



买入 (首次)

所属行业: 计算机/计算机应用
当前价格(元): 43.54
合理区间(元): 58.30-63.60

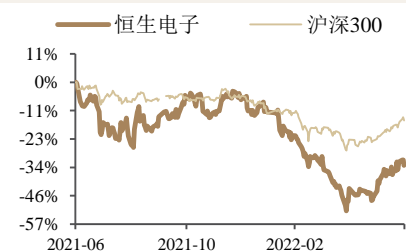
证券分析师

赵伟博

资格编号: S0120521090001

邮箱: zhaowb@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%) | 14.08 | -0.24 | -15.18 |
| 相对涨幅(%) | 7.26 | 1.06 | -13.08 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

恒生电子 (600570.SH): 资本市场 IT 龙头, 全面受益政策创新与数智化转型深化

投资要点

- 恒生电子是伴随中国资本市场成长的广度与深度兼具的 IT 龙头。**公司从 1995 年成立起逐渐覆盖了证券、银行、基金、期货、信托、保险资管、交易所等多个领域, 成为中国唯一全领域的金融 IT 服务商。公司的集中交易系统、TA、投资交易系统核心产品均为市场领先。公司的全方位产品矩阵可形成前中后台的一体化和全牌照业务的协同优势, 市场地位稳固。公司通过持续的高研发投入打造产品化能力, 维持先发优势, 其软件销售与服务的毛利率水平显著高于软服行业平均水平。
- 由监管创新带来的系统建设与改造需求构成公司短中期业绩的直接驱动因素。**我国资本市场长期坚持改革开放创新的方向不变, 公司持续受益于政策创新红利。近年来监管创新主要围绕新机构成立、新业务与新产品增加、交易方式与交易制度变革等方面, 新筹机构成立通常带来系统一体化建设的需求, 新业务与新产品增加带来对应的新系统或模块建设需求, 交易方式或交易制度变化通常带来系统接口与规则等的改造需求。2022 年起公司将继续受益于资本市场的活跃与创新, FOF-LOF、同业存单指数基金、科创板做市业务、全面注册制、深交所新债券系统、上交所 ETF 多码合一、北交所、公募 REITs 基金通业务、基金投顾试点扩容等多项改革创新政策有望为公司带来总量约 41.2 亿的短中期增长空间。
- 数智化的深入推进是公司中长期业绩的支撑力。**公司从产品、战略、外延并购等方面多层次发力, 为中长期业绩高速发展做充分准备。公司在 IDC《中国金融云市场 (2021 下半年) 跟踪报告》中首次进入前五, 体现了公司的云化发展强劲势头。(1) 以自研的云原生属性分布式平台和应用全面承接客户架构升级需求。一方面通过提供技术底座和全栈式开发框架与组件满足头部客户的自建需求, 长期看和有自研需求的客户会逐渐形成“底层标准化, 上层个性化”的合作方式; 另一方面通过已完成云原生架构升级的 O45、UF3.0、估值 FA6.0、新一代 TA 等系统全面承接客户的升级替换需求, 随着 2021 年华宝基金、招商证券、华泰证券等成功迁移案例所产生的示范效应, 2022 年起公司新产品的推广有望加速, 持续支撑中长期业绩; (2) 在战略层面, 从 online 到数智化战略不断升级, 明确建立数据智能领域第一品牌的目标; 随着客户满意度战略的升级和 IPD 推行, 2021 年合同交付周期同比缩短 9.6%; (3) 并购补全产品与提升技术能力。2021 年公司购买了 Summit 和 Opics 产品源代码及在华合同, 快速切入大中小银行的资金管理系统, 预计 Summit 从 2022-2026 年营收将从 9600 万逐年递增至 1.57 亿元; 同时并购保泰科技进军保险核心, 有望享受保险行业数字化转型的红利。
- 多项管理改善措施并举, 推进人效提升和业绩释放。**公司在 2022 年调整了业务板块, 提高了板块间划分的清晰度与版块内的业务协同性。同时通过持续推广 IPD 和实施员工持股等多项措施来提高效率与维持人员稳定性, 有望实现人效回升, 收入与成本费用剪刀差有望开始逐渐缩小。
- 给与公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E, 目标价 58.3-63.6 元。**预计恒生电子 2022-2023 年归母净利润分别为 15.5/19.8 亿, 对应 EPS1.06/1.36 元。2022 年可比公司平均 P/E 为 55.3x, 给予公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E, 目标价 58.3-63.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新一代产品在金融机构的推广与实施进度不及预期; 创新政策的落实节奏不及预期; 非经常性损益波动风险; 疫情影响项目进展与收入确认节奏。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 总股本(百万股): | 1,461.56 | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流通 A 股(百万股): | 1,461.56 | 营业收入(百万元) | 4,173 | 5,497 | 6,873 | 8,814 | 11,481 |
| 52 周内股价区间(元): | 32.04-66.17 | (+/-)YOY(%) | 7.8% | 31.7% | 25.0% | 28.2% | 30.3% |
| 总市值(百万元): | 63,636.34 | 净利润(百万元) | 1,322 | 1,464 | 1,555 | 1,981 | 2,474 |
| 总资产(百万元): | 11,090.90 | (+/-)YOY(%) | -6.6% | 10.7% | 6.2% | 27.4% | 24.9% |
| 每股净资产(元): | 3.89 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.90 | 1.00 | 1.06 | 1.36 | 1.69 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 77.1% | 73.0% | 73.5% | 74.5% | 74.8% |
| | | 净资产收益率(%) | 29.0% | 25.7% | 21.8% | 22.0% | 21.8% |
| | | 资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所 | | | | | |
| | | 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润 | | | | | |

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 核心观点..... | 6 |
| 2. 伴随资本市场一路成长的龙头 | 7 |
| 2.1. 伴随中国资本市场成长，稳步扩张形成广度和深度兼具的产品体系 | 7 |
| 2.2. 持续高研发增强先发优势，形成高粘性，构成稳定业绩支撑..... | 8 |
| 3. 财富资管端发展良好提振 IT 投入动力，创新政策频出提升短中期市场空间 | 11 |
| 3.1. 财富资产管理行业处在黄金发展期，金融机构的营收与资产规模持续提升，带动 IT 投入预算扩张 | 11 |
| 3.1.1. 居民资产结构优化和资管新规带动财富管理端发展..... | 11 |
| 3.1.2. 注册制推行上市公司数量增多，利好资产管理端发展 | 12 |
| 3.1.3. 财富资管端持续发展提振底层技术及应用系统的重塑与构建需求 | 13 |
| 3.2. 金融市场改革持续推进，带来系统建设与改造增量 | 14 |
| 3.2.1. 已有创新政策的持续实施与扩容将持续提高对应系统改造和模块建设的渗透率..... | 15 |
| 3.2.2. 新政策的发布与新业务的开展带来对应新系统和新模块建设需求 | 18 |
| 4. 数智化深入推进构成中长期发展动力，恒生全方位准备就绪奠定强者恒强基调 | 21 |
| 4.1. 战略明确，直指客户数智化转型新需求 | 22 |
| 4.1.1. 从 Online 战略到数智化战略，明确简历数据智能领域第一品牌的目标 ... | 22 |
| 4.1.2. 持续推进客户第一战略，提高客户满意度，增强客户粘性与需求响应度 . | 22 |
| 4.2. 自研分布式平台及应用产品，抢占金融机构的系统分布式改造先机..... | 22 |
| 4.2.1. 自主研发的金融数字化基础设施为金融机构打造分布式系统提供全栈技术支持 | 23 |
| 4.2.2. 核心产品均于 2020 年完成云原生架构升级并已产生成功应用案例，迎接替换升级大周期..... | 25 |
| 4.3. 持续通过并购投资填补短板，加速提升全面竞争力 | 25 |
| 4.3.1. 收购 Summit 和 Opics，全面覆盖大中小型银行的资金管理系统 | 26 |
| 4.3.2. 收购保泰科技进军保险核心领域，抓住保险数字化转型红利 | 27 |
| 5. 多项管理改善措施并举，推进人效提升与业绩释放..... | 27 |
| 5.1. 业务板块调整，提高板块间划分清晰度与版块内业务协同性..... | 27 |
| 5.2. 加强产品化能力与人员管理，收入与成本费用剪刀差缩小 | 29 |
| 6. 盈利预测与估值 | 30 |

| | |
|--|----|
| 6.1. 营收与毛利率预测：预计 2022-2024 年收入分别为 68.73/88.14/114.81 亿元， 毛利率分别为 73.5%/74.5%/74.8% | 30 |
| 6.2. 费用率及净利润预测：预计 2022-2024 年费用率总体较为稳定，归母净利润为 15.55/19.81/24.74 亿元 | 31 |
| 6.3. 给予公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E，对应目标价 58.3-63.6 元..... | 32 |
| 7. 风险提示 | 33 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 恒生电子股权结构图 (截至 2022 年 3 月 30 日) | 8 |
| 图 2: 恒生电子与其他同领域公司研发投入对比 | 9 |
| 图 3: 恒生电子毛利与毛利率表现 | 9 |
| 图 4: 恒生电子毛利率与软服行业毛利率中位数对比 | 9 |
| 图 5: 恒生电子 2020 年营收构成 | 10 |
| 图 6: 恒生电子 2021 年营收构成 | 10 |
| 图 7: 2016-2018 年恒生电子各块营收规模 (亿元) 及 CAGR | 10 |
| 图 8: 2019-2021 年恒生电子各块营收规模 (亿元) 及 CAGR | 10 |
| 图 9: 全国房地产开发投资完成额: 累计同比 | 11 |
| 图 10: 全国商品房销售面积及销售额: 累计同比 | 11 |
| 图 11: 居民金融资产和非金融资产占比变化 | 12 |
| 图 12: 居民金融资产中固收类和权益类资产增速对比 | 12 |
| 图 13: 注册制推进行程 | 12 |
| 图 14: 沪深两地上市公司数量及增速变化 | 12 |
| 图 15: 2019-2021 证券公司经营情况 (单位: 亿元) | 13 |
| 图 16: 2019-2021 基金业情况 | 13 |
| 图 17: “沪伦通”进展 | 16 |
| 图 18: 2021 年券商 IT 人数规模分布 | 21 |
| 图 19: IDC 金融云市场范围 | 23 |
| 图 20: 恒生电子在中国金融云解决方案市场份额中进入前五 | 23 |
| 图 21: 恒生电子金融数字化基础设施 LIGHT | 24 |
| 图 22: 恒生电子研发架构调整 | 24 |
| 图 23: 2022 年公司业务板块调整示意 | 28 |
| 图 24: 恒生电子最新业务线划分 | 28 |
| 图 25: 恒生电子人员增长情况 | 29 |
| 图 26: 恒生电子人效 | 30 |
| 表 1: 恒生电子发展历程 | 7 |
| 表 2: 恒生电子业务构成及主要产品 | 8 |
| 表 3: 互联网创新业务主要子公司 2021 年经营情况 | 11 |
| 表 4: 部分证券公司 IT 投入金额及增速 | 13 |

| | |
|--|----|
| 表 5: 近年来监管创新重大事件 | 14 |
| 表 6: 基础设施 REITs 重大政策及事件 | 16 |
| 表 7: 恒生电子为新筹外资机构提供服务的案例 | 18 |
| 表 8: 同业存单指数基金获批进度 | 19 |
| 表 9: 券商年报中强调“敏捷”的相关内容 | 21 |
| 表 10: 恒生电子从 online 战略到数智化战略的演变 | 22 |
| 表 11: 恒生电子客户满意提升相关战略 | 22 |
| 表 12: 恒生电子三大中台定位及价值 | 23 |
| 表 13: 新一代产品上线案例不完全统计 | 25 |
| 表 14: 恒生电子历年重大并购事件梳理 | 25 |
| 表 15: 购买 Summit 和 Opics 的内容及后续计划 | 27 |
| 表 16: 公司整体收入及毛利率预测 (单位: 百万元) | 31 |
| 表 17: 恒生电子费用率及净利润预测 (单位: 百万元) | 32 |
| 表 18: 可比公司估值 (2022 年 6 月 29 日) | 32 |

1. 核心观点

• **恒生电子是伴随中国资本市场成长的广度与深度兼具的 IT 龙头。**从 1995 年成立起经过多年发展不断丰富自身的产品线和业务领域，稳扎稳打，逐渐覆盖了证券公司、银行、基金管理公司、期货、信托、保险资管、交易所等多个领域，成为中国唯一全领域的金融 IT 服务商。目前公司的集中交易系统、TA、投资交易系统、银行综合理财系统等核心产品具有较高的市占率。利用核心产品的深度扎根优势带动周边产品，公司形成了全方位的产品矩阵，从而可充分发挥前中后台系统的协同优势、全牌照业务的协同优势，具备一体化建设能力，对客户进行深度与广度的双向渗透，保持对客户需求变化的敏感度和高粘性，市场地位稳固。公司通过持续的高研发投入打造产品化能力，维持先发优势，其软件销售与服务的毛利率水平显著高于软服行业平均水平。

• **由监管创新带来的系统建设与改造需求构成公司短中期业绩的直接驱动因素，当前我国资本市场长期坚持改革开放创新的方向不变，恒生电子将持续受益于政策创新的红利。**从 2019 年起，我国资本市场总体在监管上由 2015 年以来以收紧为主基调进入以鼓励创新为主的活跃状态。近年来监管创新主要围绕新机构成立、新业务与新产品增加、交易方式与交易制度变革等方面，新筹机构成立通常带来系统一体化建设的需求，新业务与新产品增加带来对应的新系统或模块建设需求，交易方式或交易制度变化通常带来系统接口与规则等的改造需求。2022 年起公司将继续受益于资本市场的活跃与创新，FOF-LOF、同业存单指数基金、科创板做市业务、全面注册制、深交所新债券系统改造、上交所 ETF 多码合一改造等创新的改革均有望带来对应的改造需求，同时北交所、公募 REITs 的扩张及基金通业务、基金投顾试点扩容等业务的扩容与持续渗透也将在 2021 年的基础上继续产生对应的需求，多项改革政策有望为公司带来总量约 41.2 亿的增长空间。

• **数智化的深入推进是公司中长期业绩的支撑力。**针对金融机构新一阶段的数字化转型需求，公司从产品层面、战略层面、外延并购层面全方位发力，为中长期业绩高速发展做充分准备。恒生电子在 IDC 发布的《中国金融云市场（2021 下半年）跟踪报告》中首次进入前五，上升到头部阵营，体现了公司在云化体系建设中的强劲势头。（1）在产品层面，恒生电子以自研的具备云原生属性的分布式平台和上层应用产品全面承接金融机构的架构升级需求。一方面通过提供自研的微服务架构技术底座和配套的全栈式开发框架与组件满足部分头部金融机构的自建需求，长期来看，恒生电子和有自研需求的客户会逐渐形成“底层标准化，上层个性化”的合作方式；另一方面通过已完成云原生架构升级的投资交易 O45、经纪业务 UF3.0、新一代估值系统 FA6.0、新一代 TA 系统等核心业务系统全面承接金融机构的升级替换需求，随着 2021 年 O45、UF3.0 等新产品在华宝基金、招商证券、华泰证券等迁移替换案例的成功落地所带来的示范效应凸显，2022 年起公司将进入新产品替换的规模化推广阶段，持续支撑中长期业绩；（2）在战略层面，从 2017 年的 online 战略到 2021 年的数智化战略不断升级，明确建立数据智能领域第一品牌，推进市场数据和客户数据中心建设；从 2018 年的以客户为中心到 2021 年的“客户满意度第一，产品质量第一”，2021 年年度合同交付周期同比缩短 9.6%，客户满意度提升，增强了客户粘性和需求响应敏锐度；2022 年公司将研究院和研发中心进行整合成立技术平台总部，进一步聚焦 light 战略，加速提升数智化能力（3）外延并购层面，公司持续通过外延式扩张填补短板，加速提升数智化的全面竞争力与覆盖度。2021 年公司继续保持了并购力度，购买了 Finastra 旗下的 Summit 和 Opics 的产品源代码及全套在华合同等业务，可快速切入大中小型银行的资金管理系统领域并将产生稳定的业绩贡献，其中 Opics 在 2021 年已逐渐产生业绩贡献，Summit 预计 2022-2026 年产生的营收将从 9600 万逐年递增至 1.57 亿，2027 年及以后预计每年稳定产生 1.57 亿收入；同时通过并购保泰科技拓展保险核心领域，在 2021 年已贡献 8000 多万的收入，长期来看有望享受保险行业数字化转型的红利。

• **多项管理改善措施并举，推进人效提升和业绩释放。**公司在 2022 年调整了

业务划分,提高了板块间划分的清晰度与版块内的业务协同性,调整方向主要为将定制化较为集中的业务单独调整为一个板块、在大资管业务板块下整合运营管理 IT 业务条线以更加满足客户的资管与运营一体化建设需求、将原数据风险与基础设施 IT 调整为数据风险与平台技术 IT 从而提高版块内各业务的协同性;同时通过继续实施 IPD 的产品及研发管理流程和员工持股等多项管理措施来提高效率与维持人员稳定性,2022 年有望实现人效回升,收入与成本费用剪刀差开始缩小。

盈利预测与评级: 给与公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E,目标价 58.3-63.6 元。预计恒生电子 2022-2023 年归母净利润分别为 15.5/19.8 亿,对应 EPS1.06/1.36 元。2022 年可比公司平均 P/E 为 55.3x,给予公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E,目标价 58.3-63.6 元,首次覆盖给予“买入”评级。

●**风险提示:** 新一代产品在金融机构的推广与实施进度不及预期;创新政策的落实节奏不及预期;非经常性损益波动风险;疫情影响项目进展与收入确认节奏。

2. 伴随资本市场一路成长的龙头

2.1. 伴随中国资本市场成长,稳步扩张形成广度和深度兼具的产品体系

以**证券 IT 起家,稳扎稳打占领市场,有序扩展覆盖面**。1995 年,由于国债交易被叫停,恒生电子创始团队开始转战证券业务系统。1997 年开始推出柜台交易系统 BTRV5.0 和 windows 版 97Sybase,开始和国泰、海通、南方、华夏等证券公司建立合作关系,同时银证转账、网上交易系统等也抢占了新增市场绝大部分市场份额,同年金融事业部(后改名为银行事业部)成立。1999 年 7 月 1 日,《证券法》正式实施,证券市场监管体制正式确立,恒生电子接住银证转账的东风迅速扩大,并且经过几年的积累成为中国证券行业的 IT 龙头企业,市场占有率成为全国第一。

1998 年随着我国第一家公募基金公司成立,恒生电子开始进军基金领域,1999 年推出基金投资管理系统 S1.0,2000 年恒生的基金投资交易系统占有率成为了全国第一,并保持绝对优势至今。

2011 年恒生成为了多数信托公司的核心系统建设伙伴。2012 年参与上海清算所、新三板等新系统建设,开始进入金融市场基础建设领域。至此,公司业务基本完成在资本市场领域的横向扩展和覆盖。从广度来看,恒生电子已经全面覆盖了中国资本市场的主要金融机构,包含证券公司、公募、私募、信托、期货、交易所、银行等。

表 1: 恒生电子发展历程

| 年份 | 重大进展 |
|------|--|
| 1995 | 国债交易叫停,转战证券业务系统 |
| 1997 | 推出柜台交易系统 BTRV5.0 和 windows 版 97Sybase,和国泰、海通、南方、华夏等建立合作关系;发布银证转账、网上交易系统等,抢占了新增市场绝大部分份额 |
| 1998 | 证券领域市占率成为全国领先;开始为基金公司提供系统 |
| 1999 | 推出基金投资管理系统并保持绝对优势至今;成为证券 IT 龙头企业,市占率第一 |
| 2002 | 基金业务部成为又一利润核心 |
| 2006 | 金融网络服务平台 2006 版正式发布 |
| 2010 | 进入金融资讯领域 |
| 2011 | 成为大多数信托公司的核心系统建设合作伙伴 |
| 2012 | 提供上海清算所、新三板等新系统建设,开始进入金融市场基础建设领域 |

2013 针对非标的“恒生金融交易所系统产品”渐趋成熟

资料来源：恒生电子官网，德邦研究所

从深度来看，主要体现在两方面。一方面是形成了**全方位的产品矩阵**，覆盖从渠道及销售端系统，到核心的业务处理系统，再到估值清算等运营类系统的几乎所有的业务解决方案，使得单个客户可以选择恒生电子来满足绝大部分展业需求，形成产品链闭环；另一方面是随着公司在券商、基金等主要客户的持续服务与深化拓展，恒生电子在各领域都取得了**高份额的市占率**，尤其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 系统等多个核心产品都占据了较大市场份额。

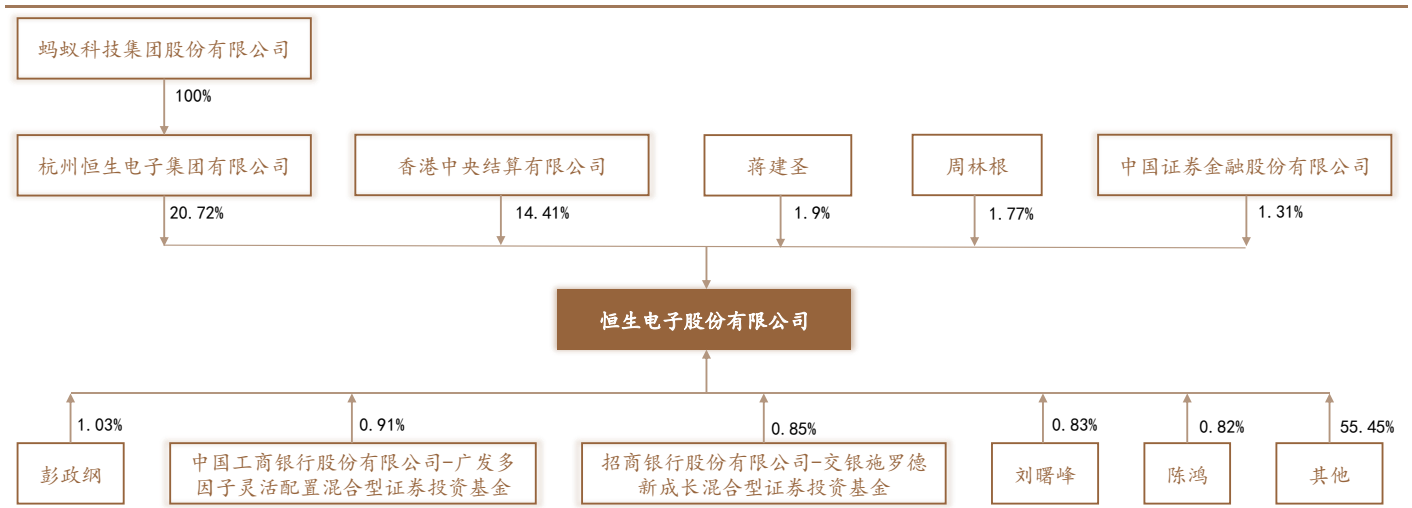
表 2：恒生电子业务构成及主要产品

| 板块 | 业务条线 | 核心产品/解决方案列举 |
|--------------|----------|---------------------------------|
| 大零售 | 经纪 IT | 集中交易系统、集中业务运营平台 BOP、极速交易系统、投资赢家 |
| | 财富管理 IT | 理财销售系统、资产配置、TA、产品管理、营销服务等系统 |
| 大资管 | 资管 IT | 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 |
| | 机构服务 IT | PB 系统 |
| 银行与产业 IT | 银行 IT | 交易银行解决方案、代收付中间业务等 |
| | 供应链金融 IT | 供应链金融、平台金融等 |
| 数据风险与基础设施 IT | 数据服务与中台 | 行业数据中心、统一资讯平台、数据平台、数据集市等 |
| | 风险合规管理 | 内控合规、反洗钱等 |
| | 交易所 IT | 地方/国家级交易所解决方案 |

资料来源：公司年报，官方公众号，德邦研究所

截至 2022 年 3 月 30 日，恒生电子第一大股东为恒生集团有限公司，持股 20.72%。恒生电子与蚂蚁集团优势互补，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，奠定了恒生电子产品升级的开发基础。

图 1：恒生电子股权结构图（截至 2022 年 3 月 30 日）



资料来源：Wind，德邦研究所

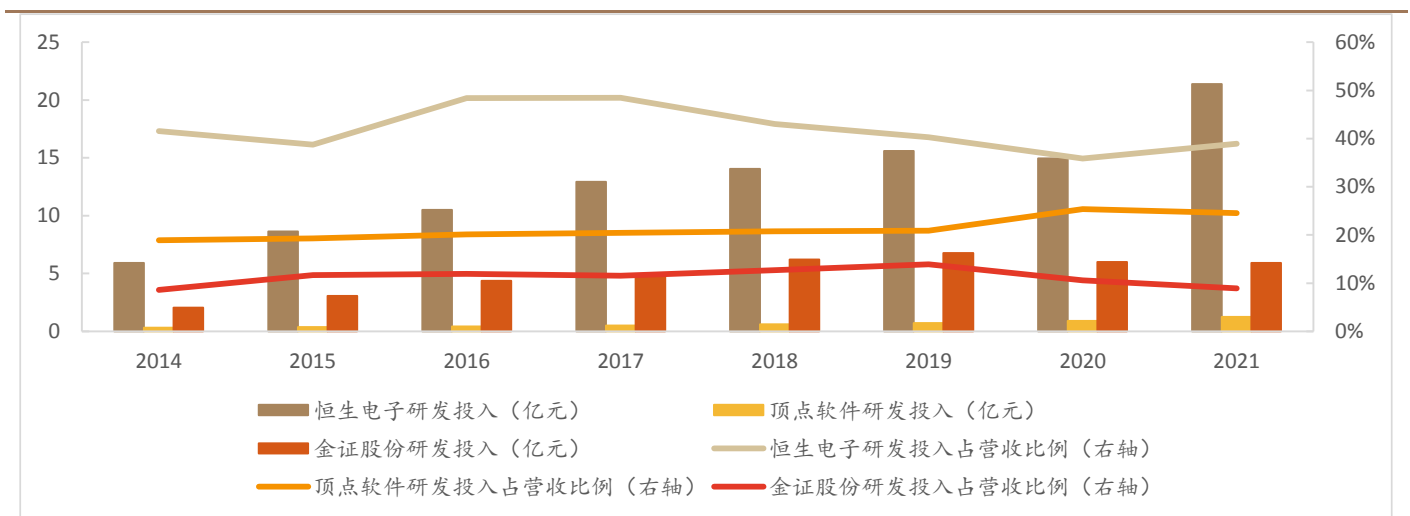
2.2. 持续高研发增强先发优势，形成高粘性，构成稳定业绩支撑

标准化能力强并与客户形成深度绑定。恒生电子从 1995 年起一直深耕于资本市场 IT 领域，与证券公司、公募为代表的金融机构经过 20 多年的充分磨合，

各条线产品伴随金融机构的业务、监管要求与技术发展产生的新需求而不断迭代和更新，具备了充分的先发优势，产品可满足绝大多数客户的业务开展需求，可以用标准化较强的系统进行覆盖，针对不同客户的个性化需求，也能通过增加模块来解决。同时金融机构对稳定、安全特性具有高度追求，更换系统会带来数据丢失、业务中断等风险，并且与新系统还需要业务充分磨合的转换过程，上述原因导致金融机构无必要情况通常不轻易更换系统供应商，与恒生电子形成了深度绑定。

持续高研发维持难以赶超的竞争优势。恒生电子长期以来保持着高研发投入，根据下游客户的业务发展变化和技术发展进度及时推出新产品，及时响应市场需求的变化。多年来无论是研发支出的绝对金额还是研发投入占营收比，均显著高于同领域公司，从而不断巩固和维持先发优势。

图 2：恒生电子与其他同领域公司研发投入对比



资料来源：各公司年报，Wind，德邦研究所

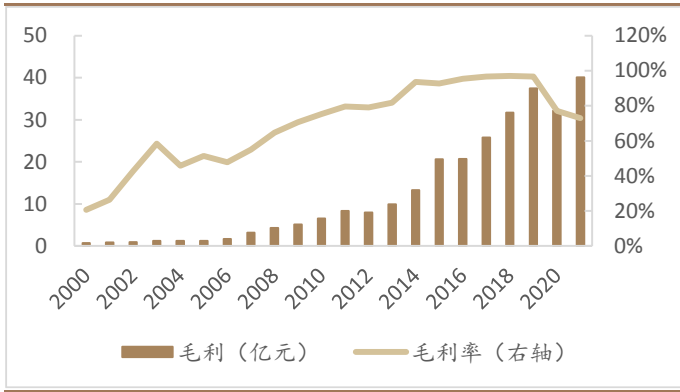
与客户的高粘性和标准化能力较强的软件产品特性为恒生电子带来高于行业平均水平的高毛利率表现。

从 2020 年开始公司毛利率有一定下滑，主要原因有两方面：

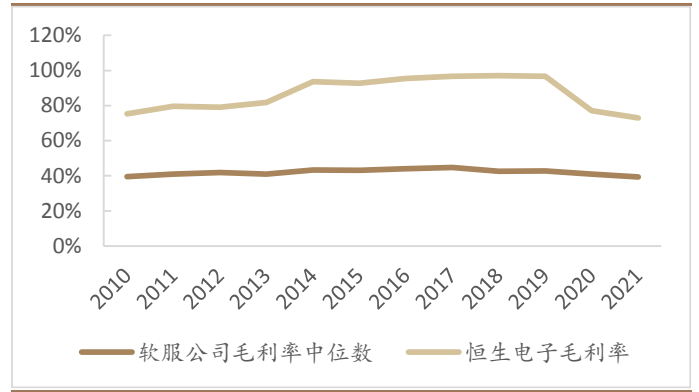
- (1) 新收入准则施行带来的会计确认方式影响。公司从 2020 年起开始施行新收入准则，一方面定制类软件的收入从完工百分比法变为终验法导致收入确认延后；另一方面将合同履行义务相关的项目开发实施及维护服务人员费用归集到合同履行成本，与收入配比计入营业成本。
- (2) 为迎接下一阶段的数智化转型，进一步把握市场机会和提升竞争力，公司从 2020 年起加大了对前端服务的响应速度，加大了定制化服务的比例，以此加大对客户需求变化的敏锐捕捉和能力积累，同时也进一步提高客户满意度加大粘性。

图 3：恒生电子毛利与毛利率表现

图 4：恒生电子毛利率与软服行业毛利率中位数对比



资料来源：公司年报，德邦研究所

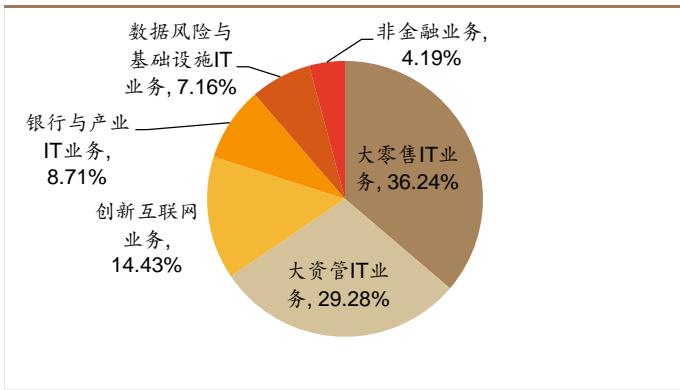


资料来源：Wind，德邦研究所

注：表中的软件行业为“Wind 行业类-信息技术-软件与服务”所包含的公司

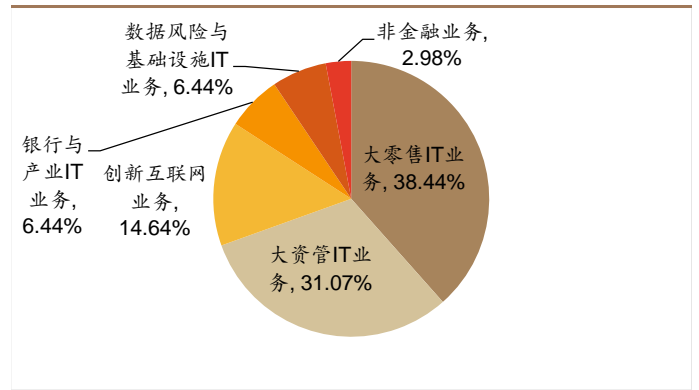
2019年起公司调整了业务线，将原业务线合并调整为大零售IT、大资管IT、银行与产业IT，新设数据风险与基础设施IT。虽然年报口径产生了调整，但基本的收入结构未发生实质性变化，大零售与大资管条线（原经纪业务、财富业务、资管业务条线）依然是构成公司业绩的主要部分，是公司整体营收的基本盘。

图 5: 恒生电子 2020 年营收构成



资料来源：Wind，德邦研究所

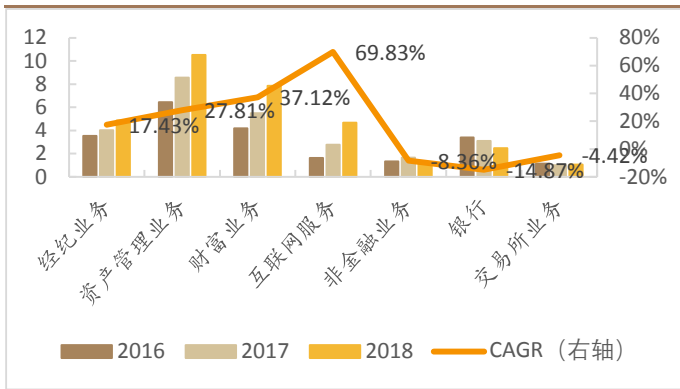
图 6: 恒生电子 2021 年营收构成



资料来源：Wind，德邦研究所

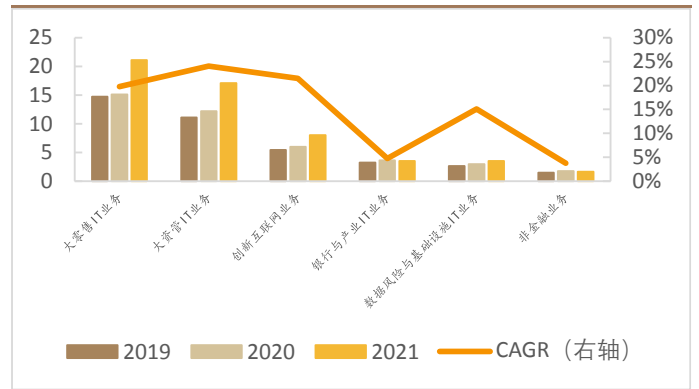
分板块看营收的增速，除了传统优势基本盘业务大零售IT、大资管条线IT营收CAGR较高之外，创新互联网业务也增速较为强劲。

图 7: 2016-2018 年恒生电子各块营收规模 (亿元) 及 CAGR



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8: 2019-2021 年恒生电子各块营收规模 (亿元) 及 CAGR



资料来源：Wind，德邦研究所

2019年到2021年互联网创新业务CAGR达21.49%，仅次于大资管IT业务增速，构成新的业绩增长动力。创新互联网业务主要由部分重要子公司提供服务，对象为基金、证券、信托、期货、保险、私募、境外机构等各类金融机构，核心产品为一站式云服务解决方案，IaaS+PaaS+SaaS层云计算服务，主要功能为基于云的投资交易、估值、托管清算、投资监督、信息披露、绩效评估及风险管理、算法交易等。2021年创新业务营收8.039亿，主要子公司发展情况较为良好。

表 3: 互联网创新业务主要子公司 2021 年经营情况

| 子公司 | 2021 年业务进展 | 2021 年营收 (万元) | 营收同 比增速 | 2021 年净利 润 (万元) | 净利润同 比增速 |
|------|---|------------------|------------|--------------------|-------------|
| 恒生聚源 | 继续拓宽数据基座, 实现投研和风险数据域的全面提升; 聚源终端打磨聚焦、攻坚智能投研; 智能小梵在财富管理场景持续创新, 迭代升级数智化组件; 智眸产品在资管风控场景稳步打开市场 | 29,062.17 | 35.42% | 851.58 | 16.34% |
| 恒云控股 | 香港地区保持领先, 零售产品线新增 18 家客户, 基于 UF3.0 底层设计的恒云新一代证券交易和结算系统取得了进展, 同时也在机构经纪业务和买方业务积极布局 | 17,160.17 | 9.60% | 5,428.01 | 0.34% |
| 云毅网络 | 解决方案上财富管理领域一站式服务业务覆盖及技术平台的规划进展顺利 | 14,207.26 | 59.83% | 6,005.21 | 73.53% |
| 鲸腾网络 | 实现以金融软件服务与业务运营为导向, 以场景化能力输出, 为证券/期货等金融行业提供一站式线上零售经纪服务 | 11,791.57 | -6.37% | 148.23 | -95.11% |

资料来源: 公司 2021 年度业绩说明会, 德邦研究所

3. 财富资管端发展良好提振 IT 投入动力, 创新政策频出提升短中期市场空间

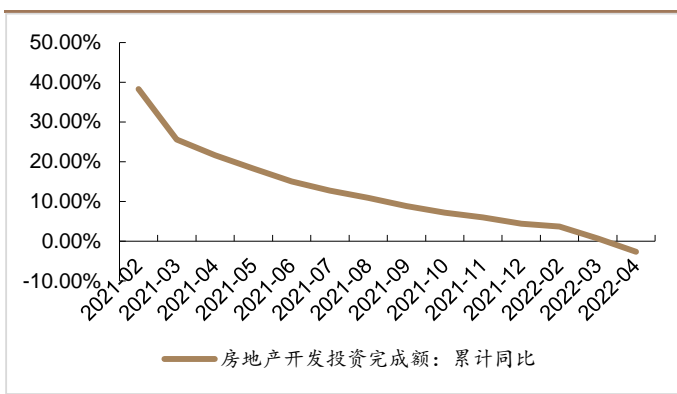
3.1. 财富资产管理行业处在黄金发展期, 金融机构的营收与资产规模持续提升, 带动 IT 投入预算扩张

随着我国居民资产配置结构的不断优化, 金融资产在居民资产中的占比提升, 房地产投资占比下降, 专业财富管理的需求上升; 同时注册制的推行增加了市场上投资标的数量。供需两旺迎来财富资管发展的黄金期。

3.1.1. 居民资产结构优化和资管新规带动财富管理端发展

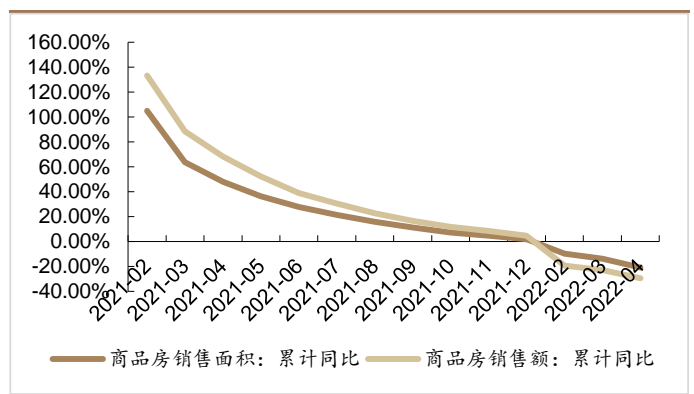
房地产投资属性弱化, 居民资产结构调整, 金融资产占居民总资产比例持续上升。从 2018 年开始两会的报告来看, 房住不炒是一直以来的基调, 加之 2021 年国务院办公厅印发了《关于加快发展保障性租赁住房的意见》再一次加强保障性措施。之后房住不炒拟写入地方立法, 增加调控手段实行租金指导价, 以及差别化住房信贷的政策均在表明对于房住不炒的决心。根据国家统计局数据, 近两年来全国房地产开发投资完成额和商品房销售面积及销售额累计同比呈持续下降趋势。

图 9: 全国房地产开发投资完成额: 累计同比



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

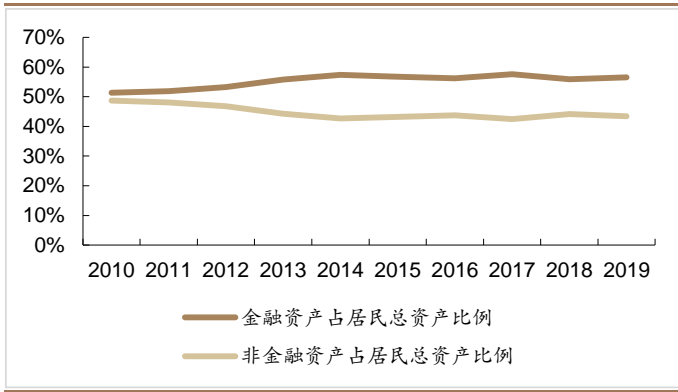
图 10: 全国商品房销售面积及销售额: 累计同比



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

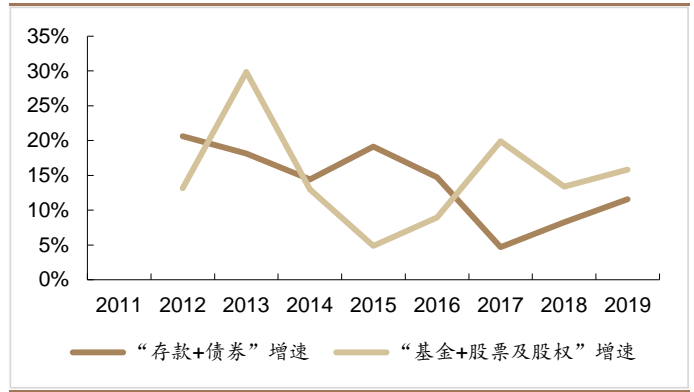
未来, 随着居民资产配置结构进一步优化, 财富管理需求将持续增强。居民总资产分为金融资产和非金融资产, 其中非金融资产中主要是房地产部分, 根据国家统计局数据, 住房资产占非金融资产比例超过 90%。随着房地产投资及销售规模的下降, 金融资产占居民总资产的比例在不断上升。金融资产中分为存款、债券、证券投资基金、股票及股权等不同种类, 其中存款和债券偏固收类资产, 证券投资基金和股票及股权偏权益类资产, 将此二类资产加总观察增速变化可知, 从 2017 年起, 权益类资产的增速超过固收类。

图 11: 居民金融资产和非金融资产占比变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 居民金融资产中固收类和权益类资产增速对比



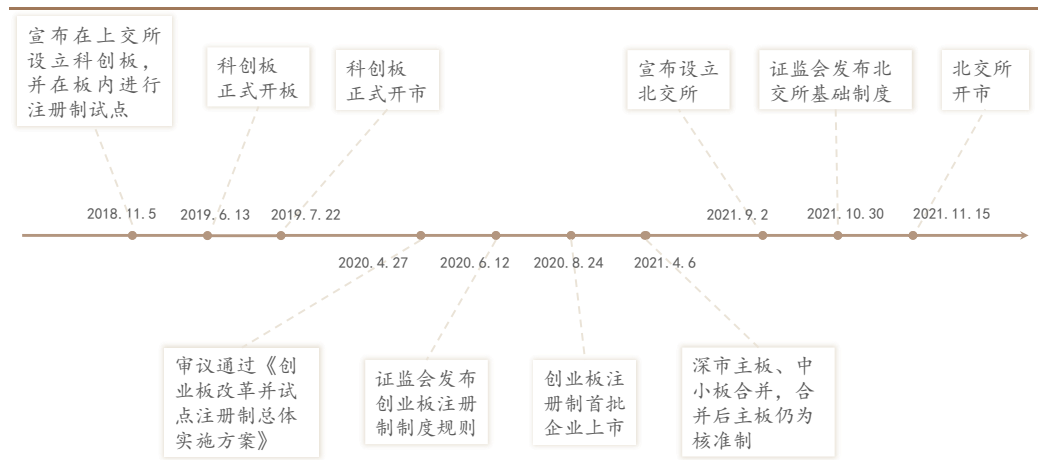
资料来源: Wind, 德邦研究所

2022 年起我国正式开启资管新规带来的财富管理业务良性发展期。从 2022 年起, 资管新规正式完成过渡期, 开始正式施行。市场上的保本理财等不合规老产品已经清零, 理财产品均转为净值型产品, 收益波动情况更加普遍, 理财专业能力对收益的影响日益提升, 催生了居民理财对应的专业投顾服务需求, 利好大财富管理业务的持续推进和高质量转型。

3.1.2. 注册制推行上市公司数量增多, 利好资产管理端发展

从 2018 年宣布设立科创板并试点注册制以来, 而后通过创业板改革贯通存量市场, 再到 2021 年北交所自设立起即实施发行注册制, 3 年时间内我国股票发行制度从核准制向着注册制分步骤迈进。

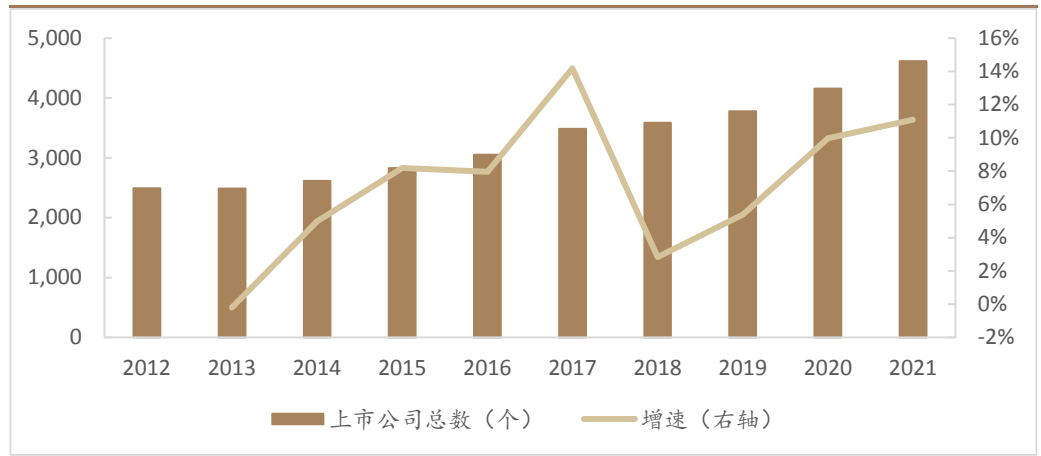
图 13: 注册制推行进程



资料来源: 中国证监会、深圳证券交易所、深交所公众号、北京证券交易所、中国经营报、人民资讯, 德邦研究所

注册制度逐步推行使得我国上市公司数量增速呈现加速趋势, 从而具备更多投资标的, 利好资产管理业务的发展。科创板、创业板的注册制推行都对沪深两地上市公司的数量增加起到了推动作用。2021 年 11 月 15 日北交所开市后, 81 家公司首批上市, 截至 2022 年 6 月 6 号, 已经有 94 家公司于北交所上市。后期随着全面注册制的推行, 上市公司数量将继续增加。

图 14: 沪深两地上市公司数量及增速变化



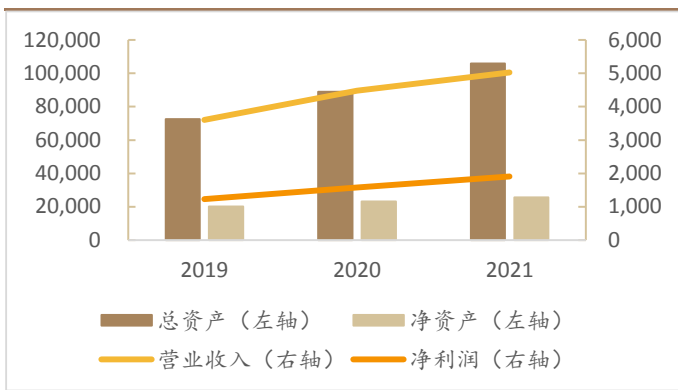
资料来源: Wind, 德邦研究所

3.1.3. 财富资管端持续发展提振底层技术及应用系统的重塑与构建需求

财富管理和资产管理端的良性发展, 将有助于证券公司、基金公司等金融机构的业务持续发展, 提高金融机构的资产配置、投资研究、客户服务等一系列能力要求, 从而带来更多相关底层技术和应用系统的重塑和构建需求, 利好在大零售 IT、大资管 IT 领域占据龙头地位的恒生电子。

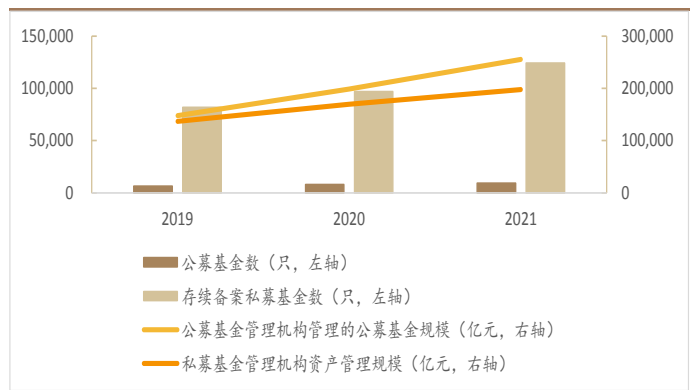
2021 年公司以证券公司、公募为代表的主要客户呈现发展良好的态势。2021 年, 证券公司整体营收为 5024.1 亿元, 同比增长约 12.03%; 净利润为 1575.34 亿元, 同比上升约 21.32%; 根据基金业协会数据, 2021 年基金管理公司管理的公募基金规模约 25.56 万亿元, 同比上升约 28.51%; 全市场基金份额 21.78 万亿份, 相对于 2020 年新增 24.4% (4.75 万亿), 无论是规模还是份额仍然保持接近于 2020 年的高速增长。

图 15: 2019-2021 年证券公司经营情况 (单位: 亿元)



资料来源: 中国证券业协会, 德邦研究所

图 16: 2019-2021 年基金业情况



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 德邦研究所

当前证券行业持续加大信息化投入力度, 寻求基础设施升级和业务发展的差异化。从已披露的部分证券公司 2021 年 IT 投入可看出, 2021 年证券公司普遍投入力度加强, IT 投入同比增速普遍超过 20%, 其中头部券商投入力度更加明显。

表 4: 部分证券公司 IT 投入金额及增速

| 证券公司 | 2020 年 IT 投入 (亿元) | 2021 年 IT 投入 (亿元) | 增速 |
|------|-------------------|-------------------|---------|
| 华泰证券 | 17.65 | 22.28 | 26.23% |
| 招商证券 | 9.94 | 11.92 | 19.92% |
| 海通证券 | 8.75 | 11.76 | 34.40% |
| 中金公司 | 6.41 | 13.46 | 109.98% |
| 广发证券 | 8.90 | 9.85 | 10.67% |
| 中信建投 | 7.78 | 10.93 | 40.49% |

| | | | |
|------|------|------|---------|
| 中泰证券 | 7.11 | 8.08 | 13.64% |
| 东方证券 | 5.36 | 8.75 | 63.25% |
| 安信证券 | 6.75 | 9.17 | 35.85% |
| 申万宏源 | 5.96 | 8.28 | 38.93% |
| 兴业证券 | 5.03 | 7.64 | 51.89% |
| 光大证券 | 3.15 | 3.86 | 22.54% |
| 方正证券 | 3.21 | 3.60 | 12.15% |
| 东吴证券 | 2.68 | 3.26 | 21.64% |
| 国元证券 | 2.07 | 2.26 | 9.18% |
| 天风证券 | 1.98 | 2.24 | 13.13% |
| 中银国际 | 1.96 | 2.00 | 2.04% |
| 第一创业 | 1.73 | 2.06 | 19.08% |
| 国联证券 | 1.45 | 1.72 | 18.62% |
| 中原证券 | 1.49 | 1.85 | 24.16% |
| 华安证券 | 1.07 | 1.33 | 24.30% |
| 红塔证券 | 1.34 | 1.20 | -10.45% |
| 华林证券 | 0.89 | 3.47 | 289.89% |

资料来源：各证券公司年报，德邦研究所

3.2. 金融市场改革持续推进，带来系统建设与改造增量

资本市场的政策创新带来对应金融机构的现有 IT 系统改造与新增模块建设需求是构成恒生电子业务增量的直接来源。恒生电子在证券、基金、保险资管等领域占据了核心业务系统的较大市场份额，而我国资本市场的相关变革与创新带来的新建系统的模块通常均涉及在相关核心系统的对接与改造。恒生电子作为核心系统的绝对龙头，在金融机构内盘根错节，出于对核心系统的熟悉和掌控，对相应的新增模块及周边系统的建设具有先天的切入优势，可充分享受政策创新的红利。

通过梳理近年来我国资本市场的重大改革创新事件，从 2019 年起，我国资本市场总体在监管上由 2015 年以来以应对指数波动与股价异动为主的基调进入鼓励创新的活跃状态。近年来监管创新主要围绕新机构成立、新业务与新产品增加、交易方式与交易制度变革等方面，新筹机构成立通常带来系统一体化建设的需求，新业务与新产品增加带来对应的新系统或模块建设需求，交易方式或交易制度变化通常带来系统接口与规则等的改造需求，相关的建设与改造需求均构成恒生电子业务的直接增量。当前，我国资本市场长期坚持改革开放创新的方向不变，恒生电子将长期受益于政策创新的红利。

表 5：近年来监管创新重大事件

| 监管风格 | 年份 | 事件/政策 |
|--------------|-------------|--|
| 收紧 | 2016 年 4 月 | 《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 5 月 | 证监会通过《证券期货投资者适当性管理办法》 |
| | 2016 年 5 月 | 基金业协会向部分机构下发《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 8 月 | 证监会修订《关于保本基金指导意见》 |
| | 2018 年 3 月 | 股票质押新规正式实施 |
| | 2018 年 4 月 | 将合资证券、基金管理和期货公司的外资投资比例限制放宽至 51% |
| | 2018 年 4 月 | 资管新规发布 |
| 放管结合 创新活跃 | 2018 年 6 月 | 存托凭证发行 |
| | 2018 年 12 月 | 理财子新规发布 |
| | 2019 年 2 月 | 《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 |
| | 2019 年 6 月 | 科创板开板 |
| | 2019 年 6 月 | 沪伦通启动 |

| | |
|----------|---|
| 2019年10月 | 基金投顾试点落地 |
| 2019年12月 | 发布 MOM 产品指引 |
| 2020年4月 | 正式取消对证券公司、基金和期货公司的外资持股比例限制 |
| 2020年4月 | 境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步 |
| 2020年6月 | 创业板注册制落地 |
| 2020年7月 | 新三板精选层正式设立并开市交易 |
| 2021年3月 | 银保监会取消保险公司的外资持股比例限制 |
| 2021年4月 | 深市主板、中小板合并 |
| 2021年11月 | 北交所开市 |
| 2021年12月 | 上交所已完成新债券交易系统上线，在技术系统上实现股债完全分离 |
| 2022年1月 | 上交所、深交所、中国结算联合发布《基金通业务指引试行稿》，为有需求的场外公募 REITs 投资者提供补充退出渠道 |
| 2022年3月 | CDR/GDR 东西双向扩容 |
| 2022年4月 | 期货和衍生品法发布 |
| 2022年5月 | 科创板做市试点 |
| 2022年4月 | 深交所就基础设施公募 REITs 扩募规则公开征求意见 |
| 2022年5月 | 上交所就基础设施公募 REITs 扩募规则公开征求意见 |
| 2022年5月 | 《深圳证券交易所债券交易规则》及三项配套指引正式实施，配套交易系统同步上线，深交所全面实现债券交易规则及系统的“股债分离” |
| 2022年5月 | 公募基金管理人新规落地，放管结合，对公募持牌机构的限制由此前的“一参一控”适度放宽至了“一参一控一牌照” |

资料来源：中国人民银行、中国证监会、银保监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国结算、全国股转系统、证券时报，德邦研究所

2022-2023 年市场将继续保持创新度的活跃。2019 年以来的银行理财子建设、2019 年的科创板和 2020 年的创业板注册制、加速对外开放等创新政策均带来了对应的市场机会；2021 年的北交所开市、上交所新债券建设、公募 REITs、基金投顾等创新政策与事件也产生了可观的业绩增量。2022 年起公司将继续受益于资本市场的活跃与创新，FOF-LOF、同业存单指数基金、科创板做市业务、全面注册制、深交所新债券系统改造、上交所 ETF 多码合一改造等创新的改革均有望带来对应的改造需求，同时北交所、公募 REITs 的扩张及基金通业务、基金投顾试点扩容等业务的扩容与持续渗透也将在 2021 年的基础上继续产生对应的需求。

3.2.1. 已有创新政策的持续实施与扩容将持续提高对应系统改造和模块建设的渗透率

(1) 基础设施 REITs 扩容扩募

2021 年 6 月首批公募 REITs 正式上市交易。经过 2021 年 REITs 试点的推进，2021 年底共发行了 11 只 REITs 产品。Wind 数据显示，截至 6 月 6 日，共有 12 只公募 REITs 上市，发行规模约 458.12 亿元，运行较为平稳。

为进一步盘活存量资产，2022 年 REITs 扩容扩募及促进 REITs 投资者范围扩大等相关的政策频出。

2022 年 1 月，上交所、深交所、中国结算联合发布《基金通业务指引试行稿》，为有需求的场外公募 REITs 投资者提供补充退出渠道，场外投资者可以使用沪深两市开放式基金账户，通过基金通平台转让基金份额。基金通业务的开展，可以扩大公募 REITs 上市后可参与的投资者范围，增加投资者场外退出渠道，提高基金销售机构参与公募 REITs 发行的积极性。

2022 年，REITs 扩容扩募动作频出。2022 年 3 月 18 日，证监会发布《深入推进公募 REITs 试点 进一步促进投融资良性循环》一文，提到了公募 REITs 下一阶段的重点工作：一是正在研究制定基础设施 REITs 扩募规则；二是抓紧推动保障性租赁住房公募 REITs 试点项目落地。同年 4 月 15 日，上交所、深交所分别就基础设施公募 REITs 扩募规则公开征求意见；5 月 25 日国办也提出鼓励更多 REITs 发行上市；5 月 31 日证监会指导证券交易所发布基础设施 REITs 扩募指

引, 加大 REITs 市场建设力度。

表 6: 基础设施 REITs 重大政策及事件

| 时间 | 重大进展事件 |
|-----------------|--|
| 2020 年 4 月 24 日 | 中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》，基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点正式启航。 |
| 2020 年 8 月 6 日 | 中国证监会公布《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》，明确了基础设施基金应具备的条件 |
| 2021 年 6 月 21 日 | 沪深交易所首批 9 单基础设施公募 REITs 正式上市交易，标志着我国基础设施公募 REITs 试点进程迎来重要里程碑。 |
| 2021 年 7 月 2 日 | 国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》，试点区域扩展到全国范围 |
| 2022 年 1 月 28 日 | 上交所、深交所、中国结算联合发布《基金通业务指引试行稿》，为有需求的场外公募 REITs 投资者提供补充退出渠道 |
| 2022 年 5 月 25 日 | 国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》提出，要推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 健康发展，并鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市。 |
| 2022 年 5 月 31 日 | 沪深交易所发布《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 业务指引第 3 号——新购入基础设施项目 (试行)》《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 3 号——新购入基础设施项目 (试行)》 |

资料来源：中国证监会、国家发改委、上交所、深交所等，德邦研究所

2022 年随着基金通平台、扩容扩募等多项刺激性举措的推行，更多公募及基金销售机构均有望增加更多系统建设与改造需求。未来 2 年预计 REITs 相关功能的建设是金融机构的一大热点。

针对基金通业务，恒生电子推出“公募 REITs 上证/深圳基金通业务整体解决方案”，助力基金管理人和销售机构参与基金通平台开展基金通业务，同时未来 REITs 的扩容也将进一步提高公募 REITs 解决方案的渗透率。

(2) CDR/GDR 扩容

2019 年 6 月 17 日下午，“沪伦通”正式在上交所和伦交所启动，包括东、西两个业务方向。东向业务指伦交所上市公司在上交所挂牌中国存托凭证 (简称 CDR); 西向业务指上交所 A 股上市公司在伦交所挂牌全球存托凭证 (简称 GDR)。由于原沪伦通业务开展过程中适用范围较窄、未对融资型中国存托凭证 (CDR) 作出安排，2022 年 3 月 25 日，沪深两个交易所分别公布了与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法以及相关跨境转换、做市业务的配套指引，将 CDR (中国存托凭证) 发行范围自英国拓展至德国和瑞士，将 GDR (国际存托凭证) 发行范围由上交所拓展至符合条件的深交所上市公司。

图 17: “沪伦通”进展



资料来源：中国证监会、上交所、深交所等，德邦研究所

此次沪深交易所的配套指引中，降低了投资者的门槛，证券资金账户 20 日日均资产由 300 万元放低至 50 万元，与科创板一致，利于提高投资者的参与度；同时东西双向扩容也利于进一步提高我国资本市场国际化程度，使金融产品更加多元化。

自 2019 年沪伦通启动后截至 2022 年 2 月，仅九号公司于 2020 年 10 月完成 CDR 发行，仅 4 家公司完成 GDR 发行并于伦交所上市，因此当前试点相关金融机构对应的系统建设渗透率并不高。而此次新规发布后随着对应标的增加和投资活跃度逐渐提高，长期来看有望提高 IT 系统的建设在券商、基金等金融机构的渗透率，带来更多系统的改造需求增量。

(3) 公募基金投顾试点扩容

2019 年 10 月 24 日，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》。在公募投顾试点中，对投顾服务机构的各类能力要求较高，包括投资研究、产品管理、业务运营、合规风控、信息披露等。基金投顾是券商进行财富管理转型的重要抓手，同时结合个人金融资产规模持续扩大的趋势，市场对资产配置和买方投顾的需求会不断增长，供需两端均具备长期增长动力。

从 2019 年试点开始至今，基金投顾试点机构不断扩容，呈现火热发展态势。2019 年 10 月，易方达、华夏、南方、嘉实、中欧 5 家基金公司，首批获准基金投顾试点；2019 年 12 月，蚂蚁、腾安、盈米已获得基金投顾试点资格；2020 年 2 月 29 日，第三批公募基金投顾业务试点出炉，包括 3 家银行、7 家券商获得基金投顾试点资格。根据证标委公示的基金投资顾问业务编码，**当前获得基金投顾试点资格的机构达到 58 家，包括 3 家银行、3 家第三方独立销售机构、29 家券商、23 家基金公司及其子公司。**

公募基金投顾是全委托模式的管理型组合，投资者全权委托投顾机构进行投资操作。投顾机构的专业资产配置能力、客户服务能力以及基于互联网业务的技术能力都是关键能力要素。2017 年恒生电子增资入股商智神州，进一步增强了恒生电子的资产配置能力。在投顾机构的系统建设层面，恒生电子可以为机构提供资产配置系统、投顾交易系统等的输出服务，同时整体的公募投顾解决方案上新了信创版本，并在原版本的基础上增加了自动化运营、定向销售、组合定投、未来收益模拟分析、服务费用对账、退出方式优化等新功能，可全面满足 2022 年及未来更多投顾机构的系统建设、运营和业务拓展需求。

(4) 北交所设立带来的持续建设需求

2021 年 9 月 3 日北交所注册成立，同年 11 月 15 日正式开市。北交所的设立将有利于对中小企业的扶持力度进一步加大。在政策利好基础之上，新三板的流动性会有所增强，增加股民的投资信心，交易量的增加利好券商经纪业务；同时随着部分股票的流通性增加，将带来股民还有投资机构投资热情的增长，对投顾等业务的需求也有一定推动作用。

在金融机构的系统改造方面，北交所的设立将带来柜台系统、基金投资交易系统、风控合规系统等多个系统的改造和对应模块的建设需求。2021 年少量头部公募投入了对应的改造，头部券商在前期试点阶段及 2021 年已经进行了对应的建设投入。2022 年及往后将有更多未进行相应改造与建设的金融机构进行投入。

(5) 对外开放持续，新筹外资机构的一体化系统建设与咨询需求旺盛

在中国金融市场不断加大对外开放的背景下，外资机构正在加速进入中国市场。在券商领域，2020 年星展证券、大和证券获批成立；在公募领域，2021 年 6 月，国内首家外资独资公募贝莱德基金举行了开业仪式；同年 8 月，富达基金管理（中国）有限公司获批设立；同年 9 月，路博迈基金管理（中国）有限公司被

监管部门核准设立。截至 2022 年 5 月，境内外资控股券商已达 9 家，包括摩根士丹利证券(中国)、瑞信证券、星展证券、大和证券、高盛高华证券、瑞银证券、汇丰前海证券、野村东方国际证券、摩根大通证券(中国)。据不完全统计，仍有 21 家外资背景证券公司正在排队申请设立。

随着从持股比例到业务开展限制的双重对外开放持续推进，将有更多外资机构进入中国开展业务。外资机构对标准化产品接受度较高，同时外资机构进入中国后需要快速建立起 IT 能力从而支撑快速展业，其诉求特点与恒生电子的产品与服务内容契合度极高。恒生电子几乎覆盖了全部外资金融机构。

表 7：恒生电子为新筹外资机构提供服务的案例

| 年份 | 机构类型 | 机构名称 | 建设内容 |
|------|------------|--------------------------------------|---------------|
| 2016 | CEPA 券商 | 中港证券、华菁证券、东亚前海证券、汇丰前海证券 | 核心系统 |
| 2019 | 外资控股合资证券公司 | 野村东方国际证券 | 一体化解决方案 |
| 2020 | 合资证券公司 | 金源统一证券 | 一体化解决方案 |
| 2021 | 外资控股券商 | 星展证券、大和证券 | 整体解决方案和筹备咨询服务 |
| 2021 | 外资独资公募 | 贝莱德基金、富达基金管理(中国)有限公司、路博迈基金管理(中国)有限公司 | 整体解决方案和筹备咨询服务 |

资料来源：恒生电子官微，德邦研究所

未来从外资机构数量和业务种类增多的双重系统建设需求出发，均能为恒生电子带来可观的增量。

3.2.2. 新政策的发布与新业务的开展带来对应新系统和新模块建设需求

(1) 期货和衍生品“基本法”出台，期货公司业务范围扩展

2022 年 4 月 20 日，第十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过了《中华人民共和国期货和衍生品法》，自 2022 年 8 月 1 日起施行。该法平衡了制度稳定和改革创新的关系，在总结提炼既有经验的基础上，为改革创新预留空间。在品种上市机制、期货公司业务范围、保证金多样化等方面作出了创新性安排，为市场改革创新提供支持。

该法律扩展了期货公司业务范围。期货和衍生品法允许开展期货自营业务、明确期货做市业务，有助于期货公司做大业务规模、丰富增长来源，为期货行业发展带来助益。同时从法律层面明确跨境期货业务相关的基本要求，加强了规范性。有助于推动期货公司建设全方位期货系统建设能力。

恒生电子是目前期货行业唯一一家拥有统一账户系统成功实施经验的供应商，能够为期货公司在统一账户系统建设方案提供方案，同时具备期货市场唯一实现前中后台运营管理一体化、服务营销一体化项目。目前期货领域 IT 建设活跃度普遍偏低，此次法律的颁布有利于从长期来看提高期货行业的业务活跃度和对应的 IT 建设投入力度，利好远期市场空间的增长。

(2) FOF-LOF

2021 年 9 月，广发、中欧、民生加银、兴证全球、交银施罗德的 5 只首批 FOF-LOF 产品获监管批复。FOF-LOF 作为创新品种，不仅给只有场外交易属性的产品引入了场内交易机制，而且满足了投资者对流动性的需求，吸引业内多家基金公司布局。

2022 年，华夏、国泰、易方达、招商、工银瑞信、广发等多家基金公司的 FOF-LOF 产品获得证监会准予注册的批复。随着更多 FOF-LOF 产品出现，FOF、LOF 整体业务将迎来全面交互，对 TA 系统、投资者终端、销售系统、资金系统、数据中心、主动服务、CRM 等业务全流程的系统均带来改造需求。

(3) 同业存单指数基金

2021 年末，华富、南方、中航、鹏华、富国、惠升发行的首批中证同业存单指数基金正式设立。同业存单指数基金是以中证同业存单 AAA 指数为标的，通过跟踪指数部分成分券构建投资组合追踪标的的指数表现，80%以上投资同业存单，剩余 20%投资金融债、其他评级 AAA 的信用债等，采用市值法计价的基金新品种。产品设置 7 天持有期，是低风险资产配置的新选择。

在银行理财产品全面净值化转型、权益市场调整等多重因素影响下，同业存单指数基金受到市场青睐。作为低风险资产配置工具，基金公司正在积极布局，2022 年以来连续四批同业存单指数基金获批。Wind 数据显示，截至 2022 年 5 月 24 日，前两批 12 只同业存单指数基金，推出短短 5 个月时间，规模合计已超 700 亿元。

表 8：同业存单指数基金获批进度

| 时间 | 进度 | 基金公司 |
|------------------|---------------|-----------------------|
| 2021 年 11 月 23 日 | 第一批同业存单指数基金获批 | 华富、南方、中航、鹏华、富国、惠升 |
| 2022 年 4 月 20 日 | 第二批同业存单指数基金获批 | 招商、华夏、中金、淳厚、兴银、平安 |
| 2022 年 5 月 16 日 | 第三批同业存单指数基金获批 | 银华、博时、国泰、广发、中欧、易方达 |
| 2022 年 5 月 20 日 | 第四批同业存单指数基金获批 | 嘉实、汇添富、景顺长城、华泰柏瑞、华宝基金 |
| 2022 年 6 月 2 日 | 第五批同业存单指数基金获批 | 万家、创金合信、中银、国联安基金 |

资料来源：中国证监会官网、证券日报，中国证券报、中国基金网，德邦研究所

恒生电子提供“同业存单指数基金”发行销售的整体解决方案，涉及 TA 系统、销售系统、投资者终端、数据中心等的改造。随着第五批同业存单指数基金的获批，同业存单基金进入加速扩容期，当前有 100 多家基金公司正在申报中，带来较为普遍的系统改造需求。

(4) 科创板做市业务试点

2022 年 5 月 13 日，证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》(以下简称《做市规定》)。同时，上交所起草了配套实施细则和业务指南征求意见稿，对科创板做市交易业务作出具体交易和监管安排。

根据《做市规定》，监管对于科创板做市有着较高的准入门槛，对于做市商的综合能力要求较高。对于证券公司而言，科创板做市业务是券商自营业务转型的重要方向。《做市规定》及上交所征求意见稿发出后，符合业务申请资格的券商开始参与筹备工作。根据《做市规定》中规定的“最近 12 个月净资本持续不低于 100 亿元和最近 3 年分类评级在 A 类 A 级(含)以上”2 个条件对现有证券公司初步筛选，大致有 25 家证券公司符合做市条件。

科创板做市交易业务对券商的资本实力、定价、内控合规等能力提出了更高的要求，在做市交易系统建设方面，因为做市商有持续履行报价义务的职责，所以对做市交易策略及系统的稳定性要求极高。自 2014 年股转做市开始，恒生一直深耕做市交易系统，在做市业务理解、系统技术能力上有着丰富的积累，其宽途综合做市系统可以满足《做市规定》、上交所配套实施细则和业务指南的规定和要求，为证券公司提供科创板做市业务的系统支持。

(5) 深交所债券交易系统改革

2022 年 1 月 27 日，深交所正式发布《深圳证券交易所债券交易规则》及三项配套指引，新规则建立了债券交易参与人制度、做市商制度和更丰富的债券交易方式，初步构建起“规则-指引-指南”层次清晰的债券交易制度架构，进一步明确债券交易机制各项优化安排，并配套完成债券市场技术系统改造，标志着深交所债券市场高质量发展又迈出重要一步。2022 年 5 月 16 日，《深圳证券交易所债券交易规则》及三项配套指引正式实施，配套交易系统同步上线，深交所全面实现债券交易规则及系统的“股债分离”。随着一期系统的上线，2 期系统改造也预计

将带来对应的需求空间。

对于金融机构而言，将主要涉及投资交易系统的盘前数据、申报接口、指令交易流程和日终清算等方面的改造；估值系统涉及针对交易类别、债券品种、收发方式等相关接口的调整。

(6) 上交所 ETF 多码合一改造

2021 年年底，上交所新债券交易系统已经完成一期改造，主要为股债分离。2022 年 2 月上交所发布《ETF 多码合一相关业务市场参与者技术实施指南（技术开发稿）》，2 期改造启动。目前上交所 ETF 产品在其认购期、一级申赎和二级交易中需要分别使用不同的基金代码，为安全运行并提升用户体验，将进行多码合一及市场参与者接口调整，一方面是在 PCF 文件中统一使用二级交易代码，另一方面根据上交所平台规划，将竞价撮合平台的 ETF 申赎业务迁移至综合业务平台；将申赎业务过户记录从过户数据接口调整到基金过户数据接口，各相关系统需要配合本次变更进行改造。

对于金融机构而言，资金投入端和发行端的系统都需要对应的改造，预计将于今年完成对应的建设。

(7) 全面注册制推行

2022 年，全市场注册制改革已箭在弦上。2021 年 12 月举行的中央经济工作会议提出“抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制”。2022 年初，证监会制定了 2022 年度立法工作计划，对全年的立法工作做了总体部署，其中包括制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。2022 年 4 月证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，提出要促进全面实行股票发行注册制改革平稳落地，支持北交所改革发展。

当前我国已经实现科创板、创业板和北交所的注册制落地，在此基础上全面实行股票发行注册制走到了主板改革的关键第四步。与其他版块相比，主板注册制涉及面更广、挑战更大。目前针对全面注册制还未公布的实施细则，后续待具体细则明确之后，将带来普遍的券商及公募等金融机构的系统改造需求。

参照创业板注册制改造的内容，主要涉及经纪业务线相关系统、投资者终端交易系统、资产管理相关业务系统、自营业务相关系统、风控合规相关系统、投行业务相关系统等多套系统的新建、升级、改造。

(8) T+0 预期

2020 年 8 月，原中国证监会主席肖钢在接受媒体采访时表示，长远来看在 A 股市场实施“T+0”交易制度是未来改革的方向。2021 年 2 月 26 日，证监会在答复《关于进一步推进我国科创板高品质发展的提案》时表示，将坚持稳中求进的原则，深入研究论证推出“T+0”交易的可行性、实施路径等问题。

虽然当前试点尚无确定性政策推出，但全面注册制的推行伴随着市场对 T+0 的持续预期，预计随着未来政策的明确，将带来下游金融机构的全面系统建设与改造空间。

T+0 的推出将带来券商交易系统的增量需求，主要包括：1) 券商经纪业务系统、估值系统等适应性改造需求；2) T+0 的推出会增强市场流动性，证券市场的日均交易量、并发交易量会有一定程度的上升，从而提高对券商交易系统性能的需求。

综上，2022 年继续延续 2021 年的高增量需求，经过测算，对应的主要下游金融机构客户由政策创新带来的短中期增量需求预计在 41.2 亿元数量级。

4. 数智化深入推进构成中长期发展动力，恒生全方位准备就绪奠定强者恒强基调

金融科技的发展已经从电子化、互联网化迈向全面数智化阶段。随着《金融科技发展规划（2022~2025）》、《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》等文件的陆续发布，金融科技迎来新一轮建设与发展的黄金时期。

在电子化、互联网两个阶段，对于金融机构而言，IT 建设往往都是科技部门的职责，技术仅仅是在既定业务流程和业务模式下的效率提升与赋能手段，科技部门在机构中充当成本角色。而到了今天，金融机构已经形成了较为全面的系统建设，如今几乎任何的商业模式创新、业务品类拓展、覆盖范围扩展和运营效率提升都需要科技部门和业务更紧密地结合，需要依靠技术来重塑业务形态，科技部门开始逐渐从纯成本中心往价值中心转变。把握全面数智化带来的机遇与挑战成为金融机构在下一阶段的角逐重点，也成为了 IT 服务商重塑竞争力的重点。

当前，金融机构对 IT 服务的要求进一步提高。当前我国资本市场的主要金融机构处在监管创新政策频出、新业务探索转型的时期，体现出业务量变化快、波动大、服务场景高频、容错率低、监管政策严格、要求落地快等特点。“敏捷”一词在 2021 年的证券公司年报中频繁出现，IT 建设需要满足敏捷化开发、弹性伸缩、挖掘数据价值支撑快速业务决策等能力，支撑对外快速响应市场变化，对内提高运营效率。一方面从架构升级出发，需要打破原集中式的架构，通过分布式架构支撑快速扩展与变动，提高开发效率；同时烟囱式的系统间数据需要打通，建立一体化的数据平台，实现不同系统间的数据同步，提高运营效率并实现数据支持业务决策，满足以客户为中心的精细化运营要求。相关建设需求为恒生电子带来了新的机遇。

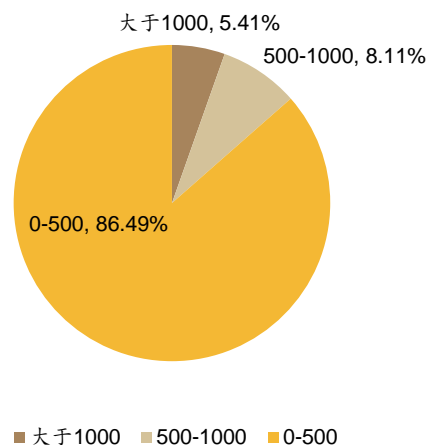
表 9：券商年报中强调“敏捷”的相关内容

| 证券公司 | 2021 年年报中“敏捷”相关内容 |
|------|---|
| 中金财富 | 组建了“三大部落两大中心”的全敏捷组织，包括客群发展、产品与解决方案、全渠道平台三大部落，以及运营与客服、数字化能力发展两大中心，新架构内设 30 个敏捷团队，实现前、中、后台全面升级、改造、重构。 |
| 招商证券 | 稳步提升安全运营、敏捷交付、平台构建和自主掌控能力，不断提升技术的稳定性、敏捷性和成长性 |
| 中泰证券 | 建立 OKR 目标推进体系，通过推动产品价值度量，保障 IT 资源合理分配，不断提升金融科技敏捷响应能力 |
| 华林证券 | 启动了全方位的“线上数据化改造”，打造全新组织敏捷体系与业务增长体系，包括打造敏捷总部和数字化分公司，实现“发现商机快、决策速度快、开发上线快、团队执行快”的“四快”目标 |

资料来源：各证券公司年报，德邦研究所

但同时，随着金融机构对 IT 投入的重视度增加，部分具备 IT 能力的金融机构逐渐往自建系统方向发展，给公司带来一定的挑战。从目前披露了 2021 年 IT 人员的约 74 家证券公司来看，约 86.49% 的证券公司 IT 人员不足 500 人。头部券商 IT 人员规模较大，具有一定自建能力，并且伴随其业务的差异化发展，对 IT 建设的需求也出现差异化。

图 18：2021 年券商 IT 人数规模分布



资料来源：各证券公司年报，德邦研究所

备注：仅统计中国证券业协会公布的各证券公司 2021 年年报中披露 IT 人数的公司，统计口径为信息技术人员、技术人员或研发人员，单位为（人）。

4.1. 战略明确，直指客户数智化转型新需求

4.1.1. 从 Online 战略到数智化战略，明确简历数据智能领域第一品牌的目标

从 online 战略到数智化战略持续升级，持续打造数据智能领域第一品牌。恒生电子于 2017 年提出 online 战略，从 2018 年开始全面推行 online 战略。通过 Move Online 实现基础设施和技术架构升级，通过 Live Online 建设云上的生产环境和运营体系，实现场景、业务逻辑和产品重构，通过 Think Online 实现大数据和 AI 的应用从而助力生产力提升。Online 战略引领公司进入平台化在线运营新阶段。2020 年开始，在前期技术升级积累的基础上，面临金融行业数智化转型的新需求，公司将 Online 战略升级为数智化战略，全力提升数据智能领域的竞争力。

表 10：恒生电子从 online 战略到数智化战略的演变

| 年份 | 战略 | 内容 |
|------|----------------|--|
| 2021 | 数智化战略 | 建立数据智能领域第一品牌，推进市场数据和客户数据中心建设 |
| 2020 | 一体化&数智化 | 将所有数据相关业务整合，充分利用核心产品优势大力发展数智化服务，并运用 AI 技术，持续提升行业生产力 |
| 2019 | Online 战略 | 建设数字化中台系统，将金融业务从线下完整地转到线上。对业务流程、商业逻辑、经营模式等方面重构为在线版本 |
| 2018 | “online”战略 | 提供在线的解决方案，通过整合解决方案业务体系，形成大财富、大资管、大平台、新经纪、新财富、新市场的业务架构 |
| 2017 | Think online | 整合市场上成熟的技术去支撑整个行业不同场景下人工智能的应用，也包括区块链的应用 |
| | Live online | 面向全市场提供产品和解决方案云服务，在恒生云上逐步搭建全行业的金融科技生态体系 |
| | Move online | 提供在线的解决方案，形成完整的云上生产和运行体系 |
| | Hundsun online | “U+”将成为恒生公司的长效机制，推动公司运营体系发展；考虑推出多层次的类合伙人计划，把公司建设成为在线的属于员工的平台 |

资料来源：公司年报，德邦研究所

4.1.2. 持续推进客户第一战略，提高客户满意度，增强客户粘性与需求响应度

面对上述金融机构的敏捷化能力需求和部分头部金融机构的自研建设需求，以及对数字化、智能化技术的更多应用场景需求，恒生电子自上而下，从战略、流程制度到产品能力，全方位投入，持续加大新产品与技术研发的同时，提升前端服务响应速度，通过提升客户满意度来充分了解和把握市场，同时为新架构下的产品持续进化提供创新点和方向。

从 2018 年开始恒生电子就明确提出以客户为中心的战略，经过 4 年的发展不断完善和升级。在管理体系上，公司落实 LTC、IPD 和“三个代表”制度，配合高管值班机制及“三驾马车”制度，在产品质量上追求高性能、高可靠及技术领先，提升产品质量和交付效率。随着公司从战略、管理流程到人员的全方位重视与投入，2021 年公司在保证产品质量的前提下年度合同交付周期同比缩短 9.6%，公司的客户满意度提升 1.71%。

表 11：恒生电子客户满意提升相关战略

| 年份 | 战略 | 内容 |
|------|----------------|---|
| 2021 | 客户满意度第一，产品质量第一 | 全面提升产品能力、服务能力、组织能力，把“客户第一”的核心价值观真正践行到位，超越客户期望。 |
| 2020 | 客户第一，质量第一 | 全面提升产品能力、服务能力、组织能力，把“客户第一”的核心价值观真正践行到位，超越客户期望。 |
| 2019 | 客户第一 | 提高交付质量和交付效率、推进服务流程的全面在线，继续建设 Service Online 和 Project Online。 |
| 2018 | 以客户为中心 | 提供在线化、全方位的服务，并提高项目和服务周期。 |

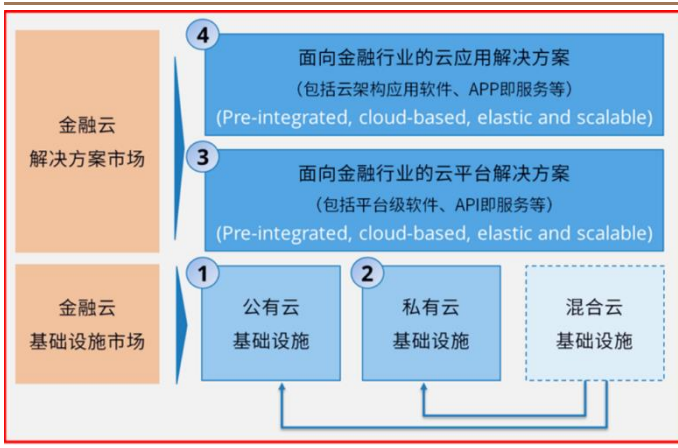
资料来源：公司年报，德邦研究所

4.2. 自研分布式平台及应用产品，抢占金融机构的系统分布式改造先机

IDC 研究发现, 2021 年金融云解决方案市场全年增速首次超过基础设施, 新一轮金融系统分布式改造浪潮亦在酝酿之中。目前金融云市场呈现金融云上层应用改造提速的特征。随着自建私有云、公有云、专属云、行业云等多种云计算基础资源切实成为金融机构的可选项, 越来越多的存量金融业务系统已经或正在迁移到云计算架构之上, 实现了更便捷的系统管理和升级迭代。金融机构普遍选择将增量系统部署在云计算架构之上, 甚至基于云原生方式完成开发部署运维。

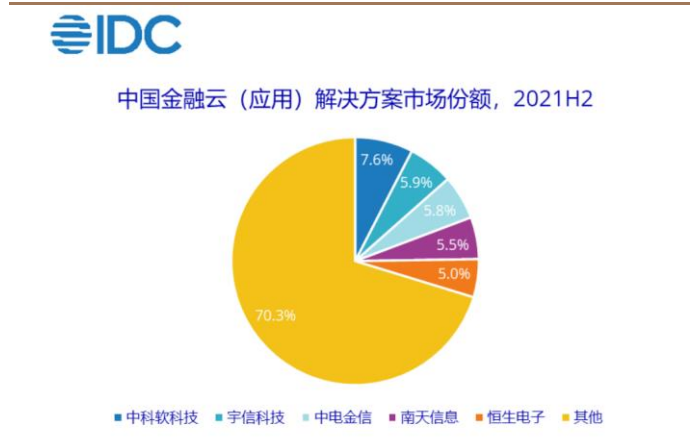
恒生电子在国际数据公司 IDC 发布的《中国金融云市场 (2021 下半年) 跟踪报告》中进入前五, 成为首个进入前五的的证券 IT 技术提供商, 进入整体中国金融云解决方案市场的第一梯队。

图 19: IDC 金融云市场范围



资料来源: IDC 中国, 德邦研究所

图 20: 恒生电子在中国金融云解决方案市场份额中进入前五



资料来源: IDC 中国, 德邦研究所

通过自研的分布式平台及应用产品, 恒生电子可以全面承接金融机构对云原生、高性能、数智化的技术需求, 在金融机构的新一轮系统分布式改造浪潮中抢占先机。

4.2.1. 自主研发的金融数字化基础设施为金融机构打造分布式系统提供全栈技术支持

在金融机构的整体架构从传统的烟囱架构模式往分布式微服务架构升级的过程中, 中台作为企业级能力的复用平台, 发挥着关键的支撑作用。2018 年恒生电子提出大中台产品线建设的战略, 设立技术中台、数据中台、业务中台以及共享中心, 加速核心产品开发和上线。2019 年随着业务中台 XONE、技术中台 JRES3.0、数据中台 iBrain 三大中台推出, 中台地位高度提升, 从流程数字化逐步深入到业务数字化, 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。

秉持“客户第一”的理念, 2019 年公司形成“大中台、小应用”的组织架构, 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, 为客户提供基于微服务架构的解决方案。

表 12: 恒生电子三大中台定位及价值

| | 品牌 | 定位 | 价值 | 包含内容 |
|------|---------|-----------------|--|--|
| 业务中台 | XONE | 企业级共享业务平台 | 通过沉淀业务共性, 提供开箱即用的可复用业务能力, 帮助金融机构实现核心“能力”共享, 为业务快速创新赋能 | 已形成 7 大业务中心 (用户中心、客户中心、权益中心、产品中心、通知中心、员工中心、认证中心) 和能力开放平台, 能够满足客户全渠道流程统一、资源服务共享、数据融合创新的需求 |
| 数据中台 | iBrain | 智慧金融的新基础设施 | 实现数据资产的共享、复用, 以服务化的方式让前端应用更敏捷地落地, 让数据发挥更大的价值 | 一体化的工具平台建设、数据治理、数据资产化和数据智能化 |
| 技术中台 | JRES3.0 | 金融机构“数字化商业操作系统” | “数”可复用、可扩展、高安全, 降低业务开发人员技术要求, 提升开发效率以及系统稳定性。业务迭代周期可缩短至天, 助力金融个性化 | 面向金融产品开发、运维、运营等人员, 提供完整的金融企业级应用开发套件, 包含混合云管控平台、应用服务开发平台、开发效能平台、统一的运维监控平台、数字化运营平台等功能平台 |

资料来源: 恒生电子官微, 德邦研究所

2020 年，恒生电子在大中台战略的基础上进一步升级，于 5 月全面推出全新技术品牌 LIGHT，实施技术领先 (Light) 战略，推进 Light 技术平台向行业开放，发布完善的技术标准白皮书，并运营开发者生态。

当前针对于一些头部客户的自建系统需求，恒生电子可以为其提供 Light 的技术平台和各项开发工具和组件，满足金融机构的敏捷个性化开发需求。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，有 10 大技术栈，在开发框架赋能部分包含分布式微服务技术中台 JRES3.0，分布式低时延平台 LDP、金融及分布式数据库 LightDB 和云原生 PaaS 平台 Light-CORE。全面的技术栈能力可以为金融机构打造分布式业务系统提供自下而上的全栈技术底座支持，满足金融行业对云原生、高性能、数智化的技术需求，极大降低金融行业开发人员的学习成本，提升金融业务开发效率和运行稳定性，赋能金融业务快速创新。

在此合作过程中，恒生电子可总结不同机构在数字化转型建设过程中的需求共性，抽象出可复用的能力模块，沉淀到公司自身的产品体系和对应的开发框架中。在后续类似的需求开发中，通过模块的复用和拼接，可提高效率，改善盈利能力。长期来看，恒生电子和有自研需求的客户会逐渐形成“底层标准化，上层个性化”的合作方式。

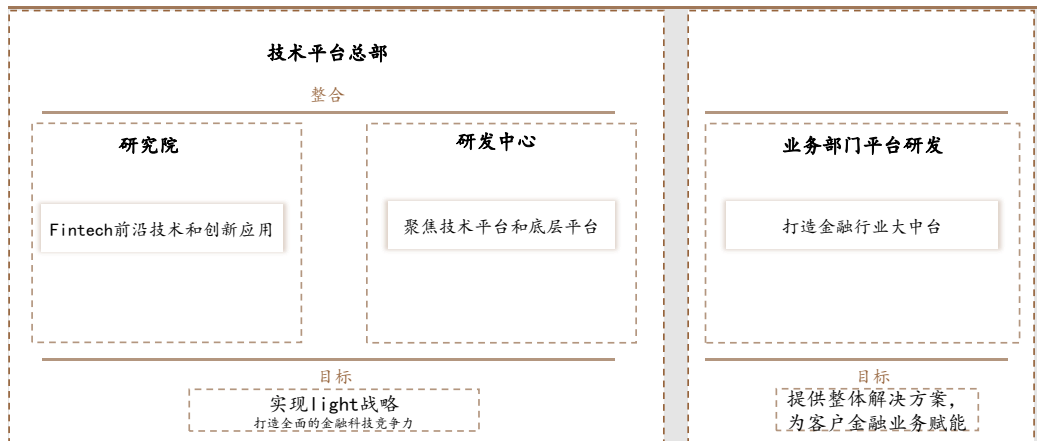
图 21：恒生电子金融数字化基础设施 LIGHT



资料来源：恒生电子官网，德邦研究所

2022 年，恒生电子通过研发架构调整，聚焦 light 战略，打造全面的金融科技竞争力。恒生电子在原本的研究院、研发中心和业务部门平台研发构成的三层级研发体系的基础上，将研究院和研发中心进行整合，成立了技术平台总部，承载恒生技术领先的 light 战略，围绕云原生、高性能、数智链，构建金融科技全面竞争力。

图 22：恒生电子研发架构调整



资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

4.2.2. 核心产品均于 2020 年完成云原生架构升级并已产生成功应用案例，迎接替换升级大周期

2019 年公司在原有的 JRES3.0 技术平台基础上，进一步扩展和丰富了平台的功能，还新引入了 RPA、领域建模、低码等新的技术，恒生技术栈开始整体向云原生迁移，JRES3.0 的应用率已经达成 93%。2020 年恒生电子的投资交易 O45、经纪业务 UF3.0、新一代估值系统 FA6.0、新一代 TA 系统等核心业务系统均完成云原生技术栈的改造升级工作，满足金融机构对于 IT 系统在高可用、高性能、低时延、灵活扩展、快速扩容等方面的需求。新一代产品可充分承接客户的系统架构升级带来的替换机会。

表 13：新一代产品上线案例不完全统计

| 上线时间 | 产品 | 上线机构 |
|-------------|--------------------|--------------------------------|
| 2022 年 1 月 | 新一代估值系统 6.0 | 平安证券 |
| 2021 年 12 月 | 新一代 TA+lightDB 数据库 | 东吴证券 |
| 2021 年 12 月 | O45 | 华宝基金，实现 O45 在基金行业首家上线 |
| 2021 年 8 月 | O45 合规子系统 | 国海证券，替换原 O32 风控子系统 |
| 2021 年 6 月 | 新一代估值系统 6.0 | 华泰证券 |
| 2021 年 5 月 | O45 | 华泰证券上线且平稳运行近半年，实现证券行业 O45 首家上线 |
| 2021 年 1 月 | UF3.0 | 招商证券，实现 UF3.0 首家落地 |

资料来源：恒生电子官微，德邦研究所

2022 年恒生电子在客户中会加大推进针对新一代产品的迁移工作。原核心系统产品在客户的应用较为广泛，外围牵涉的周边系统多，在往新产品迁移过程中涉及较大的工作量和难度；同时新产品功能的进一步完善和优化工作也会成为 2022 年的工作重点。随着投入力度的加大和落地经验的逐渐丰富，2022 年有望进一步提升新产品迁移的完成度。

4.3. 持续通过并购投资填补短板，加速提升全面竞争力

在 20 多年的发展过程中，恒生电子不仅靠自主研发建立起产品的核心优势，同时也通过外延并购的方式对业务相关的优质标的进行投资，主要围绕提升各项数智化技术的应用场景广度与深度、补全现有产品线的完整度、拓展新业务领域等方面。2021 年公司继续保持了并购力度，继续保持智能化技术的投入，同时补全资金交易系统的短板并拓展保险核心领域。

表 14：恒生电子历年重大并购事件梳理

| 年份 | 投资并购公司 | 价值 |
|--------|---|---|
| 2010 年 | 并购上海聚源 | 增加了公司在金融资讯数据领域的实力，补全了“财富管理”线中的金融数据和投资终端产品能力 |
| 2011 年 | 并购上海力铭 | 介入银行的电子票据市场以及供应链融资业务 |
| 2017 年 | 投资商智神州（北京） | 提升资产管理、信托规划系统和智能投顾能力 |
| 2017 年 | 投资 symbiont | 补全区块链账本技术和智能证券平台 |
| 2017 年 | 收购大智慧（香港）投资控股有限公司 | 补充公司在香港市场针对中小型券商交易系统的产品线，带来更多的客户基础，扩大公司在香港市场证券交易系统的整体市场份额 |
| 2018 年 | 投资海致星图 | 为银行提供数据知识图谱解决方案 |
| 2018 年 | 投资标贝科技 | 语音合成领域相关技术 |
| 2018 年 | 投资灵犀金服 | 为今后保险科技领域拓展打下基础 |
| 2018 年 | 继续收购大智慧（香港）投资控股有限公司 剩余 41.75% 股权，达到 96.45% 控股，现改名为恒云国际科技控股有限公司 | 进一步优化和整合公司在香港市场的整体业务布局，使公司在香港中小型卖方交易系统中市场份额保持领先，并开始持续为公司贡献营收和利润 |
| 2019 年 | 与 IHS Markit 设立合资公司恒迈神州 | 开拓中国大陆债券发行市场电子簿记建档业务，对接到全球发行网络 |
| 2019 年 | 投资道客网络和骞云科技 | 在容器云平台和多云管理解决方案领域进行相关布局 |

| | | |
|-------|---|--|
| 2019年 | 投资百应科技 | 双方合作拓展智能客服业务领域 |
| 2019年 | 投资江融信科技 | 拓展在信用卡核心系统的布局 |
| 2020年 | 控股并购广州安正软件股份有限公司 | 安正软件主要为大资管行业提供以数据仓库、数据中心、大数据、AI技术为基础的产品和整体解决方案，可与公司原有的数据中台业务进行整合 |
| 2020年 | 控股上海金纳 | 和公司交易系统相结合，强化智能算法交易能力 |
| 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，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 |
| 2020年 | 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 |
| 2020年 | 投资同创永益 | 加强在业务连续性管理领域的业务协同 |
| 2021年 | 子公司云赢网络收购了恒新利融公司 76.01% 股份，在此基础上收购了 Finastra 在中国大陆和港澳地区的资金管理系统 Summit 和 Opics 相关业务及知识产权，并与控股子公司云赢网络进行业务整合 | 整合两家子公司重叠资源，完善了公司在资金交易系统领域的布局 |
| 2021年 | 收购马来西亚领先的交易解决方案供应商 N2N Connect 的 23.66% 的股份 | 在东南亚市场拓展进行业务布局 |
| 2021年 | 并购丹渥智能 | 补充智能投研产品线 |
| 2021年 | 通过相关合作基金投资了星辰天合、弘积科技等一批在细分市场领先的技术型创业公司 | 进行相关业务领域的合作 |
| 2021年 | 并购长亮保泰整合为恒生保泰，并引入新战略投资方 | 切入保险核心领域，完成财险核心系统的技术架构迁移，非车核心系统达到行业领先水平，加强寿险解决方案，中标君龙寿险核心项目 |

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.3.1. 收购 Summit 和 Opics，全面覆盖大中小型银行的资金管理系统

2021年，公司在收购了恒新利融公司的基础上，收购了 Finastra 在中国大陆和港澳地区的资金管理系统 Summit 和 Opics 相关业务及知识产权，并与控股子公司云赢网络进行业务整合。其中 Summit 主要针对中大型银行客户，Opics 主要针对中小型银行客户，二者可整合形成协同效应，全面覆盖大中小型银行客户群体，完善了公司在资金交易系统领域的布局。

资金管理系统是银行重要利润来源部门如金融市场部所使用的核心系统，然而该部分对国外产品依赖度较高，存在自主可控的替换需求。随着银行间市场交易规模不断扩大，机构参与业务的深度和广度不断提升，各大银行也对资金系统建设提出了更高的要求。但由于资金业务有着很强的专业性，涉及的国内、国际化业务场景复杂，使得资金管理系统具有较高的专业性和较强的技术壁垒，特别是涉及高度复杂的数学模型；并且国外市场起步较早，国内现有的资金系统与国外产品相比仍有较大的差距。国内厂商和银行自研该系统的难度较高，在该领域处于严重依赖国外厂商产品的局面。恒生电子此次收购 Summit 和 Opics 相关业务及知识产权，经过后期的整合与改造，有望成为国内资金管理系统的主要供应商。

此次恒生电子收购了 Summit 和 Opics 产品在中国整体的业务，包含源代码永久使用权等知识产权和银行客户及合同等内容，可以使恒生电子快速切入大中小型银行的资金管理系统领域。目前 Summit 和 Opics 的源代码交接等一系列相关业务的整合正在顺利进行。Opics 已经有新银行的客户落地；Summit 在中国区的 50 多个员工已经基本完成转移，和原有客户续签工作以及产品接手工作也都有序开展中。

在业绩贡献方面，预计从 2022 年开始会产生稳定的业绩贡献。由于公司承接了 Summit 收取 license 的长期年费合同，同时在支付给 Finastra 的技术支持成本方面，预计后续年度随着国内团队的逐步接替会相应减少，意味着 Summit 业务在未来可以持续给云赢网络贡献稳定的现金流及利润；同时在后续改造方面，由于 Summit 品牌定位较为高端且原有服务较为良好，但其现有的底层技术架构较为陈旧，后续将由云赢网络对其底层技术进行替换，使产品更加符合银行的新架构升级需求，从而将进一步提升产品的竞争力。Opics 在 2021 年已经逐渐开始产生业绩贡献，Summit 预计 2022-2026 年产生的营收将从 9600 万逐年递增至 1.57 亿元，在此期间利润率也将逐渐提升，2027 年及以后预计每年稳定产生 1.57

亿元收入。

表 15: 购买 Summit 和 Opics 的内容及后续计划

| 时间 | 产品名称 | 主要客群 | 收购内容 | 后续计划 |
|-------------|--------|---------------------------|--|--|
| 2021 年 11 月 | Summit | 中大型银行，以国有银行、股份制银行、大型城商行为主 | Summit 在中国内地及港澳地区的独家经营权以及 Summit 产品的源代码、文档、商标的永久使用权、永久免费的源代码更新服务、17 家大中型银行客户及正在执行的合同 | 云赢网络可继续获得 Finastra 对 Summit 系统源代码的持续更新以及产品持续的升级迭代支持，同时云赢网络将对 Summit 系统进行消化吸收和本地化改造，如利用后发优势进行底层技术架构的替换等 |
| 2021 年 7 月 | Opics | 中小型银行，以城商行、农商行为主 | 源代码和在中国内地、港澳地区及海外中资的银行客户等 | 基于恒生电子的云原生分布式平台将 Opics 进行整体重构，进一步丰富产品的高阶功能与性能，并加入对国内业务品种的支持，打造资金交易系统恒生 Mangos |

资料来源：公司公告、恒生电子官方公众号，德邦研究所

4.3.2. 收购保泰科技进军保险核心领域，抓住保险数字化转型红利

恒生电子于 2021 年一季度并购了从事保险行业解决方案端到端 IT 服务的保泰科技。经过一年的融合发展，实现快速发展。在产品研发方面，完成财险核心系统的技术架构迁移，升级到恒生 LIGHT 平台；对非车核心系统功能作了迭代升级，经第三方测试，产品质量达到行业领先水平；加强寿险解决方案，成功中标君龙寿险核心项目。在资本运作方面，成功引入首家战投——信美人寿相互保险社。

我国的保险行业数字化转型还处于较为初期状态，未来增量空间广阔。根据银保监会数据，2021 年我国保险密度为 3179.08 元/人，保险深度为 3.93%，距离世界平均水平仍有较大差距。未来随着居民保险意识的增加，我国的原保费收入规模增长空间广阔；同时在保险产品方面，农业保险、巨灾保险等新型保险产品不断发展。未来随着保险规模的扩大和保险产品的丰富，对 IT 建设的需求将更加旺盛。

中保协发布保险科技发展规划，提出了明确的科技投入和建设目标。2021 年 12 月 29 日，中国保险行业协会正式发布《保险科技“十四五”发展规划》(简称《规划》)。这是保险行业首次以行业共识的方式发布保险科技领域中长期专项规划。在科技投入方面，《规划》提出到 2025 年行业实现信息技术投入占比超过 1%、信息科技人员占比超过 5% 的目标；在服务能力方面，提出推动行业实现业务线上化率超过 90%、线上化产品比例超过 50%、线上化客户比例超过 60%、承保自动化率超过 70%、核保自动化率超过 80%、理赔自动化率超过 40% 的目标；在创新应用方面，提出推动行业专利申请数量累计超过 2 万个的目标。

恒生电子的云原生技术平台和各项新兴技术能力助力保泰实现产品升级和迭代，未来有望提升市场份额。根据 IDC 的《中国保险业 IT 解决方案市场份额，2020》报告，目前在保险 IT 解决方案市场，中科软占据了约 35% 的市场份额，其他厂商较为分散。此次恒生电子收购保泰，能够将恒生电子的云原生技术平台和各项新技术的应用能力与保泰科技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方面的能力形成协同。2021 年在恒生电子的助力下，保泰科技在产品研发方面取得了多项进展，有望在未来进一步提升公司在保险 IT 市场的竞争力和市场份额。

5. 多项管理改善措施并举，推进人效提升与业绩释放

5.1. 业务板块调整，提高板块间划分清晰度与版块内业务协同性

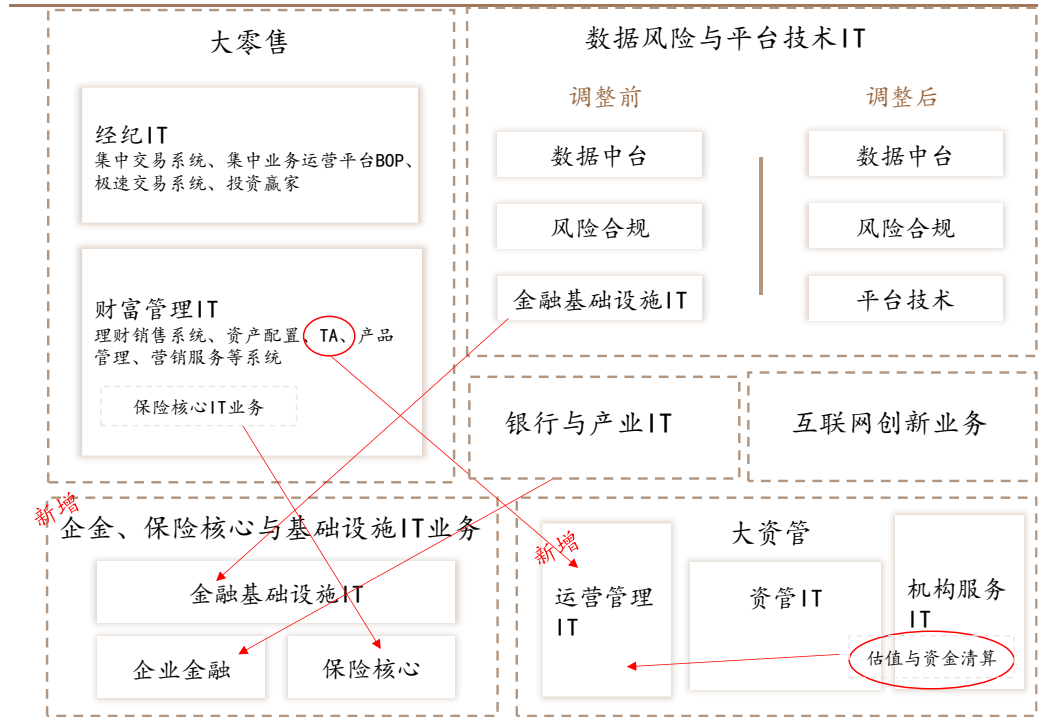
为更加贴合用户需求与提高内部管理效率，公司在 2022 年调整了产品线。

(1) 将定制化较为集中的业务单独调整为一个板块，业务划分更清晰。公司将保险核心 IT 业务调入企金、保险核心与基础设施 IT 业务，调整后的企金、保险核心与基础设施 IT 业务可根据行业特点和客户需求提供更多、更有针对性的个性化服务。

(2) 在大资管业务板块下整合运营管理 IT 业务条线，更加满足客户的资管与运营一体化建设需求。将原在大零售 IT 业务线下的 TA 产品调整到大资管产品线，并与原大资管产品线下的估值与资金清算类产品合并，成立运营管理业务总部。

(3) 将原数据风险与基础设施 IT 调整为数据风险与平台技术 IT，提高板块内各业务的协同性。更好地发挥数据化与智能化的应用价值，打造金融机构的数据与技术底座，为全力推进“数据资产化，资产应用化，应用智能化”的数据智能三浪演进做准备。

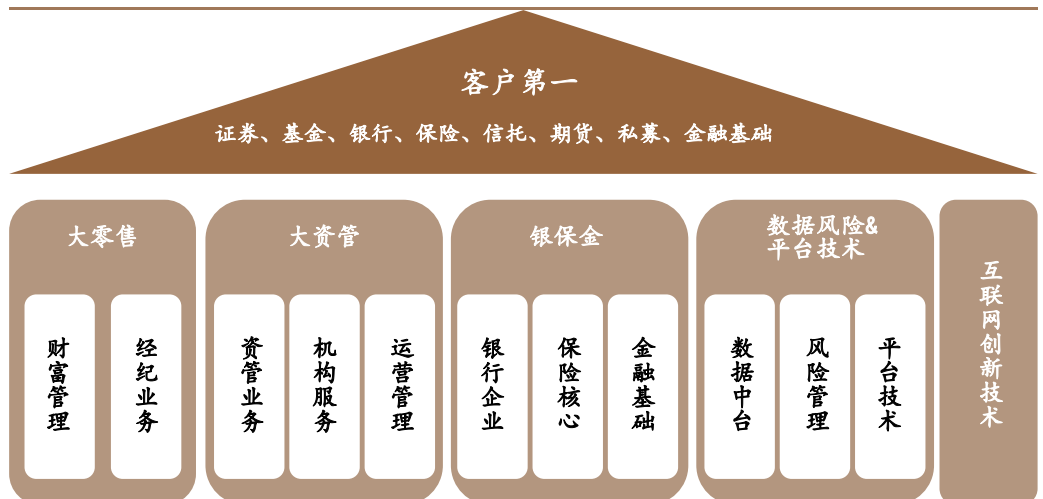
图 23：2022 年公司业务板块调整示意



资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

经调整后，从 2022 年起，公司的业务板块划分如下。其中针对银行类客户涉及的投资交易、资产管理、财富管理、风控等产品，按照产品种类分别划入大资管，大零售、数据风险等业务线。银保金部分中的银行企业条线主要为交易银行及产业金融等内容相关的解决方案。

图 24：恒生电子最新业务线划分



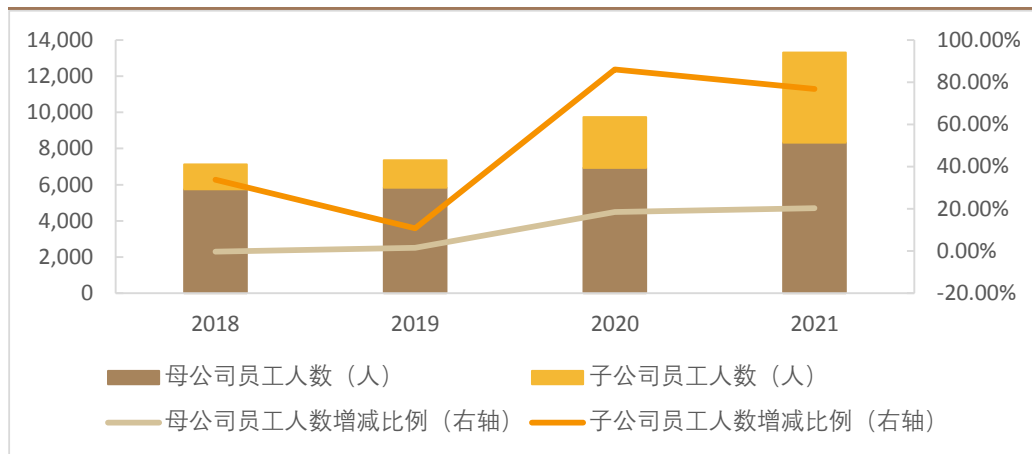
资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

5.2. 加强产品化能力与人员管理，收入与成本费用剪刀差缩小

为迎接下一阶段的数智化转型，进一步把握市场机会和提升竞争力，公司加大了对前端服务的响应速度，以此强化对客户需求变化的敏锐捕捉和能力积累，同时也进一步提高客户满意度并加大粘性。

公司在 2020 年和 2021 年的人员增长主要由于子公司和母公司两部分驱动。在子公司层面，对应员工人数增速较高；在母公司的常规业务开展层面，人员增速总体保持平稳，主要为满足加速新产品的研发、实施与推广需求。

图 25: 恒生电子人员增长情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

根据公司 2021 年年报，2022 年公司的收入增长指引为 25%，与成本费用增长指引为 30%，剪刀差相对 2021 年缩窄了 5%。受以下因素推动，公司从 2022 年起人效有望回升。

(1) 新员工对人效的影响因素逐渐减弱，其业务熟练度和经验的增加将拉升现有人效。由于公司在 2020 年和 2021 年招聘力度较大，新员工人数较多，一定程度上影响了人效。该影响因素会随着员工对业务的熟悉程度提升和经验的增加而减弱。

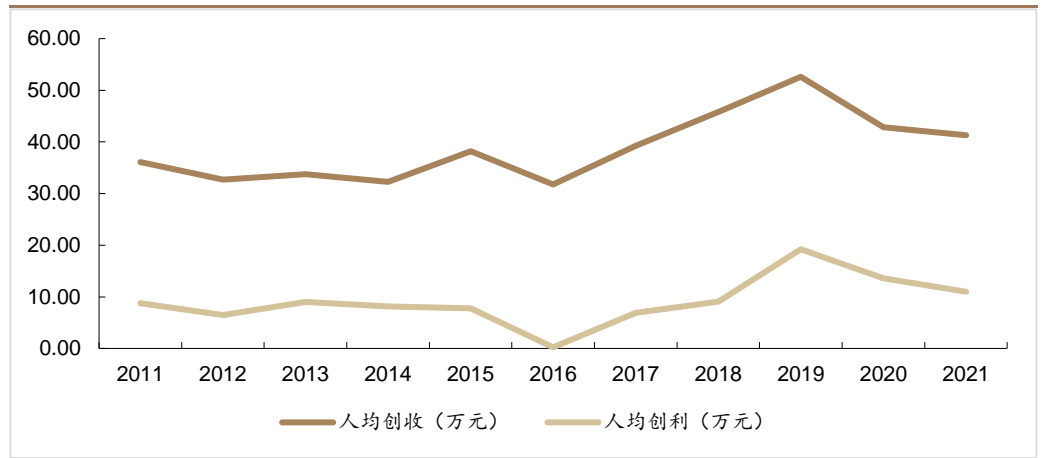
(2) 管理流程改善，提高效率。公司将继续推行 IPD 的产品及研发管理流程，强化产品经理职责和能力，把市场上的新需求和创新点快速集成到产品中，在定制化需求中积累和抽象出共性能力模块，未来有望进一步提高服务效率、降低成本。

(3) 伴随 Light 技术栈的持续完善，将逐步实现定制化需求的“底层标准化，上层个性化”合作模式，由此将提升对应的服务效率并降低开发与实施成本，利于提升人效。

(4) 员工持股计划降低人员流失率，提高人员稳定性。公司于 2020 年 12 月发布了员工持股计划管理办法，拟回购股票不超过 1000 万股，授予人数不超过 5500 人，占当年公司人数的 56%，占 2021 年公司人数的 41.3%，规模较大。截至 2021 年 12 月 31 日累计完成 8,395,740 股公司股份的回购，占公司总股本的 0.8%。该员工持股计划于 2021 年顺利实施，有利于维持重要员工的稳定性，降低流失率。

整体而言，近几年属于公司的集中投入时期，2022 年公司也将继续保持较大的投入力度以充分抓住客户数智化转型新时期的各项需求，但与此同时将着力提升产品化能力并改善管理，有望开始实现人效的提升和业务的释放。

图 26: 恒生电子人效



资料来源: Wind, 德邦研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 营收与毛利率预测: 预计 2022-2024 年收入分别为 68.73/88.14/114.81 亿元, 毛利率分别为 73.5%/74.5%/74.8%

恒生电子在 2021 年的整体营收相比 2020 年增长了 31.7%，创下近 5 年新高。增速快的原因一方面是公司近几年来在底层技术平台和新应用产品以及各项技术等方面的大力投入初见成效，另一方面也与 2020 年转换新收入准则使 2020 年基数略有降低有关。

2022 年公司受益于资本市场创新政策频出以及新产品替换案例推广等因素提振增速，但同时也受到 2 季度的疫情以及基数提高等因素影响，预计整体营收增速同比基本持平略有降低。

大零售 IT 业务: 预计 2022-2024 年营收增长率为 25%/28%/30%，毛利率为 69.6%/71%/71%。随着 UF3.0、新一代 TA、综合财富管理平台等多项经纪与机构服务业务相关的核心产品在客户中进行推广，公司将在客户系统架构升级的浪潮中受益。同时公司目前在集中交易系统部分市占率超过 50%，除了存量客户的系统替换机会之外还存在新客户拓展的空间。在毛利率方面，从 2021 年起公司加大了对头部客户定制化需求的响应，2022 年将继续贯彻以客户为中心的策略，同时在新一代核心替换期对应的迁移工作较为复杂，投入较高。未来随着公司持续抽象共性需求的能力模块和采用低码平台等方式提高效率，毛利将逐渐呈现回升趋势。

大资管 IT 业务: 预计 2022-2024 年营收增长率为 30%/33%/35%，毛利率为 82.5%/83%/83%。公司在大资管条线的多个产品都占据龙头地位，O45 等新一代产品也在华宝基金成功上线，后续有望推广至更多机构；同时随着上市公司数量增加、创新的交易品种增多等各项创新政策的推进，利好下游金融机构业务发展，有望保持较高的 IT 投入。

互联网创新业务: 预计 2022-2024 年营收增长率为 25%/28%/30%，毛利率保持 81%。恒生聚源和云毅网络在 2021 年营收与增速较快，相关的产品与市场拓展较为顺利；恒云控股在香港地区也取得了进一步的客户拓展。该部分主要提供一站式云服务解决方案，营收模式较为稳定。

数据风险与基础设施业务: 预计 2022-2024 年营收增长率为 20%、23%、23%。毛利率保持稳中有升，为 57.2%/58%/58%。对数据要素的充分挖掘与利用是数智化转型的基础，数据治理、数据平台、数据应用等全方位的建设将加速推

进,当前在数据中台业务部分,多数金融机构还处于较为初期的数据清洗阶段,未来还有更多数据治理、数据资产的价值挖掘应用等需求;在合规领域,随着更多创新业务的开展,监管合规与风险管理的要求也将提升。预计未来将呈现加速增长态势。

银行与产业 IT 业务: 预计 2022-2024 年增长率为 15%/18%/20%, 毛利率保持 49%。在数字化转型上半场主要是 to C 部分,接下来产业数字化转型会带动银行对公业务数字化的建设。结合恒生电子的 C9 等新一代产品,将有助于在此趋势中获得逐渐提升的业务增速。产业金融部分定制化程度较高,因此毛利率相较于其他业务板块较低。

非金融业务: 非金融业务不属于恒生电子的主要业务领域,预计 2022 年-2024 年保持 10% 的稳定增长, 毛利率保持 71.2%。

综上,预计公司整体 2022-2024 年收入分别为 68.73/88.14/114.81 亿元,收入增速分别为 25.0%/28.2%/30.3%, 毛利率分别为 73.5%/74.5%/74.8%。

表 16: 公司整体收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 业务收入 | 3,872 | 4,173 | 5,497 | 6,873 | 8,814 | 11,481 |
| 增长率 YOY | 18.7% | 7.8% | 31.7% | 25.0% | 28.2% | 30.3% |
| 毛利 | 3,747 | 3,217 | 4,012 | -1,822 | -2,246 | -2,894 |
| 毛利率 | 96.8% | 77.1% | 73.0% | 73.5% | 74.5% | 74.8% |
| 大零售 IT 业务 | 1,472 | 1,510 | 2,111 | 2639 | 3378 | 4391 |
| yoy | | 2.6% | 39.8% | 25.0% | 28.0% | 30.0% |
| 毛利 | 1,433 | 1,145 | 1,469 | 1,837 | 2,398 | 3,118 |
| 毛利率 | 97.4% | 75.8% | 69.6% | 69.6% | 71.0% | 71.0% |
| 大资管 IT 业务 | 1,109 | 1,220 | 1,706 | 2218 | 2950 | 3982 |
| yoy | | 10.0% | 45.0% | 30.0% | 33.0% | 35.0% |
| 毛利 | 1,107 | 1,049 | 1,402 | 1,830 | 2,448 | 3,305 |
| 毛利率 | 99.8% | 86.0% | 82.2% | 82.5% | 83.0% | 83.0% |
| 创新互联网业务 | 545 | 601 | 804 | 1005 | 1286 | 1672 |
| yoy | | 10.4% | 33.7% | 25.0% | 28.0% | 30.0% |
| 毛利 | 539 | 491 | 644 | 814 | 1,042 | 1,354 |
| 毛利率 | 98.9% | 81.7% | 80.1% | 81.0% | 81.0% | 81.0% |
| 银行与产业 IT 业务 | 322 | 363 | 354 | 407 | 480 | 576 |
| yoy | | 12.6% | -2.5% | 15.0% | 18.0% | 20.0% |
| 毛利 | 307 | 202 | 172 | 199 | 235 | 282 |
| 毛利率 | 95.2% | 55.6% | 48.7% | 49.0% | 49.0% | 49.0% |
| 数据风险与基础设施 IT 业务 | 267 | 298 | 354 | 424 | 522 | 642 |
| yoy | | 11.7% | 18.6% | 20.0% | 23.0% | 23.0% |
| 毛利 | 264 | 204 | 202 | 243 | 303 | 372 |
| 毛利率 | 98.8% | 68.3% | 57.2% | 57.2% | 58.0% | 58.0% |
| 非金融业务 | 152 | 175 | 163 | 180 | 198 | 218 |
| yoy | | 37.6% | 15.2% | 0.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利 | 92 | 122 | 119 | 128 | 141 | 155 |
| 毛利率 | 60.8% | 69.6% | 72.8% | 71.2% | 71.2% | 71.2% |

资料来源: Wind, 德邦研究所

6.2. 费用率及净利润预测: 预计 2022-2024 年费用率总体较为稳定, 归母净利润为 15.55/19.81/24.74 亿元

2022 年为了继续提升公司的全面竞争力, 抓住客户的新需求和市场的新机会, 公司将继续保持高投入强度, 但相较于 2021 年会力争加强费用控制, 提高管理效率。

管理费用率: 2021 年公司管理费用率为 12.4%, 同比下降 0.5pct, 主要是由于 2021 年人员扩张, 职工薪酬及办公经费增长, 同时营收增长较高所致。随着营收增长和公司加强考核、控制成本费用的举措推行, 预计 2022-2024 年公司管理费用率为 12.2%/12.0%/12.0%。

销售费用率: 2021 年销售费用率为 10.2%, 同比提高 1.7pct, 主要是人员和薪酬增长所致。2022 年公司将继续践行以客户为中心的原则, 同时公司主要销售模式不变, 随着营收增长和公司人员对人员考核的加强, 预计 2022-2024 年公司销售费用率为 10.0%/9.8%/9.8%。

研发费用率: 2021 年销售费用率为 38.9%, 同比提高 3pct, 主要是公司加大了研发投入, 相关人员和薪酬增长所致。2022 年公司将继续保持稳定的高研发投入, 同时考虑到公司对研发架构进行了调整, 将恒生研究院与研发中心合并, 利于提高协同性和研发效率, 预计 2022-2024 年研发费用率为 38.3%/38%/38%。

财务费用率: 2021 年财务费用率为 0%, 同比提高 0.2pct, 主要由 2021 年汇兑损失及利息支出比上年同期增加所致。未来汇兑损益影响因素减少的同时, 随着利息收入增加, 预计 2022-2024 年财务费用率为 -0.2%/-0.3%/-0.5%。

预计 2022 年公司的归母净利润增速较低, 主要原因为 2021 年公司的归母净利润受到公允价值变动损益和投资收益增加的影响较大, 拉高了净利润基数。

表 17: 恒生电子费用率及净利润预测 (单位: 百万元)

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 管理费用 | (486) | (539) | (681) | (838) | (1,058) | (1,378) |
| 占主营业务收入% | 12.6% | 12.9% | 12.4% | 12.2% | 12.0% | 12.0% |
| 研发费用 | (1,560) | (1,496) | (2,139) | (2,632) | (3,349) | (4,363) |
| 占主营业务收入% | 40.3% | 35.9% | 38.9% | 38.3% | 38.0% | 38.0% |
| 销售费用 | (927) | (354) | (558) | (687) | (864) | (1,125) |
| 占主营业务收入% | 23.9% | 8.5% | 10.2% | 10.0% | 9.8% | 9.8% |
| 财务费用 | (3) | 7 | 1 | 11 | 29 | 55 |
| 占主营业务收入% | 0.1% | -0.2% | 0.0% | -0.2% | -0.3% | -0.5% |
| 归属母公司所有者净利润 | 1,416 | 1,322 | 1,464 | 1,555 | 1,981 | 2,474 |
| 净利率 | 36.6% | 31.7% | 26.6% | 22.6% | 22.5% | 21.5% |
| 增长率% | 119% | -7% | 11% | 6% | 27% | 25% |

资料来源: Wind, 德邦研究所

6.3. 给予公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E, 对应目标价 58.3-63.6 元

给予公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E, 目标价 58.3-63.6 元。预计恒生电子 2022-2023 年归母净利润分别为 15.5/19.8 亿, 对应 EPS1.06/1.36 元。2022 年可比公司平均 P/E 为 55.3x, 给予公司 2022 年 55x-60x 目标 P/E, 目标价 58.3-63.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 18: 可比公司估值 (2022 年 6 月 29 日)

| | 市值 (百万元) | 归母净利润(百万) | | | | PE | | | |
|------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 广联达 | 67,864.00 | 660.97 | 1,074 | 1,479 | 1,918 | 102.67 | 63.19 | 45.89 | 35.38 |
| 长亮科技 | 6,943.24 | 126.15 | 207.72 | 277.29 | 352.64 | 55.04 | 33.43 | 25.04 | 19.69 |
| 金山办公 | 90,701.75 | 1,041.25 | 1,311 | 1,773 | 2,402 | 87.11 | 69.19 | 51.16 | 37.76 |

| | | | | | | | | | |
|------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 均值 | | | | | | 81.61 | 55.27 | 40.69 | 30.94 |
| 恒生电子 | 64703.28 | 1,463.54 | 1,554.70 | 1,980.52 | 2473.70 | 44.21 | 41.62 | 32.67 | 26.16 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 广联达、金山办公的归母净利润预测部分采用德邦研究所预测数据, 长亮科技采用 wind 盈利预测数据

7. 风险提示

- (1) **新一代产品在金融机构的推广与实施进度不及预期:** 受下游机构的投入意愿影响, 公司的 O45、UF3.0、新一代 TA 等新产品在金融机构中的替换进度可能不及预期。
- (2) **创新政策的落实节奏不及预期:** 部分创新性政策的推广进度以及金融机构的对应系统改造进度可能不及预期。
- (3) **非经常性损益波动风险:** 2021 年公司的公允价值变动损益及投资收益回报较好, 2022 年非经常性损益可能产生波动。
- (4) **疫情影响项目进展与收入确认节奏:** 2 季度上海和北京的疫情对整体行业均产生一定影响, 公司可能存在部分项目进展和收入确认延后的风险。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.00 | 1.06 | 1.36 | 1.69 |
| 每股净资产 | 3.12 | 3.90 | 4.89 | 6.17 |
| 每股经营现金流 | 0.96 | 0.65 | 1.60 | 2.22 |
| 每股股利 | 0.07 | 0.08 | 0.10 | 0.12 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 44.21 | 41.62 | 32.67 | 26.16 |
| P/B | 14.21 | 11.36 | 9.06 | 7.18 |
| P/S | 11.77 | 9.41 | 7.34 | 5.64 |
| EV/EBITDA | 60.32 | 67.05 | 49.60 | 36.85 |
| 股息率% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 73.0% | 73.5% | 74.5% | 74.8% |
| 净利润率 | 26.6% | 22.6% | 22.5% | 21.5% |
| 净资产收益率 | 25.7% | 21.8% | 22.0% | 21.8% |
| 资产回报率 | 13.3% | 11.7% | 12.2% | 12.2% |
| 投资回报率 | 14.7% | 9.2% | 10.1% | 10.4% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 31.7% | 25.0% | 28.2% | 30.3% |
| EBIT 增长率 | -13.7% | 31.7% | 37.5% | 29.3% |
| 净利润增长率 | 10.7% | 6.2% | 27.4% | 24.9% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 48.5% | 46.7% | 46.6% | 47.2% |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 现金比率 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 50.7 | 45.7 | 40.7 | 35.7 |
| 存货周转天数 | 114.8 | 114.8 | 114.8 | 114.8 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 固定资产周转率 | 5.1 | 3.6 | 3.5 | 3.3 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 净利润 | 1,464 | 1,555 | 1,981 | 2,474 |
| 少数股东损益 | 27 | 28 | 36 | 45 |
| 非现金支出 | 114 | 168 | 194 | 212 |
| 非经营收益 | -277 | -315 | -332 | -389 |
| 营运资金变动 | -129 | 900 | 1,367 | 1,943 |
| 经营活动现金流 | 957 | 2,337 | 3,245 | 4,285 |
| 资产 | -684 | -855 | -1,097 | -1,429 |
| 投资 | 317 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -56 | 303 | 303 | 334 |
| 投资活动现金流 | -423 | -552 | -794 | -1,095 |
| 债权募资 | 303 | -228 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -581 | -93 | -82 | -86 |
| 融资活动现金流 | -174 | -322 | -82 | -86 |
| 现金净流量 | 353 | 1,463 | 2,370 | 3,103 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 | 5,497 | 6,873 | 8,814 | 11,481 |
| 营业成本 | 1,485 | 1,822 | 2,246 | 2,894 |
| 毛利率% | 73.0% | 73.5% | 74.5% | 74.8% |
| 营业税金及附加 | 60 | 76 | 97 | 126 |
| 营业税金率% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | 558 | 687 | 864 | 1,125 |
| 营业费用率% | 10.2% | 10.0% | 9.8% | 9.8% |
| 管理费用 | 1 | 838 | 1,058 | 1,378 |
| 管理费用率% | 12.4% | 12.2% | 12.0% | 12.0% |
| 研发费用 | 2,139 | 2,632 | 3,349 | 4,363 |
| 研发费用率% | 38.9% | 38.3% | 38.0% | 38.0% |
| EBIT | 863 | 1,136 | 1,562 | 2,020 |
| 财务费用 | -1 | -11 | -29 | -55 |
| 财务费用率% | -0.0% | -0.2% | -0.3% | -0.5% |
| 资产减值损失 | 12 | 15 | 19 | 25 |
| 投资收益 | 276 | 303 | 303 | 334 |
| 营业利润 | 1,511 | 1,604 | 2,043 | 2,552 |
| 营业外收支 | -1 | -1 | -0 | -0 |
| 利润总额 | 1,510 | 1,604 | 2,043 | 2,552 |
| EBITDA | 965 | 1,304 | 1,756 | 2,232 |
| 所得税 | 20 | 21 | 27 | 33 |
| 有效所得税率% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |
| 少数股东损益 | -27 | -28 | -36 | -45 |
| 归属母公司所有者净利润 | 1,464 | 1,555 | 1,981 | 2,474 |

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,728 | 3,191 | 5,560 | 8,664 |
| 应收账款及应收票据 | 764 | 861 | 1,123 | 983 |
| 存货 | 467 | 707 | 573 | 910 |
| 其它流动资产 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 流动资产合计 | 5,035 | 6,712 | 9,352 | 12,819 |
| 长期股权投资 | 1,111 | 1,111 | 1,111 | 1,111 |
| 固定资产 | 1,680 | 2,175 | 2,906 | 3,967 |
| 在建工程 | 26 | 23 | 19 | 21 |
| 无形资产 | 376 | 571 | 745 | 903 |
| 非流动资产合计 | 7,045 | 7,732 | 9,852 | 8,635 |
| 资产总计 | 12,080 | 14,444 | 17,987 | 22,671 |
| 短期借款 | 178 | 178 | 178 | 178 |
| 应付票据及应付账款 | 504 | 494 | 608 | 850 |
| 预收账款 | 2 | 3 | 5 | 4 |
| 其它流动负债 | 305 | 305 | 305 | 305 |
| 流动负债合计 | 5,489 | 6,603 | 8,241 | 10,547 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 228 | 0 |
| 其它长期负债 | 147 | 147 | 147 | 147 |
| 非流动负债合计 | 375 | 147 | 147 | 147 |
| 负债总计 | 8,388 | 6,750 | 5,865 | 10,694 |
| 实收资本 | 1,462 | 1,462 | 1,462 | 1,462 |
| 普通股股东权益 | 9,015 | 7,145 | 5,695 | 11,347 |
| 少数股东权益 | 520 | 549 | 585 | 629 |
| 负债和所有者权益合计 | 12,080 | 14,444 | 17,987 | 22,671 |

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。