

恒生电子 (600570)

资金领域再次掘金，商业模式优异，竞争优势凸显

事件：11月26日，恒生电子控股子公司云赢网络为补充资金管理管理系统产品线，以6,500万美元（约合人民币42,155.1万元）收购Finastra公司旗下Summit在中国内地及港澳地区的业务，承接17家客户及正在执行的合同，并有权在Summit产品源代码基础上进行本地化开发。同时，公司向云赢网络增资6.3亿元，以帮助云赢网络购买Summit业务、收购恒生利融76.01%股权、并补充流动资金。

点评：

1. 资金管理系统是银行核心系统之一，Summit竞争优势突出。资金管理系统是银行重要业务部门（如金融市场部）使用的核心系统，涉及高度复杂的数学模型，国内厂商和银行自研难度大，严重依赖国外厂商。本次收购的Summit系统是全球领先的资金管理系统，优势包括拥有先进定价模型、具有连续交付模式、跨资产和前中后台、采取云化技术路线等。目前国内资金系统厂商包括时代银通、中汇亿达、开科唯识、兆尹科技、衡泰软件等，产品较Summit存在较大差距。且恒生可通过后续的消化系统和本地化改造，最终形成技术更领先、更适合中国客户、更与国际接轨的资金业务解决方案。

2. Summit+Opics，大中小行资金管理系统全覆盖，协同效应明显，空间持续打开。Summit是针对大中型银行的资金管理系统解决方案；今年5月，公司收购恒生利融，其目前的主要产品为覆盖中小型银行的Opics资金管理系统。为全面覆盖大中小型银行客户、形成协同效应，云赢网络也拟通过收购恒生利融76.01%股权的方式消除内部竞争，共享整合公司的资产、业务、人员、财务等各项资源。

3. 商业模式优异，现有客户质量高。区别于其他银行IT公司，Summit系统以产品许可费收入及实施收入为主，且产品许可费为每年收取，商业模式更加优异。由于与客户签订的合同周期较长，Summit业务预计未来可贡献稳定的现金流及利润。随着公司对系统的消化吸收和本地化改造、国内团队对Finastra原有团队的逐步接替，公司预期息税前利润/营业收入将由2022年的21.2%提升至2027年及以后的30.1%。公司承接了Summit目前中国内地及港澳地区的17家客户，包括农业银行、浦发银行、宁波银行、江苏银行等，未来优质客户范围有望进一步拓宽。

考虑收购Summit带来的经营正向影响，参考Summit业务盈利预期，我们将公司2021~2023年的营收预测由53.19/67.54/85.02亿元调增至54.17/68.65/86.22亿元，将净利预测由14.11/17.53/21.81亿元调增至14.31/17.78/22.04亿元，对应58.4/47.0/37.9倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：1) 客户转移及续签风险；2) 内部整合风险；3) 竞争加剧风险；4) 商誉减值风险

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	5,417.11	6,864.69	8,622.07
增长率(%)	18.66	7.77	29.82	26.72	25.60
EBITDA(百万元)	2,979.60	3,265.51	1,597.82	1,986.76	2,458.45
净利润(百万元)	1,415.85	1,321.74	1,430.58	1,777.81	2,204.42
增长率(%)	119.39	(6.65)	8.24	24.27	24.00
EPS(元/股)	0.97	0.90	0.98	1.22	1.51
市盈率(P/E)	59.00	63.20	58.39	46.98	37.89
市净率(P/B)	18.65	18.34	13.35	10.72	8.66
市销率(P/S)	21.57	20.02	15.42	12.17	9.69
EV/EBITDA	19.25	31.74	45.85	37.95	27.75

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	57.15元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,461.56
流通A股股本(百万股)	1,461.56
A股总市值(百万元)	83,528.18
流通A股市值(百万元)	83,528.18
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	50.68
一年内最高/最低(元)	110.59/48.16

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：聚源数据

相关报告

- 《恒生电子-季报点评:营收增速大超预期，利润主要受股份支付及人员增长影响》2021-10-29
- 《恒生电子-公司专题研究:资本市场改革视角：全面深化改革有望驱动公司持续高增》2021-09-01
- 《恒生电子-半年报点评:营收增速符合预期，看好三大动能驱动需求持续增长》2021-08-26

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	7,172.90	4,488.08	11,736.62
应收票据及应收账款	239.74	523.47	189.54	380.14	335.38
预付账款	10.25	9.01	179.53	9.22	181.94
存货	25.69	351.69	260.00	359.38	456.27
其他	2,938.09	2,795.29	3,244.00	2,957.44	2,968.48
流动资产合计	4,542.48	5,054.29	11,045.97	8,194.26	15,678.70
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	14,929.12	12,521.82	20,045.72
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	1,799.89	564.84	1,725.03
其他	2,974.73	4,377.39	6,004.23	3,255.61	7,712.14
流动负债合计	3,175.87	4,616.28	7,850.84	3,867.17	9,483.89
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	8,151.27	4,171.06	9,791.03
少数股东权益	414.41	483.73	522.27	556.28	613.11
股本	803.15	1,044.09	1,461.56	1,461.56	1,461.56
资本公积	472.12	545.39	545.39	545.39	545.39
留存收益	3,666.15	3,634.96	4,794.01	6,332.92	8,180.02
其他	(462.46)	(670.41)	(545.39)	(545.39)	(545.39)
股东权益合计	4,893.38	5,037.76	6,777.85	8,350.76	10,254.68
负债和股东权益总计	8,359.50	9,971.14	14,929.12	12,521.82	20,045.72

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,415.41	1,363.15	1,430.58	1,777.81	2,204.42
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	3,760.14	(4,084.92)	5,249.99
其它	(718.67)	(2,438.91)	157.43	145.00	171.76
经营活动现金流	1,070.79	1,397.90	5,149.52	(2,349.51)	7,445.78
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	543.34	0.73	1.39
其他	(377.83)	(990.08)	(524.34)	(511.72)	(616.80)
筹资活动现金流	(74.98)	(550.80)	291.81	(251.52)	(353.71)
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	5,798.06	(2,684.82)	7,248.54

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	5,417.11	6,864.69	8,622.07
营业成本	124.78	955.91	1,243.89	1,570.57	1,964.65
营业税金及附加	46.93	54.50	69.51	86.99	110.84
营业费用	926.61	353.81	427.95	535.45	655.28
管理费用	486.15	539.49	616.37	711.18	851.77
研发费用	1,560.03	1,496.06	1,841.82	2,327.13	2,974.61
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	70.93	42.41
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	1,546.45	1,924.16	2,388.85
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	1,546.45	1,924.16	2,388.85
所得税	111.93	74.56	77.32	112.34	127.60
净利润	1,415.41	1,363.15	1,469.13	1,811.82	2,261.25
少数股东损益	(0.44)	41.42	38.54	34.01	56.82
归属于母公司净利润	1,415.85	1,321.74	1,430.58	1,777.81	2,204.42
每股收益(元)	0.97	0.90	0.98	1.22	1.51

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.66%	7.77%	29.82%	26.72%	25.60%
营业利润	117.99%	-5.71%	7.32%	24.42%	24.15%
归属于母公司净利润	119.39%	-6.65%	8.24%	24.27%	24.00%
获利能力					
毛利率	96.78%	77.09%	77.04%	77.12%	77.21%
净利率	36.57%	31.68%	26.41%	25.90%	25.57%
ROE	31.61%	29.02%	22.87%	22.81%	22.86%
ROIC	103.16%	-226.60%	-112.29%	-45.07%	-655.82%
偿债能力					
资产负债率	41.46%	49.48%	54.60%	33.31%	48.84%
净负债率	-22.59%	-22.27%	-101.80%	-50.64%	-111.90%
流动比率	1.43	1.09	1.41	2.12	1.65
速动比率	1.42	1.02	1.37	2.03	1.61
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	17.71	22.17	21.14
总资产周转率	0.53	0.46	0.44	0.50	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.97	0.90	0.98	1.22	1.51
每股经营现金流	0.73	0.96	3.52	-1.61	5.09
每股净资产	3.06	3.12	4.28	5.33	6.60
估值比率					
市盈率	59.00	63.20	58.39	46.98	37.89
市净率	18.65	18.34	13.35	10.72	8.66
EV/EBITDA	19.25	31.74	45.85	37.95	27.75
EV/EBIT	19.69	32.44	47.40	39.20	28.57

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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