

2021年12月21日

# 长坡厚雪的金融 IT，格局优越的长跑冠军

## 买入（维持）

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005  
021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001  
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 王世杰

wangshijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4173	5222	6441	7766
同比（%）	7.8%	25.1%	23.3%	20.6%
归母净利润（百万元）	1322	1625	2025	2551
同比（%）	-6.6%	23.0%	24.6%	26.0%
每股收益（元/股）	1.27	1.11	1.39	1.75
P/E（倍）	82.60	56.03	44.96	35.70

### 投资要点

■ **金融 IT 龙头，云化促进变革：**恒生电子 2008 年-2021 年连续 14 年入选 FINTECH 100 全球金融科技百强榜单，2021 年排名第 38 位。恒生电子做证券 IT 起家，后拓展至银行、基金、信托等多领域，业务广度不断扩大，业绩长期稳健增长，2010-2020 年营收复合增速高达 17%，扣非净利润复合增速为 15%。2018 年公司制定了“Online”的云化主题战略，全面启动产品技术、解决方案和服务体系、创新业务的升级。云化战略将升级恒生技术架构，调整组织结构，提升产品竞争力，更快响应客户需求，助力恒生强者恒强。

■ **金融 IT 行业是长坡厚雪赛道，恒生电子充分受益：**金融 IT 市场营收源于金融机构的 IT 投入。1) 金融业 IT 需求日益增多。金融行业业务创新、监管创新和技术创新三大创新带来源源不断的 IT 建设需求。2) 资本市场参与主体增多扩大金融行业规模。一方面，居民非金融资产转向金融资产，其中权益资产占比不断提升；另一方面，资本市场可投资标的数量、品类逐渐增多。3) 金融 IT 支持政策陆续出台，金融科技发展已经上升为国家高度。需求、供给、政策三驱动，我们认为金融 IT 市场（证券、基金、银行）2021-2025 年营收规模复合增速有望保持在 20% 以上。4) 金融机构对 IT 系统粘性较高，替换周期长，先发优势与市占率是关键。恒生电子营收增速与 A 股交易量增速相关性较高，持续受益于金融行业稳步发展红利。

■ **恒生电子格局优越，稳中求变，是金融 IT 赛道的长跑冠军：**1) 高市占率带来核心竞争优势。金融机构对 IT 系统粘性较强，恒生电子卡位客户粘性最强的核心交易系统，在多个关键产品领域高市占率，这为恒生带来了稳定客户群和可持续收入。2) 强议价权和高产品化不断提升盈利质量。恒生电子坚持“产品化”战略，2020 年销售毛利率高达 77%。恒生电子行业议价权较强，2020 年应收账款营收占比仅为 13%，2019 年预收账款营收占比高达 37%，位居行业可比公司前列。3) 方向一：业务不断做深。恒生 2011-2020 年研发费用率保持在 30% 以上，坚持技术领先，打造全方位的产品矩阵，不断深入客户业务，从前台到后台，提供更新更优质的服务。4) 方向二：业务不断做广。自研和收并购是恒生业务做广的重要手段。一方面，恒生走出权益市场，向银行、保险等新领域进发；另一方面，恒生坚持“国际化”战略，引进国外先进产品与商业模式，开拓国际市场，买下国际领先厂商产品。

■ **盈利预测与投资评级：**金融 IT 赛道长坡厚雪，格局稳定；恒生电子市占率较高，产品具有广泛认可度和客户粘性，同时通过业务做深、做广，不断加强竞争力。据此，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 16.25/20.25/25.51 亿元，对应 56/45/36 倍 PE。2021 年 12 月 20 日总市值/扣非归母净利润和 P/OCF 估值分别处于 2016-2020 年 40%/55% 分位，处于历史相对较低位置，安全边际充足，成长空间广阔，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 北交所进展不及预期；2) 新一代产品推广不及预期；3) 银行、保险领域业务拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	62.30
一年最低/最高价	48.16/78.91
市净率(倍)	20.37
流通 A 股市值(百万元)	91055.19

### 基础数据

每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	50.68
总股本(百万股)	1461.56
流通 A 股(百万股)	1461.56

### 相关研究

1、《恒生电子（600570）：2021 年三季度报点评：收入快速增长，持续受益于金融市场改革创新》2021-11-01

2、《恒生电子（600570）：2021 年半年报点评：积极配合信创发展需求，海外并购和合作带来新机遇》2021-09-08

## 内容目录

<b>1. 金融 IT 龙头，云化促进变革</b> .....	<b>4</b>
1.1. 全球金融科技百强，覆盖金融多领域.....	4
1.2. 云化战略助力强者恒强.....	7
<b>2. 金融 IT 长坡厚雪：长期增速稳定，客户粘性较高</b> .....	<b>8</b>
2.1. 金融业发展创新是 IT 需求源泉.....	8
2.2. 资本市场参与主体逐步增多.....	11
2.3. 金融 IT 行业空间广阔，客户粘性较高.....	13
2.4. 恒生电子充分受益于金融行业快速发展.....	15
<b>3. 恒生电子是金融 IT 赛道的长跑冠军</b> .....	<b>16</b>
3.1. 高市占率带来核心竞争优势.....	16
3.2. 强议价权与高产品化提升盈利质量.....	17
3.3. 业务做深：高研发投入，产品不断改善.....	18
3.4. 业务做广：拓向多领域，走向国际化.....	21
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>23</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

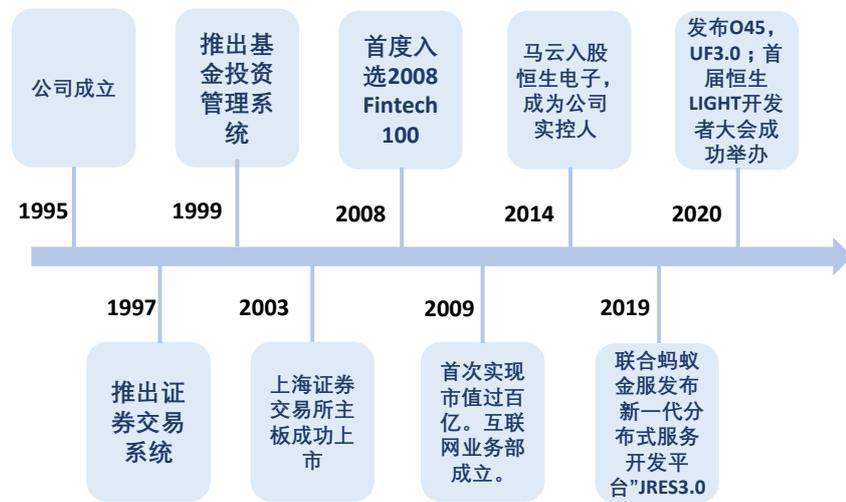
图 1: 恒生电子发展历程 .....	4
图 2: 公司业务拆分以及相应产品 .....	5
图 3: 恒生电子 2010-2020 年营收复合增速为 17% (亿元) .....	6
图 4: 大零售 IT 和大资管 IT 业务为主要收入来源 .....	6
图 5: 恒生电子股权结构图 (截至 2021 年 12 月 20 日) .....	7
图 6: 恒生电子 Online 战略 .....	7
图 7: 公司 2019 年业务调整 .....	8
图 8: 公司“6+6”业务规划 .....	8
图 9: 金融行业新业务不断涌现 .....	9
图 10: 云计算时代的全新软件设计 .....	11
图 11: 房地产投资规模增速下降 .....	12
图 12: 居民金融资产占比逐渐提升 (2000-2019 年) .....	12
图 13: 权益类资产占金融资产比例逐步提升 (2000-2019 年) .....	12
图 14: 上市公司数量逐步增多 (家) .....	13
图 15: 2016 年后证券 IT 投入复合增速加快 .....	13
图 16: 2018 年后权益基金规模增速加快 (亿元) .....	14
图 17: 银行 IT 解决方案市场规模 2020-2025 年预期年复合增速达 25% (亿元) .....	14
图 18: 保险 IT 解决方案市场规模 2019-2024 年预期年复合增速达 23% (亿元) .....	14
图 19: 证券、基金 IT 市场主要参与者格局较为稳定 .....	15
图 20: 恒生电子营收增速与万得全 A 成交量增速变化趋势基本一致 .....	15
图 21: 证券 IT 支出增速与证券公司营收增速相关性较高 .....	16
图 22: 恒生电子经营性现金流健康 .....	17
图 23: 2020 年恒生电子应收账款营收处于行业可比公司低位 .....	18
图 24: 2019 年恒生电子预收账款营收占比位于行业可比公司前列 .....	18
图 25: 恒生电子 2000-2019 年毛利率逐步提升 .....	18
图 26: 2020 年大资管 IT 业务毛利率最高 .....	18
图 27: 恒生电子 2011-2020 年保持高研发费用率 .....	19
图 28: 2020 年恒生电子研发费用率位居行业可比公司前列 .....	19
图 29: 公司产品矩阵全 .....	19
图 30: 恒生 12 大王牌品牌 .....	20
图 31: 恒生电子 LIGHT 技术品牌及其十大技术栈 .....	20
图 32: 恒生电子 2016-2020 年总市值/扣非归母净利润估值变化 .....	26
图 33: 恒生电子 2016-2020 年 P/OCF 估值变化 .....	26
表 1: 资本市场监管创新不断 .....	9
表 2: 万得全 A 成交量增速是预测恒生电子营收增速的合理指标 .....	16
表 3: 恒生电子历年并购 .....	21
表 4: 恒生电子“国际化”战略落地情况 .....	22
表 5: 营收预测 (亿元) .....	24
表 6: 三费假设 (亿元) .....	25

## 1. 金融 IT 龙头，云化促进变革

### 1.1. 全球金融科技百强，覆盖金融多领域

**连续 14 年全球金融科技百强。**恒生电子 1995 年成立，2003 年在上海证券交易所主板上市。恒生聚焦金融行业，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体解决方案和服务。恒生起家于证券 IT，1997 年推出证券交易系统，1999 年推出基金投资管理系统。恒生 2008-2021 年连续 14 年入选 FINTECH 100 全球金融科技百强榜单，2021 年排名第 38 位。

图 1: 恒生电子发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**业务覆盖金融多领域，分为五大业务板块。**恒生电子业务涉及权益市场、银行、保险等多个领域。公司把业务划分为大零售 IT（经纪 IT 和财富管理 IT）、大资管 IT（资管 IT 和机构业务 IT）、银行与产业 IT（交易所事业部、供应链金融和银行事业部）、数据风险与基础设施 IT 业务（数据中台发展部、风险管理事业部、交易所行业事业部、金融基础设施发展部及地方交易所业务）、互联网创新业务和非金融业务五大业务板块。

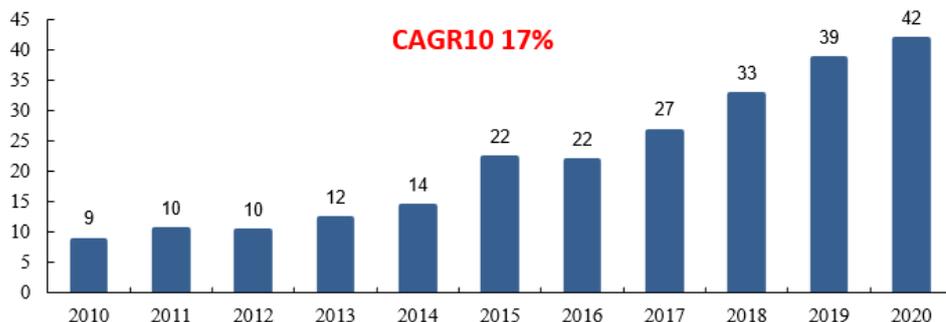
图 2: 公司业务拆分以及相应产品



数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

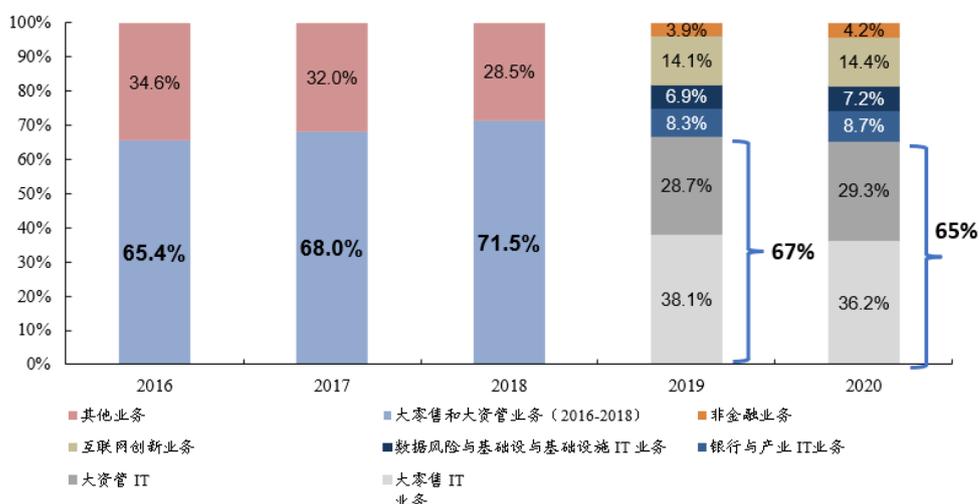
业绩长期稳健增长, 大零售 IT 和大资管 IT 为主要收入来源。恒生电子 2020 年营收 41.73 亿元, 2010-2020 年 10 年营收复合增速为 17%; 2020 年扣非归母净利润 7.34 亿元, 2010-2020 年 10 年扣非归母净利润复合增速为 15%。公司主要业务集中于大零售 IT 和大资管 IT, 2019-2020 年公司营收 67%/65%来自大资管 IT 和大零售 IT。

图 3: 恒生电子 2010-2020 年营收复合增速为 17% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 大零售 IT 和大资管 IT 业务为主要收入来源

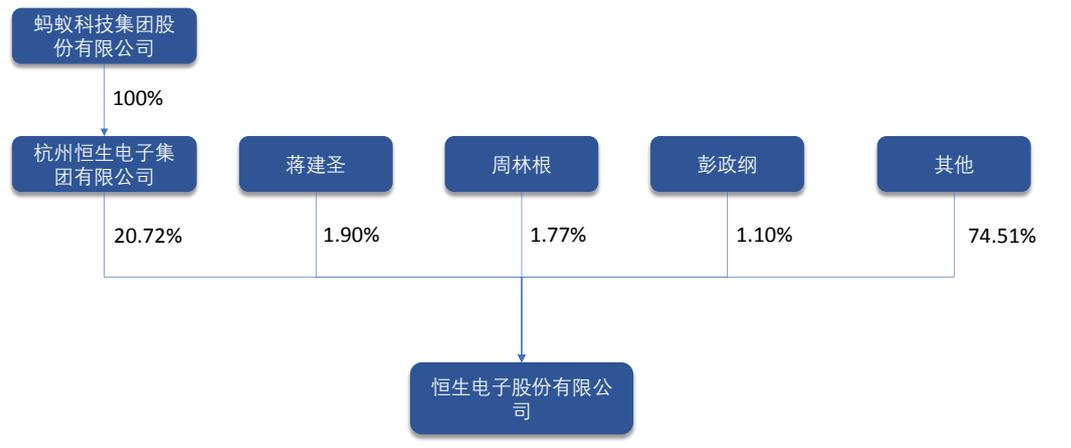


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司 2019 年更改营收拆分披露口径, 我们将 2016-2018 年公司营收拆分重新归类, 划分出大零售和大资管业务 (2016-2018), 其他业务划分到其他业务类别下

**蚂蚁集团为第一大股东, 强强联合, 技术赋能恒生。**截至 2021 年 12 月 20 日, 蚂蚁科技集团通过恒生电子集团有限公司持有公司 20.72% 的股份, 为公司第一大股东。恒生电子在金融领域有深厚的专业知识与技术积淀, 蚂蚁集团技术优势明显, 两者相互结合, 助力恒生电子金融科技技术快速发展。2019 年, 恒生联合蚂蚁金服、阿里云发布了新一代分布式服务开发平台 JRES3.0, 是恒生在分布式转型中走出的第一步, 截至 2021 年 9 月, 恒生所有新产品均基于 JRES 3.0 技术中台开发。

图 5: 恒生电子股权结构图 (截至 2021 年 12 月 20 日)

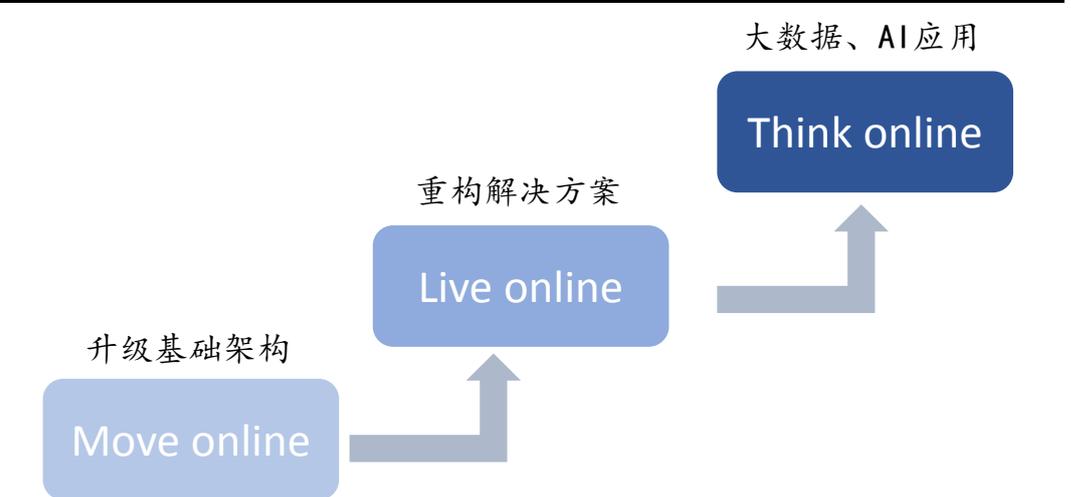


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.2. 云化战略助力强者恒强

**Online 战略推动恒生电子业务全面升级。**2018 年公司制定了“Online”的云化主题战略，全面启动产品技术、解决方案和服务体系、创新业务的升级。Online 战略由三部分组成: Move online、Live online 和 Think online。Move online 是指升级基础架构，比如机房改造，私有云、公有云、行业云建设等，原有传统架构要升级到在线的体系，为后续工作打下坚实的基础。Live online 是指对当前的解决方案进行重构，在在线的环境下进行解决方案的升级。Think online 是指大数据、AI 的应用。

图 6: 恒生电子 Online 战略

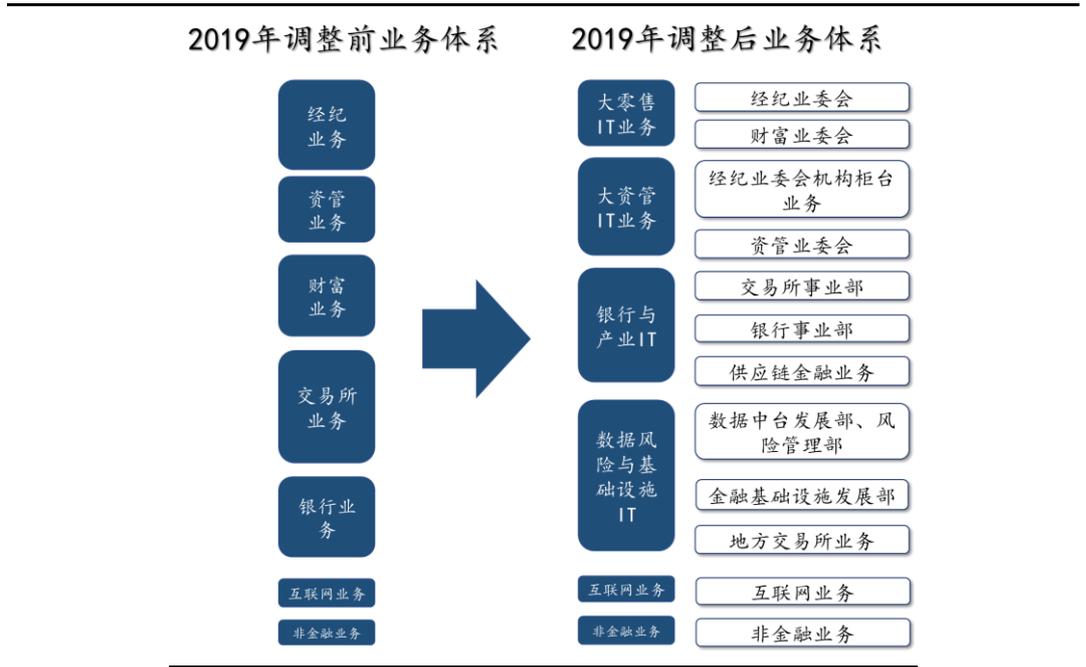


数据来源: 恒生电子官方公众号, 东吴证券研究所

**“6+6”业务规划配合 online 战略落地。**2019 年公司启动新一轮战略迭代，确定了在“Online”核心战略下的“6+6”（“6 纵 6 横”）业务规划，配合“Online”战略落地。“6 纵”指在线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: 大零售业务(财富管理、经纪业务)、大资管业务(资产管理、机构服务)，交易所与监管科技、银行与产业金融 6 大业务领域。“6 横”指微服务化的架构体系升级，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。

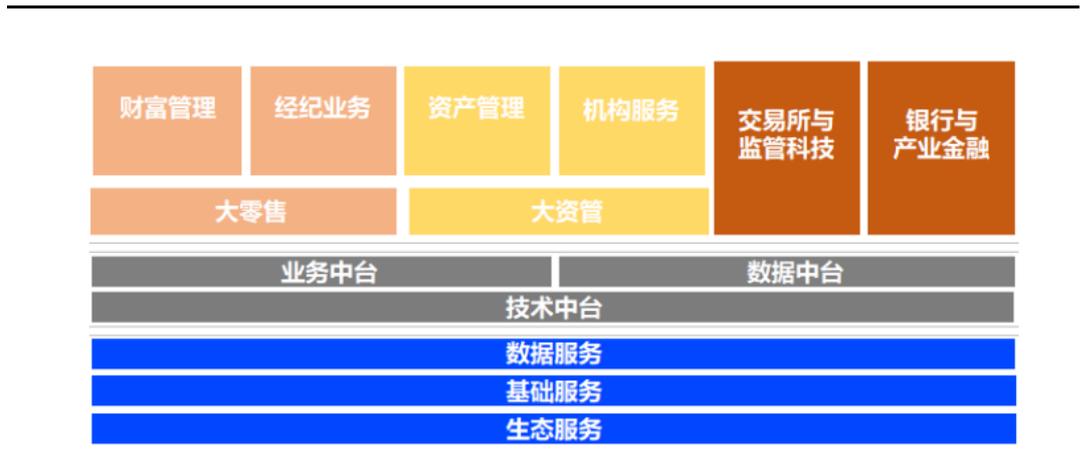
图 7: 公司 2019 年业务调整



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所绘制

“6+6”规划助力恒生强者恒强。1) 技术架构升级: 开展技术中台、业务中台、数据中台三大中台战略布局。2) 组织架构调整: 新设大零售 IT、大资管 IT、银行与产业 IT、数据风险与基础设施业务线。以技术中台、数据中台、业务中台三大中台部门, 作为公司核心技术的底座, 然后上层业务部门以快速敏捷的小应用微服务的方式快速响应客户的业务需求。

图 8: 公司“6+6”业务规划



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2. 金融 IT 长坡厚雪: 长期增速稳定, 客户粘性较高

### 2.1. 金融业发展创新是 IT 需求源泉

**源泉一：业务创新。**恒生电子的客户主要为各类金融机构，金融行业的发展状况直接影响公司的业绩。金融行业业务不断创新，以公司主要的客户群体券商和基金为例，券商的经纪业务不断向财富管理转型，基金投顾业务逐步展开，在中长期“碳达峰”和“碳中和”目标推动下，绿色金融有望成为金融领域的重要新增长点。这些业务的创新都需要相应 IT 系统的配合，对 IT 建设需求不断加大。

图 9：金融行业新业务不断涌现



数据来源：恒生电子官方公众号，东吴证券研究所

**源泉二：监管创新。**金融监管从范围到内容不断加强，2020 年 3 月，新《证券法》正式实施，我国资本市场改革进入“深水区”。2020 年 4 月，创业板试点注册制，2021 年 9 月，深化新三板改革，设立北京证券交易所。同时，监管机构有序推动资本市场制度型对外开放，在华外资金融机构业务范围不再受限，外资股比限制取消。金融信创力度逐步加大，金融行业是国家关键行业，信息安全至关重要。2019 年，发改委启动实施“关键信息基础设施安全可控应用示范工程”，积极推进信创在金融领域的开展。金融行业信创刚开始会选取试点机构进行，后逐步扩大试点范围，直至全面推广。2021 年，“十四五”规划指明要强力推进信创战略。

表 1：资本市场监管创新不断

时间	事件
2021 年 11 月 15 日	北交所开市
2021 年 10 月 30 日	北交所主要规则制度发布
2021 年 9 月 2 日	宣布设立北交所
2021 年 4 月 6 日	深市主板、中小板合并
2020 年 11 月 15 日	区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签署
2020 年 6 月 12 日	创业板注册制正式落地
2020 年 3 月 1 日	新《证券法》实施
2019 年 12 月 12 日	国务院通过《中华人民共和国外商投资法实施条例》
2019 年 6 月 13 日	科创板正式开板

2019年2月22日	《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引》公开征求意见
2019年2月1日	《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)》发布
2018年12月2日	《商业银行理财子公司管理办法》发布
2018年11月5日	宣布设立科创板
2018年6月6日	《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》
2018年4月27日	资管新规发布
2018年3月22日	依据“301调查”结果,美国将对从中国进口的商品大规模征收关税,并限制中国企业对美投资并购
2018年3月12日	股票质押新规正式实施
2018年1月12日	股票质押新规发布
2016年8月12日	证监会修订《关于保本基金的指导意见》
2016年6月	基金业协会向部分机构下发了《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版,征求意见稿)》
2016年5月26日	证监会通过《证券期货投资者适当性管理办法》
2016年4月30日	《关于加强票据业务监管促进票据市场健康发展的通知》发布
2016年2月	反洗钱二代系统获批
2015年11月24日	新三板分层制度出炉,全国股转系统发布《全国股转系统挂牌公司分层方案(征求意见稿)》
2015年10月8日	人民币跨境支付系统(CIPS)正式启动

数据来源:国务院,证监会,基金业协会,东吴证券研究所

**源泉三:技术创新。**云计算的快速发展正在掀起金融行业新一轮技术变革。随着云计算的快速发展,云原生技术开始逐步流行。金融IT技术发展与金融业务演进相辅相成,金融领域云原生技术流行的背景是传统的金融软件架构存在一些问题,例如巨石型的应用很难实现多个系统间的配合;各个业务系统采用的交付方式、部署安装的硬件标准不一,导致运维超级复杂;交付周期过长,导致很多客户需求被延误等,以上问题都可以被基于云原生的软件开发所解决。云原生软件开发的基础架构是云原生基础架构,在容器上部署应用,应用架构是微服务形式,开发形式为DevOps。

图 10: 云计算时代的全新软件设计



数据来源：恒生研究院，东吴证券研究所

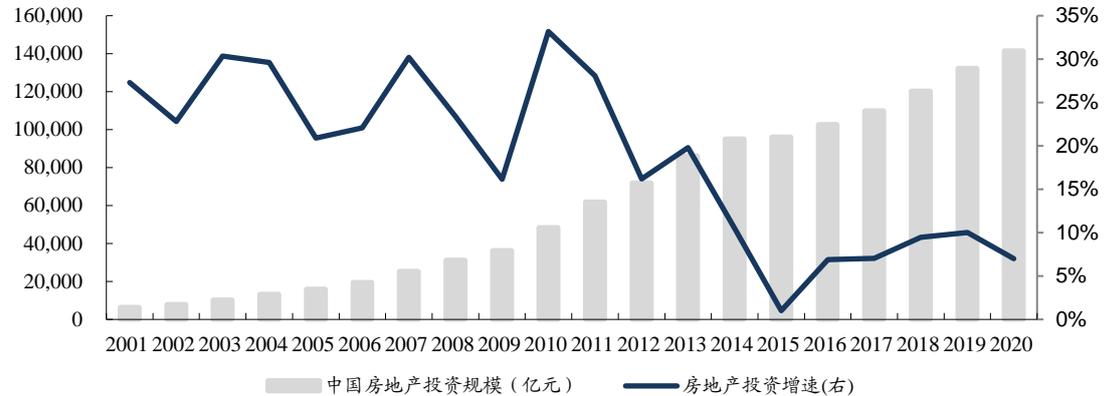
## 2.2. 资本市场参与主体逐步增多

资本市场参与主体主要为投资资金和投资标的，资本市场的投资资金主要源自我国居民金融资产的权益部分，资本市场投资标的主要包括证券、基金、固收、期权和期货等。

我国居民资产分为金融资产和非金融资产，房地产配比最高。我国居民资产主要有非金融资产和金融资产组成，非金融资产主要包括住房资产、汽车和农村生产性固定资产。2019年，住房资产占我国居民非金融资产的比例为93%，占总资产比例为40%，是我国居民资产的重要组成部分。

**房地产投资热度下降。**1) 政策监管趋严，2021年7月22日-23日，中央再次重申“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，房企拿地受到严控，房市政策调控愈加收紧。2) 住房刚需减弱，根据央行数据，2019年我国住房拥有率达到96.0%，有一套住房的家庭占比为58.4%，有两套住房的占比为31.0%，有三套及以上住房的占比为10.5%，户均拥有住房1.5套，我国收入最低20%家庭的住房拥有率也有89.1%。在政策收紧与刚需减弱双重压力下，房地产投资规模增速不断下降，2020年仅为7%。

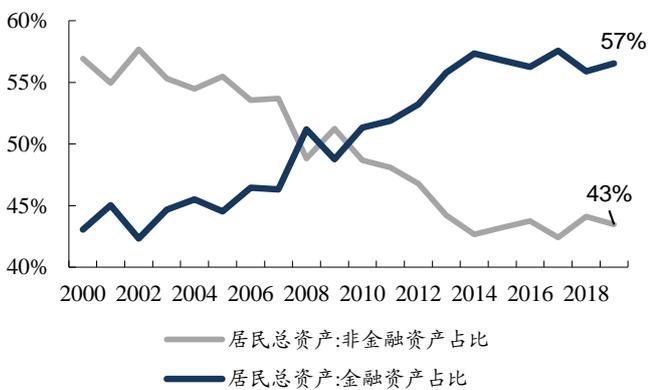
图 11: 房地产投资规模增速下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

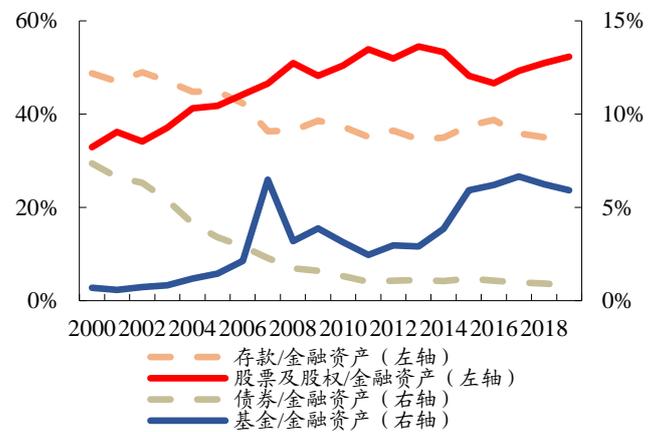
居民金融资产配比上升, 权益类占比增加明显。随着房地产投资热度下降, 居民资产逐渐由非金融资产转向金融资产, 金融资产占比逐渐提升, 2019 年达到居民总资产的 57%, 相比 2000 年增加 14pct。居民金融资产主要包括存款、债券、基金和股票等, 在资管新规的背景下, 权益类资产 (股票及股权和基金) 相较于固收类和货币类资产的吸引力边际提升。金融资产中, 权益类资产占比逐步提升, 2019 年占金融资产的 58%, 相比于 2000 年增加 24pct。

图 12: 居民金融资产占比逐渐提升 (2000-2019 年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

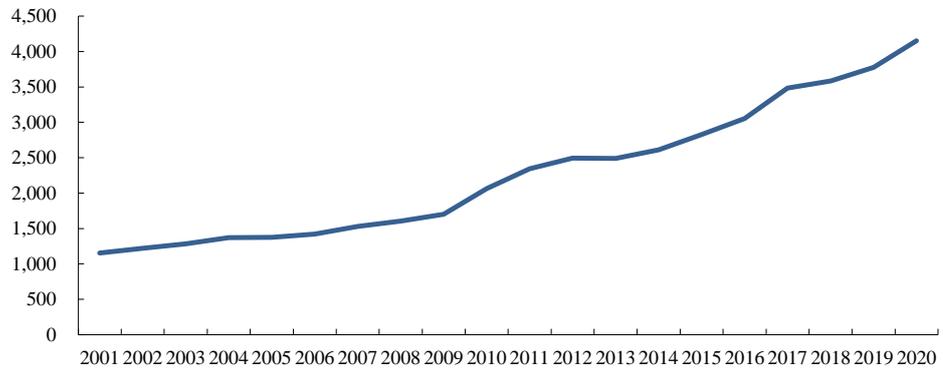
图 13: 权益类资产占金融资产比例逐步提升 (2000-2019 年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

资本市场可投资标的数量和种类逐渐增多。全面实行股票发行注册制、提高直接融资比重已提上“十四五”规划日程, 上市公司数量保持较快增长是大势所趋。在经济转型发展推动下, 高新科技产业、战略性新兴产业、现代服务业、新型基础设施、数字经济等领域的企业将构成上市融资主力军。2021 年 11 月 15 日, 北交所正式开市, 首批 81 家公司挂牌, 北交所的成立有望加速推动上市公司数量增多。另外, 资本市场可投资标的种类逐渐增多, 2020 年 12 月 3 日, 中国证券业协会制定发布《证券公司收益互换业务管理办法》, 进一步推动衍生品业务健康发展, 衍生品市场规模有望进一步扩大。

图 14: 上市公司数量逐步增多 (家)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 金融 IT 行业空间广阔, 客户粘性较高

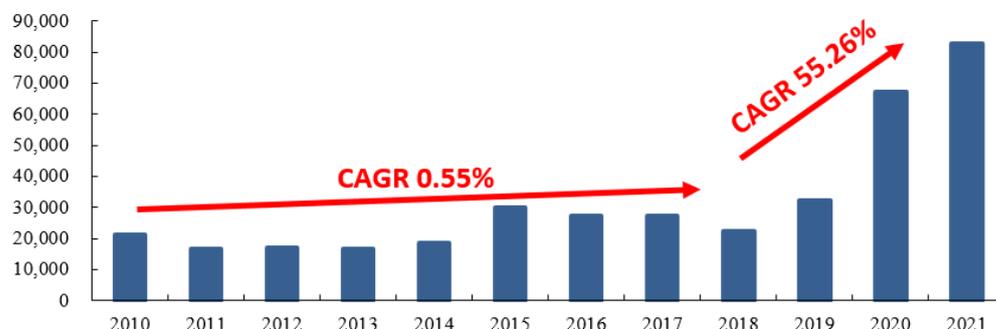
**需求、供给、政策三驱动, 金融 IT 市场空间广阔。**需求端, 业务创新、监管创新、技术创新共同推动金融机构对 IT 系统升级换代的需求。供给端, 一方面, 居民总资产中金融资产占比不断提升, 投向权益产品的比例上涨, 财富管理意识逐渐增强; 另一方面, 上市公司数量不断增多, 北交所的设立有望进一步加剧这一趋势。政策端, 金融科技发展已经上升为国家高度。2020 年 6 月, 证监会新部门“科技监管局”正式入列, 履行证券期货行业金融科技发展与监管相关的八大职能, 展现了其“一体两翼”的科技监管体制。根据证监会数据, 2016-2020 年, 证券 IT 投入增速加快, 2018-2021 年权益基金规模提升明显。根据赛迪顾问数据, 2020-2025 年银行业 IT 解决方案市场规模年复合增速为 25%, 2019-2024 年保险业 IT 解决方案市场规模年复合增速为 23%, 基于此, 我们认为金融 IT 行业 2021-2025 年营收规模增速有望保持在 20% 以上, 发展前景广阔。

图 15: 2016 年后证券 IT 投入复合增速加快



数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

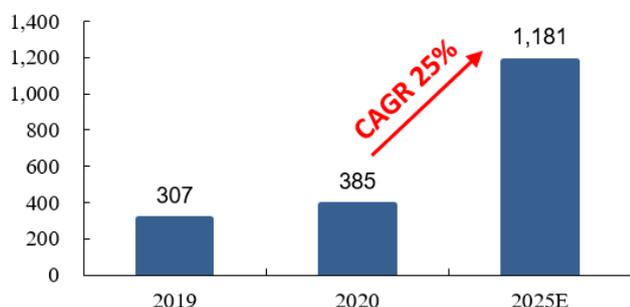
图 16: 2018 年后权益基金规模增速加快 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

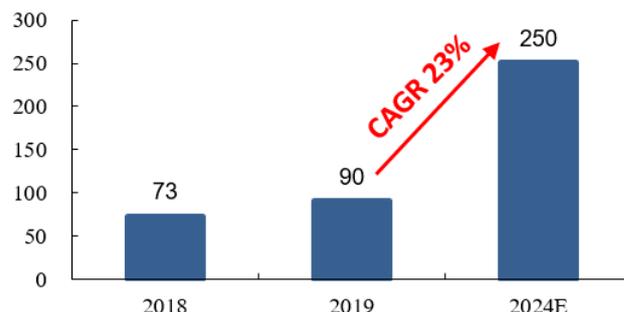
注: 2021 年数据为截至 2021 年 12 月 20 日数据

图 17: 银行 IT 解决方案市场规模 2020-2025 年预期年复合增速达 25% (亿元)



数据来源: 赛迪顾问, 东吴证券研究所

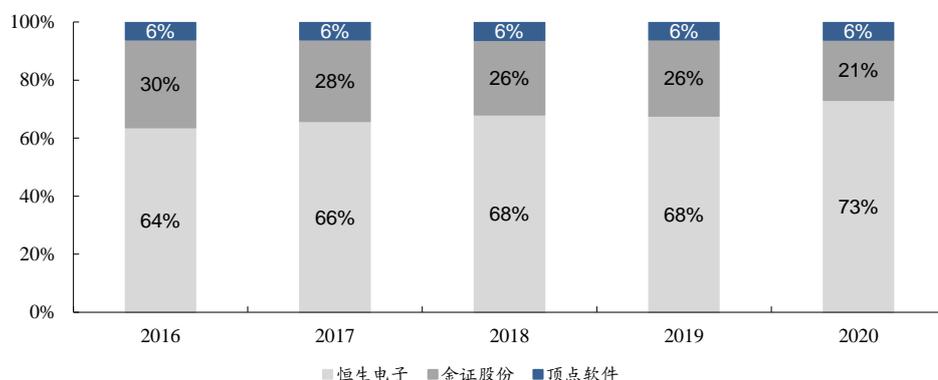
图 18: 保险 IT 解决方案市场规模 2019-2024 年预期年复合增速达 23% (亿元)



数据来源: 赛迪顾问, 东吴证券研究所

**金融机构对 IT 系统粘性较高, 替换周期较长。**金融行业信息化程度较高, IT 系统是金融机构业务开展的重要支撑, 出于安全性和便捷性考虑, 金融机构不会轻易更换 IT 系统和 IT 系统提供商。因此, 金融 IT 系统的迭代周期较长、客户粘性较高。**先发优势与市占率是关键。**由于金融机构对 IT 系统粘性较高, 一家公司获取对方市场份额难度较大、时间较长。因此, 先发优势很重要, 一家金融 IT 公司如果能率先发现市场, 提前布局, 快速取得较大的市场份额, 那么他将能够获得一批高粘性客户和持续稳定的收入。**这就造就了金融 IT 市场较为稳定的市场格局,**除非有大的市场、技术变革, 否则金融 IT 厂商很难夺取友商的市场份额。

图 19: 证券、基金 IT 市场主要参与者格局较为稳定



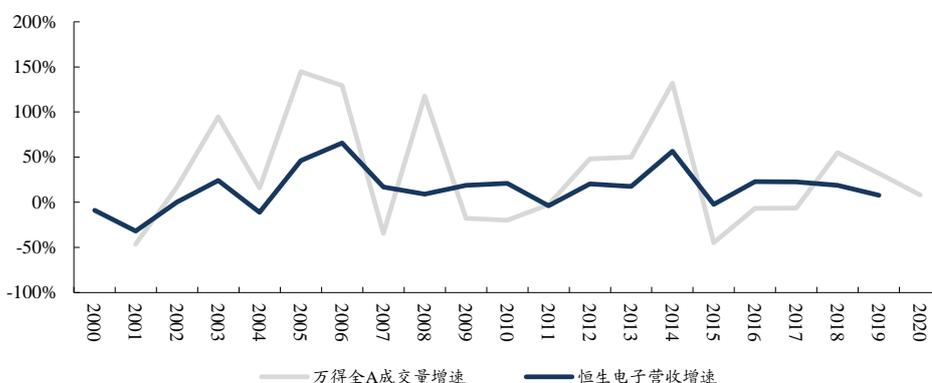
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 我们选取证券、基金 IT 市场 3 家主要参与者恒生电子、金证股份和顶点软件为研究对象, 图中比例为各家营收占这三家总营收的比例。金证股份 2016-2018 年数据为自制软件销售、系统维护和定制软件收入之和, 该部分业务为金融 IT 业务

## 2.4. 恒生电子充分受益于金融行业快速发展

**恒生电子营收增速与 A 股交易量增速相关性较高。**我们选取万得全 A 成交量和成交量增速为指标, 选取恒生电子, 同为金融 IT 的同花顺、东方财富, 与金融 IT 无关的广联达、用友网络, 不属于计算机行业的贵州茅台、万科 A 和工商银行的营收、营收增速为研究对象。我们发现 8 家公司的营收和 A 股的成交量相关性均较高, 成交量不适合作为预判恒生电子营收的指标。3 家金融 IT 公司的营收增速与 A 股 (万得全 A) 成交量增速、总市值增速相关系数较高, 而 5 家非金融 IT 公司的相关系数较低, 增速变化更能体现 A 股市场变化对公司的边际影响。因此, A 股成交量增速可以作为预判恒生电子营收增速的重要指标。

图 20: 恒生电子营收增速与万得全 A 成交量增速变化趋势基本一致



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 由于营收反映周期的问题, 图中营收数据向左平移一年

表 2: 万得全 A 成交量增速是预测恒生电子营收增速的合理指标

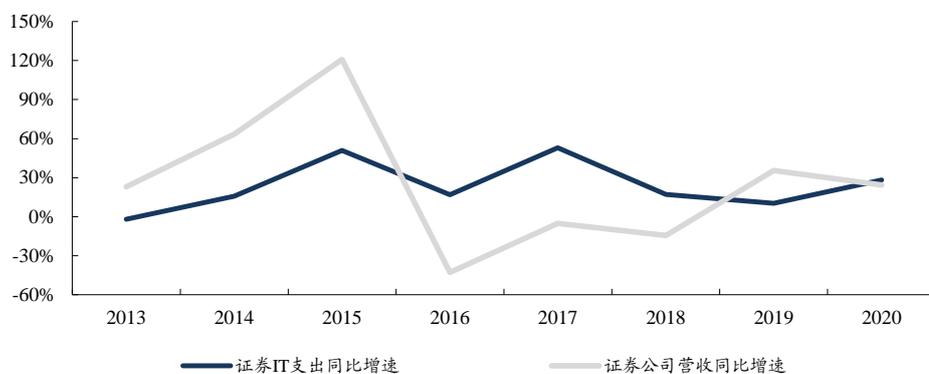
相关系数	万得全 A 成交量	万得全 A 成交量增速
恒生电子	0.88	0.70
同花顺	0.89	0.74
东方财富	0.86	0.59
广联达	0.79	-0.35
用友网络	0.83	-0.34
贵州茅台	0.89	-0.23
万科 A	0.90	0.07
工商银行	0.88	0.00

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据时间区间为 2000-2020 年, 表中第一列数字为各公司营收和万得全 A 成交量的相关系数, 第二列数字为各公司营收增速和万得全 A 成交量增速的相关系数

**恒生电子营收来源于金融客户的 IT 支出。**恒生电子的营收增速和 A 股的成交量增速相关性较高是因为恒生电子的主要客户是券商和基金, 为其建设 IT 系统, 恒生电子的营收取决于证券、基金的 IT 支出。A 股交易量增速加快, 往往意味着券商和基金行业景气度提升、营收增加, 在 IT 支出营收占比不变的情况下, 券商和基金 IT 投入也就越多, 从而恒生电子可以获得更多订单, 营收增加。

图 21: 证券 IT 支出增速与证券公司营收增速相关性较高



数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

### 3. 恒生电子是金融 IT 赛道的长跑冠军

#### 3.1. 高市占率带来核心竞争优势

**卡位核心交易系统领域, 多个产品高市占率。**交易系统是证券公司和基金公司 IT 系统的核心, 负责处理投资者提交的各类交易指令, 按照交易规则进行资金和证券的处理, 对准确性和时效性要求极高。恒生电子战略前瞻性极强, 在早期就布局证券、基金市场, 取得先发优势, 同时, 不断加大研发投入, 打磨产品, 提升产品竞争力。公司在基金、

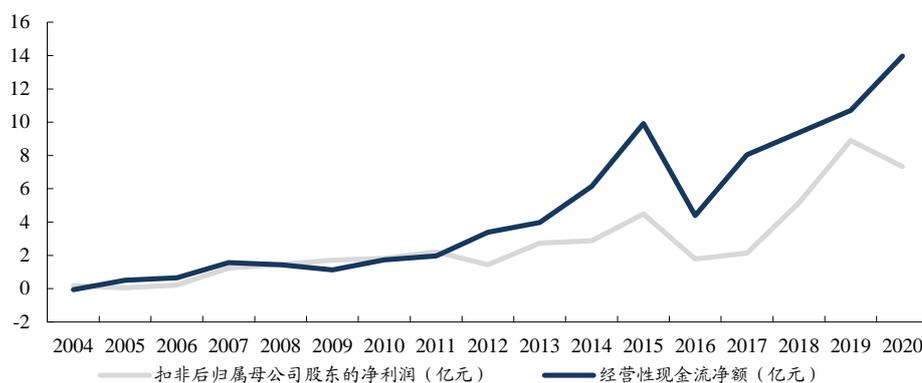
资管的投资管理系统、券商的核心交易系统为核心产品领域具有较高市占率。另外，公司产品也在 PB 系统、银行对公财资系统等多个其他产品领域市占率较高。

**高市占率夯实公司收入基本盘。**基于核心交易系统和其他多个产品领域高市占率，恒生电子拥有较多高粘性客户，金融业务不断发展创新，相应的 IT 系统升级与换代将为公司带来稳定收入。同时，金融机构一旦成为公司核心交易系统产品的客户，后续非核心系统出于方便性、稳定性的需求，可能依旧会采用公司的产品，从而带来增量收入。因此，高市占率为公司带来了稳定的基本盘收入。

### 3.2. 强议价权与高产品化提升盈利质量

**强议价权带来健康现金流。**一方面，恒生电子竞争格局优越，在核心交易系统领域具有较高的市占率；另一方面，恒生电子持续高研发投入，不断打磨产品，产品技术领先、性能优异。因此，公司在行业内具有很强的议价权，现金流健康，2012-2020 年经营性现金流净额均大于扣非归母净利润。2020 年应收账款营收占比仅为 13%，2019 年预收账款营收占比高达 37%(2020 年公司变更会计准则，预收账款项不再有参考意义)，位居行业可比公司前列。

图 22: 恒生电子经营性现金流健康



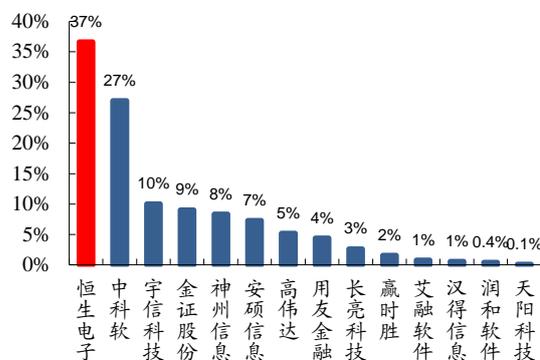
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 2020 年恒生电子应收账款营收处于行业可比公司低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

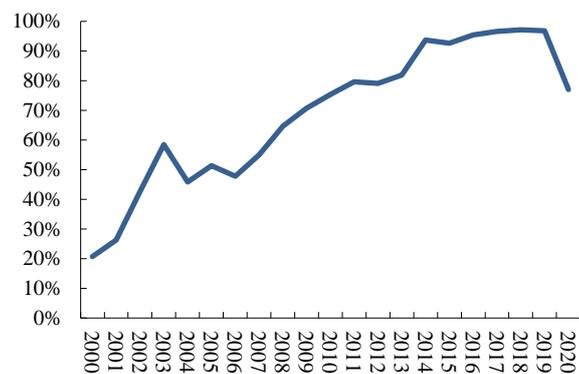
图 24: 2019 年恒生电子预收账款营收占比位于行业可比公司前列



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

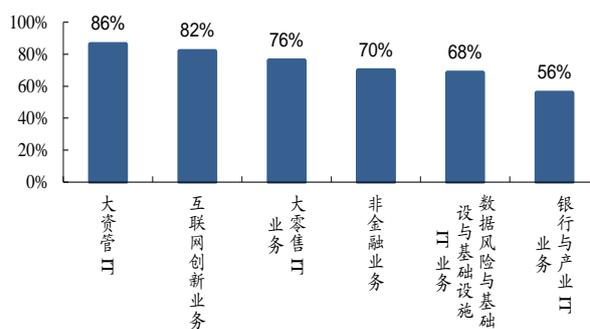
**产品化程度高提升毛利率。**一方面, 证券行业起步较晚, 监管细则明确, 证券和基金业务定制化程度相对银行较低; 另一方面, 恒生持续加大研发投入, 坚持“产品化”战略, 不断提升产品标准化程度, 恒生电子上市以来, 逐步实现了软件产品化, 毛利率从 2000 年的 21% 提升到 2019 年的 97%, 2020 年毛利率下降是因为公司执行新收入准则, 将与合同履行义务相关的项目开发实施及维护服务人员费用计入合同履行成本。分业务来看, 公司大资管 IT 业务毛利率最高, 银行与产业 IT 业务最低。

图 25: 恒生电子 2000-2019 年毛利率逐步提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 2020 年大资管 IT 业务毛利率最高



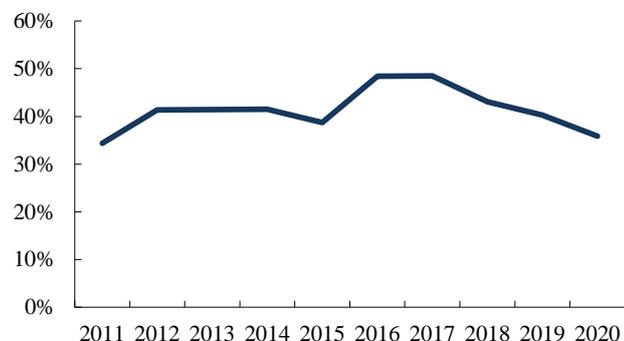
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 业务做深: 高研发投入, 产品不断改善

**高研发投入打造全方位产品矩阵, 满足客户各类需求。**恒生电子自成立以来, 始终保持高研发投入, 2011-2020 年研发投入营收占比保持在 30% 以上, 位居行业前列。恒生电子深耕金融 IT 市场 20 余年, 除核心交易系统产品外, 不断开拓新产品, 形成了全方位的产品矩阵, 覆盖证券、保险、银行、基金等九大行业客户, 提供一站式解决方案。同时, 恒生推出 12 大王牌产品, 重点覆盖金融 IT 主要业务领域, 不断增强产品竞争力。

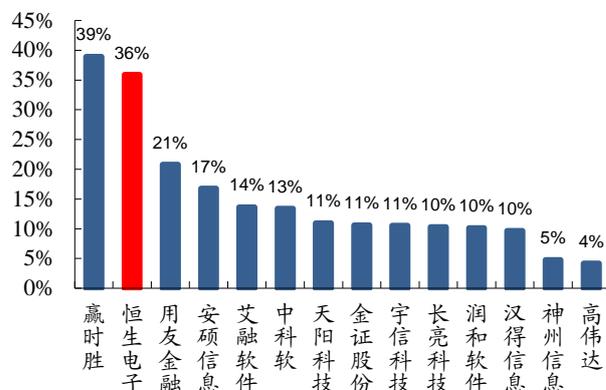
全方位的产品矩阵使得客户选择恒生产品就可以满足大多数需求，形成产品链闭环。

图 27: 恒生电子 2011-2020 年保持高研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 28: 2020 年恒生电子研发费用率位居行业可比公司前列



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 29: 公司产品矩阵全

<p><b>证券</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 财富管理业务</li> <li>• 经纪业务</li> <li>• 资产管理</li> <li>• 机构业务</li> <li>• 自营及投资</li> <li>• 风控合规</li> <li>• IT (数据、基础设施)</li> <li>• 投行</li> <li>• OTC</li> </ul>	<p><b>期货</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 财富管理</li> <li>• 资管业务</li> <li>• 经纪业务</li> </ul>	<p><b>银行</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 财富管理业务</li> <li>• 资产管理业务</li> <li>• 资产托管业务</li> <li>• 公司金融业务</li> <li>• 基础设施与中间业务</li> </ul>	<p><b>产业</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 供应链综合服务解决方案</li> <li>• 商品交易云平台解决方案</li> </ul>	<p><b>基金</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 公募基金整体解决方案</li> <li>• 资管与投资</li> <li>• 财富管理</li> <li>• 机构服务解决方案</li> <li>• 风险管理与合规</li> <li>• 业务中台</li> <li>• 技术中台解决方案</li> <li>• 数据中台解决方案</li> <li>• 云基础解决方案</li> </ul>
<p><b>信托&amp;AMC</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 信托整体解决方案</li> <li>• 财富管理业务</li> <li>• 资产管理业务</li> <li>• 统一运营管理</li> <li>• 现金管理业务</li> <li>• 数据应用</li> <li>• 驻场运营及运维</li> <li>• 技术中台</li> <li>• AMC</li> </ul>	<p><b>保险</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 资管与投资</li> <li>• 财富管理</li> <li>• 风险管理与合规</li> <li>• 业务中台</li> <li>• 技术中台解决方案</li> <li>• 数据中台解决方案</li> <li>• 云基础解决方案</li> </ul>	<p><b>金控集团</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 金融控股公司综合金融服务解决方案</li> </ul>	<p><b>私募</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 私募资产管理服务</li> <li>• 私募运营管理服务</li> <li>• 私募量化交易服务</li> <li>• 私募股权管理服务</li> </ul>	<p><b>基础设施</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 国家级金融基础设施交易及登记结算解决方案</li> <li>• 地方登记结算解决方案</li> <li>• 地方交易场所解决方案</li> </ul>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 30: 恒生 12 大王牌品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

高研发投入推动产品不断升级, 满足客户最新需求。恒生始终坚持技术创新, 不断推出运用领先技术的产品, 提升产品性能, 满足客户最新的业务需求。技术端, 2020 年恒生推出技术品牌 LIGHT, LIGHT 是恒生自主研发的金融数字化基础设施, 也是新一代信创基础设施。LIGHT 是一个 PaaS 平台, 通过十大技术栈, 让开发更简单。业务端, 恒生电子推出了一系列新产品, 比如资产管理系统 O45, 核心业务运营平台系统 UF3.0, 恒生开放式基金登记过户系统软件 TA4.0 等, 满足客户交易量增加, 发展新业务等最新需求。

图 31: 恒生电子 LIGHT 技术品牌以及其十大技术栈



数据来源: 恒生电子官方公众号, 东吴证券研究所

恒生积极响应信创号召, 有望受益于金融信创。2020 年, 恒生建立信创实验室, 率

头发起成立金融基础设施应用创新联盟，2021年，恒生与安恒信息签约成立“信创实验室”。一方面，金融信创需要对金融机构的底层软硬件进行国产化替代，如操作系统、数据库等，同时，也需要上层的业务系统进行相应地适配，恒生电子会收取相应的适配费用。另一方面，恒生电子可以借此机会推广新一代分布式软件，从而实现新老系统的替换，实现增量收入。

### 3.4. 业务做广：拓向多领域，走向国际化

**走出权益市场，向跨多领域金融 IT 服务提供商发展。**恒生电子证券 IT 起家，强于权益市场，在继续扩大其在权益 IT 市场优势的同时，加快向银行 IT、保险 IT 等其他领域扩展。收并购其他领域公司是其扩展业务的重要手段，金融机构对软件供应商粘性较高，并购比自研产品夺取市场份额更具性价比。公司以 2009 年收购力铭为标志，开始以收并购方式加速业务布局，通过收并购，公司不断扩大自己的业务版图，提升自己的产品能力，比如 2020 年收购安正软件提升了公司数据中台产品能力，收购保泰科技切入了保险科技领域。

表 3: 恒生电子历年并购

年份	事件	补全业务
2009 年	并购的上海聚源和上海力铭	对上海力铭的并购，介入银行的电子票据市场以及供应链融资业务。对上海聚源的收购增加了公司在“财富管理”产品线的宽度。
2017 年	投资擅长智能投顾产品的商智神州（北京） 投资了致力于区块链技术的 symbiont 公司 收购了大智慧（香港）投资控股有限公司	智能投顾 区块链技术
	新设立了智股、鲸腾等创新业务子公司	分别开展面向个人 C 端的金融服务和金 融公共基础服务、开放平台等业务
2018 年	收购了大智慧（香港）投资控股有限公司剩余 41.75% 股权 投资海致星图 投资标贝科技 投资灵犀金服	为银行提供数据知识图谱解决方案 补充了语音合成领域相关技术 为今后保险科技领域拓展打下基础
2019 年	与 IHS Markit 设立了合资公司恒迈神州 投资道客网络和骞云科技 投资百应科技 投资江融信科技	用技术支持外资投资中国债券市场 在容器云平台和多云管理解决方案领域进行相关布局 双方合作拓展智能客服业务领域 拓展在信用卡核心系统的布局
2020 年	控股并购安正软件	与公司原有的数据中台业务进行整合

控股金纳软件	和公司交易系统相结合,强化在算法交易领域的市场地位。
并购保泰科技	切入保险科技领域
与国际领先的 Finastra 公司签署战略合作协议	以 FusionInvest 软件为基础,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。
投资道客网络、标贝科技	加强在容器领域和智能语音技术领域的布局。
投资同创永益	加强在业务连续性管理领域的业务协同。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**恒生电子坚定落实推进国际化战略。**随着中国金融市场对外开放程度不断提高,国内金融机构面临来自国外顶尖金融机构更加激烈的竞争。基于中国金融市场逐步国际化的趋势,恒生提出了国际化战略,具体实施步骤为“引进来”、“走出去”和“买下来”。

“引进来”是指恒生引进国外先进产品,学习其先进的产品设计的业务逻辑和金融工程模型;“走出去”是指把恒生的优势产品拓展到发展中国家的证券市场,为今后进一步打开国际市场打下基础;“买下来”是指公司有了一定的并购能力之后,并购欧美先进金融科技公司,拓展业务到国际市场的同时引进先进产品。

**并购 Finastra 公司 Summit 业务,切入大中型银行的资金管理系统领域,补全产品矩阵,服务全品类客户。**2021 年 11 月 26 日,恒生电子控股子公司云赢网络收购 Finastra 公司 Summit 业务。Summit 是针对大中型银行的资金管理系统解决方案,涵盖金融机构资金业务的主要交易场景,包括货币市场、资本市场、外汇交易和衍生品市场等。恒生电子承接了 Finastra 17 家大中型银行客户及正在执行的合同,意味着恒生电子快速切入大中型银行的资金管理系统领域,并与公司已有的覆盖中小型银行的 Opics 资金管理系统进行整合,补全资金管理系统领域产品矩阵,服务从农商行到大中型银行、券商客户,提供更本地化、更优质的服务。

**Summit 业务为恒生开启订阅制时代。**Summit 业务采用“License+实施费用”的收费模式,合同期都是 5 年以上,恒生收购 Summit 业务之后,订阅制商业模式仍可延续。不同于 O32、UF2.0 业务一次性卖产品给客户,后续收取服务费用,Summit 业务是收取 License 的许可费,是可持续的、稳定的收入。O32、UF2.0 等传统产品业务的服务费只占到收入的 10%-15%,Summit 大概能达到 50%,标志着恒生开启了订阅制时代。

表 4: 恒生电子“国际化”战略落地情况

时间	事件	影响
2019 年	与 IHS Markit 共同投资成立的合资公司恒迈神州	为境内债券发行市场提供电子簿记建档解决方案,用技术支持外资投资中国债券市场,配合中国债市对外开放。

2020 年	与国际领先的 Finastra 公司签署战略合作协议	以 FusionInvest 软件为基础，通过消化吸收后进一步开发适合国内金融机构、业务和技术架构更匹配的自有知识产权的系统，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。
2021 年	收购 Finastra-Summit 在中国内地及港澳地区的业务	恒生电子股份有限公司可以快速切入大中型银行的资金管理系统领域，并可以与公司已有的覆盖中小型银行的 Opics 资金管理系统进行整合，形成协同效应，为银行客户提供更优质的资金业务解决方案。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 核心假设：

**大零售 IT 业务：**主要包括经纪业务和财富管理业务。公司新一代经纪业务系统 UF3.0 市场稳步拓展，恒生电子财富管理产品竞争力较强，TA 系统营收市占率稳步提升，未来该业务将持续稳定发展。基于此，我们预计 2021-2023 年大零售 IT 业务营收增速为 25%/23%/20%。

**大资管 IT 业务：**主要包括资管业务和机构业务。公司资管投资管理系统营收市占率较高，机构 PB 产品覆盖率进一步提升。北交所成立，带来较大的买方系统升级改善需求，有望在 2021-2022 年逐步释放。我们预计 2021-2023 年大资管 IT 业务营收增速为 30%/28%/25%。

**银行与产业 IT 业务：**公司产品在银行领域拓展顺利，技术中台、业务中台等产品落地多家银行，票据业务等优势产品继续保持领先地位。随着公司在银行领域渗透率提高和产品矩阵拓宽，公司银行与产业 IT 业务未来有望稳步发展。我们预计 2021-2023 年银行与产业 IT 业务营收增速为 25%/23%/20%。

**互联网创新业务：**互联网创新业务是恒生探索新技术、新商业模式的重要业务。恒生聚源数据、恒云控股等子公司发展迅速，随着云计算、AI 等新技术的快速普及，互联网创新业务有望快速发展。我们预计 2021-2023 年互联网创新业务营收增速为 20%/18%/15%。

**数据风险与基础设施 IT 业务：**主要包括数据中台，风险管理，金融基础设施等。随着金融机构数据规模逐渐提升，数据处理和数据安全成为亟待解决的问题。恒生 JRES 3.0 数据中台赋能金融机构进行数据开发，该产品市占率未来有望进一步提高。我们预计 2021-2023 年数据风险与基础设施 IT 业务营收增速为 20%/18%/15%。

**非金融业务：**该部分业务非公司核心业务，未来将保持较为稳定的增长。我们预计

2021-2023 年非金融业务营收增速均为 20%。

**其他业务：**该部分业务非公司主营业务，2018-2020 年营收规模逐渐减少，我们预计 2021-2023 年其他业务营收增速均为 0%。

表 5: 营收预测 (亿元)

分业务领域	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>大零售 IT 业务</b>	<b>12.41</b>	<b>14.72</b>	<b>15.10</b>	<b>18.88</b>	<b>23.22</b>	<b>27.86</b>
增长率		19%	3%	25%	23%	20%
占比	38%	38%	36%	36%	36%	36%
毛利率		97%	76%	75%	75%	75%
<b>大资管 IT</b>	<b>9.54</b>	<b>11.09</b>	<b>12.20</b>	<b>15.86</b>	<b>20.30</b>	<b>25.38</b>
增长率		16%	10%	30%	28%	25%
占比	29%	29%	29%	30%	32%	33%
毛利率		99.82%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%
<b>银行与产业 IT 业务</b>	<b>2.53</b>	<b>3.22</b>	<b>3.63</b>	<b>4.54</b>	<b>5.58</b>	<b>6.70</b>
增长率		28%	13%	25%	23%	20%
占比	8%	8%	9%	9%	9%	9%
毛利率		95.16%	55.62%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>数据风险与基础设与基础设施 IT 业务</b>	<b>2.30</b>	<b>2.67</b>	<b>2.98</b>	<b>3.58</b>	<b>4.22</b>	<b>4.86</b>
增长率		16%	12%	20%	18%	15%
占比	7%	7%	7%	7%	7%	6%
毛利率		95%	56%	55%	55%	55%
<b>互联网创新业务</b>	<b>4.67</b>	<b>5.45</b>	<b>6.01</b>	<b>7.22</b>	<b>8.51</b>	<b>9.79</b>
增长率		17%	10%	20%	18%	15%
占比	14%	14%	14%	14%	13%	13%
毛利率		99%	82%	81%	81%	81%
<b>非金融业务</b>	<b>1.10</b>	<b>1.52</b>	<b>1.75</b>	<b>2.10</b>	<b>2.52</b>	<b>3.02</b>
增长率		38%	15%	20%	20%	20%
占比	3%	4%	4%	4%	4%	4%
毛利率		61%	70%	70%	70%	70%
<b>其他业务</b>	<b>0.07</b>	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>
增长率		-21.71%	-9.04%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	0.22%	0.14%	0.12%	0.10%	0.08%	0.07%
毛利率	91.79%	95.35%	91.43%	90.00%	90.00%	90.00%
<b>收入总计</b>	<b>32.63</b>	<b>38.72</b>	<b>41.73</b>	<b>52.22</b>	<b>64.41</b>	<b>77.66</b>
增长率		<b>19%</b>	<b>8%</b>	<b>25%</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>

归母净利率	20%	37%	32%	31%	31%	33%
扣非归母净利润	6.35	10.05	7.34	10.77	13.39	17.38
扣非归母净利润率	19%	26%	18%	21%	21%	22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

表 6：三费假设（亿元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用	8.82	9.27	3.54	4.70	5.79	6.98
销售费用率	27%	24%	8%	9%	9%	9%
管理费用	4.46	1.14	1.78	3.19	4.86	0.87
管理费用率	14%	13%	13%	13%	13%	12%
研发费用	14.05	3.12	6.73	10.43	15.60	2.51
研发费用率	43%	40%	36%	40%	40%	39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测：**我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 52.22/64.41/77.66 亿元，归母净利润分别为 16.25/20.25/25.51 亿元，现价对应 PE 为 56/45/36 倍。

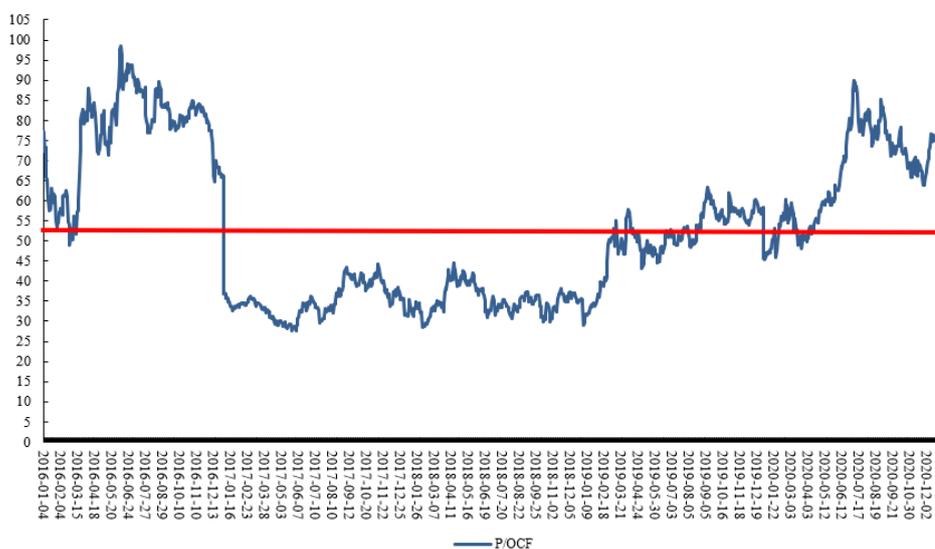
**相对估值：**由于恒生电子非经常性损益归母净利润占比较高，我们选取 2016-2020 年 5 年的总市值/扣非归母净利润和总市值/经营性现金流净额 (P/OCF) 两个指标进行估值，其中，扣非归母净利润和经营性现金流净额为当年年报实际数据（如 2017 年 11 月 1 日的估值指标为当日的总市值除以 2017 年年报所披露的扣非归母净利润和经营性现金流净额数据）。另外，我们认为市场上没有跟恒生电子相似度较高的可比公司，因此我们选择根据恒生电子历史估值对公司进行估值。2021 年 12 月 20 日恒生电子的总市值/扣非归母净利润估值为 85 倍，P/OCF 估值为 53 倍，分别处于 2016-2020 年历史估值的 40%/55%分位，处于 2017-2020 年历史估值的 50%/69%分位。2018 年和 2019 年，恒生电子扣非归母净利润超出市场预期，因此当年实际总市值/扣非归母净利润和 P/OCF 估值高于我们按当年年报最终数据计算所得指标。

图 32: 恒生电子 2016-2020 年总市值/扣非归母净利润估值变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
 红线为 2021 年 12 月 20 日估值

图 33: 恒生电子 2016-2020 年 P/OCF 估值变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
 红线为 2021 年 12 月 20 日估值

**投资建议:** 中国金融市场前景广阔, 金融业务、监管和技术的创新变化都会给金融 IT 行业带来增量, 恒生电子是资本 IT 领域龙头, 逐步向银行和保险领域拓展。公司产品技术领先, 标准化程度高, 市占率较高, 竞争格局优越, 是中国金融行业变化的较大受益者。同时, 恒生电子战略清晰, 坚持技术第一, 持续高研发投入, 积极做深业务, 拓宽领域, 走向海外, 引进先进技术和商业模式。基于此, 我们认为恒生电子未来有望保持较长时间快速发展, 2021 年 12 月 20 日总市值/扣非归母净利润估值处于 2016-2020

年历史 40%分位数, 2017-2020 年历史 50%分位数, 处于相对较低位置, 安全边际充足, 成长空间较大, 维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1、**北交所进展不及预期。**北交所推进受政策、市场等多方面因素影响, 推进成都可能不及预期, 影响公司业绩。
- 2、**新一代产品推广不及预期。**随着云计算技术的发展和金融机构业务的需求, 公司新一代产品采用云原生技术, 但出于安全性和稳定性的考虑, 金融机构对新技术的接受较为谨慎, 公司新一代产品推广进程可能不及预期。
- 3、**银行、保险领域业务拓展不及预期。**恒生在站稳资本 IT 的前提下, 逐步向银行和保险 IT 领域拓展, 但银行和保险 IT 领域和资本 IT 市场差别较大, 公司业务拓展可能不及预期。

恒生电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5,054	7,127	9,642	12,721	<b>营业收入</b>	4,173	5,222	6,441	7,766
现金	1,375	2,442	3,683	5,267	减:营业成本	956	1,210	1,485	1,781
应收账款	523	655	808	974	营业税金及附加	55	68	84	101
存货	352	398	488	586	营业费用	354	470	580	699
其他流动资产	2,804	3,632	4,663	5,895	管理费用	539	679	837	932
<b>非流动资产</b>	4,917	5,315	5,736	6,176	研发费用	1,496	2,089	2,544	3,029
长期股权投资	739	739	739	739	财务费用	-7	-23	-43	-71
固定资产	473	621	768	909	资产减值损失	239	203	303	403
在建工程	732	957	1,207	1,482	加:投资净收益	584	627	773	932
无形资产	161	198	235	272	其他收益	227	306	368	442
其他非流动资产	2,812	2,799	2,786	2,773	资产处置收益	1	0	1	1
<b>资产总计</b>	9,971	12,442	15,377	18,898	<b>营业利润</b>	1,441	1,760	2,193	2,767
<b>流动负债</b>	4,616	5,646	6,824	8,093	加:营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	47	250	270	290	<b>利润总额</b>	1,438	1,760	2,193	2,767
应付账款	192	243	298	358	减:所得税费用	75	91	129	150
其他流动负债	4,377	5,153	6,256	7,445	少数股东损益	41	44	39	66
<b>非流动负债</b>	317	317	317	317	<b>归属母公司净利润</b>	1,322	1,625	2,025	2,551
长期借款	206	206	206	206	EBIT	993	1,693	2,111	2,630
其他非流动负债	111	111	111	111	EBITDA	1,065	1,817	2,263	2,811
<b>负债合计</b>	4,933	5,963	7,141	8,411	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	484	528	566	632	每股收益(元)	1.27	1.11	1.39	1.75
归属母公司股东权益	4,554	5,952	7,670	9,855	每股净资产(元)	3.12	4.07	5.25	6.74
<b>负债和股东权益</b>	9,971	12,442	15,377	18,898	发行在外股份(百万股)	1,044	1,462	1,462	1,462
					ROIC(%)	17.8%	23.1%	22.8%	22.6%
					ROE(%)	29.0%	27.3%	26.4%	25.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	77.1%	76.8%	77.0%	77.1%
经营活动现金流	1,398	1,704	2,247	2,740	销售净利率(%)	31.7%	31.1%	31.4%	32.8%
投资活动现金流	-791	-398	-402	-392	资产负债率(%)	49.5%	47.9%	46.4%	44.5%
筹资活动现金流	-551	-239	-606	-764	收入增长率(%)	7.8%	25.1%	23.3%	20.6%
现金净增加额	52	1,068	1,240	1,584	净利润增长率(%)	-6.6%	23.0%	24.6%	26.0%
折旧和摊销	72	124	151	181	P/E	82.60	56.03	44.96	35.70
资本开支	-481	-525	-574	-624	P/B	33.67	15.30	11.87	9.24
营运资本变动	345	621	884	953	EV/EBITDA	101.74	49.02	38.82	30.69

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>