

# 金融 IT 深度报告：金融 IT 景气上升，龙头公司乘风破浪

## 核心观点：

**1、金融 IT 行业进入壁垒高，行业经历多年洗牌，目前集中度较高，具备先发优势的公司竞争力明显。**金融 IT 从细分产业来看，分为银行 IT，证券 IT 和保险 IT。银行 IT 产业规模最大，市场规模超 400 亿，行业集中度偏低，CR5 为 30%；证券 IT 受政策层面影响较大，市场规模为 163.75 亿元；保险 IT 起步晚集中程度高，总市场 82.8 亿元，中科软占比 37.30%；互联网企业加速布局金融 IT，打造互联网金融生态圈。技术为金融 IT 行业最主要竞争优势，高研发费用率为行业特征。

**2、内因+外因，共同推动金融 IT 产业持续发展。内部因素：科技进步是 IT 产业发展的内部动力。**目前国内金融业正在迈向智能金融时代，金融云的应用为其他新兴技术的使用奠定了基础，数据显示 87% 的金融机构存在上云需求，70% 企业选择自建云平台为主要部署方式，未来 3 年国内金融云市场有望突破 90 亿美元，复合增长率达到 40%。人工智能对于历史数据完善，量化需求较多的金融行业存在大量需求，以智能投顾为例，2020 年中国智能投顾管理资产规模将达到 1884.7 亿元，近四年 CAGR 为 67.97%。

**3、外部因素：1) 数字化投资周期开启。**IT 投资周期约为 5 年左右，从 2015 年后，国内金融 IT 资本支出保持在相对低点，预测在 2020-2022 年间国内金融 IT 资本支出提升 14%-15%。**2) 金融监管环境放松，产业政策频出。**2018 年后，国内金融监管环境趋于放松，鼓励金融创新；近期，创业板注册制改革，科创板单 T+0 政策和 DCEP 的政策讨论，业务模式创新预计会对市场带来近百亿规模增长。**3) 信创主题明确，目前国内银行业正在加速自主可控，替换为分布式 IT 架构，进行软硬件兼容改造，有望带来约 893.3 亿元市场空间。**

**4、我们认为：未来证券 IT 和银行 IT 具有广阔发展前景。**目前证券 IT 增量市场远未饱和，宽松的政策环境将进一步提升市场规模，预计未来 3 年，证券 IT 市场规模将达到 263 亿，行业 CAGR 为 17.28%；银行 IT 受投资周期和央行数字货币加速落地，预计 3 年银行 IT 硬件市场将带来 630 亿元增长空间，软件市场和相关服务预计提升 263.3 亿市场空间，银行 IT 市场未来三年复合增长率为 18.44%。

**投资建议：**随着国内资本市场改革提速，金融对外开放脚步加快，在可以预见的未来，我国国内金融市场信息化水平将会不断提升，下游景气度较高。在金融 IT 产业链中，上下游关联度较高，行业中竞争要素为技术水平，行业进入壁垒较高。我们认为，由于行业赛道分化明显，建议综合考虑竞争要素以及行业赛道，在独立赛道中选择行业龙头，在金融 IT 领域，我们推荐恒生电子(600570.SH)、宇信科技(300674.SZ)、同花顺(300033.SZ)和财富趋势(688318.SH)。

**风险提示：**下游行业不景气；未能跟上技术革新脚步；新业务受到严监管，甚至被罚款；行业受到金融机构的巨大冲击。

## 计算机行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

吴砚靖

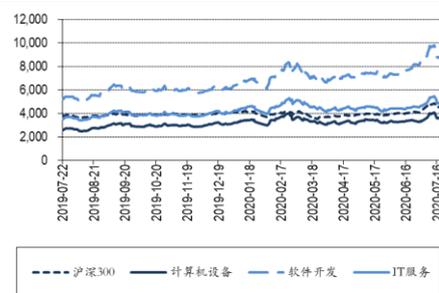
☎：8610-66568589

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519070001

特此鸣谢：王子路

图：计算机行业与沪深 300 近一年涨跌幅趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



## 目 录

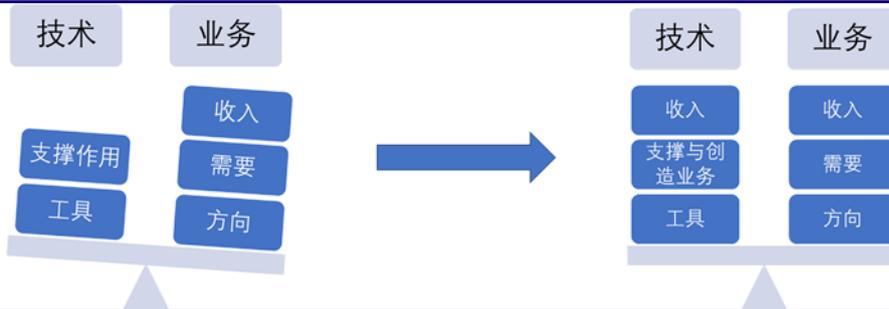
一、金融 IT 产业——细分领域情况各异，技术优势为核心竞争力 .....	1
(一) 金融 IT：业务与技术相互依存产业 .....	错误!未定义书签。
(二) 以下游客户作为行业分类标准 .....	2
1. 银行 IT 竞争加剧，软件服务逐步提升 .....	2
2. 证券 IT 支出增加，龙头效应明显 .....	4
3. 保险 IT 市场成长较快，市场集中程度高 .....	6
(三) 互联网公司纷纷布局金融 IT .....	7
(四) 技术为金融 IT 核心行业竞争力 .....	7
(五) 对比全球金融 IT 软件龙头共同特征 .....	9
二、内因+外因，共同推进金融 IT 产业发展 .....	11
(一) 内部因素：科技进步——金融云、AI 技术将进一步突破行业天花板 .....	11
(二) 外部因素一：新一轮投资周期开启，数字化为主方向 .....	15
(三) 外部因素二：金融监管环境放松，产业政策频出 .....	16
(四) 外部因素三：信创主题明确，银行 IT 基础软硬件替换带来百亿市场 .....	20
三、投资建议 .....	21
(一) 恒生电子：全领域金融 IT 服务商 .....	21
(二) 宇信科技：领先的银行 IT 供应商 .....	23
(三) 同花顺：领先的互联网金融信息服务提供商 .....	25
(四) 财富趋势：具备高增长潜质的证券 IT 厂商 .....	27
四、风险提示 .....	29

## 一、金融 IT 产业——细分领域情况各异，技术优势为核心竞争力

### (一) 金融 IT：业务与技术相互依存产业

在传统视角下，金融 IT 是指金融机构用于管理其业务、客户及运营的 IT 解决方案，是计算机行业中的一个垂直行业。该行业主要是帮助金融行业提高效率，推动某些业务的实现与发展，即金融引领 IT，IT 为金融行业提供工具支持，此时 IT 部门为纯成本部门。从当前视角看，金融 IT 可以理解为金融行业与 IT 行业的结合。与狭义定义的定义不同在于，广义金融 IT 侧重 IT（技术）引领金融。随着更多新技术的出现，技术逐渐创造出新的金融模式。在此定义下，互联网金融和 FinTech 也可归入金融 IT 行业，此时 IT 部门可产生业务收入。金融 IT 行业的重新定义体现着行业发展方向，通过科技赋能促进本行业的进一步发展。

图 1：金融 IT 的定义发展示意图



资料来源：中国银河证券研究院

我们根据金融科技公司所面对不同的客户类型和原生属性进行分类，把市场中金融科技公司分为四类，即金融 IT 公司，互联网金融门户，科技生态公司，大数据金融生态公司。1) 金融 IT 公司，为不同下游客户提供差异化或定制化的金融基础设施和金融信息服务；2) 互联网金融门户，通过互联网进行金融产品的销售或成为第三方平台为其他客户销售金融产品；3) 科技生态公司，通过连接互联网平台来提供金融服务；4) 大数据金融生态公司，集合海量用户数据，进行大数据分析，将信息提供给所需金融机构。

图 2：金融科技公司分类

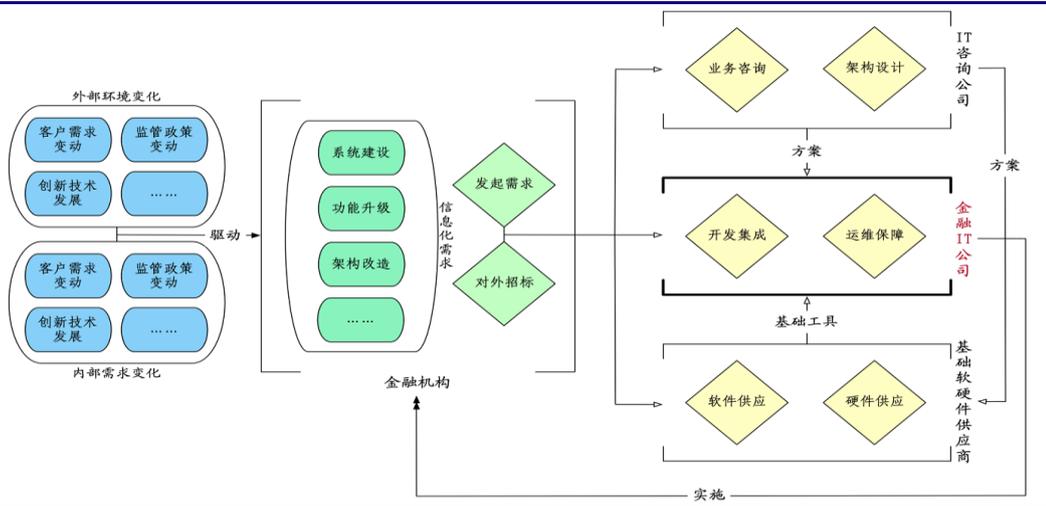


资料来源：中国银河证券研究院

**进入壁垒高，客户粘性强，产品定制化行业特点明显。**金融 IT 公司在为金融机构提供服务时，金融机构会考虑到公司信誉、产品历史表现、风险防控能力、用户易用性等方面，这些因素都是金融 IT 公司需要长时间合作积累才能逐渐形成。在达成合作意向后，会根据政策和市场情况定期对软件和服务进行实时跟进更新，金融机构的长期系统运维保障需要和金融 IT 公司达成长期合作。因此，双方一旦达成协议，一般情况下不会更换厂商。例如，国外金融 IT 龙头 FIS 能够和客户达成 30 年的合作时间，用户粘性极强。此外，金融机构根据行业属性和自身特点，需要定制非标准化产品，尤其核心业务系统需要满足用户需求，因此定制化也是行业特点

之一。

图 3: 传统金融 IT 业务流程



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院整理

## (二) 以下游客户作为行业分类标准

根据下游客户类型的差异, 金融 IT 产业可以分为银行 IT、证券 IT 和保险 IT。从 IT 支出份额来看, 银行 IT 支出是金融 IT 领域的主要投资来源。IDC 数据预测, 2022 年全球银行 IT 支出占全球金融业 IT 支出的 57%

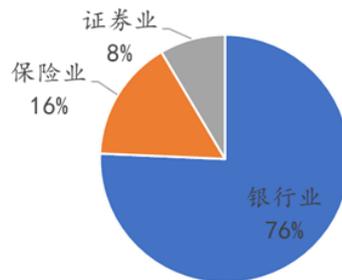
未来银行 IT 仍将是行业主赛道, 非银 IT 增速更快。2018 年中国银行业整体 IT 支出规模为 1168 亿元, 保险业为 244 亿元, 证券业约为 131 亿元。考虑到国内以银行业为主的金融业态, 该比例在国内可能更高。但考虑到保险 IT 和证券 IT 建设较晚, 非银业 IT 增速会快于银行业 IT。

图 4: 预计 2022 年全球金融业 IT 支出结构



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图 5: 2018 年中国金融业 IT 支出结构



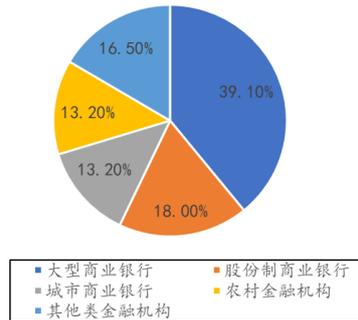
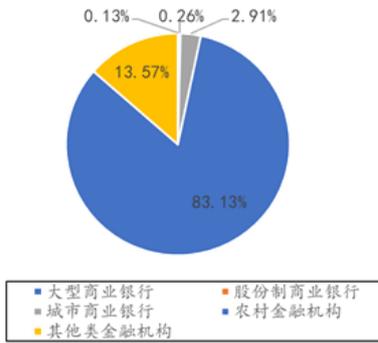
资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

### 1. 银行 IT 竞争加剧, 软件服务逐步提升

根据银保监会发布的数据, 截至 2020 年 6 月份, 中国境内银行业金融机构法人共有 4607 家, 其中国有大型商业银行 6 家, 股份制商业银行 12 家, 城市商业银行 134 家, 农村商业银行 1478 家, 农村信用社 722 家, 村镇银行 1630 家。从绝对数量上看, 中小型银行在我国银行业中占了绝大多数。从资产规模上看, 截至 2019 年 12 月底, 我国银行业金融机构总资产为 282.51 万亿, 较上年同期增长 8.1%。从各机构份额上看, 大型商业银行占比最高, 为 39.1%, 股份制商业银行为 18%, 城商行为 13.2%, 农村金融机构为 13.2%。

图 6: 境内银行业金融机构法人结构

图 7: 境内银行业金融机构资产份额情况



资料来源: IDC, 银保监会, 中国银河证券研究院

资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

银行 IT 投向从以硬件为主, 到 IT 服务逐渐上升。目前银行业 IT 资本支出以硬件为主, 硬件使用具有周期性, 通常银行业硬件使用周期为 4-5 年, 银行业上一轮硬件采购高峰在 14-15 年左右, 因此目前预计已到达下一个投资周期。从银行 IT 解决方案上市公司近年来经营情况来看银行 IT 总体呈现稳步增长趋势, 对市场规模进一步细分发现, 根据中国产业信息研究网发布的《中国银行信息化行业发展模式调研与趋势前景分析研究报告》数据显示, 2015 年银行 IT 支出整体规模同比增长 23.5%, 此后保持增长但增速下行, 在 19 年银行 IT 增速再次向上, 预计行业景气度进一步提升。

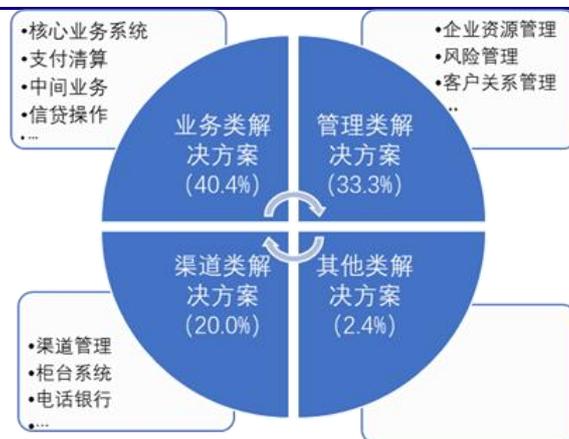
图 8: 中国银行业 IT 投资规模



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院整理

银行 IT 解决方案市场继续向下细分, 可以分为业务类解决方案、渠道类解决方案、管理类解决方案和其他类解决方案。其中业务类解决方案为主要投向。根据 IDC 的统计, 2017 年中国银行业 IT 解决方案中, 业务类解决方案占比 40.4%, 管理类占比 33.3%。我们认为由于互联网银行的冲击和新兴业态的出现, 渠道类解决方案和业务解决类方案占比将上升。

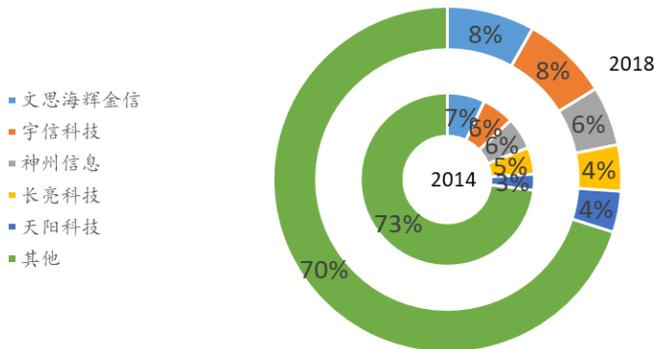
图 9: 中国银行 IT 解决方案分类及份额



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

银行 IT 业态竞争加剧，整体呈现大分散，小集中趋势。金融 IT 市场行业竞争加剧，整体市场分散，2014 年度中国银行业 IT 解决方案市场 CR5 为 27%，2018 年该数据维持在 30%，其中排名第一的文思海辉金信市占率为 8.14%；而在些细分领域竞争较少，市场集中度高，如长亮科技在核心系统方面占据超过 50% 的市场份额。

图 10: 国内银行 IT 解决方案分类及份额



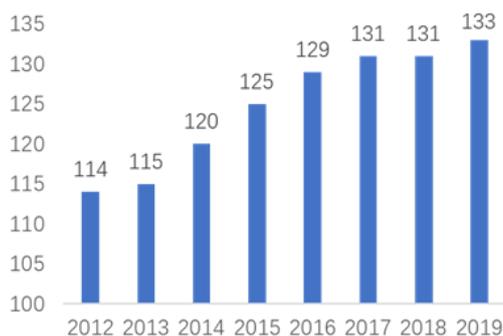
资料来源：赛迪顾问，中国银河证券研究院

出现这种情况的原因可以从供给和需求两方面来看。从供给端来看，银行 IT 产品较为分散，不同厂商在不同产品上各有所长，银行会选择在该领域做的最好的一家。从需求端来看，这类方案多为项目制，而非产品制，导致各类企业都能参与，市场竞争又较为激烈。

## 2. 证券 IT 支出增加，龙头效应明显

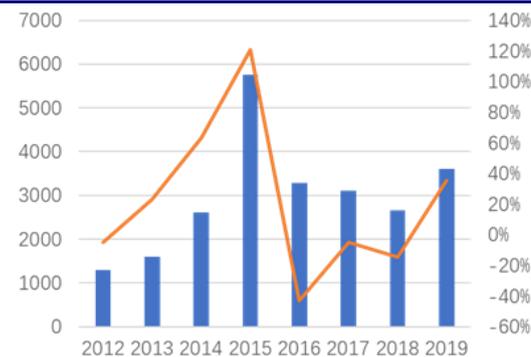
根据中国证券业协会发布的数据，截至 2020 年 3 月底，大陆证券公司共有 133 家。我国证券公司在数量上较为稳定，近五年基本稳定在 130 家左右。我国证券业营收和净利润波动较大。2019 年我国证券业营收为 3604.83 亿元，较上年同期增长 35.37%。而 2016 年我国证券业营收较上年同期下降 42.97%。；从资产规模上看，我国证券业整体呈上升趋势。截至 2019 年 12 月底，我国证券业总资产为 7.26 万亿，较上年同期增长 15.97%。

图 11: 2012-2019 年中国证券公司数量



资料来源：IDC，银保监会，中国银河证券研究院

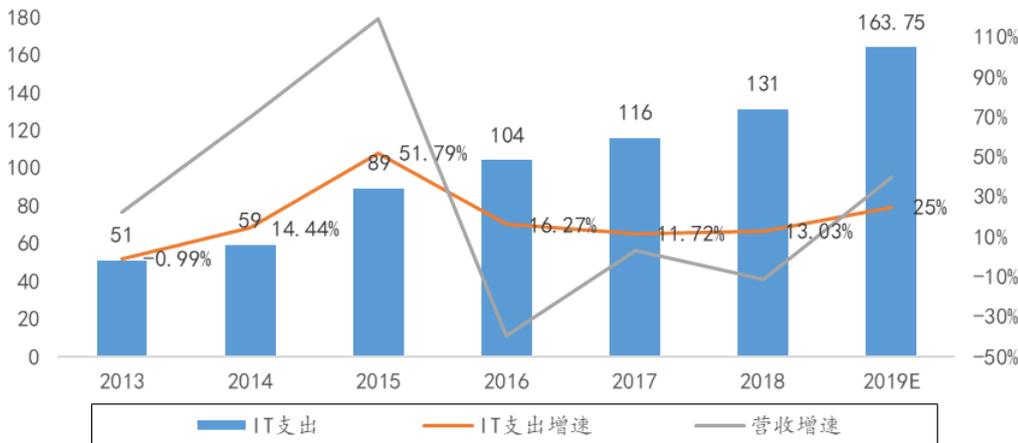
图 12: 2012-2019 年中国证券业营收增速情况(亿元)



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

券商 IT 资本支出与自身营收水平和资本市场波动影响较大。2012 至 2018 年，我国证券业 IT 支出由 51.88 亿增长至 131 亿元，年复合增长率为 16.65%。其中 2015 年增长最高，增速为 51.79%，原因是为适应市场成交量的扩大，证券公司对交易与账户系统、外围渠道等系统采取了扩容措施。对比券商营收增长率，两者之间有比较明显的协同效应，根据 2019 年券商发布的营收情况来看，2019 年券商营收增长率为 40.01%，预计券商 IT 资本支出增长率达到 25% 水平，2019 年预计 IT 支出水平为 163.75 亿元。

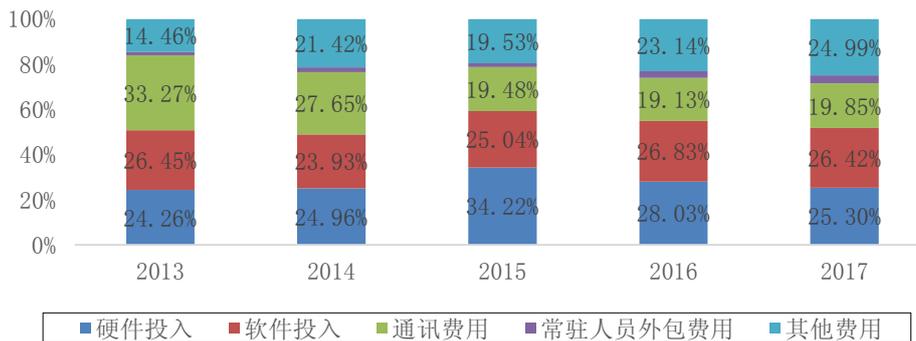
图 13: 国内证券 IT 行业支出水平、增速和营收增速对比



资料来源: 中国证券业协会, Wind, 中国银河证券研究院

从 IT 支出结构来看, 硬件支出占比最大, 通讯费用逐年降低。根据中国证券业协会统计, 2013-2017 年间, 我国证券业 IT 支出结构总体较为平稳, 软硬件投入为主要投入, 各占 25% 左右。整体呈下降趋势的是通讯费用, 相应增长的是其他费用, 我们认为其他费用的增长为证券公司在金融科技领域的投入增长所致。

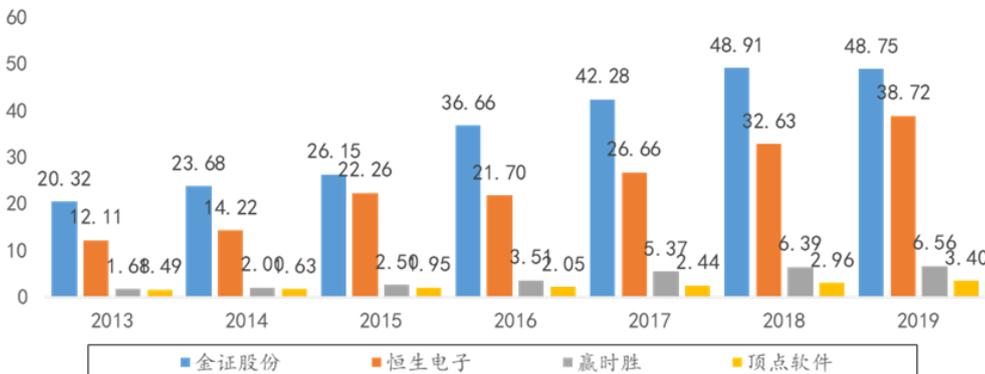
图 14: 2013-2017 期间中国证券 IT 资本支出



资料来源: 中国证券业协会, 中国银河证券研究院

证券 IT 龙头显著, 恒生电子优势明显。不同于银行 IT, 证券 IT 行业龙头较为明显, 目前证券 IT 行业中的主要玩家为恒生电子、金证股份, 顶点软件和赢时胜, 其中恒生电子在券商核心交易系统的市场占有率达四成。证券 IT 行业龙头明显的原因在于客户的主要需求核心交易系统具有一定的同质化。这导致该行业的先入优势和品牌优势明显, 后进入的竞争者只能选择更细分行业, 如赢时胜在估值系统方面领先市场。

图 15: 国内证券 IT 行业主要上市公司 2013-2019 年营业收入 (亿元)

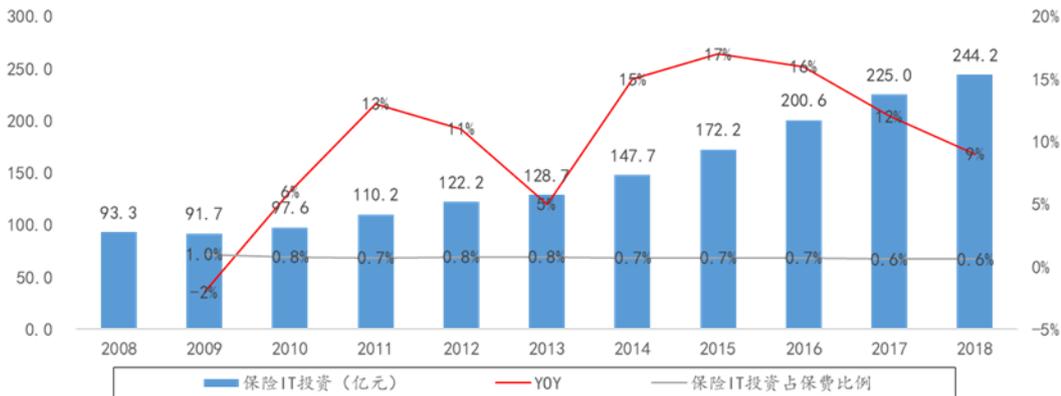


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 保险 IT 市场成长较快，市场集中程度高

保险 IT 产业起步较晚，增长率保持稳定。相比银行 IT 和证券 IT，保险 IT 起步较晚，随着国内保险业保费收入水平水涨船高，保险 IT 资本投入也在逐年增加。据 IDC 报告，2018 年我国保险 IT 投入水平为 244.2 亿元，占保费收入 0.6%，08 年-18 年，保险 IT 投资规模从 93.3 亿元升至 244.4 亿元，CAGR 为 10.1%。

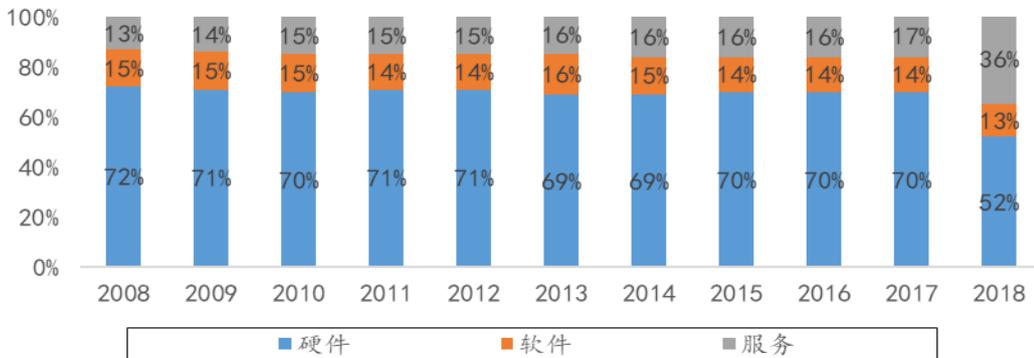
图 16: 2008-2018 年我国保险 IT 投入水平



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

在保险 IT 投入细分领域，硬件支出占比超过 50%，18 年后软件服务投资增加。根据 IDC 数据显示，2008-2017 年间硬件份额占比达到 70%，18 年软件服务投资扩大，挤压硬件投资占比达到 50%。未来随着云计算产业的发展，保险 IT 支出硬件支出占比将会进一步下滑，导致保险 IT 软件厂商的规模持续提升。

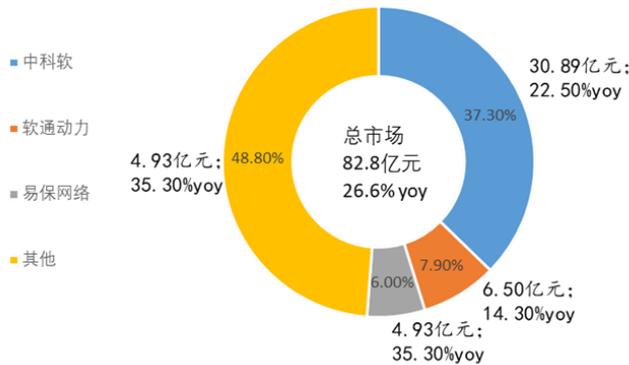
图 17: 2008-2018 年保险 IT 投资占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

保险 IT 市场集中度高，中科软为龙头厂商。根据 IDC 数据显示，14-18 年间，中科软在保险 IT 市场占有率保持常年第一，并且保险 IT 行业 CR5 也从 2010 年 44% 提升至 2018 年的 66%，在保险 IT 解决方案市场头部厂商如中科软，软通动力和易保网络，三家头部厂商 2018 年市场占有率达到 51.2%，其中中科软市场占有率达到 37.3%，与排名 2、3 名的厂商对比优势明显。

图 18: 2018 年保险 IT 解决方案市场占有率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

保险 IT 行业发展较晚, 但受到大型保险公司基础设施建设、数据集中、核心业务系统升级、新增保险公司 IT 建设等因素的持续拉动, 我国保险行业信息化建设投入规模逐年递增。但类似于证券 IT, 核心业务类似, 导致行业集中度高。

### (三) 互联网公司纷纷布局金融 IT

近年来, 互联网公司加入金融 IT 行业, 投资于该领域公司或与之开展合作。据亿欧数据显示, 蚂蚁科技先后与恒生电子、文思海辉、科蓝软件、宇信科技、润和软件、高伟达等 7 家金融 IT 服务商合作; 腾讯先后入股长亮科技、金证股份、东华软件; 京东金融收购神州信息子公司融信云 35% 股权, 战略投资金证股份控股子公司金微蓝。

表 1: 近年来互联网巨头的金融 IT 领域布局

互联网巨头	合作/投资公司	时间	主打产品
蚂蚁科技	易诚互动	2019/3/21	互联网银行软件产品、银行互联网咨询产品
	科蓝软件	2019/1/17	直销银行、网络银行
	宇信科技	2018/10/23	网络银行、信贷系统、客户关系管理系统
	文思海辉	2018/6/7	核心业务系统
	高伟达	2018/3/1	信贷管理、核心业务系统、客户关系管理系统
	润和软件	2016/1/8	核心业务解决方案
	恒生电子	2014/4/1	券商核心交易系统、资管投资管理系统
腾讯	东华软件	2018/5/28	大数据系统建设、反洗钱坚持和数据报送系统
	长亮科技	2018/4/22	核心业务系统
	金证股份	2017/9/18	基金销售系统、TA 系统、投资交易系统、PB 业务系统
京东/京东金融	神州信息	2018/3/20	核心业务系统、智能银行解决方案
	金微蓝	2017/4/26	互联网金融业务云平台、网上营业厅
百度	宇信科技	2020/1/7	网络银行、信贷管理、商业智能、风险管理

资料来源: 中国银河证券研究院整理

与金融 IT 服务商合作是互联网巨头布局金融科技、快速打开服务金融机构市场的关键一步, 在金融严监管、去杠杆的背景下, 互联网机构再扩大金融布局面临更大压力。同时, 随着云计算产业日趋完善和行业用户对云的认同提高, 未来金融 IT 服务商转为云趋势更加明显, 巨头金融 IT 产业的布局, 也会对下游行业提供理解, 提升系统接口的价值挖掘和大数据的积累, 为打造互联网生态圈创造条件。

### (四) 技术为金融 IT 核心行业竞争力

金融 IT 领域“技术”是第一竞争要素, 当公司的某一技术能够达到行业领先水平, 便能

**体现出竞争优势。**在传统视角下，金融机构借助金融 IT 产业的首要需求是完成业务，提供业务支持需要技术；在新视角下，通过技术推动业务的产生。目前行业中使用较多的人工智能、大数据以及云计算等新兴技术无一不对行业内公司提出了较高要求。

通过分析 2016-2019 年我国金融 IT 行业主要研发投入和研发人员情况可得，整体研发投入和研发人员数量呈现明显的上升趋势；恒生电子在其行业内较高的市占率与其研发投入增长密切相关，说明其高研发投入维护了形成了行业壁垒，使得行业集中度提高。而银行业较为分散，与其主要公司研发投入较小存在一定关系。二者结合说明行业竞争首要要素是技术。

**表 2: 2016-2019 年我国金融 IT 行业主要研发投入和研发人员情况**

	恒生电子	金证股份	宇信科技	长亮科技	
2016	研发支出	10.51	4.38	1.36	0.44
	研发支出占收入比	48.43%	11.94%	8.36%	6.74%
	研发人员	4295	2926	457	585
	研发人员占比	62.89%	51.02%	7.18%	21.62%
2017	研发支出	12.92	4.88	1.35	1.03
	研发支出占收入比	48.48%	11.54	8.31%	11.76%
	研发人员	4234	3188	434	810
	研发人员占比	62.35%	52.97%	6.08%	24.71%
2018	研发支出	14.05	6.21	1.84	1.45
	研发支出占收入比	43.05%	12.70%	8.60%	13.31%
	研发人员	4590	3357	584	915
	研发人员占比	64.45%	52.95%	8.06%	25.85%
2019	研发支出	15.6003	6.7707	2.745	1.9873
	研发支出占收入比	40.29%	13.89%	10.35%	15.16%
	研发人员	4867	3778	1086	974
	研发人员占比	66.15%	51.21%	12.00%	23.35%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**金融机构自研发投入和投资增加。**在金融和科技紧密结合的今天，金融机构不断在金融科技领域发力，包括设立单独的金融科技子公司，也加大了在 IT 方面的自研发投入。根据中国信通院的数据，我国近 6 成的金融机构自主研发投入占其金融科技采购的比例在 15% 以上，且该比重在 50% 以上的已有 14.5%。同时根据线下反馈，大中型金融机构在自主研发上的投入有日益增加的趋势。自 2015 年兴业银行首先创立其金融科技子公司“兴业数金”后，目前我国银行系金融科技子公司已增加至 11 家。

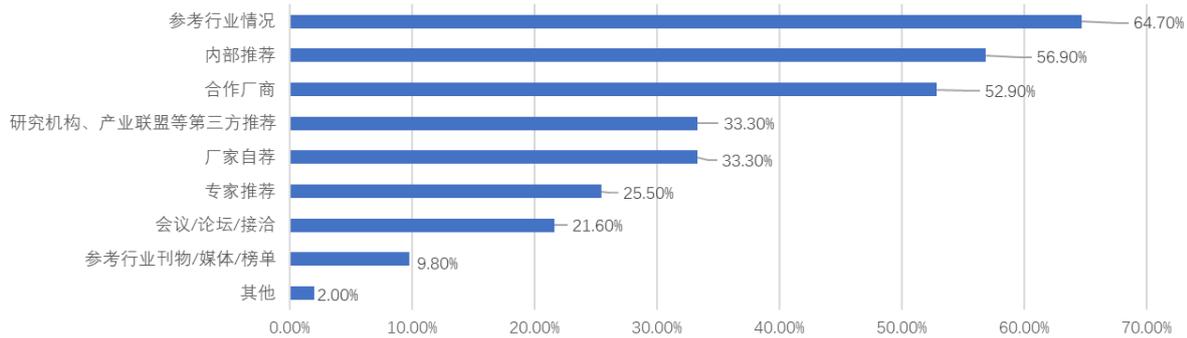
**表 3: 银行系金融科技子公司**

金融机构	金融科技子公司	注册时间
平安银行	金融壹账通	2015.12
招商银行	招商云创	2016.02
光大银行	光大科技	2016.12
建设银行	建信金科	2018.04
民生银行	民生科技	2018.04
华夏银行	龙盈智达	2018.05
工商银行	工银科技	2019.03
北京银行	北银科技	2019.05
中国银行	中银科技	2019.06
交通银行	交银金科	2020.01

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

**品牌优势助力市占率提升，龙头公司优势趋于扩大。**金融行业因为其特殊性，对于 IT 的安全性以及稳定性要求很高，一般情况下，金融机构在更换其金融 IT 服务提供商时十分谨慎，这导致了行业呈现出客户粘性高的特点。金融 IT 公司进入客户的采购名单，初始时是通过技术以及推广，在后期比较多的是通过客户粘性带来的品牌知名度或者市场占有率。客户往往选择市场上市占率高的厂商进行采购。根据中国信通院数据显示，金融机构获取金融科技供应商的主要渠道排名前三的是公司内已有公因式名录（78.4%），参考行业情况（64.7%），技术部门和需求部门内部推荐（56.9%）。此外，合作厂商推荐为渠道排名第四，占比 52.9%。因此，市场占有率在金融 IT 行业有着举足轻重的地位。

**图 19: 金融机构获取金融科技类供应商渠道 (N=219)**



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

### (五) 对比全球金融 IT 软件龙头共同特征

相比全球领先的金融 IT 公司，国内 IT 厂商起步较晚。我国金融 IT 行业同步于我国金融业，例如，我国证券行业大致相当于美国上个世纪 70-90 年代。起步时间较晚深刻影响国内金融 IT 企业的发展，尤其是传统的金融 IT 行业，所以目前全球领先的金融 IT 行业公司多为美国公司。

表 4：全球金融 IT 专业软件开发公司

	典型代表公司	主要市场	核心产品
银行 IT	FIS	美国	FIS Corebank, FIS eCas2
	Fiserv	美国	Premier、DNAP、Precision
	SliverLake	亚太	SIBS
	Temenos	西欧，非洲	T24
证券 IT	SS&C	美国	SS&C GlobeOp、SS&C HiPortfolio、Singularity
	Bloomberg(彭博)	全球	彭博终端
	贝莱德	全球	Aaddin(阿拉丁)
保险 IT	IBM	全球	IAA

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

全球领先的金融 IT 公司呈现出三个特点：1) 业务矩阵广泛，深耕行业细分领域；2) 产业步入成熟期，毛利水平稳定；3) 外延并购增多，扩大业务范围。

#### 特点 1：业务矩阵广泛，深耕行业细分领域

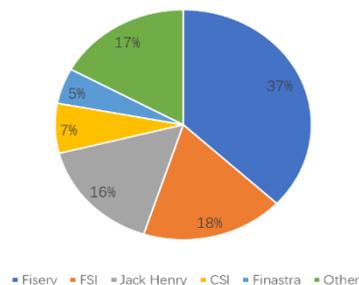
国外金融 IT 领域头部公司均有着较为广泛的业务矩阵，基本是金融全行业均涉及。如 SS&C，其服务对象包括对冲基金、资管、保险、银行等；FIS 产品涵盖商业银行、保险、投资管理，支付等 IT 解决方案。但其在某一业务领域牢牢占据主导地位，如 SS&C 是全球最大的退休金管理机构 SaaS 服务提供商，其旗下 Intralinks 的通信平台是私募股权和对冲基金经理最常使用的平台之一；FSI 在美国银行核心系统中市场占有率为 18%，排名第二。

图 20：SS&C 服务对象



资料来源：SS&C 官网，中国银河证券研究院

图 21：2017 年美国银行业核心系统市场份额情况

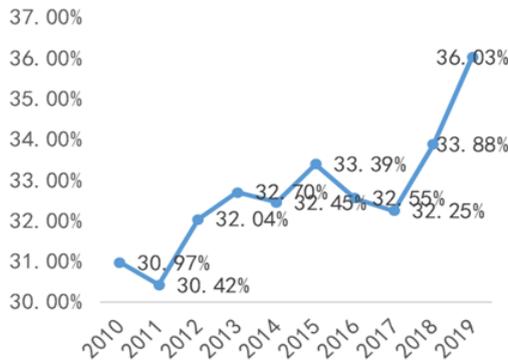


资料来源：Fedfits，中国银河证券研究院

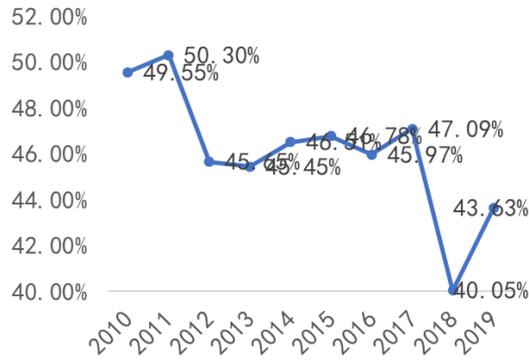
**特点 2: 产业步入成熟期, 毛利率水平稳定**

全球领先的金融 IT 公司毛利率水平保持稳定, 波动较小。例如 SS&C 在近 10 年毛利水平保持在 45%左右, FIS 保持在 32%左右。毛利率水平的长期稳定说明这些金融 IT 企业对成本和定价水平的控制已经形成了相对成熟的机制。

**图 22: 2010-2019 年 FIS 毛利率水平**



**图 23: 2010-2019 年 SS&C 毛利率水平**



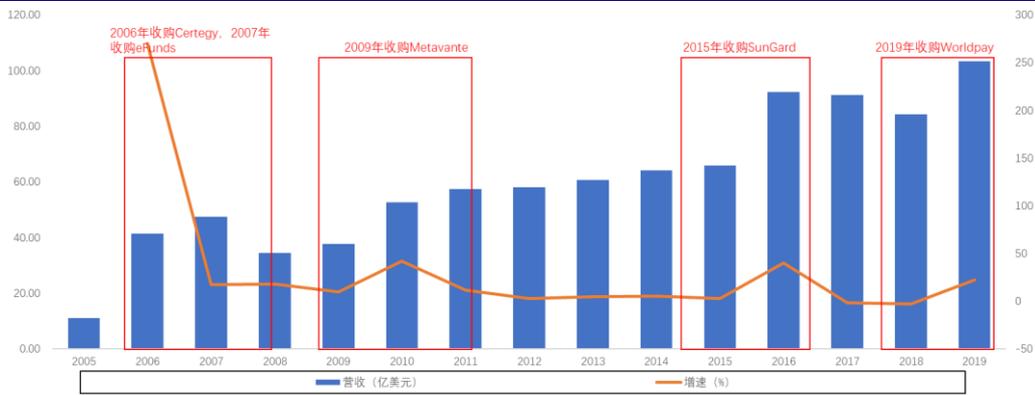
资料来源: Fedfits, 中国银河证券研究院

资料来源: SS&C 官网, 中国银河证券研究院

**特点 3: 外延并购增多, 拓展业务范围**

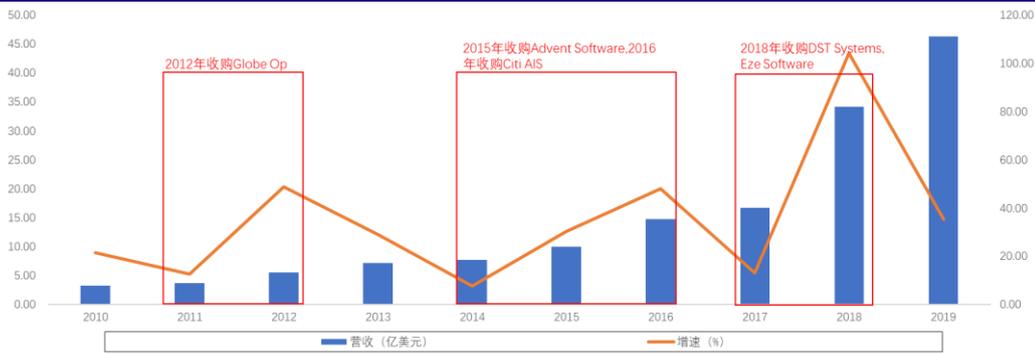
在国外金融 IT 产业逐步进入成熟期时, 行业头部公司为其自身发展, 会不断拓宽其业务范围, 因其原有市场业务区域成熟, 市场饱和且规模定型, 所以需要拓展其他板块业务。例如, FIS2015 年收购 SunGard, 切入资本市场卖方业务。我们分析 FIS 和 SS&C 上市以来营收增速增长较大时间段和大型并购时间点, 发现契合程度较高, 因此大型并购能够推动金融 IT 公司整体营收实现较快增长。

**图 24: FIS 上市以来营收及增速和并购事件关联**



资料来源: FIS 官网, Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院

**图 25: SS&G 上市以来营收及增速和并购事件关联**



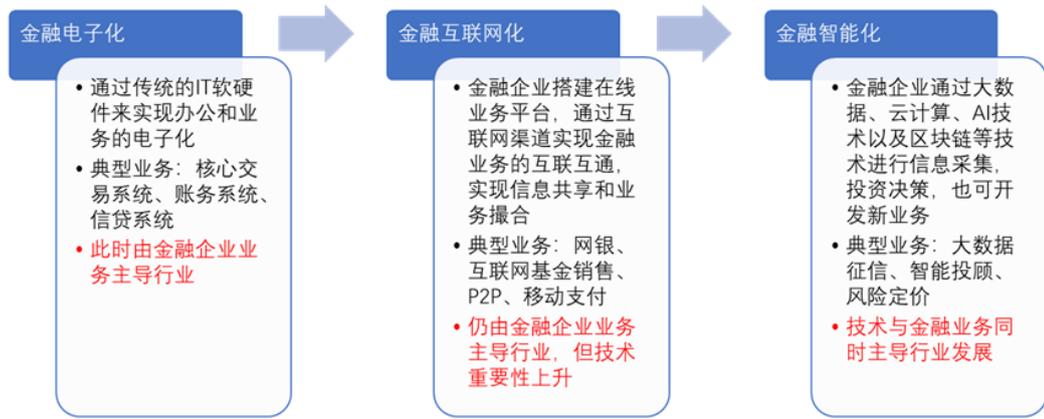
资料来源: SS&C 官网, Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院

## 二、内因+外因，共同推进金融 IT 产业发展

### (一) 内部因素：科技进步——金融云、AI 技术将进一步突破行业天花板

科技进步是金融 IT 产业发展的内在动力，目前我国金融 IT 产业正处于互联网化向智能化转变过程中。我国的金融行业的 IT 化发展经历了大致三个阶段，即金融电子化、金融互联网化和金融智能化，三阶段的变迁也是业务与技术之间主导程度的变化。在未来金融科技领域，大数据，区块链和人工智能等创新前沿技术技术的落地，能够有效解决目前金融行业的信息不对称和产品定制化问题。

图 26: 金融 IT 发展的三阶段



资料来源：中国银河证券研究院

科技进步使金融 IT 公司经营理念发生变化，受众客户群体数量提升。在金融电子化阶段，金融机构的 IT 部门是作为纯成本部门，后期发展至金融智能化阶段，金融机构单独设立科技子公司进行业务经营，成为利润部门，而非纯成本部门。部门性质的变化也反映在部门业务变化上，传统金融 IT 企业多提供针对金融行业的解决方案，而金融科技行业面向更多受众，不仅服务金融机构，也为政府机构和非金融企业提供服务。

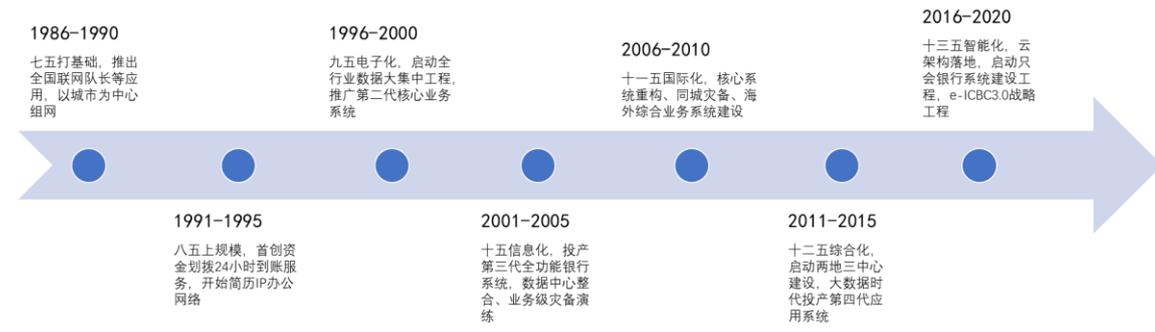
图 27: 建信金科金融科技业务服务业务



资料来源：建信金科官网，中国银河证券研究院

以银行 IT 近 30 年的演进方式为例。80 年代 IBM 将 SAFE 核心系统引入中国，1987 年后，符合中国国情的 SAFEII 应用在四大行流行，各家银行凭借 IT 系统开始规模扩张，开启电子化的道路。进入新世纪后，提出银行 IT 系统信息化，投产第三代全功能银行系统，数据中心整合，风险控制能力提升。2016 年十三五规划纲提出《国家信息化发展战略纲要》，加快信息发展，进行数字化转型，银行 IT 系统向智能化转变。

图 28: 银行 IT 近 30 年演进



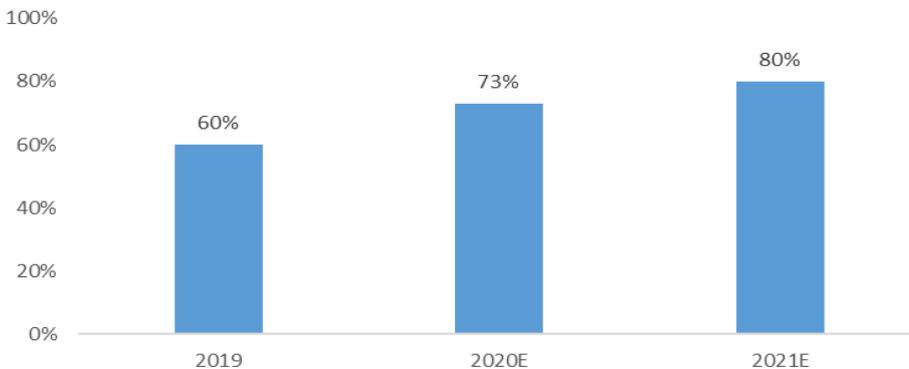
资料来源: 中国银河证券研究院

**我们认为:云计算和人工智能将是金融IT行业最为关键的催化因素。**云计算具备低成本, 高并发, 高灵活性的特点, 金融云的发展能有效降低金融公司营运成本, 提升金融业运行效率, 建立在云基础之上的金融机构能够更好的利用各种优势信息资源; 人工智能技术在金融领域的应用能有效提升生产力, 金融机构由于历史数据完善、量化思维程度高的特点, 非常适合人工智能技术在其领域的应用。

### 金融云将成为金融行业的基础设施建设。

**云计算将为数字化金融的基础设施。**随着数据量和复杂程度的指数级增长, 数据管理和运维难度将持续增加, 这就需要金融机构加大IT投入或业务转运来满足不断增长的业务需求。根据IDC数据预测, 率先采用云计算的金融机构将在未来三年内减少25%的基础设施支出。从全球视角来看, 上云已逐渐成为行业共识, 截止2019年底, 全球金融IT巨头FIS已将约60%的业务移到云端, 预计2020、2021年数字将分别增长至约73%和80%。当前, FIS已将云计算视为未来金融市场解决方案的核心内容之一。

图 29: FIS 在 2019-2021 年云端业务量情况



资料来源: 中国银河证券研究院

在成熟的资本市场中, 新兴技术对金融行业的驱动力较为明显。全球领先的金融IT厂商对于新技术如云计算、大数据和人工智能变现出来极大的兴趣, 希望通过新技术为公司赢得新一轮的竞争。如FIS已经将其北美50%的应用负载转移至云端, SS&C开发SS&C Singularity的会计系统具有人工智能应用。各公司关注其产品的兼容性, 希望通过开发新的和创新的软件应用程序和系统, 以应对新兴技术趋势, 从而满足客户需求。

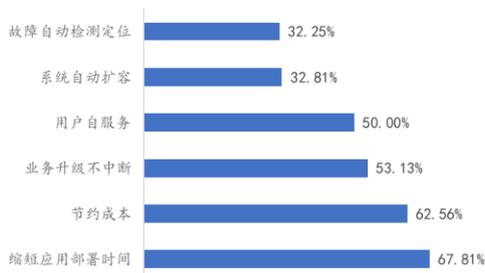
图 30: FIS 新一代解决方案愿景



资料来源: FIS 年报, 中国银河证券研究院

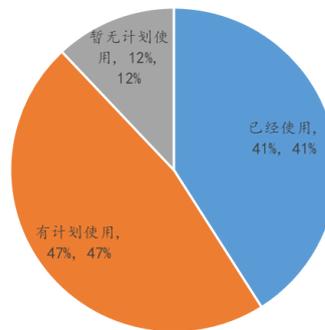
在国内市场, 金融云具备大规模应用的基础。首先, 监管机构明确发文支持金融云的发展。银监会 2016 年发布的《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见(征求意见稿)》中, 提出“银行业面向互联网场景的重要信息系统全部迁移至云计算架构平台, 其他系统迁移比例不低于 60%”。其次, 金融云供给端产业逐渐成熟, 金融机构上云需求高涨。从供给角度看, 传统金融 IT 公司如恒生电子、宇信科技, 互联网金融公司蚂蚁金服, 银行科技子公司等纷纷布局云计算业务; 从需求端角度看, 根据信通院数据统计, 87%的金融机构目前存在或正在计划业务上云, 以节约成本。

图 31: 金融企业上云主要目的



资料来源: 中国信通院, 中国银河证券研究院

图 32: 中国金融行业云计算应用进展

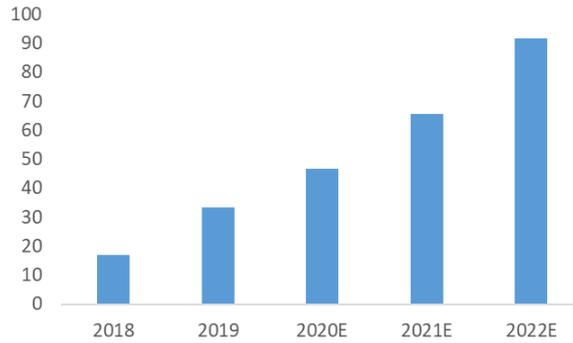
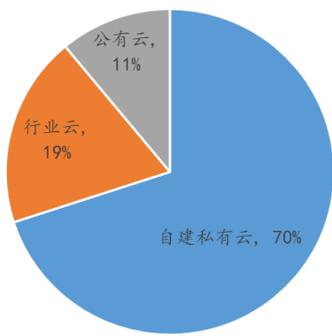


资料来源: 中国信通院, 中国银河证券研究院

金融云的搭建方式还是以私有云为主, 预计未来市场空间有待进一步释放。据信通院数据显示, 已上云的金融机构约有 70%的选择自建私有云模式, 19%企业采购专业金融 IT 企业的云计算服务。根据 IDC 数据, 2019 年中国金融云市场规模达到 33.40 亿美元, 同比增长 49.6%, 预计未来 3 年复合增长率高达 40%。我们认为, 私有云将在未来 2 年继续保持主要部署模式, 待云市场成熟放量后, 混合云将成为主流部署模式。金融企业将借助云计算作为基础设施, 进而实现大数据、区块链和人工智能领域的创新。

图 33: 国内金融云的部署方式

图 34: 中国金融云计算市场规模(亿美元)



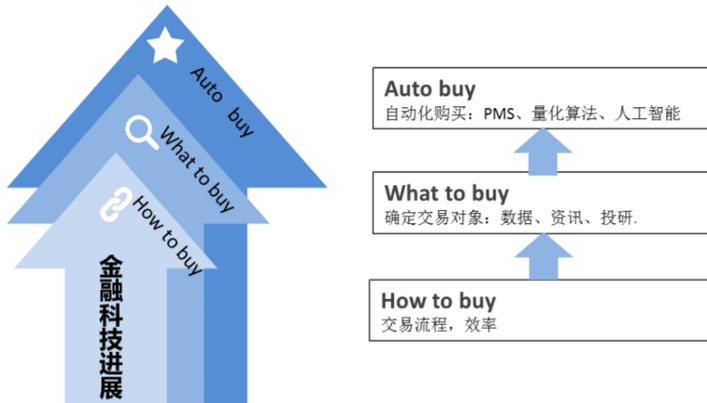
资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

资料来源：IDC，中国银河证券研究院

**AI 重塑金融业务过程，提升金融服务效率。**

对于历史数据全面，量化需求较多的金融业来说，AI 能力的引入对于金融行业运营效率有较为明显的提升。恒生电子在 2019 年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；同花顺 AI 业务同时包括智能语音、自然语言基础服务、AI 语音技术、智能金融问答、知识图谱、数据智能和智能投顾。

图 35: 金融科技发展进程



资料来源：恒生电子财报，中国银河证券研究院

当前人工智能技术在金融领域的变革是全面性的，从前台的服务营销，到中台的产品风控再到后台的运维数据，科技力量贯穿其中，其中科技赋能最有效率的体现于服务和运营环节。根据 IDC 预测，人工智能的采用能取代人工客服回答的 70% 左右的问题，降低呼叫中心直接成本；银行间反欺诈系统的 AI 赋能，能提升 5 倍左右反欺诈准确率，降低 20% 以上损失提升 10% 以上收入。

表 5: 近年来互联网巨头的金融 IT 领域布局

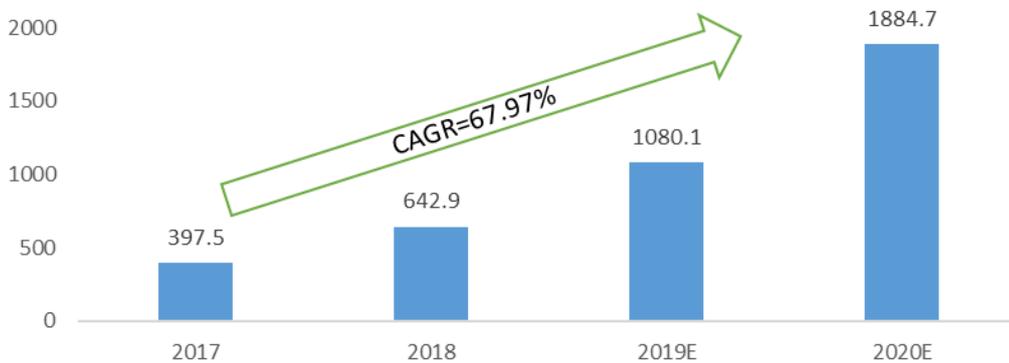
业务	变革	案例	成果	
前台	服务	线上智能客服 网点客服机器人	工商银行智能客服“工小智”2017 年提供服务超过 1 亿次	降低人工成本 提升服务效率 提升客户体验
	营销	精准营销	腾讯金融云利用腾讯生态中积累的营销大数据进行精准的用户画像和标签，并采用自研的优势广告算法建模，进行营销投放	提升广告转化率，降低营销成本
中台	产品	定制化 个性化产品 智能投顾	招商银行“摩羯智投”拥有 15 万用户，规模突破 100 亿元	精准产品定价 盘活“长尾客户”，扩大业务覆盖范围
	风控	信用评级 风险定价 动态监控	蚂蚁金服借助基于海量数据的智能风控大脑使支付宝支付宝资损率十万分之一以下，处于全球领先水平	降低风险赔付 降低坏账风险 快速识别金融欺诈

后台	管理	内部风控 智能化办公	平安集团基于数据建模和可视化展现进行远程智能管理	提升管理效率，降低管理成本
	数据	数据分析 主动型数据安全 防护	腾讯公司与北京市金融工作局联合开发基于北京地区的金融安全大数据监管平台，对各种金融风险进行识别和监测预警，防控金融风险	提升数据安全等级，降低业务风险

资料来源：公开信息，中国银河证券研究院

以智能投顾为例，智能投顾概念于2010年兴起，2014年带入中国市场。招商银行在2016年首发中国智能投顾系统“摩羯智投”，随后其他金融机构智能投顾系统相继落地，2018年中国智能投顾市场规模达到642.9亿元，根据艾瑞咨询数据测算，预计到2020年，中国智能投顾市场规模将达到1884.7亿元，近4年CAGR达到67.97%。随着智能投顾的发展，相关基础软硬件将会相继落地，长期对金融IT产业的需求将持续提升。

图 36：2017-2020 中国智能投顾市场规模（亿元）

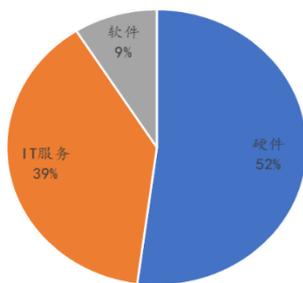


资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

## （二）外部因素一：新一轮投资周期开启，数字化为主方向

从国内银行IT资本支出结构来看，硬件支出占比为52%，IT服务占比39%，硬件投资支出占比较高。IT硬件存在一定的使用年限，并且伴随摩尔效应，新开发硬件必然带来软件的更新换代，通常软硬件产业的更新周期维持在4年左右。以银行系统为例，上一次银行IT投资增长的高点在2014-2015年期间，距离上次的投资高点已经过去5年左右，因此判断2020-2021年期间，将会迎来金融系统IT投资新的高景气点。

图 37：国内银行IT支出结构



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图 38：国内银行IT投资周期预测

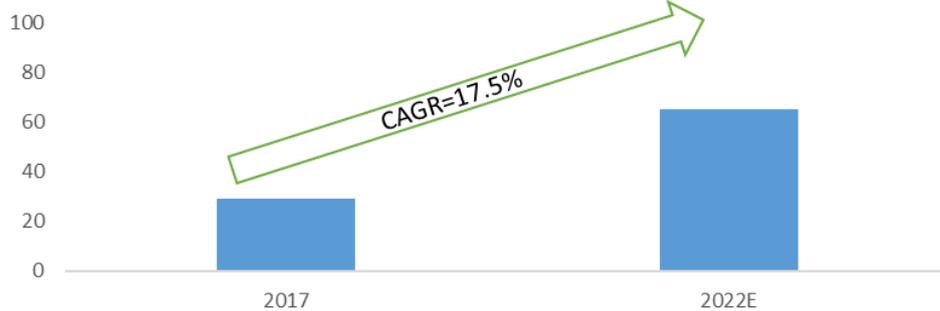


资料来源：IDC，中国银河证券研究院

在回顾金融IT投资增长率较高时点时发现，2010-2011年国内金融机构大量采购以IBM为主的大型机，在此期间IT支出密集；2014-2015年期间，互联网金融模式迫使金融机构转型，构建大规模集群、虚拟化、SOA等技术开始渗透，数字经济趋势开始显现。根据IDC Financial Insight预测，中国2020年金融IT支出将超过215亿美元，IT服务指数占比达到26，这大部分服务都是金融机构向数字化平台转变。中国银行机构的数字化转型支出规模预计到

2022 年将达 65 亿美元，五年复合增长率为 17.5%。

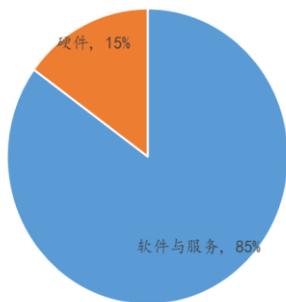
图 39: 2017-2022 国内银行业数字化转型支出规模预测 (亿元)



资料来源: IDC Financial Insight, 中国银河证券研究院

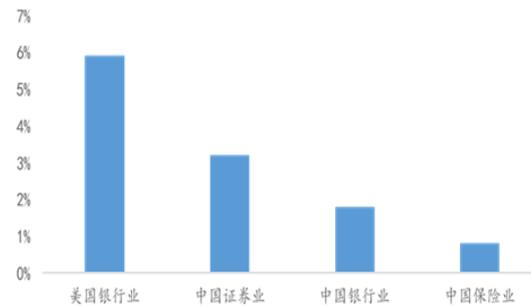
通过对比中美金融 IT 市场格局发现, 国内金融企业 IT 支出主要对象为硬件, 据 Gartner 数据显示, 较为成熟的国外金融 IT 市场软件和解决方案市场规模远超硬件投资规模, 仅有 15% 左右投资作为硬件支出, 软件和解决方案还存在较大市场空间。并且目前来看, 国内外金融机构在信息技术投入程度上还是存在较大差异。从 IT 支出角度来看, IDC 数据显示, 2017 年美国银行业 IT 支出占收入比重保持在 6% 的水平, 国内银行业信息化支出在收入比在 1.8% 左右, 证券行业在 3.2% 左右, 保险行业 IT 投入占收入 0.8% 左右。

图 40: 美国银行业 IT 支出结构



资料来源: Gartner, 中国银河证券研究院

图 41: 中美主要金融机构 IT 支出占营收比重



资料来源: IDC, Wind, 中国银河证券研究院

通过以上数据预测: 在未来 3 年内, 国内金融 IT 资本投入将会提升至 14-15%, 金融 IT 的软件和解决方案市场未来市场将会进一步放量, 增长率将达到 20%。

### (三) 外部因素二: 金融监管环境放松, 产业政策频出

2015 年股灾过后, 金融监管一直保持高压态势。但从 2018 年起, 金融监管环境出现了较大的边际改善情况, 强监管环境出现松动, 如延长“资管新规”过渡期至 2020 年, 同时提出从“稳定金融市场”到“鼓励金融创新”。同时随着国外资本的引入, 金融监管当局必将继续维持宽松的监管环境, 以应对国外强大资本的挑战。我们认为: 未来 3 年内, 监管当局将继续鼓励金融科技金融创新发展。

外资进入国内资本市场, 倒逼国内金融业加强 IT 投入。2018 年习近平主席在博鳌亚洲论坛上提及一系列开放金融市场的措施。自 2020 年 4 月 1 日起, 我国已经取消对证券公司、基金管理公司的外资持股比例限制, 这些开放措施将会使得我国的证券公司数量和基金管理公司的增加。2018 年 5 月以来, 摩根大通证券(中国)有限公司、瑞士方正证券、野村东方国际证券、星展证券、摩根士丹利华鑫证券、高盛高华证券、瑞银证券、大和证券等多家外资券商先后提交了设立或控股外资券商的申请。在 2020 年 4 月 1 号当天, 美国两大资管巨头贝莱德和路博迈便正式提交了在中国设立公募基金管理公司的申请。根据证监会的信息, 截至 2020 年 5 月 31 日, 仍有 18 家合资券商已提交申请, 正在等待证监会核准。

表 6: 目前申请设立的合资券商、接受材料和审批时间

合资券商名称	证监会接收材料时间	证监会书面反馈时间
大和证券(中国)		2020/2/5
方圆证券	2016/9/22	2019/5/17
阳光证券		
百富证券		
嘉实证券	2016/12/6	暂无书面反馈
澳海证券	2017/6/15	暂无书面反馈
星展证券	2019/3/29	2020/3/20
瀚华证券	2016/12/2	2019/5/17
温州众鑫证券		
金港证券	2016/7/25	暂无书面反馈
珠江证券	2016/12/26	暂无书面反馈
粤港证券		
海峡证券		
华胜国际证券	2017/8/17	2019/5/17
云锋证券		
豪康证券	2016/8/9	暂无书面反馈
华海证券	2017/1/25	暂无书面反馈
联信证券	2016/8/12	2019/5/17

资料来源：中国证监会，中国银河证券研究院整理

金融对外开放对国内金融 IT 厂商会有两点好处：1) 客户增量的提升，随着外资控股券商时代的到来，能够带来外资券商进入中国市场，使得国外资本更加重视国内证券市场，客户数量进一步提升；2) 客户需求的提升，随着外资进入国内，外资券商工作也会潜移默化的带给资本市场，而外资券商十分注重 IT 研发支出，这也会间接促使国内证券行业关注 IT 系统建设来提升自身竞争力，会对国内金融 IT 存量市场中的合作将加强。

**监管环境的宽松配合产业政策的出台，进一步释放增长空间。**对于产业金融产业政策的出台，能够带来新的交易模式或业务模式的出现，比如科创板的设立、银行理财子公司需求、券商托管模式的改变。这些改变都会产生金融 IT 新的需求，因为新制度产生毕竟会带来新型软硬件更换、升级系统模块或直接购入新 IT 交易系统。在金融 IT 市场增量中，新业务的产生还存在很多。

比如：创业板注册制改革、科创板“T+0”新交易模式的落地、央行数字货币 DECP 的试点发行。

**创业板注册制改革，根据推算预计会为金融 IT 行业带来 35.97 亿收入。**创业板注册制改革将于 2020 年 6 月 12 日正式发布并实施，创业板注册制在科创板注册制的基础上进行改造，与之前创业板交易模式、做市制度、上市规则和涨跌幅限制都需要进行改造，券商和基金公司就需要对原先系统进行更新升级，催生出对 IT 系统购买和升级的新需求。

表 7：创业板改革带来的市场增量测算

机构类型	2019 年数量(家)	改进单价(万元)	市场空间(亿)
证券经纪	112	930	10.41
公募基金	123	400	4.92
基金专户子公司	78	400	3.12
保险	232	400	9.28
保险资管	23	400	0.92
信托	68	400	2.72
券商自营	100	400	4
券商资管子公司	15	400	0.6
经纪业务增量			10.41
资管业务增量			25.56
市场空间合计			35.97

资料来源：中国银河证券研究院

**“科创板 T+0”带来交易制度和估值系统升级，预计带来 17.75 亿左右市场增量。**未来“科创板 T+0”制度的推出，将为国内资本市场的流动性带来极大地增强，以当前科创板日均股基

交易金额约 6000 亿推测，未来规模有可能进一步提升，会导致金融 IT 厂商和券商经纪业务直接受益。预测“T+0”政策的落地，会直接提升科创板 50%左右日均成交金额，交易系统带来数据中心的升级压力，同时估值系统、风控系统也需要进行重新设置来适应市场变化。后续将会持续跟进信息，保守预测“单次 T+0”将带来金融 IT 约 17.75 亿市场规模增长。

表 8: 科创板单次 T+0 政策带来业务收入

机构类型	2019 年数量 (家)	交易制度改进	估值系统改进	风险管理	市场空间 (亿)
证券经纪	112	280	100	35	4.65
公募基金	123	125	60	20	2.52
基金专户子公司	78	125	60	20	1.60
保险	232	125	60	20	4.76
保险资管	23	125	60	20	0.47
信托	68	125	60	20	1.39
券商自营	100	125	60	20	2.05
券商资管子公司	15	125	60	20	0.31
经纪业务增量					4.65
资管业务增量					13.10
市场空间合计					17.75

资料来源: 中国银河证券研究院

政策因素为证券 IT 市场最大变量，随着金融对外开放程度进一步提高，相关政策将会加速落地，预计未来三年，证券 IT 市场规模将超过 263 亿元，3 年复合增长率将达到 17.28%，市场集中度将会进一步提升，马太效应愈加明显，行业龙头厂商将会受益。

我国较早开始进行数字货币研发。2014 年，央行首次提出进行法定数字货币研发，至今已有 6 年时间；2017 年央行创立中国人民银行数字货币研究所正式成立开展数字货币研究；2020 年 4 月央行数字货币 DCEP 开始在苏州相城区试点，作为交通补助发放；2020 年 5 月，两会期间易纲行长表示：“将会在深圳、苏州、雄安、成都和未来冬奥会场景进行内部封闭试点测试。”标志着 DCEP 开始正式进行试点测试，正在努力推进数字货币真正落地。

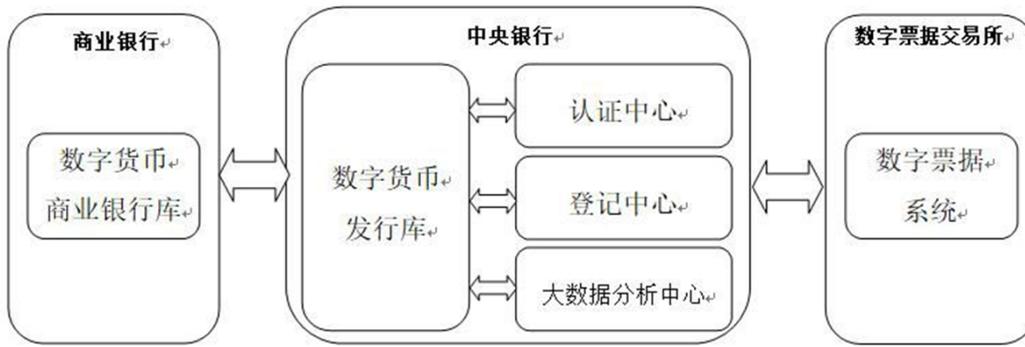
图 42: 央行数字货币发展进程



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院

央行希望尽快落地数字货币主要具有重要的四大意义。第一，央行发行数字货币的一个重要目标就是跨境结算，央行希望数字货币作为一个工具能够提升人民币国际地位。第二，央行能够通过调整数字货币利率迅速调整贷款利率，进而更加高效的影响货币政策。第三，央行随时跟进货币价格的传导过程，完善价格传导机制，进而加强货币价格杠杆对社会经济总量的影响，为货币的投放、货币政策的制定与实施提供有益的参考，并为经济调控提供有益的手段。第四，追踪货币流向，有助于进行反洗钱、反恐等行为。

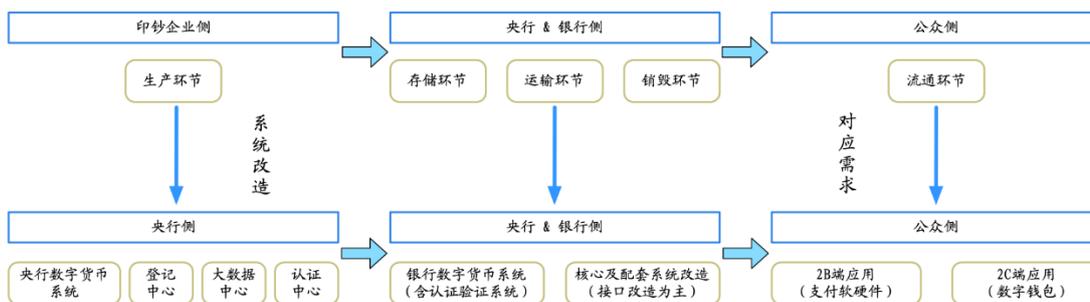
图 43: 央行数字货币原型系统简化结构



资料来源：FT 中文网，中国银河证券研究院

DCEP 主要是依靠可控算法（区块链加密码学），由原来流通的纸币通过网络进行发行和流通转换为一串加密的数字符号，由此带来现金流转的巨大提升，原来的印刷系统将会进行更新升级，带来新的 IT 系统需求。纸币的替换将会带来 3 种业务模式的变更：1) 以前纸币的印刷工作全权交由央行控制，数字货币的应用将引入登记中心、数据中心和认证中心负责货币生成和顶层制造；2) 数字货币的存储、运输和销毁将由核心系统进行操作；3) 货币流动将受到巨大改变，B 端支付收款和 C 端数字钱包将成为流通生态重要一环。

图 44：央行数字货币带来 IT 系统对接



资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

央行 DCEP 方案正式落地后，商业银行将继续承担发行单位的职责，商业银行凭借强大的业务网落竟会连接客户和央行，来拓展数字货币账户的转换。央行数字货币的推迟必将会带来银行核心 IT 系统的较大改造。会产生一下银行 IT 业务的需求：

- 1) 银行核心系统。**目前银行核心系统较为缓慢、业务单一，无法承载 DCEP 的大数据量，因此银行需要重新构建数字货币核心系统，以支撑数字货币的存款、贷款和记账业务，相关开发和建造费用规模还需逐渐确认。
- 2) 信贷业务。**银行信贷业务需要添加相关模块，以确认交易合同或其他凭证，来使数字货币生效，强化银行对数字货币的追踪能力。
- 3) 清算系统。**银行现有的清算系统无法匹配数字货币交易规则和清算规则，需要对相关清算清算系统进行升级。
- 4) 柜台系统。**数字货币的推行将加速柜台业务的减少，提供数字化智能化物理柜台，释放柜员劳动生产力。
- 5) 风险管理系统。**银行的风险管理系统将配合信贷系统进行改造，增加匹配 DCEP 的相关模块。

**DCEP 将会带来百亿市场规模，银行 IT 行业将遇历史性机遇。**根据数据预测，大型商业银行，政策银行，股份制商业银行将率先启动系统改造，接下来城商行和农商行才会继续，在

统计中并未将村镇银行和农村合作社放入统计。市场中大型商业银行政策银行和股份制银行的总体改造费用大约在 39.48 亿元，支出占市场总体的 39.60%。合计对行业带来约百亿元的市场增量，将在近两年持续释放。

表 9: 数字货币对银行 IT 各类型客户各领域系统的初步影响测算 (百万元)

	数量	核心系统	信贷管理	支付清算	柜台交易	风险管理	合计
大型商业银行	6	100.0	60.0	30.0	24.0	24.0	1428.0
政策性银行	3	100.0	60.0	30.0	24.0	24.0	714.0
股份制商业银行	12	70.0	35.0	17.5	14.0	14.0	1806.0
城市商业银行	134	10.0	5.0	2.5	2.0	2.0	2881.0
农村商业银行	1427	1.0	0.5	0.3	0.2	0.2	3139.4
							9968.4

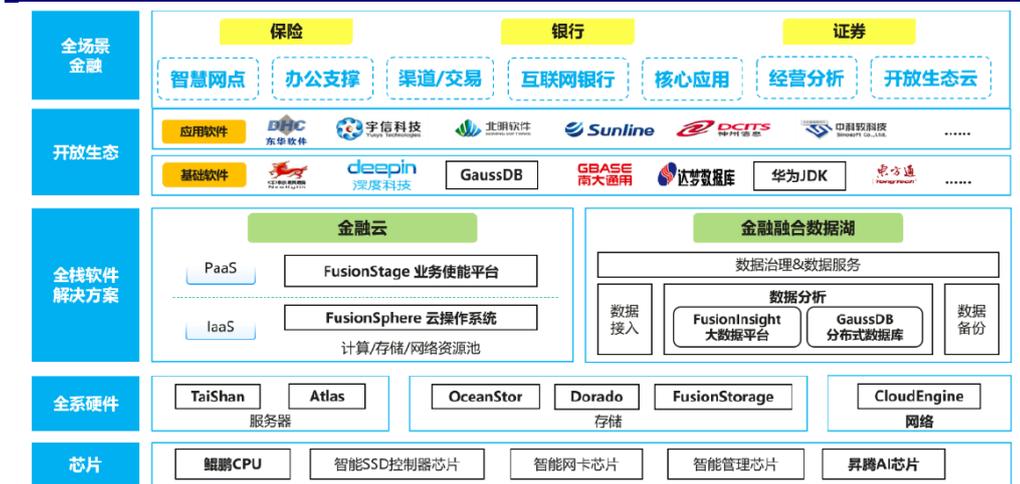
资料来源: 中国银河证券研究院

#### (四) 外部因素三: 信创主题明确, 银行 IT 基础软硬件替换带来百亿市场

过去在科技领域, 尤其是软硬件层面, 仍然是国际厂商掌控核心技术或专利。我国金融行业同样受到国外核心技术压制, 几十年来, 银行业已经和国际厂商形成了深度绑定状态, 制定了核心计算、存储和网络环境形成的“集中式”IT 架构布局。现阶段, 随着自主可控成为必然趋势, 金融信创正在逐步推进, 预测分为两个阶段: “先分布式替代, 再软硬件构造。”在分布式替代阶段, 从 2016 年至今, 已有 30 多家银行分布式系统测试完毕, 包括邮储银行、中国进出口银行和平安集团等大型金融机构, 也包括北京银行、天津银行等城商行, 成功推动国内商业银行向分布式系统转移。

2019 年神州信息与华为联合发布“云化开放银行联合解决方案”和“银行数据仓库联合方案”等多个金融信创联合解决方案。其中, “银行关键业务系统联合解决方案”作为首个银行金融信创整体解决方案, 以华为 Gauss 分布式数据库, 搭载鲲鹏芯片的泰山服务器, 结合神州信息的银行关键业务系统, 实现从底层硬件到上层应用的全面国产化, 较 X86 平台实现整体性能提升 30%, 整体可靠性达到 99.999% 的金融级别。

图 45: 央行数字货币带来 IT 系统对接



资料来源: 中国银河证券研究院

市场空间来看, 信创产业首先将会带来基础硬件的放量。据 IDC 数据, 中国银行 IT 投资市场约为 1213 亿元, 硬件占比达到 52%, 规模大约在 630 亿元, 预计在未来 3 年内, 替换率达到 30%, 基础硬件市场规模为 200 亿左右。在基础软件市场, 根据中国银行业统计, 目前银行从业人员在 400 万左右, 假设采购 PC 数量约为从业人员 65%, 大概 260 万台 PC 采购, 25 万服务器采购。对 PC 端的办公软件、安全软件、操作系统和服务器端的操作系统、数据库和中间件进行采购, 预测在三年内, 办公软件替代率达到 50%, 安全软件达到 100%, PC 操作软件估计替换率达到 20%; 服务器作为目前信创主要方向, 三年内替换率假设为 100%。信

创软件市场规模将达到 263.9 亿元

表 10: 金融信创驱动基础软件国产替代规模预测

软件类	单价(元)	数量(万台)	合计市场规模(亿元)
办公软件	500	260*50%	6.5
安全软件	700	260*100%	18.2
PC 操作系统	1000	260*20%	5.2
数据库	60000	26	156
中间件	20000	26	52
服务器操作系统	10000	26	26
市场空间合计			263.9

资料来源: 中国银河证券研究院

预计信创将给银行 IT 软硬件市场规模带来 893.9 亿元增长, 从替代节奏上看, 基础软硬件的业务空间释放将在分布式系统操作改造之后, 2020-2023 年间将加速释放。

### 三、投资建议

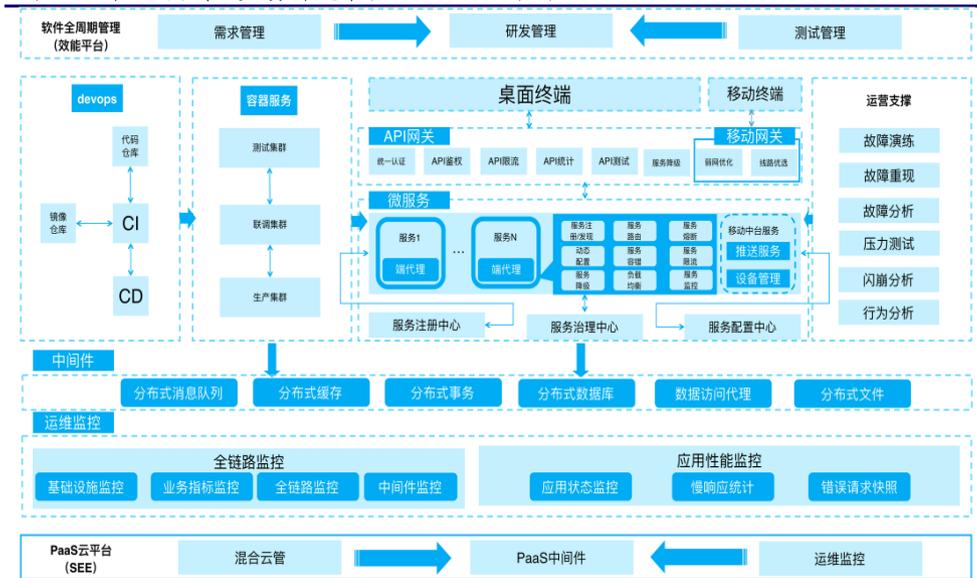
随着国内资本市场改革提速, 金融对外开放脚步加快, 在可以预见的未来, 我国国内金融市场信息化水平将会不断提升, 下游景气度较高。在金融 IT 产业链中, 上下游关联度较高, 行业中主要竞争要素为技术水平和市场占有率, 行业进入壁垒较高。

我们认为, 由于行业赛道分化明显, 建议综合考虑竞争要素以及行业赛道, 在独立赛道中选择行业龙头, 在金融 IT 领域, 我们推荐恒生电子(600570.SH)、宇信科技(300674.SZ)、同花顺(300033.SZ)和财富趋势(688318.SH)。

#### (一) 恒生电子: 全领域金融 IT 服务商

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; 作为中国唯一的全领域金融 IT 服务商, 恒生已连续 12 年入选 FINTECH100 全球金融科技百强榜单, 2019 年排名第 43 位。2019 年, 恒生联合蚂蚁金服、阿里云发布“新一代分布式服务开发平台”JRES3.0;

图 46: “新一代分布式服务开发平台” JRES3.0 架构



资料来源: 恒生云官网, 中国银河证券研究院

公司 2019 年年报显示, 公司对业务进行了升级调整, 从而更好地执行平台化策略, 提出“六横六纵”业务框架。六横: 指微服务化的架构体系升级, 一方面凸出大中台战略: 技术

中台、数据中台、业务中台三大中台；另一方面强化数据服务、基础设施、生态服务三大底层支撑。六纵：指在线环境下的业务重构，重新划分出六大解决方案方向，具体包括：大零售业务（含财富管理、经纪业务）、大资管业务（含资产管理、机构服务），交易所与监管科技、银行与产业金融。

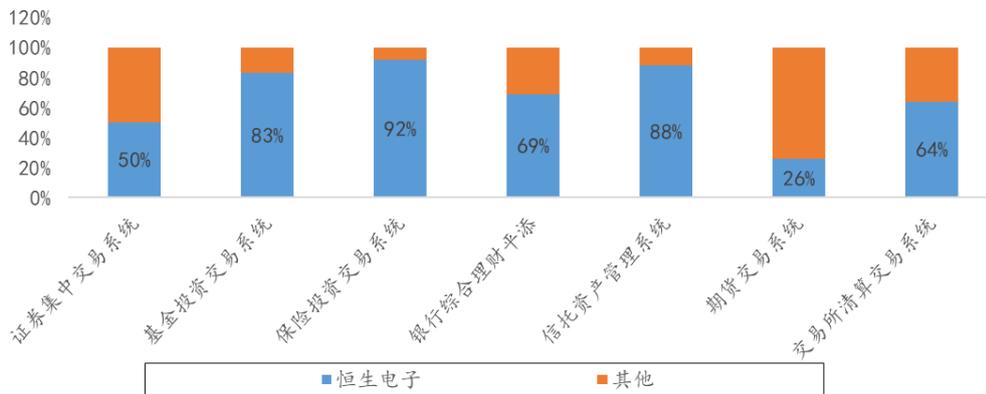
图 47: 公司最新业务架构



资料来源：公司财报，中国银河证券研究院

恒生电子 2014-2019 年营业收入 CAGR 达到 22.2%，净利润 CAGR 达到 31.4%，保持着稳定的快速增长。2019 年年报净利润高达 14.2%，同比增长 119.4%。在非银金融 IT 领域具有绝对竞争优势，多数业务市占率超过 50%。

图 48: 主要产品市场占有率

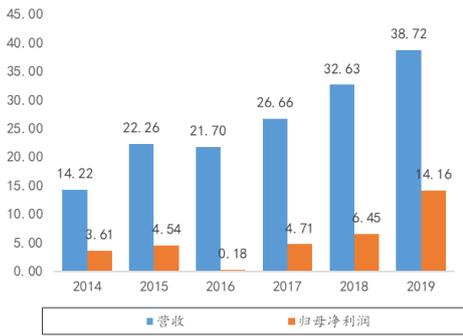


资料来源：公司财报，中国银河证券研究院

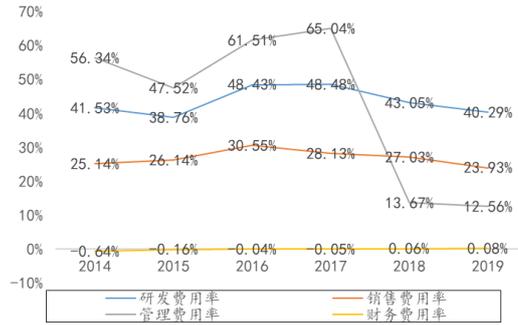
同时，恒生电子保持着“高研发、高市占率、高定价、高毛利”的正循环模式的核心竞争力，公司常年保持 40% 以上的研发费用率，公司在市场中形成技术优势，产品形成绝对领先地位。公司在 2018 年后控制管理费用，降低管理费用率，提升公司盈利水平。

图 49: 恒生电子 2014-2019 营收和归母净利润

图 50: 恒生电子 2014-2019 费用率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 宇信科技: 领先的银行 IT 供应商

宇信科技是我国领先的银行 IT 供应商, 是网络银行、信贷管理、商业智能、风险管理等多个细分领域的领军者。目前公司已为中国人民银行、国家开发银行、两大政策性银行、六大国有商业银行、十二家股份制银行、十余家外资银行以及一百多家区域性商业银行和农村信用社提供相关产品和服务。

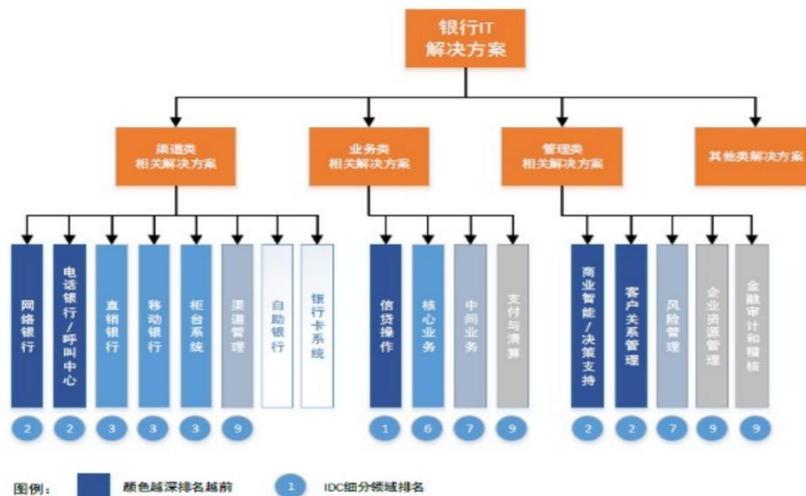
表 11: 宇信科技银行客户覆盖情况

银行类型	银行数量	公司覆盖数量	覆盖比例
央行	1	1	100%
政策性银行	3	3	100%
国有商业银行	6	6	100%
股份制银行	12	12	100%
2018 上市外资银行	28	> 10	—
2018 区域性商业银行和农村信用社	545	> 100	—

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

根据 IDC 数据, 2010-2016 年宇信科技在国内银行 IT 解决方案市场中市场份额连续 6 年排名第一, 2017-2018 年, 宇信科技在国内银行 IT 解决方案市场中市场份额排名第二。公司银行 IT 解决方案覆盖渠道、业务和管理三大类, 诸多产品领先于行业。分业务看, 公司在银行渠道类解决方案的市场份额排名第二, 在银行管理类解决方案的市场份额排名第二, 在银行业务类解决方案的市场份额排名第三。诸多产品排名行业靠前, 如信贷操作产品排名第一, 网络银行、电话银行/呼叫中心、商业智能/决策支持、CRM 产品排名第二, 直销银行、移动银行、柜台系统排名第三。

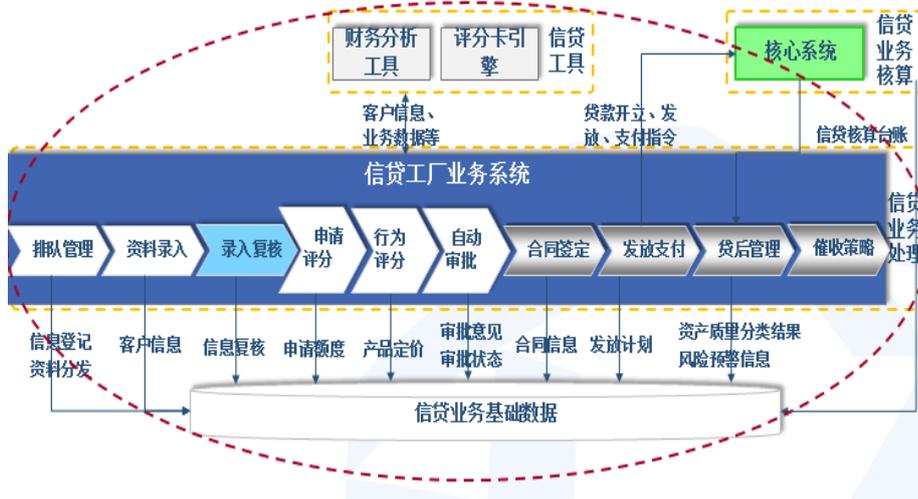
图 51: 宇信科技公司的渠道、业务、管理类诸多产品排名靠前



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

宇信科技的信贷产品业务在市场中占据主导地位。公司信贷系统以客户管理为中心、业务流程为主线、信贷风险防范为目标，具备完整的信贷产品线，在信贷解决方案市场中，公司的信贷管理系统常年占据第一位。同时公司参股消费金融公司（湖北消费金融、晋商消费金融）等非银机构，了解并应用信贷产品业务，了解消金运营模式，在消费金融产品 IT 中也占据绝对优势，在 26 加持牌消金机构中，公司客户数量达到 15 家。

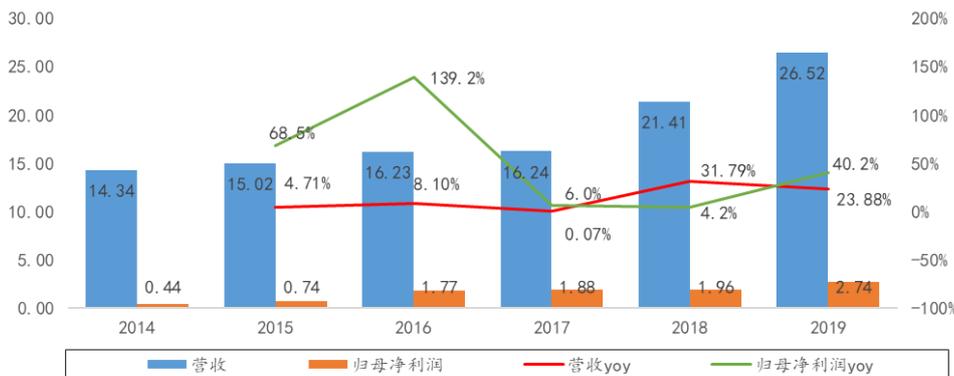
图 52: 宇信科技某农商行信贷管理系统



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司最近 5 年间营业收入和归母净利润持续保持增长，2014 年到 2019 年营业收入 CAGR 约为 13.08%，2014-2019 年归母净利润 CAGR 约为 44.22%，整体受益于国内银行业等金融机构加大信息化领域的投资。2019 年实现营收 26.52 亿元，同比增长 23.88%，归母净利润 2.74 亿元，同比增长 40.16%。

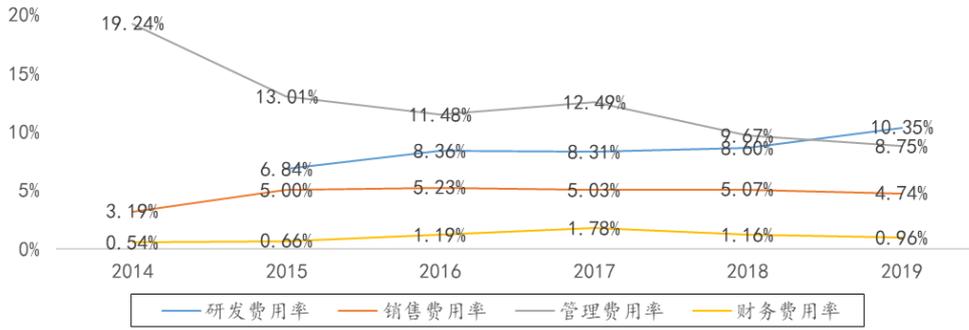
图 53: 宇信科技 2014-2019 年营收和归母净利润及 yoy



资料来源：公司财报，中国银河证券研究院

公司近几年持续研发投入，研发费用率水平逐步提高，从 2015 年的 6.84% 上升到 2019 年的 10.35%，截至 2019 年，公司已取得 15 项专利，231 个计算机软件著作权。公司规模提升带来管理效率的提升，管理费用率持续走低，从 2014 年 19.24% 下降到 2019 年的 8.75%。销售费用率和财务费用率分别保持在 4% 和 1% 左右，公司稳定成长。

图 54: 宇信科技 2014-2019 研发、管理、财务和销售的费用率

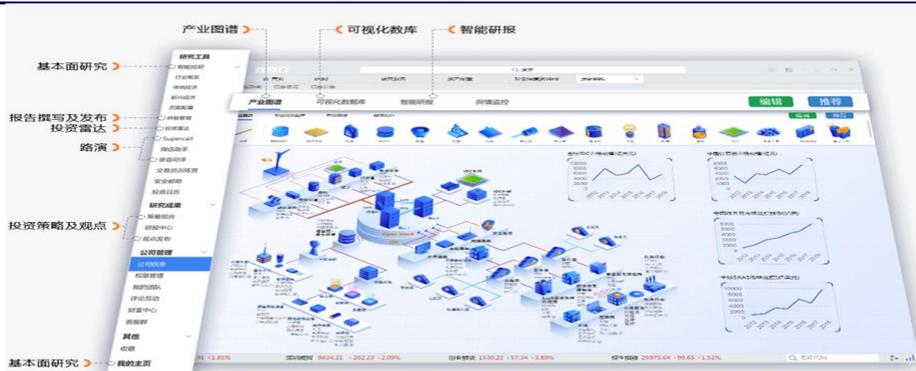


资料来源：公司财报，中国银河证券研究院

### （三）同花顺：领先的互联网金融信息服务提供商

公司是国内领先的互联网金融信息服务提供商，公司主要客户涵盖金融市场的各层次参与主体，包括券商、基金、私募、银行、保险、政府、科研院所、上市公司等机构客户和广大的个人投资者用户。截至2019年12月31日，同花顺金融服务网注册用户约49,637万人；每日使用同花顺网上行情免费客户端的人数平均约为1,301万人，每周活跃用户数约为1,640万人。

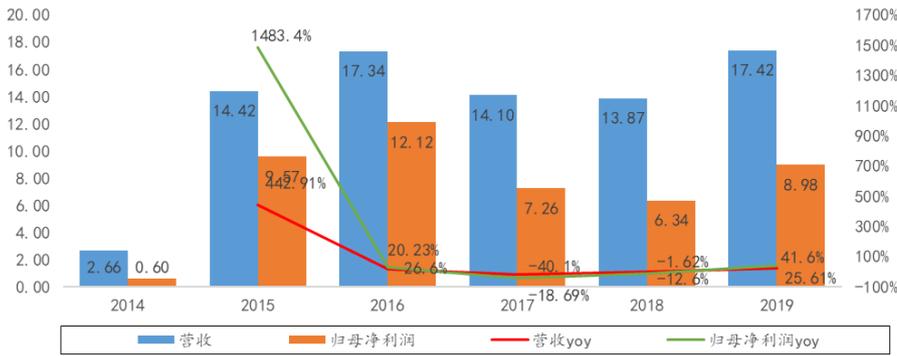
图 55：同花顺 Find 券商解决方案



资料来源：同花顺网站，中国银河证券研究院

同花顺从近几年营收表现来看兼具周期性和成长性。同花顺从2014-2019年期间营收和归母净利润分别从2.66亿和0.60亿攀升至17.42亿和8.98亿元，且公司成长并未通过外延融资做大利润规模，内生成长性较好。从周期性角度来看，公司的营收和利润具备周期性，在交易放量时期（2014-2015，2019年）公司营收表现较好。但在市场低迷时（2016-2018年），营收规模下降，但公司净利润水平较高，具备行业技术壁垒。

图 56：同花顺 2014-2019 年营收和归母净利润及 yoy

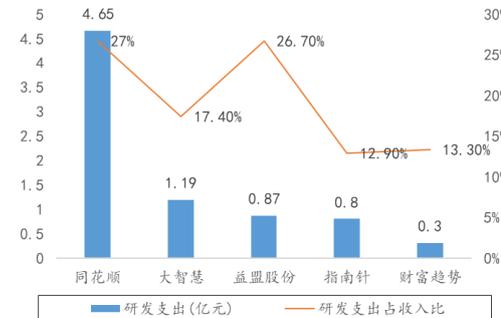
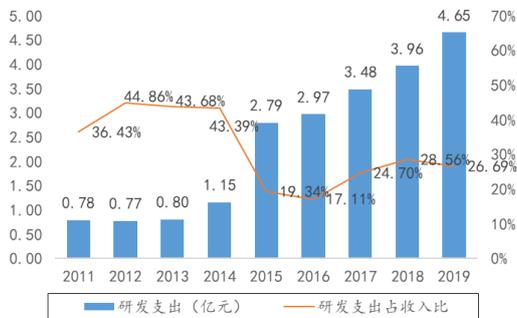


资料来源: 公司财报, 中国银河证券研究院

**研发投入持续增加, 创新更多产品体系。**公司通过不断地研发投入来保持业务中长期成长性, 满足客户对日渐复杂的交易的需要, 提升公司核心竞争力, 2019 年公司研发投入为 4.65 亿元, 占公司营收 26.7%, 相比同业研发投入水平和占比均具备竞争力, 2011 年以来, 公司研发投入不断提升, 人员方面, 技术人员 2019 年达到 2153 人, 占公司总人数的 50% 以上。

图 57: 同花顺研发支出和占比

图 58: 同花顺所属行业间公司对比

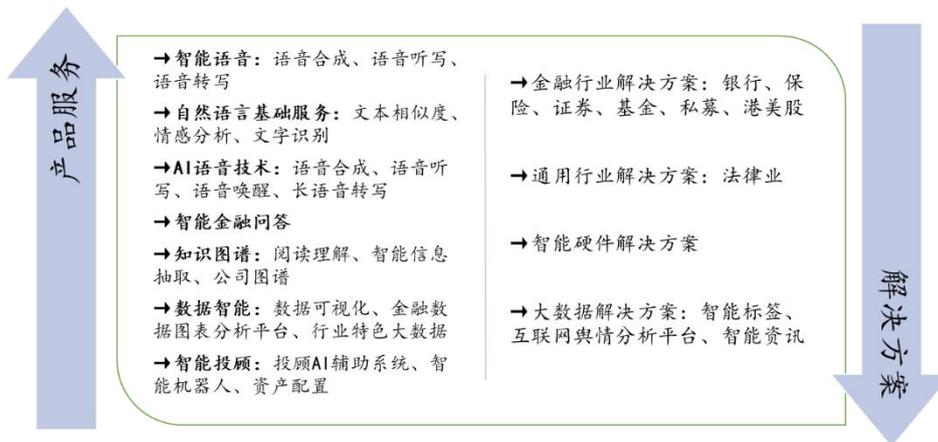


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司基于现有的业务、技术、用户、数据等多方面优势, 积极探索和开发基于人工智能、大数据、云计算等前沿技术的产品和应用, 以形成新的业务模式和增长点。目前公司不断利用 AI 技术对现有业务进行技术支撑, 提升系统内部运转效率和提升 C 端用户体验, 提升存量市场的技术优势。同时公司还在进行研发投入来探索人工智能技术在 B 端厂商的应用, 满足 B 端用户的客户需求, 寻找公司新业务的增长突破点。

图 59: 同花顺研发人工智能技术支撑



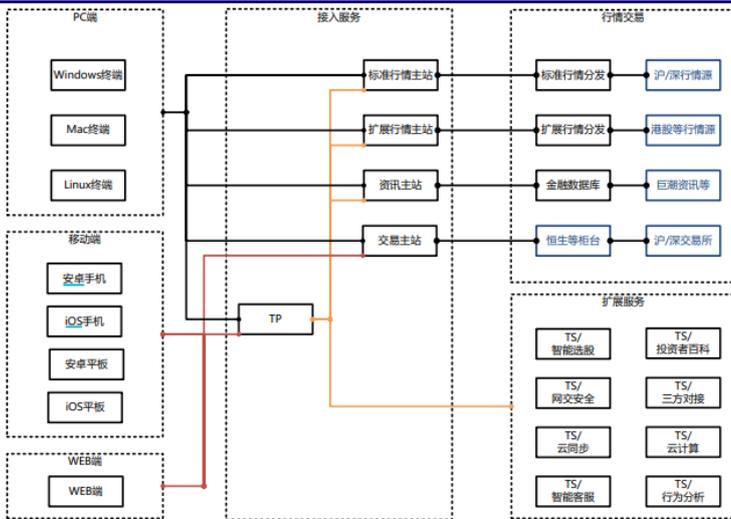
资料来源: 公司财报, 中国银河证券研究院

**(四) 财富趋势：具备高增长潜质的证券 IT 厂商**

财富趋势是国内领先的证券 IT 企业，是国内证券行情交易系统软件产品和证券信息服务的重要供应商。公司以通达信软件产品及其维护为核心业务，面向机构客户，终端投资者客户两大客户群体，主要为机构客户提供包括前端客户端软件和后端服务器软件整体系统和及其维护两大业务；为终端投资者提供证券信息服务。

**证券信息软件业务：**公司面向证券公司等机构客户提供证券信息软件产品，包含客户端软件前端和服务端软件后端的整体系统。客户端软件包含 PC 端、移动端、WEB 端等多种展现形式，多终端统一复用后台服务器端软件，服务器端软件主要包括行情交易系统和扩展服务等。

图 60：公司面向机构客户的证券信息软件产品的整体架构图

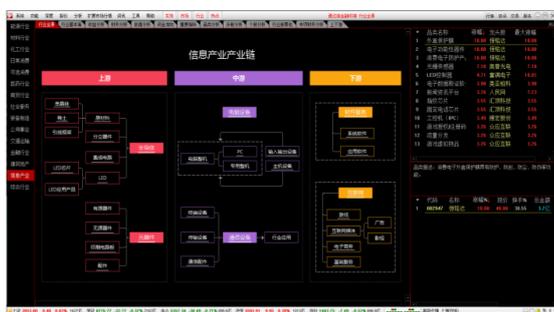


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

**软件产品维护服务，**公司按照合同约定向客户提供一定期限的免费维护服务，免费维护期满后，按照软件合同条款的一定比例向客户收取维护服务费，并长期提供软件维护服务。软件维护服务内容包括软件日常维护和升级、应急支持、不定期回访、技术咨询、技术培训等。

**证券信息服务，**证券信息服务业务是公司面向终端投资者提供的业务，满足终端投资者对金融数据增值服务及个性化服务的需要。

图 61：证券信息服务 PC 金融终端主要功能



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 62：证券信息服务 APP 终端主要功能



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

公司 2019 年营收水平为 2.26 亿元，其中证券行情交易系统软件产品收入 1.91 亿元，占比 84.45%，证券信息服务收入 0.35 亿元，占比 15.55%。截至 2018 年底，公司的证券行情交易系统及维护服务业务的客户覆盖市场中 97 家证券公司的 90 家，市场占有率高达 92.78%。

从财富趋势近 10 年财务数据来看，公司具备成长性和技术优势。从 2010 年-2019 年，财

富趋势期间营收和归母净利润从 0.76 亿和 0.61 亿分别提升至 2.26 和 1.74 亿,公司毛利率持续保持较高水平,近三年平均为 77.66%。从行业周期来看,2015 年市场交易需求提升,公司营收翻倍增长,2017 市场低迷造成营收小幅下降,之后公司保持 20%左右增速成长。从研发支出水平来看,近十年,研发支出占营收比保持在 15%左右,公司依靠研发投入来增长产品自身水平,提升行业进入壁垒。

图 61: 财富趋势营收和归母净利润情况

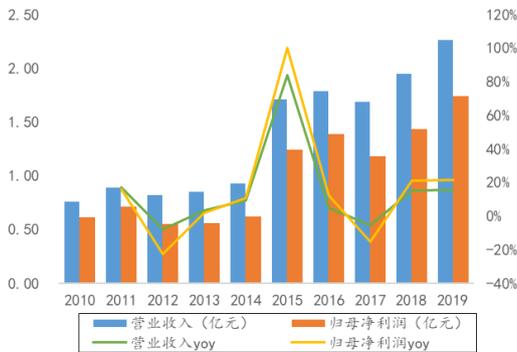
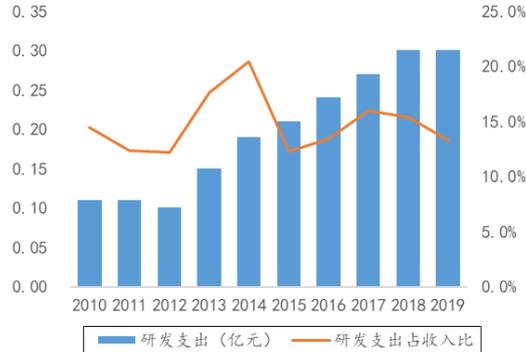


图 62: 财富趋势研发支出情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

财富趋势费用率逐年下降,人均创收逐年升高。通过观察公司近五年费用率发现,管理费用率从 2014 年的 25.66% 下降到 2019 年的 2.36%,销售费用率稳定保持 3% 以下,财务费用近五年平均为 -10% 左右。公司 2017、2018、2019 年人数分别为 241、249、260,近三年人均创收为 84.5 万元、97.5 万元、113 万元,人均创利为 59 万元、71.5 万元和 87 万元,人均利润逐年增长,且保持较高水平。ROP (人力投入回报率) 为 459.94%,居全行业之首。

图 63: 财富趋势 2014-2019 费用率情况

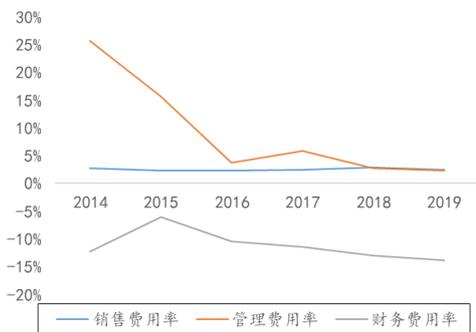
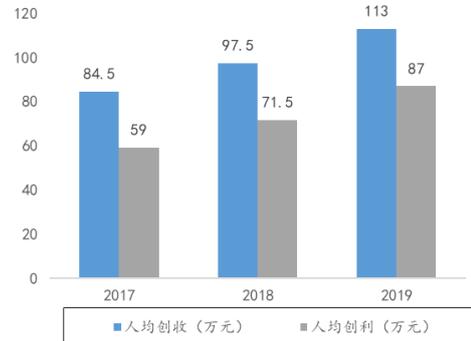


图 64: 财富趋势近三年人均创收和人均创利



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司紧跟时代背景,加码金融科技领域投入。财富趋势于 2020 年 4 月 27 日登录科创板,募集资金 7.78 亿元。从资金使用用途来看,资金主要投资于通达信开放式人工智能平台项目、通达信可视化金融研究终端项目、通达信专业投资交易平台项目、通达信基于大数据的行业安全监测系统项目这四个项目。

表 12: 财富趋势募集资金用途

项目名称	总投资额 (万元)	使用募集资金投入额 (万元)
通达信开放式人工智能平台项目	20,13.62	20,183.62
通达信可视化金融研究终端项目	32,230.87	32,230.87
通达信专业投资交易平台项目	16,240.90	16,240.90
通达信基于大数据的行业安全监测系统项目	9,143.85	9,143.85
合计	77,799.24	77,799.24

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

我们认为,受金融监管放松和金融科技的加码,公司未来三年营收平均增长率为 30%。公司面向机构客户的产品市场占有率 92.78%,产品的高市占率说明公司前端产品在证券 IT 市

场具备稀缺性，随着国内金融政策持续放宽，衍生业务将提升公司增量市场，我们持续看好财富趋势市场前景。

#### 四、风险提示

- 下游行业不景气；
- 未能跟上技术革新脚步；
- 新业务受到严监管，甚至被罚款；
- 行业受到金融机构的巨大冲击。

## 插图目录

图 1: 金融 IT 的定义发展示意图 .....	1
图 2: 金融科技公司分类 .....	1
图 3: 传统金融 IT 业务流程 .....	2
图 4: 预计 2022 年全球金融业 IT 支出结构 .....	2
图 5: 2018 年中国金融业 IT 支出结构 .....	2
图 6: 境内银行业金融机构法人结构 .....	2
图 7: 境内银行业金融机构资产份额情况 .....	2
图 8: 中国银行业 IT 投资规模 .....	3
图 9: 中国银行 IT 解决方案分类及份额 .....	3
图 10: 国内银行 IT 解决方案分类及份额 .....	4
图 11: 2012-2019 年中国证券公司数量 .....	4
图 12: 2012-2019 年中国证券业营收增速情况 (亿元) .....	4
图 13: 国内证券 IT 行业支出水平、增速和营收增速对比 .....	5
图 14: 2013-2017 期间中国证券 IT 资本支出 .....	5
图 15: 国内证券 IT 行业主要上市公司 2013-2019 年营业收入 (亿元) .....	5
图 16: 2008-2018 年我国保险 IT 投入水平 .....	6
图 17: 2008-2018 年保险 IT 投资占比 .....	6
图 18: 2018 年保险 IT 解决方案市场占有率情况 .....	6
图 19: 金融机构获取金融科技类供应商渠道 (N=219) .....	8
图 20: SS&C 服务对象 .....	9
图 21: 2017 年美国银行业核心系统市场分额情况 .....	9
图 22: 2010-2019 年 FIS 毛利水平 .....	10
图 23: 2010-2019 年 SS&C 毛利水平 .....	10
图 24: FIS 上市以来营收及增速和并购事件关联 .....	10
图 25: SS&G 上市以来营收及增速和并购事件关联 .....	10
图 26: 金融 IT 发展的三阶段 .....	11
图 27: 建信金科金融科技业务服务业务 .....	11
图 28: 银行 IT 近 30 年演进 .....	11
图 29: FIS 在 2019-2021 年云端业务量情况 .....	12
图 30: FIS 新一代解决方案愿景 .....	12
图 31: 金融企业上云主要目的 .....	13
图 32: 中国金融行业云计算应用进展 .....	13
图 33: 国内金融云的部署方式 .....	13
图 34: 中国金融云计算市场规模 (亿美元) .....	13
图 35: 金融科技发展进程 .....	14
图 36: 2017-2020 中国智能投顾市场规模 (亿元) .....	15
图 37: 国内银行 IT 支出结构 .....	15
图 38: 国内银行 IT 投资周期预测 .....	15
图 39: 2017-2022 国内银行业数字化转型支出规模预测 (亿元) .....	16
图 40: 美国银行业 IT 支出结构 .....	16
图 41: 中美主要金融机构 IT 支出占营收比重 .....	16
图 42: 央行数字货币发展进程 .....	18
图 43: 央行数字货币原型系统简化结构 .....	18
图 44: 央行数字货币带来 IT 系统对接 .....	19
图 45: 央行数字货币带来 IT 系统对接 .....	20
图 46: 新一代分布式服务开发平台”JRES3.0 架构 .....	21

图 47: 公司最新业务架构 .....	22
图 48: 主要产品市场占有率 .....	22
图 49: 恒生电子 2014-2019 营收和归母净利润 .....	22
图 50: 恒生电子 2014-2019 费用率情况 .....	22
图 51: 宇信科技公司的渠道、业务、管理类诸多产品排名靠前 .....	23
图 52: 宇信科技某农商行信贷管理系统 .....	24
图 53: 宇信科技 2014-2019 年营收和归母净利润及 yoy .....	24
图 54: 宇信科技 2014-2019 研发、管理、财务和销售的费率 .....	24
图 55: 同花顺 Find 券商解决方案 .....	25
图 56: 同花顺 2014-2019 年营收和归母净利润及 yoy .....	25
图 57: 同花顺研发支出和占比 .....	26
图 58: 同花顺所属行业间公司对比 .....	26
图 59: 同花顺研发人工智能技术支撑 .....	26
图 61: 证券信息服务 PC 金融终端主要功能 .....	27
图 62: 证券信息服务 APP 终端主要功能 .....	27
图 61: 财富趋势营收和归母净利润情况 .....	28
图 62: 财富趋势研发支出情况 .....	28
图 63: 财富趋势 2014-2019 费用率情况 .....	28
图 64: 财富趋势近三年人均创收和人均创利 .....	28

## 用表目录

表 1: 近年来互联网巨头的金融 IT 领域布局 .....	7
表 2: 2016-2019 年我国金融 IT 行业主要研发投入和研发人员情况 .....	8
表 3: 银行系金融科技公司 .....	8
表 4: 全球金融 IT 专业软件开发公司 .....	9
表 5: 近年来互联网巨头的金融 IT 领域布局 .....	14
表 6: 申请设立的合资券商、接受材料和审批时间 .....	16
表 7: 创业板改革带来的市场增量测算 .....	17
表 8: 科创板单次 T+0 政策带来业务收入 .....	18
表 9: 数字货币对银行 IT 各类型客户各领域系统的初步影响测算 (百万元) .....	20
表 10: 金融信创驱动基础软件国产替代规模预测 .....	21
表 11: 宇信科技银行客户覆盖情况 .....	23
表 12: 财富趋势募集资金用途 .....	28

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**吴砚靖，科创板及计算机行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [caixianglan@chinastock.com.cn](mailto:caixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)