

恒生电子 (600570.SH)

2021年05月21日

FinTech 龙头，与资本市场共舞

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

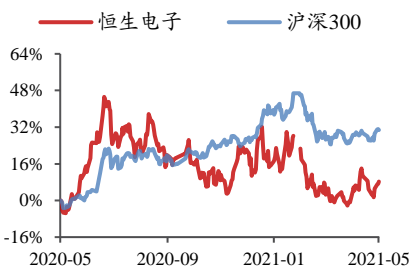
应瑛 (联系人)

yingying@kysec.cn

证书编号: S0790120100007

日期	2021/5/20
当前股价(元)	92.07
一年最高最低(元)	122.40/80.13
总市值(亿元)	961.21
流通市值(亿元)	961.21
总股本(亿股)	10.44
流通股本(亿股)	10.44
近3个月换手率(%)	56.74

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 行业龙头，地位稳固，产品竞争力强

公司作为国内金融 IT 龙头，技术和客户优势显著，产品线齐全，行业地位稳固。公司业绩持续受益证券、基金客户 IT 投入加大、政策红利、新技术的持续结合。因此，我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 15.83/19.57/23.14 亿元，EPS 为 1.52/1.87/2.22 元/股，对应现价 PE 为 60.7/49.1/41.5 倍，较可比公司均值低，首次覆盖给予“买入”评级。

● 参考海外，国内金融科技成长空间大

(1) 公司: 对标海外同类公司，恒生电子潜在成长空间较大。恒生电子在 FinTech Rankings 的排名已升至第 43 位，但公司收入对比 FinTech 前 30 的上市公司平均收入，2018 年占比为 9.9%，还有较大成长空间。

(2) 行业: 国内金融 IT 潜在行业空间大，仅考虑龙头券商市场，对比海外仍有潜在近 20 倍的增长空间。根据海外和国内 Top10 券商 2019 年的年报数据，海外 Top 10 券商的 IT 投入是国内投入金额近 20 倍。

● 业绩各阶段驱动力明确，业绩增长确定性高

(1) 短期驱动力: 政策红利和产品升级迭代齐发力。根据我们对部分已有政策的分析与推算，保底计算约有 18.12 亿元的政策红利有望在未来 2 年兑现；叠加常规产品升级和替换需求，公司业绩增速相对确定。

(2) 中期驱动力: 云化趋势下创新业务的持续发展。公司明确四个 ONLINE 方向，大力推广云产品和 AI 服务，实现“云服务”的业务转变。2020 年公司创新业务实现营收 6.01 亿元，同比增长 10.41%。其中云服务类公司中的云毅网络 (+82.84%)、恒生聚源 (+30.51%) 和 AI 服务类公司的鲸腾网络 (+68.99%)、商智神州 (+21.67%) 持续实现营收高增长。

(3) 长期驱动力: 国内金融市场的不断发展和公司产品的国际化路线。我国金融 IT 行业与资本市场共同发展。公司产品技术实力及行业理解能力优于竞争对手，海外市场拓展也有望带来增量市场。

● 风险提示: 客户扩展进度不及预期、公司技术研发不及预期、疫情反复风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,872	4,173	5,175	6,220	7,319
YOY(%)	18.7	7.8	24.0	20.2	17.7
归母净利润(百万元)	1,416	1,322	1,583	1,957	2,314
YOY(%)	119.4	-6.6	19.7	23.6	18.3
毛利率(%)	96.8	77.1	76.2	76.5	76.6
净利率(%)	36.6	31.7	30.6	31.5	31.6
ROE(%)	28.9	27.1	24.2	24.8	23.6
EPS(摊薄/元)	1.36	1.27	1.52	1.87	2.22
P/E(倍)	67.9	72.7	60.7	49.1	41.5
P/B(倍)	21.5	21.1	15.9	12.8	10.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

单击此处输入文字。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

目 录

1、 恒生电子：与中国金融行业共同发展的金融 IT 公司	4
1.1、 发展历程：项目化起航，产品化提速，数字化发展，覆盖金融全行业	4
1.2、 业务结构更新：升级业务结构，拓展产品矩阵	5
1.3、 强竞争力：先发优势明显，客户粘度高，研发投入铸造产品优势	7
2、 投入对比：我国金融 IT 行业前景远大	8
2.1、 国内现状：基金、证券、保险等金融机构 IT 投入持续增加	8
2.2、 参考海外：海外头部金融公司 IT 投入大	9
2.3、 国内发展动力：收入增加+政策变化+技术升级，推动 FinTech 持续发展	11
3、 展望公司：各阶段发展驱动力明确，业绩增长确定性高	14
3.1、 短期驱动力：政策红利和产品升级迭代齐发力	14
3.2、 中期驱动力：云化趋势下创新业务的持续发展	16
3.3、 长期驱动力：金融科技市场深化和行业国际化程度加深	17
4.1、 核心假设	18
4.2、 盈利预测与估值分析	18
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 2020 年恒生电子重构业务版图	6
图 2： 2019 年恒生电子对业务条线进行合并	6
图 3： 2015-2020 年恒生电子研发人员数量持续增长	8
图 4： 2015-2020 年恒生电子保持高水平研发投入	8
图 5： 2019-2023E 预计中国基金行业技术资金投入持续增长	9
图 6： 2019-2023E 预计中国证券行业技术资金投入持续增长	9
图 7： 2019-2023E 中国保险行业技术资金投入持续增长	9
图 8： 2019-2023E 中国银行行业技术资金投入持续增长	9
图 9： 我国券商 IT 投入金额低于海外	10
图 10： 我国券商 IT 人员比例低于海外	10
图 11： 国内金融科技公司营收体量远低于海外同类公司	10
图 12： 2018 年恒生电子收入/FinTech 前 30 的上市公司平均收入的占比为 9.9%	11
图 13： 2018 年恒生电子净利润/FinTech 前 30 的上市公司平均净利润为 17.24%	11
图 14： 2017 年至今证券行业收入持续增加	12
图 15： 2017 年至今基金行业收入持续增加	12
图 16： 金融科技前沿技术的七大应用方向	14
图 17： 中国金融云解决方案市场规模持续增长	16
图 18： 2019 年阿里占据 12.2% 的金融云市场份额	16
图 19： 旗下创新业务子公司营收持续增长(单位：万元)	17
图 20： 旗下创新业务子公司扭亏为盈（单位：万元）	17
图 21： 金融科技持续深化	18
表 1： 恒生电子发展经历三阶段	4
表 2： 恒生电子的产品线为全行业布局	7

表 3: 恒生电子产品线较友商更为齐全	7
表 4: 各个国家地区与组织发布数字金融和金融科技的相关政策.....	11
表 5: 资本市场政策变化, 驱动行业订单被动增长	12
表 6: 主板注册制改造空间预计可达 14.92 亿元	15
表 7: 外资客户改造空间预计可达 3.20 亿元	15
表 8: 2021 年 1 月至 2021 年 2 月 7 日, 恒生电子公开中标 27 个.....	16
表 9: 恒生电子新产品均采用云原生和微服务架构	17
表 10: 可比公司估值 (数据来源于 2021 年 5 月 19 日)	19

1、恒生电子：与中国金融行业共同发展的金融 IT 公司

1.1、发展历程：项目化起航，产品化提速，数字化发展，覆盖金融全行业

恒生电子连续 13 年入选 FinTech100 全球金融科技百强榜单，2020 年排名第 40 位。客户以证券、公募、期货、信托等 9 大行业为主。拥有超过 7000 名员工，其中研发人员占比超过 60%，是一家重研发的 FinTech 公司。

表1: 恒生电子发展经历三阶段

发展阶段	年份	重大事项
起航阶段 以“项目化”为导向	1995 年	恒生电子创始团队八位工程师投身于金融 IT 领域；国债交易叫停，公司转战证券业务系统，依靠“产品领先”战略，赢得了一批重要客户的信任，在证券行业内初具影响。
	1997 年	恒生电子前身杭州恒生软件有限公司正式成立；公司推出证券柜台交易系统 BTRV5.0 和 windows 版 97Sybase；率先推出银证转账、网上交易系统等产品，抢占了新增市场的绝大部分份额；金融事业部（后改名银行事业部）成立，公司开始以行业为区分进行事业部制经营。
	1998 年	以“服务领先”为战略，着重推进服务领先的制度建设、流程建设、队伍建设和全国的 32 个服务网点的建设；陆续和中国当时排名靠前的证券公司建立了合作关系，市场占有率成为全国领先并保持至今；公司开始为基金公司提供系统。
	1999 年	恒生电子主营收入过亿，成为中国证券行业的 IT 龙头企业，市场占有率全国第一；公司推出基金投资管理系统，在市场上保持绝对优势；继用友之后率先通过 ISO9001 质量体系认证。
	2000 年	实施“管理领先”战略，借此深化技术体系的建设；中标“浙江省高速公路联网收费系统”，进入智能交通领域；完成股份制改造，更名为杭州恒生电子股份有限公司，开始筹备上市。
	2001 年	推出证券交易系统企业版，巩固证券市场地位；基金事业部成立，证券、银行、基金业务三足鼎立结构成型。
	2002 年	开始实施“文化领先”战略；基金事业部成长为公司又一利润核心；公司成为 NOKIA 全球软件合作伙伴，筹建国际业务部（Hundsun Global），进入软件外包领域。
提速阶段 以“产品化”为导向	2003 年	在上海证券交易所主板上市，股票代码 600570；通过 CMM L3 软件能力成熟度评估。
	2006 年	金融网络服务平台 2006 版正式发布；恒资本市场 IT 服务 08 战略初步展开。
	2007 年	恒生电子首次实现净利润过亿；成立数米网，进入个人投资者服务市场。
	2008 年	首度入选 2008 FinTech 100 全球金融 IT 百强和入选福布斯亚太区最佳中小上市企业；入选上证中型企业指数样本股；科技事业部成立，公司开始推动集团化战略。
	2009 年	首次实现市值过百亿；互联网业务部成立，推进网络化转型；收购力铭，开始以购并方式加速业务布局。
	2010 年	2009 年实现收入 7.3 亿，净利润增长超五成；收购上海聚源数据服务有限公司，重组数米网，进入金融资讯领域。
	2011 年	大多数信托公司选择恒生电子为核心系统建设合作伙伴，公司业务全面覆盖金融行业各细分领域；恒生港股交易系统在香港光大证券上线，成为国内第一家提供港股核心证券交易系统的金融软件开发商。
	2012 年	陆续中标上海清算所，北京“新三板”新一代系统建设，参与金融市场基础建设。
2013 年	连续 6 年入围全球金融软件公司百强（FinTech 榜单），是唯一进入该榜单的中国金融软件企业；中标北金所项目。	
2014 年	布局移动医疗；推出沪港通交易系统、新一代投资管理系统 O4、佣金宝等产品，建设全国中小企业股份转让系统和上海清算所综合业务系统等；与万联证券、中原证券、齐鲁证券、	

发展阶段	年份	重大事项
新发展阶段 以“数字化”为 导向		江苏银行等金融机构建立了战略合作关系。
	2015 年	与证通股份公司达成多方面合作，这是恒生电子继新三板市场、上海清算所后，再次参与了中国金融 IT 领域的顶层设计与建设；恒生金融云横空出世，2.0 业务踏上征程；推出面向三方理财、众筹等行业的产品与解决方案。
	2016 年	与港交所合作打造前海大宗商品交易平台，PB 业务发展迅猛，恒生电子成为市场领导者，间接服务超过一万家私募和机构终端用户；积极探索区块链、智能金融等前沿技术，加入区块链超级账本项目（Hyperledger）。
	2017 年	发布人工智能战略，推动智能金融应用的落地与实践；开展 U+ 行动，提升用户体验，创造用户价值；与 Ullink 达成战略合作，投资区块链公司 Symbiont，积极布局海外市场；纳秒级期货极速交易系统发布，刷新期货行业认知。
	2018 年	公司品牌全面升级，提出新愿景——成为全球领先的金融科技公司；发布新八大人工智能产品，推出智能问答服务平台、智能资产配置引擎、智能服务分析、智能 KYC、晓鲸 BOT 开放平台、智能理财师、AlphaMind、投资魔法石。
2019 年	恒生电子联合蚂蚁金服、阿里云发布“新一代分布式服务开发平台”JRES3.0，积极构建集技术中台、业务中台、数据中台为一体的大中台战略；公司携手 IHS Markit（埃信华迈）成立合资公司，致力于用技术支持中国债券市场对外开放；发布四款区块链产品，推出 HSL2.0 平台、范太链（FTCU）、贸易金融平台及供应链金融区块链服务平台。	

资料来源：恒生电子招股书、恒生电子官网、开源证券研究所

1995 年-2005 年，项目化为导向，与资本市场共同成长。2005 年的主攻券商，总体的思路是由券商提出产品需求，公司根据需求提供相应的产品，类似外包服务机构。但是，随着产品的更新与发展，恒生电子逐渐意识到公司产品能够与监管、流程保持高相关度，且由于客户数量众多，黏度高，即使推出标准化的产品，迭代原有的产品，客户依旧会选择恒生电子，因此所推出的标准化产品受到了客户的支持，也改变了行业的外包服务方式。

2006 年-2017 年，产品化为导向，快速发展。逐步推出交易系统 06 版，UF2.0，O32 等解决方案，产品化程度大幅提高；净利润率有所提升，产品线逐步增多，客户数量增多，增加了客户粘性。除了券商与基金业务外，也在银行，信托，保险，交易所等领域进行布局。

2018 年-至今，数字化+云为发展方向。2018 年资管新规颁布，公司走向大资管领域，AI 趋势也推动数字化。2018 年是金融科技，数字化发展的元年。恒生电子在 2018 年推出“6+6 战略”；2019 年推出“online 战略”，实现客户解决方案在线化，包括云化、订阅化、运营化发展。

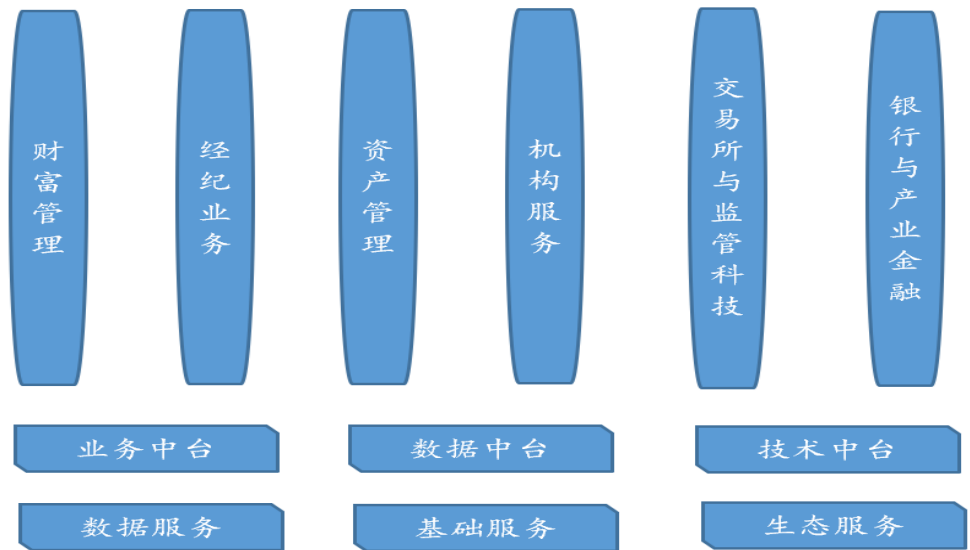
1.2、业务结构更新：升级业务结构，拓展产品矩阵

重构业务版图，升级产品与解决方案。公司于 2020 年进行了业务结构的调整，提出“6 纵 6 横”的业务版图，为客户提供基于微服务架构的解决方案。

“6 纵”：指 Online 环境下的解决方案重构，重构业务流程、商业逻辑、经营模式。6 大纵向业务领域为：财富管理、经纪业务、资产管理、机构服务、交易所与监管科技、银行与产业金融大业务领域。

“6 横”：指微服务的架构体系升级。6 大横向基础服务领域为：技术中台、数据中台、业务中台三大中台，以及数据服务、基础设施、生态服务三大服务。

图1：2020 年恒生电子重构业务版图



资料来源：2019 年公司年报、开源证券研究所

业务机构线进行合并调整，实现技术和业务间的协同。2019 年，公司持续推进“Online”战略，设置技术中台、业务中台、数据中台为支撑，全面升级公司产品架构体系，多方合作推进金融云和基础设施领域布局。为进一步实现业务、技术间的协同，公司对组织架构进行合并调整：（1）将经纪业务、财富业务合并升级为零售 IT 业务；（2）将资管业务、机构服务合并升级为资管 IT 业务；（3）将交易所 IT 业务及银行业务合并为银行与产业 IT 业务；（4）将数据中台发展部、风险管理部以及金融基础设施发展部合并为数据风险与基础设施 IT 业务。

图2：2019 年恒生电子对业务条线进行合并

	2018 年		2019 年	
传统业务	资本市场 IT	经纪 IT 业务	大零售 IT 业务	经纪 IT 业务
		资产管理 IT 业务		财富管理 IT 业务
		财富管理 IT 业务	大资管 IT 业务	资产管理
		交易所 IT 业务		机构服务
	银行 IT 业务	银行与产业 IT 业务		
		数据风险和基础设施 IT 业务		
创新业务	金融云服务		金融云服务	
	金融公共基础服务		数据及组件服务	
	终端服务		人工智能	
	人工智能		区块链	

资料来源：2018、2019 年公司年报、开源证券研究所

产品线全行业布局，为客户提供整体解决方案。从公司的产品线来看：（1）证券、基金行业作为公司的优势领域，可提供全方位的解决产品；（2）公司在保险、信托、银行等多领域产品日渐丰富，品牌影响力逐渐加强；（3）公司的业务与产品正逐步按照公司战略推进，利用好三个中台的技术基地，实现各业务线的快速成长。

表2: 恒生电子的产品线为全行业布局

行业	大零售 IT 业务	大资管 IT 业务	银行与产业 IT 业务	数据风险和基础设施 IT 业务
证券	UF3.0 极速交易解决方案	MOM 发行解决方案 资管 FOF 研究解决方案 PB 投资管理服务解决方案		数据中台 内控合规产品 技术平台 JRES3.0
银行			交易金融产品 票据业务产品 中间业务产品 互联网信贷产品	技术平台解决方案 中间业务解决方案 统一支付平台解决方案
基金	基金投资交易管理系统 O32 理财销售 5.0 TA 系列	GAMS 全球资产管理系统 FOF 基金募集解决方案 MOM 基金解决方案		
信托	受益权管理解决方案 营销一体化解决方案	信托全资产投资解决方案 固定收益解决方案 全资产估值解决方案		EAST4.0 解决方案 JRES3.0 技术平台解决方案
期货	期货综合业务运营平台 UF2.0 期货公司营销管理 CRM 及 在线 CRM 解决方案 期货高频交易系统 NST	资管云 SAAS 服务解决方案		
保险	理财销售 5.0 财富管理解决方案 CRM TA 系列	GAMS 全球资产管理系统		
私募		OPlus 证券投资系统		

资料来源：恒生电子官网、开源证券研究所

1.3、强竞争力：先发优势明显，客户粘度高，研发投入铸造产品优势

公司长期深耕金融 IT 行业，对比友商，产品线更为齐全，先发优势明显。1997 年推出证券柜台交易系统 BTRV5.0 等产品快速占领市场，随后通过内生和并购，先后拿到包括证券、基金、信托、保险、资管、私募等在内的全行业牌照。恒生电子通过和客户间多年合作，积累对客户需求和行业发展的深刻理解，利用其先发优势和齐全产品线，铸造品牌营销力和产品护城河。

表3: 恒生电子产品线较友商更为齐全

	恒生电子	赢时胜	金证股份	润和软件	长亮科技
资产管理	✓	✓	✓	✓	✓
估值系统	✓	✓			
清算系统	✓	✓	✓		
资产托管	✓	✓		✓	
交易平台	✓	✓			

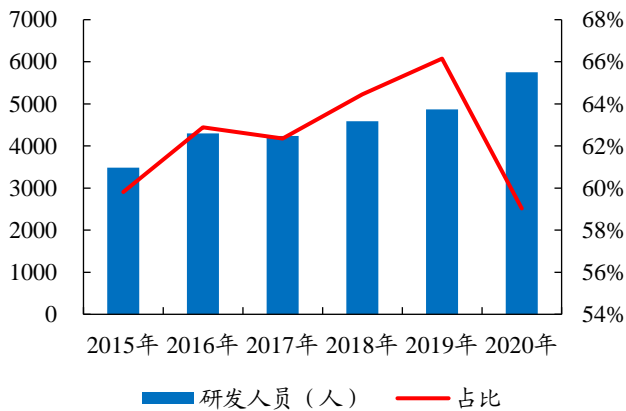
	恒生电子	赢时胜	金证股份	润和软件	长亮科技
风险管理系统	✓	✓			✓
销售平台	✓				✓
网络金融解决方案	✓				
投顾系统	✓				
综合管理平台	✓		✓	✓	
数据分析平台				✓	✓
系统监控平台				✓	

资料来源：2019 年公司年报、开源证券研究所

金融客户追求产品稳定性和安全性，核心系统切换成本高，客户黏性大。公司深耕行业 20 多年，客户对公司产品和团队认可度高，且考虑金融机构对信息化系统的需求属性（稳定、安全、长期优质的服务），两者间往往存在正循环，公司和客户关系稳定，共同应对行业发展。

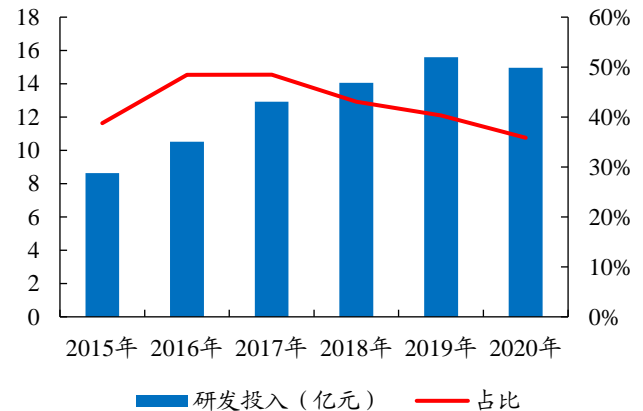
重视研发，持续投入，实现产品不断的升级迭代。公司 2020 年的研发费用为 14.96 亿元人民币，占营收比为 35.85%，其中研发人员数量达到 5749 人，占比为 59.03%。对比同类公司，公司的研发人员数量和投入体量，均处于业内领先水平。参考 IDC FinTech Rankings 100 排名，公司排名呈现持续上升的态势，2020 年升至 40 名（2019 年为 43 位）。此外，公司研发框架中包括业务和平台研发，还包括前沿性技术研发，例如区块链、AI 等，巩固公司产品和技术长期优势。

图3：2015-2020 年恒生电子研发人员数量持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2015-2020 年恒生电子保持高水平研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、投入对比：我国金融 IT 行业前景远大

2.1、国内现状：基金、证券、保险等金融机构 IT 投入持续增加

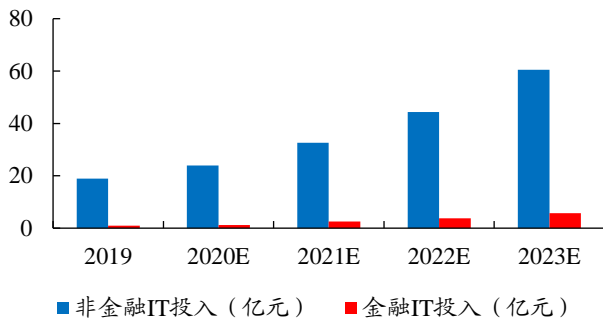
基金、证券、保险等行业为积极应对市场和政策变化，加大对自身 IT 的投入规模。我们认为随着国内金融市场规模的扩大、机构间竞争加剧和市场发展的逐步成熟，金融机构对 IT 需求和要求有望持续提升，带动 IT 投入的增长。

基金 IT：根据艾瑞咨询统计，2019 年中国基金行业整体 IT 投入为 19.8 亿元，其中金融科技占比 4.4%。从客户情况看，腰部及以下企业信息化系统建设速度高于

头部企业，但新金融技术的投入上：头部企业约占整体预算的 9-11%，中部企业约为 2-3%，尾部在 1%及以下。

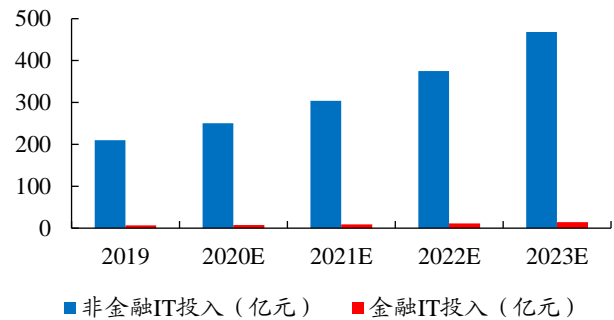
证券 IT: 根据艾瑞咨询统计,2019 年中国证券行业整体 IT 投入达 216.7 亿元,同比增长 19.5%,金融科技占比仅为 2.9%,信息化系统建设仍为主要支出。产品端看,创新类产品的投入以头部券商为主,信息化中转型新一代核心业务系统的投入也在持续推进中,例如平安证券、招商证券等公司。

图5: 2019-2023E 预计中国基金行业技术资金投入持续增长



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图6: 2019-2023E 预计中国证券行业技术资金投入持续增长

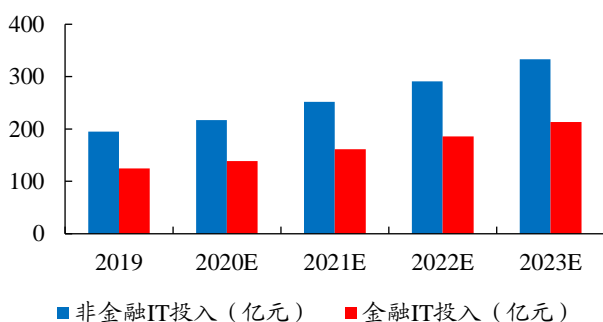


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

保险 IT: 根据艾瑞咨询统计,2019 年中国保险行业整体技术投入达 319.5 亿元,其中全域数字化,新一代核心系统及数字中台建设为主要投入方向。保险业的 IT 发展与投入体现在两个方面,一是全域数字化建设,实现业务降本增效;二是中台建设与新一代保险核心系统的迭代升级,给予新进入者企业机会。

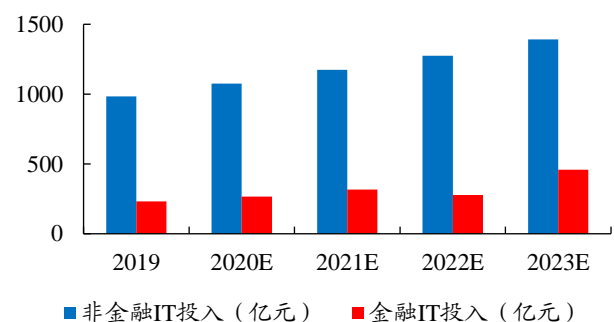
银行 IT: 根据艾瑞咨询统计,2019 年中国银行业整体技术投入达 1214.8 亿元,技术投入占比持续提升。参考各家银行技术投入占比,现阶段头部银行的 IT 投入能占到营收的 2-3%,远高于 5 年前的 1%,预计随着新型银行的建设推进、新一代核心系统的建设和升级,未来银行 IT 投入占有望继续提升。

图7: 2019-2023E 中国保险行业技术资金投入持续增长



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图8: 2019-2023E 中国银行业技术资金投入持续增长



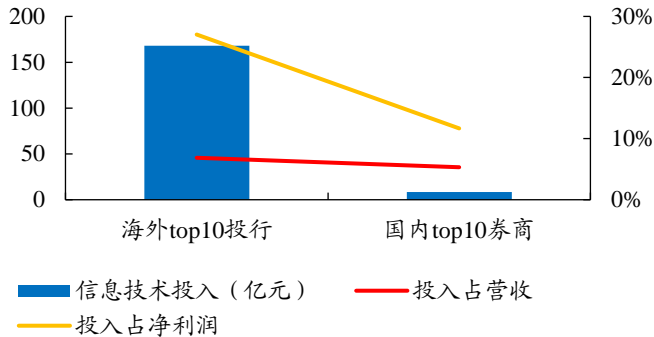
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、参考海外: 海外头部金融公司 IT 投入大

角度 1: 海外券商 IT 投入金额是国内同级公司的近 20 倍。根据海外和国内 Top10 券商 2019 年的年报数据,海外 Top 10 券商的 IT 投入均值为 167.98 亿元,是国内

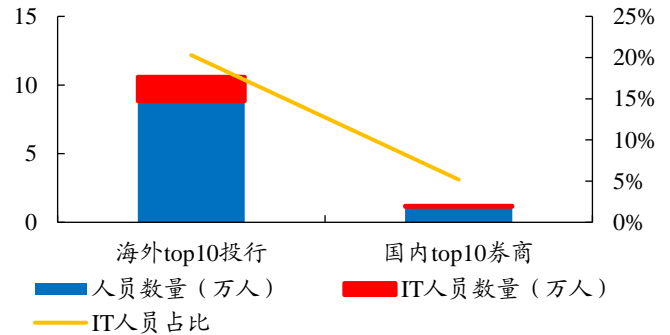
Top10 券商投入金额的 19.78 倍。从营收占比看，海外 Top 10 券商的投入均值约占营收的 8.42%，高于国内 5.28% 的投入占比。此外，外资券商中的 IT 人员（均值）占比为 20.29%，是国内同类公司员工占比的近 4 倍（5.18%）。

图9：我国券商 IT 投入金额低于海外



数据来源：Wind、中证协、华锐研究、开源证券研究所

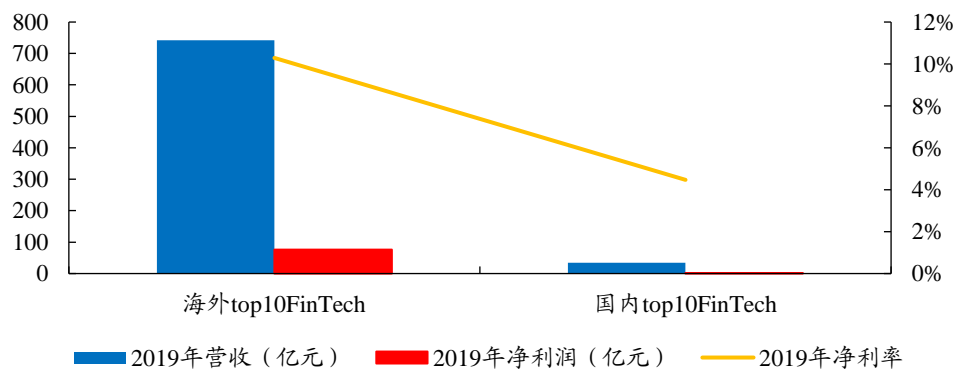
图10：我国券商 IT 人员比例低于海外



数据来源：Wind、中证协、华锐研究、开源证券研究所

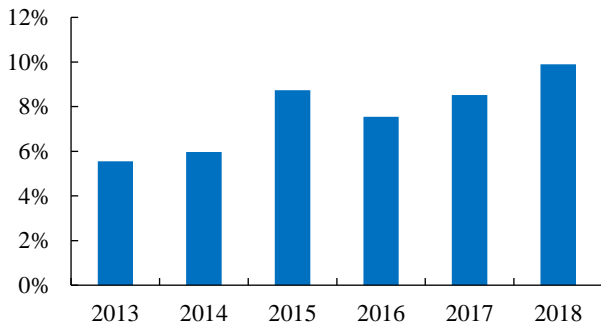
角度 2：海外 FinTech Top 10 营收均值是国内 FinTech Top 10 的 22 倍，国内同类公司潜在市场空间广阔。2019 年，海外 FinTech Top 10 公司的营收规模均值为 741.78 亿，国内 FinTech Top 10 营收规模均值为 33.97 亿，海外同类公司营收规模近国内市场的近 22 倍，两者差距较大。在净利润方面，海外 FinTech Top 10 公司的净利润均值为 76.3 亿，是国内 FinTech Top 10 公司净利润的 50.2 倍。海外 FinTech Top 10 平均净利率为 10.29%，而国内 FinTech Top 10 仅为 4.47%。

图11：国内金融科技公司营收体量远低于海外同类公司

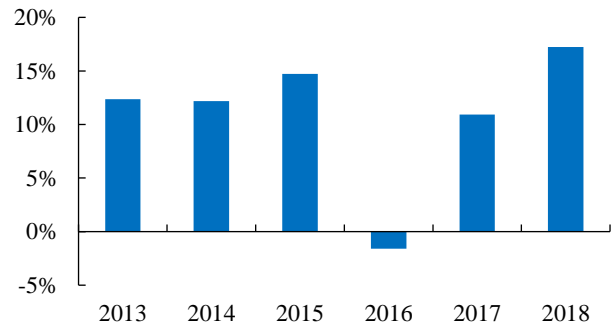


数据来源：Wind、开源证券研究所

角度 3：国内金融 IT 龙头公司恒生电子，对标海外同类公司的潜在成长空间近 10 倍。根据 IDC 的排名，恒生电子在 FinTech Rankings 100 的排名持续上升，2020 年提升至 40 位。恒生电子的年收入和年利润维度和 IDC 排名前 30 的上市金融科技公司相比还有较大差距。根据恒生电子 2019 年年报数据，2018 年恒生电子收入 / FinTech 前 30 的上市公司平均收入的占比为 9.9%，2018 年恒生电子净利润 / FinTech 前 30 的上市公司平均净利润为 17.24%。

图12: 2018 年恒生电子收入/FinTech 前 30 的上市公司平均收入的占比为 9.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2018 年恒生电子净利润/FinTech 前 30 的上市公司平均净利润为 17.24%


数据来源: Wind、开源证券研究所

角度 4: 海外注重科技在金融业运用的潜在价值, 发布文件指引。根据《金融科技发展现状》显示, 全球约 7 成的国家和地区已经意识到金融科技与金融 IT 发展所带来的潜在价值, 并且从 2019 年起陆续出台文件。例如: 区块链和数字金融先后被美国、欧盟、韩国等国列入重点文件或提案中。

表4: 各个国家和地区与组织发布数字金融和金融科技的相关政策

发布国家、地区或组织	时间	主要内容
美国	2020-05	美国国会代表提交《推进区块链法》提案
	2020-04	欧盟就未来数字金融与金融科技发展发起意见征询
欧盟	2020-04	欧盟委员会发布:《咨询文件: 欧洲新数字金融战略咨询/FinTech 行动计划》
	2019-12	欧盟委员会发布:《金融科技监管、创新与融资的 30 条建议》
新加坡	2020-08	MAS 宣布实施“强化金融部门技术与创新计划”, 未来三年投入 2.5 亿新元, 以加速金融领域技术和创新驱动增长。
	2020-06	SFA 宣布面向金融科技企业推出“金融科技服务提供商合规准备框架”。
	2020-05	新加坡知识产权局推出快速通道, 加速金融科技等技术的专利申请。
韩国	2020-03	韩国央行宣布开始进行央行数字货币测试。
	2019-12	韩国政府宣布大力推动金融科技产业规划发展, 并推出 8 项不同领域措施, 涉及 24 项关键任务。

资料来源: 中国信通院、开源证券研究所

2.3、国内发展动力: 收入增加+政策变化+技术升级, 推动 FinTech 持续发展

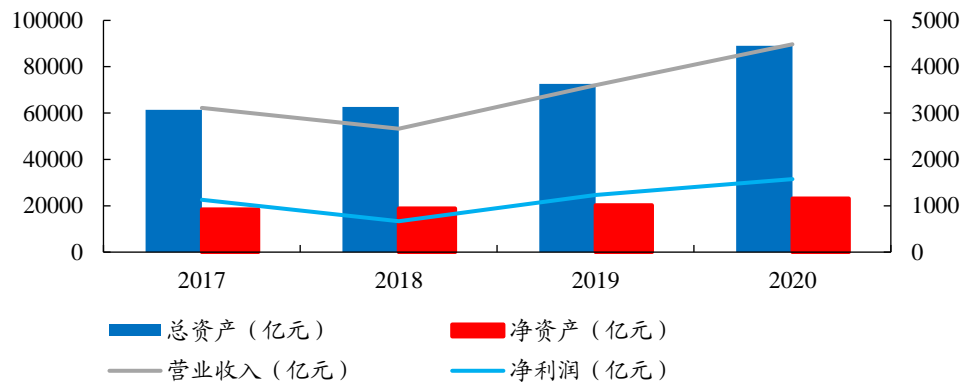
FinTech 行业发展受三因素影响, 即客户收入变动、政策变化和科技升级迭代。

(1) 收入因素: 机构收入的增加和技术投入金额之间具备一定的正相关。

证券行业: 根据证券业协会数据, 2020 年证券行业实现营业收入 4484.79 亿元, 同比增长 24.41%; 实现净利润 1575.34 亿元, 同比增长 27.98%; 127 家证券公司实

现盈利。我们认为证券公司收入的持续增长，有助于对 IT 投入的增加，带动相关产品销售。

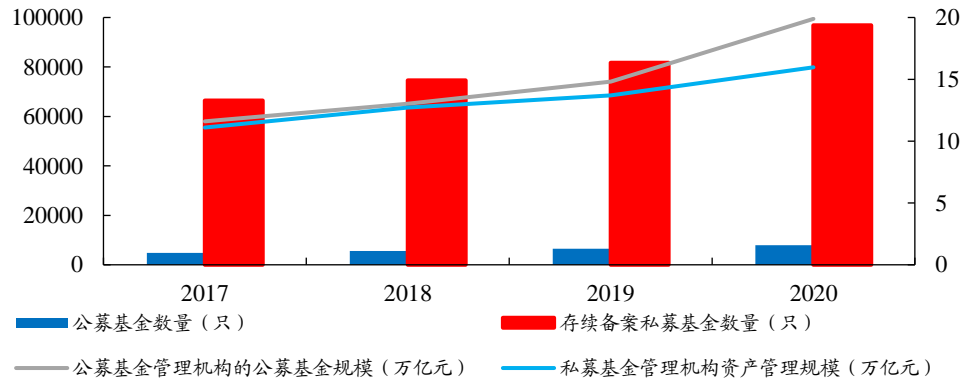
图14: 2017 年至今证券行业收入持续增加



数据来源: 中证协、开源证券研究所

基金行业: 根据中基协数据, 截至 2020 年底, 我国公募基金资产管理规模合计为 19.89 万亿元, 较 2019 年末增长 34.40%, 创历史新高; 存续私募管理基金数量约 9.69 万只, 环比增长 2.23%; 管理基金规模 15.97 万亿元, 环比增长 0.41%。基金规模的增长带动基金公司收入的持续增加, 潜在 IT 投入加大。

图15: 2017 年至今基金行业收入持续增加



数据来源: 中基协、开源证券研究所

(2) 政策变化: 资本市场政策变化, 驱动行业订单被动增长。 (1) 理财子、科创板、创业板注册制等等一系列改革的推出, 带来大量相应的系统改造需求, 带动金融 IT 行业订单数量的持续增长; (2) 金融严监管态势持续, 如中国人民银行印发《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》, 规划强调要进一步增强金融业科技应用能力, 实现金融与科技深度融合、协调发展, 有利于金融科技创造新的客户需求。

表5: 资本市场政策变化, 驱动行业订单被动增长

政策名称及发布时间	政策内容	对金融 IT 行业影响
《关于规范金融	禁止开展表内资产管理业务, 不得承诺保本保收	银行、信托、证券、基金、期货、保险资管、金

政策名称及发布时间	政策内容	对金融 IT 行业影响
机构资产管理业务的指导意见》(资管新规)(2018.04)	益; 统一资管产品杠杆比例要求, 同类产品适用统一的负债比例上限; 消除多层嵌套和通道业务; 打破刚性兑付, 让资管业务回归本质; 禁止资金池业务, 规范期限错配; 过渡期至 2020 年	融投资公司等的风控、合规、估值、清算、销售、托管等系统需调整、升级或新增模块, 此类需求较为平稳, 2020 年应仍有订单
《商业银行理财子公司管理办法》(银行理财子公司)(2018.12)	放松销售管理要求, 理财子公司在销售起点、销售渠道、面签要求、宣传渠道等方面实施差异化监管; 允许股票直接投资, 理财子公司的公募产品可以直接投资股票, 但应当满足股票投资的集中度要求	涉及产品代销分销、投资交易、信息披露、资产估值、绩效风控、FOF 分析、智能投研等, 因可对接母行系统 或使用原系统, 部分模块添加或改造即可, 无需完全重建, 改造高峰将延续 2-3 年, 相关需求长期存在。
《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(2019.1)	在上海设立科创板并试点注册制, 其发行条件、审核流程、交易规则、信息披露要求等相对主板与创业板均有很大不同。	券商集中交易系统需添加新模块, 因交易规则复杂, 不亚于系统新建; 买方 IT 系统也需升级改造, 添加相应模块, 需求于 2019 年集中释放, 买方仍有部分需求在 2020 年落单。
《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定(征求意见稿)》(券商开放接入) 2019.02	明确证券公司从事交易信息系统外部接入活动的资质条件和合格的投资者接入范围; 要求证券公司从事交易信息系统外部接入应当满足相应的风控技术要求	券商端主要是 PB 系统改造; 更为重要的是, 系统直连可满足高频交易策略需求, 这可能会带动券商端极速交易系统及私募端量化系统的需求, 仍有待规定正式出台后落地。
《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》(券商结算由试点转正式)(2019.02)	新设公募基金管理人管理的各类产品参与证券交易所交易的, 应当委托证券公司办理, 已直接进入证券交易所交易的公募基金管理人管理的各类基金产品, 原有证券交易模式可暂不调整, 相关业务活动由上海、深圳证券交易所按照相关规定管理。	券商端的主要需求为新建机构柜台系统, 并有可能为更多券商带来托管业务, 需要新建托管系统; 基金端也涉及一定的系统改造。
证监会启动全面深化新三板改革(2019.10)	提出包括设立精选层、引入公募基金、构建多元化的发行机制及转板上市机制、健全市场推出机制等五项改革措施。	券商端交易系统需新增模块, 交易规则修改也会产生相应的改造需求; 买方 IT 系统也需进行升级改造, 添加相应新模块。
《特殊机构及产品证券账户业务指南》针对 银行理财子公司进行 修订(2019.12)	《指南》明确产品应以 MOM 基金的名义开立一码通账户, 可按每个投资顾问申请开立 1 对沪深 A 股账户, 明确商业银行理财子公司和其发行的理财产品可以开立证券账户。《指南》还明确了企业年金、职业年金、MOM 基金的场内外账户对应关系维护业务办理要求, 明确了职业年金开户要求, 补充了证券公司开立多个自营账户的材料要求, 修订了协议转让取得 A 股股份的外国投资者开户材料。	有望带动银行理财子公司资金直接证券市场, FOF/MOM 规模也可能因此 大幅增长, 将直接带动证券投资交易系统的新建需求, 同时也极可能带动 FOF/MOM 相关系统的建设。

资料来源: 政府官网、开源证券研究所

(3) 科技升级: AI、云计算、区块链等技术日渐成熟, 逐步融入金融行业, 带动新需求的释放。例如: 通过 AI 算法打造的智能投顾在基金销售中的运用; 通过微服务框架开发新一代移动投资交易终端、区块链技术和电子保函业务的结合等等。

图16: 金融科技前沿技术的七大应用方向


资料来源：开源证券研究所

3、展望公司：各阶段发展驱动力明确，业绩增长确定性高

我们认为公司的业绩受益产品、市场、研发、政策的共同驱动。除去政策变动导致模块需求被动增加外，一方面公司通过研发实现原有产品升级、产品线丰富、市场覆盖扩大、行业地位稳固的正循环已经形成，另一方面，我国金融业的持续发展，带动相关信息化需求提升，刺激业内金融科技的成长。因此，从短中长三维度看，恒生电子业务有望先后受益政策红利和产品迭代、云化和创新产品及进军海外市场，带动营收持续增长，成为全球领先的 FinTech 公司。

3.1、短期驱动力：政策红利和产品升级迭代齐发力

基于公司 1-2 年的业绩成长维度，我们认为传统业务确定性增量来源于政策红利和原有产品的升级迭代。

资产新规之后，我国资本市场新政颁布不断，如科创板推出、创业板施行注册制、中小板和主板合并等等，此类新规推出后一般都需对相应信息系统做一定程度上的改造。考虑恒生电子在券商、基金、保险等行业的客户覆盖和品牌影响力，我们认为公司在政策红利下，公司传统业务收入增量确定性较高。

针对当前主要的政策红利机会，包括全面注册制的推行、外资独资机构进入中国等，我们基于公司过去的数据和相应假设，保守预测公司未来 2 年内面对的政策红利市场增量需求合计约 18.12 亿元。

(1) 主板注册制：在科创板、创业板注册制的推出和主板与中小板合并的背景下，主板推行注册制的可能性大大提高。全面注册制推行后，股价的涨跌幅、股票数量、交易资质都会有一些变动，对 IT 的影响包括：(1) 券商业务：提高券商系统峰值处理能力、对交易系统容量和性能提出更高要求，带动对应模块的升级；(2) 非券商业务：带动投资交易、结算、风控、合规等模块的升级。若推行主板注册制，以科创板、创业板注册制推出时对主要交易、结算、风控改造的费用为参考，基于以下数据，保守预测市场改造空间约为 14.92 亿元。

假设一：考虑已有科创板和创业板注册制的更改基础，主板注册制对应的改造成本应与创业板注册制改造成本类似，券商系统的改造费用在 400 万元/套，非券商系

统的改造费用在 200 万元/套；

假设二：主板注册制对券商和机构的影响和创业板注册制类似，即证券公司、公募基金、公募基金、保险资管、信托、券商自营/资管、机构子公司都将进行系统升级改造。

表6：主板注册制改造空间预计可达 14.92 亿元

	数量	改造比重	改造金额（万元）	合计金额（亿）
券商	135	100%	400	5.40
公募基金	143	100%	200	2.86
保险资管	26	100%	200	0.52
券商自营/资管	226	100%	200	4.52
机构子公司	81	100%	200	1.62
合计				14.92

数据来源：Wind、采招网、开源证券研究所

（2）外资独资机构进入中国：自 2020 年 4 月 1 日，我国正式取消对证券公司、公募基金管理公司的外资持股比例，即允许外资独资的公募、证券进入中国市场。面对已有合资机构转外资独资或外资独资重新设立的可能性，将为公司带来新建、改造券商、资管系统的机会。基于以下假设，得出外资投资限制取消后，保守预测对应潜在系统改造、新建的市场需求空间合计为 3.20 亿元。

假设一：改造和升级券商系统价格为 2000 万/套，新建基金业务系统价格为 1500 万/套；

假设二：考虑国内已有 11 家的外资合资券商的数量，假设转设比例为 50%，即 5 家券商；

假设三：参考国内已有的 28 家外资独资私募机构，假设转设成公募机构的可能性为 50%，即 14 家券商。

表7：外资客户改造空间预计可达 3.20 亿元

	数量	改造比重	改造金额（万元）	合计金额（亿）
合资券商	11	50%	2000	1.10
私募转公募	28	50%	1500	2.10
合计				3.20

数据来源：Wind、采招网、开源证券研究所

O45、UF3.0 等新系统推出和常规的系统模块的升级和替换，将继续推进公司传统业务的持续发展。基于公司产品在券商、基金、保险等市场的高覆盖度，收入来源 95% 以上均为老客户，产品的升级迭代，运营维护均带动公司传统业务持续增长。参考采招网的公开招标数据，仅 2021 年 1 月至 2021 年 2 月 7 日，恒生电子公开中标 27 个，覆盖基金、保险、证券、理财子等产品线产品，且均为产品模块升级、技术支持服务等招标内容。例如 895 万的中邮人寿保险恒生投资一体化管理系统拓展功能模块项目，其主要需求是在现有的恒生投资一体系统上增配股票（创业板及科创板）、股权、不动产、银行间电子化以及风控增强功能模块。

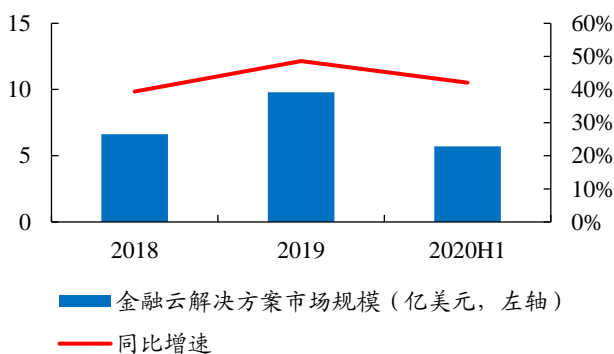
表8: 2021年1月至2021年2月7日, 恒生电子公开中标27个

招标方	招标内容	金额(万元)
中邮人寿保险	在现有的恒生投资一体系统上增配股票(创业板及科创板)、股权、不动产、银行间电子化以及风控增强功能模块, 满足相关业务操作电子化要求, 更好支撑监管对保险资金运用能力在投资系统建设方面提出的新要求。	895
华融湘江银行	新建银行理财登记过户系统项目	-
广州银行	新核心综合理财销售系统配套改造采购项目	130.5
国联信托	恒生投资管理系统升级项目	270
国联信托	国联信托固收类业务资金端(TA、CRM)特色改造项目	138

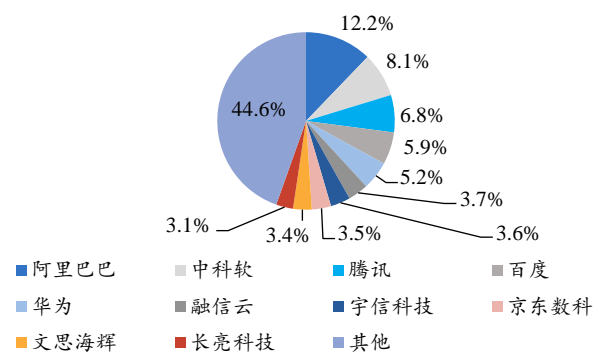
资料来源: 采招网、开源证券研究所

3.2、中期驱动力: 云化趋势下创新业务的持续发展

公司明确四个 ONLINE 方向, 大力推广云产品和 AI 服务, 实现从“软件销售”往“云服务”的业务转变。2018 年深交所公布了云管平台的招标后, 金融企业上云的趋势明确。根据 IDC 数据显示, 2019 年我国金融云解决方案市场规模为 9.8 亿美元, 同比增长 48.6%, 约占行业解决方案市场的 9%。面对云化大趋势和金融云相对分散的市场格局, 提出四个 ONLINE 战略, 设立多个子公司参与创新业务建设, 当前凭借公司的行业经验、客户积累, 有望稳步提升公司创新业务收入。

图17: 中国金融云解决方案市场规模持续增长


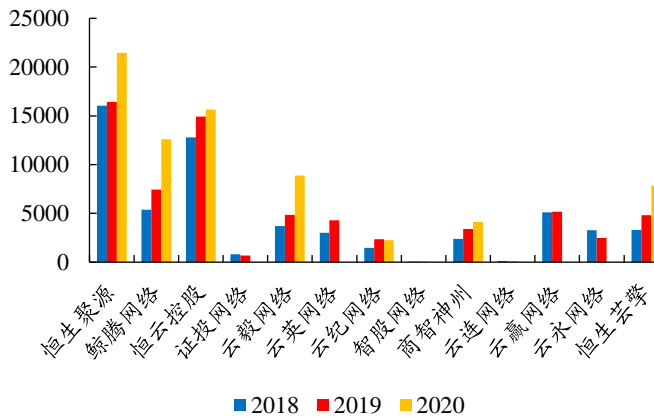
数据来源: IDC、开源证券研究所

图18: 2019年阿里占据12.2%的金融云市场份额


数据来源: Wind、开源证券研究所

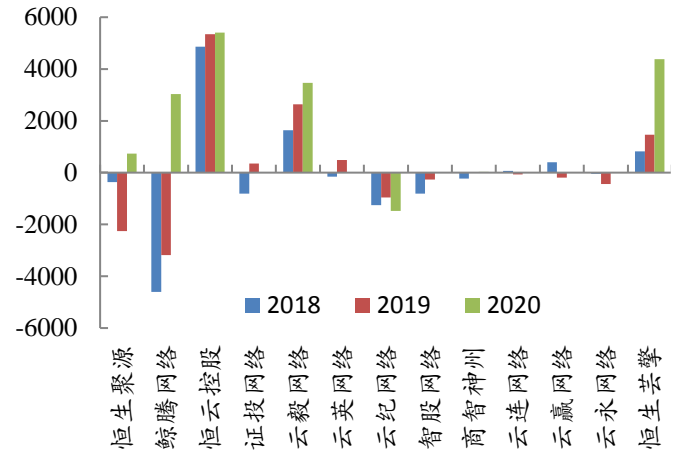
创新业务整体收入体量当前较小, 但核心子公司持续高增长, 未来可期。2020 年公司创新业务实现营收 6.01 亿元, 同比增长 10.41%。其中云服务类公司中的云毅网络 (+82.84%)、恒生聚源 (+30.51%) 和 AI 服务类公司的鲸腾网络 (+68.99%)、商智神州 (+21.67%) 持续实现营收高增长。从盈利情况看, 创新业务整体已完成初期投入阶段, 普遍扭亏为盈, 其中云毅网络、恒生芸擎分别实现净利润 3460、4381 万元。

图19: 旗下创新业务子公司营收持续增长(单位: 万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 旗下创新业务子公司扭亏为盈 (单位: 万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

O45 等新产品均使用云原生和微服务架构, JERS 3.0 进一步提高推动平台能力。公司拳头产品 O45、UF3.0 架构均以微服务为基础, 通过对各业务子系统专业化分攻和深度解耦, 实现分区快速迭代和 7*24 小时在线, 完成从传统 SOA 机构到云原生架构的转变, 以满足客户各类云部署和模块升级需求。而 JERS 3.0 作为新一代的技术中台, 可将原有 IOE 产品和云上产品进行统一运营监管, 同时可将包括手机银行、手机证券等互联网应用平台迁移至 JERS 3.0 上, 成为金融企业级应用开发的套件, 又支持恒生电子各类应用的云化, 提高公司云服务运营能力。

表9: 恒生电子新产品均采用云原生和微服务架构

产品	定位	产品优势
O45	基于恒生电子先进的 JRES3.0 技术平台的一站式资管平台, 资产管理行业的“航母战斗群”	O45 具有全行业、一站式、松耦合、高性能的特点, 灵活度更强、响应速度更快。O45 支持自主创新与技术平台的深度融合; 可满足多产品管理、日内高频交易等场景的高并发、低延时性能需求; 日间交易可容纳千万级交易笔数; 可在 1 秒之内完成一个 300 只股票篮子的交易及风控判断; 实现了 7*24 小时无间断下单, 并将日终清算时间控制在 10 分钟内。
UF 3.0	下一代支持经纪业务转型及发展的证券综合金融服务平台	UF3.0 的每个微服务具备不间断升级、灰度升级、高可用设计等特征, 可实现快速迭代和 7*24 小时在线。作为证券公司新一代核心业务系统, UF3.0 形成了包括用户、账户、资金、认证、经营管理等六大业务中心, 具备微服务、云原生的领先技术架构。性能方面, 在保证稳定的基础上实现理论上的无容量上限; 业务方面, UF3.0 可以做到标准化业务市场的全市场、全业务、全品种覆盖。
JRES 3.0	适合于应对不断变化的互联网中台业务的微服务快速迭代的开发、监控、治理、渠道接入与访问控制的分布式服务开发平台。	JRES3.0 具有运维优先、安全优先、易学易上手、整体性强四大核心特点, 是统一的运维管理平台, 具有一键式的组件和服务部署, 实现全链路监控; 保证网关与服务间调用安全, 支持国密算法; 集成 Springboot 和 duboo 等主流微服务框架, 简单易学; 是一套一体化的微服务解决方案。此外还具备微服务开发平台、高性能 API 网关、DevOps、应用监管平台、混合云管平台、移动终端开发平台六大维度的功能。

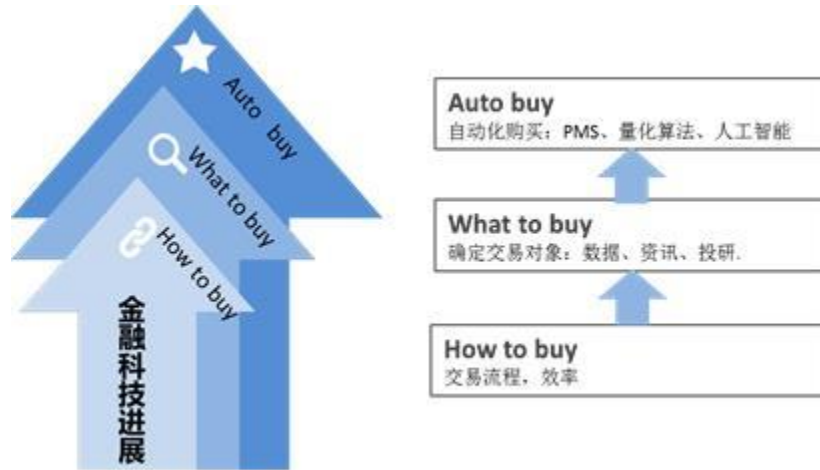
资料来源: 恒生电子官网、开源证券研究所

3.3、长期驱动力: 金融科技市场深化和行业国际化程度加深

金融科技市场持续深化, 智能化投研成为新方向。金融 IT 投入以从提高交易效应、数字化流程、替代人工操作的 How to buy 逐步发展往 What to buy 和更高程度

的 Auto buy 发展。我们认为当前金融科技已逐步在数据筛选、咨询获取、模型构建中发挥作用，未来随着更多新需求的出现，将继续推动行业继续发展。恒生电子通过不断充实行业尖端人才，构建研发、产品体系和团队，有望紧跟技术变革方向，持续创造产品满足客户新需求。

图21: 金融科技持续深化



资料来源: Wind

跟随中资机构一同实现国际化发展。(1) 中国资本和个人金融出海量增多，恒生电子有望与国内资本一同跨越国界，即为中国投资者提供服务，又通过产品本地化与海外市场共同成长。(2) 恒生电子的产品通过国内市场的打磨，可支持 10 万亿的交易量，从技术上具有强竞争力。通过建立香港子公司，签约香港券商为客户，连接全球交易所提供技术支撑服务，逐步实现产品国际化。2019 年 6 月恒生电子旗下的恒云科技在香港推出了第二代的货币基金炒股解决方案，支持港币、美元，可对接多家基金公司的多币别产品。

4.1、核心假设

核心假设 1: 政策变动和产品自身升级维护需求，公司大零售和大资管业务有望稳健发展，预计 2020-2022 年的收入增速分别为 8%/22%/20%和 7%/23%/20%。

核心假设 2: 受会计准则变动影响，2020 年起公司软件销售毛利率较之前出现较大变动。参考 2020 年中报数据，预计 2020-2022 年的主要业务毛利率为 77%。

核心假设 3: 2020 年受疫情影响，销售人员外出成本下降，销售费用率下降，我们预计随着疫情常态化防控，2021-2022 年销售费用率将恢复正常，研发和管理费用率维持此前水平。

4.2、盈利预测与估值分析

公司作为国内金融 IT 龙头，技术和客户优势显著，产品线齐全，行业地位稳固。随着金融行业的软件升级和智能化需求增多和资本政策变化带动订单被动增长，公司业绩有望持续受益。我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 15.83/19.57/23.14 亿元，EPS 为 1.52/1.87/2.22 元/股，对应现价 PE 为 60.7/49.1/41.5 倍，较可比公司均值低，首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值 (数据来源于 2021 年 5 月 20 日)

股票代码	证券简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688111	金山办公	1756.41	11.69	15.27	19.41	150.25	115.02	90.49
002410	广联达	853.34	6.69	9.97	12.57	127.55	85.59	67.89
300454	深信服	1149.94	10.09	13.49	18.49	113.97	85.24	62.19
	平均值		9.49	12.91	16.82	130.59	95.29	73.52
600570	恒生电子	961.29	15.83	19.57	23.14	60.73	49.12	41.54

数据来源: Wind、开源证券研究所 (盈利预测数据均来自开源证券研究所)

5、风险提示

(1) **客户扩展进度不及预期。**由于下游公司的 IT 投入水平差异较大,新产品的推广和旧产品的升级替换

(2) **公司技术研发不及预期。**公司通过技术研发持续提升产品竞争力,如果公司不能及时更新技术以适应市场变化,存在影响公司经营和盈利能力的风险。

(3) **疫情反复风险。**公司需要通过实地实施进行客户服务,如果后期疫情反复,会影响公司业务的正常开展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4542	5054	9463	9009	13471
现金	1329	1375	6082	5031	9772
应收票据及应收账款	240	523	423	715	624
其他应收款	26	27	39	41	53
预付账款	10	9	15	14	20
存货	26	352	135	440	234
其他流动资产	2912	2768	2768	2768	2768
非流动资产	3817	4917	4937	4940	4919
长期投资	862	739	629	518	407
固定资产	490	473	683	845	973
无形资产	110	161	171	184	182
其他非流动资产	2355	3544	3454	3393	3357
资产总计	8359	9971	14400	13949	18390
流动负债	3176	4616	7191	5238	7838
短期借款	21	47	47	47	47
应付票据及应付账款	180	192	288	280	386
其他流动负债	2975	4377	6856	4912	7405
非流动负债	290	317	278	239	199
长期借款	202	206	167	128	88
其他非流动负债	88	111	111	111	111
负债合计	3466	4933	7470	5477	8037
少数股东权益	414	484	480	518	546
股本	803	1044	1462	1462	1462
资本公积	472	545	545	545	545
留存收益	3194	3090	4427	6166	8188
归属母公司股东权益	4479	4554	6450	7953	9807
负债和股东权益	8359	9971	14400	13949	18390

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1071	1398	3824	-1187	4598
净利润	1415	1363	1579	1995	2342
折旧摊销	70	72	89	124	156
财务费用	3	-7	-38	-64	-91
投资损失	-475	-584	-548	-560	-556
营运资金变动	130	346	2832	-2551	2877
其他经营现金流	-73	208	-90	-130	-130
投资活动现金流	-244	-791	529	564	551
资本支出	367	482	131	114	90
长期投资	-93	-318	110	111	111
其他投资现金流	31	-627	769	788	752
筹资活动现金流	-75	-551	355	-427	-409
短期借款	21	26	0	0	0
长期借款	202	4	-39	-39	-40
普通股增加	185	241	418	0	0
资本公积增加	69	73	0	0	0
其他筹资现金流	-553	-895	-24	-388	-369
现金净增加额	756	52	4707	-1051	4740

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3872	4173	5175	6220	7319
营业成本	125	956	1234	1459	1710
营业税金及附加	47	55	67	75	88
营业费用	927	354	460	534	614
管理费用	486	539	620	682	751
研发费用	1560	1496	2020	2343	2671
财务费用	3	-7	-38	-64	-91
资产减值损失	-15	-239	0	0	0
其他收益	227	227	227	227	227
公允价值变动收益	135	103	90	130	130
投资净收益	475	584	548	560	556
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	1528	1441	1678	2110	2491
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	3	5	4	5	5
利润总额	1527	1438	1676	2107	2489
所得税	112	75	96	112	147
净利润	1415	1363	1579	1995	2342
少数股东损益	-0	41	-3	38	28
归母净利润	1416	1322	1583	1957	2314
EBITDA	1589	1502	1715	2153	2538
EPS(元)	1.36	1.27	1.52	1.87	2.22

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	7.8	24.0	20.2	17.7
营业利润(%)	118.0	-5.7	16.4	25.7	18.1
归属于母公司净利润(%)	119.4	-6.6	19.7	23.6	18.3
获利能力					
毛利率(%)	96.8	77.1	76.2	76.5	76.6
净利率(%)	36.6	31.7	30.6	31.5	31.6
ROE(%)	28.9	27.1	24.2	24.8	23.6
ROIC(%)	29.7	27.9	24.2	24.6	23.3
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	49.5	51.9	39.3	43.7
净负债比率(%)	-21.7	-21.2	-88.6	-59.1	-96.0
流动比率	1.4	1.1	1.3	1.7	1.7
速动比率	1.4	1.0	1.3	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	19.8	10.9	10.9	10.9	10.9
应付账款周转率	0.8	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.27	1.52	1.87	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.34	3.66	-1.14	4.40
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.36	5.78	7.22	8.99
估值比率					
P/E	67.9	72.7	60.7	49.1	41.5
P/B	21.5	21.1	15.9	12.8	10.2
EV/EBITDA	82.6	87.4	73.8	59.3	48.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn