

# 恒生电子(600570)深度报告之一： 金融科技龙头，强者恒强

2019年07月04日

强烈推荐/首次

恒生电子 公司报告

## 报告摘要：

**内生创新动力：金融创新需求涌现，行业龙头布局领先有望保持高增长。**

公司在金融IT软件及服务领域具有先发优势且深耕多年，积累了丰富的客户资源和技术沉淀。随着股票市场活跃度有望回升、金融开放步伐加快和金融监管的新变化，金融行业对IT软件与服务需求有望持续扩张。在传统业务利好的同时，公司的云服务业务布局同业领先，有望形成强劲业绩增长点，为公司可持续增长创造持久动力。

**外部环境利好：大资管发展，资本市场持续开发以及政策环境形成利好。**

自2014年Q4，我国资管规模年均复合增速达31.23%，据德勤，中国资产管理总规模有望在2030年达到17万亿美元，且16-25年的数年间复合增速将达到约15%，同时金融开放提速，“沪伦通”政策落地，境内投资海外金融市场将有更多渠道，加之资管新规效果逐渐凸显，新的监管要求催生了金融IT系统的创新。总体来看，金融IT业面临需求扩张。

**战略布局：互联网战略层层推进，云服务和人工智能业务布局领先。**

在创新业务方面，公司为客户提供线上解决方案，同时整合公司各业务线上解决方案，面向全市场提供产品和解决方案，顺应金融科技AI时代大趋势，加大区块链、大数据、人工智能等创新技术的投入，云产品与服务已获可观订单。

**公司盈利预测及投资评级：**公司在金融科技细分领域具有核心竞争力，已经形成系列云化产品服务体系，我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.09/1.42/1.84元，对应PE分别为63/48/37倍，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**国家金融开放进程不及预期，行业竞争对手产品替代风险。

## 财务指标预测

| 指标        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,666.12 | 3,262.88 | 4,187.00 | 5,288.67 | 6,624.33 |
| 增长率(%)    | 22.85%   | 22.38%   | 28.32%   | 26.31%   | 25.26%   |
| 净利润(百万元)  | 471.22   | 645.37   | 871.86   | 1,144.42 | 1,480.95 |
| 增长率(%)    | 2476.18  | 36.96%   | 35.09%   | 31.26%   | 29.41%   |
| 净资产收益率(%) | 15.33%   | 20.29%   | 22.89%   | 24.81%   | 26.02%   |
| 每股收益(元)   | 0.76     | 1.04     | 1.09     | 1.42     | 1.84     |
| PE        | 89.43    | 65.36    | 62.61    | 47.70    | 36.86    |
| PB        | 13.66    | 13.20    | 14.33    | 11.83    | 9.59     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

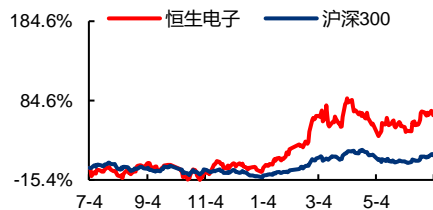
公司主要业务系为境内的金融机构提供软件产品和服务以及金融数据业务，为个人投资者提供财富管理IT工具等。公司的客户群体主要包括券商、期货公司、公募基金、信托公司、保险资管公司、银行、各类交易所、私募基金、三方理财销售公司等，并逐步拓展到和金融生态圈有关的互联网企业以及C端个人客户。公司基本覆盖了境内绝大部分的金融机构客户，并与其建立了业务合作或联系，在行业内处于领先的地位。

## 未来3-6个月重大事项提示：

## 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元)   | 67.97-55.09 |
| 总市值(亿元)      | 545.9       |
| 流通市值(亿元)     | 545.9       |
| 总股本/流通A股(万股) | 80315/80315 |
| 流通B股/H股(万股)  | /           |
| 52周日均换手率     | 2.41        |

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 首席分析师：王健辉

010-66554035

wangjh\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 国内领先的 IT 软件供应商，迎接金融科技新一轮浪潮.....               | 4  |
| 2. 传统业务——增长动力依然强劲 .....                          | 10 |
| 2.1 大资管行业仍有望维持较快增长，资本市场可期回暖 .....                | 10 |
| 2.2 金融开放提速之年，持续利好金融 IT 服务商 .....                 | 13 |
| 2.3 金融监管带来机遇，资管新规可在短期内提供可观增量.....                | 17 |
| 3. 创新业务——全面布局，迎接行业变革.....                        | 19 |
| 3.1 Move online——各条线业务迁移至线上，全面布局云服务 .....        | 22 |
| 3.2 Live online——构筑的云上生态环境，助力公司平台化 .....         | 24 |
| 3.3 Think online——金融 IT 融合前沿科技，探索未来改造行业的机会 ..... | 26 |
| 4. 细分行业领域发展广阔，行业竞争格局相对稳定 .....                   | 28 |
| 4.1 资本市场 IT 规模巨大，金融 IT 供应商成长空间广阔 .....           | 28 |
| 4.2 业务细分领域现状及趋势 .....                            | 29 |
| 4.2.1 证券 IT 业务：增长趋势不变但波动较大，核心领域格局已定 .....        | 29 |
| 4.2.2 资管 IT 业务：技术升级换代，要求提升服务效率与质量 .....          | 30 |
| 4.2.3 综合金融 IT 业务：逐渐规范化，前景广阔.....                 | 30 |
| 4.3 未来竞争格局：强者恒强逻辑明显 .....                        | 30 |
| 4.3.1 未来行业中强者恒强逻辑将更为明显 .....                     | 30 |
| 4.3.2 业内公司比较分析.....                              | 31 |
| 5. 公司估值与盈利预测 .....                               | 32 |
| 6. 投资评级与投资建议 .....                               | 33 |
| 7. 风险提示 .....                                    | 33 |

## 插图目录

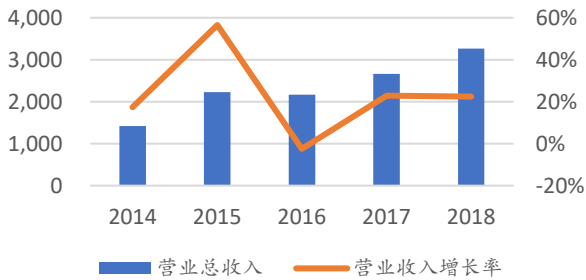
|                              |   |
|------------------------------|---|
| 图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元） .....  | 4 |
| 图 2：公司近年归母净利润（百万元） .....     | 4 |
| 图 3：公司近年各产品线营收占比 .....       | 4 |
| 图 4：公司近年各产品线毛利占比 .....       | 4 |
| 图 5：公司主要业务线产品与竞争对手情况 .....   | 5 |
| 图 6：公司主要业务线产品与竞争对手情况 .....   | 6 |
| 图 7：公司近年毛利率和费用率情况.....       | 6 |
| 图 8：公司近年研发费用支出（百万元） .....    | 6 |
| 图 9：恒生电子自上市以来的主要发展阶段.....    | 7 |
| 图 10：公司 2003 年上市时股权结构.....   | 7 |
| 图 11：公司与金证股份营业收入同比增速对比 ..... | 8 |
| 图 12：公司股权结构.....             | 9 |

|  |    |
|--|----|
| 图 13: 恒生电子四个“online”战略 .....             | 9  |
| 图 14: 2015-2018 年公司营业收入构成 .....          | 10 |
| 图 15: 中国资产管理规模及预测（万亿美元） .....            | 11 |
| 图 16: 2017 年中国、美国、欧洲资产管理规模占 GDP 比例 ..... | 11 |
| 图 17: 近年 A 股交易量同比增速和公司营收同比增速对比 .....     | 12 |
| 图 18: 近年沪深两市月度换手率情况 .....                | 13 |
| 图 19: 博鳌亚洲论坛所提出的金融开放措施 .....             | 14 |
| 图 20: 我国金融开放进程中涉及公司业务的部分 .....           | 15 |
| 图 21: 18 年来有关 CDR 及沪伦通的政府文件和表态 .....     | 15 |
| 图 22: 公司为券商沪伦通业务提供的 IT 系统服务 .....        | 16 |
| 图 23: 上交所对沪伦通经纪业务的时间表 .....              | 16 |
| 图 24: 资管新规对券商各业务线以及恒生电子各业务线影响 .....      | 17 |
| 图 25: 资管新规的实施时间表 .....                   | 18 |
| 图 26: 关于银行设立理财/资管子公司相关进展 .....           | 18 |
| 图 27: 金融科技迈向 3.0 时代 .....                | 19 |
| 图 28: 13 家创新业务子公司及相应业务 .....             | 20 |
| 图 29: 主要创新业务子公司营收情况（百万元） .....           | 21 |
| 图 30: 主要创新业务子公司利润情况（百万元） .....           | 21 |
| 图 31: 恒生电子金融科技的前沿布局与竞争对手对比 .....         | 22 |
| 图 32: 全球云计算行业市场规模（亿美元） .....             | 22 |
| 图 33: 国内云计算行业市场规模（亿元） .....              | 22 |
| 图 34: 中国金融云市场规模 .....                    | 23 |
| 图 35: 金融行业云客户需求结构 .....                  | 23 |
| 图 36: 国内金融云 IaaS 市场份额 .....              | 23 |
| 图 37: 国内金融云 PaaS 市场份额 .....              | 23 |
| 图 38: 相关企业的金融云布局 .....                   | 23 |
| 图 39: 恒生电子提供云服务的主要子公司情况 .....            | 24 |
| 图 40: GTN 平台当前包含的模块 .....                | 25 |
| 图 41: 基于 GTN 的 ARES 平台和智汇云平台 .....       | 25 |
| 图 42: 聚源信息终端信息框架 .....                   | 26 |
| 图 43: 公司人工智能产品应用情况概览 .....               | 27 |
| 图 44: 晓鲸机器人亮相央视《交易时间》 .....              | 27 |
| 图 45: Symbiont 公司简介 .....                | 28 |
| 图 46: 证券 IT 核心产品市场占有率 .....              | 30 |
| 图 47: 恒生电子发展历程 .....                     | 31 |
| 图 48: 业内主要公司业务范围 .....                   | 32 |
| 图 49: 可比公司估值与盈利预测比较 .....                | 32 |

## 1. 国内领先的 IT 软件供应商，迎接金融科技新一轮浪潮

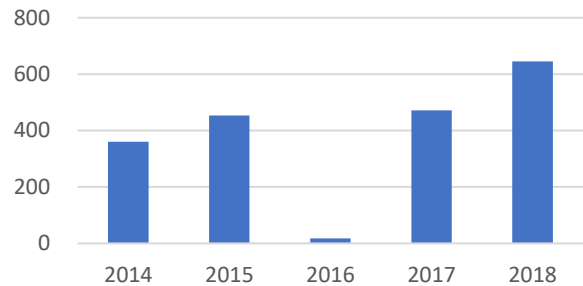
恒生电子是我国领先的金融 IT 软件及解决方案供应商。恒生电子成立于 2000 年，并于 2003 年在上交所上市，至今已有近 20 年历史。自成立以来，公司始终聚焦于为金融机构，包括银行、券商、公募基金、私募基金、期货公司等提供金融 IT 软件产品及解决方案。公司在上市以来始终保持优异的成长性，年营收复合增长率近 20%。近年来，公司虽营收已达百亿规模，年收入和业绩仍总体保持高速增长。2016 年，因 HOMS 事件，公司营收和业绩受到较大影响，但事件本身并未对公司经营产生根本影响。在 2017-2018 年，公司营收和业绩再次达到历史新高。

图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

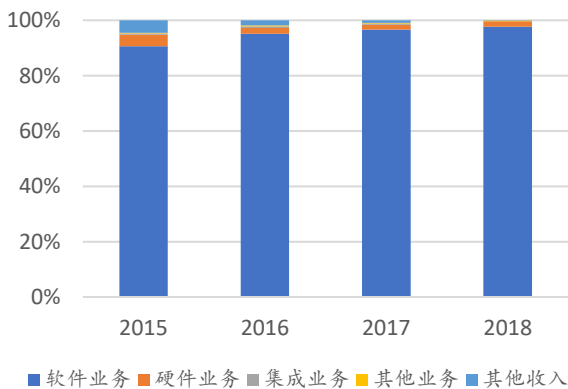
图 2：公司近年归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

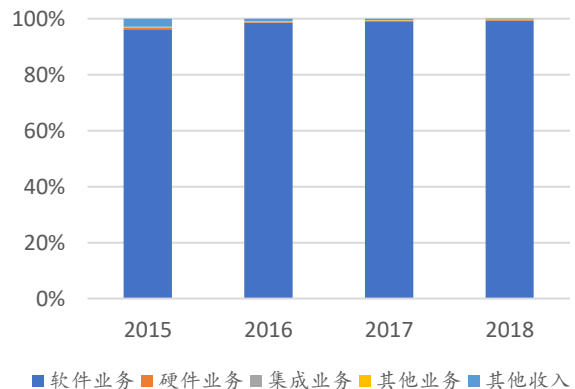
公司主要业务包括软件业务、硬件业务、集成业务等。目前公司除占比不到 3% 的非软件业务，其余营收和毛利全部为软件业务贡献。具体而言，除软件业务外主要包括硬件业务、集成业务等。得益于监管环境变化带来的金融创新需求、金融行业“云化”和“智能化”的发展趋势和支持金融云发展的有利政策，国内金融业 IT 支出中软件与服务支出的快速增长，公司作为金融 IT 领域的龙头企业，金融软件业务快速增长。

图 3：公司近年各产品线营收占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司近年各产品线毛利占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司聚焦金融机构前台业务，相比竞争对手，在客户数量、技术能力、产品丰富度上都有优势。具体到客户和产品上，公司为证券、基金、保险、信托、银行等各类金融机构提供前台业务解决方案：经纪 IT 业务方面，公司为各券商提供核心交易系统（UF 系列，目前主要是 UF2.0）；资管 IT 业务方面，公司为各资管机构提供投资管理平台等系统（O 系列产品，主要包括 O32、O4）；财富 IT 业务方面，公司为各资管机构提供注册登记系统（TA4.0 等）、财资管理系统等。其它还包括为交易所提供的各类资产交易平台和为各金融机构提供的中后台服务等，如下表。

与公司有竞争关系的企业主要包括**金证股份**、**赢时胜**，均为 A 股上市公司。其中金证股份在经纪 IT 产品线（交易业务系统为主）、资管 IT 产品线及银行 IT 产品线与公司业务有较大重叠，但总体而言，公司产品在技术能力、市占率、服务客户种类方面均有优势。赢时胜则更多聚焦金融机构 IT 中后台业务（风控、绩效管理、清算、核算等），只在部分投资交易系统与公司有直接竞争（如基金估值系统等）。

**图 5：公司主要业务线产品与竞争对手情况**

|     | 恒生电子                    | 金证股份           | 赢时胜         |
|-----|-------------------------|----------------|-------------|
| 证券  | 零售及机构核心经纪业务系统           | 交易业务系统         | 投资交易平台      |
|     | 资管业务系统                  | 业务管理系统         | 风险及绩效管理系统   |
|     | 做市商解决方案                 | 客户服务及营销服务      | 清算、核算及估值类产品 |
|     | OTC 解决方案                | 监管与数据报送系统      |             |
|     | 海外市场解决方案（含沪伦通）          | 海外市场解决方案（含沪伦通） |             |
| 基金  | 公募、私募投资管理平台             | 基础技术服务         |             |
|     | 产品募集平台                  | 投资交易系统         | 投资交易平台      |
|     | 客户服务及营销服务               | 资金清算系统         | 清算、核算及估值类产品 |
|     | 专户子公司解决方案               | 基金销售系统         |             |
|     | 投顾服务平台                  | 客户服务及营销服务      |             |
| 保险  | 投资一体化平台                 |                | 投资交易平台      |
|     | 产品募集平台                  |                | 保险资产负债管理系统  |
|     | 注册登记系统（TA4.0，会计、直销、托管等） |                | 风险及绩效管理系统   |
| 信托  | 综合管理平台                  | 客户服务及营销服务      | 投资交易平台      |
|     | 注册登记系统（TA4.0，会计、直销、托管等） |                | 风险及绩效管理系统   |
|     | 资产管理系统                  |                | 清算、核算及估值类产品 |
|     | 清算、核算及估值系统              |                |             |
| 期货  | 信托风控系统                  |                |             |
|     | 综合业务运营平台                |                |             |
|     | 期货交易系统（UFT2.0）          |                |             |
|     | 期货资管系统                  |                |             |
| 银行  | 注册登记系统（TA4.0，会计、直销、托管等） |                |             |
|     | 资管业务系统                  | 银行资管业务系统       | 金融资产托管清算系统  |
|     | 财资管理系统                  | 财资管理系统         |             |
|     | 综合理财系统                  | 理财产品系统         |             |
|     | 存管监管系统                  | 存款、积存金系统       |             |
| 交易所 | 票据业务系统                  | 投资交易系统         |             |
|     | 金融资产交易系统                | 金融资产交易系统       |             |
|     | 现货、产权交易系统               | 金融资产工厂系统       |             |
|     | OTC 清算系统                |                |             |

资料来源：Wind，东兴证券研究所



市占率方面，公司在各业务线产品都有高市占率，是行业龙头企业。自上市以来，公司便凭借优异的技术实力占据了大型金融机构客户的主要市场份额。目前公司主要产品中，经纪业务线的核心交易系统市场占有率约 50%；资管业务线的券商、基金、信托资管核心系统等的则均在 80% 以上；财富业务线的登记过户系统（TA4.0 等）等也有高市占率。公司也因此是金融 IT 软件产品和解决方案领域名副其实的龙头企业。

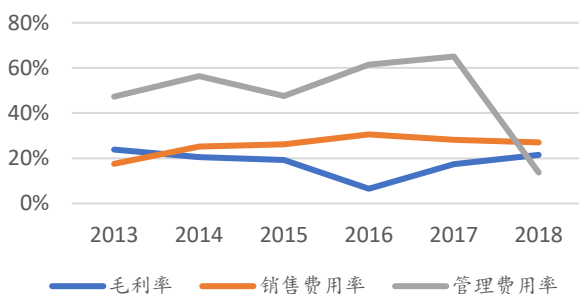
图 6：公司主要业务线产品与竞争对手情况

| 客户 | 系统类型           | 市占率  |
|----|----------------|------|
| 证券 | 核心交易系统（UF2.0）  | 48%  |
|    | 证券资管系统         | >90% |
|    | 股票期权系统         | 53%  |
| 基金 | 投资管理系统（032、04） | 90%  |
| 保险 | 投资管理系统（032、04） | 约85% |
| 信托 | 投资管理系统（032、05） | 约85% |
| 银行 | 综合理财系统         | 75%  |
|    | 银行现金管理平台       | 64%  |
|    | 第三方存管系统        | 75%  |

资料来源：公司年报、官方微信信号，东兴证券研究所

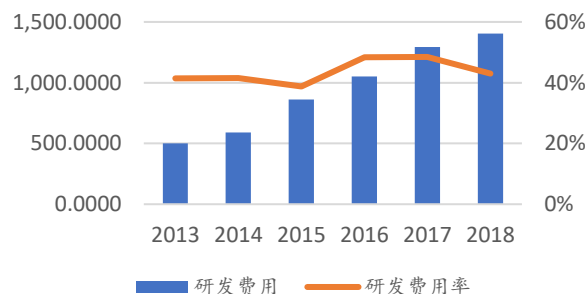
公司毛利率维持 90% 以上水平；研发支出位于行业前列。公司主要产品均为软件产品及 IT 解决方案，营业成本（主要为办公场地、用品等）较少，因此毛利率常年维持在 90% 以上水平。公司主要日常支出为销售费用及管理费用，其中占据主要部分的分别是销售人员工资和研发支出。尤其是在研发方面，公司基于审慎处理，将所有研发支出费用化，年研发支出（以研发人员工资为主）超百亿元，占营业收入比例超过 40%，无论是金额还是比例都在行业内绝对领先。高额研发投入赋予公司卓越的技术实力以及对客户需求的快速响应能力。

图 7：公司近年毛利率和费用率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

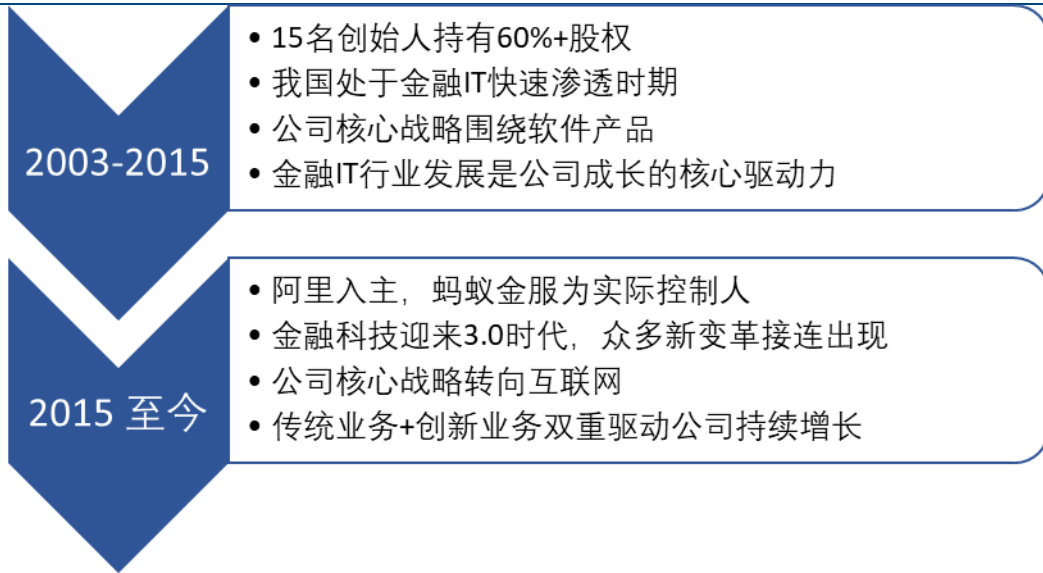
图 8：公司近年研发费用支出（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

纵观恒生电子的发展历史，自公司 2003 年上市以来，或者说自公司成立以来，大致可分为两个阶段。第一阶段是 2015 年前，第二阶段则是 2015 年至今。在两个阶段内，公司股权、行业格局及公司成长的核心驱动力均有所区别。

图 9：恒生电子自上市以来的主要发展阶段



资料来源：公司招股说明书、年报等，东兴证券研究所

**第一阶段：上市至 2015 年。**上市之初，公司股权结构如下图，公司母公司兼实控人恒生集团掌握公司约 30% 股权，恒生集团的几乎全部股权掌握在黄大成、彭政纲等 15 名创始人手中。15 名创始人又另外持有公司 35.1% 的股权。这一创始人掌握公司大部分股权的结构一直大致延续到 2015 年。

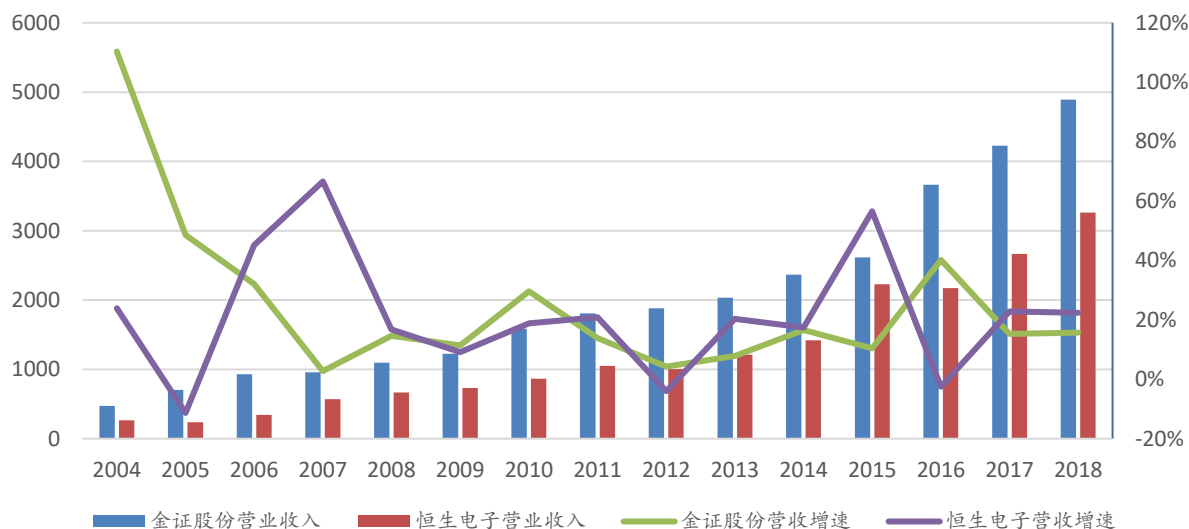
公司核心创始人黄大成、彭政纲等为技术出身，在创始人掌舵的这一时期中，公司聚焦于金融 IT 软件产品，力争为大型金融机构提供最优质的 IT 服务，不涉及太多线上应用及服务。而自公司成立至 2015 年，正是我国金融 IT 行业快速发展的阶段，一方面金融行业发展和金融深化不断推进，一方面 IT 在各金融机构的渗透率逐渐提高。公司的产品创新能力和金融 IT 行业的快速发展成为公司成长的核心驱动力之一。对比同样在 2003 年上市的同行业企业金证股份，可以发现恒生电子和金证股份在 03-15 年营收的复合增长率均达到约 20%（金证股份业务更多元化，其金融 IT 业务取其软件销售、系统维护和定制软件业务两部分）。可见行业东风赋予了行业企业可贵的成长机会，行业优质企业凭借优异的技术实力实现高速增长。

图 10：公司 2003 年上市时股权结构



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图 11：公司与金证股份营业收入同比增速对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

**第二阶段：2015 年至今。**2015 年，作为阿里系互联网金融战略的一环，蚂蚁金服完成对恒生集团 100% 股权收购，并成为恒生电子实控人。阿里入主不仅意味着公司股权结构大变，更意味着公司注入互联网的全新血液。彼时正值互联网金融、云计算及其它前沿科技对金融 IT 行业的改造方兴未艾，公司借此开始向互联网业务的快速转型，从“产品化”逐步开始转向“网络化”、“平台化”、“智能化”。自 2014 年公司提出“让金融变简单”后，2015 年公司首次提出利用互联网“连接百万亿金融资产”，提出“端网云数”技术战略，依托创新业务子公司、着力从多方面布局创新业务（也即互联网业务）。

2017 年，公司提出三个 online 战略，作为公司全面布局互联网的明确表述，包括 move online:将原有的解决方案和系统升级、为客户提供在线的财富、资管、经纪等解决方案；live online:建设云上的生产环境和运营体系；think online:建设恒生 iBrain，加大前沿科技（区块链、大数据、人工智能）投入，并将之与公司传统业务融合。归结而言，就是公司“在网络化、智能化的金融科技发展趋势下，所有的业务和功能都需要 Online”。随后，公司进一步提出 Hundsun online，通过 U+计划和多层次类合伙人计划将公司建设为在线的属于员工的平台。



图 12：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 13：恒生电子四个“online”战略

|                       |  |
|-----------------------|--|
| <b>Move online</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 含义：提供在线的解决方案；形成完整的云上生产和运行体系</li> <li>• 对应业务：UF3.0、05等传统业务的云上版本</li> </ul>           |
| <b>Live online</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 含义：提供产品和解决方案云服务；在云上搭建金融科技生态体系</li> <li>• 对应业务：恒生GTN及基于其上的ARES Cloud、智汇云等</li> </ul> |
| <b>Think online</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 含义：开发、整合人工智能、区块链等前沿技术在行业内的应用</li> <li>• 对应业务：恒生iBrain；智能终端、智能投顾等AI产品等</li> </ul>    |
| <b>Hundsun online</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 含义：推动运营体系发展；把公司建设为在线的属于员工的平台</li> <li>• 模式：U+计划、多层次类合伙人计划</li> </ul>                |

资料来源：公司年报、公司公开信息，东兴证券研究所

展望未来，公司传统业务有望维持较高增速，而以互联网为核心的创新业务赋予公司新的成长潜能。公司过去传统业务的高成长依赖我国金融行业及各类金融机构的成长，而现在看，后者的高速成长仍未停歇。长期看，我国资本市场尚远未发展成熟，持续的规模扩张、金融深化及金融开放是大势所趋；短期看，我国资本市场正处于周期底部，未来可期反转，同时，资管新规、沪伦通等因素在短期内为公司贡献可观业绩增量。

除传统业务外，依托大股东背景和技术能力，公司在以互联网为核心的创新业务方面已有诸多布局，在云计算、大数据、人工智能、区块链等均已有应用落地，且持续研发投入和外延并购不断。金融科技 3.0

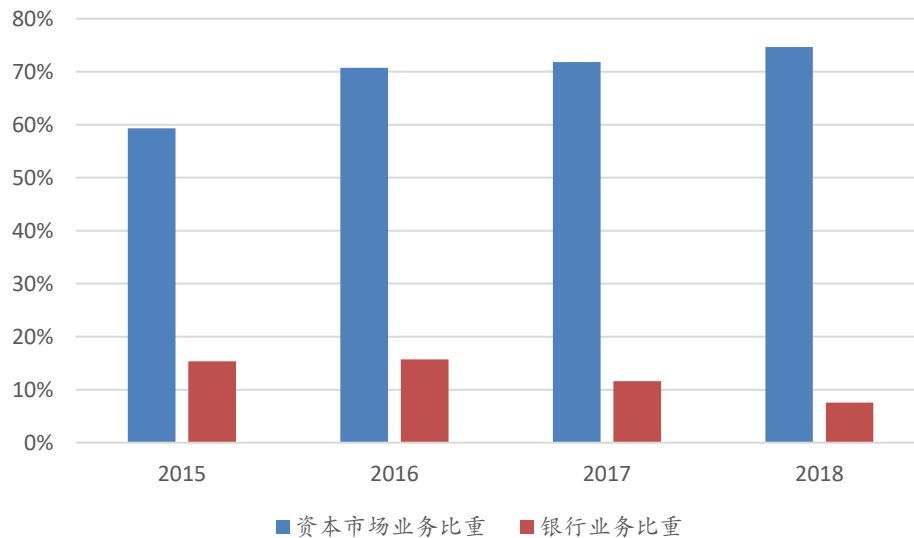
时代，整个金融行业都有望被前沿技术重塑，而公司的领先布局则赋予公司未来持续成长的可观潜能。

## 2. 传统业务——增长动力依然强劲

### 2.1 大资管行业仍有望维持较快增长，资本市场可期回暖

公司传统业务主要集中在资本市场 IT 业务，是影响公司业绩的关键。公司传统业务主要包括为各大金融机构提供的种类繁多的软件产品和技术服务，主要产品如下表列出。其中为公司收入和业绩贡献最多的产品包括 UF2.0、O4、TA4.0。分业务线来看，公司的主要收入来自于资本市场 IT 业务，即服务于证券、保险、基金及子公司等间接金融机构的金融 IT 服务。其中资管、财富、经纪分别是公司最主要的收入和毛利来源。这些资本市场业务不仅收入占比高（合计超过 70%），且逐年收入的成长性和波动都较银行、交易所业务更大，是过去以及当前决定公司业绩表现的关键。

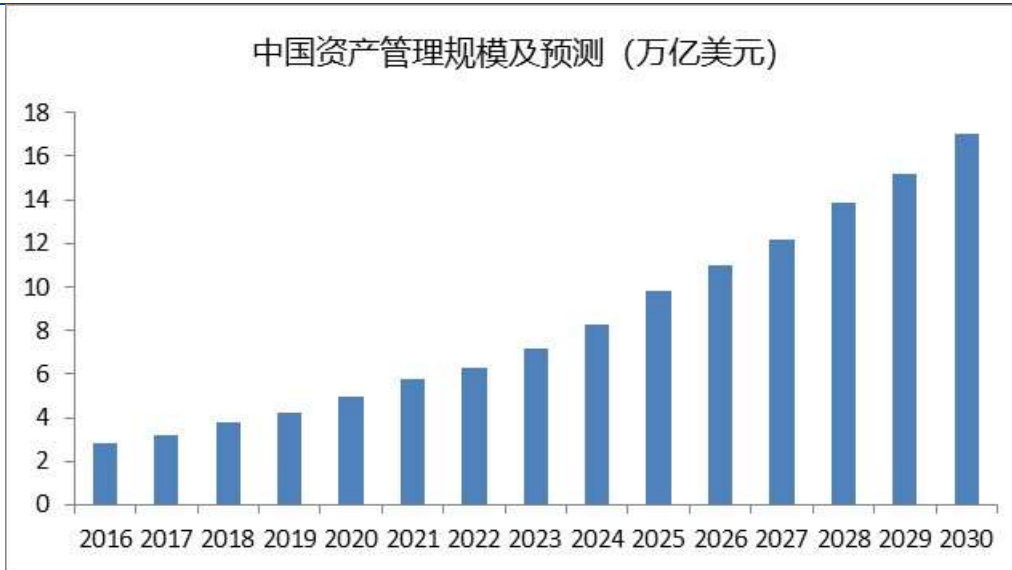
图 14：2015-2018 年公司营业收入构成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**大资管行业历经快速发展，仍在高速成长阶段。**改革开放以来，我国金融行业的发展伴随着持续的金融深化，一方面，国民财富迅速增长；另一方面，无论政府、企业还是居民部门的资产（财富）结构都从单一的银行存款逐渐转向多元的金融资产。而以行业资产管理规模度量，近年来，我国大资管行业仍表现出相对旺盛的增长。如下图，据中国证券投资基金业协会统计，虽然受资本市场及金融监管周期波动影响，17 年来我国基金、券商资管规模增长减弱明显，但从开始有统计数据的 14Q4 起，该资管规模的年均复合增速仍达 31.23%，表现出强大的发展动力。

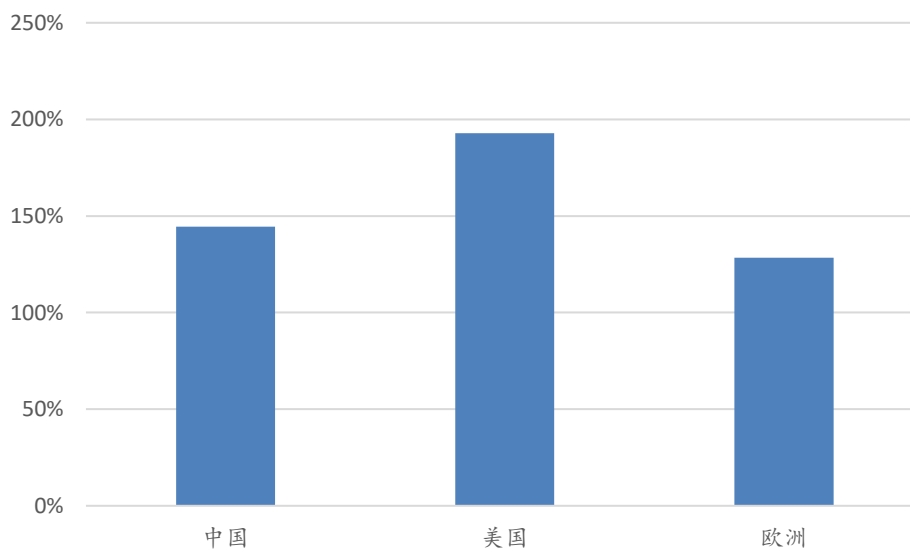
图 15：中国资产管理规模及预测（万亿美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

对比海外成熟金融市场，我国大资管行业也有很大提升空间。据德勤研究报告，2016 年我国总资产管理规模约 2.8 万亿美元，占当年 GDP 比例（世界银行，不变价）约 25%。相比而言，美国、英国的资产管理规模占 GDP 的比例分别为 179%、143%，相差悬殊。留给中国资产管理行业发展的空间还有很大。据德勤，中国资产管理总规模有望在 2030 年达到 17 万亿美元，且 16-25 年的数年间复合增速将达到约 15%。

图 16：2017 年中国、美国、欧洲资产管理规模占 GDP 比例

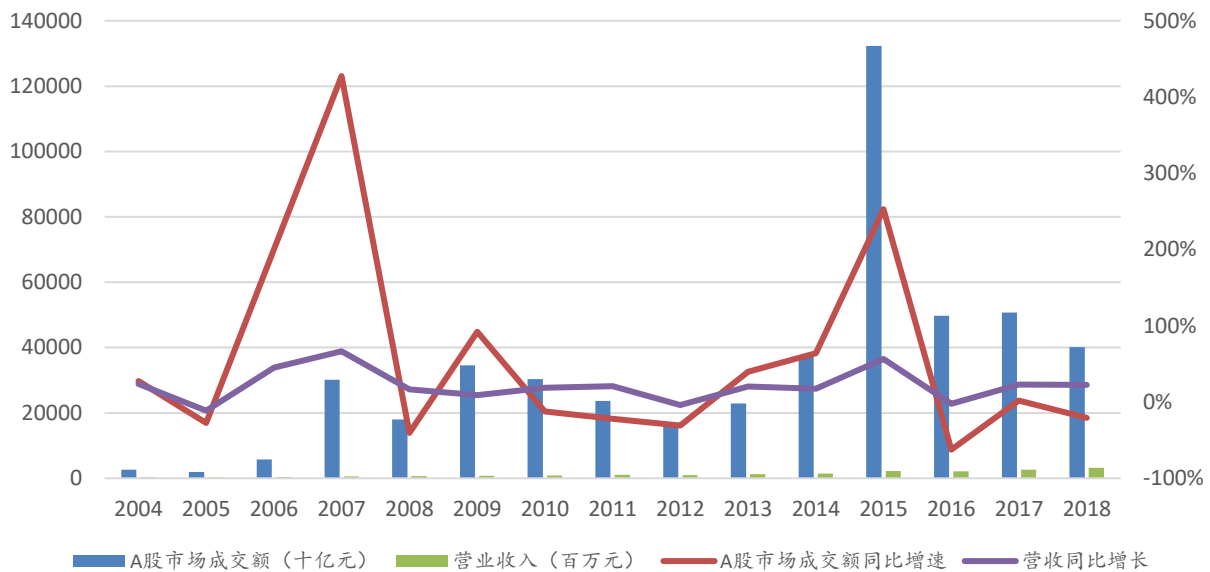


资料来源：世界银行，德勤，东兴证券研究所

另一方面，我国股票市场活跃度对公司资本市场业务有较大影响。公司资本市场业务，无论是经纪、资管还是财富 IT 业务线，都受到是 A 股市场活跃度（交易量）的较大影响。具体而言：（1）经纪 IT 业务条线，公司主要产品为券商核心及外围交易系统，当 A 股市场交易量大幅增加时，券商将可能产生交易系统升级的需求；（2）资管和财富业务条线，从 A 股历史上看，A 股交易活跃的时期往往伴随指数上涨、投资者热情高涨，此时新成立基金数量、基金的产品发行数量、银行的理财产品规模都会有明显增加，在短期内带来大量金融 IT 系统需求。此外，活跃的 A 股市场能够使得券商、基金等金融机构利润大幅上升，为其提供集中采购 IT 系统的充裕资金。

从公司往年业绩表现来看，A 股市场相对最活跃的两个时期，即 06-07 年、14-15 年的两段牛市，公司业绩都有很强的同比增长。07 年，A 股前所未有的牛市带来券商大量的交易系统升级需求，公司营收同比增速超过 100%；15 年，大资管行业爆发式成长，券商、基金等金融机构管理的资产数量同比增长达 86.34%，同期公司营收规模同样增长超 50%。

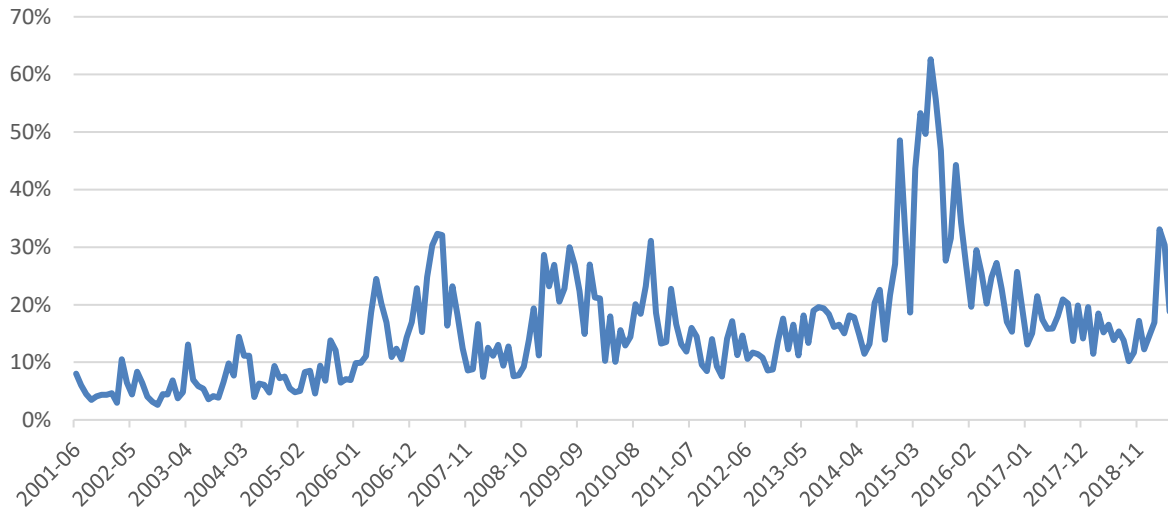
图 17：近年 A 股交易量同比增速和公司营收同比增速对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

**A 股活跃度已至低位，可期未来反转带来业绩增量。**2018 年来，受国内外多重因素，A 股股指连续下挫。目前 A 股无论是整体估值水平还是交易活跃度（以换手率衡量）都处于多年来较低水平，未来数年内大概率有所回升。

产品方面，公司 UF3.0 系统已蓄势待发：公司已成功研发出核心交易系统 UF3.0 产品作为旧有 UF2.0 系统的升级版。相比旧有系统支持数亿的交易额，UF3.0 系统可最大支持数十亿规模。当前交易萎缩的行情下券商升级系统的需求并不高，但考虑到 A 股股市已大幅扩容，未来 A 股市场交易的回暖将有可能带动 UF3.0 升级需求，进而带动公司经纪业务线收入大幅增长；同时，也有机会带动资管、财富等其它业务线实现较快增长。

**图 18：近年沪深两市月度换手率情况**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.2 金融开放提速之年，持续利好金融 IT 服务商

“开放只有进行时”，金融开放同样将持续推进。改革开放是我国基本国策，我国政府近年来多次强调“改革开放只有进行时，没有完成时”，“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大”。中国各领域的开放仍将持续推进，在金融领域同样如此。改革开放以来，我国在汇率、资本账户、金融机构和金融市场上的开放从未停止，而直至目前，我国的金融开放程度仍远落后于大多数市场经济国家。虽中途可能会有波折，但未来我国金融开放的逐渐深化仍是大势所趋。

**2018 年是我国扩大金融开放的“大年”。**3 月，中国原油期货登陆上海国际能源中心，成为我国第一个允许境外投资者直接参与的期货品种。4 月，人行行长易纲在博鳌亚洲论坛上提出多达 11 项预期在年内实现、或在年内推出的金融开放政策，并提出争取在 18 年内开通“沪伦通”。11 项政策总包含放开外资金融机构持股比例、鼓励在银行业金融领域引入外资、大幅扩大外资银行业务范围等覆盖面广、影响力大的措施，逐一实施后，中国金融开放程度有望站上全新的一级台阶。



图 19：博鳌亚洲论坛所提出的金融开放措施

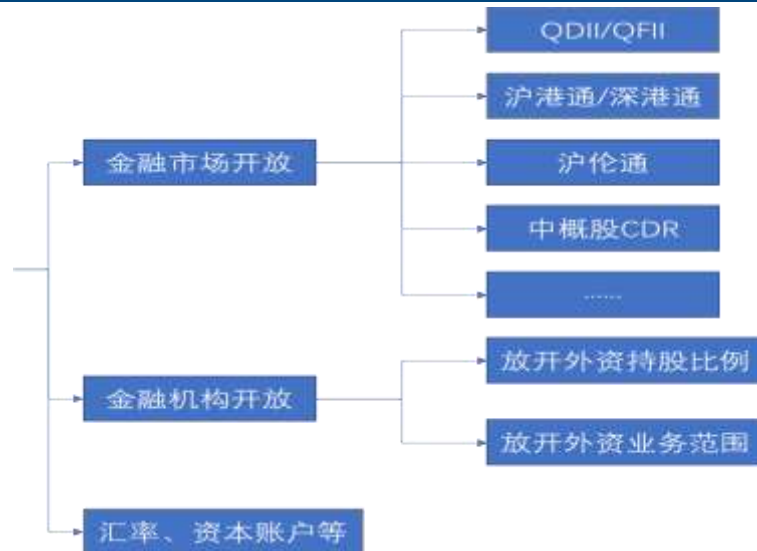
| 时间安排          | 政策内容   |
|---------------|--|
| 拟在几个月内落实      | 取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，内外资一视同仁；允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行。 |
|               | 将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至51%，三年后不再设限。      |
|               | 不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司。                             |
|               | 为进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，从5月1日起把互联互通每日额度扩大四倍。         |
|               | 允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。                       |
|               | 放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致。                              |
| 拟在2018年年底之前推出 | 鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资。               |
|               | 对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限。                 |
|               | 不再对合资证券公司的业务范围单独设限，内外资一致。                            |
|               | 大幅度扩大外资银行业务范围。                                       |
|               | 全面取消外资保险公司设立前需开设2年代表处要求。                             |

资料来源：新华社，东兴证券研究所

金融开放提速，对我国的金融行业势必产生深远影响。未来，外资金融机构入华进度会加快、国内金融市场与境外市场互联互通会更加顺畅，这将不仅对国内金融机构的业务开展产生直接影响，也将对所有相关行业企业产生影响，特别是金融 IT 行业。对恒生电子而言，金融开放分别在金融市场开放和金融机构开放两个层次上对公司业绩有积极影响。其中金融市场开放意味着在境内投资海外金融市场渠道的扩充，将使得金融机构产生交易和资管 IT 系统的新需求；金融机构开放则意味着外资金融机构在境内扩充版图，也势必加大在境内采购 IT 系统需求。短期来看，以沪伦通为契机的 CDR 业务及外资金融机构入华将有望带来业绩增量。

零售云是未来合作及行业发展的方向：随着酒店云餐饮云成为未来行业的发展趋势，零售云也必将是未来零售行业的发展方向。公司对于零售上云也有前瞻性的判断并已经开始布局，在 2018 年收购了专业从事零售云系统的研发的广州合光。在新零售背景下，双方的合作将一方面帮助公司借鉴阿里丰富的线上经验，完善零售云的产品，更加符合线上线下结合的核心需求；另一方面借助阿里的云计算等技术，帮助公司更加稳定、高效的服务商家，加速零售业上云的脚步。

图 20：我国金融开放进程中涉及公司业务的部分



资料来源：东兴证券研究所

**CDR 到来已势在必行，沪伦通 CDR 年内将开启。** CDR 即中国存托凭证（China Depository Receipt）。CDR 的概念在数年前便有，但 2018 年则成为中国开放 CDR 的元年。今年 3 月 30 日，证监会发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，提出将试点 CDR。随后在 4 月的亚洲博鳌论坛上，人行行长易纲明确表示将在年内争取开通沪伦通。10 月，《上海证券交易所与伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定（试行）》发布，明确将以 CDR、GDR 形式开展沪伦通，标志着沪伦通业务监管正式出台。随后，上交所连续出台 8 项文件，对沪伦通 CDR 业务的做出了详细指引。目前，国内沪伦通 CDR 还未正式开展，但短期内相关业务的上线已是势在必行。无论证券公司还是上交所，都在集中为沪伦通相关业务系统上线做准备。

图 21：18 年来有关 CDR 及沪伦通的政府文件和表态

|              |     |  |   |
|--------------|-----|--|---|
| 2018. 3. 30  | 证监会 | 《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》                 | 明确了CDR的定义，提出针对境外上市高新技术产业和战略性新兴产业企业试点CDR         |
| 2018. 4. 11  | 易纲  |  | 力争于18年年内开通沪伦通                                   |
| 2018. 6. 4   | 证监会 | 《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》                          | 在《试点意见》的基础上，对CDR的发行、上市、交易、信息披露等作出了具体安排          |
| 2018. 8. 31  | 证监会 | 《上海证券交易所与伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定（试行）》（征求意见稿） | 对参与沪伦通的相关市场主体和行为提出具体要求，明确两地经营经营机构可以开展CDR、GDR业务。 |
| 2018. 10. 12 | 证监会 | 《上海证券交易所与伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定（试行）》        | 与征求意见稿大体相同，标志着沪伦通业务监管正式出台                       |
| 2018. 11. 2  | 上交所 | 《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》等8项文件       | 提出沪伦通东向CDR的跨境转换、做市、交易指引                         |

资料来源：证监会，上交所，新华社，东兴证券研究所

沪伦通恒生不缺席，有望为多家券商提供全链路解决方案。CDR在境内尚属首例，相比于其它证券，CDR的发行及交易额外涉及做市业务（部分券商将以自有资金参与沪伦通做市）和跨境转换业务（将基础证券转换为境内CDR份额等），在境内交易规则上也有所不同。各大券商均需搭建相关专业系统。为此，恒生电子将为券商提供全链路解决方案，且目前已在多家券商开展了业务测试。待沪伦通开通之后，公司作为最领先的券商IT系统服务商有望集中受益。

图 22：公司为券商沪伦通业务提供的 IT 系统服务

| 相关IT系统      | 功能和描述                               |
|-------------|-------------------------------------|
| 沪伦通做市系统     | 目前有十余家券商正在申请做市商资管，公司系统已在其中多家大型券商测试  |
| 沪伦通投资交易系统   | 为沪伦通CDR业务提供专门投资交易支持                 |
| 沪伦通PB系统方案   | 实现投资业务的全流程管理                        |
| 沪伦通跨境转换方案   | 帮助完成基础股票与CDR的转换，境内做市商CDR份额的创设生成、兑回等 |
| 沪伦通获取基础证券方案 | 通过IT系统直连境外机构购买基础证券                  |

资料来源：上交所，公司官方微信号，东兴证券研究所

金融机构开放加速，或将带来直接IT采购需求。另一方面，我国博鳌亚洲论坛上宣布的多项金融开放政策，打破了多年来外资金融机构入华瓶颈。具体包括（1）放开外资金融机构在境内持股比例49%至51%，并在3年后放开至100%；（2）大幅放开外资银行业务范围、放开对合资券商、外资保险经济公司业务的单独设限等。在未来将大概率看到外资金融机构在境内分支机构数量及业务体量的双重增长，或将带来可观的IT系统采购需求。而恒生电子作为国内首屈一指的资本市场IT系统服务商，有望率先受益。目前，公司已经和野村证券以及摩根史丹利就IT系统采购有过接触，未来均有可能转化为项目落地。

图 23：上交所对沪伦通经纪业务的时间表

|   | 任务类型            | 开始时间       | 完成时间       | 任务具体内容                    |
|---|-----------------|------------|------------|---------------------------|
| 1 | 提交意向申请书         | 规则发布日      | 发布日后三周     | 有意向申请参与沪伦通经纪业务的会员须提交意向申请书 |
| 2 | 填报联系人信息         | 规则发布日      | 发布日后三周     | 提交沪伦通联系人信息                |
| 3 | 制定业务方案和实施计划     | 规则发布日      | 业务上线       | 制定沪伦通经纪业务方案和实施计划          |
| 4 | 做好人力资源配备及内部员工培训 | 规则发布日      | 2018/10/15 | 做好人力资源配置工作，成立沪伦通业务专门工作小组  |
| 5 | 申请开通交易权限        | 2018/10/15 | 2018/11/15 | 做好沪伦通交易权限申请工作             |
| 6 | 报送准备/运行情况周报     | 2018/10/11 | 业务上线后一个月   | 申请参与沪伦通经纪业务的应定期报告运行情况     |



资料来源：上交所，东兴证券研究所

### 2.3 金融监管带来机遇，资管新规可在短期内提供可观增量

金融监管对金融 IT 服务商而言是双刃剑。一方面，越是严格的金融监管越会限制金融机构的业务开展，阻碍金融深化和金融机构的规模扩张，进而限制金融 IT 系统服务商的业务扩张。而另一方面，监管机构每一次的监管要求都将产生金融机构业务系统整改需求，对金融 IT 系统服务商而言也存在利好。

当前而言，主要受资管新规影响，金融监管正在为公司的业务扩张提供方向。2015 年来，国内针对金融创新业务的监管趋严，对各类金融机构业务扩张产生负面影响。公司也曾直接因金融监管导致的 HOMS 事件蒙受沉重损失。随后，公司痛定思痛提出“拥抱监管，承担责任”，并上升为公司战略高度，通过成立合规部门等措施严肃对待金融监管。目前，金融监管对公司而言更多地意味着机遇：一方面，近两年出台的金融监管措施相当严厉，金融监管趋严的政策周期已大概率接近尽头；另一方面，2018 年内出台的资管新规带来金融机构大量 IT 系统新增和整改需求，或对公司业绩产生较大积极影响。

资管新规牵涉面广，金融机构 IT 系统预计将产生大量新增/改造要求。资管新规一经征求意见稿出台便受到广泛关注，这份被称为“史上最严”的文件对大资管行业各类金融机构都提出了较为严格的业务整改要求。其核心要求包括打破刚兑、解除嵌套和通道、禁止非标期限错配及资管子公司设立等，对各金融机构业务及对应 IT 系统的整改要求如下表。

图 24：资管新规对券商各业务线以及恒生电子各业务线影响

| 政策   | 涉及整改要求   | 涉及业务条线     |
|--|--|------------|
| 打破刚性兑付：金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本。出现兑付困难时，金融机构不得垫资兑付。<br>消除多层嵌套和通道：金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。 | 保本理财产品、保本基金等将被禁止。与资产管理、风险控制、营销服务有关的金融 IT 系统需要被整改   | 财富、资管、银行业务 |
| 定义资产管理产品：银行非保本理财产品，资金信托计划，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理人子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构发行的资产管理产品等。                  | 资产管理产品中未明确定义“公募证券投资基金、私募投资基金”，且排除了财产权信托计划和资产证券化业务。这使得符合新嵌套规则的资管产品结构设计方式将与以往不同，非标资产通过证券化转标或者出表的几率增大。与资产管理有关的金融 IT 系统需要被整改 | 资管业务       |
| 明确定义资管产品分类：资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。  | 资管业务明确定义不同底层资产，对应的风险偏好和收益特征，因此，风控产品的风险衡量标准可能有所变动。与风险管理有关的金融 IT 需要被整改   | 资管业务       |
| 银行：如发行权益类和其他产品，须经银行业监管部门批准，但用于支持市场化、法治化债转股的产品除外。金融机构不得将资产管理产品资金直接或间接投资于商业银行信贷。                           | 银行业务鼓励银行投资权益类产品，并扩大禁止购买信贷资产的范围。与银行综合管理相关的系统接口需要整改  | 财富、资管、银行业务 |
| 资管子公司设立：主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立其具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务，暂不具备条件的可以过设立专门的资产管理业务经营部门                        | 今后的银行理财业务可能需要专门设立子公司开展，这就需要独立的 IT 系统   | 银行、资管业务    |
| 禁止非标的期限错配：为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品最短期限不得低于 90 天。   | 银行业务资产管理机构将更偏向于发行短期开放式产品，产品结构可能较大发生变化，与资产管理有关的金融 IT 系统需要整改   | 银行业务       |

资料来源：证监会，东兴证券研究所

资管新规的施行或成为未来两年内业绩增量的重要来源。17年末，资管新规征求意见稿发布。今年4月正式文件出炉，同时将原本设定的过渡期延长至2020年末。即自文件发布至2020年末都属于金融机构相关业务整改期。考虑到系统合同签订及自合同签订至确认收入（对于恒生电子，通常需半年）都需要时间，今年年内，资管新规为公司带来的业绩增量尚不显著，主要贡献或在19-20两年内。

图 25：资管新规的实施时间表

| 时间                 | 进程   |
|--------------------|--|
| 2017. 11. 27       | 征求意见稿发布，向社会公开征求意见  |
| 2018. 4. 27        | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布  |
| 2018. 4. 27-2020年底 | 资管新规过渡期，金融机构发行新产品应符合资管新规，但仍可发行老产品对接存量产品。此外，需制定过渡期内的整改计划，明确时间进度安排 |
| 2021. 1. 1以后       | 金融机构的资管产品按照《意见》进行全而规范，金融机构不得再发行或存续违反《意见》规定的资管产品                  |

资料来源：证监会，东兴证券研究所

机构资管、财富系统整改及银行资管子公司设立，望各贡献数亿级别营收。资管新规的逐步实施对公司各业务线的影响主要体现在两方面。一方面，打破刚兑、消除嵌套及合格投资者门槛调整等要求会对几乎所有金融机构的资管、财富IT系统提出整改需求，以公司100余家证券、基金、期货、保险及200余家银行的客户规模而论，总改造需求或产生数亿订单。另一方面，银行后续成立理财/资管子公司，每家子公司都将产生建设完整IT系统的需求。目前公司已与贵阳银行签订为其资管子公司提供全套IT系统支持的合同，合同金额在千万级。则考虑到未来数十家银行资管子公司向公司采购系统，也将产生总金额数亿的订单。

图 26：关于银行设立理财/资管子公司相关进展

| 时间             | 文件和内容  |
|----------------|--|
| 2018. 4. 27    | “资管新规”发布，要求具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应设立子公司开展资产管理业务                 |
| 2018. 9. 28    | “理财新规”发布，作为资管新规细则，明确商业银行应通过子公司开展理财业务，并提出了设立资本金等要求            |
| 2018. 10. 19   | 《商业银行子公司管理办法（征求意见稿）》发布，拟明确银行理财子公司的设立条件、业务范围、股东资格、准入条件等       |
| 截至2018. 11     | 在资管新规之后，已有合计16家银行宣布拟设立理财子公司                                  |
| 截至2019. 06. 14 | 31家银行发布拟成立理财子公司计划、9家银行理财子公司获批筹建，建信理财、工银理财以及交银理财3家银行理财子公司相继开业 |

资料来源：银保监会，各公司公告，东兴证券研究所

除此之外，监管科技的重要性日益凸显，公司已有多项应用落地。监管科技（RegTech），一般指通过



科技手段，服务监管需求、提高监管效率。近年来金融科技的快速发展使得监管科技越来越多的应用场景成为可能。如应用大数据、人工智能、区块链等技术服务于金融机构内部风控、合规、稽核，或对新兴的金融工具实施有效监管，如下图。作为公司拥抱监管的重要一环，监管科技在近年来成为公司布局的一大重点。目前，公司监管科技实际落地的项目包括与江西省地方金融监管部门合作开发的交易所监管平台，及与贵州省登记结算公司合作实施的贵州省金融风险监管一体化项目。未来随着监管科技应用场景越发扩展，公司也有望依靠金融监管获取更多订单。

### 3. 创新业务——全面布局，迎接行业变革

金融科技 3.0 时代已经到来，或将对业态产生深远影响。约二十年来“金融科技”内涵的演变，大致可划分为三个阶段，在每个阶段，金融科技都深刻改造了金融行业，同时也造就一批企业的崛起的蓬勃发展。20 世纪末起，金融科技体现为金融机构从无到有、从简到繁地搭建 IT 系统，也造就正是恒生电子、金证股份等金融 IT 服务商崛起；约从 2005-2015 年，互联网/移动互联网崛起，金融与科技的进一步融合作为在线支付、网络理财、P2P 借贷、众筹、线上银行/券商等兴起，帮助阿里巴巴、腾讯等实现了跨越式发展；而自 14-15 年起，云计算、大数据、人工智能、区块链等前沿技术纷纷进入大规模产业化阶段，在金融领域的应用也纷纷落地，由此打开金融科技 3.0 时代的大幕。

图 27：金融科技迈向 3.0 时代



资料来源：百度-埃森哲《智能金融联合报告》，东兴证券研究所

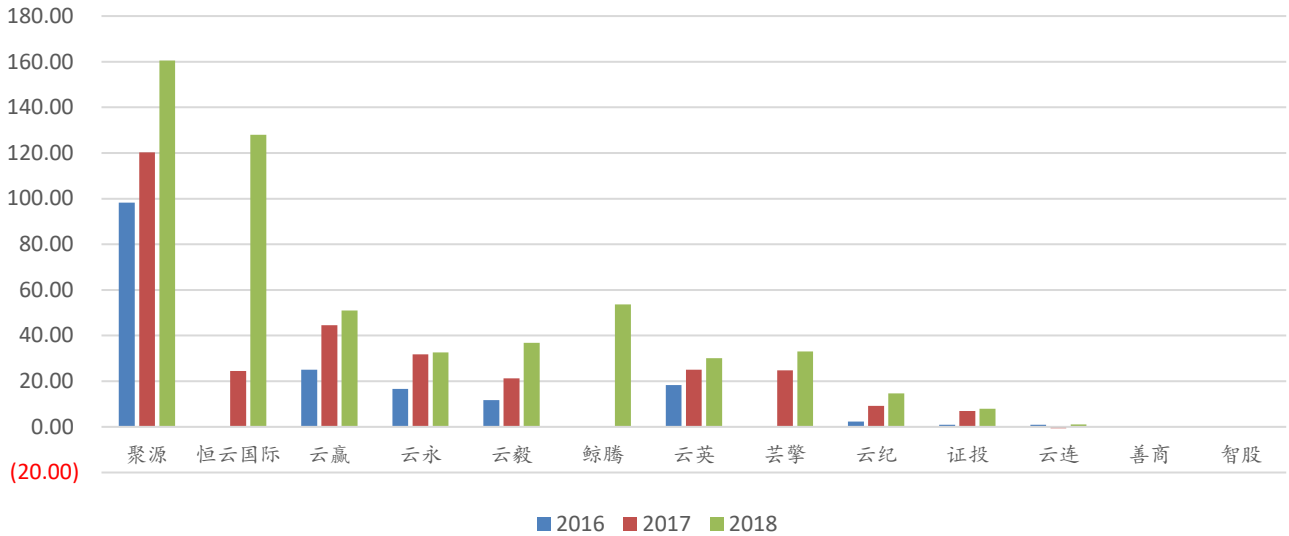
公司创新业务的实施主体为 13 家子公司，如下表。13 家子公司均为直接的软件和解决方案提供商，各家公司主营业务均有不同、彼此交叉很少。大体上，主要分为三类（1）布局云服务，为客户提供各业务线产品的云上版本，如云永、云毅、云英、云纪、云连和 17 年并表的恒云国际科技（原名为香港大智慧，主要为香港市场提供基于云平台的 IT 服务）；（2）为客户提供 2B/2C 的智能资讯平台，如聚源、云赢、智股、鲸腾；（3）聚焦平台业务，如鲸腾。从收入确认口径看，13 家子公司创造的所有营收和利润均归于公司创新业务。

图 28：13 家创新业务子公司及相应业务

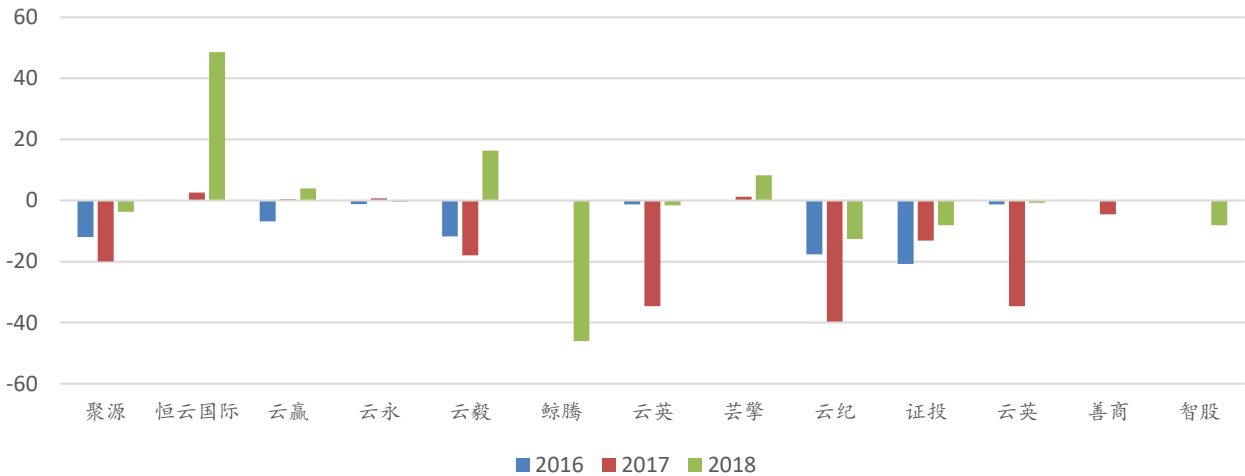
| 子公司   | 股权     | 主要业务                        | 主要产品                    | 主要客户           | 成立/并表时间 |
|-------|--------|-----------------------------|-------------------------|----------------|---------|
| 上海聚源  | 73.47% | 金融资讯服务                      | 梵思终端、梵思移动资讯、智能小梵        | 券商、银行          | 2015    |
| 大智慧香港 | 56.15% | 在香港市场提供IT服务，以云服务为主          |                         | 香港金融机构         | 2017    |
| 云赢网络  | 74.33% | 金融资讯服务                      | 投资赢家等终端软件               | 券商、基金、期货、个人投资者 | 2016    |
| 云永网络  | 74.33% | 交易所业务线创新业务。贸易金融区块链、不良资产、供应链 | 云交易、云清算系统、监管技术服务        | 银行、地方清算中心等     | 2016    |
| 云毅网络  | 69.81% | 资产管理业务线的创新业务                | 云上的资管服务                 | 券商、基金、信托       | 2016    |
| 云英网络  | 69.35% | 财富管理业务线的创新业务                | 云上的财富管理服务               | 券商、基金          | 2016    |
| 云纪网络  | 68.52% | 经纪业务线的创新业务                  | UF3.0、智能投顾产品、PBOX投资交易系统 |                | 2016    |
| 云连网络  | 84.09% | 银行业务线财富管理创新业务               | 同业资产交易平台、云理财平台          | 银行             | 2016    |
| 证投网络  | 74.63% | 面向私募基金的创新业务                 | 云软件、云运维服务               | 私募             | 2016    |
| 芸擎网络  | 70%    | 交通等公共服务解决方案业务               | 收费、支付类解决方案              | 政府及公众          | 2016    |
| 鲸腾网络  | 74.38% | 平台业务、金融公告基础服务               | 恒生GTN，聚合支付、AI机器人晓鲸      | 各方金融IT开发者和需求者  | 2017    |
| 善商网络  | 84.09% | 银行业务线创新业务                   |                         | 银行             | 2016    |
| 智股网络  | 74.61% | 金融资讯服务                      |                         | 个人投资者          | 2017    |

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**创新业务子公司收入规模快速增长，部分子公司已实现盈利。**公司创新业务子公司体量尚不大，但大部分均以形成业务、实现收入，且业务规模增长趋势明显。2018年，公司创新业务子公司合计实现营收1.72亿元，同比增长达94%，若剔除17年下半年并表的恒云国际科技，同比增长同样有63%。营收主要由恒生聚源和恒云国际科技贡献，而公司从事云服务的子公司营收均同比增长或持平。盈利方面，聚源和恒云国际科技分别依赖资讯终端和香港市场IT系统服务实现盈利，其它子公司因多处初创阶段未实现盈利，但亏损已有大幅收窄。

**图 29：主要创新业务子公司营收情况（百万元）**


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**图 30：主要创新业务子公司利润情况（百万元）**


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

和其它金融 IT 服务商相比，恒生电子在创新业务领域已占据先机。恒生电子自 2015 年蚂蚁金服入主以来，在互联网创新业务方面布局迅速。尽管公司 2015 年受到 HOMS 事件冲击，但依托持续的研发投入和大股东技术支持，公司已依托 13 家子公司形成了在云计算、人工智能、区块链及其它互联网金融解决方案的全方位布局。相比于国内其它金融 IT 服务商（金证股份、赢时胜及下表中未列出的长亮科技、恒泰软件等）领先优势明显。

图 31：恒生电子金融科技的前沿布局与竞争对手对比

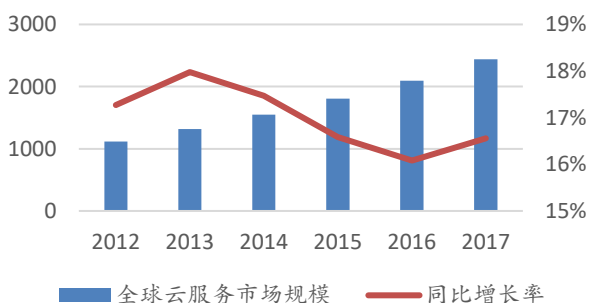
|             | 恒生电子                                | 金证股份                           | 赢时胜                             |
|-------------|-------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| 金融云         | 云永、云毅、云英、云纪等分头布局银行、交易所、资管、财富业务云解决方案 | iWelan云平台（at云、经纪云、股票期权云、股转做市云） |                                 |
|             | 借阿里云IaaS平台构筑light、JRES等技术平台         | 与平安保险合作金融云服务2.0、金融云平台3.0       |                                 |
|             | 恒升GTN及基于其上的ARES cloud、智汇云等          |                                |                                 |
| 前沿科技        | 聚源智能资讯、智能投顾等人工智能产品                  | 与众安保险等共同成立fintech产业投资基金，布局金融科技 | 出资设立怀光智能，布局医疗影像AI；怀若智能，布局AI图像识别 |
|             | 参股区块链公司symbiont，参与制定范太链FTCU标准       | 智能客服系统产品                       | 入股东方金信，开展大数据业务                  |
|             |                                     |                                | 出资设立区块链公司链石信息                   |
| 其它互联网金融解决方案 | 举牌科蓝软件，或探索银行互联网金融新模式                | 网上营业厅、金融产品商城等                  | 成立赢量金融开展互联网票据平台业务               |
|             | 互联网保险解决方案                           | 互联网保险综合解决方案                    | 入股东吴在线，布局互联网金融服务                |
|             | 基金互联网解决方案                           | 与腾讯合作定制版企业营销QQ研发               |                                 |
|             | 服务蚂蚁金服互联网金融业务                       |                                |                                 |

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

### 3.1 Move online——各条线业务迁移至线上，全面布局云服务

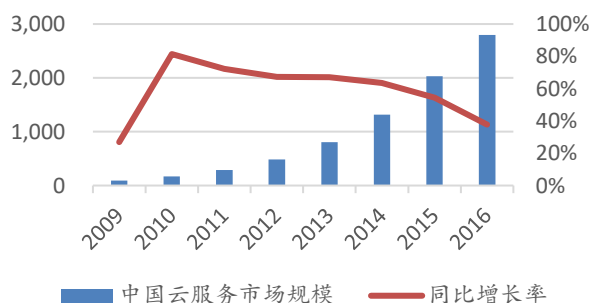
公司第一层互联网战略称为“move online”，即提供在线的解决方案，并通过整合解决方案业务体系，形成“大财富、大资管、大平台、新经纪、新财资、新市场”的业务架构。具体措施上，公司自2016年起相继成立云纪、云毅等子公司，分头布局各业务线的线上解决方案，最终要将公司全部业务条线相继迁移至线上，形成完整的云上生产和运行体系。

图 32：全球云计算行业市场规模（亿美元）

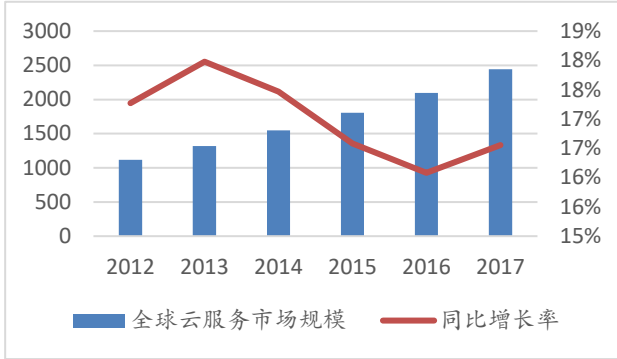


资料来源：Wind，东兴证券研究所

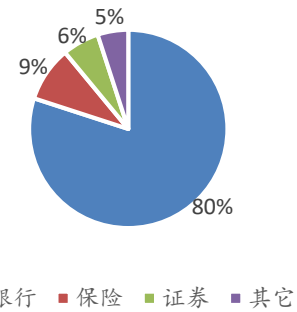
图 33：国内云计算行业市场规模（亿元）



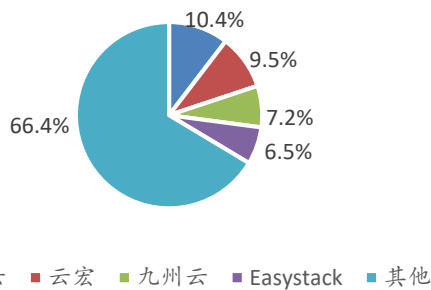
资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 34：中国金融云市场规模**


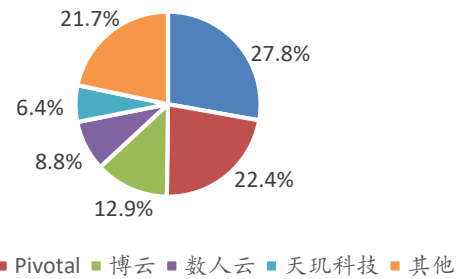
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

**图 35：金融行业云客户需求结构**


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

**图 36：国内金融云 IaaS 市场份额**


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

**图 37：国内金融云 PaaS 市场份额**


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

**图 38：相关企业的金融云布局**

|      | IaaS                                    | PaaS               | SaaS                    |
|------|---|--------------------|-------------------------|
| 阿里巴巴 | 阿里云：面向证券、基金、保险等提供 IaaS 服务               |                    |                         |
| 兴业银行 | 数金云：为银行客户提供全方位金融行业云服务。客户总数已超300家        |                    |                         |
| 平安保险 | 平安云：主要面向平安集团提供自基础设施至软件应用的全套云服务，目前已延伸至外部 |                    |                         |
| 恒生电子 |   | GTN及基于其上AREScIoud等 | 云毅、云永等提供资管、财富等IT云服务     |
| 长亮科技 |   |                    | 17年起与腾讯合作打造面向银行客户的金融专有云 |
| 金证股份 |   |                    | iWelan云：@云、经济云、股票期权云等   |

资料来源：各公司公告、官网，东兴证券研究所



图 39：恒生电子提供云服务的主要子公司情况



资料来源：公司年报，各子公司官网，东兴证券研究所

### 3.2 Live online——构筑的云上生态环境，助力公司平台化

公司第二层互联网战略即 live online，意在建设云上的生产环境和运营体系。措施上，建设金融云 PaaS 层平台，目标是整合公司各条线的线上解决方案，面向全市场提供产品和解决方案云服务。落实到产品上，恒生电子依托子公司鲸腾网络，借助阿里技术支持（阿里云 IaaS 层云服务），自 2016 年其搭建属于公司的 GTN（全球贸易网络）平台，通过 GTN 连接各类金融机构、提供组件服务，以及基于恒生 GTN 的智汇云、ARES cloud 云平台等。

目前恒生 GTN 已能提供成熟服务，业务规模迅速增大。自 16 年 GTN 平台开始搭建以来，各业务模块接连上线，从 GTN 平台官网可以看到，大量组件已经能提供包括在线咨询、订阅等在内的全套服务。运营 GTN 平台的子公司鲸腾业务规模也有迅速增长。据恒生电子执行总裁官晓岚 17 年介绍，恒生 GTN 已能提供 300 多项金融组件服务，服务 1000 多家金融机构，并对接全球交易所。此外，恒生 GTN 官网上显示 GTN 服务用户累计调用近 200 亿次。

图 40：GTN 平台当前包含的模块

|             |   |
|-------------|---|
| <b>行情资讯</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>股票、基金、期货市场行情，热点资讯，上市公司数据库，基金数据库</li> </ul> |
| <b>投资管理</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>面向券商、基金的多经纪、资管、财富业务系统</li> </ul>           |
| <b>模拟仿真</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>A股、港股等模拟交易平台</li> </ul>                    |
| <b>营销工具</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>用户画像，数据顾问，推广组件等</li> </ul>                 |
| <b>其它</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>驻场服务，项目服务，投资者教育等</li> </ul>                |

资料来源：恒生 GTN，东兴证券研究所

基于恒生 GTN，公司构筑智汇云及 ARES Cloud 平台连接开发者和需求者，促成公司“平台化”。恒生 GTN 不仅是集中提供行业在线解决方案，也包括将行业应用的其它中小型开发者纳入到网络体系中，提供连接行业开发者和需求者的平台服务。为此，公司基于 GTN 构筑了 ARES Cloud 及智汇云平台。ARES cloud 是由恒生电子构建的金融云 PaaS 平台，在 IaaS 层借用了阿里云的资源，并将其打造为“统一基础资源池”，能够为全部业务系统提供 IT 基础设施支持；在 PaaS 层，ARES cloud 则提供 mysql 数据库服务、分布式缓存服务等，使得行业应用的开发者能够便利地依托 ARES cloud 实现应用的开发、上线、云维。此外，公司基于 GTN 平台面向开发者推出智汇云服务，目标是为开发者提供标准化的行业专用生产资料并将其与相潜在客户连接、共享商机。

图 41：基于 GTN 的 ARES 平台和智汇云平台

| 云平台       | 面向对象  | 内容   |
|-----------|-------|--|
| ARESCloud | 面向需求者 | 打造“统一基础资源池”，建设可以跨云的私有 PaaS 平台，为客户提供全面的金融云服务  |
|           | 面向开发者 | 通过平台提供各种技术组件、开发组件，让开发者自研的系统可以快速上线、监控、云维  |
| 智汇云       | 面向开发者 | <p>输出标准化、专业化的生产资料，使得开发者实现快速开发和发布解决方案</p> <p>基于资源共享平台将开发者与需求者相连接，向开发者共享商机，帮助其进行产品迭代</p> |

资料来源：恒生 GTN，东兴证券研究所

平台化或帮助公司将服务范围开拓小 B 及 C 端市场。公司作为老牌 2B 企业，主要客户集中在金融机构，

特别是体量庞大的大型企业，C端和小B客户历来不属于公司主要服务对象。而恒生GTN则为公司进军长尾B端市场（小型互联网金融公司、金融科技创业公司等）提供新的机遇。一方面，云平台按需付费的模式天然适合服务需求较小的客户；另一方面，恒生GTN及基于其上的云平台连接了应用开发者，使得部分小众需求可通过使需求者直接对接开发者的方式提供服务，而无需公司自行投入资源研发。

特别是，公司大股东阿里巴巴拥有充分服务C端和小B客户的资源和经验积累，而金融云平台属公司与阿里之间技术合作相对紧密的领域，未来可期由技术合作转向更深层次的业务合作，协助公司开拓小B及C端市场。

### 3.3 Think online——金融IT融合前沿科技，探索未来改造行业的机会

**Think online 以人工智能为核心，面向金融科技智能化时代。**恒生电子总裁刘曙峰多次提到“金融科技正从数字化、网络化逐步过度到智能化阶段”。而公司的Think online战略，就是公司面向智能化时代、围绕人工智能及其它前沿科技布局。措施上，主要包括建设恒生iBrain（即由恒生电子建设的人工智能技术平台）；加大区块链、大数据、人工智能等创新技术的投入；也积极寻求通过并购整合外部技术的机会。目标是整合市场上成熟的技术去支撑整个行业不同场景下人工智能的应用，也包括区块链的应用。具体到产品和业务方面，就是人工智能、大数据、区块链技术在金融IT领域各场景中的应用。

人工智能应用的实现依赖于数据，而公司作为金融IT行业内老牌服务商，在数据积淀方面有相当优势。特别是子公司恒生聚源于1995年成立，多年来为客户提供聚源信息终端产品，为公司贡献业绩的同时也积累了海量一手数据，为公司探索人工智能领域应用打好了基础。

图 42：聚源信息终端信息框架



资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

人工智能领域，目前公司智能投顾、智能客服等产品已与数十家金融机构签订订单。据公司年报披露，公司人工智能产品包括智能投顾、智能客服、智能监管、智能资讯、智能运营平台等8类。其中，智能投顾及智能客服产品多以功能模块形式附加到已有IT系统产品，多与公司已有的IT系统，目前已与70余家金融机构签订合同，包括广发证券、海通证券、东方证券、中国银行、天弘基金等头部金融机构。

**图 43：公司人工智能产品应用情况概览**

| 人工智能产品   | 应用现状   |
|----------|--|
| 智能投顾     | 多与IT系统产品搭配销售，已与合计数十家金融机构签订订单，智能客服包括广发证券、海通证券、东方证券、中国银行、天弘基金等 |
| 智能客服     |  |
| 智能监管     | 均已有落地案例  |
| 智能资讯     |  |
| 智能运营平台   |  |
| 智能投资问策平台 | 在业务过程中   |
| 智能风控     |  |
| 智能投研     |  |
|          |  |

资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

在公司人工智能产品中，公司制造的 AI 机器人——晓鲸智能问答服务平台于今年初亮相央视财经频道，是资本市场领域内首个公开亮相 AI 机器人。从节目中表现看，晓鲸机器人至少具备语音识别及自然语言处理（通过语音与主持人交流）、智能资讯（可提供实时股市资讯）以及部分智能投顾（预测大盘和板块走势）等功能，据公司，未来可能继续通过产品迭代支持人脸识别、量化策略及更深度的智能投顾服务。晓鲸机器人是公司在 AI 领域技术能力的集中体现，同时，也可能为公司提供借 AI 机器人切入 C 端市场的突破口。

**图 44：晓鲸机器人亮相央视《交易时间》**


资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

在区块链领域，公司参股 symbiont，探索区块链在金融 IT 领域。2017 年 4 月，公司依托全资子公司洲际控股（香港），以 400 万美元收购美国公司 Symbiont 4.65% 股权。标的公司为区块链初创型企业，专注于私募股权市场和企业债券市场。目前已有美国特拉华州公司股权登记区块链项目、与 Vangurad 合作将区块链应用于 ABS 的发行及交易等应用落地。此外，公司 2017 年主导完成基于区块链的私募股权系统原型验证系统、完成了 FTCU 范太链的发布。可以注意到公司以上布局多涉及私募股权市场，而私募是我国金融监管强度较弱的一环，同时也是公司一大重要客户群体。未来，私募 IT 业务或成为公司



在区块链领域布局的突破口。

在区块链领域，公司参股 symbiont，探索区块链在金融 IT 领域。2017 年 4 月，公司依托全资子公司洲际控股（香港），以 400 万美元收购美国公司 Symbiont 4.65% 股权。标的公司为区块链初创型企业，专注于私募股权市场和企业债券市场。目前已有美国特拉华州公司股权登记区块链项目、与 Vanguard 合作将区块链应用于 ABS 的发行及交易等应用落地。此外，公司 2017 年主导完成基于区块链的私募股权系统原型验证系统、完成了 FTCU 范太链的发布。可以注意到公司以上布局多涉及私募股权市场，而私募是我国金融监管强度较弱的一环，同时也是公司一大重要客户群体。未来，私募 IT 业务或成为公司在区块链领域布局的突破口。

图 45: Symbiont 公司简介

|       |   |
|-------|---|
| 主营业务  | 公司搭建了发行和交易区块链智能证券的平台，专注于私募股权市场和企业债券市场，用户可依靠其创建智能合约，在全球金融网络中发布、管理、交给智能证券 |
| 已落地应用 | 美国特拉华州公司股权登记区块链项目   |
|       | R3 联合银行测试的银团贷款  |
|       | 安联保险重灾掉期保险系统  |
|       | 与 Vanguard 合作将区块链用于 ABS 的发行和交易等   |
| 盈利情况  | 初创型企业，已在部分项目实现收入，但尚未实现盈利  |

资料来源：公司股权收购公告，东兴证券研究所

## 4. 细分行业领域发展广阔，行业竞争格局相对稳定

金融软件和信息技术服务业经过多年的发展和积淀，目前该行业中的竞争状况已形成较为固定的格局，细分领域公司主要有恒生电子、金证股份、赢时胜、顶点软件、金仕达等。

### 4.1 资本市场 IT 规模巨大，金融 IT 供应商成长空间广阔

资本市场 IT 当前市场规模超百亿，未来仍有较大成长空间。资本市场 IT 即为资本市场参与机构在 IT 上的投入，目前市场规模超百亿，以证券 IT 为主。与国外相比，我国的直接融资所占比例仍有很大上升空间，由于资本市场直接融资体系扩张约为 5 倍、IT 占营收比从 3% 提升至 9%。同时，金融机构 IT 支出中，外购软硬件比例占 IT 总投入的 60% 以上，我们认为硬件和基础软件在初期投入较大，未来系统建设中软件，尤其是业务软件的占比会上升，预计未来资本市场 IT 有 15 倍空间。

未来我国股权融资体系有望扩大 5 倍，从而使得资本市场各类机构的收入体量扩大 5 倍。从中美两国社会融资结构对比可知，美国国家股权直接融资占比超过 50%，而当前我国直接融资占比仅为 3.6%。我国的金融市场一直以间接融资为主。目前我国正在通过一系列手段发展直接融资，包括完善资本市场体系，推动金养老金入市、引入 CDR、推出科创板等。政策层面突出强调了要深化金融供给侧结构性改革，金融供给侧改革以金融体系结构调整优化为重点，将着力于优化融资结构，构建风险投资、银行信贷、



债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。因此，未来 10 年我国直接股权融资占比可扩张 5 倍以上，提高至 15%-20%。随着直接融资比例增大，证券公司的股票发行、承销、交易扩张，底层可投资资产的增多进而促使投资机构管理规模扩张，整个直接融资体系内的金融机构收入体量有望同步扩大 5 倍。

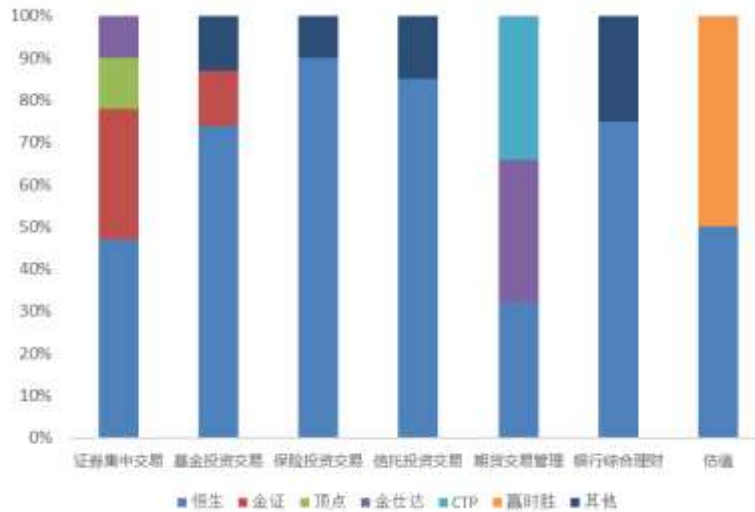
**未来我国 IT 支出占营收比有望扩大 3 倍，从 3% 提升至 9%。**金融行业信息密集属性更强，其 IT 投入比例要高于医疗、制造等其他行业。对比中美两国金融 IT 发展阶段，我国大概处于美国 80 年代的水平，IT 在行业的地位仍然处于工具角色，还比较少与业务融合在一起，未来还有较高提升空间。与此同时，2018 年 12 月，证监会正式发布《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》，自 2019 年 6 月 1 日起实施，办法规定信息技术投入和建设纳入评级体系，成为加分项，同时设立惩罚机制。从上市券商 2018 年的年报中我们也可以看出变化，多家券商首次公布了其 IT 总支出金额，IT 支出占上一年营收比较高的已经达到 6%-8%，未来随着信息技术投入和建设纳入评级体系政策的推行，将进一步促进和推动证券投资基金经营机构的 IT 投入和建设。资本市场 IT 支出占营收比有望整体扩大 3 倍，从 3% 提升至 9%。

## 4.2 业务细分领域现状及趋势

### 4.2.1 证券 IT 业务：增长趋势不变但波动较大，核心领域格局已定

**证券 IT 整体受资本市场波动影响较大。**影响证券 IT 支出的直接因素为券商、基金、期货等公司的盈利水平，间接因素为资本市场波动。2008 年证券业协会发布的《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》，规定原则上证券期货经营机构最近三个财政年度 IT 投入平均数额原则上应不少于最近三个财政年度平均净利润的 6% 或不少于最近三个财政年度平均营业收入的 3%。近年来，证券公司 IT 总支出占最近三个财政年度平均营业收入的比重均值在 3.16% 附近，波动较大，整体上受近三年营收增速影响。另外，整体上看证券 IT 厂商的营收增速跟证券公司营收增速呈正相关。2018 年，证券行业整体表现欠佳，证券公司面临着转型和发展的巨大压力，因此在不断努力加强自身的核心竞争力。在客户服务方面，证券公司通过专业的财富管理、聚焦多层次资本市场中机构投融资需求、重视与其他金融机构的合作，通过高附加值的服务对接客户需求；在信息技术方面，依托大数据、人工智能、云计算等科技手段，为客户提供“智能”服务，塑造高效的经营和管理模式；在风险管理方面，充分利用科技手段进一步加强风险管理和内部控制是业务发展的坚强后盾；在金融科技建设层面，证券公司纷纷加大信息技术的投入，扩充编制，提升自主研发能力。

图 46：证券 IT 核心产品市场占有率



资料来源：相关公司公告、公开资料，东兴证券研究所

**龙头优势明显，核心领域格局已定。**证券 IT 市场的主要参与者为恒生电子、金证股份、顶点软件、赢时胜、金仕达等公司，在核心系统的市场占有率上恒生处于领先地位。证券 IT 系统尤其是跟交易相关的核心业务系统彼此之间关联性很强，需要平台之间能够很好地融合，因此核心系统市场上占优的厂商议价能力和捆绑销售能力都很强。

#### 4.2.2 资管 IT 业务：技术升级换代，要求提升服务效率与质量

随着银行资管机构的陆续设立，其资管属性为传统资管 IT 厂商带来了市场想象空间，而银行属性则成为传统银行 IT 厂商进入资管市场的契机。传统银行 IT 与资管 IT 的市场领域将开始互相渗透，形成更加复杂、激烈的市场竞争环境。同时，受业务发展和科技进步的双重影响，资管机构业务运作对 IT 的依赖性正快速提高，从而对资管 IT 在系统性能、需求响应速度等方面提出了更高的要求，进而推动了资管机构对 IT 先进性、开放性、自主度、服务效率等方面要求的提高。在各方面因素的影响下，资管 IT 已进入技术升级换代的关键时期，加强业务与 IT 的深度融合与优化、加快新技术的吸收和运用，提高开放性与客户自主支持力度，提升服务效率与质量等将成为后续资管 IT 行业发展的主要趋势。

#### 4.2.3 综合金融 IT 业务：逐渐规范化，前景广阔

随着金融监管政策趋严，监管与数据应用刚性需求增长，且从长期发展趋势上看，综合金融领域经历一系列整顿清理后，业务发展逐步规范化、合规化，未来仍具有广阔的市场前景和机会。金融市场环境存在不确定性，需要公司不断探索新的发展模式，以便于在复杂的竞争环境下保持业务稳定发展。

### 4.3 未来竞争格局：强者恒强逻辑明显

#### 4.3.1 未来行业中强者恒强逻辑将更为明显

由于金融 IT 行业的技术壁垒相对较高，客户更换 IT 产品较为谨慎，新进入的竞争者较少，业内已有公

司对客户业务有充分的理解和认知，拥有提供全面、复杂产品解决方案的业务服务能力，因而客户有较强的黏性，行业容易形成强者恒强的竞争格局，龙头公司的产品力和运营力领先，具有基础优势，因而，强者恒强的逻辑会越来越明显。目前，IT 供应商方面，恒生电子已经取得核心系统高产品覆盖率、高市占率，业绩增长有较强的确定性，预计未来将拥有较强的竞争力。

#### 4.3.2 业内公司比较分析

业内公司主要包括恒生电子、赢时胜、顶点软件等金融 IT 服务企业，恒生电子是中国目前最大的金融 IT 服务商，也是唯一一家全领域的金融 IT 服务商。其产品线涵盖了证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构，且核心产品市占率远远领先，是当之无愧的行业龙头。

图 47：恒生电子发展历程

| 发展阶段            | 年份     | 事件  |
|-----------------|--------|---|
| 项目公司<br>(金融信息化) | 1997 年 | 进军证券 IT，签约头部券商  |
|                 | 1998 年 | 进军银行 IT，推出银证转账系统  |
|                 | 2000 年 | 进军基金 IT，签约 9 家基金管理公司  |
|                 | 2003 年 | 在上海交易所主板上市，加大产品化研发投入  |
|                 | 2006 年 | 国际合作部软件外包成为核心业务之一，大范围集中式证券交易系统技改、基金管理与服务综合平台技改等募投项目上线。  |
| 产品公司<br>(金融网络化) | 2007 年 | 推出产品第三方存管、基金投资交易系统、基金 TA 直销等，首次实现净利润过亿。   |
|                 | 2009 年 | 收购上海力铭，开始以购并方式加速业务布局，提出“网络产业变革”，开始互联网金融 IT 建设探索，市值达 100 亿。  |
|                 | 2010 年 | 收购上海聚源，重组数米网，进入金融资讯领域。拓展信托 IT。  |
|                 | 2011 年 | 恒生港股交易系统在香港光大证券上线，成为国内第一家提供港股核心证券交易系统的金融软件开发商。  |
|                 | 2012 年 | 陆续中标上海清算所，北京“新三板”新一代系统建设，参与金融市场基础建设。  |
|                 | 2013 年 | 中标北金所项目，针对非标金融产品领域推出的“恒生金融交易所系统产品”渐趋成熟。   |
|                 | 2014 年 | 推出沪港通交易系统、新一代投资管理系统 O4、佣金宝等产品，建设全国中小企业股份转让系统和上海清算所综合业务系统等；资管云申请基金外包资格；与万联证券、中原证券、齐鲁证券、江苏银行等金融机构建立了战略合作关系。                   |
|                 | 2015 年 | 与证通股份公司达成多方面合作，继新三板市场、上海清算所后，再次参与了中国金融 IT 领域的顶层设计与建设；恒生金融云横空出世，2.0 业务踏上征程。推出面向三方理财、众筹等行业的产品与解决方案                            |
|                 | 2016 年 | 创新子公司集中成立，积极探索区块链、智能金融等前沿技术，加入区块链超级账本项目；与港交所合作打造前海大宗商品交易平台；PB 业务发展迅猛，恒生成为市场领导者，间接服务超过一万家私募和机构终端用户。                          |
| 平台公司<br>(金融智能化) | 2017 年 | 发布人工智能战略，推出八大人工智能产品，推动智能金融应用的落地与实践；与全球交易连接公司 Ullink 达成战略合作，投资区块链公司 Symbiont，收购香港大智慧 51% 股权，积极布局海外市场；纳秒级期货极速交易系统发布，刷新期货行业认知。 |
|                 | 2018 年 | 发布新八大人工智能产品，成立金融公共 & AI 基础服务子公司鲸腾网络；参股海致星途、标贝科技、灵犀金服，完成收购大智慧（香港），市值达 300 亿。   |
|                 | 2019 年 | 拟与 Ipreo 合作。  |

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

业内主要公司业务范围如下表所示，四家公司业务都覆盖了证券、基金、银行、期货、保险、信托领域，但细分业务及产品各有不同，具体情况如下：恒生电子客户包括券商、期货公司、公募基金、信托公司、

保险资管公司、银行、各类交易所、私募基金、三方理财销售公司，在各个领域占有率都较高，龙头地位稳固；金证股份覆盖证券、基金、银行、等多个领域，同时以软件技术为优势，带动智慧城市等业务迅速发展；顶点软件涉及证券、期货、银行、等多个行业和领域，提供针对互联网化应用支持、集中交易、高端客户交易、等多种业务领域的软件产品及服务；赢时胜主要聚焦为金融机构的资产管理和资产托管业务提供信息化系统解决方案的应用软件及增值服务。

图 48：业内主要公司业务范围

| 公司名称 | 业务范围   |
|------|--|
| 恒生电子 | 目前，公司的产品线可以分为两大块：1.0 业务（传统业务）为证券、期货、基金、信托、保险等金融机构提供应用软件，收取软件 License 和年服务费；2.0 业务（创新业务）——主要是云计算、互联网、人工智能，如金融资讯业务，金融数据库业务，智能投顾问业务，金融云业务等。客户主要包括券商、期货公司、公募基金、信托公司、保险资管公司、银行、各类交易所、私募基金、三方理财销售公司等，并逐步拓展到和金融生态圈有关的互联网企业以及 C 端个人客户。 |
| 金证股份 | 公司业务现已广泛覆盖证券、基金、银行、期货、保险、信托、综合金融、监管机构等领域，同时以软件技术为优势，带动智慧城市、IT 运维等业务迅速发展。公司软件业务主要是按照产品化或定制项目的模式向客户销售，同时按功能升级收取软件升级费用，按年收取软件维护费用。公司硬件销售业务主要是作为代理商，进行网络、安全等硬件产品的增值分销。   |
| 赢时胜  | 聚焦为金融机构的资产管理和资产托管业务提供信息化系统解决方案的应用软件及增值服务。客户涵盖银行、基金公司、证券公司、保险公司、信托公司、期货公司、财务公司、私募基金管理公司、全国社会保障理事会等，主要产品包括资产托管系列软件、资金交易风险管理系列软件、财务估值核算软件、金融资产投资绩效及风险管理软件、投资交易管理软件、金融数据中心系列软件等，   |
| 顶点软件 | 公司的业务主要为金融行业信息化业务，同时也开展非金融行业信息化业务。公司的金融行业信息化业务主要包括证券、期货、电子交易市场、银行、信托、资管、基金等行业信息化业务。  |

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 5. 公司估值与盈利预测

图 49：可比公司估值与盈利预测比较

可比公司盈利估值比较（流通市值截止到2019年7月3日，单位：百万元）

| 公司   | 证券代码      | 流通市值      | 总收入      |         | 净利润    |       | PE    |       | EPS  |      | PB    |
|------|-----------|-----------|----------|---------|--------|-------|-------|-------|------|------|-------|
|      |           |           | 18A      | 18A     | 18A    | 19E   | 20E   | 18A   | 19E  | 20E  | 18A   |
| 恒生电子 | 600570.SH | 54,589.88 | 3,262.88 | 678.36  | 65.36  | 62.61 | 47.70 | 1.04  | 1.09 | 1.42 | 13.20 |
| 泛微网络 | 603039.SH | 10,686.70 | 1,003.60 | 108.19  | 64.74  | 52.21 | 44.07 | 1.12  | 1.42 | 1.68 | 10.24 |
| 金证股份 | 600446.SH | 17,806.50 | 4,890.61 | -127.08 | -69.66 | 89.16 | 57.54 | -0.14 | 0.24 | 0.37 | 4.98  |
| 赢时胜  | 300377.SZ | 8,431.56  | 639.10   | 181.36  | 46.09  | 31.43 | 24.49 | 0.24  | 0.37 | 0.47 | 3.02  |
| 数字认证 | 300579.SZ | 5,103.00  | 667.72   | 86.46   | 31.56  | 51.75 | 33.70 | 0.72  | 0.55 | 0.84 | 4.46  |
| 石基信息 | 002153.SZ | 38,328.26 | 3,097.52 | 542.66  | 59.75  | 70.50 | 58.24 | 0.43  | 0.51 | 0.62 | 3.33  |
| 广联达  | 002410.SZ | 37,705.69 | 2,904.40 | 432.69  | 53.39  | 81.24 | 61.24 | 0.39  | 0.42 | 0.55 | 7.34  |
| 用友网络 | 600588.SH | 64,912.97 | 7,703.50 | 810.19  | 66.73  | 79.04 | 61.00 | 0.32  | 0.34 | 0.44 | 6.22  |
| 恒华科技 | 300365.SZ | 9,562.51  | 1,183.92 | 272.41  | 30.94  | 26.33 | 19.61 | 0.68  | 0.62 | 0.84 | 4.62  |

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 6. 投资评级与投资建议

**公司盈利预测及投资评级：**公司是国内酒店、餐饮和零售信息系统管理系统龙头公司。我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.09/1.42/1.84元，对应PE分别为63/48/37倍，给予“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

**风险提示：**国家金融开放进程不及预期，行业竞争对手产品替代风险。



附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           | 单位:百万元 |       |       |       |        | 利润表            | 单位:百万元   |        |        |        |        |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--------|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2017A  | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E  |                | 2017A    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 2990   | 2936  | 3732  | 4893  | 6435   | <b>营业收入</b>    | 2666     | 3263   | 4187   | 5289   | 6624   |
| 货币资金            |        | 500   | 1237  | 2354  | 3775   | <b>营业成本</b>    | 90       | 94     | 129    | 173    | 226    |
| 应收账款            | 209    | 152   | 262   | 288   | 388    | 营业税金及附加        | 44       | 43     | 56     | 70     | 88     |
| 其他应收款           | 39     | 27    | 34    | 44    | 55     | 营业费用           | 750      | 882    | 1155   | 1459   | 1827   |
| 预付款项            | 10     | 13    | 14    | 16    | 17     | 管理费用           | 1734     | 446    | 572    | 723    | 906    |
| 存货              | 45     | 16    | 21    | 29    | 38     | 财务费用           | -1       | 2      | -18    | -36    | -61    |
| 其他流动资产          | 2147   | 1986  | 1986  | 1986  | 1986   | 资产减值损失         | 13.66    | 131.08 | 5.97   | 7.54   | 9.44   |
| <b>非流动资产合计</b>  | 2862   | 3280  | 3276  | 3246  | 3192   | 公允价值变动收益       | -21.45   | -23.40 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 828    | 982   | 982   | 982   | 982    | 投资净收益          | 270.63   | 256.70 | 10.00  | 12.00  | 14.00  |
| 固定资产            | 319    | 293   | 336   | 342   | 318    | <b>营业利润</b>    | 463      | 701    | 947    | 1242   | 1607   |
| 无形资产            | 123    | 116   | 110   | 105   | 101    | 营业外收入          | 8.79     | 2.22   | 2.22   | 2.22   | 2.22   |
| 其他非流动资产         | 4      | 20    | 20    | 20    | 20     | 营业外支出          | 3.96     | 3.64   | 3.64   | 3.64   | 3.64   |
| <b>资产总计</b>     | 5852   | 6216  | 7008  | 8138  | 9627   | <b>利润总额</b>    | 468      | 700    | 945    | 1241   | 1605   |
| <b>流动负债合计</b>   | 2484   | 2718  | 2829  | 3096  | 3431   | 所得税            | 35       | 21     | 29     | 38     | 49     |
| 短期借款            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      | <b>净利润</b>     | 433      | 678    | 916    | 1203   | 1557   |
| 应付账款            | 43     | 135   | 122   | 163   | 213    | 少数股东损益         | -38      | 33     | 45     | 58     | 76     |
| 预收款项            | 1249   | 1292  | 1472  | 1698  | 1982   | 归属母公司净利润       | 471      | 645    | 872    | 1144   | 1481   |
| 一年内到期的非流动       | 0      | 60    | 60    | 60    | 60     | EBITDA         | 520      | 766    | 1001   | 1296   | 1649   |
| <b>非流动负债合计</b>  | 83     | 84    | 93    | 93    | 93     | <b>BPS (元)</b> | 0.76     | 1.04   | 1.09   | 1.42   | 1.84   |
| 长期借款            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      | <b>主要财务比率</b>  |          |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      |                | 2017A    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>负债合计</b>     | 2566   | 2802  | 2921  | 3189  | 3523   | <b>成长能力</b>    |          |        |        |        |        |
| 少数股东权益          | 213    | 233   | 277   | 336   | 412    | 营业收入增长         | 22.85%   | 22.38% | 28.32% | 26.31% | 25.26% |
| 实收资本(或股本)       | 618    | 618   | 803   | 803   | 803    | 营业利润增长         | 228.90%  | 51.27% | 35.02% | 31.21% | 29.37% |
| 资本公积            | 390    | 403   | 217   | 217   | 217    | 归属于母公司净利       | 2476.18% | 36.96% | 35.09% | 31.26% | 29.41% |
| 未分配利润           | 1463   | 1930  | 2503  | 3219  | 4169   | <b>获利能力</b>    |          |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益       | 3073   | 3182  | 3809  | 4613  | 5692   | 毛利率(%)         | 96.63%   | 97.11% | 96.92% | 96.74% | 96.59% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 5852   | 6216  | 7008  | 8138  | 9627   | 净利率(%)         | 16.25%   | 20.79% | 21.89% | 22.75% | 23.50% |
| <b>现金流量表</b>    |        |       |       |       |        | 单位:百万元         |          |        |        |        |        |
|                 | 2017A  | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E  | 总资产净利润(%)      | 8.05%    | 10.38% | 12.44% | 14.06% | 15.38% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 805    | 937   | 973   | 1477  | 1808   | ROE(%)         | 15.33%   | 20.29% | 22.89% | 24.81% | 26.02% |
| 净利润             | 433    | 678   | 916   | 1203  | 1557   | <b>偿债能力</b>    |          |        |        |        |        |
| 折旧摊销            | 58.14  | 63.24 | 72.81 | 90.89 | 104.14 | 资产负债率(%)       | 44%      | 45%    | 42%    | 39%    | 37%    |
| 财务费用            | -1     | 2     | -18   | -36   | -61    | 流动比率           | 1.20     | 1.08   | 1.32   | 1.58   | 1.88   |
| 应收账款减少          | 0      | 0     | -110  | -26   | -99    | 速动比率           | 1.19     | 1.07   | 1.31   | 1.57   | 1.86   |
| 预收帐款增加          | 0      | 0     | 179   | 227   | 284    | <b>营运能力</b>    |          |        |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b>  | -680   | -394  | -118  | -107  | -97    | 总资产周转率         | 0.51     | 0.54   | 0.63   | 0.70   | 0.75   |
| 公允价值变动收益        | -21    | -23   | 0     | 0     | 0      | 应收账款周转率        | 11.32    | 18.07  | 20.25  | 19.23  | 19.60  |
| 长期股权投资减少        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      | 应付账款周转率        | 56.95    | 36.57  | 32.62  | 37.18  | 35.24  |
| 投资收益            | 271    | 257   | 10    | 12    | 14     | <b>每股指标(元)</b> |          |        |        |        |        |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 37     | -487  | -185  | -253  | -290   | 每股收益(最新摊)      | 0.76     | 1.04   | 1.09   | 1.42   | 1.84   |
| 应付债券增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      | 每股净现金流(最新)     | 0.26     | 0.09   | 0.84   | 1.39   | 1.77   |
| 长期借款增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      | 每股净资产(最新摊)     | 4.97     | 5.15   | 4.74   | 5.74   | 7.09   |
| 普通股增加           | 0      | 0     | 185   | 0     | 0      | <b>估值比率</b>    |          |        |        |        |        |
| 资本公积增加          | 170    | 13    | -185  | 0     | 0      | P/E            | 89.43    | 65.36  | 62.61  | 47.70  | 36.86  |
| <b>现金净增加额</b>   | 161    | 57    | 671   | 1116  | 1421   | P/B            | 13.66    | 13.20  | 14.33  | 11.83  | 9.59   |
|                 |        |       |       |       |        | EV/EBITDA      | 79.76    | 54.14  | 53.34  | 40.36  | 30.86  |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 首席分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。