

# 恒生电子 (600570) \ 计算机

## ——行业龙头，短期回调不改长期价值

投资建议:

**增持**
**首次覆盖**

当前价格:

85.60 元

### 投资要点:

我们认为公司长期受益于资本市场改革开放，目前基本盘稳固，在金融科技领域不断创新且保持领先，扭转因疫情导致的利润下滑，未来三年将有望重拾升势。

#### ➤ 行业龙头地位稳固

恒生电子经过25年的发展已成为国内资本市场IT行业龙头，其证券核心交易系统、资产管理系统长期保持较高市占率。2021Q1营业收入7.51亿元，同比增长46.27%；净利润1.69亿元，同比扭亏。

#### ➤ 资本市场数字化转型持续深入

2017-2020年券商IT整体投入增速达到CAGR 17%，总金额超过800亿元，但仍与世界先进水平存在较大差距，预计未来行业投入仍将持续高速增长。

#### ➤ 政策红利刺激公司短期业绩提升

外资券商准入，注册制全面落地等政策性机会将在2年内至少给公司带来5亿营收增量。

#### ➤ 产品升级换代叠加金融科技方案落地助推中长期业绩提升

公司传统优势产品行业占有率高，产品通常是5-8年的生命周期，陆续进入核心产品升级换代期，预计未来3年将带来25亿业绩增量。以云计算、大数据、区块链、人工智能为代表的金融科技方案逐步落地，有望取得超预期收益。

#### ➤ 收入结构进一步优化降低营收周期性波动

公司存量产品的维保收入和云服务等服务性收入占比逐年提升，进一步优化了收入结构，有利于降低公司业绩周期性波动。

#### ➤ 盈利预测与估值

预测公司2021-2023年营业收入分别为51.85亿元、64.06亿元和77.70亿元，归属上市公司净利润为13.72亿、17.16亿和22.33亿元同比增长3.79%、25.10%和30.10%，三年复合增长率CAGR约为19.09%，每股收益分别为1.31、1.64和2.14元，现价对应PE分别为65、52和40倍，首次覆盖给予“增持”评级。

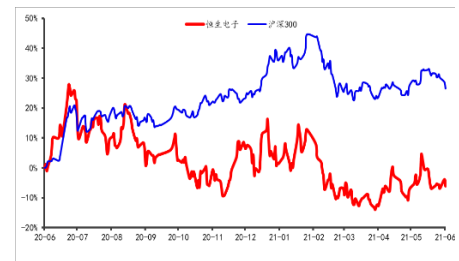
#### ➤ 风险提示

1. 新产品研发进度不达预期，2. 新产品升级换代进度不达预期，3. 疫情风险，4. 资本市场风险导致客户投资不达预期。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,044/1,044
流通A股市值 (百万元)	94,595
每股净资产 (元)	3.87
资产负债率 (%)	48.82
一年内最高/最低 (元)	122.40/80.13

### 一年内股价相对走势



邵宽

分析师

执业证书编号: S0590520110001

电话: 0510-85613163

邮箱: shaokuan@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3871.8	4172.6	5185.8	6406.0	7769.8
增长率 (%)	18.66%	7.77%	24.28%	23.53%	21.29%
EBITDA (百万元)	1600.1	1503.2	1563.8	1968.0	2525.1
归母净利润 (百万元)	1415.8	1321.7	1371.8	1716.0	2232.6
增长率 (%)	119.39%	-6.65%	3.79%	25.10%	30.10%
EPS (元/股)	1.36	1.27	1.31	1.64	2.14
市盈率 (P/E)	65	69	65	52	40
市净率 (P/B)	20.5	20.1	16.2	13.1	10.4
EV/EBITDA	41.3	57.5	55.1	43.5	33.5

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所预测

股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价

## 正文目录

1.	恒生电子—资本市场“卖水人”	4
1.1.	从初创公司到行业龙头	4
1.2.	蚂蚁金服金融科技板块排头兵	5
1.3.	不断拓展产品和能力边界终成一站式金融解决方案提供商	6
1.4.	业绩稳中有升，长期回报可观	7
2.	资本市场 IT 行业前景广阔	8
2.1.	国内金融 IT 行业概况	8
2.2.	金融 IT 主要参与者：跨国巨头与本土巨头并存	8
2.3.	多重因素驱动市场持续发展	10
2.4.	资本市场 IT 马太效应明显：恒生电子龙头地位稳固	12
3.	恒生电子公司分析：持续正反馈树立龙头地位	13
3.1.	资本市场 IT 收入占比近 90%	13
3.2.	持续正反馈树立核心竞争优势	14
3.3.	HOMS 事件解决完毕，利于公司轻装上阵	17
3.4.	股权激励为持续发展提供人才保障	17
3.5.	财务表现出类拔萃	18
3.6.	收入结构日趋向好：服务性收入占比逐步提升	20
3.7.	高强度研发投入护航公司长期高回报	21
3.8.	恒生电子的正反馈示意图	23
3.9.	净资产收益率持续维持高位	23
4.	盈利预测与投资建议	25
4.1.	未来增长确定性强	25
4.2.	核心假设和盈利预测	28
5.	风险提示	31

## 图表目录

图表 1:	从初创公司到行业龙头	5
图表 2:	2020 年恒生电子股权结构	6
图表 3:	恒生电子步步为“赢”的发展战略	6
图表 4:	恒生电子的业务 6+6 业务结构	7
图表 5:	恒生电子近 10 年营业收入以及增长率	7
图表 6:	归属母公司股东的净利润及增长率	7
图表 7:	恒生电子历年分红情况汇总	8
图表 8:	国内主流金融 IT 产品和解决方案提供商	9
图表 9:	互联网金融巨头通过股权投资实现产品和技术输出	10
图表 10:	证券业经营状况及 IT 投入占营收比重	10
图表 11:	证券行业信息化投入以及增长率	10
图表 12:	金融科技助力金融业向智能化发展	12
图表 13:	行业壁垒很深马太效应显著	12
图表 14:	恒生主要产品市场占有率情况	13
图表 15:	2020 年恒生电子主营业务分业务金额以及占比	14
图表 16:	2020 年恒生电子各个业务线利润贡献占比	14
图表 17:	恒生电子近 3 年主营业务收入占比变动情况	14
图表 18:	恒生电子专业构成比例	15
图表 19:	恒生电子人员教育程度占比	15

图表 20: 恒生电子近年 IDC Fintech 排名 .....	16
图表 21: 骆峰网络 (前恒生网络) 破产清算财务处理 .....	17
图表 22: 恒生电子销售毛利率和净利率 .....	18
图表 23: 恒生电子费用占比 .....	19
图表 24: 恒生电子预收款项情况 .....	20
图表 25: 恒生电子服务性收入占比逐年提升 .....	20
图表 26: 金融 IT 行业相关公司近 3 年营收对比 .....	21
图表 27: 金融 IT 行业相关公司近 3 年净利润对比 .....	21
图表 28: 金融 IT 行业相关公司近 3 年毛利率对比 .....	21
图表 29: 金融 IT 行业相关公司近 3 年 ROE 对比 .....	21
图表 30: 与金证股份研发投入占比 .....	22
图表 31: 与金证股份近年 ROE 对比 .....	22
图表 32: 与用友网络、卫宁健康研发投入对比 .....	22
图表 33: 与用友网络、卫宁健康 ROE 对比 .....	22
图表 34: 恒生电子的正反馈示意图 .....	23
图表 35: 恒生电子近 10 年 ROE 波动情况 .....	24
图表 36: 恒生电子近 10 年预收账款/合同负债金额 .....	24
图表 37: 恒生电子营收与证券行业信息化投入比例相对稳定 .....	25
图表 38: 实行全面注册制新增改造机会 .....	26
图表 39: 核心产品未来 3 年升级换代空间测算 .....	26
图表 40: 友商低延时交易系统中标金额 .....	27
图表 41: 恒生电子近 3 年典型中标项目清单 .....	27
图表 42: 近年公司业绩指引情况 .....	28
图表 43: 恒生电子分业务收入与预测 (万元) .....	29
图表 44: 可比公司 PE 对比 .....	30
图表 45: 恒生电子 PE-Band .....	30
图表 46: 财务预测摘要 .....	31

## 1. 恒生电子—资本市场“卖水人”

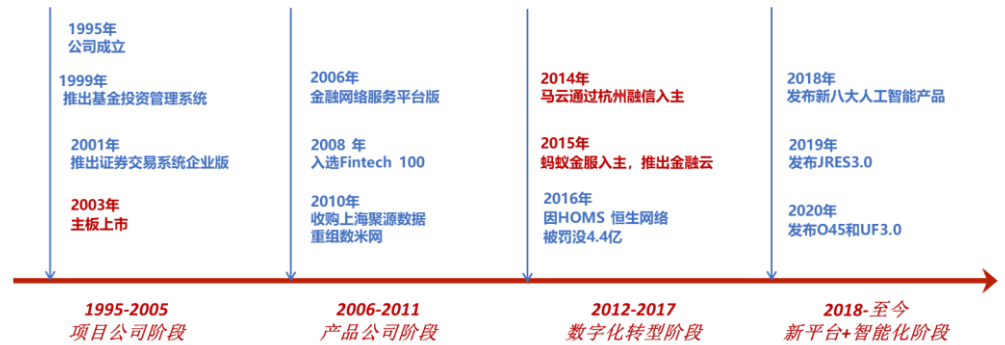
### 1.1. 从初创公司到行业龙头

恒生电子是一家以“让金融变简单”为使命的金融科技公司，总部位于中国杭州。1995年，由黄大成、彭政纲等8人，组建了恒生电子年轻的创始团队。创立之初先后研发了国债期货交易系统，券商交易系统，基金交易系统，凭借过硬的技术迅速在行业内抢占了先发优势。2003年上海证券交易所上市，迎来了新的发展契机。其后十几年随着中国证券业的高速发展，恒生电子在与金证股份，信达雅等公司的竞争中逐步占据行业龙头地位。目前拥有超过9000名员工，其中研发人员占比约60%。

纵观公司发展历程，大致经历了四个阶段：

- 1) 项目公司阶段：1995-2005年起航阶段，正值金融电子化初期，各金融机构的对于基础IT系统的建设、更新需求激增，公司凭借技术优势不断进行项目扩张、迅速形成了在券商、基金和银行等领域的市场份额优势，而且积累了足够的初始资金用以研发投入，深化技术优势，为产品化转型奠定基础。这一阶段公司的产品竞争力尚未完全凸显，而客户端需求又比较模糊，因此在多个细分领域面临着竞争对手的激烈冲击。
- 2) 产品公司阶段：2006-2011年提速阶段，随着东方财富等互联网证券服务商的崛起，市场步入互联网金融时代，新技术与新模式冲击原有金融生态，导致以券商为代表的传统金融机构寻求降本增效转型，电子化全面升级以及一站式IT系统的建设需求激增。而公司及时进行战略调整，将此前项目开发和实施的经验进行沉淀，逐渐把共性技术进行了统一，实现产品的标准化。产品化导向下，公司持续推出各种重磅产品，不仅夯实了在券商、基金、银行领域的市占率，同时也实现了在信托、交易所等新领域的突破。
- 3) 数字化转型阶段：2012-2017年变革阶段，面对变化，公司在内、外部同时推进Online战略：内部尝试横向打通各事业部，整合全业务数据，外部则成立多家云计算子公司，探索核心业务的云化和智能化。2015年随着蚂蚁金服完成对恒生集团100%股权收购，正式成为阿里系互联网金融生态的一环。蚂蚁金服的入主进一步强化了公司技术基因，引入了“大中台”的理念，并且将云计算、大数据、区块链、人工智能等技术逐步落地，为后续的智能化转型打下坚实基础。
- 4) 新平台+智能化阶段：2018-2021年再出发阶段，公司为“全牌照”金融IT服务商，生态布局逐步完善，通过结合云计算和人工智能两大技术趋势向平台公司转型。

图表 1: 从初创公司到行业龙头



源: 公司年报, 国联证券研究所

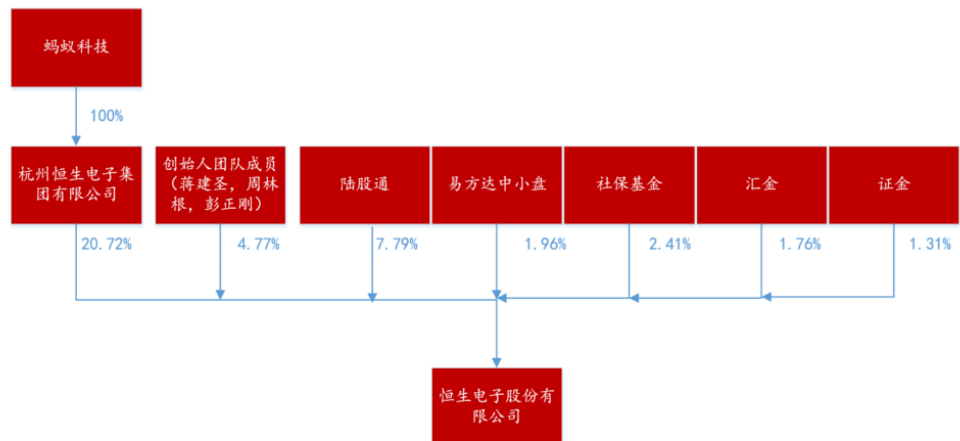
## 1.2. 蚂蚁金服金融科技板块排头兵

早在公司上市之初, 公司母公司实际控制人恒生集团掌握公司约 30% 股权, 恒生集团的全部股权几乎都掌握在黄大成等 15 名创始人手中, 这 15 名创始人又另外持有公司 35.1% 的股权, 上市多年原创始团队逐步减持, 并且将恒生集团股权出让。

目前从股权结构来看, 公司大股东可以分为三类: 控股股东、创始人股东和机构投资者。控股股东方面, 2014 年蚂蚁金服就通过浙江融信实现了对恒生集团的控制, 公司也随着成为蚂蚁金服旗下的首家金融 IT 类上市公司。2019 年 4 月蚂蚁金服完成对公司控股股东恒生集团 100% 股权收购, 蚂蚁金服由间接变更为直接持有恒生集团 100% 股权。蚂蚁金服入主成为控股股东, 公司享受到了技术助力与资源协同。利用蚂蚁金服和阿里云在云计算、云服务的优势, 推动恒生电子加速向“大中台”、SaaS、AI、大数据等金融科技加速落地。蚂蚁金服控股恒生电子之后直接提升了公司的底层技术能力和差异化竞争能力, 拉开了与竞争对手的差距。

截至去年底, 周林根、彭政纲等创始人组成的高管团队共持有公司 4.77% 股份, 该团队拥有较强的技术背景, 多年的行业积累。管理层坚持客户为本、质量第一的经营理念, 多年专注于金融 IT 市场, 公司市场份额和经营业绩逐年提升, 确立了行业龙头的地位。

图表 2: 2020 年恒生电子股权结构



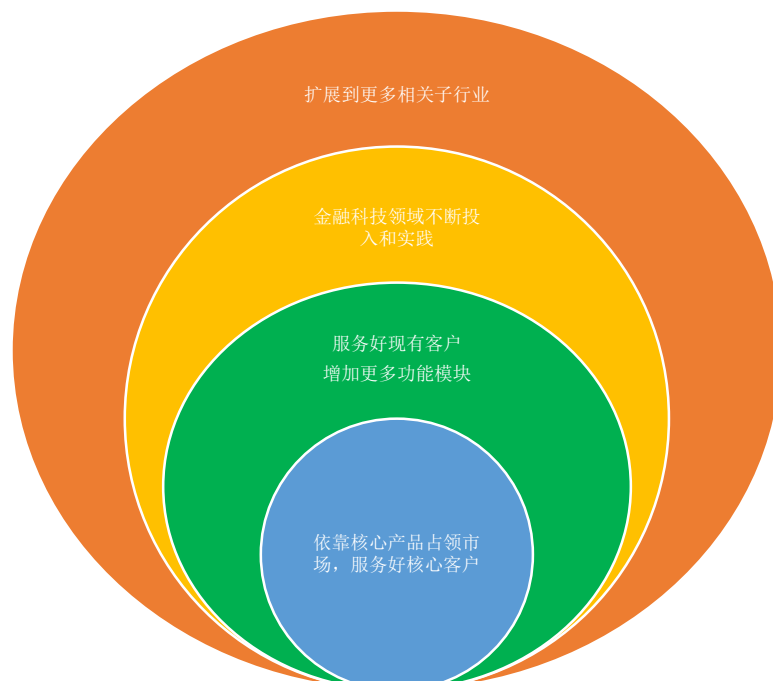
来源: 公司年报, 国联证券研究所

### 1.3. 不断拓展产品和能力边界终成一站式金融解决方案提供商

在金融数字化转型升级大背景下, 公司聚焦于金融 IT 领域, 公司从流程数字化逐步深入到业务数字化, 并不断进行金融科技智能化应用的探索, 不断在细分领域做大、做强、做深入。

最初依靠一款核心产品进入市场, 同时用心服务好客户, 接下来不断挖掘客户需求, 不断提供定制化服务并且很好地将其产品化在行业内推广, 更多的功能模块开始在客户侧应用。持续不断地保持高强度的研发投入, 积极布局金融科技, 充分利用自己的客户基础赢得布点机会; 逐步成为面向证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等客户提供一站式金融科技解决方案。

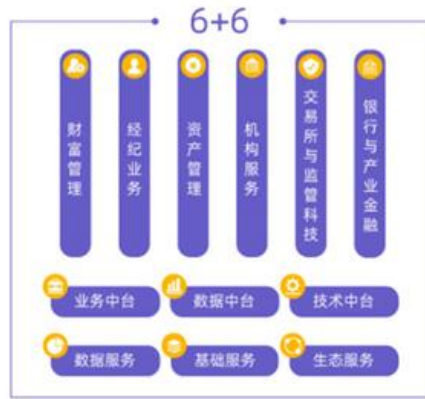
图表 3: 恒生电子步步为“赢”的发展战略



来源: 国联证券研究所

2020年，公司继续优化“6+6”业务结构，完善一站式解决方案，并提炼相应品牌，其中UF3.0、O45等重量级产品已经开始布点成功，并且逐步进入升级推广期。

图表 4: 恒生电子的业务 6+6 业务结构

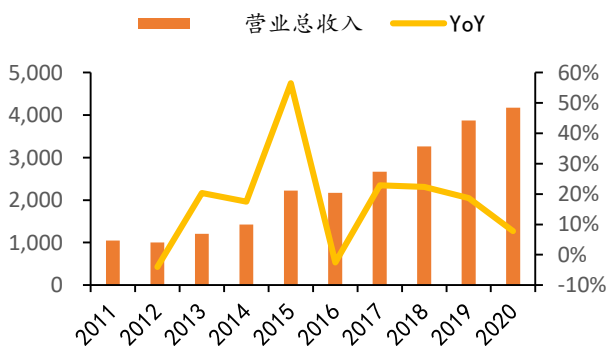


来源：公司官网，国联证券研究所

#### 1.4. 业绩稳中有升，长期回报可观

公司收入主要来源于软件产品销售收入，及各类平台服务、应用服务、运营服务、数据服务等增值服务收入。恒生电子主要客户券商和基金客户有周期性，通常券商利润好的年份相应的支出会有所增加，反之亦然。从业绩表现上看，公司业绩在 2015 年大幅攀升，但是随着股市牛熊转换 2016 年净利润大幅下滑。主要原因有两点：1、当年客户支出下滑；2、计提子公司恒生网络被证监会罚没 4.4 亿金额所致。2020 年毛利率下滑是由于采用新的会计准则，对收入确认和成本计算发生了调整所致，出于审慎的原则，公司一直将研发支出 100% 费用化。

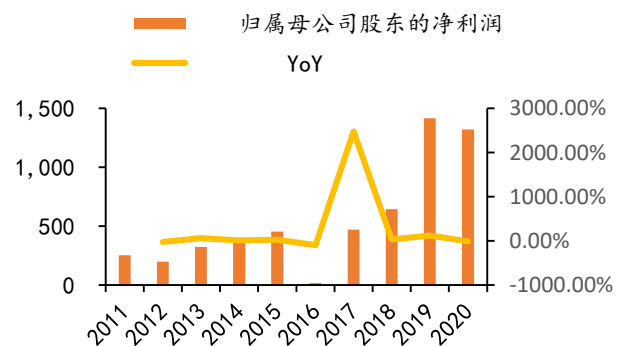
图表 5: 恒生电子近 10 年营业收入以及增长率



来源：Wind，国联证券研究所

单位 百万元

图表 6: 归属母公司股东的净利润及增长率



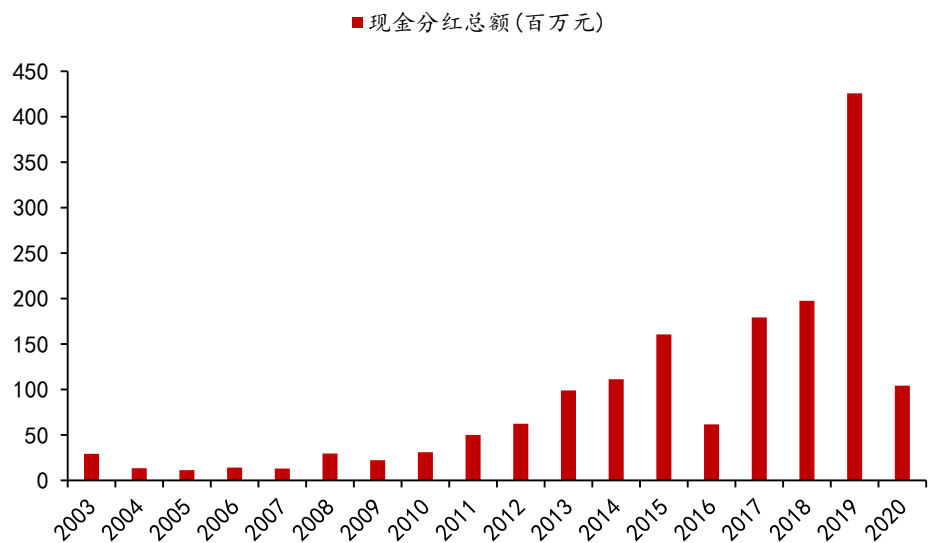
来源：Wind，国联证券研究所

单位 百万元

#### 一次融资、持续分红，长期回报惊人

恒生电子上市以来坚持分红，累计分红超过 15 亿元，近 8 年分红率稳定在 30% 左右。公司稳健经营，轻资产运营，现金流非常好，每年还能产生一些理财和投资收益。

图表 7: 恒生电子历年分红情况汇总



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 资本市场 IT 行业前景广阔

### 2.1. 国内金融 IT 行业概况

金融 IT (也叫金融信息技术) 指应用 IT 技术到金融行业中, 是中国信息化建设中最重要行业之一, 包含了银行、证券、保险等企业全部的 IT 应用。金融业由于其本身的交易密集型和信息密集型特征, 具有与信息技术高度融合的天然属性。现代金融业的特征之一是对 IT 系统的高度依赖, 其业务开展和经营管理通过 IT 系统完成, 金融创新及风险管控也主要通过 IT 技术手段实现。同时, 金融业作为现代经济社会的核心, 关系到经济的正常运行和社会的和谐稳定, 因此金融行业对 IT 系统的稳定性和复杂性的要求明显高于其他行业。

20 世纪 60 年代以来, 银行、证券和保险业纷纷开始用计算机来代替手工作业, 标志着信息化历程的开始。20 世纪 90 年代后期随着互联网时代的到来, 金融行业信息化进程得到了快速发展。资本市场 IT 泛指银行, 证券, 基金, 保险行业与投资, 理财, 交易相关的业务所涉及的 IT 系统, 包括并且不限于硬件, 软件, 服务等方面。

中国正在通过金融科技创新重塑金融基础设施体系, 实现对金融发达国家综合能力的超越。

### 2.2. 金融 IT 主要参与者: 跨国巨头与本土巨头并存

国内金融 IT 行业里主要的产品和解决方案提供商分为以下四大类:

- 1、基础软硬件供应商: 例如 IBM、Oracle、浪潮, 新华三, 华为等;
- 2、传统 IT 软件供应商: 例如: 恒生电子、金证股份、赢时胜、金仕达, 顶点软件、长亮科技等;



- 3、金融云厂商：例如阿里云，百度云，腾讯云，京东云，华为云等；
- 4、金融科技公司：例如蚂蚁金服，腾讯金融科技，京东数科，以及大量的初创型企业，如数联铭品，旷视，同盾科技等

图表 8：国内主流金融 IT 产品和解决方案提供商



来源：国联证券研究所整理

恒生电子所属的细分子行业为独立的软件/解决方案提供商（以下简称 ISV），其产品为传统金融应用软件，产品专业性很强，涉及信息技术和金融行业领域。ISV 需要对金融行业和整个应用环境有较深入的了解，并且能为客户在信息系统建设中提出指导性建议。同时，客户对系统自身的可靠性、稳定性、安全性等方面要求很高，企业以往的项目业绩、行业口碑、系统稳定性等诸多因素直接影响客户的选择。因此，行业经验的积累已成为本行业实质性进入壁垒之一。

经过几年的拓展，互联网巨头发现，无法颠覆这种传统的金融 IT 软件与服务提供商，纷纷采取投资入股的方式进行行业渗透和能力输出，例如恒生电子就是蚂蚁金服布局在金融 IT 领域中的主要控股公司，其还参股了科蓝软件，润和软件等公司。另一家互联网巨头腾讯先后入股金证财富（金证股份子公司）和银行领域 ISV 长亮科技。

近年主要互联网巨头腾讯、阿里、百度和京东通过投资方式绑定金融行业 ISV：

- 2014 年 马云通过杭州恒信入主恒生电子，次年蚂蚁金服成为控股股东；
- 2017 年 腾讯科技入股证券信息化头部公司金证股份子公司金证财富；
- 2018 年 腾讯科技入股银行核心系统主要供应商长亮科技，现为第二大股东；
- 2020 年 百度战略投资宇信科技，“云+AI”规模化落地金融业；
- 2020 年 京东数科并购海益科技进入固收领域，以充实 JT 智管有方在银行间交易和衍生品交易的能力。

图表 9: 互联网金融巨头通过股权投资实现产品和技术输出

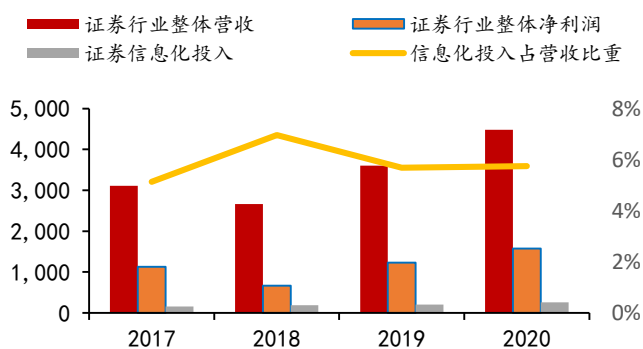


来源: 国联证券研究所

### 2.3. 多重因素驱动市场持续发展

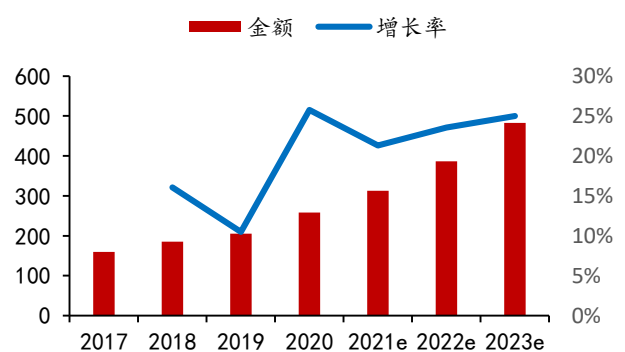
恒生电子所处的主营业务领域证券行业, 在信息技术投入方面经历了以交易无纸化为重点的电子化阶段、以业务线上化为重点的互联网证券阶段, 目前正处于向数字化和智能化转型阶段。证券行业利用数字技术对获客、投资、交易、风控等全流程进行根本性变革, 信息技术投入的重点转变为强化现代科技在投资、顾问、产品、合规、风控、信用等证券领域的深度应用。根据中国证券业协会数据统计, 自 2017 -2020 年, 证券行业对信息技术的累计投入达 800 亿元, 其中 2020 年我国证券行业的信息技术投入超过 250 亿元。资本市场 IT 行业未来仍然具有广阔的前景, 近年投入持续加大。

图表 10: 证券业经营状况及 IT 投入占营收比重



来源: 证券业协会, 券商年报, 艾瑞咨询, 国联证券研究所整理

图表 11: 证券行业信息化投入以及增长率



来源: 证券业协会, 券商年报, 艾瑞咨询, 国联证券研究所整理

### 与国际巨头投入差距仍然巨大

与国外金融机构相比, 国内金融机构在经营范围, 资产规模, 交易品种, 交易规则等方面仍然存在较大差距, 因此体现在技术投入上的差距更加明显。以证券行业为例, 2019 年海外 Top10 投行平均金融科技采购金额为 150.7 亿元, 是国内前 10 券商平均投入的 34.2 倍; 海外 TOP10 投行平均金融科技自研投入 153.5 亿元, 是国内前 10 券商平均投入的 61.7 倍。目前国内金融市场改革开放程度不断扩大, 全球资本流入, 居民财富转移, 国内机构化趋势等因素的共同作用下, 国内金融机构要与国外金融机构同台竞技, 必须不断加强金融科技投入。

## 行业核心驱动因素

### 1) 金融业改革开放带来长期红利

近年来，国内金融行业政策变革不断，包括《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》的发布、新《证券法》实施、创业板注册制推行等，多项改革制度推动中国金融市场稳中向好持续发展，为公司金融业务带来更为广阔的空间。

大资管行业保持高速发展，行业风口持续向主动管理方向转变，管理规模快速增长，量化交易、期权衍生品等投资品种越来越复杂，对于金融机构的科技水平提出更高的要求。大资管时代叠加金融改革开放政策红利，公募投顾、REITs 及 T+0 等拉动行业需求。公司所处的资管 IT 赛道一方面受益于居民财富向资本市场持续转移的行业长期红利，另一方面受益于中国金融领域的持续改革与开放带来的政策红利。未来几年我们预测 T+0 试点、REITs 及全面注册制将陆续开展。

### 2) 监管要求提升行业整体投入规模

2018 年考核标准：信息技术投入考核值=本年信息技术投入+本年信息技术人员薪酬\*120%-上年专项合并营业收入\*3%

2020 年新修改的标准为：优化信息技术投入评价方式。将“信息系统建设投入排名”绝对数指标，调整为“信息技术投入金额”相对数指标。即 4 “信息技术投入金额位于行业平均数以上，且投入金额占营业收入的比例位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分”，以更好地体现证券公司对信息技术投入的重视程度。业界普遍预计，此举将进一步鼓励中小型证券公司的加大信息化投入力度。

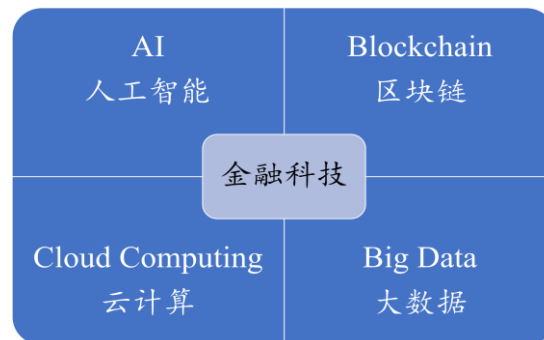
### 3) 信创产业升级带来国产化替代机会

习总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时指出“要加快金融市场基础设施建设，稳步推进金融业关键信息基础设施国产化。”国家对于信创产业的要求在不断提升，行业快速升级换代已在进行当中。金融行业过去由于业务的特殊性，部分核心产品确实、性能较弱、稳定性不足等原因，进展较慢。随着国产产品和技术性能和稳定性的提升，云计算等产品架构的升级换代，有望加速信创普及。

### 4) 金融科技带来新应用场景

在科技赋能金融成为行业共识的情况下，大数据、人工智能、区块链、云计算等前沿技术在金融场景的大力推广和普及。例如：云计算方面 IaaS/PaaS/SaaS 等服务模式已经有规模应用；区块链近年在电子合同、电子发票、数字货币和碳排放交易所等场景有规模应用；大数据方面在反洗钱和合规监管等场景能极大地提升效率；AI 目前在智能客服、智能投顾、智能投研等场景已经批量落地。

图表 12: 金融科技助力金融业向智能化发展



来源: 国联证券研究所整理

## 2.4. 资本市场 IT 马太效应明显: 恒生电子龙头地位稳固

整个行业的壁垒非常深, 多年来尚未有替代方案, 并且核心交易系统没有新进入者。互联网金融公司和金融科技公司通常只能参与少量创新型项目, 行业内主要参与者均是有多年经验的行业幸存者, 受监管制约, 目前主要的商业模式均是软件产品销售, 维保服务, 定制化服务, 系统集成等传统服务, 云计算方面受政策限制仍然主要应用场景为券商灾备中心、混合云和部分新兴私募基金的公有云服务上。

图表 13: 行业壁垒很深马太效应显著

行业内现存的竞争者	目前市场格局比较稳定, 行业内竞争压力较弱; 经过 20 多年的发展, 行业内形成两强格局: 截至 2020 年恒生电子和金证股份合计占比近 90%、顶点软件、金仕达、赢时胜等只能耕耘细分市场;
对供应商的议价能力	行业内公司对上游供应商议价能力较强 上游供应商主要有两类: 一种是通用软硬件, 目前属于标品, 过剩状态, 供应方较多; 第二种是人力外包方, 目前行业内入门型人才供给过剩;
对买方的议价能力	对买方议价能力强 买方多为中大型金融机构如证券, 基金, 保险等, 但是此类产品专业性较强, 切换成本极高, 不同模块之间有极强的关联性, 导致客户经常需要单一来源采购, 从行业内公司毛利水平看出, 对买方议价能力强
替代者威胁	威胁弱 行业壁垒较深, 经过多年的积累护城河很深, 目前尚没有新出现的替代者出现;
潜在进入者的威胁	威胁中等 随着金融科技的迅速推广, 一大批互联网金融科技公司和初创企业利用自身在服务终端消费者的经验和技能涉足此领域, 例如, 安全, 风控, AI 等

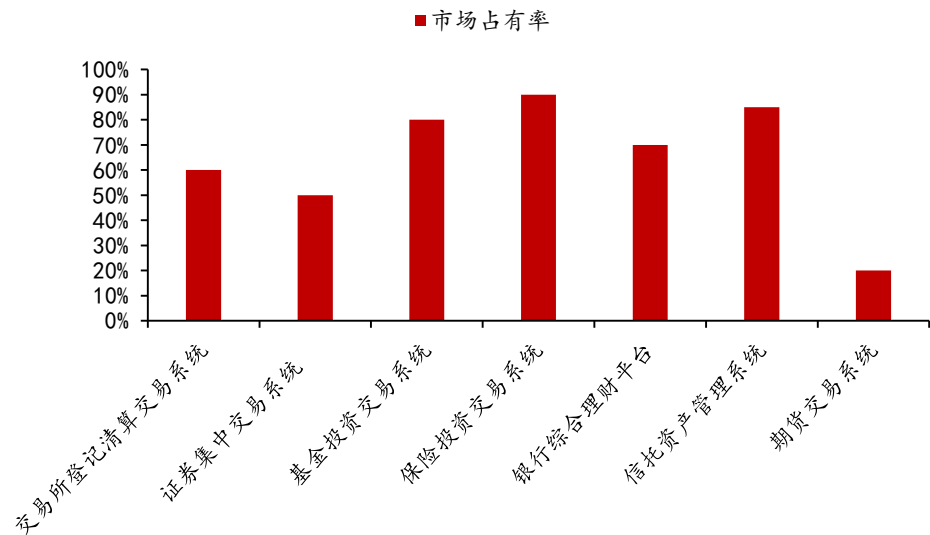
来源: 国联证券研究所整理

恒生电子经过多年积累以及通过并购整合等手段不断完善自身的产品和解决方案, 目前可以为客户提供一站式金融科技解决方案, 主要产品在行业内处于领先地位,

竞争对手主要有金证股份，金仕达，赢时胜，顶点软件等。从券商核心交易系统市场份额看，恒生电子和金证股份占比近 90%，多年来形成了稳定的行业格局。

截至 2020 年底，恒生电子从市场份额、软件营收规模和盈利能力等方面相比金证股份和其他竞争对手领先优势也非常明显。恒生电子主要产品在相关行业市场占有率情况如下：

图表 14：恒生主要产品市场占有率情况



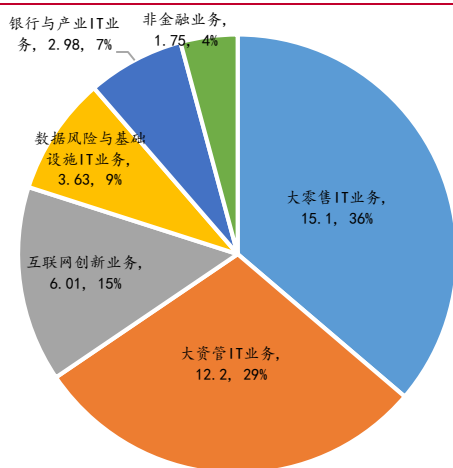
来源：公司年报，国联证券研究所

### 3. 恒生电子公司分析：持续正反馈树立龙头地位

#### 3.1. 资本市场 IT 收入占比近 90%

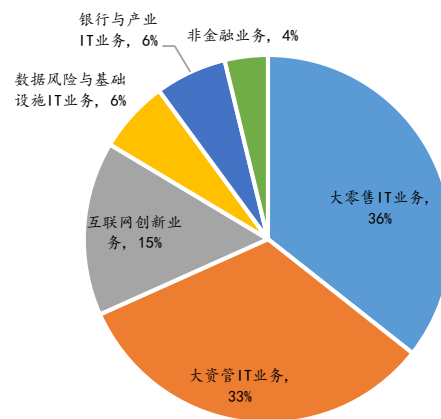
2019 年公司的业务统计口径发生了一次调整，现有业务线分为：大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、数据风险和基础设施 IT、互联网创新业务、银行与产业 IT 业务和非金融业务共 6 个垂直行业。根据 2020 年财报，公司目前的主要收入和利润看，主要营收和利润仍然来自于证券公司和资管机构(除银行和非金融业务之外的所有业务)，占比在 89%和 90%。其中大零售 IT、大资管 IT 仍然贡献最大的比重，互联网创新业务营收占比达到 15%，利润贡献 15%，数据风险与基础业务营收占比 9%，利润贡献 6%，银行与产业 IT、非金融业务占比和利润贡献接近 10%。

图表 15: 2020 年恒生电子主营业务分业务金额以及占比



来源: 公司年报, 国联证券研究所整理 单位: 亿元

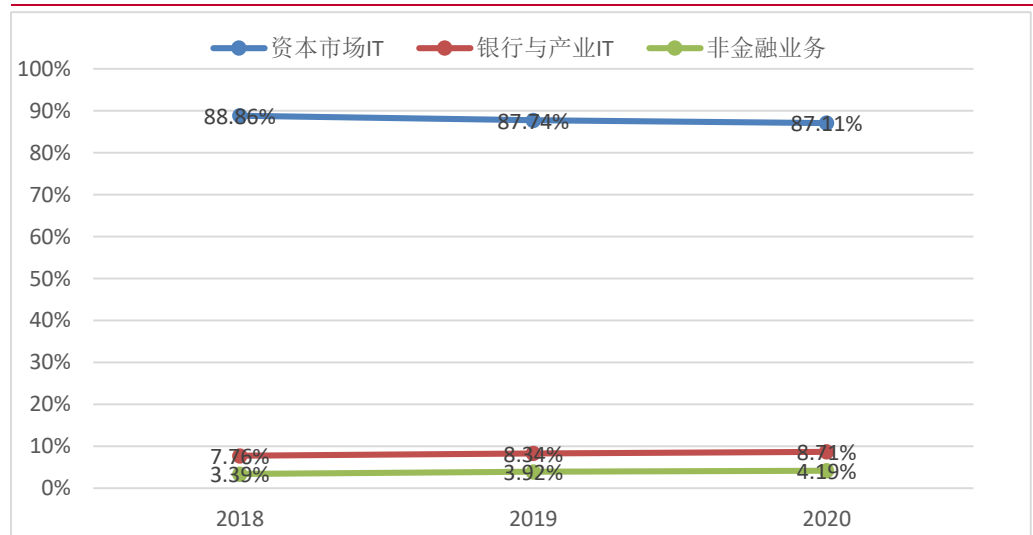
图表 16: 2020 年恒生电子各个业务线利润贡献占比



来源: 公司年报, 国联证券研究所

近 3 年营收表明, 公司的主营收入和利润来源仍然依靠券商和资管行业, 其他业务虽然呈现出少量增长势头但是占比仍然较小。

图表 17: 恒生电子近 3 年主营业务收入占比变动情况



来源: 公司年报, 国联证券研究所整理 单位: 万元

### 3.2. 持续正反馈树立核心竞争优势

#### 1) 核心系统先发优势明显

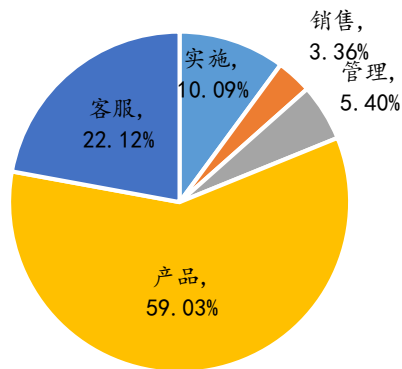
金融 IT 行业本身对技术要求较高, 相对于行业内新进入的竞争者, 公司拥有 25 年的持续经营经验, 获得了对客户业务的认知以及积累了能提供全面、复杂的客户服务能力。行业内各个产品高度封闭, 互不兼容, 各个模块耦合性高, 很多模块增补直接采用单一来源采购的模式, 这种招标模式对已经处于头部的恒生电子极其有利。

金融机构对稳定、安全、长期优质服务的属性又使客户更倾向于选择行业领先公司的产品与服务。

#### 2) 人才体系完备

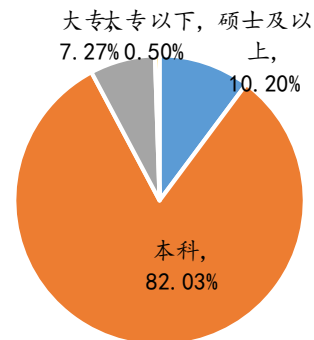
公司不断充实行业尖端人才，构建了较为完善的研发、产品体系和团队，2020 年公司拥有硕士以上(含博士)学历的员工有 993 多人，其中公司研发人员数量为 5749 人，占公司总人数比为 59.03%。

图表 18: 恒生电子专业构成比例



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 19: 恒生电子人员教育程度占比



来源：公司年报，国联证券研究所

### 3) 持续加大研发投入拓宽护城河

公司 2020 年的研发费用投入总计 14.96 亿元人民币，占营业收入的 35.85%。公司无论是研发人员数量还是研发费用投入均在业内处于领先水平，保证了恒生源源不断的创新能力。

在以用户为本的理念下，持续不断的研发投入，逐渐拉开了与竞争对手的差距，更加稳固了市场地位。

### 4) 技术产品和系统不断升级迭代提升用户满意度

恒生对技术，产品和系统的迭代中不断升级，帮助客户满足各种新增功能，不断提升产品性能，稳定性和可靠性。

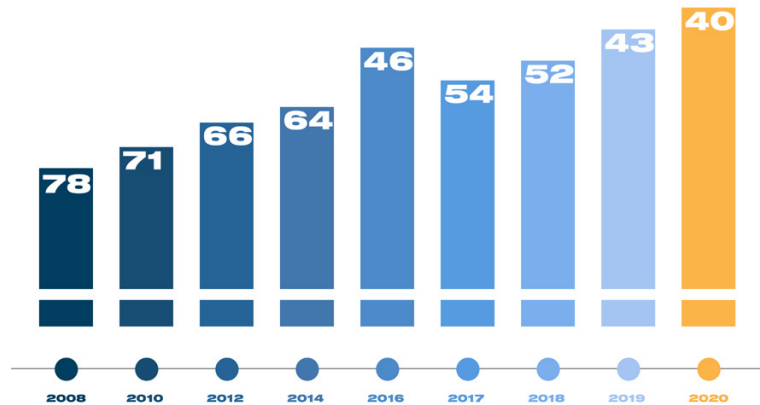
以交易系统为例，从恒生 98 版、企业版、恒生 06 版，UF2.0，再到 2020 年推出的 UF3.0；

2020 年推出了新一代资产管理一站式解决方案 O45；

### 5) 金融科技能力持续提升

近几年来公司正在迅速追赶、不断拉近与国际领先的金融科技巨头公司的差距，在 IDC Fintech Rankings 100 排名中，公司排名整体呈上升趋势，2020 年排名为 40 位。

图表 20: 恒生电子近年 IDC Fintech 排名



来源：公司年报

金融科技助力券商提升综合竞争力，形成差异化竞争优势。在成本节约层面，通过移动互联网、人脸识别、OCR、智能客服等手段做到客户、业务、产品、服务、运营线上化，帮助券商在佣金率持续下降的时代持续降低整体运行成本和单个客户服务边际成本；在精准营销层面，通过大数据等技术建设客户分层服务体系，智能评估客户风险偏好以匹配风险组合，从而提升营销效率，为逐步固化的传统经纪业务开拓新的市场空间。

恒生作为国内头部金融科技公司，2020 年在新技术的应用方面获得了丰富的成果。公司持续推进人工智能产品迭代和业务落地，共发布了 20 多个 AI 产品。2020 年度，AI 产品新增签约 172 家，新增上线 135 家，智能客服、智能投顾、智能投研拓展较好，其中智能客服领域在头部客户华泰证券、海通证券落地上线。

区块链：发布了 HSL2.0 并落地应用，完成了在供应链金融、Baas、底层链、积分治理、电子证据等 5 场景中的成功落地，2020 年签约了 12 家客户，TPS>10000；在运营方面，范太联盟节点数已经达到 5 个。

极速交易系统领域：从 2019 年开始应用的全内存技术急速交易系统 UST 在财通证券上线，交易核心穿透时间 8 微秒。2020 年公司的 UFT 极速交易系统在国泰君安，中信建投等头部券商上线，延时缩短至 2-3 微秒。2021 年 5 月恒生电子发布了新一代低延时、分布式、高可用技术平台 LDP。采用软硬件结合方案，支持使用多个 FPGA 组成计算网络，具备低延时、高并发、高可用、开放等特性，助力金融机构业务快速迭代。最新数据显示，LDP 平台可实现端到端延时 SHM 小于 250 纳秒，网络延迟小于 2.3 微秒，TPS 大于 1500 万，并支持业务方案秒级切换，RPO 为 0。

## 6) 积极通过并购与投资夯实龙头地位

为了巩固优势地位，公司仍然在不断拓展新的业务领域，比如通过收购兼并、成立合资公司等进入债券市场发行网络、保险核心系统等业务领域，完善数据业务，使得公司能够短时间内确立新业务的技术领先地位。

2020 年，为了加强在数据治理领域的布局，公司控股并购了安正软件，与公司原有的数据中台业务进行整合。公司控股了金纳软件，并和公司交易系统相结合，强化在算法交易领域的市场地位。公司还并购了保泰科技，切入保险科技领域。2021 年初举牌证券行业另一个 IT 服务商赢时胜。



同时，公司的国际化战略继续推进落实，与 Finastra 公司签署战略合作协议，以 FusionInvest 软件为基础，通过消化吸收后与公司的投资交易系统实现协同联动，形成投研一体化解决方案，强化公司在投资组合和投资交易整体解决方案上的领先优势。公司继续推进在金融科技生态领域的投资布局，主要侧重在细分技术领域有优势的创业公司，继续投资了道客网络、标贝科技，加强在容器领域和智能语音技术领域的布局；投资了同创永益，加强在业务连续性管理领域的业务协同。

### 3.3.HOMS 事件解决完毕，利于公司轻装上阵

跟踪近几年恒生电子财报发现，2019 年实现营业收入 38.72 亿元，同比增长 18.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.16 亿元，同比增长 119.39%；实现扣除非经常性损益的净利润 8.90 亿元，同比增长 72.54%。值得注意的是，其他应付款为 5.41 亿元，其中 4.14 亿元为罚款支出，占比 76.52%。

2020 年 4 月 20 日，杭州恒生网络技术服务有限公司企业名称变更为杭州骆峰网络技术服务有限公司。

2020 年 6 月 24 日，恒生电子发布公告称，旗下控股子公司杭州骆峰网络技术服务有限公司(以下简称“骆峰网络”)申请破产清算事项获得法院受理。

2020 年年报中，公司其他应付款项大幅度减少 4.14 亿，与前期公告吻合，至此，从法律和财务两个维度看，恒生网络事件得以解决，后续不会继续影响公司利润。

**图表 21：骆峰网络（前恒生网络）破产清算财务处理**

项目名称	本期期末数	本期期末占总资产的比例	上期期末数	上期期末数占总资产的比例	本期期末金额较上期期末变动比例%	情况说明
其他应付款	128, 629, 520.86	1.29%	540, 930,362.12	6.47%	-76.22	主要系公司本期骆峰网络破产清算不在计入合并范围所致

来源：公司年报，国联证券研究所整理

### 3.4.股权激励为持续发展提供人才保障

公司上市多年股权较为分散，且地处杭州互联网创业热点区域，如何留住核心骨干人才也是公司未来发展的一个挑战。为此公司建立了长效激励机制，面向公司核心骨干人员实施一系列股权激励举措，以充分调动核心人才的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队的利益结合在一起。

2020 年推出的员工持股计划的参加对象为公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、公司及控股子公司中层管理人员、骨干员工以及公司董事会认为应当激励的其他员工。参加本次员工持股计划的员工总人数不超过 5500 人，占公司总体人数超过 60%，其中董监高 16 人。此次员工持股计划是公司成立以来规模最大的一次，有利于未来 3 年保持核心骨干人员稳定，可以有效缓解长期以来公司人均收入较低而导致的人员流失问题。让更多员工能分享到公司成长的成果，同时也让公司的激励

制度更加多元化。

2021年3月5日，公司完成回购，已实际回购公司股份839.574万股，占公司总股本的0.8041%，回购均价95.28元/股，使用资金总额约8亿元。

### 3.5. 财务表现出类拔萃

#### 不存在单一大客户依赖

从2013年-2020年Top5客户采购金额不超过6%，其中单一大客户年销售金额不超过公司总收入的2%，因此不存在单一大客户依赖。

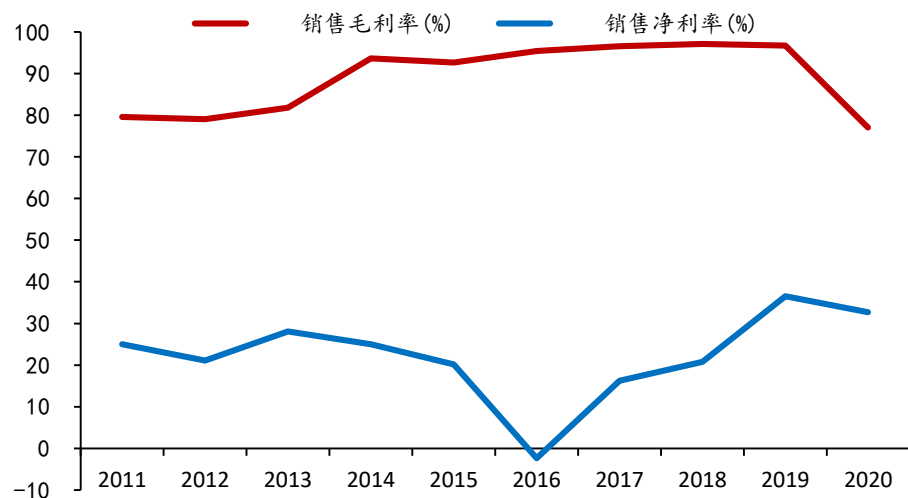
2014年前五名客户销售额18,573.48万元，占年度销售总额4.80%；

2020年前五名客户销售额20,574.01万元，占年度销售总额4.93%，前五名客户销售额中关联方销售额0万元，表明主要收入来源并不依赖于关联交易。

#### 利润水平表现行业内突出

恒生电子的毛利率从2014年到2019年连续6年超过90%，2018年更是高达97.11%，2020年因为采用新的会计准则，毛利水平有所下降，但净利率水平仍然处于行业领先地位。

图表 22: 恒生电子销售毛利率和净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

2016-2019年之间，按照原有会计准则公司毛利持续保持在95%以上，2020年全年毛利率77.1%，同比降低19.7ppt，主要由新收入准则下将合同履约成本与收入配比计入营业成本，大幅拉升营业成本所致。

2020年公司项目实施受疫情冲击，上半年项目交付困难较大，导致部分项目验收推迟，影响2020年的营收和利润增长。通常公司的项目周期为3-9个月，金融机构一般都在第二或者第四季度进行结算和项目验收，所以公司的收入呈现明显的季节性特征，第四季度单季度的收入一般占到公司全年收入的40%左右。软件收入确认从完工百分比法切换为终验法，导致Q4部分项目未计入营收，只计入了合同负债。

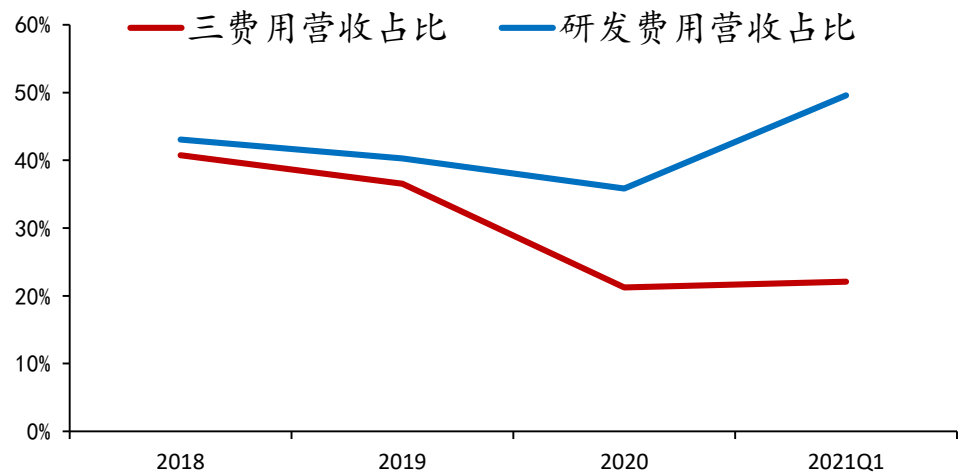
我们认为上述调整仅仅是会计新规引发的记账变化,我们判断对公司财年整体净利润和净资产收益率没有负面影响,且2021年营收会将部分2020年受疫情影响未完成项目产生的收入集中体现。

### 费用控制在合理水平

为巩固行业领先地位以及助力金融升级,恒生电子研发投入不断加码,持续进行技术更新和产品迭代。2018年-2020年累计研发投入超过44亿,分别为14.05亿元、15.60亿元和14.96亿元,分别占营收比例为43.05%、40.29%和35.85%。

另一方面公司在三费(管理费用、销售费用、财务费用)控制方面效果显著,其三费占比有逐年下降趋势。2020年下降较大主要系受疫情影响,一方面人员出差减少,客户开始接受远程接入,另外一方面人员增补主要集中在下半年。

图表 23: 恒生电子费用占比

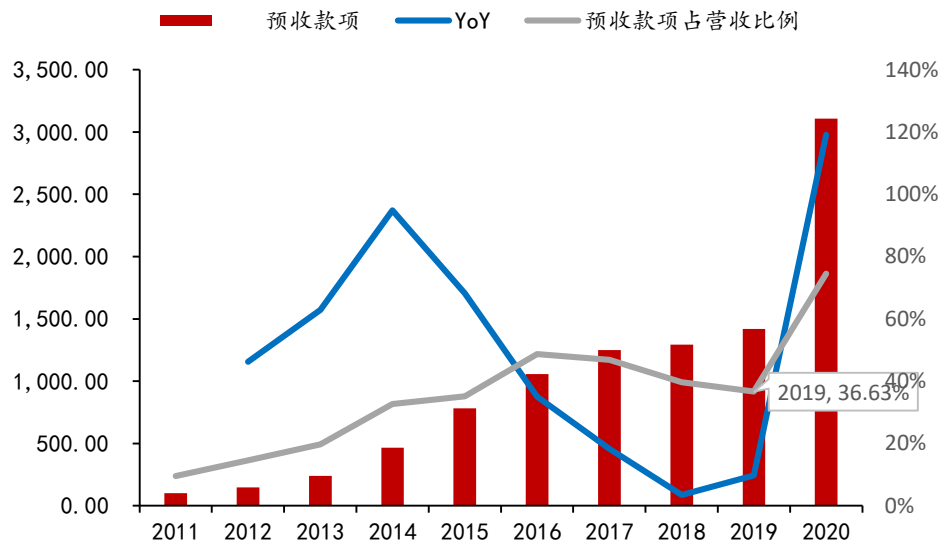


来源: wind, 国联证券研究所

### 预收款项/合同负债显示未来增长潜力

恒生电子主要产品以标准化产品为主,但是金融行业涉及系统非常复杂,且需要较长时间的现场实施,系统对接,测试,上线试运行等多个环节,通常的项目周期为3-9个月。从公司的预收款项(注:新会计准则里采用合同负债进行统计),预付款通常占整个项目金额比例接近30-40%。2020年受疫情影响,项目进度较慢,影响部分项目验收和收入确认。另外根据新会计准则,按照百分比结算的客户付款也只能记录在此项目里,但是随着项目的完工将陆续转换成收入。合同负债部分金额同比增幅,进一步印证我们对公司订单金额短期增幅有保障的判断。

图表 24: 恒生电子预收款项情况

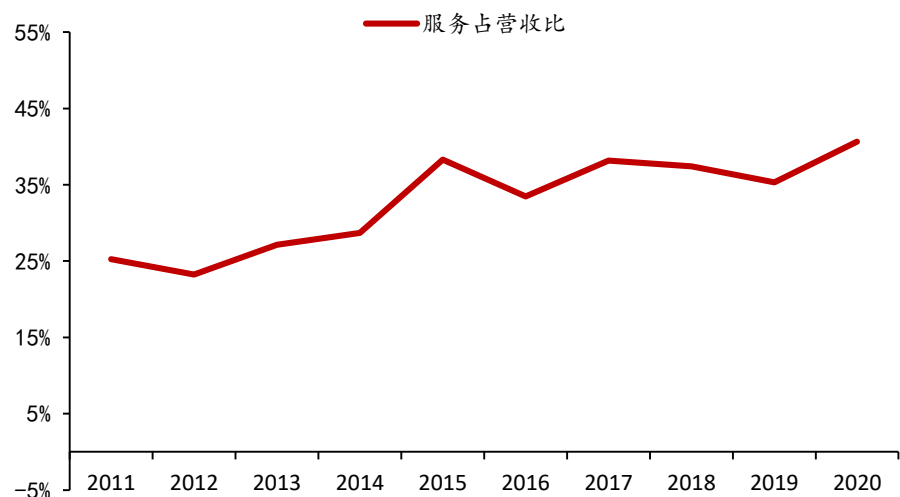


来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.6. 收入结构日趋向好: 服务性收入占比逐步提升

随着存量产品数量和金额增大, 以及云服务等服务类产品的增多, 我们根据财报相关数据测算出公司服务性收入占比逐年提升。考虑到公司产品的生命周期通常为 5-8 年, 部分客户可能实际使用年限甚至更长, 粗略将过去 6-9 年的销售产品 (包括新增系统和定制产品) 金额求和, 得出存量产品总金额区间约为 110 亿—140 亿, 按照金融 IT 软件行业年维保费率 10%-15% 估算, 得出每年的维保服务收费金额约为 8.8-16.5 亿之间, 这部分每年可以收取比较稳定的维保费用。

图表 25: 恒生电子服务性收入占比逐年提升

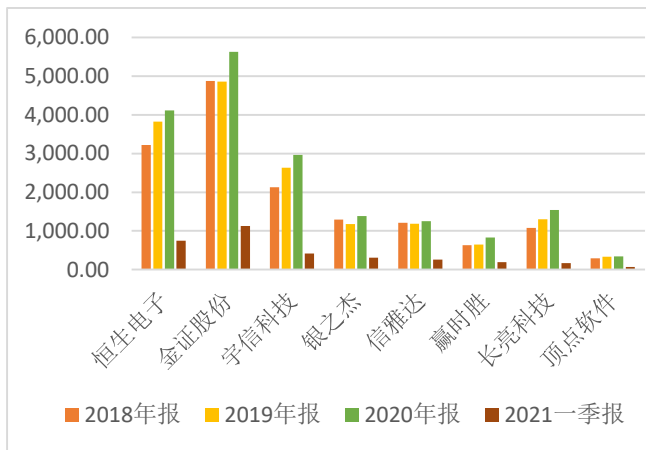


来源: 公司年报, 国联证券研究所测算

### 与同行业内公司比较优势明显

通过对比行业内主要上市公司的营收、净利润、毛利率，可以明显看出恒生电子的各项财务指标明显好于其他竞争对手，过去表现一直领先同行业竞争对手。

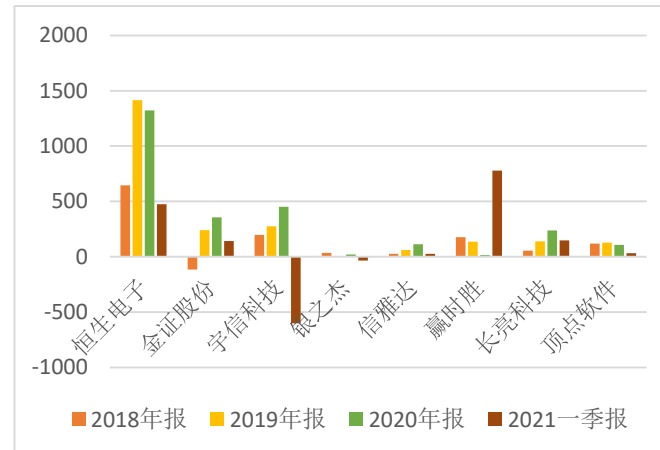
图表 26: 金融 IT 行业相关公司近 3 年营收对比



来源: wind, 国联证券研究所

单位: 百万人民币

图表 27: 金融 IT 行业相关公司近 3 年净利润对比

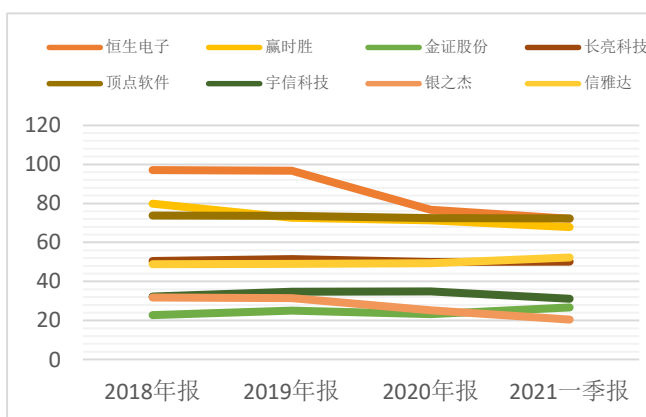


来源: wind, 国联证券研究所

单位: 百万人民币

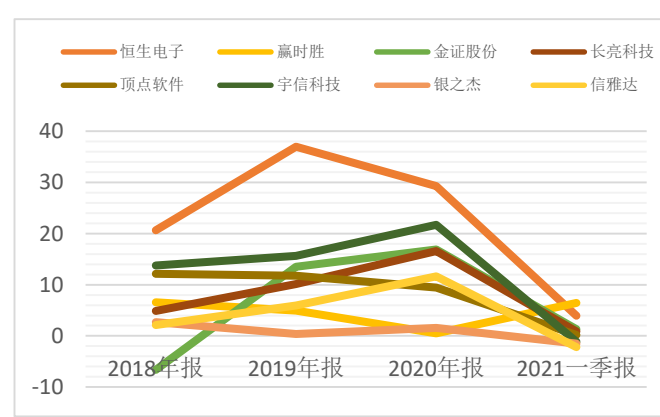
证券行业主要竞争对手金证股份目前营收的大部分来自于其下属全资子公司深圳市齐普生科技股份有限公司的 IT 分销业务，此类业务利润率较低，且与公司金融 IT 软件业务关联度较低。赢时胜公司产品线比较单一且营收金额较小，2021 年 Q1 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 208.67 万元。

图表 28: 金融 IT 行业相关公司近 3 年毛利率对比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 金融 IT 行业相关公司近 3 年 ROE 对比



来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.7. 高强度研发投入护航公司长期高回报

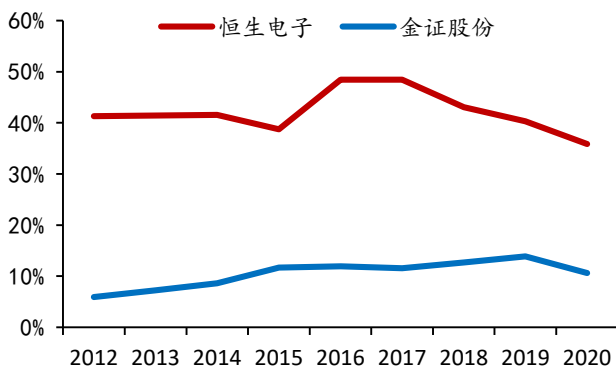
公司所处的计算机软件行业，技术发展日新月异，竞争激烈，为了保持公司的持续竞争力，行业内公司必须要把利润不断地投入研发，开发出更多更好的产品，提

升客户满意度，进一步夯实自己的市场份额和地位，才能为公司和股东带来更大的投资回报。通常研发投入占比高的公司长期的 ROE 水平会更高。我们对比两组参照组：一组是同行业内的主要竞争对手金证股份；另一组是与 A 股其他两家行业龙头用友网络和卫宁健康。（注：数据来源中的研发投入来自 Wind，2018 年及其之后数据为单独披露数据，2018 年之前数据为财务附注中披露的研发投入，其中包括资本化和费用化的研发支出；若利润表中未披露研发费用，则为“支付的其他与经营有关的现金”中的研发费用）

### 与主要竞争对手金证股份对比研发投入和 ROE

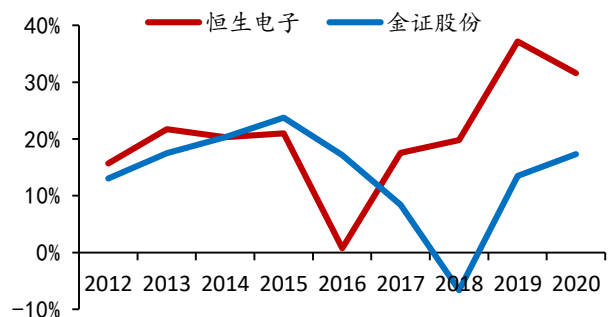
过去 10 年恒生电子与主要竞争对手金证股份在行业内几乎同时起步，均为资本市场 IT 龙头，两家公司整体的市占率接近 90%，营收体量较为接近，可比性比较强。从研发投入看，恒生电子持续高比例投入，所占比例约为金证股份的 4 倍。2011-2015 年两家公司的 ROE 水平比较接近，2016 年恒生电子因为遭受证监会 4.14 亿罚款更是落后于金证股份，2017 年之后，恒生电子的 ROE 显著高于金证股份。

图表 30：与金证股份研发投入占比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 31：与金证股份近年 ROE 对比

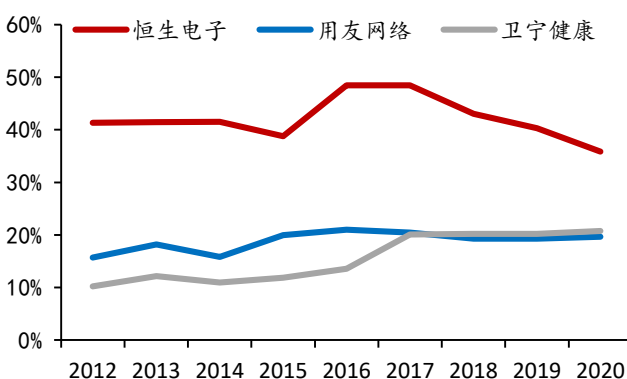


来源：Wind，国联证券研究所

### 与其他行业龙头对比研发投入和 ROE

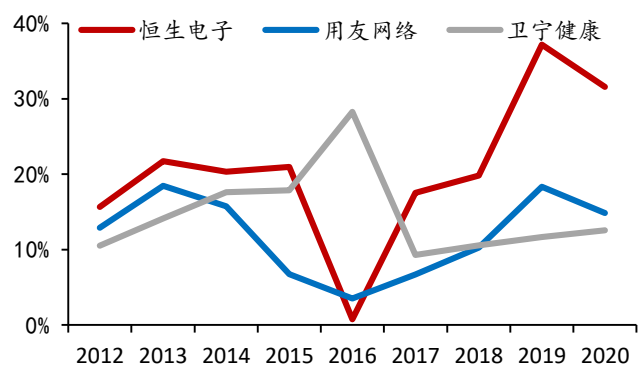
横向对比 A 股另外两家行业龙头分别是 ERP 领域的用友网络，以及医疗行业信息化龙头卫宁健康，3 家公司均为各自领域的龙头，且都有长期稳定的业绩表现，我们通过对比三家公司的研发投入占比和 ROE 情况。

图表 32：与用友网络、卫宁健康研发投入对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 33：与用友网络、卫宁健康 ROE 对比



来源：Wind，国联证券研究所

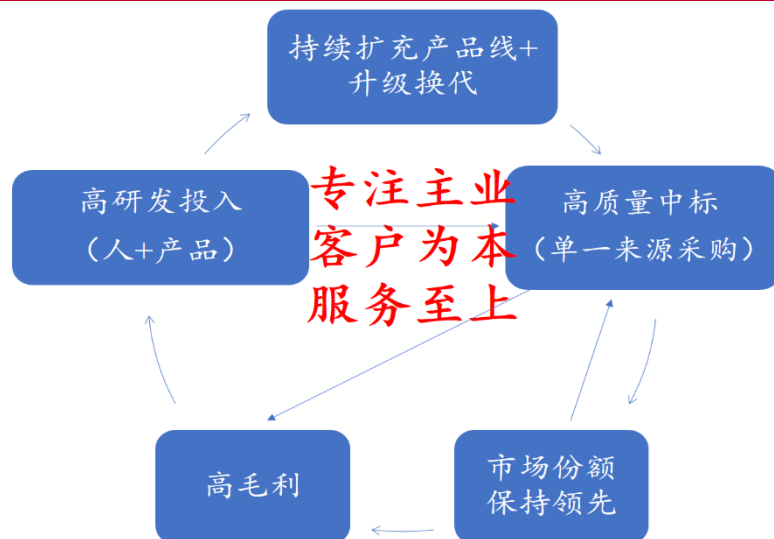
除 2016 年遭遇证监会处罚引起的减值异常，过去 10 年的历史数据看中可以看出，恒生电子整体净资产收益率 ROE 高于其他子行业领头羊，因此可以得出结论，持续的高研发投入能在客观上提升公司的核心竞争力，并且最终体现在公司的 ROE 上，更好地回报股东。

### 3.8. 恒生电子的正反馈示意图

综上，我们简要总结一下公司的竞争优势：

公司始终坚持主业，没有盲目多元化，并且坚持客户为本，服务至上的经营理念这种战略定力是取得今天市场地位的前提。创业初期，公司核心产品起步早，初期市场占有率高，很多项目都是单一来源采购和现有系统扩容，公司可以维持高毛利，有了高利润的支撑就可以持续投入研发投入进行产品升级换代和新产品线拓展，并且可以留住高端跨界人才；产品线长可以进一步降低边际成本，更利于公司的市场拓展，有利于公司市场份额的稳固和进一步扩大，进而强化了行业的龙头地位。

图表 34：恒生电子的正反馈示意图

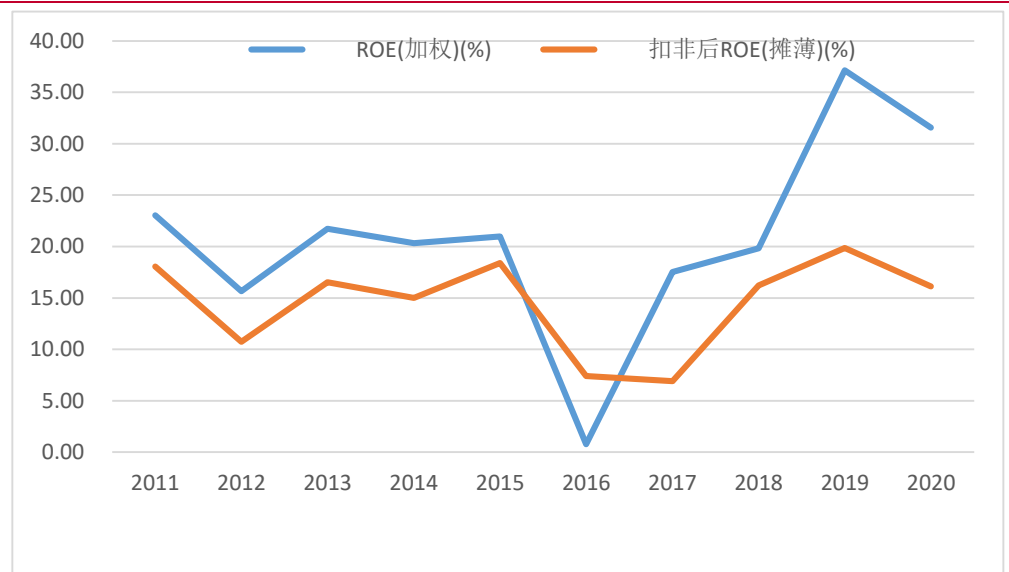


来源：国联证券研究所整理

### 3.9. 净资产收益率持续维持高位

恒生电子近年的 ROE 水平较高，从杜邦分析法和公司财报分析不难得出结论：从近三年净利率水平看，恒生电子的净利率不断提升，2019 和 2020 年接近并超过 30% 主要是由于存在非经常性损益导致的净利润提升，扣除相关因素扣非 ROE 基本恢复到 15-20%，与历年平均水平比较接近。

图表 35: 恒生电子近 10 年 ROE 波动情况

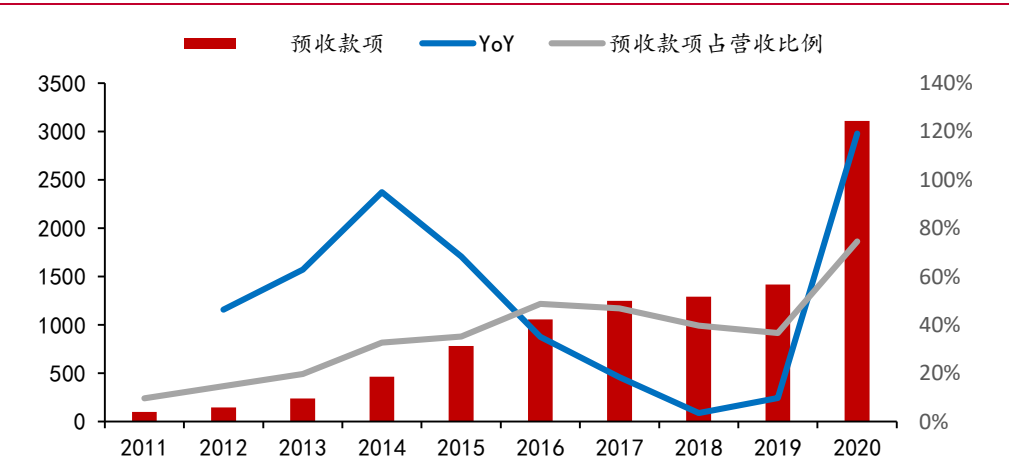


来源: wind, 国联证券研究所

非经常性损益中除一部分政府补贴每年均稳定在 2.2 亿之外, 另一部分来源是公司利用账上现金进行投资理财, 导致的投资性收益较多也在客观上提升了公司的 ROE 水平。

这部分收入看似偶然且不可持续, 实则也有部分必然的成份。主要原因来自于公司的账面现金流和金融资产较多, 其中贡献最大的部分是预收账款/合同负债金额。我们回看了一下近 5 年预收账款占营收比例在 35%-40%左右, 2020 年受疫情和新会计准则影响, 项目验收和计入营业收入的进度调整, 过去按照百分比完工的本可以计入营业收入的部分金额被计入此项, 导致此金额有较大幅度增长, 竟然达到了惊人的 31 亿。

图表 36: 恒生电子近 10 年预收账款/合同负债金额



来源: 国联证券研究所



## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 未来增长确定性强

#### 历史数据显示有望持续增长

公司的主要收入和利润均来自于资本市场 IT，公司的营收和利润与证券市场投资成正相关。依据证券业协会公布的证券行业 IT 投入金额，经过对过去 4 年恒生电子营收占证券市场信息化投入比例的对比发现这一比值相对稳定，且波动较小。考虑到券商 IT 预算采用的是预算制，并且最终用户对人员投入、建设项目、在保产品以及维保费用等最终决策权，并且公司的市场占有率一直稳中有升，因此我们认为历史数据中，各项支出占比具有很强的参考价值。

依据艾瑞咨询对证券行业 IT 投入未来 3 年预测金额，我们取过去 4 年平均占比进行预测，未来 3 年的营收将达到 53.9 亿，66.5 亿和 83.2 亿。

**图表 37: 恒生电子营收与证券行业信息化投入比例相对稳定**

年份	证券行业 IT 投入 证券业协会公布值	恒生整体收入 上市公司年报	收入占整体行业比重 计算值
2017A	159.9	26.0	16.26%
2018A	185.6	32.6	17.57%
2019A	205.0	38.7	18.88%
2020A	257.8	41.7	16.18%
	艾瑞咨询预测值	国联证券测算值	过去 4 年平均占比
2021E	312.7	53.9	17.22%
2022E	386.3	66.5	17.22%
2023E	482.9	83.2	17.22%

来源：证券业协会，艾瑞咨询，国联证券研究所

单位：亿元

#### 政策红利叠加产品升级改造提供确定性增量

2019 年开始的科创板注册制和创业板注册制，相关客户的系统改造为公司带来了新的增量。

2020 年 10 月，国务院副总理刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会专题会议，明确提出全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制。中国证监会分别召开党委会和党委理论中心组扩大学习会。会议强调，以注册制和退市制度改革为抓手，带动发行承销、交易、持续监管、投资者保护等各环节关键制度创新，全面加强资本市场基础制度建设。我们预计未来资本市场会加大改革开放力度，为整个行业带来新增和改造的巨大空间。

创业板注册制执行过程中覆盖了上市发行、投资者适当性、交易、两融、退市等环节。恒生电子前期积极参与了创业板注册制技术方案的讨论和研究，项目改造的方案涉及经纪、资产管理、自营、风控合规、投行业务等多套系统的新建、升级和改造，整个改造涉及 57 个产品的 62 个产品模块。

参考创业板注册制范围和金额，保守估计，如果未来 3 年内中国证券市场推行全面注册制，预计改造整体空间保守估计有 8 亿新增市场空间，结合公司市场份额，预计可以新增 5.5 亿营业收入（谨慎起见暂未纳入盈利预测）。具体测算数据如下：

**图表 38: 实行全面注册制新增改造机会**

	预计金额	数量	份额	预计收入
核心交易系统改造	300	138	50%	20700
资管投资交易管理系统	150	143	90%	19305
银行理财子公司	150	24	65%	2340
保险资管	150	28	90%	3780
信托公司	150	68	90%	9180
合计				55305

来源：招采网、国联证券研究所测算 单位：万元

公司 2013-2015 年现有产品经历了一次升级换代高峰期，期间公司业绩有较大幅度的提升，根据产品的生命周期，目前正处在新版本的升级换代周期，因此我们预计未来三年新增的外资券商以及现有客户的升级改造市场空间在未来三年有望达到 41.9 亿，根据恒生电子的市场份额，预计可以新增收入 26.7 亿。

**图表 39: 核心产品未来 3 年升级换代空间测算**

核心产品升级换代空间测算					
	预计金额 (万元)	数量	空间金额	份额	预计收入 (万元)
核心交易系统升级换代	2000	138	276000	50%	138000
资管投资交易管理系统	1000	143	143000	90%	128700
合计					266700

来源：国联证券研究所测算

金融科技产品单体金额较小且目前公示信息较少，选取其中近期比较热点的一个子产品低延时交易系统作为参考。每套系统软件部分金额约 250 万，预估 3 年内约 50% 券商提供此类服务，约有 1.75 亿新增市场空间，如果采用 FPGA 等硬件加速方案，市场空间将超过 3 亿。

**图表 40: 友商低延时交易系统中标金额**

招标单位	项目名称	中标厂商	金额
国信证券股份有限公司	新一代低延时极速交易系统建设项目	深圳华锐金融技术股份有限公司	260 万元

来源: 招标采购网, 国联证券研究所

参考恒生电子近年中标情况, 典型中标项目如下:

**图表 41: 恒生电子近 3 年典型中标项目清单**

	参考项目	中标金额 (万元)
新增	招商证券股份有限公司投研数据集市项目	218
	华金证券股份有限公司 2019 年下半年度恒生电子相关系统模块打包采购项目成交公告	1200
	华金证券股份有限公司采购恒生 O32 系统及估值系统增值模块项目成交公告	510
	2020 年 10 月长城证券资产管理部采购恒生 O32 科创板交易模块及创业板注册制投资及估值模块第 2 轮询价书的采购结果	188.4
	2020 年 9 月长城证券恒生企业风险管理平台及合规管理系统创业板改造升级服务采购第 2 轮询价书的采购结果	29
	中邮保险恒生投资一体化管理系统拓展功能模块项目	895
	贵阳银行活期理财产品杠杆管理项目成交公告	34
	贵阳银行人行监管报表报送平台采购项目成交公告	54
	贵阳银行理财系统养老 fof 理财项目成交公告	62
	贵阳银行理财代销系统项目成交公告	64
	贵阳银行理财产品数据移植以及 T+0 货币式净值模板项目成交公告	68
改造	华龙证券 PB 创业板改造、批量埋单、现货补委托项目成交公告	85
	2020 年 9 月长城证券恒生企业风险管理平台及合规管理系统创业板改造升级服务采购第 2 轮询价书的采购结果	29
维保	2020 年 4 月 15 日长城证券信息技术与金融科技部(筹)恒生 O32 投资系统及恒生估值系统维保服务项目第 3 轮询价书的采购结果	180
	贵阳银行综合理财系统维保项目成交公告	16

来源: 招标采购网、国联证券研究所

### 公司业绩指引业提升增长信心

作为证券资管行业的核心供应商, 公司有在手合同订单、引导用户预算以及销售任务下发多重手段保障营收目标的达成率, 因此, 我们认为公司的业绩指引也对业绩预测有较强的参考性。

根据年报披露,公司预计公司 2021 年主营业务收入预算约为 50.1 亿元人民币,同比增长 20%;近年数据分析表明除特殊年份外公司对于营收增长的计划相对保守。

**图表 42: 近年公司业绩指引情况**

年份	公司预计营收增速	实际增速
2018	15%	22.38%
2019	10%	18.66%
2020	15%	7.77%
2021	20%	

来源: 公司年报

2020 年是证券和资管市场高速增长的一年,但是受疫情影响和 Q3 执行的新会计准则影响业绩有部分的延迟,从 2021Q1 已经可以看出积压的项目正在逐步释放业绩。因此本次设定的 20% 增速可以理解是一个比较基础的增速预测。以增速进行横向比较,2019/2020/2021 三年年初的收入增长预测分别为 10%/15%/20%,同比增长明显,显示公司经营信心逐步增强。与此同时,公司的费用预算也仅作上限参考,人员扩张的同时控费降本工作仍将持续推进,利润端仍有较大释放空间。

综上所述,我们认为以下几个方面的积极迹象表明,公司未来有望取得超预期的增长:

2013 年-2015 年是公司上一代产品的集中中标年份,通常此类产品的生命周期为 5-8 年,预计未来 3 年将迎来集中升级换代。

合同负债方面:合同负债是当前预收款的主要体现项目,2020 年末达到 31.1 亿元,较 2019 年末 24.7 亿元大幅增长 25.9%。

人员扩张方面:面对资本市场大发展的机遇,恒生电子持续进行人员扩张,2020 年员工总数达到 9739 人,比 2019 年增长 2382 人,增幅达到 32.4%,并且 2021 年 Q1 仍然计划继续扩招 1500 人。从公司历史上看,稳健经营超过 25 年,对人力的配比与业务的预判一直比较稳健和保守,此次逆势大规模扩招,我们有理由相信公司此举是为即将到来的业务高峰期做好充足的人力准备。

#### 4.2. 核心假设和盈利预测

核心假设一:公司的市场占有率保持稳定且券商信息化投入如预期稳定增长

核心假设二:新一代产品升级换代如期进行;

核心假设三:产品毛利保持稳定,三费占比保持稳定;

核心假设四:金融科技业务持续落地;

我们预测营收和利润贡献占比最大的两块业务大零售和大资管业务仍然将在未来 3 年取得较快增速,6 大业务线盈利预测如下:

图表 43: 恒生电子分业务收入与预测 (万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
大零售 IT 业务	147,175	151,016	194,056	242,570	298,361
YoY	18.57%	2.61%	29%	25%	23%
毛利率	97.39%	75.78%	74.91%	75.80%	76.90%
大资管 IT 业务	110,880	122,012	153,736	192,169	230,603
YoY	16.17%	10.04%	26%	25%	20%
毛利率	99.82%	86.00%	86%	87%	87%
银行与产业 IT	32,235	36,293	43,552	52,262	60,102
YoY	27.53%	12.59%	20%	20%	15%
毛利率	95.16%	55.62%	56.20%	57.70%	60.20%
数据风险与基础 IT	26,696	29,822	33,997	39,437	46,535
YoY	16.30%	11.71%	14%	16%	18%
毛利率	98.82%	68.30%	69.20%	72.20%	74.60%
互联网创新业务	54,463	60,133	70,956	85,857	107,322
YoY	16.52%	10.41%	18%	21%	25%
毛利率	98.93%	81.68%	81.68%	81.90%	82.50%
非金融业务	15,174	17,476	21,670	27,738	33,285
YoY	37.60%	15.17%	24%	28%	20%
毛利率	60.76%	69.58%	70.00%	71.30%	72.10%
主要产品营收总计	386,623	416,753	517,967	640,034	776,208
其他	561	512	609	564	772
收入合计	387,184	417,265	518,576	640,597	776,981
YOY	18.66%	7.77%	24.28%	23.53%	21.29%
毛利率	96.78%	77.09%	77.06%	78.11%	79.06%

来源: Wind, 国联证券研究所测算

对比其他行业以产品为主的软件公司，选取市值在 1000 亿左右的龙头公司，参考公司取 Wind 平均预测 PE，从估值角度看，恒生电子仍然具备估值优势。

图表 44: 可比公司 PE 对比

股票代码	证券简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002410	广联达	829	6.44	9.37	12.42	127	87	66
600588	用友网络	1063	11.12	14.18	18.73	98	77	58
688111	金山办公	1792	12.05	16.40	21.82	145	107	80
平均值			10	13	18	123	90	68
600570	恒生电子	894	13.72	17.16	22.33	65	52	40

来源: Wind, 国联证券研究所; 除恒生电子外, 其余公司盈利预测为 Wind 一致预期 (数据更新日期 2021 年 6 月 18 日)

从历史估值角度看, 目前 PE 属于中位数偏下, 考虑到公司成长的确切性, 市场给予恒生电子估值溢价。

图表 45: 恒生电子 PE-Band



来源: Wind

我们看好未来三年将进入持续收获期, 预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 51.85 亿元、64.06 亿元和 77.70 亿元, 归属上市公司净利润为 13.72 亿、17.16 亿和 22.33 亿元同比增长 3.79%、25.10%和 30.10%, 三年复合增长率 CAGR 约为 19.09%, 每股收益分别为 1.31、1.64 和 2.14 元, 现价对应 PE 分别为 65、52 和 40 倍, 结合对比可比公司市盈率和 PE-Band, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

- 1) **金融监管政策影响业务创新：**金融监管政策可能影响公司对创新产品和技术投入力度，影响公司战略制定和执行。
- 2) **新产品研发进度不达预期：**公司新产品涉及较大的架构和功能改进和提升，牵涉的业务板块众多，并且需要不断测试优化，影响进度变量较多。
- 3) **新产品升级换代进度不达预期：**公司客户主要为证券、基金、银行、保险，产品更新换代周期较长。
- 4) **疫情反复风险：**公司产品需要现场实施才能为客户进行服务，一般实施周期为3-9个月，如果后续疫情反复，会影响到公司业务的正常展开。
- 5) **客户信息化支出不达预期：**资本市场具有较强的波动性，如遇突发性资本市场寒冬，导致证券公司大面积亏损，将直接导致信息化支出减少，进而会影响公司营收。

**资产负债表**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1329	1375	1556	1922	2813
应收账款+票据	240	558	693	856	1038
预付账款	10	9	11	14	17
存货	26	352	425	463	492
其他	2938	2761	3160	3172	3185
<b>流动资产合计</b>	<b>4542</b>	<b>5054</b>	<b>5845</b>	<b>6427</b>	<b>7545</b>
长期股权投资	862	739	759	779	799
固定资产	490	473	1205	2210	2342
在建工程	310	732	366	0	200
无形资产	110	161	145	129	113
其他非流动资产	2045	2812	2982	3216	3451
<b>非流动资产合计</b>	<b>3817</b>	<b>4917</b>	<b>5458</b>	<b>6333</b>	<b>6905</b>
<b>资产总计</b>	<b>8359</b>	<b>9971</b>	<b>11302</b>	<b>12760</b>	<b>14450</b>
短期借款	21	47	174	100	0
应付账款+票据	180	192	239	282	326
其他	2975	4377	3911	3979	3868
<b>流动负债合计</b>	<b>3176</b>	<b>4616</b>	<b>4323</b>	<b>4361</b>	<b>4195</b>
长期带息负债	202	206	308	308	308
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	88	111	502	507	522
<b>非流动负债合计</b>	<b>3176</b>	<b>4616</b>	<b>4323</b>	<b>4361</b>	<b>4195</b>
<b>负债合计</b>	<b>3466</b>	<b>4933</b>	<b>5133</b>	<b>5176</b>	<b>5025</b>
少数股东权益	414	484	521	567	627
股本	803	1044	1044	1044	1044
资本公积	472	545	545	545	545
留存收益	3204	2965	4059	5428	7208
<b>股东权益合计</b>	<b>4893</b>	<b>5038</b>	<b>6169</b>	<b>7584</b>	<b>9425</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8359</b>	<b>9971</b>	<b>11302</b>	<b>12760</b>	<b>14450</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1415	1363	1409	1762	2293
折旧摊销	70	72	66	94	98
财务费用	3	-7	12	15	9
存货减少	-130	-748	-535	-576	-576
营运资金变动	130	346	-643	-105	-292
其它	-548	-377	-575	-518	-518
<b>经营活动现金流</b>	<b>1071</b>	<b>1398</b>	<b>268</b>	<b>1249</b>	<b>1590</b>
资本支出	363	459	9	695	385
长期投资	-93	-419	0	0	0
其他	-515	-831	-436	-1142	-522
<b>投资活动现金流</b>	<b>-244</b>	<b>-791</b>	<b>-427</b>	<b>-447</b>	<b>-137</b>
债权融资	223	30	230	-74	-100
股权融资	185	241	0	0	0
其他	-484	-821	110	-362	-461
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-75</b>	<b>-551</b>	<b>340</b>	<b>-436</b>	<b>-561</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>756</b>	<b>52</b>	<b>181</b>	<b>366</b>	<b>891</b>

**利润表**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3872</b>	<b>4173</b>	<b>5186</b>	<b>6406</b>	<b>7770</b>
营业成本	125	956	1193	1409	1632
营业税金及附加	47	55	67	82	100
营业费用	927	354	415	480	544
管理费用	2046	2036	2583	3075	3574
财务费用	3	-7	12	15	9
资产减值损失	-15	-239	-5	-6	-8
公允价值变动收益	135	103	0	0	0
投资净收益	475	584	370	320	320
其他	209	213	206	203	196
<b>营业利润</b>	<b>1528</b>	<b>1441</b>	<b>1488</b>	<b>1861</b>	<b>2420</b>
营业外净收益	-1	-3	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>1527</b>	<b>1438</b>	<b>1486</b>	<b>1859</b>	<b>2418</b>
所得税	112	75	77	96	125
<b>净利润</b>	<b>1415</b>	<b>1363</b>	<b>1409</b>	<b>1762</b>	<b>2293</b>
少数股东损益	0	41	37	46	60
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1416</b>	<b>1322</b>	<b>1372</b>	<b>1716</b>	<b>2233</b>

**主要财务比率**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.66%	7.77%	24.28%	23.53%	21.29%
EBIT	118.12%	-6.50%	4.69%	25.07%	29.54%
EBITDA	108.51%	-6.06%	4.03%	25.85%	28.31%
归属于母公司净利润	119.39%	-6.65%	3.79%	25.10%	30.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	96.78%	77.09%	77.06%	78.11%	79.06%
净利率	36.56%	32.67%	27.17%	27.51%	29.51%
ROE	31.61%	29.02%	24.29%	24.46%	25.38%
ROIC	32.96%	26.03%	26.37%	24.07%	32.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	41.46%	49.48%	45.42%	40.56%	34.77%
流动比率	1.43	1.09	1.35	1.47	1.80
速动比率	1.35	1.02	1.25	1.36	1.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.15	7.49	7.49	7.49	7.49
存货周转率	4.86	2.72	2.81	3.04	3.32
总资产周转率	0.46	0.42	0.46	0.50	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.36	1.27	1.31	1.64	2.14
每股经营现金流	1.03	1.34	0.26	1.20	1.52
每股净资产	4.29	4.36	5.41	6.72	8.43
<b>估值比率</b>					
市盈率	65	69	65	52	40
市净率	20.49	20.15	16.24	13.08	10.43
EV/EBITDA	41.30	57.54	55.07	43.49	33.48
EV/EBIT	43.19	60.45	57.49	45.68	34.84

数据来源:公司公告、国联证券研究所预测;股价取2021年6月18日收盘价



### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司 研究所  
 上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373