

全年控费成效显著，单 Q4 营收略有承压

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年业绩预告，预计实现营业收入约 65.0 亿元，同比增长 18.3%；预计实现归母净利润约 10.9 亿元，同比下降 25.7%；预计实现扣非归母净利润约 10.9 亿元，同比增长 15.3%。
- **大资管业务受下游拖累，Q4 营收短期略有承压。**全年来看，金融行业数字化转型持续升级，公司预计实现营业收入约为 65.0 亿元，同比增长 18.3%，全年收入增速低于年初增速目标 25%。回顾历年，四季度收入约占公司全年的一半，单四季度来看，预计实现营收 27.7 亿元，同比增长约 16.4%，主要由于公司主要业务集中在北京、上海、深圳等地，四季度交付实施短期受停工影响较大；且受下游基金、信托行业萎靡拖累，大资管业务在高基数基础上增速不及预期。
- **剔除激励摊销费用影响，全年控本降费成效显著。**2022 年，公司预计实现扣非归母净利润 10.9 亿元，同比增长 15.3%，若剔除股权激励费用影响（2021/2022 年激励成本摊销分别约 1.0/1.8 亿元），扣非归母净利润同比增长约 21.4%，高于公司收入增速，公司降本增效成果初现。单四季度来看，扣非归母净利润约 7.6 亿元，同比增长约 13.2%。
- **伴随下游资本市场逐步恢复，多因素持续推动公司核心产品升级加速。**大零售业务来看，公司大零售业务与资本市场繁荣度有较强关联性，随着疫情等不确定性逐渐消退，下游资本市场逐步恢复，且证券公司也将持续加大 IT 投入，大零售业务增长可期。大资管业务来看，监管持续推出相关政策，推动金融机构核心系统的新一轮国产替代浪潮以及分布式架构转型加速，叠加资本市场改革带来的诸如衍生品类的指数期权等新业务品种持续推出，金融机构核心系统有望迈入新一轮加速替换升级阶段，将进一步加速公司核心产品升级替换步伐。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司在证券和资管 IT 领域占据独有产品和技术优势，未来将充分享受政策驱动带来的下游需求扩张红利；同时伴随着公司通过并购持续扩张业务、提升技术并且迈向国际等举措，我们认为公司金融 IT 领域进展有望迎来加速，进一步提升成长空间，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.57/0.97/1.17 元，当前股价对应的 PE 分别为 81/48/40 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期风险；下游行业周期风险；新品推广不及预期风险；金融资产公允价值波动风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5496.58	6502.32	8141.80	10123.36
增长率	31.73%	18.30%	25.21%	24.34%
归属母公司净利润（百万元）	1463.54	1081.48	1847.68	2225.31
增长率	10.73%	-26.11%	70.85%	20.44%
每股收益 EPS（元）	0.77	0.57	0.97	1.17
净资产收益率 ROE	23.98%	15.02%	20.66%	20.26%
PE	60	81	48	40
PB	15.44	12.95	10.31	8.32

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.00
流通 A 股(亿股)	19.00
52 周内股价区间(元)	30.31-59.08
总市值(亿元)	879.51
总资产(亿元)	120.80
每股净资产(元)	3.90

相关研究

1. 恒生电子（600570）：券商技术投入门槛提升，新品落地标杆效应强（2023-01-08）
2. 恒生电子（600570）：立资本市场改革浪潮之巅，恒生依旧“恒生”（2022-12-03）
3. 恒生电子（600570）：Q3 盈利超预期，政策催化下趋势向好（2022-10-28）
4. 恒生电子（600570）：资管 IT 营收持续高增，Q3 人效提升拐点将至（2022-08-27）
5. 恒生电子（600570）：核心产品推进顺利，金融 IT 龙头厚积薄发（2022-04-08）

盈利预测

关键假设：

2022Q1 公司根据客户需求维度的变化，对业务分类口径进行调整，但并没有布局新业务。为保持同比增速口径的一致性，我们仍使用 2021 年分类口径进行预测假设：

1) 大零售 IT 业务：国内资本市场仍处于初级发展阶段，随着相关改革持续深化，券商对 IT 投入有望持续加大；新产品方面，UF3.0 和新一代基金登记结算 TA 系统签约上线进度符合预期，预计 2023 年将加速释放。我们预测 2022-2024 年该业务订单数量分别同比增长 15%/25%/24%。凭借已落地的 UF3.0 项目经验，大零售 IT 业务毛利率维持稳定，预测 2022-2024 年该业务毛利率分别为 71.5%/71.5%/71.5%。

2) 大资管 IT 业务：受下游基金、信托行业拖累，该业务在高基数基础上增速有所放缓，随着下游行业逐渐恢复，O45 新签上线客户逐渐推进，2023 年订单有望迎来加速释放，我们预测 2022-2024 年该业务收入分别同比增长 12.5%/25%/24%，毛利率分别为 83%/83%/83%。

3) 数据风险与基础设施业务：数据中台布局长远来看极具深意，公司具备完善的产品布局，市场地位领先，我们预测 2022-2024 年该业务项目数量分别同比增长 35%/30%/27%。目前数风基业务建设仍处于起步阶段，涉及的定制化场景较多，项目投入较大，随着标准化程度更高，毛利率未来将稳中有增，预测 2022-2024 年该业务毛利率分别为 54%/55%/56%。

4) 银行与产业业务：随着并购的 Finastra 公司的 Summit 和 Opics 资管系统业务线逐步落地；供应链金融的数字化转型逐渐深入，将为银行和产业 IT 业务带来新的订单增量，我们预测 2022-2024 年该业务订单分别同比增长 27%/25%/25%，毛利率分别为 46%/47%/47%。

5) 互联网创新业务：互联网创新业务是公司在业务上进行的横纵向前瞻性布局，预计未来将保持较快增速，我们预测 2022-2024 年互联网创新业务项目分别同比 28%/25%/25%，毛利率分别为 80%/79.8%/79.5%。

6) 非金融业务：除聚焦金融机构系统提供商的战略定位以外，公司在非金融领域也将保持高速拓展，因此我们预测 2022-2024 年非金融业务项目分别增长 22%/20%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
大零售 IT	收入	2111.1	2427.8	3034.8	3763.1
	增速	39.8%	15.0%	25.0%	24.0%
	毛利率	69.6%	71.5%	71.5%	71.5%
大资管 IT	收入	1706.1	1919.4	2399.2	2975.0
	增速	39.8%	12.5%	25.0%	24.0%
	毛利率	82.2%	83.0%	83.0%	83.0%
数据风险 与基础设施 IT	收入	353.7	477.5	620.7	788.3
	增速	18.6%	35.0%	30.0%	27.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
银行与产业 IT	毛利率	57.2%	54.0%	55.0%	56.0%
	收入	353.7	449.2	561.5	701.9
	增速	-2.5%	27.0%	25.0%	25.0%
互联网创新业务	毛利率	48.7%	46.0%	47.0%	47.0%
	收入	803.9	1029.0	1286.3	1607.8
	增速	33.7%	28.0%	25.0%	25.0%
非金融业务	毛利率	80.1%	80.0%	79.8%	79.5%
	收入	163.5	199.4	239.3	287.2
	增速	-6.5%	22.0%	20.0%	20.0%
合计	毛利率	72.8%	70.0%	70.0%	70.0%
	收入	5496.6	6502.3	8141.8	10123.4
	增速	31.7%	18.3%	25.2%	24.3%
	毛利率	73.0%	72.1%	72.7%	72.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 65.0 亿元（+18.3%）、81.4 亿元（+25.2%）和 101.2 亿元（+24.3%），归母净利润分别为 10.8 亿元（-26.1%）、18.5 亿元（+70.8%）、22.3 亿元（+20.4%），EPS 分别为 0.57 元、0.97 元、1.17 元，对应动态 PE 分别为 81 倍、48 倍、40 倍。

相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及金融 IT 领域的金证股份、顶点软件和长亮科技 3 家可比公司进行估值比较：

表 2：可比公司 PE 估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600446.SH	金证股份	126	13.50	0.27	0.42	0.53	0.66	54	32	25	20
603383.SH	顶点软件	89	53.99	0.80	1.13	1.50	1.94	45	48	36	28
300348.SZ	长亮科技	82	11.22	0.17	0.26	0.38	0.51	55	43	30	22
平均值									41	30	23
600570.SH	恒生电子	902	46.29	0.77	0.57	0.97	1.17	60	81	48	40

数据来源：Wind，西南证券整理（长亮科技盈利预测为西南计算机团队预测值，其余均为 Wind 一致预期）

从 PE 角度看，2023 年行业平均估值为 30 倍，公司 PE 为 48 倍。考虑到公司在证券和资管 IT 领域占据独有产品和技术优势，未来将充分享受政策驱动带来的行业空间增长红利；同时伴随着公司通过兼并持续扩张业务、提升技术并且迈向国际等举措，我们认为公司金融 IT 领域进展有望迎来加速，进一步提升成长空间，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5496.58	6502.32	8141.80	10123.36	净利润	1490.13	1101.13	1881.25	2265.74
营业成本	1484.60	1746.07	2181.33	2712.87	折旧与摊销	102.16	141.85	155.45	169.50
营业税金及附加	60.39	77.17	95.86	118.18	财务费用	-0.91	13.72	1.62	-7.24
销售费用	557.93	585.21	716.48	880.73	资产减值损失	-11.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	681.45	2932.55	3590.53	4373.29	经营营运资本变动	227.29	2175.16	152.28	691.94
财务费用	-0.91	13.72	1.62	-7.24	其他	-850.03	31.63	-343.86	-242.98
资产减值损失	-11.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	956.79	3463.49	1846.73	2876.97
投资收益	275.84	400.00	150.00	150.00	资本支出	-620.80	-250.00	-270.00	-270.00
公允价值变动损益	414.40	-432.00	200.00	100.00	其他	197.37	-32.00	350.00	250.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-423.43	-282.00	80.00	-20.00
营业利润	1510.55	1115.61	1905.99	2295.53	短期借款	131.31	-178.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.83	0.00	0.00	0.00	长期借款	22.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	1509.72	1115.61	1905.99	2295.53	股权融资	144.81	141.85	0.00	0.00
所得税	19.59	14.48	24.74	29.79	支付股利	-104.37	-146.35	-108.15	-184.77
净利润	1490.13	1101.13	1881.25	2265.74	其他	-368.20	-149.16	-1.62	7.24
少数股东损益	26.59	19.65	33.57	40.43	筹资活动现金流净额	-174.08	-331.68	-109.77	-177.53
归属母公司股东净利润	1463.54	1081.48	1847.68	2225.31	现金流量净额	353.41	2849.81	1816.96	2679.44
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1727.70	4577.51	6394.48	9073.91	成长能力				
应收和预付款项	806.12	846.66	1110.46	1377.28	销售收入增长率	31.73%	18.30%	25.21%	24.34%
存货	466.99	551.69	692.34	860.24	营业利润增长率	4.82%	-26.15%	70.85%	20.44%
其他流动资产	2033.86	2001.78	2004.37	2007.50	净利润增长率	9.31%	-26.11%	70.85%	20.44%
长期股权投资	1110.95	1110.95	1110.95	1110.95	EBITDA 增长率	6.99%	-21.13%	62.29%	19.13%
投资性房地产	127.52	127.52	127.52	127.52	获利能力				
固定资产和在建工程	1705.87	1798.90	1901.49	1993.19	毛利率	72.99%	73.15%	73.21%	73.20%
无形资产和开发支出	743.95	759.20	771.29	780.20	三费率	22.53%	54.31%	52.92%	51.83%
其他非流动资产	3356.93	3356.81	3356.68	3356.56	净利率	27.11%	16.93%	23.11%	22.38%
资产总计	12079.91	15131.02	17469.57	20687.35	ROE	23.98%	15.02%	20.66%	20.26%
短期借款	178.03	0.00	0.00	0.00	ROA	12.34%	7.28%	10.77%	10.95%
应付和预收款项	1477.10	2086.20	2370.91	3020.93	ROIC	-256.26%	-104.13%	-104.90%	-135.79%
长期借款	228.45	228.45	228.45	228.45	EBITDA/销售收入	29.32%	19.55%	25.34%	24.28%
其他负债	3981.00	5485.36	5766.09	6252.89	营运能力				
负债合计	5864.59	7800.01	8365.46	9502.27	总资产周转率	0.50	0.48	0.50	0.53
股本	1461.56	1900.01	1900.01	1900.01	固定资产周转率	5.11	3.77	4.47	5.28
资本公积	272.73	414.58	414.58	414.58	应收账款周转率	8.55	8.37	8.89	8.68
留存收益	4019.48	4516.16	6255.69	8296.23	存货周转率	3.59	3.40	3.49	3.48
归属母公司股东权益	5695.03	6791.07	8530.60	10571.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.34%	—	—	—
少数股东权益	520.29	539.94	573.51	613.94	资本结构				
股东权益合计	6215.32	7331.01	9104.11	11185.08	资产负债率	48.55%	51.55%	47.89%	45.93%
负债和股东权益合计	12079.91	15131.02	17469.57	20687.35	带息债务/总负债	6.93%	2.93%	2.73%	2.40%
					流动比率	0.92	1.07	1.28	1.46
					速动比率	0.83	1.00	1.19	1.37
					股利支付率	7.13%	13.53%	5.85%	8.30%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1611.81	1271.18	2063.06	2457.80	每股收益	0.77	0.57	0.97	1.17
PE	60.09	81.33	47.60	39.52	每股净资产	3.00	3.57	4.49	5.56
PB	15.44	12.95	10.31	8.32	每股经营现金	0.50	1.82	0.97	1.51
PS	16.00	13.53	10.80	8.69	每股股利	0.05	0.08	0.06	0.10
EV/EBITDA	37.70	61.26	36.87	29.85					
股息率	0.12%	0.17%	0.12%	0.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn