



恒生电子

恒生电子与 Finastra 深度合作，拓宽 PMS 上游赛道

公司动态

公司近况

6 月 8 日，恒生电子宣布与海外金融科技企业 Finastra 进行合作，对原有 Fusion Invest 软件进行定制化开发，为来自中国大陆和港澳台地区的买方机构提供包括投资决策、风险管理、投资估值等功能的资产管理投资组合解决方案（PMS）。

评论

Finastra 是英国金融 IT 巨头，国际化路线值得借鉴。Finastra 是英国领先的金融 IT 公司，在 2019 IDC Fintech 排名中位列 12，在全球排名前 50 的银行中渗透率高达 99%。从发展路径来看，Finastra 巨头之路值得借鉴，通过多次成功的大型收购实现规模增长与产品序列完善，合并 Misys 与 D+H 后公司形成包括 Kondor、Summit、Opics、Value 的广泛产品序列。在云业务领域，Finastra 同样领先于国内金融 IT 企业，系统大多在其自主研发的 Fusion 开放式架构和云上开发部署。

基于 Fusion Invest Value，深化 O32 投资系统功能。恒生的王牌产品 O32 投资系统已初步具备投资决策、风险管理、投资估值等 PMS 功能。尽管国内系统技术架构有后发优势，但金融行业发展水平、金融 IT 业务起步均弱于海外，我们认为在业务深度上尚待加强。此次达成合作的 Fusion Invest Value 产品可实现跨资产、跨前中端的投资组合管理，此次引进将在此产品基础上针对中国市场进行定制化开发，深化 O32 功能。

践行“引进来”海外战略，拓宽 PMS 上游赛道，形成 what to buy 产品矩阵。恒生 2019 年提出“引进来、走出去、买下来”的海外战略，其中“引进来”（引入海外优秀产品以加强国内系统业务深度）为第一步，此次与 Finastra 的合作是公司践行海外战略的重要一步。PMS 投资管理在投资交易之前进行投资决策建议、投前合规检查，考虑到恒生投资交易系统在基金、保险行业市占率分别为 83%、92%，PMS 投资组合管理将进一步拓宽上游赛道。此外，随着公司对 what to buy 阶段的重视和公募投顾契机，公司计划投顾业务线将不断进行产品拓展和补充，我们预计新增 PMS 投资决策、投资建议等功能有望与之形成 what to buy 产品矩阵。

估值建议

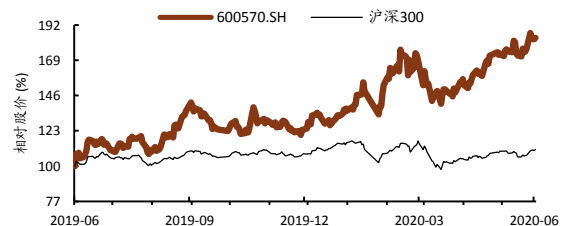
我们维持盈利预测不变，2020/2021 年净利润 11.45 亿/14.25 亿元，同比-19.1%/+24.5%，当前股价对应的 2020/2021 年 P/E 为 59x/47x。根据 SOTP 维持 116 元目标价，相对于当前股价有 38%上行空间。维持跑赢行业评级。

风险

PMS 合作进度不及预期；系统性估值回调。

维持跑赢行业

股票代码	600570.SH
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 83.86
目标价	人民币 116.00
52 周最高价/最低价	人民币 86.08~44.40
总市值(亿)	人民币 674
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,075.16
发行股数(百万)	803
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	10.27
主营行业	软件及服务



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	3,263	3,872	4,750	5,681
增速	22.4%	18.7%	22.7%	19.6%
归属母公司净利润	645	1,416	1,145	1,425
增速	37.0%	119.4%	-19.1%	24.5%
每股净利润	0.80	1.76	1.43	1.77
每股净资产	3.96	5.58	6.47	7.82
每股股利	0.42	0.53	0.43	0.53
每股经营现金流	1.17	1.33	2.81	2.63
市盈率	104.4	47.6	58.8	47.3
市净率	21.2	15.0	13.0	10.7
EV/EBITDA	91.7	41.7	48.5	38.0
股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%
平均总资产收益率	10.7%	19.4%	11.7%	11.5%
平均净资产收益率	20.6%	37.0%	23.7%	24.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

黄丙延

分析员

bingyan.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080519050003

钱凯

分析员

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	3,263	3,872	4,750	5,681	营业收入	22.4%	18.7%	22.7%	19.6%
营业成本	94	125	176	228	营业利润	51.0%	118.0%	-13.4%	26.2%
税金及附加	43	47	58	69	EBITDA	30.0%	118.4%	-16.0%	25.2%
营业费用	-882	-927	-1,128	-1,313	净利润	37.0%	119.4%	-19.1%	24.5%
管理费用	-446	-486	-557	-623	盈利能力				
财务费用	-2	-3	14	24	毛利率	95.8%	95.6%	95.1%	94.8%
其他	-131	-15	-3	-3	营业利润率	21.5%	39.5%	27.9%	29.4%
营业利润	701	1,528	1,323	1,669	EBITDA 利润率	22.4%	41.3%	28.3%	29.6%
营业外收支	-1	-1	0	0	净利率	19.8%	36.6%	24.1%	25.1%
利润总额	700	1,527	1,323	1,670	偿债能力				
所得税	-21	-112	-115	-146	流动比率	1.08	1.43	1.45	1.55
少数股东损益	-33	0	-62	-99	速动比率	1.07	1.42	1.45	1.54
归属母公司净利润	645	1,416	1,145	1,425	现金比率	0.21	0.42	0.71	0.91
EBITDA	732	1,598	1,343	1,681	资产负债率	45.1%	41.5%	47.4%	46.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	567	1,329	3,267	5,003	回报率分析				
应收账款及票据	179	266	443	533	总资产收益率	10.7%	19.4%	11.7%	11.5%
预付款项	13	10	11	9	净资产收益率	20.6%	37.0%	23.7%	24.8%
存货	16	26	36	47	每股指标				
其他流动资产	2,162	2,912	2,912	2,912	每股净利润 (元)	0.80	1.76	1.43	1.77
流动资产合计	2,936	4,542	6,670	8,504	每股净资产 (元)	3.96	5.58	6.47	7.82
固定资产及在建工程	470	801	922	969	每股股利 (元)	0.42	0.53	0.43	0.53
无形资产及其他长期资产	2,810	3,016	3,542	4,127	每股经营现金流 (元)	1.17	1.33	2.81	2.63
非流动资产合计	3,280	3,817	4,464	5,096	估值分析				
资产合计	6,216	8,359	11,133	13,600	市盈率	104.4	47.6	58.8	47.3
短期借款	60	21	21	21	市净率	21.2	15.0	13.0	10.7
应付账款及票据	1,310	1,431	2,505	3,061	EV/EBITDA	91.7	41.7	48.5	38.0
其他流动负债	1,348	1,724	2,062	2,407	股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%
流动负债合计	2,718	3,176	4,588	5,489					
长期借款和应付债券	0	202	404	607					
其他非流动负债	84	88	285	287					
非流动负债合计	84	290	689	894					
负债合计	2,802	3,466	5,277	6,383					
归母所有者权益	3,182	4,479	5,198	6,279					
少数股东权益	233	414	658	938					
负债及股东权益合计	6,216	8,359	11,133	13,600					
现金流量表									
净利润	645	1,416	1,145	1,425					
折旧和摊销	63	68	97	133					
营运资本变动	270	403	1,223	802					
其他	-42	-815	-208	-248					
经营活动现金流	937	1,071	2,257	2,113					
资本开支	-147	-367	-218	-179					
其他	-247	123	-275	-261					
投资活动现金流	-394	-244	-493	-440					
股权融资	104	93	182	182					
银行借款	60	163	202	202					
其他	-651	-331	-209	-320					
筹资活动现金流	-487	-75	174	63					
汇率变动对现金的影响	8	4	0	0					
现金净增加额	64	756	1,938	1,736					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，聚焦于财富资产管理，致力于为证券、银行、基金、期货、信托、保险、私募等金融机构提供整体的解决方案和服务。公司还同时通过与互联网公司的合作为个人投资者提供财富管理工具。

图表 1: SOTP

业务条线	盈利预测年份	估值方法	收入 (十亿元)	利润 (十亿元)	估值倍数	市值 (十亿元)
创新业务	2021	P/S	0.85		15	7.61
传统业务	2021	P/E		1.43	60	85.52
市值合计 (十亿元)						93.13
总股本 (十亿元)						0.80
目标价 (元)						116

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

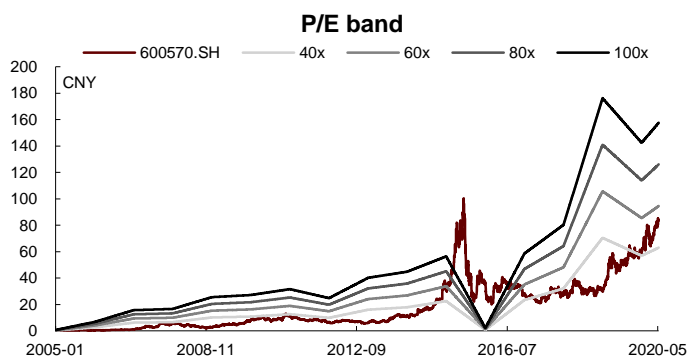
图表 2: 可比公司估值表

财报 货币	公司名称	市值 (百 万美元)	交易货币	收盘价 06-05	营业收入 (财报货币 百万)			每股收益 (财报货币)			市盈率		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
CNY	恒生电子*	9,510	CNY	83.86	3,872	4,750	5,681	1.76	1.43	1.77	47.6	58.8	47.3
CNY	金证股份	2,254	CNY	18.57	4,875	n.a.	n.a.	0.28	n.a.	n.a.	71.2	n.a.	n.a.
CNY	赢时胜	910	CNY	8.69	656	1,216	1,356	0.18	0.45	n.a.	77.6	19.3	n.a.
CNY	长亮科技*	1,702	CNY	16.68	1,311	1,587	1,908	0.29	0.42	0.55	58.2	39.4	30.6
CNY	宇信科技	2,309	CNY	40.91	2,652	3,707	4,184	0.69	1.02	1.33	58.9	40.3	30.8
USD	费哲金融服务(FISERV)	73,342	USD	109.55	10,187	14,461	15,061	1.74	4.80	5.72	41.7	22.8	19.2

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

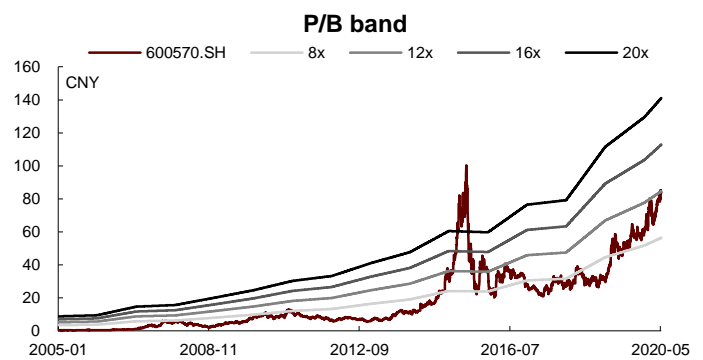
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据，预测数据采用财年加权平均；其余使用市场一致预期

图表 3: 历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: 历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

