

# 恒生电子 (600570)

## 千亿市值之上，未来的空间怎么看？

**需求端，金融 IT 行业未来 5 年 5 倍空间可见（未考虑海外）。**其中，**金融市场深化发展及投资结构优化预计 5 年将带来 2.4 倍空间（5 年复合 20% CAGR），**信息系统占金融机构营收比重有 2 倍（中性，假设占比为 7.4%左右）~2.8 倍（乐观，假设占比 10.3%）提升空间。并且，我国金融市场发展的空间预计会随着更长维度的时间推移进一步打开。

**供给端，我们认为恒生电子有望成为未来金融科技深化发展浪潮中最为受益的公司之一；**虽然公司当前市占率较高，但其模块拓展未来也足以撑起 4 倍以上空间。

通过对证券公司信息系统的投向进行拆分，我们发现**证券 IT 公司的竞争壁垒在于：**1）短期看现有系统的占位，尤其是重要系统/与业务相关性高的系统占位、以及在 Top IT 支出券商的占位；2）长期看产品创新能力（研发投入）。

**现有系统中：**与交易相关的系统在证券 IT 系统中占位重要性最高，且证券 IT 投入头部集中趋势明显，而**恒生在头部证券公司交易系统中具有高市占率。**由于**先发优势是金融 IT 行业非常重要的优势之一，**除非新技术带来降维打击，否则当前竞争格局大概率短期难以被颠覆。

**商业模式的变化（收费是否与 AUM 挂钩）并非打开营收空间的主要矛盾，**深化系统功能才是打开营收空间的必由选择。对比 Dimension ARPU 值，我们认为 O32/O45 未来通过功能的持续深化，即使不考虑客户基数的增长，仍有 4 倍以上的营收提升空间。

**那么恒生在新系统方面未来是否仍将具有优势？**我们认为**概率很大，**无论是采取自研还是并购的方式，公司未来在新系统方面仍有较大概率保持优势。**从商业模式的角度而言，**公司目前已形成正向增长飞轮，有望在现有系统及新增系统方面取得全面竞争优势。

综上，我们认为金融 IT 行业未来 5 年发展空间广阔，且无论是基于已有系统的先发优势、模块丰富带来的 ARPU 提升，还是在新系统方面大概率具备的自研&并购优势，恒生都有望成为行业发展最为受益的标的之一。**我们预测公司 2020~2022 年营业收入为 41.67/54.39/67.12 亿元，净利润为 12.37/13.23/17.33 亿元，对应 PE 倍数 82.01/76.67/58.53。公司当前估值对标可比公司仍具性价比，给予目标价 136 元，维持“买入”评级。**

**风险提示：**1）测算具有一定主观性，仅供参考；2）市场竞争风险；3）疫情反复致使实施落地不及预期；4）资本市场改革进度不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,262.88	3,871.84	4,166.53	5,438.71	6,711.72
增长率(%)	22.38	18.66	7.61	30.53	23.41
EBITDA(百万元)	1,962.35	2,979.60	1,289.05	1,438.15	1,863.91
净利润(百万元)	645.37	1,415.85	1,236.64	1,322.71	1,732.56
增长率(%)	36.96	119.39	(12.66)	6.96	30.99
EPS(元/股)	0.62	1.36	1.18	1.27	1.66
市盈率(P/E)	157.14	71.63	82.01	76.67	58.53
市净率(P/B)	31.88	22.64	18.20	15.61	13.17
市销率(P/S)	31.08	26.19	24.34	18.65	15.11
EV/EBITDA	15.44	19.25	65.58	63.18	41.92

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	97.13 元
目标价格	136 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,044.09
流通 A 股股本(百万股)	1,044.09
A 股总市值(百万元)	101,412.53
流通 A 股市值(百万元)	101,412.53
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	47.91
一年内最高/最低(元)	122.40/79.82

### 作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
王倩雯	联系人
wangqianwen@tfzq.com	

### 股价走势

资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《恒生电子-公司点评:内外均迎边际改善，长期逻辑不改》2021-01-30
- 《恒生电子-公司点评:全面注册制可期，短期贡献营收、长期稳固竞争格局》2021-01-11
- 《恒生电子-公司点评:员工持股计划覆盖范围广泛，有望长期利好公司治理》2020-12-10

## 内容目录

1. 需求端：行业 5 年 5 倍空间可见 .....	4
1.1. 金融市场深化发展以及投资结构优化预计 5 年将带来 2.4 倍空间 .....	4
1.2. 信息系统支出占比相较海外仍有 2~2.8 倍提升空间 .....	6
2. 供给端：现有系统功能深化足以撑起空间，新系统有望保持竞争力 .....	7
2.1. 对现有系统的升级维护是证券公司信息系统的主要投向 .....	8
2.2. 恒生在现有系统的竞争格局中处于最有利的地位 .....	9
2.3. 即使市占率较高，现有系统功能模块的丰富依然可以撑起 4 倍空间 .....	11
2.4. 新系统方面依然有望保持强竞争力 .....	12
2.4.1. 研发投入角度 .....	12
2.4.2. 商业模式角度 .....	13
3. 投资建议 .....	15
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：M2 余额及增速 .....	4
图 2：中国个人可投资资产（单位：万亿元） .....	4
图 3：中国个人可投资资产构成（单位：%） .....	5
图 4：现金及存款占个人可投资资产的比例 .....	5
图 5：中国银行业 IT 市场规模 .....	5
图 6：中国保险行业 IT 解决方案市场规模 .....	5
图 7：2017-2019 年证券公司信息系统投入（单位：亿元） .....	5
图 8：中国基金行业技术资金投入情况 .....	5
图 9：2019 年我国证券行业营收与国际投行对比（单位：亿美元） .....	6
图 10：2019 年我国与国际头部资管机构对比（单位：万亿美元） .....	6
图 11：2017-2019 年证券公司信息系统投入（单位：亿元） .....	7
图 12：2017-2019 年证券公司信息系统投入占营收比重 .....	7
图 13：2019 年我国 Top 投入的券商信息系统支出及其营收占比 .....	7
图 14：2019 年全球头部金融机构信息技术投入及其营收占比 .....	7
图 15：2020 年 1~11 月 H 证券信息系统投向（单位：万元） .....	8
图 16：2019 年 H 证券信息系统投向（单位：万元） .....	8
图 17：2020 年 1-11 月 C 证券信息系统投向（单位：万元） .....	9
图 18：2019 年 C 证券信息系统投向（单位：万元） .....	9
图 19：Top 券商集中交易系统厂商选择（单位：家） .....	10
图 20：Top 券商资管投资交易系统厂商选择（单位：家） .....	10
图 21：Dimension 系统功能 .....	12
图 22：Aladdin 系统功能 .....	12
图 23：2020 年 Q3 恒生电子及友商研发费用&营收占比 .....	13

图 24：2019 年恒生电子及其友商经营活动产生的现金流量净额.....	13
<b>图 25：恒生电子正向增长飞轮.....</b>	<b>14</b>
表 1：数据质量说明.....	8
表 2：统计定义.....	8
表 3：证券 IT 系统占位重要性.....	9
表 4：公司过去及现在核心交易系统市占率.....	11
表 5：2019 年 O32、Dimension、Aladdin 数据对比.....	11
表 6：A 公司营收拆分（假设每年营收增速均为 20%，维护费为合同累计值的 15%）.....	13
表 7：恒生电子盈利预测核心假设.....	15
表 8：可比公司 P/E 估值.....	15

## 1. 需求端：行业 5 年 5 倍空间可见

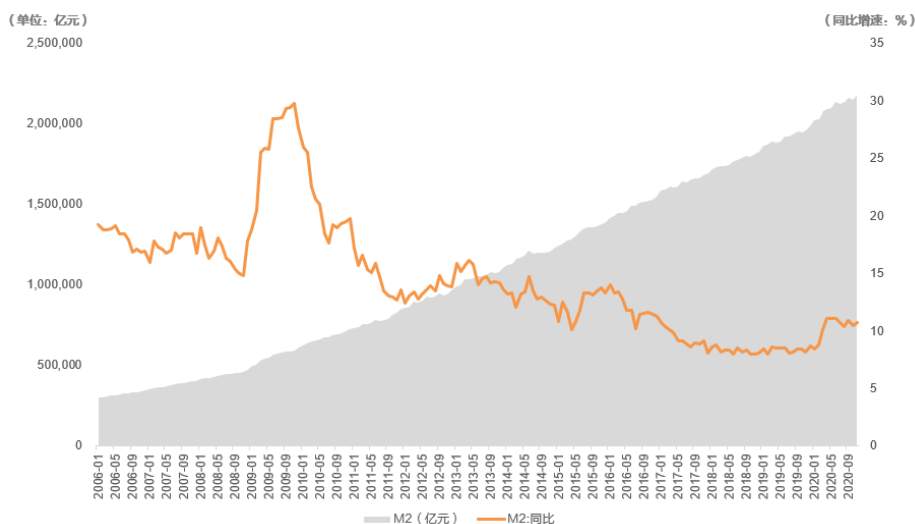
我们认为在需求端，金融 IT 行业未来 5 年 5 倍空间可见（未考虑海外，即外资机构进入或公司出海）。其中，金融市场深化发展及投资结构优化预计 5 年将带来 2.4 倍空间（5 年复合 20% CAGR），信息系统占金融机构营收比重有 2 倍（中性，假设占比为 7.4%左右）~2.8 倍（乐观，假设占比 10.3%）提升空间。

### 1.1. 金融市场深化发展以及投资结构优化预计 5 年将带来 2.4 倍空间

我国金融市场的自然发展以及投资结构向非现金及存款类资产的优化调整预计未来 5 年将带来 2.4 倍空间。我们认为一系列资本市场改革措施如资管新规、提高直接融资比例等将加速兑现这部分空间。

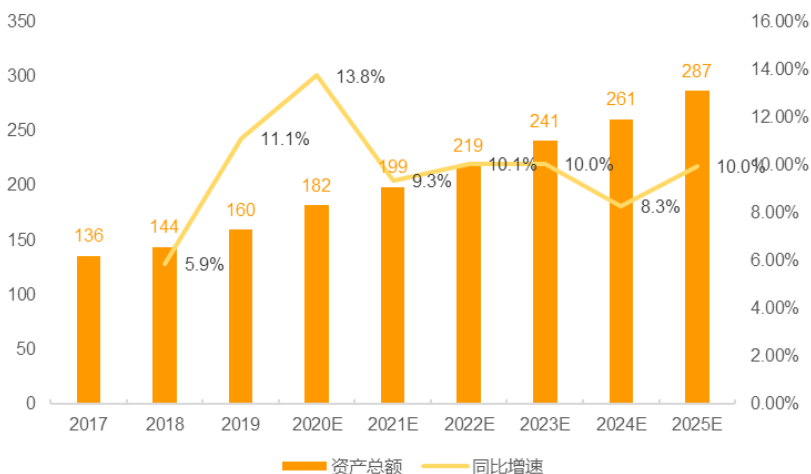
宏观角度而言，M2 增速虽然近年有所回落，但仍实现 8% 以上的同比增长。据奥纬咨询研究，货币供给的增多以及国民经济的发展也使得我国个人可投资资产未来 5 年有望实现 9.5% 的复合增速。

图 1：M2 余额及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中国个人可投资资产（单位：万亿元）

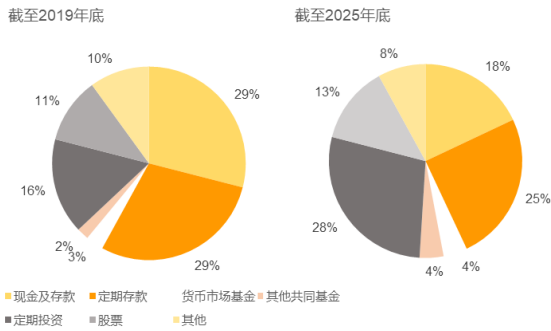


资料来源：奥纬咨询，天风证券研究所

结构上而言，我国个人可投资资产仍以现金及存款为主要构成，投资多样化程度较低。截至 2019 年底，我国个人可投资资产中有 58% 来自于现金及存款；据奥纬咨询预测，该比例有望于 2025 年底降至 43%。但相较美国 2019 年底现金及存款仅占个人可投资资产的 12%，

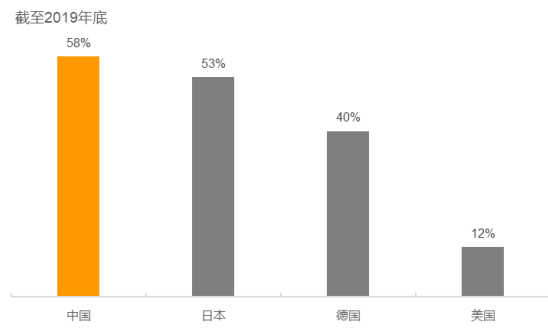
我国个人投资的多样化程度仍有较高发展潜力。

图 3：中国个人可投资资产构成（单位：%）



资料来源：奥纬咨询，天风证券研究所

图 4：现金及存款占个人可投资资产的比例

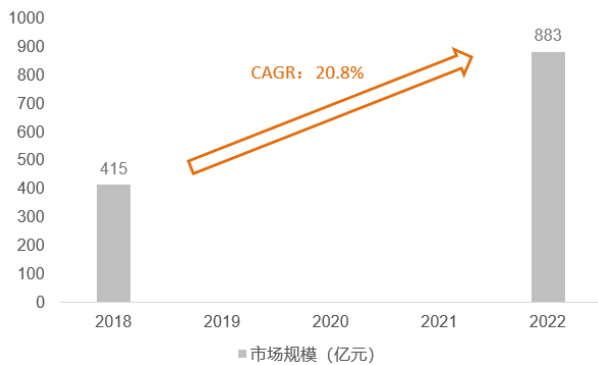


资料来源：奥纬咨询，天风证券研究所

基于此，我们认为我国金融市场的自然发展以及向非现金及存款类资产的结构优化调整预计未来 5 年将带来 2.4 倍  $(= (287*57%) / (160*42%))$  空间。

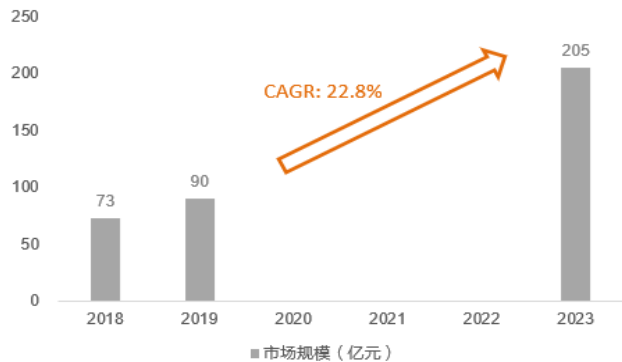
细分银行、保险、证券、基金四大行业 IT 投入来看，我们认为无论是行业整体，还是恒生市占率较高的证券+基金行业，未来 5 年均有望实现 20%左右的复合增长，可交叉印证宏观视角下 5 年 2.4 倍  $(=1.2^5)$  的行业空间。

图 5：中国银行业 IT 市场规模



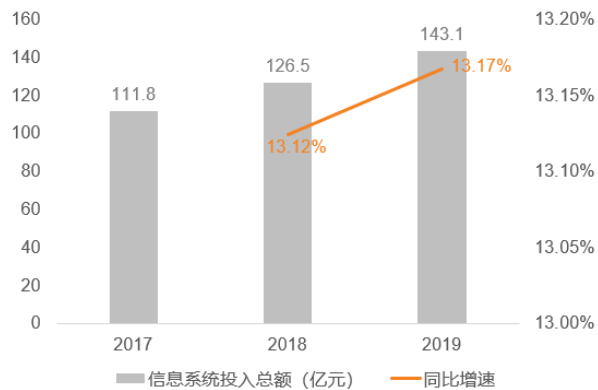
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 6：中国保险行业 IT 解决方案市场规模



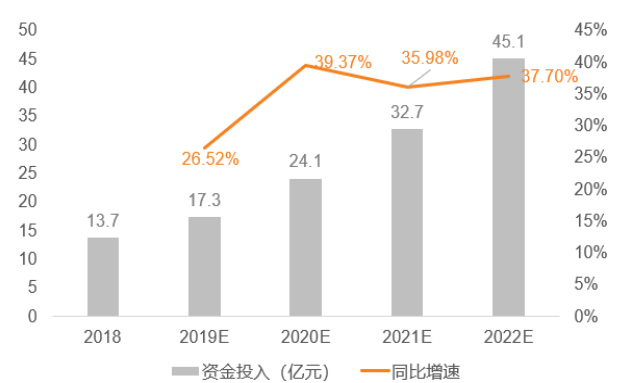
资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

图 7：2017-2019 年证券公司信息系统投入（单位：亿元）



资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

图 8：中国基金行业技术资金投入情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

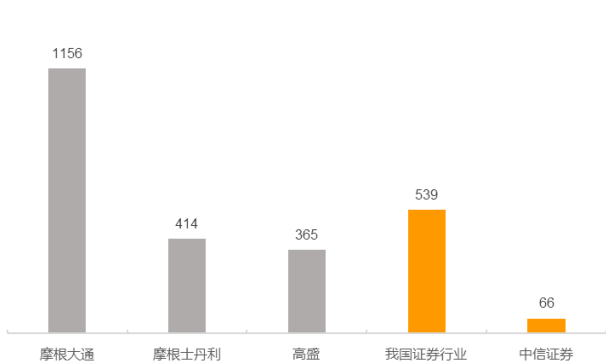
说明 1：2017 及 2018 年，券商信息系统投入金额约占（信息系统投入+信息技术人员薪酬）的 70%，由于 2019 年证券业协会未单独公布券商信息系统投入，为使得同比可比，对 2019 年券商信息系统投入依照往年 70% 的占比进行合理估计。

并且，我国金融市场发展的空间预计会随着更长维度的时间推移进一步打开。对比全球头

部金融机构，由于投资多样化程度不足，我国证券行业营收及资产管理规模较美国等发达金融市场有较大差距；随着投资向现金及存款之外的品类倾斜，可以预见我国证券及资管机构有望迎来较快发展。

2019 年，我国证券行业总体营收约 539 亿美元，其中排名第一的中信证券营收约 66 亿美元，分别为摩根大通营收的 47%、6%；中国证券投资基金业协会自律管理的资产管理规模达 51.97 万亿元（即 8.0 万亿美元），其中排名第一（含货币基金）的天弘基金管理规模为 1.3 万亿元（即 0.19 万亿美元），分别为贝莱德资产管理规模的 107%、3%。

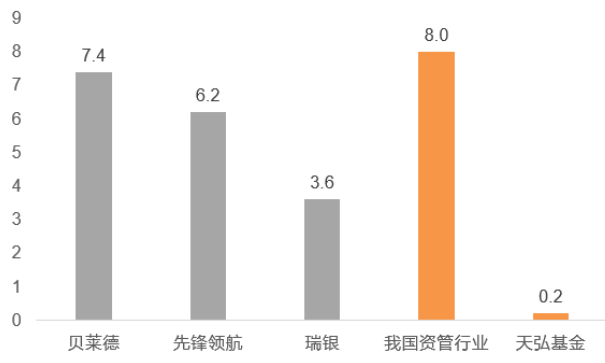
图 9：2019 年我国证券行业营收与国际投行对比（单位：亿美元）



资料来源：摩根大通/摩根士丹利/高盛官网，中国证券业协会，巨潮资讯网，天风证券研究所

注：人民币：美元汇率按 6.53：1 换算

图 10：2019 年我国与国际头部资管机构对比(单位：万亿美元)



资料来源：贝莱德/瑞银官网，中证网，中国证券投资基金业协会，wind，天风证券研究所

注：人民币：美元汇率按 6.53：1 换算

## 1.2. 信息系统支出占比相较海外仍有 2~2.8 倍提升空间

监管鼓励、资本市场改革（科创板、创业板注册制等）、以及实际业务对科技需求的拉动有望提升信息系统投入占公司整体营收的比重。对比我国证券公司信息系统投入占营收比重以及全球头部金融公司信息系统占营收的比重，我们认为未来 5 年信息系统占金融机构营收的比重有 2 倍（中性，假设占比为 7.4%左右）~2.8 倍（乐观，假设占比 10.3%）的提升空间。

监管层的角度，对信息技术重视程度的提高一来体现于证券公司评分机制，二来体现于对信息系统投入占营收比重的规定。

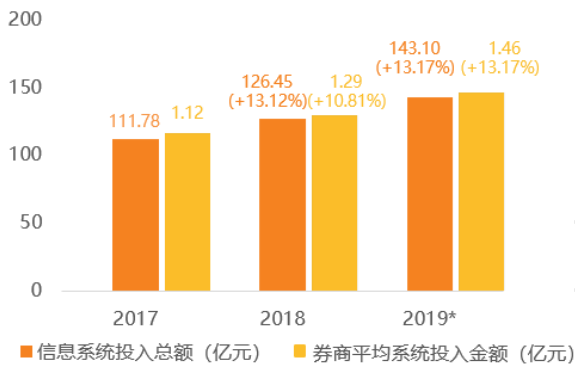
评分机制方面：2020 年 7 月，中国证券监督管理委员会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，对信息技术投入金额在行业平均数以上，且投入金额占营业收入比例位于行业前 5/10/20 名的机构，在评分时分别加 2/1/0.5 分。我们认为评分机制的变化将使证券公司提升信息系统投入占营收的比重。

信息系统投入占比方面：根据 2014 年颁布的《证券期货业信息系统审计规范》，证券期货机构最近三个财政年度 IT 投入平均数额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收的 3%，取二者数额较大者。而非银机构净利润率通常小于 50%，因此可近似认为中国证券监督管理委员会规定证券期货业机构最近三个财政年度 IT 投入平均数额不少于最近三个财政年度平均营收的 3%。

实际需求的角度，以券商为例，2017-2019 年间证券公司信息系统投入无论是绝对数值还是占营收比重均呈增长态势。2019 年，证券公司信息系统投入约 143.10 亿元，平均每家券商信息系统投入约 1.46 亿元，同比增长约 13.17%；证券公司信息系统投入约占总营收的 4.06%，占比略有上升。



图 11：2017-2019 年证券公司信息系统投入（单位：亿元）

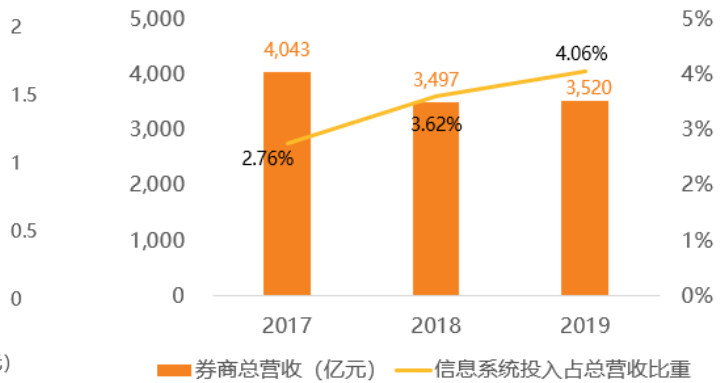


资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

说明 1：2017 及 2018 年，券商信息系统投入金额约占（信息系统投入+信息技术人员薪酬）的 70%，由于 2019 年证券业协会未单独公布券商信息系统投入，为使得同比可比，对 2019 年券商信息系统投入依照往年 70% 的占比进行合理估计。

说明 2：由于中国证券业协会按合并机构口径进行统计，因而券商数量的计算基数按协会统计口径进行计算，即 2017-2019 年券商机构合并数分别为 96、98、98 家

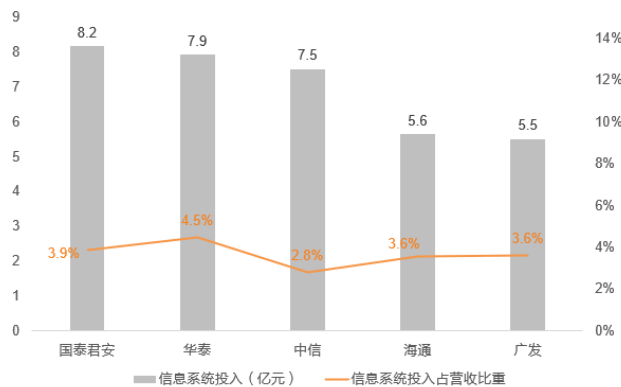
图 12：2017-2019 年证券公司信息系统投入占营收比重



资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

但对比全球头部金融机构的信息技术投入，我国金融机构无论是信息技术投入的绝对数额还是营收相对占比，都有较大差距。如图 14 所示，2019 年全球头部 5 家金融机构的信息技术投入均值为 51.0 亿美元，占其营收比重的均值为 10.3%；而我国绝对值投入 Top 5 的证券公司在信息系统中的平均投入金额为 6.9 亿人民币，占其营收比重的均值为 3.7%。两相对比，我国头部证券公司信息系统投入绝对金额仅为全球头部金融公司的 2.1%，而信息系统投入的营收占比仅为全球头部金融公司的 35.9%。**即使假设金融机构营收不增长、仅信息系统投入占营收比重增长，较海外头部公司也仍有 2~2.8 倍提升空间。**

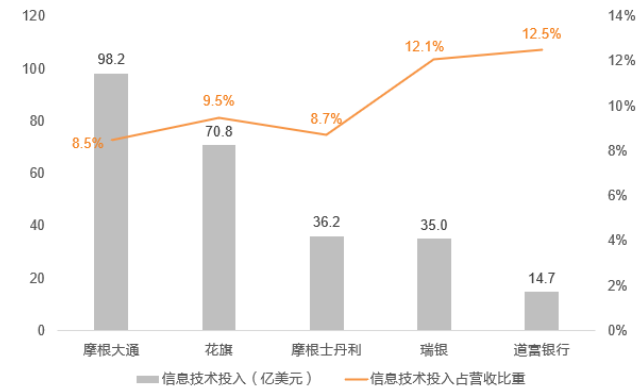
图 13：2019 年我国投入的券商信息系统支出及其营收占比



资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

注：2019 年券商信息系统投入以整体信息技术投入的 70% 进行合理预估

图 14：2019 年全球头部金融机构信息技术投入及其营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

注：摩根士丹利 2019 年信息技术投入以 Occupancy and Equipment、Information processing and communications 之和预估

## 2. 供给端：现有系统功能深化足以撑起空间，新系统有望保持竞争力

上文我们从需求的角度论述了金融行业无论是自身发展的进程、还是对信息系统的投入程度都存在较大的深化发展空间，接下来我们将论述：1) 为什么恒生电子有望成为未来金融科技深化发展浪潮中最为受益的公司之一；2) 公司市占率较高的情况下，其产品模块的拓展未来依然足以撑起 4 倍空间。

在论述这个问题之前，我们首先分析当前证券公司信息系统的投向：

## 2.1. 对现有系统的升级维护是证券公司信息系统的主要投向

选取 H 证券、C 证券公开招投标的中标信息为样本(公开数据较全)，分析证券公司信息系统投入大致流向。

表 1: 数据质量说明

	时间	数据优点	数据缺点
H 证券	2020 年 1-11 月	• 公布了详尽的运维服务费及基础设施支出	• 可能存在中标数据公布疏漏(如人力外包服务费、创业板注册制系统升级费用)
	2019 年		
C 证券	2020 年 1-11 月	• 基础设施支出公布较详尽	• 可能存在中标数据公布疏漏(如系统运维服务费、人力外包服务费)
	2019 年		

资料来源: 采招网, 天风证券研究所

表 2: 统计定义

类别	定义
基础设施	• 指服务器、存储、堡垒机、交换机、硬盘、网卡、网络设备、网络安全设备、电子设备、UPS 电池、云资源等采购或租赁
新增系统	• 指新增采购系统
升级改造	• 指供应商针对已有系统进行二次开发、功能升级或灾备建设, 强调已有系统的延续性
运维	• 指供应商针对已有系统进行常规维护, 强调已有系统的延续性
服务	• 指供应商针对系统进行测评、运营、人力外包等

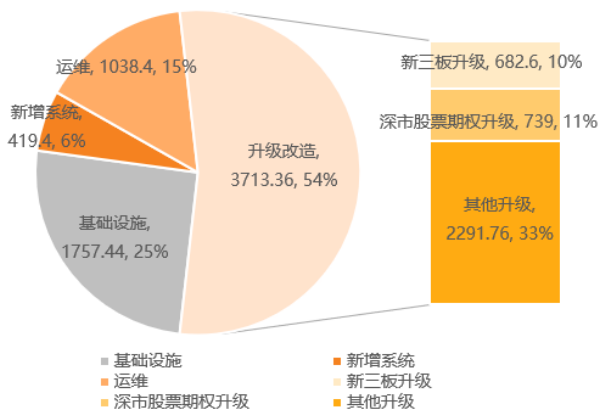
资料来源: 中国证监会, 天风证券研究所

### H 证券信息系统投向拆分:

1) 与 2020 年相比, H 证券 2019 年公布的招投标信息大量缺失系统运维费用, 因而其运维费占比被低估, 其他费用被高估;

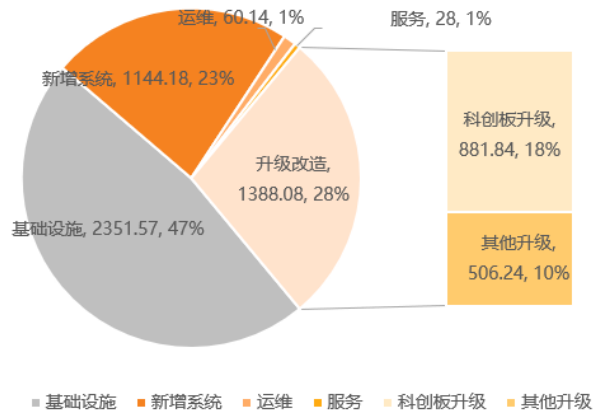
2) 以维护费占软件价值 15%的比例进行估算加回(即 2019 年运维费用以  $1038.4 - 15\% \times 1144.18 = 866.77$  万元进行估算), 可预计基础设施投入(多为硬件)约占整体信息系统投入的 25~40%; 且软件系统投入中, 基于已有系统的运维和升级改造相较新增系统而言占比更高。

图 15: 2020 年 1~11 月 H 证券信息系统投向(单位: 万元)



资料来源: 采招网, 天风证券研究所

图 16: 2019 年 H 证券信息系统投向(单位: 万元)



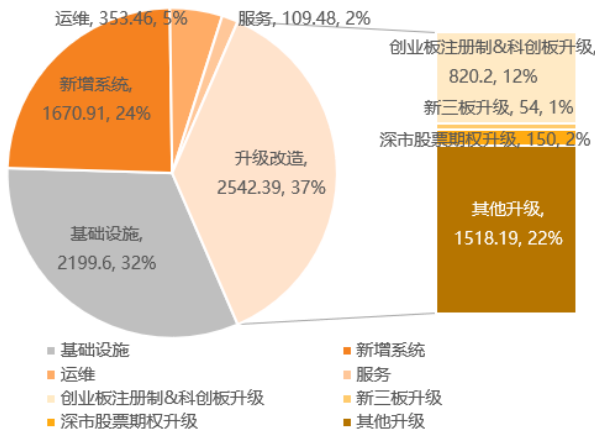
资料来源: 采招网, 天风证券研究所

为规避以单个证券进行统计所带来的偶然性, 我们也对 C 证券进行信息系统投向拆分。与 H 证券相比, C 证券公布的招投标信息大量缺失运维费用, 因而其运维费占比被低估, 其



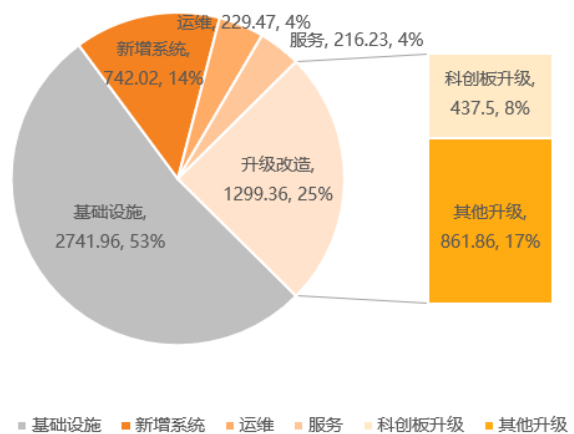
他费用被高估；且 H 证券公开中标数据之和与中国证券业协会公布的 IT 支出更加接近，因而将 C 证券的招投标统计作为 H 证券的分析佐证。

图 17：2020 年 1-11 月 C 证券信息系统投向（单位：万元）



资料来源：采招网，天风证券研究所

图 18：2019 年 C 证券信息系统投向（单位：万元）



资料来源：采招网，天风证券研究所

通过对证券公司信息系统的投向进行拆分，我们发现：

- 1) 基础设施投入（多为硬件）占整体信息系统投入的 25~50%。剔除硬件基础设施，证券公司 2019 年约在软件及其相关服务中投入 72~107 亿元，近年增速约为 10~15%。
- 2) 软件系统投入中，基于已有系统的运维和升级改造较新增系统而言占比更高；
- 3) 近年资本市场改革为券商 IT 系统升级带来可观增量（对比 2019、2020 年升级改造的绝对支出及占比）

由于基于已有系统的升级改造和运维较新增系统而言支出占比更高，可推知证券 IT 公司的竞争壁垒在于：

- 1) 短期看现有系统的占位，尤其是重要系统/与业务相关性高的系统占位、以及在 Top IT 支出券商的占位；
- 2) 长期看产品创新能力（研发投入）。

## 2.2. 恒生在现有系统的竞争格局中处于最有利的地位

我们将“牵一发而动全身”（与业务关联程度高）的系统定义为重要系统。通过以往资本市场规则变化为券商系统带来的改造费用进行分析，发现与交易相关的系统在证券 IT 系统中占位重要性最高：

表 3：证券 IT 系统占位重要性

系统地位	说明	系统类别	主要公司
Tier 1	改造费用>200 万元	交易系统	恒生电子、金证股份、金仕达、顶点软件等
	改造费用 100~200 万元	资管/自营投资交易管理系统	恒生电子（2016 年 90%市占率）等

表 3：证券 IT 系统占位重要性

系统地位	说明	系统类别	主要公司
Tier 2	改造费用几十万~100 多万	法人结算系统	新意科技等
		网上交易系统	财富趋势、同花顺等
		手机交易系统	同花顺、中焯信息、大智慧、乾隆高科技等
		风险管理系统	恒生电子、衡泰、携宁、华锐等
Tier 3	改造费用小几十万	策略交易系统、估值系统、行情系统、合规管理系统、资金系统、监管报表报送系统等	-

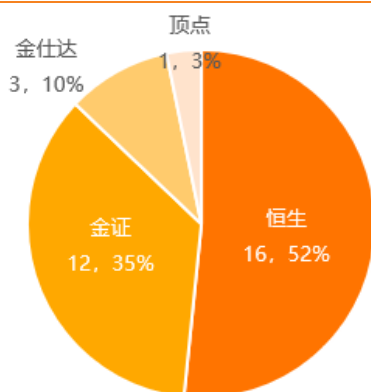
资料来源：采招网，天风证券研究所

注：机构交易、融资融券、统一适当性管理平台、金融资产托管、CRM 等系统也涉及相应改造，但由于没有公开改造费用，因而未对这些系统进行分类

同时，我们观察到证券 IT 投入头部集中趋势明显。2017-2019 年，将券商信息系统投入按绝对金额排序，Top 30 的信息系统投入占券商信息系统总投入的比重分别为 69.1%、68.8%、73.0%。由于证券 IT 系统一旦建立，则较难被替换，且后续优化升级大概率为单一来源采购，因而占位券商重要系统（如核心交易系统、资管投资交易系统）的公司将占据易守难攻的竞争地位。

2017~2019 年间，有 34 家公司入围过 Top 30 信息系统投入券商，其中恒生电子在这些头部公司重要系统的占位优势最为明显。因而我们认为无论是资本市场改革带来的被动改造，还是技术演进带来的主动升级，恒生电子依托已有系统的占位优势，均有望充分受益。

图 19： 券商集中交易系统厂商选择（单位：家）

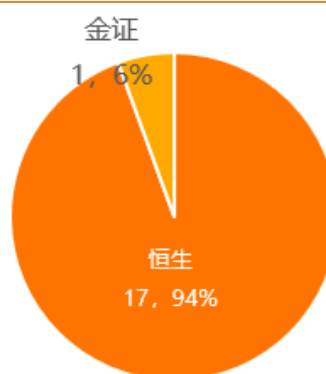


资料来源：采招网，恒生电子微信公众号，金证股份官网，金仕达微信公众号，证券时报，天风证券研究所

说明：缺失中金、东兴、华宝证券数据

说明：缺失中金、东兴、华宝证券数据

图 20： Top 券商资管投资交易系统厂商选择（单位：家）



资料来源：采招网，恒生电子微信公众号，天风证券研究所

说明：仅找到 18 家公开信息，缺失中金、中信建投、平安、中泰、东北、兴

业、东吴、东兴、天风、中银、西南、国海、东方财富、信达、恒泰、华宝

证券数据

那么当前恒生占优的竞争格局有可能被颠覆么？基于上述对券商信息系统投向的拆解，我们认为先发优势是金融 IT 行业非常重要的优势之一，除非新技术带来降维打击，否则当前竞争格局大概率短期难以被颠覆。

- 1) 从系统功能角度而言，完善的系统功能需要经历充分的需求迭代。恒生自 1997 年推出证券柜台交易系统、1999 年推出基金投资管理系统，不仅对相应的交易场景有 20 多年的理解沉淀，且多年来客户基础始终稳固。而其他竞争对手，无论是甲方自研、还是第三方 IT 公司，需求的获得渠道均相对有限，较难从产品功能层面超过恒生。

表 4：公司过去及现在核心交易系统市占率

系统名称	过去	现在
证券交易系统	<ul style="list-style-type: none"> <li>1997 年推出；2001 年市占率达到 40%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019 年市占率突破 50%</li> </ul>
基金投资管理系统	<ul style="list-style-type: none"> <li>1999 年推出；2003 年用于封闭式基金的投资交易管理系统占有率保持在 90%，开放式基金业务系统软件市场占有率 2002 年达 57%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016 年市占率超过 90%</li> </ul>

资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

2) 从边际成本角度而言，相同的系统对应相似的研发投入。而恒生有更大的客户基数来分担相似的研发投入（边际成本更低），因而公司有能力进行更高的研发投入，且理论上拥有更大的降价空间。

### 2.3. 即使市占率较高，现有系统功能模块的丰富依然可以撑起 4 倍空间

对于当前市占率较高的系统，我们认为随着功能模块的丰富、后续 ARPU 提升的空间依然很大。商业模式的变化（收费是否与 AUM 挂钩）并非打开营收空间的主要矛盾，深化系统功能才是打开营收空间的必由选择。

我们对恒生电子 O32/O45 系统，以及海外资管系统 Dimension 和 Aladdin 进行对比：

表 5：2019 年 O32、Dimension、Aladdin 数据对比

系统	客户数 (个)	营收 (百万美元)	ARPU (百万美元)	收费模式
Dimension	199	478	2.40	由于 Dimension 贡献了公司 87% 营收，可用公司整体营收构成近似 <ol style="list-style-type: none"> <li>1、许可证收入（23.3%）                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• 订阅制许可：57 个客户（占比 29%）</li> <li>• 永久性许可：142 个客户（占比 71%）</li> </ul> </li> <li>2、软件更新及维护（36.8%）</li> <li>3、专业服务收入（33.7%）</li> <li>4、托管费及其他（6.2%）</li> </ol>
Aladdin	900+	974	1.08	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、基于 Aladdin 平台管理的资产规模</li> <li>2、基于固定费率</li> </ol>
O32	300+	166	0.55	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、软件销售收入</li> <li>2、维护费收入</li> <li>3、二次开发收入</li> </ol>

资料来源：SimCorp 年报，BlackRock 年报，恒生电子年报，恒生电子官网，天风证券研究所

说明 1：Aladdin 营收未在年报中单列，但由于其贡献了 Technology 部分的主要营收，因而用 Technology 的营收近似替代；

说明 2：O32 产品营收未在年报中单列，用大资管 IT 业务营收进行近似替代

说明 3：欧元：美元汇率为 1：1.21；人民币：美元汇率为 1：0.15

#### 系统收费是否与 AUM 挂钩并非打开产品营收空间的主要矛盾。

**论据 1：**2017 年，Aladdin 平台管理的资产规模约 20 万亿美元，当年 Aladdin 系统贡献营收约 6.77 亿美元。假设 Aladdin 系统收费完全与 AUM 挂钩，且该费率为全球资管系统市场充分竞争的结果；若 O32 系统也以此费率挂钩 AUM 收费，2019 年我国资管总规模 51.97 万亿元，假设 90% 使用 O32 系统，则 O32 系统在该模式下将在 2019 年实现 15.83 亿元营收，仅比不与 AUM 挂钩的实际营收（11.09 亿元）高出 43%。

**论据 2:** Dimension 系统收费模式未与其管理的资产规模挂钩，但其 ARPU 值却是 Aladdin 系统的 2 倍以上。

**深化拓展系统功能才是打开系统营收空间的必由选择。**

我们对比了 3 个系统的功能，认为 Dimension 的功能模块最为全面，是囊括前中后台的一站式资产管理平台，每个模块可以单独出售也可以组合购买，可以灵活实现客户的个性化需求。Aladdin 的每个大模块都类似于 Dimension 系统几个小模块的组合，优势是使得投资者能够获得某项需求的一体化解决方案，弊端是组合不够灵活；其中，风险管理是 Aladdin 最有竞争力的功能模块。相较而言，O32 的系统功能最为单薄，主要以交易为核心功能。**O45 系统较 O32 的功能进行了极大补充**（包含投资研究、组合管理、投资交易、风险合规、资金管理、资管运营、估值核算及信息披露等多个业务环节），**但相比 Dimension 和 Aladdin，仍在数据、会计、另类投资、企业行为等模块拥有较大提升空间。**

**基于此，对比 Dimension ARPU 值，我们认为 O32/O45 未来通过功能的持续深化，即使不考虑客户基数的增长，仍有 4.36 倍的营收提升空间。**

图 21: Dimension 系统功能



资料来源: Simcorp 官网, 天风证券研究所

图 22: Aladdin 系统功能



资料来源: BlackRock 官网, 天风证券研究所

## 2.4. 新系统方面依然有望保持强竞争力

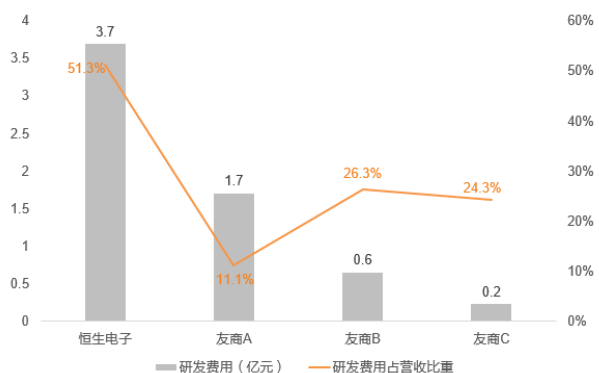
### 2.4.1. 研发投入角度

那么恒生在新系统方面未来是否仍将具有优势? 我们认为概率很大。

**自研方面**，公司无论是研发费用的绝对投入金额，还是研发费用占营业收入的相对占比，均遥遥领先于友商。

**并购方面**，公司经营活动产生充足的现金流量净额，有足够的资金实力进行外延并购。因而，我们认为无论是采取自研还是并购的方式，公司未来在新系统方面仍有较大概率保持优势。

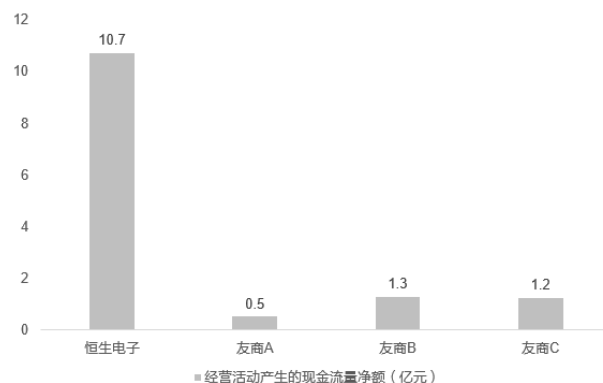
图 23：2020 年 Q3 恒生电子及友商研发费用&营收占比



资料来源：公司季报，天风证券研究所

说明：由于 2020 年 Q3 恒生电子进行会计准则调整，因而选取 2020 年 Q3 作为比较时段

图 24：2019 年恒生电子及其友商经营活动产生的现金流量净额



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

说明：由于回款季节性明显，因而选取 2019 年全年作为比较时段

### 2.4.2. 商业模式角度

从商业模式的角度而言，金融 IT 公司对新系统的依赖将逐步减少（新系统占营收比重下降），已占位的系统和客户是金融 IT 公司最重要的壁垒和根基，而新系统则是决定公司远期营收增速的主要驱动力。

假设 A 公司第一年卖出价值 100 元的系统，往后按系统合同累计值收取 15% 的维护费。我们发现总营收中新系统占比逐年下降，但要求新系统的同比增速逐年提升；即虽然金融 IT 公司对新系统依赖程度降低，但新系统的增速某种程度上决定了公司整体的营收增速。

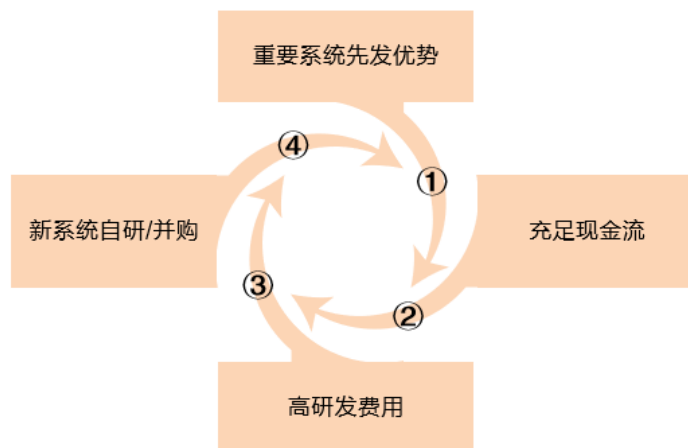
表 6：A 公司营收拆分（假设每年营收增速均为 20%，维护费为合同累计值的 15%）

年份	1 <sup>st</sup> y	2 <sup>nd</sup> y	3 <sup>rd</sup> y	4 <sup>th</sup> y	5 <sup>th</sup> y	6 <sup>th</sup> y	7 <sup>th</sup> y	8 <sup>th</sup> y	9 <sup>th</sup> y
总营收	100	120	144	172.8	207.4	248.8	298.6	358.3	430.0
维护费	0	15	30.8	47.7	66.5	87.6	111.8	139.8	172.6
新系统	100	105	113.3	125.1	140.9	161.2	186.8	218.5	257.4
YOY	-	5%	7.9%	10.4%	12.6%	14.4%	15.9%	17.0%	17.8%
新系统占比	100%	88%	79%	72%	68%	65%	63%	61%	60%
要达到上年营收，新系统占比	-	85%	74%	67%	62%	58%	55%	53%	52%

资料来源：天风证券研究所预测

尽管资本市场改革短期有利于现有金融 IT 行业竞争格局的稳固（IT 支出向现有系统的升级和维护费用倾斜，新系统采购相对放缓），公司的长期增速依然取决于产品创新能力。我们认为公司目前已形成正向增长飞轮，有望在现有系统及新增系统方面取得全面竞争优势。

图 25：恒生电子正向增长飞轮



资料来源：wind，天风证券研究所



### 3. 投资建议

我们认为金融 IT 行业未来 5 年发展空间广阔，且无论是基于已有系统的先发优势、模块丰富带来的 ARPU 值提升，还是在新系统方面大概率具备的自研&并购优势，恒生都有望成为行业发展最为受益的标的之一。

表 7：恒生电子盈利预测核心假设

单位 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
大零售 IT 业务	14.72	15.60	20.59	24.70
YOY	18.6%	6.0%	32%	20%
大资管 IT 业务	11.09	11.40	15.05	18.81
YOY	16.2%	2.8%	32%	25%
银行与产业 IT 业务	3.22	3.74	4.79	5.99
YOY	27.5%	16.1%	28%	25%
数据风险与基础设施 IT 业务	2.67	2.67	3.47	4.34
YOY	16.3%	0%	30%	25%
互联网创新业务	5.45	5.94	7.24	9.06
YOY	16.5%	9.0%	22%	25%
非金融业务	1.52	2.32	3.25	4.23
YOY	37.6%	53.1%	40%	30%
非主营业务	0.009	-	-	-
YOY	-87.2%	-	-	-
整体营收	38.72	41.67	54.39	67.12
YOY	18.7%	7.6%	30.5%	23.4%
综合毛利率	96.8%	75.5%	75.2%	75.6%
销售费用率	23.9%	9.8%	8.3%	8.0%
管理费用率	12.6%	9.8%	11.7%	10.4%
研发费用率	40.3%	38.4%	37.0%	36.0%
净利润	14.16	12.37	13.23	17.33
YOY	119.4%	-12.66%	6.96%	30.99%
P/E	71.63	82.01	76.67	58.53
P/S	26.19	18.20	15.61	13.17

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

说明 1：2020 年因会计准则调整，营业收入、综合毛利率、销售费用率、研发费用率、净利润较 2019 年均出现较大变动

说明 2：对管理费用率的估计考虑了公司员工股权激励的潜在影响

我们预测公司 2020~2022 年营业收入为 41.67/54.39/67.12 亿元，净利润为 12.37/13.23/17.33 亿元，对应 PE 倍数 82.01/76.67/58.53。公司当前估值对标可比公司仍具性价比，给予目标价 136 元，维持“买入”评级。

表 8：可比公司 P/E 估值

单位 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
深信服	61.64	148.86	107.47	80.25
用友网络	60.11	152.62	119.91	91.33
广联达	163.13	242.69	155.28	111.95
平均值	94.96	181.39	127.55	94.51

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 风险提示

### 1. 测算具有一定主观性，仅供参考

就需求端市场空间的测算而言，我们依据奥纬咨询、IDC、赛迪顾问、艾瑞咨询等第三方机构对金融机构信息投入的预判进行空间测算，若第三方机构预判偏差较大，我们的测算可能会与实际情况偏差较大。并且，我们假设金融机构信息系统支出占比提升，虽然列举监管的鼓励、与海外头部金融机构的差距，但是该假设也可能不及预期。

### 2. 市场竞争风险

我们认为先发优势是金融 IT 行业非常重要的优势之一，但不排除技术革新或产品创新可能会带来市场竞争格局的变化。

### 3. 疫情反复致使实施落地不及预期

若疫情得不到有效控制，可能会对公司在手订单的现场实施产生影响；由于公司收入确认采取终验法，项目实施的延缓可能会延缓收入确认周期。

### 4. 资本市场改革进度不及预期

资本市场改革有利于巩固行业现有竞争格局。若资本市场改革放缓，行业新进入者有可能获得更多机会，从而改变现有竞争格局。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	566.50	1,328.71	14,209.37	7,596.60	20,147.24	营业收入	3,262.88	3,871.84	4,166.53	5,438.71	6,711.72
应收票据及应收账款	151.69	239.74	300.34	16.76	374.56	营业成本	94.46	124.78	1,022.55	1,347.20	1,634.94
预付账款	13.31	10.25	220.09	76.22	269.30	营业税金及附加	43.44	46.93	58.39	71.51	87.88
存货	15.74	25.69	260.00	484.66	370.26	营业费用	882.07	926.61	408.32	451.41	536.94
其他	2,189.13	2,938.09	3,934.07	3,815.03	3,532.61	管理费用	446.01	486.15	408.32	634.41	698.94
<b>流动资产合计</b>	<b>2,936.37</b>	<b>4,542.48</b>	<b>18,923.86</b>	<b>11,989.26</b>	<b>24,693.97</b>	研发费用	1,404.67	1,560.03	1,599.95	2,012.32	2,416.22
长期股权投资	982.32	862.14	862.14	862.14	862.14	财务费用	1.93	2.96	0.64	1.04	1.65
固定资产	292.55	490.43	616.52	709.32	769.15	资产减值损失	131.08	(14.65)	43.36	53.26	27.33
在建工程	177.89	310.33	222.20	181.32	138.79	公允价值变动收益	(23.40)	134.68	55.64	95.16	75.40
无形资产	115.63	109.51	98.90	88.29	77.69	投资净收益	256.70	475.35	575.13	435.72	435.72
其他	1,711.59	2,044.62	1,007.05	1,184.37	1,410.32	其他	(675.15)	(1,399.25)	(1,261.54)	(1,061.77)	(1,022.25)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,279.98</b>	<b>3,817.02</b>	<b>2,806.81</b>	<b>3,025.44</b>	<b>3,258.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>701.06</b>	<b>1,528.25</b>	<b>1,255.77</b>	<b>1,398.42</b>	<b>1,818.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,216.35</b>	<b>8,359.50</b>	<b>21,730.67</b>	<b>15,014.70</b>	<b>27,952.05</b>	营业外收入	2.22	2.53	3.22	2.66	2.80
短期借款	0.00	21.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.64	3.44	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	135.05	180.14	1,680.28	1,119.36	2,381.31	<b>利润总额</b>	<b>699.65</b>	<b>1,527.34</b>	<b>1,258.99</b>	<b>1,401.08</b>	<b>1,821.75</b>
其他	2,582.93	2,974.73	13,995.40	6,900.75	17,368.55	所得税	21.29	111.93	38.30	62.64	90.13
<b>流动负债合计</b>	<b>2,717.98</b>	<b>3,175.87</b>	<b>15,675.68</b>	<b>8,020.11</b>	<b>19,749.85</b>	<b>净利润</b>	<b>678.36</b>	<b>1,415.41</b>	<b>1,220.69</b>	<b>1,338.44</b>	<b>1,731.63</b>
长期借款	0.00	202.19	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	32.99	(0.44)	(15.95)	15.73	(0.94)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>645.37</b>	<b>1,415.85</b>	<b>1,236.64</b>	<b>1,322.71</b>	<b>1,732.56</b>
其他	83.96	88.06	84.96	85.66	86.23	每股收益(元)	0.62	1.36	1.18	1.27	1.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>83.96</b>	<b>290.25</b>	<b>84.96</b>	<b>85.66</b>	<b>86.23</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,801.94</b>	<b>3,466.12</b>	<b>15,760.63</b>	<b>8,105.77</b>	<b>19,836.08</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	232.90	414.41	398.46	414.19	413.25	<b>成长能力</b>					
股本	617.81	803.15	1,044.09	1,044.09	1,044.09	营业收入	22.38%	18.66%	7.61%	30.53%	23.41%
资本公积	402.72	472.12	472.12	472.12	472.12	营业利润	51.27%	117.99%	-17.83%	11.36%	30.07%
留存收益	2,381.92	3,666.15	4,527.49	5,450.65	6,658.63	归属于母公司净利润	36.96%	119.39%	-12.66%	6.96%	30.99%
其他	(220.94)	(462.46)	(472.12)	(472.12)	(472.12)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,414.40</b>	<b>4,893.38</b>	<b>5,970.04</b>	<b>6,908.93</b>	<b>8,115.97</b>	毛利率	97.11%	96.78%	75.46%	75.23%	75.64%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,216.35</b>	<b>8,359.50</b>	<b>21,730.67</b>	<b>15,014.70</b>	<b>27,952.05</b>	净利率	19.78%	36.57%	29.68%	24.32%	25.81%
						ROE	20.29%	31.61%	22.20%	20.37%	22.49%
						ROIC	43.79%	103.16%	-203.01%	-11.83%	-42.70%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	45.07%	41.46%	72.53%	53.99%	70.96%
						净负债率	-14.83%	-22.59%	-237.68%	-109.57%	-248.05%
						流动比率	1.08	1.43	1.21	1.49	1.25
						速动比率	1.07	1.42	1.19	1.43	1.23
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	18.04	19.78	15.43	34.30	34.30
						存货周转率	107.56	186.94	29.17	14.61	15.70
						总资产周转率	0.54	0.53	0.28	0.30	0.31
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.62	1.36	1.18	1.27	1.66
						每股经营现金流	0.90	1.03	11.97	-6.08	12.17
						每股净资产	3.05	4.29	5.34	6.22	7.38
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	157.14	71.63	82.01	76.67	58.53
						市净率	31.88	22.64	18.20	15.61	13.17
						EV/EBITDA	15.44	19.25	65.58	63.18	41.92
						EV/EBIT	15.96	19.69	67.29	64.93	42.92

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com