

H1 出清收入准则影响，全年增长乐观

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:	90.82	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7月2日公司披露2021H1业绩预告，2021H1营业收入同比+14.2%-29.7%；扣非后归母净利润同比变动-5.8%至0.16%；净利润整体同比+92.0%-104.3%

分析判断:

▶ 新收入准则影响趋于出清，H1 成本费用承压但表观利润超预期

一、收入端增长中枢基本符合预期，新收入确认影响已于2021Q2出清。14.2%-29.7%的营收增速区间整体符合市场预期，但下沿略低，对此我们的判断是：

1) Q2 确实略受影响：由于公司于2020Q3开始实施新收入准则，即收入确认方式由“完工百分比法”向“终验法”转变，新规则下部分项目无法按照既定节奏确认收入。我们认为，新收入准则带来一整年的财务调整窗口期，即2021Q1 & Q2 仍受影响，尽管2021Q1在低基数叠加2020Q4订单高峰期确认递延的影响下并未显现增速异常，但2021Q2仍在影响期内。值得注意的是，2021Q3开始财务调整影响已完全出清，公司收入确认规则将步入同口径比较期。

2) 但增速大概率贴近区间上沿：尽管业绩指引下沿略低，但不宜过分悲观。考虑到公司现金流（2021Q1销售商品/劳务收到的现金同比+60.0%）和合同负债（2020全年同比+25.9%）情况乐观，我们坚定看好公司基本面，判断最终收入增速大概率贴近区间上沿。

二、利润端乐观增长系非经常项推动，费用成本扩张挤压扣费利润。从表观利润来看，2021H1实现归母净利润6.6-7.0亿元，增长超预期，主要系处置金融资产的投资收益+公允价值变动损益所致，主要来自二级市场兑现以及资产价值上涨，合计影响金额约为3.9-4.2亿元。公司在新的会计准则框架下，金融资产价值的计量与披露更为审慎，尤其投资收益是基于每个季度核算，因此判断公司二季度的持仓（兑现）收益明显。此外，关于扣非归母净利润，增长乏力主要因素仍是人员。上半年人员有较大幅度增长（较2020年底的9739员工），带来成本费用增长过快。但根据产业调研结果来看，有两点需要指出：一是人员增长不主要来自外包条线；二是人员扩张加速充分体现公司对今年和未来业务景气度的信心。

▶ 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

整体而言，我们认为上半年公司在大零售、大资管条线进展乐观，完全符合预期，相信中报会有更多亮点展现。1、大零售IT领域来看，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领域来看，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。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：

维持盈利预测不变：预计 2021-2023 年营收分别增长 33.1%/25.7%/26.8%，归母净利润分别增长
36.4%/29.5%/28.7%，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、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：

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	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	75	173	244	325	成长能力 (%)				
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%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.27	1.73	2.24	2.88	毛利率	77.1%	78.2%	79.1%	79.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	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	偿债能力 (%)				
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
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，主要覆盖人工智能、金融科技、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。