

► **恒生的核心逻辑探讨：“产品化+强研发+稳格局”形成闭环。**恒生电子是中国证券IT领军者，为证券、基金、保险等资本市场买卖双方提供核心交易系统，并依托系统底座建设者的优势不断拓宽业务边界。恒生的投资逻辑在于商业模式、技术实力、行业格局三维度优势下形成的闭环：1)“产品化”，得益于先发优势、行业统一业务标准、甲方IT实力等因素，恒生实现了计算机领域少有的to B业务产品化模式，会计准则调整前毛利率常年保持在95%，具备强大盈利能力；2)“强研发”，恒生近4年研发累计投入66亿元，研发团队超6000人，在投入力度和技术积累上远超业内友商以及甲方，进而保证产品领先性；3)“稳格局”，企业级核心系统事关业务开展，稳定与合规是第一诉求，恒生凭先发优势与技术实力保持行业领先，行业向头部集中趋势明显。

► **本质上，恒生随我国资本市场建设而不断成长。**恒生占据资本市场最核心的交易系统，是资本市场IT基础设施建设者，我国资本市场的持续发展，是恒生成长的核心源泉。与海外成熟市场对比，我国资本市场仍有差距：资本化率仅为80%、直接融资比重不超过15%、机构持股比例不足20%。复盘2015年后市场，监管与改革是主旋律，2018年资管新规和科创板设立开启市场3年繁荣周期，而全面注册制到来，有望再度开启资本市场新一轮改革周期。

► **数字化&金融信创推动系统更迭，资本市场改革提供增量空间。**以全面注册制引领的资本市场改革有望不断加速，根据我们测算，全面注册制、北交所建设等以及监管创新改革将为公司带来17.35亿元增量空间。改革之外，恒生基石产品UF3.0、O45、新一代TA相继发布并实现客户上线，在标杆案例带动下2022有望成为新产品加速推广元年。数字化浪潮下恒生顺势向服务转型，长期成长空间被进一步打开。

► **短期边际变化：不确定性逐个落地，迎接新的起点。**恒生自2020年以来进入调整、投入阶段，经过2年的蓄势公司不确定性逐渐消除：会计准则调整影响逐渐消退；人员从扩张规模到注重人效提升，利润弹性值得期待；2022年疫情爆发得到有效控制，业务实施交付有望重回正轨；公司管理层有序传承平稳过渡，战略从落地到执行。我们认为随着不确定性逐渐明朗，公司有望迎来估值重塑。

► **投资建议：**预计公司22-24年归母净利润分别为14.0、19.4、24.5亿元，对应22-24年PE分别为46/33/26倍。我们选择各个细分领域计算机龙头公司的估值进行比较，5家龙头公司在wind一致预期下对应22年估值为62倍；而与自身比较，恒生近3年PE(TTM)均值为70倍。从两个维度来看，恒生具备估值修复的空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**资本市场改革进程不及预期；疫情反复影响公司实施交付开展；新产品推广进程不及预期；头部甲方自研力度加大。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,497	6,893	8,486	10,210
增长率(%)	31.7	25.4	23.1	20.3
归属母公司股东净利润(百万元)	1,464	1,402	1,937	2,451
增长率(%)	10.7	-4.2	38.2	26.6
每股收益(元)	1.00	0.96	1.32	1.68
PE	44	46	33	26
PB	10.3	8.7	7.2	5.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年6月16日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

41.76元



分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号：S0100120090026

电话：18817739265

邮箱：dingchenhui@mszq.com

相关研究

- 1.恒生电子(600570.SH)2022一季报点评：收入超预期，再迎公募基金扩容催化
- 2.恒生电子(600570.SH)2021年报点评：制定高增长目标，剑指资本市场改革红利
- 3.恒生电子(600570)业绩预告点评：业绩符合预期，持续受益资本市场改革
- 4.恒生电子(600570)收购Summit事件点评：“引进来”战略又一重磅里程碑事件
- 5.恒生电子(600570)2021三季报点评：三季度收入表现亮眼，聚焦长期成长

目录

1 证券 IT 领军者	3
1.1 纵横二十余年，新任管理团队再出发	3
1.2 软件行业翘楚，2022 年整装待发	5
2 与资本市场共舞，见证每一轮成长	12
2.1 证券 IT：格局清晰，强者恒强	12
2.2 资本市场复盘：改革统领，市场迎长足发展	13
2.3 复盘恒生长成：商业模式变迁，前瞻洞察行业	16
3 改革仍在路上，数字化大潮悄然到来	25
3.1 全面注册制渐行渐近，制度建设迎里程碑	25
3.2 数字化浪潮将至，数字化&信创推动服务转型	29
3.3 资本市场 IT 建设，还有多大空间？	34
4 借鉴海外，看证券 IT 成长路径	38
4.1 海外金融科技巨头纵览	38
4.2 “引进来”与“走出去”，恒生打造金融 IT 高铁模式	44
5 盈利预测与投资建议	47
5.1 盈利预测假设与业务拆分	47
5.2 估值分析与投资建议	49
6 风险提示	51
插图目录	53
表格目录	55

1 证券 IT 领军者

1.1 纵横二十余年，新任管理团队再出发

见证资本市场信息化建设，前瞻引领资本市场 IT 技术风潮。恒生创立于 1995 年，早年在主要承做证券业务系统，逐步向基金、银行业务扩展。1998 年公司开始为基金公司提供软件系统，1999 年恒生开发出基金投资管理系统，取得了资管 IT 市场的领先优势。随后公司持续加大研发投入与产品化建设，以资管 O 系列为代表的拳头产品逐渐形成良好的品牌效应，同时公司不断扩大客户群体，承建交易所 IT 系统，进一步奠定自己在证券 IT 基础设施领导者的地位。

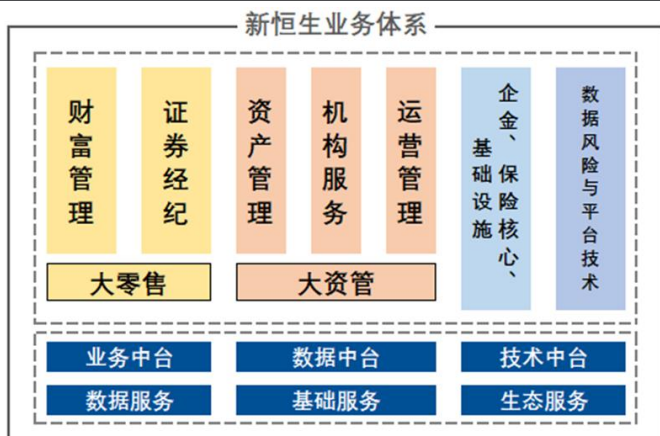
图 1：恒生电子发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

新管理层有序传承，业务架构重新划分。2022 年恒生完成管理团队的交接，原总裁刘曙峰任董事长，在新一届领导的规划下公司将 2019 年以来“6 横 6 纵”的业务体系进行调整：原大零售 IT 中的 TA（登记过户）调入大资管 IT，并与估值、资金清算合并为运营管理业务部；原大零售 IT 中的保险核心系统调出，并与企业金融、基础设施 IT 组成新的板块，此业务线更聚焦客户个性化服务。

图 2：恒生电子最新业务体系图解

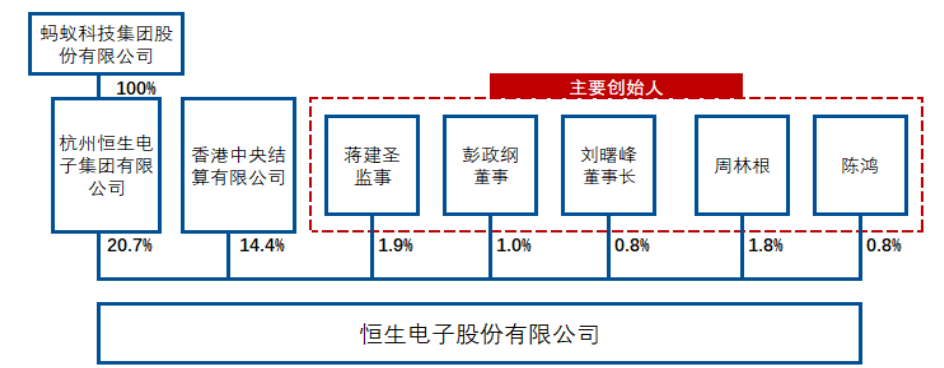


资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

创始人团队引领公司前行，蚂蚁入股后带来技术协同。2014 年蚂蚁集团入股

恒生，经过增持后目前持有公司 20.7%股权，是公司控股股东。目前恒生形成了联合创始人为主的职业管理人团队+蚂蚁控股相结合的股权架构体系，蚂蚁集团并未参与公司日常经营管理，但二者在技术上有一定的协同。

图 3：恒生电子股权结构情况（最新数据截至 2022 年一季报）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理层完成换届，明确下一阶段战略方向。2022 年 4 月 15 日公司发布公告，选举刘曙峰先生为公司董事长，选举范径武为公司副董事长兼总裁，同时聘任 10 位副总裁级别领导，其中白硕（研究院院长）、韩海潮、方晓明为新任副总裁。原董事长彭政纲先生继续负责恒生资本市场和投融资，原董事蒋建圣先生任公司监事长。

图 4：恒生电子新任管理层情况

管理层	姓名	职务	简介
董事会	刘曙峰（职务变更）	董事长	原公司副董事长、总裁，恒生电子联合创始人
	范径武（职务变更）	副董事长、董事	历任公司研发中心总经理、公司技术总监，副总裁（执行总裁）等职
	彭政纲	董事	原公司董事长，恒生电子联合创始人
	井贤栋	董事	现任蚂蚁集团董事长兼首席执行官
	纪纲（新上任）	董事	现任蚂蚁集团副总裁，负责公司全球战略投资业务
	朱超	董事	在蚂蚁集团担任投资及企业发展部资深总监，投行从业经验丰富
	余滨	董事	现任蚂蚁集团数字科技事业群数字行业事业部总经理
	韩歆毅	董事	现任蚂蚁集团首席财务官，兼并购、投资管理、融资经验丰富
	丁玮	独立董事	博润资本创始人兼董事长
	刘高仑	独立董事	现任北京国家会计学院金融研究所执行所长
监事会	周淳（新上任）	独立董事	现任浙江大学光华法学院副教授，主要研究领域包括：公司法、证券法等
	汪洋耀	独立董事	现任浙江财经学院会计学院院长
	蒋建圣（新上任）	监事长、监事	恒生电子联合创始人
公司高管	陈志杰	监事	现任蚂蚁集团投资与企业发展总监，此前就职于贝恩咨询、罗兰贝格咨询等公司
	谢丽娟	职工监事	公司核算会计、内部管理会计、预算主管，现任公司审计办公室主任
	范径武（职务变更）	总裁	历任公司研发中心总经理、公司技术总监，副总裁（执行总裁）等职
	白硕（新上任）	副总裁	研究院院长、首席科学家；原上交所总工程师
	官晓岚	副总裁	历任公司证券事业部总经理、副总裁、执行总裁等职
	张国强	副总裁	历任公司财富经纪业务群负责人、总经理助理、副总裁等职
	韩海潮（新上任）	副总裁	现任公司首席战略官；曾任天弘基金信息技术总监和运营总监
	方晓明（新上任）	副总裁	从事交易系统软件开发，历任公司资管业委会副主任、公司总裁助理等职
	张永	副总裁	曾任公司营销业务委员会副主任兼私募行业营销中心总经理等职
	倪守奇	副总裁	领导多项资本市场软件产品的开发，曾任公司总经理助理等职
	周峰	副总裁	对外负责政府关系及企业发展环境建设、对内协调劳资关系，曾任公司工会主席
	张晓东	副总裁	历任金融行业销售总监、银行事业部总经理、公司总裁助理、公司副总裁等职
	王锋	副总裁	历任公司客服总监、平台业务委员会主任、数据风险与金融基础设施委员会主任等职
	姚曼英	财务负责人	曾任审计室主任、公司财务负责人等岗位
屠海雁	董事会秘书	历任恒生电子股份有限公司总裁办公室副主任、董事会办公室主任、证券事务代表、董事会秘书	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

资本市场动作开始活跃，以恒生为平台绑定核心人才。回顾恒生历史上的资本

市场动作，能够看到近两年公司逐渐活跃，2020 年推出以上市公司为标的的员工持股计划，回购动作也逐渐频繁。公司逐步通过股权激励与员工持股计划的方式，绑定核心人才，继续保持在证券 IT 领域的领先地位。

表 1：2020 年以来恒生员工持股计划和回购动作梳理

公告日	事件	金额	数量	覆盖人数	覆盖员工比例
2020/12/9	员工持股计划	不超过 45320 万元	不超过 1000 万股	不超过 5500 人	56%

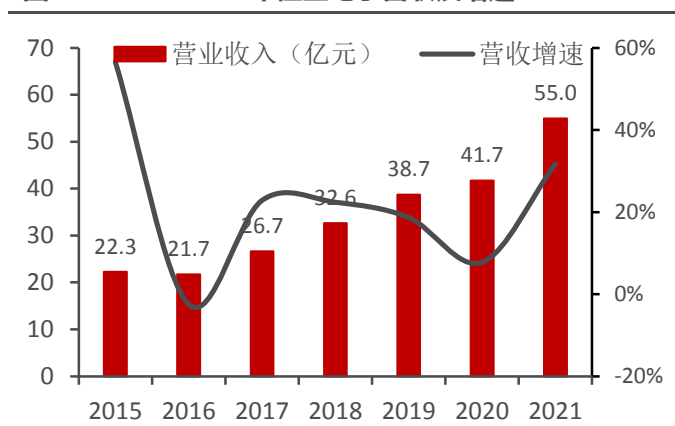
公告日	事件	回购金额	回购数量	回购比例	回购价格
2022/2/14	股份回购	1-1.5 亿元	125-187.5 万股	0.086%-0.128%	不超过 80 元
2020/12/9	股份回购	6-8 亿元	500-667 万股	0.48%-0.64%	不超过 120 元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 软件行业翘楚，2022 年整装待发

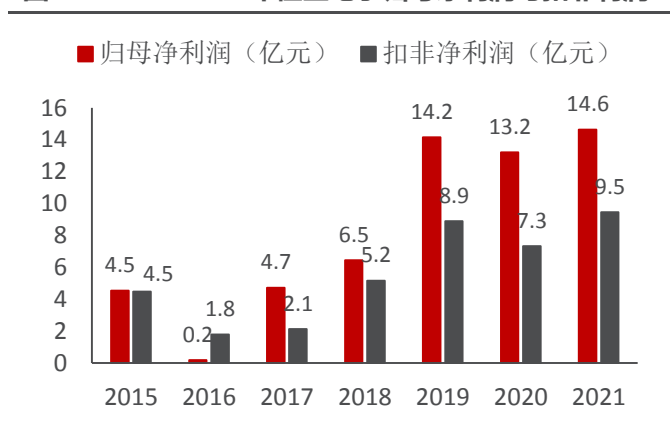
回顾恒生的历史，成长行稳致远。恒生 15-21 年间收入复合增速达到 16.3%，除 2016 年高基数下增长停滞与 2020 年会计准则调整收入确认变化外，公司基本保持 20%左右的稳健增长。2021 年公司收入 54.97 亿元，同比增长 31.73%，19-21 年收入复合增速为 19%。从利润端看，得益于资本市场发展以及公司的投资成果，19-21 年归母净利润与扣非净利润都迎来良好的成长。2021 年公司归母净利润 14.6 亿元，同比增长 11%，扣非净利润 9.5 亿元，同比增长 29%。

图 5：2015-2021 年恒生电子营收及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

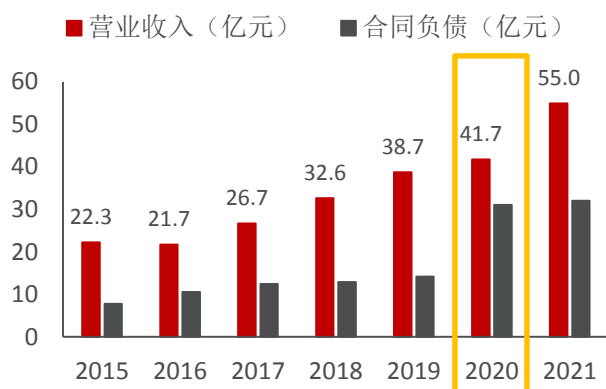
图 6：2015-2021 年恒生电子归母净利润与扣非利润



资料来源：公司公告，民生证券研究院

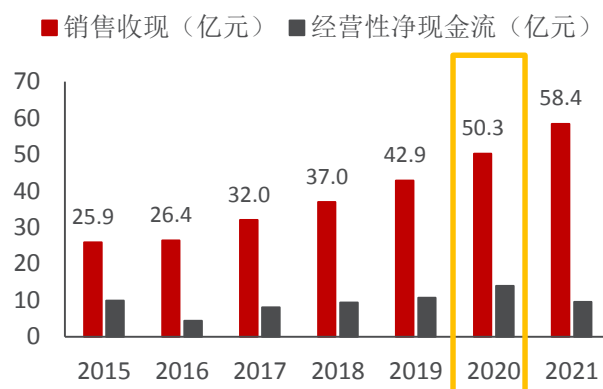
2020 会计准则调整致部分指标变动，现金流是公司更好的经营状况指标。恒生自 2020 年开始在会计准则上调整，收入确认由完工百分比法转换成终验法，收入确认方式的转变也使得公司在 2020 年收入增速仅为 7.8%。但从公司整体经营情况的角度，现金流和合同负债指标能够更好的反映公司的情况，2021、2022 年公司销售收现指标分别为 50.3、58.4 亿元，继续保持一如既往优秀水准，而人员端的快速扩张使得净现金流短期承压，但随着公司逐步从“扩人员”向“提人效”过渡，净现金流也有望重回高质量增长态势。

图 7：2015-2021 年恒生电子营收及合同负债变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：2015-2021 年恒生电子经营性现金流变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2.1 强化“产品”概念，品牌深入人心

长时间领先铸就，产品品牌深入人心。得益于强大的市场地位，以及连续多年坚持不懈的前瞻投入，恒生逐渐将业务产品化，提炼出了 We6 财富管理、UF3.0 经纪业务、O45 资产管理、i2 机构服务、Rtec 合规风控、C9 企业金融 6 大明星产品线，其中资管产品 O 系列、经纪业务 UF 系列是恒生的核心产品。“产品化”是恒生一直以来的标签，高度产品化意味着更高的毛利率、标准化程度与可复制性，另一方面也是市场对于恒生产品领先性的认可。

图 9：恒生电子六大明星产品

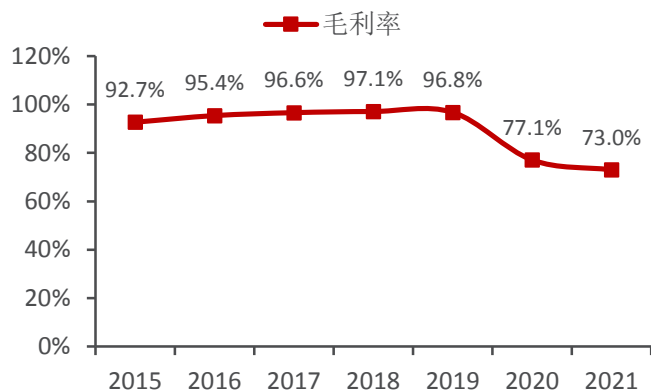


资料来源：公司官网，民生证券研究院

“产品化”意味着优秀的盈利能力。从业务属性的角度，“产品型”公司拥有更好的可复制性，业务扩张时期的边际成本更低，盈利能力更强。而从商业模式上，恒生提供的还是金融机构的核心业务系统，更多以项目制的形式签单交付。在会计准则调整前，公司毛利率基本保持在 95%以上的高水准，“产品”属性明显。高度

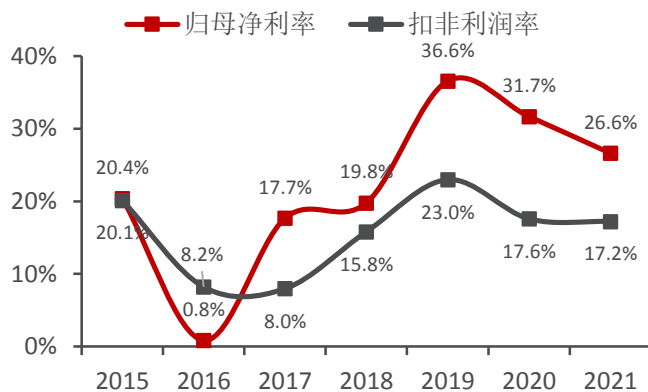
产品化的业务属性带来更强的盈利能力，公司扣非利润率近 3 年基本保持在 15% 以上，叠加金融资产的投资收益，整体利润率超过 25%。

图 10：2015-2021 年恒生电子毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：2015-2021 年恒生电子利润率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

O45 上线华宝基金开启新纪元。2021 年底华宝基金正式上线 O45，成为恒生新产品推广的里程碑事件。经历 2015 年牛市的考验后，UF 系列与 O 系列产品性能得到市场认可，能够承受交易量激增的考验，但同时也使得产品更新替换意愿不够强烈。随着金融业务不断的创新发展，金融机构数智化转型迫切，新一代系统迎来发展契机。从恒生 O45 的推进进度看，2020 年初华宝项目开始启动，但至 2021 年仍处于进展阶段，也能从侧面反映核心系统替换难度极高。历经近两年推进，在 2021 年底 O45 正式上线华宝基金，标杆效应显著。若后续系统运转稳定，那么 O45 推广有望加速推进。

图 12：2021 年底华宝基金作为业内首家机构上线 O45

时间线	资管 O45 进展
2018 年底	O45 第一个版本上线，底座建设完成
2019 年 2 月 20 日	华宝基金与恒生签署战略合作备忘录，着手打造新一代核心投资管理平台
2020 年初	华宝基金 O45 项目正式启动
2021 年 3 月 15 日	华宝基金 O45 项目指挥部成立，加大 O45 交付实施力度
2021 年 12 月 20 日	恒生新一代资产管理系统 O45 正式上线华宝基金

资料来源：公司公众号，民生证券研究院

图 13：O45、UF3.0 有望加速推广

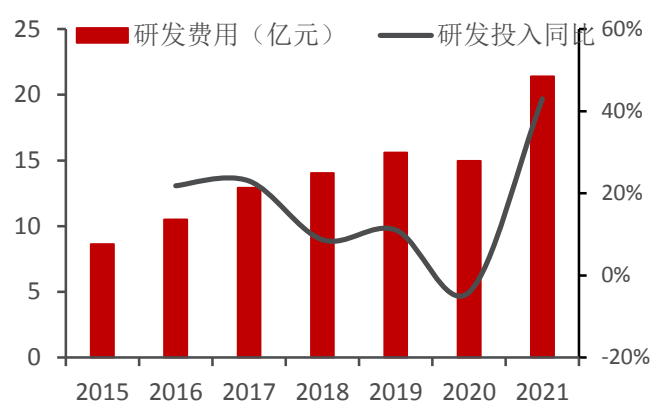


资料来源：公司公告，民生证券研究院

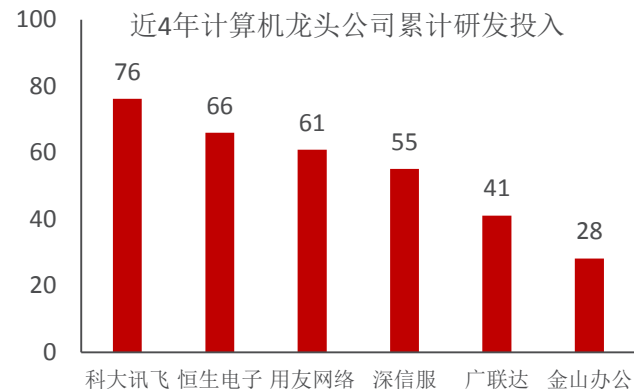
1.2.2 强研发引领行业技术趋势，“产品化”下一站是中台构建

不遗余力投入研发，近 4 年累计研发费用达到 66 亿元。高强度研发是恒生的重要标签，2021 年公司研发费用达到 21.39 亿元，同比增长 43%，研发投入占比达到 39%。横向比较看，近 4 年恒生电子研发投入合计达到 66 亿元，在计算机

龙头公司中同样位于前列。高强度研发投入是产品型公司的显著特征,产品化带来的高利润与强研发提升产品性能形成正循环,保证恒生在产品性能上的领先地位。

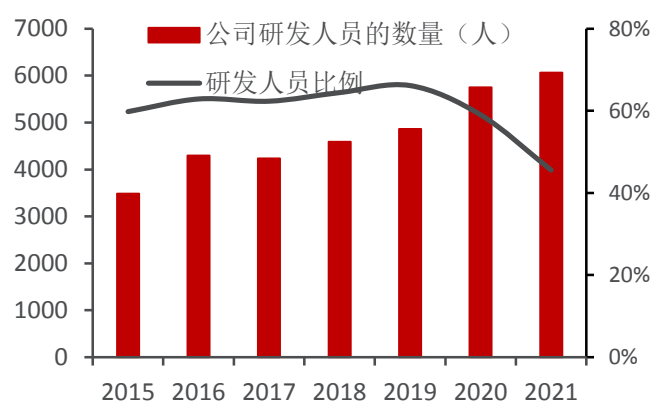
图 14 : 2015-2021 年恒生电子研发投入及同比增速


资料来源:公司公告,民生证券研究院

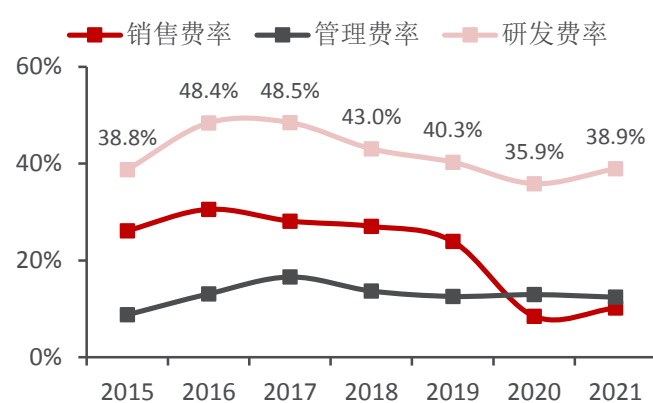
图 15 : 2018-2021 年计算机龙头累计研发投入 (亿元)


资料来源:公司公告,民生证券研究院

研发人员和研发投入是核心生产力。公司拥有庞大的研发团队,2021 年整体研发人员达到 6065 人,占整体员工比例达到 46%,而在历史上公司研发人员比例基本保持在 60%以上。研发费用也是公司的主要成本,2021 年研发费率达到 38.9%,考虑到 2020 年会计准则调整导致部分研发费用移至营业成本,实际的研发费用占比更高,公司在研发上的投入力度始终如一。

图 16 : 2015-2021 年恒生电子研发人员数量及比例


资料来源:公司公告,民生证券研究院

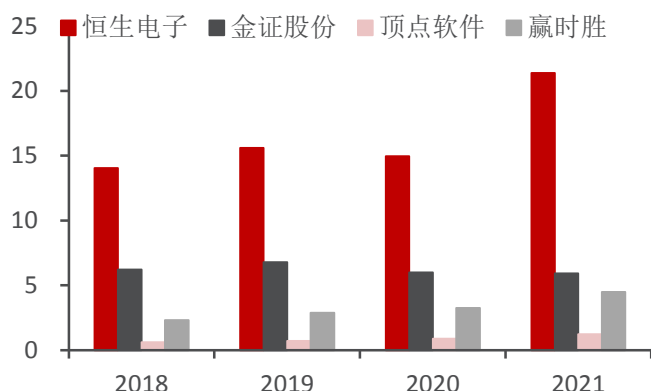
图 17 : 2015-2021 年恒生电子研发费率占比较高


资料来源:公司公告,民生证券研究院

注:2020 年销售费率大幅下滑、研发费率变动均与会计准则调整有关

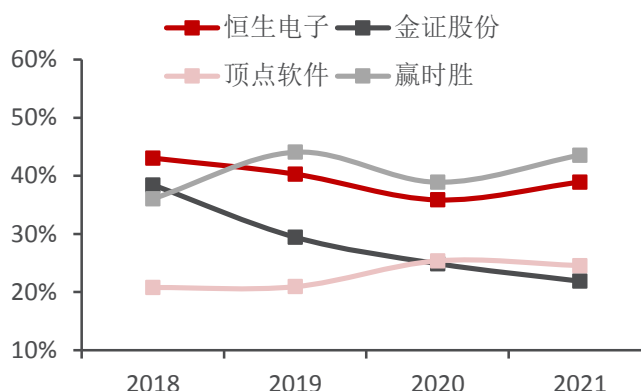
横向对比看,恒生在研发投入上显著领先。横向对比看,恒生在研发领域的投入远远领先于可比公司,龙头地位显著。参考 2021 年的数据,恒生电子、金证股份、顶点软件、赢时胜研发费用分别为 21.4、5.9、1.2、4.5 亿元,恒生在绝对值上显著领先。而考虑到收入体量上的差异,从研发费率的角度公司,恒生同样处于领先地位。

图 18：2018-2021 年证券 IT 公司研发投入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：2018-2021 年证券 IT 研发费率比较



资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：金证股份收入剔除硬件分销业务

大中台持续建设，构筑金融数字化底座。持续的研发投入保证了恒生产品的领先性，结合公司对于行业需求的敏锐洞察，使得公司能够前瞻性地把握金融科技的技术演进，甚至做到引领行业发展。恒生自 2018 年推出新一代分布式开发平台 JRES3.0，同时持续建设自身三大中台。借鉴海外 IT 公司的发展路径，从产品型公司向平台型公司演进是一个明确的方向，而公司凭借前瞻的研发投入完成了恒生数字底座 Light 的建设，底层架构也完成云化的转变，公司有望继续引领证券 IT 下一轮技术革新。目前恒生基于自研的多种强大技术(如 JRES 开发平台、数据库、云原生底座)，打造 LIGHT 技术品牌，持续引领行业技术演进方向。

图 20：恒生 LIGHT 品牌十大技术栈

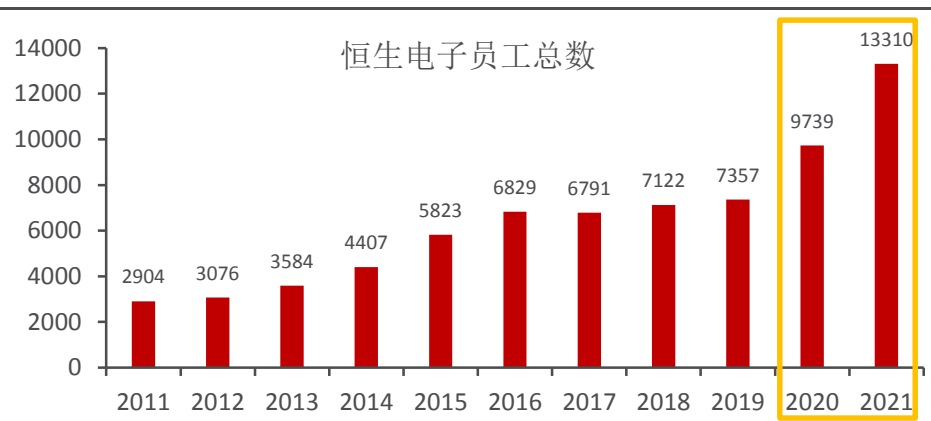


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2.3 加码“产能”建设，数字化浪潮下转型服务

2020 年开始加速产能建设，为数字化大潮蓄势。近两年恒生最为明显的变化在于人员规模的高速扩张，2020、2021 年恒生员工总数分别为 9739、13310 人，同比增速分别为 32%、37%，是自 2016 年后首次如此大幅度的扩张。对于软件公司而言，人员规模可以视作“产能”，近两年大幅扩产能够从侧面反映公司管理层对于行业需求的信心，也为公司未来的持续成长奠定基础。

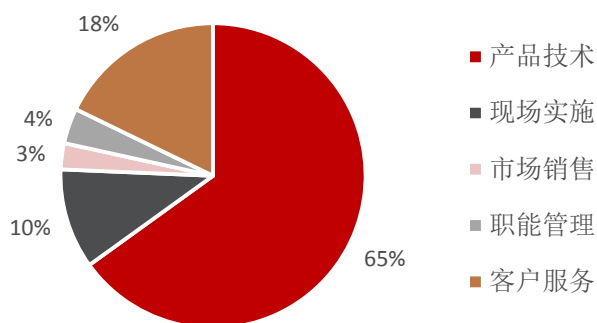
图 21：2011-2021 年恒生电子员工总数变化（人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

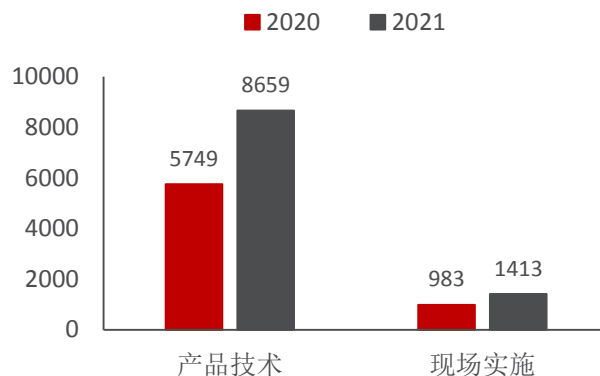
从具体结构看，增加实施人员规模是一大显著转变。目前恒生的员工结构仍然以研发人员为主，2021 年公司产品技术人员达到 8659 人（其中研发人员 6065 人），占比达到 65%。但一个显著的现象在于现场实施人员从 983 人增长至 1413 人，同比增速达到 44%，同时技术人员中软件服务相关的数量也快速上升。公司员工高速扩张的背后是结构性的变化，恒生加强自身实施交付的能力建设，同时开始向服务转型，保证核心主业产品化的同时，承接客户数字化转型中出现的多种个性化需求。

图 22：2021 年恒生电子员工结构情况



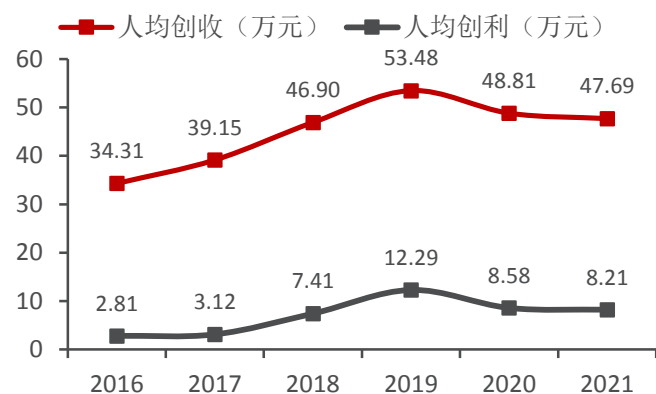
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：2020-2021 年恒生研发与实施人员增速（人）

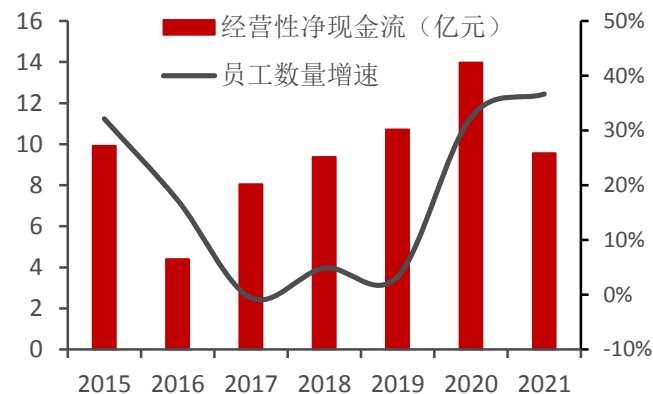


资料来源：公司公告，民生证券研究院

人员高速增长一定程度上影响短期人效及现金流。20、21 两年人员规模高速扩张，短期内为公司带来一定的成本压力，同时经营效率短期内也受到一定影响。从人均创收、人均创利指标看，2020、2021 两年均呈现一定程度的下滑。从现金流角度看能够更加清晰，作为最为重要的经营指标之一，公司经营净现金流 2021 年同比下滑 32%，人员薪酬支出短期呈现一定的压力。回顾历史，2016 年人员扩张后短期同样面临现金流压力，但后续公司放缓人员扩张，收入端持续增长，经营效率重回高水准。

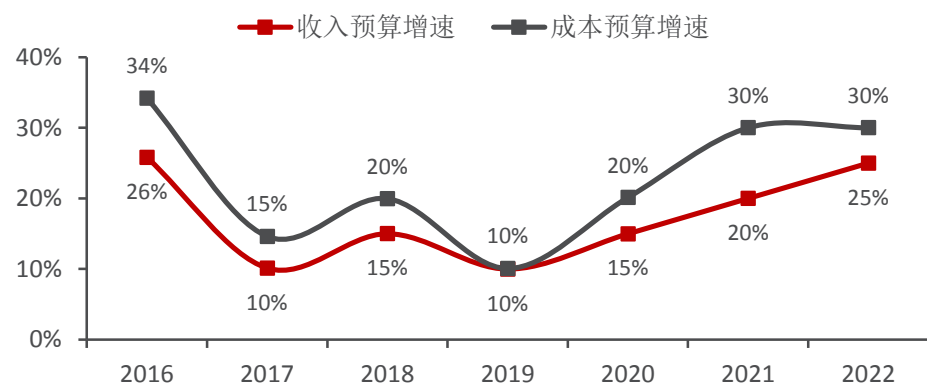
图 24：2016-2021 年恒生电子人均创收与人均创利


资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：人均创利采用扣非利润计算

图 25：2015-2021 恒生经营净现金流及人员增速比较


资料来源：公司公告，民生证券研究院

人员扩张有望降速，期待“产能爬坡”后的利润弹性。展望看，连续两年的高速增长扩张后，人员规模增速有望趋缓，而随着软件服务业务持续成熟，现场实施能力日趋精进，公司后续交付效率有望持续提升，进而带动收入-成本的剪刀差收窄。恒生 2021 年制定的 2022 年规划可以看到，收入增速目标制定为 25%，是 2016 年后的最高值，收入与成本增速的剪刀差有望收窄。

图 26：2016-2021 年恒生电子年度预算情况


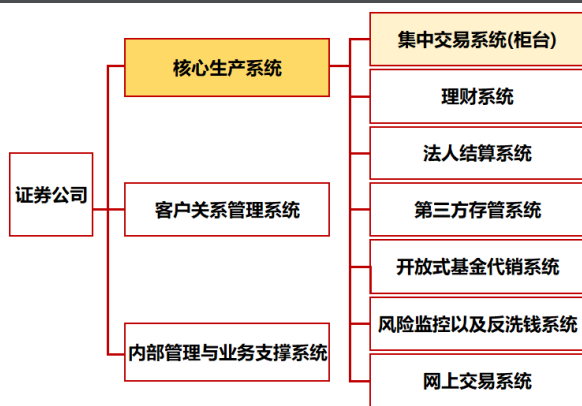
资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：当年增速为前一年年报预算）

2 与资本市场共舞，见证每一轮成长

2.1 证券 IT：格局清晰，强者恒强

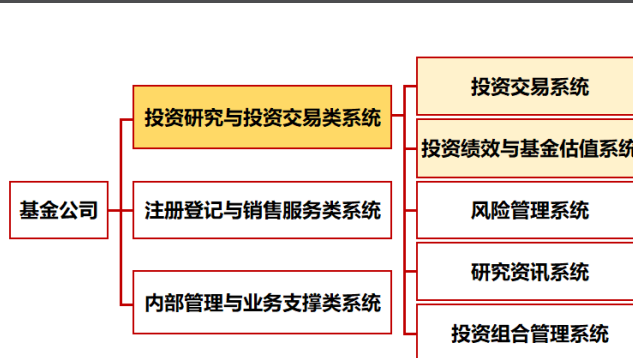
证券 IT：资本市场平稳运作的底层基础设施，稳定性是重中之重。目前证券 IT 厂商提供的多为金融机构业务运转的核心生产系统，包括柜台交易、投资交易、财富管理等。对于机构而言，系统的稳定性指标是首要考量，一旦出现问题将导致业务连续性受到影响，进而面临较大监管压力。而在满足稳定性要求后，交易速度、可扩展性、灵活性逐渐成为机构关注重点，也是各大厂商产品升级的一个重要方向。

图 27：证券公司 IT 业务系统架构



资料来源：民生证券研究院整理

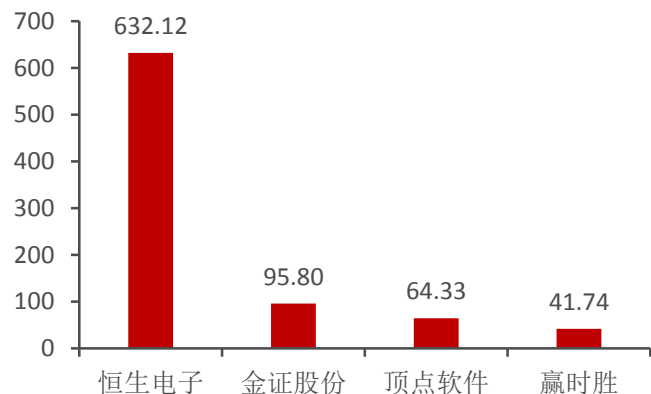
图 28：基金公司 IT 业务系统架构



资料来源：民生证券研究院整理

核心系统属性决定，IT 厂商龙头地位不断强化。由于系统稳定性是机构客户首选，同时系统的替换和迁移需要承担很大风险的同时花费大量人力，因此下游客户在选择供应商时会持续向有品牌效应的龙头公司集中，而一旦成为核心系统的供应商（尤其是新成立的资管机构）后，后续的产品升级迭代会持续由单一厂商来服务。因此对于证券 IT 行业，市场份额持续向龙头集中的趋势非常明显，行业格局也基本呈现“一超多强”的格局。

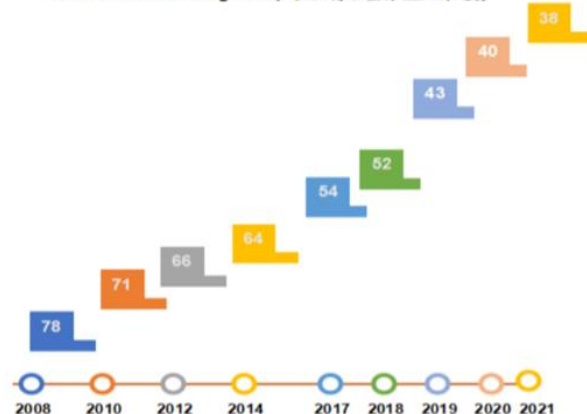
图 29：国内证券 IT 厂商最新市值比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

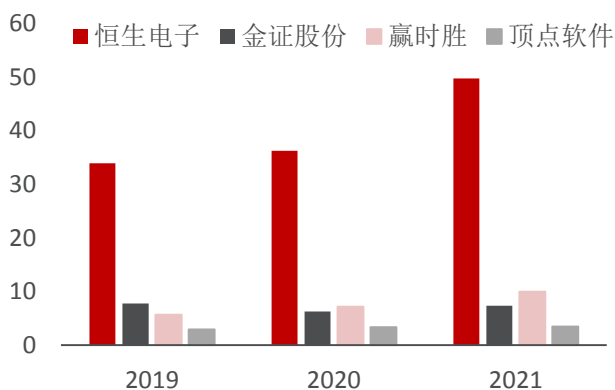
图 30：恒生在 IDC 全球金融科技公司排名中不断上升

IDC Fintech Rankings 100，恒生排名整体呈上升趋势



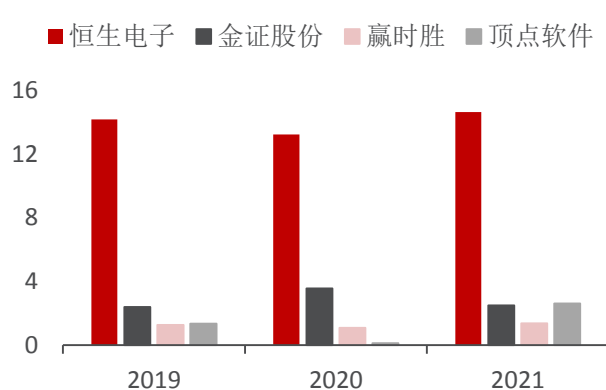
资料来源：公司公告，民生证券研究院

恒生布局证券 IT 全业务线，各家厂商长于细分领域。从整个证券 IT 市场格局的角度看，恒生无疑具有显著的领先地位，从收入、利润体量来看，恒生 2019-2021 年证券 IT 相关收入均显著高于其他参与者。整体竞争格局上，恒生无疑在多个领域均处于领导者地位，其中资管业务线尤甚，但其余证券 IT 厂商在细分领域有其独有优势：如金证股份在集中交易、创新业务（如量化、RPA 等）上有不俗竞争力；顶点软件在 CRM 上优势明显，同时在拓展交易业务产品线；赢时胜在估值领域有较强优势。

图 31：行业内上市公司证券 IT 相关业务收入（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：恒生收入采用大零售、大资管、互联网创新、基础设施加总；金证采用证券经纪、资管加总；赢时胜、顶点软件采用金融行业收入计算

图 32：主要证券 IT 上市公司归母净利润比较（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 资本市场复盘：改革统领，市场迎长足发展

2.2.1 制度建设愈加完善，持续改革是主旋律

以改革为线索，回顾我国资本市场的变迁。我国资本市场成立于 1990 年，至今仅有 32 年，通过改革的方式，引领我国资本市场不断走向成熟，是过去 30 年来资本市场的主旋律。而恒生正是抓住了资本市场尤其是公募基金建设的黄金机遇期，一举成为证券 IT 领域的领军者。以证券 IT 厂商的视角，资本市场改革带来的金融机构业务逻辑变化，进而带来底层 IT 基础设施的改造升级；而回顾历史，资本市场的每一轮行情离不开新政策的推行，改革同样是市场向上的重要动力。

表 2：2015-2022 年资本市场重磅改革回顾

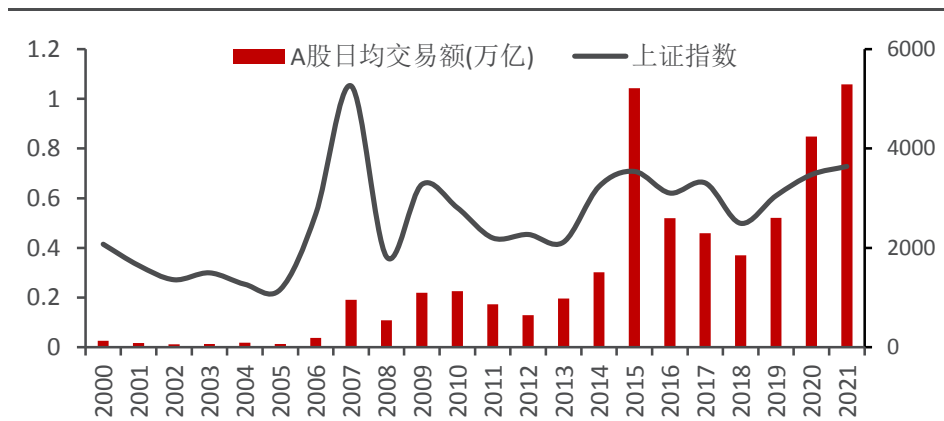
时间线	改革事件	时间线	改革事件
2015.1.16	沪港通正式启动	2019.9.10	QFII 和 RQFII 首次取消额度管制
2015.10.1	上证 50ETF 期权正式上市交易	2019.10.25	证监会启动全面深化新三板改革
2016.12.5	深港通正式启动	2019.12.23	沪深 300 股指期货在中国金融期货交易所上市
2017.5	“债券通”成功上线	2020.3.1	新《证券法》开始实施
2018.4	资本新规发布，央行联合多部门发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，拉开资管行业转型序幕	2020.7.27	新三板精选层开始交易
2018.5.31	中国资本市场首次批量进入主要国际指数	2020.8.24	注册制正式扩围至创业板

2018.9.26	银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》，加强对商业银行理财业务的监督管理，促进商业银行理财业务规范健康发展	2021.3.31	经中国证监会批准，深交所于4月6日正式实施主板与中小板两板合并
2019.6.17	沪伦通正式启动	2021.11.15	北交所上市
2019.7.22	科创板首批25家企业上市，标志着设立科创板并试点注册制这一重大改革任务正式落地	2022.5.21	科创板引入做市商制度

资料来源：公司公告，民生证券研究院

两轮牛市，市场周期波动中扶摇而上。资本市场具有一定的周期属性，整体看我国资本市场呈现螺旋上升的趋势，但2006-2007、2014-2015年两轮牛市为资本市场的成长带来深远的影响，2005年股权分置改革拉开了资本市场第一轮高速发展的序幕，15-16年的牛市带来了对于金融创新和金融监管的思考。从后视镜看，牛市的繁荣一方面为金融机构信息系统建设提出了更高的要求，也为金融IT厂商带来广阔的机遇；而另一方面，牛市周期带来的制度改革和建设也推动着资本市场良性发展。

图 33：2000-2021 年 A 股成交额与上证指数表现



资料来源：公司公告，民生证券研究院

改革呈现加速趋势，科创板出世开启“注册制”新纪元。2015年牛市结束后，资本市场热度走向连续3年的下降，从成交量与指数的表现可见一斑。但从改革的视角看，自2017年开始资本市场改革力度持续加大，投资者适当性管理办法、全面风险管理、反洗钱3号令等监管政策变动产生大量IT基础设施改造需求。而2018年以来，资管新规、科创板设立、创业板注册制、北交所设立等一系列重磅改革持续落地，资本市场建设迎加速之势。

图 34：科创板改革系列回顾

创新	具体内容
上市标准多元化	允许特殊股权结构企业和红筹企业上市
发行审核注册制	核准制变为注册制
交易机制差异化	交易制度总体上与其他板块相同，但建立了更加市场化的交易机制
退市制度从严化	明确退市情形、丰富退市指标；简化退市环节、压缩退市时间
科创板涨跌幅限制	科创板的涨跌幅限制为20%，新股上市后的前五个交易日不设置涨跌幅限制。科创板最低买入的数量是200股，但是单笔申报数量可以不是为100股及其整数倍，可按1股为单位进行递增。
投资者适当性管理	个人投资者参与科创板股票交易，应当符合下列条件：（一）申请科创板交易权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）；（二）参与证券交易24个月以上；（三）其他条件。
代码	科创板股票代码以“688xxx”开头，新股在网上申购代码不同，通常为“787xxx”。另科创板外的证券简称最多可为8个汉字。

资料来源：民生证券研究院整理

图 35：2016 年以来监管与改革政策变化

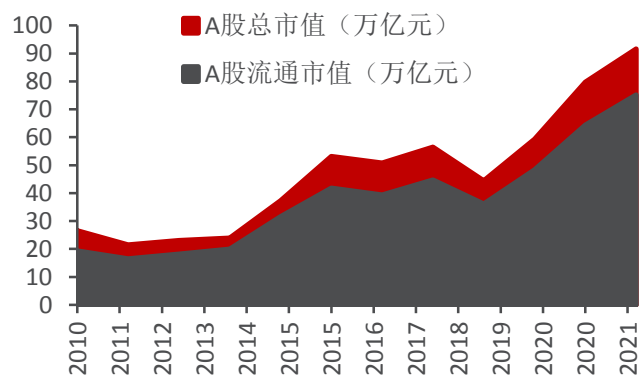
年份	事件
2016	A股熔断机制暂停实施 深港通正式启动
2017	发布《证券公司全面风险管理规范》 实施《证券期货投资者适当性管理办法》 实施反洗钱《3号令》
2018	资管新规发布 沪伦通正式启动
2019	科创板开市，并实施注册制、设20%涨跌幅 QFII和RQFII首次取消额度管制 证监会启动全面深化新三板改革
2020	新《证券法》开始实施 创业注册制IPO申报开始受理 新三板精选层开始交易
2021	注册制正式扩围至创业板 深交所主板与中小板正式合并 北交所上市

资料来源：民生证券研究院整理

2.2.2 资本市场迎长足发展，证券 IT 市场不断做大

总市值持续突破，企业上市进程加速。回顾过去 10 年间市场成长历程，在制度建设不断完成的引领下，我国资本市场持续成长，截至 2021 年末 A 股总市值突破 90 亿元大关达到 91.6 万亿元，上市公司达到 4615 家，尤其是 2019 年以来新增上市公司数量明显增加。当然总市值持续成长、上市公司数量不断增长的背后，改革的脚步并不能够停滞，发行制度的全面推广、退市制度的完善、交易制度改进，都是下一阶段改革的重点方向。

图 36：2010-2021 年我国 A 股总市值及流通市值



资料来源：wind，民生证券研究院

图 37：2010-2021 年间上市公司数量变化（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

证券公司数量平稳增加，收入结构变化带来更多 IT 机遇。我国证券牌照相对稀缺，2010-2021 年间仅增加 34 家证券公司，CAGR 不足 2.6%。证券公司的经营成果角度，整体视角下呈现明显的周期性，收入与利润基本与市场行情相一致，经过 10 多年的发展，当前我国证券行业面临同质化严重、大而不强、缺少“航母级”龙头的问题，而考虑到券商收入结构的变化，以 IT 手段赋能，通过金融科技实现差异化竞争，正在成为券商下一阶段的重要发展思路，同时也对相关的证券 IT

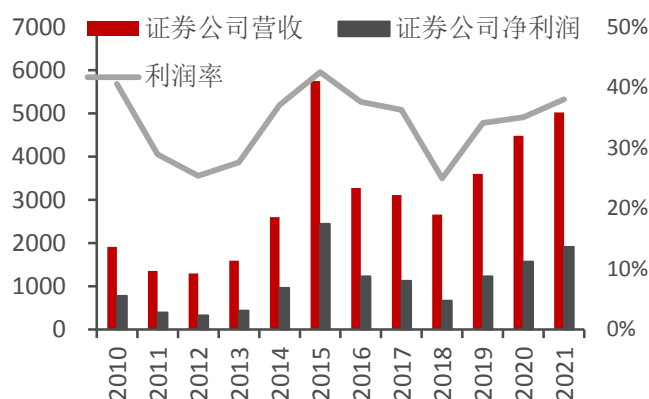
厂商带来新的机遇。

图 38：2010-2021 年我国证券公司数量（家）



资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

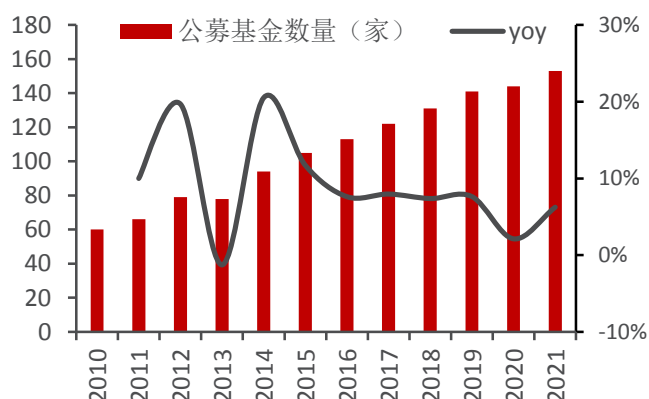
图 39：2010-2021 年证券公司营收及净利润（亿元）



资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

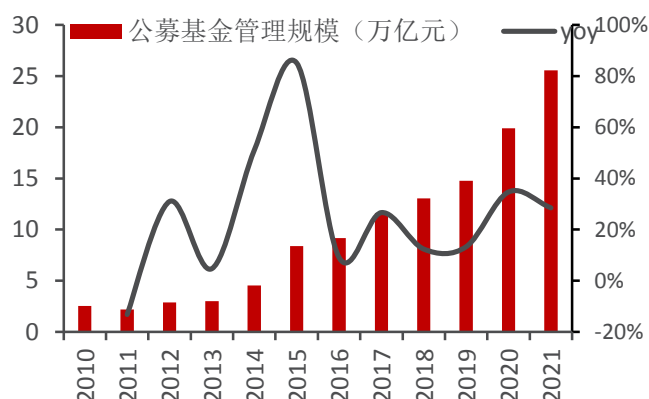
大资管时代到来，公募基金迎黄金时期。随着“房住不炒”政策深入人心、资管新规正式落地，以公募基金为代表的资本市场权益投资迎来黄金时代，从数量上看公募基金公司近年来基本保持 10% 左右的稳定增长，而公募基金管理规模在 19-21 年迎来高速扩张，截至 2021 年末公募管理规模已经达到 25.6 万亿元，19-21 年 CAGR 达到 32%。公募的高速发展也为 IT 带来新的要求：一方面交易量的增大使得系统承受能力、响应速度、交易智能化能力受到考验；另一方面数字化浪潮下，公募基金开始加大 IT 投入力度，全面进行数字化转型，客户需求旺盛。

图 40：2010-2021 年我国基金公司数量（家）



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

图 41：2010-2021 年公募基金管理规模及同比增速



资料来源：中国基金业协会，民生证券研究院

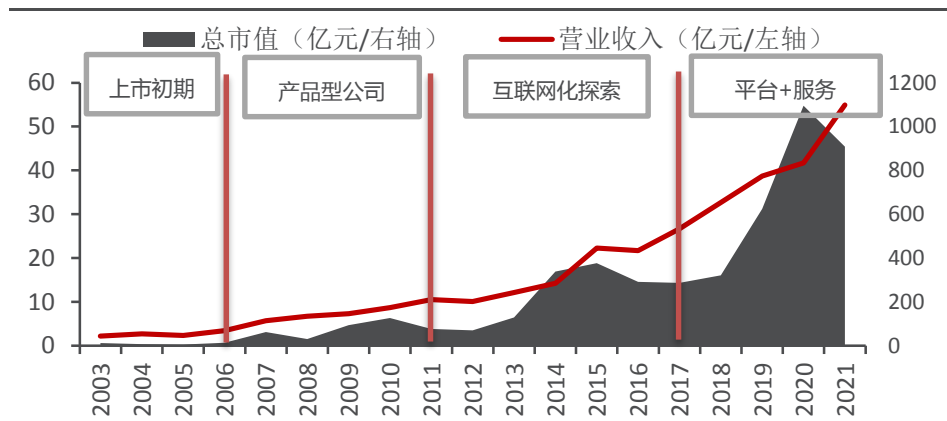
2.3 复盘恒生长成：商业模式变迁，前瞻洞察行业

2.3.1 模式蝶变

复盘恒生长的成长，可以分为 4 个阶段、3 次跃迁。1) 2003-2005 年末，恒生

创立初期，以项目制和集成硬件为主，同时早期的资本市场建设也不够完善；2) 2006-2011 年末，得益于券商走向集中式交易系统建设，公募基金行业开始起步，以及第一轮牛市的启动，公司凭借出色的卡位优势成长为资本市场 IT 领军者，同时公司在持续打磨产品+收缩集成业务，完成了从项目制的服务型公司向产品型公司的转型；3) 2012-2017 年，这一阶段恒生的主旋律是“互联网+”的探索，公司在传统证券 IT 底座发力的同时，在泛互联网金融领域做出诸多尝试，最终蚂蚁集团入主、金融科技数字底座平台化建设成为这一时期的成果；4) 2017 年至今，扎根技术，完成了所有产品架构的云化升级，同时持续建设大中台，抓住下游客户新一轮数字化转型的旺盛需求，从产品型公司向“平台+服务”的角色转变。

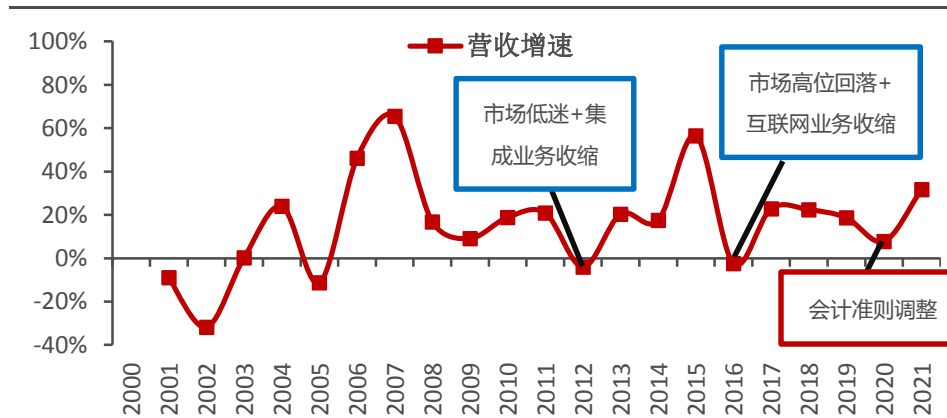
图 42：2000-2021 年恒生电子发展的四个阶段



资料来源：公司公告，民生证券研究院

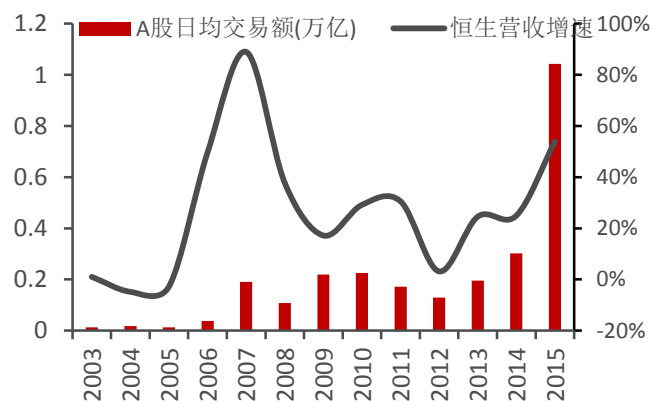
资本市场变迁对恒生有何影响？十几年维度下保持稳健成长。复盘恒生 2000 年至今的收入增速，2006-2007 年牛市奠定了恒生在证券 IT 的龙头地位，此后公司保持良好的增长态势，值得注意的是 2008-2013 年公司持续收缩硬件与集成业务，因此软件业务的实际收入增速要显著高于整体营收，至 2014 年末公司硬件+集成收入占比不足 5%，公司完成产品型公司转型。纵观公司的成长力，历史上仅在 2012、2016 年出现收入增速显著下滑（2020 年为会计准则调整，行业维持高景气），结合当时的背景均属于市场大幅低迷+部分业务主动收缩剥离的情况。

图 43：从营收增速视角，看 2000-2021 年恒生长阶段

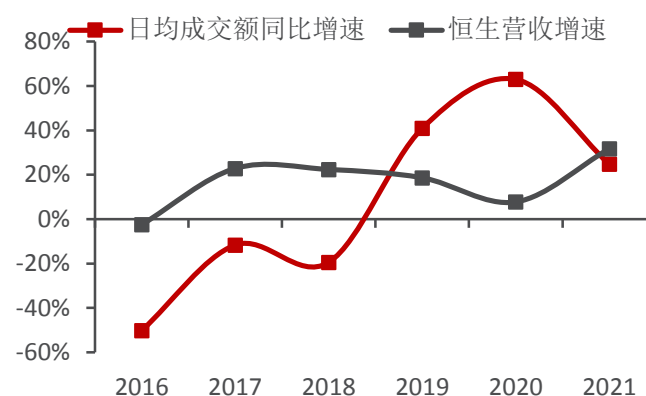


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2016 年后，交易量下滑并未改变公司增长势头。从早年的营收增速指标看，恒生的成长性与资本市场交易量和交易额有很强的相关性，从业务逻辑出发交易量激增意味着券商经纪业务收入提升同时 IT 系统性能要求升级，但自 2017 年开始加速的资本市场改革弥补了交易量下滑的不利影响，而大资管行业的持续成长使得资管 IT 业务线继续保持良好增速。

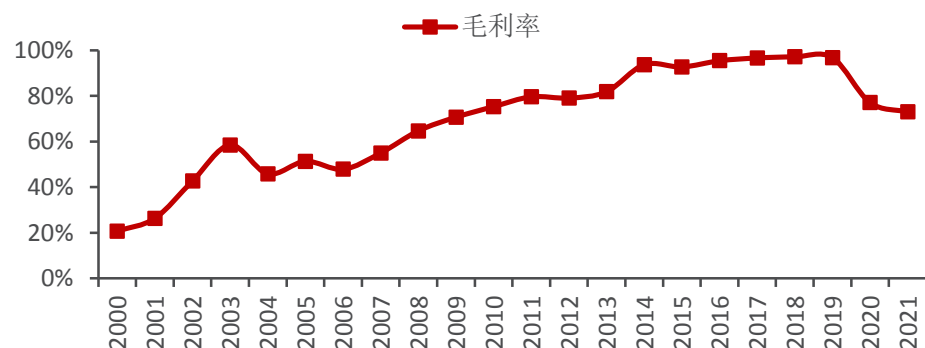
图 44：2003-2015 年恒生营收增速与成交额比较


资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：恒生营业收入采用软件业务收入增速

图 45：2016-2021 恒生营收增速与成交额增速比较


资料来源：公司公告，民生证券研究院

商业模式变迁有何影响？毛利率逐步提升至全行业领先。回顾恒生的发展历程，商业模式的变迁体现最为明显的在于盈利能力的变化，公司在向产品化进阶的过程中，毛利率不断抬升，在 2014 年达到 94%（一部分原因在于会计准则变动），此后基本保持在 95% 的中枢，而 2020 年以来毛利率变动主要为会计准则调整的影响。产品化带来的超高毛利使得公司能够持续高强度投入研发，保证产品的升级迭代，进而形成正向循环。

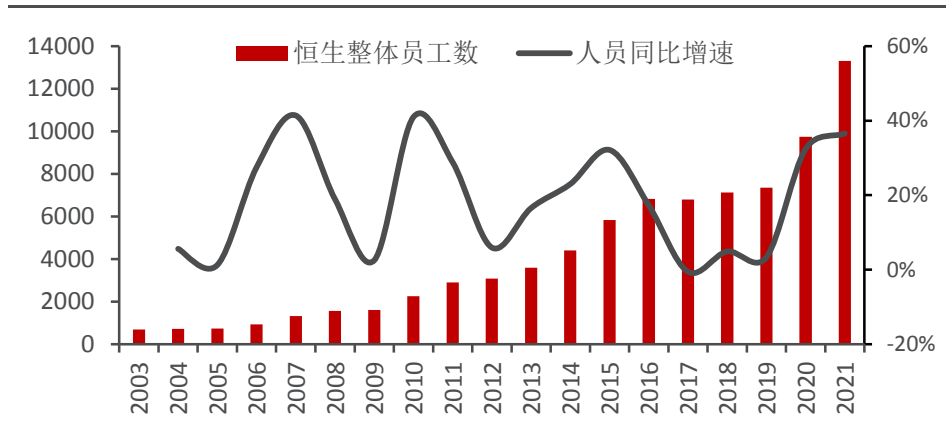
图 46：从毛利率视角，看 2000-2021 年恒生商业模式变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

复盘“产能”建设，20、21 两年重回扩张态势。回顾恒生历史上员工的招聘情况，从人员增速看同样具有一定的周期性，且与资本市场的景气周期基本保持一致。值得注意的是，2020、2021 两年恒生的人数增长分别为 32%、37%，是 2017 年以来首次大幅扩招，人员的高速扩张由多点原因共同促成：1）恒生加大对客户

服务的投入力度,同时建设自身的服务型人力资源池;2)恒生20年以来开展多比并购,收购业内优秀团队。当然,这也从侧面反映了行业订单的景气以及公司业务模式优化。

图 47: 2003-2021 年恒生员工总数(人)及同比增速复盘



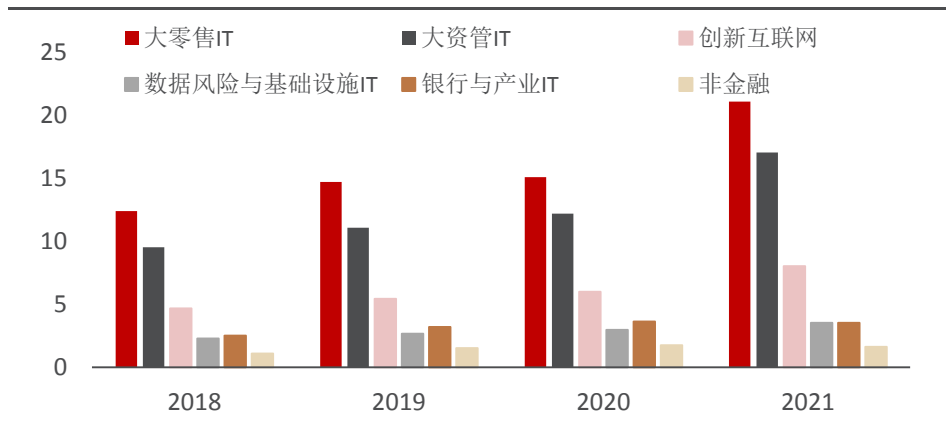
资料来源:公司公告,民生证券研究院

2.3.2 产品迭代

证券 IT 扛起大旗,创新业务快速增长。将恒生的业务拆分来看,大零售 IT、大资管 IT 依然是公司成长的中坚力量,18-21 年间两大业务收入占比 65-70% 左右,涵盖恒生投资交易、集中交易、TA 等核心基石产品。剩余业务中创新互联网业务保持良好增长趋势,收入占比保持在 15% 左右,数据风险与基础设施 IT、银行产业 IT 业务体量较小,业务体量基本维持在 3 亿左右。因此,关注恒生的成长,理解大零售与大资管 IT 的成长动力、创新互联网业务的前景至关重要。

值得注意的是,2022 年在管理层团队更迭后,恒生对于业务体系的划分做了一定的调整:原大零售 IT 中 TA (登记过户系统)、保险核心系统分别调入大资管 IT 和企金、保险核心、基础设施 IT。但考虑业务的连贯性,本章节我们探讨的恒生业务结构依然以 2019 年调整为“6 横 6 纵”的口径为主。

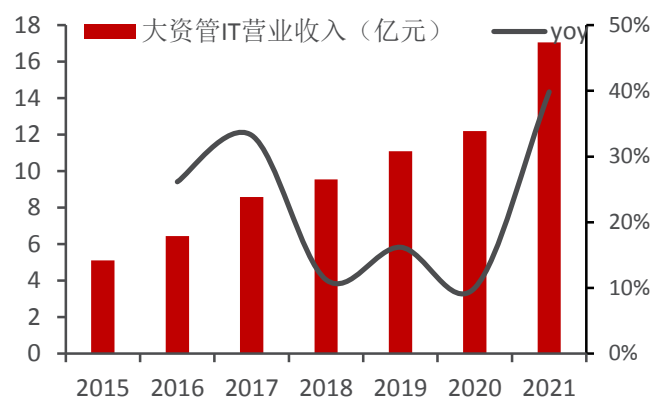
图 48: 2018-2021 年恒生具体营业收入拆分情况(单位:亿元)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

大资管：投资交易&机构服务构成，恒生的拳头产品线。资管 IT 是恒生的基石业务线，也是恒生收入的主要来源之一。复盘过往业绩表现来看，2015-2021 年 CAGR 达到 22.3%（2019 年口径有所调整，同口径下增速更高），2021 年收入体量达到 17.06 亿元，同比增长 40%。恒生的大资管业务线主要由以投资交易为核心的 O 系列产品线、以 PB 模块为核心的机构服务业务线构成，满足公募基金 IT 基础设施、私募基金一站式服务的需求。伴随我国大资管时代到来，恒生的核心产品线有望充分受益于财富管理转型与 A 股“机构化”带来的时代红利。

图 49：2015-2021 年恒生大资管 IT 营收及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2018 年大资管统计口径调整，同口径下同比增速 22%

图 50：大资管 IT 条线中 O45、i2 核心模块



资料来源：公司官网，民生证券研究院

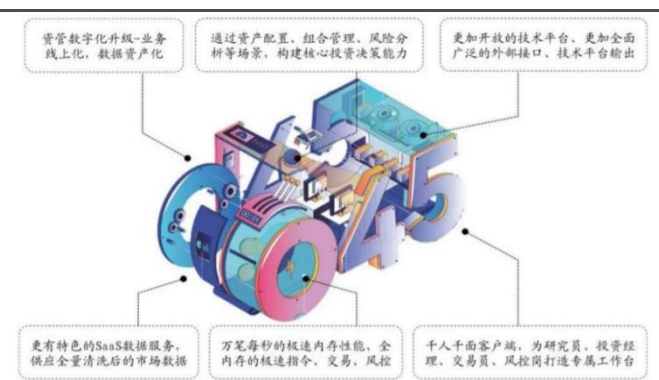
O45 终上线，引领行业数字化转型。从业务增量的角度，资管机构数量增加、资本市场改革带来业务逻辑变更、恒生自身的产品迭代升级是三大主要驱动力，其中产品迭代需要大量的时间打磨（通常达到数年），但同样是保证公司竞争力的核心。回看恒生 O 系列，基于 Oracle 数据库的首代版本 O3 问世于 2003 年，支撑当下众多资管机构的核心业务系统 O32 于 2007 年推出，早期的架构越来越难以适应当今活跃的交易量与复杂的客户需求。

恒生投资交易产品历经急速交易功能的扩展、架构升级变迁，终于在 2020 年初与华宝开展合作部署 O45，并历经 2 年时间完成 O45 系统上线。O45 在性能优势上无需过多赘述，组件化、松耦合、开放接口、高可扩展性都是对 O32 的全面升级，从替换的角度上讲，华宝基金 O45 上线可以视作里程碑式进展，一旦运行稳定，性能升级带来的优势逐渐体现，那么 O45 有望开启一轮更新替换周期。

图 51：恒生投资交易产品迭代回顾

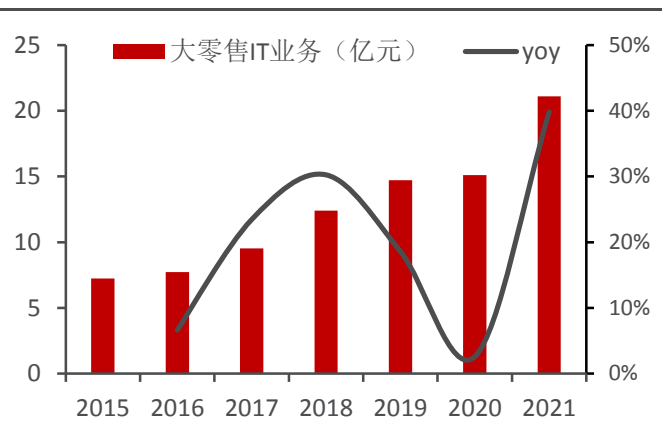
时间线	产品更迭	具体内容
1998	基金投资交易系统S1.0	专为基金公司设计，采用SQL Server数据库
2000	基金投资交易系统S2.0	采用SQL Server数据库
2003	基金投资交易系统O3	升级为Oracle数据库，采用三层架构，客户端通过中间件的应用服务实现业务的处理
2007	基金投资交易系统O32	将O3系统多个业务模块重新开发升级
2015	投资交易系统O4	通过内存化交易从而提高交易速度，向市场推出了O4系统(也叫UFT, Ultra Fast Trade, 极速交易)
2020	投资交易系统O45	改变传统三层架构，采用SOA的松耦合架构，对核心系统与外围系统进行拆分

资料来源：公司公众号，民生证券研究院

图 52：O45 产品架构优势


资料来源：公司公告，民生证券研究院

大零售：围绕集中交易与 TA，打造 UF3.0 与 WE6 产品线。恒生的大零售业务主要包括券商的核心交易系统、基金登记过户系统(TA)等模块，集中交易系统主要客户为券商，而财富管理业务面向基金、券商、银行、信托等广大财富管理机构。15-21 年大零售业务收入 CAGR 为 19.5% 2021 年业务体量达到 21.1 亿元，同比增长 40%。大零售业务线看点十足，UF3.0 版本历经 7 次演进，终于在 2019 年推出并签约多家券商，在信创加持、数字化转型浪潮下后续推广值得期待。

图 53：2005-2021 年恒生大资管 IT 营收及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

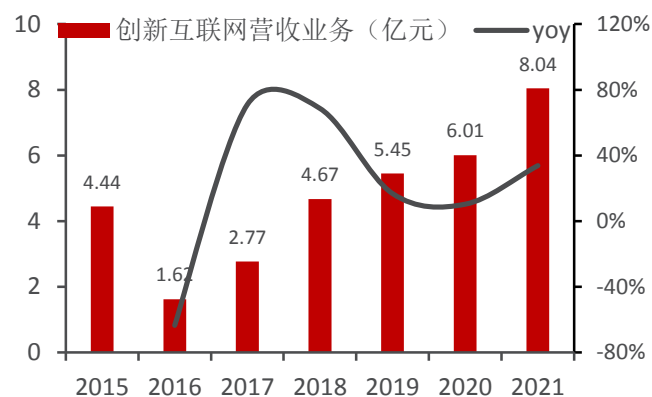
图 54：恒生拳头产品集中交易系统 UF 系列迭代时间线

时间线	产品更迭	具体内容
1997	证券交易管理系统BTRV5.0	第一次采用BTRV(文本本地化)数据库
1998	证券交易管理系统98SQL版	升级为SQLServer数据库
2001	证券综合业务平台企业版	完成三层架构(表示层、业务逻辑层、数据访问层)的转变
2004	证券综合业务平台企业版(集中交易04版)	升级为Oracle数据库
2006	恒生06版	业务迁移，数据库依旧处理业务，将一部分业务移到中间件上
2009、2010	经纪业务平台UF2.0	从紧耦合架构全面升级为SOA(面向服务的体系结构)松耦合架构
2019	经纪业务平台UF3.0	互联网分布式架构+微服务+灰度发布

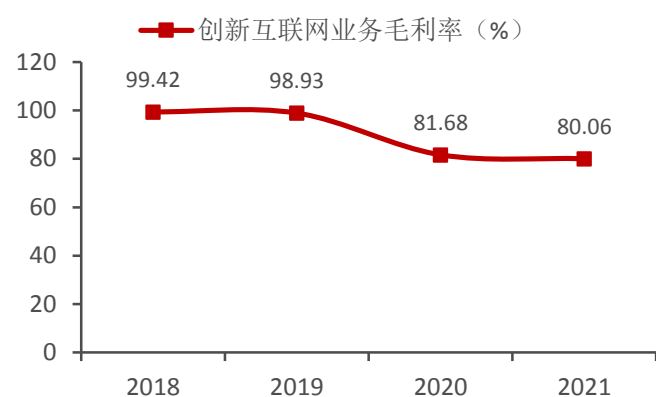
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3.3 创新探索

多年探索，金融科技创新板块雏形显现。回顾恒生在创新业务领域的探索，早在 2009 年公司便前瞻性的提出“互联网”方向的探索，历经超过 10 年的积累，公司的创新互联网业务已经成为占比 15%的第三大业务板块，创新业务的收入体量由 2016 年的 1.62 亿增长到 2021 年的 8.04 亿，年复合增长率达到 37.76%。创新互联网业务以金融 SaaS 服务以及大数据业务为核心，毛利率同样能够达到 80%以上的水平(调整前 90%+)。

图 55：2015-2021 年恒生创新互联网收入及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 56：2018-2021 年恒生创新互联网业务毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

从“恒生 2.0”到互联网创新业务，公司始终保持对行业的前瞻引领。自 2009 年提出“网络变革企业”以来，公司便开始互联网金融 IT 服务探索。2010 年，公司收购上海聚源，整合数米网，与公司的互联网业务部形成三箭齐发之势。随着监管趋严，恒生在创新业务探索方向上逐渐向底层技术领域前进：在金融云领域，公司在 2016 年先后设立了云毅、云纪等子公司，2018 年完成对大智慧（香港）的收购，实现云转型的加速和境外市场的探索；在数据领域，除聚源的业务继续探索，公司在 2017 年设立鲸腾、2020 年收购安正软件，进一步整合和升级公司产品线，并基于数据中台，涉猎人工智能及区块链领域。

表 3：恒生电子互联网创新业务探索历程回顾

收购年份	收购/投资标的	收购/投资标的主营业务
2007	数米网	作为当时中国最大的基金交流、管理平台，为基民、基金公司等提供理财资讯服务
2010	上海聚源	金融信息数据解决方案提供商
2016	证投、云毅、云英、云永、云纪、云赢、善商、云连	均为创新业务子公司，全面加速云化转型进程
	大智慧(香港)51%股份	其主要业务是为香港及周边国家和地区的证券公司和期货公司提供交易系统、结算系统、开户系统等解决方案
2017	商智神州	擅长智能投顾产品，恒生开始进军智能化财富管理和资产配置业务领域
	智股、鲸腾	创新业务子公司，分别开展面向个人 C 端的金融服务（互联网信息服务和智能投资工具）业务、金融公共基础服务和开放平台等业务
2018	大智慧(香港)剩余 41.75%股权	最后实现公司控制大智慧(香港)(现名恒云科技)96.45%股权
2020	安正软件	提供数据的全方位产品和解决方案，将其与公司原有的数据中台业务进行整合
	丹渥智能	公司专注金融 AI 知识产品与服务，恒生通过增资控股，进一步补充智能投研产品线
2021	金纳软件	金纳是智能交易执行领域专业的服务提供商，通过控股并与恒生的交易系统相结合
	保泰科技	公司为保险行业提供全面的解决方案与 IT 服务，助力恒生切入保险 IT 业务领域

资料来源：公司公告，民生证券研究院

创新业务可分为金融云&大数据 AI 两大体系。纵观恒生的创新业务版图，经过长时间的互联网化探索与底层技术变革，金融云业务版图已经初具雏形，经纪业

务、资产管理业务已经实现底层架构云化并提供 SaaS 服务。而大数据及 AI 业务领域，恒生聚源作为公司 2010 年即成立的核心子公司，在大数据领域持续深耕，形成基础数据库、应用数据库、投研终端及衍生的大数据产品，结合恒生自身在投交领域 IT 基础设施的优势地位，持续赋能金融机构数字化。

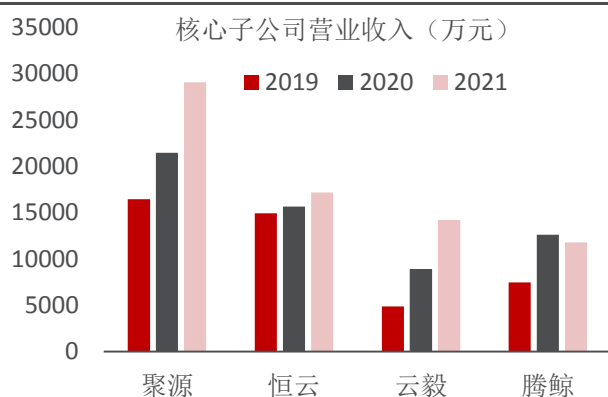
图 57：恒生金融云业务主要子公司及布局


资料来源：公司官网，民生证券研究院

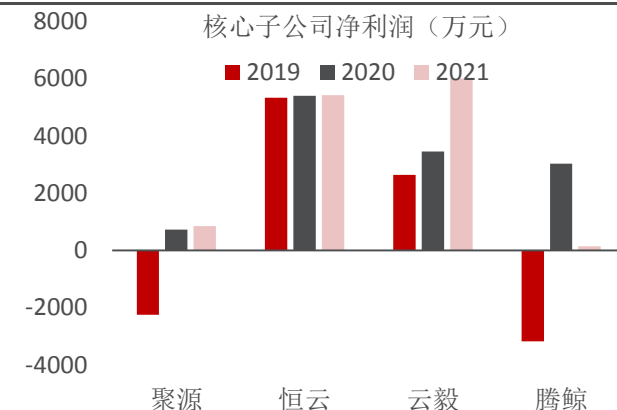
图 58：恒生大数据及 AI 业务核心子公司


资料来源：公司公告，民生证券研究院

核心子公司蓬勃发展，金融科技 2.0 时代大有可为。 恒生的创新业务主要由旗下子公司完成，金融云版图中恒云、云毅 2021 年收入分别为 1.7、1.4 亿元，大数据与 AI 版图中聚源、腾鲸、商智 2021 年营收分别为 2.9、1.2、0.75 亿元。目前创新业务仍处于高速拓展阶段，且呈现以 SaaS 模式、标准软件产品为主的商业模式，从盈利能力看，部分子公司已经实现良好的利润水平，而随着软件产品的规模效应持续显现，后续的利润率有望进一步提升。

图 59：2019-2021 年恒生创新业务子公司营收


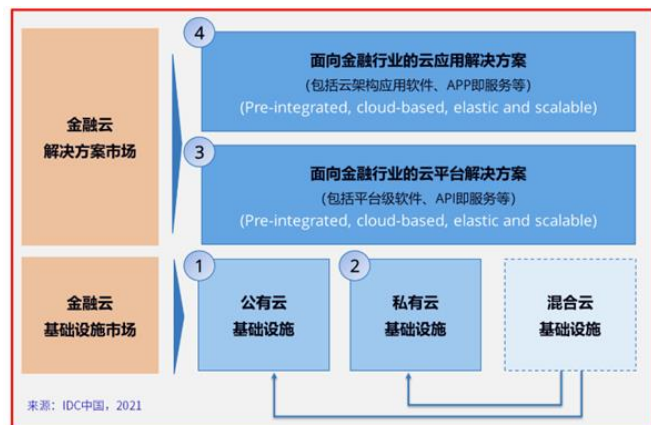
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 60：2019-2021 年恒生创新业务子公司净利润


资料来源：公司公告，民生证券研究院

金融云：数字化探索下的重点方向，恒生长成迅猛。 金融机构的数字化转型是当前计算机的重要方向，而以金融云为方向的数字化转型方向正在成为金融 IT 中增速最快的领域，根据 IDC 的数据，2021 年中国金融云整体市场规模达到 65.5 亿美元，19-21 年间 CAGR 达到 40%。从具体结构来看，恒生在 2021H2 解决方案市场份额达到 5%，近 3 年首次跻身金融云解决方案市场前 5，潜力十足。

图 61：金融云产业链及各细分领域核心应用



资料来源：IDC，民生证券研究院

图 62：2021 下半年恒生金融云业务收入首次跻身前五

中国金融云（应用）解决方案市场份额，2021H2



资料来源：IDC，民生证券研究院

3 改革仍在路上，数字化大潮悄然到来

3.1 全面注册制渐行渐近，制度建设迎里程碑

3.1.1 对标海外，我国资本市场建设任重道远

资本市场改革进入新纪元，IT 基础设施前景广阔。对于证券 IT 厂商而言，资本市场改革视角极为重要，我国资本市场建设仅 32 年，从制度建设、市场环境到参与主体等多方面都难言成熟，而回顾 A 股历史表现能够看到，制度变革与监管举措深深影响市场。对于资本市场 IT 厂商，尤其是领军者恒生而言：短期视角下每一次资本市场重磅改革都会促使金融机构业务逻辑改变，作为基础设施的 IT 系统必须完成相应的改造乃至升级（如科创板、创业板注册制、北交所、公募 REITS 等）；长期视角下，资本市场每一次重磅制度改革（股权分置、资管新规等）都开启了 A 股成长通道，IT 需求空间也进一步打开。

图 63：复盘恒生的股价表现，资本市场改革是重要催化（元/股）



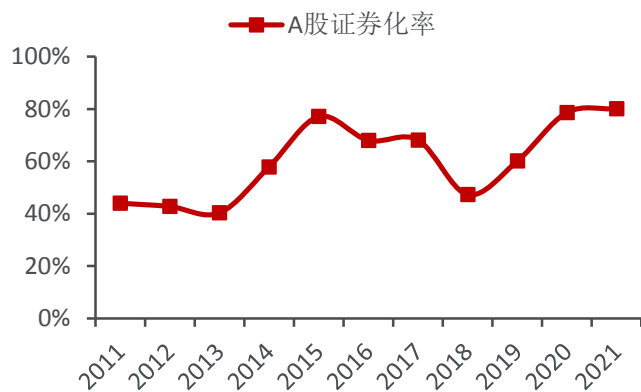
资料来源：wind，民生证券研究院

从证券化率视角看，我国资本市场规模仍有提升空间。复盘我国资本市场的发展，能够看到中国经济的强劲增长以及制度建设不断完善推动着资本市场的高质量发展，而站在当下时点，我国资本市场相较于中国台湾以及国外发达国家仍在多个维度上有提升空间。以证券化率（总市值/GDP）作为衡量指标，2021 年 A 股的证券化率（未计算香港市场及美中概股）为 80%，以 2020 年数据横向比较来看，我国 A 股相较于中国台湾（227%）、美国（194%）以及日本韩国较大的差距，在发达国家中仅德国证券化率一直保持在较低水平（60%左右）。

发达国家和地区的证券化率借鉴意义如何？从资本市场制度建设的视角看，目前大体可以分为以英美为代表的市场主导型和以德国日本为代表的银行主导型，其背后涵盖了国家顶层设计、法律制度、金融体系、产业结构等多方面因素。从结果来看，英美为典型的市場主导更有利于创新科技的孕育，而德国为代表的银行主导在稳定性以及成熟技术推广上更具优势。从产业结构和金融体系上看我国与德日更为接近，但同样能够看到我国在互联网以及 5G 等前沿创新上的成果，和产业

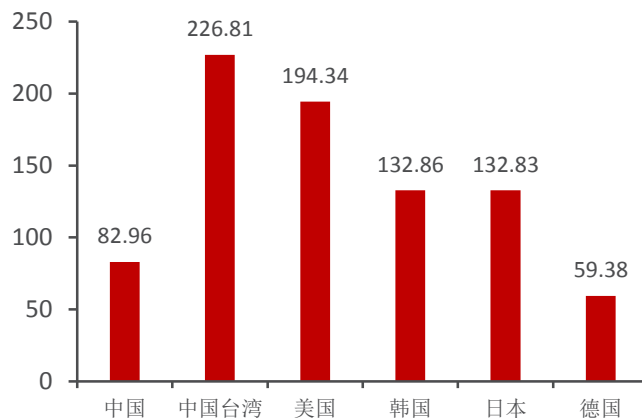
加速升级的方向。总结而言,以证券化率为标准来衡量,我国资本市场建设仍在路上,对标美国仍有一倍以上的空间。

图 64 : 2011-2021 年我国 A 股证券化率



资料来源:wind,民生证券研究院

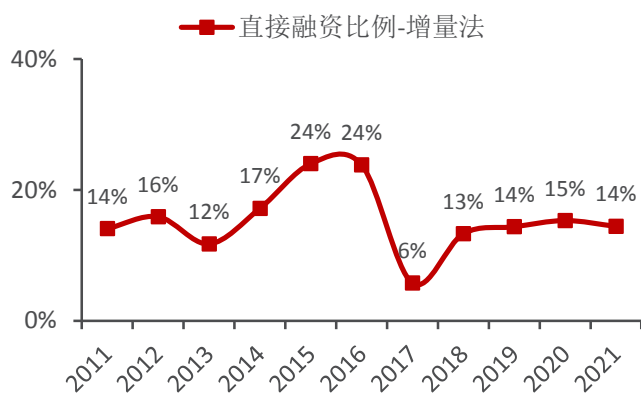
图 65 : 2020 年中国证券化率仍处于较低水平 (%)



资料来源:世界银行,民生证券研究院

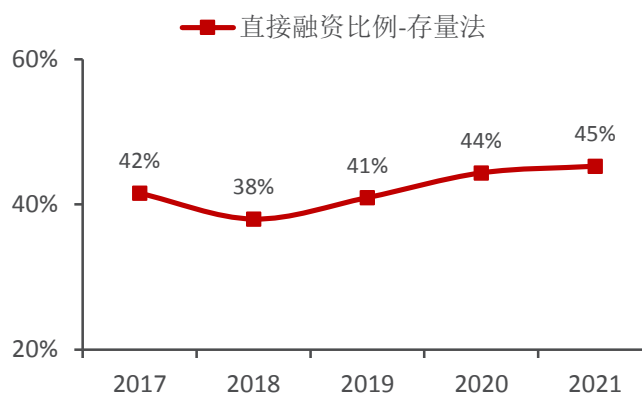
我国直接融资比重与国外差距明显,提升空间广阔。我国过去以间接融资为主,在融资成本、推动创新、货币政策传导上都面临一定压力。根据央行对于直接融资比例的两种计算方法,结合社融等数据可以得到两种方式下我国的直接融资比例。按照增量法我国当前直接融资比例仅为 14%,按照存量法计算我国直接融资比例为 45%。对比来看,美国早在 15 年按存量法的直接融资比例就已达到 90%以上,因此我国在直接融资上仍有很大的发力空间。大力发展直接融资,就需要繁荣且活跃的资本市场来支撑。

图 66 : 2011-2021 年我国直接融资比例-增量法



资料来源:wind,民生证券研究院

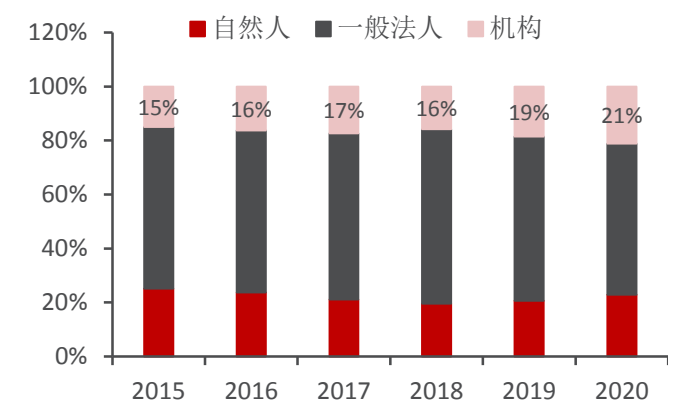
图 67 : 2017-2021 年我国直接融资比例-存量法



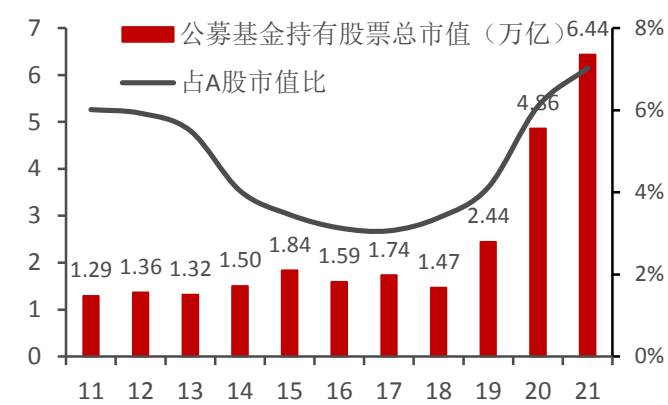
资料来源:wind,民生证券研究院

资本市场蓬勃发展,“机构化”趋势提供加速度。制度改革与经济增长是我国资本市场近年来持续成长的动力,而随着投资者教育不断完善,A股的结构也在发生显著的变化,以公募、私募、险资、外资为代表的专业机构持股比例正在不断提升,A股的“机构化”正在加速提升。以公募基金为例,根据 2021 年末的数据公募基金持有 A 股总市值 6.44 万亿元,占总市值比例达到 7.03%;从另一个角度根

据上交所发布的数据，2020年机构（外资+专业机构）持有市值占比为21%，近年来持续攀升。但若与海外进行对比，美国资本市场中机构持股比例超过90%，大资管时代下机构增长空间仍然非常广阔。

图 68：2015-2020 年上交所各主体持有股票市值比例


资料来源：wind，民生证券研究院

图 69：2011-2021 年我国公募基金持有 A 股市值


资料来源：wind，民生证券研究院

3.1.2 全面注册制时代到来，资本市场迎里程碑

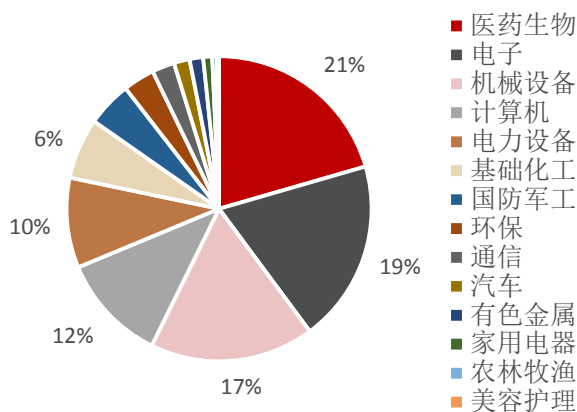
资本市场改革里程碑到来，注册制有望全面建成。回顾我国 A 股发行制度改革，从早年间的审批制到核准制，再到如今的注册制，基础制度正逐渐向海外成熟资本市场靠近。我国对于注册制的探索最早于 2013 年提出，2019 科创板试点顺利改革开始加速，2020 年创业板注册制改革、2021 年北交所注册制陆续出台。进入 2022 年，“全面注册制”屡次提及，改革加速再次印证。

表 4：我国 A 股注册制改革时间线回顾

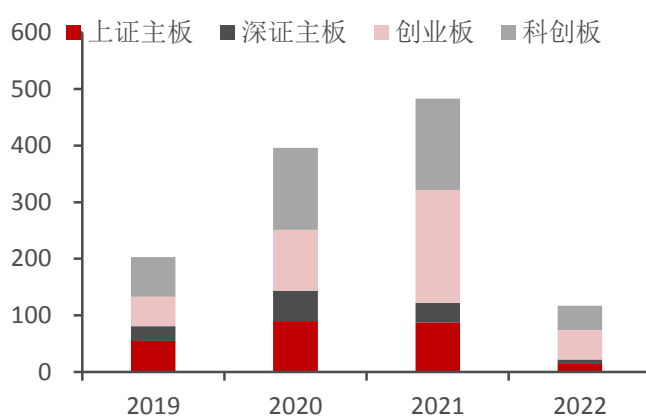
时间	关于注册制的具体事件
2013 年 11 月 15 日	党的十八届三中全会明确提出推进股票发行注册制改革
2015 年 12 月 27 日	全国人大常委会表决通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》
2016 年 3 月 1 日	国务院开始实施股票注册制
2018 年 11 月 5 日	国家主席习近平宣布将在上海证券交易所提出设立科创板并试点注册制
2019 年 3 月 1 日	注册制首先在上交所科创板落地实施
2019 年 7 月 22 日	首批科创板 25 家公司上市交易
2019 年 12 月 28 日	十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法，其中重点内容就是明确要全面推行注册制
2020 年 4 月 27 日	中央全面深化改革委员会十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》
2020 年 6 月 12 日	注册制在深交所创业板落地实施
2020 年 8 月 24 日	创业板注册制首批 18 家企业上市交易
2021 年 11 月 15 日	注册制在北交所创业板落地实施
2021 年 12 月 16 日	中央经济工作会议提出，将“全面实行股票发行注册制”
2022 年 1 月 17 日	证监会表示“以全面实行股票发行注册制为主线，深入推进资本市场改革”
2022 年 3 月 1 日	两会期间提出“全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展”

资料来源：wind，民生证券研究院

核心制度变革,为资本市场增长带来新活力。注册制改革是市场发行制度的变革,目前海外成熟市场均采用注册制(但根据各地实际情况在细节上有差异),本质在于以信息披露为核心,向市场化转变。回顾科创板设立以来注册制的表现,在市场化引领、政策推动下,科创板、创业板上市公司数量明显增加,以医药生物、电子、机械设备、计算机为代表的前沿科技加速登陆科创板,改革成效显著。

图 70 : 2022 年科创板上市公司行业分布


资料来源:wind,民生证券研究院

图 71 : 2019-2022 年 A 股新上市公司板块分布 (家)


资料来源:wind,民生证券研究院

全面注册制改革,预计带来 10.79 亿增量空间。注册制改革,是对资本市场 IT 基础设施的又一次重构,有望带来相应的改造升级需求。参考创业板注册制改革,制度变动对于券商经纪业务和买方投资端业务都带来业务逻辑改变,进而需要对 IT 基础设施进行改造升级,同时随着改革后的相应业务持续开展,中后台的运营模块也需要做相应调整(如风控、合规等)。参考过往科创板、创业板注册制的经验,根据产业调研情况,我们保守预计平均每家券商改造需要花费 300 万元,平均每家资管机构改造需要花费 200 万元,对于银行理财子、信托等采购系统相对轻量级的客户来说,保守预计平均每家改动费用在 100 万元。

表 5 : 全面注册制带来的 IT 改造增量空间

机构	数量(家)	对应系统	单价(万元)	增量市场空间(亿元)
证券公司	140	经纪业务	300	4.2
证券资管	95	资管及运营	200	1.9
基金公司	153	资管及运营	200	3.06
保险资管	35	资管及运营	200	0.7
银行理财子	25	资管及运营	100	0.25
信托	68	资管及运营	100	0.68
合计市场空间				10.79

资料来源:中国证券业协会,民生证券研究院测算

北交所建设持续繁荣,IT 增量不容忽视。北交所于 2021 年 9 月份宣布设立,尽管基础制度平移新三板精选层,但上升到交易所层面,相应的 IT 改造工程量仍相当可观。恒生协助相关金融机构完善开户、交易前端以及中后台交易清算改造,支撑北交所业务板块分类展示、投资者教育、合格投资者权限开通、通用的交易界

面和便捷入口,实现前、中、后台一体化改造方案落地。同样依据科创板的改造经验,北交所需要持续的生态建设和市场表现,才会逐渐吸引更多的机构参与和增加模块购买,因此在前期我们更倾向于金融机构会进行基础模块的改造升级,保守预计平均每家券商改造费用为 200 万元,平均每家资管机构改造费用 100 万元。

表 6：北交所带来的 IT 改造增量空间

机构	数量(家)	对应系统	单价(万元)	增量市场空间(亿元)
证券公司	140	经纪业务	200	2.8
证券资管	95	资管及运营	100	0.95
基金公司	153	资管及运营	100	1.53
保险资管	35	资管及运营	100	0.35
银行理财子	25	资管及运营	100	0.25
信托	68	资管及运营	100	0.68
合计市场空间				6.56

资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院测算

3.2 数字化浪潮将至，数字化&信创推动服务转型

3.2.1 数字化引领 IT 架构变迁，云化是确定性方向

“数字化”成为新风向，金融机构为先锋。2021 年 12 月份发布的《“十四五”数字经济发展规划》，为下一阶段中国经济发展定下明确方向，数字化转型成为社会共识。若以金融机构的视角，数字化一直以来都是各大机构重点关注的领域，相关的政策文件也陆续出台，客户主动探索与政策大力支持，使得金融行业 IT 支出始终保持良好的增长，并结合实际效果对行业的 IT 技术提升形成正向反馈，金融机构数字化转型有望作为先锋部队为数字化开辟道路。

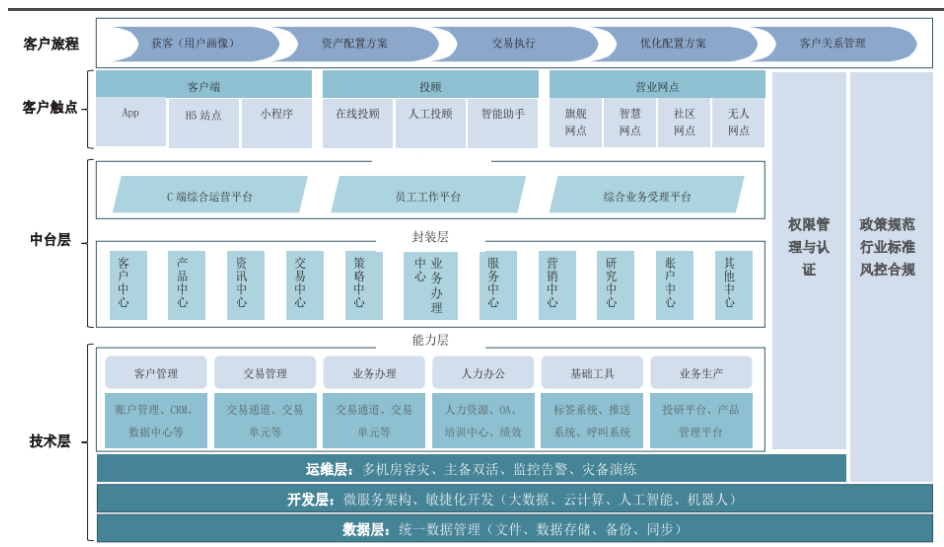
表 7：我国金融科技发展政策回顾

时间	政策文件	核心内容
2022 年 1 月	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	提出银行保险机构要加强顶层设计和统筹规划,科学制定数字化转型战略。
2022 年 1 月	《金融科技发展规划(2022-2025 年)》	提出“打造新型数字基础底座”“建设绿色高可用数据中心”“夯实一体化运营中台”“提升数智化营销能力”等重点任务。 加快金融领域数字化转型。合理推动大数据、人工智能、区块链等技术在银行、证券、保险等领域的深化应用,发展智能支付、智慧网点、智能投顾、数字化融资等新模式,稳妥推进数字人民币研发,有序开展可控试点。
2021 年 12 月	《“十四五”数字经济发展规划》	提出由机构指标、行业指标和区域指标三大指标构成的金融科技发展指标。
2020 年 10 月	《金融科技发展指标》	提出要加快出台行业标准,鼓励证券公司在人工智能、区块链、云计算等领域加大投入。
2020 年 8 月	《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》	到 2021 年,建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”,进一步增强金融业科技应用能力。
2019 年 8 月	《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》	推动新技术应用,促进金融创新发展;深化金融标准化战略,支持金融业健康发展。
2017 年 6 月	《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》	

资料来源：民生证券研究院整理

金融机构数字化如何开展？前、中、后台齐发力。对于企业而言，数字化意味着全方位的改造升级，从前台业务流程的数字化赋能，到中台数字化建设提升效率，再到底层架构数字化升级解放 IT 性能。对于传统金融机构来说，在同质化严重、竞争愈发激烈的背景下，对外通过数字化的手段提升品牌差异性，对内通过 IT 手段提升效率，是未来持续成长的重要手段。以证券公司为例，在大资管时代下，通过数字化手段推动财富管理业务转型，从过去销售型和服务型的模式向资产配置下的账户管理和综合服务模式转型。

图 72：证券公司数字化转型架构图



资料来源：《证券公司数字化财富管理发展模式与路径研究》，民生证券研究院

架构变革影响深远，底层变革往往是 IT 厂商的机遇。经过十余年，集中式架构的弊端愈发突出。在技术上，高负荷、高集中的集中式数据库往往牵一发而动全身，细微错误引发行业停业；使用的闭源商用系统无法满足互联网业务对扩展伸缩的高要求等。在数字化转型和金融信创的双重诉求下，核心系统架构向分布式、云原生迁移，适配国产软硬件生态，正在成为必然趋势。对于恒生而言，核心产品 UF3.0、O45 早已完成架构的升级，而下游客户对于解耦合、高扩展的需求也推动恒生新一代拳头产品的更新替换。

图 73：金融机构分布式架构转变

	集中式架构	分布式架构
定义	由一台或多台计算机组成中心节点，数据存储以及整个系统的业务单元都集中于该中心节点中，系统所有的功能均由其集中处理的系统	一个硬件和软件组件分布在不同的网络计算机上，彼此之间仅通过消息传递进行通信和协调的系统
灵活兼容	不适用于非结构化大数据处理；硬件平台兼容性太差	X86服务器快速实现
扩展伸缩	支撑能力有限(数万笔/天)	适应互联网业务突发增长:灵活支撑高并发交易(数万笔/秒);金融级PaaS
自主安全	巨头垄断，封闭体系，共享较少；自主控制能力较弱	国产技术，自主研发:易于监管
价格成本	IOE 三家公司垄断，价格昂贵，软件采购成本:高;后续运维成本高，持续 IT 投入大	基于 PC，成本低:云平台降低、分摊研发投入:边际成本下降迅速
负载性能	单机升级更高配置存在瓶颈，随着业务量的增长，智能横向扩张出同样架构的服务器	基于x86服务器，扩张性更佳；分库分表、读写分离，增强数据库扩展性能
可用性	单机不可用影响整体，智能在停机维护时暂停业务	多节点实现，易实现计算和存储冗余备份，高可用

资料来源：民生证券研究院整理

图 74：恒生电子云原生 PaaS 底座架构图



资料来源：恒生电子官网，民生证券研究院

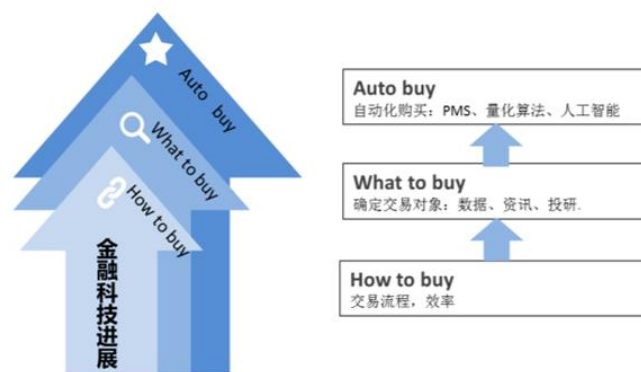
中台建设不断完善,前端业务通过金融科技赋能。中台脱胎于阿里,越来越为下游客户所接受,业务、数据、技术三大中台建设需求旺盛。本质上,中台的价值在于提炼共性提升效率、打通内部之间的沟通障碍,经过多年的发展,数据中台建设成为数字化转型的旺盛需求,而各大IT厂商的低代码开发平台也陆续进入市场。从底层到中台再到应用层,与业务场景耦合越深也意味着更多的定制化需求,从金融科技发展的角度上看,以大数据、AI等手段,赋能投资端业务,是证券IT厂商更适合、也更容易形成产品的数字化方向。

图 75：建设数据中台的必要性



资料来源：CSDN，民生证券研究院整理

图 76：金融科技发展的 3 各阶段



资料来源：恒生电子年报，民生证券研究院

技术革新+政策共振,信创正在成为金融机构IT投入的重要驱动力。随着集中式分布的性价比、非自主可控劣势日益显现,国产分布式核心系统应运而生,以精准切中集中式痛点,撬动金融行业分布式架构的替代工程。同时,在过去金融信创一/二期的试点中,信创替换从办公OA体系开始向业务系统与核心系统延伸,今年《金融科技发展规划(2022-2025年)》、《银行业保险业数字化转型的指导意见》等政策先后发布,三期试点单位预计将翻倍达到400多家,作为行业信创的排头兵,金融信创的规模化应用将在深度和广度上加速拓展。

图 77：银行IT领域的金融信创演进



资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

图 78：东吴证券金融信创实践步骤

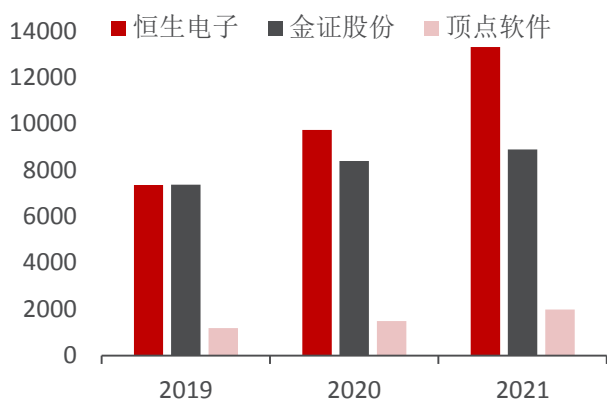


资料来源：东吴证券官网，民生证券研究院

3.2.2 数字化浪潮下，恒生重新扎根服务理解客户需求

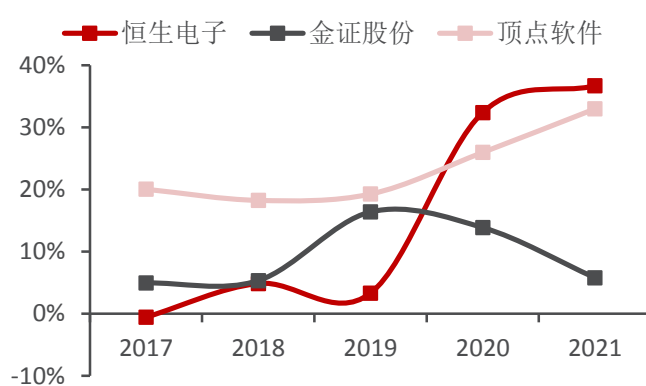
数字化大潮下行业高景气，证券 IT 厂商纷纷加大人员投入。2020 年以来，以数字化转型为统领，在信创的同步催化下，金融机构 IT 支出纷纷增加，相应的需求进入高景气趋势，而在这样的背景下，相关厂商纷纷“扩产”来抓住金融数字化的机遇。2020、2021 两年龙头恒生员工规模分别为 9739、13310 人，一改 17-19 年稳健的人员扩张，而行业内公司如金证、顶点同样加大人员规模扩张。事实上在银行 IT 领域同样能够观察到相似的趋势，IT 厂商对于积极招人能够从侧面印证行业需求的高景气度。

图 79：2019-2021 年证券 IT 公司员工总数变化（人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 80：2017-2021 年证券 IT 员工人数增速变化



资料来源：wind，民生证券研究院

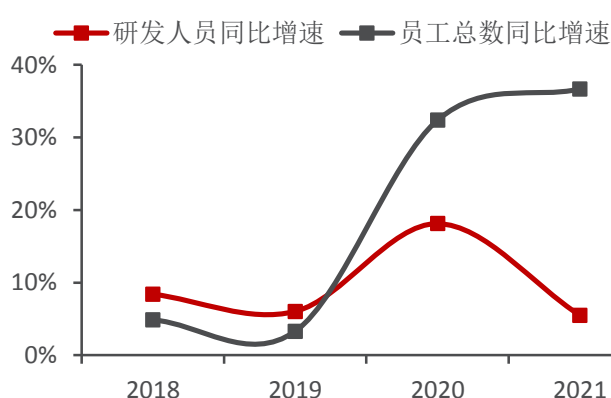
扩张人员加强服务，数字化浪潮中探寻下一个产品化方向。在 2021 恒生年报交流会上，恒生管理层提及后续的发展方向，以客户第一为理念，坚持产品化、数智化、LIGHT、EAAAS 云化四大战略方向。从目前的数字化进程来看，各大机构都在进行探索和尝试，而恒生面对这一风口，也选择扩大人员规模，贴近客户数字化前端，参与客户更大范围的 IT 建设。2020、2021 两年公司整体员工增速高于研发人员增速，本质在于恒生加大了客户定制开发和现场实施的人员规模，为“数智化”转型提供充足人员储备。

图 81：2022 年恒生电子战略重心

2022 年公司发展战略	
客户满意度第一，产品质量第一	从战略规划、组织优化、流程体系、团队人员等各方面全面提升产品能力、服务能力、组织能力
产品化战略	继续聚焦产品化战略，保持核心产品线全面领先，竞争产品线综合实力领先
数智化战略	推进市场数据和客户数据中心建设，提升恒生数据智能领域行业影响力
Light 战略	继续打造统一的 Light 技术品牌生态，以领先的技术为金融行业的数字化转型全面赋能
EAAAS 战略	注重发展 SAAS、数据与组件订阅、BPO、KPO 服务，力争提升各类增值服务收入在公司营收中的占比

资料来源：恒生电子，民生证券研究院

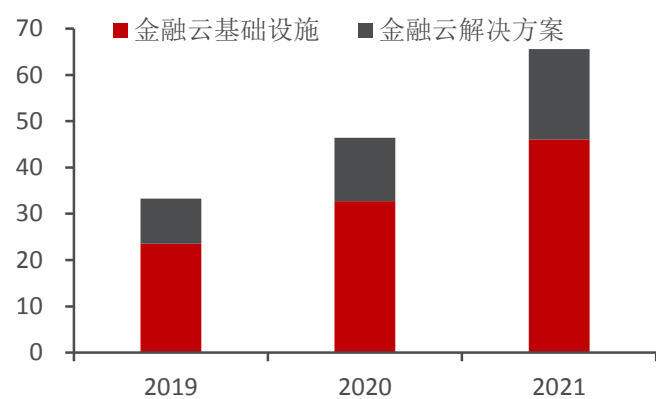
图 82：2018-2021 年恒生员工增速与研发人员增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

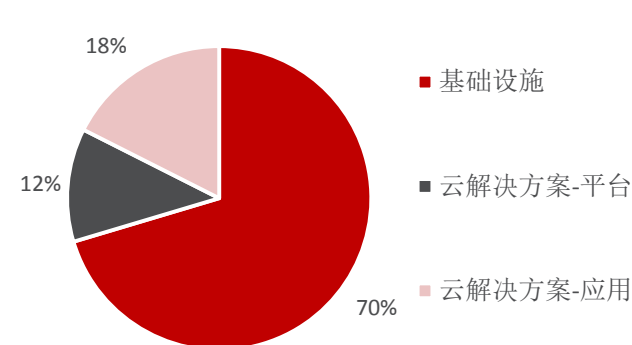
前沿探索：布局金融云与大数据业务，行业高速增长。在应用端，恒生在金融云和大数据领域布局多年，核心产品 UF3.0、O45 完成了底层架构的云化转型，针对公募、私募的轻量级应用也完成了云模式的产品线，通过金融云赋能机构的数字化转型。而根据 IDC 的数据，金融云市场近年来处于高速增长态势，2019-2021 年金融云市场空间分别为 33、46、66 亿美元，同比增速保持在 40%左右，显著领先于传统的金融 IT 市场增速。从市场结构看，基础设施（如公有云、私有云）仍然是机构投资的主要领域，2021 年市场规模占比达到 70%，基本符合中国云计算产业的发展规律，而展望看应用层市场空间有望快速增长。

图 83：2019-2021 年金融云市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，民生证券研究院

图 84：2021 年金融云市场结构情况



资料来源：IDC，民生证券研究院

携手客户：恒生 LIGHT 技术品牌发布，与客户共同探索数字化未来。聚焦恒生的数字化布局，依托于在基础设施 IT 领域多年的研发投入，公司目前已经形成完整的资本市场 IT 底座布局，在分布式、云原生方向的指引下，遵循过去产品化与打造品牌的思路，于 2021 年发布 LIGHT 技术品牌。通过 LIGHT 技术联盟，恒生将与合作伙伴共建、共享 LIGHT 平台，打造金融行业的专业交流社区，连接行业经验、共建技术标准、探索前沿技术落地，共同助力金融行业的数字化转型。

图 85：恒生 LIGHT 技术联盟



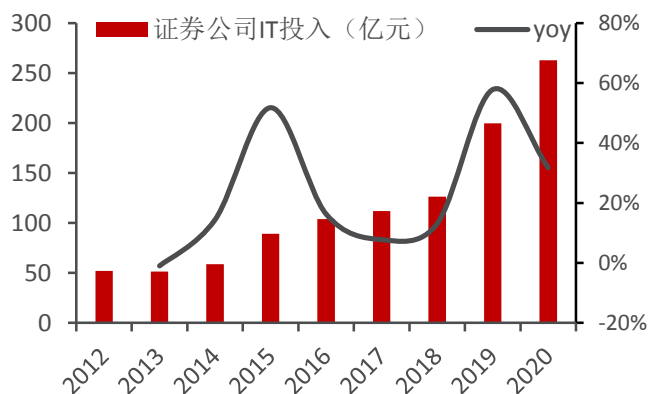
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.3 资本市场 IT 建设，还有多大空间？

3.3.1 IT 厂商市占率较低，空间还可拓展

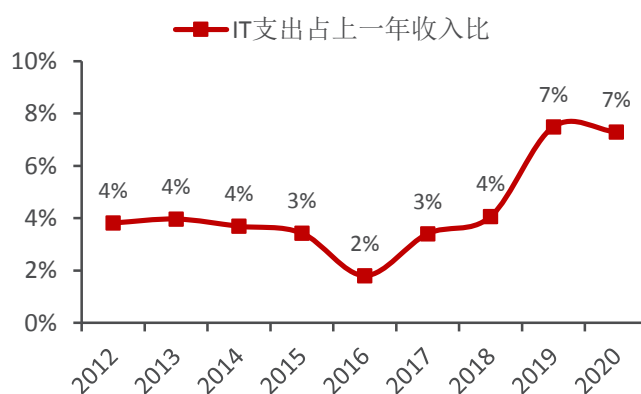
2018 年开始加速，券商 IT 支出呈现高增长趋势。从绝对值和投入力度看，证券公司 IT 投入随资本市场改革深化和数字化转型浪潮而持续加大，2018 年开始信息化投入力度加强，2019、2020 年同比增速分别为 58%、32%。考虑到 IT 一般为预算制度，IT 支出占上一年收入比重能够更好地反映投入力度，2018 年后加速的趋势同样明显，投入占比提升至 7%左右的水平。

图 86：2012-2020 年证券公司 IT 投入及增速



资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

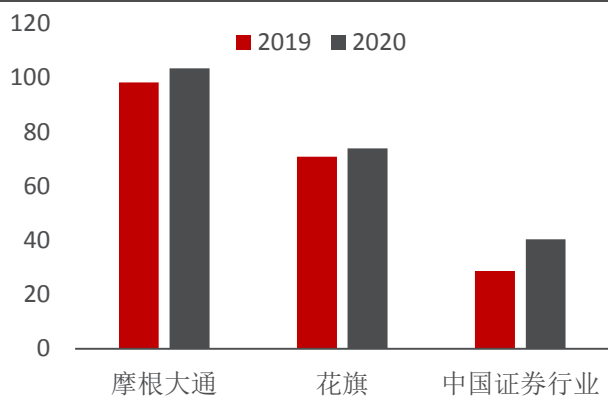
图 87：2012-2020 年 IT 支出占上一年收入比例情况



资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

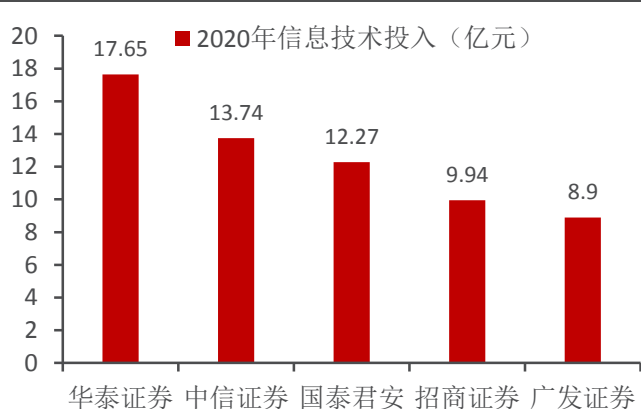
与海外对标，券商 IT 建设任重道远。从绝对量上，我国的证券 IT 投入近年来有长足发展，但相较于海外领先的投行机构，仍有显著的差距。根据海外投行 2020 年报的数据，摩根大通、花旗两家机构 IT 投入高达 103、74 亿美元，而我国整体证券公司 IT 投入合计仅为 40 亿美元。从支出结构上看，IT 支出前 5 大公司投入占比达 24%，前 10 占比为 38%，且各家券商近 3 年均呈现快速增长的趋势。

图 88：19-20 年证券公司 IT 投入与海外比较 (亿美元)



资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

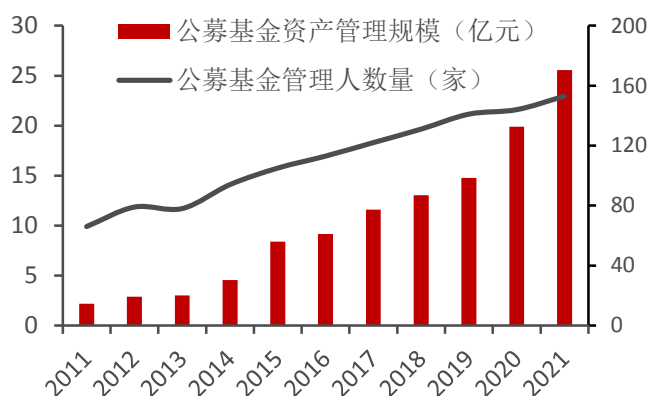
图 89：2020 年我国头部券商保持较高 IT 投入



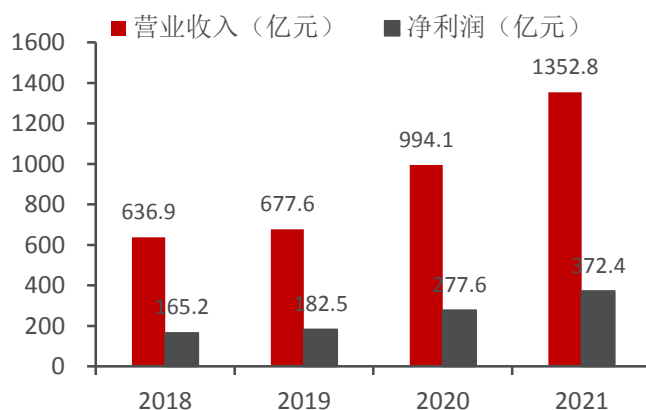
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

公募基金蓬勃发展，IT 投入有望开始加速。自 2019 年以来，我国公募基金迎来繁荣的 3 年，管理人数量突破 150 家，2021 年资产管理规模突破 25 万亿

元。得益于管理规模的增长,公募基金的收入体量也不断突破,目前有 58 家公募基金披露了营收及净利润情况,合计管理的非货币基金规模占比为 72%。根据公布营收及利润的 58 家公募基金情况来看,2021 年营收突破千亿达到 1352 亿元,净利润达到 372 亿元。公募基金超千亿的收入体量中,若 3%投入到 IT 技术领域,则 2021 年基金 IT 市场空间为 41 亿元。

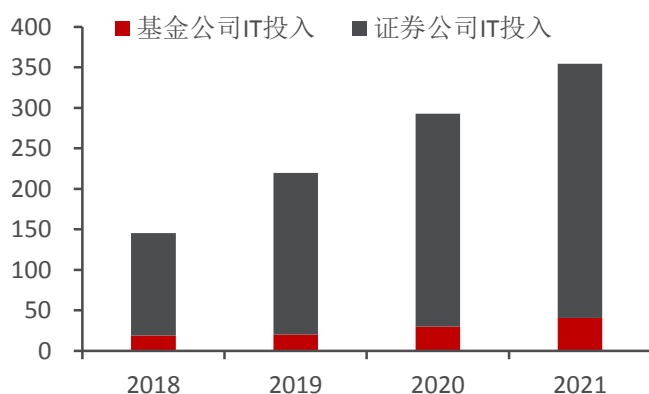
图 90 : 2011-2021 年公募基金家数及资管规模


资料来源:wind,民生证券研究院

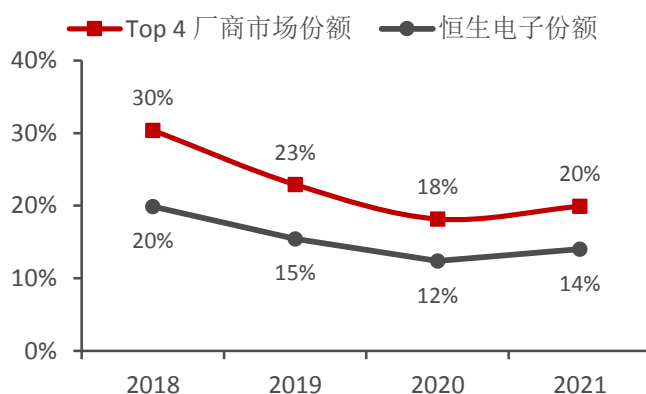
图 91 : 58 家公募基金公司营收及利润情况


资料来源:wind,民生证券研究院

按照最保守口径测算,恒生等 IT 厂商市占率仍较低。资本市场蓬勃发展与数字化转型推动下,证券公司、基金公司纷纷加大 IT 投入力度,以证券公司为例 19、20 年 IT 投入同比增速均超过 30%。而从证券 IT 公司的视角,以头部 4 家证券公司收入为衡量指标,占整个资本市场 IT 的比例却逐年下滑,2020 年已不足 20%。因此从总量的视角下,证券 IT 厂商可探索的市场空间还在不断拓展,各家厂商纷纷“扩产能”的行为也不难理解。

图 92 : 2018-2021 年公募与券商 IT 投入 (亿元)


资料来源:中国证券业协会,wind,民生证券研究院测算

图 93 : 头部证券 IT 公司市场份额情况


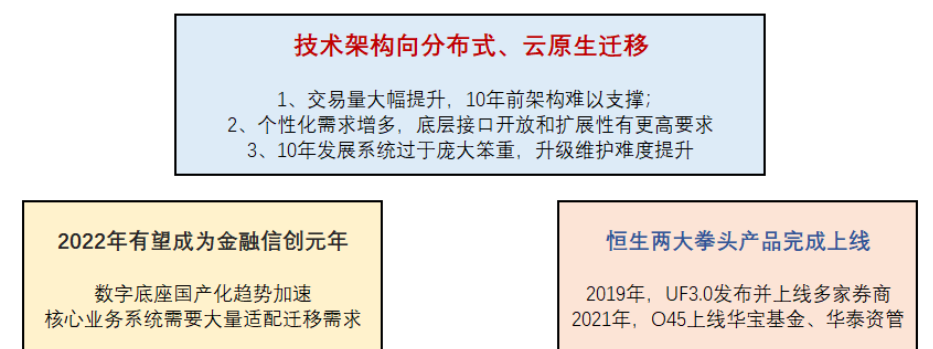
资料来源:中国证券业协会,wind,民生证券研究院测算

3.3.2 产业趋势已至,新一代产品推广渗透

架构变迁与金融信创推动,IT 基础设施迎来新一轮迭代周期。证券 IT 核心系

统涉及金融机构的日常关键业务，一般来说具有极强粘性，同时很少进行较大版本的替换，从恒生上一版本 UF2.0、O32 系列产品分别为 09、07 年发布可见一斑。但站在当前时点，资本市场 IT 基础设施已经进入新一轮替换周期的前奏：1) 数字化浪潮将至，券商对于 IT 的要求越来越多样化，十几年前的 IT 架构已无法满足当前需求，各机构对于底层系统扩展性、接口开放有大量要求；2) 金融信创启动，对于证券 IT 厂商来说，金融信创带来的是自身产品与国产基础软硬件的适配，与数字化相结合，有望进一步加速新产品的推广替换。

图 94：产业趋势推动恒生新一代产品推广渗透



资料来源：民生证券研究院整理

资本市场改革与金融创新仍在路上。2018 年以来，资管新规与科创板开启了我国资本市场的新纪元，而站在当前时点展望，2022 年恒生有望充分受益于资本市场改革带来的红利：

1) 北交所建设，新设北交所带来相应的 IT 交易系统的改造升级，而随着北交所生态建设不断完善，机构对于北交所的 IT 投入（尤其是运营系统的风控合规等）将不断加大。

2) 科创板做市商，2022 年 5 月 13 日科创板提出引入做市商制度，有望显著提升科创板流动性，恒生拥有成熟的做市商系统，而科创板的持续改革也同样会为公司带来持续的 IT 增量。

3) 全面注册制，全面注册制是资本市场改革的“牛鼻子工程”，是我国资本市场迈向成熟的重要里程碑，参考科创板、创业板注册制改革，预计全面注册制有望为恒生等金融 IT 厂商带来大量 IT 改造升级需求。

4) 债券发行，我国目前债券发行存在多个市场（银行间、发改委），建立统一的债券发行系统同样是未来 IT 建设的重要看点。

5) 改革展望：对标成熟资本市场，注册制是最为核心的发行制度改革，然而在交易制度、退市制度、投资者门槛、交易工具创新等方面仍有较大差距，我国资本市场的制度建设仍有很多领域需要完善。

公募基金高质量发展的改革号角吹响，行业有望再迎扩容。近年来，随着资本市场改革持续深化，公募基金行业规模快速增长，从 2011 年到 2021 年，公募基

金净值从 2.19 万亿元到 25.66 亿元，增长了 11 倍。在此背景下，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，明确提出适度放宽公募持牌数量限制，允许“一参一控一牌”；以促进差异化发展为目的，孵化创新，聚焦投研。通过全链条监管制度的完善，优胜劣汰，利好公募基金行业再度扩容。

表 8：《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》核心内容梳理

方向	具体内容
机构	多元化发展、差异化竞争 公募基金行业将迎来扩局：进一步放宽资管机构申请公募基金牌照 监管督促基金公司考核机制长期化，同时关注给投资者带来的实际盈利
投研	投研团队培养上避免追求“明星基金经理” 提升投研能力重点针对新股定价趋同、投资风格漂移、高换手率、基金“踩雷”风险等问题
合规风控	完善全面风险管理体系，强调针对各风险类型、各个业务环节的全覆盖 首次提出基金管理人建立完善“生前遗嘱”和股东救助机制
产品	目前产品同质化、风险属性拥挤化严重，监管鼓励产品创新，丰富产品谱系 引导 ETF 产品差异化、特色化发展
行业生态	内部文化建设方面，引导管理人摒弃短期化等风气 基金销售方面，营销理念上以投资者利益为核心，营销方式上践行逆向营销 提高中长期资金占比方面，与个人养老金政策相对应
监管	基础设施建设方面，“基金 E 账户”有望成为国民级 APP 监管推出 APP：监管对基金行业数据的集中、交互及监测能力在提升 监管的强度将保持高压态势，分类监管下，高风险基金公司将成为监管重点关注的对象

资料来源：民生证券研究院整理

4 借鉴海外，看证券 IT 成长路径

4.1 海外金融科技巨头纵览

4.1.1 全球百强 Fintech 厂商

全球 Top 金融科技厂商排名稳固，恒生地位不断攀升。从全球视角看金融科技公司，根据 IDC 公布的榜单，Top 10 金融科技公司地位近 5 年来基本保持稳定（尤其是前 5），这也与金融科技行业的属性有关。前 10 家金融 IT 厂商中 8 家位于美国，剩余两家分别为印度、日本。其中资本市场 IT 公司主要为美国的 FIS、CTS、SS&C 以及 Virtu Financial 四家厂商。

表 9：2017-2021 年 IDC 公布的全球百强金融科技公司排名

公司	2017	2018	2019	2020	2021
Fiserv	3	3	4	4	1
FIS	1	1	1	1	2
Cognizant Technology Solutions	4	4	5	5	3
SS&C Technologies	13	10	7	6	4
Infosys	7	5	6	7	5
Virtu Financial				22	6
Global Payments	56	47	48	10	7
NCR Corporation	8	7	9	8	8
Diebold Nixdorf	6	6	8	9	9
Nomura Research Institute	10	9	10	11	10
恒生电子	54	52	43	40	38

资料来源：IDC，民生证券研究院

Top5 厂商收入结构拆解：并购带来多元化布局，服务为主要模式。从排名前五的金融科技厂商收入结构来看，专注于金融 IT 服务的仅 SS&C 一家，Fiserv、FIS、高知特、Infosys 业务布局涵盖资本市场 IT、银行 IT、企业 IT 咨询服务等。从商业模式上，海外金融 IT 公司多数以咨询外包服务为主，毛利率基本在 30-50% 之间，海外金融机构多具备强大的 IT 实力，部分核心产品采用自研的形式。

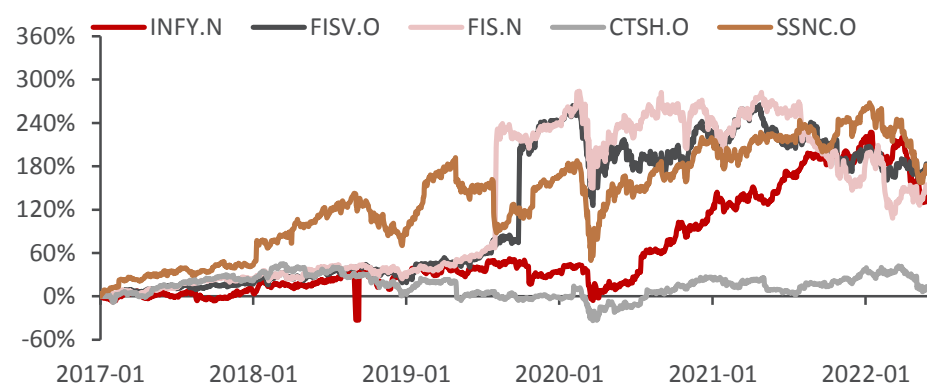
表 10：Top 5 金融科技公司基本情况（市值数据截至 2022 年 6 月 15 日）

简称	主营业务	市值 (亿美元)	营业收入 (亿美元)			毛利率		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
Infosys	金融 IT、零售、能源等	769.48	117.99	127.80	135.61	35%	33%	35%
Fiserv	支付收单、金融科技	581.04	58.23	101.87	148.52	47%	48%	47%
FIS	银行 IT、证券 IT、企业支付	581.76	84.23	103.33	125.52	34%	36%	33%
CTS	金融 IT、医疗 IT、通信服务、产品和资源	353.72	161.25	167.83	166.52	39%	37%	36%
SS&C	证券 IT、银行 IT	145.38	34.21	46.33	46.68	40%	44%	45%

资料来源：wind，民生证券研究院

从成长性角度看，成熟资本市场下的金融 IT 仍保持良好增长。自 2017 年以来，头部的金融科技公司除 CTS (高知特) 外均实现了良好的市值成长，各大公司均实现了收入端的不断增长，除内生动力外并购常常成为重要的手段。这也能够从侧面正面，在海外高度发达的资本市场与银行市场环境，金融 IT 公司仍有成长的动力 (例如 SS&C 斥资 12.43 亿英镑收购 RPA 领军者 Blue Prism)，对比看我国的资本市场建设仍有很大差距，不同环境下的公司成长性和商业模式的可能性会有很大的不同。

图 95：海外头部金融科技厂商 2017 年以来股价累计收益率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

4.1.2 海外巡礼之 FIS：连续多年占据金融 IT 第一

FIS：金融 IT 领军者，收购 Sungard 迈向证券 IT 市场。富达国民信息服务是全球领先的金融 IT 服务商，早年以银行 IT 起家，后通过收购逐渐拓展至咨询服务、商户服务、资本市场 IT 领域。2015 年以来，公司通过并购整合与剥离聚焦完成了业务体系的重塑，目前形成了银行 IT (FIS 主业) + 资本市场 IT (收购 SunGard) + 支付与金融科技 (收购 Worldpay) 三轮驱动的业务体系。

图 96：FIS 三大业务线情况

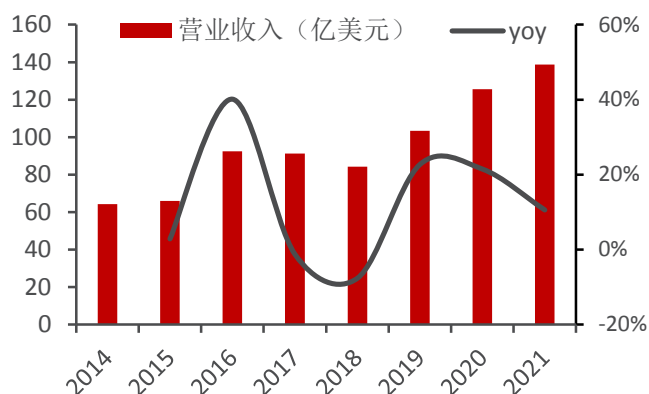
银行IT	支付与商户服务	资本市场IT
银行核心系统	收款系统	资产管理系统
银行业务系统	付款系统	经纪交易系统
银行全渠道系统	企业风控	衍生品交易系统
银行中后台系统	财会、内部管理系统	财富管理系统
银行零售系统		

资料来源：FIS 官网，民生证券研究院

收购与剥离中公司稳健前行，利润承压明显。回顾 2014 年以来 FIS 的业绩表

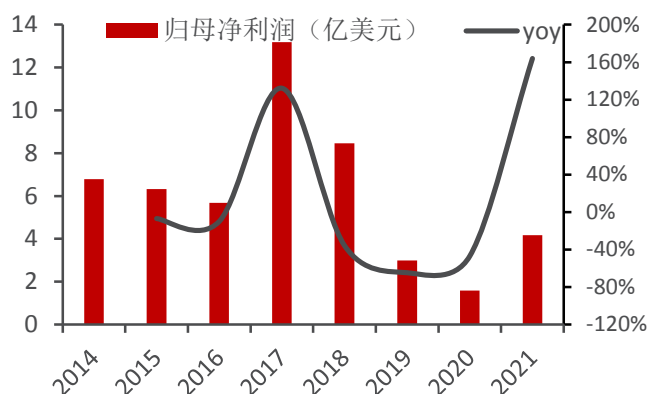
现,收入端经历了两轮成长周期,变动的背后是公司战略选择下收购与剥离动作带来的影响。2021 年公司营业收入 139 亿美元,同比增长 11%。而 2019 年以来收购费用以及 Worldpay 在支付设备和硬件领域的布局使得公司在利润端明显承压,2021 年才开始好转,全年归母净利润为 4.2 亿元,同比增长 164%。

图 97 : 2014-2021 年 FIS 营收及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

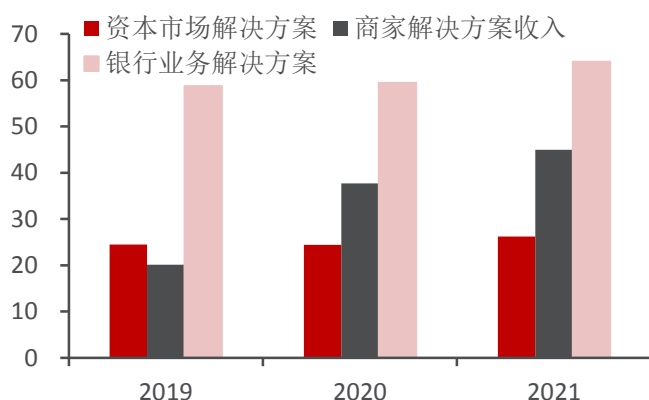
图 98 : 2014-2021 年 FIS 利润及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

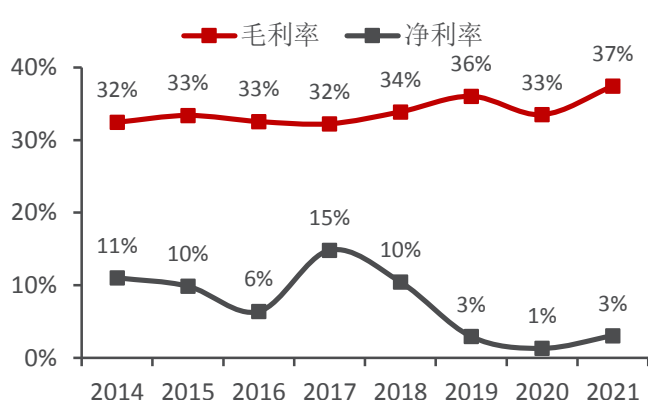
三大业务稳健成长,行业模式同样以定制外包为主。具体拆解 FIS 业务,其中银行 IT 收入占比最大,占比约为 46%,支付与商户服务业务增速更快,而资本市场业务近 3 年基本保持平稳增长,2021 全年营收达到 26 亿美元。从财务指标上看,公司毛利率基本保持在 33%-37%之间,业务属性上偏向定制外包,利润率则受到收购等影响短期有所下滑。

图 99 : 2019-2021 年 FIS 三大业务营收 (亿美元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 100 : 2014-2021 年 FIS 毛利率与净利率

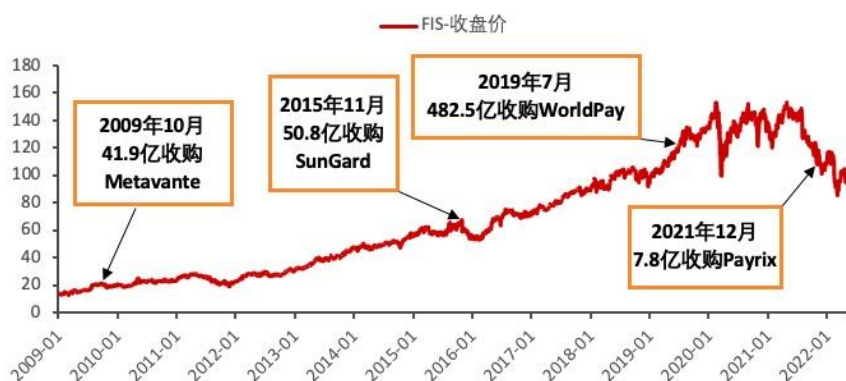


资料来源: wind, 民生证券研究院

两次战略性收购,实现业务体系布局。公司以银行起家,起初通过收购传统银行业务实现公司规模扩展;2006 年,公司以 18 亿美元收购 Certegy 实现借壳上市,此后开始业务的快速扩张,2009 年以 41.9 亿美元的价格收购 Metavante,化敌为友,强化银行与支付业务,2015 年公司完成当时最大一笔收购:50.8 亿美元收购为教育、金融、公共部门组织的软件服务商 SunGard。从 2017 年起,公司逐渐剥离部分业务,并通过针对性收购,聚焦金融科技板块:2017 年,公司以

8.5 亿出售 SunGard 公共部门和教育(“PS&E”)业务,以 4.69 亿出售 Capco60% 的股权,不再并表咨询业务;2019 年创纪录的 482.5 亿美元高价收购电子商务领域的支付服务商 WorldPay,2021 年底以 7.8 亿收购专注 Saas 平台的 Payrix,实现金融科技产业线的再度完善。

图 101 : 2009 年以来 FIS 收购情况



资料来源:wind,民生证券研究院

4.1.3 海外巡礼之 SS&C : 覆盖资管全流程, 收购拓宽业务边界

SS&C : 覆盖投资机构全流程解决方案。作为世界上最大的对冲基金和私募股权投资管理机构,公司聚焦买方,建立的投资组合管理与投资组合会计软件独树一帜,在 2017 年营收达到 15.46 亿美元,占全年收入超九成。从中台的投资组合管理,到前台的交易、后台的合规,公司形成完整的产品线。除此以外,SS&C 以全球化布局开展业务,资管解决方案应用于近 60 个国家,参与交易规模达 22 万亿美元。

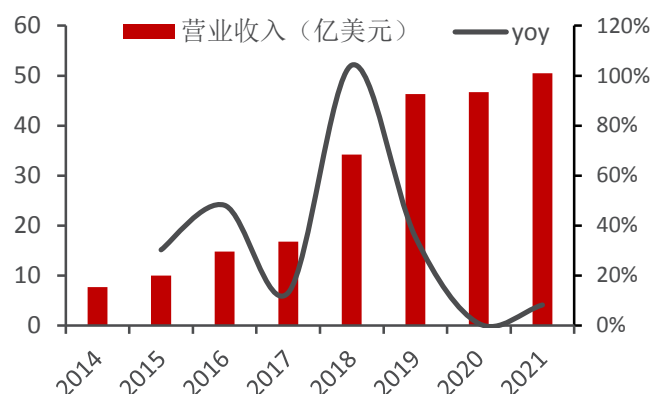
图 102 : SS&C 主要产品体系情况

另类投资	资产管理	财富管理	物业管理
<ul style="list-style-type: none"> 投资组合管理 交易和结算 基金会计和报告 投资者会计和服务 绩效衡量和归因 风险管理 合规性报告 外包中后台服务 监督解决方案 业务流程管理 代替基金税务服务 	<ul style="list-style-type: none"> 投资组合管理、会计和报告 交易和结算 和解 绩效衡量、分析和归因 客户通信 客户管理管理 研究管理 数据管理 风险管理和合规 账单和收入管理 全球投资者和分销解决方案 分发 活动中心服务 业务流程管理 	<ul style="list-style-type: none"> 投资组合管理、会计和报告 交易和结算 和解 绩效衡量、分析和归因 客户通信 客户管理管理 研究管理 数据管理 风险管理和合规 账单和收入管理 子会计 业务流程管理 	<ul style="list-style-type: none"> 物业管理和会计 分时度假和度假胜地管理
			银行业
			<ul style="list-style-type: none"> 会计 预定 信用
			REITs 会计与管理
			<ul style="list-style-type: none"> 代理和非机构 MBS 会计和报告 抵押贷款 MREIT 会计和报告服务
退休服务	贷款	健康	保险
<ul style="list-style-type: none"> 业务流程和 SaaS 记录保存服务 展位和收入可携带性 退休情报 顾问实践管理 个性化教育和金融健康 养老金和精算服务 养老金 转移价值分析 	<ul style="list-style-type: none"> 贷款的发放、处理、管理和服务 信用风险计算和管理 银行贷款估值和交易 投资者会计和服务 机构贷款人服务 全球国库和资本市场处理 签发、转账和付款代理 业务流程管理 	<ul style="list-style-type: none"> 基于价值的护理计划和解决方案 健康结果优化 健康管理 药店解决方案 	<ul style="list-style-type: none"> 投资组合管理 报告和分析 风险和合规性 业务流程管理

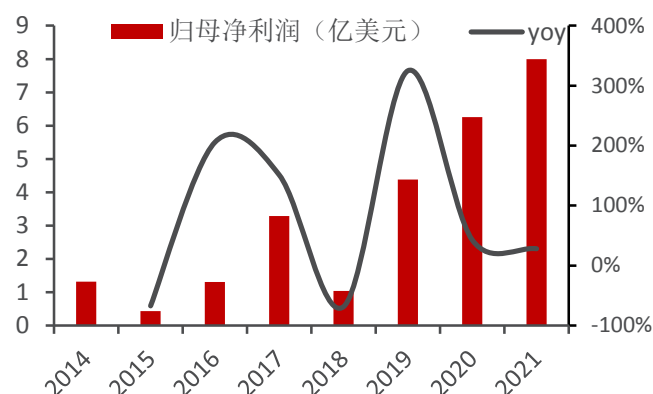
资料来源:SS&C 官网,民生证券研究院

内生与并购共同驱动成长。SS&C 早期以资产管理软件产品起家,成长大致分

为 1989-1996、1996-2006、2006 至今三个阶段，2006 年后公司的增长主要依托内生于外延并购一同推动。公司在 2018 进行大规模收购，带来收入端同比大幅增长，而利润则受到收购的整合以及利息费用压制而下滑。随着收购整合顺利，公司在利润端也重回正轨，2021 财年公司收入达到 50.5 亿美元，归母净利润为 8 亿美元。利润率达到 18 年以来最高的 16%。

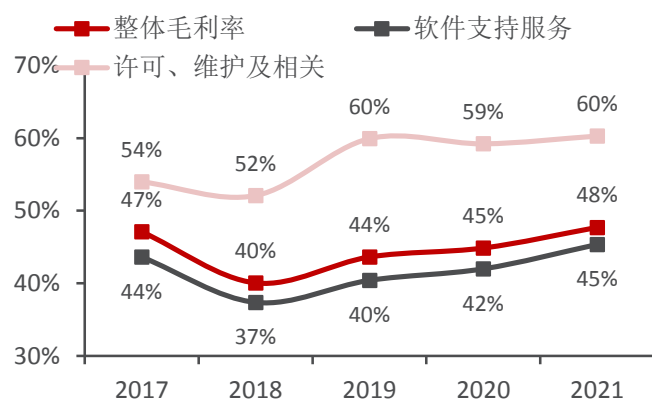
图 103：2014-2021 年 SS&C 营收及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

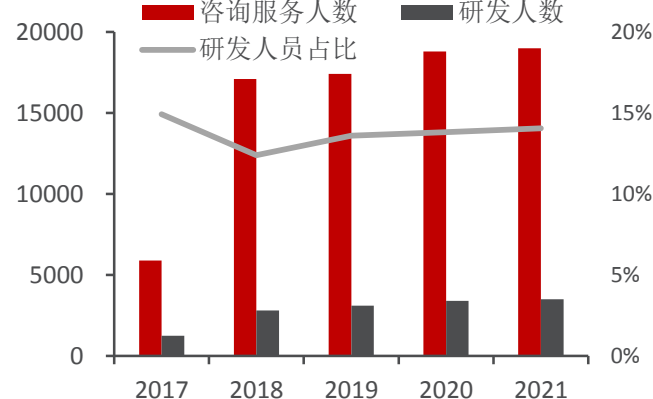
图 104：2014-2021 年 SS&C 利润及同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

从毛利率和员工结构来看，公司以 IT 服务为主。公司主要模式为软件服务，收入大概可以拆分为软件支持服务（占比超过 80%）和许可、维护收入（占比为 15%）两大类，整体以提供定制软件为主要商业模式。从毛利率中也能得出相似的结论，公司整体毛利率基本在 45% 左右，其中许可维护毛利率相对较高，能够在 60% 左右，而软件支持服务毛利率为 40-45% 之间。从人员结构看，公司员工总人数在 2021 年达到 24900 人，其中研发人员 3500 人，占比约为 15%，咨询服务人员 19000 人。

图 105：SS&C 整体毛利率和细分业务毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

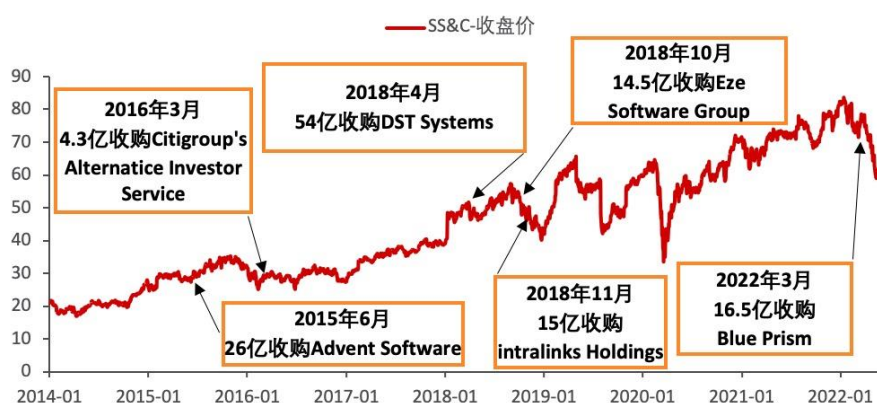
图 106：SS&C 员工结构情况（人）


资料来源：wind，民生证券研究院

外延并购扩充产品线，成为公司增长的重要手段。梳理公司过去的并购历程，聚焦于对冲基金的管理服务，同时也开始向云与 RPA 等前沿领域进行探索。公司过去的几轮大的并购发生在 2015、2018 两年，其中 2015 年斥资 26 亿美元收购

Advent Software，拓展全球投资管理软件；2018年分别花费54、14.5、15亿美元收购，进一步完善了对冲基金和私募股权的服务。2021年公司再度出手，花费16.5亿美元收购RPA领军企业Blue Prism。事实上，公司2010年至今发生过19起收购，有11起超过1亿美元。

图 107：SS&C 收盘价变现与公司大型收购计划情况（美元/股）

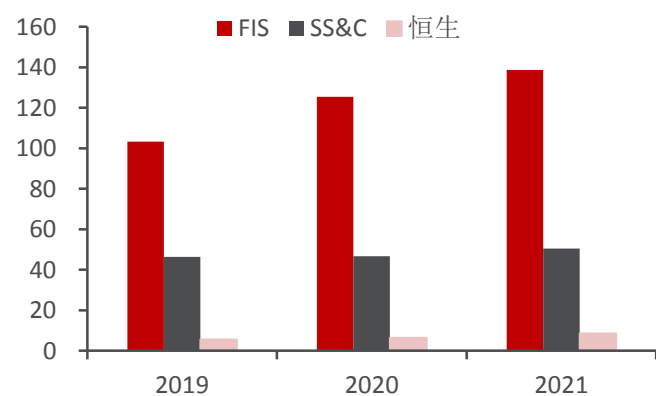


资料来源：wind，民生证券研究院

4.1.4 对比下看恒生，有何借鉴意义？

与海外巨头相比恒生体量有较大差距，恒生尚未开启并购举措。从公司体量来看，恒生与外海金融科技巨头相比有较大差距，2021年恒生营收体量达到8.62亿美元，分别占FIS、SS&C收入的6%、17%。而从成长性上来看，14-21年恒生收入端的CAGR为21%，更多源于恒生的内生增长；而SS&C凭借广泛的并购手段，实现了31%的复合增长。总结而言，恒生目前仍走在内生增长为主的道路上，与中国资本市场共同成长，而走向成熟期后也可以借鉴国外通过并购的手段拓宽产品线与业务布局，天花板远未到来。

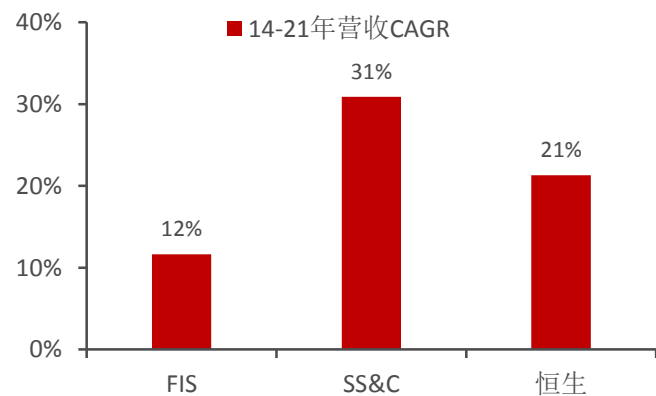
图 108：恒生与金融科技巨头营收规模比较（亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

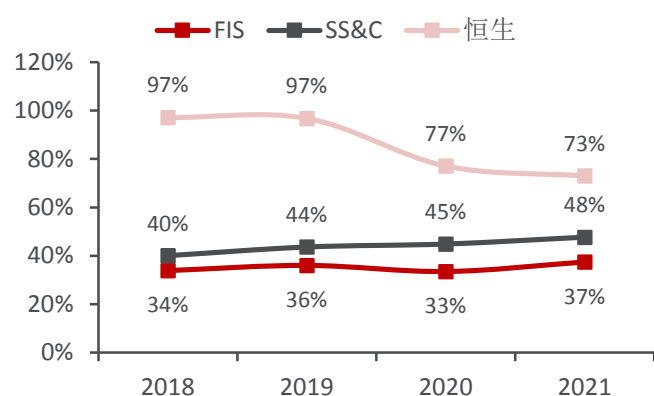
注：汇率均采用当年年末数据估算

图 109：恒生与金融科技巨头成长性对比

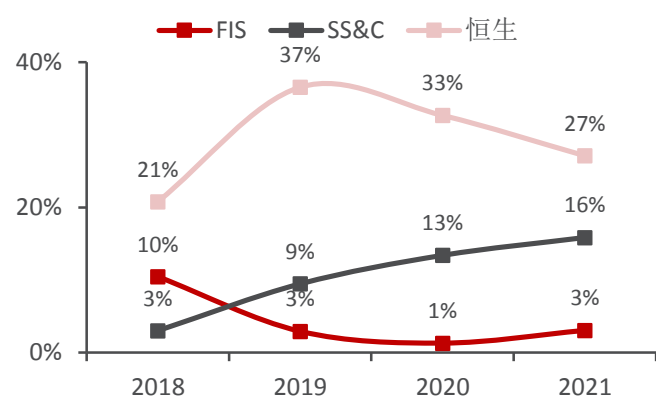


资料来源：wind，民生证券研究院

商业模式上有所差异,向云端、服务转型是可见的趋势。国外的金融 IT 厂商,模式以定制软件和外包服务为主,从毛利率和净利率两个指标可见一斑,这与国外甲方强大的自研能力和对于金融科技的重视程度有很大关系。但从模式上,云化转型的路径(如 FIS 旗下 SunGard,近年来持续推进业务上云)与资管规模 AUM 挂钩的商业模式(如贝莱德自有资管系统 Aladdin)均在海外有成熟的商业落地。在商业模式上,恒生同样拥有广阔的转型空间。

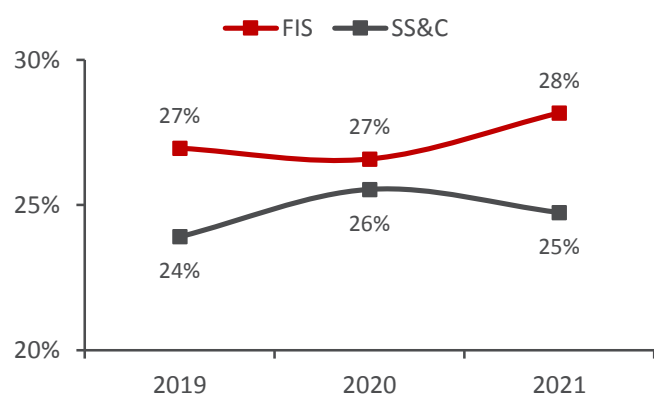
图 110：恒生与金融科技巨头毛利率比较


资料来源：wind，民生证券研究院

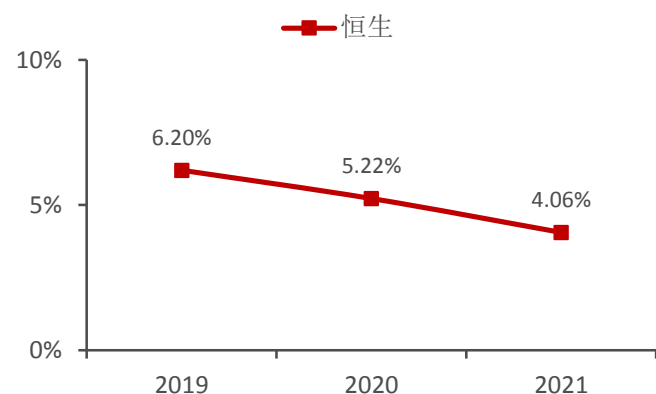
图 111：恒生与金融科技巨头净利率比较


资料来源：wind，民生证券研究院

海外收入占比差异较大,金融科技出海空间广阔。FIS、SS&C 两家巨头北美外营收占比均保持在 25%以上,而恒生目前仍维持在 5%左右的量级。从增量市场的角度,广大发展中国家的资本市场建设刚刚起步,海外空间同样可期。

图 112：金融科技巨头海外营收占比


资料来源：wind，民生证券研究院

图 113：恒生海外收入占比


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 “引进来”与“走出去”，恒生打造金融 IT 高铁模式

恒生与 Finastra 达成战略合作,吸收海外先进的金融 IT 技术。由 Misys 和 D+H 公司于 2017 年合并而成的 Finastra,业务涉及贷款、付款、资金和资本市场、数字和零售银行、企业和商业银行、投资管理等方面,种类齐全且具备模块化

特性。公司专注于在开放式 Fusion 软件架构和云生态系统的开发部署，在 2018 年 6 月推出了 FusionFabric.cloud 平台，实现 Finastra 核心系统的开放，app 数量 197+。2020 年，公司与恒生电子建立战略合作伙伴关系，并共同开发推出 Finastra 的投资组合管理系统 Fusion Invest 新版本；2021 年，恒生收购资金和资本市场模块下的 Summit 和 Opics，切入银行的资金管理系统。三种业务均支持云部署。

图 114：Finastra 主要业务版图

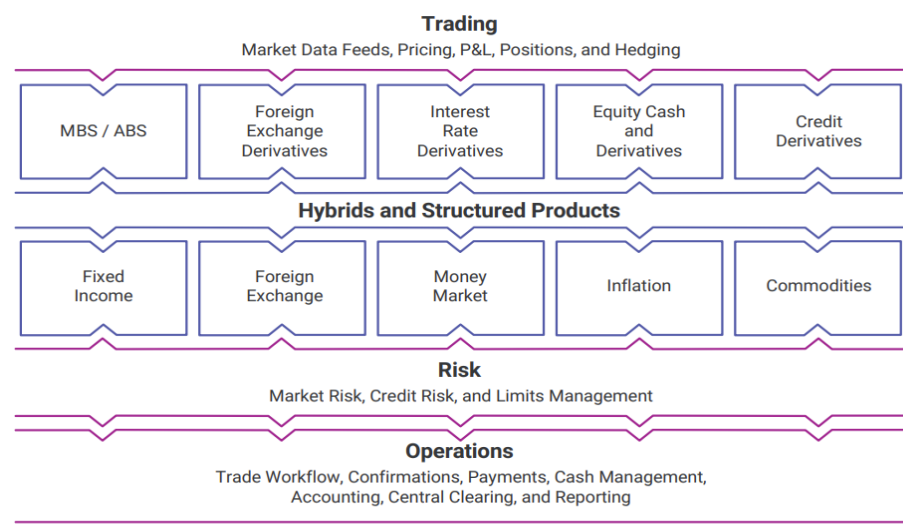
模块	解决方案
贷款	现金和流动性管理、商业贷款、消费者贷款等
付款	企业互联 (Corporate Connectivity)、公司付款、金融市场消息 投资银行：提高前台效率、优化风险和资本配置、减少成本 证券金融：在交易和交易后运营中推动新水平的业务流程效率和有效性
资金和资本市场	交易：外汇和交易的完整解决方案 财务管理：为企业提供集成的财务管理系统等财务软件 风险与合规性：建立财务风险管理
数字和零售银行	美国数字和零售银行、国际数字和零售银行、支票
企业和商业银行	数字银行、现金和流动性管理、商业贷款等
投资管理	为资产管理公司、保险公司、养老金、对冲基金、家族办公室和主权财富基金提供服务

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 115：2018 年 Finastra 主要经营数据


资料来源：公司官网，民生证券研究院

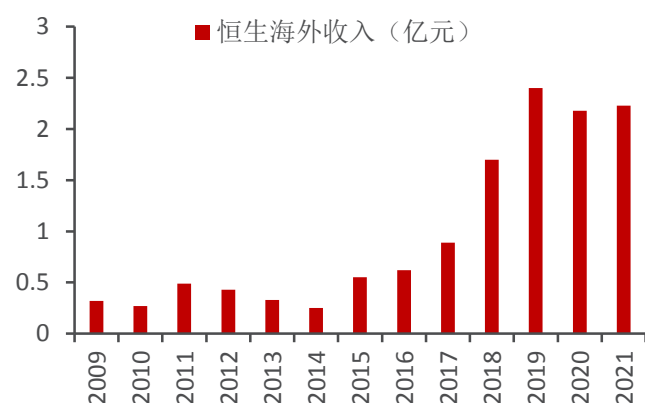
收购 Summit 业务，布局银行 IT 高壁垒业务。恒生 2021 年 11 月向子公司云赢网络增资 6.3 亿元。其中 4.2 亿元用于收购 Finastra 公司的 Summit 业务，获取海外领先的银行资金交易 IT 系统解决方案。本次收购的亮点有三方面：1) 吸收海外领先 IT 技术，Summit 针对银行的资金管理和交易系统，拥有极高的技术壁垒和行业理解壁垒，恒生收购后有望充分吸收海外先进技术；2) 商业模式突破，Summit 业务向银行收取 License 和实施费用，后续每年向银行收入许可费；3) 与已有业务协同，恒生与 Finastra 达成战略合作，并且已经收购针对中小银行的资金系统 opics，两者合并后有望进一步发挥在银行 IT 领域的领先优势。

图 116：Summit 交易架构图


资料来源：Finastra 官网，民生证券研究院

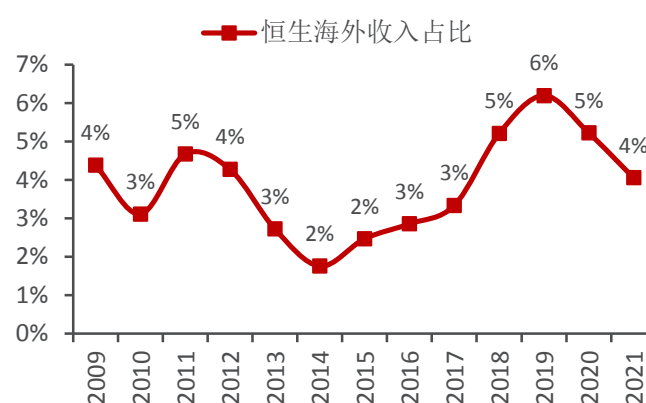
出海值得期待，海外对于产品与 Saas 以及许可费接受程度更高。从技术实力上来说，除部分成熟资本市场的细分功能还需不断学习（如复杂衍生品等），中国金融科技厂商具备较强的技术实力，且在商业模式的探索上也并不完全落后海外公司。以恒生为代表的中国金融科技开始尝试出海，向东南亚的邻国输出中国领先的金融 IT 技术，同时海外对于 license、许可费、Saas 等模式接受度高于国内。

图 117：2009-2021 年恒生电子海外业务收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 118：2009-2021 年恒生海外营收占比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

恒生的收入可以分为大零售 IT、大资管 IT、创新互联网业务、银行与产业 IT、数据风险与基础设施 IT、非金融业务六大方向,值得注意的是公司在 2022 年一季度对于业务口径进行调整,但由于调整后口径暂时无年度数据,我们依然选择在原口径下对于公司的收入进行拆分和预测。

1) 大零售 IT: 主要包括证券经纪业务、财富管理业务,核心产品为 UF3.0、WE6 两款产品,我们认为在 UF3.0 推广、资本市场改革、金融信创等因素推动下,大零售 IT 仍是公司高速增长的主要动力,我们预计 22-24 年大零售 IT 业务收入增速分别为 28%、25%、20%。

2) 大资管 IT: 主要包括投资管理系统、机构服务系统,包括 O45、i2 等核心产品,资管业务是公司的核心产品,我们认为在资管行业蓬勃发展的 2022 年,在 O45 推广、资本市场改革的推动下,大资管 IT 业务有望迎来 3 年的快速发展期,预计 22-24 年大资管业务收入增速分别为 30%、28%、25%。

3) 创新互联网业务: 以金融云、大数据为核心的创新互联网,有望成为公司的第三增长动力,而金融云目前正在成为金融科技领域增速最快的细分领域之一。我们预计公司创新互联网业务 22-24 年营收增速分别为 25%、20%、20%。

4) 数据风险与基础设施 IT&银行与产业 IT: 对于数据风险和产业金融,其商业模式接近定制和外包,产业的景气度有一定周期性。我们保守预计,22-24 年,公司数据风险与基础设施业务收入增速为 15%、12%、10%;22-24 年公司银行与产业 IT 营收增速为 10%、10%、10%。

表 11: 2022-2024 年恒生营业收入拆分及预测 (单位: 亿元)

项目	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	32.56	39.62	42.14	54.92	68.93	84.86	102.10
yoy		22%	6%	30%	26%	23%	20%
大零售 IT 业务	12.41	14.72	15.10	21.11	27.02	33.78	40.53
yoy		19%	3%	40%	28%	25%	20%
大资管 IT 业务	9.54	11.09	12.20	17.06	22.18	28.39	35.49
yoy		16%	10%	40%	30%	28%	25%
创新互联网业务	4.67	5.45	6.01	8.04	10.05	12.06	14.47
yoy		17%	10%	34%	25%	20%	20%
数据风险与基础设施 IT 业务	2.30	2.67	2.98	3.54	4.07	4.56	5.01
yoy		16%	12%	19%	15%	12%	10%
银行与产业 IT 业务	2.53	3.22	3.63	3.54	3.89	4.28	4.71
yoy		27%	13%	-3%	10%	10%	10%
非金融业务	1.10	1.52	1.75	1.63	1.72	1.80	1.89

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

关于毛利率，回顾恒生的各项业务毛利率，我们预计 22-24 年恒生大零售、大资管 IT 的毛利率有望迎来缓慢恢复的趋势：一方面，公司 20、21 年大幅扩招人员，使得人效有所下滑，随着公司人员扩张放缓，人均产出效率逐渐提升，业务的毛利率有望重回提升趋势；另一方面，随着公司的新产品 UF3.0、O45 不断上线，业务系统的替换经验不断提升，同样能够带动产品毛利率的回暖。

表 12：2022-2024 年恒生分业务毛利率预测

毛利率预测	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	97%	77%	73%	75%	76%	77%
大零售 IT 业务	97%	76%	70%	73%	74%	75%
大资管 IT 业务	100%	86%	82%	82%	83%	84%
创新互联网业务	99%	82%	80%	80%	80%	80%
数据风险与基础设施 IT 业务	99%	68%	49%	50%	50%	50%
银行与产业 IT 业务	95%	56%	57%	60%	60%	60%
非金融业务	61%	70%	73%	70%	70%	70%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

对于成本端，由于2022年疫情影响，我们预计公司商务活动部分受阻，而后续会逐渐恢复正常开支，同时考虑到公司卓越的管理能力，管理费用、研发费用的比率与前几年基本保持一致。总结而言，预计公司2022-2024年销售费率分别为10%/10%/10%，管理费率为12%/12%/12%，研发费率分别为36%/36%/36%。

另一方面，公司的归母净利润通常要高于扣非后净利润，原因在于公司持有大量交易型金融资产（涵盖股票、基金、信托、银行理财等），每年通过投资收益和公允价值变动损益影响公司的利润表现。根据2021年报公司持有的金融资产合计50.4亿元，为公司带来1.5亿元投资收益以及4.2亿元的公允价值变动损益。对于金融资产全年的波动以及可能对公司表观利润造成的影响，我们难以准确预测，参考2018年公司的情况来看，当年投资收益&公允价值变动损益分别为2.6、-0.23亿元，并且结合公司一季度的情况，我们保守预计2022年投资收益与公允价值变动损益为公司合计带来1.07亿元的利润贡献。

综合以上分析与预测，我们预计恒生2022-2024年实现营业收入68.93、84.86、102.10亿元，同比增速分别为25%、23%、20%；预计实现归母净利润分别为14.02、19.37、24.51亿元，同比增速分别为-4.2%、38.2%、26.6%。

表 13：2022-2024 年恒生营业收入与利润预测

利润表（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	54.97	68.93	84.86	102.10
营业成本	14.85	17.40	20.55	23.66
销售费用	5.58	6.89	8.49	10.21
管理费用	6.81	8.27	10.18	12.25
研发费用	21.39	24.81	30.55	36.76
财务费用	-0.01	-0.08	-0.19	-0.39
营业利润	15.11	14.90	20.59	26.06
营业外收支	-0.01	0.00	0.00	0.00

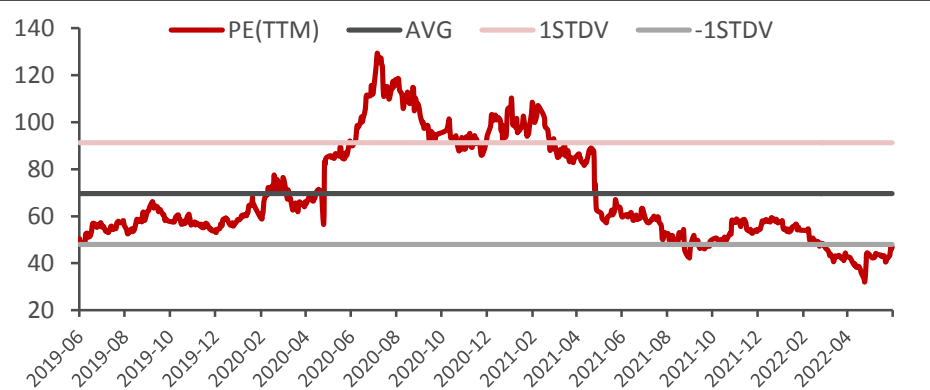
利润总额	15.10	14.90	20.59	26.06
所得税	0.20	0.75	1.03	1.30
净利润	14.90	14.16	19.56	24.75
归属于母公司净利润	14.64	14.02	19.37	24.51

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

从估值角度，当前恒生已进入历史最低位。截至 2022 年 6 月 16 日收盘，恒生的滚动市盈率为 49 倍，而近 3 年恒生的 PE(TTM)均值为 70 倍，在多重负面因素共振下恒生的估值已经入 3 年的底部区间，随着市场情绪企稳，公司有望迎来估值修复。

图 119：近 3 年恒生电子滚动市盈率变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

横向比较，看恒生与其他计算机龙头估值差异。由于下游行业存在巨大差异，同时不同厂商商业模式之间同样存在巨大的不同，计算机公司之间的估值方法和估值结论同样呈现了显著的差异性，我们选择软件领域的各个细分领域龙头公司做参考，包括金山办公、科大讯飞、用友网络、广联达、中科创达，目前计算机龙头对应 22/23 年 PE 均值为 62/46 倍，恒生当前仅为 46/33 倍。

表 14：恒生电子与其他计算机龙头公司估值比较（市值更新日期为 2022 年 6 月 16 日）

简称	市值（亿元）	2021 业绩表现（亿元）		EPS（元/股）			PE		
		营收	归母净利润	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
金山办公	954.59	32.80	10.41	2.95	3.98	5.24	70	52	40
科大讯飞	896.04	183.14	15.56	0.90	1.22	1.61	43	32	24
用友网络	692.75	89.32	7.08	0.26	0.34	0.44	78	59	46
广联达	620.19	55.62	6.61	0.83	1.11	1.42	63	47	37
中科创达	528.77	41.27	6.47	2.15	2.95	3.93	58	42	32
可比公司 PE 均值							62	46	36
恒生电子	610.35	54.97	14.64	0.96	1.32	1.68	46	33	26

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：其余计算机龙头公司盈利预测采用 wind 一致预期）

根据我们的盈利预测,当前恒生市值对应 22/23/24 年 PE 仅为 46/33/26 倍,无论与计算机的各行业软件龙头公司、亦或是过往自身的估值中枢比较,均处于显著低估状态,因此维持对于恒生电子的“推荐”评级。

6 风险提示

1) 资本市场改革进程不及预期。2016 年以来,资本市场改革已经成为恒生业绩增长的重要驱动力,而进入 2022 年我们能够看到各项制度改革仍处于加速状态。但若是疫情、经济环境、资本市场环境变化导致资本市场改革趋缓,有可能导致 IT 的增量需求低于预期,进而影响公司的业绩增长。

2) 疫情反复影响公司实施交付开展。2022 年 3 月份以来,疫情的反复、上海的封城对于计算机公司而言造成了较大的不利影响,大部分项目需要到客户现场实施交付并通过验收。目前疫情已经有所缓解,若后续疫情持续反复,有可能导致公司业务开展再次受到不利影响。

3) 新产品推广进程不及预期。2022 年公司 O45、UF3.0 产品陆续上线,标杆效应下有望推动产品不断渗透推广,若公司的实施交付能力受损、新产品上线都得交付和维护等业务开展不及预期,可能会对公司的新产品推广造成不利影响。

4) 头部甲方自研力度加大。头部甲方的自研,是一定的趋势,但公司专注于底层 IT 系统的研发,与客户的关注点有一定差异。若后续甲方客户加大自研投入的力度,并将研发方向转型底层交易系统,有可能对公司未来的市场空间造成一定不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,497	6,893	8,486	10,210
营业成本	1,485	1,740	2,055	2,366
营业税金及附加	60	69	85	102
销售费用	558	689	849	1,021
管理费用	681	827	1,018	1,225
研发费用	2,139	2,481	3,055	3,676
EBIT	828	1,086	1,424	1,820
财务费用	-1	-8	-19	-39
资产减值损失	-12	-15	-18	-20
投资收益	276	207	255	306
营业利润	1,511	1,490	2,059	2,606
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1,510	1,490	2,059	2,606
所得税	20	75	103	130
净利润	1,490	1,416	1,956	2,475
归属于母公司净利润	1,464	1,402	1,937	2,451
EBITDA	943	1,247	1,604	2,021

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,728	2,767	4,778	7,166
应收账款及票据	764	999	1,234	1,489
预付款项	12	17	21	24
存货	467	605	714	823
其他流动资产	2,065	1,972	1,989	2,007
流动资产合计	5,035	6,360	8,736	11,508
长期股权投资	1,111	1,111	1,111	1,111
固定资产	1,680	1,759	1,873	2,020
无形资产	376	386	392	393
非流动资产合计	7,045	7,134	7,254	7,402
资产合计	12,080	13,494	15,989	18,910
短期借款	178	178	178	178
应付账款及票据	504	524	619	713
其他流动负债	4,807	5,086	5,937	6,784
流动负债合计	5,489	5,789	6,734	7,675
长期借款	228	228	228	228
其他长期负债	147	147	147	147
非流动负债合计	375	375	375	375
负债合计	5,865	6,164	7,110	8,050
股本	1,462	1,462	1,462	1,462
少数股东权益	520	534	554	579
股东权益合计	6,215	7,330	8,880	10,860
负债和股东权益合计	12,080	13,494	15,989	18,910

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.73	25.40	23.12	20.31
EBIT 增长率	-15.84	31.10	31.20	27.78
净利润增长率	10.73	-4.22	38.15	26.55
盈利能力 (%)				
毛利率	72.99	74.75	75.78	76.83
净利润率	27.11	20.54	23.05	24.24
总资产收益率 ROA	12.12	10.39	12.11	12.96
净资产收益率 ROE	25.70	20.63	23.26	23.84
偿债能力				
流动比率	0.92	1.10	1.30	1.50
速动比率	0.82	0.99	1.18	1.38
现金比率	0.31	0.48	0.71	0.93
资产负债率 (%)	48.55	45.68	44.47	42.57
经营效率				
应收账款周转天数	50.66	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	114.81	130.00	130.00	130.00
总资产周转率	0.46	0.51	0.53	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	0.96	1.32	1.68
每股净资产	4.25	5.02	6.08	7.43
每股经营现金流	0.65	0.95	1.69	2.01
每股股利	0.1	0.21	0.28	0.34
估值分析				
PE	44	46	33	26
PB	10.3	8.7	7.2	5.9
EV/EBITDA	66.78	49.66	37.34	28.46
股息收益率 (%)	0.00	0.47	0.63	0.77

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,490	1,416	1,956	2,475
折旧和摊销	115	161	180	201
营运资金变动	50	-142	518	486
经营活动现金流	957	1,393	2,472	2,935
资本开支	-684	-250	-300	-350
投资	169	100	0	0
投资活动现金流	-423	-43	-45	-44
股权募资	104	0	0	0
债务募资	303	0	0	0
筹资活动现金流	-174	-310	-415	-504
现金净流量	353	1,039	2,011	2,388

插图目录

图 1：恒生电子发展历程.....	3
图 2：恒生电子最新业务体系图解.....	3
图 3：恒生电子股权结构情况（最新数据截至 2022 年一季报）.....	4
图 4：恒生电子新任管理层情况.....	4
图 5：2015-2021 年恒生电子营收及增速.....	5
图 6：2015-2021 年恒生电子归母净利润与扣非利润.....	5
图 7：2015-2021 年恒生电子营收及合同负债变化.....	6
图 8：2015-2021 年恒生电子经营性现金流变化.....	6
图 9：恒生电子六大明星产品.....	6
图 10：2015-2021 年恒生电子毛利率情况.....	7
图 11：2015-2021 年恒生电子利润率情况.....	7
图 12：2021 年底华宝基金作为业内首家机构上线 O45.....	7
图 13：O45、UF3.0 有望加速推广.....	7
图 14：2015-2021 年恒生电子研发投入及同比增速.....	8
图 15：2018-2021 年计算机龙头累计研发投入（亿元）.....	8
图 16：2015-2021 年恒生电子研发人员数量及比例.....	8
图 17：2015-2021 年恒生电子研发费率占比较高.....	8
图 18：2018-2021 年证券 IT 公司研发投入（亿元）.....	9
图 19：2018-2021 年证券 IT 研发费率比较.....	9
图 20：恒生 LIGHT 品牌十大技术栈.....	9
图 21：2011-2021 年恒生电子员工总数变化（人）.....	10
图 22：2021 年恒生电子员工结构情况.....	10
图 23：2020-2021 年恒生研发与实施人员增速（人）.....	10
图 24：2016-2021 年恒生电子人均创收与人均创利.....	11
图 25：2015-2021 恒生经营净现金流及人员增速比较.....	11
图 26：2016-2021 年恒生电子年度预算情况.....	11
图 27：证券公司 IT 业务系统架构.....	12
图 28：基金公司 IT 业务系统架构.....	12
图 29：国内证券 IT 厂商最新市值比较（亿元）.....	12
图 30：恒生在 IDC 全球金融科技排名中不断上升.....	12
图 31：行业内上市公司证券 IT 相关业务收入（亿元）.....	13
图 32：主要证券 IT 上市公司归母净利润比较（亿元）.....	13
图 33：2000-2021 年 A 股成交额与上证指数表现.....	14
图 34：科创板改革系列回顾.....	15
图 35：2016 年以来监管与改革政策变化.....	15
图 36：2010-2021 年我国 A 股总市值及流通市值.....	15
图 37：2010-2021 年间上市公司数量变化（家）.....	15
图 38：2010-2021 年我国证券公司数量（家）.....	16
图 39：2010-2021 年证券公司营收及净利润（亿元）.....	16
图 40：2010-2021 年我国基金公司数量（家）.....	16
图 41：2010-2021 年公募基金管理规模及同比增速.....	16
图 42：2000-2021 年恒生电子发展的四个阶段.....	17
图 43：从营收增速视角，看 2000-2021 年恒生长阶段.....	17
图 44：2003-2015 年恒生营收增速与成交额比较.....	18
图 45：2016-2021 恒生营收增速与成交额增速比较.....	18
图 46：从毛利率视角，看 2000-2021 年恒生商业模式变化.....	18
图 47：2003-2021 年恒生员工总数（人）及同比增速复盘.....	19
图 48：2018-2021 年恒生具体营业收入拆分情况（单位：亿元）.....	19
图 49：2015-2021 年恒生大资管 IT 营收及增速.....	20
图 50：大资管 IT 条线中 O45、i2 核心模块.....	20
图 51：恒生投资交易产品迭代回顾.....	21
图 52：O45 产品架构优势.....	21
图 53：2005-2021 年恒生大资管 IT 营收及增速.....	21
图 54：恒生拳头产品集中交易系统 UF 系列迭代时间线.....	21

图 55 : 2015-2021 年恒生创新互联网收入及增速	22
图 56 : 2018-2021 年恒生创新互联网业务毛利率	22
图 57 : 恒生金融云业务主要子公司及布局	23
图 58 : 恒生大数据及 AI 业务核心子公司	23
图 59 : 2019-2021 年恒生创新业务子公司营收	23
图 60 : 2019-2021 年恒生创新业务子公司净利润	23
图 61 : 金融云产业链及各细分领域核心应用	24
图 62 : 2021 年下半年恒生金融云业务收入首次跻身前五	24
图 63 : 复盘恒生的股价表现, 资本市场改革是重要催化 (元/股)	25
图 64 : 2011-2021 年我国 A 股证券化率	26
图 65 : 2020 年中国证券化率仍处于较低水平 (%)	26
图 66 : 2011-2021 年我国直接融资比例-增量法	26
图 67 : 2017-2021 年我国直接融资比例-存量法	26
图 68 : 2015-2020 年上交所各主体持有股票市值比例	27
图 69 : 2011-2021 年我国公募基金持有 A 股市值	27
图 70 : 2022 年科创板上市公司行业分布	28
图 71 : 2019-2022 年 A 股新上市公司板块分布 (家)	28
图 72 : 证券公司数字化转型架构图	30
图 73 : 金融机构分布式架构转变	30
图 74 : 恒生电子云原生 Paas 底座架构图	30
图 75 : 建设数据中台的必要性	31
图 76 : 金融科技发展的 3 各阶段	31
图 77 : 银行 IT 领域的金融信创演进	31
图 78 : 东吴证券金融信创实践步骤	31
图 79 : 2019-2021 年证券 IT 公司员工总数变化 (人)	32
图 80 : 2017-2021 年证券 IT 员工人数增速变化	32
图 81 : 2022 年恒生电子战略重心	32
图 82 : 2018-2021 年恒生员工增速与研发人员增速	32
图 83 : 2019-2021 年金融云市场规模 (亿美元)	33
图 84 : 2021 年金融云市场结构情况	33
图 85 : 恒生 LIGHT 技术联盟	33
图 86 : 2012-2020 年证券公司 IT 投入及增速	34
图 87 : 2012-2020 年 IT 支出占上一年收入比例情况	34
图 88 : 19-20 年证券公司 IT 投入与海外比较 (亿美元)	34
图 89 : 2020 年我国头部券商保持较高 IT 投入	34
图 90 : 2011-2021 年公募基金家数及资管规模	35
图 91 : 58 家公募基金公司营收及利润情况	35
图 92 : 2018-2021 年公募与券商 IT 投入 (亿元)	35
图 93 : 头部证券 IT 公司市场份额情况	35
图 94 : 产业趋势推动恒生新一代产品推广渗透	36
图 95 : 海外头部金融科技厂商 2017 年以来股价累计收益率情况	39
图 96 : FIS 三大业务线情况	39
图 97 : 2014-2021 年 FIS 营收及同比增速	40
图 98 : 2014-2021 年 FIS 利润及同比增速	40
图 99 : 2019-2021 年 FIS 三大业务营收 (亿美元)	40
图 100 : 2014-2021 年 FIS 毛利率与净利率	40
图 101 : 2009 年以来 FIS 收购情况	41
图 102 : SS&C 主要产品体系情况	41
图 103 : 2014-2021 年 SS&C 营收及同比增速	42
图 104 : 2014-2021 年 SS&C 利润及同比增速	42
图 105 : SS&C 整体毛利率和细分业务毛利率情况	42
图 106 : SS&C 员工结构情况 (人)	42
图 107 : SS&C 收盘价变现与公司大型收购计划情况 (美元/股)	43
图 108 : 恒生与金融科技巨头营收规模比较 (亿美元)	43
图 109 : 恒生与金融科技巨头成长性对比	43
图 110 : 恒生与金融科技巨头毛利率比较	44
图 111 : 恒生与金融科技巨头净利率比较	44

图 112：金融科技巨头海外营收占比	44
图 113：恒生海外收入占比	44
图 114：Finastra 主要业务版图	45
图 115：2018 年 Finastra 主要经营数据	45
图 116：Summit 交易架构图	45
图 117：2009-2021 年恒生电子海外业务收入	46
图 118：2009-2021 年恒生海外营收占比变化	46
图 119：近 3 年恒生电子滚动市盈率变化情况	49

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2020 年以来恒生员工持股计划和回购动作梳理	5
表 2：2015-2022 年资本市场重磅改革回顾	13
表 3：恒生电子互联网创新业务探索历程回顾	22
表 4：我国 A 股注册制改革时间线回顾	27
表 5：全面注册制带来的 IT 改造增量空间	28
表 6：北交所带来的 IT 改造增量空间	29
表 7：我国金融科技发展政策回顾	29
表 8：《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》核心内容梳理	37
表 9：2017-2021 年 IDC 公布的全球百强金融科技排名	38
表 10：Top 5 金融科技基本情况（市值数据截至 2022 年 6 月 15 日）	38
表 11：2022-2024 年恒生营业收入拆分及预测（单位：亿元）	47
表 12：2022-2024 年恒生分业务毛利率预测	48
表 13：2022-2024 年恒生营业收入与利润预测	48
表 14：恒生电子与其他计算机龙头公司估值比较（市值更新日期为 2022 年 6 月 16 日）	49
公司财务报表数据预测汇总	52

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001