

## 疫情冲击下彰显成长韧性，基本面拐点有望到来

2022 年 07 月 18 日

► **2022 年上半年收入同比增长 15.40%**。恒生电子于 7 月 15 日发布 2022 年半年度业绩预告，上半年预计实现营收 23.68 亿元，同比增长 15.40%；实现归母净利润-0.99 亿元，去年同期为 7.15 亿元；扣非后净利润为 1.16 亿元，去年同期为 3.00 亿元。

► **2022 年 Q2 单季度收入同比增长 7.23%，成长韧性十足**。恒生 22 年 Q2 单季度实现营收 13.95 亿元，同比增长 7.23%；实现归母净利润-0.58 亿元，去年同期为 5.46 亿元；扣非后净利润为 1.01 亿元，去年同期为 2.62 亿元。公司客户群体主要集中于北京、上海、深圳等城市，2022 年上半年受疫情影响，实施交付、订单签订均受到影响，但得益于金融行业数字化转型升级持续推进和公司强大的执行力，恒生 Q2 单季度仍保持收入的正增长，成长韧性十足。

► **非经常损益与人员成本费用，造成利润端短期承压**。从利润端看 2022 上半年呈现短期承压的情况，两个维度上：2022H1 扣非利润 1.16 亿元，同比下滑 61%；2022H1 非经常性损益为-2.2 亿元，去年同期为 4.2 亿元。一方面，由于 2022 年上半年资本市场波动，公司投资的赢时胜等金融资产公允价值变动较大，导致相比去年同期的公允价值变动收益同比大幅下降；另一方面，恒生连续两年大幅扩张了自己的员工规模，力求抓住金融机构数字化转型的机遇，导致 2022 年上半年人员成本费用同比增长约 25.4%。疫情影响收入增速，同时人员成本支付较为刚性，导致了公司短期收入与成本的错配，表现利润有所承压。

► **基本面拐点有望到来，静待资本市场改革号角吹响**。上半年以来，上海、北京、深圳等地的疫情对于恒生的业务开展有较大影响，而 20、21 两年的大幅人员扩展又使得公司成本端明显承压。随着疫情得到控制，公司业务端正常开展，收入增速有望重回正轨，而人员扩张的控制与人效提升有望在下半年开始体现，基本面拐点值得期待。而自 2022 年以来，全面注册制不断被政策文件提及，落地进程值得期待，考虑到恒生在科创板、创业板注册制推出后的成长性，我们认为全面注册制的推广有望开启公司新一轮成长周期。

► **投资建议**：预计公司 22-24 年归母净利润分别为 14.0、19.4、24.5 亿元，当前市值对应 22-24 年 PE 分别为 40/29/23 倍。考虑到当前时点资本市场改革与金融机构数字化投入加速，恒生的不确定性均在短期落地，因此公司具备估值修复的空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示**：资本市场改革进度不及预期；疫情反复影响公司实施交付开展；新产品推进进度不及预期；头部甲方自研力度加大。

### 推荐

维持评级

当前价格：

38.71 元

目标价：



**分析师 吕伟**

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

**研究助理 丁辰晖**

执业证书：S0100120090026

电话：021-80508288

邮箱：dingchenhui@mszq.com

### 相关研究

- 1.恒生电子 (600570.SH) 事件点评：发布新一轮员工持股计划，蓄力资本市场改革新时代-2022/07/03
- 2.恒生电子 (600570.SH) 深度报告：迷雾散尽，勇攀高峰-2022/06/17
- 3.恒生电子 (600570.SH) 2022 一季报点评：收入超预期，再迎公募基金扩容催化-2022/04/27
- 4.恒生电子 (600570.SH) 2021 年报点评：制定高增长目标，剑指资本市场改革红利-2022/03/31
- 5.恒生电子 (600570) 业绩预告点评：业绩符合预期，持续受益资本市场改革-2022/01/26

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5497	6893	8486	10210
增长率 (%)	31.7	25.4	23.1	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1464	1402	1937	2451
增长率 (%)	10.7	-4.2	38.2	26.6
每股收益 (元)	1.00	0.96	1.32	1.68
PE	39	40	29	23
PB	9.9	8.3	6.8	5.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 15 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5497	6893	8486	10210
营业成本	1485	1740	2055	2366
营业税金及附加	60	69	85	102
销售费用	558	689	849	1021
管理费用	681	827	1018	1225
研发费用	2139	2481	3055	3676
EBIT	828	1086	1424	1820
财务费用	-1	-8	-19	-39
资产减值损失	-12	-15	-18	-20
投资收益	276	207	255	306
营业利润	1511	1490	2059	2606
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1510	1490	2059	2606
所得税	20	75	103	130
净利润	1490	1416	1956	2475
归属于母公司净利润	1464	1402	1937	2451
EBITDA	943	1247	1604	2021

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1728	2767	4778	7166
应收账款及票据	764	999	1234	1489
预付款项	12	17	21	24
存货	467	605	714	823
其他流动资产	2065	1972	1989	2007
流动资产合计	5035	6360	8736	11508
长期股权投资	1111	1111	1111	1111
固定资产	1680	1759	1873	2020
无形资产	376	386	392	393
非流动资产合计	7045	7134	7254	7402
资产合计	12080	13494	15989	18910
短期借款	178	178	178	178
应付账款及票据	504	524	619	713
其他流动负债	4807	5086	5937	6784
流动负债合计	5489	5789	6734	7675
长期借款	228	228	228	228
其他长期负债	147	147	147	147
非流动负债合计	375	375	375	375
负债合计	5865	6164	7110	8050
股本	1462	1462	1462	1462
少数股东权益	520	534	554	579
股东权益合计	6215	7330	8880	10860
负债和股东权益合计	12080	13494	15989	18910

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	31.73	25.40	23.12	20.31
EBIT 增长率	-15.84	31.10	31.20	27.78
净利润增长率	10.73	-4.22	38.15	26.55
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	72.99	74.75	75.78	76.83
净利润率	27.11	20.54	23.05	24.24
总资产收益率 ROA	12.12	10.39	12.11	12.96
净资产收益率 ROE	25.70	20.63	23.26	23.84
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.92	1.10	1.30	1.50
速动比率	0.82	0.99	1.18	1.38
现金比率	0.31	0.48	0.71	0.93
资产负债率 (%)	48.55	45.68	44.47	42.57
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	50.66	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	114.81	130.00	130.00	130.00
总资产周转率	0.46	0.51	0.53	0.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.00	0.96	1.32	1.68
每股净资产	3.90	4.65	5.70	7.03
每股经营现金流	0.65	0.95	1.69	2.01
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	39	40	29	23
PB	9.9	8.3	6.8	5.5
EV/EBITDA	58.79	43.62	32.65	24.73
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1490	1416	1956	2475
折旧和摊销	115	161	180	201
营运资金变动	50	-142	518	486
经营活动现金流	957	1393	2472	2935
资本开支	-684	-250	-300	-350
投资	169	100	0	0
投资活动现金流	-423	-43	-45	-44
股权募资	104	0	0	0
债务募资	303	0	0	0
筹资活动现金流	-174	-310	-415	-504
现金净流量	353	1039	2011	2388

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026