

推荐（维持）

恒生电子（600570）深度报告

风险评级：中风险

卡位优势明显，有望持续受益行业需求释放

2022 年 1 月 26 日

投资要点：

分析师：罗炜斌
SAC 执业证书编号：
S0340521020001
电话：0769-23320059
邮箱：
luoweibin@dgzq.com.cn

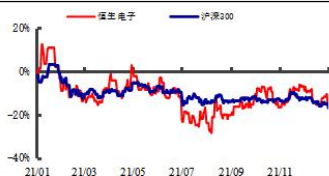
分析师：刘梦麟
SAC 执业证书编号：
S0340521070002
电话：0769-22110619
邮箱：
liumenglin@dgzq.com.cn

分析师：陈伟光
SAC 执业证书编号：
S0340520060001
电话：0769-22110619
邮箱：
chenweiguo@dgzq.com.cn

主要数据（截至 2022/1/25）

收盘价（元）	58.65
总市值（亿元）	857.21
总股本（百万股）	1,461.56
流通股本（百万股）	1,461.56
ROE（TTM）	35.36%
12 月最高价（元）	78.42
12 月最低价（元）	48.16

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商。公司成立于1995年，目前已形成以大零售IT、大资管IT、银行与产业IT、数据风险和基础设施IT、创新互联网等业务主线。多年来公司业绩增长保持稳健，2021前三季度收入同比增长33.48%至31.21亿元，归母净利润同比增长60.78%至6.84亿元，扣非后归母净利润同比增长5.96%至2.74亿元。分业务来看，大零售IT、大资管IT贡献收入的主要来源。
- 证券资管IT需求有望持续释放。监管侧：国内资本市场改革持续推进，规则修订、产品创新、对外开放、理财子公司的开业等政策红利释放了证券资管IT需求，随着注册制全面推广、T+0交易制度实施、新产品持续落地、进一步对外开放等，有望进一步带动IT需求。同时，监管层下发政策文件引导证券公司加大科技领域的投入。行业侧：近年国内证券市场的蓬勃发展，随着上市公司数量、市值规模不断扩容，成交量中枢水平不断抬升，证券IT投入有望不断加大以保证业务的稳定运行。同时，在房住不炒的定调下，居民财富管理需求与日俱增，金融资产的配置占比有望提升，随着资管市场的持续扩容，相应的IT需求也有望不断增加。
- 强研发投入打造正向循环，议价能力进一步提升。公司多年来始终重视产品研发以及技术创新，无论是从研发投入、投入占比，还是从研发队伍数量、人员占比等指标来看，都处于行业平均水平之上。在强研发投入之下，公司产品矩阵渐趋丰富，UF3.0、O45等核心产品不断升级迭代，性能持续提升，多个产品市场份额领先。随着行业地位进一步巩固，公司议价能力得到不断提升，经营性现金流、应收账款占比、合同负债等财务指标表现健康。
- 拓宽业务边界，打开新成长空间。公司积极拓宽业务边界，通过设立合资公司、收购等形式切入了债券发行、保险IT、银行资金管理系统等核心细分领域，有望进一步打开未来的成长空间。
- 投资建议：公司深耕证券资管IT领域多年，通过持续强研发投入不断提升产品力以及技术能力，核心产品市占率领先，行业地位进一步巩固，议价能力得到不断提升。随着国内资本市场改革持续推进、金融市场蓬勃发展，证券资管IT的需求有望持续释放，公司先发优势明显，有望持续受益。同时，公司积极拓宽业务边界，切入债券发行、保险IT、银行资金管理系统等核心细分赛道，有望进一步打开新的成长空间。预计公司2021-2022年EPS分别为1.07和1.30元，对应PE分别为54.81和45.12倍。
- 风险提示：政策落地不及预期；技术推进不及预期；行业竞争加剧等。

目录

1. 公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商.....	3
2. 证券资管 IT 需求有望持续释放.....	7
3. 强研发投入打造正向循环，议价能力进一步提升.....	10
4. 拓宽业务边界，打开新成长空间.....	14
5. 投资策略.....	15
6. 风险提示.....	16

插图目录

图 1：公司历史沿革.....	3
图 2：公司股权结构（截至 2021 三季报）.....	3
图 3：公司“6 纵 6 横”版图.....	4
图 4：公司自上市以来收入端情况.....	4
图 5：公司自上市以来利润端情况.....	4
图 6：主营业务毛利率情况.....	5
图 7：公司毛利率及净利率情况.....	6
图 8：公司研发投入情况.....	7
图 9：公司研发人员情况.....	7
图 10：公司经营性现金流情况.....	7
图 11：公司经营性现金流净额/归母净利润，经营性现金流净额/扣非后归母净利润情况.....	7
图 12：我国证券化率情况.....	8
图 13：沪深两市总市值情况.....	8
图 14：沪深两市成交额情况.....	8
图 15：公募基金数量及份额情况.....	9
图 16：私募证券基金数量及管理规模情况.....	9
图 12：投资公募基金的投资者占比情况.....	9
图 17：证券公司 IT 投入.....	10
图 18：国内证券公司以及海外行业 IT 投入占收入比重.....	10
图 19：O45 架构.....	12
图 20：IDC Fintech Rankings 100 排名.....	12
图 21：公司经营性现金流情况.....	13
图 22：公司经营性现金流净额/归母净利润，经营性现金流净额/扣非后归母净利润情况.....	13
图 23：公司应收账款占收入比重情况.....	14
图 24：公司合同负债情况.....	14
图 25：恒迈神州主要业务.....	14
图 26：北向通持有债券情况.....	14
图 27：恒生保泰主要业务.....	15
图 28：保险 IT 市场规模.....	15
图 29：Finastra 公司主要情况.....	15

表格目录

表 1：主营业务收入情况.....	5
表 2：公司与申万计算机行业、可比公司研发指标对比情况.....	10
表 3：公司主要业务情况.....	11
表 4：公司盈利预测简表（截至 2022/1/25）.....	16

1. 公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商

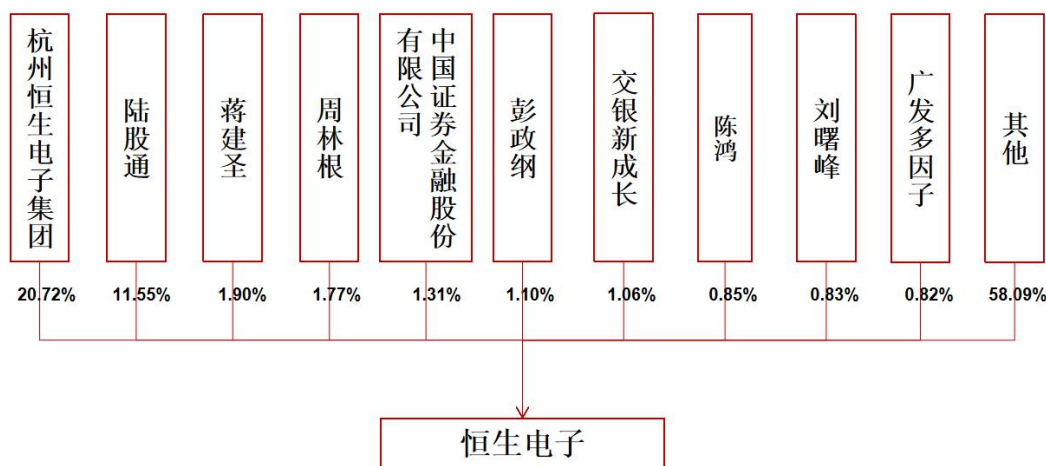
公司成立于 1995 年，是国内领先的金融科技产品与服务提供商，主要面向证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等客户提供一站式金融科技解决方案。公司目前已形成大零售 IT、大资管 IT、银行与产业 IT、数据风险和基础设施 IT、创新互联网等业务主线。凭借多年来的高研发投入，公司技术水平持续提升，产品矩阵渐趋丰富，行业领军地位不断提升。据 IDC 全球金融科技公司的排名，公司从 2008 年的全球第 78 位提升至 2020 年的第 40 位。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司股权结构（截至 2021 三季报）



资料来源：wind，东莞证券研究所

优化业务结构，推出“6纵6横”版图。公司 2019 年对业务结构进行调整，规划了“6纵6横”版图，以更好满足客户的金融科技需求，为客户提供基于微服务架构的解决方案，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。其中，“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，纵向业务领域包括大零售业务（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”是指微服务化的架构体系升级，横向基础服务领域包括技术中台、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 3：公司“6 纵 6 横”版图



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

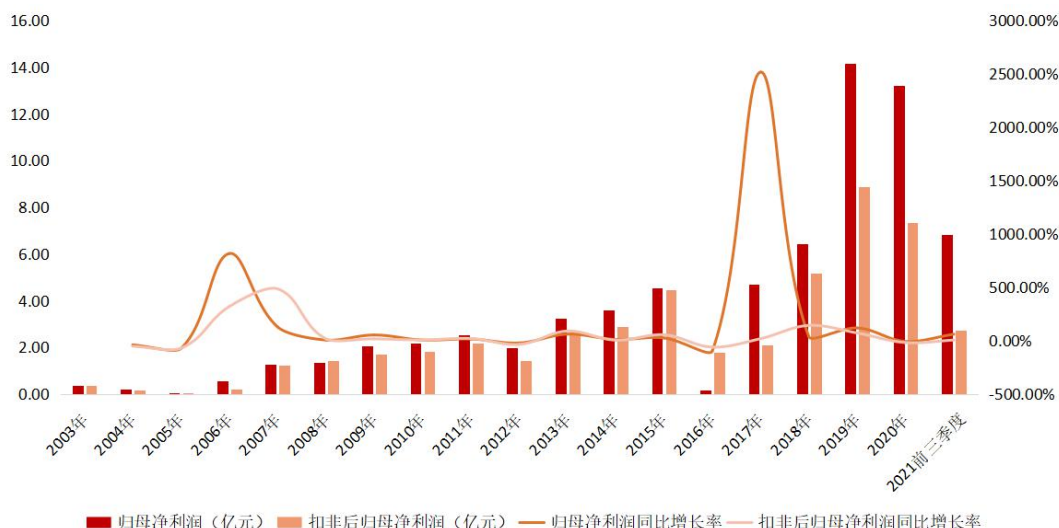
多年来业绩增长保持稳健。公司 2003 年上市至今，除因 2016 年处罚事件外，业绩增长保持稳健。公司 2020 年营业收入为 41.73 亿元，2003-2020 年复合增速为 19.06%；2020 年归母净利润、扣非后归母净利润分别为 13.22 和 7.34 亿元，2003-2020 年复合增速分别达到 23.61%和 19.41%。2021 前三季度，公司营业收入为 31.21 亿元，同比增长 33.48%；归母净利润同比增长 60.78%至 6.84 亿元，扣非后归母净利润同比增长 5.96%至 2.74 亿元。

图 4：公司自上市以来收入端情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 5：公司自上市以来利润端情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

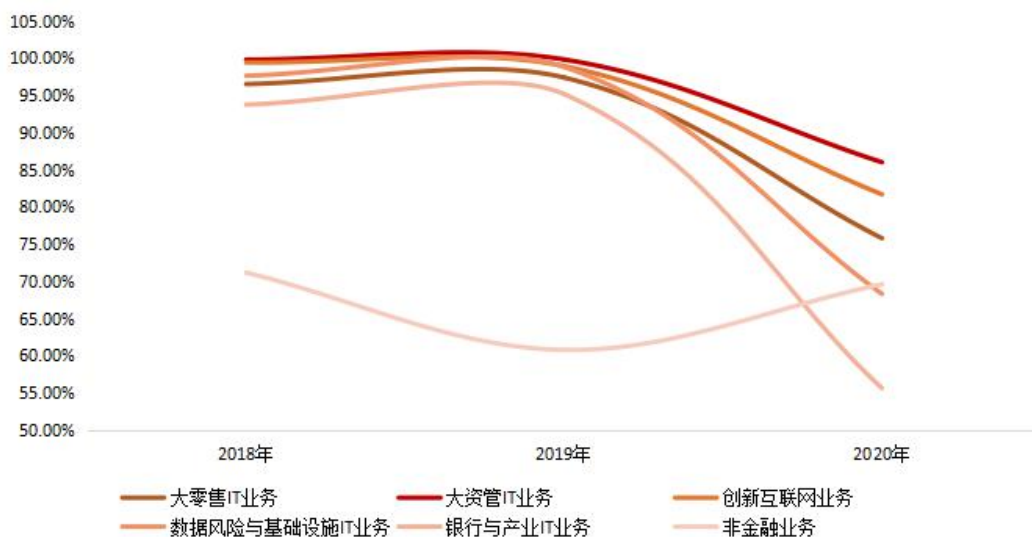
分业务来看，大零售 IT、大资管 IT 贡献收入的主要来源。大零售 IT、大资管 IT 是公司的王牌业务，2020 年收入分别为 15.10 和 12.20 亿元，占当期收入的比重分别达到 36.19% 和 29.24%，是公司收入的主要来源。创新互联网业务、银行与产业 IT、数据风险与基础设施 IT 收入分别为 6.01、3.63 和 2.98 亿元，收入占比分别为 14.40%、8.70%和 7.14%。

表 1：主营业务收入情况

业务	收入（亿元）			复合增速	收入占比		
	2018 年	2019 年	2020 年		2018 年	2019 年	2020 年
大零售 IT 业务	12.41	14.72	15.10	10.29%	38.05%	38.02%	36.19%
大资管 IT 业务	9.54	11.09	12.20	13.09%	29.24%	28.64%	29.24%
创新互联网业务	4.67	5.45	6.01	13.44%	14.31%	14.08%	14.40%
数据风险与基础设施 IT 业务	2.30	2.67	2.98	13.93%	7.04%	6.90%	7.14%
银行与产业 IT 业务	2.53	3.22	3.63	19.78%	7.75%	8.32%	8.70%
非金融业务	1.10	1.52	1.75	25.87%	3.39%	3.93%	4.19%

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6：主营业务毛利率情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

盈利能力方面，公司 2020 年毛利率为 77.09%，同比下降了 19.69 个百分点，毛利率下降幅度较大的主要原因是受执行新收入准则的影响，原计入销售费用的软件项目实施及维护服务人员费用、原计入研发费用的项目开发人员费用，归集入合同履约成本核算所致。公司 2020 年净利率为 32.67%，同比下降了 3.89 个百分点。2021 前三季度，公司毛利率为 71.77%，同比略降 0.47 个百分点，净利率为 22.56%，同比提升了 3.32 个百分点。

图 7：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

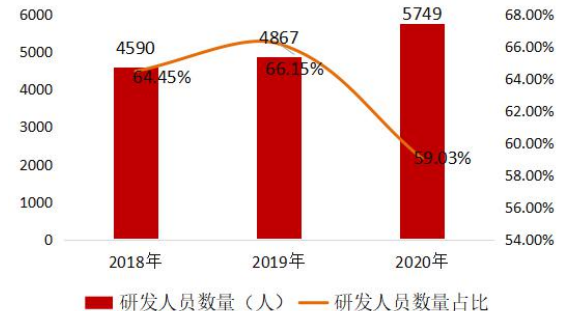
持续高研发投入。公司重视研发投入，从 2016 年开始每年的研发投入均超过 10 亿元，2020 年公司研发投入达到 14.96 亿元，占营业收入的 35.85%；公司研发人员数量为 5749 人，占公司总人数比重为 59.03%。

图 8：公司研发投入情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 9：公司研发人员情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

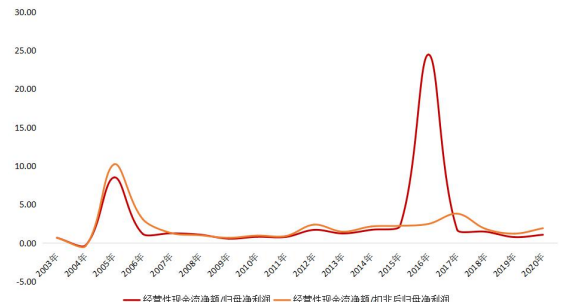
现金流健康。公司 2020 年经营性现金流净额达到 13.98 亿元，自上市以来的复合增速达到 27.01%。近年来，无论是经营性现金流净额/归母净利润，还是经营性现金流净额/扣非后归母净利润，比值基本保持在 1 以上。

图 10：公司经营性现金流情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 11：公司经营性现金流净额/归母净利润，经营性现金流净额/扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

2. 证券资管 IT 需求有望持续释放

2.1 监管侧：资本市场改革持续推进，政策鼓励加大 IT 投入

近年国内资本市场改革持续推进，进一步扩容证券资管 IT 的需求。在规则变化上，随着注册制 2019 年在科创板、2020 年在创业板实施，股票的日涨跌幅限制从 10%修改为 20%，投资者的准入门槛也有所提升，相应的将带来集中交易、资管、风控等系统的改造。在产品创新方面，扩大股票股指期货试点工作进一步推进，推出基础设施领域公募 REITs 产品，其中 REITs 的推出将带来买方、卖方的 TA、投资、绩效风控、估值核算等系统的建设需求。在对外开放上，国家进一步加快资本市场的对外开放，证券基金、期货机构外资股比限制提前全面放开，取消境外机构投资者投资额度的限制，目前已有多个外资控股券商、基金落地，随着资本市场对外开放的步伐进一步提速，外资机构有望加快落地国内，相应的证券资管 IT 需求有望持续释放。此外，银行理财子公司陆续获批筹建、开业，也将带来相应的资管 IT 建设需求，截至到 2021 年底，累计有 29 家银行理财子公司获批、22 家已开业。未来随着注册制全面推广、T+0 交易制度实施、新产品持续落地、进一步对外开放等，政策红利将推动证券资管 IT 新增与改造需求的持续释放。

同时，监管层引导证券公司加大科技领域的投入。2019 年 9 月，证监会召开会议并提出

全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务，其中一项提出要加强提升科技监管能力，推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平。随后在 2020 年 7 月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，对引导证券公司加大科技领域的投入进一步细则，文件指出“证券公司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”。通过加分的形式有望鼓励证券公司加大信息投入以期提升自身的评级类别。

2.2 行业侧：金融市场蓬勃发展，为 IT 投入提供动力

近年国内资本市场发展向好，证券资管 IT 需求有望持续扩容。我国证券化率从 2010 年的 66.17% 提升至 2020 年的 82.96%，近年 A 股的市值规模、成交活跃度明显提升。同时市场参与主体持续扩大，居民通过股票、基金等形式加大对股市的配置力度。未来随着上市公司数量、市值规模不断扩容，成交量中枢水平不断抬升，证券 IT 投入有望不断加大以保证业务的稳定运行。

图 12：我国证券化率情况



资料来源：世界银行，东莞证券研究所

图 13：沪深两市总市值情况

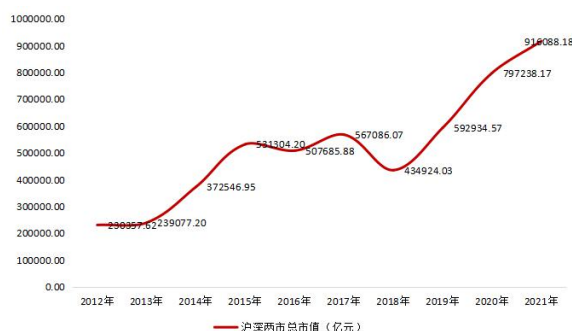
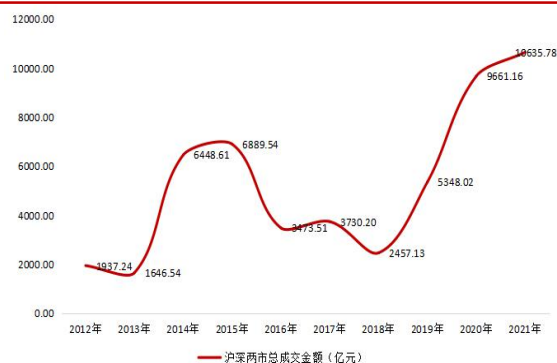


图 14：沪深两市成交额情况



数据来源：iFind，东莞证券研究所

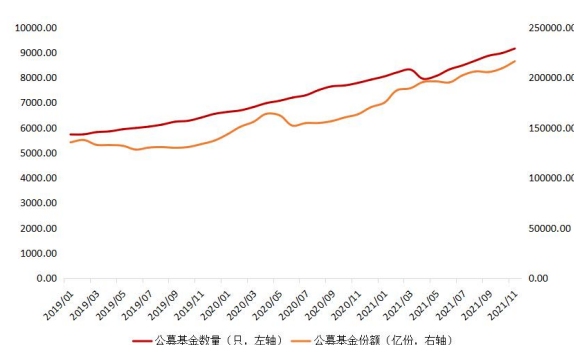
数据来源：iFind，东莞证券研究所

注：数据选自每年最后一个交易日

注：数据选自每年最后一个交易日

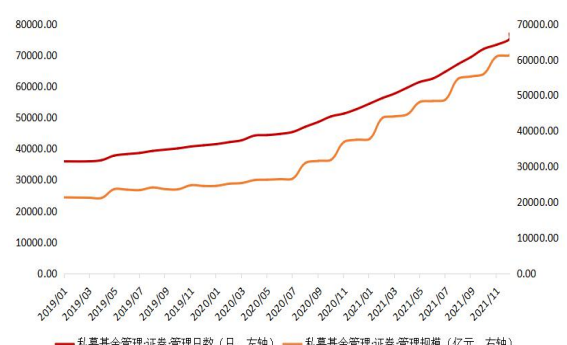
同时，在房住不炒的定调之下，居民财富管理需求与日俱增，金融资产的配置占比有望进一步提升。截至 2021 年 11 月，公募基金数量达到 9152 只，同比增长 17.59%，基金份额达到 21.61 万亿份。截至 2021 年 12 月，私募证券投资基金数量同比增长 41.37% 至 7.68 万只，在管规模为 6.12 万亿元。随着资管市场的持续扩容，相应的 IT 需求也有望不断增加。

图 15：公募基金数量及份额情况



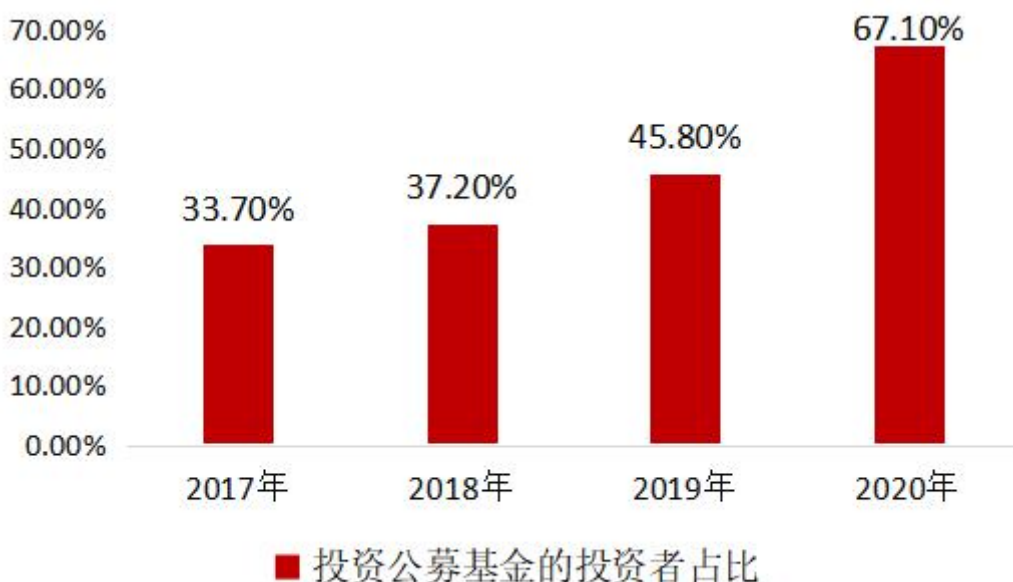
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 16：私募证券基金数量及管理规模情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 17：投资公募基金的投资者占比情况



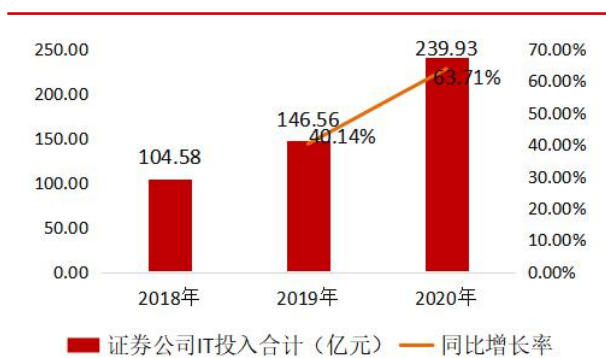
资料来源：深交所，东莞证券研究所

2.3 与海外投行相比，我国证券 IT 投入仍有较大提升空间

近年国内券商的 IT 投入持续加大，2020 年合计支出 239.93 亿元，2018-2020 年复合增速达到 51.47%，IT 投入占收入的比重从 2018 年的 3.93% 提升至 5.35%。与国际投行相比，2020 年花旗集团、摩根大通、高盛的 IT 投入占收入比重分别达到 12.71%、8.65% 和 14.74%，

远高于同期国内券商的投入占比。未来随着资本市场改革的持续深化，以及国内证券市场的发展，证券 IT 的需求仍有较大的释放潜力。

图 18：证券公司 IT 投入



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 19：国内证券公司以及海外行业 IT 投入占收入比重



数据来源：wind，东莞证券研究所

3. 强研发投入打造正向循环，议价能力进一步提升

公司多年来始终重视产品的研发以及技术的创新，通过强研发投入不断强化自身的核心竞争力。从 2016 年开始，公司每年的研发投入均超过 10 亿元，2020 年达到 14.96 亿元，研发投入占收入的比重高达 35.85%；同时，研发队伍持续扩容，从 2018 年的 4590 人增加至 2020 年的 5749 人，2020 年研发人员占比达到 59.03%。无论是从研发投入、投入占比，还是从研发队伍数量、人员占比等指标来看，公司都处于行业平均水平之上。

表 2：公司与申万计算机行业、可比公司研发指标对比情况

	研发投入（亿元）			研发投入占比			研发人员（人）			研发人员占比		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
计算机行业平均水平	2.16	2.57	2.83	11.99%	12.40%	13.17%	862	986	1070	32.50%	35.38%	37.04%
可比公司平均水平	3.04	3.46	3.38	23.17%	26.29%	24.95%	1723	1893	2325	52.14%	48.26%	48.58%
恒生电子	14.05	15.60	14.96	43.05%	40.29%	35.85%	4590	4867	5749	64.45%	66.15%	59.03%

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：计算机行业选取申万计算机行业的成分公司，并剔除 B 股及北交所公司，可比公司选取金证股份、赢时胜、顶点软件

产品矩阵渐趋丰富。在强研发投入之下，公司产品从最初的证券柜台交易系统、银证转账系统不断扩充，目前已经形成以大零售 IT、大资管 IT 为核心的两大王牌业务线。大零售 IT 方面，主要产品包括面向经纪业务的集中交易系统、极速交易系统，主要功能为提供账户管理、资金清算结算、委托订单管理、接入服务等；以及面向财富管理的理财销售系统、TA、We6 等。大资管 IT 方面，产品包括面向资产管理的投资决策、投资交易管理、估值核算、资管运营等系统，主要功能为协助机构建设完整的投研流程，辅助基金

经理进行投资决策，为交易员提供交易平台，为中后台部门提供运营保障；以及面向机构服务的相关业务系统，支持券商向境内外机构客户提供投资交易、合规风控、低延时交易、代理交易、策略算法、托管外包、私募综合运营、研究服务、个性化支持等相关服务。

此外，公司的银行与产业 IT 业务主要服务商业银行公司业务部、科技部，财务公司以及各类产业客户，主要核心产品有现金管理平台和票据业务产品；数据风险与基础设施 IT 主要客户服务对象为各类金融机构的风险管理部门、合规管理部门、地方交易所等，主要核心产品为合规管理产品；创新互联网业务主要服务客户对象为基金、证券、信托、期货、保险、新兴、境外等各类金融机构，主要核心产品为一站式云服务解决方案。

表 3：公司主要业务情况

业务	分类	主要内容
大零售 IT	零售经纪	主要服务的客户对象为券商经纪业务部门，主要核心产品为集中交易系统，主要功能为提供账户管理、资金清算结算、委托订单管理、接入服务（与交易所、中登等交互）等。
	财富管理	主要服务的客户对象为银行、券商、三方等各类财富管理机构，基金、信托、保险资管等资产管理机构的营销、销售、客服部门，以及银行、券商托管外包部门，主要核心产品为登记过户、资产配置、产品管理、理财销售、营销服务等系统，主要功能为产品登记与发行、财富规划建议、金融产品管理、理财销售交易、投顾业务运营、客户营销/服务、投资人服务等。
大资管 IT	资产管理	主要服务的客户对象为证券、基金、保险、银行、信托等资产管理机构的投资研究、投资交易、风险管理等相关部门，主要核心产品为投资决策系统、投资交易管理系统，估值核算系统、资管运营系统等，主要功能为协助机构建设完整的投研流程，辅助基金经理进行投资决策，为交易员提供交易平台，为中后台部门提供运营保障。
	机构服务	主要服务客户对象为券商的机构业务部门，主要核心产品为机构服务相关业务系统，主要功能为支持券商向境内外机构客户提供投资交易、合规风控、低延时交易、代理交易、策略算法、托管外包、私募综合运营、研究服务、个性化支持等相关服务。
银行与产业 IT		主要服务的客户对象为商业银行公司业务部、科技部，财务公司以及各类产业客户（中大型生产企业、贸易流通企业、电商平台等）等，主要核心产品有现金管理平台和票据业务产品，主要功能为现金管理、企业财资管理、票据交易管理等。
数据风险与基础设施 IT		主要客户服务对象为各类金融机构的风险管理部门、合规管理部门、地方交易所等，主要核心产品为合规管理产品，主要功能为风险监控、合规报告、流程管理、信息报送管理、反洗钱服务等。
创新互联网业务		主要服务客户对象为基金、证券、信托、期货、保险、新兴、境外等各类金融机构，主要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。

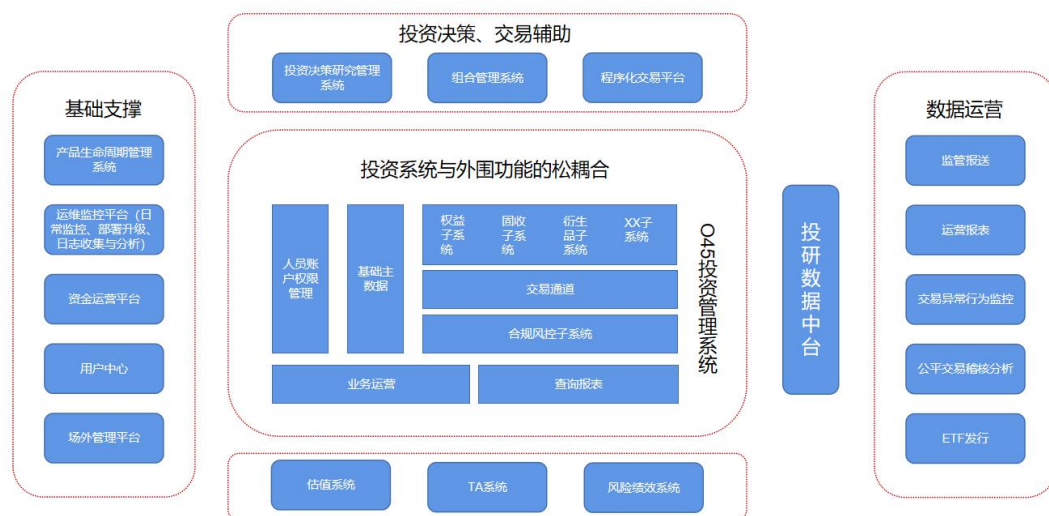
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

核心产品不断升级迭代，性能持续提升。大零售 IT 方面，交易系统历经恒生 98 版、企业版、恒生 06 版、UF2.0 演进后，公司在 2020 年发布集中交易系统 UF3.0，UF3.0 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，能够支持 5 万亿-10 万亿的行情甚至更大的交易量、交易委托 TPS 高达 37.9

万笔。2021 年 2 月，UF3.0 在招商证券上线，实现 300+全营业部上线。

大资管 IT 方面，公司 2020 年 9 月发布资产管理一站式解决方案 O45，覆盖了资产管理业务全流程，不仅包含传统投资交易系统的全新升级，而且包括投资研究、投资决策、风险管理、合规管理、运营管理、估值核算等核心子系统。强大的技术内核，让日间交易可容纳千万级交易笔数。实时风控技术，1 秒之内可完成一个 300 只股票篮子的交易及风控判断。此外，O45 引入了全球领先的金融科技 Finastra 在投资决策业务方面的经验，以助力投研管理更快实现从 how-to-buy 到 what-to-buy 再到 auto-buy 的跨越。2021 年 12 月，O45 在华宝基金正式上线，此次上线是 O45 在基金行业的首家上线，标志着恒生电子新一代核心系统在资管科技领域获得重大突破。

图 20：O45 架构



资料来源：CSDN，东莞证券研究所

市场地位进一步巩固。在丰富的产品矩阵以及过硬的技术支撑下，公司在证券行业的核心交易系统、基金等买方行业的投资管理系统、银行业的综合理财系统以及相关领域 TA 系统等都受到众多客户青睐。其中集中交易系统不仅抓住了新筹券商的机会（如大和、星展等），也实现了友商替换的机遇（如九州、粤开等），2019 年集中交易系统的市场份额提升至 50%。资产管理产品继续在证券、基金、保险、信托等行业保持着较高的市占率。据 IDC 全球金融科技公司的排名，恒生电子从 2008 年的全球第 78 位提升至 2020 年的第 40 位。

图 21：IDC Fintech Rankings 100 排名



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

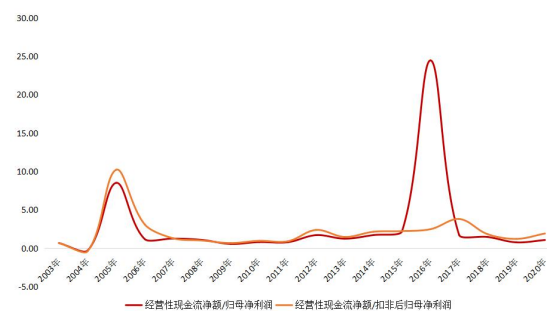
议价能力不断提升。公司在证券资管 IT 领域深耕多年，实现了对多个金融机构的产品覆盖。金融机构出于对其系统稳定性以及转换成本的考虑，一般会保持系统供应商的稳定，有助于进一步提升客户的粘性，为公司议价能力的提升奠定了基础。随着议价能力的上升，公司经营性现金流、应收账款占比、合同负债等财务指标表现健康。其中，公司 2018-2020 年应收账款占收入的比重分别为 4.65%、6.19%和 12.54%，远低于同期可比公司的平均水平。

图 22：公司经营性现金流情况



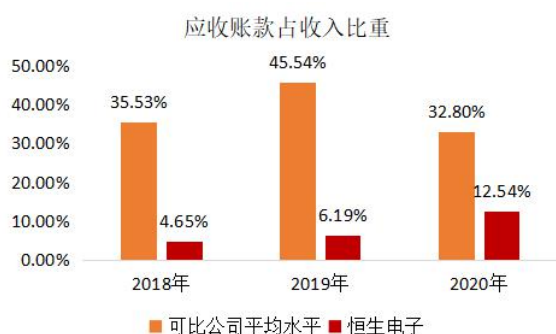
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 23：公司经营性现金流净额/归母净利润，经营性现金流净额/扣非后归母净利润情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 24：公司应收账款占收入比重情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

注：可比公司选取金证股份、赢时胜、顶点软件

图 25：公司合同负债情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

注：可比公司选取金证股份、赢时胜、顶点软件

4. 拓宽业务边界，打开新成长空间

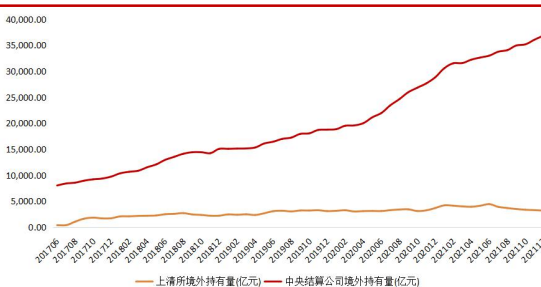
合资设立恒迈神州，入局债券发行领域。2019年10月，公司与IHS全资子公司签署合资合同，双方将共同投资注册设立恒迈神州，其中公司占比67%。通过与IHS合作，有助于引进全球领先的电子化债券发行技术与经验，建立适合人民币债券全球承销和发行的网络，帮助中国投资银行和机构投资者对接到全球发行网络，支持中国债券市场的开放，以吸引海外投资者直接投资国内债券，为固定收益的参与各方提供信息解决方案。2020年，恒迈神州与中信证券和中债登一起完成了山西省地方政府债券的涉外发行，同时完成了多项境内债券的发行簿记工作。随着国内债券市场对外开放的持续推进，外资有望进一步加大对国内债券的配置力度，相应的债券买/卖方平台需求有望不断释放。

图 26：恒迈神州主要业务



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 27：北向通持有债券情况



数据来源：wind，东莞证券研究所

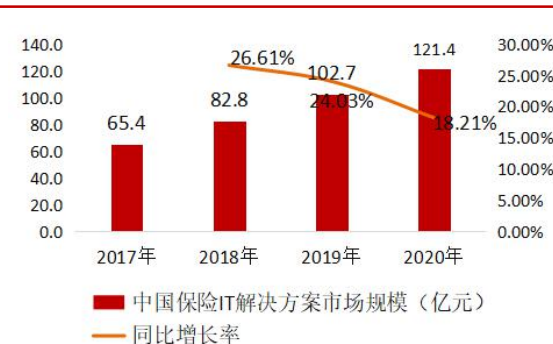
收购保泰科技，切入保险IT领域。2021年3月，公司宣布收购国内领先的保险IT供应商保泰科技。保泰科技成立于2016年，主要为保险行业客户提供解决方案及IT服务，在保险核心业务系统、保险互联网中台、保险线上线下一体化及数智化应用等领域深耕多年，有着丰富的保险行业业务和信息系统建设经验，服务的客户包括平安保险、太平洋财险、国寿财险等多个保险公司。通过本次收购，公司将进一步拓展其在保险IT领域的布局，发力保险核心业务领域，助力保险行业客户更快速地响应数字时代下的业务发展需求。

图 28：恒生保泰主要业务



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 29：保险 IT 市场规模



数据来源：IDC，智研咨询，东莞证券研究所

收购 Opics 及 Summit，覆盖银行资金管理系统。资金管理系统是银行重要利润来源部门所使用的核心系统，由于该系统具有较高的专业性和技术壁垒，涉及高度复杂的数学模型，国内 IT 厂商自研难度较高，主要依赖国外厂商提供的产品。为掌握这一核心系统，2021 年 7 月，恒生利融与英国金融科技 Finastra 达成合作，收购 Opics 资金管理系统，该系统主要面向中小型银行。基于 Opics 以及公司的云原生分布式平台上，打造了符合国际标准的国产化资金交易系统恒生 Mangos，同时恒生利融将负责管理 Fusion Opics 目前在中国内地、港澳地区及海外中资的银行客户。

图 30：Finastra 公司主要情况



资料来源：Finastra 官网，东莞证券研究所

2021 年 11 月，子公司云赢网络拟以 6500 万美元对价收购 Finastra 公司的 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，目前在中国内地及港澳地区拥有国有银行、股份制银行、大型城商行等 17 家大中型银行客户。通过收购 Opics 及 Summit，公司具备全面覆盖大中小型银行客户群体、为其提供资金业务解决方案的能力。由于恒生利融、云赢网络的业务及客户群体存在一定的重叠，为了消除内部竞争，共享整合两家控股子公司的资产、业务、人员、财务等各项资源，完善建设公司主营业务领域，云赢网络拟收购公司所持有的恒生利融 76.01% 股权。收购完成后，恒生利融将成为云赢网络控股子公司。

5. 投资策略

公司深耕证券资管 IT 领域多年，通过持续强研发投入不断提升产品力以及技术能力，核

心产品市占率领先，行业地位进一步巩固，议价能力得到不断提升。随着国内资本市场改革持续推进、金融市场蓬勃发展，证券资管 IT 的需求有望持续释放，公司先发优势明显，有望持续受益。同时，公司积极拓宽业务边界，切入债券发行、保险 IT、银行资金管理系统等核心细分赛道，有望进一步打开新的成长空间。预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.07 和 1.30 元，对应 PE 分别为 54.81 和 45.12 倍。

6. 风险提示

政策落地不及预期；技术推进不及预期；行业竞争加剧等。

表 4：公司盈利预测简表（截至 2022/1/25）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4172.65	5258.00	6410.71	7763.94
营业总成本	3392.83	4286.21	5177.50	6219.58
营业成本	955.91	1202.92	1436.85	1712.61
营业税金及附加	54.50	68.35	83.34	100.93
销售费用	353.81	446.40	538.50	644.41
管理费用	539.49	683.54	826.98	993.78
研发费用	1496.06	1892.88	2301.44	2779.49
财务费用	(6.94)	(7.89)	(9.62)	(11.65)
资产减值损失	(239.01)	(173.51)	(160.27)	(155.28)
其他经营收益	914.73	901.84	992.61	1108.50
公允价值变动净收益	103.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	584.21	671.84	772.61	888.50
其他收益	227.43	230.00	220.00	220.00
营业利润	1441.02	1700.11	2065.55	2497.59
加营业外收入	1.85	2.00	2.00	2.00
减营业外支出	5.16	6.00	6.00	6.00
利润总额	1437.72	1696.11	2061.55	2493.59
减所得税	74.56	88.20	107.20	129.67
净利润	1363.15	1607.91	1954.35	2363.92
减少数股东损益	41.42	48.24	58.63	70.92
归母公司所有者的净利润	1321.74	1559.67	1895.72	2293.00
基本每股收益（元）	0.90	1.07	1.30	1.57
PE（倍）	65.17	54.81	45.12	37.36

数据来源：wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn