

恒生电子 (600570)

证券研究报告

2021年04月29日

经营性现金流持续验证景气，研发投入夯实龙头地位

事件：

公司发布 2021 年一季报：2021 年 Q1 实现营业收入 7.51 亿元，同比 20 年增长 46.27%，较 19 年增长 26.9% (CAGR 12.6%)；实现归母净利润 1.69 亿元，较 20 年扭亏；实现扣非后归母净利 0.38 亿元，同比 20 年增长 23.84%，较 19 年增长 3.6% (CAGR 1.8%)，主要系会计准则影响。扣非后归母净利率为 5.01%，较去年下降 0.91pct，主要系研发费用率有所增长，且在会计准则影响下，收入延迟确认、而费用支出相对刚性所致。

点评：

会计准则影响之下，经营性现金流更能反应公司真实业务情况。21 年 Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.95 亿元，同比 20 年增长 60.01%；较 19 年增长 33.87% (CAGR 15.70%)。我们认为在会计准则影响的情况下，经营性现金流的的增长更能反映公司真实业务增长情况，该项增长符合预期。

营收端分业务而言，公司 21 年 Q1 毛利较高的大零售 IT 业务及大资管 IT 业务增速较快，分别同比 20 年增长 42.88%、67.67%。就三费而言，公司销售费用率及管理费用率较 20 年有所调降，一方面体现了公司销售及管理的规模效应，另一方面由于 20 年 Q1 收入受疫情影响、但费用支出较为刚性所致；研发费用率较 20 年 Q1 提升 0.69pct，反映公司对研发的持续高投入。

就资产负债表而言，公司报告期内回购股份并支付年终奖金，使得货币资金及应付职工薪酬分别减少 4.78、4.29 亿元；报告期内赎回 12.62 亿元交易性金融资产，并实现 1.55 亿元投资收益，赎回投资的回报率为 12.3%。公司报告期内短期借款较期初增加 1.00 亿元，主要系本期银行贷款增加所致，结合公司正在进行“恒生金融云产品生产基地”建设，我们预计短期借款可能用于固定资产投资。

投资建议

Q1 业绩持续兑现公司长期增长逻辑，我们维持此前盈利预测，给予公司 2021-2023 年收入预测为 53.19/67.54/85.02 亿元，净利润预测为 14.11/17.53/21.81 亿元，对应 P/E 为 69.06/55.60/44.70 倍，维持“买入”评级。

风险提示：监管政策变动风险；经济波动风险；疫情反复致使业务推进不及预期；市场竞争风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,871.84	4,172.65	5,319.11	6,754.39	8,502.29
增长率(%)	18.66	7.77	27.48	26.98	25.88
EBITDA(百万元)	2,979.60	3,265.51	1,576.90	1,959.96	2,432.68
净利润(百万元)	1,415.85	1,321.74	1,411.23	1,753.05	2,180.64
增长率(%)	119.39	(6.65)	6.77	24.22	24.39
EPS(元/股)	1.36	1.27	1.35	1.68	2.09
市盈率(P/E)	68.84	73.74	69.06	55.60	44.70
市净率(P/B)	21.76	21.40	16.58	13.00	10.33
市销率(P/S)	25.17	23.36	18.32	14.43	11.46
EV/EBITDA	19.25	31.74	55.49	45.73	33.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	93.35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,044.09
流通 A 股股本(百万股)	1,044.09
A 股总市值(百万元)	97,465.87
流通 A 股市值(百万元)	97,465.87
每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	48.82
一年内最高/最低(元)	122.40/80.13

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
王倩雯	联系人
wangqianwen@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《恒生电子-年报点评报告:经营性现金流加速增长，部分产品市占率持续提升》 2021-04-27
- 《恒生电子-公司深度研究:千亿市值之上，未来的空间怎么看？》 2021-01-31
- 《恒生电子-公司点评:内外均迎边际改善，长期逻辑不改》 2021-01-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,328.71	1,374.84	6,867.79	4,183.58	11,614.52
应收票据及应收账款	239.74	523.47	176.64	383.89	321.69
预付账款	10.25	9.01	187.84	9.03	191.23
存货	25.69	351.69	260.00	386.01	468.44
其他	2,938.09	2,795.29	3,242.48	2,957.41	2,966.82
流动资产合计	4,542.48	5,054.29	10,734.74	7,919.91	15,562.70
长期股权投资	862.14	738.97	738.97	738.97	738.97
固定资产	490.43	472.51	749.04	919.71	1,013.86
在建工程	310.33	732.25	475.35	333.21	229.93
无形资产	109.51	161.01	149.16	137.30	125.45
其他	2,044.62	2,812.10	1,770.62	2,198.36	2,258.82
非流动资产合计	3,817.02	4,916.85	3,883.15	4,327.56	4,367.02
资产总计	8,359.50	9,971.14	14,617.89	12,247.47	19,929.72
短期借款	21.00	46.72	46.72	46.72	46.72
应付票据及应付账款	180.14	192.17	1,887.66	578.74	1,820.05
其他	2,974.73	4,377.39	5,983.19	3,263.40	7,710.09
流动负债合计	3,175.87	4,616.28	7,917.57	3,888.86	9,576.86
长期借款	202.19	206.09	206.09	206.09	206.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	88.06	111.01	94.35	97.81	101.05
非流动负债合计	290.25	317.10	300.44	303.90	307.15
负债合计	3,466.12	4,933.38	8,218.00	4,192.76	9,884.01
少数股东权益	414.41	483.73	521.75	555.29	611.50
股本	803.15	1,044.09	1,044.09	1,044.09	1,044.09
资本公积	472.12	545.39	545.39	545.39	545.39
留存收益	3,666.15	3,634.96	4,834.05	6,455.34	8,390.13
其他	(462.46)	(670.41)	(545.39)	(545.39)	(545.39)
股东权益合计	4,893.38	5,037.76	6,399.89	8,054.72	10,045.72
负债和股东权益总计	8,359.50	9,971.14	14,617.89	12,247.47	19,929.72

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,415.41	1,363.15	1,411.23	1,753.05	2,180.64
折旧摊销	69.77	72.41	52.22	63.33	70.99
财务费用	6.59	3.23	(0.85)	(0.73)	(1.39)
投资损失	(475.35)	(584.21)	(250.00)	(250.00)	(250.00)
营运资金变动	773.03	2,982.22	3,832.98	(4,166.22)	5,345.33
其它	(718.67)	(2,438.91)	156.91	144.52	171.15
经营活动现金流	1,070.79	1,397.90	5,202.48	(2,456.04)	7,516.72
资本支出	263.13	341.10	76.67	76.54	46.75
长期投资	(120.18)	(123.16)	0.00	0.00	0.00
其他	(386.98)	(1,009.24)	280.06	(160.33)	109.71
投资活动现金流	(244.04)	(791.31)	356.72	(83.79)	156.47
债权融资	223.19	252.81	272.81	259.48	261.70
股权融资	79.66	186.47	125.87	0.73	1.39
其他	(377.83)	(990.08)	(464.95)	(404.57)	(505.32)
筹资活动现金流	(74.98)	(550.80)	(66.27)	(144.37)	(242.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	751.77	55.80	5,492.94	(2,684.21)	7,430.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,871.84	4,172.65	5,319.11	6,754.39	8,502.29
营业成本	124.78	955.91	1,298.69	1,638.10	2,058.10
营业税金及附加	46.93	54.50	68.26	85.59	109.30
营业费用	926.61	353.81	420.21	526.84	646.17
管理费用	486.15	539.49	608.53	702.35	842.18
研发费用	1,560.03	1,496.06	1,808.50	2,364.04	2,975.80
财务费用	2.96	(6.94)	(0.85)	(0.73)	(1.39)
资产减值损失	(14.65)	(239.01)	(40.86)	(98.17)	(126.02)
公允价值变动收益	134.68	103.09	118.89	110.99	114.94
投资净收益	475.35	584.21	250.00	250.00	250.00
其他	(1,399.25)	(1,109.49)	(737.77)	(721.98)	(729.87)
营业利润	1,528.25	1,441.02	1,525.53	1,897.36	2,363.07
营业外收入	2.53	1.85	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.44	5.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,527.34	1,437.72	1,525.53	1,897.36	2,363.07
所得税	111.93	74.56	76.28	110.77	126.22
净利润	1,415.41	1,363.15	1,449.25	1,786.59	2,236.85
少数股东损益	(0.44)	41.42	38.02	33.53	56.21
归属于母公司净利润	1,415.85	1,321.74	1,411.23	1,753.05	2,180.64
每股收益(元)	1.36	1.27	1.35	1.68	2.09

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.66%	7.77%	27.48%	26.98%	25.88%
营业利润	117.99%	-5.71%	5.86%	24.37%	24.55%
归属于母公司净利润	119.39%	-6.65%	6.77%	24.22%	24.39%
获利能力					
毛利率	96.78%	77.09%	75.58%	75.75%	75.79%
净利率	36.57%	31.68%	26.53%	25.95%	25.65%
ROE	31.61%	29.02%	24.01%	23.38%	23.11%
ROIC	103.16%	-226.60%	-110.77%	-43.65%	-665.07%
偿债能力					
资产负债率	41.46%	49.48%	56.22%	34.23%	49.59%
净负债率	-22.59%	-22.27%	-103.05%	-48.72%	-113.01%
流动比率	1.43	1.09	1.36	2.04	1.63
速动比率	1.42	1.02	1.32	1.94	1.58
营运能力					
应收账款周转率	19.78	10.93	15.20	24.10	24.10
存货周转率	186.94	22.11	17.39	20.91	19.90
总资产周转率	0.53	0.46	0.43	0.50	0.53
每股指标(元)					
每股收益	1.36	1.27	1.35	1.68	2.09
每股经营现金流	1.03	1.34	4.98	-2.35	7.20
每股净资产	4.29	4.36	5.63	7.18	9.04
估值比率					
市盈率	68.84	73.74	69.06	55.60	44.70
市净率	21.76	21.40	16.58	13.00	10.33
EV/EBITDA	19.25	31.74	55.49	45.73	33.82
EV/EBIT	19.69	32.44	57.39	47.26	34.83

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com