

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

软件与服务

恒生电子（600570）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年09月05日

## 北交所设立验证行业景气度，公司深度受益

证券分析师：熊莉

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

zhusong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520070001

## 事项：

习近平主席9月2日在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞中宣布，继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

## 国信计算机观点：

1) 资本市场改革不断推进，北交所设立意义重大。目前设立的北交所，主要在制度、试行、定位、交易、市场等方面有较为突出的特点：①在制度层面，北交所将整体平移精选层的各项基础制度，同时未来有望以创新层为主要的上市对象；②在试行层面，对于当前上市还未盈利的公司，其控股股东、实控人、董事、监事、高级管理人员所持有股份的锁定期应该适当延长；③在定位层面，区别于沪深交易所，北交所将服务于创新型中小企业，服务对象更早、更小、更新；④在交易层面，北交所新股上市首日不设涨跌幅，次日起涨跌幅限制30%；⑤在市场层面，投资者的投资门槛有望进一步下降，此前在全面深化新三板改革中，基础层、创新层、精选层的投资门槛已经分别降低为200/150/100万元。我们认为：①此次北交所的设立，是我国资本市场改革的重要举措，不仅仅为广大的创新型中小企业提供了更好的交易场所，也说明了资本市场改革的步伐正逐步深化；②资本市场改革将会为带来IT的建设增量，其中恒生电子有望深度受益，不仅有望参与北交所这一金融基础设施的建设，还有望参与各大交易系统与新交易所的对接工作。

2) 行业景气度较高，公司成长性依旧。从中长期来看，公司的成长性依旧：1) 金融改革持续深化，公募Reits的发行、公募投顾试点名单扩容、上交所推出独立债券系统以及此次的北交所设立等都给公司带来业务增量；2) 在产品线层面，除了传统产品线UF3.0、理财5.0、银行综合理财6.0、O45等均不断新签客户，公司还培育多条产品线，向着金融科技航母级公司进发，主要包括保泰科技进军保险资产端业务系统、LightDB进军金融领域数据库、PMS投资组合系统、与Finastra合作开发资金交易系统、入股N2N布局东南亚市场等。

3) 龙头地位依旧，会计准则影响步入尾声。公司作为证券领域内的绝对龙头，其核心交易系统在证券、基金、保险、信托等领域都占有绝对的领先优势，同时，公司良好的品牌效应以及强大的研发能力将会进一步促进公司形成强者恒强的竞争优势。公司从20Q3开始修改会计收入确认准则，自此由于会计准则修改对业绩带来一定的不确定性，所以公司的股价表现较为波动，目前该影响已经逐步进入尾声，21Q3开始将具有同比口径。我们认为公司在较强的市场地位下将获得超越行业平均的增长水平，中长期成长无忧。

**投资建议：**公司受益于较高的市场地位，同时依赖良好的品牌效应和强大的研发能力，产品线横向和纵向拓展的能力较强，竞争优势明显。我们预计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1.02/1.21/1.43元，对应PE为52.9/44.6/37.9，维持“买入”评级。

**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。

## 评论:

### ■ 资本市场改革不断推进，北交所设立意义重大

目前设立的北交所，主要在制度、试行、定位、交易、市场等方面有较为突出的特点：1) 在制度层面，北交所将整体平移精选层的各项基础制度，同时未来有望以创新层为主要的上市对象；2) 在试行层面，对于当前上市还未盈利的公司，其控股股东、实控人、董事、监事、高级管理人员所持有股份的锁定期应该适当延长；3) 在定位层面，区别于沪深交易所，北交所将服务于创新型中小企业，服务对象更早、更小、更新；4) 在交易层面，北交所新股上市首日不设涨跌幅，次日起涨跌幅限制 30%；5) 在市场层面，投资者的投资门槛有望进一步下降，此前在全面深化新三板改革中，基础层、创新层、精选层的投资门槛已经分别降低为 200/150/100 万元。

此次北交所的设立，是我国资本市场改革的重要举措，不仅仅为广大的创新型中小企业提供了更好的交易场所，也说明了资本市场改革的步伐正逐步深化。同时后资本市场改革将会带来 IT 的建设增量，其中恒生电子有望深度受益，不仅有望参与北交所这一金融基础设施的建设，还有望参与各大交易系统与新交易所的对接工作。具体的空间测算（仅为简单测算，具体的金额大小要等北交所的细则出来以及对应的工作量安排）：恒生为北交所这一金融基础设施的 IT 工作体量有望达到千万级；为金融机构的各大交易系统和北交所的接口有望达到 100-300 万/家；总体而言，按照之前所述，北交所的设立有望对恒生带来数亿元的 IT 增量。

### ■ 会计准则的影响将逐步消除，公司中长期成长性依旧

公司从 20Q3 开始修改会计收入确认准则，自此由于会计准则修改对业绩带来一定的不确定性，所以公司的股价表现较为波动，目前该影响已经逐步进入尾声，21Q3 开始将具有同比口径。公司作为证券领域内的绝对龙头，其核心交易系统在证券、基金、保险、信托等领域都占有绝对的领先优势，同时，公司良好的品牌效应以及强大的研发能力将会进一步促进公司形成强者恒强的竞争优势。

公司的成长性依旧：1) 金融改革持续深化，公募 Reits 的发行、公募投顾试点名单扩容、上交所推出独立债券系统以及此次的北交所设立等都给公司带来业务增量；2) 在产品线层面，除了传统产品线 UF3.0、理财 5.0、银行综合理财 6.0、O45 等均不断新签客户，公司还培育多条产品线，向着金融科技航母级公司进发，主要包括保泰科技进军保险资产端业务系统、LightDB 进军金融领域数据库、PMS 投资组合系统、与 Finastra 合作开发资金交易系统、入股 N2N 布局东南亚市场等。公司的成长空间依旧广阔。

### ■ 投资建议：维持“买入”评级

我们认为公司的业绩增长点主要体现在：1) 行业地位稳固，议价能力强。公司在金融科技领域处于领军企业地位，尤其是在核心证券交易系统领域拥有绝对的领先优势，对于客户有较强的议价能力；2) 研发实力强大，产品线双向拓展能力强。公司有 4000 多人的研发团队，每年研发投入 10 多亿元，在强大的研发支持下，公司产品线的横向和纵向扩张能力较强（比如横向拓展了 PMS 系统、全球电子化债券发行平台等产品；纵向拓展了 UF3.0、O45 等产品）。

我们预计 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 1.02/1.21/1.43 元，对应 PE 为 52.9/44.6/37.9，维持“买入”评级。

### ■ 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。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1375	7419	10508	13983
应收款项	551	503	617	741
存货净额	352	322	393	478
其他流动资产	54	67	82	99
<b>流动资产合计</b>	<b>5054</b>	<b>11036</b>	<b>14324</b>	<b>18025</b>
固定资产	1205	989	935	891
无形资产及其他	161	156	150	145
投资性房地产	2812	2812	2812	2812
长期股权投资	739	789	839	889
<b>资产总计</b>	<b>9971</b>	<b>15781</b>	<b>19060</b>	<b>22762</b>
短期借款及交易性金融负债	47	20	20	20
应付款项	192	322	393	478
其他流动负债	4377	8978	11024	13279
<b>流动负债合计</b>	<b>4616</b>	<b>9320</b>	<b>11437</b>	<b>13778</b>
长期借款及应付债券	206	335	340	345
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>
<b>负债合计</b>	<b>4933</b>	<b>9789</b>	<b>11934</b>	<b>14303</b>
少数股东权益	484	513	547	587
股东权益	4554	5479	6579	7872
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9971</b>	<b>15781</b>	<b>19060</b>	<b>22762</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.27	1.02	1.21	1.43
每股红利	0.48	0.39	0.46	0.54
每股净资产	4.36	3.75	4.50	5.39
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	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
P/E	42.6	52.9	44.6	37.9
P/B	12.4	14.4	12.0	10.0
EV/EBITDA	26.2	75.8	64.0	55.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4173</b>	<b>5251</b>	<b>6430</b>	<b>7729</b>
营业成本	956	1203	1476	1779
营业税金及附加	55	69	84	101
销售费用	354	410	495	587
管理费用	539	2501	3086	3709
财务费用	(7)	(28)	(71)	(103)
投资收益	584	300	300	300
资产减值及公允价值变动	342	(20)	(20)	(20)
其他收入	(1761)	240	280	320
营业利润	1441	1617	1919	2256
营业外净收支	(3)	1	3	5
<b>利润总额</b>	<b>1438</b>	<b>1618</b>	<b>1922</b>	<b>2261</b>
所得税费用	75	81	96	113
少数股东损益	41	47	55	65
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1322</b>	<b>1490</b>	<b>1770</b>	<b>2083</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>1322</b>	<b>1490</b>	<b>1770</b>	<b>2083</b>
资产减值准备	206	201	10	(11)
折旧摊销	70	101	131	141
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

## 相关研究报告

《恒生电子-600570-2021年半年报点评：业务持续成长，营收利润均接近预告上限》 ——2021-08-27
《恒生电子-600570-2021年半年报预告点评：半年报稳步向上，下半年增长确定性较高》 ——2021-07-06
《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：会计准则影响表观，21年有望重回增长》 ——2021-01-29

## 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±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±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。

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