

中信证券研究部

杨泽原
 首席计算机分析师
 S1010517080002

刘雯蜀
 计算机分析师
 S1010518020001

丁奇
 计算机分析师
 S1010519120003

核心观点

公司半年报业绩符合预期。公司是金融 IT 和 Fintech 龙头，在基金核心系统的市占率远超竞争对手。我们判断公司将长期受益于金融市场的发展和对外开放，维持“买入”评级。

公司发布 2020 年半年报业绩：公司上半年实现收入 16.19 亿元，同比增长 6.27%；实现归母净利润 3.44 亿元，同比下降 49%；实现扣非归母净利润 2.87 亿元，同比增长 11.75%。其中 Q2 单季度实现收入 11.06 亿元，同比增长 18.69%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 38.55%；实现扣非归母净利润 2.56 亿元，同比增长 16.36%。

Q2 业务全面恢复，大资管 IT 业务收入增速亮眼。按业务线拆分，占收入比例最高的业务为大零售 IT（37%）和大资管 IT（29%），分别实现收入 6.02 亿和 4.77 亿元，分别增长 0.97%和 10.36%。Q2 单季度分别增长 17.7%和 31.4%。占收入比例较小的银行与产业 IT（7%）和数据风险与基础设施 IT（7%），分别实现收入 1.1 亿元，同比变动分别为-12.62%和 28.52%。非项目制的业务线“互联网创新业务”占收入比例 16%，实现收入 2.6 亿元，同比增长 9.4%。**我们预计下半年随着资本市场改革的深入进行，大零售和大资管业务线的产品与资产管理业务关系最为紧密，收入将继续保持较高增长。**

部分管理费用和销售费用调至营业成本，上半年整体投入仍然保持严格管控。受新会计准则影响，公司将与合同履约义务相关的项目实施/维护服务/项目开发这三类人员费用归集入营业成本，因此费用和成本单项与去年同期不再可比，若计算成本和三费合计值，2020H1 同比增长 4%，其中 Q1 和 Q2 分别变动 -8%/14%，我们认为公司对于成本和费用的管控仍保持较为严格水平。在新会计准则下，2020H1 毛利率为 76.31%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 17.1%/11.6%/36.6%。随着业务量的增加，公司将需要更多人员，8 月公司官方微信公众号发布招聘信息，2021 年校园招聘名额超过 900 人。**尽管如此，我们认为公司全年将继续控制成本费用。一方面是因为新增人员主要通过校招，成本较低。另一方面，我们预期高毛利的大零售和大资管业务收入占比将提升，而毛利率最低的银行业务线收入占比下降，导致全年毛利率维持较高水平。**

2020 年 IT 建设需求持续增加，业绩有望持续较高增长。公司 2020 年主营业务收入预算约为 44.52 亿元人民币，同比增长 15%；人员成本费用预算约为 35.71 亿元人民币，同比增长 20%。**相比 2019 年公司给予了更高的增速预期。**在客户基数拓展方面，2020 年的主要建设需求包括资管新规下银行理财子公司的系统建设需求，金融对外开放背景下，外资券商和资产管理公司的 IT 需求。在存量客户需求拓展方面，包括新三板改革、MOM、股票期权等。同时，公司加大国际化拓展力度，通过把国际优势产品引入国内，自身产品出海和寻求优秀海外公司并购机会来落地国际化战略。

风险因素：金融监管限制创新业务拓展，市场活跃度下行。

投资建议：我们略调整 2020-2022 年净利润预测至 11.89/14.38/17.52 亿元（原预测为 12.25/14.39/17.09 亿元），对应 PE94/77/64X。其中若扣掉投资收益和公允价值变动预测，对应净利润预测为 9.39/11.85/14.72 亿元，对应增速为 17%/26%/24%，维持“买入”评级。

恒生电子	600570
评级	买入（维持）
当前价	106.60 元
总股本	1,044 百万股
流通股本	1,044 百万股
52 周最高/最低价	111.36/70.83 元
近 1 月绝对涨幅	5.95%
近 6 月绝对涨幅	13.84%
近 12 月绝对涨幅	60.30%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,262.88	3,871.84	4,632.87	5,583.55	6,750.21
营业收入增长率	22%	19%	20%	21%	21%
净利润(百万元)	645.37	1,415.85	1,189.45	1,438.61	1,751.52
净利润增长率	37%	119%	-16%	21%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.62	1.36	1.14	1.38	1.68
毛利率%	97%	97%	78%	79%	79%
净资产收益率 ROE%	20.29%	31.61%	22.69%	22.79%	22.97%
每股净资产 (元)	3.96	5.58	6.53	7.86	9.49
PE	172	78	94	77	64
PB	27	19	16	14	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,263	3,872	4,633	5,584	6,750	货币资金	567	1,329	2,237	3,673	4,765
营业成本	94	125	1,001	1,186	1,409	存货	16	26	290	260	336
毛利率	97.11%	96.78%	78.38%	78.75%	79.12%	应收账款	152	240	275	311	398
营业税金及附加	43	47	65	73	88	其他流动资产	2,202	2,948	3,068	3,090	3,110
销售费用	882	927	709	835	958	流动资产	2,936	4,542	5,870	7,334	8,609
营业费用率	27.03%	23.93%	15.29%	14.95%	14.19%	固定资产	293	490	383	276	168
管理费用	446	486	418	441	479	长期股权投资	982	862	852	839	821
管理费用率	13.67%	12.56%	9.02%	7.91%	7.10%	无形资产	116	110	93	78	64
财务费用	2	3	(28)	(55)	(82)	其他长期资产	1,889	2,355	2,847	3,504	4,380
财务费用率	0.06%	0.08%	-0.61%	-0.98%	-1.22%	非流动资产	3,280	3,817	4,175	4,696	5,433
投资收益	257	475	200	200	200	资产总计	6,216	8,359	10,045	12,030	14,043
营业利润	701	1,528	1,256	1,529	1,861	短期借款	0	21	0	0	0
营业利润率	21.49%	39.47%	27.12%	27.38%	27.57%	应付账款	135	180	1,121	1,579	1,829
营业外收入	2	3	5	3	3	其他流动负债	2,583	2,975	2,991	3,465	3,937
营业外支出	4	3	4	4	4	流动负债	2,718	3,176	4,112	5,044	5,765
利润总额	700	1,527	1,257	1,529	1,861	长期借款	0	202	202	202	202
所得税	21	112	82	107	130	其他长期负债	84	88	88	88	88
所得税率	3.04%	7.33%	6.50%	7.00%	7.00%	非流动性负债	84	290	290	290	290
少数股东损益	33	(0)	(14)	(17)	(21)	负债合计	2,802	3,466	4,402	5,334	6,056
归属于母公司股东的净利润	645	1,416	1,189	1,439	1,752	股本	618	803	1,044	1,044	1,044
净利率	19.78%	36.57%	25.67%	25.77%	25.95%	资本公积	403	472	472	472	472
						归属于母公司所有者权益合计	3,182	4,479	5,243	6,313	7,624
						少数股东权益	233	414	400	383	362
						股东权益合计	3,414	4,893	5,643	6,696	7,987
						负债股东权益总计	6,216	8,359	10,045	12,030	14,043

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	700	1,527	1,257	1,529	1,861
所得税支出	-21	-112	-82	-107	-130
折旧和摊销	66	70	115	114	112
营运资金的变化	309	130	429	855	470
其他经营现金流	-116	-545	-155	-240	-267
经营现金流合计	937	1,071	1,565	2,151	2,046
资本支出	-147	-367	10	10	10
投资收益	257	475	200	200	200
其他投资现金流	-504	-352	-448	-611	-807
投资现金流合计	-394	-244	-238	-401	-597
发行股票	104	93	0	0	0
负债变化	240	479	-21	0	0
股息支出	-179	-198	-426	-369	-440
其他融资现金流	-651	-449	28	55	82
融资现金流合计	-487	-75	-418	-314	-357
现金及现金等价物净增加额	57	752	908	1,436	1,093

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	22.38%	18.66%	19.66%	20.52%	20.89%
营业利润增长率	51.27%	117.99%	-17.80%	21.72%	21.72%
净利润增长率	36.96%	119.39%	-15.99%	20.95%	21.75%
毛利率	97.11%	96.78%	78.38%	78.75%	79.12%
EBITDA Margin	23.51%	41.26%	29.31%	28.75%	28.32%
净利率	19.78%	36.57%	25.67%	25.77%	25.95%
净资产收益率	20.29%	31.61%	22.69%	22.79%	22.97%
总资产收益率	10.38%	16.94%	11.84%	11.96%	12.47%
资产负债率	45.07%	41.46%	43.82%	44.34%	43.12%
所得税率	3.04%	7.33%	6.50%	7.00%	7.00%
股利支付率	30.63%	30.06%	31.00%	30.57%	30.54%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。