



恒生电子 600570.SH

领军金融 IT 赛道

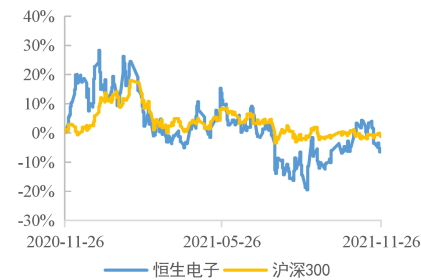
创新能力凸显

基础数据:

截至 2021 年 11 月 26 日

| | |
|------|-----------|
| 当前股价 | 57.15 元 |
| 投资评级 | 买入 |
| 评级变动 | 首次覆盖 |
| 总股本 | 14.62 亿股 |
| 流通股本 | 14.62 亿股 |
| 总市值 | 835.28 亿元 |
| 流动市值 | 835.28 亿元 |

相对市场表现:



主要观点:

◆**全面领军金融IT赛道。**作为深耕资本市场二十余年、全领域覆盖的老牌金融IT供应商，公司敏锐把控金融科技发展方向，灵活且及时地完成战略迭代和转型升级。2019年提出的“6纵6横”战略使公司由“项目制+产品化”正式开始向平台化过度，大中台战略正式起步。公司的财务基本面稳健，在新冠疫情和会计准则调整的双重压力下，业绩稳中有升；历史上费用端管控良好，盈利能力行业居前；产业链地位强势，现金流充沛。公司研发能力行业高企，高度重视人才团队建设和组织体系完善，人效ROP增长趋势显著。基于扎实的财务和研发能力，公司积极进行多领域布局，并倾向于通过并购投资的方式吸纳海内外金融科技企业，在短时间内快速补足薄弱环节。

◆**金融 IT 与资本市场共成长。**从细分维度看，证券 IT 投入不足、技术人才资源稀缺、以前沿科技为核心的金融科技应用水平不足，仍存在巨大的提升空间。由于券商自研能力的缺失以及对核心系统的稳定性要求较高，公司在证券 IT 市场的龙头优势将延续。公司在银行 IT 和保险 IT 领域份额较小，但有望凭借财富、资管业务的专精优势获享行业整体景气度上升的红利。从整体维度看，金融 IT 行业伴生资本市场，长期驱动力在于市场成熟化进程中金融科技赋能程度加深，从而下游客户 IT 支出能力及意愿不断提升；短期驱动力在于政策变化带来的刚性 IT 改造及建设需求。

◆**“多子”布局与中台战略助力金融创新。**公司自 2016 年起加速布局创新科技，自设创新业务子公司或参控股不同赛道的海内外金融科技企业，主要立足于 B 端，持续输出创新产品、服务及技术，规模与成效初显。子公司是互联网创新业务的“种子”，中台战略则为创新业务的土壤。大中台战略的推行对内可实现降本增效，对外助力“恒生技术生

分析师:

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号: S0200518090001

联系电话: 010-68080680

研究助理 马晨

machen@gwgsc.com

执业证书编号: S0200120040004

联系电话: 0592-5162118

公司地址: 厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼



态”的形成，倒逼内外部加速金融创新进程。我们认为，公司互联网创新业务的增长潜力将随着金融上云进程的加速以及其他前沿技术的发展而不断释放。

投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 53.48/65.83/79.42 亿元，归母净利润分别为 14.99/18.29/22.67 亿元，EPS 分别为 1.03/1.25/1.55 元，当前股价对应 P/E 为 55.71/45.68/36.85 倍。考虑到资本市场改革创新不断深入，下游金融 IT 市场空间持续扩容，公司有望凭借较高的竞争壁垒全面获享行业发展红利，业绩高速增长趋势将延续。因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

政策与监管风险；市场风险；经营风险；技术风险。

主要财务数据及预测：

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 4,172.65 | 5,348.15 | 6,583.19 | 7,942.09 |
| 增长率 | 7.77% | 28.17% | 23.09% | 20.64% |
| 归母净利润（百万元） | 1,321.74 | 1,499.24 | 1,828.58 | 2,266.90 |
| 增长率 | -6.65% | 13.43% | 21.97% | 23.97% |
| EPS（元） | 1.27 | 1.03 | 1.25 | 1.55 |
| 毛利率 | 77.09% | 77.28% | 78.30% | 79.24% |
| 净资产收益率（摊薄） | 29.02% | 24.47% | 24.77% | 25.39% |

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目 录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1 领军金融 IT 赛道 | 1 |
| 1.1 积极转型升级，灵活调整战略..... | 1 |
| 1.2 业绩平稳回升，财务基本面稳健..... | 4 |
| 1.3 研发投入绝对领先，注重人才团队建设..... | 8 |
| 1.4 投资并购多点布局，登高望远迈向国际..... | 10 |
| 2 金融 IT 市场边际不断延伸 | 12 |
| 2.1 证券 IT..... | 12 |
| 2.1.1 整体投入水平较差，发展极度不均..... | 12 |
| 2.1.2 寡头恒强，市场格局稳固..... | 17 |
| 2.2 银行和保险 IT..... | 19 |
| 2.2.1 银行 IT 建设水平仍待提升，市场竞争激烈..... | 19 |
| 2.2.2 保险 IT 景气度持续上升..... | 20 |
| 2.3 金融 IT 伴生资本市场，长短期驱动力充足..... | 21 |
| 3 金融创新方兴未艾 | 25 |
| 4 盈利预测 | 28 |
| 5 风险提示 | 30 |



图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 : 恒生电子重要荣誉 | 1 |
| 图 2 : 恒生电子在 IDC FINTECH 100 历年排名..... | 1 |
| 图 3 : 金融领域的科技应用发展三阶段..... | 1 |
| 图 4 : 恒生电子发展历程三阶段的营业收入和市值情况..... | 3 |
| 图 5 : 恒生电子股权结构 (截至 2021 年三季度) | 3 |
| 图 6 : 恒生电子 “Online” 战略..... | 4 |
| 图 7 : 恒生电子 “6+6 Online” 战略..... | 4 |
| 图 8 : 恒生电子营业收入及其增速情况..... | 5 |
| 图 9 : 恒生电子扣非净利润及其增速情况..... | 5 |
| 图 10 : 恒生电子收入结构..... | 6 |
| 图 11 : 恒生电子期间费率情况..... | 6 |
| 图 12 : 恒生电子与可比公司毛利率对比..... | 6 |
| 图 13 : 恒生电子与可比公司销售净利率对比..... | 7 |
| 图 14 : 恒生电子与可比公司 ROA 对比..... | 7 |
| 图 15 : 恒生电子预收项目情况..... | 7 |
| 图 16 : 恒生电子应收项目情况..... | 7 |
| 图 17 : 恒生电子现金收入比率..... | 8 |
| 图 18 : 恒生电子净利润现金含量..... | 8 |
| 图 19 : 恒生电子及可比公司研发支出情况 (亿元) | 8 |
| 图 20 : 恒生电子研发支出占营业收入比例情况..... | 8 |
| 图 21 : 恒生电子研发人员情况..... | 9 |
| 图 22 : 恒生电子研发人员人均职工薪酬 (万元) | 9 |
| 图 23 : 恒生电子三级研发架构体系..... | 10 |
| 图 24 : 恒生电子人力投入回报率 ROP 情况..... | 10 |
| 图 25 : 恒生电子境内外收入分布 (亿元) | 12 |
| 图 26 : 中国证券行业信息技术投入情况..... | 13 |
| 图 27 : 国际一流投行 2020 年 IT 投入情况..... | 13 |
| 图 28 : 2020 年国内券商信息技术投入力度情况..... | 14 |
| 图 29 : 证券行业技术资金投入结构情况 (亿元) | 14 |
| 图 30 : 证券行业 IT 人员情况 (人) | 17 |
| 图 31 : 金融科技人才面临的问题和挑战 (多选排序) | 17 |
| 图 32 : 中国银行业 IT 投资规模 (亿元) | 19 |
| 图 33 : 2020 年国有六大行金融科技投入情况 (亿元) | 19 |
| 图 34 : 2020 中国银行业 IT 解决方案市场竞争格局..... | 20 |
| 图 35 : 中国保险业 IT 解决方案市场规模 (亿元) | 21 |
| 图 36 : 2020 年中国保险业 IT 解决方案市场格局..... | 21 |
| 图 37 : A 股总市值与美股总市值对比 (万亿美元) | 22 |



| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 38 : 中美证券化率对比..... | 22 |
| 图 39 : 我国证券化率与恒生电子营收增速变化高度相关..... | 22 |
| 图 40 : 恒生电子互联网创新业务营收情况..... | 25 |
| 图 41 : 中国金融云解决方案市场规模及预测..... | 25 |
| 图 42 : 业务中台、数据中台、技术中台的关系图..... | 28 |

表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1 : 恒生电子发展历程..... | 2 |
| 表 2 : 恒生电子 12 大王牌产品品牌..... | 10 |
| 表 3 : 恒生电子近年来通过海内外并购投资积极布局生态..... | 12 |
| 表 4 : 金融科技应用情况..... | 15 |
| 表 5 : 2019 年海内外券商金融科技自研情况..... | 18 |
| 表 6 : 传统金融 IT 企业与互联网企业合作情况..... | 18 |
| 表 7 : 券商与互联网企业合作部分案例..... | 19 |
| 表 8 : 恒生电子现阶段主要子公司简介..... | 26 |
| 表 9 : 公司主营业务收入及毛利率预测 (百万元) | 29 |
| 表 10 : 盈利预测..... | 31 |

1 领军金融 IT 赛道

1.1 积极转型升级，灵活调整战略

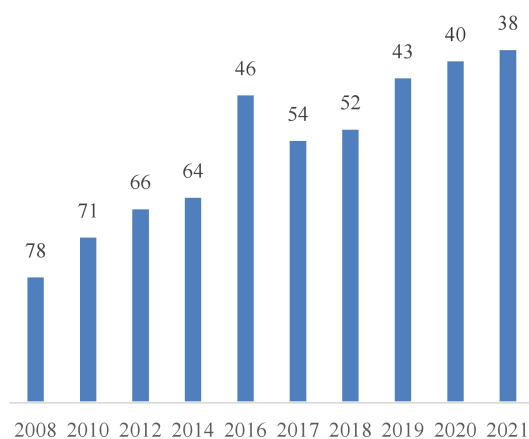
老牌金融 IT 企业，业内知名。公司成立于 1995 年，2003 年 12 月在上交所主板成功挂牌上市，总部位于浙江杭州，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构或个人提供金融全领域 IT 解决方案以及金融科技创新服务。公司发展至今 20 余年，屡获殊荣，被 IDC 评为证券业软件、银行中间业务软件供应商第一名；2021 年在行业权威榜单 IDC FINTECH 100 中处于第 38 位，排名整体呈上升趋势。

图 1：恒生电子重要荣誉



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

图 2：恒生电子在 IDC FINTECH 100 历年排名



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

中国信通院将金融领域的科技应用发展分为三个阶段：第一阶段（2013 年之前）为金融电子化阶段，着重于 IT 技术的后台应用；第二阶段（2013 年至 2017 年）为互联网金融阶段，聚焦于前端服务渠道的互联网化；第三阶段（2017 年至今）为金融科技阶段，强调业务前、中、后台的全流程前沿技术应用变革。

图 3：金融领域的科技应用发展三阶段



资料来源：中国信通院，长城国瑞证券研究所



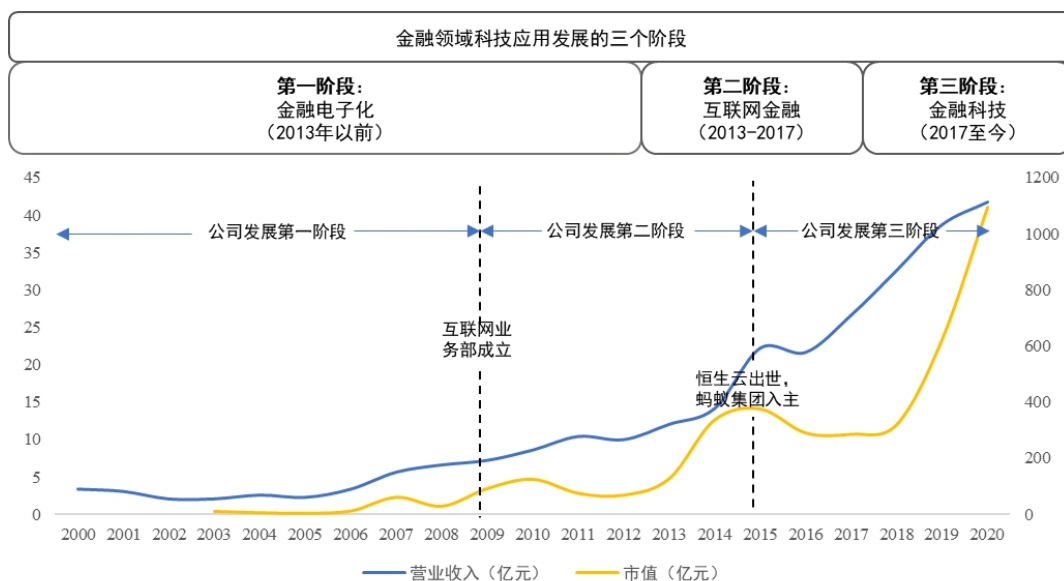
积极转型升级，前瞻把控时机。顺应金融科技应用发展的三个阶段，公司的发展历程也可大致分为三个阶段：第一阶段为1995年至2008年，公司不断推出核心交易系统IT软硬件实现办公电子化，提升业务处理效率，打造用户基本盘；第二阶段为2009年至2014年，公司成立互联网业务部，开始推进网络化转型，迅速抢占市场；第三阶段为2015年至今，以恒生金融云诞生为标志，公司利用云计算、大数据、人工智能、区块链等前沿技术，赋能金融行业进行全方位数字化创新升级。总的来看，公司开启每个改革阶段的时机均早于行业，且每一次转型升级都成功地将业绩和市值推向新的高度，表明公司对行业发展具有一定的敏锐性和前瞻性。

表 1：恒生电子发展历程

| 时间 | 重要事件 |
|------------------|--|
| 1995年 | 公司成立 |
| 1997年 | 推出证券柜台交易系统 BTRV5.0 和 windows 版 97Sybase |
| 第 一 阶 段 | 2001年 推出证券交易系统企业版；基金事业部成立，形成证券、银行、基金业务三足鼎立结构 |
| | 2002年 成为 NOKIA 全球软件合作伙伴，筹建国际业务部（Hundsun Global） |
| | 2003年 在上海证券交易所主板成功上市 |
| | 2006年 金融网络服务平台 2006 版正式发布；资本市场 IT 服务 08 战略初步展开 |
| | 2007年 成立数米网，恒生进入个人投资者服务市场 |
| 2009年 | 首次市值百亿；互联网业务部成立，推进网络化转型； 恒生收购力铭，开始以购并方式加速业务布局。 |
| 第 二 阶 段 | 2010年 收购上海聚源数据服务有限公司，进入金融资讯领域 |
| | 2011年 恒生港股交易系统在香港光大证券上线，成为国内首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 |
| | 2014年 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 |
| 2015年 | 蚂蚁金服成为公司控股股东；恒生金融云横空出世 |
| 第 三 阶 段 | 2017年 与全球交易连接公司 Ulink 达成战略合作；投资区块链公司 Symbiont；收购香港大智慧 51%股权 |
| | 2018年 发布新八大人工智能产品；鲸腾网络开发的机器人晓鲸亮相央视财经频道；成为《交易时间》常驻嘉宾 |
| | 2019年 联合蚂蚁集团、阿里云发布“新一代分布式服务开发平台” JRES3.0；恒生携手 IHS Markit（埃信华迈）成立合资公司；发布四款区块链产品 |
| | 2020年 与金融科技公司 Finastra 达成战略合作；发布资产管理一站式解决方案 O45，并推出新一代经纪业务平台 UF3.0 |

资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

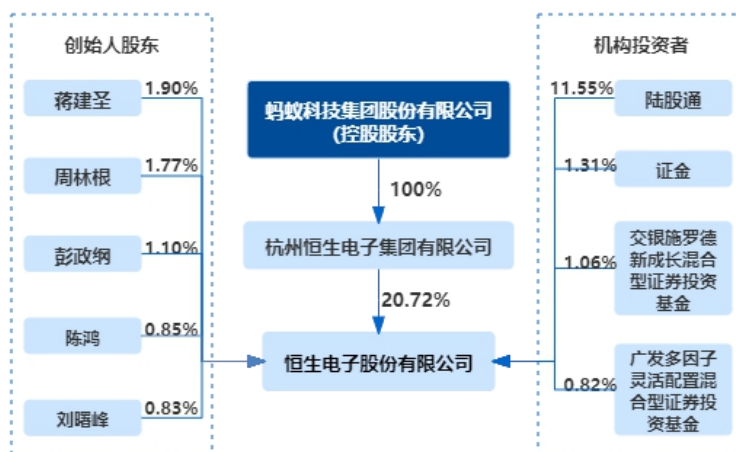
图 4：恒生电子发展历程三阶段的营业收入和市值情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所
说明：营业收入为左轴，市值为右轴

蚂蚁集团入主，股权结构清晰，控股股东稳定。2014年4月阿里巴巴创始人马云通过浙江融信收购恒生集团100%的股份间接控股公司，2015年6月蚂蚁集团购得浙江融信100%的股权，成为公司的实际控股股东，马云为实际控制人。根据2021H1数据，蚂蚁集团控股公司20.72%的股份，其余十大股东可分为创始人股东和机构投资者两类，公司股权结构较为清晰，多年来未发生重大改变。蚂蚁集团在公司金融科技阶段起步时入主，符合公司战略发展需求，带来技术与资源的双重支持。

图 5：恒生电子股权结构（截至 2021 年三季报）



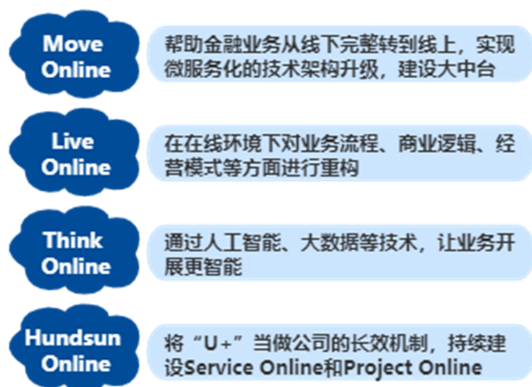
资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

战略调整灵活且及时，中台战略为中长期发展奠基。为应对后金融科技时代的挑战，2018

年公司及时明晰思路，正式推行“Online”核心战略，全面升级公司的运营能力、技术架构和思维模式，为未来金融全面智能化发展奠基。2019年，配合基本成熟的“Online”架构，公司启动新一轮战略迭代，提出“6纵6横”（即“6+6”），为客户提供基于微服务架构的一站式解决方案，支持金融机构对业务流程、产品资源乃至经营模式进行重构。至此，大中台战略起步，公司的业务模式由“项目制+产品化”正式开始向平台化过渡。2020年，公司基本完成了中台技术改造，在“6+6 Online”的基础上进一步补充一体化和数智化战略，并持续践行客户第一、质量第一、技术领先、国际化与并购、双一流企业等战略目标。

值得注意的是，由于2019年的战略更新，旧的业务结构也被相应拆分重塑为六大新业务板块：1) 大零售 IT 业务，包含证券经纪 IT 和财富管理 IT 业务；2) 大资管 IT 业务，包含资产管理 IT 和机构服务 IT 业务；3) 银行与产业 IT 业务，包含银行 IT 以及产业和供应链金融 IT 业务；4) 数据风险与基础设施 IT 业务，主要服务于各类金融机构的 IT 部门、风险管理部门、合规管理部门、地方交易所等；5) 互联网创新业务，包含云计算、人工智能、区块链等前沿技术；6) 非金融业务。优化业务版图有助于明晰各 BU 业务范畴，厘清冗余交叉部分，加快端对端的业务处理速度，符合公司产品化、平台化的特征。

图 6：恒生电子“Online”战略



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 7：恒生电子“6+6 Online”战略



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 业绩平稳回升，财务基本面稳健

自 2016 年触底后，公司业绩整体上重回增长态势。由于金融市场监管趋势加严，市场“牛转熊”走向低迷，公司业绩在 2016 年严重下滑。此后，公司于内部降本增效、夯实自身产品和运营实力，于外部顺应环境发展、享受政策红利释放，公司营业收入和扣非净利润平稳回升，



2016-2020 年公司营业收入 CAGR 为 17.76%，扣非净利润 CAGR 为 42.50%。

新冠疫情和会计准则调整导致 2020 年表观业绩不及预期，预计 2021 年全年营收稳中有增，扣非净利润承压。2020 年公司实现营业收入 41.73 亿元，同比增长 7.77%，实现扣非净利润 7.34 亿元，同比减少 17.56%，表观业绩远不及预期。2021 前三季度公司实现营业收入 31.21 亿元，同比增长 33.48%，基本已恢复至疫情前水平。

考虑到在新冠疫情方面，公司抗压能力强，2020 年疫情期间大力优化网络办公与经营条件，促进数字化运营效率升级，伴随疫情逐步常态化的趋势与社会防控体系的成熟，未来公司受到疫情的负面影响将逐步减弱；在会计准则方面，2020 年公司对自行开发研制和定制的软件产品的收入确认准则，从原来的完工百分比法调整为在客户取得相关商品控制权时点确认收入，公司部分业绩的确认将缓释至 2021 年，导致 2020 年营收基数较低；同时结合公司营业收入呈明显季节性的特点（软件公司在年底有望迎来项目完工确认的高峰），我们对 2021 全年营收增长呈乐观态度。

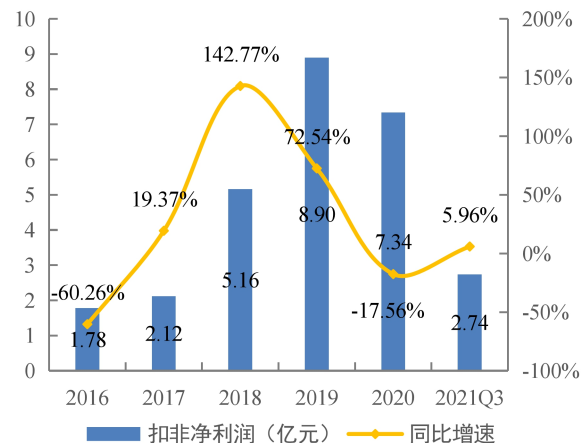
2021 年前三季度公司实现扣非净利润 2.74 亿元，同比增长 5.96%，增长乏力。原因主要归结于人员扩招、薪酬上涨、持股计划成本费用于 2021 年 7 月开始摊销，导致公司成本费用较去年疫情期间增长较大，对全年的扣非净利润造成不利影响。

图 8：恒生电子营业收入及其增速情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 9：恒生电子扣非净利润及其增速情况

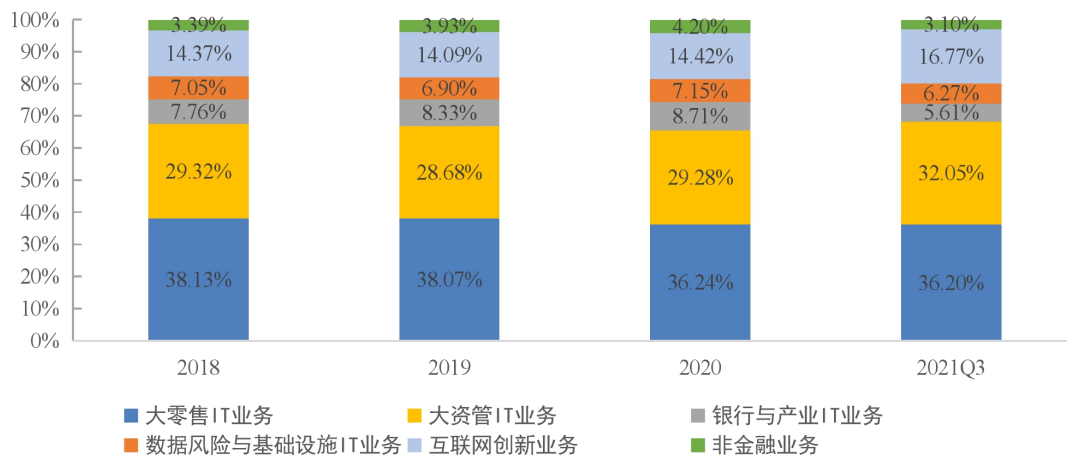


资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

传统业务是业绩基本盘，创新业务增势显著。长时间以来，公司的传统业务（剔除互联网创新和非金融业务）占主营业务收入的八成以上，其中大零售和大资管 IT 业务是大头，2020 年各占总营收的 36.24%、29.28%。2020 年互联网创新业务占比较前两年均有增长，2021 前三季度创新业务收入继续维持 30% 以上的高增长态势，占比进一步提升至 16.77%，一定程度上佐

证了创新业务的发展潜力。

图 10：恒生电子收入结构

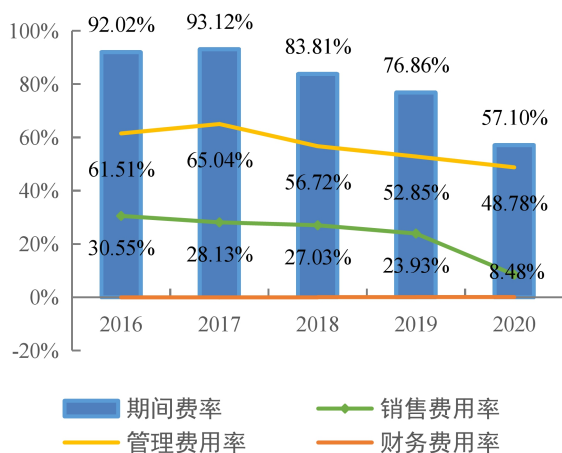


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

历史上费用端管控良好，盈利能力行业居前。公司期间费用管控得当，销售费用率、管理费用率（包含研发费用）逐年下降，2020年分别达到8.48%、48.78%，较上期分别减少15.45、4.07个百分点。其中，销售费用率的骤降主要归因于公司执行新会计准则，将合同履约义务相关的项目实施及维护服务人员费用归入合同履约成本，大幅降低了销售费用。

会计准则的改变也将公司常年高居于95%以上的毛利率拉低至77.09%，但公司毛利率仍然高于同业竞争者，并远超行业平均水准。公司的销售净利率、ROA等其它盈利指标整体呈上升趋势，即使2020年有所下滑，但仍大幅领先于行业。

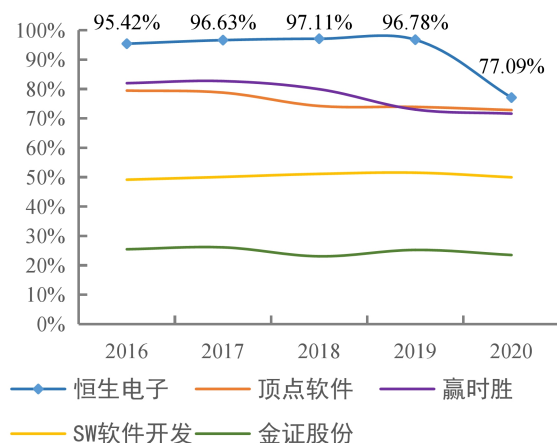
图 11：恒生电子期间费率情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

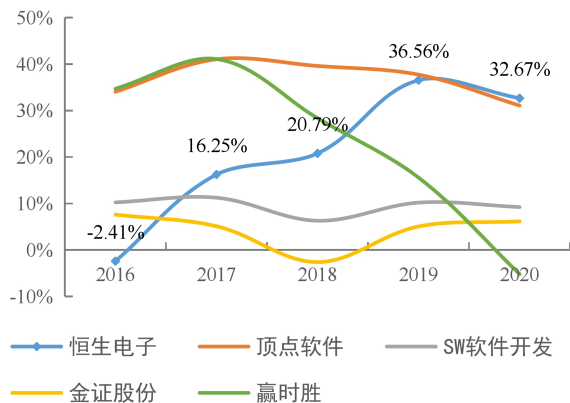
说明：上图的管理费用包含研发费用，调整后2018-2020年管理费用率为13.67%、12.56%、12.93%

图 12：恒生电子与可比公司毛利率对比



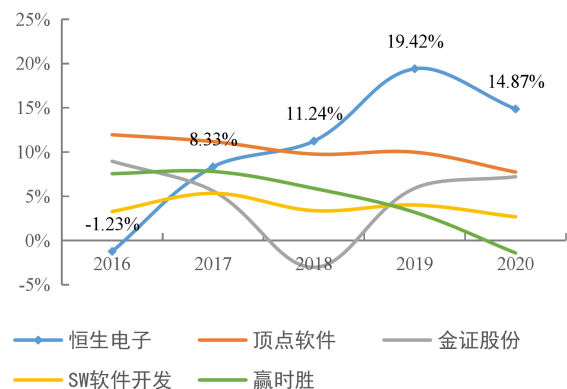
资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 13: 恒生电子与可比公司销售净利率对比



资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图 14: 恒生电子与可比公司 ROA 对比

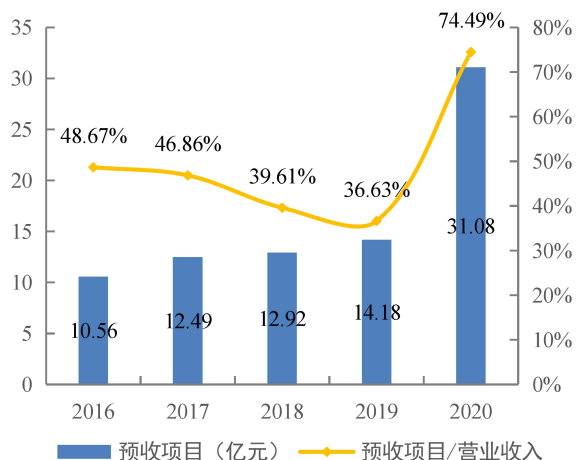


资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

产业链地位强势, 现金流充沛。公司预收项目金额逐年走高, 占营业收入的比重多年来维持在 40% 上下。2020 年预收项目较上年实现了翻倍增长, 预收项目占营业收入的比重大幅上升至 74.49%。公司的应收项目金额以及应收项目占总营收的比重均呈“U”型增长趋势。由于公司在新收入准则下按单个履约合同确认应收帐款, 2020 年公司应收项目占营业收入的比重大幅上升至 12.54%, 但在竞争者间仍处于较低水平。高预收与低应收侧面揭示了公司在产业链中处于强势地位, 技术和产品的议价能力强, 对甲方的话语权较大, 由此带来充沛的现金流。

近五年来公司的现金收入比率(销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入)和净利润现金含量(经营活动产生的现金流量净额/归母净利润)基本稳定在 100% 以上, 表明公司的盈利质量高, 回款能力强, 财务压力较小。

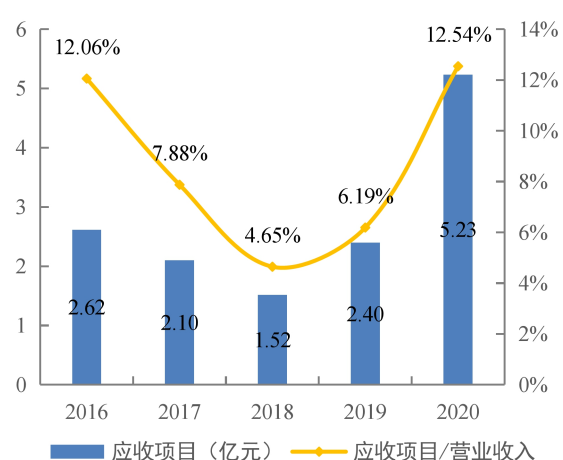
图 15: 恒生电子预收项目情况



资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

说明: 预收项目包括预收账款和合同负债两个科目, 2020 年执行新收入准则将预收账款调整转入至合同负债

图 16: 恒生电子应收项目情况

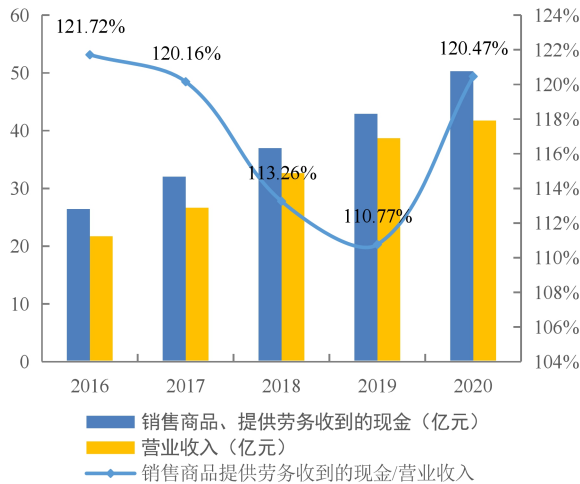


资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

说明: 应收项目包括应收账款和应收票据两个科目

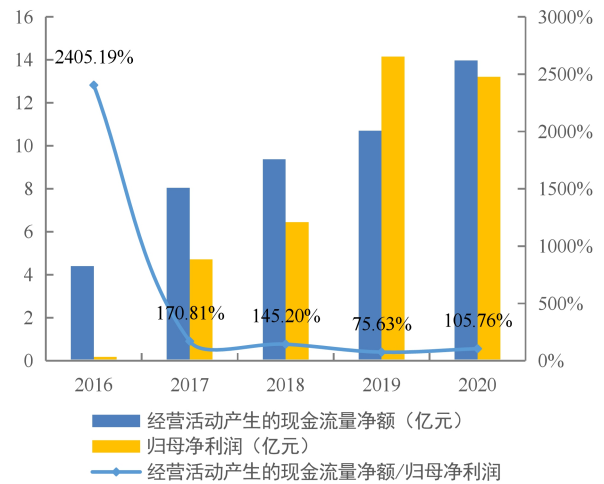


图 17: 恒生电子现金收入比率



资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图 18: 恒生电子净利润现金含量

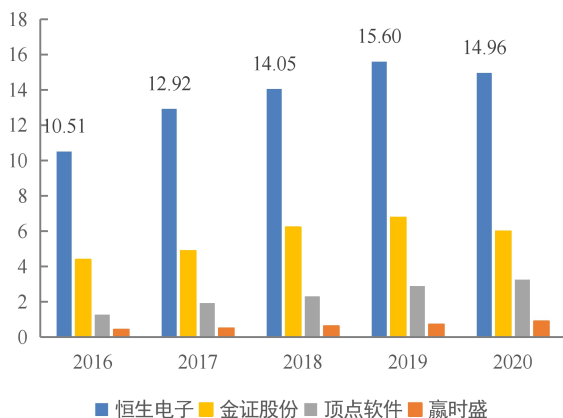


资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

1.3 研发投入绝对领先, 注重人才团队建设

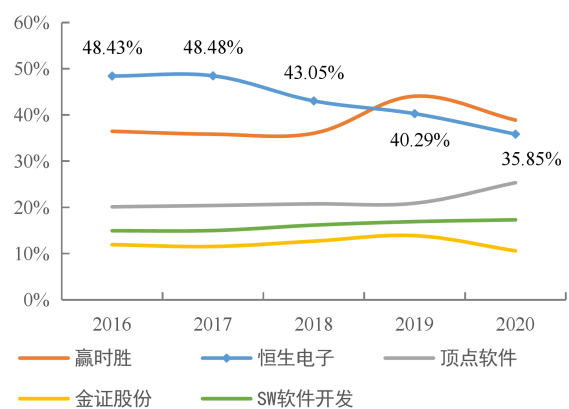
研发投入绝对领先。近五年来公司的研发支出整体呈上升趋势, 投入金额远超同业竞争者, 处于绝对领先地位; 从研发支出占营业收入比例来看, 公司研发支出占比逐年下降至 2020 年的 35.85%, 但该比例仍领先于金证股份、顶点软件等大部分同业竞争者, 且超过行业数据的两倍以上。高研发促使公司的产品技术不断更新迭代, 成为业内标杆, 护城河也随之加宽加深。

图 19: 恒生电子及可比公司研发支出情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图 20: 恒生电子研发支出占营业收入比例情况



资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

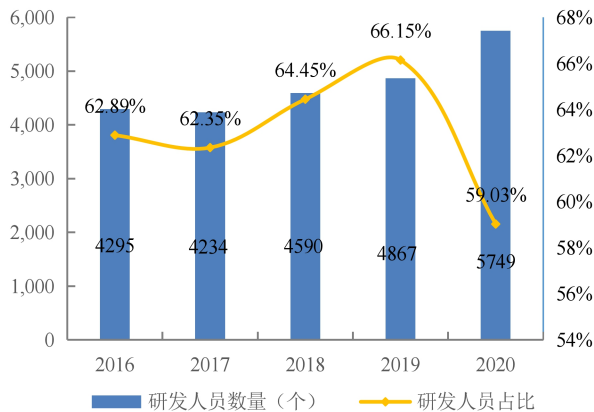
说明: SW 软件开发行业研发支出占营业收入比例采用整体法计算

研发人员数量攀升, 高度重视人才资源。人才储备是软件公司生命力的保证和竞争力的内核。近五年来公司研发人员数量攀升, 2020 年研发人员数量增长尤为显著; 因公司同步扩招其他工种, 研发人员占比从高点跌落, 但总体上仍波动在 60% 的行业高水平线上下。公司“以人



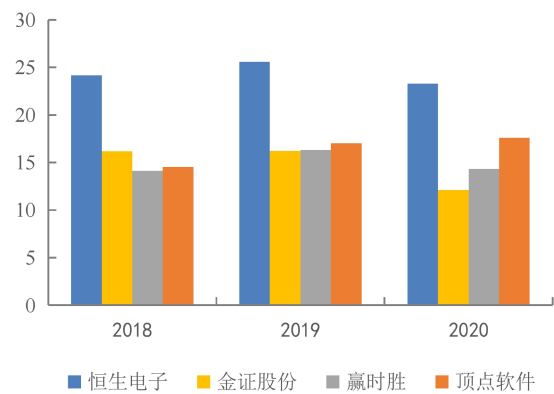
为本”，研发人员人均职工薪酬大幅领先于竞争者，以一流的薪酬待遇吸引业内人才。此外，公司自 2020 年 12 月起首次推出大规模股权激励计划，拟使用 6-8 亿回购股份用于员工（各工种）持股，参加员工持股人数不超过 5500 人（占 2020 年底公司员工总数的 56%）。大规模员工持股将进一步稳定和鞭策核心人员，起到人才保留和长期利益捆绑的作用。需要注意的是，庞大的员工数量和高额的薪酬对利润端产生了较大的压力，考验公司的组织管理能力。

图 21：恒生电子研发人员情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 22：恒生电子研发人员人均职工薪酬（万元）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

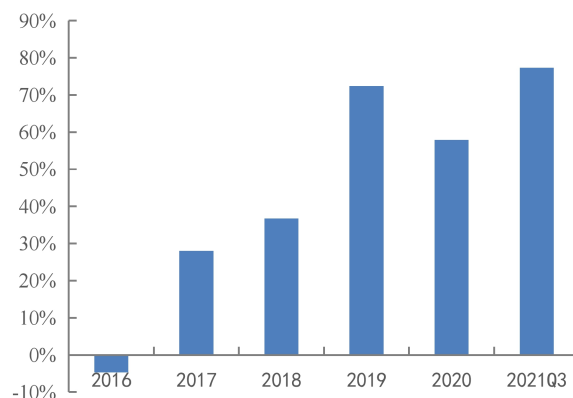
组织体系不断完善，人效凸显。公司自 2017 年起践行以恒生研究院、研发中心、业务部门平台研发为核心的三级研发架构体系，分别负责前沿技术和创新应用的研究、技术平台和底层平台、金融行业大中台和整体解决方案，环环相扣，互为支撑。2020 年，大中台战略和相关中台产品（如 JRES3.0）的完善减小了公司业务从开始到落地过程中的不必要内耗。2021 年，公司改进现有的运营管理体系，引入 IPD 并更新了 LTC 体系流程，以保证业务运营高质高效。综上，公司的人力投入回报率（ROP）自 2017 年起回升，体现了公司对研发支出的管理和投产能力，也侧面反应了人才团队建设能力和组织运转效率。

图 23：恒生电子三级研发架构体系



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 24：恒生电子人力投入回报率 ROP 情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

1.4 投资并购多点布局，登高望远迈向国际

产品线众多，通过并购与投资积极进行全领域布局。公司的 6 大业务板块全面覆盖了证券、基金、银行、信托、期货、保险、私募、交易所、金控等 9 大行业，共推出 12 大王牌品牌，产品矩阵日趋完善，核心产品包括经纪业务平台 UF 系列 (UF3.0)、资产管理系统 O 系列 (O45)、财富管理 TA 系列 (TA5.0)、估值系列 (估值 6.0) 等。产品线全面扩张一方面来自于公司内部研发实力的支持，另一方面，强大的资金实力使公司倾向于通过并购和投资等方式补足薄弱环节，在短时间内确立新业务的技术领先地位，形成战略协同，利于未来的全领域布局。

表 2：恒生电子 12 大王牌产品品牌

| 王牌品牌 | 简要介绍 |
|-------|---|
| Web6 | 财富管理： Web6 致力于为各类财富管理机构、资产管理机构打造财富终端、营销展业、投顾服务、资产配置、理财销售、登记过户等的数字化财富管理能力和服务，目前 Web6 管理了各类金融机构近八成的资产，拥有 400 多家上线客户，管理的资产总量超过 60 万亿 |
| UF3.0 | 经纪业务： UF3.0 是一站式经纪业务平台，在技术架构、系统解耦、业务设计、接口易用性等方面全面重构，具备“高容量、大并发、低时延”的特点，同时具备水平扩展、松耦合、组件化、快速迭代、灰度发布、弹性资源等特性，目前可支持 5 万亿-10 万亿的行情甚至更大的交易量 |
| O45 | 资产管理： O45 系统在系统架构、耦合性、系统性能、系统容量、开放性、技术平台、运营管理等诸多方面进行全面革新，可支持证券、基金、保险、信托、银行等全领域金融机构全品种业务，将延续恒生在资产管理系统领域的技术领先优势，为专业机构投资者提供一站式的投资解决方案 |
| i2 | 机构服务： i2 定位全球机构服务领航者，是业内唯一可提供集投资交易、合规风控、策略、算法、低延时交易、个性化支持、托管外包、私募综合运营等于一体的产品，目前 i2 核心系统覆盖率已突破 85% |
| C9 | 对公金融： 主要为金融机构提供交易金融业务咨询、系统规划、产品实施、营销拓展等整体解决方案和服务，助力金融机构在数字化时代构建对公服务的核心竞争力。C9 是国内首个可落地整体交易银行 IT 解决方案的产品，目前已累计为 80 余家商业银行提供现金管理服务，为 150 余家商业银行提供票据服务，交易银行业务中台、 |



现金管理、资金存管监管等产品市场占有率超过 80%

| | |
|---------|---|
| Rtec | 合规风控: 面向全领域金融机构, 提供专业全面的风险管理和合规管理解决方案, 目前, Rtec 服务客户超过 400 家, 其核心产品证券业务风险监控系統、净资本风险管理系统在证券行业的市占率超 70%, 反洗钱系統在证券、资管行业的市占率超 60% |
| 恒生数据 | 数据服务: 提供一体化金融数据服务解决方案, 包括基础和应用金融数据库、行情数据服务、智能数据服务、风控预警数据服务、投研数据服务、智眸预警通等, 目前服务于 700 多家金融机构 |
| 恒生云 | 云计算: 恒生云具有“专业、速接、全栈”的特点, 全面提供 IaaS + PaaS + SaaS 层云计算服务, 包括云基础服务、组件托管分发订阅服务、海外云服务、财富资管云和投资赢家云等 |
| GTN | 生态服务: GTN 是恒生云 PaaS 平台, 一方面, GTN 连接恒生内外部生态, 聚合合作伙伴能力, 为金融机构提供以数据智能为核心的组件供应, 促进传统金融业务系统的数字化、智能化创新, 另一方面, GTN 为开发者提供全链路的开发资源、开发平台、托管服务平台与云市场服务, 助其提升开发效率和交付效率。目前 GTN 已经聚合 100+家合作伙伴, 日均组件调用量 2 亿+次 |
| XONE | 共享业务中台: XONE 定位企业级共享业务平台, 通过沉淀业务共性, 提供开箱即用的可复用服务能力, 帮助金融机构实现核心“能力”共享, 为业务快速创新赋能 |
| iBrain | 数据中台: 致力于为金融机构提供整体数据中台解决方案, 包括所需的软件工具平台并实施建设数据中心, 实现数据资产化、数据标准化、数据服务化、数据智能化, 用大数据 AI 等金融科技打造数据分析处理的基础设施-数字化大脑, 更有效地发挥数据价值 |
| JRES3.0 | 技术中台: 定位金融机构“数字化商业操作系统”, JRES3.0 平台主要面向金融产品开发、运维、运营人员等, 可提供完整的金融企业级应用开发套件, 从而降低业务开发人员技术要求, 提升开发效率以及系统稳定性。JRES3.0 平台具备可复用、可扩展、高安全的特性, 基于 JRES3.0 平台金融机构可以进行快速创新和试错, 原来以年、月为单位的业务迭代周期, 可缩短至天 |

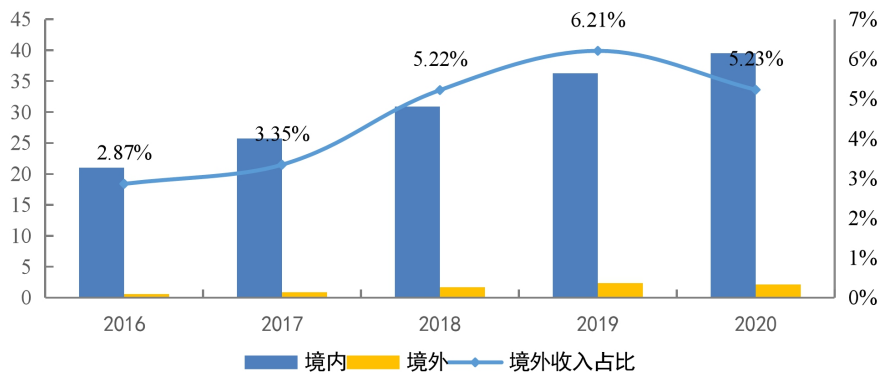
资料来源: 公司官网, 长城国瑞证券研究所

扬帆出海, 坚定落实国际化战略。随着中国金融市场对外开放程度不断加深以及国内金融机构出海需求日趋迫切, 公司逐步曝露在国外先进金融科技公司的竞争压力之下。从营收数据来看, 公司境外收入整体呈上升趋势, 2019 年来已超过 2 亿元, 但占比仅为 6%左右。公司海外创收能力较弱, 国际化征程处于起步阶段。

为应对未来挑战, 公司坚持落实“引进来”、“走出去”、“买下来”的国际化步骤, 即通过并购、投资、战略合作等方式联结国外先进金融科技公司, 引进国外先进技术和产品并进行本土化改造, 将业务扩展到国际资本市场, 同时, 将已有优势产品推广到发展中国家(以香港为基点辐射东南亚地区)。



图 25：恒生电子境内外收入分布（亿元）



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

表 3：恒生电子近年来通过海内外并购投资积极布局生态

| 投资/并购/合作对象 | 目的 |
|------------|---|
| IHS Markit | 与其成立合资公司恒迈神州，为一级市场债券发行提供簿记和网络服务，配合中国债市对外开放 |
| 道客网络、寒云科技 | 在容器云平台和多云管理解决方案领域进行相关布局 |
| 百应科技 | 拓展智能客服业务领域 |
| 融信科技 | 进一步拓展公司在零售银行（信用卡核心系统）领域的布局 |
| 安正软件 | 与公司原有的数据中台业务进行整合，进一步加强在数据治理领域的布局 |
| 金纳软件 | 与公司交易系统相结合，强化在算法领域的市场地位 |
| 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 |
| 同创永益 | 加强在业务连续性管理领域的业务协同 |
| Finastra | 签署战略合作协议，以 FusionInvest 软件为基础开发升级本土化系统 |
| 保泰科技 | 切入保险科技领域 |
| 恒生利融 | 通过恒生利融与 Finastra 达成战略合作，共同开拓大陆和香港地区的资金交易系统业务 |
| 丹渥智能 | 补齐公司在智能投研领域产品线 |
| N2N | 成为马来西亚领先的交易解决方案供应商 N2N 的重要股东，为东南亚地区券商提供柜台交易系统 及行情资讯等服务 |

资料来源：公司年报，长城国瑞证券研究所

2 金融 IT 市场边际不断延伸

2.1 证券 IT

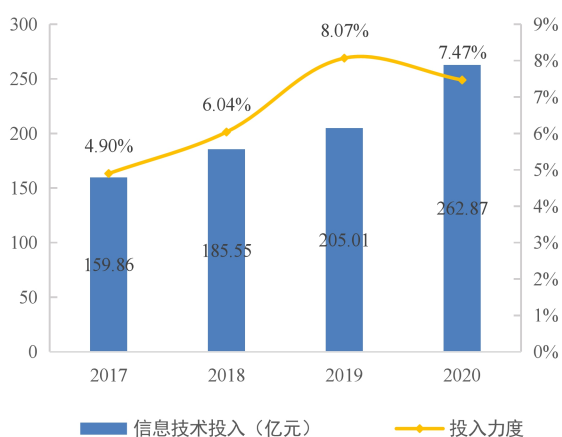
2.1.1 整体投入水平较差，发展极度不均

证券 IT 建设关注度上升，总投入逐年增长。监管层自 2017 年起首度将信息建设相关情况纳入证券公司经营业绩排名考评，后又陆续出台《证券基金经营机构信息技术管理办法》、《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》等配套文件，鼓励券商在金融科技领域大力创新，全行业基本形成金融数字化转型发展的共识。近年来证券行业信息技术投入不断增长，2020 年达 262.87 亿元，同比增长 28.22%，投入力度有所改善，2020 年投入力度达 7.47%。2017 年

至 2020 年证券行业在信息技术领域累计投入达 813.29 亿元，2017-2020 年的 CAGR 为 18%。

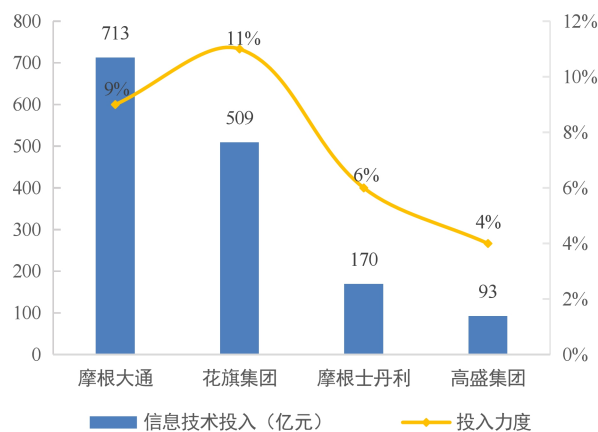
证券行业 IT 投入总额仍处于较低水平。与其他金融细分领域相比，2020 年证券行业信息技术投入总额低于保险行业，而且不到银行业信息技术投入水平的 1/7。与国际同行相比差距则更为显著，2020 年摩根大通、花旗集团的信息技术投入达 713 亿元、509 亿元，分别是同期整个证券行业信息技术投入的 2.71 倍、1.94 倍。

图 26：中国证券行业信息技术投入情况



资料来源：中国证券业协会，长城国瑞证券研究所
说明：投入力度=本年度信息技术投入/上年度专项合并口径营业收入

图 27：国际一流投行 2020 年 IT 投入情况

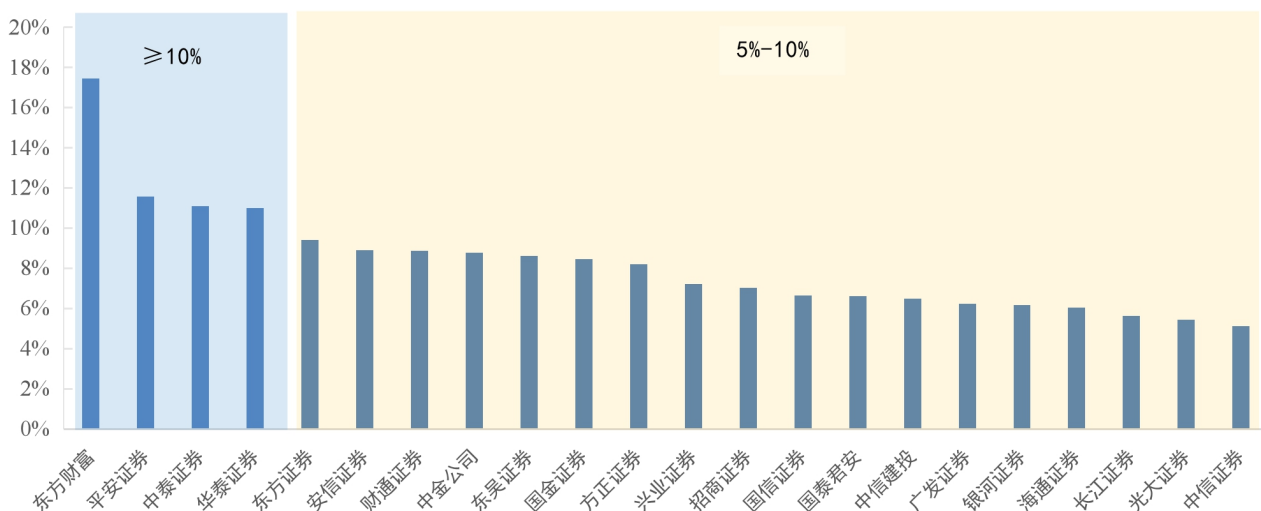


资料来源：各公司年报，长城国瑞证券研究所
说明：以国家统计局发布的 2020 年全年人民币平均汇率 1 美元=6.8974 元人民币换算；投入力度=本年度信息技术投入/上年度专项合并口径营业收入

证券行业 IT 投入两极分化，内部发展不均衡。从投入额来看，2020 年证券行业参与排名的 102 家券商的信息技术投入额平均数为 2.58 亿元，位于平均数以上的券商仅有 23 家；信息技术投入榜单 TOP 10 券商的总投入占比高达 42.06%，其中仅有前四名券商华泰证券、国泰君安、中信证券、招商证券的信息技术投入额超过 10 亿元；中小型券商的信息技术投入严重不足，行业内超过四成券商投入额在 1 亿元以下，其中还有 14 家投入额低于 5000 万元。

头部券商更具资金实力，在投入额上占绝对优势，而中型券商重视金融科技带来的转型机会，因此投入力度更大。2020 年国内券商信息技术投入力度超 5% 的有 22 家；其中仅有东方财富、平安证券、中泰证券、华泰证券 4 家的投入力度超过 10%。

图 28：2020 年国内券商信息技术投入力度情况

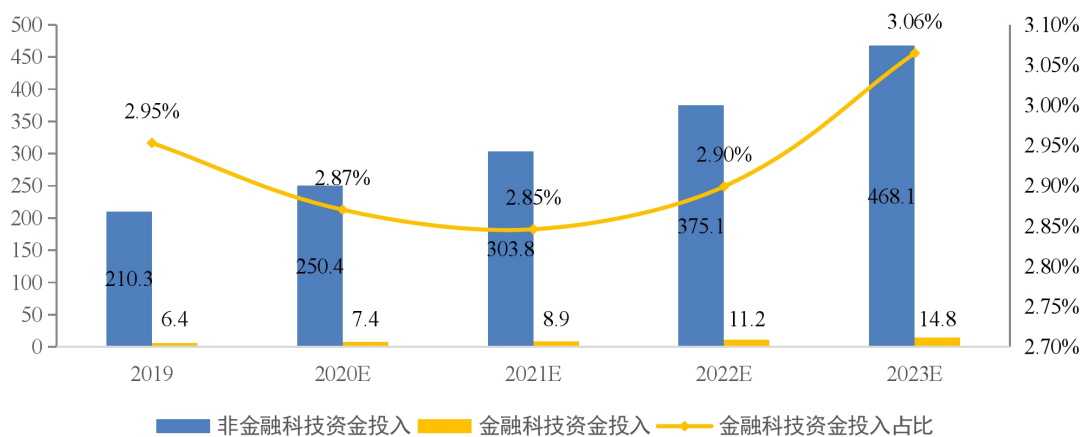


资料来源：中国证券业协会，长城国瑞证券研究所

说明：证监会于 2020 年 7 月修订券商分类评级标准，着重关注信息技术投入金额占营业收入的比例，取消规模指标

金融科技投入较少。多数券商的信息技术投入总额较小，一般用于补足信息化短板，部分券商的投入甚至仅能覆盖正常的运维成本，对涉及前沿技术的金融科技投入严重不足。据艾瑞咨询测算，2020 年证券行业金融科技资金投入占全行业技术资金投入的比例为 2.87%，存在较大增长空间。

图 29：证券行业技术资金投入结构情况（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，长城国瑞证券研究所

金融科技应用水平有待提升。以摩根大通为代表的国际大行积极探索金融科技 A（人工智能）、B（区块链）、C（云计算）、D（大数据）四项核心技术在实战过程中的运用，成效显著。而国内券商受限于金融科技低额投入以及技术人才稀缺，对数字技术的综合应用水平依然处于初级阶段，对金融科技应用的深度和广度不足：人工智能应用方面，国内券商智能化服务多集中于账户分析、资讯服务等，在智能交易、资产配置、理财规划、产业研究等方面发挥的



作用有限；已在境外证券发行、交易、结算清算、登记托管领域有所实践的区块链技术在国内券业的应用较为罕见；云计算方面，券商上云整体进度缓慢；大数据方面，数据质量参差不齐，共享水平较低，数据治理能力薄弱，安全性较低。

表 4：金融科技应用情况

| 前沿技术 | 概念 | 应用价值 | 应用场景 | 国外先进投行应用实例 |
|------|---|--|--|---|
| 人工智能 | 使用机器代替人类实现认知、识别、分析、决策等功能，其本质是对人的意识与思维的信息处理过程的模拟 | <ul style="list-style-type: none"> ◆在大数据的基础上进一步提升金融行业的数据处理能力与效率； ◆推动金融服务模式趋向自动化、个性化、智能化； ◆提升金融风险控制效能； ◆助推普惠金融服务发展； | <ul style="list-style-type: none"> ◆智能客服； ◆智能投顾； ◆智能风控； ◆智能投研； ◆智能营销； | <ul style="list-style-type: none"> ◆高盛集团采用自动化交易程序取代人工交易，交易员由 600 名缩减至 2 名； ◆摩根士丹利 2017 年推出数字投资平台 Access Investing，提供千人千面的投资顾问服务； ◆摩根大通 2019 年推出智能投顾产品 YouInvest，依据投资者的需求和市场变化自动调整投资组合； |
| 区块链 | 将非对称加密算法、共识机制、分布式存储等技术进行融合而形成的一种分布式数据库解决方案 | <ul style="list-style-type: none"> ◆重构信用创造机制，信息一旦生成难以篡改； ◆任意两个节点之间可直接进行点对点交易，提升效率降低成本； ◆实现个人隐私保护； ◆促进行业信息共享；促进金融中介和金融工具创新发展； | <ul style="list-style-type: none"> ◆数字票据； ◆征信管理； ◆跨境支付结算； ◆供应链金融； ◆数字货币； ◆证券发行与交易； ◆保险服务； | <ul style="list-style-type: none"> ◆高盛 2018 年成为首批使用区块链结算系统 CLSNet 的公司； ◆花旗集团 2019 年投资区块链技术平台 Symbiont，推动数据管理、抵押贷款、私募股权和联合贷款等业务发展； ◆摩根大通 2019 年推出加密数字货币 JPM Coin，用于即时结算客户间的支付交易； |
| 云计算 | 是指通过互联网以按需、易扩展的方式提供硬件、平台、软件及动态易扩展的虚拟化服务等资源 | <ul style="list-style-type: none"> ◆有效降低金融机构 IT 成本； ◆具有高可靠性和高可扩展性； ◆运维自动化程度较高； ◆是大数据和人工智能的支撑技术； | <ul style="list-style-type: none"> ◆从外围系统上云，逐步发展至核心业务系统等全面上云； ◆云化建设运维管理体系，实现大体量下自动化运维管理； ◆中大型金融机构上云首选混合云，小型金融机构普 | <ul style="list-style-type: none"> ◆瑞银 2017 年通过使用微软 Azure 云解决方案提高业务敏捷性，降低成本并获得竞争优势； |



遍使用公有云；

提供数据集成、数据存储、数据计算、数据管理和数据分析等功能，具备随着数据规模扩大进行横向扩展的能力

◆提升决策效率；

◆强化数据资产管理能力；

◆促进产品创新和服务升级；

◆增强风控管理能力；

◆大数据智能客服替代人工客服；

◆大数据风控，主要应用在借贷领域；

◆大数据反欺诈；

◆通过大数据建立用户画像，精准营销；

◆摩根士丹利自 2010 年起开始使用 Hadoop 技术搭建基础架构，高效处理结构化非结构化数据，实现为投资者提供投资组合分析和风险动态监控的功能；

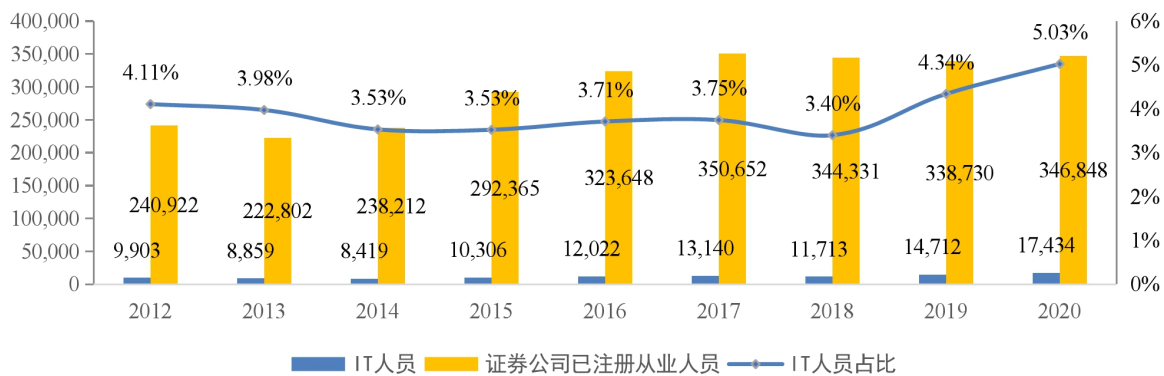
◆花旗集团 2018 年投资数据隐私公司 Privitar，将借此通过更智能地使用机器学习和云计算，帮助客户做出快速、数据化的决策，同时确保数据的安全性和隐私性；

资料来源：中国信通院，中国证券业协会，互联网公开资料，长城国瑞证券研究所

人才稀缺，薪酬激励不足。除资金投入不足外，金融科技人才稀缺也是券商 IT 行业乃至整个金融 IT 行业共同的痛点。据中证协统计，2019 年，国际同行仅高盛一家拥有工程师背景的员工数量已超过了 9000 人，占同期我国证券行业 IT 人员总数的六成以上。截至 2020 年末，证券行业 IT 人员总计 17434 人，相较于前几年，人才资源困窘的境地有所改善，但也仅占行业注册人员总数的 5%，行业数字化人才仍处于紧缺态势。

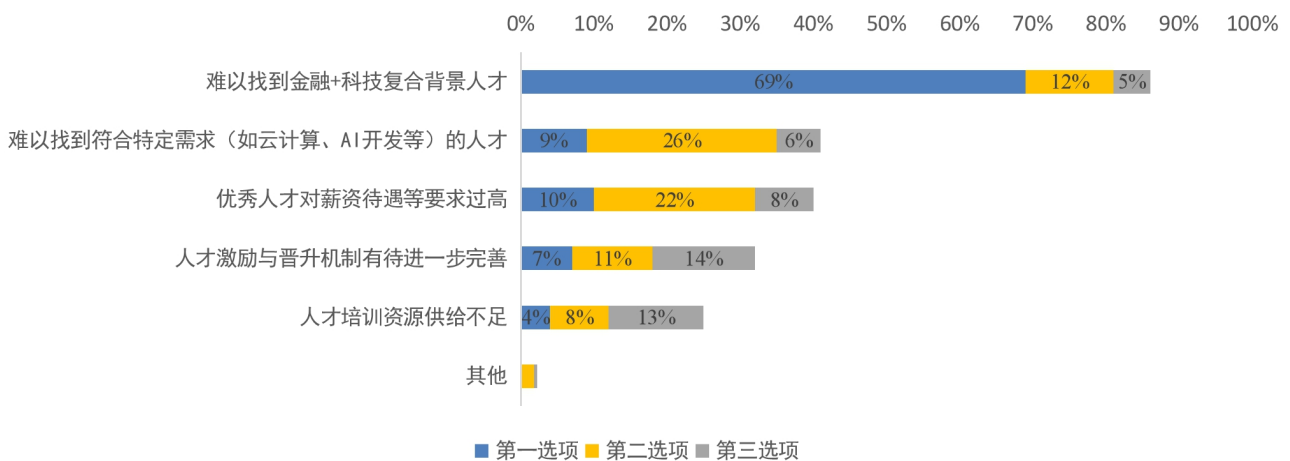
人才供应不足的原因，一方面在于证券行业“重业务、轻技术”的现象长期存在，信息技术部门一般被定位为后台技术支持部门或成本中心，仅提供基础的运维技术支持，导致业内多数券商仍处于“信息线上化”、“业务线上化”的数字化建设初级阶段，难以开始真正的数智化转型。另一方面，证券行业难以找到“金融+科技”复合背景或符合特定需求（如云计算、AI 开发等）的人才，加之管理模式落后、培育机制不健全、薪酬激励不足。据中证协统计，2019 年度我国证券行业信息技术人才人均薪酬约占高盛、腾讯人均薪酬的 20%、52%。此外，近年来全球各行业数字化转型进程提速，进一步放大了信息技术人才市场供需失衡的影响。

图 30：证券行业 IT 人员情况（人）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所
说明：不含外包人员

图 31：金融科技人才面临的问题和挑战（多选排序）



资料来源：毕马威，长城国瑞证券研究所

2.1.2 寡头恒强，市场格局稳固

券商核心业务系统的来源可分为外购和自研两大类。外购指的是直接采购传统金融 IT 企业、互联网金融 IT 企业等第三方的产品和服务，是国内金融机构的传统做法，虽然极大地降低了人力物力成本，但缺乏对核心技术的掌控，受制于供应商，难以及时满足自身个性化、定制化的要求。自研是指自建 IT 团队，自主开发业务系统，在稳定性、及时性、创新性、个性化等方面更具优势，但对资金、人才和技术等实力要求较高。2019 年国内 Top10 券商平均金融科技自研比例为 36%，相较于国外偏低。

券商自研对公司的“威胁度”尚低，传统金融 IT 供应商粘性强。部署新系统耗时耗力，且证券公司业务人员对旧的业务系统已产生依赖，重新适应新系统的学习成本较高。此外，由于交易的不可间断性，多数券商不会轻易引入新的交易系统，避免遇到 BUG 影响业务正常运行。在证券行业信息技术投入不足、头尾分布不均、技术人才稀缺的情况下，券商更关注短期



的成本效益和现有业务的稳定性，普遍缺乏自研系统的动力。因此，绝大多数券商（特别是中小型券商）仍将沿用外购方式，且很少更换 IT 供应商。公司在证券 IT 市场的龙头优势将延续。

表 5：2019 年海内外券商金融科技自研情况

| | 金融科技总投入 (亿人民币) | 金融科技采购 (亿人民币) | 金融科技自研投入 (亿人民币) | 自研比 |
|---------------|-------------------|------------------|--------------------|-------|
| 海外投行 Top10 平均 | 304.2 | 150.7 | 153.5 | 50.5% |
| 国内券商 Top10 平均 | 6.9 | 4.4 | 2.5 | 36% |
| 海外/国内 | 44.1 | 34.3 | 61.4 | 1.4 |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

传统金融 IT 企业与互联网公司在合作中竞争。互联网企业及其旗下金融科技公司具有数据和技术上的双重优势，多数传统金融 IT 企业强化与互联网企业的合作，借助其经过验证的云计算、大数据、人工智能和区块链等前沿技术，完善自身的业务生态布局。与此同时，考虑到完全自主研发难度大，部分中大型券商也开始与互联网企业合作，利用互联网企业的技术架构和资源打造符合自身禀赋的业务系统及产品应用，升级内部技术实力。现阶段，公司推行 JRES3.0 和 LightDB 等中间件满足客户部分自研需求，未来随着大中台战略的深化，公司的竞争压力会更多地来自于互联网企业及头部金融机构的科技部或科技子公司，**竞争模式将从产品竞争转变为底层技术输出竞争。**

表 6：传统金融 IT 企业与互联网企业合作情况

| 领域 | 企业名称 | 合作时间 | 合作内容 |
|----------|------|------------|---|
| 银行 IT 领域 | 宇信科技 | 2020 年 1 月 | 获得来自百度的约 6 亿元战略投资 |
| | 东华软件 | 2020 年 1 月 | 引入腾讯科技作为第三大股东 |
| | 科蓝软件 | 2019 年 3 月 | 与蚂蚁金融云签署合作协议，在移动互联网金融平台方案及金融核心系统等方面开展深度合作 |
| | 高伟达 | 2018 年 5 月 | 与蚂蚁金服签战略合作协议，并与蚂蚁全资子公司共同投资伟达金科 |
| | 长亮科技 | 2018 年 4 月 | 引入战略股东腾讯并达成金融云合作 |
| 证券 IT 领域 | 金证股份 | 2020 年 6 月 | 与京东数科签署战略合作协议 |
| | 恒生电子 | 2019 年 3 月 | 蚂蚁集团成为公司的直接控股股东 |
| 保险 IT 领域 | 中科软 | 2018 年 7 月 | 与灵雀云达成深度战略合作 |

资料来源：《中国金融科技生态白皮书 2020》，长城国瑞证券研究所

表 7：券商与互联网企业合作部分案例

| 公司名称 | 合作时间 | 合作内容 |
|------|-------------|---|
| 中信建投 | 2021 年 6 月 | 与腾讯签订战略合作框架协议，双方将围绕金融科技、金融业务、用户服务等方面展开合作 |
| 中金公司 | 2020 年 6 月 | 与腾讯联手成立信息技术专业子公司金腾科技，为创新探索金融科技领域展开铺垫，其中中金控股 51% |
| 银河证券 | 2019 年 5 月 | 与腾讯正式签署金融科技战略合作协议；去年 1 月与阿里云签订全面数据智能化合作协议 |
| 财通证券 | 2018 年 12 月 | 与蚂蚁金服签订战略合作协议，将在金融云、智能风控平台、金融产品服务等方面都将全面展开合作 |
| 国泰君安 | 2018 年 11 月 | 与腾讯签署金融科技战略合作协议，将积极探索以云端金融科技提升业务运营及创新效率，为投资者提供系统化的高质量智能金融服务体验 |
| 中信集团 | 2018 年 1 月 | 与腾讯签署战略框架协议，宣布将推行云和大数据、区块链、人工智能等技术领域的业务合作 |

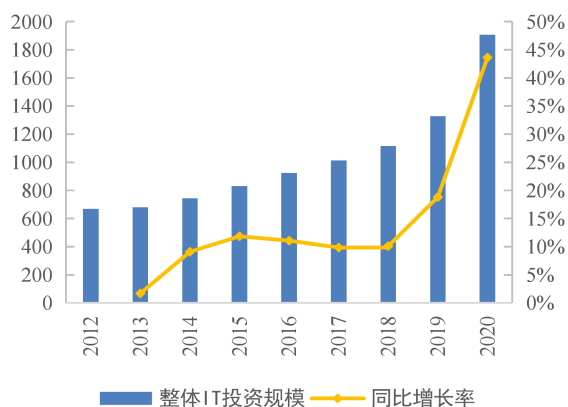
资料来源：互联网公开资料整理，长城国瑞证券研究所

2.2 银行和保险 IT

2.2.1 银行 IT 建设水平仍待提升，市场竞争激烈

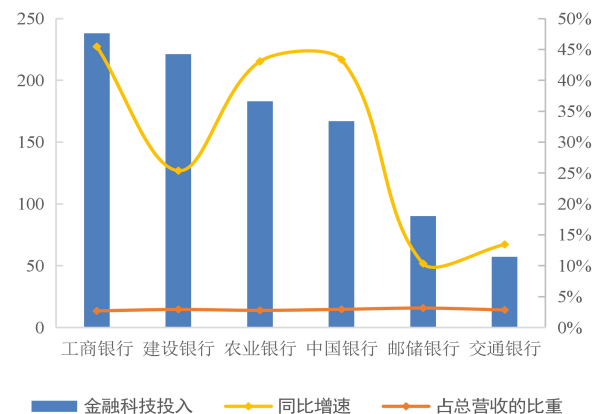
银行 IT 是发展迅猛的蓝海市场。金融 IT 可分为证券 IT、基金 IT、银行 IT 和保险 IT 等，其中银行业作为金融业的主要组成部分，在推动数字化转型方面走在前列。2020 年中国银行业整体 IT 投资规模达 1906 亿元，较 2019 年增长 44%。国有六大行中有四家金融科技投入已超过 150 亿元，增长速度较快，但从金融科技投入占总营收的比例来看，国内多数银行处在 2%-5% 的低水平区间，未来仍存在巨额的提升空间。

图 32：中国银行业 IT 投资规模（亿元）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 33：2020 年国有六大行金融科技投入情况（亿元）



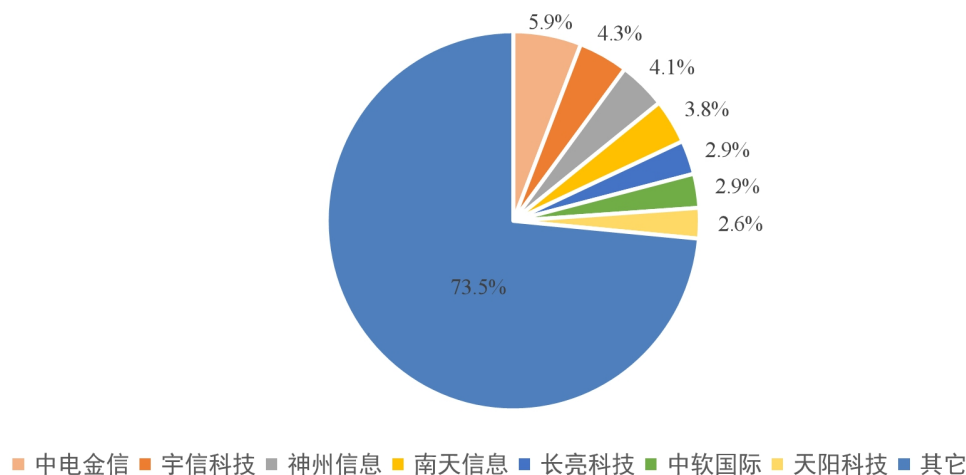
资料来源：各公司年报，长城国瑞证券研究所



银行 IT 市场格局分散，公司借由理财和资管领域的技术优势切入。相较于证券 IT，银行 IT 市场格局尤为分散，龙头中电金信的市占率不超过 6%。公司整体竞争力较弱，但在财富管理、资产管理领域具有垄断性优势，公司的银行综合理财系统市占率在 70%左右，BTA 系统在银行理财子中的市占率达到 90%以上，资产配置系统、估值系统、私行与财富管理解决方案、投顾解决方案等均得到了银行客户的高度认可。

资管新规框架下要求银行实行净值化管理，拉动了银行理财/资管产品线的系统改造以及银行理财子公司系统建设的需求。目前，国有 6 大行及 12 家股份行已全面布局理财子公司，中外合资机构、城商行、农商行等玩家也陆续进场。银行理财子的持续落地将帮助公司在银行理财/资管领域完成头部客户卡位，为后续进一步辐射至其它银行 IT 细分领域作铺垫。

图 34：2020 中国银行业 IT 解决方案市场竞争格局



资料来源：IDC，长城国瑞证券研究所

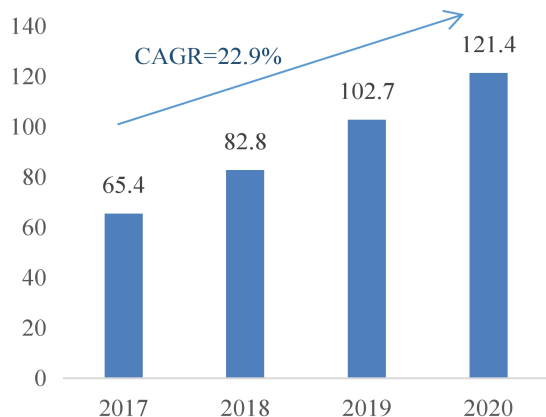
2.2.2 保险 IT 景气度持续上升

我国保险业发展仍不成熟，持续带动保险 IT 需求增长。近年来中国保险业已从高速转向高质发展，根据中国保监会数据，2020 年中国保费收入达 45257 亿元，较 2019 年增长 6%，在疫情的影响下仍显韧劲。我国保险市场规模排名全球第二，但保险密度、保险深度、保险资产占金融总资产比例等指标与发达国家相比依然有较大差距，需要借助金融科技加速保险业务的发展与创新，从前端线上化深入至后端赋能。2020 年中国保险业 IT 解决方案市场规模达到 121.4 亿元，2016-2020 年的 CAGR 为 22.9%，增势显著。

保险 IT 行业高度集中。中科软市占率高达 60.2%，是保险 IT 行业绝对的龙头，第二大参与者易保网络市占率为 35%，余下 4.8% 的市场被各厂商瓜分。公司在保险 IT 领域盈利规模尚

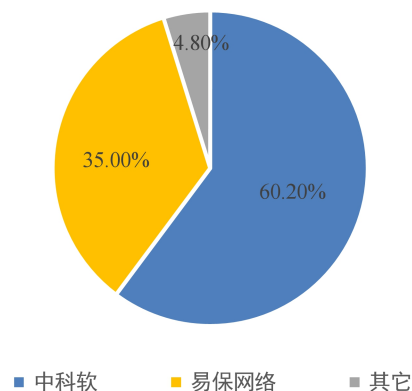
小，主要为保险公司提供面向资产管理业务的投资一体化解决方案。2021 年公司收购保泰科技布局保险核心业务领域，未来随着保险业数智化改革深入，公司保险 IT 市场份额有望水涨船高。

图 35：中国保险业 IT 解决方案市场规模（亿元）



资料来源：IDC，长城国瑞证券研究所

图 36：2020 年中国保险业 IT 解决方案市场格局



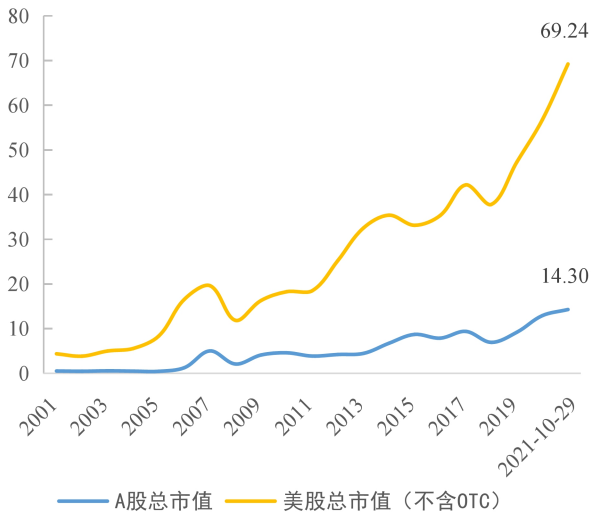
资料来源：IDC，长城国瑞证券研究所

2.3 金融 IT 伴生资本市场，长短期驱动力充足

相较于国外，中国资本市场发展尚不成熟，仍有巨大的提升空间，是金融 IT 行业天花板不断抬升的长期逻辑。以证券市场为例，截至 2021 年 10 月 29 日，我国 A 股总市值为 14.30 万亿美元，仅相当于全部上市美股（不含 OTC）总市值 69.24 万亿美元的 21%。从证券化率的角度看，我国证券化率总体呈现“曲折爬坡”的缓速增长态势，2018 年我国证券化率为 46.48%，而同期美国证券化率为 148.51%，是中国的 3 倍以上。证券化率和公司营收增速高度相关，未来伴随市场成熟化及金融科技赋能程度加深，下游客户 IT 支出能力及意愿将不断提升，从而带动金融 IT 公司业绩增长。

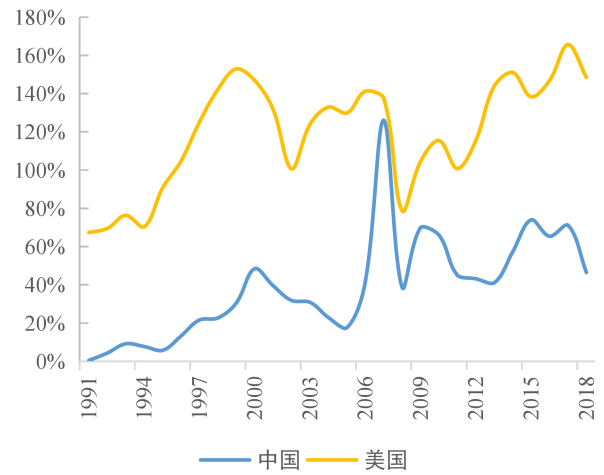


图 37: A 股总市值与美股总市值对比 (万亿美元)



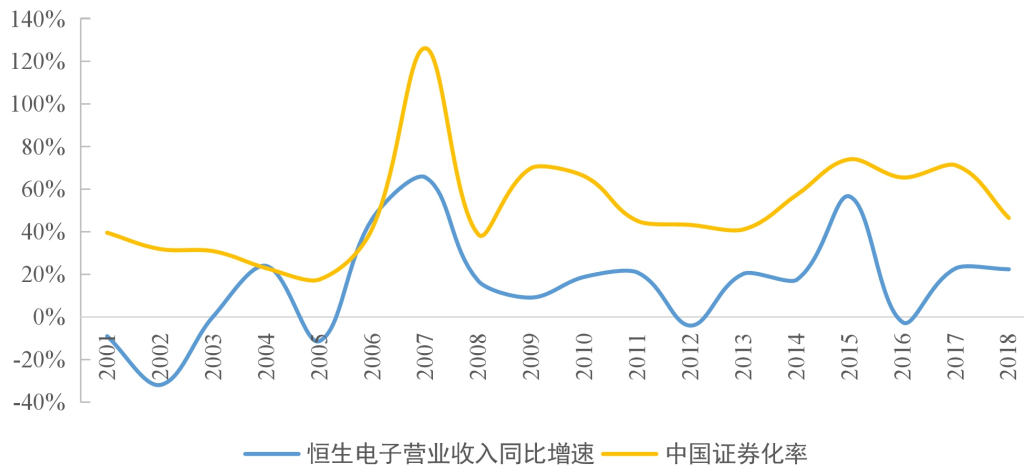
资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图 38: 中美证券化率对比



资料来源: 新浪财经, 世界银行, 长城国瑞证券研究所

图 39: 我国证券化率与恒生电子营收增速变化高度相关



资料来源: 新浪财经, 世界银行, Wind, 长城国瑞证券研究所

资本市场改革创新加速, 政策变化红利是短期驱动力。我国经济正处于转型升级的关键时期, 金融供给侧改革持续深化, 重大政策出台愈加密集, “对内改革创新、对外加速开放”将成为资本市场未来很长一段时间的主旋律。每一次的政策变动都将导致交易市场、交易规则、交易产品、机构客户等方面的变化, 从而产生相应的 IT 改造或建设需求, 为金融 IT 公司贡献新的盈利增长点。近期需重点关注的政策主要分为以下五个方面:

第一, 交易市场变化: 深市主板与中小板合并、北交所成立

深市主板与中小板于 2021 年 4 月 6 日正式合并, 未来深市将形成以主板、创业板为主体的



市场格局，公司的风险管理系统、风险监控系統、净资本管理系统、证券 APP 和 PC 等需要针对资讯数据接口、计算口径和逻辑、行情市场分类等进行调整和改造。

北京证券交易所自 2021 年 9 月 2 日宣布设立；9 月 17 日，北交所发布《北京证券交易所投资者适当性管理办法（试行）》，要求各券商于 9 月 22 日起按照最新投资者适当性业务规则进行数据报送和交易权限控制；随后，证监会和北交所相继发布一系列规章、规范性文件及业务规则，自 11 月 15 日北交所开市起施行。

短期内，北交所的设立带来了权限预约开通、适当性检验改造、集中交易系统升级、业务系统改造等配套 IT 改造需求。长期来看，北交所的设立及深市主板与中小板合并均印证了资本市场全面深化改革的趋势，对公司业务产生的影响将是长周期的。

第二，交易规则变化：新债系统建设、全面注册制及交易规则修订等预期

2021 年 4 月 30 日，上交所起草了《上海证券交易所债券交易规则》及有关债券交易参与人管理、债券交易机制创新、优化通用质押式回购制度、完善债券做市业务等方面的配套适用指引。目前，上交所新债券交易系统的开发有序推进，正式上线时间待定。公司针对此次上交所新债券交易系统提供投资交易系统 O32、绩效评估与风险管理系统、估值系统、量化策略系统等相应解决方案。

2019 年科创板试点注册制、新《证券法》修订将注册制写入法律、2020 年创业板推广注册制、2021 年将注册制试点范围扩大至北交所等行为体现了我国全面推行注册制的决心，将持续给公司带来系统改造方面的业务增量。

透过全面注册制的加速推行，我们认为，未来国际成熟资本市场的交易制度有望随着中国资本市场的深化发展而逐步落地。届时除了带来券商多个系统的改造需求，市场流动性的增强也将带动券商对交易系统性能的需求。

第三，交易产品变化：公募 REITs、资产管理产品相关会计处理

2020 年 4 月 30 日，《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》发布。2021 年 5 月 17 日，第一批 9 家公募 REITs 正式获批。针对全新的基金品种，券商、基金、保险等资产管理机构均有增加相应交易模块建设的需求。

2021 年 9 月 30 日，财政部起草《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》，进一步明确资产管理产品的会计处理，提高会计信息质量。此政策将于 2022 年 1 月 1 日开始施行，



资产管理相关系统将迎来来升级改造需求。

第四，机构客户变化：公募基金投顾试点、券商资管子、银行理财子、金控持续落地

2019年10月25日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点正式启动，目前近60家机构获得试点资格，公司可为其提供支持全业务模式的公募基金投顾整体方案。2020年7月31日，证监会放宽“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，部分券商开始筹备设立资管子公司申请公募牌照，券商资管子的设立掀起一轮小高潮。

资管新规规定“主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务，强化法人风险隔离”，2018年年末《商业银行理财子公司管理办法》发布，随后各大银行开始逐步成立理财子公司。目前，公司已与20家银行理财子合作，为客户提供理财登记过户系统、估值系统、投资交易系统、反洗钱、运营平台及直销系统等。

2020年11月1日《金融控股公司监督管理试行办法》正式施行，有序推进金控牌照批设，稳妥推进存量整改。随着中信、光大、北京金控成立金融控股公司的申请正式受理，后续央企集团、地方金控、大型民企及互联网金控等细分领域的金融控股公司批设预计将逐步推进，有望持续给公司带来金控企业数字化转型综合解决方案业务增量。

公募基金投顾试点、券商资管子、银行理财子、金控公司等机构客户数量的增加将带来相关IT建设需求。

第五，对外开放：外资机构进入、跨境理财通

2019年7月20日，《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》正式发布，中国资本市场对外开放进程加速，持续吸引外资机构进入，给金融科技行业带来新客户。目前，公司已为野村证券、金圆统一、星展证券、大和证券、贝莱德、富达基金、路博迈等证券基金机构提供了一体化解决方案；为德意志银行提供托管业务解决方案。

除新增客户量外，资本市场对外开放也会带来新型的业务模式和技术应用，贡献新的IT需求。2021年9月10日，粤港澳三地同时发布了《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》，大湾区内的投资者可通过当地银行跨境购买对方银行销售的合格投资产品。目前，公司已为广发银行、中信银行、汇丰银行、东亚银行、南洋银行等多家试点银行提供“跨境理财通业务”解决方案，涵盖账户管理、产品管理、资金清算、交易及渠道、业务报表等核心功



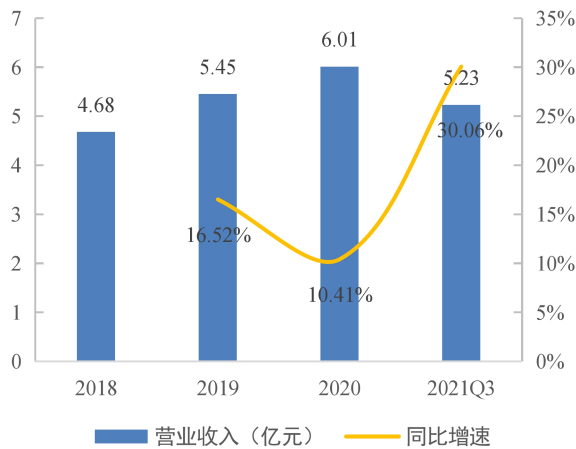
能。

3 金融创新方兴未艾

金融上云，互联网创新业务增长潜力持续释放。公司的互联网创新业务核心产品为一站式云服务解决方案、IaaS+PaaS+SaaS 层云计算服务，主要功能为基于云的投资交易、估值、托管清算、投资监督、信息披露、绩效评估及风险管理、算法交易等。2021 前三季度公司的互联网创新业务实现营收 5.23 亿元，较去年同期增长 30.06%。

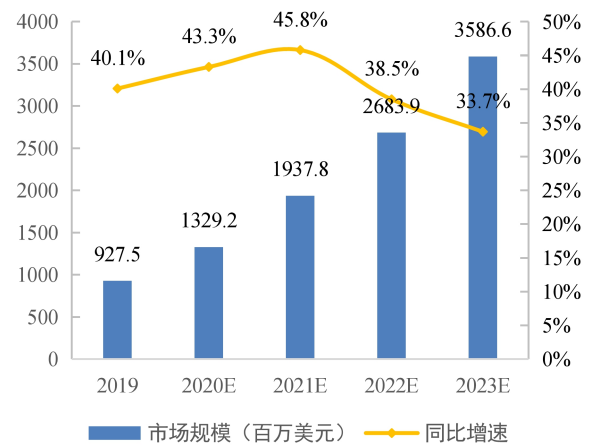
据 IDC 统计，2019-2023 年中国金融云解决方案市场复合增长率为 40.2%，2023 年市场规模预期达到 35.9 亿美元。金融机构在保障传统 IT 架构稳定运行的基础上，开始逐步加大云化转型的力度。我们认为随着金融上云进程的加速以及其他前沿技术赋能程度的加深，金融科技改革重点从“How to buy”逐步深入到“What to buy”以及“Auto buy”，互联网创新业务的增长潜力将持续释放。

图 40：恒生电子互联网创新业务营收情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 41：中国金融云解决方案市场规模及预测



资料来源：IDC，长城国瑞证券研究所

积极布局创新科技，成效初显。公司的子公司数量众多，总体营收体量尚小。其中，恒生聚源于 2010 年被公司收购，是营收规模最大且收购时间较早的，为公司补足了数据分析和处理能力。基于大零售 IT、大资管 IT 等传统现金牛业务的稳定发展，公司开始加速“多子”布局，于 2016 年先后投资设立了云英网络、云纪网络、云毅网络等创新业务子公司，后续又持续参控股不同细分赛道的海内外金融科技企业，主要立足于 B 端，挖掘前沿科技潜能，全面尝试转型破局。

云计算业务是技术创新的主线，以云毅网络的财富云及资管云 SAAS 服务、恒云科技的海



外云业务为代表，其余各个子公司的产品架构也已基本完成云化转型；大数据方面，恒生聚源、鲸腾网络和安正软件提供了终端产品、数据仓库、大数据分析 & 处理等服务；人工智能方面，公司陆续推出智眸风险预警、智能小梵、智能投顾、智能理财师、智能算法交易、智能舆情预警、超级智能客服、晓鲸问答等多款 AI 产品，未来将以丹渥智能为基点积极探索各场景下的“AI+金融”解决方案；区块链方面，2019 年公司推出 HSL2.0 平台、范太链（FTCU）、贸易金融平台区块链应用、供应链金融区块链服务平台，应用场景主要覆盖电子合同、积分治理、资产证券化（ABS）、私募股权、多方安全计算数据共享等。

表 8：恒生电子现阶段主要子公司简介

| 子公司 | 简要介绍 | 2020 年营收规模 (万元) |
|------|--|--------------------|
| 恒生聚源 | 是国内领先的金融、产业数据资讯服务提供商，拥有基础数据库、应用数据库、聚源金融资讯终端、智眸风险预警、智能小梵等丰富的产品线，利用 AI 技术建立多层次关联数据服务与事件驱动引擎服务，目前已服务了 700 多家金融机构 | 21460.31 |
| 鲸腾网络 | 为证券、期货等金融行业提供一站式线上零售经纪服务；在终端产品上，已经为 80 多家证券、期货及金融行业提供了终端 APP/PC 服务，并通过恒生 GMU 技术及源码开放合作为多家券商提供技术平台支撑，提升客户开发效率；在运营平台上，基于恒生 JRES3.0 微服务架构，通过一体化的智能运营服务，助力券商在客户及业务运营上进行精准服务 | 12594.35 |
| 云毅网络 | 为金融机构开展财富和资产管理业务提供专业化、一体化的 Live Online 解决方案和服务，旗下核心产品服务包括投资管理产品、机构投资服务产品、策略交易产品、管理人估值产品、外包估值产品、绩效风控产品、信息披露产品、监管报送、登记过户产品、理财销售产品、营销服务产品、开基电子化平台、云支付、毅直播、视频双录等服务；SAAS 业务持续高速增长；2020 年原云毅网络与云英网络合并为新云毅，注册资本达 1 亿元 | 8888.89 |
| 芸擎网络 | 是国内民生服务领域的知名软件和网络服务供应商，核心产品包括收费类解决方案、支付类解决方案、管理类解决方案、信用类解决方案、呼叫类解决方案，客户主要集中在交通行业、政府、公共事业单位以及电子商务等多个领域 | 7832.91 |
| 商智神州 | 核心产品为智能投顾、智能理财师、资产配置引擎、私人银行财富管理、家族信托解决方案等，提供全方位创新金融服务，为金融机构、专业人士及一般投资人提供自动化、智能化解决方案 | 4132.99 |
| 云纪网络 | 一站式私募综合业务服务平台，致力于为私募机构提供从交易、风控、资产管理、内部管理到对外推广等全方位服务，主要产品为“i 私募” | 2246.09 |
| 恒迈神州 | 与 IHS Markit 合资成立，拟在固定收益的科技服务领域开展业务，协助国内债券承销商和发行人对接海外承销网络 | 77.28 |
| 金纳科技 | 专注于提供智能化投资交易工具，提供安全稳定、智能高效的算法交易策略和智能化投资整体 | 2021H1 营收为 |



| | 解决方案 | 1708.50 |
|------|---|-------------------|
| 丹渥智能 | 专注于金融 AI 知识产品与服务的人工智能企业，建立了独有的面向金融的自然语言处理平台、知识图谱构建与推理平台，积累了全行业的产业链知识图谱 | 2021H1 营收为 154.25 |
| 寻常网络 | 与天风证券合资成立，以视频、直播、在线互动等新内容形式，打造互联网证券 4.0 内容的产品，解决用户需求和优质内容供给严重不匹配的问题 | 2021H1 营收为 35.86 |
| 恒云科技 | 提供多元化的技术解决方案，包括全球证券、期货期权交易系统、综合账户管理平台及离岸托管服务解决方案，是实现公司现有产品线在香港地区的本地化及创新化的门户 | - |
| 安正软件 | 为大资管行业提供以数据仓库、数据中心、大数据、AI 技术为基础的产品和整体解决方案，是我国公募基金大数据平台细分领域的头部企业 | - |
| 恒生利融 | 基于 Finastra 的资金交易系统 Fusion Opics，在恒生云原生分布式平台上，打造符合国际标准的国产化资金交易系统恒生 Mangos，赋能银行资金业务高质量发展 | - |

资料来源：公司公告，各子公司官网，长城国瑞证券研究所

中台是孵化创新的土壤，持续关注公司大中台战略的推行。中台是沟通前台与后台的桥梁，负责协调前台需求日益增加与后台技术响应较慢之间的矛盾，加快组织运转效率，快速响应用户需求，利于业务创新。根据中国信通院数据，打造中台能力已成为我国金融行业共识，2020 年半数金融机构正在考虑建设中台，90%的金融机构认为未来两至三年会建设中台。中台一般可分为业务中台、数据中台和技术中台三个层面。

业务中台的价值在于将各个项目中共通的业务进行下沉，形成多个通用的服务平台，打通数据壁垒，让业务联动成为可能。公司的业务中台 XONE 已形成 7 大业务中心（用户中心、客户中心、权益中心、产品中心、通知中心、员工中心、认证中心）和能力开放平台，通过沉淀前端业务的共性，提供开箱即用的可复用服务能力，满足客户全渠道流程统一、资源服务共享、数据融合创新的需求，为业务快速创新赋能。

数据中台旨在将数据资产化、标准化、服务化、智能化，实现不同体系数据的打通，夯实数据应用基础，挖掘数据价值。公司于 2020 年 4 月收购安正软件补足数据中台建设能力，之后于 5 月正式发布 iBrain+数据中台品牌，可根据前端业务需求敏捷地提供高质量数据服务，并将数据分析能力结合 AI 技术进行专业化沉淀和普惠化。

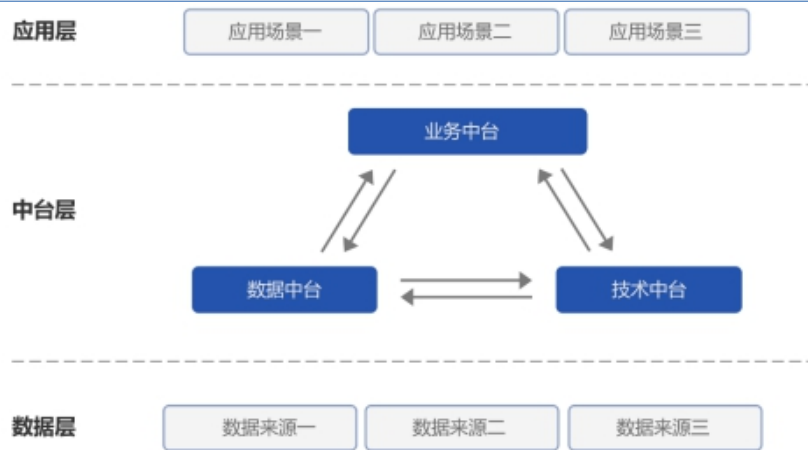
技术中台强调底层技术资源和能力的整合，建立能力沉淀的平台体系，有效节省技术开发成本。公司的技术中台 JRES3.0 具备可复用、可扩展、高安全的特性，可向金融产品开发、运维、运营人员提供完整的金融企业级应用开发套件，从而降低业务开发人员技术要求，极大地



提升开发效率以及系统稳定性。目前公司的 UF3.0、O45、TA5.0、估值 6.0 等新一代产品线都是基于 JRES3.0 开发的。

推进大中台战略的意义有三重，需持续关注。第一，对内，业务、数据、技术的标准化、模块化及通用化加强了业务运转各环节的互联互通，帮助公司降本增效。**第二**，对外，公司新产品基本都在 JRES3.0 的架构上开发完成，客户也可通过年费模式直接订阅中台产品以实现部分个性化“自研”需求。这是公司中台产品对外输出的两种方式，未来有助于形成“恒生技术生态”，奠定公司的龙头优势。**第三**，JRES3.0 为分布式服务开发平台，并逐步融合了大数据、人工智能、区块链等组件功能，倒逼公司及客户加速金融创新进程。

图 42：业务中台、数据中台、技术中台的关系图



资料来源：中国信息通信研究院，长城国瑞证券研究所

4 盈利预测

综合以上分析，我们对公司未来三年业绩预测做出关键假设。

(1) 业务假设：

◆**大零售 IT 业务和大资管 IT 业务：**大零售 IT 业务和大资管 IT 业务是公司业绩的基本盘和优势赛道，包含证券经纪 IT、财富管理 IT、资产管理 IT 与机构服务 IT 四个方面。在金融供给侧改革的大背景下，预计资本市场政策落地将愈加密集，从而带来大量的此两板块所涉及的系统改造及建设需求；鉴于大客户卡位优势和行业领先的技术实力，预计公司 UF3.0、O45 等新产品的推广及新机构客户的获取较为顺利。综上，预计此两板块仍将保持较高的增长速度。

◆**银行与产业 IT 业务：**此板块银行 IT 的核心业务为交易金融、票据业务和中间业务，不包括银行理财子公司及银行资管部门的相关业务。公司在银行 IT 领域竞争力较弱，但其市场份额有望逐步随着银行 IT 市场景气度的上升而水涨船高。产业 IT 业务方面，随着钢铁、能源、



农业、商贸等传统行业数字化转型加速，公司的产业金融一体化方案有望持续落地。综上，预计此板块营收将稳步增长。

◆**数据风险与基础设施 IT 业务：**由于监管趋严，下游对监管数据报送、数据中心管理、数据风险控制、反洗钱等合规风控需求提升；公司数据中台与广州安正融合效应持续释放，新产品一体化数据平台 HDP 稳步推广。在金融基础设施方面，2021 年公司成功承建全国碳交易、注册登记、结算三大系统，在碳交易市场奠定领先地位，但值得注意的是，金融基础设施的承建所带来的增量较不稳定。综合考虑，我们预计 2021 年此板块将高速增长，2021 年后增速将放缓。

◆**互联网创新业务：**后金融科技时代已至，以前沿技术为核心的互联网创新业务迎来高速发展窗口期，预计未来将逐步成为公司业绩增长的新一轮发力点。

◆**非金融业务：**预计将基本维持稳定。

(2) **毛利率假设：**公司是证券 IT 市场的绝对龙头，产品化率高，研发能力领先，对甲方的议价能力较强；历史上毛利率长期维持稳定（2020 年因会计准则改变才导致毛利率大幅下滑）；2020 年公司内部已基本完成中台改造，实现降本增效。因此预计各业务条线毛利率将稳中有升。

表 9：公司主营业务收入及毛利率预测（百万元）

| 业务板块 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| 大零售 IT 业务 | 1,510.22 | 1,933.08 | 2,358.36 | 2,806.44 |
| 增长率 | 2.61% | 28.00% | 22.00% | 19.00% |
| 毛利率 | 75.78% | 75.50% | 75.80% | 76.40% |
| 大资管 IT 业务 | 1,220.09 | 1,708.12 | 2,220.56 | 2,775.70 |
| 增长率 | 10.04% | 40.00% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 86.00% | 86.00% | 86.50% | 87.00% |
| 银行与产业 IT 业务 | 362.95 | 337.54 | 354.42 | 379.23 |
| 增长率 | 12.59% | -7.00% | 5.00% | 7.00% |
| 毛利率 | 55.62% | 50.00% | 50.50% | 51.00% |
| 数据风险与基础设施 IT 业务 | 298.22 | 402.59 | 462.98 | 532.43 |
| 增长率 | 11.71% | 35.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 68.30% | 68.00% | 68.30% | 68.50% |
| 互联网创新业务 | 601.31 | 781.70 | 992.76 | 1,240.95 |
| 增长率 | 10.41% | 30.00% | 27.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 81.68% | 81.00% | 82.00% | 83.00% |
| 非金融业务 | 174.76 | 180.00 | 189.00 | 202.24 |



| | | | | |
|-------|----------|----------|----------|----------|
| 增长率 | 15.17% | 3.00% | 5.00% | 7.00% |
| 毛利率 | 69.58% | 69.00% | 70.00% | 70.00% |
| 营业总收入 | 4,172.65 | 5,348.15 | 6,583.19 | 7,942.09 |
| 增长率 | 7.77% | 28.17% | 23.09% | 20.64% |
| 毛利率 | 77.09% | 77.28% | 78.30% | 79.24% |

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所
说明：其他业务情况不列示

(3) **费用假设**：过去几年公司销售费用率呈明显的下降趋势，同时考虑到公司在优势领域市占率较高，收入增长更多地来源于已覆盖客户的 IT 系统更新改造需求的增长，因此预计未来收入增速将快于销售费用率增速，销售费用率将小幅下降，2021-2023 年销售费用率分别为 8.00%/7.50%/7.30%。

公司过去三年管理费用率较为稳定；2021 年员工持股计划费用开始摊销，预计 2021-2023 年股份支付费用分别为 1.83/1.62/0.63 亿元，由此预计 2021-2023 年管理费用率分别为 15.42%/13.96%/12.10%。

2020 年疫情期间公司研发人员的招聘和薪酬上涨均受限，2021 年才重新放开，因此预计 2021 年后研发费用率有所上涨，2021-2023 年研发费用率分别为 36.00%/36.30%/36.50%。

按照上述关键假设条件进行预测，我们得到公司 2021-2023 年营业总收入分别为 53.48/65.83/79.42 亿元，归母净利润分别为 14.99/18.29/22.67 亿元，EPS 分别为 1.03/1.25/1.55 元，当前股价对应 P/E 为 55.71/45.68/36.85 倍。考虑到资本市场改革创新不断深入，下游金融 IT 市场空间持续扩容，公司有望凭借较高的竞争壁垒全面获享行业发展红利，业绩高增长趋势将延续。因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

5 风险提示

(1) **政策与监管风险**：资本市场改革与创新政策落地不及预期；监管趋严遏制金融创新。

(2) **市场风险**：宏观经济下行导致金融机构信息化投入不及预期。

(3) **经营风险**：公司新产品及新平台推广不及预期；公司成本费用控制不当，盈利能力下降；互联网及旗下金融科技子公司、金融机构科技部及其科技子公司、海外金融 IT 供应商推出具有竞争力的产品，导致行业竞争格局加剧，挤压公司的市场份额。

(4) **技术风险**：公司技术水平发展不及预期；新产品更新迭代不及预期



表 10：盈利预测

| 资产负债表 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,374.84 | 2,558.81 | 4,042.08 | 5,826.25 | 营业收入 | 4,172.65 | 5,348.15 | 6,583.19 | 7,942.09 |
| 应收账款 | 550.69 | 637.79 | 642.27 | 681.41 | 营业成本 | 955.91 | 1,215.07 | 1,428.51 | 1,648.74 |
| 预付账款 | 9.01 | 15.29 | 15.66 | 15.49 | 营业税金及附加 | 54.50 | 68.63 | 84.26 | 101.66 |
| 存货 | 351.69 | 485.36 | 490.79 | 562.58 | 销售费用 | 353.81 | 427.85 | 493.74 | 579.77 |
| 其他 | 2,768.07 | 2,744.64 | 2,744.79 | 2,744.72 | 管理费用 | 539.49 | 824.92 | 919.08 | 960.86 |
| 流动资产合计 | 5,054.29 | 6,441.90 | 7,935.59 | 9,830.44 | 财务费用 | -6.94 | -5.35 | -6.58 | -7.94 |
| 长期股权投资 | 738.97 | 738.97 | 738.97 | 738.97 | 研发费用 | 1,496.06 | 1,925.33 | 2,389.70 | 2,898.86 |
| 固定资产 | 472.51 | 673.24 | 1,669.62 | 1,491.39 | 资产减值损失 | -239.01 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 在建工程 | 732.25 | 954.09 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动收益 | 103.09 | 76.65 | 100.00 | 100.00 |
| 无形资产 | 161.01 | 195.48 | 207.73 | 217.77 | 投资净收益 | 584.21 | 438.75 | 400.00 | 400.00 |
| 其他 | 2,812.10 | 2,809.99 | 2,808.73 | 2,808.73 | 其他 | 386.57 | 672.17 | 1,177.33 | 1,696.50 |
| 非流动资产合计 | 4,916.85 | 5,371.77 | 5,425.05 | 5,256.87 | 营业利润 | 1,441.02 | 1,628.46 | 1,985.85 | 2,461.51 |
| 资产总计 | 9,971.14 | 11,813.67 | 13,360.64 | 15,087.31 | 营业外收入 | 1.85 | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| 短期借款 | 46.72 | 150.00 | 350.00 | 350.00 | 营业外支出 | 5.16 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 应付账款 | 320.80 | 424.65 | 459.60 | 570.04 | 利润总额 | 1,437.72 | 1,626.96 | 1,984.35 | 2,460.01 |
| 其他 | 4,248.76 | 4,269.94 | 4,270.82 | 4,271.66 | 所得税 | 74.56 | 81.35 | 99.22 | 123.00 |
| 流动负债合计 | 4,616.28 | 4,844.58 | 5,080.42 | 5,191.70 | 净利润 | 1,363.15 | 1,545.61 | 1,885.14 | 2,337.01 |
| 长期借款 | 206.09 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 少数股东损益 | 41.42 | 46.37 | 56.55 | 70.11 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 1,321.74 | 1,499.24 | 1,828.58 | 2,266.90 |
| 其他 | 111.01 | 111.01 | 111.01 | 111.01 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 317.10 | 311.01 | 311.01 | 311.01 | 主要财务比率 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 负债合计 | 4,933.38 | 5,155.60 | 5,391.43 | 5,502.71 | 成长能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 483.73 | 530.10 | 586.65 | 656.76 | 营业收入 | 7.77% | 28.17% | 23.09% | 20.64% |
| 股本 | 1,044.09 | 1,461.56 | 1,461.56 | 1,461.56 | 营业利润 | -5.71% | 13.01% | 21.95% | 23.95% |
| 资本公积 | 545.39 | 545.39 | 545.39 | 545.39 | 归属于母公司净利润 | -6.65% | 13.43% | 21.97% | 23.97% |
| 留存收益 | 3,634.96 | 4,666.42 | 5,920.99 | 7,466.28 | 获利能力 | | | | |
| 其他 | -670.41 | -545.39 | -545.39 | -545.39 | 毛利率 | 77.09% | 77.28% | 78.30% | 79.24% |
| 股东权益合计 | 5,037.76 | 6,658.08 | 7,969.21 | 9,584.60 | 净利率 | 32.67% | 28.90% | 28.64% | 29.43% |
| 负债和股东权益总计 | 9,971.14 | 11,813.67 | 13,360.64 | 15,087.31 | ROE | 29.02% | 24.47% | 24.77% | 25.39% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率 | 49.48% | 43.64% | 40.35% | 36.47% |
| 经营活动现金流 | 1,397.90 | 1,158.10 | 1,801.20 | 2,227.85 | 流动比率 | 1.09 | 1.33 | 1.56 | 1.89 |
| 资本支出 | 341.10 | 556.83 | 250.51 | 30.00 | 速动比率 | 1.02 | 1.23 | 1.47 | 1.79 |
| 长期投资 | -123.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营运能力 | | | | |
| 其他 | -1,009.24 | -728.20 | -201.02 | 240.00 | 应收账款周转率 | 10.22 | 9.00 | 10.29 | 12.00 |
| 投资活动现金流 | -791.31 | -171.38 | 49.49 | 270.00 | 存货周转率 | 5.07 | 2.90 | 2.93 | 3.13 |
| 债权融资 | 252.81 | 370.00 | 570.00 | 570.00 | 总资产周转率 | 0.46 | 0.49 | 0.52 | 0.56 |
| 股权融资 | 186.47 | 547.84 | 6.58 | 7.94 | | | | | |
| 其他 | -990.08 | -720.59 | -944.01 | -1,291.62 | 每股指标 (元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 筹资活动现金流 | -550.80 | 197.25 | -367.42 | -713.68 | 每股收益 | 1.27 | 1.03 | 1.25 | 1.55 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金流 | 1.34 | 0.79 | 1.23 | 1.52 |
| 现金净增加额 | 55.80 | 1,183.97 | 1,483.27 | 1,784.17 | 每股净资产 | 4.36 | 4.19 | 5.05 | 6.11 |

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。