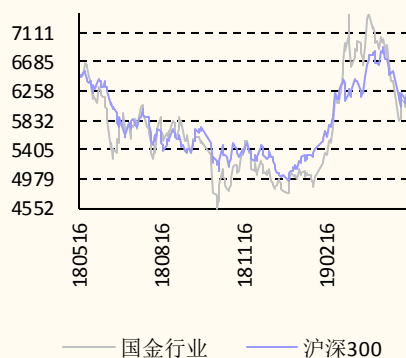


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金软件指数	6125.53
沪深300指数	3727.09
上证指数	2938.68
深证成指	9259.03
中小板综指	8996.42



罗露

联系人
luolu@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

金融 IT 行业深度：优质赛道，首选龙头

行业观点

- **三重因素驱动，金融 IT 是长期优质赛道。**金融 IT 行业进入壁垒高、客户粘性强，先发优势明显，领先公司地位较难撼动。细分行业中，银行 IT 解决方案市场 18-22 CAGR 将达 20.8%，未来机会在中小银行；证券 IT 市场受资本市场波动影响较大但增长趋势不变，核心领域格局已定，龙头优势明显；保险 IT 为后起之秀，解决方案市场 18-22 CAGR 达 22%，行业集中度不断提升，CR5 已达 66%，中科软一家独大。长期看，金融 IT 行业发展有三大逻辑支撑：一是国内金融机构信息化支出总额及支出结构仍具有巨大提升和优化空间，以最大的子领域银行 IT 为例，当前国内大型商业银行、股份制银行的平均 IT 支出占（营收）比不足 2%，而成熟市场如美国银行业 IT 支出占比在 6% 左右；二是监管政策变动和金融市场开放持续带来行业空间的提升；三是创新技术（如云计算、人工智能）的发展有望进一步打破行业天花板，金融 IT 企业面临重大历史机遇。
- **当前，证券 IT 是最值得关注子领域。**首先，整体而言，证券 IT 行业受监管政策影响最明显，例如资管新规、科创板等政策的实施能够带来 40-57 亿左右的增量市场空间，监管政策变动驱动的监管科技发展已成为业内部分厂商快速成长的主要逻辑之一；其次，国内资管规模快速增长，资管 IT 长期高速发展可期，根据 Casey Quirk, 2016-2030 中国资管规模 CAGR 达 13.8%，我们认为随着资管规模的快速增长，资管机构的 IT 需求也将快速释放，已在资管 IT 领域取得领先优势的公司（如恒生）将充分受益行业发展；最后，相比银行 IT 以及保险 IT，证券 IT 行业近三年平均研发支出占比更高，四家主要公司的平均研发占比达 35%，远高于银行 IT（13%，参考宇信等公司）以及保险 IT（8%，参考龙头中科软），产品驱动特征更加明显，更具规模化扩张能力。
- **强者恒强，龙头公司最具投资价值。**我们认为，金融 IT 企业的竞争力是产品力、运营力和生态力的三力融合，现阶段金融 IT 公司的生态价值取决于客户数、场景数、产品使用频率、大数据挖掘程度、单客户价值、平台用户数、资本杠杆七大因素。相比较而言，首先，龙头公司更具拓展业务边界的能力，在提升单客户价值上更有潜力；其次，龙头公司更能抓住 RegTech、FinTech 等带来的行业趋势性机会，从而实现客户数、场景数、大数据挖掘能力等的跃升；最后，龙头公司产品力和运营力领先，在构建生态时具有基础优势，因而我们认为龙头在未来具有更大的爆发潜力，强者恒强的逻辑会越来越明显。

投资建议

- **行业策略：首选证券 IT 龙头，其次积极关注出现边际变化的企业。**我们首推证券 IT 龙头恒生电子，同时建议积极关注证券 IT 领域另一领先公司金证股份；银行 IT 领域，建议积极关注出现重大边际变化的公司，如长亮科技；保险 IT 领域，建议关注龙头中科软（尚未登陆 A 股市场）。

风险提示

- 监管政策落地进展不及预期，影响下游客户系统建设/改造需求；资本市场不景气，影响金融机构 IT 支出；创新技术发展及落地不及预期，影响金融 IT 厂商创新业务发展。

内容目录

1. 金融 IT：三重因素驱动的长期优质赛道	4
1.1 行业综述	4
1.2 细分领域现状及趋势不一，整体看龙头布局领先	7
1.2.1 银行 IT：竞争日趋激烈，机会在中小银行	7
1.2.2 证券 IT：增长趋势不变但波动较大，核心领域格局已定	8
1.2.3 保险 IT：后起之秀，快速成长的细分赛道	9
1.2.4 携手巨头、开放合作、强化平台属性，金融 IT 龙头密集布局	10
1.3 三重因素驱动，长期看金融 IT 行业发展极具潜力	11
1.3.1 信息化缺口仍在，国内金融机构 IT 支出总额与结构仍存在巨大提升和优化空间	11
1.3.2 RegTech 驱动，监管政策变动、金融市场开放持续带来市场空间的提升	12
1.3.3 FinTech 驱动，创新技术发展将进一步打破行业成长的天花板	13
2. 证券 IT：当前最值得关注细分领域	16
2.1 证券 IT 充分受益 RegTech 发展	16
2.2 资管 IT 助力证券 IT 快速发展	16
2.3 产品驱动，具备快速扩张的基础	17
3. 强者恒强，龙头最具价值	19
3.1 产品力、运营力、生态力是金融 IT 企业核心竞争力	19
3.1.1 产品力是金融 IT 企业立身的基石	19
3.1.2 运营力是金融 IT 企业发展的保障	20
3.1.3 生态力是金融 IT 企业最终发展方向	20
3.2 三力之下，龙头最具投资价值	20
3.2.1 龙头更具备拓展业务边界的能力，在提升单客户价值上更有潜力	21
3.2.2 龙头更能抓住行业趋势性机会，实现客户数、场景数、大数据挖掘能力等的跃升	21
3.2.3 龙头更具备构建生态的能力和基础	21
4. 投资策略及相关标的	22
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：金融科技公司分类	4
图表 2：金融 IT 业务流程	5
图表 3：金融 IT 各细分领域上市及拟上市公司分布（按盈利及市值）	6
图表 4：全球金融业 IT 支出结构（2022E）	6
图表 5：中国金融业 IT 支出结构（2014A）	6

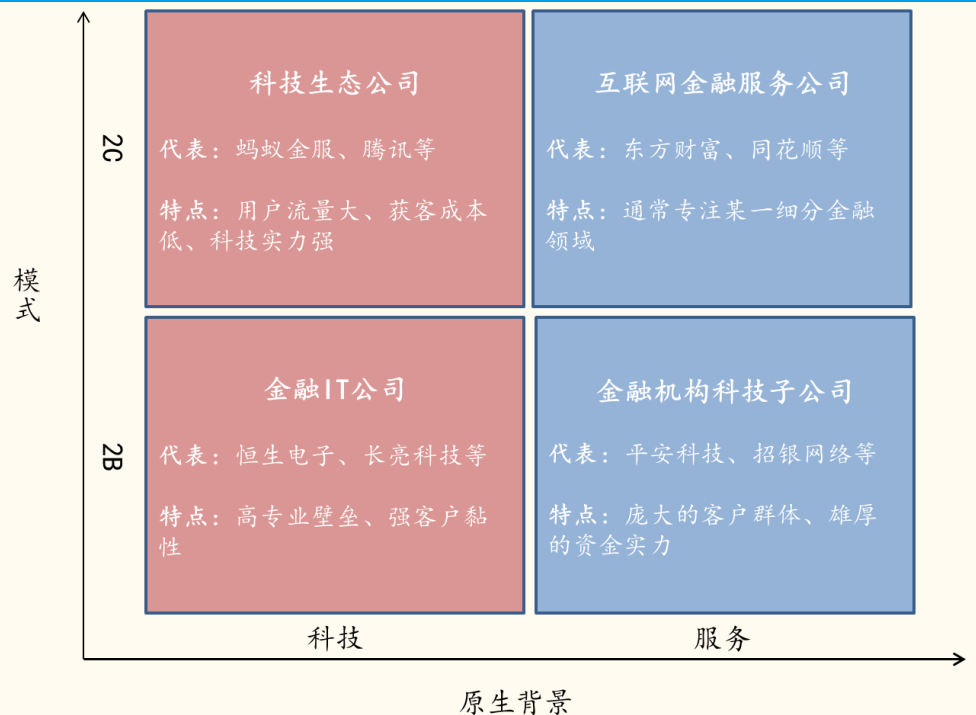
图表 6: 全球金融业 IT 解决方案市场结构 (2021E)	7
图表 7: 中国金融业 IT 解决方案市场结构 (2017)	7
图表 8: 银行 IT 解决方案市场将保持快速增长 (亿元)	7
图表 9: 中国银行 IT 解决方案市场投资分布 (2017)	7
图表 10: 已上市主要银行 IT 厂商优势领域及市占率梳理	8
图表 11: 中国银行业 IT 投资比例 (2017)	8
图表 12: 中国银行业 IT 解决方案市场格局 (2017)	8
图表 13: 证券公司 IT 支出占三年平均营收比重	9
图表 14: 证券公司与恒生电子营收 yoy 对比	9
图表 15: 证券 IT 核心产品市场占有率情况	9
图表 16: 中国保险业 IT 解决方案支出预测	10
图表 17: 保险 IT 解决方案市场行业集中度变化	10
图表 18: 中美主要金融机构 IT 支出占营业收入比重对比	11
图表 19: 2017 年中国银行业 IT 支出结构(2017, 按类别)	12
图表 20: 美国银行业 IT 支出结构 (2017, 按类别)	12
图表 21: 合资券商申请设立情况统计 (截至 2019 年 5 月 12 日)	12
图表 22: FIS 云端业务量情况	13
图表 23: FIS 将云视为下一代解决方案架构的核心特征之一	14
图表 24: 中国金融行业用户应用云的主要目的	14
图表 25: 中国金融行业云计算技术应用进展	14
图表 26: 国内金融机构云计算部署模式	15
图表 27: 中国金融行业云 PaaS+SaaS 支出 (百万美元)	15
图表 28: 全球人工智能在金融行业的市场规模 (2017-2022, 亿美元)	15
图表 29: 中国智能投顾资产管理规模 (亿美元) 及用户渗透率 (2018-2023)	15
图表 30: “资管新规”下金融 IT 行业增量市场空间测算	16
图表 31: 近期金融制度创新 (科创板、沪伦通、CDR 等) 为金融 IT 行业带来的增量市场空间测算	16
图表 32: 大资管 IT 业务是恒生近三年主要增长来源	17
图表 33: 中国资产管理规模预测 (2016A-2030E)	17
图表 34: 近三年金融 IT 各领域主要公司平均研发支出占比情况	18
图表 35: 金融 IT 企业竞争三力模型	19
图表 36: 近三年证券 IT 龙头恒生增长主要受益于监管政策变动	21

1. 金融 IT：三重因素驱动的长期优质赛道

1.1 行业综述

金融 IT 是金融科技的一个细分行业。根据金融稳定理事会的定义，金融科技是指通过技术手段推动金融创新，形成对金融市场、机构及金融服务产生重大影响的业务模式、技术应用以及流程和产品。根据原生背景和模式不同，我们把金融科技市场玩家分成四类，即金融 IT 公司、科技生态公司、互联网金融服务公司以及金融科技子公司，其中：1) 金融 IT 公司，通过服务外包或者技术输出的形式为金融机构提供信息化的产品或服务；2) 科技生态公司，依托互联网平台切入金融服务领域；3) 新型金融服务公司，依托新兴技术手段或者差异化的客户定位切入到某一特定的金融服务领域；4) 传统金融机构的科技子公司，从传统金融机构的科技部门发育而来，以对内服务为主。

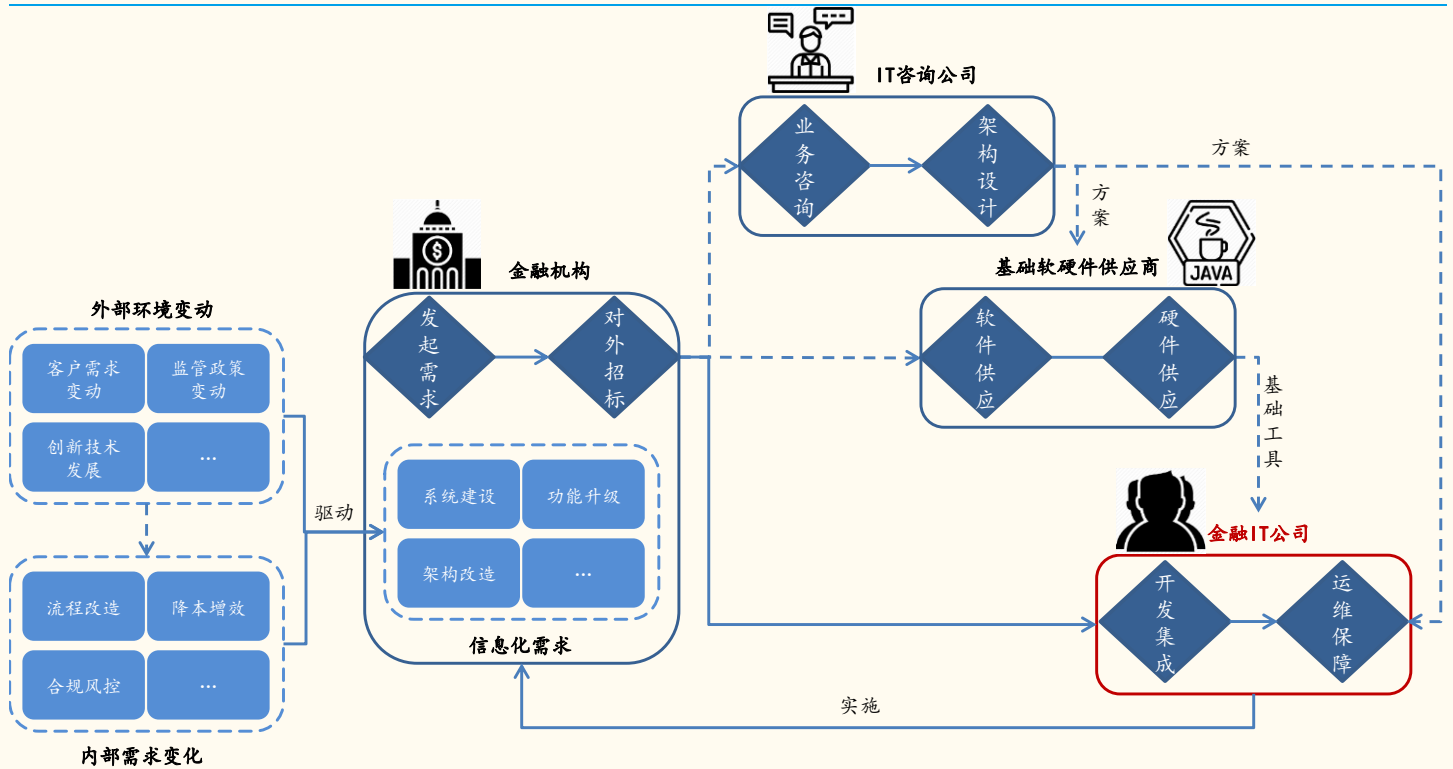
图表 1：金融科技公司分类



来源：公开资料，分析师整理，国金证券研究所

先发优势明显，进入壁垒高、客户黏性强、偏定制化是行业主要特点。金融机构在筛选金融 IT 厂商时，对后者的信誉、项目经历、双方的历史合作等极其看重，因此该行业进入壁垒极高。同时由于金融 IT 系统的复杂性，系统的改动往往牵一发而动全身，且系统的运维保障又依赖于跟金融 IT 厂商的长期、持续地互动与合作，因此双方合作一旦达成金融机构一般不会更换供应商，对核心系统供应商更是如此，国外巨头如 FIS 跟客户的合作时间可长达 30 年以上，客户黏性极强。此外，由于金融机构需求不一，产品难以标准化，尤其是核心业务系统更需适配客户需求，因此定制化是整个行业的鲜明特征之一。

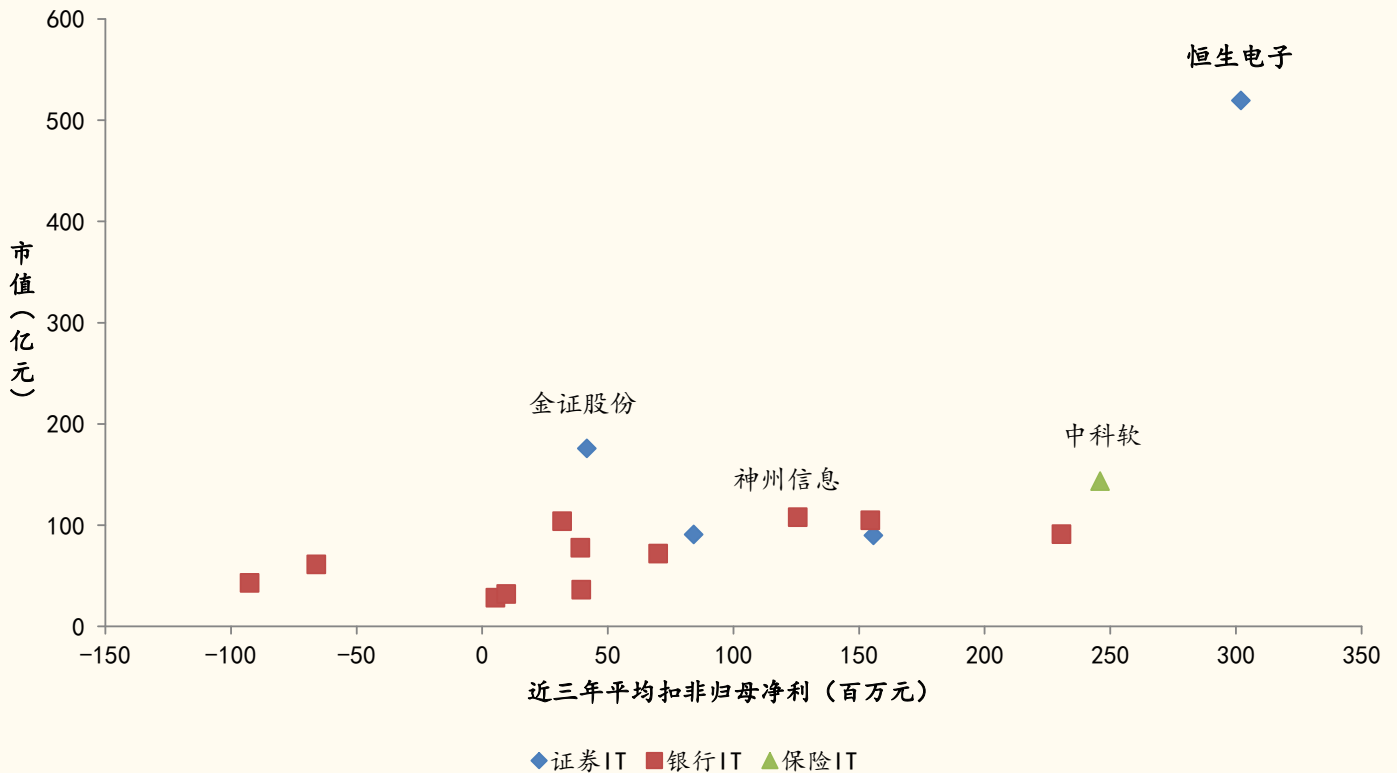
图表 2：金融 IT 业务流程



来源：公开资料，国金证券研究所整理

按照下游客户类型不同，金融 IT 大致可分为银行 IT、证券 IT 以及保险 IT。需要特别说明的是，近年来大资管（包括基金公司、券商资管、保险资管、信托等）概念深入人心，随着资管行业的快速发展，资管 IT 也正逐渐成为一个独立的细分领域。国际上一般将资管 IT、财管 IT、经纪 IT 等归类为资本市场 IT，部分国内机构（如恒生电子）也开始使用的同样的分类方法，但两者（资本市场 IT 及证券 IT）内涵相差无几，因此我们也不做区分。从盈利和市值两个维度看，恒生电子为金融 IT 领域绝对的龙头。

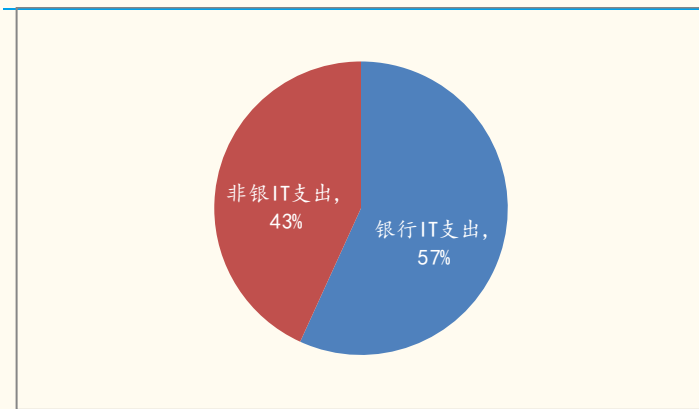
图表 3：金融 IT 各细分领域上市及拟上市公司分布（按盈利及市值）



来源：Wind，国金证券研究所整理（注：保险 IT 公司中科软暂未登陆 A 股，市值按照 18 年扣非归母净利润及行业平均 PE 测算；其它公司市值统计日期截止到 2019 年 5 月 15 日）

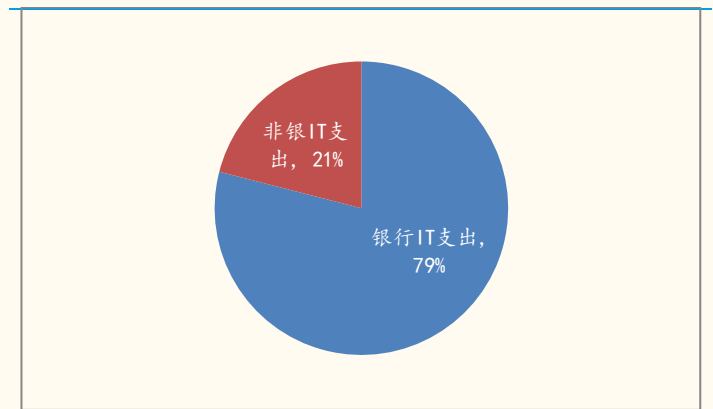
国内外金融 IT 均以银行 IT 为主。IDC 预测，到 2021 年全球金融机构 IT 支出中约 60% 为银行 IT 支出，资本市场 IT 支出与保险 IT 支出两者相当。国内银行 IT 支出占比相比国际平均水平更高，主要是由于银行支付能力更强、信息化起步更早。根据 IDC 数据，2014 年中国银行业 IT 支出占整个金融业 IT 支出的比重约 79%。近年来随着资本市场 IT 以及保险 IT 支出的快速发展，银行 IT 占比有所下降，但整体上仍然占据绝大部分份额。

图表 4：全球金融业 IT 支出结构 (2022E)



来源：IDC，国金证券研究所整理

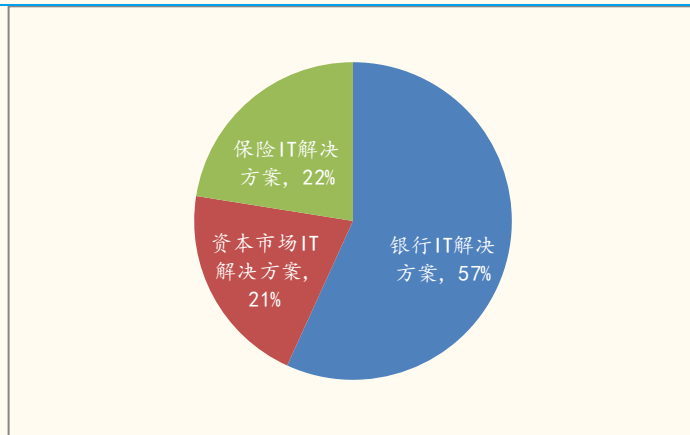
图表 5：中国金融业 IT 支出结构 (2014A)



来源：IDC，国金证券研究所整理

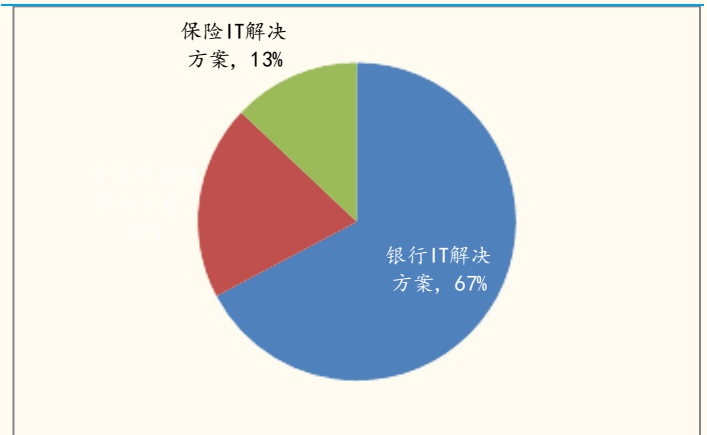
解决方案市场基本延续上述 IT 支出结构。国外金融 IT 市场相对成熟，各细分领域解决方案市场占比基本一致，因此整体而言国外金融 IT 解决方案市场结构跟 IT 支出结构一致。国内情况略有不同，三大领域中证券 IT 相对更依赖于外部厂商，因此解决方案市场占 IT 支出比重较高。根据 IDC 的数据及我们的分析，2017 年国内金融 IT 解决方案市场规模约 500 亿，其中银行 IT 解决方案市场占 67%，证券 IT 约占 20%，保险 IT 约占 13%。

图表 6：全球金融业 IT 解决方案市场结构 (2021E)



来源：IDC, 国金证券研究所整理、预测

图表 7：中国金融业 IT 解决方案市场结构 (2017)



来源：IDC, 国金证券研究所整理、预测

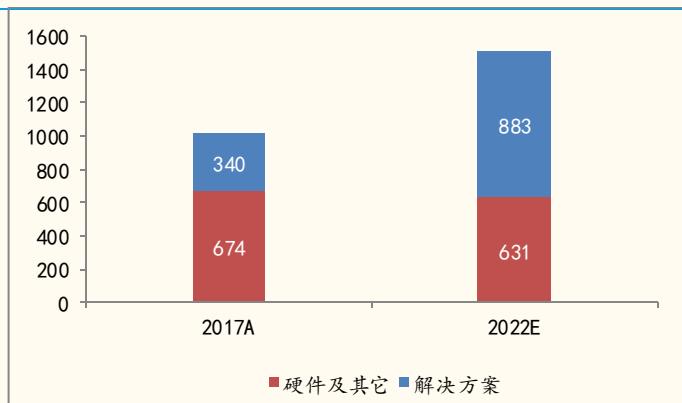
1.2 细分领域现状及趋势不一，整体看龙头布局领先

1.2.1 银行 IT：竞争日趋激烈，机会在中小银行

解决方案市场快速增长，头部格局已相对稳定。银行 IT 支出增速已经下降到个位数，IDC 预测 2018-2022 年 CAGR 仅为 8% 左右。虽然整体增速不高，但是结构会出现明显变化，IDC 预计银行 IT 解决方案市场将维持 CAGR 21% 左右的增长，至 2022 年达到 883 亿元，占总支出的比重提高到 58%。

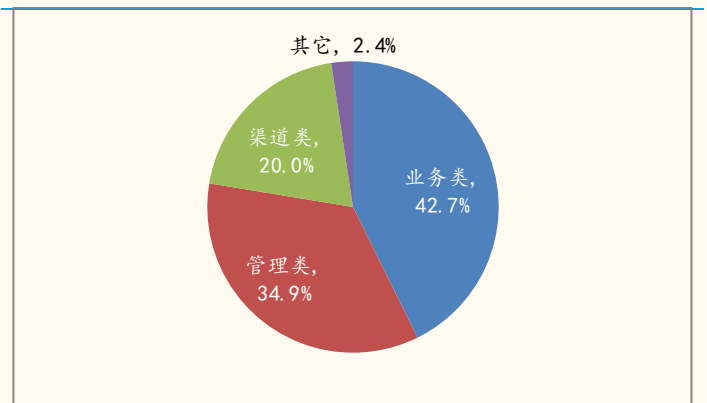
当前，业务、管理、渠道三大解决方案领域头部市场格局已相对稳定。业务类解决方案以核心业务系统解决方案为主（占比达 45%），未来增长的主要驱动因素为业务系统改造需求的增加；管理类解决方案以商业智能和风险管理解决方案为主（合计占比 50% 以上），未来增长的主要驱动因素为银行内部管理及合规风控需求的提升；渠道类解决方案未来增长的主要驱动因素为中小银行对数字化渠道建设需求的增加。未来业务及管理类解决方案仍将是银行 IT 投资的重点，渠道类解决方案市场占比预计维持稳定或继续保持下滑趋势。上述三大解决方案市场头部格局已多年未发生重大变动：业务类以文思海辉金信、神州信息、宇信科技等领先；管理类以文思海辉金信、宇信科技、IBM 等领先；渠道类以宇信科技、科蓝软件、神州信息等领先。

图表 8：银行 IT 解决方案市场将保持快速增长 (亿元)



来源：IDC, 国金证券研究所

图表 9：中国银行 IT 解决方案市场投资分布 (2017)



来源：IDC, 国金证券研究所

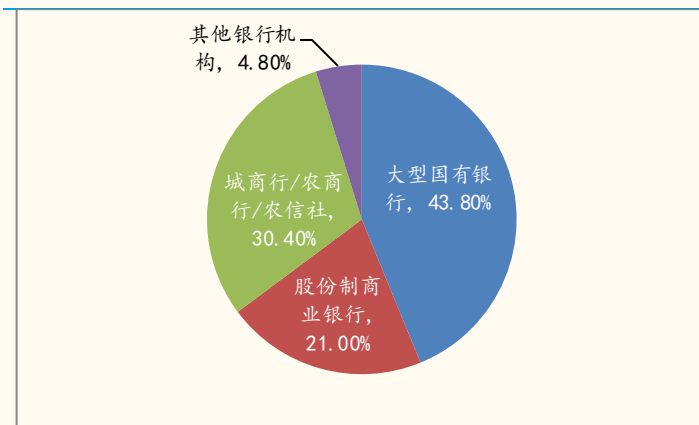
图表 10：已上市主要银行 IT 厂商优势领域及市占率梳理

公司代码	公司简称	优势领域
000555	神州信息	渠道类 (5.7%)、业务类 (4.5%)、管理类 (2.4%)
300674	宇信科技	渠道类 (9.0%)、业务类 (4.2%)、管理类 (4.1%)
300339	润和软件	业务类 (3.0%)、管理类 (1.0%)
600570	恒生电子	业务类 (2.8%)
300348	长亮科技	管理类 (3.0%)、业务类 (2.6%)
300380	安硕信息	业务类 (2.5%)
300663	科蓝软件	渠道类 (8.2%)、业务类 (1.6%)
00465	高伟达	管理类 (1.9%)、业务类 (1.4%)
002065	东华软件	业务类 (1.1%)
600571	信雅达	管理类 (1.5%)

来源：IDC，公司公告，分析师整理，国金证券研究所

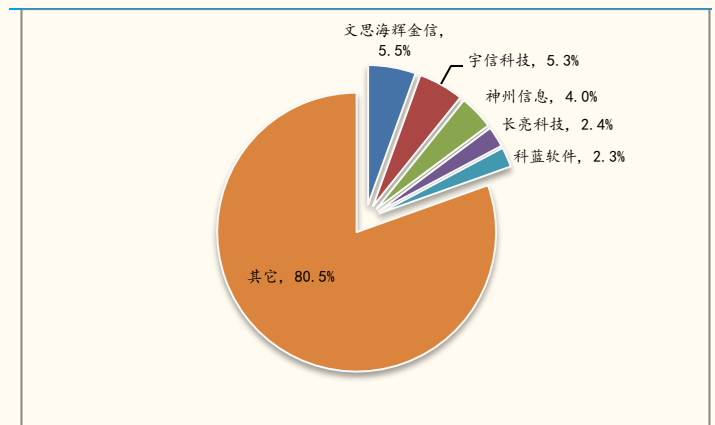
整体市场格局趋于分散，主战场将从大型银行转移到中小银行。银行 IT 解决方案市场格局相对分散，2017 年 CR5 不足 20%，且相比 2015 年 CR5 为 25%，市场整体上朝更加分散的趋势发展。目前，银行 IT 市场主要集中在大型国有银行和股份制商业银行，但从趋势上看，银行 IT 厂商未来主要争夺的客户将转向中小银行（包括城商行、农商行以及农信社等），主要原因一是市场玩家在大型银行上的市场格局已经较为稳定，未来中小银行市场将成为最大增量；二是由于银行本身的科技实力已经达到一定水平，现阶段正逐渐从对内服务转向对外输出。2016 年 7 月，银监会通过银行业信息科技“十三五”规划明确鼓励有条件的银行尝试信息科技公司运作，为其他银行提供托管服务与外包服务等。当前已有部分隶属于大型国有银行和股份制商业银行的独立科技子公司成立，例如建信金科、平安科技、兴业数金、招银网络等。这些银行系科技公司作为未来银行 IT 乃至整个金融 IT 的重要玩家，在行业理解、数据积累、获得传统金融企业信任方面具有先天优势。

图表 11：中国银行业 IT 投资比例 (2017)



来源：IDC，国金证券研究所整理

图表 12：中国银行业 IT 解决方案市场格局 (2017)

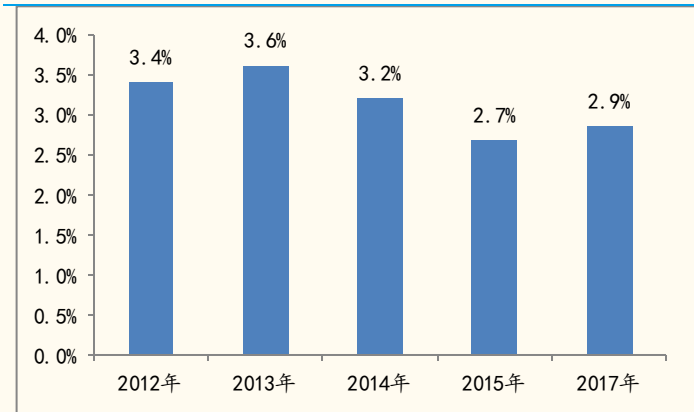


来源：IDC，国金证券研究所整理

1.2.2 证券 IT：增长趋势不变但波动较大，核心领域格局已定

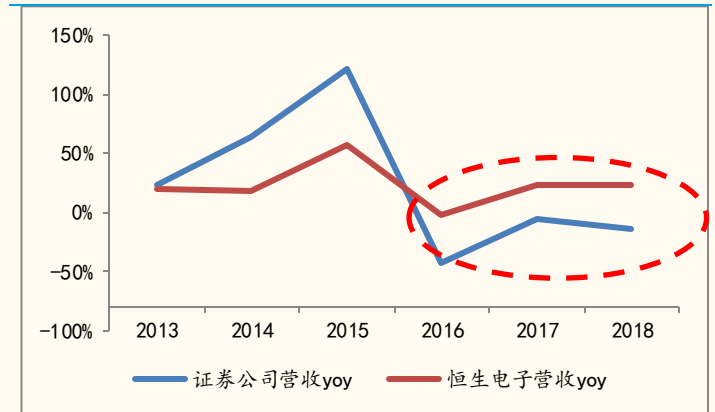
证券 IT 整体受资本市场波动影响较大。影响证券 IT 支出的直接因素为券商、基金、期货等公司的盈利水平，间接因素为资本市场波动。证券 IT 支出的指导性文件为 2008 年证券业协会发布的《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》，规定原则上证券期货经营机构最近三个财政年度 IT 投入平均数额原则上应不少于最近三个财政年度平均净利润的 6% 或不少于最近三个财政年度平均营业收入的 3%。我们统计发现，证券公司 IT 总支出占最近三个财政年度平均营业收入的比重均值在 3.16% 附近，波动较大，整体上受近三年营收增速影响。另外，我们统计了证券 IT 龙头恒生电子与证券公司近 11 年的营收增速情况，整体上看证券 IT 厂商的营收增速跟证券公司营收增速呈正相关。

图表 13: 证券公司IT支出占三年平均营收比重



来源: wind, 中国证券业协会, 分析师整理, 国金证券研究所

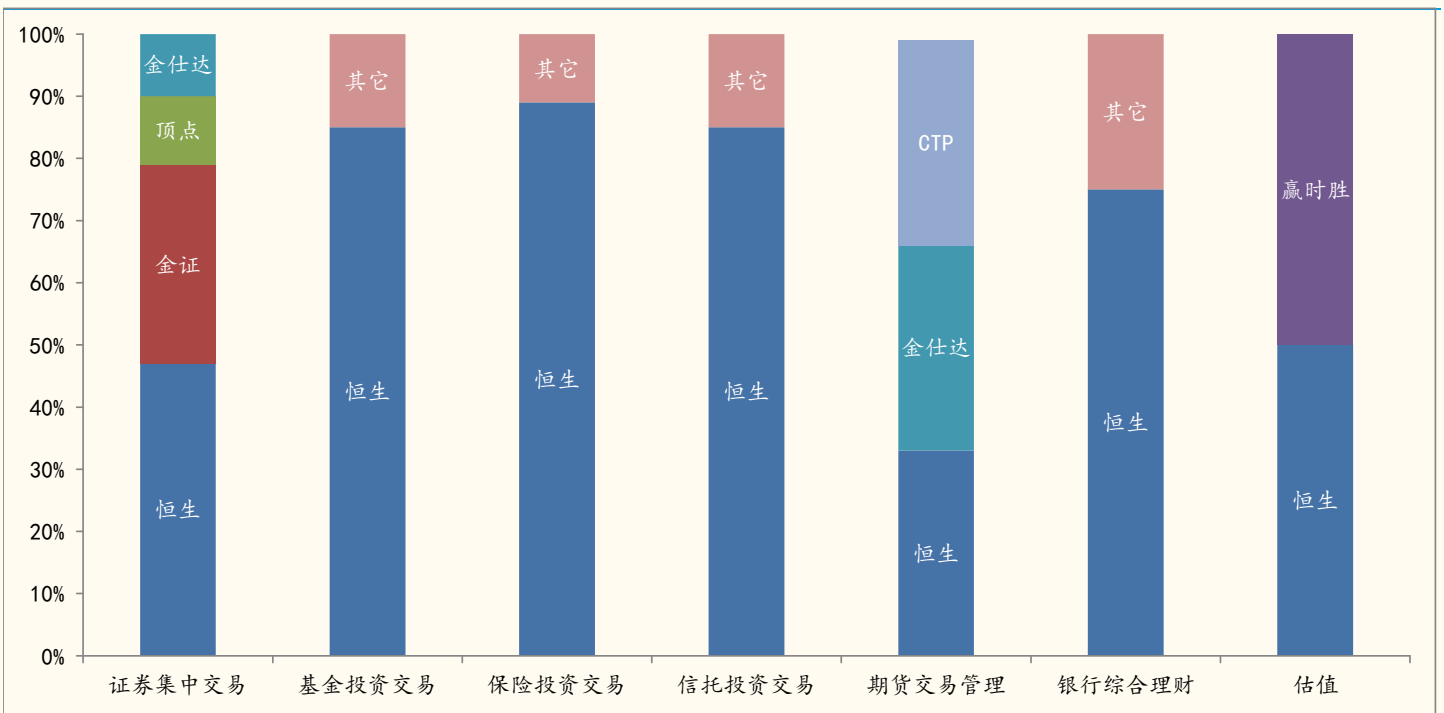
图表 14: 证券公司与恒生电子营收yoy对比



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

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

图表 15: 证券IT核心产品市场占有率情况

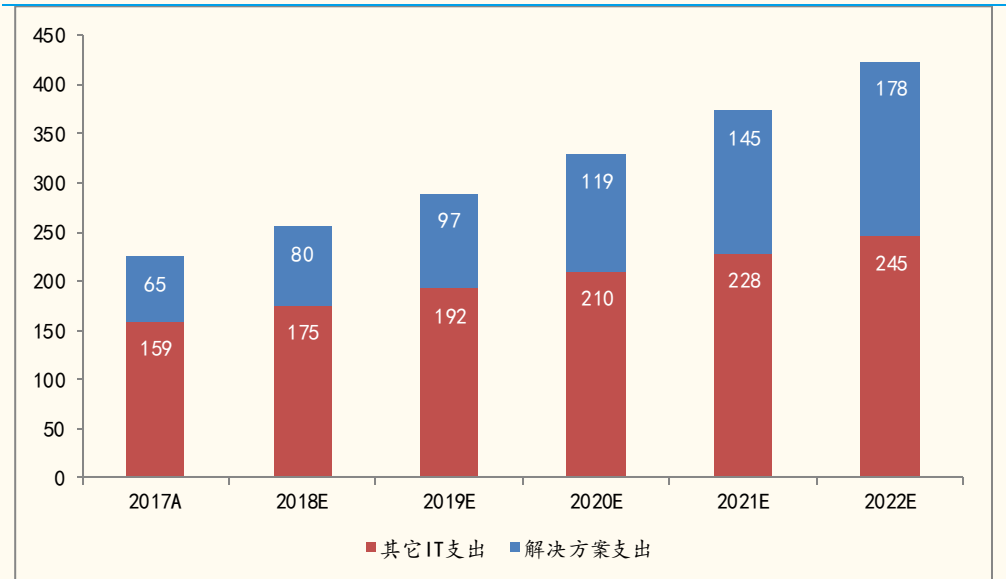


来源: 相关公司公告, 公开材料, 分析师整理, 国金证券研究所

1.2.3 保险 IT: 后起之秀, 快速成长的细分赛道

保险 IT 起步较晚但成长迅速, 预计未来四年解决方案市场年均复合增速达 22%。相比证券 IT 和银行 IT, 保险 IT 起步略晚, “十一五”末期整个保险行业的信息化工作才全面起步。但受益于国内保险行业的快速发展, 保险公司在业务体量增加的同时加大了对信息科技的投入力度。根据 IDC, 2017 年我国保险业 IT 支出约为 225 亿元, 预计 18-22 市场规模 CAGR 达 13.5%; 解决方案市场规模约为 65.4 亿元, 预计 18-22 市场规模 CAGR 达 22%。

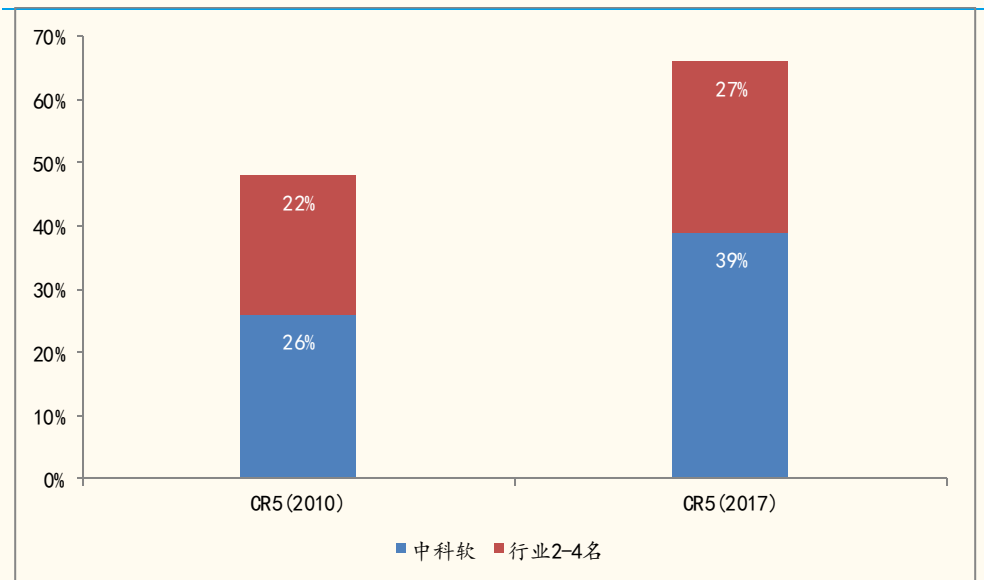
图表 16：中国保险业 IT 解决方案支出预测



来源：IDC，分析师整理，国金证券研究所

龙头中科软一家独大，行业集中度不断提升。一直以来，保险 IT 解决方案市场相对比较集中，头部厂商如中科软、软通动力、易宝网络、用友、SAP 等实力不断增强，市占率均有所提升，行业 CR5 也由 2010 年的 48% 提高到 2017 年的 66%。龙头厂商中科软近几年市占率快速攀升，从 2010 年的 26% 提高到 2017 年的 39%，而行业第二软通动力市占率不足 9%，差距明显。整体上看，预计未来随着保险行业的发展，保险 IT 市场将越来越集中，龙头优势也会更加明显，中科软一家独大的局面有望持续且加强。

图表 17：保险 IT 解决方案市场行业集中度变化



来源：IDC，分析师整理，国金证券研究所

1.2.4 携手巨头、开放合作、强化平台属性，金融 IT 龙头密集布局

当前，金融 IT 龙头一方面通过牵手华为、阿里、腾讯等借助科技巨头的力量完善自身的业务布局、生态建设，另一方面致力于强化自身的平台属性，通过开放合作、客户赋能的方式探索新的业态和盈利模式。

银行 IT 领域，宇信科技与新华三、数米云、华为等合作共建宇信金融云；长亮科技引入战略股东腾讯并达成金融云合作，双方共同推出了连接银行与互联网用户的科技平台“银户通”；科蓝软件引入战略股东阿里系公司并达成业务合作

协议，双方将共同研发移动互联网金融平台方案及金融核心系统项目，共同进行市场开拓。

证券 IT 领域，恒生电子引入蚂蚁金服作为控股股东，成为阿里系金融生态的重要一员，在协同股东生态资源扩大自身金融 IT 版图的同时，公司还致力于打造业务中台、技术中台和数据中台，推出了 ARES、JRES、iBrain 等，云和 AI 业务都有快速发展；金证股份先后引入平安、京东与腾讯作为战略投资方，扩大合作范围，实现优势资源交换。此外，两家公司均将投资并购作为业务布局的重要手段之一，例如恒生通过参股商智神州、金证通过参股优品财富布局智能投顾领域。

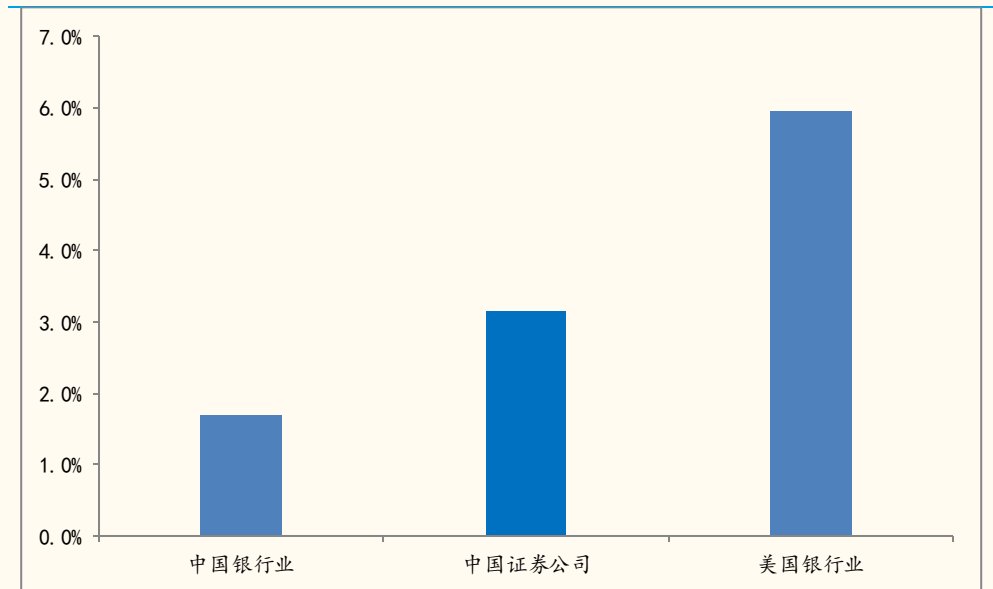
保险 IT 领域，中科软与灵雀云达成深度战略合作，约定将携手打造保险行业容器 PaaS 解决方案，为保险客户提供容器云平台 and 全方位的云服务，助力保险客户数字化转型；2015 年，易保网络与阿里云合作推出了世界上第一个保险云平台——易保云，2018 年公司又推出了开放 API 平台——易保云中台并在多个国家成功部署上线。

1.3 三重因素驱动，长期看金融 IT 行业发展极具潜力

1.3.1 信息化缺口仍在，国内金融机构 IT 支出总额与结构仍存在巨大提升和优化空间

当前，国内外金融机构在信息化投入上仍然存在较大差异。从 IT 支出占营收比重角度看，2017 年国外银行机构的年度信息化支出占比在 6% 左右，而国内银行业信息化支出占比不到 2%，证券公司信息化支出占比也仅在 3% 左右，未来还有巨大提升空间。目前，监管层面上对金融机构的信息化建设愈加重视。去年证监会发布《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》，明确该办法覆盖各类主体，目的是推动行业加大信息投入、提升竞争力。此外，信息系统建设投入指标还首次纳入证券公司分类评价。随着未来金融机构加大信息投入，金融 IT 行业将直接受益。

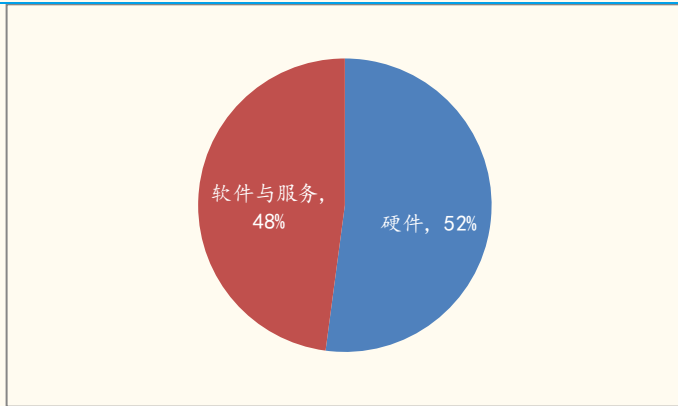
图表 18：中美主要金融机构 IT 支出占营业收入比重对比



来源：IDC, Wind, 中国证券业协会，德勤，国金证券研究所整理、预测

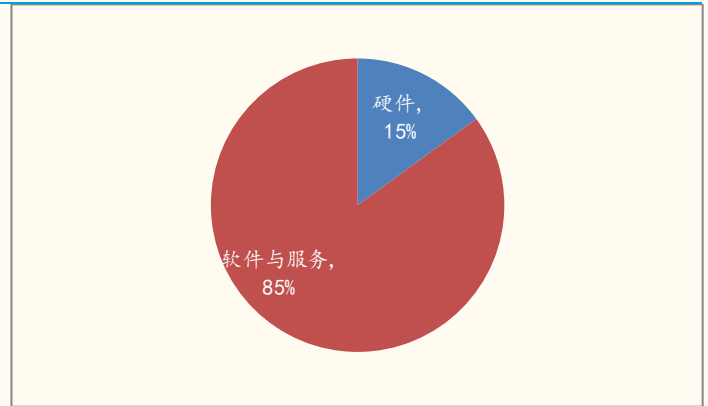
软件与服务支出占比仍具有巨大提升空间。以银行 IT 支出为例，现阶段国内银行业 IT 支出中硬件投资占比高达 50% 以上，而根据 Gartner 的统计，美国银行业 IT 支出中硬件投资占比仅有 15%，整体而言国内金融机构的信息化支出结构尚跟美国 90 年代中期一致，长期来看软件与服务支出占比的提升是必然趋势，对意味着金融 IT 解决方案市场尚有很大的提升空间。

图表 19: 2017 年中国银行业 IT 支出结构(2017, 按类别)



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 20: 美国银行业 IT 支出结构 (2017, 按类别)



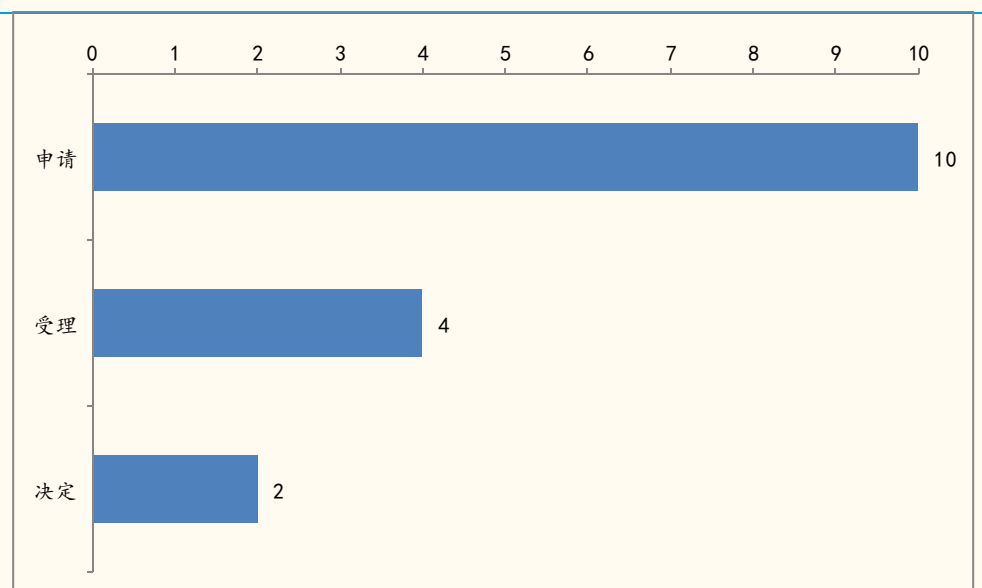
来源: Gartner, 国金证券研究所

1.3.2 RegTech 驱动，监管政策变动、金融市场开放持续带来市场空间的提升

大监管趋势及金融制度改革为行业带来新需求。自 2015 年以来，金融监管的范围和功能持续扩大，监管思路也不断调整：以股灾为金融严监管的转折点，证监会、银保监会等监管机构密集出台一系列监管政策法规及部门规章，监管思路由鼓励创新变为稳中求进；2016 年进入合规元年以来，“依法监管、从严监管、全面监管”成为贯穿金融监管始终的基调，规范化成为金融行业发展的主旋律；2018 年下半年以来，监管环境又出现重大边际变化，强监管政策出现边际松弛，如延长“资管新规”过渡期至 2020 年等，同时金融基础制度自上而下开始改革，如沪伦通、CDR、科创板等的推出对金融 IT 行业发展起到重大催化作用。上述监管趋势使得金融机构的合规风控需求及业务跟进需求增加，从而为金融 IT 行业带来大量增量空间。

长期看，金融市场开放将带来更大的市场机会。去年博鳌亚洲论坛开幕式上，习近平主席明确将金融业的对外开放列为扩大开放的首位，紧接着易纲行长提出了中国金融业对外开放的具体措施和时间表，此后相关监管机构出台政策，银行、保险、证券等加快开放步伐，金融市场开放已是大势所趋。我们认为，中国金融业的开放将从两个方面对金融 IT 行业产生较大影响：**一方面是客户容量的增加**，放宽或者取消金融机构外资持股比例有利于更多外资机构进入国内，例如证监会将证券公司的外资持股比例上限放宽到 51% 后截至 2019 年 4 月已有两家外资控股券商（摩根大通、野村东方）的新设获得证监会核准；**另一方面是客户需求的增加**，中国金融市场的国际化意味着国内金融机构将更注重 IT 系统建设以提高竞争力，对金融 I 行业而言意味着存量客户的合作强化。

图表 21: 合资券商申请设立情况统计 (截至 2019 年 5 月 12 日)



来源：证监会，国金证券研究所整理

1.3.3 FinTech 驱动，创新技术发展将进一步打破行业成长的天花板

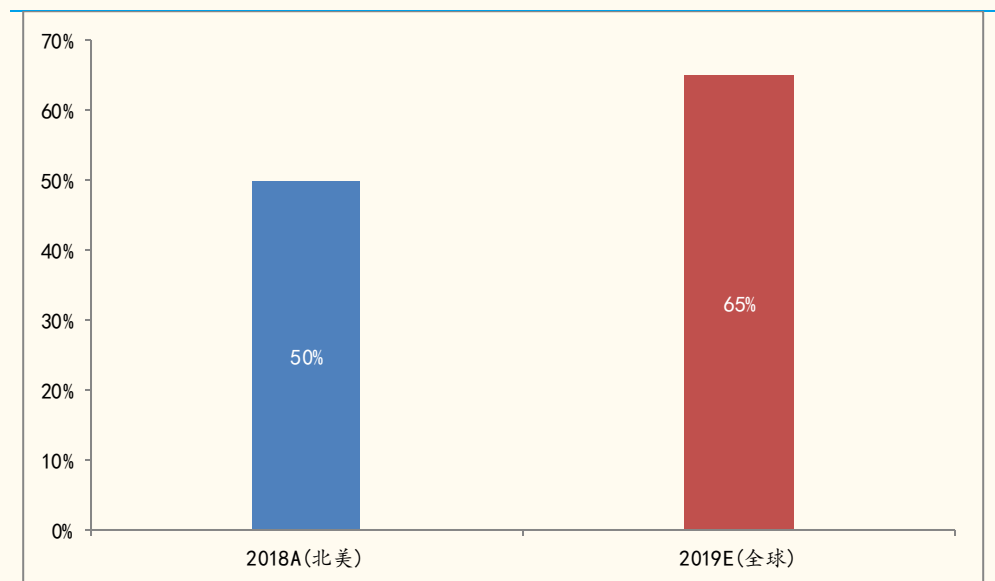
中国金融机构正面临发展新业态、寻找新盈利模式以及应对新兴金融服务公司的挑战，科技已成为业务创新的关键引擎，大数据、云计算、人工智能等创新技术的发展与应用既为金融业带来了全新的挑战，也为金融 IT 行业带来重大的机遇。我们认为，“云化”和“智能化”是金融行业发展的必然趋势，只有建立在云的基础之上金融机构才能更好地应用各种创新技术，而人工智能将直接提高金融机构的生产力。

云是创新技术的核心载体，将成为金融行业基础设施

云计算是金融机构运用金融科技打造数字化运营的基础。随着数据维度和复杂度的指数级增长，数据的管理和应用难度增加，从而影响到金融机构的业务拓展和创新，而基于云的 IT 架构可提升敏捷开发能力并具有高可扩展性，同时能够提供大数据、人工智能等创新技术的应用环境，对金融机构而言可有效实现降本增效。根据 IDC 的预测，率先采用云计算的金融机构在未来三年能够降低 25% 的基础设施支出，云计算相关的科技投入将成为金融机构投资与创新的重点领域。

从国外巨头的云业务定位及发展趋势来看，金融云已成为行业共识。FIS 认为金融行业对速度和灵活性的需求会越来越大，金融机构正加快将本地部署的解决方案迁移至托管云上以快速获取服务其客户的技术。因此，自 14 年以来，FIS 将云计算视为最重要的发展战略之一，并在此后持续进行基于云的架构改造。截止到 2018 年底，FIS 已将北美地区 50% 左右的业务量迁移到云端，并计划到今年年底会将全球 65% 的业务迁到云上。当前，FIS 已将云计算视为下一代解决方案架构的核心特征之一。

图表 22：FIS 云端业务量情况



来源：公司公告，国金证券研究所

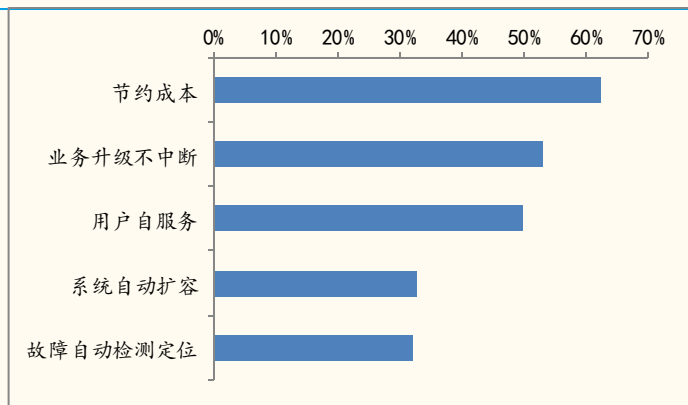
图表 23: FIS 将云视为下一代解决方案架构的核心特征之一



来源：公司公告，国金证券研究所

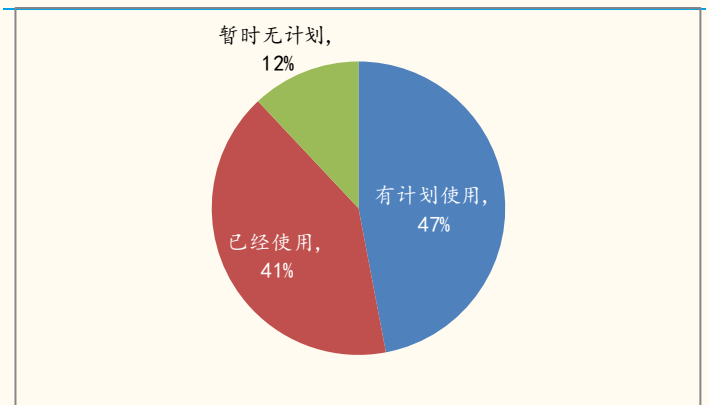
从国内政策导向以及产业环境来看，金融云具备大规模应用的基础。首先，监管政策明确支持金融云的发展。2015 年国务院在《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中明确鼓励金融机构探索利用云服务平台开展金融核心业务；2016 年银监会发布《中国银行业信息科技“十三五”发展规划（征求意见稿）》，计划到“十三五”末期，银行面向互联网场景的重要信息系统全部迁移至云计算架构平台，其他系统迁移比例不低于 60%；2017 年中国人民银行《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》提出将稳步推进系统架构和云计算技术的应用研究。政策导向持续有利于金融云的普及和应用。其次，金融云产业链成熟，金融机构上云需求增加。从供应端看，传统金融 IT 公司如恒生电子、银行系科技子公司如兴业数金、新兴金融科技巨头如蚂蚁金服、互联网科技公司如百度等纷纷布局；从需求端看，根据中国信通院的调研，截止到 2018 年 3 月超过 87% 的金融机构正在应用或者有计划应用云计算技术，应用目的以缩短应用部署时间、节约成本为主，金融云需求高涨。

图表 24: 中国金融行业用户应用云的主要目的



来源：中国信通院，国金证券研究所

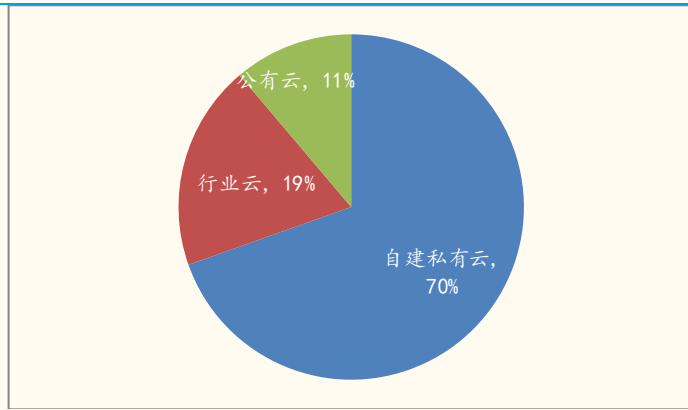
图表 25: 中国金融行业云计算技术应用进展



来源：中国信通院，国金证券研究所整理（注：样本容量 N=391）

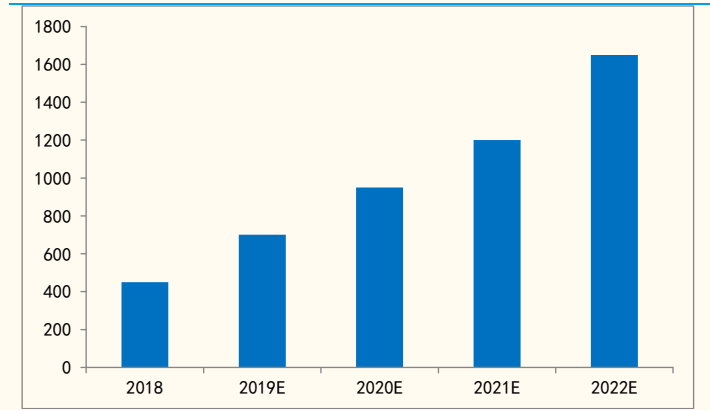
当前国内金融云部署模式以自建私有云、行业云为主，金融 IT 企业的机会在技术输出。根据中国信通院，在国内已经使用云计算技术的 161 家金融机构中，接近 70% 的金融机构采用自建私有云的模式搭建云平台，19% 的金融机构采购由专业金融行业云服务商提供的行业云服务。根据 IDC，2018 年中国金融行业云支出接近 10 亿美元，预计 2019 年同比增长 50% 以上。我们认为，长期来看私有云、行业云仍将是金融云的主要部署模式，对金融 IT 企业而言，未来借助金融云的快速发展实现大数据、人工智能、SaaS 输出将是主要的发展机遇。

图表 26：国内金融机构云计算部署模式



来源：中国信通院，国金证券研究所整理（注：样本容量 N=391）

图表 27：中国金融行业云 PaaS+SaaS 支出（百万美元）



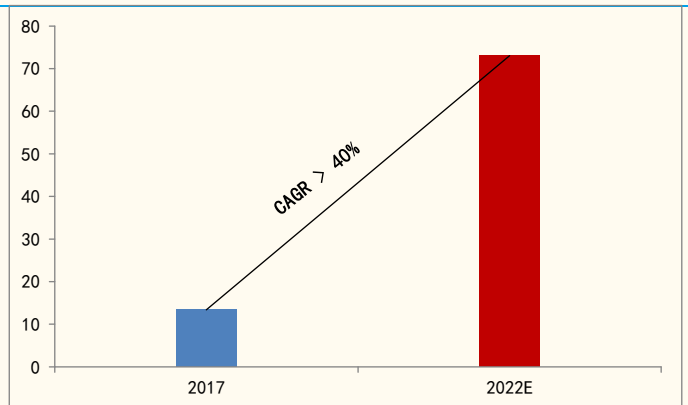
来源：IDC，国金证券研究所

AI 变革金融经营过程，提升金融服务效率

金融行业是 AI 应用的沃土，产品服务及运营环节效能提升最为明显。金融行业由于历史数据完善、量化思维程度较高，因而是人工智能最为理想的应用领域之一。当前人工智能技术对金融经营过程的变革体现在从前台的服务与营销到中台的产品与风控再到后台的管理与数据整个过程，其中应用效能最高的在于产品服务以及运营智能环节。在产品服务侧，根据 IDC 的预测，对话式人工智能的采用可替代银行人工客服回答 70% 以上的问题并直接节约呼叫中心的成本；在运营环节，落地案例表明 AI 可以提高银行反欺诈系统的准确率 5 倍以上，降低银行 20% 以上的损失并增加 10% 以上的收入。

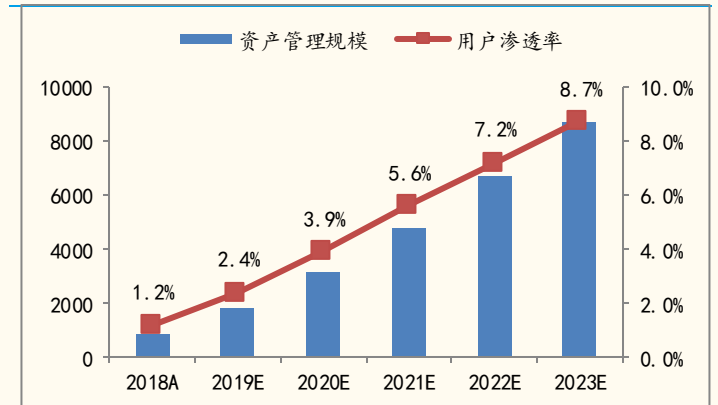
金融 AI 市场前景广阔，智能投顾发展迅猛。根据中国电子学会《新一代人工智能发展白皮书（2017）》的预测，2020 年国内金融 AI 产业规模将达到 8 亿美元，而 MarketsandMarkets 数据显示 2022 年全球金融 AI 产业规模将达 73 亿美元。智能投顾是人工智能在金融行业产生效益最为明显的领域之一。据 Statista 统计，2018 年中国由智能投顾管理的资产规模达 882 亿美元，预计未来五年 CAGR 达 58%，用户渗透率将从 1.2% 提高到 8.7%。

图表 28：全球人工智能在金融行业的市场规模（2017-2022，亿美元）



来源：MarketsandMarkets，国金证券研究所

图表 29：中国智能投顾资产管理规模（亿美元）及用户渗透率（2018-2023）



来源：Statista，国金证券研究所

2. 证券 IT：当前最值得关注细分领域

2.1 证券 IT 充分受益 RegTech 发展

受监管政策影响明显，RegTech 已成主要驱动力，金融监管的“规范化”和“创新化”趋势持续带来市场空间的提升。整体而言，在所有金融 IT 细分领域，证券 IT 受政策影响最为明显，主要原因在于证券公司、基金公司、期货公司、保险资管等金融机构的 IT 支出受资本市场波动影响较大，因此监管科技已经成为证券 IT 公司成长的主要逻辑之一。我们将近年金融监管政策的变动趋势总结为“规范化”（即严监管下的业务规范）趋势及“创新化”（即基础金融制度的改革创新）趋势。“规范化”趋势下，由一行三会发布的“资管新规”（即《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》）对行业提振最大，随着 2018 年正式稿及指导意见的出台，配套细则逐步落地，我们预计将为证券 IT 行业带来 18-27 亿增量市场空间。

图表 30：“资管新规”下金融 IT 行业增量市场空间测算

金融机构	数量	系统改造/建设费用（万元）		市场空间（万元）	
		下限	上限	下限	上限
券商	131	160	300	20,960	39,300
基金（公募）	122	80	120	9,760	14,640
基金销售公司	119	80	120	9,520	14,200
基金专户子公司	78	80	120	6,240	9,360
信托	68	80	120	5,440	8,160
保险	232	0	120	18,560	27,840
期货	149	80	120	11,920	17,880
银行	562	80	120	44,960	67,440
银行理财子公司	50	1,100	1,500	55,000	75,000
合计				182,360	273,900

来源：Wind, iFind, 银保监会，普益标准，国金证券研究所（注：银行一栏只考虑具有理财业务的银行；理财子公司数为根据当前已申请设立银行名单所做的预测）

“创新化”趋势下，科创板、沪伦通等的推出对证券 IT 行业影响最大。根据产业链调研，科创板的推出要求券商、基金等金融机构的核心业务系统进行升级改造，对券商经纪业务而言单次改造、升级的投入在千万级别，对基金等资管业务而言单次改造、升级的投入在数百万级别。此外像沪伦通、CDR 等也将带来单次数百万的改造、升级费用。随着中国金融制度改革的深化及金融市场的发展，预计此类创新仍将延续。

图表 31：近期金融制度创新（科创板、沪伦通、CDR 等）为金融 IT 行业带来的增量市场空间测算

金融机构	数量	系统改造/建设费用（万元）		市场空间（万元）	
		下限	上限	下限	上限
券商	131	1,300	1,500	170,300	196,500
基金（公募）	122	100	200	12,200	24,400
基金专户子公司	78	100	200	7,800	15,600
信托	68	100	200	6,800	13,600
保险	232	100	200	23,200	46,400
合计				220,300	296,500

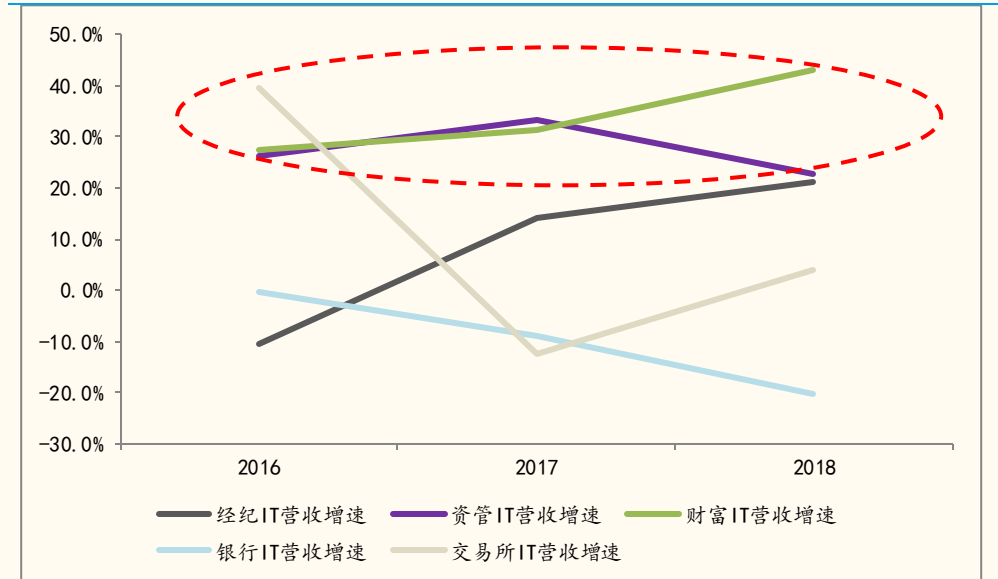
来源：Wind, iFind, 银保监会，国金证券研究所

2.2 资管 IT 助力证券 IT 快速发展

中国资产管理规模快速增长，资管机构信息化需求高涨。随着经济发展、人均收入提高、家庭财富积累，我国资产管理规模经历了快速增长。根据资产管理行业策略咨询公司 Casey Quirk 的研究，中国是唯一一个资产管理规模逾万亿美元且过去五年仍以每年超过 30% 的速度吸纳新资金的市场。在资管规模放大

的带动下，资管机构的信息化需求高涨，叠加资管政策（“例如资管新规”）影响，资管 IT 市场快速发展，主要的厂商如恒生电子资管/财富 IT 业务快速增长。

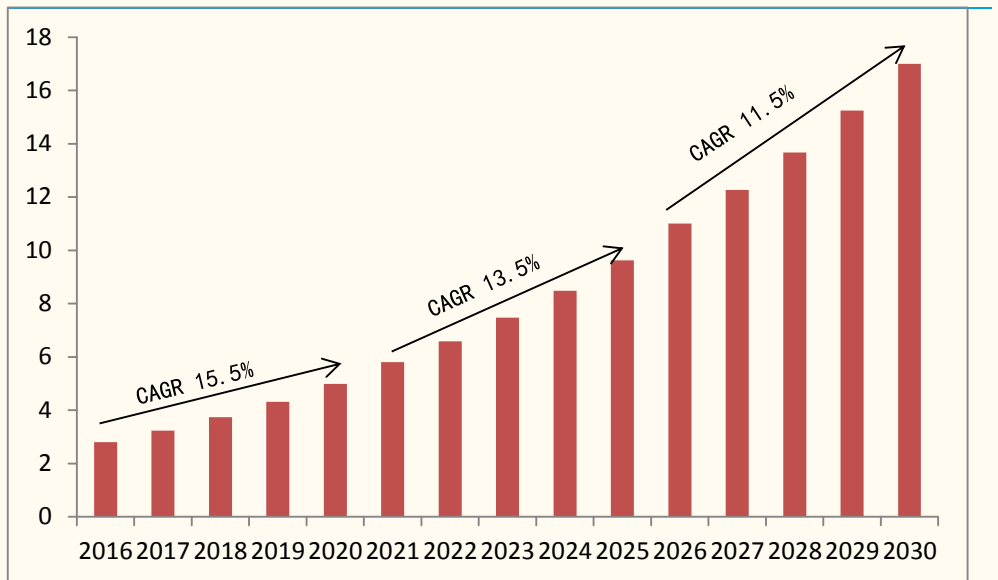
图表 32：大资管 IT 业务是恒生近三年主要增长来源



来源：公司年报，国金证券研究所整理

预计国内资管规模仍将快速增加，资管 IT 长期高速发展可期，证券 IT 厂商将充分受益。根据 Casey Quirk 的预测，至 2019 年中国将成为仅次于美国的第二大资产管理市场，到 2030 年中国的资管规模将从 2016 年的 2.8 万亿美元跃升至 17 万亿美元，CAGR 13.8%。我们认为随着中国资产管理业务规模的快速增长，资管机构的 IT 需求将进一步释放，已经在资管 IT 领域立足的证券 IT 公司（如恒生、金证等）将充分受益行业发展。

图表 33：中国资产管理规模预测 (2016A-2030E)



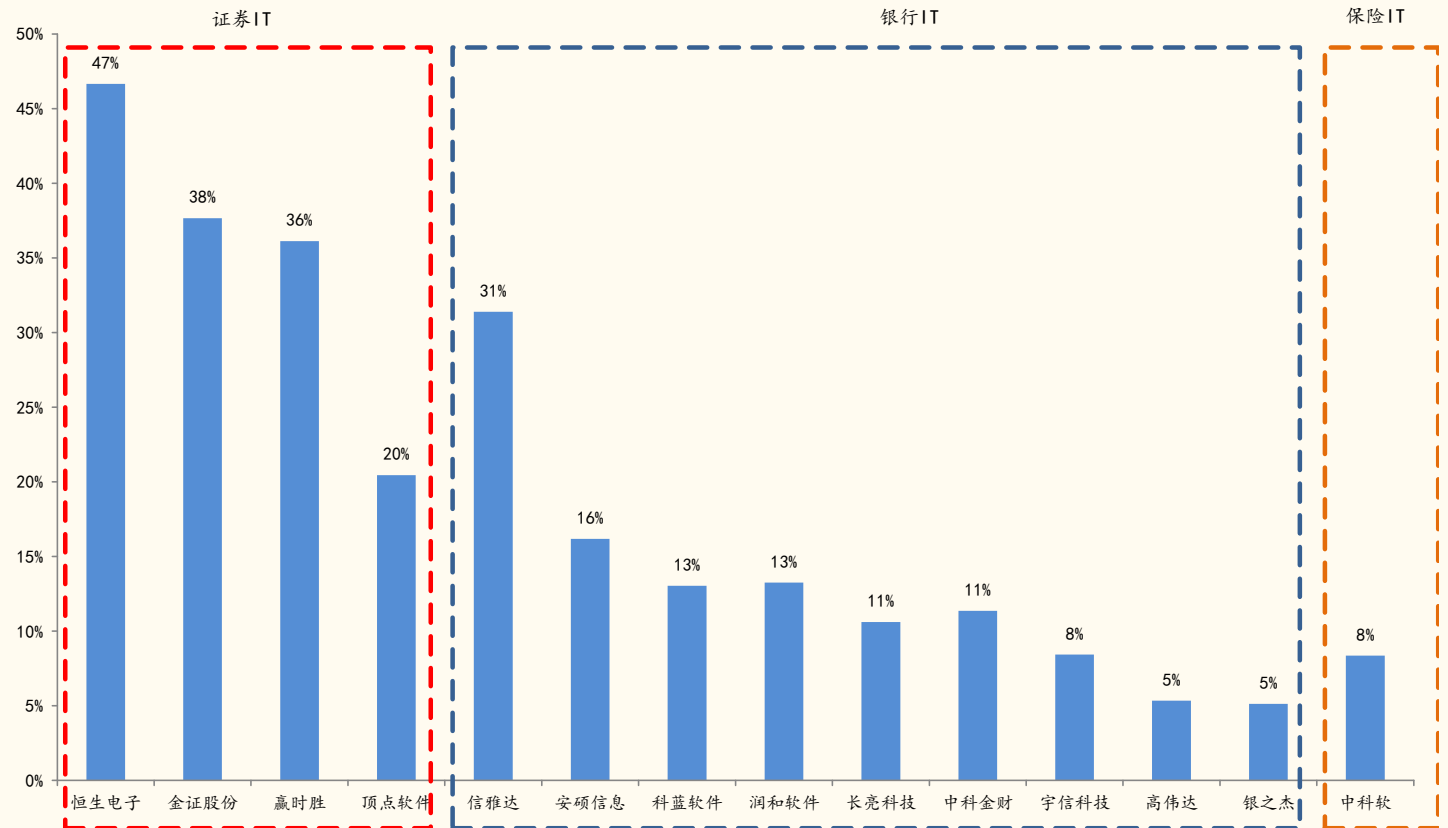
来源：Casey Quirk，国金证券研究所

2.3 产品驱动，具备快速扩张的基础

证券 IT 市场整体更加产品化，伴随行业发展可实现业务的快速复制和扩张。相比银行 IT 市场以及保险 IT 市场而言，证券 IT 市场整体上研发支出占营收比重更大，意味着商业模式上更受产品驱动。参照海外公司发展，从项目驱动到产品驱动是金融 IT 厂商发展过程中一次质的飞跃，意味着公司可摆脱人员增长

限制，实现规模化的业务复制和扩张，因此我们看好证券 IT 公司尤其是龙头公司发展。

图表 34：近三年金融 IT 各领域主要公司平均研发支出占比情况



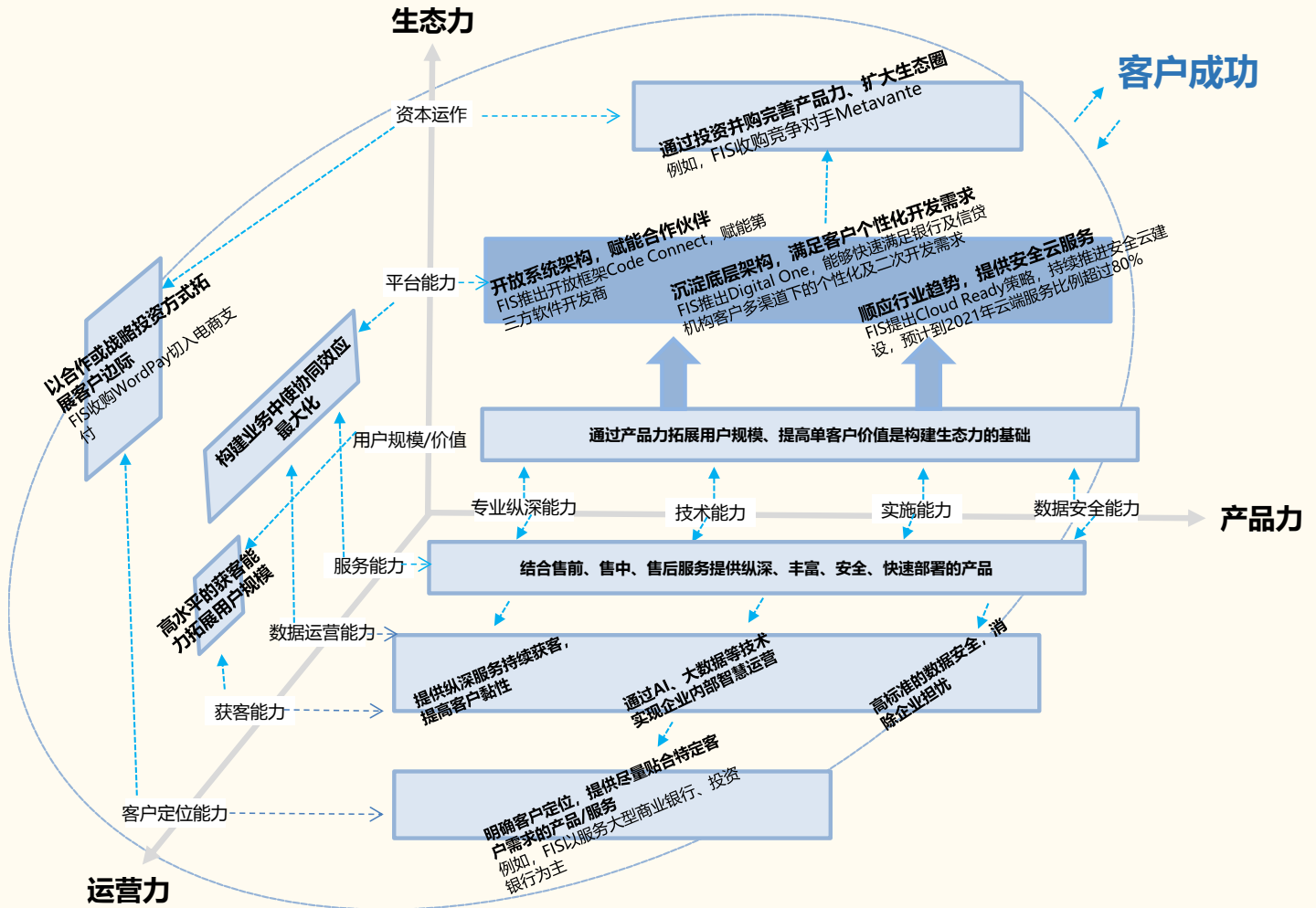
来源：wind，公司公告，国金证券研究所整理（注：对于金证股份只考虑金融 IT 相关业务收入）

3. 强者恒强，龙头最具价值

3.1 产品力、运营力、生态力是金融 IT 企业核心竞争力

我们认为，在金融 IT 行业取得优势的企业需要具备切中需求痛点的产品力、高效的运营力以及完善的生态力。需要注意的是上述每一种能力都不是孤立的，彼此之间协同互补，不同能力的组合间产生巨大的合力才是企业在竞争中制胜的本质。

图表 35：金融 IT 企业竞争三力模型



来源：公司公告，分析师整理，国金证券研究所

3.1.1 产品力是金融 IT 企业立身的基石

我们认为，产品力是企业能否真正解决客户需求痛点的关键所在，体现在行业纵深能力、技术能力、实施能力以及数据安全能力四个方面。

- 1) **行业纵深能力**：金融机构对价格相对不敏感，更关注产品是否能帮助其解决问题、提升业务效率，这就需要金融 IT 企业要通过一个核心抓手去纵向和横向扩展能力边界。金融 IT 企业的核心抓手就是其核心产品，一般而言核心产品所处理的业务对金融机构来说越重要就意味着客户黏性越高及议价能力越强。以核心产品为起点，纵向看，需要金融 IT 企业对金融业务具有足够深的把握，提供全业务视角的系统架构设计和建设的端到端解决方案，避免客户在不同的业务环节上采用不同供应商的系统而产生的数据对接不通畅、系统故障难以定位等诸多问题，提升业务运行效率；横向看，需要覆盖足够广的业务条线，既能打通系统壁垒和数据壁垒为客户提供更全面的业务把控，也能尽可能满足客户个性化的需求。巨头 FIS 的核心优

势之一即在于拥有丰富的产品线，使其可以为用户提供打包定制或者集成式的服务以满足客户各种各样的业务需求。

- 2) **技术能力**：我们认为，金融 IT 企业的技术能力包括云、微服务、AI、大数据等。对金融行业而言，未来信息科技不再是单纯的业务工具或者业务环境，而是一种重要的生产力，体现在能否实现敏捷开发和快速部署上线、是否具有大数据分析能力以及人工智能能力，因此，金融 IT 企业需要具备极强的技术能力。
- 3) **实施能力**：将行业需求翻译为解决方案并进行产品落地的能力，实施速度及效果决定了用户体验。
- 4) **数据安全能力**：对金融机构来说，保证数据安全是最重要的底线。能够提供全面数据安全保障的厂商具备更强的竞争力。

3.1.2 运营力是金融 IT 企业发展的保障

我们认为，运营力是金融 IT 企业稳步成长的保障，包括客户定位能力、获客能力、服务能力以及数据运营能力。

- 1) **客户定位能力**：金融机构规模不一、类型众多，不同规模、类型的企业需求不同，清晰的客户定位能够让金融 IT 企业更有针对性地满足客户的个性化需求。
- 2) **获客能力**：金融 IT 行业的获客能力除了受产品力影响外，还包括公司对销售渠道的投入力度、销售模式的选择等。
- 3) **服务能力**：售前、售后响应客户需求的能力，包括培训部署、咨询服务、系统维护等能力。越是核心业务，客户对金融 IT 企业的服务能力要求就越高，我们认为这是本土企业相比海外企业而言具有的重要优势之一。
- 4) **数据运营能力**：企业通过新兴技术实现自身的智慧运营，同时向合作伙伴客户进行赋能。

3.1.3 生态力是金融 IT 企业最终发展方向

未来金融 IT 的形态是以金融业务为导向，提供贴合金融机构多样化需求的智能化服务。因此，构建生态实现不同企业间的协同互补将成为行业未来的发展方向。我们认为，金融 IT 企业的生态构建能力取决于用户规模/价值提升能力、平台能力以及资本运作能力。

- 1) **用户规模/价值**：通过产品力及运营力拓展用户规模、提升单客户价值是金融 IT 企业构建生态的基础。只有积累庞大的客户群体才能在转型平台企业时吸引足够多的生态伙伴，从而形成完整的生态圈。此外，只有提升客户生命周期价值才能维持自身营收及经营现金流的稳定，实现投入-产出-扩大投入-更大产出的正循环。
- 2) **平台能力**：通过构建业务中台、技术中台、数据中台向生态伙伴以及客户赋能的能力。例如，FIS 于 2017 年推出 Code Connect 平台，通过开放 API、整合资源对接客户需求和第三方开发者，朝赋能者演进。
- 3) **资本运作能力**：资本运作是快速获取新技术、拓宽产品条线、积累新业务资源的高效手段，国内外主要金融 IT 龙头企业均具有强大的资本运作能力，外延并购已经成为 FIS 的主要成长策略。

3.2 三力之下，龙头最具投资价值

我们认为，金融 IT 公司的生态价值是其产品力、运营力和生态力的函数。通过将三力量化，我们认为影响金融 IT 公司生态价值的主要是客户数、场景数、产品使用频率、大数据挖掘程度、单客户价值、平台用户数及资本杠杆七大因素，其中：客户数由产品力、运营力综合决定，初期主要看产品力，中期需要运营力协同；场景数取决于产品的广度，主要由产品力决定；产品使用频率取决于产品的重要程度，也主要由产品力决定；大数据挖掘程度主要由运营力决定；单客户价值主要由产品力决定；平台用户数以及资本杠杆主要由生态力决定。按照三力框架，结合金融 IT 行业趋势，我们认为最具投资价值的仍然是龙头企业。

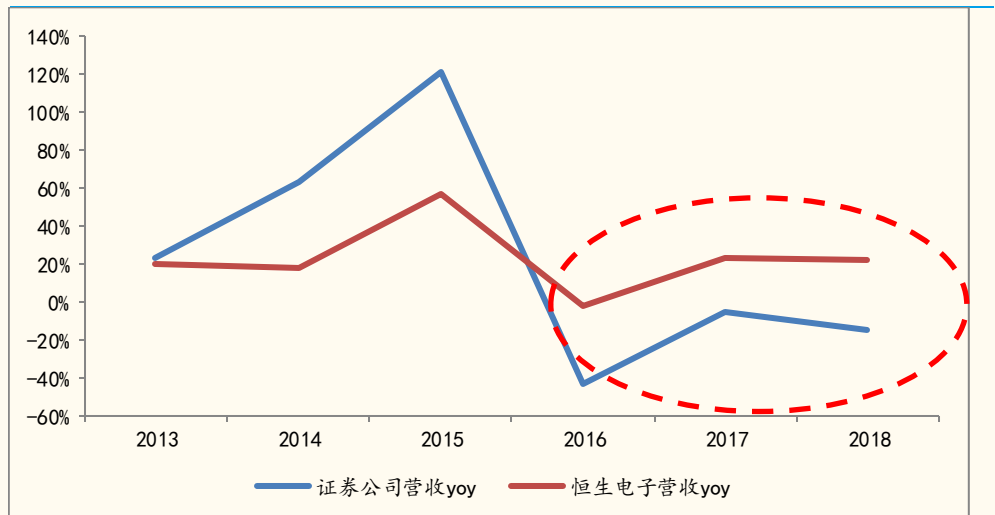
3.2.1 龙头更具备拓展业务边界的能力，在提升单客户价值上更有潜力

金融 IT 业务流程可粗略分为需求发起、IT 咨询及 IT 实施三个环节。龙头公司由于沉浸行业时间足够长、项目经验足够多，在金融业务理解上已经累积起了深厚沉淀，逐渐具备了为客户进行 IT 咨询的能力，如恒生等已开始类似的业务尝试。通过向前提供咨询服务，公司可与客户进行更加深度的合作，在场景化发展上更具优势，同时还可避免其他环节的价值分割，对于提升客单价而言具有非常大的战略意义。

3.2.2 龙头更能抓住行业趋势性机会，实现客户数、场景数、大数据挖掘能力等的跃升

首先，从传统业务角度，龙头最受益 RegTech 发展以及金融市场开放。存量业务方面，龙头具备领先的市占率、深刻的行业理解力以及相对强大的研发实力，对监管政策的趋势把握能力以及响应合规需求进行产品化的能力都走在行业前列，能够更快速地推出相关产品满足客户需求；增量业务方面，以金融市场开放为例，新涌入的金融机构对金融 IT 产品/服务的价格不敏感，其更关注金融 IT 厂商的产品力和运营力。金融 IT 龙头更能了解客户的业务需求及运用 IT 技术实现产品与服务的构建，在时间、人才、知识、经验和口碑的累积上都更具优势，因此是潜在客户的首选。

图表 36：近三年证券 IT 龙头恒生增长主要受益于监管政策变动



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

其次，从创新业务角度，龙头在结合创新技术进行转型时具备技术、场景以及经验三重优势。技术上，经过多年发展，龙头企业已建立较为完善的研发体系（例如恒生的研究院、研发中心、业务研发组三级研发架构），技术储备和研发实力领先；场景上，龙头企业产品线更加广泛，有助于公司迅速找到创新技术的最佳应用方向；经验上，龙头企业深耕行业多年，在业务上积累了大量的与客户痛点、政策趋势、项目实施等相关的 Know How，短期内不但新进入者难以构成威胁，存量的竞争者也难以撼动公司龙头地位，因此在拓展云和 AI 等创新业务时具备天然优势。

3.2.3 龙头更具备构建生态的能力和基础

长期看，纯粹通过企业自身力量积累竞争优势是一个慢变量，而通过构建生态圈吸引生态伙伴进入并借助合作的力量发展是提升公司价值最高效的手段。但是，生态圈的构建要求企业具备足够大的客户基数、有足够突出的能力长板且能准确识别行业制高点，相比较而言龙头公司无论是产品力还是运营力都处于领先地位，而领先的产品力和运营力有助于公司在上述几个因素上取得优势，因此龙头更具备构建生态的资本，因而我们认为金融 IT 龙头在未来具有更大的爆发潜力，强者恒强的逻辑会越来越明显。

4. 投资策略及相关标的

投资策略：首选证券 IT 龙头，其次积极关注出现边际变化的企业

相关标的：首推证券 IT 龙头恒生电子。此外，证券 IT 领域，建议积极关注金证股份；银行 IT 领域，建议积极关注出现重大边际变化的公司，如长亮科技；保险 IT 领域，建议跟踪龙头中科软。

5. 风险提示

- 监管政策落地进展不及预期，影响下游客户系统建设/改造需求；
- 资本市场不景气，影响金融机构 IT 支出；
- 创新技术发展及落地不及预期，影响金融 IT 厂商创新业务发展。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH