

恒生电子 (600570)

证券研究报告

2021年12月05日

资本市场改革密集催化，前沿产品打开新市场空间

事件一：近日4项资本市场改革密集出台，利好现有竞争格局稳固

12月3日，证券公司账户管理功能优化试点、证券公司收益互换业务管理办法、保险资金参与证券出借业务、促进衍生品业务规范发展的指导意见等4项资本市场改革密集出台。

1) 就**账户管理功能优化**而言，相关改造涉及投资者终端、账户、资金、法人清算等系统。证监会按照“分批试点、逐步放开”的思路，先选取10家证券公司进行试点，意在对客户名下的经纪、信用、衍生品等各类资金账户的资金进行划转，为财富管理提供系统化解解决方案。

2) 就**证券公司收益互换业务**而言，相关改造涉及交易、投资者适当性、资金、风险、数据报送等系统，当前涉及的机构包括7家场外期权一级交易商、33家场外期权二级交易商。

3) 就**保险资金参与证券出借业务**而言，相关改造涉及转融通、风险管理、合规管理等系统，涉及机构包括238家保险及111家券商(不含资管公司)。

4) 就**衍生品业务规范发展指导意见**而言，相关改造涉及衍生品交易、清算、结算、风险管理、数据报送等系统，涉及机构包括银行、保险、券商、基金、期货等金融机构。

由于系统改造多基于现有系统内进行单一来源采购，资本市场改革的密集出台利于现有竞争格局的进一步稳固；且政策多为刚性改造需求，利于平抑收入波动，走出独立的alpha行情。基于此，我们认为行业龙头恒生电子最为受益于当前一系列政策密集催化。

事件二：云、数、链等多项前沿产品发布，新市场空间进一步打开

12月1~3日，恒生电子举办2021LIGHT开发者云大会。会议期间，公司发布包括自主研发的**金融分布式数据库LightDB**、**协作共享平台Light云**在内的多项前沿产品。目前，LightDB已陆续应用于恒生TA产品及恒生效能平台等系统，并与金融客户探索国产数据库应用场景，推动金融信创良性发展。Light云平台带来了云、数、链三款新品，本次发布了**新一代云原生底座Light-Core+openEuler容器云联合解决方案**、**在线数据服务“恒有数”**、**区块链公共服务平台“H-BaaS”**等。云、数、链等一系列基于前沿技术的产品发布，验证了恒生电子作为行业龙头的研发前瞻，也利于公司占领基于前沿技术市场高地。

我们维持盈利预测，预计2021~2023年公司营收为54.17/68.65/86.22亿元，净利润为14.31/17.78/22.04亿元，对应60.0/48.3/39.0倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：1) 宏观及政策风险；2) 竞争风险；3) 技术发展方向风险

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)	60.65	64.97	60.02	48.30	38.95
市净率(P/B)	19.17	18.86	13.73	11.02	8.91
市销率(P/S)	22.18	20.58	15.85	12.51	9.96
EV/EBITDA	19.25	31.74	47.31	39.12	28.70

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	58.75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)	85,866.68
流通A股市值(百万元)	85,866.68
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-公司点评:资金领域再次掘金，商业模式优异，竞争优势凸显》 2021-11-28
- 《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

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

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	60.65	64.97	60.02	48.30	38.95
市净率	19.17	18.86	13.73	11.02	8.91
EV/EBITDA	19.25	31.74	47.31	39.12	28.70
EV/EBIT	19.69	32.44	48.91	40.41	29.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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