



核心观点

❖ 恒生电子：未来全球领先的金融科技公司

恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，公司始终聚焦金融主业，在行业内处于领先地位，2019 年公司已经连续 11 年入选 Fintech 100 全球金融科技百强榜单，排名 43 位，获史上最佳名次。公司控股股东为蚂蚁金服，直接纳入阿里系版图。高研发成就高净利率和高市占率，助力公司穿越牛熊市，兼具周期成长性。2016 年后，公司盈利能力明显回升，净利率高于可比公司。公司研发投入占营业收入比例高于可比公司，在整个 A 股中也是名列前茅。

❖ 行业景气度提升，金融 IT 需求旺盛

资本市场 IT 增长动力不断，长期来看我国证券化率和美国四十多年前证券化率相当，未来我国证券化率大幅提升有望带动金融科技需求；短期来看 2019H1，A 股非银金融机构资本开支呈现回暖迹象，利好金融科技领军企业。证券 IT 和基金资管 IT 行业相对集中，银行 IT 市场和保险 IT 市场空间大，公司有较大发展空间。2022 年中国银行 IT 投资规模将突破 1500 亿元，解决方案市场规模将超过 880 亿元；保险 IT 有望超过 420 亿元，解决方案市场约为 178 亿元。

❖ 投资看点

行业方面 红利在于资本市场改革、金融对外开放有望打开金融科技行业边际，资本市场改革创新成为常态，每年都会产生新的需求，形成金融科技公司新的盈利增长点。金融业对外开放带来更多市场参与者、新型业务模式和技术应用，从而催生更多金融科技需求。**公司层面** 看点在于思变和成长。2019 年公司继续推行 online 战略，大中台战略加速落地。未来公司持续提高更多产品的市场份额，保持传统业务竞争优势，推动新兴技术落地，创新业务实现更大突破。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 40.59、50.01、61.25 亿元，归属母公司净利润分别为 10.04、12.03、14.82 亿元，EPS 分别为 1.25、1.50、1.85 元/股，对应当前股价为 72.81 元，PE 分别为 58.24X、48.63X、39.46X，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测与估值

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万) | 3262.9 | 4059.2 | 5001.3 | 6124.6 |
| +/-% | 22.4% | 24.4% | 23.2% | 22.5% |
| 归属母公司净利润 (百万) | 645.4 | 1004.1 | 1202.5 | 1482.0 |
| +/-% | 37.0% | 55.6% | 19.8% | 23.2% |
| EPS (元) | 0.80 | 1.25 | 1.50 | 1.85 |
| PE | 90.61 | 58.24 | 48.63 | 39.46 |

资料来源：公司公告，盈利预测截至日期：2019/12/01 川财证券研究所

❖ 风险提示：宏观经济不确定性；金融科技监管政策面临的不确定性等

📄 证券研究报告

| | |
|------|------------|
| 所属部门 | 行业公司部 |
| 报告类别 | 公司深度 |
| 所属行业 | 计算机 |
| 报告时间 | 2019/12/01 |
| 前收盘价 | 72.81 元 |

👤 分析师

方科

证书编号：S1100518070002
021-68595195
fangke@cczq.com

👤 联系人

周紫瑞

证书编号：S1100119080005
021-68595127
zhouzirui@cczq.com

📍 川财研究所

| | |
|----|---|
| 北京 | 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034 |
| 上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120 |
| 深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000 |
| 成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041 |

正文目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、恒生电子：未来全球领先的金融科技公司 | 5 |
| 1.1 成长之路：深耕金融科技行业近 25 年 | 5 |
| 1.2 股权结构：阿里系版图成员，控股股东为蚂蚁金服 | 7 |
| 1.3 财务状况：高净利、重研发、稳增长 | 8 |
| 1.3.1 公司整体经营情况愈加稳健 | 8 |
| 1.3.2 研发能力助力公司穿越牛熊市 | 12 |
| 二、行业景气度提升，金融 IT 需求旺盛 | 14 |
| 2.1 资本市场 IT 需求增长动力不断 | 14 |
| 2.2 银行保险 IT 行业景气度提升 | 17 |
| 三、投资看点 | 19 |
| 3.1 红利：资本市场改革开放打开金融科技行业边际 | 19 |
| 3.1.1 内在驱动：资本市场改革 | 19 |
| 3.1.2 外部驱动：金融对外开放 | 20 |
| 3.2 思变：Online 转型持续推进，大中台战略进一步落地 | 22 |
| 3.2.1 业务中台 | 22 |
| 3.2.2 数据中台 | 24 |
| 3.2.3 技术中台 | 24 |
| 3.3 成长：竞争优势持续保持，前沿技术加速落地 | 25 |
| 3.2.1 市场份额持续扩大，传统业务优势保持 | 25 |
| 3.2.1 新兴技术落地，创新业务螺旋上升 | 27 |
| 四、盈利预测 | 30 |
| 4.1 投资逻辑 | 30 |
| 4.2 盈利预测 | 31 |
| 五、风险提示 | 33 |
| 盈利预测 | 34 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图 1: | 恒生电子近年来在 IDC FINTECH TOP 100 全球榜单排名不断向前 | 5 |
| 图 2: | 恒生电子历史发展 | 6 |
| 图 3: | 恒生电子产品线丰富, 覆盖各个金融领域 | 6 |
| 图 4: | 恒生电子主要业务构成及代表产品 | 7 |
| 图 5: | 恒生电子股权结构 | 8 |
| 图 6: | 恒生电子营业收入 2016 年后企稳 | 8 |
| 图 7: | 恒生电子扣非归属母公司净利润 2016 年后企稳 | 8 |
| 图 8: | 近五年毛利率在 90% 以上并稳步提升 | 9 |
| 图 9: | 恒生电子毛利率高于可比公司 | 9 |
| 图 10: | 2019Q3 净利率达到历史同期高点 | 9 |
| 图 11: | 2019Q3 净利率显著高于可比公司 | 9 |
| 图 12: | 应收账款/营收低于可比公司 | 10 |
| 图 13: | 预收账款/营收高于金证股份和赢时胜 | 10 |
| 图 14: | 公司现金流情况 | 10 |
| 图 15: | 公司的利润和现金相匹配 | 10 |
| 图 16: | 经纪、资管、财富、互联网业务占比高 | 11 |
| 图 17: | 经纪、财富、交易所、非金毛利率提升 | 11 |
| 图 18: | 研发支出计算机行业排名靠前 | 12 |
| 图 19: | 研发支出/营业收入计算机行业排名靠前 | 12 |
| 图 20: | 研发支出/营业收入金融科技排名第一 | 12 |
| 图 21: | 技术人员占比超过 60% | 12 |
| 图 22: | 人均创收、创利和人均薪酬稳步提升 | 13 |
| 图 23: | 恒生电子人均薪酬高于可比公司 | 13 |
| 图 24: | 三级研究架构体系 | 13 |
| 图 25: | 恒生电子的周期性不断减弱 | 13 |
| 图 26: | 上半年证券板块净利润接近去年全年 | 14 |
| 图 27: | 2019H1 经纪业务收入大幅提升 | 14 |
| 图 28: | 非银金融板块研发支出占比明显提升 | 14 |
| 图 29: | 非银金融研发支出/营业收入明显提升 | 14 |
| 图 30: | 中国个人可投资资产总额 CAGR12: 13.8% | 15 |
| 图 31: | 中国金融资产/家庭总财富低于美国 21% | 15 |
| 图 32: | 我国小微企业贷款占比很低 | 15 |
| 图 33: | 我国直接融资占比低于发达市场 | 15 |
| 图 34: | 中国证券化率和恒生电子股价表现 | 16 |
| 图 35: | 美国证券化率和富达、费哲股价表现 | 16 |
| 图 36: | 恒生电子、富达、费哲股价和中美证券化率相关系数变化 | 16 |
| 图 37: | 2022 年银行 IT 市场规模超过 1500 亿元 | 17 |
| 图 38: | 2018 年证券 IT 市场规模 125 亿元 | 17 |
| 图 39: | 2017 年恒生电子银行 IT 市占率 1.18% | 17 |
| 图 40: | 2017 银行 IT 解决方案市场竞争格局 | 17 |
| 图 41: | 中国保险深度和美国日本相比差距大 | 18 |
| 图 42: | 中国保险密度和美国日本相比差距大 | 18 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

| | | |
|-------|--|----|
| 图 43: | 2022 年保险 IT 市场规模约为 423 亿元..... | 18 |
| 图 44: | 2018 年保险 IT 解决方案市场竞争格局..... | 18 |
| 图 45: | 技术中台、业务中台、数据中台为一体的大中台战略..... | 22 |
| 图 46: | 双模 IT 应对“互联网+”挑战..... | 23 |
| 图 47: | 双模+中台驱动技术发展..... | 23 |
| 图 48: | 恒生电子数据中台 POWERED BY ALIBABA CLOUD..... | 24 |
| 图 49: | 技术中台 JRES 3.0 五大功能平台..... | 25 |
| 图 50: | 恒生电子市占率..... | 25 |
| 图 51: | 部分恒生银行理财登记过户系统合作银行..... | 26 |
| 图 52: | 三大优势助力理财子公司业务发展..... | 27 |
| 图 53: | 主要创新子公司营收情况..... | 27 |
| 图 54: | 主要创新子公司利润情况..... | 27 |
| 图 55: | CMP 云管理平台..... | 28 |
| 图 56: | 晓鲸产品应用场景..... | 28 |
| 表格 1. | 恒生电子和可比公司杜邦分析..... | 11 |
| 表格 2. | 资本市场改革影响的业务..... | 19 |
| 表格 3. | 金融对外开放步伐加快..... | 20 |
| 表格 4. | 恒生电子区块链落地场景..... | 29 |
| 表格 5. | 2016-2019Q3 公司各细分业务营收增速及未来三年预测..... | 31 |
| 表格 6. | 可比公司估值..... | 32 |

一、恒生电子：未来全球领先的金融科技公司

1.1 成长之路：深耕金融科技行业近 25 年

恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，成立以来，公司聚焦金融主业，在行业内处于领先地位，2019 年公司已经连续 11 年入选 Fintech 100 全球金融科技百强榜单，本次排名 43 位，较去年提升 9 位，获史上最高名次。公司基本覆盖境内绝大部分的金融机构客户，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，为个人投资者提供财富管理工具。公司深耕金融科技行业 25 多年，产品线不断丰富，覆盖各个金融领域。

图 1：恒生电子近年来在 IDC Fintech Top 100 全球榜单排名不断向前



资料来源：IDC，川财证券研究所

作为深耕金融科技行业的领导者，公司见证着金融和科技融合过程，根据金融和科技融合的三个阶段，可以将恒生电子的发展分为以下三个阶段：

1995-2009 年金融 IT 普及阶段（电子化）：大部分公司通过 IT 软硬件来实现金融行业办公和业务的电子化，不涉及业务环节，在金融机构体系内属于成本部门。1995 年，公司成立，进入蓝海市场；2003 年，公司在上交所主板上市，从“定制化”到“产品化”；2006 年，证券市场回暖，公司由行业领先者成长为行业领导者。

2009-2015 年互联网金融爆发阶段：互联网和金融企业搭建在线业务平台汇聚客户，通过互联网实现各个环节的互联互通，实现业务撮合和信息共享，属于对传统金融的渠道变革。2009 年，公司开始互联网金融 IT 建设探索。值得一提的是，这一阶段，公司除了证券、期货、基金、保险、银行等传统金融业务外，承接金融市场基础建设，包括新一代新三板系统建设、上清所、港交所等，成为交易所行业产品线最全的软件供应商。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2015年至今金融科技深度融合阶段：运用人工智能、区块链、云计算、大数据等新兴技术，变革传统金融机构的运营效率和模式，从成本中心转变为利润中心。2015年，恒生金融云横空出世，创新业务踏上征程。2016年，公司积极探索区块链、智能金融等前沿技术，加入区块链超级账本项目(Hyperledger)。2017年，发布人工智能战略，推出八大人工智能产品，次年发布新八大人工智能产品。

图 2：恒生电子历史发展



资料来源：公司官网，川财证券研究所

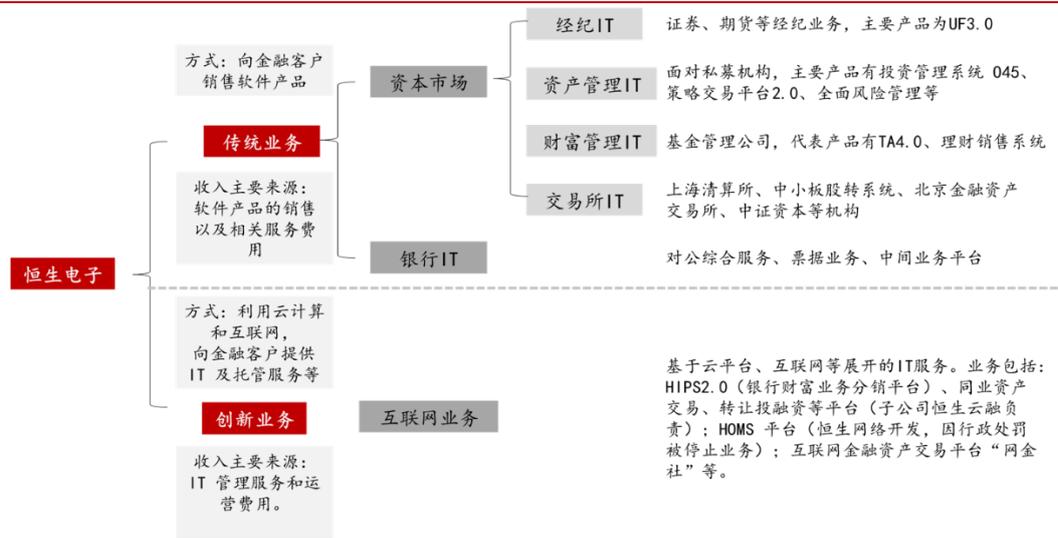
图 3：恒生电子产品线丰富，覆盖各个金融领域

| 证券 | 期货 | 私募 | 基金 |
|---------------|-----------------|----------------|---------------|
| 零售经纪业务解决方案 | 期货综合业务运营平台UF2.0 | OPLUS投资管理平台 | 专户子公司解决方案 |
| 机构经纪业务解决方案 | 期货极速交易系统UFT2.0 | i私募平台 | 公募业务解决方案 |
| 场外柜台市场解决方案 | 期货资产管理整体解决方案 | 估值核算和登记过户系统 | 投顾服务解决方案 |
| 证券资产管理解决方案 | 第三方基金销售整体解决方案 | PBOX专业投资交易服务系统 | 互联网金融业务解决方案 |
| 海外市场解决方案 | 银行 | CBS私募综合业务管理平台 | 投资管理平台 |
| 保险 | 综合理财产品线 | 交易所业务 | 产品募集平台 |
| 投资一体化平台 | 财资管理产品线 | 大宗商品供应链业务 | 客户服务及营销服务平台 |
| 产品募集平台 | 票据业务产品线 | 金控类企业集团业务 | 第三方基金销售整体解决方案 |
| 公募业务解决方案 | 资产管理产品线 | 地方金融基础设施业务 | 信托 |
| 第三方基金销售整体解决方案 | 存管监管产品线 | 国家级金融基础设施 | 信托TA系统 |
| | 网络金融产品线 | 其他 | 资产估值和会计核算系统 |
| | 支付结算产品线 | AMC | 资产管理系统 |
| | 应用集成产品线 | 新兴行业 | 资产清算系统 |
| | 运营外包 | 智能交通 | 营销服务平台 |
| | 微金融云 | 统一通信 | 风险管理平台 |
| | | | 监管报送平台 |

资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司的业务主要分为两部分，分别是传统业务和创新业务。传统业务指向金融客户销售软件产品，收入主要来源是软件产品的销售以及相关服务费用；创新业务指利用云计算和互联网，向金融客户提供 IT 及托管服务等，收入主要来源是 IT 管理服务和运营费用。传统业务主要包括资本市场 IT 业务以及银行 IT 业务。资本市场 IT 业务又可细分为经纪 IT、资管 IT、财富管理 IT 以及交易所 IT 业务。

图 4：恒生电子主要业务构成及代表产品

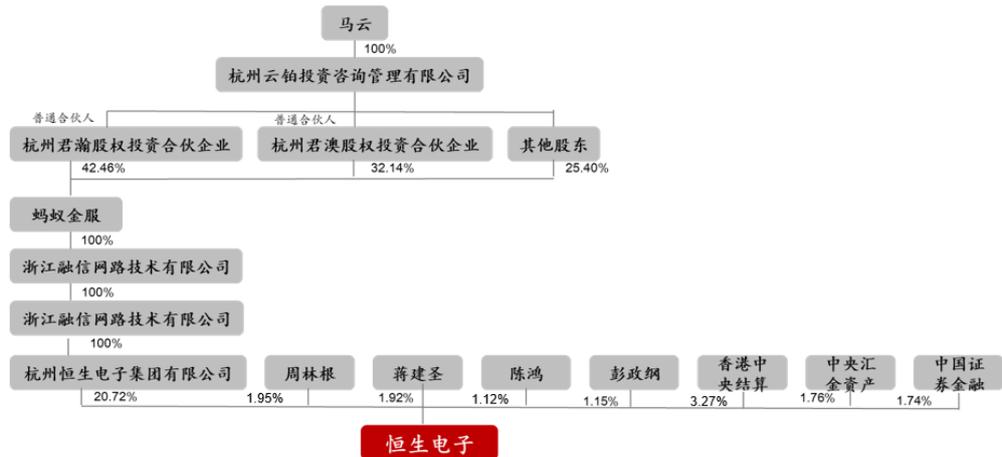


资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 股权结构：阿里系版图成员，控股股东为蚂蚁金服

控股股东为蚂蚁金服，持股比例为 20.72%。公司是在 B 端的金融布局，蚂蚁金服是在 C 端的金融布局。蚂蚁金服的优势在多年底层技术积累，以及 C 端大数据能力，可以协助客户精准营销，触达客户，重点是站在 C 端用技术去推进 B 端。恒生电子的优势是在 B 端机构，公司 20 多年服务 B 端客户，服务好客户的 C 端客户。恒生电子和蚂蚁金服的技术和应用存在差异的。

图 5：恒生电子股权结构



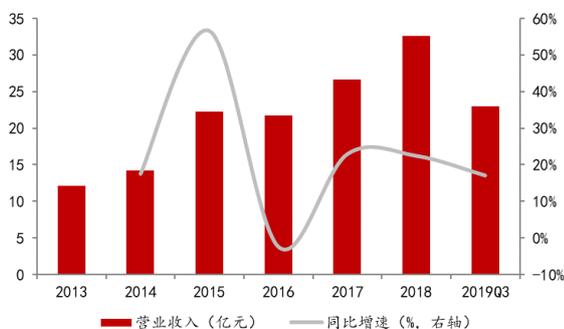
资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.3 财务状况：高毛利、高净利、重研发、稳增长

1.3.1 公司整体经营情况愈加稳健

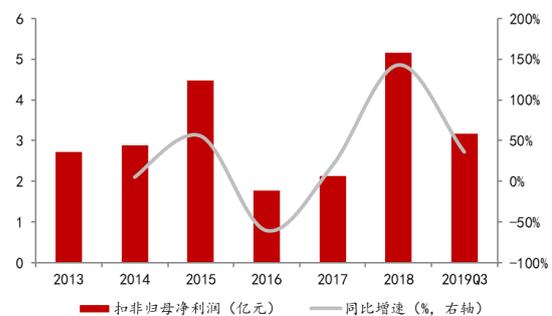
公司经历 2016 年的低谷后，营业收入和扣非归属母公司净利润企稳回升。2016 年公司营业收入负增长的原因：第一是 2016 年整体金融市场监管趋势加严，客户需求减少或推迟，第二是资本市场较低迷，导致经纪 IT 业务出现下滑。造成公司净利润下降的最主要的原因：第一是受到公司控股子公司恒生网络公司行政处罚合并报表，第二是收入预算未达标。2019 年上半年，受到资本市场回暖以及科创板筹备、资管新规政策落地、沪伦通开通等监管政策利好影响，公司上半年经营情况愈加稳健。公司上半年营收 15.24 亿元，同比增长 11.97%，扣非净利润 2.56 亿元，同比增长 14.55%。

图 6：恒生电子营业收入 2016 年后企稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：恒生电子扣非归属母公司净利润 2016 年后企稳

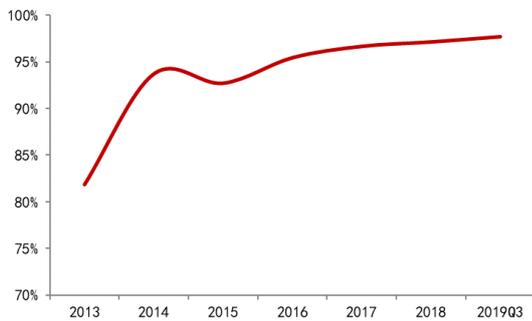


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

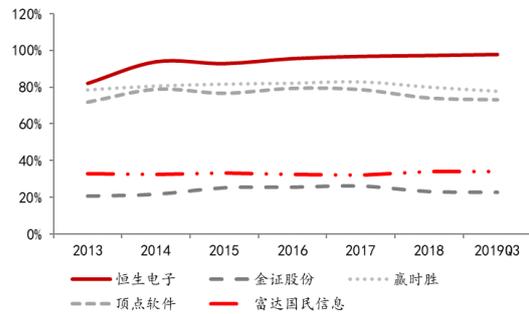
2016年后公司盈利能力企稳回升,公司净利率在2019Q3达到历史同期高点,毛利率稳步提升。近五年毛利率在90%以上并稳步提升,毛利率显著高于可比公司。2017年至今公司毛利率在整个A股排在前四名,剔除银行及非银金融公司,公司毛利率排名第一位。在经历2016年低谷期后,公司净利率水平稳步提升,2019年第三季度净利率水平达到了历史同期的高点,横向来看,公司净利率超越赢时胜和顶点软件,显著高于金证股份和美国金融科技巨头富达国民信息。

图 8: 近五年毛利率在 90%以上并稳步提升



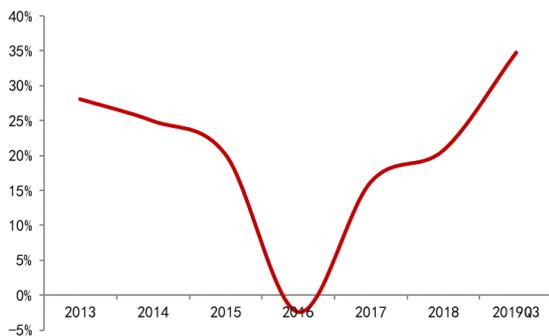
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9: 恒生电子毛利率高于可比公司



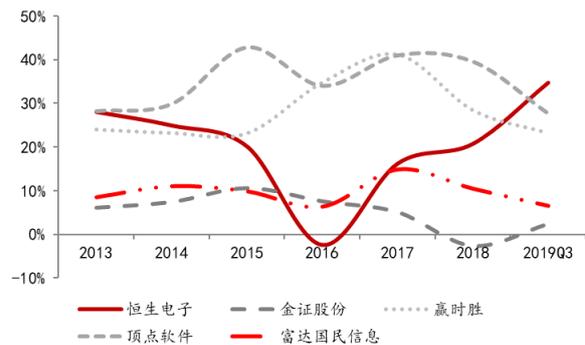
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10: 2019Q3 净利率达到历史同期高点



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 11: 2019Q3 净利率显著高于可比公司

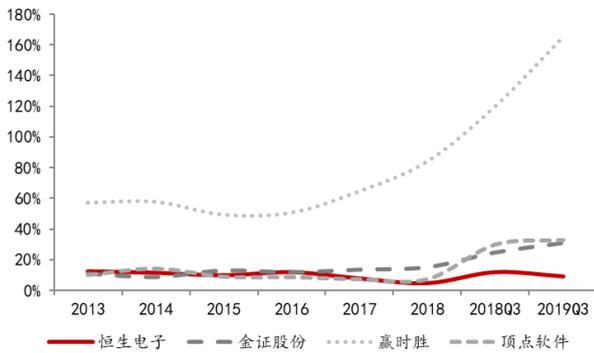


资料来源: Wind, 川财证券研究所

除了高毛利率、高净利率,公司应收账款占营业收入比例以及预收账款占营业收入比例,表明公司在软件行业乙方市场中,话语权较强。公司为金融科技领域领军企业,技术壁垒较高,应收账款占营收比在10%左右,显著低于可比公司,预收账款占营收比近50%,高于金证股份和赢时胜。

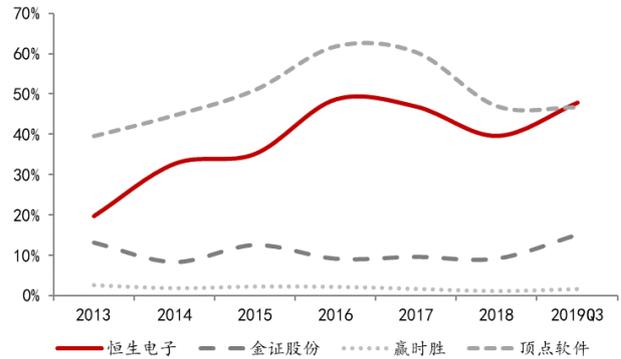
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 12: 应收账款/营收低于可比公司



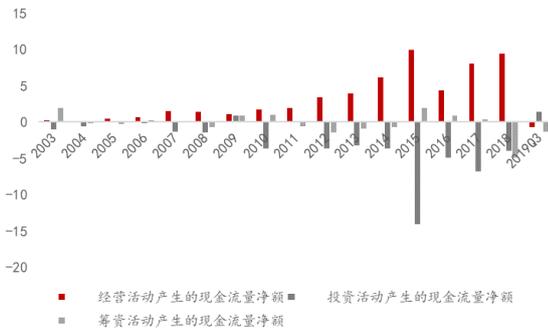
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 预收账款/营收高于金证股份和赢时胜



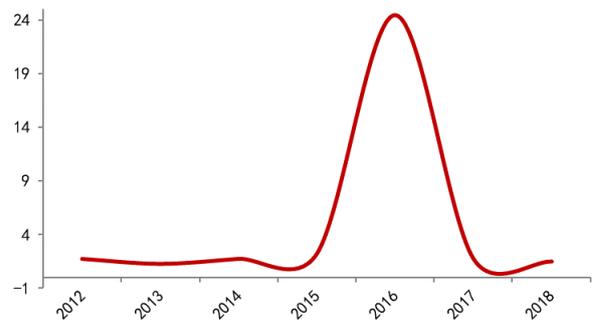
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 公司现金流情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 公司的利润和现金相匹配



资料来源: Wind, 川财证券研究所

经历 2016 年的业绩低谷后, 2017 年公司开始步入恢复成长期, 公司的 ROE 远远高于可比公司, 同时差距也在逐年扩大, 呈现出强者恒强的态势。从杜邦分析具体来看, 公司的销售净利率从 2016 年的 0.84% 一路攀升至 2019Q3 的 34.99%, 较 2018Q3 提升 16.62%, 超越赢时胜和顶点软件, 远远高于金证股份。作为轻资产公司, 恒生电子的资产周转率也保持在较高水平, 权益乘数低于金证股份、高于赢时胜和顶点软件。

表格 1. 恒生电子和可比公司杜邦分析

| 可比公司 | 杜邦分析 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2018Q3 | 2019Q3 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 恒生电子 | ROE | 21.65% | 20.22% | 20.87% | 0.76% | 17.22% | 20.64% | 11.53% | 22.99% |
| | 销售净利率 | 26.71% | 25.36% | 20.39% | 0.84% | 17.67% | 19.78% | 18.37% | 34.99% |
| | 资产周转率 | 0.58 | 0.53 | 0.64 | 0.51 | 0.51 | 0.54 | 0.34 | 0.36 |
| | 权益乘数 | 1.40 | 1.51 | 1.61 | 1.76 | 1.90 | 1.93 | 1.84 | 1.85 |
| 金证股份 | ROE | 17.47% | 20.16% | 24.02% | 17.08% | 7.86% | -6.62% | 5.30% | 5.45% |
| | 销售净利率 | 5.38% | 6.48% | 9.74% | 6.41% | 3.12% | -2.38% | 2.79% | 2.91% |
| | 资产周转率 | 1.35 | 1.27 | 1.05 | 1.18 | 1.10 | 1.17 | 0.82 | 0.79 |
| | 权益乘数 | 2.41 | 2.45 | 2.34 | 2.26 | 2.30 | 2.39 | 2.32 | 2.36 |
| 赢时胜 | ROE | 22.61% | 14.83% | 13.21% | 8.00% | 7.92% | 6.57% | 4.37% | 4.56% |
| | 销售净利率 | 23.99% | 23.19% | 23.36% | 34.50% | 38.82% | 27.82% | 24.93% | 22.82% |
| | 资产周转率 | 0.78 | 0.58 | 0.52 | 0.22 | 0.19 | 0.21 | 0.16 | 0.17 |
| | 权益乘数 | 1.21 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 1.07 | 1.14 | 1.11 | 1.17 |
| 顶点软件 | ROE | 27.03% | 26.38% | 27.98% | 16.14% | 14.46% | 12.13% | 5.87% | 5.52% |
| | 销售净利率 | 28.09% | 29.83% | 42.99% | 34.43% | 41.80% | 40.53% | 33.42% | 27.16% |
| | 资产周转率 | 0.66 | 0.59 | 0.47 | 0.35 | 0.27 | 0.25 | 0.15 | 0.17 |
| | 权益乘数 | 1.46 | 1.50 | 1.39 | 1.33 | 1.27 | 1.21 | 1.21 | 1.17 |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

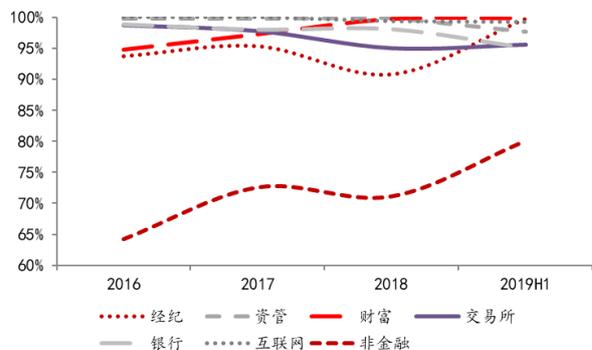
2018 年公司各项业务中经纪、资管、财富业务、互联网业务占比较高。2019H1, 经纪 IT 业务线收入同比几乎持平, 市场占有率进一步提升; 受益于科创板、证券市场回暖、资管新规实行, 公司资管业务发展平稳; 财富 IT 业务得益于存量的业务有较快增长, 市场拓展方面, 中标多家银行理财子公司 TA 项目。一方面交易所 IT 业务进一步加强在金融基础设施业务领域的投入; 另一方面积极开拓全国碳交易市场、产业供应链以及金控集团。毛利率情况, 2019H1, 公司经纪、财富、交易所、非金融业务的毛利率有所提升。

图 16: 经纪、资管、财富、互联网业务占比高



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 经纪、财富、交易所、非金毛利率提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

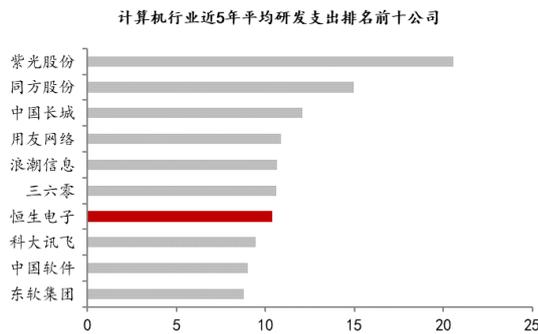
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.3.2 研发能力助力公司穿越牛熊市

公司研发投入主要分布在三个地方：研究院、研发中心、业务平台，研发产品和技术投向涉及核心产品如 UF3.0、O45、TA5.0、AM4、Jres3.0、人工智能、大数据、知识图谱、NLP 等。

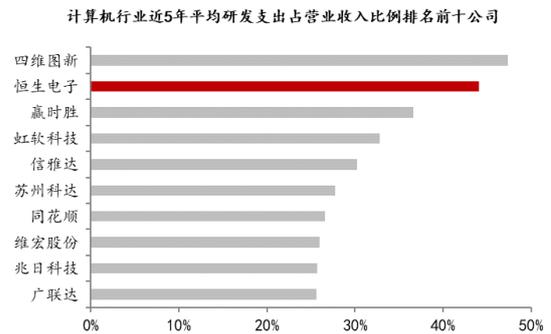
恒生电子的研发费用投入和研发人员数量均在行业处于领先水平，保证公司具有源源不断的创新能力。近五年计算机行业平均研发支出排名前十公司中，公司排名靠前，考虑到公司营业收入规模体量不同，统计计算机行业研发支出占营业收入比例排名前十的公司，恒生电子排名第二，仅次于四维图新，超过 40%，也远远高于金融科技可比公司。近三年来公司人员数量变化不大，目前，恒生公司拥有超过 7000 人的高素质专业队伍，其中研发人员占比 63%，客户服务的技术人员占比 26%，在规划咨询、软件开发实施、技术服务、系统集成及系统维护服务等方面，具备强劲实力和竞争优势。

图 18： 研发支出计算机行业排名靠前



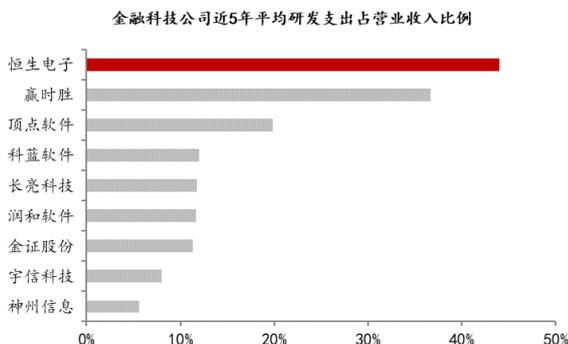
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 研发支出/营业收入计算机行业排名靠前



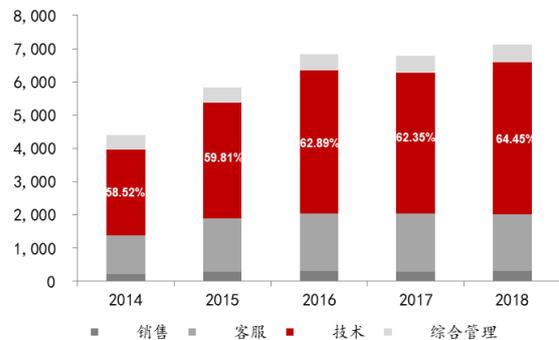
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20： 研发支出/营业收入金融科技排名第一



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 技术人员占比超过 60%

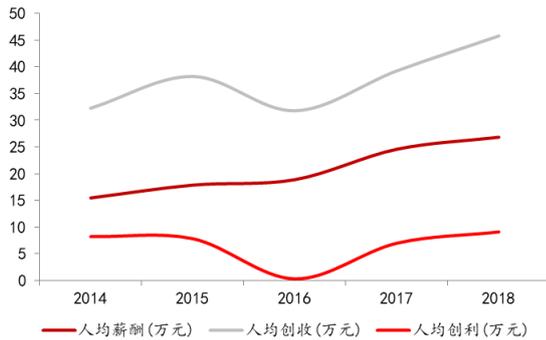


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

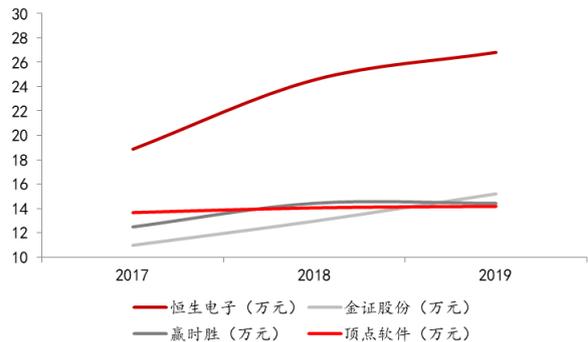
经过 2016 年低谷后，公司的人均创收、创利和人均薪酬稳步提升。人均薪酬保持市场上中等的增长，根据公开数据统计，在 TMT 同类上市公司里，公司人均薪酬水平线处于比较上游的位置，远高于金融科技可比公司。目前人员里硕士及博士以上学历有 500 多人，新增高学历、高技术人才也是薪酬增长的原因之一。

图 22：人均创收、创利和人均薪酬稳步提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

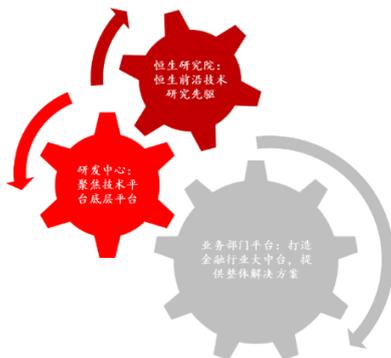
图 23：恒生电子人均薪酬高于可比公司



资料来源: Wind, 川财证券研究所

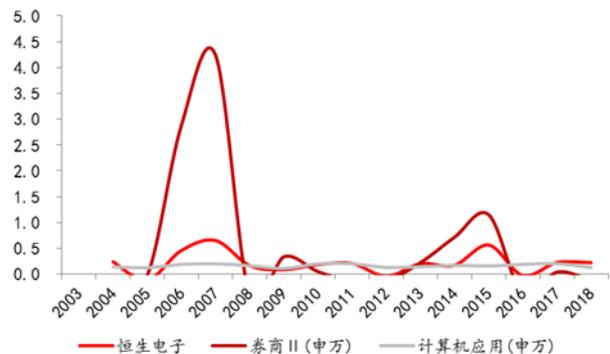
公司目前已基本形成了由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级研发架构体系。恒生研究院定位是恒生前沿技术的先驱；研发中心聚焦于技术平台和底层平台；各业务部门平台研发致力于提供整体解决方案。公司的营业收入情况呈周期性波动，与中国资本市场走势相似，未来公司创新业务将逐步崭露头角，预计恒生电子营业收入的周期性逐渐减弱、波动变小，研发能力助力公司穿越牛熊市，兼具周期成长性。

图 24：三级研究架构体系



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 25：恒生电子的周期性不断减弱



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

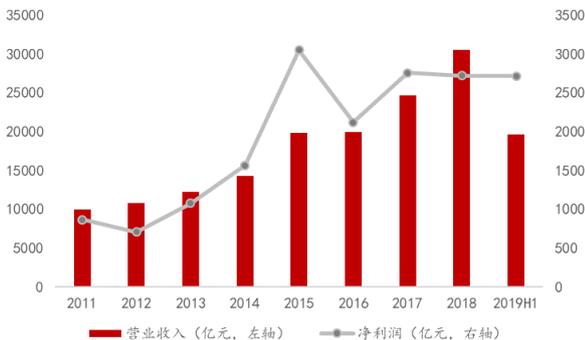
二、行业景气度提升，金融 IT 需求旺盛

2.1 资本市场 IT 需求增长动力不断

我们认为资本市场 IT 需求增长具有持续性决定公司的长期成长性。随着供给侧改革的不断深化，资本市场改革的进程也在不断加快，2019 年上半年，对公司经营产生重要影响的监管政策主要体现为科创板筹备与设立，科创板设立激活资本市场，同时刺激公司相关产品的客户需求，对公司经营和业绩产生重要影响。2019Q3，随着科创板收入开始确认，公司业绩加速释放。

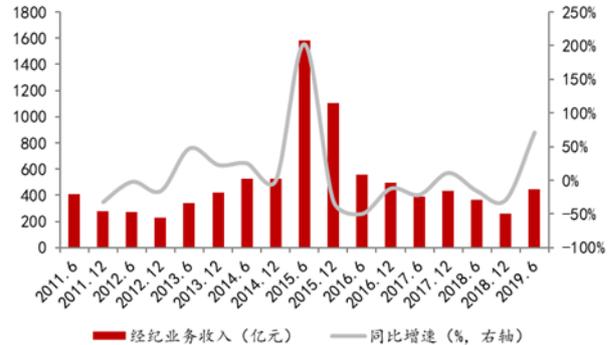
短期来看，受益于资本市场回暖，上半年 A 股证券整体的净利润已经接近去年全年水平，经纪业务收入大幅提升。与此同时，非银板块资本支出也呈现回暖迹象，金融科技作为后周期的行业，需求端具备增长动力。即使在 2018 年非银金融板块研发支出占比也在明显提升，表明在一定程度上金融机构对科技的投入超越资本市场的周期性，金融科技需求增长动力具有持续性。

图 26：上半年证券板块净利润接近去年全年



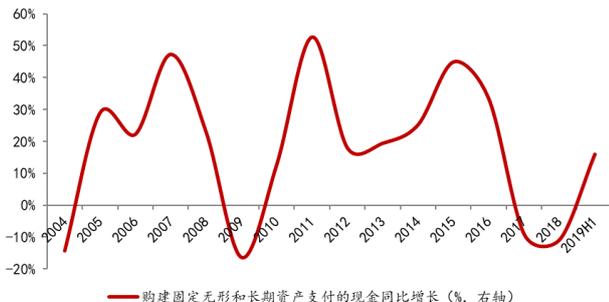
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：2019H1 经纪业务收入大幅提升



资料来源：证券业协会，川财证券研究所

图 28：非银金融板块研发支出占比明显提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：非银金融研发支出/营业收入明显提升

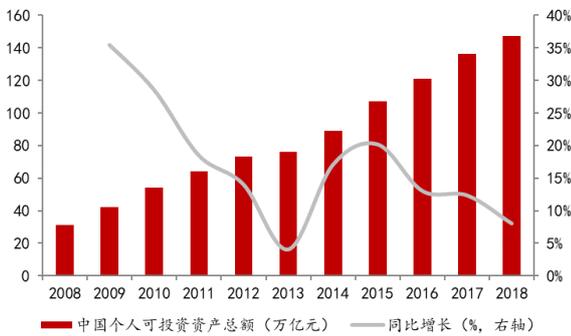


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

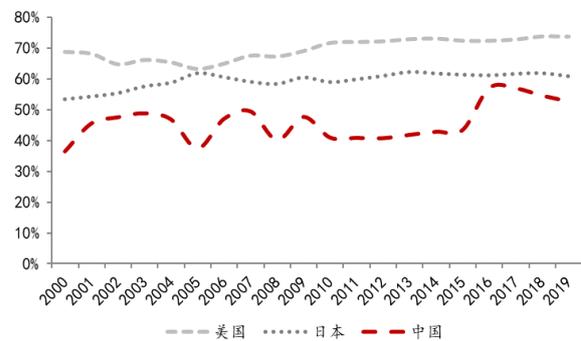
中长期来看，金融科技逐渐从成本中心转向利润中心，在思考金融科技需求的本质时更应从金融需求出发。**资金端财富管理需求：**在基数较大的前提下，2018年中国个人可投资资产总额保持8%的增长。与此同时，居民财富配置结构也在变化，据贝恩、波士顿咨询，我国居民财富配置主要集中在存款和房地产，比例超过60%，2014年到2018年，存款、股票占比有所下降，投资性房地产、银行理财产品、信托和基金占比有所提升。对比发达国家美国和日本，金融资产在我国家庭财富配置的比例较低，可以预见的是未来我国居民财富管理需求旺盛。

图 30： 中国个人可投资资产总额 CAGR12:13.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

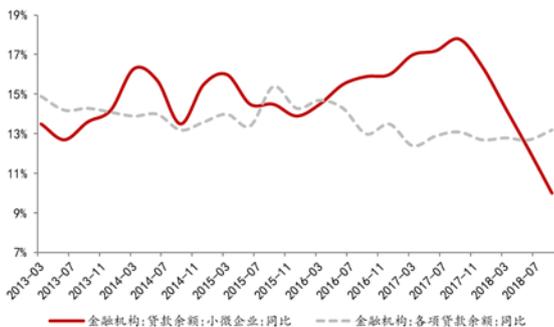
图 31： 中国金融资产/家庭总财富低于美国 21%



资料来源：Wind，川财证券研究所

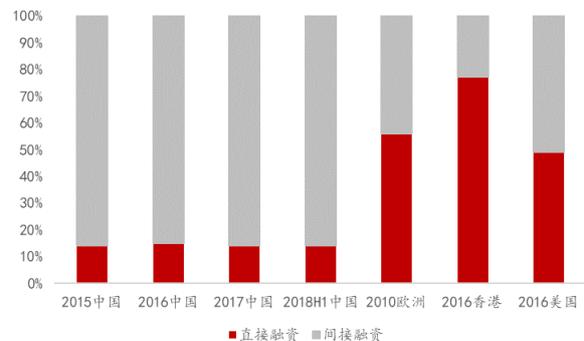
资产端融资需求：中小企业贡献50%的税收、60%的GDP、70%的发明专利和80%的城镇就业岗位，在市场主体中占比超过90%。在经济下行的背景下，银行对于中小微企业的贷款支持力度不足。我国主要金融机构对小微企业贷款增速从2017年9月开始下滑，截至2018年9月，增速降低至10%左右，同期金融机构各项贷款余额增速为13.2%。我国直接融资占比明显低于发达市场，表明资产端的融资需求较大。

图 32： 我国小微企业贷款占比很低



资料来源：Wind，川财证券研究所

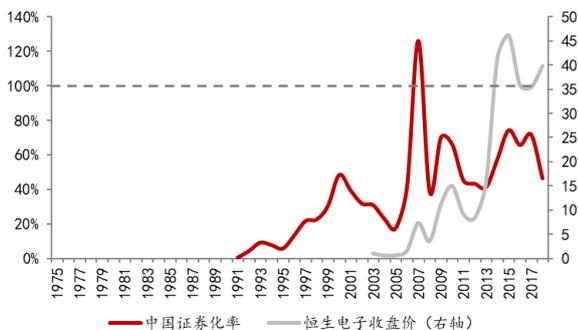
图 33： 我国直接融资占比低于发达市场



资料来源：Wind，川财证券研究所

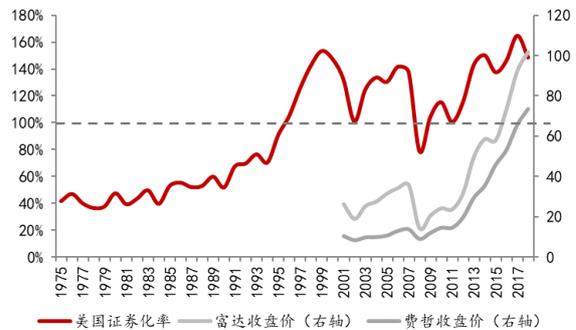
资金端的财富管理需求和资产端的融资需求缺口表明我国证券化率具有很大提升空间。横向对比来看，我国证券化率和美国四十多年前的证券化率相当，未来我国证券化率的大幅提升有望带动金融科技需求。我们用上市公司总市值占 GDP 的比率衡量证券化率，证券化率的高低可以反映资本市场的成熟度，自 1990 年开始，我国证券化率从不到 10% 一路提升，到 2007 年达到最高点 126.15%，2018 年回落到 46.48%，然而以美国为代表的发达资本市场的证券化率始终维持高位，从 1975 年 41.67% 一路攀升，不断刷新，2018 年高达 148.51%。随着科创板的创立、资本市场改革加速推进，未来我国证券化率有较大提升空间，将催生更多金融科技需求。

图 34：中国证券化率和恒生电子股价表现



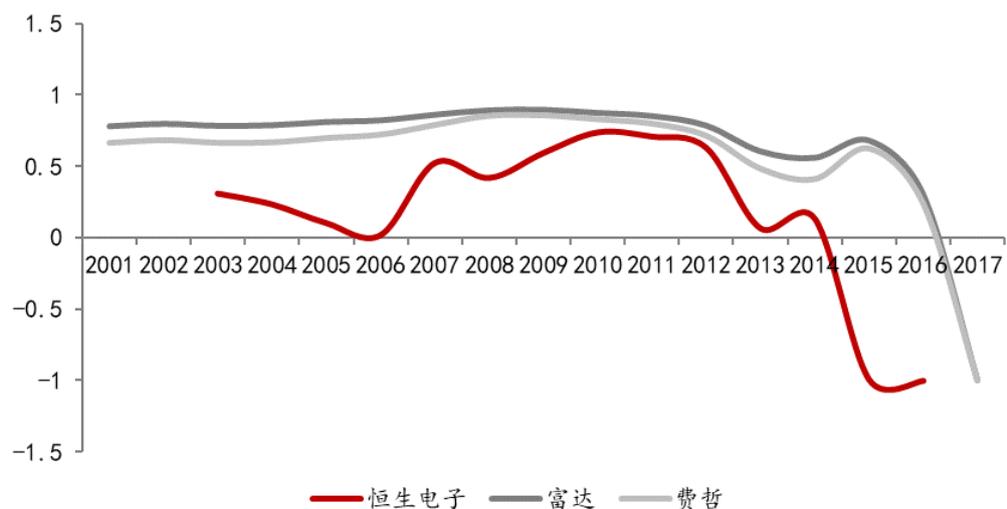
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：美国证券化率和富达、费哲股价表现



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36：恒生电子、富达、费哲股价和中美证券化率相关系数变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

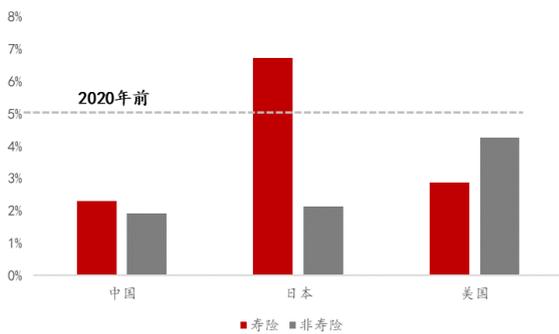
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

随着经济的增长，国民收入不断提高，居民保险消费稳步增长，我国保险行业迅速成长。据中国保监会统计数据，中国保险业保费收入由 2000 年 1,596 亿元提高至 2018 年 38,016.62 亿元，增幅达 2,381%，年复合增长率达 19.26%。

尽管中国保险市场规模增长迅速，但与发达国家市场相比保险深度和保险密度还处于较低水平。根据 Sigma 研究报告，2018 年中国寿险和非寿险市场保险深度分别为 2.30% 和 1.92%；2018 年中国寿险和非寿险市场保险密度分别为 221 美元和 185 美元。2016 年，中国保监会发布《中国保险业发展“十三五”规划纲要》明确提出到 2020 年，全国保险保费收入争取达到 4.5 万亿元左右，保险深度达到 5%，保险密度达到 3,500 元/人。

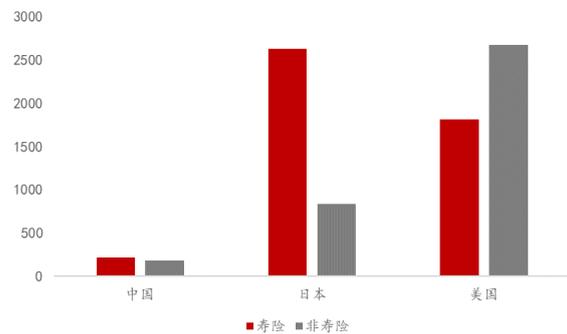
我国保险行业发展前景良好，保险 IT 需求激增。按照政策预测，2019-2020 年，全国保险保费收入预计达到 7000 亿元左右，寿险深度和非寿险深度分别提高 2.70%、3.08%，寿险密度和非寿险密度分别提高约 1950 元/人、2205 元/人。IDC 数据显示 2017 年保险 IT 投资规模 225 亿元，2022 年保险 IT 有望超过 420 亿元，解决方案市场约为 178 亿元。

图 41：中国保险深度和美国日本相比差距大



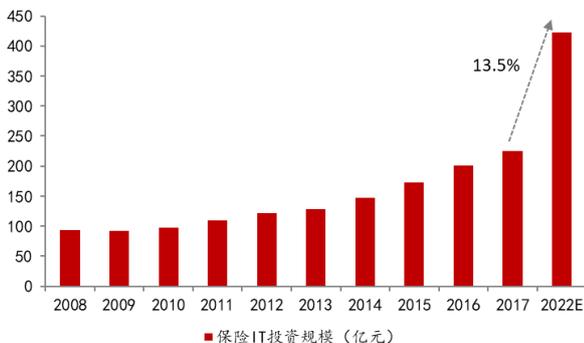
资料来源：瑞士再保险公司 Sigma 研究报告，川财证券研究所

图 42：中国保险密度和美国日本相比差距大



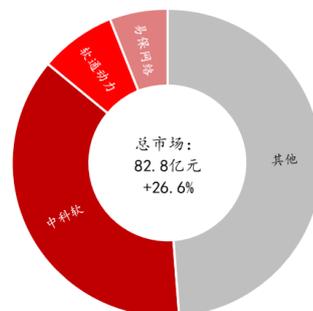
资料来源：瑞士再保险公司 Sigma 研究报告，川财证券研究所

图 43：2022 年保险 IT 市场规模约为 423 亿元



资料来源：IDC，川财证券研究所

图 44：2018 年保险 IT 解决方案市场竞争格局



资料来源：IDC，川财证券研究所

三、投资看点

3.1 红利：资本市场改革开放打开金融科技行业边际

3.1.1 内在驱动：资本市场改革

金融供给侧改革的背景下，资本市场改革的进程不断加快，打开金融科技行业市场边际。公司业务跟中国资本市场有非常密切的关系。资本市场改革和创新，都需要大量 IT 系统的支撑，对于证券公司、期货公司和基金公司来说，这些系统的建设属于刚需。我们需要认识的是资本市场改革创新已成为常态，每年都会产生新的需求，从而形成金融科技公司新的盈利增长点。

2015 年，《基金法》全面实施，基金专项资产管理子公司业务热情高涨；场外市场蓬勃发展，各类交易场所机构层出不穷。2016 年，金融行业进入合规之年，金融监管力度普遍增强。证监会修订《证券公司风险控制指标管理办法》，保监会对资金运用的监管日趋严格，对于互联网金融行业，国务院发布《互联网金融风险专项整治工作实施方案》。2017 年央行联合三会及外汇管理局发布资管新规。同时，各监管机构在各自管辖领域内发布一系列监管政策，对公募、银行、保险等其他金融领域存在的风险进行识别和防范，进一步强化监管的专业性、统一性和穿透性。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。

表格 2. 资本市场改革影响的业务

| 政策 | 时间 | 业务改造 |
|----------------|-----------|-----------|
| 开通创业板 | 2009.9 | 经纪、资管、交易所 |
| 融资融券 | 2010.3 | 经纪、资管 |
| QDII 升级 | 2009 | 经纪、资管 |
| ETF 基金推出 | 2011.11 | 经纪、资管 |
| 基金子公司 | 2012.3 | 资管、财富管理 |
| 券商资管新政 | 2012-2016 | 资管、财富管理 |
| 新三板 | 2013.12 | 经纪、资管、交易所 |
| 公募基金注册制和私募基金备案 | 2014.7 | 资管、财富管理 |
| 个股期权推出 | 2014 | 经纪、资管 |
| 投资者适当性新规 | 2017.7 | 财富管理 |
| 银行理财子公司 | 2018.12 | 资管、财富管理 |
| 资管产品净值化改造 | 2018 | 资管、财富管理 |
| 开通科创板 | 2019.6 | 经纪、资管、交易所 |

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.1.2 外部驱动：金融对外开放

近期，关于中国金融业对外开放政策频繁推出，金融开放进程加速。2018 年对外开放提速并推进沪伦通各项准备工作，以及发布 CDR 试点规则等，A 股也正式纳入 MSCI 新兴市场指数。我们认为金融业对外开放在带来更多市场参与者的同时，也会带来新型业务模式和技术应用，从而催生更多的金融科技需求，扩容金融科技市场规模。

表格 3. 金融对外开放步伐加快

| 政策 | 时间 | 具体内容 |
|---|---------|--|
| 易纲在出席博鳌亚洲论坛 2018 年年会“货币政策的正常化”分论坛时，宣布了进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表 | 2018. 4 | 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%，3 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是中国公司；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 4 倍，即沪股通及深股通每日额度从 130 亿元调整为 520 亿元人民币，港股通每日额度从 105 亿元调整为 420 亿元人民币；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；大幅度扩大外资银行业务范围；不再对合资证券公司业务范围单独设限，内外资一致；全面取消外资保险公司设立前需开设两年代表处要求。 |
| 郭树清在接受媒体采访时表示，银保监会拟于近期出台 12 条对外开放新措施 | 2019. 5 | 按照内外资一致原则，同时取消单家中资银行和单家外资银行对中资商业银行的持股比例上限取消外国银行来华设立外资法人银行的 100 亿美元总资产要求和外国银行来华设立分行的 200 亿美元总资产要求；取消境外金融机构投资入股信托公司的 10 亿美元总资产要求允许境外金融机构入股在华外资保险公司取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务需满足 30 年经营年限、总资产不少于 2 亿美元的要求；放宽中外合资银行中方股东限制，取消中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求鼓励和支持境外金融机构与民营资本控股的银行业保险业机构开展股权、业务和技术等各类合作允许外国保险集团公司投资设立保险类机构允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构按照内外资一致原则，同时放宽中资和外资金融机构投资设立消费金融公司方面的准入政策；取消外资银行开办人民币业务审批，允许外资银行开业时即可经营人民币业务；允许外资银行经营“代理收付款项”业务。 |
| 国务院金融稳定发展委员会办公室发 | 2019. 7 | 允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级鼓励境外金融机构参与设立、 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，推出 11 条金融业对外开放措施

投资入股商业银行理财子公司；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；支持外资全资设立或参股货币经纪公司；人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期，由原定 2021 年提前到 2020 年；取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定，允许境外投资者持有股份超过 25%；放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求；将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照；进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。

证监会发言人在例行新闻发布会上表示，将在 2020 年逐步取消证券公司、基金管理公司、期货公司外商持股比例限制

2019. 10

2020 年 1 月 1 日，取消期货公司外资股比限制；2020 年 4 月 1 日，取消基金管理公司外资股比限制；2020 年 12 月 1 日，取消证券公司外资股比限制。

国务院发布了关于进一步做好利用外资工作的意见：明年取消外资在金融领域的四大限制

2019. 11

《意见》中针对“加快金融业开放进程”，明确提出了以下几点，由人民银行、银保监会、证监会按职责分工负责。一是放开业务范围限制。全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，丰富市场供给，增强市场活力。二是放开准入条件限制。减少外国投资者投资设立银行业、保险业机构和开展相关业务的数量型准入条件，取消外国银行来华设立外资法人银行、分行的总资产要求，取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务的经营年限、总资产要求。三是放开股东范围限制扩大投资入股外资银行和外资保险机构的股东范围，取消中外合资银行中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求，允许外国保险集团公司投资设立保险类机构。继续支持按照内外资一致的原则办理外资保险公司及其分支机构设立及变更等行政许可事项。四是取消持股比例限制。2020 年取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资持股比例不超过 51% 的限制。

资料来源：Wind，川财证券研究所

据统计，到今年 4 月，共有来自 54 个国家和地区的 215 家外国银行在中国设立了 41 家外国银行法人机构，外资银行的营业机构已经达到 982 家。同时，还有 59 家外资保险机构和 14 家外资保险中介机构，在中国设立了 1800 多家分支机构。金融安全可控是大方向，根据证监会要求，外资金融机构进入中国需要使用国内交易系统，内部管理系统可以运用内部系统，但是连接交易所和中登公司的交易系统一定要运用国内厂商的系统。

公司凭借多年服务金融机构的经验更容易获得入华外资金金融机构的青睐。 11

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

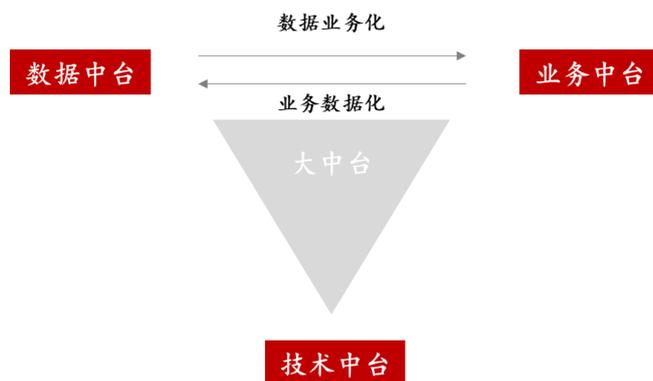
月 22 日，野村控股株式会社宣布，其外资控股合资证券公司，野村东方国际证券有限公司获得经营证券业务许可证。野村东方是日本最大的券商、也是金融科技公司，背后，恒生公司为野村东方国际证券提供一体化解决方案，项目是恒生外资控股新筹券商整体解决方案的第一家落地案例。

3.2 思变：Online 转型持续推进，大中台战略进一步落地

随着金融个性化时代到来，2018 年公司制定“online”主题战略，提出大中台战略，打造技术中台、业务中台及数据中台三位一体的大中台技术体系，2019 年公司继续推行 online 战略，全面推进技术架构 online 转型，全面拥抱互联网分布式架构以满足金融机构业务发展的需要。

未来公司将加大中台产品线的建设，包括技术中台、数据中台、业务中台以及共享中心的设立，加速核心产品开发和上线。大中台的建设是面向未来的决胜关键，是在线化重构的基础工作，实现快速迭代，提供千人千面的差异化服务。业务中台、数据中台、技术中台是倒三角关系，技术中台是底层部分，是基础；业务中台和数据中台是倒三角的两端，二者之间相互关联，需要将业务数据化和数据业务化。

图 45：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：恒生电子技术开放日，川财证券研究所

3.2.1 业务中台

双模 IT 的诞生：从工业化时代到互联网时代，客户成为商业竞争中心，快速响应、探索、挖掘和引领客户的需求决定企业生存和可持续发展，金融机构 IT 部门一方面保证现有核心业务安全稳定运行，另一方面需要研发新的系统适应

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

创新业务的快速发展。Gartner 在 2014 年提出双模 IT 概念，据此可以将金融机构系统分为两类：一个维稳一个图新，稳态模式（关注安全稳定，瀑布式开发）和敏态模式（关注创新探索，不确定的快速迭代和发布）。

业务中台的必要性：稳态后台创建之初是实现后端资源电子化管理从而解决企业的效率问题，出于成本、合规等限制，系统的升级非常谨慎，因此无法满足前端快速的相应，如果敏态模式的系统将大量的业务逻辑直接塞入系统，前台系统将不断膨胀，形成“烟囱式单体应用”。这时可以通过在稳态后台和敏态前台中增加一个中台，可以将“后台”中频繁变化或使用的业务逻辑以及“前台”中稳定通用的业务能力汇聚到“中台”，灵活地响应客户差异化的需求。

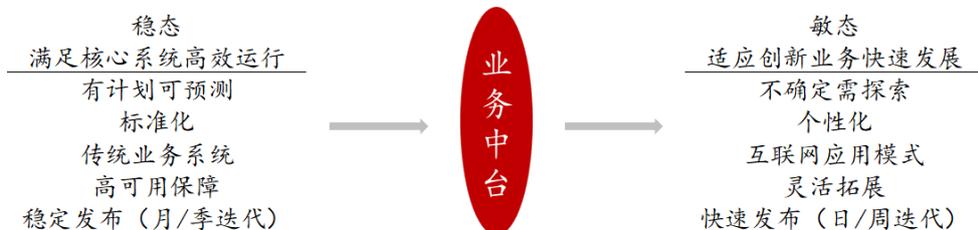
业务中台的业务中台在互联网领域发展 3-5 年，逐渐从互联网领域推广至制造业、金融业等领域，相比互联网电商领域，金融领域业务中台还处于相对初级的发展阶段。

图 46：双模 IT 应对“互联网+”挑战



资料来源：Gartner，川财证券研究所

图 47：双模+中台驱动技术发展



资料来源：恒生电子技术开放日，川财证券研究所

3.2.2 数据中台

数据中台从字面理解是位于前端数据应用与后端数据源之间的中间层，是为快速敏捷前端应用需求与相对缓慢的核心数据变化及复杂繁琐的数据维护之间提供适配。恒生数据中台发展部，借助于核心业务系统供应商的占位优势，致力于为资本市场各类金融机构提供一体化的数据中台解决方案，包括：一体化的平台建设、数据治理、大数据 AI 应用。

8 月 23 日，恒生电子重磅发布智慧金融的新基础设施——恒生数据中台 Powered by Alibaba Cloud。中台集成了阿里云新一代自动化数据资产构建与管理平台，将为资本市场各类金融机构提供一体化的数据中台解决方案，包括一体化的平台建设、数据治理和大数据 AI 应用。

图 48：恒生电子数据中台 Powered By Alibaba Cloud



资料来源：恒生电子 2019 年人工智能产品发布会，川财证券研究所

在数据中台的建设上，公司适合采取整体规划，场景驱动小步快跑的策略演进，比如：在业务数据中台领域，以统一监管报送、领导者驾驶舱作为应用场景落地；在用户大数据中台领域，以用户行为分析、个性化资讯推荐作为应用场景落地；在投研大数据中台领域，以智能资讯、量化特色因子加工作为应用场景落地。

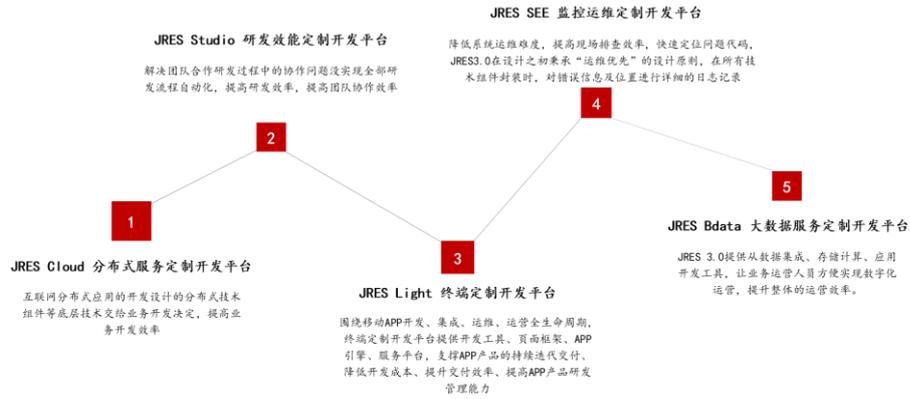
3.2.3 技术中台

互联网场景对金融产品提出更多要求，从而催生应用系统互联网化改造的需求。2019 年 5 月，公司联合蚂蚁金服、阿里云共同发布新一代分布式服务开发平台 JRES3.0 powered by ant，聚力三方能力，更好地推进数字金融发展。2019 年上半年新研发产品基于 JRES3.0 架构的比例大幅上升。JRES3.0 技

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

术平台是为了打造一个符合互联网分布式系统开发的 JAVA 开发技术平台，具备可复用 (Resume)、可拓展 (Extend)、高安全 (Security) 的特性，降低业务开发人员技术要求，提升开发效率及系统稳定性。

图 49：技术中台 JRES 3.0 五大功能平台



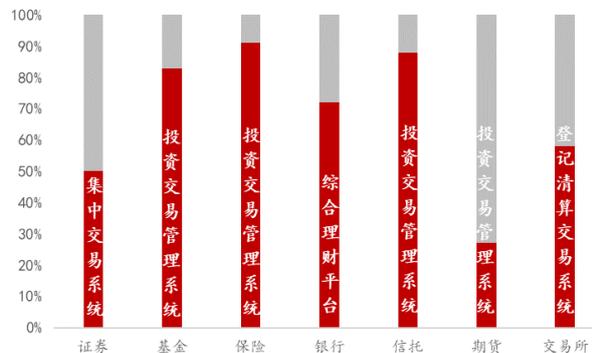
资料来源：恒生电子技术开放日，川财证券研究所

3.3 成长：竞争优势持续保持，前沿技术加速落地

3.2.1 市场份额持续扩大，传统业务优势保持

公司产品在业内一直处于领先地位。公司在券商核心交易系统，基金、保险、信托、期货投资管理系统、银行的综合理财系统、以及金融机构的 TA 系统等领域都有很高的市场占有率。除优势的核心交易应用系统外，恒生在很多其他的包括估值、清算、托管、理财、渠道等相关的应用产品线皆有涉及。伴随资本市场发展，金融机构系统日趋复杂以及越来越一体化需求的发展，恒生在核心交易应用系统的高市占率将逐步向周边辐射。2015 年以来金融监管趋严，投资者适当性管理及反洗钱等监管需求背景下，恒生的整体产品市占率进一步提升。

图 50：恒生电子市占率



资料来源：公司调研，川财证券研究所

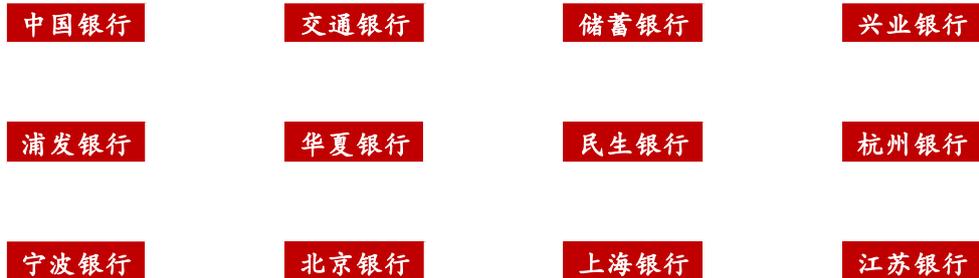
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

银行业本身 IT 自研能力较强，且对软件的所有权有较高要求，但鉴于云计算、人工智能、区块链等技术的快速发展，未来银行与 Fintech 公司的合作空间有望提升。

2019 年被称为“银行理财子公司元年”，截止 8 月 22 日，11 家银行理财子公司获批筹建，22 家银行理财子公司待批准，涉及理财产品总规模接近 20 万亿元，占行业理财规模近 90%。

恒生银行理财登记过户系统为商业银行及理财子公司提供理财产品份额登记过户、理财产品交叉销售、互联网金融机构对接服务，目前系统已成为理财子公司开业的标配。在理财子公司新规发布后，恒生理财登记过户系统先后配合中国银行、交通银行等多家公司成立理财子公司的商业银行筹备建设，其中，中银理财及交银理财已完成理财子公司开业工作，截至 8 月 27 日，恒生银行理财登记过户系统共获得 40 多家金融机构认可，在商业银行中的市占率接近 100%。2019H1，公司中标多家银行理财子公司 TA 项目，完成银行理财子公司 TA 系统的头部客户卡位。

图 51：部分恒生银行理财登记过户系统合作银行

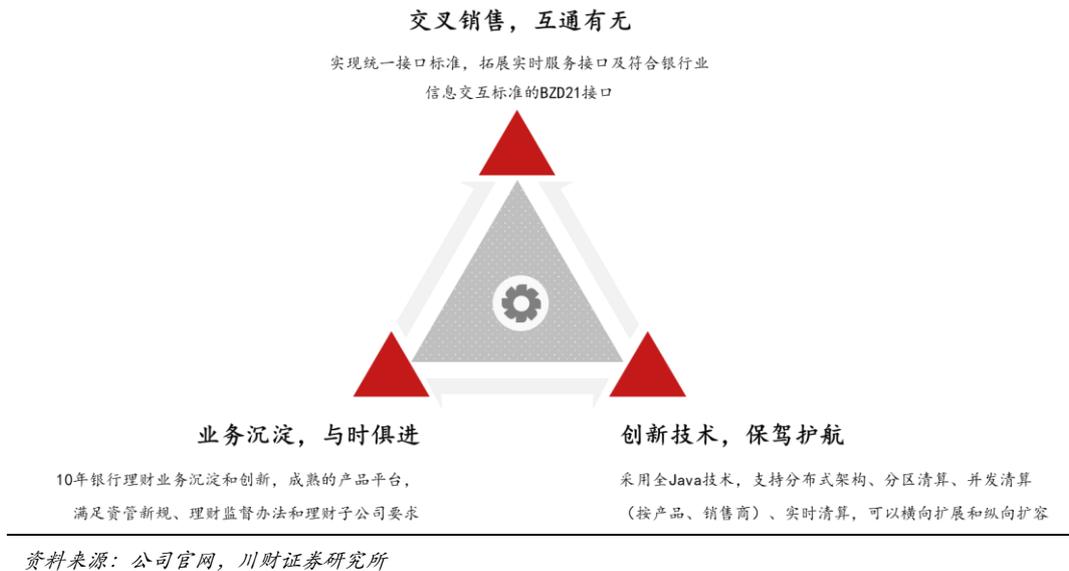


资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司在业内率先推出了覆盖销售管理、运营管理、投资管理、风险管理“四位一体”、端到端的银行资管/理财子公司整体解决方案。从理财子公司相应的 IT 系统建设的状况来看，大部分银行都会整体规划，按需分步分期建设。今年，公司的业务机会更多的集中在募集端，尤其是理财销售端的改造升级重构。上半年，恒生中标 20 多家 BTA 项目，完成成立或拟成立银行理财子公司的 IT 系统的客户卡位。为后续其他系统建设铺垫了基础，同时恒生不断加大理财子公司相关系统的研发投入，如投研一体化，主动营销主动风控等等，引入高端人才，提供从咨询、研发、运营一体化的服务。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

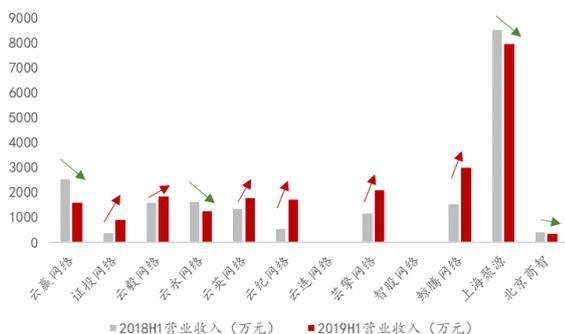
图 52：三大优势助力理财子公司业务发展



3.2.1 新兴技术落地，创新业务螺旋上升

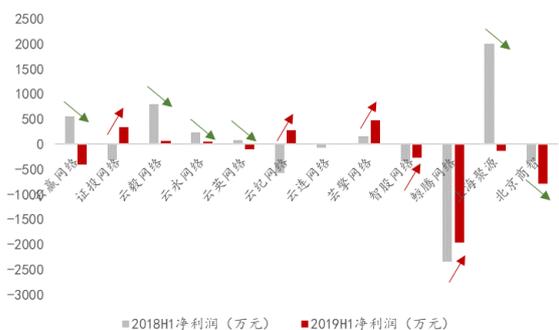
2019H1，互联网 IT 收入增长较为缓慢。创新业务方面，主要还是适应环境适应变化。上半年收入，一方面去年基数大，另一方面市场总是会有变化。其中目前收入占互联网业务整体收入比例较重的子公司主要有聚源、鲸腾、恒云。2019 年上半年聚源总体发展稳定。聚源应用数据库产品合同同比不断上升，同时抓住科创板等证券市场创新业务机会推出从数据库到产品端的整体解决方案。恒云科技 2019 年上半年收入同比增长较快，新产品 3.0 及新增的 C 端行情服务也在开发中。上半年完成架构变更新加坡全资子公司及深圳全资子公司的设立。鲸腾网络目前还在战略投入期，亏损收窄。GTN 平台业务方面，2019 年上半年 GTN 平台总体发展迅速，开放平台注册机构超过 2000 家，OPENAPI 服务连接机构持续增加，收入有明显上升。

图 53：主要创新子公司营收情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 54：主要创新子公司利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

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。而云计算技术则因为金融行业属性，应用仍受到相应的约束。区块链技术则仍处于摸索、论证的阶段。

在金融科技领域，公司成立云基础发展部为金融行业云及金融机构私有云建设、运营提供解决方案；成立数据中台发展部为金融机构提供大数据相关平台及应用解决方案；在人工智能领域，持续践行为金融机构提供实用好用的 AI 产品，在智能客服、智能资讯、智能投研领域产品成熟度与客户规模持续提升；同时，在面向金融行业的自然语言处理、知识图谱、区块链应用方面，积极参与行业合作，持续探索新的应用场景。

图 55：CMP 云管理平台



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 56：晓鲸产品应用场景



资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

区块链：恒生电子是在区块链领域布局最早的金融科技公司之一。恒生公司在**2015**年开始启动区块链研究，**2016**年专门成立的恒生研究院区块链工作室，并加入HyperLedger组织，成为金融区块链联盟（金链盟）发起单位。多年来，恒生在区块链技术及应用上持续探索。目前公司拥有独立的区块链研发团队，并已打造两大核心平台：**范太链平台、HSL平台**，已通过工信部标准院与信通院区块链标准测试，同时具备实用性、先进性、合规性等特点。公司已发布区块链相关领域专利**9**个，并在此基础上自主的研发及完成信用证业务、供应链金融、私募股权、电子邮箱、电子合同、用户成长、双录存证等业务场景。

表格 4. 恒生电子区块链落地场景

| 应用 | 介绍 | 影响 |
|-----------------|---|--|
| 范太链助力互联网法院取证 | 2018年6月28日，杭州互联网法院发布上线全国首个电子证据平台。 | 范太链平台作为首批电子证据服务平台接入互联网法院电子证据平台，提供电子数据存证服务，诉讼当事人诉讼需要的电子证据，互联网法院可直接向范太链平台调取该证据。 |
| 中国贸易金融跨行交易区块链平台 | 中国银行业协会牵头，11家头部银行及4家科技公司共同参与，旨在实现银行间贸易金融产品交易信息的标准化、电子化和智能化，打造全新的贸易金融生态圈区块链项目。 | 此平台已完整实现国内信用证、福费廷业务上链，其现有区块链底层完全由恒生提供服务。 |
| 港交所私募股权POC项目 | 港交所POC项目，将区块链技术引入数字资产的登记和交易结算，可以实现一个围绕股权资产的分布式、多方参与、共同维护的共享账本。 | 各参与方可以改变传统的资产管理业务模式，不再局限于由交易所提供中心化的平台服务，而是围绕各参与方需要交互的数字资产和关键证据，各自仅对各自的重点关注开展信息化。 |
| 天金所收益分享智能合约产品 | 天津金融资产交易所区块链项目，利用分布式账本技术创新并发布了应收账款业务的智能合约产品。 | 该产品将应收账款业务底层资产的形成过程、产品的形成过程上区块链。分布式账本的去中心化和防篡改功能增强了底层资产登记的可信性，其共识机制增加了市场各方对产品确权的认可度。 |
| 深圳文交所“文版通”系统 | “文版通”通过区块链智能合约技术实现文化资产的版通化、信息全节点存储、确保文化资产的流转有序、不可逆、不可篡改 | 实现了资产版通可在文版通的一二级市场进行预售认购、流转流通，在三级市场的交割兑换完整功能。 |
| 深圳文交所“文版通”系统 | 中安绿色供应链综合服务平台，由恒生为其打造，是一个综合性产业供应链服务平台。 | 该平台建立在恒生提供的区块链技术基础之上，无缝对接上中下游与金融机构，打造包含资金流、信息流、物流、票据流的“绿色供应链管理平台”。 |

资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、盈利预测

4.1 投资逻辑

恒生电子是中国领先的金融软件和网络服务供应商，公司始终聚焦金融主业，在行业内处于领先地位，2019 年公司已经连续 11 年入选 Fintech 100 全球金融科技百强榜单，排名 43 位，获史上最佳名次。公司控股股东为蚂蚁金服，直接纳入阿里系版图。高研发成就高净利率和高市占率，助力公司穿越牛熊市，兼具周期成长性。2016 年后，公司盈利能力明显回升，净利率高于可比公司。公司研发投入占营业收入比例高于可比公司，在整个 A 股中也是名列前茅。

资本市场 IT 增长动力不断，长期来看我国证券化率和美国四十多年前证券化率相当，未来我国证券化率大幅提升有望带动金融科技需求；短期来看 2019H1，A 股非银金融机构资本开支呈现回暖迹象，利好金融科技领军企业。证券 IT 和基金资管 IT 行业相对集中，银行 IT 市场和保险 IT 市场空间大，公司有较大发展空间。2022 年中国银行 IT 投资规模将突破 1500 亿元，解决方案市场规模将超过 880 亿元；保险 IT 有望超过 420 亿元，解决方案市场约为 178 亿元。

行业方面红利在于资本市场改革、金融对外开放有望打开金融科技行业边际，资本市场改革创新成为常态，每年都会产生新的需求，形成金融科技公司新的盈利增长点。金融业对外开放带来更多市场参与者、新型业务模式和技术应用，从而催生更多金融科技需求。公司层面看点在于思变和成长。2019 年公司继续推行 online 战略，大中台战略加速落地。未来公司持续提高更多产品的市场份额，保持传统业务竞争优势，推动新兴技术落地，创新业务实现更大突破。

市场担心科创板过后公司未来的业绩增长点。资本创新是一种常态，每年都存在市场的创新，2018 年是反洗钱，2019 年是科创板，每年有不同需求，作为金融科技领军企业，公司凭借 25 年深耕金融科技行业的经验以及强大的技术研发能力，更能抓住时代的机遇。

市场怀疑高市占率和高毛利率成为公司未来发展的桎梏。Online 战略下的平台化转型将帮助公司进一步抢占市场份额，同时中台建设过程中，公司把各领域解决升级到新的架构体系里，而且升级迭代是持续的、全局的。另外，公司的优势在于核心交易应用系统，可以进一步辐射周边，提高估值、清算、托管等相关的应用产品线市占率。Online 战略、中台战略对公司成本费用优化、研发效率提高提供潜在可能。

4.2 盈利预测

根据以上分析，我们对公司金融科技业务未来三年业绩预测做出关键假设：

- 1) 资管业务、财富业务：短期来看，资管新规、理财子公司的筹建为公司资管业务和财富业务贡献利润，长期来看，随着我国人均可投资资产的增加，对比发达国家美国和日本，金融资产在我国家庭财富配置的比例较低，可以预见的是未来我国居民财富管理需求旺盛，我国证券化率和美国四十多年前证券化率相当，未来我国证券化率的大幅提升有望带动金融科技需求。
- 2) 经纪业务：2019 年科创板、沪伦通等新的交易模式产生新的经纪系统改造需求，从长期看，券商经纪 IT 的需求主要受券商经纪业务占收入占比不断下降影响，未来随着证券交易佣金费率的降低与 A 股换手率的下滑，经纪业务 IT 长期来看将处于下滑趋势。
- 3) 互联网业务：2017-2018 年增速接近 70%，随着基数提高，市场变化，2019H1，公司互联网 IT 收入增长较为缓慢，但是云计算、人工智能、区块链等新兴技术和金融深度融合仍然是大势所趋，因此我们认为未来互联网业务还是呈现螺旋上升趋势。
- 4) 交易所业务、银行业务：这两项业务收入占比较低，总体而言，银行 IT 业务受制于需求和产品线发展速度的影响，短期内难以形成有效的突破，预计未来交易所业务和银行业务将维持稳定增长。

表格 5. 2016-2019Q3 公司各细分业务营收增速及未来三年预测

| | 营业收入（百万元） | | | | 营业收入增速（%） | | | | |
|-------|-----------|--------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | CAGR3 | 2019H1 | 2019Q3 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经纪业务 | 353.33 | 402.82 | 487.28 | 17.44% | 0.99% | 13.15% | 17.00% | 10.00% | 10.00% |
| 资管业务 | 644.15 | 857.91 | 1052.19 | 27.81% | 9.05% | 26.38% | 30.00% | 28.00% | 26.00% |
| 财富业务 | 418.70 | 549.77 | 787.19 | 37.12% | 27.08% | 14.26% | 25.00% | 23.00% | 21.00% |
| 交易所业务 | 114.44 | 100.37 | 104.54 | -4.42% | -14.59% | 5.43% | 8.00% | 5.00% | 2.00% |
| 银行业务 | 340.56 | 309.50 | 246.82 | -14.87% | 28.73% | 10.23% | 15.00% | 5.00% | 5.00% |
| 互联网业务 | 162.05 | 276.54 | 467.41 | 69.83% | 12.06% | 14.33% | 15.00% | 20.00% | 20.00% |
| 非金融业务 | 131.30 | 163.96 | 110.28 | -8.36% | -3.97% | 5.53% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |

资料来源：Wind，川财证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 40.59 亿元、50.01 亿元、61.25 亿元，归属母公司净利润分别为 10.04 亿元、12.03 亿元、14.82 亿元，EPS 分别为 1.25、1.50、1.85 元/股，对应当前股价为 72.81 元，PE 分别为 58.24X、48.63X、39.46X，我们看好公司在金融科技领域的领军地位，首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 6. 可比公司估值

| 代码 | 证券简称 | 收盘价 | 总市值 | P/E | | | EPS | | |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 600446.SH | 金证股份 | 18.32 | 157.63 | - | - | - | - | - | - |
| 300377.SZ | 赢时胜 | 10.57 | 78.45 | 34.31 | 27.85 | 22.71 | 0.31 | 0.38 | 0.47 |
| 603383.SH | 顶点软件 | 65.30 | 78.48 | 55.08 | 47.95 | 42.52 | 1.19 | 1.36 | 1.54 |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 17.27 | 83.21 | 61.24 | 37.36 | 28.15 | 0.28 | 0.46 | 0.61 |
| 300663.SZ | 科蓝软件 | 24.74 | 74.76 | - | - | - | - | - | - |
| 300339.SZ | 润和软件 | 12.24 | 97.48 | 26.03 | 20.64 | 16.50 | 0.47 | 0.59 | 0.74 |
| 300674.SZ | 宇信科技 | 22.90 | 91.60 | - | - | - | - | - | - |
| 000555.SZ | 神州信息 | 12.05 | 116.93 | 32.08 | 25.93 | 21.30 | 0.38 | 0.46 | 0.57 |
| 平均值 | | | 94.51 | 50.21 | 37.72 | 31.13 | | | |
| 600570.SH | 恒生电子 | 74.38 | 597.38 | 61.43 | 51.30 | 41.62 | 1.25 | 1.50 | 1.85 |

资料来源: Wind, 川财证券研究所 (除恒生电子外, 盈利预测来自 Wind 一致预期, 2019/11/29)

五、风险提示

1) 宏观经济不确定性；2) 金融科技监管政策面临的不确定性；3) 资本市场改革推进不及预期；4) 金融科技研发商用模式不及预期。

盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 3262.9 | 4059.2 | 5001.3 | 6124.6 |
| 减: 营业成本 | 94.5 | 86.3 | 98.3 | 117.4 |
| 营业税金及附加 | 43.4 | 66.2 | 81.6 | 99.9 |
| 营业费用 | 882.1 | 1217.8 | 1450.4 | 1714.9 |
| 管理费用 | 446.0 | 1897.3 | 2337.6 | 2862.7 |
| 财务费用 | 1.9 | -25.7 | -57.3 | -94.3 |
| 资产减值损失 | 131.1 | 131.1 | 131.1 | 131.1 |
| 加: 投资收益 | 256.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公允价值变动损益 | -23.4 | 513.0 | 480.0 | 480.0 |
| 其他经营损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业利润 | 701.1 | 1199.3 | 1439.6 | 1773.0 |
| 加: 其他非经营损益 | -1.4 | -65.8 | -65.8 | -65.8 |
| 利润总额 | 699.6 | 1133.5 | 1373.8 | 1707.2 |
| 减: 所得税 | 21.3 | 55.7 | 83.0 | 116.4 |
| 净利润 | 678.4 | 1077.8 | 1290.7 | 1590.8 |
| 减: 少数股东损益 | 33.0 | 73.7 | 88.3 | 108.8 |
| 归属母公司股东净利润 | 645.4 | 1004.1 | 1202.5 | 1482.0 |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 566.5 | 1790.9 | 3382.5 | 5103.3 |
| 应收和预付款项 | 191.9 | 563.5 | 365.3 | 771.4 |
| 存货 | 15.7 | 60.7 | 26.4 | 77.6 |
| 其他流动资产 | 2162.3 | 2162.3 | 2162.3 | 2162.3 |
| 长期股权投资 | 982.3 | 982.3 | 982.3 | 982.3 |
| 投资性房地产 | 29.1 | 25.4 | 21.7 | 17.9 |
| 固定资产和在建工程 | 470.4 | 271.2 | 72.0 | -127.2 |
| 无形资产和开发支出 | 470.7 | 451.9 | 433.0 | 414.2 |
| 其他非流动资产 | 1327.4 | 1286.2 | 1283.8 | 1283.8 |
| 资产总计 | 6216.3 | 7594.5 | 8729.3 | 10685.7 |
| 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付和预收款项 | 2047.0 | 2664.8 | 2842.8 | 3619.8 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他负债 | 755.0 | 125.4 | 125.4 | 125.4 |
| 负债合计 | 2801.9 | 2790.2 | 2968.1 | 3745.2 |
| 股本 | 617.8 | 617.8 | 617.8 | 617.8 |
| 资本公积 | 402.7 | 402.7 | 402.7 | 402.7 |
| 留存收益 | 2161.0 | 2886.3 | 3755.0 | 4825.6 |
| 归属母公司股东权益 | 3181.5 | 3906.9 | 4775.5 | 5846.1 |
| 少数股东权益 | 232.9 | 306.6 | 394.8 | 503.6 |
| 股东权益合计 | 3414.4 | 4213.5 | 5170.4 | 6349.7 |
| 负债和股东权益合计 | 6216.3 | 7594.5 | 8729.3 | 10685.7 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金净流量 | 937.1 | 1016.6 | 1440.1 | 1609.6 |
| 投资性现金净流量 | -393.7 | 460.1 | 427.1 | 427.1 |
| 筹资性现金净流量 | -486.8 | -252.2 | -275.6 | -316.0 |
| 现金流量净额 | 64.4 | 1224.4 | 1591.6 | 1720.8 |

| 财务分析和估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 97.1% | 97.9% | 98.0% | 98.1% |
| 销售净利率 | 14.8% | 26.6% | 25.8% | 26.0% |
| ROE | 20.3% | 25.7% | 25.2% | 25.4% |
| ROA | 7.9% | 14.6% | 15.1% | 15.1% |
| 成长能力 | | | | |
| 销售收入增长率 | 22.4% | 24.4% | 23.2% | 22.5% |
| 净利润增长率 | 71.4% | 123.4% | 19.8% | 23.2% |
| 资本结构 | | | | |
| 资产负债率 | 45.1% | 36.7% | 34.0% | 35.0% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.6 | 2.0 | 2.2 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.9 | 1.3 | 1.6 |
| 经营效率 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 存货周转率 | 6.0 | 1.4 | 3.7 | 1.5 |
| 业绩和估值 | | | | |
| EPS | 0.8 | 1.3 | 1.5 | 1.8 |
| BPS | 4.0 | 4.9 | 5.9 | 7.3 |
| PE | 90.6 | 58.2 | 48.6 | 39.5 |
| PB | 18.4 | 15.0 | 12.2 | 10.0 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004