

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

软件与服务

**恒生电子(600570)**
**买入**
**2020 年年报点评**

(维持评级)

2021 年 04 月 27 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,044/1,044
总市值/流通(百万元)	90,648/90,648
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12 个月最高/最低(元)	122.40/80.13

**相关研究报告:**

《恒生电子-600570-2020 年业绩预告点评: 会计准则影响表现, 21 年有望重回增长》——2021-01-29

《恒生电子-600570-重大事件快评: 债券平台正式上线, 盈利半径不断拓宽》——2020-12-25

《恒生电子-600570-重大事件快评: 员工持股利益绑定, 龙头不改成长本色》——2020-12-09

《恒生电子-600570-2020 年三季报点评: 收入准则变化影响表现, 公司长期向好趋势》——2020-10-31

《恒生电子-600570-2020 年半年报点评: 业绩符合预期, 国际化战略逐步落地》——2020-08-27

**证券分析师: 熊莉**

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

**证券分析师: 朱松**

E-MAIL: zhulong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520070001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**现金流验证景气度, 上调营收预期预示成长加速**
**● 会计准则调整仍影响表现, 现金流验证业务高景气**

公司 2020 年实现营收 41.7 亿元(+7.8%), 归母净利润 13.2 亿(-6.7%), 扣非净利润 7.3 亿元(-17.6%)。其中, 单四季度营收 18.3 亿元(+16.5%), 归母净利润 8.9 亿元(+46.4%), 扣非净利润 4.8 亿(-17.2%)。由于收入确认准则变更, 公司财报数据受到影响, 同时公司将原计入销售和研发费用的实施及维护人员费用归入成本, 故总体毛利率下降 19.7pct 至 77.09%, 销售费用率下降 15.5pct 至 8.48%, 研发费用率下降 4.44pct 至 35.85%。公司 20 年销售商品现金流入为 50.27 亿元(+17.21%), 单四季度同比增长 21.04%, 现金流入净额为 13.98 亿(+30.55%), 单四季度增长 32.88%, 现金流的快速增长预示公司业务依旧维持高景气。

**● 资本市场改革深度受益, 上调营收预期预示成长加速**

从资本市场的注册制, 新三板股改, 深圳中小板和主板合并, 上交所新债券交易系统上线等举措可以看出行业的高景气。公司 20 年存货增长至 3.52 亿, 合同负债增长至 31.07 亿元, 预示未来增长动力强劲。同时, 公司 2021 年营收增长预期上调至 20% (18-20 年营收增长预期分别为 15%/10%/15%), 达到近年高位, 有望开启成长加速之路。

**● 高研发强化竞争力, 横向扩展扩大盈利半径**

公司作为金融科技龙头, 不断投入研发加强核心竞争力, 20 年投入研发 15 亿元, 占营收比例 35.9%, 在全球 Fintech 排名上升至 40。在研发高投入下, 公司的 UF3.0、O45、合规风控 Rtec、数据中台 iBrain、技术中台 Jers3.0 等产品取得良好推广成效。同时, 公司产品线逐步扩张, 推出全球电子债券发行平台, 与巨头合作开发 PMS 系统, 收购保泰科技切入保险核心系统领域, 这些都极大扩大了公司的盈利半径。

**● 风险提示: 金融政策监管风险; 行业竞争加剧; 新产品扩展不及预期。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

预计 2021-2023 年归母净利润 14.90/17.70/20.83 亿元, 同比增速 12.8%/18.8%/17.6%; 摊薄 EPS 为 1.43/1.70/1.99 元, 当前股价对应 PE 为 60.8/51.2/43.5x。公司为金融科技龙头, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

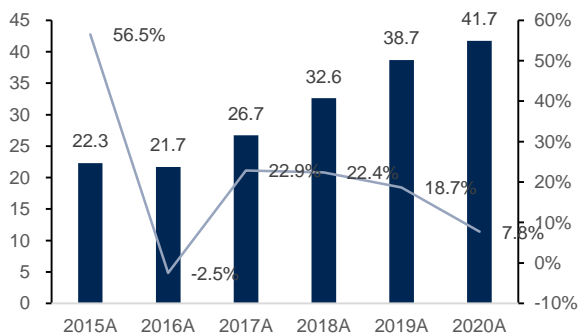
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3872	4173	5251	6430	7729
(+/-%)	18.7%	7.8%	25.8%	22.5%	20.2%
净利润(百万元)	1416	1322	1490	1770	2083
(+/-%)	119.4%	-6.6%	12.8%	18.8%	17.6%
摊薄每股收益(元)	1.76	1.27	1.43	1.70	1.99
EBIT Margin	59.1%	54.4%	20.4%	20.0%	20.1%
净资产收益率(ROE)	31.6%	29.0%	27.2%	26.9%	26.5%
市盈率(PE)	49.25	52.8	60.8	51.2	43.5
EV/EBITDA	32.7	31.9	85.8	72.3	62.0
市净率(PB)	16.43	15.31	16.54	13.78	11.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

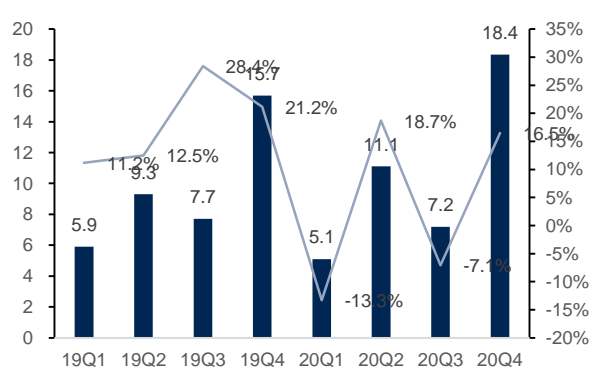
加回资产减值后，实际利润水平好于预期。公司 2020 年由于受到疫情的影响，所以营收及利润表观受到影响，加上会计准则的调整，公司总体扣非归母净利润实现 7.31 亿元，同比下降 17.6%。从公司单四季度营收及利润情况来看，公司已经逐步恢复到增长轨道，单四季度营收同比增长 16.5%，归母净利润 8.9 亿元，同比增长 46.4%。公司 2020 年报表中资产减值计提了 2.4 亿左右，其中主要包括了 1.57 亿的商誉减值以及 0.77 亿元的长期股权投资减值，由于商誉减值属于经常性损益，所以若仅加回商誉减值，公司 2020 年经营活动带来的净利润规模有 8.9 亿元左右，好于市场一致预期。

图 1：恒生电子营业收入及增速（单位：亿元、%）



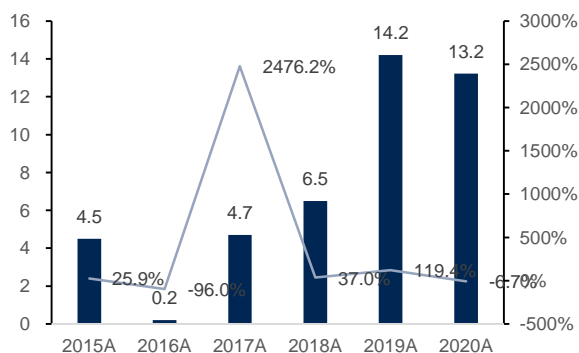
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：恒生电子单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



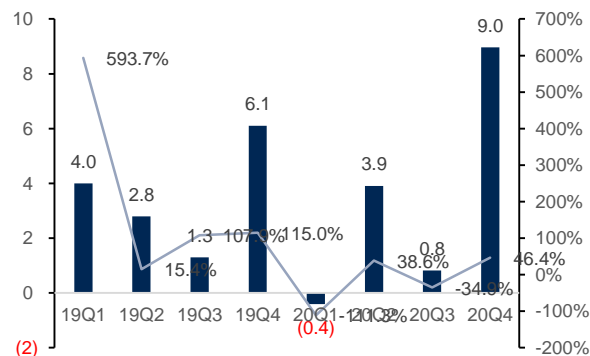
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：恒生电子归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：恒生电子单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“买入”评级。**预计 2021-2023 年收入 52.51/64.30/77.29 亿元，同比增速 25.8/22.5/20.2%，归母净利润 14.9/17.7/20.83 亿元，同比增速 12.8/18.8/17.6%；摊薄 EPS 分别为 1.43/1.70/1.99 元，当前股价对应 PE 分别为 60.8/51.2/43.5x。维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 201030	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600570	恒生电子	91.64	956.80	1.27	1.43	1.70	1.99	68.6	60.8	51.2	43.5	29.02	4.75	买入
688111	金山办公	325.98	1502.77	1.9	2.57	3.50	4.66	168.6	124.6	91.5	68.7	12.81	3.58	买入
600588	用友网络	43.90	1435.62	0.3	0.34	0.43	0.58	112.8	99.5	78.7	58.3	13.11	9.17	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1375	7419	10508	13983	营业收入	4173	5251	6430	7729
应收款项	551	503	617	741	营业成本	956	1203	1476	1779
存货净额	352	322	393	478	营业税金及附加	55	69	84	101
其他流动资产	54	67	82	99	销售费用	354	410	495	587
<b>流动资产合计</b>	<b>5054</b>	<b>11036</b>	<b>14324</b>	<b>18025</b>	管理费用	539	2501	3086	3709
固定资产	1205	989	935	891	财务费用	(7)	(28)	(71)	(103)
无形资产及其他	161	156	150	145	投资收益	584	300	300	300
投资性房地产	2812	2812	2812	2812	资产减值及公允价值变动	342	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	739	789	839	889	其他收入	(1761)	240	280	320
<b>资产总计</b>	<b>9971</b>	<b>15781</b>	<b>19060</b>	<b>22762</b>	营业利润	1441	1617	1919	2256
短期借款及交易性金融负债	47	20	20	20	营业外净收支	(3)	1	3	5
应付款项	192	322	393	478	<b>利润总额</b>	<b>1438</b>	<b>1618</b>	<b>1922</b>	<b>2261</b>
其他流动负债	4377	8978	11024	13279	所得税费用	75	81	96	113
<b>流动负债合计</b>	<b>4616</b>	<b>9320</b>	<b>11437</b>	<b>13778</b>	少数股东损益	41	47	55	65
长期借款及应付债券	206	335	340	345	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1322</b>	<b>1490</b>	<b>1770</b>	<b>2083</b>
其他长期负债	111	134	157	180					
<b>长期负债合计</b>	<b>317</b>	<b>469</b>	<b>497</b>	<b>525</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4933</b>	<b>9789</b>	<b>11934</b>	<b>14303</b>	净利润	1322	1490	1770	2083
少数股东权益	484	513	547	587	资产减值准备	206	201	10	(11)
股东权益	4554	5479	6579	7872	折旧摊销	70	101	131	141
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9971</b>	<b>15781</b>	<b>19060</b>	<b>22762</b>	公允价值变动损失	(342)	20	20	20
					财务费用	(7)	(28)	(71)	(103)
					营运资本变动	440	5017	1950	2127
					其它	(180)	(172)	25	51
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1515</b>	<b>6658</b>	<b>3906</b>	<b>4410</b>
					资本开支	(1012)	(101)	(101)	(101)
					其它投资现金流	(29)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(918)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>
					权益性融资	135	0	0	0
					负债净变化	4	129	5	5
					支付股利、利息	(501)	(565)	(671)	(789)
					其它融资现金流	308	(27)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(551)</b>	<b>(463)</b>	<b>(666)</b>	<b>(784)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>46</b>	<b>6044</b>	<b>3089</b>	<b>3475</b>
					货币资金的期初余额	1329	1375	7419	10508
					货币资金的期末余额	1375	7419	10508	13983
					企业自由现金流	1649	6033	3204	3641
					权益自由现金流	1961	6162	3276	3744

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.65	1.43	1.70	1.99
每股红利	0.62	0.54	0.64	0.76
每股净资产	5.67	5.25	6.30	7.54
ROIC	128%	-140%	-29%	-24%
ROE	29%	27%	27%	26%
毛利率	77%	77%	77%	77%
EBIT Margin	54%	20%	20%	20%
EBITDA Margin	56%	22%	22%	22%
收入增长	8%	26%	22%	20%
净利润增长率	-7%	13%	19%	18%
资产负债率	54%	65%	65%	65%
息率	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%
P/E	52.8	60.8	51.2	43.5
P/B	15.3	16.5	13.8	11.5
EV/EBITDA	31.9	85.8	72.3	62.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032