 | 9.47 |
| 负债合计 | 3,466 | 3,802 | 4,691 | 5,593 | | | | | |
| 股本 | 803 | 1,044 | 1,044 | 1,044 | | | | | |
| 少数股东权益 | 414 | 414 | 413 | 413 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,893 | 6,370 | 8,103 | 10,410 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 8,359 | 10,171 | 12,794 | 16,003 | | | | | |

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

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

吴祖鹏（研究助理）：2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等。

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。