

**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**
**2021年半年报预告点评**

(维持评级)

2021年07月05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)	94,824/94,824
上证综指/深圳成指	3,519/14,671
12个月最高/最低(元)	122.40/80.13

**相关研究报告:**

《恒生电子-600570-2021年一季报点评: 营收利润双高增, 经营全面超预期》——2021-04-29

《恒生电子-600570-2020年年报点评: 现金流验证景气度, 上调营收预期预示成长加速》——2021-04-27

《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

**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号: S0980519030002

**证券分析师: 朱松**

 E-MAIL: zhusong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: 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**
**半年报稳步向上, 下半年增长确定性较高**
**● 半年报营收稳健增长, 利润端非经常损益贡献较多**

公司发布 2021H1 业绩预告, 营收端预计实现 18.5-21 亿元, 同比增长 14.2%-29.7%, 归母净利润实现 6.6-7 亿元, 同比增长 92.0%-104.3%, 扣非净利润为 2.7-2.87 亿元, 同比增长-6%到 0%。公司上半年的归母净利润增长主要系处置金融资产的投资收益以及公允价值变动损益所致(如持有的赢时胜股权), 扣非归母净利润增长不大, 主要是因为今年上半年相比去年同期的成本增长较多。

**● 单二季度营收增速中位数约 11%**

单二季度来看, 营收实现 11-13.5 亿元, 同比增长-0.6%到 22%, 中位数在 11%左右, 归母净利润实现 4.91-5.33 亿元, 同比增长 26.2%-37%, 扣非归母净利润实现 2.32-2.49 亿元, 同比增长-9.4%到-2.7%。由于 20Q2 单季度营收基数较高(20Q2 单季度营收增速 18%, 处于公司历次季度营收增速的较高位置), 故 21Q2 单季度同比增速中位数不高。单二季度的扣非净利润增速中位数为-6%, 主要系去年同期由于疫情导致员工支出成本的基数较低。

**● 预计半年报营收增速落在上半区间, 下半年增长确定性较强**

由于在 7 月 2 日发布的营收增长区间相对准确度不高, 而公司的业务景气度较高, 所以我们判断公司的 21H1 营收增速预计落在预告区间的上半区间, 即 22%以上。展望下半年, 公司从 20Q3 开始调整收入确认准则(由完工百分比调整为终验法), 所以在业务高景气度的情况下, 21Q3 季报和 21A 年报公司的增长确定性较高。同时, 国内资本市场改革进入深水区, 伴随着资产管理规模的快速增长, 都将为市场贡献较多的业务增量, 而公司作为行业龙头将显著受益。

**● 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 61.4/51.7/44.0x。公司为金融科技龙头, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

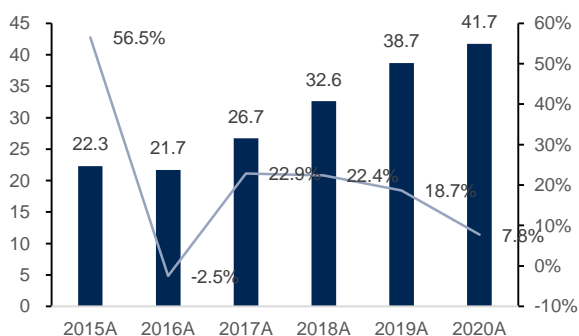
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3872	4173	5251	6430	7729
(+/-%)	18.7%	7.8%	25.8%	22.5%	20.2%
净利润(百万元)	1416	1322	1490	1770	2083
(+/-%)	119.4%	-6.6%	12.8%	18.8%	17.6%
摊薄每股收益(元)	1.76	1.27	1.43	1.70	1.99
EBIT Margin	59.1%	54.4%	20.4%	20.0%	20.1%
净资产收益率(ROE)	31.6%	29.0%	27.2%	26.9%	26.5%
市盈率(PE)	49.25	69.3	63.6	53.6	45.5
EV/EBITDA	32.7	41.3	89.4	75.2	64.4
市净率(PB)	16.43	20.11	17.31	14.41	12.05

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

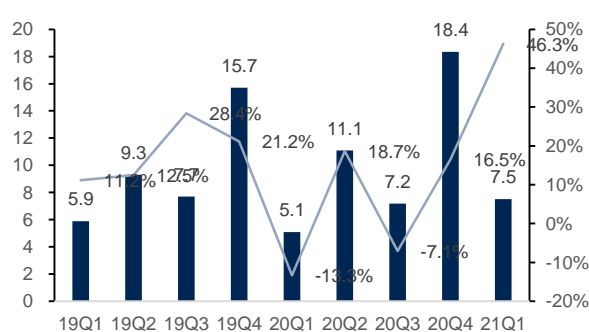
单二季度营收稳健增长，去年同比成本基数低导致扣非归母增速较低。2021Q1实现营收 7.51 亿，同比增长 46.3%，归母净利润为 1.69 亿元，同比增长 475.44%，扣非归母净利润为 3762 万元，同比增长 23.84%。根据公司半年报业绩预告，单二季度营收增长区间为-0.6%到 22%，归母净利润增长区间为 26.2%-37%，扣非归母净利润增速区间为-9.4%到-2.7%。公司投资的赢时胜股权公允价值变动对归母净利润贡献较大，扣非净利润增速的下滑主要是去年同期由于疫情原因员工成本基数较低。在公司业务维持高景气度的情况下，我们预计公司 21Q3 季报以及 21 年年报将表现较好。

图 1：恒生电子营业收入及增速（单位：亿元、%）



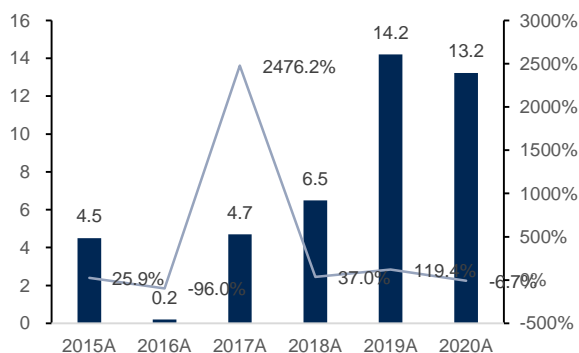
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：恒生电子单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



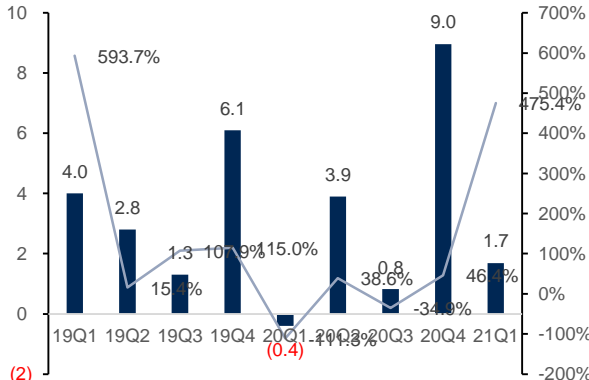
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 61.4/51.7/44.0x。维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210703	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	90.82	948.24	1.27	1.43	1.70	1.99	71.7	63.6	53.6	45.5	29.02	4.97	买入
688111	金山办公	386.00	1779.46	1.9	2.57	3.50	4.66	203.2	150.2	110.3	82.8	12.81	4.31	买入
600588	用友网络	31.55	1031.85	0.3	0.34	0.43	0.58	105.2	92.8	73.4	54.4	13.11	8.55	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)
关键财务与估值指标					营运资本变动	440	5017	1950	2127
每股收益	1.27	1.43	1.70	1.99	其它	(180)	(172)	25	51
每股红利	0.48	0.54	0.64	0.76	<b>经营活动现金流</b>	<b>1515</b>	<b>6658</b>	<b>3906</b>	<b>4410</b>
每股净资产	4.36	5.25	6.30	7.54	资本开支	(1012)	(101)	(101)	(101)
ROIC	128%	-140%	-29%	-24%	其它投资现金流	(29)	0	0	0
ROE	29%	27%	27%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(918)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>
毛利率	77%	77%	77%	77%	权益性融资	135	0	0	0
EBIT Margin	54%	20%	20%	20%	负债净变化	4	129	5	5
EBITDA Margin	56%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(501)	(565)	(671)	(789)
收入增长	8%	26%	22%	20%	其它融资现金流	308	(27)	0	0
净利润增长率	-7%	13%	19%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(551)</b>	<b>(463)</b>	<b>(666)</b>	<b>(784)</b>
资产负债率	54%	65%	65%	65%	<b>现金净变动</b>	<b>46</b>	<b>6044</b>	<b>3089</b>	<b>3475</b>
息率	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	1329	1375	7419	10508
P/E	71.7	63.6	53.6	45.5	货币资金的期末余额	1375	7419	10508	13983
P/B	20.8	17.3	14.4	12.0	企业自由现金流	1649	6033	3204	3641
EV/EBITDA	42.6	89.4	75.2	64.4	权益自由现金流	1961	6162	3276	3744

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