

恒生电子 (600570.SH)

静待主业反转，关注创新业务发展

公司受行业需求不振及自身战略调整共同影响，短期成长承压但管理效率持续提升，UF3.0、O45 等核心产品持续拓展。我们坚持看好公司主业长期发展，同时香港创新业务有望打开新的成长空间，维持强烈推荐。

□ **事件：**公司 2025H1 实现营收 24.26 亿元，YoY-14.44%；归母净利润 2.61 亿元，YoY+771.57%；扣非归母净利润 1.92 亿元，YoY+41.89%。25Q2 单季实现营收 14.01 亿元，YoY-15.03%；归母净利润 2.29 亿元，YoY+247.07%；扣非归母净利润 1.82 亿元，YoY+59.82%。

□ **业绩符合预期，需求不振及战略调整共同导致短期成长承压。**上半年营收下降，一方面受客户需求减少，同时市场竞争加剧且客户采购流程周期明显延长影响；另一方面，公司主动优化业务结构，战略性收缩部分非核心业务。扣非前利润大幅提升，主要原因是赢时胜股权投资会计确认和计量方法变化。毛利率 69.55%，同比-1.77pct。经营性净现金流-9.01 亿元，YoY+23.40%，有所改善。合同负债 22.41 亿元、存货 6.94 亿元，同比均基本持平。

□ **管理效率持续提升，为长期发展筑基。**25H1 销售/管理/研发费用率 11.88%/12.59%/42.71%，同比-1.86/-1.00/+1.75pct，三费率合计-1.11pct；25Q2 三费率 14.50%/11.44%/38.27%，同比-1.55/-2.04/+1.82pct，合计-1.77pct。公司前期采取多项措施优化管理结构，管理效率持续提升，为长期发展巩固根基。

□ **静待主业反转，关注香港创新业务发展。**核心业务线方面：25H1 财富科技收入 YoY-3.13，核心产品 UF3.0 签约多家券商项目并完成多家客户 POC 测试，后续随着金融信创推进有望加速规模化落地进程；资管科技收入 YoY-32.35%，主要受行业统一性改造需求下降影响，核心产品 O45 中标多家客户，龙头地位依然稳固。创新业务方面，公司香港子公司恒云科技作为首批提供虚拟资产交易系统的供应商，近两年已助力多家金融机构上线，上半年更是助力中资券商客户完成了标杆性的核心交易结算系统升级。综合公司控股股东背景、业务及产品布局、市场份额优势等因素，我们认为恒生在虚拟资产交易业务方面极具发展潜力。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**预计公司 2025-2027 年收入 69.55/75.92/82.92 亿元，归母净利润 12.96/14.48/16.10 亿元。维持强烈推荐。

□ **风险提示：**行业竞争加剧风险；技术颠覆风险；海外市场政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7281	6581	6955	7592	8292
同比增长	12%	-10%	6%	9%	9%
营业利润(百万元)	1452	1062	1323	1478	1643
同比增长	29%	-27%	25%	12%	11%
归母净利润(百万元)	1424	1043	1296	1448	1610
同比增长	31%	-27%	24%	12%	11%
每股收益(元)	0.75	0.55	0.69	0.77	0.85
PE	51.1	69.7	56.1	50.3	45.2
PB	9.1	8.4	7.4	6.6	5.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

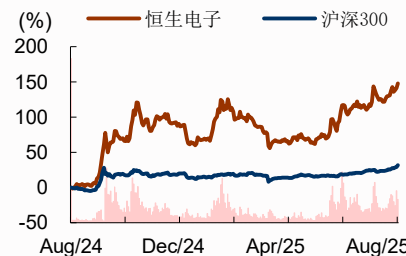
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：38.46 元

基础数据

总股本(百万股)	1892
已上市流通股(百万股)	1892
总市值(十亿元)	72.8
流通市值(十亿元)	72.8
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	14.6
资产负债率	31.4%
主要股东 杭州恒生电子集团有限公司	
主要股东持股比例	20.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	17	144
相对表现	10	7	112



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《恒生电子 (600570) —短期成长承压，关注 AI 增量及信创落地》 2025-05-04
- 《恒生电子 (600570) —24Q4 增长压力延续，三浪叠加有望重回上升期》 2025-03-31
- 《恒生电子 (600570) —短期压力有所增加，逆势坚守产品化及降本增效战略》 2024-10-31

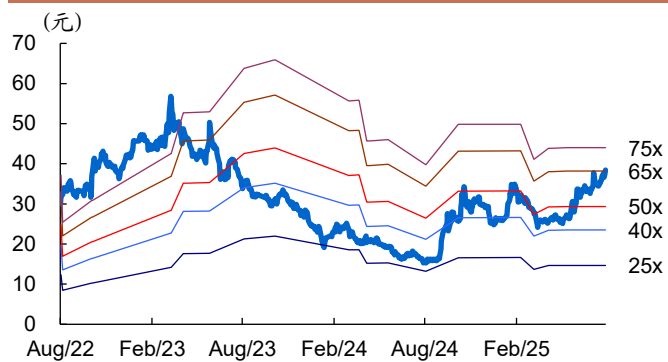
刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

孟林 S1090521040001

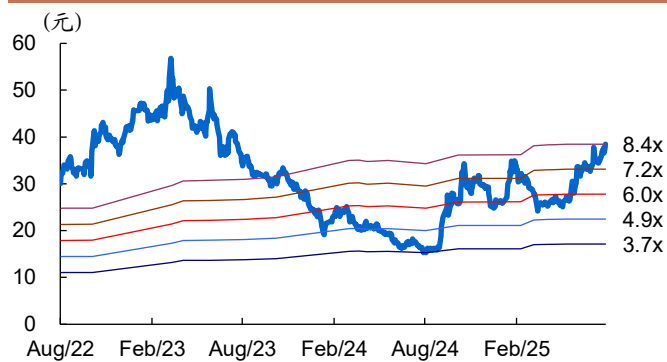
menglin@cmschina.com.cn

图 1: 恒生电子历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 恒生电子历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6070	5819	7072	8924	10863
现金	2422	2277	3423	5096	6839
交易性投资	1177	1677	1677	1677	1677
应收票据	21	31	33	36	39
应收款项	1068	951	1005	1098	1199
其它应收款	86	57	60	66	72
存货	595	633	670	730	795
其他	700	192	203	222	242
非流动资产	8284	8910	8680	8471	8282
长期股权投资	1685	2491	2491	2491	2491
固定资产	1569	1481	1401	1326	1257
无形资产商誉	1627	1465	1319	1187	1068
其他	3402	3472	3470	3468	3466
资产总计	14354	14729	15752	17395	19145
流动负债	5222	4992	4911	5240	5602
短期借款	306	258	0	0	0
应付账款	521	618	654	712	776
预收账款	2768	2528	2676	2914	3176
其他	1627	1588	1582	1614	1650
长期负债	287	330	330	330	330
长期借款	138	174	174	174	174
其他	149	156	156	156	156
负债合计	5509	5322	5241	5570	5932
股本	1900	1894	1894	1894	1894
资本公积金	393	240	240	240	240
留存收益	5736	6532	7639	8957	10350
少数股东权益	816	741	737	733	729
归属于母公司所有者权益	8029	8666	9773	11092	12484
负债及权益合计	14354	14729	15752	17395	19145

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1261	868	1135	1298	1442
净利润	1443	1040	1293	1444	1605
折旧摊销	165	165	261	240	221
财务费用	18	41	(4)	(24)	(37)
投资收益	(314)	(195)	(512)	(512)	(512)
营运资金变动	(6)	(134)	97	150	165
其它	(46)	(49)	0	0	0
投资活动现金流	(1503)	(595)	481	481	481
资本支出	(905)	(416)	(31)	(31)	(31)
其他投资	(598)	(179)	512	512	512
筹资活动现金流	(3)	(408)	(470)	(106)	(180)
借款变动	203	(4)	(285)	0	0
普通股增加	0	(6)	0	0	0
资本公积增加	31	(153)	0	0	0
股利分配	(247)	(247)	(189)	(130)	(217)
其他	10	3	4	24	37
现金净增加额	(244)	(135)	1146	1673	1743

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7281	6581	6955	7592	8292
营业成本	1832	1841	1949	2122	2313
营业税金及附加	82	112	119	129	141
营业费用	590	543	529	577	630
管理费用	953	905	883	964	1053
研发费用	2661	2458	2469	2657	2861
财务费用	(15)	17	(4)	(24)	(37)
资产减值损失	(178)	(233)	(200)	(200)	(200)
公允价值变动收益	(157)	162	162	162	162
其他收益	296	233	200	200	200
投资收益	314	195	150	150	150
营业利润	1452	1062	1323	1478	1643
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	1453	1063	1323	1478	1644
所得税	9	22	30	34	38
少数股东损益	19	(3)	(4)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	1424	1043	1296	1448	1610

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	-10%	6%	9%	9%
营业利润	29%	-27%	25%	12%	11%
归母净利润	31%	-27%	24%	12%	11%
获利能力					
毛利率	74.8%	72.0%	72.0%	72.0%	72.1%
净利率	19.6%	15.9%	18.6%	19.1%	19.4%
ROE	19.2%	12.5%	14.1%	13.9%	13.7%
ROIC	16.8%	11.0%	12.5%	12.5%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	36.1%	33.3%	32.0%	31.0%
净负债比率	3.2%	3.1%	1.1%	1.0%	0.9%
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.0	1.3	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
应收账款周转率	7.2	6.4	6.9	7.0	7.0
应付账款周转率	3.4	3.2	3.1	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.55	0.69	0.77	0.85
每股经营净现金	0.67	0.46	0.60	0.69	0.76
每股净资产	4.24	4.58	5.17	5.86	6.60
每股股利	0.13	0.10	0.07	0.11	0.13
估值比率					
PE	51.1	69.7	56.1	50.3	45.2
PB	9.1	8.4	7.4	6.6	5.8
EV/EBITDA	36.9	47.9	36.3	33.8	31.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。