



Research and
Development Center

证券资管 IT 龙头，公司竞争地位全面解析

—恒生电子（600570.SH）首次覆盖报告

2023 年 4 月 15 日

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号：S1500522110006
邮箱：
pangqianqian@cindasc.com

郑祥 计算机行业研究助理
邮箱：zhengxiang@cindasc.com

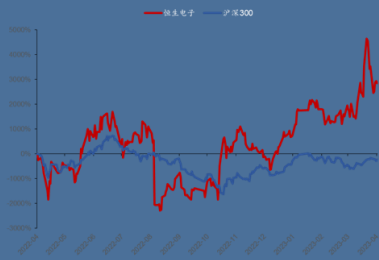
证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

恒生电子 (600570. SH)

投资评级 买入



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	50.50
52 周内股价	24.42-59.10
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	8.70
总股本(亿股)	19.00
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	959.5

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

证券资管 IT 龙头，公司竞争地位全面解析

2023 年 4 月 15 日

本期内容提要:

- ◆**证券资管 IT 市场具备长期持续成长性。**全面注册制、REITS 推行、银行理财子持续建设、外资进入等持续带来客户增量投入，市场改革推动带来的需求红利仍在持续。但需强调的是，收入增长的路径并不是只靠增加功能来实现这么单一，包括参数设置的优化、容量变化、风控、冗余度提升等等都是持续的价值提升点。
- ◆**我们认为恒生电子形成竞争优势的主要原因：**抓住下游行业的成长红利，明确的市场战略。以投资管理系统为核心，完善其他销售系统、估值系统产品线。始终坚持金融 IT 行业的大方向。
- ◆**竞争力分析：**相比同领域其他上市公司，公司产品线较全。非上市竞争对手通常专攻几个细分领域，进行差异竞争，也有产品线与恒生重合度大的公司，但非上市公司研发实力均较恒生有较大差距。券商 IT 实力有限，我们认为券商 IT 自研/输出对恒生构成的竞争不大，券商对打造研发平台有需求，恒生也快速推出 jres3.0 平台来满足客户定制开发的需求。
- ◆**对标分析 SS&C 的主要结论：**SS&C 的发展历史反映了美国证券资管 IT 市场持续成长性，我国的证券资管 IT 发展也处于产业较早阶段，我们预计将有更快的增长。相比业务较庞杂、并购带来经营不确定性的 SS&C，主要依赖内生稳健增长的恒生电子，或应享有更高估值。
- ◆**我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 76.86 亿元、93.05 亿元及 112.27 亿元，归母净利润分别为 18.06 亿元、23.44 亿元及 28.93 亿元。**公司为金融 IT 龙头公司，我们给予恒生电子 2024 年 60 倍 PE 估值。根据我们盈利预测数据，恒生电子 2024 年归母净利润为 23.44 亿元，对应 2024 年总市值 1406.4 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险提示：**1.若市场监管整体趋严态势不改，与交易量/金额挂钩的创新商业模式较难突破，或将影响行业客户创新业务的发展，进而影响公司业务增长。2.证券 IT 投入增长或受到股市交易规模波动影响，若股市波动较大，可能拖累公司证券 IT 收入。3.若金融信创推进不及预期，产品替换进程放缓，或将影响公司相关收入。4.行业竞争加剧，公司市场份额或受影响。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,497	6,502	7,686	9,305	11,227
增长率 YoY %	31.7%	18.3%	18.2%	21.1%	20.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,464	1,091	1,806	2,344	2,893
增长率 YoY%	10.7%	-25.4%	65.5%	29.8%	23.4%
毛利率(%)	73.0%	73.6%	74.6%	75.2%	75.5%
ROE(%)	25.7%	16.0%	21.0%	21.4%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.77	0.57	0.95	1.23	1.52
P/E	65.56	87.94	53.14	40.93	33.16
P/B	16.85	14.09	11.13	8.75	6.93

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价

目录

一.核心观点	5
二.恒生电子介绍：全领域金融 IT 服务商，多细分领域龙头	6
2.1 产品线全面布局，为客户提供全方位金融 IT 服务	6
2.2 股权结构清晰，激励计划调动员工积极性	7
2.3 财务指标分析：拐点已至，有望进一步释放利润	8
三.行业现状和发展空间	12
3.1 资本市场改革叠加业务需求增长，共同推动行业发展	12
3.2 证券资管 IT 市场仍具广阔发展空间	14
四.恒生电子境内市场竞争分析	16
4.1 恒生电子在证券资管 IT 领域的龙头地位逐步强化	16
4.2 境内证券资管 IT 市场，恒生电子的技术产品显著领先	16
4.3 券商 IT 自研的潜在竞争威胁不大	21
五.境外市场介绍及对标公司	23
5.1 中美证券资管 IT 市场格局差异及成因	23
5.2 美国证券 IT 市场主要参与者	24
5.3 对标公司 SS&C	26
六.公司的境外布局和发展空间	33
6.1 境外业务布局：立足中国香港，逐步拓展东南亚、日本、欧洲等市场	33
6.2 境外业务情况：近五年境外业务收入复合增长率达 27.38%	36
6.3 境外市场空间：境外业务进展领先，境外市场空间可观	37
七.恒生电子中台战略分析	40
7.1 中台的介绍和作用	40
7.2 恒生中台战略的目的和实践落地	40
八.盈利预测、估值与投资评级	44
8.1 盈利预测及假设	44
8.2 估值与投资评级	45
风险因素	45

表目录

表 1：我国金融对外开放政策	13
表 2：主要金融 IT 公司在资产管理 IT 领域各个阶段进展	16
表 3：四家上市公司证券资管 IT 产品线分布	17
表 4：恒生与主要的非上市证券资管 IT 厂商情况对比	18
表 5：非上市传统证券资管 IT 公司技术实力对比	19
表 6：2021 年头部券商自研实力与证券资管 IT 厂商对比	22
表 7：2022 年全球龙头 Fintech 公司业务及其收入情况	24
表 8：恒生电子 2014 年境外布局标志性事件	33
表 9：GTN 全球金融服务网络示意图	34
表 10：恒生电子通过兼并收购拓展境外布局	34
表 11：恒云科技产品示意图	35
表 12：境内证券 IT 与资管 IT 公司境外业务营收对比	38
表 13：三种路径帮助金融机构建立新的业务中台	41
表 14：数据中台：iBrain 功能与实现方式	42
表 15：公司分业务营收预测	43
表 16：PE 估值	44

图目录

图 1：恒生电子部分荣誉认证	6
图 2：恒生电子发展路径	6
图 3：恒生电子股权结构示意图	8
图 4：2022 年公司各业务收入占比（按产品）	9
图 5：2017-2022 年公司海内外收入占比变化	9
图 6：2017-2022 年公司营业收入（亿元）及增速（%）	9
图 7：2017-2022 年公司主要投入（亿元）及增速（%）	10
图 8：2017-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速（%）	10
图 9：2017-2022 年公司扣非归母净利润（亿元）及增速（%）	10

图 10: 公司毛利率变化.....	11
图 11: 公司研发人员 (个, 左轴) 及其占比	11
图 12: 销售、管理费用及研发支出规模 (亿元)	11
图 13: 研发费用率、销售费用率、管理费用率变化 (%)	11
图 14: 境外机构和个体持有境内债券总额保持高速增长 (亿元)	15
图 15: 三家上市公司营业收入 (亿元)	20
图 16: 三家上市公司收入同比增速对比	20
图 17: 三家上市公司技术人员数量对比 (个)	21
图 18: 三家上市公司研发投入对比 (亿元)	21
图 19: 三家上市公司净利率对比 (%)	21
图 20: 三家上市公司 ROE 对比 (%)	21
图 21: 2021 年美国银行与金融服务应用平台的市场格局	23
图 22: 中美证券市场运行机制比较	24
图 23: BlackRock Solution 收入变化 (百万美元)	25
图 24: SS&C 主要产品线	26
图 25: SS&C 成立近 30 年来的收入成长性变化	27
图 26: SS&C 1995 年以来的大型并购	28
图 27: 收购标的的收入及其定价依据	29
图 28: 2008 年以来收入及其增速变化 (亿元, 左轴)	29
图 29: 公司 2011-2017 年毛利率变化 (%)	29
图 30: SS&C Recurring Revenue 变化 (%)	30
图 31: SS&C EBITDA margin 变化 (%)	30
图 32: SS&C 2008 年以来综合毛利率的变化 (%)	30
图 33: SS&C 营业利润率对比恒生电子	31
图 34: SS&C 净利率对比恒生电子	31
图 35: SS&C 扣非归母净利润 (左轴) 及同比增速 (右轴)	31
图 36: SS&C P/S BAND 及其原因	32
图 37: “引进来、走出去、买下来”战略示意图	36
图 38: 2011 年至 2021 年境外业务收入与增速 (亿元)	37
图 39: 2011 年至 2021 年境外业务占总营收比例与增速	37
图 40: 公司 2015 年至 2021 年毛利率 (按地区分类)	37
图 41: 2021 年 SS&C 营业收入 (按地区分类) (亿美元)	38
图 42: 恒生电子技术平台迭代历程	40

一. 核心观点

- 1. 市场应关注资本市场改革与客户创新需求给公司带来的成长红利。**从监管改革上看，全面注册制的实施、内地与中国香港股票互联互通机制股票标的范围的进一步扩大等政策带来行业发展红利。此外，客户的IT创新需求也在日益增长：从应用上看，应用端的需求不断丰富，如量化交易越来越多，量化交易日渐成为机构的核心抓手，对系统速度性能有更高要求，产生急速交易系统的需求；从架构需求来看，为实现系统的快速迭代，系统开始由集中式架构向分布式架构转型。公司作为金融IT龙头公司，较早开始进行产品线布局，以投资管理系统为核心，不断完善其他销售系统、估值系统产品线，具备先发性优势，且公司产品线较全，有望充分享受资本市场改革与客户创新需求带来的增量。
- 2. 市场应关注公司境外市场的发展。**对比境内其他竞争对手，恒生境外业务的体量与布局有明显优势；但对标境外金融IT龙头公司SS&C，2022年SS&C境外业务营收占总营收比例高达20%，而恒生不足4%。恒生的境外业务仍有较大成长空间。
- 3. 市场应关注公司中台战略带来的效益。**恒生于2019年开展技术中台、业务中台、数据中台三大中台战略布局。对外，公司中台战略积极响应金融市场需求，用户客群逐步扩大。截至2019年，JRES3.0应用率已经达成93%。对内，公司中台战略有助于公司提质增效，从而提升收入的可预见性与持续性。

二. 恒生电子介绍：全领域金融 IT 服务商，多细分领域龙头

2.1 产品线全面布局，为客户提供全方位金融 IT 服务

恒生电子是一家以“让金融变简单”为使命的金融科技公司，总部位于中国杭州。1997 年成立，2003 年在上海证券交易所主板上市（600570.SH）。恒生聚焦金融行业，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解决方案和服务，为个人投资者提供财富管理工具。

公司作为金融 IT 领域龙头公司，已连续 15 年入选 FINTECH100 全球金融科技百强榜单，且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。

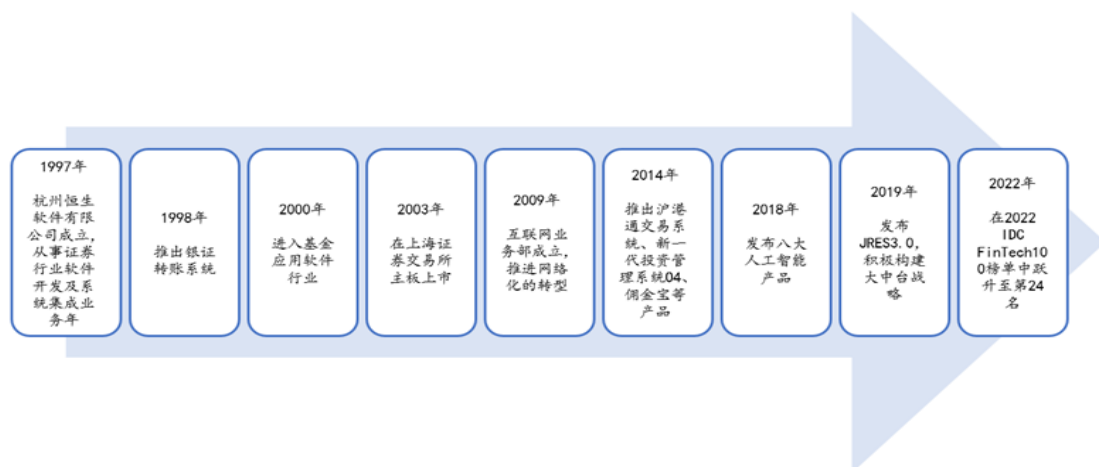
图1：恒生电子部分荣誉认证



资料来源：恒生电子官方网站，信达证券研发中心

恒生电子成立于 1997 年，最先涉足证券交易管理系统；2000 年前后开始逐步丰富公募基金相关产品线，此后拓展至资管行业。

图2：恒生电子发展路径



资料来源：恒生电子招股说明书，公司官网，信达证券研发中心

恒生电子将金融 IT 产品线划分为大零售 IT、大资管 IT、企金与保险核心与基础设施 IT、数据风险与基础设施 IT、互联网创新业务五个产品线。

2.1.1 大零售 IT 业务

大零售 IT 业务主要包含**证券经纪 IT、财富管理 IT 业务**。其中证券经纪 IT 业务主要服务的客户对象为券商经纪业务部门，核心产品为集中交易系统，主要功能为提供账户管理、资金清算结算、委托订单管理、接入服务（与交易所、中登等交互）等。财富管理 IT 业务主要服务的客户对象为银行、券商、三方等各类财富管理机构，基金、信托、保险资管等资产管理机构的营销、销售、客服部门，以及银行、券商托管外包部门，核心产品为资产配置、产品管理、理财销售、营销服务等系统，主要功能为财富规划建议、金融产品管理、理财销售交易、投顾业务运营、客户营销/服务、投资人服务等。

2.1.2 大资管 IT 业务

大资管 IT 业务主要包括**资产管理 IT、机构服务 IT 业务以及运营管理 IT 业务**。其中，资产管理 IT 业务主要服务的客户对象为证券、基金、保险、银行、信托等资产管理机构的投资研究、投资交易、风险管理等相关部门，核心产品为投资决策系统、投资交易管理系统等，主要功能为协助机构建设完整的投研流程，辅助基金经理进行投资决策，为交易员提供交易平台。机构服务 IT 业务主要服务客户对象为券商的机构业务部门，核心产品为机构服务相关业务系统，主要功能为支持券商向境内外机构客户提供投资交易、合规风控、低延时交易、代理交易、策略算法等相关服务。运营管理 IT 业务主要服务的对象为基金、券商资管、银行、信托、保险资管等资产管理机构的运营部门，核心产品为过户登记系统、估值核算与资金清算系统等，主要功能系为金融机构中后台部门提供运营保障。

2.1.3 企金、保险核心与基础设施 IT

企金、保险核心与基础设施 IT 业务主要核心产品为现金管理平台 and 票据业务产品、财险核心系统、非车核心系统等。

2.1.4 数据风险和基础设施 IT 业务

数据风险 IT 业务的主要客户服务对象为各类金融机构的风险管理部门、合规管理部门等，主要核心产品为数据中台产品、全面风险管理产品和合规管理产品，主要功能为数据治理、风险监控、合规报告、流程管理、信息报送管理、反洗钱服务等。技术平台 IT 业务主要服务各类金融机构的 IT 部门，主要产品与功能为数字化底座的升级改造，包括信创造配、互联网分布式微服务架构（JRES）、高性能数据库 LightDB、低延时分布式平台 LDP 等的研发与落地。

2.1.5 互联网创新业务

互联网创新业务主要包括恒生聚源、恒云科技、云毅网络等多家创新业务子公司。主要服务客户对象为境内外基金、证券、信托、期货、保险、新兴等各类金融机构，主要核心产品为一站式云服务解决方案、金融数据资讯服务等。

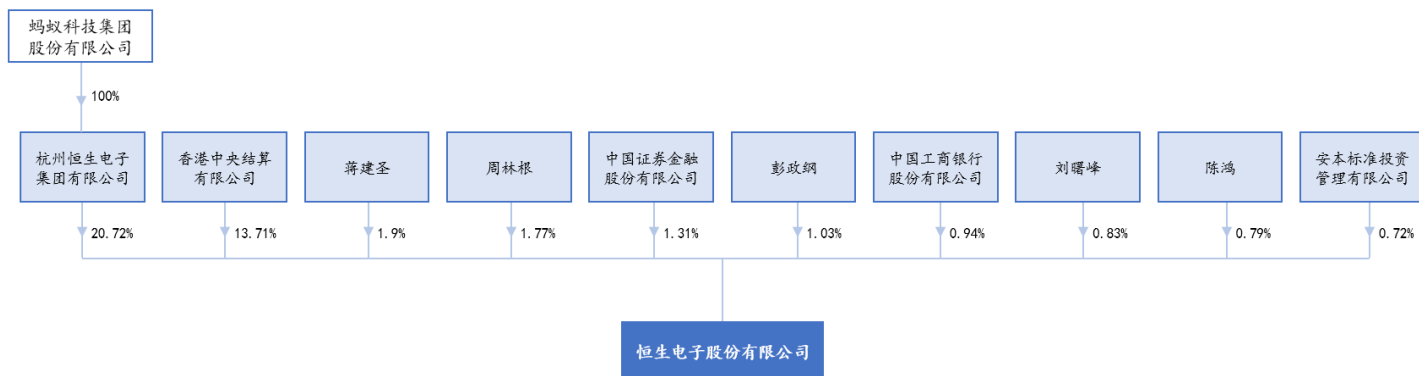
2.2 股权结构清晰，激励计划调动员工积极性

恒生电子上市前后由创始人主要持股（主要为黄大成、彭政纲等），创始人均为金融 IT 领域的技术骨干。2014 年 4 月，浙江融信完成对恒生电子集团 100% 股权收购。合计交易金额为 32.99 亿元。交易完成后，浙江融信通过恒生集团持有上市公司恒生电子 20.62% 股份，成为实际控制人。2015 年 6 月 8 日，蚂蚁科技集团获得浙江融信 100% 的股权，成为恒生电子的控股股东。同年 8 月，恒生集团通过二级市场购买方式增持了公司股份，增持后持股

比例约为 20.72%。

蚂蚁科技集团在云计算、大数据等方面拥有领先技术，互联网血液的注入为恒生电子提供了协同发展的可能。

图3：恒生电子股权结构示意图



资料来源：天眼查，信达证券研发中心，截至2023年4月

2020 年度员工持股计划：

恒生电子于 2020 年 12 月 9 日发布《2020 年员工持股计划管理办法》。持股计划拟认购股份数不超过 1000 万股，占计划发布时公司总股本的 0.96%。本次拟参加认购的员工总人数不超过 5500 人，募集资金总额上限为 4.5 亿元，受让价格为 45.3 元/股。该持股计划有望改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和 Company 竞争力，调动员工的积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展。

2022 年股票期权激励计划：

恒生电子于 2022 年 8 月 26 日发布《2022 年股票期权激励计划》。该激励计划拟向公司高管和核心技术人员共计 272 人授予股票期权 3200 万份，约占计划发布时总股本的 1.68%，行权价格 34.88 元/股。该计划于 2022 年 9 月 14 日首次授予激励对象 267 人 1666 万份股票期权，并将未来三个会计年度的相关经营数据作为考核指标。2022 年至 2024 年期间，公司每年收入增速需达到 15% 以上方可全额解锁激励股权。相比之前的持股计划，此次激励计划有望深度绑定核心员工利益，为公司未来发展奠定良好基础。

2.3 财务指标分析：控费初见成效，有望进一步释放利润

2.3.1 收入拆分

根据产品或服务的类型，公司将经营活动划分为如下几类业务板块：大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、银行与产业 IT 业务、数据风险与基础设施 IT 业务、企金、保险核心与基础设施 IT 和非金融业务共六大类。2022 年，大零售 IT 业务与大资管 IT 业务贡献营收占比位居前二，分别为 38% 和 31%。

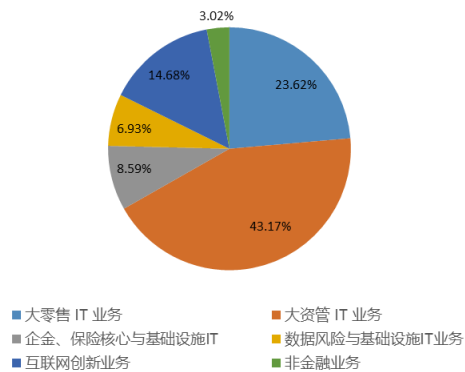
从地域来看：

公司收入仍主要来自于境内市场，2022 年境内市场营业收入占比为 96.37%。公司注重境外市场，2019 年公司境外市场营收占比一度到达 6.35%，受宏观因素影响下，近年有所下滑。我们认为，随着外部因素影响逐步削弱，公司境外市场营收有望得到提升。

营收增速:

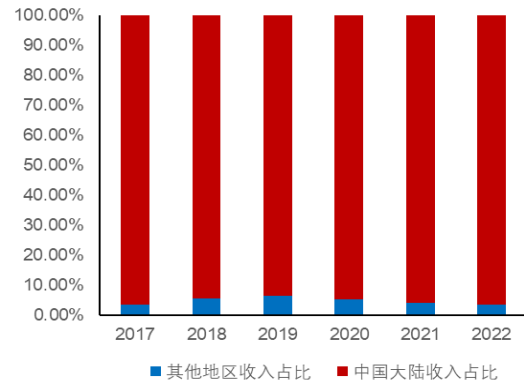
公司 2017-2022 年营收复合增速为 19.5%，在营收基数较大的情况下，仍保持不俗增速。

图4: 2022年公司各业务收入占比(按产品)



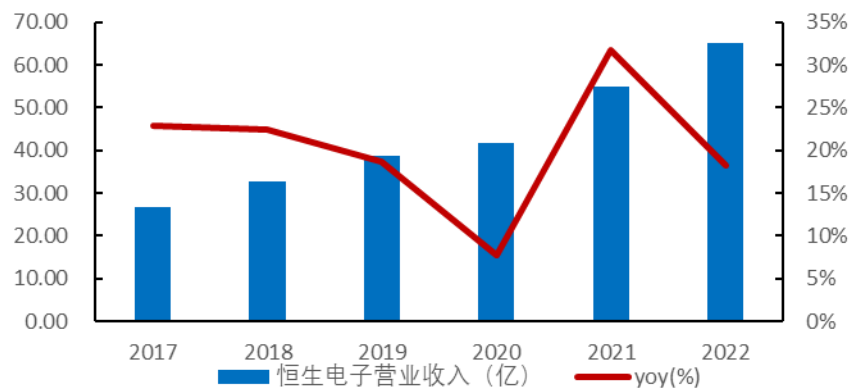
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图5: 2017-2022公司海内外收入占比变化



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

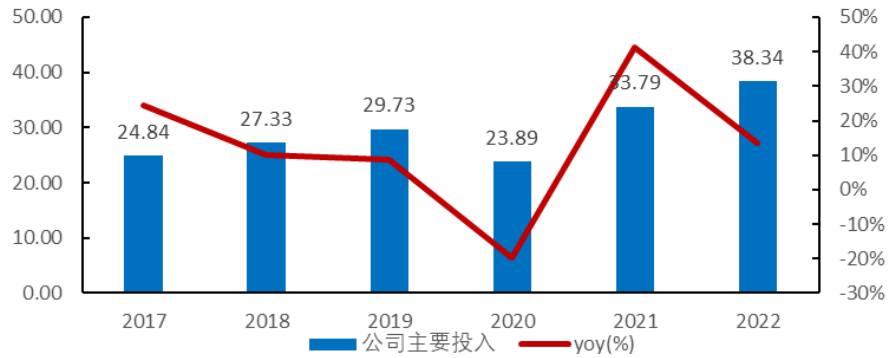
图6: 2017-2022年公司营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

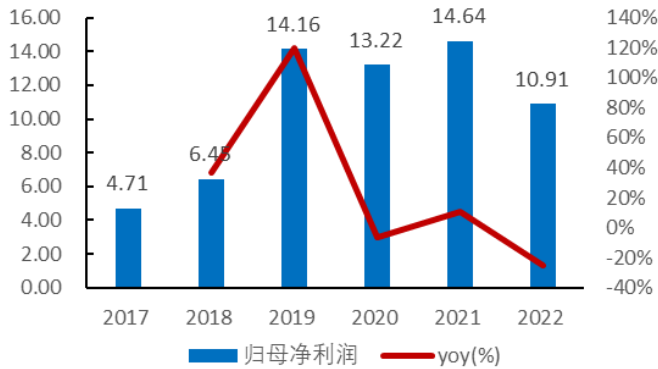
2.3.2 归母净利润及扣非归母净利润

作为软件公司, 公司投入与产出具有一定周期性。根据公司过去指标来看, 投入周期约 2-3 年, 期间利润增速会受一定影响; 在投入周期后的 1-2 年, 利润通常会有不俗增长。以销售费用、管理费用、研发费用之和作为主要投入指标, 公司在 2017-2018 年加大投入力度, 2019 年获得产出; 公司在 2019 年实现归母净利润和扣非归母净利润的大幅增长, 同比增长分别为 119.39%和 72.54%。2021 年, 公司进一步加大投入力度, 公司主要投入达 33.8 亿元。2022 年, 公司实现归母净利润 10.91 亿元, 同比下降 25.45%; 实现扣非归母净利润 11.44 亿元, 同比增长 20.90%。其中归母净利润下降系 2022 年资本市场波动, 公司所持有金融资产公允价值变动较大所致。2022 年, 在收入保持稳健增长的同时, 公司控费效果显著, 收入增速高于成本费用增速。我们认为公司降本增效已初见成效, 未来利润端有望得到进一步释放。

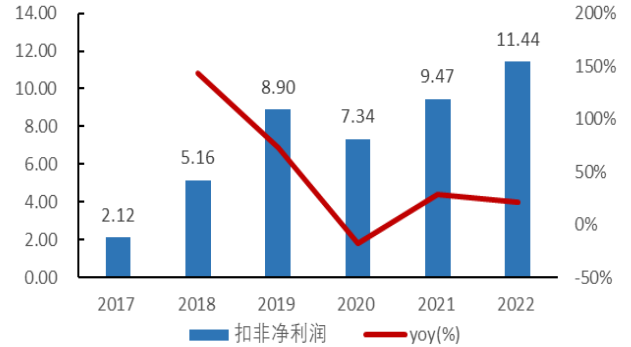
图7：2017-2022年公司主要投入（亿元）及增速（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：公司主要投入计算口径=销售费用+管理费用+研发费用

图8：2017-2022年公司归母净利润（亿元）及增速（%）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图9：2017-2022年公司扣非归母净利润（亿元）及增速（%）


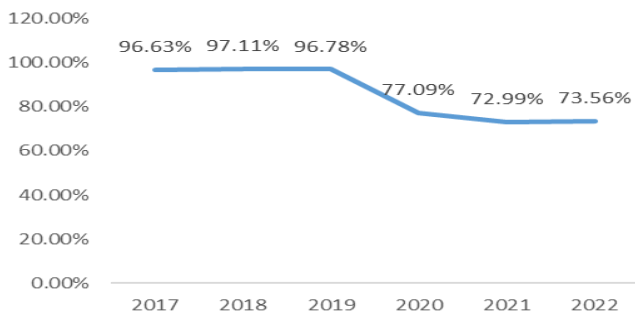
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2.3.3 毛利率及费用率

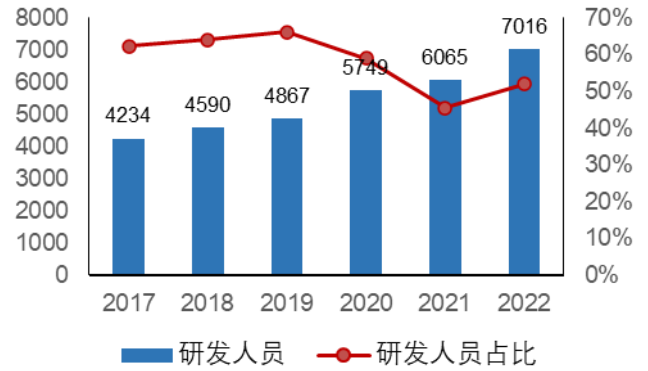
毛利率：根据公司2022年年报显示：公司综合毛利率为73.56%，在新收入准则实施后有一定下降，最近两年趋于稳定。

研发支出占营业收入比重始终保持较高比例：公司近五年研发支出占营业收入比例均在35%以上，且始终保持稳定的高研发投入。公司2022年的研发费用投入总计23.46亿元人民币，同比增长9.68%，占营业收入的36.09%。研发人员保持稳定增长，截至2022年，公司研发人员数量为7016人，占公司总人数比为52.07%。公司无论是研发人员数量还是研发费用投入均在业内处于领先水平，充足的研发投入有利于提升公司的创新能力。

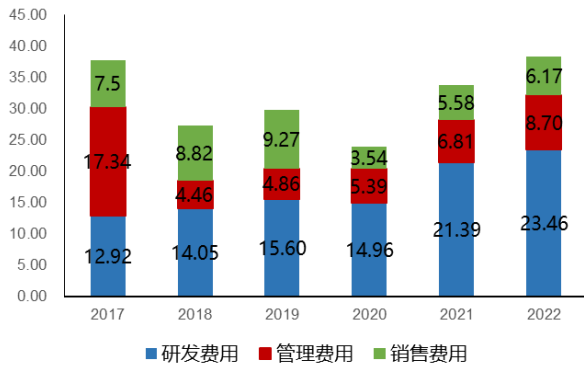
过去几年由于人员投入力度大影响了费用率及盈利表现，而软件公司的研发建设存在周期性，多数2-3年的时间为一个周期。因此，我们预计未来2年是公司研发成效产出，研发效率提升的阶段，预期净利率改善。

图10：公司毛利率变化


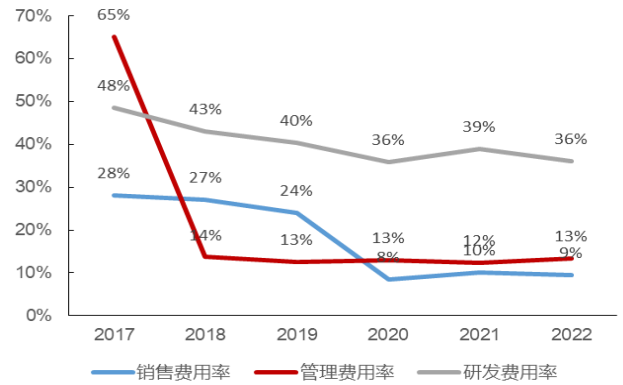
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图11：公司研发人员（个，左轴）及其占比


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图12：销售、管理费用及研发支出规模（亿元）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图13：研发费用率、销售费用率、管理费用率变化 (%)


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

三. 行业现状和发展空间

3.1 资本市场改革叠加业务需求增长，共同推动行业发展

3.1.1 资本市场改革带来行业发展红利

在资本市场改革和客户创新需求的双重驱动下，证券行业数字化转型进入全面加速阶段，广度和深度不断加大。从监管改革上看，全面注册制的实施、内地与中国香港股票互联互通机制股票标的范围的进一步扩大等政策带来行业发展红利。此外，客户的IT创新需求也在日益增长：从应用上看，应用端的需求不断丰富，如量化交易越来越多，量化交易日渐成为机构的核心抓手，对系统速度性能有更高要求，产生急速交易系统的需求；从架构需求来看，为实现系统的快速迭代，系统开始由集中式架构向分布式架构转型。据中证协数据显示，2021年证券行业IT总投入约338亿元，同比增长约20%。其中排名前10的券商投入约125亿元，占行业总投入的41%；排名前20的券商投入约198亿元，占行业总投入的65%。头部券商加大IT投入为行业增长提供动力。

证券资管IT作为可扩展性、安全性和可靠性不断提升的应用领域，收入增长的路径远并不是靠增加功能来实现这么单一，包括参数设置的优化、容量变化、风控、冗余度提升等等都是持续的价值提升点。

(1) 交易规则变化：全面注册制实施

2020年4月28日，中国证监会就创业板改革并试点注册制主要制度规则向社会公开征求意见。其中提到：放宽创业板涨跌幅限制（新股上市前5个交易日将不设涨跌幅、后续涨跌幅放宽至20%）；保持存量投资者适当性要求，对增量投资者进行风险相匹配的适当性要求；适应信息技术发展，便利投资者，取消现场签署风险揭示书的要求，投资者可以通过纸面或电子方式签署。

2023年2月17日，全面实行股票发行注册制正式实施。这一重大改革，意味着注册制推广到全市场。注册制会涉及到券商账户系统、集中交易系统、急速交易系统、融资融券系统、转融通系统、快速订单系统、做市系统、信息报送系统等十多套系统的改造，在买方端会涉及到投资交易系统、信息报送系统。

(2) 进一步深化内地与中国香港股票市场互联互通机制

2022年12月19日，中国证监会发布公告称，为促进两地资本市场共同发展，原则同意两地交易所进一步扩大股票互联互通标的范围。沪深股通标的范围调整为：市值50亿人民币及以上且符合一定流动性标准等条件的上证A股指数/深证综合指数成份股，以及上海证券交易所/深圳证券交易所上市的A+H股公司的A股。港股通方面，沪深交易所均表示，将在现行标的范围基础上，纳入市值50亿港元及以上的恒生综合小型股指数成份股，以及恒生综合指数中符合条件的在港主要上市外国公司股票。进一步加深互联互通有望带来更大的交易需求，市场的流动性、活跃度也有望随之上升，进而对券商交易系统的速度、容量有更高要求。

(3) 对外开放力度加大，外资机构设立

近几年来，金融对外开放政策陆续推出。其中：

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；

在2020年全面取消在华外资银行、证券公司等金融机构业务范围限制；取消证券公司、证券投资基金管理公司等金融机构外资持股比例不超过51%的限制。

2020年4月1日，外资机构对证券公司、基金和期货公司持股比例的限制放开后，贝莱德、路博迈两大外资巨头相继提交了设立公募的申请。

2020年6月18-19日，证监会主席易会满在陆家嘴论坛上提到：将继续鼓励和支持外资金融机构设立或控股证券基金期货机构。

2022年7月4日，中国人民银行启动中国香港与内地互换通，在债券通基础上，境内外投资者通过中国香港与内地金融市场基础设施的连接，参与两地金融衍生品市场，这一机制性安排有利于满足投资者利率风险管理要求。

随着外资金融机构的进入，有望进一步带来资本市场的IT系统建设需求。

表 1：我国金融对外开放政策

时间	部门	政策	内容
2019年7月20日	国务院	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	<ol style="list-style-type: none"> 1.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； 2.鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司； 3.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； 4.允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司； 5.支持外资全资设立或参股货币经纪公司； 6.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； 7.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%； 8.放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求； 9.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； 10.允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照； 11.进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。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。
2019年9月10日	商务部	-	经商务部批准，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）（以下合称“合格境外投资者”）投资额度限制。
2019年11月7日	国务院	《进一步做好利用外资工作的意见》	在2020年全面取消在华外资银行、证券公司等金融机构业务范围限制；取消证券公司、证券投资基金管理公司等金融机构外资持股比例不超过51%的限制。
2022年7月4日	中国人民银行		<ol style="list-style-type: none"> 1.启动中国香港与内地互换通，在债券通基础上，境内外投资者通过中国香港与内地金融市场基础设施的连接，参与两地金融衍生品市场。 2.建立人民币与港币间的常备互换安排。将双方自2009年起建立的货币互换安排升级为常备互换安排，协议长期有效，互换规模由原来的5000亿元人民币/5900亿港元扩大至8000亿元人民币/9400亿港元，以进一步深化内地与中国香港金融合作，更好支持中国香港国际金融中心建设，推动中国香港离岸人民币市场稳健发展。

资料来源：中国政府网、商务部官网、中国人民银行官网、信达证券研发中心

3.1.2 业务创新类需求带来增量

从应用上来看，应用端的需求也不断在丰富，如量化交易越来越多，量化交易日渐成为机构的核心抓手，对系统速度性能有更高要求，产生急速交易系统的需求；以及需要人工智能技术打造智能投顾业务的需求。

从架构需求变化来看，证券未来的发展面临两个方向：机构化和财富管理转型。机构化需要基于不同的客户提供个性化的服务；而财富管理转型则需要券商在经纪业务的基础上，扩展财富管理业务，更好地服务投资者。无论哪种需求的实现，都需要将经纪业务的客户运营起来，需要系统可以实现快速迭代作为基础。即需要从传统的SOA架构到云原生微服务架构的转变、从集中式架构到分布式架构的转变。

另外客户需要构建平台化、体系化 IT 系统，实现各个环节数据流畅打通，内外部资源整合共享，从而提高内部运营效率。

3.2 证券资管 IT 市场仍具广阔发展空间

3.2.1 我国资管业务规模整体呈上升趋势

根据中国证券投资基金业协会数据，截至 2021 年年末，我国资产管理业务总体体量达 67.87 万亿元；2014-2021 年期间 CAGR 达 19.2%。资管业务包含私募基金、公募基金等产品，从产品数量上看，我国各类型资管产品数量由 2014 年的 34540 只上升到 2021 年的 167961 只。据中证协数据显示，截至 2021 年年末，证券行业为客户开立 A 股资金账户数为 2.98 亿个，同比增加 14.89%。结合以上数据来看，我国资产管理业务规模整体呈上升势头，且投资者数量也在不断增长。因此，我们认为，未来我国资管规模及投资者数量有望持续增长，从而带来更加旺盛的证券资管 IT 需求。

3.2.2 持续拓展新赛道，如发力债券市场

随着我国金融业开放步伐不断加快，债券市场对外开放程度不断加深，债券发行与管理的需求有望逐步释放，恒生作为境内布局债券业务领域的先行者，有望获得广阔的市场成长空间。

(1) 对内放宽限制条件

近年来，放宽银行等主体参与交易所债券市场的限制的文件陆续出台，或将进一步刺激银行等相关主体对债券交易系统与平台的需求。

2020 年 1 月 15 日，沪深交易所分别联合中国结算发布了《关于银行参与交易所债券交易结算有关事项的通知》，对一行两会 81 号文进行了细化和补充，政策性银行、国家开发银行、国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行及境内上市的其他银行，可以进入沪深交易所进行债券和资产支持证券现券的竞价交易、和以债券和资产支持证券作为投资标的的基金的认购、申购、赎回与交易等。这意味着时隔多年直连交易所交易资格申请再次放开，对恒生电子来说，在拓展银行投资渠道、加强与交易所业务合作上有着积极的意义。

(2) 对外放宽准入限制

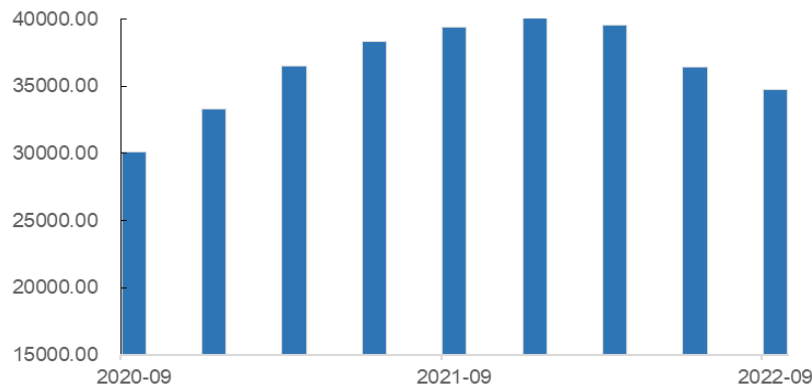
2017 年“债券通”开放，成为继“QFII”、“RQFII”之后境外投资者持有我国债券的全新模式。“债券通”操作方便，备案时间更短，提升了境外投资者持有我国债券的便利程度。当年，境外机构显著增持中国债券，截至 2022 年年末，合计持有规模超过 3 万亿元。

2020 年 9 月 1 日开始试运行的银行间债券市场直投模式下直接交易服务（CIBM Direct 直接交易服务），是继债券通之后，银行间债券市场对外开放的又一重要创新。

为进一步推动银行间债券市场开放发展，上清所发布“自 2020 年 9 月 21 日起延长银行间现券买卖交易时段至 20:00”新规，同样提升了境外机构买卖中国债券的便利程度。

(3) 境外投资者对中国债券市场保持投资热度

境外机构持有中国债券的规模连续增长：中国人民银行上海总部数据显示，截至 2022 年 9 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.38 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。

图14：境外机构和个体持有境内债券总额保持高速增长（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

境外机构数量稳步增长：截至 2022 年 10 月末，共有 1063 家境外机构主体入市，其中 524 家通过直接投资渠道入市，774 家通过债券通渠道入市，235 家同时通过两种渠道入市。

境外机构在我国债券市场交易保持活跃，且活跃度持续提升：2022 年 10 月份，境外机构在银行间债券市场的现券交易量约为 9100 亿元，日均交易量约为 533 亿元；

我国金融市场开放步伐加快，我国债市国际吸引力大幅提升，我们预期外国投资者参与中国国债投资的意愿具有可持续性且有望持续走强。

总结：

境内债券市场对内降低准入门槛，对外开放加速有望带来投资者数量的增加，从而带来债券交易需求的增长，有效促进债券 IT 需求释放，或将利好恒生电子债券业务的发展。

境内 2021 年债券发行数量为 5.3 万只，年增长率为 7.1%。IPreo 债券发行平台的收费模式主要为按照债券发行个数收取平台服务费，若对标其合作方 IPreo 的商业模式，按照债券发行个数收取平台服务费，对恒生而言或有持续性的收入增长。

需注意的是，基于当前的监管环境判断，境内未必一定能有与境外相似的收费模式，但有望形成与境外接近的议价能力和市场发展。

四. 恒生电子境内市场竞争分析

4.1 恒生电子在证券资管 IT 领域的龙头地位逐步强化

在境内证券资管 IT 核心产品的市场中，恒生电子市场地位较高，大多数产品线市占率均超过了 50%。

恒生电子投资管理系统在各类财富管理、资产管理机构有高市占率和显著竞争优势。究其原因我们认为可以从三个方面来分析：

抓住下游行业的成长红利，明确的市场战略。恒生电子在 1998 年就开始发展涉及基金公司业务的 IT 系统。随后，在信托机构发展资产管理业务的初期，拓展信托机构客户。对比之下，金证股份的市场拓展步伐稍慢于恒生电子；

以投资管理系统为核心，完善其他销售系统、估值系统产品线。恒生电子始终以投资管理系统作为业务主线，由于“投资”系资产管理公司的核心业务，对该类系统具有较高的依赖，从而增加客户黏性，并进一步提高了推广其他边缘产品线的便利性。对比而言，金证在 2007 年的年报中提到的战略方向为 CRM、呼叫中心等产品线；

始终坚持金融 IT 行业的大方向。恒生电子当前非金融业务整体规模较小，并且以轻资产业务为主。对比而言，金证在 2003 年为应对金融行业的低迷态势，开始涉足电子政务，此后从事部分产品销售等业务，一定程度上影响专注度。

表 2：主要金融 IT 公司在资产管理 IT 领域各个阶段进展

	主流资产管理机构	恒生电子大事记	金证股份大事记
1998 年	公募基金	恒生电子开始为基金公司提供系统	
2001 年	公募基金	全国 14 家基金公司全部使用恒生电子的投资基金交易管理系统。12 家开展开放式基金销售的证券公司中，4 家使用恒生开放式基金销售系统	2003 年中标天弘基金的 TA（过户等级）及直销系统，投资交易管理系统。 公司推出基金公司管理系统、新一代集中式交易系统等等。
2003 年	公募基金		
2007 年	公募基金	公司规划重点投资领域包括第三方存管、基金投资交易系统、基金 TA 直销系统等。	战略聚焦呼叫中心、CRM 系统。
2011 年	信托公司	多数信托公司选择恒生作为核心系统建设合作伙伴。	中标华润远大基金、前海开源基金、红土红塔基金 IT 建设项目
2020 年	公募基金	公司发布资产管理一站式解决方案 O45	

资料来源：恒生电子官网、金证股份官网、公司年报、招股说明书、信达证券研发中心

4.2 境内证券资管 IT 市场，恒生电子的技术产品显著领先

4.2.1 传统证券资管 IT 厂商与恒生的产品线比较：恒生产品线布局较全

恒生在证券资管 IT 核心产品市场中，产品线较全，涵盖较广；公司产品涵盖了证券资管 IT 中所有核心产品，且大部分核心产品都有较长的研发历史。例如证券集中交易系统、投资

交易管理系统，这两套系统均是公司 2003 年 IPO 募投项目中研发的，至今有近二十年的研发历史。

(1) **四家上市公司产品线对比：**四家公司产品线侧重点不同，从产品线的分布来看，恒生电子、金证股份以及顶点软件均在证券、基金、资管的前台、中台有产品储备；赢时胜的主要业务集中在中台的估值、合规等系统。

银行业务领域，恒生产品主要为银行票据交易相关业务、银行理财等销售系统，属于中间业务领域；金证通过收购联龙博通涉足手机银行等系统。

从产品线布局来看，恒生与金证股份布局最广，基本涵盖了证券 IT、资管 IT、银行 IT 的绝大多数前中台后系统。

表3：四家上市公司证券资管IT产品线分布

	恒生电子	金证股份	顶点软件	赢时胜
证券	前台-如交易系统、组合管理、分析	●	●	
	中台-如合规、估值系统、	●		●
	后台-财务、OA 等	●	●	
基金	前台-如交易系统、组合管理、分析、 基金销售	●	●	
	中台-如合规、估值系统、	●		●
	后台-财务、OA 等			
资产管理	前台-如交易系统、组合管理、分析、 基金销售	●	●	
	中台-如合规、估值系统、	●	●	
	后台-财务、OA 等	●	●	
银行	存贷业务			
	中间业务	●		
	其他银行系统		●	●

资料来源：各公司年报及官网、信达证券研发中心

(2) **主要的非上市公司产品线对比：**非上市证券资管 IT 厂商通常有几个专精的细分领域，进行差异竞争，但也有产品线与恒生重合度大的公司。

华锐技术提供自主研发的分布式系统基础平台，在此基础上提供核心交易平台，与恒生有一定重叠；

迅投主要提供极速交易系统、算法交易系统等交易类的产品；

金仕达主要差异竞争的产品在于风险管理与贵金属交易等；

讯策科技的差异竞争产品主要是以数据中台为基础的投研、风控、决策等数据方向的系统；

宽拓智融主要建设业务、应用、技术中台，与恒生的中台战略有一定重叠；

新意科技的差异化产品主要提供金融机构的清算、结算系统；

兆尹科技、衡泰软件与恒生电子的产品重叠度相对较高，提供资管 IT 的主要核心业务系统；

根网科技的差异化产品主要为算法交易、衍生品交易、联合风控等产品。

表4：恒生与主要的非上市证券资管IT厂商情况对比

厂商名称	融资状态/股东背景	主要产品
恒生电子	A 股上市/蚂蚁集团持股 20.7%	证券 IT：集中交易、极速交易、机构柜台、交易所 IT
		资管 IT：TA 系统、投资交易管理平台、估值、理财销售系统
		银行 IT：银行综合理财系统、交易银行、票据 IT、消费金融
		创新业务：金融云、人工智能、区块链
华锐技术	进行到 D 轮融资，投资机构包括深创投、红杉资本、国鑫创投等	分布式平台：AMI 分布式系统基础平台 金融 IT：核心交易平台（ATP）、实时风控平台（ARC）、高速行情平台（AMD）
迅投	-	金融 IT：投资交易系统（PB）、极速交易系统、FOF 综合金融管理平台、估值系统、算法交易平台
金仕达	-	证券 IT：集中交易系统、融资融券系统、极速交易系统、合规风控系统、贵金属交易系统
根网科技	-	证券 IT：集中交易系统、策略交易解决方案、网上交易 HTS 解决方案、机构客户业务平台、衍生品业务平台
		期货 IT：基础交易及套利业务平台、期货期权业务平台、算法交易平台、QFII&FIX 业务平台
		资管 IT：资产管理平台、量化交易平台、风控管理平台
迅策科技	获得腾讯投资	资管 IT：全域资产交易流程管理、大数据合规风险解决方案、全域资产实时指标管理、全域资产实时投资分析
宽拓智融	-	金融 IT：昆仑技术中台、祁连数据中台、太行业务中台、资管应用系统 Avatar
新意科技	-	证券 IT：资金结算系统；清算系统
		资管 IT：基金公司清算与管理系统、综合业务平台
		银行 IT：统一支付平台
衡泰软件	Pre-IPO	证券 IT：券商资管部、自营投资交易管理系统 资管 IT：投资交易管理系统、风险管理系统
兆尹科技	新三板退市	证券资管 IT：投行投资管理系统、资产证券化系统、投行资金管理系统、资金业务管理系统、理财资产管理系统

资料来源：各公司年报及官网、信达证券研发中心

(3) 从公开信息中关于九家非上市公司的人员数量（正式员工），专利数量来看，这些公司与恒生电子有一定的差距。九家非上市公司中，仅有金仕达员工数量在 1000 人以上，但与恒生的员工数量相比，仍有较大差距；其余八家公司员工数量均在 1000 人以下。发明专利数量上，恒生电子专利数量为 348 项，而九家非上市公司的专利数量均与恒生有一定差距。

表5：非上市传统证券资管IT公司技术实力对比

公司名称	总部人员数量 (个)	发明专利数量 (个)
华锐技术	197	116 项发明专利，主要有：1.低时延场景下的数据储存方法、装置、设备及介质；2.证券交易方法、装置及介质等。
迅投	88	11 项发明专利，主要有：1.一种投研交易平台；2.一种集管理加交易的资产管理平台及方法等。
金仕达	1148	141 项发明专利，主要有：1.基于随机数混淆的数据聚合计算方法、装置、介质及设备；2.一种获取集团内部风险数据总和的加密传输方法等。
根网科技	573	-
迅策科技	112	28 项发明专利，主要有：1 一种金融资产交易数据安全存储方法；2.一种基于全链路的全域资产负债表生成方法等。
宽拓智融	78	-
新意科技	304	-
衡泰软件	857	-
兆尹科技	7	25 项发明专利，主要有：1. 一种证券化产品智能筛选的方法；2. 金融数据处理方法以及存储介质等。
恒生电子	13347	348 项发明专利

资料来源：天眼查，信达证券研发中心

注：非上市公司总部人员数量为参考公司总部参保人数所得，数据截至2023年4月

(4) 综合来看，证券资管 IT 厂商当中，恒生的产品线布局较全。且来自非上市公司的潜在竞争相对有限，非上市公司通常采取切入细分市场、差异竞争的策略。我们认为，这对恒生电子的主要业务，券商及资管机构的核心业务系统构成的直接竞争不大，双方互补的关系或大于竞争的关系。

其中也有例如宽拓智融、衡泰软件为代表的公司，与恒生电子的中台战略、传统业务差异性较小，可能会形成一定的竞争。除此还有例如华锐技术的创新类初创 IT 公司，华锐技术的战略是重构，从底层做起，致力于打造新一代基础技术架构及核心应用。华锐技术以 AMI 低延时、高可用的分布式系统作为基础架构平台，在此基础上推出了分布式核心交易平台 (ATP)、实时风控平台 (ARC)、低延时行情平台 (AMD) 等产品。但是考虑到券商集中柜台系统替换成本较大，恒生具备较为明确的先发优势。同时结合恒生强大的研发能力和技术实力、行业领先的产品化率和人效指标，我们认为非上市公司的证券资管核心业

务系统可能在大客户定制开发、人力外包市场保存一定的竞争力，在整体市场中，恒生电子优势地位有望继续保持。

4.2.2 证券 IT 领域恒生持续保持领先优势

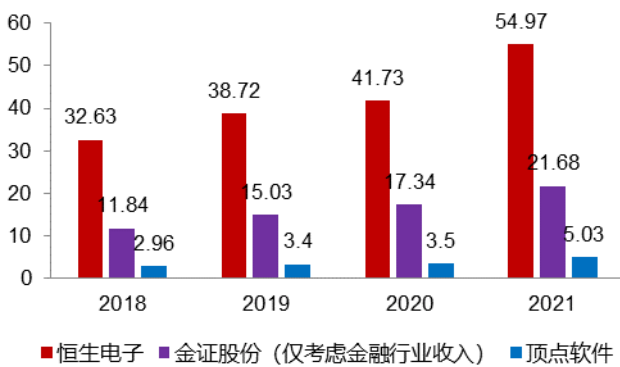
在证券 IT 领域，除恒生外，金证与顶点具备较全面的前台、中台产品储备。我们从以下这几个方面将三家上市公司进行对比。

(1) **营收方面**，恒生电子 2021 年营业收入规模 54.97 亿元，金证股份（仅考虑金融行业收入）、顶点软件分别为 21.68 亿元、5.03 亿元。公司营收规模在行业内显著领先。

(2) **营收增速方面**，恒生电子 2018-2021 年复合增速为 19%，金证股份、顶点软件分别为 22.3%、19.3%。三家公司营收增速差距不大，恒生在收入基数行业领先的情况下仍保持不俗增速。

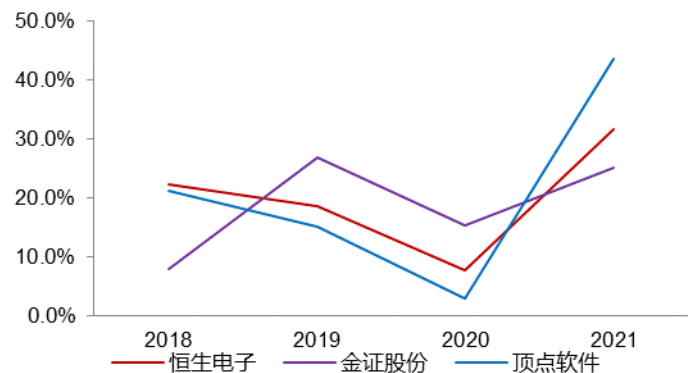
(3) **市占率方面**，据恒生 19 年业绩说明会披露，公司集中交易系统在证券行业市占率达 50%。目前恒生与金证在产品线布局上都比较完整，能为客户提供全流程、前中后台兼备的整体解决方案。由于券商集中柜台系统替换成本较大，恒生的先发优势在市占率上得以较为充分的体现，为公司后续发展奠定良好基础。

图15：三家上市公司营业收入（亿元）



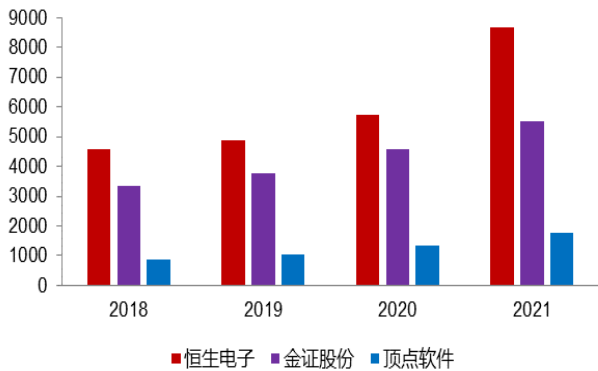
资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

图16：三家上市公司收入同比增速对比

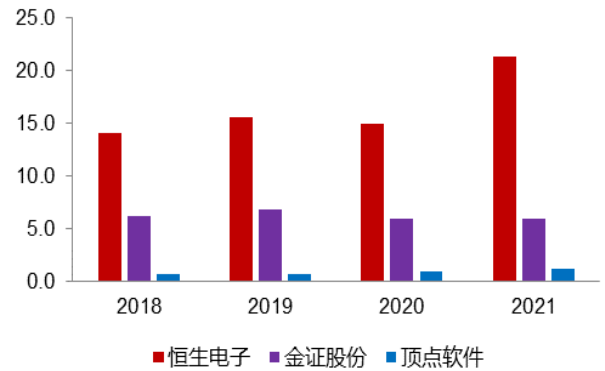


资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

(4) **研发投入方面**，恒生电子研发投入处于行业领先水平。从研发人员数量来看，公司 2021 年技术人员数量为 8659 人，在行业中领先地位明显。从研发支出金额来看，公司研发投入处于行业领头位置，并保持着持续的上升趋势。公司不断加大研发投入提升产品标准化率，使得公司有较强的议价能力。

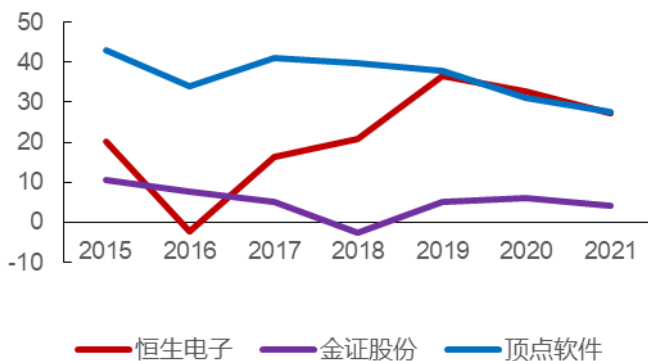
图17：三家上市公司技术人员数量对比（个）


资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

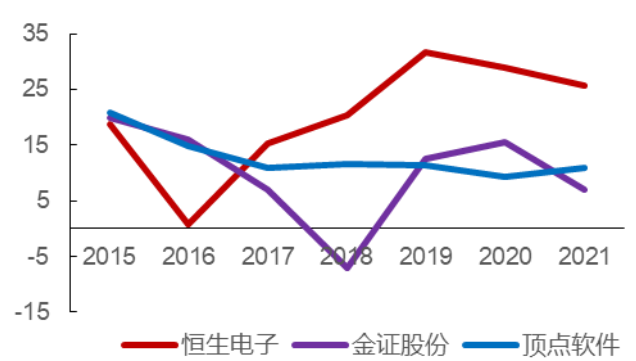
图18：三家上市公司研发投入对比（亿元）


资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

（5）竞争地位突出，客户粘性高，使得公司议价权高，盈利能力提升。恒生电子的净利率在2015年与金证股份差异不大，且低于顶点软件。2016从底部逐年改善。盈利能力最重要的指标ROE，在2017-2021年都保持行业领先，且和竞争对手的差值逐年拉大。

图19：三家上市公司净利率对比（%）


资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

图20：三家上市公司ROE对比（%）


资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

4.3 券商IT自研的潜在竞争威胁不大

券商IT实力与恒生电子等传统证券资管IT厂商有较大差距。从技术人员数量、IT投入来看，头部券商技术人员人数大多在500-1500左右，2021年券商行业IT年总投入均值为338亿元。

IT投入来看，主要包括IT资本性支出、IT费用及IT人员薪酬三个部分。2021年IT投入前20的头部券商平均IT投入为10.9亿元，其中还包括一定比例的IT运维费用。相比恒生电子2021年研发投入20.4亿元相比，仍有较大差距。

IT人员方面，头部券商IT人员规模约500-1500人，恒生电子2021年技术人员总人数为8659人。虽然恒生电子人员规模包括实施人员，但券商的IT人员大部分也并不是从事研发工作，所以综合来看，IT人员规模层面，头部券商和恒生在产品研发能力上仍有很大的差距。

券商的 IT 自研还是以满足自身需求为目标，鲜有对外输出，目前仅有山西证券、中金公司、天风证券等少数券商成立了金融科技子公司。

在研发内容上，券商自研主要是打造营销系统，由于营销的需求变化快，自研的灵活性更高，券商可以根据自身需求灵活打造有特色的营销系统。而在交易系统的研发上，许多研发工作需要借助外部合作，单靠券商自身实力难以支撑。

所以整体而言，券商自研对公司影响并不大。

表6：2021年头部券商自研实力与证券资管IT厂商对比

券商名称	营收规模（亿元）	技术人员数量（个）	IT投入（亿元）	IT投入/营业收入	自研IT案例
国泰君安	428.2	-	15.4	3.60%	自主研发君弘APP平台
华泰证券	379.1	3169	23.4	6.17%	上线核心技术平台，自研交易系统
中信证券	765.2	1250	17.4	2.27%	-
海通证券	432.1	1356	12.1	2.80%	新一代全功能证券核心交易系统信创节点正式投产上线并发生实际交易。
广发证券	342.5	792	10.7	3.12%	-
中金公司	301.3	410	18.6	6.17%	与腾讯数码合资成立金融科技子公司金腾科技信息（深圳）有限公司
山西证券	39.9	232	2.1	5.26%	2020年设立全国首家金融科技子公司“山证科技”
东方财富	130.9	2727	6.6	5.04%	-
恒生电子	54.97	8659	21.4	38.93%	金融IT厂商
金证股份	66.5	5516	5.9	8.87%	金融IT厂商
赢时胜	10.3	3872	4.5	43.69%	金融IT厂商
顶点软件	5	1765	1.2	24.00%	金融IT厂商

资料来源：各公司年报、Wind、财联社、中国证券业协会、信达证券研发中心

五. 境外市场介绍及对标公司

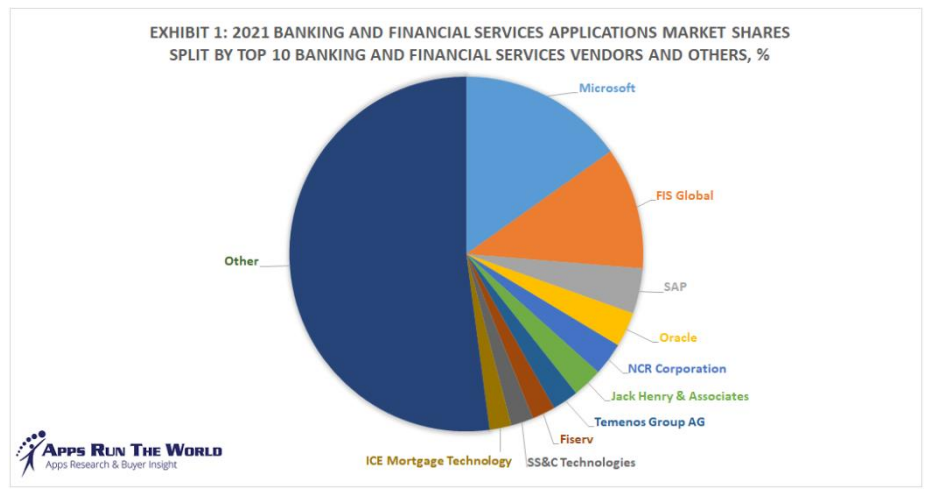
与境外公司对标的结论是，相比境外，境内证券资管 IT 市场更为集中，恒生电子有更强的竞争地位，所以议价能力更强、盈利能力更强。

5.1 中美证券资管 IT 市场格局差异

从市场格局来看，美国的资管 IT 市场相比中国较分散，目前没有跟恒生电子一样、在本国市场拥有相同地位的资管 IT 公司。从 2021 年美国银行与金融服务应用平台的市场格局来看，微软拥有约 15.2% 的市场份额，FIS、SAP、Oracle 等公司紧随其后。

境内证券资管 IT 核心产品的市场中，恒生电子市场地位较高，大多数产品线市占率均超过了 50%，市场格局相比美国较集中。

图21：2021年美国银行与金融服务应用平台的市场格局



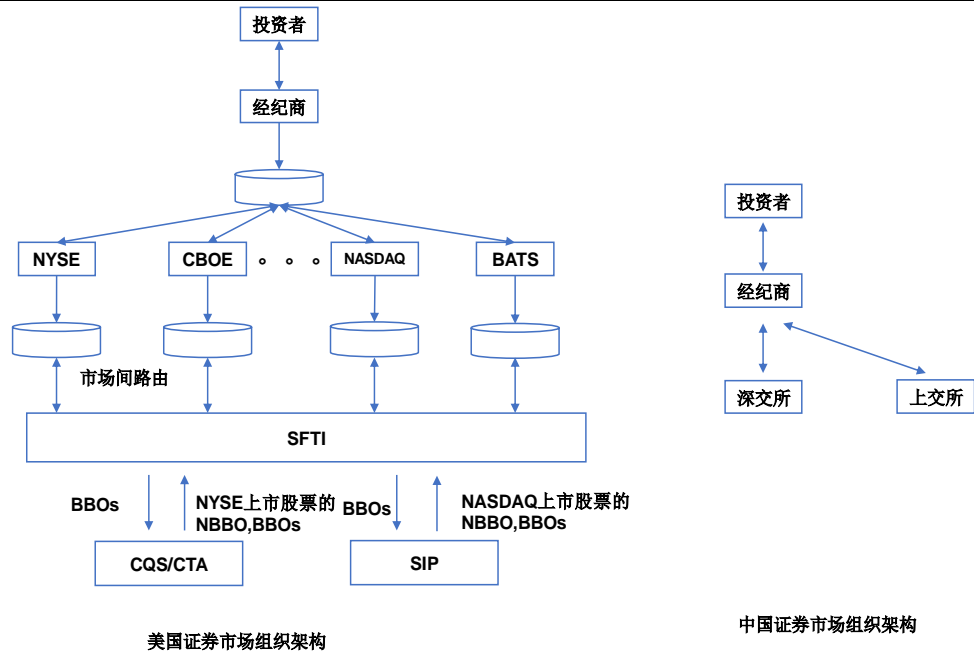
比较美国与中国证券市场运营机制，主要有以下几点差异：

- 1) 在市场组织架构上，美国证券市场存在多个自然发展形成的交易中心，并且各个交易中心通过建立公共基础设施（如 ITS、SFTI）连接起来。
- 2) 在业务功能上，由于市场间连接的存在，美国的交易中心需要具备市场间路由的能力，市场间路由具有两项功能，第一，通过订单的集中行成全美市场最优报价；第二，交易中心具备将客户订单发送到具有最优报价的交易中心能力。
- 3) 从订单路由决策上比较，由于我国的市场组织结构比较简单，因此经纪商的订单路由也较为简单，投资者将委托传给经纪商之后，经纪商根据股票性质分类，将股票发送到对应的上市市场中进行撮合交易，也即上交所上市股票只能在上交所交易系统撮合成交，而深交所上市股票只能在深交所交易系统撮合成交。而在美国，经纪商不需要直接和所有市场中心连接，在美国投资者将订单委托传送到经纪商，经纪商可以根据客户需要主动地选择合适的路由策略，直接地将订单发送到价格最好和成交几率最大的市场。

美国证券市场复杂的交易机制，使得证券交易类 IT 厂商需要根据不同的交易所、不同的交易产品、经纪商做出不同产品与版本，限制了单个厂商产品的客户群体与适用性，导致市场整体较为分散。

而中国市场，交易相关的产品差异化要求较小（对比美国），而在可靠性、并发量、一致性等方面要求更高，使得新进入者难以依靠差异化的特点获得一定市场，从而产生了当前集中度较高的市场格局。

图22：中美证券市场运行机制比较



资料来源：深圳证券交易所综合研究所著《NMS法案对美国证券交易机制与交易系统的影响》，信达证券研发中心

5.2 美国证券 IT 市场主要参与者

5.2.1 专业金融 IT 公司

从 IDC 每年发布的 Fintech 公司排行榜来看，FIS、SS&C、Fiserv 等公司均位列前茅。作为全球专业的金融 IT 公司，这类公司为银行等主要机构提供资产管理、投资管理、技术处理等服务。

表7：2022年全球部分龙头Fintech公司业务及其收入情况

公司名称	所在地	业务概述	是否上市	收入规模	备注
FIS	美国	富达国民信息服务公司是全球范围内为商户，银行和资本市场公司提供技术解决方案的领先提供商。该公司的收入主要来自技术和处理服务，支付交易费，专业服务和软件许可费的组合。	上市	145.28 亿美元	商家解决方案：47.73 亿美元；资本市场解决方案：27.63 亿美元；银行业务解决方案：67.06 亿美元
SS&C Technologies	美国	公司提供的解决方案在全球范围内超过 11,000 个客户，主要在机构资产管理、另类投资管理和金融机构垂直市场。	上市	52.83 亿美元	
Fiserv	美国	包括支付、交易处理、风险管理等解决方案	上市	177.37 亿美元	

资料来源：IFIND，信达证券研发中心

5.2.2 拥有 IT 技术实力的金融机构

(1) 以高盛、摩根大通为代表的投资银行

高盛和摩根大通等华尔街主要银行投资了一家即时通讯服务平台 Symphony。Symphony 主要提供类似 bloomberg 终端的内置通讯系统；并将自身定位于比彭博(Bloomberg)终端更便宜、更方便的替代品。

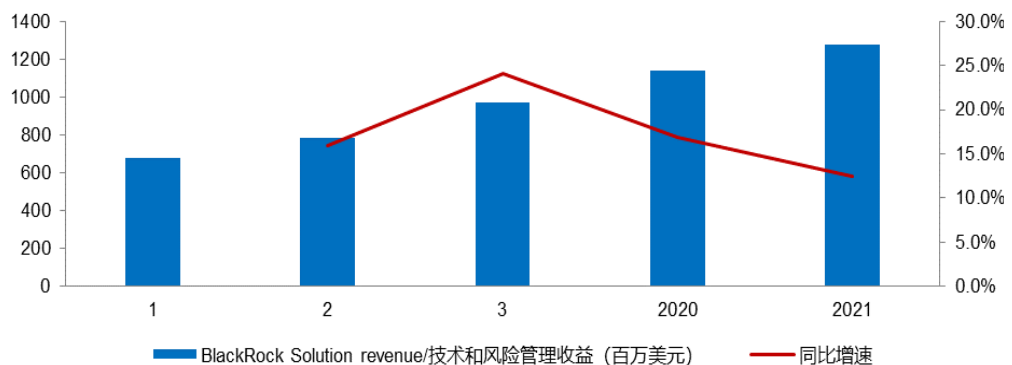
(2) 以 BlackRock 为代表的资产管理机构

BlackRock 自用且贡献收入的 Aladdin 平台

2000 年，BlackRock 组建成立了 BlackRock Solution，并以此为基础开发了 Aladdin 平台，Aladdin 结合了风险分析能力，且全面覆盖了前、中、后台的应用。

2021 年，BlackRock Solution 贡献营收（技术和风险管理）12.81 亿美元。截至 2021 年 12 月 31 日，BlackRock 管理的总资产达到 10.01 万亿美元，包括股票、固定收益投资、现金管理等。

图23: BlackRock Solution收入变化（百万美元）



资料来源：BlackRock年报、信达证券研发中心

(3) 总结

所以总结来看，金融机构在 IT 方面的投资及战略发展方向：

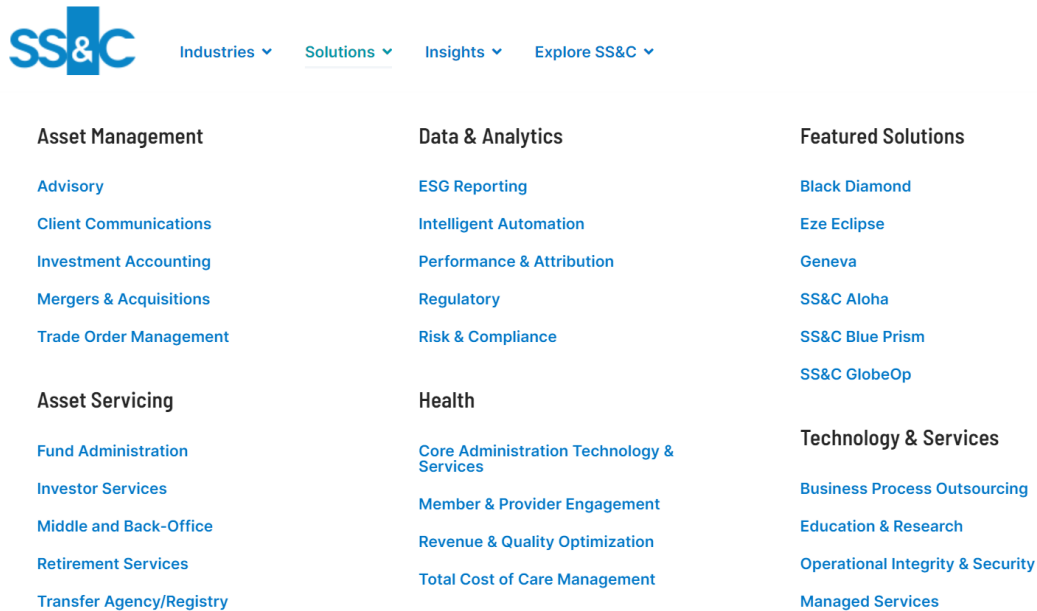
①从技术能力而言，金融机构与专业第三方 IT 机构可能有一定差距。BlackRock 官网提到，公司 Aladdin 平台的开发人员超过 1500 人；截至 2021 年 12 月，SS&C 全部 24900 名员工中，3500 名负责研发；

②自用、摆脱外部 IT 公司的依赖是主要原因。高盛、摩根大通等华尔街大型投资银行先后参与了诸如 Symphony 等 IT 公司的投资。我们认为，金融信息产品、投资管理系统乃至风控等系统或是发展方向。

5.3 对标公司 SS&C

公司业务涵盖对冲基金、私募股权、FOF、资产管理公司、保险公司等。主要产品线涵盖金融机构从前台-后台的软件需求。包括风险管理、估值、组合管理等。

图24: SS&C提供全面的金融领域解决方案



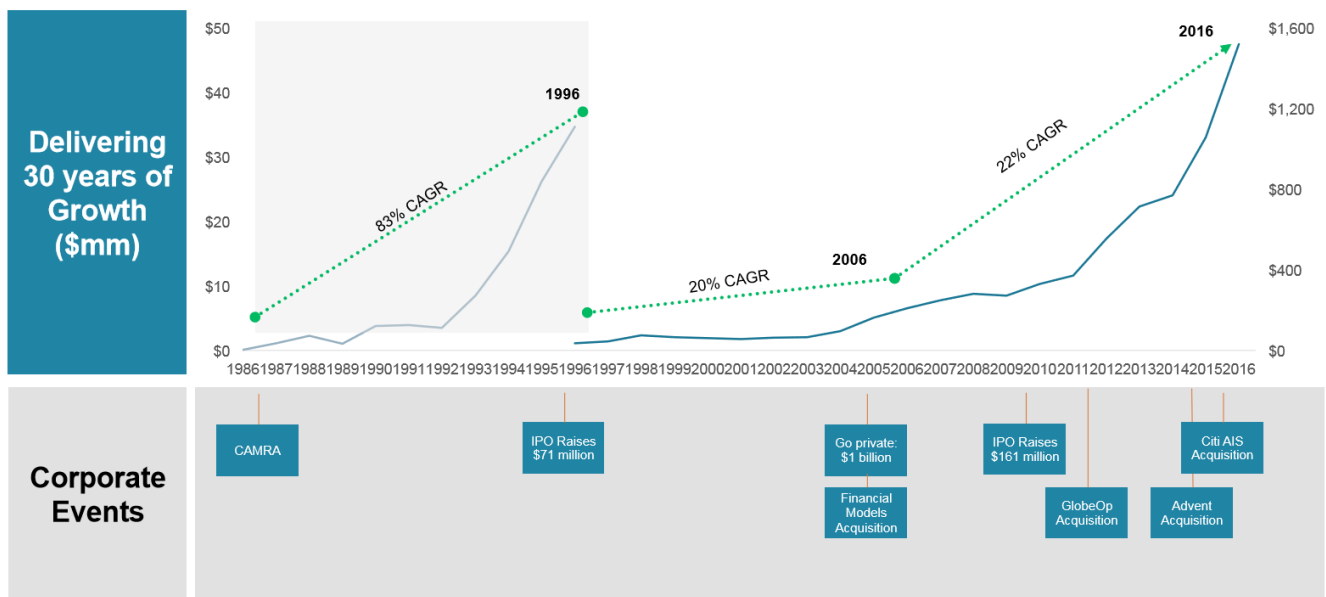
资料来源: SS&C官网、信达证券研发中心

从公司成立以来近 30 年的收入变化来看:

1986 年-1996 年为快速发展阶段, 期间复合增速达到 83%;

1996 年-2006 年为平稳发展阶段, 期间复合增速约为 20%;

2006 年-至今, 外延助力增长阶段。公司期间 CAGR 约 22%。

图25: SS&C成立近30年来的收入成长性变化


资料来源: SS&C 官网、信达证券研发中心

5.3.1 1996 年之前: 初代产品发布, 逐步拓展客户

1986 年, 公司成立。1989 年公司发布产品 Camra。FISra 是首款面向保险、资管行业客户的投资管理系统。

1991 年公司发布了 FILMS (现更名为 LMS loan Suite), 为投资组合产品新增前台交易能力。

1995 年, 公司收购 CHALKE GROUP, Chalke 提供精算软件及风险分析软件。

在初创期间, 公司不断发展新客户, 其中包括 Keyport Life、Liberty Mutual、Guardian Life 等公司。

5.3.2 1996 年-2006 年阶段: 开始提供 BPO/ASP 服务, 通过收购完善产品线

1996 年, 公司实施重组, 并通过 IPO 募集约 7100 万美元资金。

(1) 在此期间, SS&C 推出 BPO (business process outsourcing)、ASP (application service provider) 等高度定制化的软件及解决方案; 并覆盖金融产业七大垂直市场: 保险及养老金、机构资产管理、对冲基金及家族办公室、零售银行、商业贷款、房地产物业管理、政府财政。

(2) 期间, SS&C 通过一系列收购来完善自身产品线: 公司于 1999 年以 1190 万美元收购 HedgeWare, 以此新增对冲基金相关解决方案; 2001 年以 130 万美元收购 Digital Visions, 以此来拓展债券相关软件业务。

这一时期, 公司顺应市场需求, 通过 BPS/ASP 等高度定制化服务, 同时收购其他公司以完善现有产品线, 1996-2006 年期间公司实现年均 20% 的复合增速。

5.3.3 2006 年以来：加速并购，业务规模和产品线持续扩张

尽管 2006 年以前，公司就开始外延并购的战略，但在 2006 年之后，外延并购的数量、规模实现进一步快速增长。

并购的主要目的包括：







- (1) 完善产品线，标的主要瞄准金融服务行业；
- (2) 实现财务质量的改善，包括关注指标：recurring revenue 的比例；EBITDA margin 等。（recurring revenue 主要是指 software-enabled service 及 maintenance 收入；选择标的的 EBITDA margin 在 41%-43%；人均贡献收入在 20 万美元/年）
- (3) 同时战略性的并购定位于 10-12 倍的 EBITDA；Tuck-in 并购目标为 3-6 倍 EBITDA。

图26：SS&C1995年以来的大型并购

CHALKE, INC.	SHEPRO BRAUN	QUANTRA THE SAVID GROUP	HEDGEWARE, INC.	DIGITAL VISIONS	REAL-TIME USA DBC	OMR SYSTEMS NEOVISION HYPERSYSTEMS	EISNERFAST FMC	ZOOLOGIC
1995	1997	1998	1999	2001	2002	2004	2005	2006
NORTHPORT	MICRODESIGN SERVICES	MAXIMIS TRADEWARE THENEXTROUND, INC.	GELLER INVESTMENT PARTNERSHIP SERVICES	PORTIA GLOBEOP	PRIME MANAGEMENT			
2007	2008	2009	2010	2012	2013			
DST GLOBAL SOLUTIONS	ADVENT SOFTWARE VARDEN TECHNOLOGIES	CITI AIS SALENTICA WELLS FARGO GFS CONIFER	COMMONWEALTH FUND SERVICES MODESTSPARK	INTRALINKS EZE SOFTWARE DST SYSTEMS CACEIS NORTH AMERICA	ALGORITHMICS INVESTTRACK	MILLENNIUM CONSULTING SERVICES AND MILLENNIUM SEMINAR SERVICES INNOVEST SYSTEMS CAPTRICITY	CAPITA'S LIFE INSURANCE AND PENSIONS SERVICING BUSINESS IN IRELAND	
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	

资料来源：SS&C 官网、信达证券研发中心

图27：收购标的的收入及其定价依据

Date of Acquisition	April 2005	May 2012	June 2012	December 2014	July 2015	March 2016	December 2016	December 2016
Company	Financial Models Company	PORTIA	 GlobeOp	 DST GLOBAL SOLUTIONS	 ADVENT	 AIS	 Global Fund Services	 Conifer Financial Services
Purchase Price (\$mm)	\$159.0	\$169.2	\$788.9	\$95.0	\$2,595.5	\$296.4	\$73.0	\$86.5
Revenue Multiple	2.0x	4.9x	3.1x	1.5x	5.9x	1.6x	1.5x	2.4x
EBITDA Multiple (at date purchased)	18.3x	8.8x	11.4x	10.4x	19.8x	17.5x	44.0x	175.9x

资料来源：SS&C 官网、信达证券研发中心

通过一系列的并购，SS&C 公司的收入结构中，recurring 收入占比持续提升：

截至 2017 年年报，SS&C 公司 recurring revenue 占总收入比例为 94%，主要为 software-enabled-service 收入和 maintenance and term licenses 收入。

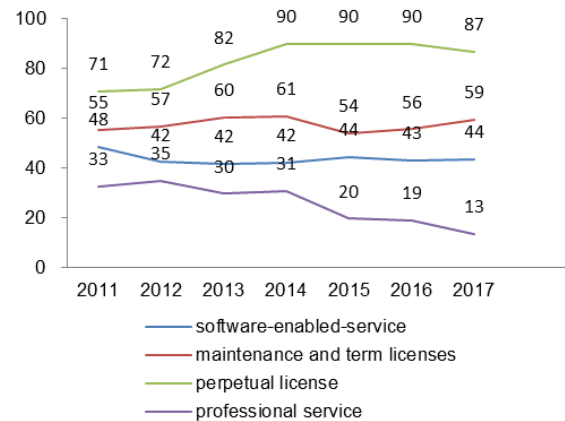
(1) Software-enabled-service 是指公司运用自研软件产品为多种资产投资经理等提供基金管理服务。其收入方式基本按月付费或按季度付费，并每年自动进行更新。该合约期限从 1 年至 5 年不等。

(2) Maintenance fees 包含技术支持及软件升级的费用。SS&C 通过授权收费的方式向用户收取费用，可根据使用年限不同分为永久授权和按时间授权。

从毛利率的变化来看 Software-enabled service 业务毛利最为稳定。

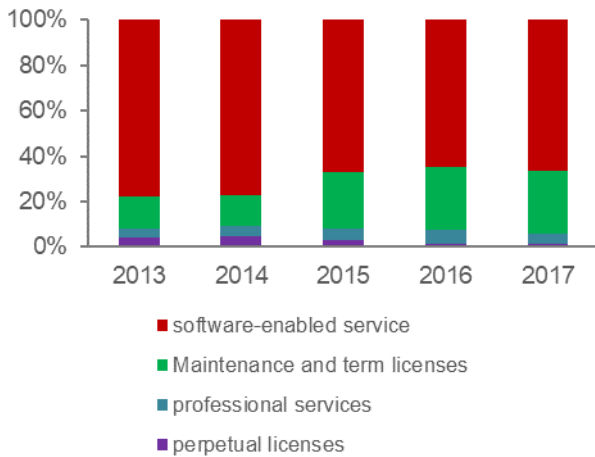
图28：SS&C自2008年以来营收及同比增速


资料来源：wind，信达证券研发中心

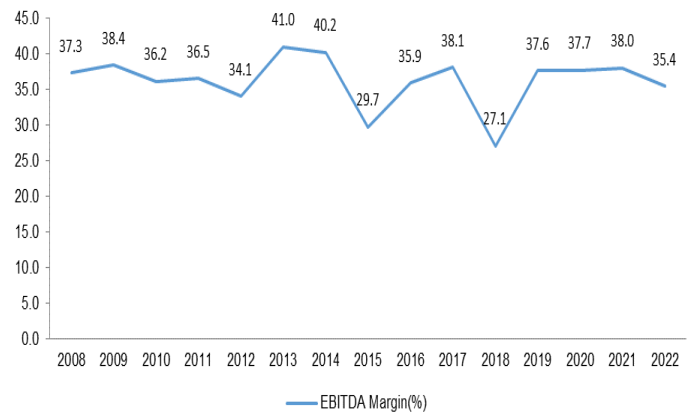
图29：SS&C 2011-2017年毛利率变化 (%)


资料来源：wind，信达证券研发中心

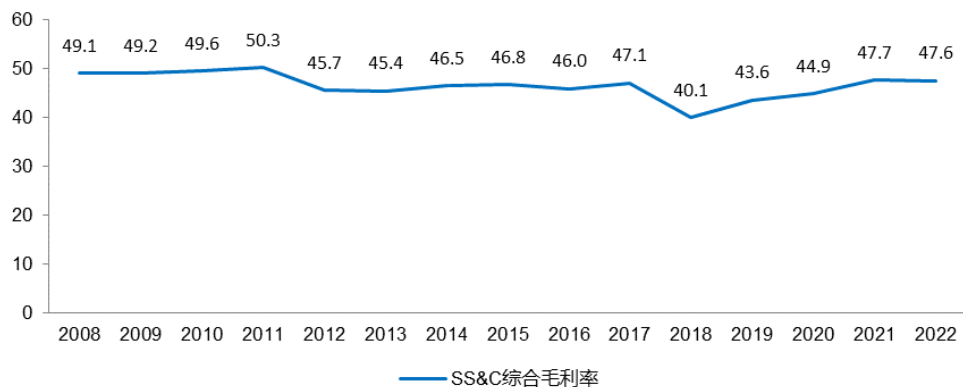
自 2018 年以来，由于会计准则 606 的使用，SS&C 公司的收入划分为 Software-enabled service 及 license、maintenance and other revenue。传统的 recurring、non-recurring 的划分方式已不再使用。

图30: SS&C Recurring Revenue变化 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

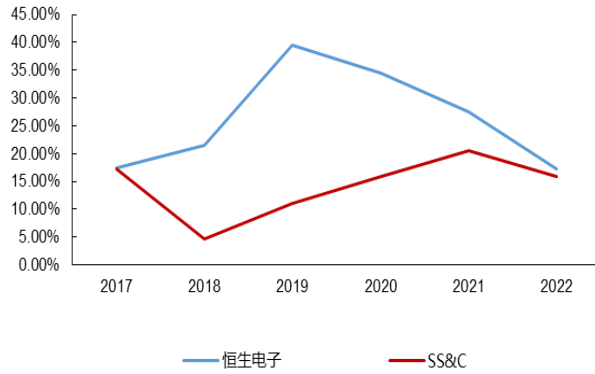
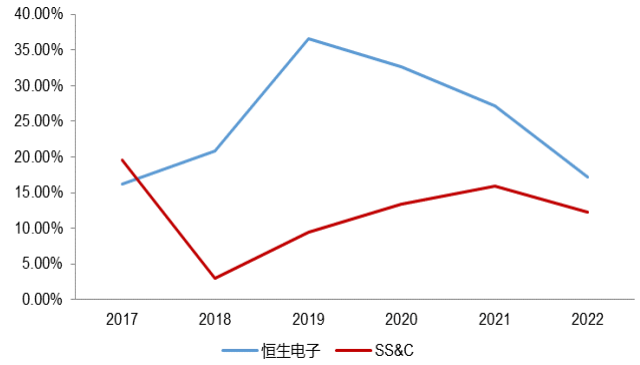
图31: SS&C EBITDA margin变化 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图32: SS&C 2008年以来综合毛利率的变化 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

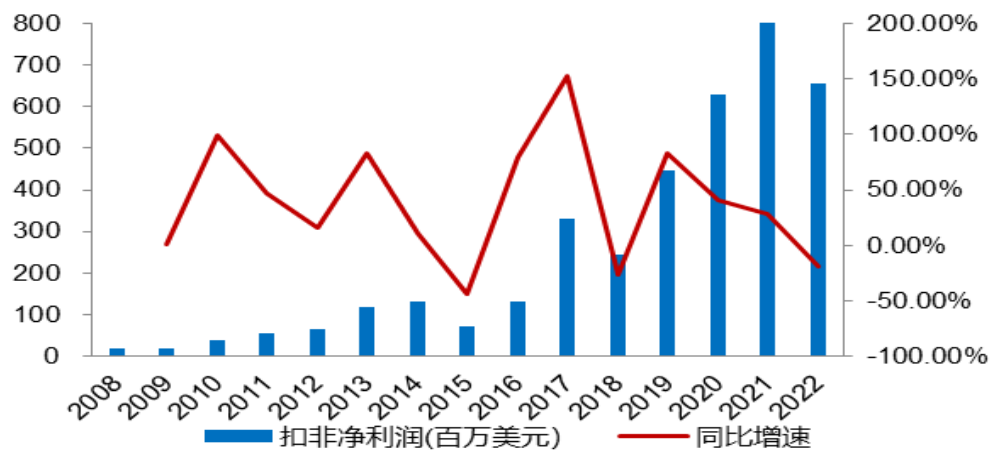
营业利润与净利率比较: 在营业利润与净利润指标方面, SS&C 均低于恒生, 恒生在 2017-2019 期间营业利润率与净利率显著提升, 2019 年后均有一定下滑。至 2022 年, 恒生营业利润率与净利率仍略高于 SS&C。我们认为, SS&C 的营业利润率与净利率均低于恒生, 主要可归于以下两个原因: 1.SS&C 并购行为较多, 对利润端有一定影响; 2. SS&C 整体毛利率与恒生有一定差距, SS&C 2022 年度综合毛利率 47.6%, 低于恒生的 73.6%。

图33：SS&C营业利润率对比恒生电子

图34：SS&C净利率对比恒生电子


资料来源：wind，信达证券研发中心

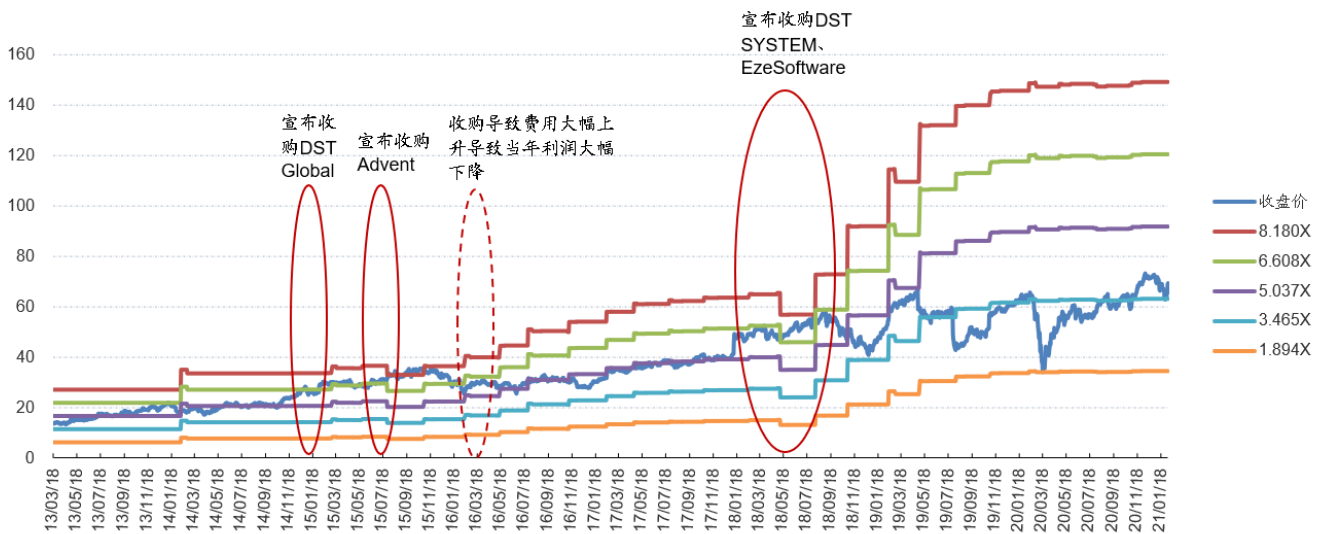
资料来源：wind，信达证券研发中心

SS&C 的估值情况：P/E 指标，净利润受较多因素影响。如公司业务拓展过程中可能会有较大的销售投入；并购中产生的各类费用影响净利润，公司 P/E 的波动相对较大。P/S 指标，收入变化相对平稳，P/S 的波动区间更小，平滑了净利润波动的影响。**SS&C 的业务较庞杂对其估值有一定影响。**

图35：SS&C 扣非归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）


资料来源：wind、信达证券研发中心

从公司重新上市后 P/S band 来看，几次重大的并购都对 PS 有较为明显的推动作用。产品线的补全对于公司的估值有提升作用。公司的外延并购战略基本围绕丰富产品线、改善财务指标的目的。

图36：SS&C P/S BAND及其原因


资料来源：SS&C 官网、wind、信达证券研发中心

5.3.4 SS&C 发展路径对恒生电子的借鉴：

(1) SS&C 的 Software-enabled service 业务为其提供了大量、稳定的现金流和高粘性的客户群，这种托管类的业务模式在境内处于发展早期。恒生电子对证券资管云解决方案、系统托管等市场机会的把握，或是公司未来盈利能力提升的关键。

(2) SS&C 的外延并购较多，不断补足产品线对强化公司在证券资管 IT 领域的综合竞争力有重要作用。相比 SS&C，恒生电子已有较完整的产品线，公司内生增长动力强，公司未来通过对产品线的不断完善深化，有望提高客户的净值，或将为公司带来可观的内生增长。

(3) SS&C 的发展历史反映了美国证券资管 IT 市场持续成长性，相比之下，我国的资本市场阶段更为初期，证券资管 IT 发展也处于产业较早阶段，未来有望实现更快增长。

(4) 相比业务较庞杂、并购带来经营不确定性的 SS&C，主要依赖内生稳健增长、且盈利能力更强的恒生电子，或应享有更高估值。

六. 公司的境外布局和发展空间

6.1 境外业务布局：立足中国香港，逐步拓展东南亚、日本、欧洲等市场

6.1.1 准备阶段：上市初期至 2013 年，把握机遇，积极成立境外子公司并成功进驻中国香港

2005 年，公司出资成立日本子公司——日本恒生软件株式会社，境外子公司的成立为恒生电子后期进一步布局境外打下基础。

同时，考虑到中国香港作为中国企业境外融资的首选股票市场与交易中心，恒生立足中国香港，始终将其作为拓展境外市场的重要“桥头堡”。

2008 年 1 月，恒生电子出资 1000 万港元在中国香港设立恒生网络有限公司，标志着恒生正式进驻中国香港。

2010 年，恒生成为中国香港交易所合格的 BSS 供应商（意为基本服务集）。

2012 年 7 月，在境内的其他金融软件厂商还并未涉及港股交易系统的开发时，恒生中国香港证券交易系统在光大证券(中国香港)上线，恒生成成为境内第一家提供港股核心证券交易系统的金融软件开发商，开始为国际金融机构提供产品和服务。

2013 年，证券与期货两大业务线在境外市场均有所突破。齐鲁国际(香港)、中信建投国际、国京证券(香港)等公司成为恒生客户。国际期货结算系统在金山证券期货同年上线，恒生期货系统也走向境外。

6.1.2 准备阶段：落地阶段：2014 年至 2018 年，公司战略上高度重视国际化进程，境外布局成效显著

2014 年为公司境外布局的关键转折年，恒生境外证券和账户产品在 2014 正式完成了从产品、人员和业务上的第一期目标，恒生证券核心交易系统也成为中国香港的主要证券交易系统之一。

表8：恒生电子2014年境外布局标志性事件

标志性事件	战略意义
东方证券（中国香港）、越秀证券、中国光大外汇、期货（中国香港）、兴证（中国香港）期货等境外客户选择恒生	境外客群进一步扩大
2014年10月，中银国际（卢森堡）港股结算系统上线	第一次将自有产权的核心产品打入欧洲市场，标志着恒生系统进入欧洲市场
恒生网络（中国香港）全面进行美国和亚洲市场的交易对接，为超过3家中型中国香港证券公司提供了实时的美股交易服务与行情	开始在中国香港提供7*24小时的全球证券维护服务，这是恒生境外发展的一个里程碑点
2014年下半年在上海自贸区击败了包括全球著名交易软件在内的产品，全部2家自贸区境外证券均采用恒生解决方案	为后期的扩张带来机会

资料来源：恒生电子官方网站、恒生电子官网公众号、公司年报、信达证券研发中心

随着证券业务境外布局的推进与落地，恒生电子证券IT系列在境外实现全流程覆盖。

境外交付以云模式为主。2015年，托管业务上线券商超过10家，合同额超过1000万，云模式销售占境外合同总额57%以上，云化成为境外扩张的主要模式。新入中国香港的9家券商中，8家选用恒生2.0产品模式，恒生电子成为该细分领域的占优企业。

打造全球金融服务网络，连接海内外金融机构。2016年5月全面整合全球金融交易服务网络、金融云开放平台等相关基础业务，形成了GTN金融服务网络，为投资者提供多样化的资讯服务。

表9：GTN全球金融服务网络示意图

GTN两大网络	核心功能	战略意义
全球交易网络	基于全球主流的技术标准和交易规则，GTN连接境内外各大交易所、证券公司、基金公司、银行、保险等金融机构，为全球投资者提供多样化的金融信息	为全球投资者提供多样化的金融信息
智能支付网络	连接众多支付公司、银行、基金、消费金融、征信机构，支持一点接入，多方聚合接入	大大提升机构的展业效率、降低运营成本，在日本、东南亚等境外支付领域有所布局并有相应发展

资料来源：恒生电子官方公众号，信达证券研发中心

通过兼并收购拓展境外业务板块。公司先后两次收购大智慧（中国香港），补充了在中国香港市场针对中小型券商交易系统的产品线，扩大公司在中国香港市场证券交易结算系统的整体市场份额，进一步优化了公司在中国香港市场的整体业务布局。除中国香港市场外，公司通过控股子公司恒云控股收购了马来西亚领先的交易解决方案供应商N2N Connect 23.66%的股份，为公司在东南亚市场拓展进行业务布局。

表10：恒生电子通过兼并收购拓展境外布局

时间	事件	具体说明
2017年10月	恒生电子收购大智慧（中国香港）投资控股有限公司51%股权	大智慧（中国香港）无实际业务，持有艾雅斯100%股权 艾雅斯为大智慧（中国香港）全资子公司，主要为中国香港及周边地区证券、期货等金融机构提供交易和结算系统服务，拥有200多家机构客户
2017年11月	大智慧（中国香港）换股收购恒生中国香港100%股权，境外两家子公司恒生网络中国香港、艾雅斯完成合并重组工作	境外业务版块不断拓展中 恒生网络主要为中国香港金融行业提供面向全球金融市场的一体化解决方案，也为部分欧洲和北美的部分客户提供证券期货软件

2018年10月	收购了大智慧(中国香港)投资控股有限公司剩余41.75%股权	实现公司控制大智慧(中国香港)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,进一步优化和整合公司在中国香港的业务布局
2021年8月	通过控股子公司恒云控股收购了马来西亚领先的交易解决方案供应商N2N Connect 23.66%的股份	公司继续推进国际化战略,为公司在东南亚市场拓展进行业务布局

资料来源:公司公告、Wind、信达证券研发中心

6.1.3 深化阶段: 2019 年至今, 公司推动国际化战略落地, 进一步拥抱国际化

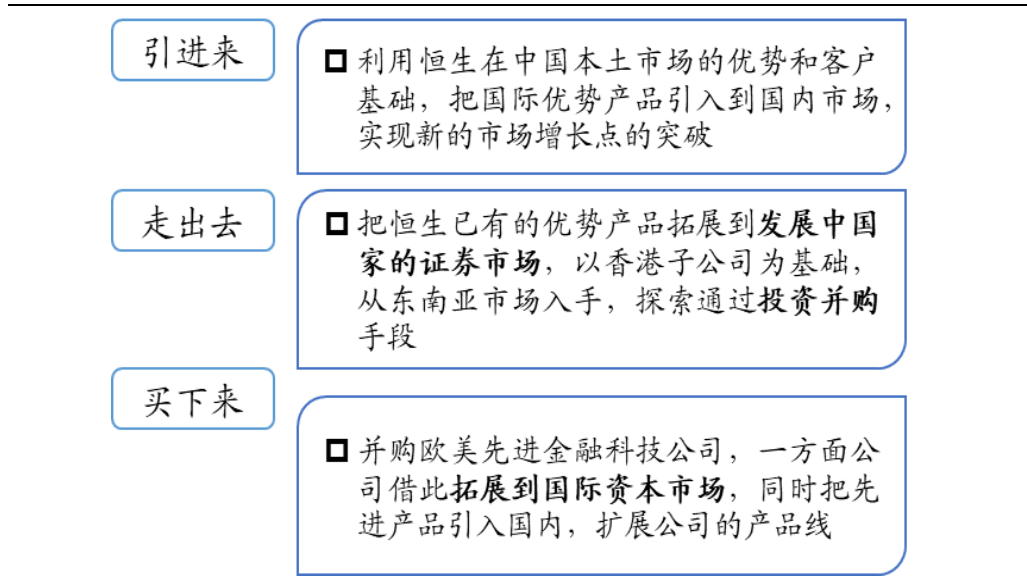
2019年2月, 恒生电子旗下两家中国香港控股子公司艾雅斯和恒生中国香港宣布合并, 正式成立恒云科技有限公司, 致力于积极拓展境外业务。恒云科技的产品体系涵盖底层技术、基础设施、交易系统、结算系统与开户系统五大类, 并提供多元化的技术解决方案, 包括全球证券、期货和期权交易系统, 综合账户管理平台, 以及离岸托管服务解决方案。

表11: 恒云科技产品示意图

产品与服务	技术优势		
底层技术	建设于UF3.0系统设计及架构底层的AlphaBroker证券交易及结算系统	共享基础服务、内存风险风险控制及内存交易、大数据	微服务架构、分布式架构、7*24小时、灰度升级
基础设施	顶尖数据中心托管	国际标准及认证	严格的安全措施
		环球互联网连接	全方位的管理系统
交易系统	投资者可以在同一个交易平台,通过在线终端或电话交易各种金融产品以及管理投资组合,享受随时随地交易的便捷	直达15个金融交易市场并成功与多个交易对手联	与第三方订单管理和后台结算系统轻松整合
		强大的I.T.基础设施和托管服务	高水平的风险控制和 KYC/AML 执行
结算系统	端到端结算解决方案 多功能后台结算系统	环球结算系统	前台系统无缝整合
		全方位流程支持	杜绝交易失败及结算问题
开户系统	艾雅斯开户系统(AyersAOS)通过精心构建的内置工作流程简化了开户流程	轻松便捷的客户体验	打造专属的管理平台

资料来源: 恒云科技官方网站, 信达证券研发中心

公司在2019年报提到, 将继续推行公司国际化战略的落地和执行。恒生的国际化战略的落地执行, 重点分为“引进来”和“走出去”和“买下来”。

图37：“引进来、走出去、买下来”战略示意图


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2020年以来，公司先后落实了相关战略，未来相关战略仍有可能进一步落地：

①恒云科技依托母公司在2020年初成功申请芝加哥商品交易所数据牌照的优势，将芝商所数据及交易信道的网络从马来西亚成功迁移到中国香港，为全球期货客户带来更直接更快的资料来源。

②2020年6月8日，恒生电子宣布与全球领先的金融科技公司Finastra建立战略合作伙伴关系，共同开发并推出Finastra投资组合管理系统Fusion Invest新版本。目前境内资产管理行业在交易处理、订单处理方面已初步数字化，但在投资研究、资产配置、组合管理、风险管理方面的数字化程度还较低，对于恒生来说，通过与Finastra的战略合作，有望填补境内市场的技术空缺。双方将根据中国的监管政策及业务要求，对原有Fusion Invest软件进行定制化开发，打造适合国情的资产管理投资组合解决方案(PMS)。

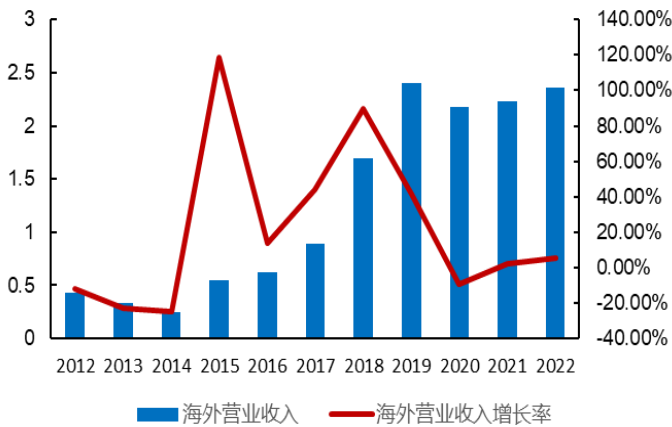
③2021年，恒生电子在收购了恒新利融的基础上，收购了Finastra在中国大陆和港澳地区的资金管理系统Summit和Opics相关业务及知识产权，并与控股子公司云赢网络进行业务整合，完善了公司在资金交易系统领域的布局。

6.2 境外业务情况：近五年境外业务收入复合增长率达27.38%。

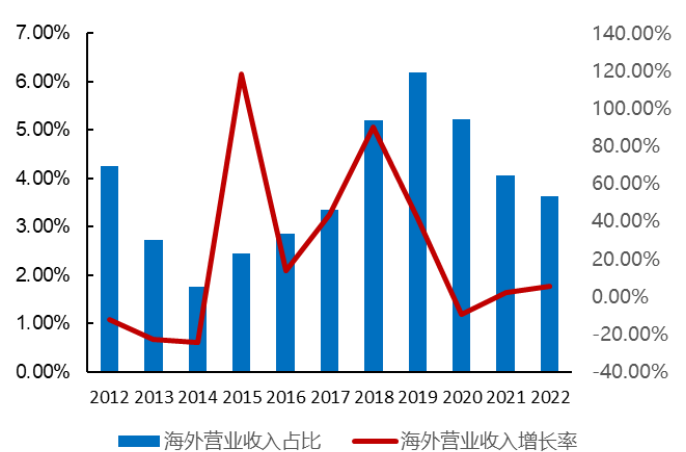
6.2.1 营业收入与营收贡献率

根据公司2022年年报披露，公司2022年境外地区营业收入为2.36亿元，2016年至2022年，境外业务年复合增长率为**24.92%**，快于公司整体收入增速。受疫情影响，公司2020-2022年境外地区营收增速分别为-9.35%/2.24%/5.75。随着外部环境逐渐好转，公司2023年境外业务营收有望恢复较快增速。

其中，恒云科技境外业务表现突出。2022年，恒云在业绩方面持续提升，收入规模持续扩大，新增5家客户，市占率取得进一步提升。多个产品取得突破，Fusion Invest和ESOP系统都实现了首个客户落地。同时恒云基于券商转型增加多类型金融产品交易业务，在创新业务方面，规划搭建信息路由平台，打造金融机构生态圈配合券商未来业务发展。

图38：2012年至2022年公司境外业务收入与增速（亿元）


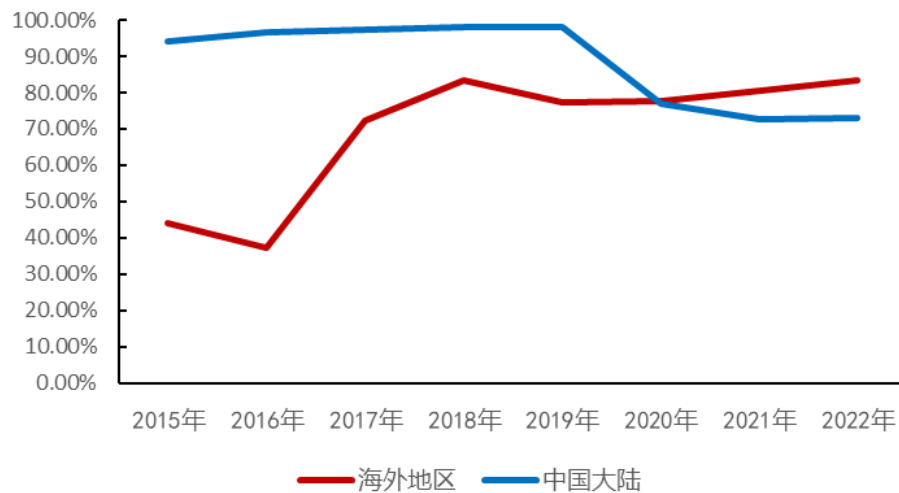
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图39：2012年至2021年境外业务占总营收比例（左轴）与增速（右轴）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

6.2.2 盈利能力

自2015年以来，公司境外业务毛利率快速增长，截至2022年，公司境外业务毛利率已超过大陆地区毛利率。

图40：公司2015年至2022年毛利率（按地区分类）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

6.3 境外市场空间：境外业务进展领先，境外市场空间可观

6.3.1 相比境内金融IT厂商，恒生电子境外业务处于领先地位

从境外业务来看，无论是境外业务营收还是境外业务营收占比，恒生电子都处于领先地位。在同业公司中，恒生电子的境外业务拓展遥遥领先。

表12：境内证券IT与资管IT公司境外业务营收对比

公司	时间	2018年	2019年	2020年	2021年
恒生电子	境外地区业务营业收入（亿元）	1.70	2.40	2.18	2.23
	境外地区业务营收占比	5.20%	6.20%	5.22%	4.06%
金证股份	境外地区业务营业收入（亿元）	-	-	0.08	0.08
	境外地区业务营收占比	-	-	0.14%	0.12%
顶点软件	境外地区业务营业收入（亿元）	0.01	0.01	-	-
	境外地区业务营收占比	0.34%	0.29%	-	-
赢时胜	境外地区业务营业收入（亿元）	-	-	-	-
	境外地区业务营收占比	-	-	-	-

资料来源：Wind，信达证券研发中心

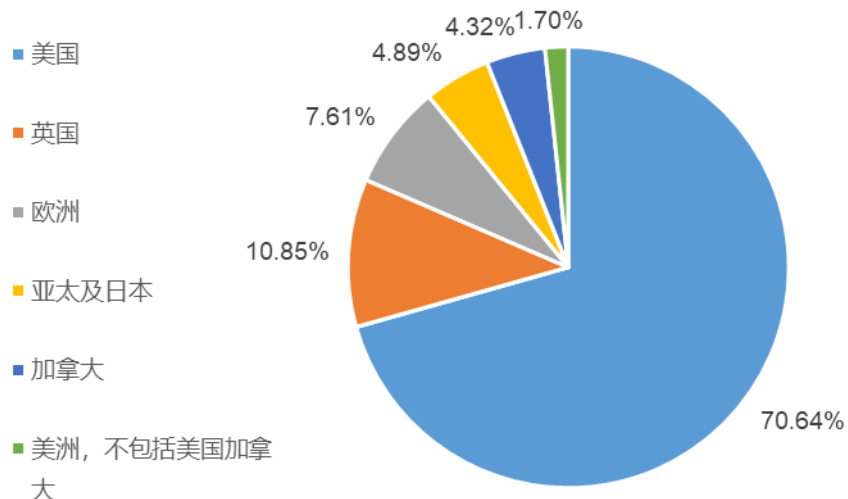
6.3.2 与国际顶尖金融 IT 厂商相比，恒生电子国际化程度仍有提升空间

SS&C 是全球领先的对冲基金、私募股权基金 IT 服务公司，也是领先的共同基金过户代理机构。在 2022 年 IDC 全球金融科技公司排名中排名第三。作为一家在国际上有影响力的金融 IT 服务公司，SS&C 的国际化战略已基本成熟，对恒生电子未来的发展路径有一定的参照意义。

海外业务遍布全球：SS&C 在全球设有超过 100 个办事处，为来自全球的客户 提供金融软件服务，约 20000 余家金融服务机构使用 SS&C 的产品和服务来管理他们的投资。

海外业务收入占比较高：2022 年 SS&C 实现营收 52.83 亿美元，其中 70.64% 来自美国金融机构，10.85% 来自英国客户，7.61% 来自欧洲客户，4.89% 来自亚太及日本客户。SS&C 海外业务板块占比超过 20%。

图41：2022年SS&C营业收入（按地区分类）（亿美元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

恒生电子境外布局目前主要立足于中国香港，未来几年的拓展面或主要集中在日本、新加坡等亚洲及东盟国家。考虑到欧美市场已被 SS&C、FIS 等为代表的领先 Fintech 公司占领，恒生电子切入难度较大。

但对比 SS&C 超过 20% 的海外收入占比，恒生电子 2022 年境外收入占比不足 4%，其国际化程度仍有很大提升空间。

6.3.3 境外业务增量空间测算

中国香港的证券 IT 市场空间至少在 64 亿港元/年。根据中国香港证券交易所披露，2021 年中国香港证券行业总收入为 943 亿港元，折合人民币约为 831.45 亿元人民币。根据中国大陆地区 2012 年至 2021 年历史数据可知，证券行业营业收入与证券行业 IT 收入正相关，2021 年中国大陆证券行业营业收入为 4961 亿元，与之相对应的证券 IT 投入为 338 亿元。因此，根据证券 IT 与证券业营收之间的相关性，我们估计中国香港的证券 IT 市场空间大约在 64 亿港元/年。此外还有基金、保险等买方的 IT 投入。

公司也在积极拓展中国香港以外的东南亚市场，整体来看，境外的市场空间可观。

七. 恒生电子中台战略分析

7.1 中台的介绍和作用

中台是与前台、后台相对应，在系统中被共用的中间件的集合，核心就是为了实现“共享”，从而更好地服务前台。主要包括技术中台、业务中台、数据中台。

技术中台：构建于应用和底层资源（包括基础设施资源、分布式数据库）之间，包括分布式技术、高性能技术、云计算技术、大数据技术、终端开发技术、AI 技术、智能运维等能力。打造通用技术中台，可以实现技术中间件在不同应用的复用，进而提高开发效率。技术中台赋能于业务中台和数据中台建设。

数据中台：是将不同类型的数据进行采集、计算、存储、加工，形成标准统一的数据资产，并提供开发环境、数据分析工具，也可以把数据封装成服务，以 API 等方式输出。为业务提供支撑，提升业务效率。

业务中台：是把前台应用可复用的功能做成通用模块，供前台调用，对接前台和后台。作用：一次建设多次使用，减少重复开发，提高开发效率。二是在前台功能快速调整的过程中，直接对中台进行调整，不影响后台的稳定性，满足前台业务敏态需求和后台运营稳态需要。以券商为例，包括交易中台、财富中台、运营中台等。

7.2 恒生中台战略的目的和实践落地

7.2.1 “中台”架构：技术中台

(1) 技术中台：技术中台是恒生“中台战略”的起点与基石，通过微服务、容器技术，提高开发效率与研发复用率。恒生向客户提供技术中台，客户基于恒生提供的开发平台、基础套件进行应用软件开发。由于平台沉淀了客户公司各方面的业务和数据，因此客户对恒生的粘性有望进一步加强。随着越来越多客户使用公司的开发平台，也利于公司后续商业模式的云化转型。

2019 年 5 月，恒生电子联合蚂蚁金服、阿里云发布了“新一代分布式服务开发平台”JRES3.0。JRES3.0 技术中台具备可复用 (Resume)、可扩展 (Extend)、高安全 (Security) 的特性。JRES3.0 平台的服务对象包括金融产品开发、运维、运营人员等，可提供完整的金融企业级应用开发套件，从而降低业务开发人员技术要求，提升开发效率以及系统稳定性。

图42：恒生电子技术平台迭代历程



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

7.2.2 中台架构：业务中台

恒生电子对“业务中台”的定义为：沉淀公司业务能力的中心，往往是用户、账户、产品、支付等基础类的服务能力聚集地，通过组件接口的方式输出给各类应用。

XONE 为恒生共享业务中台品牌，定位企业级共享业务平台，通过沉淀业务共性，提供开箱即用的可复用服务能力，为金融机构业务的快速创新赋能。目前 XONE 已形成 7 大业务中心（用户中心、客户中心、权益中心、产品中心、通知中心、员工中心、认证中心）和能力开放平台，能够满足客户全渠道流程统一、资源服务共享、数据融合创新的需求，帮助客户快速适应快速变换的市场。

表13：三种路径帮助金融机构建立新的业务中台

顾旧立新	保留原有系统，利用新建系统搭建中台架构 逐步沉淀能力，为旧有系统改造重建迁移到中台架构打好基础
平滑迁移	保留现有系统运行正常 逐步沉淀中台共享服务中心 最终完成中台架构建设以及系统的升级改造
不破不立	原有系统难以满足业务要求时 利用中台架构建设新的系统直接替换原有系统

资料来源：恒生电子官方网站，信达证券研发中心

7.2.3 中台架构：数据中台

数据中台是前端数据应用与后端数据源之间的中间层，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。在金融领域，数据中台创造出**智能资讯、智能投研、智能客服、智能风控**等全新业务场景。

2020年4月2日，公司并购广州数据中台技术公司安正软件。双方融合后的新版数据模型，被人保资管、百年资管、博时基金、南京证券、中银国际等多家金融机构在数据治理项目采用。

2020年5月，恒生电子推出了 iBrain 恒生数据中台+，确定将“iBrain”作为数据中台全新品牌。iBrain 作为恒生数据中台的核心产品之一，致力于满足金融业务需求，提升数据的价值，为前端业务提供高质量数据服务。

表14：数据中台：iBrain功能与实现方式

功能	实现方式	意义
全面数据管理	主要包括企业数据总览、元数据采集、元数据知识库、元数据查询、数据血缘、数据影响关系等功能	通过数据管理实现企业数据信息的描述和分类实现格式统一
建立数据标准	建立的一套符合自身实际的标准 化体系	实现数据的完整性、规范性、一致性、准确性、唯一性、时效性等
完整数据模型	集成保险资管所有系统数据，实现为多个相互依赖的任务，供调度系统自动执行数据采集、计算、存储	清楚地表达客户内部各种业务主体之间的数据相关性，使不同部门的业务人员、应用开发人员和系统管理人员获得关于内部业务数据的统一完整视图

智能数据分析

基于数据中台赋能的数据服务和开放的 BI 工具

通过智能数据分析平台，业务人员能方便地在线对数据进行分析。同时分析结果能发布到数据门户或者嵌入其他业务系统中，以方便一线的人员使用

资料来源：恒生电子官方公众号、信达证券研发中心

至此，恒生电子对技术中台、数据中台、业务中台三大中台的构建逐渐完善。技术中台有望从技术环节引导客户对 IT 架构进行云化部署，加速公司云业务的市场渗透进程；业务中台为客户的管理模式赋能，有助于客户实现精细化运营；数据中台致力于满足金融业务的需求，实现数据的价值。在满足机构客户刚需的同时，致力于实现内部研发效率和产品推广效率的同步提升。

7.3 恒生中台战略成效显著，对外获得市场认可，对内提高运营效率

7.3.1 对外：公司中台战略积极响应金融市场需求，用户客群逐步扩大

(1) 技术中台方面

为用户提供金融企业级应用开发套件，提升开发效率与稳定性。截至 2019 年，JRES3.0 应用率已经达成 **93%**，并在原有的 JRES3.0 技术平台基础上，进一步扩展和丰富了平台的功能，实现恒生技术栈整体向云原生迁移，所有的核心业务系统也完成了云原生技术栈的改造升级工作。

(2) 业务中台方面

助力金融机构沉淀业务能力，得以帮助金融机构做好现有核心业务的安全稳定运行的同时，适应金融机构创新业务的快速发展。目前，业务中台对应的下游用户已覆盖基金、证券、期货等金融细分领域，与天弘基金、东方金控集团、方正证券、招商期货等头部客户达成合作，具备在金融行业广泛推广的潜力。

(3) 数据中台方面

帮助金融机构提升资讯数据质量，最大化减少数据偏差对业务的影响，赋能金融机构的业务开展。2019 年推出第一代产品，新发布了智眸科创通、智能算法交易、智能舆情预警、超级智能客服 4 款基于恒生数据中台的人工智能产品，成功上线多家资管行业数据中心和统一资讯平台。

7.3.2 对内：公司内部提质增效，营收稳定性增强

(1) 研发效用提升明显

在 2022 年期间，恒生电子持续加大研发投入，在研发费用同比增长高达 9.68% 的背景下，2022 年研发支出总额占营业收入比例下降了 2.8pct，研发投入对于经营业绩的提升作用正在不断加强，得益于中台架构提高了技术耦合性与研发复用率，从而提高了内部研发投入的质量。未来有望进一步提高公司研发效率。

(2) 盈利模式升级，营收稳定性与持续性有望增强

随着云架构在市场上的逐步推广，云产品逐步进入年费收入模式。中台架构的实施与推广，在提升研发费用率的同时，有利于满足客户定制化和个性化的需求，提高用户的复购率，进而提升客户粘性，公司致力于从 IT 软件等一次性收费方式转向服务运营等收费方式，从而提升收入的可预见性与持续性。

八、盈利预测、估值与投资评级

8.1 盈利预测及假设

收入及毛利率假设：

按照业务条线拆分，公司主营业务包括大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、数据风险与基础设施业务、银行与产业 IT 业务、创新互联网业务，以及非金融业务。受疫情影响，公司 2022 年收入增速较 2021 年有所下降，我们认为随着疫情好转、信创推进、数字化转型升级，公司未来经营将企稳上升。

1.大零售 IT：随着交易所和监管机构陆续推出互联互通、债券新规等业务与政策，公司 UF3.0 及新一代 TA 订单有望进一步实现增长。我们预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 11%/15%/13%，毛利率分别为 67%/67%/67%。

2.大资管 IT：公司新一代投资管理系统 O45 新签约客户、上线客户持续增加，行业影响力有望持续扩大。我们预计 2022-2024 年该业务收入增速分别为 26%/28%/28%，毛利率分别为 86%/85.5%/85%。

3.互联网创新业务：公司互联网创新业务以一站式云服务解决方案为核心产品，提供基于云的投资交易、估值等功能，在云转型趋势下，公司该业务在未来有望保持稳健增速。我们预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 18%/20%/18%，对应毛利率为 76%/77%/76%。

4.企金、保险核心与基础设施 IT 业务：公司持续扩充现金管理和企业财资客户。该业务未来有望保持一定增速。我们预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 8%/10%/10%，对应毛利率分别为 37%/36%/36%。

5.数据风险与基础设施业务：公司数据风险业务发展势头良好，叠加公司中台业务、数据中台的前瞻性布局，该业务未来或将保持快速增长。我们预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 12%/12%/12%，对应毛利率分别为 61%/61.5%/61.5%。

6.非金融业务：公司非金融业务体量相对较小，预计未来保持稳定增长。我们预计 2023-2025 年该业务收入增速分别为 10%/13%/10%，对应毛利率分别为 76.5%/76.5%/76.5%。

综合上述各类产品情况，我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 76.86 亿元、93.05 亿元及 112.27 亿元，归母净利润分别为 18.06 亿元、23.44 亿元及 28.93 亿元。

表 15：公司分业务营收预测

营收预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
大零售 IT (百万元)	2,111.14	1,534.81	1,703.64	1,959.18	2,213.88
同比增速 (%)	39.79%	9.53%	11.00%	15.00%	13.00%
毛利率 (%)	69.58%	66.99%	67.00%	67.00%	67.00%
大资管 IT (百万元)	1,706.12	2,804.74	3,533.97	4,523.48	5,790.06
同比增速 (%)	39.84%	27.97%	26.00%	28.00%	28.00%
毛利率 (%)	82.16%	85.55%	86.00%	85.50%	85.00%
互联网创新业务 (百万元)	803.92	953.74	1,125.41	1,350.50	1,593.59
同比增速 (%)	33.69%	18.64%	18.00%	20.00%	18.00%
毛利率 (%)	80.06%	75.74%	76.00%	77.00%	76.00%
企金、保险核心与基础设施 IT 业务 (百万元)	353.72	558.12	602.77	663.05	729.35
同比增速 (%)	-2.54%	5.05%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	48.70%	36.32%	37.00%	36.00%	36.00%

数据风险与基础设施业务 (百万元)	353.67	450.33	504.37	564.89	632.68
同比增速 (%)	18.59%	12.49%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率 (%)	57.20%	61.32%	61.00%	61.50%	61.50%
非金融业务 (百万元)	163.45	195.86	215.45	243.45	267.80
同比增速 (%)	-6.47%	19.83%	10.00%	13.00%	10.00%
毛利率 (%)	72.79%	76.92%	76.50%	76.50%	76.50%
总营收 (百万元)	5,496.58	6,502.39	7,685.61	9,304.56	11,227.36
同比增速 (%)	31.73%	18.30%	18.20%	21.06%	20.67%
毛利率 (%)	73.00%	73.56%	74.57%	75.15%	75.46%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

8.2 估值与投资评级

公司为金融 IT 龙头公司, 我们选取计算机其它细分领域龙头: 深信服、用友网络及广联达作为可比公司, 并采用 PE 估值法对恒生电子进行估值。可比公司 2024 年平均 PE 约为 60.66 倍, 公司 PE 估值低于可比公司平均水平, 我们给予恒生电子 2024 年 60 倍 PE 估值。根据我们盈利预测数据, 恒生电子 2024 年归母净利润为 23.44 亿元, 对应 2024 年总市值 1406.4 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 16: PE 估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (WIND 一致预测) (亿元)				P/E		
			2023/4/14	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300454.SZ	深信服	573.6	5.27	9.08	10.63	108.88	63.18	53.94	
600588.SH	用友网络	837.7	7.27	11.68	15.64	115.16	71.70	53.55	
002410.SZ	广联达	798.7	12.95	16.96	22.06	61.7	47.1	36.21	
			平均			95.25	60.66	47.90	
600570.SH	恒生电子	959.5	18.06	23.44	28.93	53.14	40.93	33.16	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 恒生电子归母净利润为信达证券研发中心预测值

风险提示

- 1.若市场监管整体趋严态势不改, 与交易量/金额挂钩的创新商业模式较难突破, 或将影响行业客户创新业务的发展, 进而影响公司业务增长;
- 2.证券 IT 投入增长或受到股市交易规模波动影响, 若股市波动较大, 可能拖累公司证券 IT 收入;
- 3.若金融信创推进不及预期, 产品替换进程放缓, 或将影响公司相关收入;
- 4.行业竞争加剧, 公司市场份额或受影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,035	5,954	8,461	11,866	16,076
货币资金	1,728	2,873	5,155	8,117	11,959
应收票据	1	0	1	1	1
应收账款	763	923	1,070	1,342	1,568
预付账款	12	14	16	19	22
存货	467	541	605	751	865
其他	2,065	1,603	1,615	1,637	1,661
非流动资产	7,045	7,051	7,088	7,111	7,137
长期股权投资	1,111	1,271	1,271	1,271	1,271
固定资产(合计)	1,680	1,618	1,529	1,448	1,364
无形资产	376	404	495	565	641
其他	3,878	3,758	3,794	3,827	3,862
资产总计	12,080	13,005	15,550	18,977	23,213
流动负债	5,489	5,245	5,962	6,988	8,263
短期借款	178	55	55	55	55
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	504	556	649	777	922
其他	4,807	4,634	5,258	6,156	7,286
非流动负债	375	285	268	268	268
长期借款	228	116	116	116	116
其他	147	169	152	152	152
负债合计	5,865	5,530	6,229	7,256	8,531
少数股东权益	520	663	703	760	827
归属母公司股东权益	5,695	6,812	8,617	10,961	13,855
益					
负债和股东权益	12,080	13,005	15,550	18,977	23,213

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,497	6,502	7,686	9,305	11,227
同比(%)	31.7%	18.3%	18.2%	21.1%	20.7%
归属母公司净利润	1,464	1,091	1,806	2,344	2,893
同比(%)	10.7%	-25.4%	65.5%	29.8%	23.4%
毛利率(%)	73.0%	73.6%	74.6%	75.2%	75.5%
ROE(%)	25.7%	16.0%	21.0%	21.4%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.77	0.57	0.95	1.23	1.52
P/E	65.56	87.94	53.14	40.93	33.16
P/B	16.85	14.09	11.13	8.75	6.93
EV/EBITDA	95.13	58.28	54.38	41.06	32.65

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,497	6,502	7,686	9,305	11,227
营业成本	1,485	1,719	1,954	2,312	2,755
营业税金及附加	60	75	87	106	128
销售费用	558	617	692	791	977
管理费用	681	870	945	1,117	1,347
研发费用	2,139	2,346	2,890	3,443	4,154
财务费用	-1	16	-29	-59	-97
减值损失合计	-12	-59	-2	-2	-2
投资净收益	276	259	346	394	490
其他	673	66	372	430	531
营业利润	1,511	1,124	1,862	2,417	2,983
营业外收支	-1	1	0	0	0
利润总额	1,510	1,125	1,862	2,417	2,983
所得税	20	5	16	16	22
净利润	1,490	1,120	1,846	2,401	2,961
少数股东损益	27	29	40	57	67
	1,464	1,091	1,806	2,344	2,893
EBITDA	943	1,274	1,674	2,144	2,579
EPS(当年)	0.77	0.57	0.95	1.23	1.52
(元)					

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	957	1,138	2,186	2,779	3,570
净利润	1,490	1,120	1,846	2,401	2,961
折旧摊销	115	181	182	175	178
财务费用	15	43	9	8	8
投资损失	-276	-259	-346	-394	-490
营运资金变动	50	-177	491	583	908
其它	-437	230	4	5	5
投资活动现金流	-423	286	122	191	280
资本支出	-684	-294	-180	-158	-166
长期投资	169	638	-44	-45	-44
其他	91	-58	346	394	490
筹资活动现金流	-174	-482	-26	-8	-8
吸收投资	104	221	0	0	0
借款	1,458	657	0	0	0
支付利息或股息	-166	-189	-9	-8	-8
现金净增加额	353	938	2,283	2,962	3,842

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolangqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。