



2019年08月15日

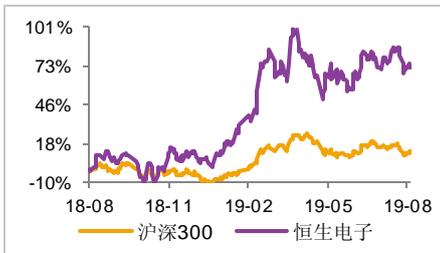
买入(首次评级)

当前价: 65.81 元
目标价: 100.00 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51759911
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

| 百万元 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 3,263 | 4,130 | 5,223 | 6,546 |
| (+/-) | 22% | 27% | 26% | 25% |
| 归母净利润 | 450 | 909 | 1,160 | 1,440 |
| (+/-) | 41% | 102% | 28% | 24% |
| EPS(元) | 1.04 | 1.09 | 1.38 | 1.78 |
| P/E | 115 | 57 | 45 | 36 |

资料来源: 联讯证券研究院

恒生电子(600570.SH)

【联讯计算机公司深度】恒生电子(600570.SH, 买入)专注于金融业的软件服务领导者

投资要点

金融 IT 行业景气度提升, 技术与政策共同刺激新需求

2018 年中国成为全球最大的金融科技投资市场, 金融科技市场热度不减, 进入深度创新阶段, 金融与科技的融合释放出协同效应规模化。技术上升成为决定金融未来发展的关键因素, 合理的监管制度有利于行业有序发展。在监管趋严的行业背景下, 金融机构的 IT 需求有了新的要求, AI 等技术为金融 IT 行业赋值, 共同为市场带来新的业务增量。

商业模式

恒生电子作为一家深耕金融行业的 IT 公司, 为客户提供软件及服务以获取收入。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 B 端机构客户, 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。恒生电子的技术壁垒相对较高, 护城河比较宽, 相对于行业内新进入的竞争者, 恒生电子拥有 20 多年的持续经营经验, 获得了对客户业务的认知以及积累了能提供全面、复杂的客户服务能力, 使得客户对于公司产品的用户黏度较高。

核心竞争力

作为金融 IT 行业龙头, 恒生电子在金融 IT 行业拥有长达二十多年的经验, 产品覆盖金融 IT 全行业, 在多个领域占据极高的市场占有率。公司具备较强的研发能力, 拥有专业的三级研发架构体系, 专注研发投入, 研发投入占营收比和研发人员占比均远高于同行。恒生电子致力于研发创新, 打造公司的护城河。

盈利预测及投资评级

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 41.30 亿元、52.23 亿元和 65.46 亿元, 分别同比增长均为 27%、26%和 25%; 归母净利润分别为 9.09 亿元、11.60 亿元、14.40 亿元, 分别同比增长 102%、28%、24%, 首次覆盖给予【买入】的投资评级。

风险提示

金融政策落地不及预期; 资本市场受冲击; 创新业务表现不及预期。



目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 投资案件 | 4 |
| 投资评级与估值 | 4 |
| 关键假设点 | 4 |
| 有别于大众的认识 | 4 |
| 股价表现催化剂 | 4 |
| 核心风险提示 | 4 |
| 一、 行业分析: | 4 |
| (一) 规模: 金融科技市场活跃, 中国位居全球第一 | 4 |
| (二) 产业前景: 科技创新为行业驱动力 | 4 |
| (三) 产业环境: 监管环境促行业转型 | 4 |
| 二、 公司概况 | 7 |
| (一) 公司简介 | 7 |
| (二) 公司业务: 聚焦资本市场业务, 发力创新业务 | 8 |
| (三) 公司业绩表现影响因素: | 11 |
| 1、资本市场的发展为助推力, 仍存在巨大 IT 需求 | 11 |
| 2、二级市场表现影响公司资本市场业务 | 11 |
| 3、客户群体经营状况为直接影响因素 | 11 |
| 4、政策驱动带来增量业务 | 14 |
| 5、AI 成为行业新增需求 | 14 |
| (四) 公司竞争优势: 专注研发, 保持高市占率 | 14 |
| (四) 公司财务状况: 业绩表现良好, 费用管控能力提升 | 16 |
| 三、 财务假设及盈利预估 | 19 |
| 四、 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 1: 全球金融科技投资规模 | 4 |
| 图表 2: 中国金融科技产业发展沿革 | 4 |
| 图表 3: 2018 年中国对金融科技的监管趋严 | 4 |
| 图表 4: 中国金融科技监管机构 | 4 |
| 图表 5: 监管环境促转型 | 7 |
| 图表 6: 恒生电子大事记 | 7 |
| 图表 7: 恒生电子前十大股东 | 8 |
| 图表 8: 恒生电子业务线拆分概览 | 8 |
| 图表 9: 恒生电子覆盖金融 IT 全行业 | 9 |
| 图表 10: 恒生电子与竞争对手的业务领域 | 9 |
| 图表 11: 恒生电子商业模式 | 10 |
| 图表 12: 恒生电子 Online 战略 | 10 |
| 图表 13: 恒生电子与证券业营收增速对比 | 11 |



| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 14: 恒生电子与银行业营收增速对比 | 14 |
| 图表 15: 恒生电子与保险业营收增速对比 | 14 |
| 图表 16: 恒生电子与 IT 服务业营收增速对比 | 14 |
| 图表 17: 中国证券公司 IT 投入 | 14 |
| 图表 18: 中国银行 IT 解决方案市场规模 | 14 |
| 图表 19: A 股市场成交量 | 14 |
| 图表 20: A 股市场成交额 | 14 |
| 图表 21: 证券公司营业收入及同比增速 | 14 |
| 图表 22: 实现盈利的证券公司占比 | 14 |
| 图表 23: 基金规模及同比增速 | 14 |
| 图表 24: 基金数量及同比增速 | 14 |
| 图表 25: 银行业资产托管规模 | 14 |
| 图表 26: 资产新规 | 14 |
| 图表 27: 2018 年恒生电子发布的 AI 产品 | 14 |
| 图表 28: 恒生电子三级研发架构体系 | 14 |
| 图表 29: 恒生电子研发投入 | 14 |
| 图表 30: 恒生电子研发人员占比处于行业较高水平 | 14 |
| 图表 31: 恒生电子研发投入/营业收入比例高于同行 | 14 |
| 图表 32: 恒生电子核心产品市占率 | 14 |
| 图表 33: 恒生电子营业收入及同比增速 | 14 |
| 图表 34: 恒生电子各类业务营收同比增速 | 14 |
| 图表 35: 恒生电子营收构成 | 14 |
| 图表 36: 恒生电子营业利润构成 | 14 |
| 图表 37: 恒生电子与可比公司综合毛利率 | 18 |
| 图表 38: 恒生电子分业务毛利率 | 18 |
| 图表 39: 恒生电子净利润 | 18 |
| 图表 40: 恒生电子期间费用率 | 18 |
| 图表 41: 恒生电子收入拆分及预测 | 19 |
| 图表 42: 可比公司估值表 | 20 |



投资案件

投资评级与估值

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 41.30 亿元、52.23 亿元和 65.46 亿元，分别同比增长均为 27%、26%和 25%；归母净利润分别为 9.09 亿元、11.60 亿元、14.40 亿元，分别同比增长 102%、28%、24%。

恒生电子资本市场业务营收占比 75%，业绩表现与资本市场紧密相连。随着 2019 年上半年资本市场回暖，资管新规等政策的刺激，公司享有新的业务需求。恒生电子以技术研发为核心竞争力，拥有较高的技术壁垒，多款产品市占率较高，用户粘性高，多年来占据行业龙头地位。因此，首次覆盖给予【买入】的投资评级。

关键假设点

由于恒生电子业绩表现与资本市场联系紧密，因此我们假设：

- (1) 受益于科创板，资本市场景气度保持提升，金融 IT 行业保持稳定增长；
- (2) 资管新规、科创板等政策推动金融机构加大 IT 投入，从而带来增量业务；
- (3) AI 为金融 IT 行业未来发展趋势，为行业新的增长点；
- (4) 恒生电子保持研发优势，维持行业龙头地位，保持高市占率。

我们按照业务进行拆分及预测，恒生电子的经纪业务、资管业务、财富业务和互联网业务为营收的主要贡献力量，其他业务基本保持稳定。我们预计：受科创板的影响，2019 年上半年资本市场回暖，经纪业务未来 3 年将以 20%的增速平稳增长；资管新规的落地使得资管业务未来 3 年以 20%的增速稳定增长；由于公司 2018 年将部分银行业务线并入财富业务，预计未来 3 年的增速分别为 40%、35%和 30%；互联网业务是公司创新业务的战略主力，一直保持着高速增长，预计未来 3 年的增速分别为 50%、45%和 40%。

有别于大众的认识

技术是金融 IT 行业的核心竞争力，也是行业未来发展的趋势。恒生电子致力于研发创新，打造公司的技术护城河，配套专业的三级研发架构体系，专注研发投入，有利于进一步提升客户粘性，巩固公司的市场龙头地位。

股价表现催化剂

资本市场景气，活跃度较高；金融机构加大 IT 投入；AI 等新技术的实行效果受客户认可

核心风险提示

金融政策落地不及预期；资本市场受冲击；创新业务表现不及预期



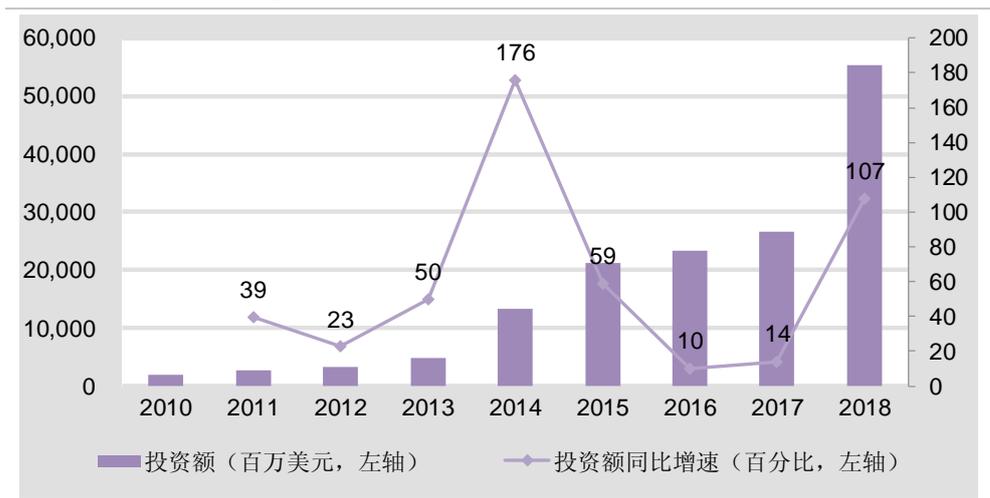
一、 行业分析:

金融科技指运用云计算、大数据、人工智能、区块链等技术，帮助提升金融行业运转效率的一种业态。它一方面可以助力传统金融机构转型，另一方面通过技术的迭代和创新，发展出传统商业模式无法提供的、由科技公司提供支持的高壁垒性新产品和新服务。随着金融科技的快速发展，大数据、云计算、人工智能、区块链等新兴前沿技术在金融各个领域催生变革与创新，对金融行业发展产生深远的影响。

(一) 规模：金融科技市场活跃，中国位居全球第一

2018 年中国成为全球最大的金融科技投资市场。2018 年，全球金融科技投资总额增长超一倍，达到创纪录的 553 亿美元，中国市场贡献了超过四成（46%）的投资额，备受投资者的青睐。2018 年，中国市场的金融科技投资总额增长了八倍，达到 255 亿美元，接近于 2017 年全球金融科技投资总额（267 亿美元）。埃森哲金融服务事业部全球总裁林睿嘉表示：“尽管全球市场仍不稳定，对宏观经济的担忧也未见消退，但金融科技领域的投资依然强劲。在资金紧张、新市场进入者以及安全威胁等因素的影响下，银行和其他金融服务企业对于金融科技创新的需求增长迅速。”

图表1：全球金融科技投资规模



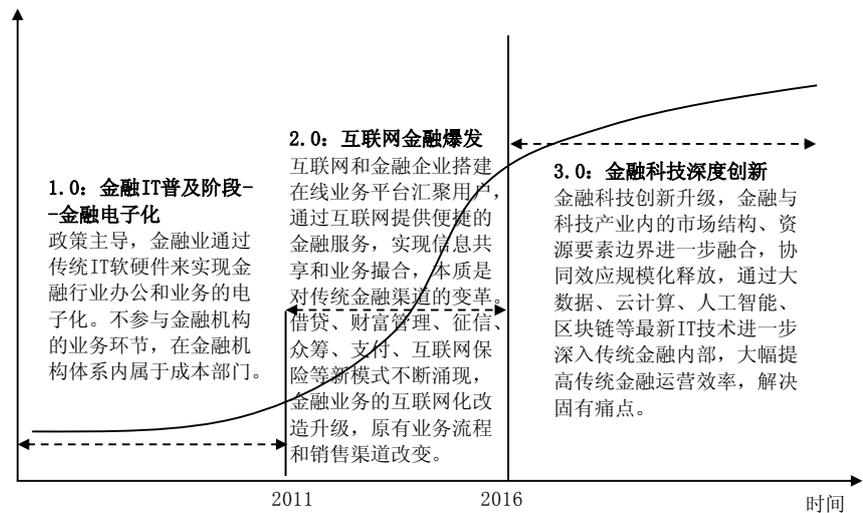
资料来源：埃森哲，联讯证券研究院

(二) 产业前景：科技创新为行业驱动力

技术上升成为决定金融未来发展的关键因素。回顾金融科技发展历程，技术对于金融的作用，正在逐步从辅助业务的地位，上升成为决定金融未来发展的关键因素。近年来，金融科技应用产生出了移动支付、互联网银行、智能投顾、大数据征信等互联网金融业务。在广义范畴下，互联网金融仅仅是金融科技发展过程中的一个过渡阶段，特定市场环境下的阶段性高峰，科技在下一个阶段将更加深入到金融体系内部，降低行业成本，从根本上提升行业效率。



图表2：中国金融科技产业发展沿革



资料来源：易观，公司官网，联讯证券研究院

（三）产业环境：监管环境促行业转型

2018年是落实十九大报告防范化解重大金融风险攻坚之年，年初虚拟货币暴涨及年中P2P大规模暴雷引起了监管层高度关注。金融科技在促进创新和服务效率的同时也带来了一些问题与风险隐患。随着监管机构对金融科技的理解和认识的加深，正在逐步建立和完善金融科技的长远发展和长效监管机制。从近期央行及银监会的表态来看，监管力度会越来越严。对金融科技的严监管和防风险既是众望所归，也是大势所趋。

图表3：2018年中国对金融科技的监管趋严

| 时间 | 事件 |
|----------|---|
| 2018年1月 | 中国人民银行鼓励银行积极运用技术手段提升账户审核水平流程 |
| 2018年3月 | 央行明确外商投资支付机构准入和监管政策。鼓励公平竞争、促进市场开放、防范业务风险 |
| 2018年5月 | 央行严惩支付机构为非法互联网平台提供资金清算、支付服务的违法违规行为 |
| 2018年7月 | 支金标委：付机构条码支付和监测标准即将出台 |
| 2018年8月 | 金标委提出了聚合技术平台的基本框架，规定了聚合支付系统实现、安全技术、安全管理、风险控制等要求 |
| 2018年10月 | 金标委：加强支付受理终端安全管理，保障支付受理终端注册信息和交易信息的真实性、完整性、可追溯性和一致性 |
| 2018年12月 | 互金协会发布《互联网金融从业机构反洗钱和反恐怖融资风险管理及内控指引手册》 |

资料来源：易观，联讯证券研究院

图表4：中国金融科技监管机构



资料来源：易观，联讯证券研究院

2018年中央经济工作会议将“防范化解重大风险”列为重点工作，其中防范金融风险是其工作的重中之重。金融科技作为本质上的金融行业，也将被列为监管工作的重点之中。在金融稳定发展委员会的统一部署下，影子银行、资产管理业和金融控股公司等非银行业金融机构的监管政策正在加强并细化，金融科技依托生存的环境被压缩。同时，监管科技(RegTech)将会更加广泛地运用到金融科技监管领域，监管科技将利用技术改变过去被动应对风险为主动预防风险。



图表5： 监管环境促转型



资料来源：易观，联讯证券研究院

二、公司概述

(一) 公司简介

恒生电子于 1995 年成立，2003 年在上海证券交易所主板上市，是中国领先的金融软件和网络服务供应商。公司聚焦金融行业，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体的解决方案和服务，为个人投资者提供财富管理工具。公司连续多年被《美国银行家》杂志评为全球金融 IT 百强，被知名国际数据公司 IDC 评为证券业软件、银行中间业务软件供应商第一名。

图表6： 恒生电子大事记

| 年份 | 大事件 | 说明 |
|------|------------------|--|
| 1995 | 公司成立 | 投身于金融IT领域。由于国债交易叫停，转证业务系统，依靠“产品领先”战略，成为业内最具活力和斗志的新锐 |
| 1998 | | 开始实施“服务领先”战略，着重推进服务领先的制度建设、流程建设、队伍建设和遍布全国的32个服务网点的建设；同时开始为基金公司提供系统。 |
| 1999 | | 成为中国证券行业的IT龙头企业，市场占有率全国第一；在中国软件业内，恒生电子继用友之后率先通过ISO9001质量体系认证。 |
| 2000 | 改制为股份公司 | 完成股份制改造，开始筹备上市；开始实施“管理领先”战略；中标“浙江省高速公路联网收费系统”，进入智能交通领域。 |
| 2001 | | 基金事业部成立，至此，恒生证券、银行、基金业务三足鼎立结构成型。 |
| 2003 | 主板成功上市 | 在上海证券交易所主板成功上市，被认定为首批国家规划布局内重点软件企业 |
| 2007 | 成立数米网 | 成立数米网，进入个人投资者服务市场。 |
| 2009 | 收购力铭 | 收购力铭，开始以并购方式加速业务布局；提出“网络变革产业”，开始互联网金融IT建设探索。 |
| 2010 | 收购上海聚源数据 | 收购上海聚源数据服务有限公司，重组数米网，进入金融资讯领域。 |
| 2011 | | 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。 |
| 2013 | | 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；连续6年入围全球金融软件公司百强（FinTech榜单），是唯一进入该榜单的中国金融软件企业。 |
| 2014 | 浙江融信入股恒生 | 浙江融信入股恒生，通过恒生集团持有恒生电子20.62%股权；布局移动医疗，“健康恒生”上线。 |
| 2015 | 2.0业务踏上征程 | 恒生金融云横空出世，开启2.0业务； |
| 2016 | 设立移动互联网产业基金 | 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；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 |
| 2017 | 收购香港大智慧 | 发布人工智能战略，推出八大人工智能产品；与全球交易连接公司Ulink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 |
| 2018 | 成立浙江鲸腾；加大收购大智慧比例 | 成立控股子公司浙江鲸腾网络科技有限公司，致力于优化提升包括行情、支付、仿真、KYC（对客户的审查）等金融公共基础服务，构建智能交易网络、金融科技开放平台，同时致力于 AI 基础服务；进一步优化和整合公司在香港的业务布局，收购了大智慧（香港）投资控股有限公司剩余 41.75% 股权，最后实现公司控制大智慧（香港）投资控股有限公司（现名恒云国际科技控股有限公司）96.45% 股权。 |
| 2019 | | 联合蚂蚁金服、阿里云发布“新一代分布式服务开发平台”JRES3.0，积极构建集技术中台、业务中台、数据中台为一体的大中台战略 |

资料来源：公司官网，联讯证券研究院

根据公司 2019 年第一季度报，马云通过 100% 控股杭州恒生电子集团间接控股公司，为恒生电子股份有限公司实际控制人。这也促成了恒生电子与阿里系公司之间的深度合作，譬如，2019 年公司联合蚂蚁金服、阿里云发布 JRES3.0 平台。



图表7： 恒生电子前十大股东

| 股东名称 | 持股比例（百分比） | 说明 |
|----------------|-----------|--|
| 杭州恒生电子集团有限公司 | 20.72 | 马云通过100%控股杭州恒生电子集团间接控股公司，成为恒生电子股份有限公司实际控制人 |
| 香港中央结算有限公司 | 2.68 | 境外法人 |
| 周林根 | 1.94 | |
| 蒋建圣 | 1.92 | 执行董事 |
| 中央汇金资产管理有限责任公司 | 1.76 | 国有法人 |
| 中国证券金融股份有限公司 | 1.74 | 国有法人 |
| 陈鸿 | 1.39 | |
| 全国社保基金一一二组合 | 1.28 | 国有法人 |
| 彭政纲 | 1.15 | 董事长 |
| 全国社保基金一一一组合 | 1.14 | 国有法人 |
| 合计 | 35.72 | |

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

（二）公司业务：聚焦资本市场业务，发力创新业务

恒生电子业务线可分为资本市场 IT 业务、银行 IT 业务和创新业务，2018 年营收占比分别为 75%、8%和 17%，其中，资本市场业务仍是公司的重中之重，细分为资产管理、财富管理、经纪业务和交易所业务，分别占营收的 32%、24%、15%和 3%。

图表8： 恒生电子业务线拆分概览

| | 核心产品 | 市场地位 | 产品说明 |
|--------------------------------|--|--|--|
| 75%资本市场IT业务 | | | |
| 15%经纪IT业务 | 核心平台UF2.0 | 市场份额已经很高 | 零售经纪业务 机构经纪业务 场外柜台市场 证券资产管理整体解决方案，满足证券自营和资产管理业务的不同需求 海外市场解决方案 互联网金融解决方案 投资赢家系列产品 |
| 32%资产管理IT业务 | 核心产品投资系统 PB系统 估值产品 | 资管核心产品投资系统在证券行业市场占有率超过90%，新基金行业新增多个替换案例，保险资管中标率100%，估值系统在托管、外包领域中标率超过95% | |
| 24%财富管理IT业务 | 基金公司TA4.0，理财销售系统 改造升级、三方理财销售系统、营销服务系统 | | |
| 3%交易所IT业务 | | | |
| 8%银行IT业务 | | 综合理财保持行业龙头地位，核心产品市场占有率超过70%；银行对公财资领域保持60%以上的市场占有率 | |
| 创新业务 (14%互联网业务 +3%非金融业务) | 云纪网络智能化产品、云毅证投网络的OPLUS系统、云英网络、云永电商及云清算和非标资产管理以及供应链金融信息服务 | | 基于云技术的服务，在云英、云毅、云用和海外云等 |

资料来源：公司官网，公司公告，联讯证券研究院



恒生电子拥有金融领域全牌照，核心产品覆盖金融 IT 全行业。由于金融行业混业经营已成为趋势，各机构业务之间的相似性和交叉性较强，相比于同行业的其他金融 IT 公司，恒生电子可以触及金融行业内的多领域 IT 业务，有利于发挥综合比较优势，发挥规模效应，多管齐下，推出多条产品线，广泛覆盖各子行业。

图表9： 恒生电子覆盖金融 IT 全行业

| 服务对象 | 产品及解决方案 |
|------|---|
| 证券 | 零售经纪业务解决方案、机构经纪业务解决方案、场外柜台市场解决方案、证券资产管理整体解决方案、海外市场解决方案、互联网金融解决方案、投资赢家系列产品、做市商整体解决方案 |
| 银行 | 综合理财产品线、财富管理产品线、票据业务产品线、资产管理产品线、存管监管产品线、网络金融产品线、支付结算产品线、应用集成产品线、运营外包、微金融云 |
| 期货 | 期货综合业务运营平台UF2.0、期货极速交易系统LFT2.0、期货统一账户系统、期货资产管理整体解决方案、第三方基金销售整体解决方案 |
| 基金 | 专户子公司解决方案、公募业务解决方案、投顾服务解决方案、互联网金融业务解决方案、投资管理平台、产品募集平台、客户服务及营销服务平台、第三方基金销售整体解决方案 |
| 信托 | 综合管理平台、信托TA系统、资产评估和会计核算系统、资产管理系统、资金清算系统、营销服务平台、风险管理平台、监管报送平台 |
| 保险 | 投资一体化平台、产品募集平台、公募业务解决方案、第三方基金销售整体解决方案 |
| 交易所 | 交易场所业务、大宗商品供应链业务、金控类企业集团业务、地方金融基础设施业务、国家级金融基础设施 |
| 私募 | OPLUS投资管理平台、i私募平台、估值核算和登记过户系统、PBOX专业投资交易系统、CBS私募综合业务管理平台 |

资料来源：公司官网，联讯证券研究院

图表10： 恒生电子与竞争对手的业务领域

| 公司名称 | 领域 |
|------|--|
| 恒生电子 | 覆盖证券、银行、信托、期货、基金、保险、交易所、私募IT等金融IT全领域，且都有较高份额 |
| 金证股份 | 证券 IT 市占率约 30%，基金、银行 IT 份额较低 |
| 顶点软件 | 证券 IT，市场份额低于恒生电子、金证股份 |
| 润和软件 | 银行 IT |
| 高伟达 | 银行 IT |
| 四方精创 | 银行 IT |
| 长亮科技 | 银行 IT |
| 赢时胜 | 基金、证券、银行等 IT |

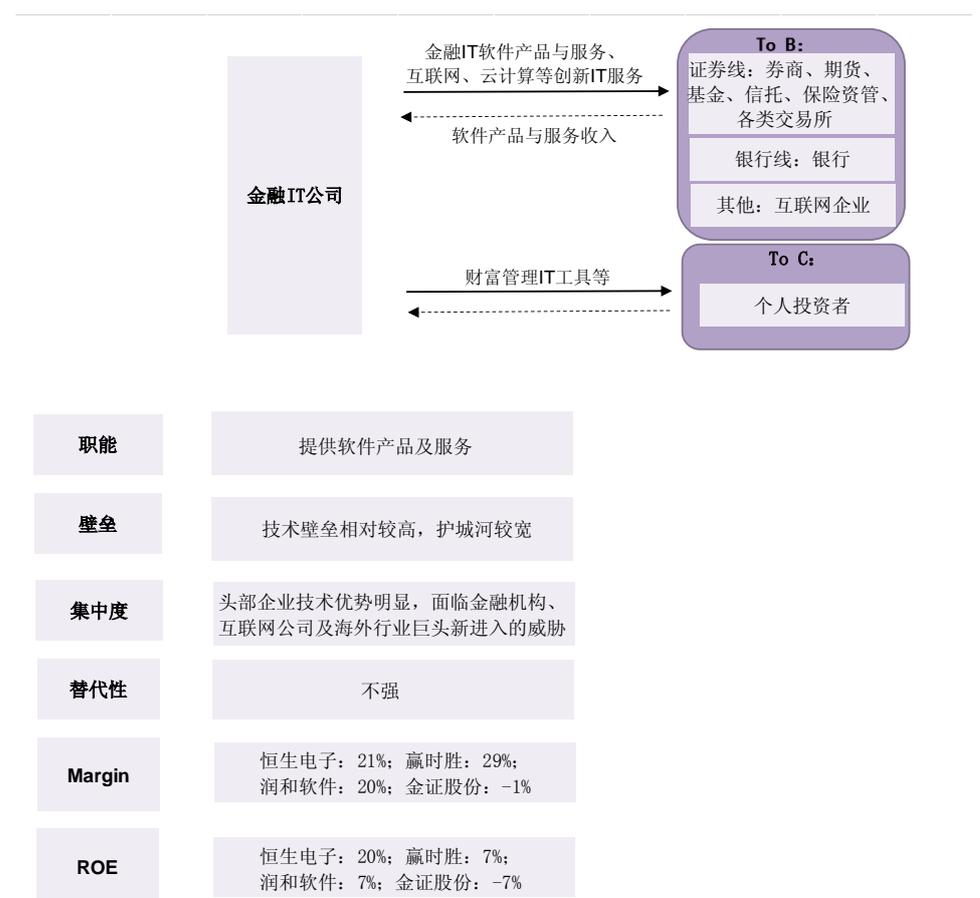
资料来源：公司官网，联讯证券研究院

恒生电子作为一家深根金融行业的 IT 公司，为客户提供软件及服务以获取收入。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 B 端机构客户，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。

由于金融科技行业本身的技术壁垒相对较高，护城河比较宽，相对于行业内新进入的竞争者，恒生电子拥有 20 多年的持续经营经验，获得了对客户业务的认知以及积累了能提供全面、复杂的客户服务能力，使得客户对于公司产品的用户黏度较高，而金融机构的需求属性（稳定、安全、长期优质的服务）又使客户更倾向于选择行业领先公司的产品与服务。



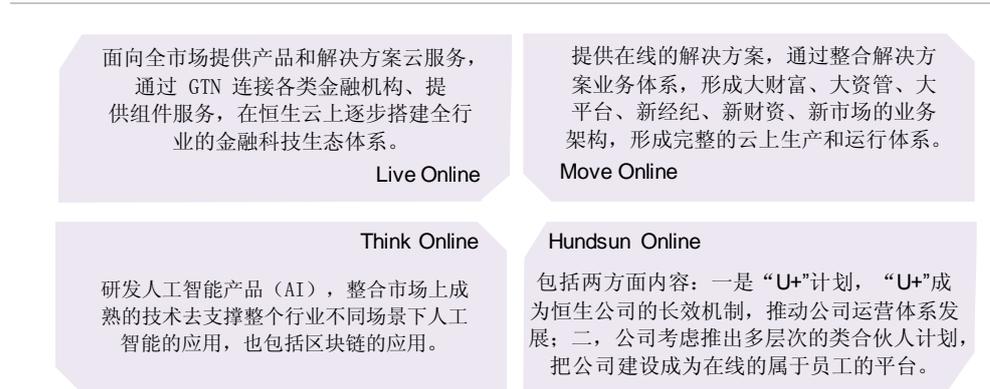
图表11： 恒生电子商业模式



资料来源：公司公告，wind，联讯证券研究院

2018 年恒生电子制定了“Online”的主题战略，全面启动产品技术、解决方案和服务体系、创新业务的升级。Online 战略标志着恒生电子正式向平台化公司迈进。

图表12： 恒生电子 Online 战略



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

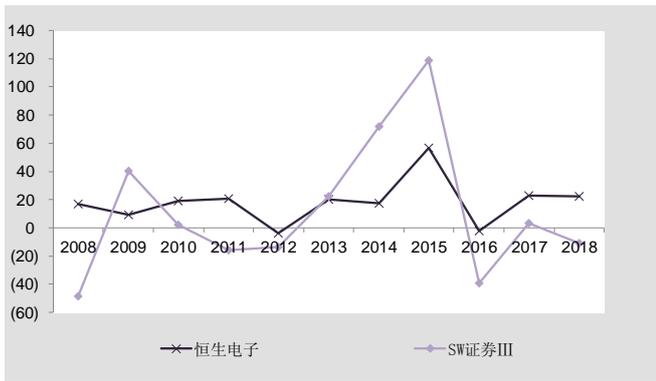


(三) 公司业绩表现影响因素:

1、资本市场的发展为助推力，仍存在巨大 IT 需求

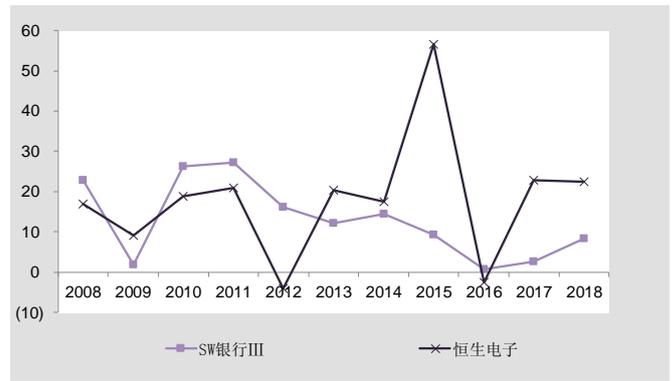
恒生电子与中国资本市场的发展息息相关。我们将恒生电子的营业收入增速与 SW 证券业、SW 银行业、SW 保险业及 SW IT 服务的营业收入增速进行比较，发现恒生电子的营收增速与证券业的营收增速相关性最高，银行业次之，与 IT 服务业的相关性最弱。由此我们可以看出，恒生电子的业绩表现与资本市场的发展密切相关，而与软件服务业的相关性较弱。恒生电子的营收走势与证券业的营收走势基本吻合，因此可以预判，中国资本市场的发展在一定程度上预示着公司的业绩表现。

图表13: 恒生电子与证券业营收增速对比



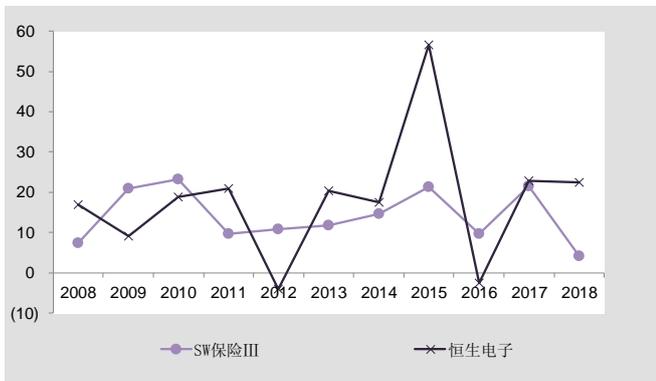
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表14: 恒生电子与银行业营收增速对比



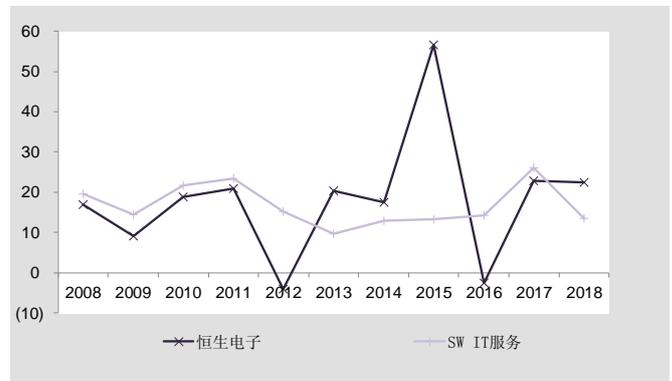
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表15: 恒生电子与保险业营收增速对比



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表16: 恒生电子与 IT 服务业营收增速对比



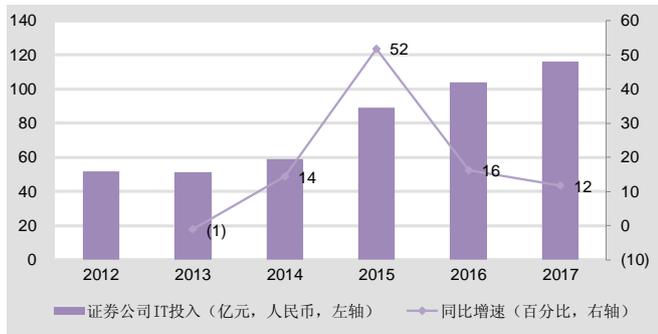
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

中国资本市场发展不足 30 年，还处于初期阶段，而资本市场的发展离不开 IT 的支持，因此，各大金融机构对 IT 的投入需求也一直处于较高的水平。证券行业 IT 投入在 2015 年有较大增速，主要是由于初期存在需求红利，且互联网金融的崛起带来的竞争压力下，传统证券公司必须加快 IT 建设。2017 年证券公司的 IT 投入共计 116 亿元，同比增速达到 12%。原证监会主席肖刚于 2019 年 5 月表示我国证券 IT 投入仍不足，仍有增长的空间。从另一较大的金融机构—银行来看，IDC 统计 2017 年中国银行 IT 解决方案市场规模达到近 340 亿元，同比增速为 22%，2012-2017 年的复合增长率为 23%，呈现稳步增长的态势。IDC 预测 2018-2022 年的年均复合增长率将达到 20.8%，到 2022 年中国银行业 IT 解决方案市场规模将达到 882.95 亿元人民币。



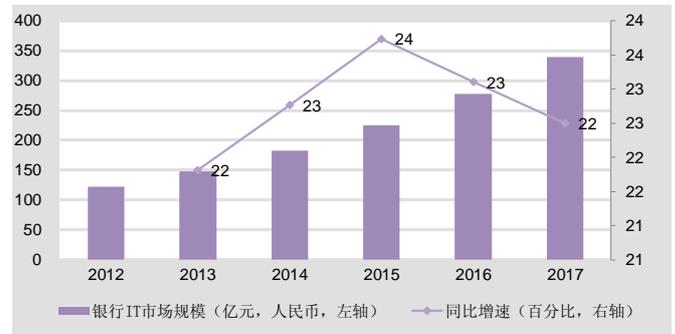
因此，随着中国资本市场的日渐成熟，各大金融机构对金融 IT 的需求势必会随之增长。虽然各大金融机构自身也在加强 IT 建设，但仍需要借助专业金融 IT 公司的支持，且恒生电子扎根于金融 IT 行业近 24 年，有非常成熟的产品体系和高效的服务水平，与各大金融机构保持着深度合作关系，因此，金融机构加大 IT 投入对恒生电子来说是一个巨大的利好消息。

图表17: 中国证券公司 IT 投入



资料来源: Wind, 中国证券业协会, 联讯证券研究院

图表18: 中国银行 IT 解决方案市场规模

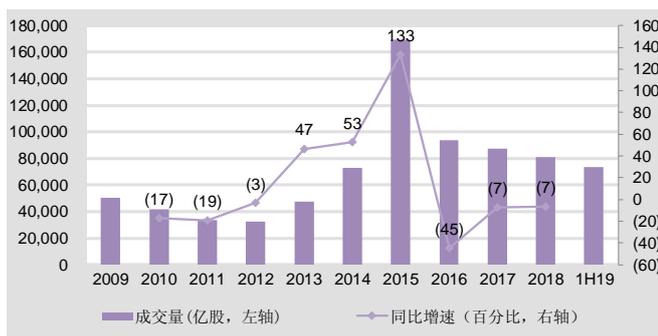


资料来源: IDC, 联讯证券研究院

2、二级市场表现影响公司资本市场业务

恒生电子的资本市场业务的营收占比近 75%，其业务表现与二级市场表现直接挂钩。A 股在二级市场上占主导地位，且 2018 年 A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数，因此我们选取 A 股市场的表现作为分析指标。2018 年 A 股成交额达 89.7 万亿元，同比下降 20%，成交量达 8.1 亿股，同比减少 7%，这主要是由于 2018 年国内资本市场大环境的影响。2019 年上半年，A 股市场表现转好。2019 年上半年，A 股成交额达 69.3 万亿元，同比增长 33%，成交量达 7.3 亿股，同比增加 79%。由此预估，受 A 股市场回暖，恒生电子的主营业务—资本市场业务线将得以受益。

图表19: A 股市场成交量



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表20: A 股市场成交额



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

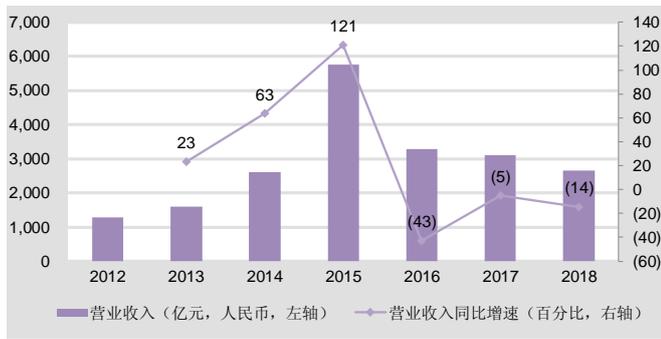
3、客户群体经营状况为直接影响因素

由于公司的业绩收入主要来源于客户群体的软件服务收费，且公司的客户大多为金融机构—券商、基金、银行等大型金融机构，这些机构的经营状况会直接对公司的业绩收入造成影响。



2018 年国内资本市场的表现不尽如人意，导致券商整体效益欠佳。根据中国证券业协会数据，2018 年 131 家证券公司当期实现营业收入 2,663 亿元，同比下降 14%，当期实现净利润 666 亿元，同比下降 41%，实现盈利的证券公司占比 81%，较去年减少 9 个百分点。“券业寒冬”在 2018 年体现得尤为明显。从业绩来看，大券商业绩下滑幅度整体较小，中小券商业绩整体下滑更为明显。净利润前十的券商共盈利 480.09 亿，在全行业净利润中占比达 87%。这个比例在去年不足六成，行业头部集聚效应突飞猛进。

图表21： 证券公司营业收入及同比增速



资料来源：中国证券业协会，联讯证券研究院

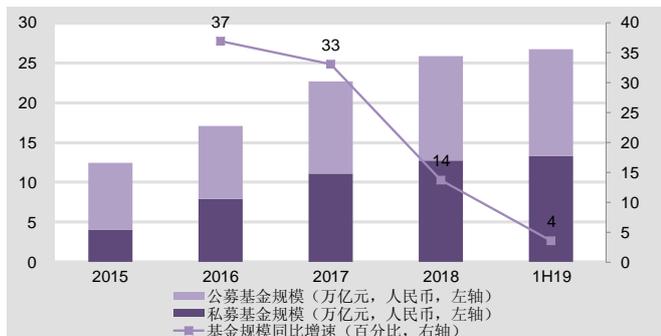
图表22： 实现盈利的证券公司占比



资料来源：中国证券业协会，联讯证券研究院

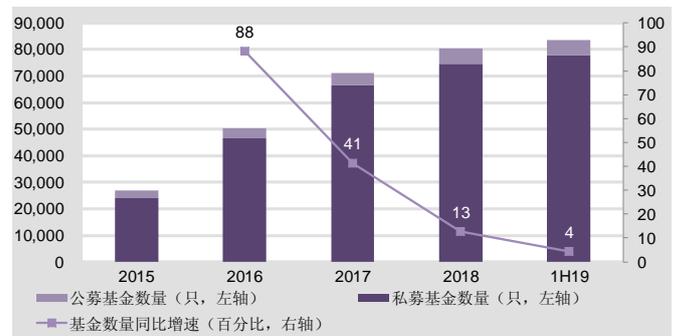
基金行业 2019 年业绩表现稳定。根据中国证券投资基金业协会数据，截至 2019 年上半年，境内 124 家基金公司管理资产合计 26.74 万亿元，较 2018 年底增长 4%。其中，公募基金管理资产 13.46 万亿元，较 2018 年底增长 3%，公募基金数量达到 5,983 只，较 2018 年底增加 6%；私募基金规模达到 13.28 万亿元，较 2018 年底增长 4%，管理基金数量达到 77,722 只，较 2018 年底增加 4%。

图表23： 基金规模及同比增速



资料来源：中国证券投资基金业协会，联讯证券研究院

图表24： 基金数量及同比增速

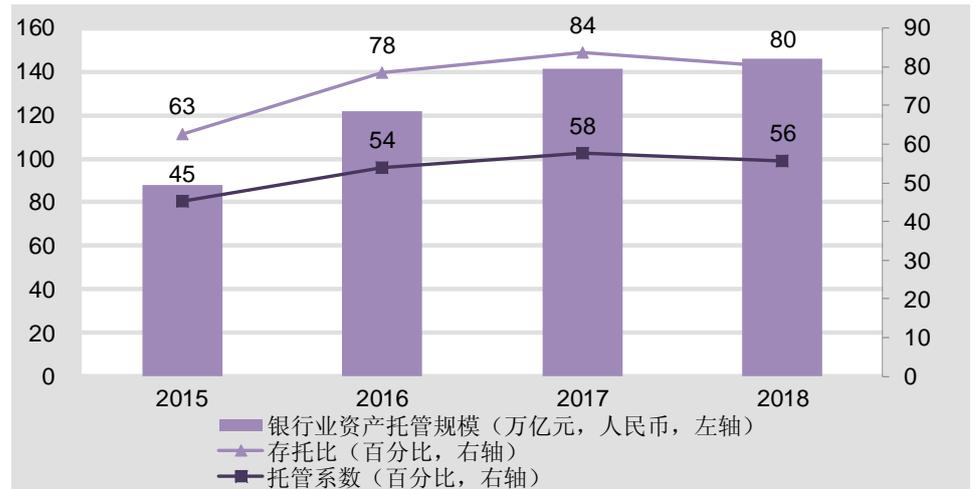


资料来源：中国证券投资基金业协会，联讯证券研究院

截至 2018 年末，中国银行业资产托管规模达 145.8 万亿元，较上年增长 3%，存托比达 80%，托管系数达 56%。历经 21 年的发展和成长，资产托管业务从探索起步到高速发展，从蓬勃创新到高质量转型，托管机制在实现社会资金规范化运作、提高投资和交易效率、防控金融风险方面发挥了重要作用。



图表25: 银行业资产托管规模



资料来源: 银行业协会, 联讯证券研究院

4、政策驱动带来增量业务

2018 年金融行业的监管, 一方面依然秉持“依法、全面、从严”的监管基调, 对行业客户的 IT 需求带来一定遏制。另一方面在制度建设上不断取得新进展, 2018 年监管层推出了资管新规及其配套实施细则, 对外开放提速并推进沪伦通各项准备工作, 以及发布了 CDR 试点规则等。同时, 设立科创板是一项重大的行业举措, 影响深远。

资管新规为公司带来了新的业务机会。由于资管新规对金融机构提出了多项要求, 包括要求打破刚性兑付、消除多层嵌套和通道、禁止资金池、风险分离、规范资金池等, 这些监管合规有利于推动金融市场的规范化运作, 促进金融机构的业务整改和转型, 从而带动金融 IT 产品进一步升级的需求, 为金融 IT 企业带来增量业务。

图表26: 资产新规

| 核心要点 | 说明 | 对公司业务影响 |
|----------------------|--|--|
| 资管产品均实行净值化管理, 打破刚性兑付 | 净值生成应当符合公允价值原则, 及时反映基础资产的收益和风险。按照公允价值原则确定净值的具体规则另行制定。以下情况视为刚兑: 采取成立资管子公司、滚动发行等方式, 实现产品保本; 兑付困难时, 金融机构自行偿付或者委托其他机构偿付。 | 传统业务: 理财资产管理系统、估值系统等的流程改造和优化 创新业务: 智能投顾、智能理财平台的推广使用 |
| 消除多层嵌套和通道 | 资产管理产品可以投资一层资产管理产品, 但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品(公募证券投资基金除外)。过渡期后要求具有证券投资基金托管业务资质的商业银行设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务。 | 传统业务: 资产证券化管理系统、委外通系统的改造 |
| 风险隔离 | 主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立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设立专门的资产管理业务经营部门开展业务。金融机构开展资产管理业务, 应当确保资产管理业务与其他业务相分离, 代客业务与自营业务相分离, 资产管理产品与其代销的金融产品相分离, 资产管理产品之间相分离, 资产管理业务操作与其他业务操作相分离 | |
| 明确资管产品定义 | 资产管理产品包括但不限于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。对产品按照募集方式和投资性质进行分类, 不再按照机构分类, 将机构监管转为功能监管 | |
| 规范资金池 | 同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的, 为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品, 多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过 300 亿元。资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的, 非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。 | 传统业务: 风险管理系统、资金管理系统的建设和完善 |
| 控制资产管理产品所投资资产的集中度 | 单只公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%; 同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券投资基金的市值不得超过该证券市值或者证券投资基金市值的 30%; 全部开放式公募资产管理产品投资单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流动股票的 15%; 全部资产管理产品投资单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流动股票的 30%。 | |
| 统一杠杆要求 | 资产管理产品应当设定负债比例(总资产/净资产)上限, 同类产品适用统一的负债比例上限。每只开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%, 每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。 | |

资料来源: 联讯证券研究院



5、AI 成为行业新增需求

从行业技术应用来看，人工智能技术产品在券商、银行等客户逐步有实际的应用落地，属于行业里面新增长出来的需求部分。金融行业的海量数据能够有效支撑机器学习，不断完善机器的认知能力，消除感性因素，达到接近甚至反超人类的水平，尤其在金融交易与风险管理这类复杂数据的处理方面，人工智能的特点及优势将大幅降低人力成本，通过对大数据进行筛选分析，帮助人们更高效地决策，提升金融风控及业务处理等能力。

图表27： 2018 年恒生电子发布的 AI 产品

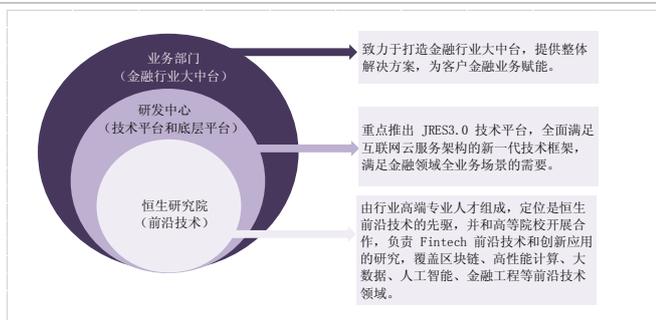
| AI产品 | 发布时间 | 产品类型 | 功能 |
|-----------|---------|------|---|
| 智能理财师 | 2018.12 | 智能投顾 | 帮助理财师给出最适合投资人的资产配置方案 |
| 晓鲸BOT开放平台 | 2018.12 | 智能问答 | 帮助机构或开发者构建个性化智能机器人，并通过智能问答形式输出服务 |
| Alphamind | 2018.12 | 智能投资 | 目前市场上唯一针对阿尔法交易的数据服务和全流程的交易平台 |
| 投资魔法石 | 2018.12 | 智能投资 | 借助丰富的机器学习模型和神经网络模型，满足研究员的个性化的量化交易需求 |
| 晓鲸智能问答平台 | 2018.06 | 智能投资 | 通过晓鲸智能问答平台，用户可进行个性化定制，拥有专属的AI投资机器人 |
| 智能资产配置引擎 | 2018.06 | 智能投顾 | 快速分析中国大陆范围内的43类投资市场，结合总体趋势，给出市场最终意见，助力资产配置过程智能化 |
| 智能 KYC | 2018.06 | 智能监管 | 在合规范围内帮助金融机构解决反洗钱、用户智能全息画像、客户智能身份识别整体解决方案、业务风险监控等场景难题 |
| 智能服务分析 | 2018.06 | 智能客服 | 对客户进行情绪分析，识别开心、愤怒、疑问等超过20种情绪，并定制拟人化的对话策略 |

资料来源：公司公开资料，联讯证券研究院

（四）公司竞争优势：专注研发，保持高市占率

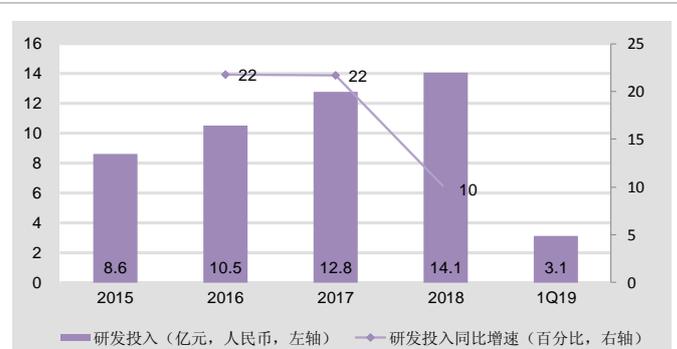
恒生电子专注于研发投入，以研发能力作为公司的核心竞争力。公司目前已基本形成了由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级研发架构体系。其中，恒生研究院由行业高端专业人才组成，定位是恒生前沿技术的先驱，负责 Fintech 前沿技术和创新应用的研究，为公司未来在创新业务领域的发展提供技术赋能。

图表28： 恒生电子三级研发架构体系



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表29： 恒生电子研发投入



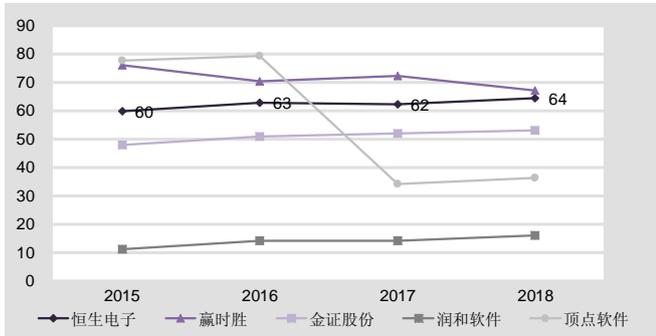
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

恒生电子的研发投入极高，2018 年研发投入支出 14.1 亿元，同比增长 10%，占营业收入的 43%，远高于同行业水平。公司不断充实行业尖端人才，构建了较为完善的研



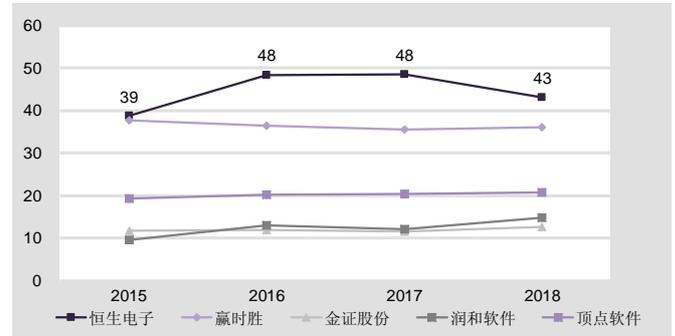
发、产品体系和团队，2018 年公司研发人员数量为 4590 人，占公司总人数比为 64%。恒生电子无论是研发人员数量还是研发投入在业内均处于领先水平，保证了恒生源源不断的创新能力。

图表30: 恒生电子研发人员占比处于行业较高水平



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

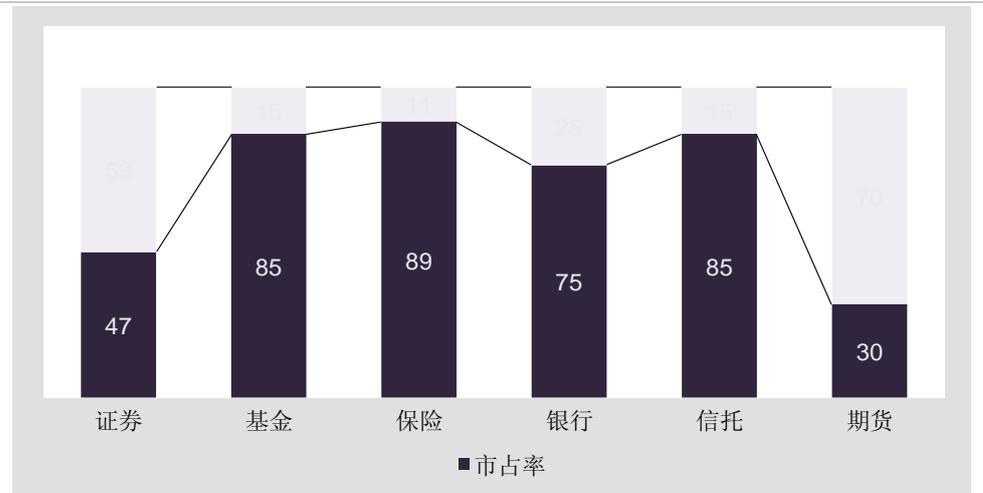
图表31: 恒生电子研发投入/营业收入比例高于同行



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

基于恒生电子大额的研发投入和较高的人员资本，其产品长期在业内处于领先地位。公司在证券的核心集中交易系统、资管的投资管理系统、银行的综合理财平台、以及金融机构的 TA 系统等领域都有较高的市场占有率。这些优势使公司具备一定的规模效应，并拥有更良好的边际效应。

图表32: 恒生电子核心产品市占率



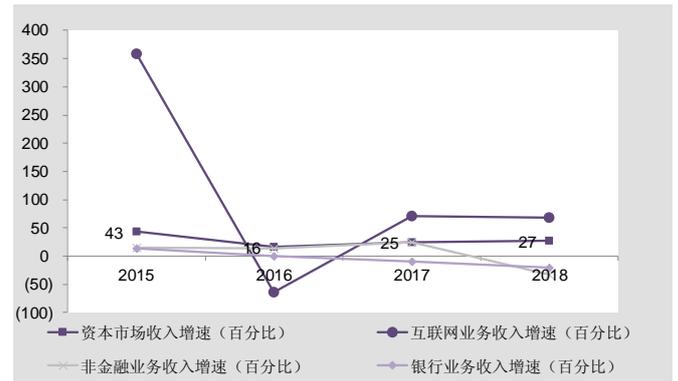
资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

(四) 公司财务状况: 业绩表现良好, 费用管控能力提升

恒生电子 2018 年营业总收入达近 5 亿元, 同比增长 22%; 2019 年第一季度营业总收入为 5.9 亿元, 同比增长 11%。分业务来看, 资本市场、互联网业务维持着一个稳定的增速, 2018 年同比增速分别为 27%和 69%; 银行业务收入增速大幅下降, 同比下降 20%, 主要原因在于 2018 年公司将银行业务下的部分业务调整到资本市场下的财富业务支线。我们预估, 未来三年公司的营业收入将保持稳定增长的态势, 同比增速分别为 27%、26%和 25%。

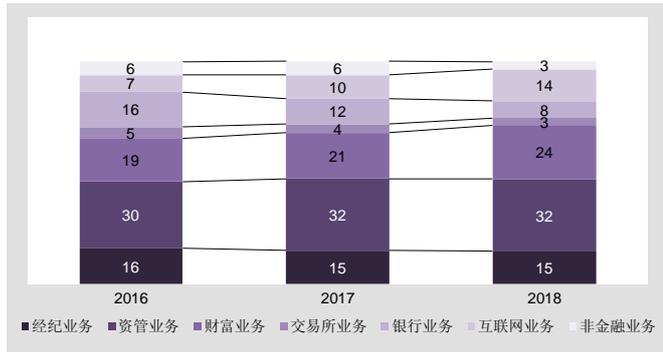

图表33: 恒生电子营业收入及同比增速


资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表34: 恒生电子各类业务营收同比增速


资料来源: wind, 联讯证券研究院

从公司的营收构成来看, 资本市场 (含经纪业务、资管业务、财富业务和交易所业务) 所占比重逐年稳步上升, 从 2016 年的 71% 上升至 2018 年的 75%, 由此看出, 资本市场业务是公司业务的重心; 银行业务营收占比从 2016 年的 16% 下降至 2018 年的 8%; 互联网业务营收占比稳步上升, 从 2016 年的 7% 上升至 2018 年的 14%。从营业利润构成来看, 各业务利润占比情况与营收占比情况保持一致, 其中资管业务、财富业务为公司贡献约 58% 的营业利润。

图表35: 恒生电子营收构成


资料来源: wind, 联讯证券研究院

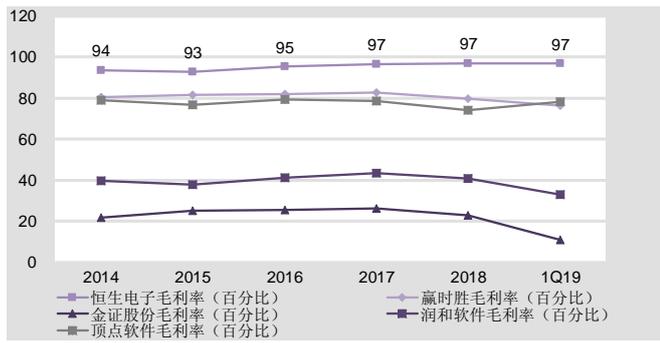
图表36: 恒生电子营业利润构成


资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司综合毛利率为 97%, 自 2014 年以来就维持在较高的水平, 遥遥领先于同行。分业务来看, 资本市场、银行业务、互联网业务的毛利率均维持在高水平, 体现了产品在市场上的竞争力极强。

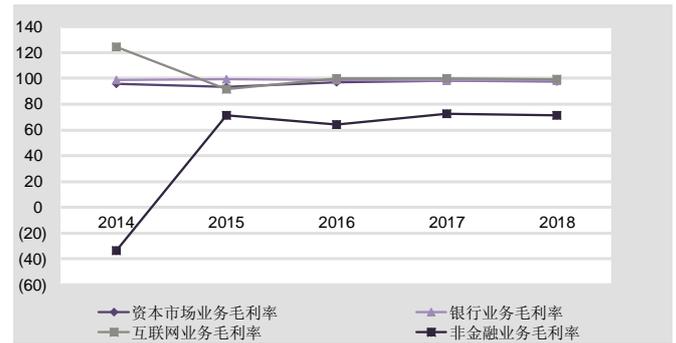


图表37: 恒生电子与可比公司综合毛利率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

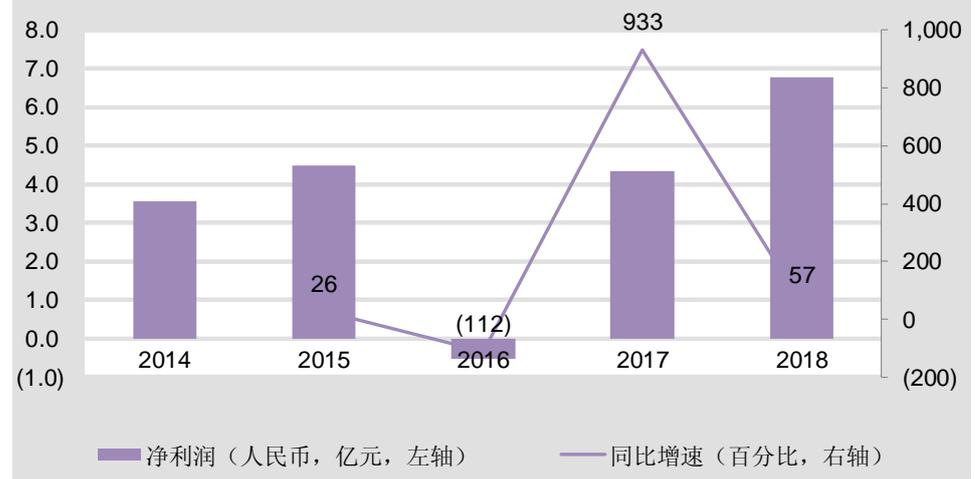
图表38: 恒生电子分业务毛利率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司净利润为 6.8 亿元, 同比增长 57%; 2019 年第一季度净利润为 3.9 亿元, 同比增长 607%。虽较 2017 年有所回落, 但仍保持在较高的增长水平。

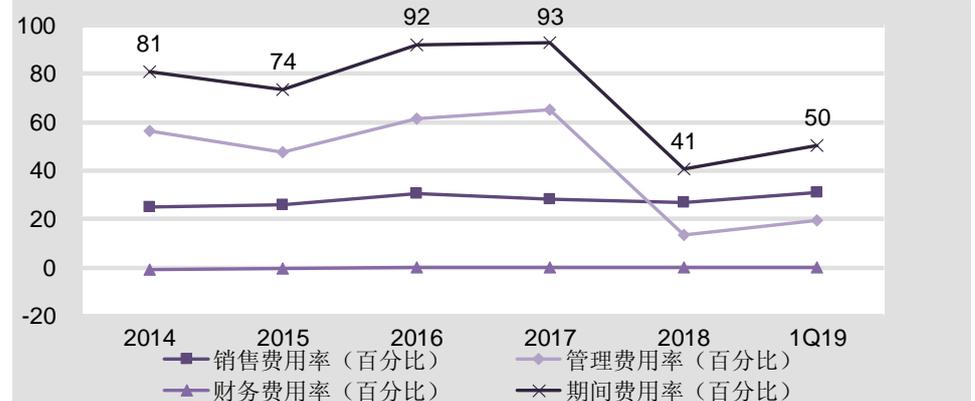
图表39: 恒生电子净利润



资料来源: wind, 联讯证券研究院

2018 年公司期间费用率为 41%, 同比下降 52 个百分点; 2019 年第一季度期间费用率保持稳定, 为 50%。费用率的下降主要体现在管理费用率的下降, 说明了公司对费用和人员管控得力, 公司的费用管控能力提升。

图表40: 恒生电子期间费用率



资料来源: wind, 联讯证券研究院



三、财务假设及盈利预估

由于恒生电子业绩表现与资本市场联系紧密，因此我们假设：

- (1) 受益于科创板，资本市场景气度保持提升，金融 IT 行业保持稳定增长；
- (2) 资管新规、科创板等政策推动金融机构加大 IT 投入，从而带来增量业务；
- (3) AI 为金融 IT 行业未来发展趋势，为行业新的增长点；
- (4) 恒生电子保持研发优势，维持行业龙头地位，保持高市占率。

我们按照业务进行拆分及预测，恒生电子的经纪业务、资管业务、财富业务和互联网业务为营收的主要贡献力量，其他业务基本保持稳定。我们预计：受科创板的影响，2019 年上半年资本市场回暖，经纪业务未来 3 年将以 20% 的增速平稳增长；资管新规的落地使得资管业务未来 3 年以 20% 的增速稳定增长；由于公司 2018 年将部分银行业务线并入财富业务，预计未来 3 年的增速分别为 40%、35% 和 30%；互联网业务是公司创新业务的战略主力，一直保持着高速增长，预计未来 3 年的增速分别为 50%、45% 和 40%。

图表41： 恒生电子收入拆分及预测

| 营业收入 (人民币, 百万元) | 同比增速 (百分比) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经纪业务 | | 487 | 584 | 701 | 842 |
| | 增速 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| 资管业务 | | 1,052 | 1,262 | 1,515 | 1,818 |
| | 增速 | 23 | 20 | 20 | 20 |
| 财富业务 | | 787 | 1,102 | 1,487 | 1,934 |
| | 增速 | 43 | 40 | 35 | 30 |
| 交易所业务 | | 105 | 110 | 116 | 122 |
| | 增速 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 银行业务 | | 247 | 272 | 299 | 329 |
| | 增速 | (20) | 10 | 10 | 10 |
| 互联网业务 | | 467 | 701 | 1,016 | 1,422 |
| | 增速 | 69 | 50 | 45 | 40 |
| 非金融业务 | | 110 | 99 | 89 | 80 |
| | 增速 | (33) | (10) | (10) | (10) |
| 营业总收入 | | 3,256 | 4,130 | 5,223 | 6,546 |
| | 增速 | 22 | 27 | 26 | 25 |

资料来源: wind, 联讯证券研究院

我们预估 2019-2021 年的营收分别为 41.30 亿元、52.23 亿元和 65.46 亿元，分别同比增长均为 27%、26% 和 25%；归母净利润分别为 9.09 亿元、11.60 亿元、14.40 亿元，分别同比增长 102%、28%、24%。



图表42: 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | 每股净资产 (元) | 每股收入 (元) | 2018-2021年净利润 复合增长率(百分比) | PB (倍) | PS (倍) | PEG (倍) | |
|-----------|----------------|-----------|-------------|---------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-----------------------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | | | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F | 2018 | 2019F | 2020F | | | | | | | |
| 601360.SH | 三六零 | 17.45 | 1,196 | 0.53 | 0.62 | 0.69 | 0.75 | 32.9 | 28.2 | 25.2 | 23.1 | 6.11 | 2.22 | 12.5 | 2.9 | 7.9 | 2.3 |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | 30.79 | 680 | 0.26 | 0.40 | 0.61 | 0.88 | 118.4 | 77.7 | 50.3 | 35.2 | 4.30 | 5.23 | 49.9 | 7.2 | 5.9 | 1.6 |
| 600588.SH | 用友网络 | 29.79 | 718 | 0.32 | 0.33 | 0.43 | 0.55 | 93.1 | 90.5 | 69.4 | 54.4 | 2.93 | 3.83 | 19.6 | 10.2 | 7.8 | 4.6 |
| 600570.SH | 恒生电子 | 65.23 | 529 | 1.04 | 1.09 | 1.38 | 1.78 | 62.7 | 59.9 | 47.4 | 36.7 | 4.80 | 5.22 | 19.6 | 13.6 | 12.5 | 3.1 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 77.33 | 418 | 1.18 | 1.70 | 2.14 | 2.57 | 65.5 | 45.5 | 36.1 | 30.1 | 7.49 | 3.52 | 29.7 | 10.3 | 21.9 | 1.5 |
| 300454.SZ | 深信服 | 103.50 | 397 | 1.55 | 1.73 | 2.25 | 2.93 | 66.8 | 59.7 | 45.9 | 35.3 | 10.27 | 10.47 | 23.6 | 10.1 | 9.9 | 2.5 |
| 002153.SZ | 石基信息 | 31.32 | 337 | 0.43 | 0.51 | 0.63 | 0.76 | 72.1 | 61.0 | 50.1 | 41.1 | 7.92 | 3.29 | 20.6 | 4.0 | 9.5 | 3.0 |
| 002410.SZ | 广联达 | 35.01 | 385 | 0.39 | 0.41 | 0.52 | 0.73 | 89.4 | 84.7 | 67.2 | 47.9 | 3.15 | 2.91 | 23.1 | 11.1 | 12.0 | 3.7 |
| 688088 | 虹软科技 | 72.39 | 288 | 0.44 | 0.53 | 0.70 | 0.92 | 164.5 | 137.2 | 103.7 | 78.4 | 4.84 | 1.48 | 28.0 | 14.9 | 49.0 | 4.9 |
| 002405.SZ | 四维图新 | 14.21 | 275 | 0.37 | 0.22 | 0.27 | 0.32 | 38.1 | 63.4 | 53.5 | 43.9 | 3.91 | 1.21 | (4.6) | 3.6 | 11.8 | (13.9) |
| 600845.SH | 宝信软件 | 30.19 | 281 | 0.80 | 0.76 | 0.96 | 1.19 | 37.7 | 39.6 | 31.4 | 25.3 | 6.74 | 6.28 | 14.2 | 4.5 | 4.8 | 2.8 |
| 600536.SH | 中国软件 | 53.93 | 251 | 0.22 | 0.56 | 1.04 | 1.71 | 245.1 | 96.7 | 51.9 | 31.5 | 5.11 | 14.27 | 98.2 | 10.6 | 3.8 | 1.0 |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 27.28 | 243 | 0.63 | 0.78 | 0.96 | 1.20 | 43.3 | 35.0 | 28.3 | 22.8 | 4.76 | 3.56 | 23.8 | 5.7 | 7.7 | 1.5 |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 14.73 | 231 | 0.19 | 0.26 | 0.34 | 0.46 | 79.0 | 56.7 | 43.2 | 31.7 | 2.18 | 1.21 | 35.6 | 6.7 | 12.2 | 1.6 |
| 600446.SH | 金证股份 | 17.54 | 151 | (0.14) | 0.24 | 0.37 | 0.54 | (128.7) | 74.1 | 47.8 | 32.5 | 2.14 | 6.73 | (258.1) | 8.2 | 2.6 | (0.3) |
| 300271.SZ | 华宇软件 | 18.96 | 154 | 0.67 | 0.76 | 0.94 | 1.14 | 28.3 | 25.0 | 20.2 | 16.7 | 6.39 | 4.41 | 19.3 | 3.0 | 4.3 | 1.3 |
| 300768.SZ | 迪普科技 | 35.08 | 143 | 0.56 | 0.64 | 0.82 | 1.00 | 62.6 | 54.8 | 42.8 | 34.9 | 4.26 | 2.07 | 21.5 | 8.2 | 16.9 | 2.5 |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 16.02 | 131 | 0.38 | 0.49 | 0.65 | 0.86 | 42.2 | 33.0 | 24.7 | 18.7 | 3.50 | 2.65 | 31.1 | 4.6 | 6.0 | 1.1 |
| 300212.SZ | 易华录 | 23.92 | 130 | 0.67 | 0.84 | 1.25 | 1.78 | 35.8 | 28.5 | 19.2 | 13.5 | 6.44 | 6.64 | 38.5 | 3.7 | 3.6 | 0.7 |
| 300168.SZ | 万达信息 | 10.20 | 102 | 0.21 | 0.37 | 0.47 | 0.62 | 47.5 | 27.5 | 21.8 | 16.4 | 3.58 | 2.65 | 42.5 | 2.8 | 3.9 | 0.6 |
| 300166.SZ | 东方国信 | 10.93 | 116 | 0.50 | 0.62 | 0.77 | 0.96 | 21.9 | 17.7 | 14.2 | 11.4 | 5.36 | 2.39 | 24.2 | 2.0 | 4.6 | 0.7 |
| 300496.SZ | 中科达 | 33.73 | 136 | 0.41 | 0.57 | 0.77 | 1.01 | 82.9 | 58.8 | 44.0 | 33.4 | 4.25 | 4.60 | 35.4 | 7.9 | 7.3 | 1.7 |
| 300451.SZ | 创业慧康 | 14.57 | 105 | 0.44 | 0.38 | 0.49 | 0.65 | 33.1 | 37.9 | 29.7 | 22.5 | 3.64 | 2.28 | 13.7 | 4.0 | 6.4 | 2.8 |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 14.98 | 119 | 0.21 | 0.30 | 0.38 | 0.61 | 71.3 | 50.6 | 39.3 | 24.6 | 4.06 | 2.04 | 42.6 | 3.7 | 7.3 | 1.2 |
| 300182.SZ | 捷成股份 | 3.26 | 85 | 0.04 | 0.48 | 0.61 | N.A. | 88.8 | 6.8 | 5.3 | N.M. | 4.34 | 2.58 | N.M. | 0.8 | 1.3 | N.M. |
| 300339.SZ | 润和软件 | 14.65 | 114 | 0.40 | 0.51 | 0.64 | 0.79 | 36.6 | 28.8 | 20.2 | 18.6 | 6.13 | 3.21 | 25.2 | 2.4 | 4.6 | 1.1 |
| 603039.SH | 泛微网络 | 66.40 | 102 | 1.14 | 1.02 | 1.33 | 1.68 | 58.2 | 65.0 | 50.0 | 39.4 | 6.02 | 8.99 | 13.9 | 11.0 | 7.4 | 4.7 |
| 300383.SZ | 顶点软件 | 65.80 | 78 | 1.00 | 1.27 | 1.53 | 1.91 | 65.8 | 52.0 | 42.9 | 34.4 | 9.94 | 3.13 | 24.2 | 6.6 | 21.0 | 2.2 |
| 002912.SZ | 中新赛克 | 105.49 | 115 | 1.92 | 2.68 | 3.66 | 4.92 | 54.9 | 39.3 | 28.8 | 21.4 | 14.36 | 9.14 | 36.9 | 7.3 | 11.5 | 1.1 |
| 300085.SZ | 银之杰 | 10.65 | 75 | 0.05 | 0.06 | 0.09 | 0.12 | 210.5 | 179.9 | 118.3 | 85.3 | 1.91 | 1.99 | 35.1 | 5.6 | 5.4 | 5.1 |
| 300365.SZ | 恒华科技 | 14.42 | 86 | 0.68 | 0.61 | 0.83 | 0.96 | 21.2 | 23.5 | 17.4 | 15.0 | 3.65 | 2.62 | 12.2 | 4.0 | 5.5 | 1.9 |
| 300352.SZ | 北信源 | 5.01 | 73 | 0.06 | 0.12 | 0.18 | 0.25 | 77.2 | 40.6 | 28.5 | 19.9 | 1.70 | 0.49 | 57.1 | 3.0 | 10.2 | 0.7 |
| 300377.SZ | 赢时胜 | 10.03 | 74 | 0.24 | 0.34 | 0.49 | 0.43 | 41.9 | 29.1 | 20.7 | 23.5 | 3.92 | 1.18 | 21.3 | 2.6 | 8.5 | 1.4 |
| 300297.SZ | 蓝盾股份 | 5.13 | 64 | 0.33 | 0.40 | 0.47 | N.A. | 15.5 | 12.8 | 11.0 | N.M. | 3.90 | 2.03 | N.M. | 1.3 | 2.5 | N.M. |
| 002063.SZ | 远光软件 | 8.51 | 72 | 0.23 | 0.27 | 0.35 | 0.42 | 37.1 | 31.3 | 24.6 | 20.2 | 3.81 | 1.83 | 22.4 | 2.2 | 4.6 | 1.4 |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 13.77 | 64 | 0.17 | 0.27 | 0.47 | 0.62 | 80.7 | 50.7 | 29.0 | 22.3 | 2.98 | 2.88 | 53.6 | 4.6 | 4.8 | 0.9 |
| 300036.SZ | 超图软件 | 16.20 | 71 | 0.37 | 0.47 | 0.62 | 0.82 | 43.8 | 34.4 | 26.0 | 19.9 | 4.68 | 4.20 | 30.2 | 3.5 | 3.9 | 1.1 |
| 300379.SZ | 东方通 | 19.53 | 55 | 0.44 | 0.65 | 0.87 | 1.16 | 44.4 | 30.0 | 22.4 | 16.9 | 6.33 | 2.01 | 38.0 | 3.1 | 9.7 | 0.8 |
| 300559.SZ | 佳发教育 | 19.98 | 54 | 0.89 | 0.72 | 1.10 | 1.41 | 22.4 | 27.6 | 18.1 | 14.2 | 3.72 | 2.41 | 16.5 | 5.4 | 8.3 | 1.7 |
| 002777.SZ | 久远银海 | 27.17 | 59 | 0.69 | 0.70 | 0.94 | 1.24 | 39.4 | 38.8 | 28.8 | 21.9 | 5.15 | 4.94 | 21.6 | 5.3 | 5.5 | 1.8 |
| 603636.SH | 南威软件 | 8.74 | 47 | 0.35 | 0.50 | 0.69 | 0.93 | 25.0 | 17.3 | 12.7 | 9.4 | 3.80 | 3.29 | 38.6 | 2.3 | 2.7 | 0.4 |
| 002869.SZ | 金溢科技 | 60.57 | 69 | 0.18 | 2.63 | 2.73 | 2.90 | 336.5 | 23.0 | 22.2 | 20.9 | 10.46 | 26.15 | 152.4 | 5.8 | 2.3 | 0.2 |
| 300229.SZ | 拓尔思 | 9.44 | 45 | 0.13 | 0.39 | 0.48 | 0.54 | 72.9 | 24.4 | 19.5 | 17.4 | 4.15 | 2.05 | 61.3 | 2.3 | 4.6 | 0.4 |
| 300659.SZ | 中孚信息 | 37.30 | 51 | 0.32 | 0.92 | 1.54 | 1.59 | 116.6 | 40.6 | 24.3 | 23.4 | 6.06 | 4.66 | 70.8 | 6.2 | 8.0 | 0.6 |
| 300579.SZ | 数字认证 | 26.82 | 48 | 0.72 | 0.54 | 0.82 | 1.37 | 37.2 | 49.5 | 32.7 | 19.5 | 3.81 | 4.53 | 24.0 | 7.0 | 5.9 | 2.1 |
| 300075.SZ | 数字政通 | 10.92 | 47 | 0.28 | 0.39 | 0.54 | 0.65 | 39.0 | 28.3 | 20.3 | 16.7 | 5.58 | 3.84 | 32.7 | 2.0 | 2.8 | 0.9 |
| 300448.SZ | 浩云科技 | 6.02 | 42 | 0.34 | 0.28 | 0.37 | 0.44 | 17.7 | 21.7 | 16.5 | 13.6 | 2.00 | 1.47 | 9.2 | 3.0 | 4.1 | 2.4 |
| 002090.SZ | 金智科技 | 9.81 | 40 | 0.39 | 0.42 | 0.50 | 0.81 | 25.3 | 23.3 | 19.5 | 12.2 | 3.68 | 4.40 | 27.8 | 2.7 | 2.2 | 0.8 |
| 300513.SZ | 恒实科技 | 11.84 | 38 | 0.74 | 0.59 | 0.81 | 1.04 | 15.9 | 20.1 | 14.5 | 11.4 | 13.31 | 4.39 | 11.7 | 0.9 | 2.7 | 1.7 |
| 300525.SZ | 博思软件 | 22.38 | 42 | 0.69 | 0.68 | 0.96 | 1.29 | 32.7 | 32.8 | 23.2 | 17.4 | 4.49 | 4.69 | 23.3 | 5.0 | 4.8 | 1.4 |
| 300624.SZ | 万兴科技 | 50.80 | 42 | 1.05 | 1.29 | 1.59 | 1.92 | 48.4 | 39.2 | 32.0 | 26.4 | 9.11 | 8.61 | 22.3 | 5.6 | 5.9 | 1.8 |
| 300248.SZ | 新开普 | 7.22 | 35 | 0.20 | 0.29 | 0.38 | 0.49 | 36.3 | 24.9 | 18.9 | 14.6 | 3.24 | 2.12 | 35.3 | 2.2 | 3.4 | 0.7 |
| 603990.SH | 麦迪科技 | 26.58 | 30 | 0.69 | 0.64 | 0.85 | 1.12 | 38.5 | 41.7 | 31.1 | 23.8 | 4.94 | 3.27 | 17.5 | 5.4 | 8.1 | 2.4 |
| 300550.SZ | 和仁科技 | 27.63 | 33 | 0.50 | 0.69 | 0.98 | 1.47 | 55.3 | 40.0 | 28.2 | 18.9 | 5.60 | 4.83 | 43.1 | 4.9 | 5.7 | 0.9 |
| 002380.SZ | 科远智慧 | 14.95 | 36 | 0.47 | 0.61 | 0.80 | 0.90 | 31.8 | 24.4 | 18.7 | 16.6 | 9.21 | 3.30 | 24.2 | 1.6 | 4.5 | 1.0 |
| 300546.SZ | 雄帝科技 | 23.74 | 32 | 0.80 | 1.06 | 1.40 | 1.78 | 29.7 | 22.5 | 17.0 | 13.4 | 6.22 | 6.19 | 30.5 | 3.8 | 3.8 | 0.7 |
| 603232.SH | 格尔软件 | 22.86 | 28 | 0.84 | 0.79 | 1.01 | 1.29 | 27.2 | 28.9 | 22.5 | 17.8 | 5.89 | 3.31 | 15.3 | 3.9 | 6.9 | 1.9 |
| 300552.SZ | 万集科技 | 40.60 | 43 | 0.06 | 0.71 | 1.01 | 1.34 | 664.5 | 57.1 | 40.3 | 30.2 | 8.02 | 12.12 | 180.2 | 5.1 | 3.3 | 0.3 |
| 300469.SZ | 信息发展 | 14.72 | 29 | 0.37 | 0.27 | 0.35 | 0.44 | 39.8 | 53.8 | 42.0 | 33.7 | 2.68 | 4.48 | 5.7 | 5.5 | 3.3 | 9.4 |
| 300494.SZ | 盛大网络 | 10.64 | 26 | 0.22 | 0.22 | 0.27 | N.A. | 48.4 | 47.3 | 38.9 | N.M. | 4.12 | 2.20 | N.M. | 2.6 | 4.8 | N.M. |
| 300605.SZ | 恒锋信息 | 12.04 | 20 | 0.49 | 0.44 | 0.56 | 0.71 | 24.6 | 27.3 | 21.6 | 17.0 | 3.49 | 4.19 | 13.1 | 3.5 | 2.9 | 2.1 |
| | 计算机软件平均 | | | | | | | 72.3 | 44.6 | 33.1 | 26.0 | | | 34.2 | 5.1 | 7.3 | 1.9 |

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

四、风险提示

金融政策落地不及预期; 资本市场受冲击; 创新业务表现不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2,345.6 | 3,587.6 | 4,831.2 | 6,342.7 | 经营活动现金流 | 937.4 | 1,409.1 | 1,611.8 | 1,880.8 |
| 货币资金 | (24.3) | 1,198.3 | 2,378.8 | 3,746.7 | 税后经营利润 | 445.6 | 979.7 | 1,250.2 | 1,553.7 |
| 应收账款 | 151.7 | 283.0 | 338.7 | 431.3 | 折旧摊销 | 65.8 | 162.2 | 163.2 | 152.3 |
| 其它应收款 | 26.9 | 55.9 | 52.0 | 80.2 | 利息费用 | 4.0 | (13.2) | (40.2) | (68.9) |
| 预付账款 | 13.3 | 17.7 | 20.1 | 26.8 | 资产减值损失 | 131.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货 | 15.7 | 46.2 | 55.1 | 71.2 | 营运资金变动 | 264.8 | 310.9 | 247.4 | 259.8 |
| 其他流动资产 | 2,162.3 | 1,986.4 | 1,986.4 | 1,986.4 | 存货的减少 | 26.1 | (30.5) | (8.9) | (16.2) |
| 非流动资产 | 3,241.2 | 3,089.0 | 2,935.8 | 2,793.4 | 投资活动现金流 | (393.7) | 165.8 | (10.0) | (10.0) |
| 长期股权投资 | 982.3 | 982.3 | 982.3 | 982.3 | 资本支出 | 0.0 | (10.0) | (10.0) | (10.0) |
| 投资性房地产 | 29.1 | 25.4 | 21.7 | 17.9 | 长期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产和在建工程 | 470.4 | 334.2 | 197.9 | 71.2 | 其他 | (393.7) | 175.8 | 0.0 | 0.0 |
| 无形资产和开发支出 | 470.7 | 460.9 | 450.0 | 438.2 | 筹资活动现金流 | (486.8) | (352.3) | (421.3) | (502.9) |
| 其他非流动资产 | 1,288.6 | 1,286.2 | 1,283.8 | 1,283.8 | 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 5,586.8 | 6,676.6 | 7,767.0 | 9,136.1 | 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 流动负债 | 2,162.4 | 2,638.0 | 2,939.7 | 3,326.9 | 其他 | (486.8) | (352.3) | (421.3) | (502.9) |
| 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 现金净增加额 | 64.7 | 1,222.6 | 1,180.5 | 1,367.9 |
| 应付账款 | 135.0 | 90.2 | 119.9 | 147.1 | | | | | |
| 预收账款 | 1,292.4 | 1,812.9 | 2,084.9 | 2,444.9 | | | | | |
| 其他应付款 | 619.5 | 619.5 | 619.5 | 619.5 | | | | | |
| 其他流动负债 | 115.4 | 115.4 | 115.4 | 115.4 | 主要财务比率 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 非流动负债 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 成长能力 | | | | |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 营业收入 | 22.4% | 26.6% | 26.5% | 25.3% |
| 其他 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 营业利润 | 72.9% | 134.0% | 27.6% | 24.3% |
| 负债合计 | 2,172.3 | 2,647.9 | 2,949.7 | 3,336.8 | 归属母公司净利润 | 40.7% | 102.3% | 27.5% | 24.2% |
| 少数股东权益 | 232.9 | 303.4 | 394.1 | 507.5 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3,181.5 | 3,725.2 | 4,423.3 | 5,291.8 | 毛利率 | 97.1% | 97.0% | 97.3% | 97.5% |
| 负债和股东权益 | 5,586.8 | 6,676.6 | 7,767.0 | 9,136.1 | 净利率 | 14.8% | 23.7% | 23.9% | 23.7% |
| 利润表 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE | 14.1% | 24.4% | 26.2% | 27.2% |
| 营业收入 | 3262.9 | 4130.1 | 5223.0 | 6545.6 | ROIC | 24.2% | 49.0% | 75.6% | 121.9% |
| 营业成本 | 94.5 | 123.9 | 141.8 | 164.2 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 43.4 | 57.0 | 72.1 | 90.3 | 资产负债率 | 38.9% | 39.7% | 38.0% | 36.5% |
| 营业费用 | 882.1 | 1135.8 | 1441.6 | 1819.7 | 流动比率 | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 1.9 |
| 管理费用 | 446.0 | 573.3 | 726.0 | 911.1 | 速动比率 | 0.2 | 0.6 | 0.9 | 1.3 |
| 财务费用 | 1.9 | (12.4) | (39.3) | (67.7) | 营运能力 | | | | |
| 资产减值损失 | 131.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 公允价值变动收益 | (23.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 应收账款周转率 | 21.5 | 14.6 | 15.4 | 15.2 |
| 投资净收益 | 256.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 存货周转率 | 6.0 | 2.7 | 2.6 | 2.3 |
| 其他经营损益 | (1404.7) | (1100.0) | (1410.0) | (1800.0) | 每股指标(元) | | | | |
| 营业利润 | 492.5 | 1152.6 | 1470.9 | 1827.9 | 每股经营现金 | 1.2 | 1.8 | 2.0 | 2.3 |
| 加：其他非经营损益 | (1.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股净资产 | 4.0 | 4.6 | 5.5 | 6.6 |
| 利润总额 | 491.1 | 1152.6 | 1470.9 | 1827.9 | | | | | |
| 所得税 | 8.6 | 172.9 | 220.6 | 274.2 | | | | | |
| 净利润 | 482.5 | 979.7 | 1250.2 | 1553.7 | | | | | |
| 少数股东损益 | 33.0 | 70.5 | 90.6 | 113.4 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 449.5 | 909.2 | 1159.6 | 1440.3 | | | | | |
| EBITDA | 558.5 | 1301.6 | 1593.8 | 1911.3 | | | | | |
| EPS（元） | 1.04 | 1.09 | 1.38 | 1.78 | | | | | |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 王爽 | 010-66235719 | 18810181193 | wangshuang@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com