

# 现金流验证基本面，2021 业绩乐观

## 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:	122.4/80.13
目标价格:		总市值(亿)	906.48
最新收盘价:	86.82	自由流通市值(亿)	906.48
		自由流通股数(百万)	1,044.09

### 事件概述

2021年4月26日公司发布2020年报，全年实现营收41.7亿元，同比增长7.8%；实现归母净利润13.2亿元，同比下滑6.7%；实现扣非归母净利润7.3亿元，同比下滑17.6%。整体而言收入端符合预期，而利润端略优于预期。

### 分析判断：

#### ▶ 会计准则/疫情拖累表观业绩，但现金流/合同负债验证基本面向好

公司全年收入仅增长7.8%、扣非归母净利润下滑17.6%，业绩下滑的核心原因还是（会计）收入准则变化，即收入确认方式由“完工百分比法”向“终验法”转变。此外去年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在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。2020Q2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，并对应2019Q4高基数产生了业绩贡献缺口。

收入确认和疫情问题导致净利润端不及预期，我们认为不宜过分悲观，有三点依据显示公司基本面并未受到实质影响，向好趋势依旧：

1) 现金流角度：销售商品/劳务收到的现金50.3亿元，同比增长17.2%，增长趋势稳健；经营活动产生的现金流量净额更是高达14.0亿元，同比大增30.6%。

2) 合同负债角度：合同负债是当前预收款的主要体现项目，2020年末达到31.1亿元，较2019年末24.7亿元大幅增长25.9%。

3) 细分业务角度：2020年作为政改大年，零售、资管业务线的增量直观可见，但两项业务的收入增速分别为2.6%、10.4%，判断相关业务收入确认确有递延。

综上，现金流、合同负债等多项指标交叉验证显示，公司基本面并无实质变化，业绩增长的波动主要来自疫情和会计准则变化，且均为一次性影响，判断2021年业绩向好无虞。

#### ▶ 收入指引边际改善彰显公司经营信心，毛利率调整影响有限

根据年报披露，公司预计公司2021年主营业务收入预算约为50.1亿元人民币，同比增长20%；预计人员成本费用预算约为43.5亿元人民币，同比增长30%。对于这一经营计划，我们认为有一点值得关注，即公司对于营收增长的计划相对保守。例如：2018年初预计增长15%，年末实现增长22.4%；2019年初预计增长10%，年末实现增长18.7%，因此本次设定的20%增速亦仅可看作是增长底线、而非期望中枢。更重要的是，如以增速进行横向比较，2019/2020/2021三年年初的收入增长计划分别为10%/15%/20%，彰显公司更强的经营信心。与此同时，公司的费用端预算也仅作上限参考，人员扩张的同时控费降本工作仍将持续推进，利润端仍有较大释放空间。

此外，公司对于毛利率的调整也受到了较多关注，2020年公司综合毛利率回落至77.1%，较此前今年95%+的水平有明显回落。根据年报披露，营业成本变动主要系公司执行新收入准则所致，即将与合同履行义务相关的项目开发实施及维护服务人员费用，在2020年开始归集入合同履行成本，从而于收入配比计入营业成

本。与此相对的是，公司费用端发生明显下降，尤其销售费用仅 3.5 亿元，同比大幅下滑 61.8%、研发费用也仅有 15.0 亿元，同比小幅下滑 4.1%，判断新收入准则下公司净利润率并未受到任何实质影响。

### ► 零售、资管双轮驱动仍是主基调，政改红利与新品迭代逻辑有望延续

分业务来看，公司大零售实现收入 15.1 亿元（同比+2.6%）、大资管实现收入 12.2 亿元（同比+10.0%），表观增速有限的同时，却都取得了亮眼的业务突破。**1、其中大零售 IT 领域中**，集中交易系统抓住了新筹券商（大和、金圆统一、星展）和友商替换（九州）等机会；UF3.0 融资融券业务已经在招商证券上线；创业板注册制改革、全国股转深化改革等也带来较大增量；新一代理财销售系统发布，新增替换 14 家客户；新一代 TA 系统新增替换 22 家客户。**2、大资管 IT 领域中**，公司在证券、银行及理财子公司、保险、基金行业保持领先优势，特别是新筹外资机构如贝莱德、富达、路博迈等选择了恒生新筹公募解决方案，施罗德选择了恒生新筹公募咨询服务；创业板注册制改革亦带来相应投资系统改造增量。

我们认为，**2021 年政改大势依旧不改，大零售、大资管有望延续双轮驱动**。当前来看，深主板&中小板合并已然推出，后续的新三板精选层、公募投顾、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，云毅等 SaaS 子公司有望逐步复制北美巨头 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 2021-2023 年营收分别增长 33.1%/25.7%/26.8%（此前预计 2021/2022 年分别为 31.1%/25.6%），归母净利润分别增长 36.4%/29.5%/28.7%（此前预计 2021/2022 年分别为 36.9%/39.8%），系根据成本费用预算调整而来，预计三年间归母净利润分别为 18.0/23.3/30.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.73/2.24/2.88 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,872	4,173	5,555	6,981	8,851
YoY (%)	18.7%	7.8%	33.1%	25.7%	26.8%
归母净利润(百万元)	1,416	1,322	1,803	2,334	3,004
YoY (%)	119.4%	-6.6%	36.4%	29.5%	28.7%
毛利率 (%)	96.8%	77.1%	78.2%	79.1%	79.9%
每股收益(元)	1.36	1.27	1.73	2.24	2.88
ROE	31.6%	29.0%	28.4%	26.9%	25.7%
市盈率	64.02	68.58	50.27	38.83	30.18

资料来源：wind

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：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,173	5,555	6,981	8,851	净利润	1,363	1,860	2,408	3,098
YoY (%)	7.8%	33.1%	25.7%	26.8%	折旧和摊销	72	55	62	70
营业成本	956	1,213	1,456	1,776	营运资金变动	345	1,880	496	1,600
营业税金及附加	55	83	91	115	经营活动现金流	1,398	3,182	2,328	4,214
销售费用	354	472	576	708	资本开支	-481	406	326	91
管理费用	539	667	768	929	投资	-419	-103	-270	-365
财务费用	-7	-19	-41	-53	投资活动现金流	-791	356	210	50
资产减值损失	-239	0	0	0	股权募资	135	0	0	0
投资收益	584	208	349	620	债务募资	388	3	50	50
营业利润	1,441	1,457	2,151	3,173	筹资活动现金流	-551	23	78	84
营业外收支	-3	575	500	250	现金净流量	52	3,560	2,615	4,349
利润总额	1,438	2,032	2,651	3,423	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	75	173	244	325	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,363	1,860	2,408	3,098	营业收入增长率	7.8%	33.1%	25.7%	26.8%
归属于母公司净利润	1,322	1,803	2,334	3,004	净利润增长率	-6.6%	36.4%	29.5%	28.7%
YoY (%)	-6.6%	36.4%	29.5%	28.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.27	1.73	2.24	2.88	毛利率	77.1%	78.2%	79.1%	79.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	32.7%	33.5%	34.5%	35.0%
货币资金	1,375	4,935	7,550	11,899	总资产收益率 ROA	13.3%	13.1%	13.7%	13.6%
预付款项	9	94	82	85	净资产收益率 ROE	29.0%	28.4%	26.9%	25.7%
存货	352	233	259	282	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	3,319	3,340	3,806	4,220	流动比率	1.09	1.34	1.62	1.83
流动资产合计	5,054	8,601	11,698	16,487	速动比率	1.01	1.28	1.56	1.78
长期股权投资	739	827	907	1,007	现金比率	0.30	0.77	1.04	1.32
固定资产	473	518	556	566	资产负债率	49.5%	49.8%	45.4%	43.7%
无形资产	161	161	161	161	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	4,917	5,130	5,333	5,533	总资产周转率	0.42	0.40	0.41	0.40
资产合计	9,971	13,731	17,031	22,019	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	47	0	0	0	每股收益	1.27	1.73	2.24	2.88
应付账款及票据	192	998	745	1,185	每股净资产	4.36	6.09	8.32	11.20
其他流动负债	4,377	5,439	6,494	7,844	每股经营现金流	1.34	3.05	2.23	4.04
流动负债合计	4,616	6,437	7,239	9,029	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	206	256	306	356	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	111	141	181	231	PE	68.58	50.27	38.83	30.18
非流动负债合计	317	397	487	587	PB	24.05	14.26	10.43	7.75
负债合计	4,933	6,834	7,726	9,616					
股本	1,044	1,044	1,044	1,044					
少数股东权益	484	540	613	708					
股东权益合计	5,038	6,897	9,305	12,403					
负债和股东权益合计	9,971	13,731	17,031	22,019					

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。

### 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。