



## 立资本市场改革浪潮之巅，恒生依旧“恒生”

### 投资要点

- **推荐逻辑：**公司作为证券 IT 和 Fintech 龙头，核心产品市占率领先，将充分受益于资本市场改革浪潮带来的下游 IT 建设需求扩张。1) **短期看人效拐点**，2022Q3 公司进入业绩兑现期，单 Q3 毛利率同比+3.24pp，三费(管理/销售/财务)费率同比-10.7pp，人效拐点初现，利润弹性可期；2) **中期看核心产品持续渗透**，核心产品 O45、UF3.0 升级动因明显，将带来 25.2 亿元增量收入，营收增长持续性强；3) **长期瞄准资本市场大发展**，全面注册制引领的金融市场六大确定性改革将为资本市场 IT 行业贡献 43.9 亿增量市场空间，但相较于海外，我国资本市场基础设施和投资工具仍待补充，随着多层次资本市场逐步健全，公司业务深度和广度将不断拓宽，支撑公司穿越周期实现长期增长。
- **资本市场改革创造增量需求，公司强者恒强充分受益。**政策方面，在审慎监管与改革开放的双重主旋律背景下，我国资本市场持续繁荣，IT 系统的功能需求和需求主体等逐年增加。2022 年以来，以全面注册制为代表的政策落地预期提升，有望开启新一轮的信息化建设周期。根据我们的测算，包括全面注册制在内的六大改革举措或拉动 43.9 亿的证券 IT 增量需求。金融 IT 系统需要金融公司和厂商之间长期的磨合实践，客户粘性较高，行业格局稳定，恒生凭借集中交易系统基石产品等占据战略制高点，有望实现能力的平稳迁移，将充分受益。
- **IT 技术变革吸引存量替换，推动业务纵深拓展。**技术方面，老一代系统在功能、处理效率等方面愈发难以满足金融创新的需要，分布式、云原生等底层架构应运而生，区块链、人工智能等新兴技术与上层应用紧密融合，持续拉动金融机构的系统替换需求。公司前瞻性布局云上生产-生态-升级的云原生分布式技术架构，不仅显著提升自身开发效率，而且推动产品化向平台化的转变，实现向一次性付费+平台维护费的类订阅制收入模式的转换，提升公司业绩持续性。长期来看，公司通过互联网创新业务对行业趋势进行高站位布局，包括横向扩张至银行和保险 IT 业务；纵深扩展数据能力和财富管理业务；并且基于恒云科技积极推进国际市场前进步伐，业务横纵深扩张将成为公司长期新增长极。
- **马太效应持续发酵，下半年订单集中释放。**公司持续进行高研发投入，对 UF2.0 和 O32 等核心产品进行架构升级，随着资本市场持续扩容和金融机构业务更加多样化，金融机构对公司核心产品 O45 和 UF3.0 的升级动因明显。此外，据调研，下游金融公司全年 IT 预算并未减少只是有所延后，下半年订单集中释放，Q3 开始恒生的订单和收入呈快速恢复态势，全年业绩依然稳健。
- **盈利预测与投资建议。**公司正处于技术转型的关键投入阶段，基于分布式云原生架构的新一代产品尚未完全落地，费用与成本短期承压，采用 PS 估值法。公司在技术与市场占有率等方面均长期处于国内领先地位，将持续受益金融科技行业，新一代产品落地进程有望加快，利润将逐步释放。故给予 2023 年 11 倍 PS，对应目标市值 931.8 亿元，对应目标价 49.04 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期风险；下游行业周期风险；新品推广不及预期风险；金融资产公允价值波动风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5496.58	6818.59	8470.50	10563.72
增长率	31.73%	24.05%	24.23%	24.71%
归属母公司净利润(百万元)	1463.54	1234.23	1680.51	2112.15
增长率	10.73%	-15.67%	36.16%	25.68%
每股收益 EPS(元)	0.77	0.65	0.88	1.11
净资产收益率 ROE	23.98%	16.79%	18.86%	19.45%
PE	52	62	45	36
PB	13.38	10.97	8.96	7.29

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 邓文鑫  
电话: 15123996370  
邮箱: dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	19.00
流通 A 股(亿股)	19.00
52 周内股价区间(元)	30.31-64.17
总市值(亿元)	761.90
总资产(亿元)	120.80
每股净资产(元)	3.90

### 相关研究

1. 恒生电子 (600570): Q3 盈利超预期，政策催化下趋势向好 (2022-10-28)
2. 恒生电子 (600570): 资管 IT 营收持续高增，Q3 人效提升拐点将至 (2022-08-27)
3. 恒生电子 (600570): 核心产品推进顺利，金融 IT 龙头厚积薄发 (2022-04-08)

## 投资要件

### 关键假设

2022Q1 公司根据客户需求维度的变化,对业务分类口径进行调整,但并没有布局新业务。为保持同比增速口径的一致性,我们仍使用 2021 年分类口径进行预测假设:

**1) 大零售 IT:** 国内资本市场仍处于初级发展阶段,随着相关改革持续深化,券商对 IT 投入有望持续加大;新产品方面,UF3.0 和新一代基金登记结算 TA 系统签约上线进度加快,下半年订单和收入大幅释放。我们预测 2022-2024 年该业务订单数量分别同比增长 20%/19%/19%。凭借已落地的 UF3.0 项目经验,大零售 IT 业务毛利率稳中有增,预测 2022-2024 年该业务毛利率分别为 68%/69%/69.5%。

**2) 大资管 IT 业务:** 随着 O45 新签上线客户逐渐推进,新签客户的系统建设完成,我们预测 2022-2024 年该业务收入分别同比增长 32%/33%/33%,毛利率分别为 81.5%/82%/82.5%。

**3) 数据风险与基础设施业务:** 数据中台布局长远来看极具深意,公司具备完善的产品布局,市场地位领先,我们预测 2022-2024 年该业务项目订单剩余分别同比增长 27%/27%/27%。目前数风基业务建设仍处于起步阶段,涉及的定制化场景较多,项目投入较大,随着标准化程度更高,毛利率未来将稳中有增,预测 2022-2024 年该业务毛利率分别为 54%/55%/56%。

**4) 银行与产业业务:** 随着并购的 Finastra 公司的 Summit 和 Opics 资管系统业务线逐步落地;供应链金融的数字化转型逐渐深入,将为银行和产业 IT 业务带来新的订单增量,我们预测 2022-2024 年该业务订单分别同比增长 15%/15%/15%,毛利率分别为 46%/47%/47%。

**5) 互联网创新业务:** 互联网创新业务是公司在业务上进行的横纵向前瞻性布局,预计未来将保持较快增速,我们预测 2022-2024 年互联网创新业务项目分别同比增长 20%/21%/22%,毛利率分别为 80%/79.8%/79.5%。

**6) 非金融业务:** 除聚焦金融机构系统提供商的战略定位以外,公司在非金融领域也将保持高速拓展,因此我们预测 2022-2024 年非金融业务项目分别增长 30%/20%/20%。

### 区别于市场的观点

市场前期主要担心公司订单交付受疫情影响严重,以及前两年大幅扩招带来的成本激增使得盈利能力承压。但我们认为相关不确定性已经一定程度被 Price in,伴随复工复产的持续推进,以及金融信创的催化下,下游金融公司被递延的 IT 建设需求逐步释放,公司的订单和收入于 Q3 开始逐季恢复,核心产品 O45、UF3.0 等有望持续上线,全年业绩依然稳健;同时公司持续注重人效提升,费用端得到有效控制,目前正处利润释放的拐点初期。

### 股价上涨的催化因素

政策对金融科技支持力度加强;资本市场改革深化;O45 和 UF3.0 升级需求旺盛。

## 估值和目标价格

公司正处于技术架构转型的关键投入阶段，基于分布式云原生架构的新一代产品尚未完全成熟，费用与成本短期承压，采用 PS 估值法。公司在技术与市场占有率等方面均长期处于国内领先地位，将持续受益金融科技时代，新一代产品推广上线进程有望加快，产品逐步打磨成熟后利润将逐步释放。故给予 2023 年 11 倍 PS，对应目标市值 931.8 亿元，对应目标价 49.04 元。

## 投资风险

政策推进不及预期风险；下游行业周期风险；新品推广不及预期风险；人员扩张带来成本费用压力等。

## 目录

<b>1 国内资本市场 IT 龙头，业务边界不设限</b>	<b>1</b>
1.1 股权结构集中，常态化激励促长期发展	2
1.2 六纵六横全业务版图，兼并购完善生态布局	3
1.3 核心业务营收高增长，人员增长蓄力未来	5
<b>2 同业对比：财务表现优势明显</b>	<b>8</b>
<b>3 技术与政策创造新机遇，增存量需求持续繁荣</b>	<b>10</b>
3.1 技术与政策支持共振，金融科技高歌猛进	10
3.2 对标海外，国内金融机构 IT 投入值得期待	16
3.3 资本市场改革创造增量需求，技术变革吸引存量替换	18
<b>4 产品优势确立，静待三大布局花开</b>	<b>24</b>
4.1 内外优势打造核心产品龙头地位，持续研发夯实产品力	24
4.2 云平台布局券商自研，重构收入模式	29
4.3 高站位谋篇布局，打造公司新增长极	34
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>38</b>
5.1 盈利预测	38
5.2 绝对估值	40
5.3 相对估值	40
<b>6 风险提示</b>	<b>41</b>

## 图目录

图 1: 公司主要股东持股比例 (截至 2022 年 9 月 30 日)	2
图 2: 恒生电子“6 纵 6 横”业务版图	3
图 3: “6 纵 6 横”对应的 12 大品牌	3
图 4: 2018-2021 年公司分行业收入结构	6
图 5: 2018-2021 年公司分行业收入情况 (亿元)	6
图 6: 2022Q1-3 公司分行业收入结构	6
图 7: 2022Q1-3 公司分行业收入及同比增速	6
图 8: 2017-2022Q1-3 公司营业收入及同比增速	7
图 9: 2017-2022Q1-3 公司扣非归母净利润及同比增速	7
图 10: 2017-2022Q1-3 公司毛利率与净利率	7
图 11: 2017-2022Q1-3 公司费用率	7
图 12: 2002-2022E 公司员工数量和人效	8
图 13: 2017-2021 年公司归母净利润现金含量维持较高水平	8
图 14: 2017-2022Q1-3 公司现金收入比处行业前列	8
图 15: 2017-2022Q1-3 公司研发支出远高于同行业公司	9
图 16: 2018-2022Q1-3 公司研发费用率为行业前列	9
图 17: 2017-2021 年公司 ROE 远高于同行	9
图 18: 2017-2021 年公司销售净利率稳步超越同行	9
图 19: 2017-2021 年同行业公司资产周转率	9
图 20: 2017-2021 年同行业公司权益乘数	9
图 21: 金融科技行业供给和需求端持续繁荣	10
图 22: 现代金融业与科技融合的发展历史与未来趋势	11
图 23: 科技赋能金融机构前中后台系统	13
图 24: 2017-2022E 国内金融科技市场规模及预测	13
图 25: 2020-2024E 细分领域金融机构技术投入 (亿元)	13
图 26: 2020 年细分领域金融机构信息化和数字化投入占比	13
图 27: “监管沙盒”监管示意图	14
图 28: 部分“监管沙盒”项目	14
图 29: 监管科技主体和范围	14
图 30: 监管科技核心技术在不同场景中的应用	14
图 31: 金融信创发展历程	15
图 32: 金融信创产业关键环节	15
图 33: 2019Q1-2022Q1 全球金融科技融资金额和融资次数	17
图 34: 2017-2021 年规模前 9 海外投行与国内券商技术投入	17
图 35: 2021 年国内券商技术占营收比	17
图 36: 2008-2021E 中国个人可投资资金快速增长	18
图 37: 新建商品住房和二手住房价格指数 (上月=100)	18
图 38: 2010-2021 年证券公司数量和总营收	19
图 39: 2010-2021 年公募基金管理人数量和管理规模	19

图 40: 区块链技术架构.....	24
图 41: 区块链为金融科技带来四大革命性变革.....	24
图 42: 核心产品持续升级维持高市占率.....	25
图 43: 主要证券和资管 IT 提供商营业收入对比 (亿元) .....	26
图 44: 恒生电子金融 IT 产品矩阵完善 .....	26
图 45: 2017-2022H1 公司研发投入率维持高水平 .....	26
图 46: 2017-2022H1 公司研发人员占比 .....	26
图 47: 证券交易系统技术架构升级.....	27
图 48: O32 到 O45 技术架构转向松耦合 .....	28
图 49: Online 云化战略三部曲 .....	29
图 50: “LIGHT 云”行业和技术解决方案 .....	29
图 51: 数字中台架构示意图 .....	30
图 52: JRES3.0 技术架构全景图 .....	30
图 53: 恒生“Light 云”业务全景 .....	32
图 54: 恒生“Light 云”十大技术栈 .....	32
图 55: 分布式云原生底座 light-CORE 的功能全景图.....	32
图 56: 开源分布式关系型数据 Light-DB 的功能全景图 .....	33
图 57: “LIGHT 云”支持不同需求的开发工具 .....	33
图 58: 金融云应用解决方案市场份额 .....	34
图 59: 2017-2022Q1-3 互联网创新业务营收稳健增长.....	35
图 60: 2022H1 互联网创新业务毛利率较高.....	35
图 61: 2020-2024E 年银行业技术采购费用 (亿元) .....	35
图 62: 2020-2024E 年保险业技术采购费用 (亿元) .....	35
图 63: 恒生保泰核心产品及功能 .....	36
图 64: 恒生保泰 50 多家国内外保险机构保险客户 .....	36
图 65: 2017-2022H1 恒生聚源营收及同比增速.....	37
图 66: 恒生聚源主要产品.....	37
图 67: 2017-2022H1 云毅网络和商智神州营业收入.....	37
图 68: 云毅网络和商智神州财富管理产品布局.....	37
图 69: 恒云科技主要产品和服务 .....	38
图 70: 2018-2022H1 恒云控股营业收入和同比增速.....	38

## 表 目 录

表 1: 公司发展的三个阶段 .....	1
表 2: 多次发布员工持股计划和股票期权激励计划 .....	3
表 3: 公司各项业务主要产品和客户类型 .....	4
表 4: 公司历年投资/兼并购 .....	5
表 5: 国家级政策助推金融科技行业发展 (关键词: 金融科技、应用融合、技术规范) .....	11
表 6: 地方性政策落地金融科技发展规划 (关键词: 创新试点、聚集区打造、领军企业培育) .....	12
表 7: 金融 IT 系统信创适配情况 .....	16
表 8: 金融信创涉及软硬件和相关公司 .....	16
表 9: 对标美国, 国内资本市场制度发展和产品类型值得期待 .....	18
表 10: 资本市场近年主要政策 .....	19
表 11: 全面注册制对金融科技需求增量空间测算 .....	21
表 12: 基金投顾业务对金融科技需求增量空间测算 .....	21
表 13: 做市商制度对金融科技需求增量空间测算 .....	21
表 14: 基础设施 REITS 业务对金融科技需求增量空间测算 .....	22
表 15: 公募基金牌照放开对金融科技需求增量空间测算 .....	22
表 16: 银行理财子扩张对金融科技需求增量空间测算 .....	23
表 17: 集中式架构和分布式架构的区别 .....	23
表 18: 传统应用和云原生应用的区别 .....	24
表 19: 市占率遥遥领先同行的公司核心产品和主要客户 .....	25
表 20: O32 和 O45 技术、性能和功能对比 .....	28
表 21: 分业务收入及毛利率 .....	39
表 22: 绝对估值假设条件 .....	40
表 23: FCFF 估值结果 .....	40
表 24: 可比公司 PS 估值 .....	41
附表: 财务预测与估值 .....	42



## 1 国内资本市场 IT 龙头，业务边界不设限

恒生电子股份有限公司成立于 1995 年，2003 年登陆上交所主板上市，是国内领先的金融科技产品与服务提供商，主要面向证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等客户提供一站式金融科技解决方案，目前已形成大零售 IT、大资管 IT、企金保险核心与基础设施 IT 业务、数据风险和平台技术 IT 业务、互联网创新多条业务主线。多年来，凭借强品牌影响力和行业领先的产品技术，公司多次获得各项荣誉：被 IDC 评为证券业软件、银行中间业务软件供应商第一名；连续 15 年入选 FINTECH 100 全球金融科技百强榜单，2022 年排名由 2021 年的 38 位快速上升为 24 位。

顺应我国资本市场及金融科技应用的发展，公司经历业务发展、互联网转型以及智能化和数字化创新升级三个阶段：

**1) 业务发展阶段 (1995 年-2005 年)：**交易场所陆续设立，监管体系不断完善，资本市场开启金融电子化转型，公司根据用户需求不断扩充业务范围，建立以证券、银行、基金三足鼎立的基本业务盘。彼时公司商业模式以项目制交付为主，取得头部客户订单后成为证券 IT 龙头。

**2) 互联网转型阶段 (2006 年-2014 年)：**互联网金融兴起，公司迅速反应开启互联网转型，开始以并购的方式加速业务全面布局。彼时公司开始缩减集成业务，打磨标准化产品，实现向产品型公司的转型。

**3) 智能化和数字化创新升级阶段 (2015 年至今)：**金融科技时代来临，国内资本市场改革不断深化，公司运用云原生、高性能、大数据、人工智能、区块链等先进技术赋能金融机构实现智能化、数字化转型升级。此时公司开始平台化转型，设置三级研发体系，并逐步开始按流量收费等模式的尝试。

表 1：公司发展的三个阶段

阶段	时间	业务与产品版图扩充
业务发展阶段	1995 年	公司成立
	1997 年	设立银行事业部，率先推出银证转账、网上交易系统等产品（证券柜台交易系统 BTRV5.0 和 windows 版 97Sybase）
	1999 年	推出基金投资管理系统
	2000 年	中标“浙江省高速公路联网收费系统”，进入智能交通领域
	2001 年	基金事业部成立， <b>证券、银行、基金三足鼎立</b>
	2002 年	成为 NOKIA 全球软件合作伙伴，筹建国际业务部(Hundsun Global)，进入软件外包领域
	2003 年	在上海证券交易所主板上市
互联网转型阶段	2006 年	资本市场 IT 服务 08 战略初步展开；金融网络服务平台 2006 版正式发布
	2007 年	成立数米网，进入个人投资者服务市场
	2009 年	<b>互联网业务部成立</b> ，推进网络化的转型；开始互联网金融 IT 建设探索；收购力铭和聚源， <b>以并购方式加速业务布局</b>
	2010 年	收购上海聚源数据服务有限公司，重组数米网，进入金融资讯领域
	2011 年	公司业务全面覆盖金融各细分领域；恒生港股交易系统在香港光大证券上线，成为国内第一家提供港股核心证券交易系统的金融软件开发商
	2012 年	陆续中标上海清算所，北京“新三板”新一代系统建设，参与金融市场基础建设



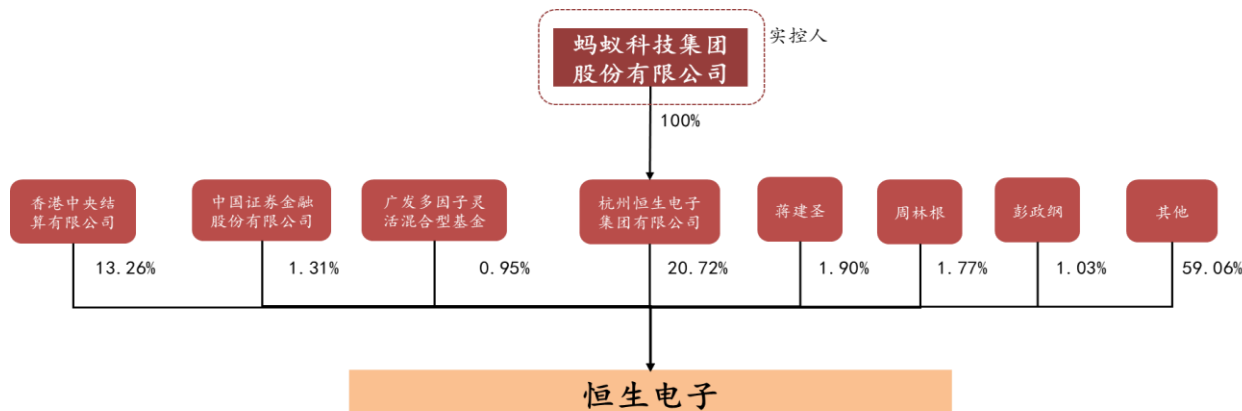
阶段	时间	业务与产品版图扩充
智能化、数字化 创新升级阶段	2013 年	中标北交所项目，针对非标金融产品领域推出的“恒生金融交易所系统产品”渐趋成熟
	2014 年	推出沪港通交易系统、新一代投资管理系统 O4、佣金宝等产品，建设全国中小企业股份转让系统和上海清算所综合业务系统等
	2015 年	蚂蚁金服控股恒生； <b>恒生金融云横空出世</b> ，2.0 业务踏上征程
	2016 年	与港交所合作打造前海大宗商品交易平台； 探索区块链、智能金融等前沿技术，加入区块链超级账本项目 (Hyperledger)
	2017 年	发布纳秒级期货极速交易系统；推出面向三方理财、众筹等行业的产品与解决方案； 与全球交易连接公司 Ulink 达成战略合作，投资区块链公司 Symbiont，收购香港大智慧 51% 股权，布局海外市场
	2018 年	发布新八大人工智能产品，推出智能问答服务平台、智能资产配置引擎、智能服务分析、智能 KYC、晓鲸 BOT 开放平台、智能理财师、AlphaMind、投资魔法石
	2019 年	恒生联合蚂蚁金服、阿里云发布“新一代分布式服务开发平台” JRES3.0；携手 IHS Markit(埃信华迈)成立合资公司支持中国债券市场对外开放；发布四款区块链产品，推出 HSL2.0 平台、范太链(FTCU)、贸易金融平台及供应链金融区块链服务平台
	2020 年	<b>恒生发布资产管理一站式解决方案 O45，并推出新一代经纪业务平台 UF3.0</b> 恒生与全球领先的金融科技公司 Finastra 建立战略合作伙伴关系
	2021 年	恒生新一代资产管理系统 O45 在华宝基金正式上线； 协助建设全国碳排放权交易系统、注册登记系统； 恒生收购保泰科技，进军保险核心领域； 收购 Finastra 的 Opics 与 Summit 系统，快速进入 <b>银行资金业务线</b>

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

## 1.1 股权结构集中，常态化激励促长期发展

**蚂蚁科技强势控股，引领智能化、数字化转型。**公司最大股东为蚂蚁科技，截至 2022 年 9 月底共持有公司 20.72% 的股份，其余前十大股东主要包括机构投资者和创始人团队，股权结构明晰稳定。恒生电子在金融 IT 行业深耕二十余年，具备深厚的 IT 技术和 B 端资源积累，结合蚂蚁集团在金融科技领域的前瞻性布局、平台运营经验、流量入口，以及云计算、区块链等先进技术，二者可在业务上实现良好协同。

图 1：公司主要股东持股比例（截至 2022 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

**新一轮激励计划强化员工考核，常态化激励机制促长期发展。**2022 年 8 月 26 日，公司发布《股票期权激励计划（草案）》，拟授予 3200 万份股票期权（占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.68%），激励计划对象为董高管和核心管理、技术、业务人员，行权价格为 34.88 元/股。2022 年 9 月 13 日完成首次授予登记，实际向 272 名激励对象授予 1666 万份股票期权，占公司总股本的 0.88%。该激励计划公司层面考核条件要求以上年营业收入为基数，2022-2024 年营业收入增长率触发值为 0%，目标值为 15%；此外，公司对激励对象设置严密的员工绩效考核体系，强化个人考核要求，调动员工积极性。近年来，公司多次实施员工持股计划和激励计划，有望建立常态化激励机制，促进长期发展。

表 2：多次发布员工持股计划和股票期权激励计划

	过户价格 /行权价格	授予股份 /期权数量	占总股本 比例	激励对象	进度
2020 年员工持股计划	45.32 元/股	1000 万股	0.96%	不超过 5500 人，其中公司董事、监事和高级管理人员不超过 16 人，其他员工不超过 5484 人	一期已解锁
2022 年员工持股计划	21.50 元/股	170 万股	0.12%	不超过 600 人，其中公司董事、监事和高级管理人员 17 人，其他员工不超过 583 人	完成股票 非交易过户
2022 年股票期权计划	34.88 元/份	1666 万份	0.88%	272 名董高管和核心管理、技术、业务人员	已完成首次 授予登记

数据来源：公司公告，西南证券整理

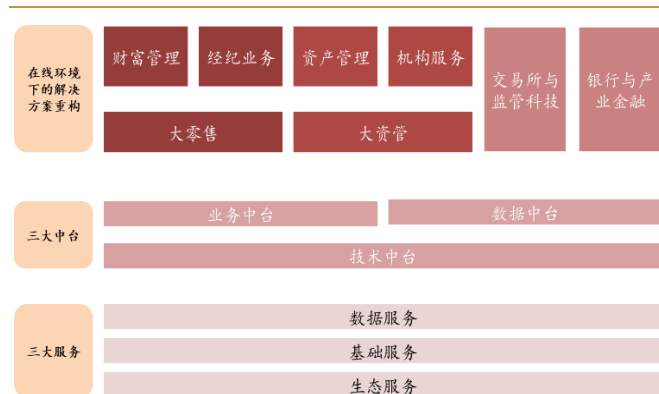
## 1.2 六纵六横全业务版图，兼并购完善生态布局

2018 年起，公司规划“6 纵 6 横”全业务版图，提炼出相应的 12 个核心品牌，全方位覆盖金融机构前-中-后台系统的一站式需求。

“6 纵”是指在线环境下的解决方案重构，重构金融机构的业务流程、商业逻辑和经营模式。6 大纵向业务领域为：大零售 IT 业务（财富管理、经纪业务）、大资管 IT 业务（资产管理、机构服务）、银行与产业金融业务、金融基础设施业务。

“6 横”是指微服务化的架构体系升级，包括技术中台、数据中台、业务中台三大中台，以及数据服务、基础设施、生态服务三大服务。横向基础服务领域包括：风险合规、技术平台、数据与 AI 组件、SaaS、ITO/KPO、BPO 与运营。

图 2：恒生电子“6 纵 6 横”业务版图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：“6 纵 6 横”对应的 12 大品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

**管理层换届，标准化-个性化-云化产品针对性发力。**2022 上半年，公司对各业务条线进行调整，形成新六大业务分类：大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、企金/保险核心与基础设施 IT 业务、数据风险和平台技术 IT 业务、互联网创新业务和非金融业务。此次调整旨在帮助管理层根据业务类型进行针对性发力：大零售 IT、大资管 IT 业务将更加聚焦于标准化产品；而企金/保险核心与基础设施 IT 业务为客户提供更多个性化服务；而数据风险和平台技术 IT 业务承载恒生技术领先的 LIGHT 云，构建公司的云化竞争力。

**表 3：公司各项业务主要产品和客户类型**

业务类型		业务介绍	主要产品	客户类型
大零售 IT	证券经纪 IT 业务	提供账户管理、资金清算结算、委托订单管理、接入服务（与交易所、中登等交互）等服务	1)集中交易系统 (UF2.0/UF3.0) 2)极速交易系统 (UST)	券商经纪业务部门
	财富管理 IT 业务	提供产品登记与发行、财富规划建议、金融产品管理、理财销售交易、投顾业务运营、客户营销/服务、投资人服务等服务	1)财富管理解决方案 We6 2)理财销售 5.0 系统 3)投顾运营系统	银行、券商、三方等各类财富管理机构，基金、信托、保险资管等资产管理机构的营销、销售、客服部门，以及银行、券商托管外包部门
大资管 IT	资产管理 IT 业务	协助机构建设完整的投研流程，辅助基金经理进行投资决策，为交易员提供交易平台，为中后台部门提供运营保障	O32/O45 基金投资管理系统	证券、基金、保险、银行、信托等资产管理机构的投资研究、投资交易、风险管理等相关部门
	机构服务 IT 业务	支持券商向境内外机构客户提供投资交易、合规风控、低延时交易、代理交易、策略算法、托管外包、私募综合运营、研究服务、个性化支持等相关服务	1)i2 一体化机构服务平台 2)PB 2.0	券商的机构业务部门
	运营管理 IT 业务	由原大零售 IT 业务线下的核心系统 TA 与原大资管 IT 业务线下的估值与资金清算整合	1)开放式基金登记结算新一代系统 TA 2)新一代估值系统 6.0	证券、基金、保险、银行、信托等资产管理机构
企金、保险核心与基础设施 IT 业务		主要包含企业金融、保险核心、金融基础设施 IT 业务，根据行业特点和客户需求提供更多的个性化服务。	1)企业金融 C9 产品品牌 2)云核心业务系统 3)金融基础设施交易及登记结算解决方案	各类产业客户（中大型生产企业、贸易流通企业、电商平台等）、保险公司和各类金融机构
数据风险和平台技术 IT 业务		主要包含数据中台、风险合规、平台技术等 IT 业务。	1)LIGHT 云 2)JERS3.0 3)AML 反洗钱 4.0	各类金融机构的风险管理部门、合规管理部门、地方交易所等
互联网创新业务		提供基于云的投资交易、估值、托管清算、投资监督、信息披露、绩效评估及风险管理、算法交易等一体化服务	1)一站式云服务解决方案 2)IaaS+ PaaS+ SaaS 层云计算服务	各类金融机构

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

**保持投资并购力度，公司边界不断延伸。**公司在技术、业务/产品和市场布局方面持续保持大力度投资并购。**1) 技术领域方面：**除布局新技术外，公司还通过与同业公司的合作与投资，持续夯实云技术核心竞争力。**2) 业务/产品方面：**2021 年公司通过增资控股了丹渥智能，进一步补充了智能投研产品线；并且在保险/银行 IT 领域收购恒新利融和 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，完善公司在资金交易系统布局。**3) 市场布局方面：**公司持续推进国际化战略，通过香港子公司恒云科技迈出国际化布局第一步；并且收购马来西亚领先的交易解决方案供应商 N2N Connect 的 23.66%股份，为公司在东南亚市场拓展进行布局。

**表 4：公司历年投资/兼并购**

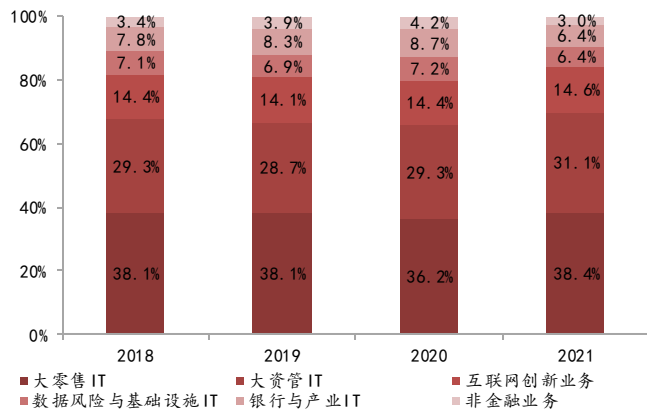
	时间	兼并购投	目的
技术	2017	全资子公司洲际控股投资 symbiont 公司	提升公司区块链技术能力
	2018	参股投资标贝科技	补充语音合成领域相关技术
	2019	投资道客网络和零云科技	在容器云平台和多云管理解决方案领域进行相关布局
	2020	与 Finastra 公司签署战略合作协议	以 FusionInvest 软件为基础，进一步开发适合国内金融机构、业务和技术架构更匹配的自有知识产权的系统，形成投研一体化解决方案，强化公司在投资组合和投资交易整体解决方案上的领先优势
	2020	控股金纳软件	和公司交易系统相结合，强化公司在算法交易领域的市场地位
	2020	继续投资道客网络、标贝科技	加强在容器领域和智能语音技术领域的布局
产品/业务	2016	新成立 8 家金融创新控股子公司，分别为证投、云毅、云英、云永、云纪、云赢、善商、云连	布局私募机构、大资管创新业务、财富管理创新领域、场外市场、新经纪业务、营销服务、电商管理 ERP、全金融机构运营维护
	2017	新设立智股、鲸腾等创新业务子公司	各子公司分别开展面向个人 C 端的金融服务和金融公共基础服务、开放平台等
	2017	投资商智神州软件有限公司	布局智能投顾产品
	2018	参股投资灵犀金服	向保险科技领域拓展
	2018	参股投资海致星图	向银行科技领域拓展，为银行提供数据知识图谱解决方案
	2019	与 IHS Markit 设立合资公司恒迈神州	为境内债券发行市场提供电子簿记建档解决方案
	2019	投资百应科技	布局智能客户业务领域
	2019	投资江融信科技	拓展在零售银行（信用卡核心系统）领域布局
	2020	控股并购安正软件	整合公司原有的数据中台业务，进一步加强在数据治理领域的布局
	2020	并购保泰科技	切入保险科技领域
	2020	投资同创永益	加强在业务连续性管理领域的业务协同
	2021	收购恒生利融	恒生利融与 Finastra 协同开拓大陆和香港地区的资金交易系统业务
	2021	增资控股丹渥智能	丰富公司智能投研领域产品线
	2021	收购 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，与控股子公司云赢网络进行业务整合	完善公司在资金交易系统领域的布局
市场	2017	收购大智慧（香港）投资控股有限公司	进一步扩大香港市场占有率
	2018	收购大智慧香港司剩余 41.75% 股权，成立恒云科技	进一步优化和整合公司在香港的业务布局，同年底进入新加坡市场
	2021	入股马来西亚领先的交易解决方案供应商 N2N	为公司在东南亚市场拓展进行业务布局

数据来源：公司公告，西南证券整理

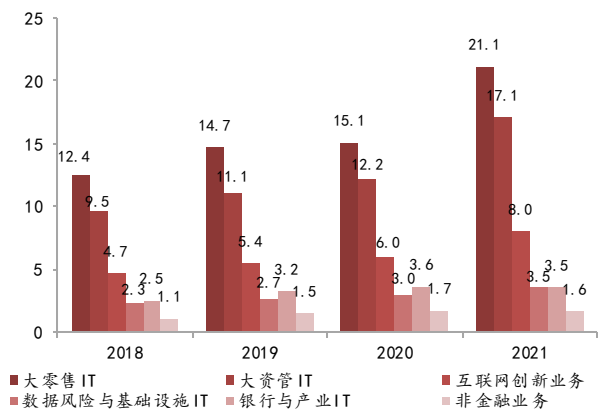
### 1.3 核心业务营收高增长，人员增长蓄力未来

旧分类口径来看，各项业务收入占比保持稳定，核心业务营收高增长。1) 两项核心业务大零售 IT 和大资管 IT 表现亮眼，2021 年分别实现收入 21.1/17.1 亿元，同比增速均为 40% 左右，合计营收占比达 69.5%。2021 年，公司新一代产品落地顺利，签约客户不断增加：大零售领域的证券综合金融服务平台 UF3.0 已经实现全业务上线，分布式云原生架构在信创方面也不断落地发展，并与华泰证券、方正证券、兴业证券等 7 家券商在此架构上取得了深度合作；北交所、综合账户优化等新业务也给零售经纪带来了充足的商机和收入。同时，大资管领域的 O45 产品在基金行业实现了首家客户的正式上线，估值 6.0 在证券、银行、信托、基金领域获得多家合作客户。2) 公司第三大业务为互联网创新业务，主要为

客户提供基于云的投资交易、估值、托管清算等一站式服务解决方案，2021 年实现营收 8.0 亿元，同比增长 33.7%，收入占比达到 14.6%，旗下重点子公司如恒生聚源、恒云科技等在产品技术架构方面和客户订单方面均取得了较大突破。3) 数据风险和基础 IT 设施业务总体发展态势良好，底层数据拓宽延深，2021 年，数据中台新增客户 23 家，并拓展地方金融数字化监管等业务，未来有望规模化推广。4) 银行与产业 IT 业务线表现稳定，中台云化战略持续深化。

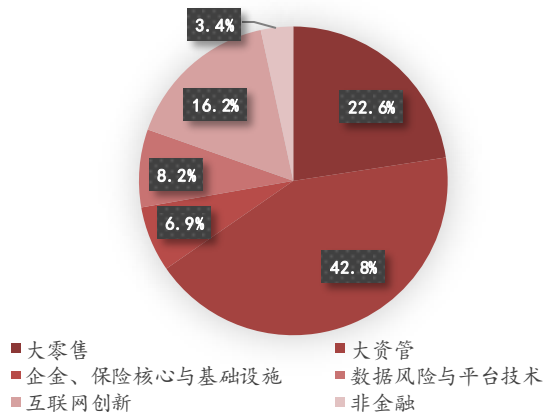
**图 4：2018-2021 年公司分行业收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

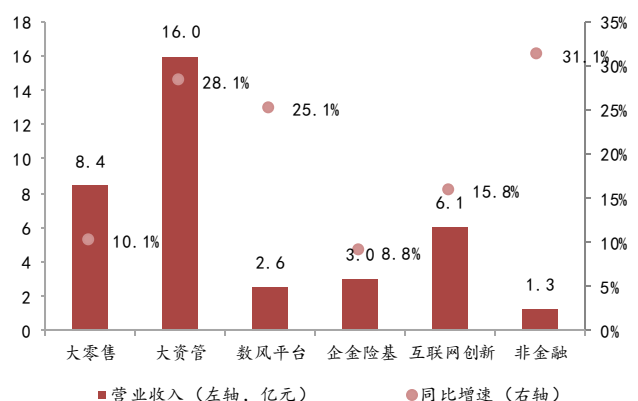
**图 5：2018-2021 年公司分行业收入情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

新分类口径来看，上半年订单延迟至 Q3 验收，大资管 IT 业务表现持续亮眼。上半年疫情影响逐渐消退，公司三季度营收实现稳健增长。分业务来看，前三季度公司核心业务大零售 IT/大资管 IT 分别实现营收 8.4/16.0 亿元，同比增长 10.1%/28.1%，合计营收占比达 65.4%。上半年订单延迟至 Q3 验收，单 Q3 大零售 IT/企金、保险及基础设施 IT 分别实现营收 2.9/1.4 亿元，同比+19.4%/+81.8%。三季度以来，O45、UF3.0 新签、上线客户持续增加，公司其他产品线同样拓展顺利：新一代 TA 已进入全面落地应用阶段；PB2.0、IS2.0、收益互换等新产品推广顺利，行业标杆项目树立，公司全年业绩兼具成长性和确定性。

**图 6：2022Q1-3 公司分行业收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

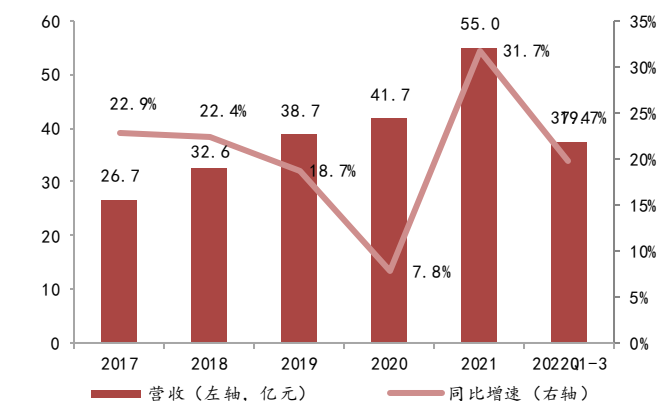
**图 7：2022Q1-3 公司分行业收入及同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

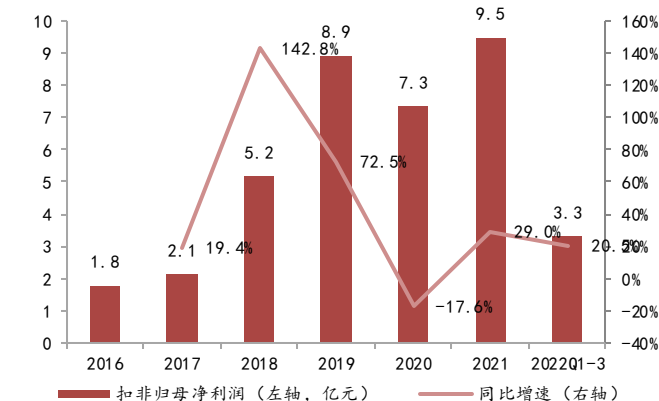
总体来看，公司 2021 年实现营业收入 55.0 亿元，同比增长 31.7%，2017-2021 年 CAGR 为 19.8%；实现归母净利润 14.6 亿元，同比增长 10.7%，2017-2021 年 CAGR 为 32.8%。由于 2020Q3 会计收入确认准则由百分比确认法转变为终验法，前后会计口径不连



续导致 2020 和 2021 年业绩增速不透明,随着会计准则影响的消除,2022 年起增速恢复正常。2022 年单 Q3,公司实现营收 13.5 亿元,同比增长 26.5%,整体符合预期;同环比均扭亏为盈,实现归母净利润 1.1 亿元,扣非归母净利润 2.2 亿元。

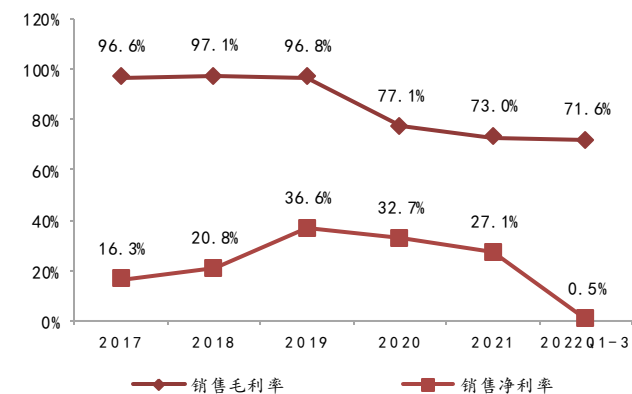
**图 8: 2017-2022Q1-3 公司营业收入及同比增速**


数据来源:公司公告,西南证券整理

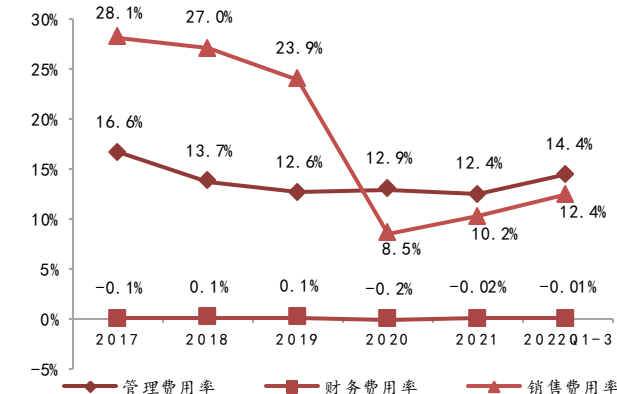
**图 9: 2017-2022Q1-3 公司扣非归母净利润及同比增速**


数据来源:公司公告,西南证券整理

**成本/费用端持续改善, Q3 进入业绩兑现期。**单 Q3 来看,公司毛利率同比+3.24pp 至 70.1%,销售/管理/研发费用率分别同比-3.58pp/+0.29pp/-7.41pp 至 8.1%/14.4%/39.1%,管理费用率增长主要由于固定资产折旧影响所致。前三季度实现归母净利润 1149.3 万元,同比下降 98.3%,主要是赢时胜等金融资产公允价值变动较大所致。整体来看,公司管理体系变革进展符合预期,成本与费用后续有望逐步改善,进入利润兑现期,全年收入成本剪刀差有望扩大。

**图 10: 2017-2022Q1-3 公司毛利率与净利率**


数据来源:公司公告,西南证券整理

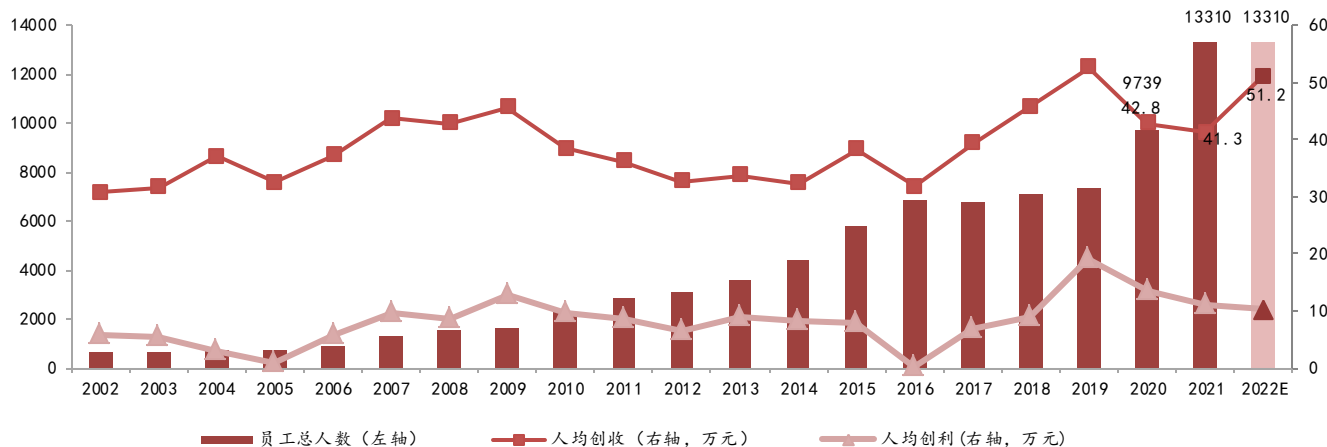
**图 11: 2017-2022Q1-3 公司费用率**


数据来源:公司公告,西南证券整理

**员工招培结构性调整,年度人效拐点向上。**2020/2021 年公司人员增速分别为 32.4%/36.7%,2022 年公司注重人效提升:招聘更加谨慎,加薪幅度也弱于往年,费用得到有效控制,员工产能将逐步释放。截至 2022 年 6 月 30 日,公司员工人数约为 12856 人,较年初下降 3.4%,预计全年人数与去年整体保持稳定。**1) 人均创收:**2022 年人均创收拐点向上,在公司战略规划下,有望重现 2017-2019 年增长节奏,预计 2022 年人均创收将达 51.2 万元,向上趋势明显。**2) 人均创利:**公司目前正积极针对未来 3-4 年金融数字化变革进行人员招聘和培养的结构性调整,效率提升结果将逐渐凸显,盈利能力逐步修复,人均创利拐点虽略晚于人均创收,但增长持续可期。



图 12：2002-2022E 公司员工数量和人数

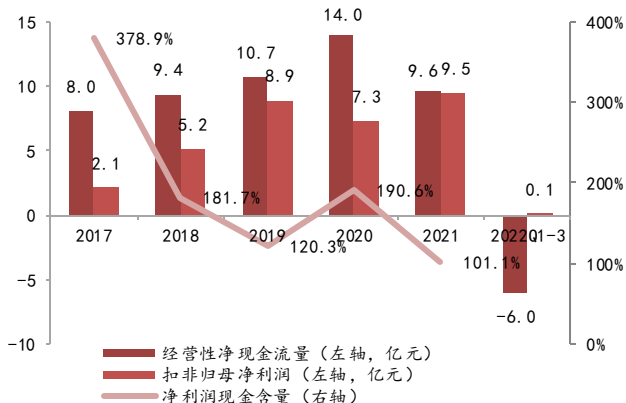


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 同业对比：财务表现优势明显

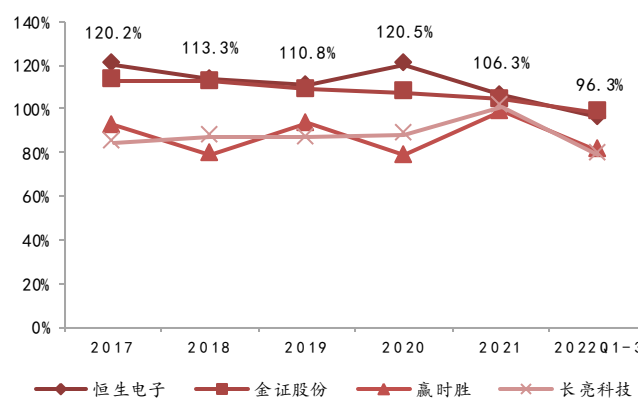
公司现金流表现出色，产业链中处强势地位。2017-2021 年，公司净利润现金含量（经营性净现金流量/扣非归母净利润）和现金收入比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）均大于 1，主要是由于公司采用预收款的交付模式，现金流充沛，保持高质量盈利，在产业链中具有较大话语权。与同行业公司相比，恒生电子与金证股份的现金收入比较为接近，整体高于行业平均水平。由于下游金融机构尾款结算多集中在二四季度，费用端延续刚性投入，投入产出比存在时间差，2022 年前三季度经营性现金净流出 6.0 亿元，现金收入比为 96.3%，待年底尾款集中结算，相关指标将重回正常水平。

图 13：2017-2021 年公司归母净利润现金含量维持较高水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

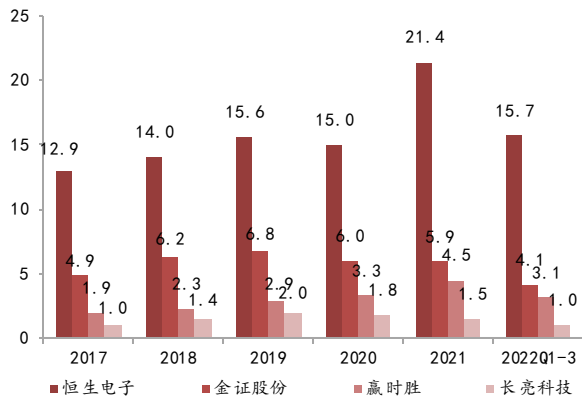
图 14：2017-2022Q1-3 公司现金收入比处行业前列



数据来源：各公司公告，西南证券整理

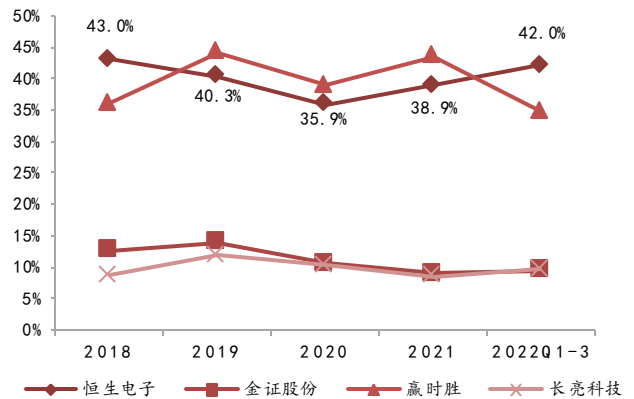
持续高研发投入，新一代产品竞争力强。公司研发投入在业内长期处于领先水平，为适应资本市场改革带来的新产品需求，公司持续加大投入，2022 前三季度研发支出达到 15.7 亿元，同比增长 18.5%；占营业收入比重达到 42.0%，较 2021 年同期下滑 0.44pp。近年来，公司大力投入研发推出新产品并且对核心产品升级换代：核心产品 UF3.0、O45、估值 6、新一代 TA，全部完成云原生技术升级，Light 技术平台持续深化云原生布局，发布了 LightDB、LightCore 等，后续上线进度值得期待。

图 15: 2017-2022Q1-3 公司研发支出远高于同业公司



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

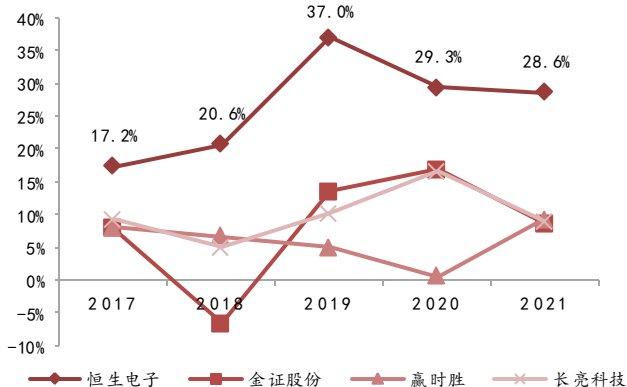
图 16: 2018-2022Q1-3 公司研发费用率为行业前列



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

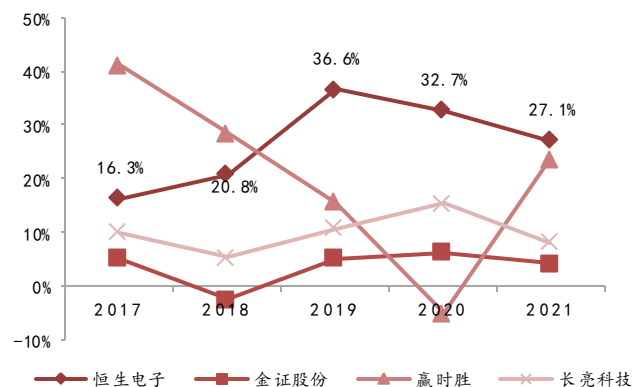
**杜邦分析: 高利润率模式可持续性较强。**2021 年公司 ROE 为 28.6%, 同比下降 0.71pp。通过杜邦分析拆解发现, 公司 ROE 水平长期远高于行业整体水平这一结果主要受高销售净利润驱动。尽管近两年公司经营规模快速扩大, 研发和人员投入大幅增长, 导致公司净利润率出现明显下滑, 但始终维持在行业内高水平。持续高利润率背后体现公司的强议价能力和高生产效率, 而议价能力和生产效率可持续性较强, 是公司长期高 ROE 水平的稳定保障。

图 17: 2017-2021 年公司 ROE 远高于同行



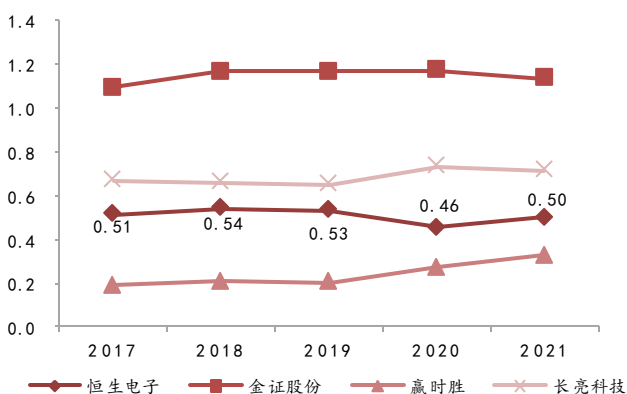
数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

图 18: 2017-2021 年公司销售净利率稳步超越同行



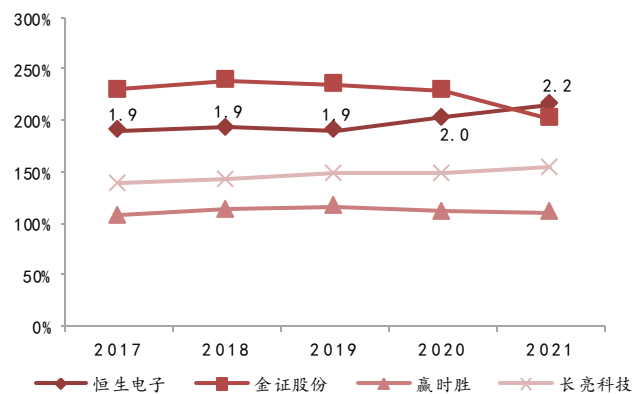
数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

图 19: 2017-2021 年同行业公司资产周转率



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

图 20: 2017-2021 年同行业公司权益乘数

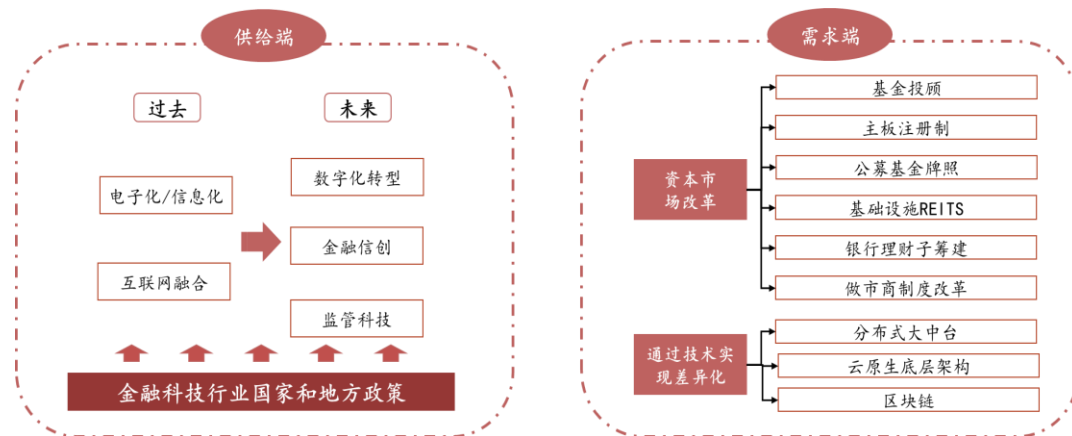


数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

### 3 技术与政策创造新机遇，增存量需求持续繁荣

从供给端来看，在国家和地方政策驱动下，科技行业技术更新迭代，金融行业数字化转型、金融信创和监管科技推进为金融科技行业带来新机遇。从需求端来看，资本市场改革和技术变革驱动资管 IT 增存量需求持续繁荣：1) 2022 年以全面注册制为主的金融市场六大确定性改革落地将为资本市场 IT 行业贡献 43.9 亿增量需求；2) 分布式云原生思路引领金融 IT 底层技术架构革新，区块链、人工智能等新兴技术指引上层应用功能变革，二者共同驱动金融机构系统替换需求持续扩张。

图 21：金融科技行业供给和需求端持续繁荣



数据来源：西南证券整理

### 3.1 技术与政策支持共振，金融科技高歌猛进

#### 3.1.1 以史鉴今：金融科技是技术和政策双重驱动下的金融创新

金融科技是由大数据、人工智能、区块链、云计算、生物识别等前沿技术驱动的新兴产业，旨在运用现代科技成果改造或创新金融机构的产品、经营模式、业务流程等，助力金融机构提质增效。自 20 世纪 60 年代以来，每隔 10 余年科技行业技术就会进行新一轮迭代，带动金融领域业务发生相应变化。在科技发展的驱动下，技术与金融融合主要经历以下三个阶段：

**（1）金融电子化和信息化阶段（1970S-2003 年）：**这一阶段主要是利用 IT 技术升级后台业务模式、业务流程和管理模式，实现集中风险控制、业务快速扩容以及无纸化办公等内部信息化改造，以提升金融机构内部效率。

**（2）互联网金融阶段（2004-2015 年）：**随着金融机构业务大规模扩展，金融机构对资金来源和去向进行在线监控、集中管理和调配的需求扩张，传统管理模式和系统已难以满足用户实时性要求。21 世纪初，互联网蓬勃发展，传统金融机构通过搭在线业务平台，实现信息共享和业务融合，互联网技术对金融机构前端涉及资金的业务提供实时高效支持。这一阶段，互联网渗入到金融中前台业务系统，助力金融业务真正实现互联互通。

**（3）金融数智化阶段（2015 年至未来）：**在新一轮科技革命和产业变革的背景下，金融机构积极推动**新技术与业务融合创新**转型，进一步利用现代科技成果改造或创新金融产品、经营模式和业务流程等，推动金融发展提质增效。人工智能、大数据、云计算、物联网等新兴技术与金融业务深度融合，为信息集采、投资决策、风控等方面提供创新活力，具体应用包括大数据征信、智能投顾、供应链金融等。

图 22：现代金融业与科技融合的发展历史与未来趋势



数据来源：国家金融与发展实验室，西南证券整理

政策密集发布推动新兴技术与金融深度融合，金融科技行业持续繁荣。自 2017 年央行正式成立金融科技委员会以来，各部门、各地区密集发布促进金融科技行业发展政策。金融科技顶层规划持续推出，继 2019 年 8 月《金融科技（FinTech）发展规划（2019—2021 年）》后，2022 年 1 月 4 日，央行印发第二轮《金融科技发展规划（2022-2025 年）》，提出以加快金融机构数字化转型、强化金融科技审慎监管为主线，将数字元素注入金融服务全流程。国家政策规划顶层设计，地方政策频繁发布助力落地，推动新兴技术深度赋能金融机构业务，为我国金融科技行业开拓更广阔的发展空间。

表 5：国家级政策助推金融科技行业发展（关键词：金融科技、应用融合、技术规范）

时间	相关部门	政策/事件	主要内容
2017 年	央行	正式成立金融科技委员会	引导新技术在金融领域的使用
2019 年 8 月	央行	金融科技业首份顶层文件《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》	确定了六方面重点任务：一是加强金融科技战略部署；二是强化金融科技合理应用；三是合理运用金融科技手段赋能金融服务提质增效；四是运用金融科技增强金融风险技防能力；五是强化金融科技监管；六是夯实金融科技基础支撑。增强金融业科技应用能力，实现金融与科技深度融合、协调发展
2019 年 10 月	市场监管总局、央行	《金融科技产品认证目录、金融科技产品认证规则》	包含客户端软件、安全芯片、安全载体、嵌入式应用软件、银行卡自动柜员机终端、支付销售点终端、移动终端可信执行环境、可信应用程序、条码支付受理终端(含显码设备、扫码设备)、声纹识别系统、云计算平台共计 11 种产品种类

时间	相关部门	政策/事件	主要内容
2019年12月	央行	宣布启动金融科技创新监管试点	在北京市率先开展金融科技创新监管试点, 目的为建立包容审慎、符合中国国情、与国际接轨的中国版“监管沙盒”
2020年5月	科技部与邮储银行	《加强科技金融合作有关工作的通知》	加快实施创新驱动发展战略部署, 完善科技创新投入和科技金融政策, 进一步推动科技和金融深度结合, 将加强相关领域的科技金融合作
2020年8月	中证协	《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》	提出要加快出台行业标准, 促进金融科技应用融合。逐步建立完善人工智能、区块链、云计算、大数据等数字技术在证券行业的应用标准和技术规范, 完善人工智能技术在投资顾问业务领域的应用条件及合规要求, 鼓励证券公司在人工智能、区块链、云计算、大数据等领域加大投入, 促进信息技术与证券业务深度融合, 推动业务及管理模式数字化应用水平提升
2022年1月	央行	央行印发《金融科技发展规划(2022-2025年)》	《规划》明确提出建设绿色高可用数据中心、架设安全泛在的金融网络、布局先进高效的算力体系 3 方面重点任务, 到 2025 年, 绿色、智能、高可用金融数据中心建设布局日趋完善, 高速泛在、融合互联、安全可靠的金融网络通信支撑保障能力全面加强, 云管边端高效协同、灵活调度、弹性部署的新型算力体系基本建成
2022年1月	银保监会	《银行业保险业数字化转型的指导意见》	提高新技术应用和自主可控能力, 坚持关键技术自主可控原则, 对业务经营发展有重大影响的关键平台、关键组件以及关键信息基础设施要形成自主研发能力, 降低外部依赖
2022年2月	市场监管总局、央行	《金融科技产品认证目录(第二批)》	区块链技术产品、商业银行应用程序接口、多方安全计算金融应用等三项被纳入《认证目录》

数据来源: 国务院, 西南证券整理

**表 6: 地方性政策落地金融科技发展规划 (关键词: 创新试点、聚集区打造、领军企业培育)**

时间	地区	政策	主要内容
2018年10月	北京	《北京市促进金融科技发展规划(2019—2022年)》	北京是全国首个发布金融科技发展规划并发力金融科技的城市, 提出“力争到 2022 年, 涌现 5-10 家国际知名的金融科技领军企业, 形成 3-5 个具有国际影响力的创新集群, 开展 10-15 个重大示范应用项目”的发展目标。
2020年1月	上海	《加快推进上海金融科技中心建设实施方案》	重点任务: (1) 全速推进金融科技关键技术研发; (2) 全面提升金融科技应用水平; (3) 全要素促进金融科技产业集聚; (4) 全力推进金融科技监管创新试点; (5) 全方位营造一流金融科技发展环境
2020年4月	重庆	《重庆市人民政府办公厅关于推进金融科技应用与发展的指导意见》	(1) 打造金融科技产业聚集区, 培育金融科技产业生态圈; (2) 打造高质量发展制度创新区, 促进经济金融质量变革; (3) 打造金融科技监管先行区, 提升金融科技风险管理水平; (4) 打造金融科技标准示范区, 建设金融科技标准领军城市; (5) 建设基础数据和认证中心, 夯实金融科技发展支撑体系; (6) 推进金融科技开放与合作, 助力“一带一路”数字经济发展; (7) 推进金融科技开放与合作, 助力“一带一路”数字经济发展; (8) 强化组织领导
2020年5月	成都	《成都市金融科技发展规划(2020-2022年)》	力争到 2022 年底前, 建成以交子公园金融商务区为核心聚集区, 多个空间梯度布局、生态体系完善、产业辐射较强的金融科技特色功能区; 努力培育 5-10 家在国内具有行业龙头地位的金融科技企业, 推动 3-5 家金融科技相关企业上市; 打造 3-5 家具有国内外影响力的金融科技研究机构, 全面提升成都金融科技研究和科技成果转化能力; 以底层技术为主线, 金融场景为依托, 实现 5-10 个具有国内外影响力的金融科技应用示范场景。
2021年4月	海南	《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》	在依法合规、风险可控前提下加强金融科技创新应用
2021年10月	北京	《西城区“十四五”时期国家级金融科技示范区发展规划》	加速金融科技创新要素集聚, 加大重点企业和项目的引培力度, 加快引进国际化专业服务机构, 加强金融科技人才聚集区建设, 抢占金融科技原始创新制高点, 推动金融科技标准化体系建设, 打造金融科技监管创新“北京品牌”。
2022年4月	深圳	《深圳市扶持金融科技发展若干措施》	全力培育金融科技领军企业, 并重点在传统机构转型、具备互联网特性新型持牌机构、金融技术服务等三个领域培育领军企业; 进一步发挥深圳的产业与技术优势, 带动金融业数字化转型升级, 全面提升金融业服务效能。

数据来源: 地方政府网站, 西南证券整理



### 3.1.2 技术与金融融合革新，引领金融行业三大发展方向

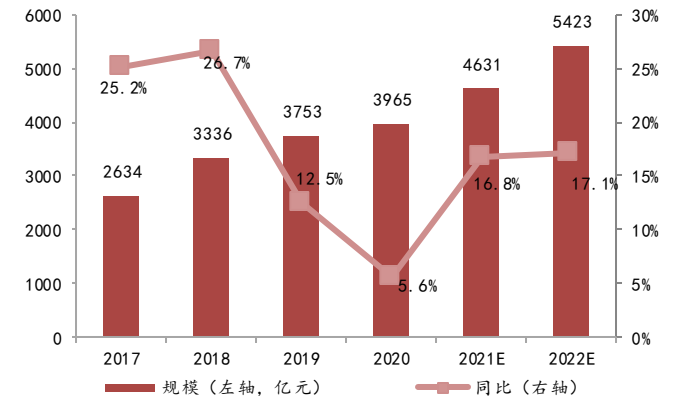
助推金融行业三大新方向，金融科技行业景气度高企。金融与科技融合发展多年，目前金融机构前中后台系统已基本实现信息化建设。在政策支持和行业需求端驱动下，金融科技推动金融机构三大趋势发展进程：1) 技术赋能金融业务模式、服务及产品创新，推动金融行业数字化转型；2) 技术帮助金融机构降低风险、解决信用难题，发挥监管科技力量；3) 金融行业国产替代，三大趋势下金融科技行业扶摇直上。根据艾瑞咨询《2021 年中国金融科技 (FinTech) 行业发展洞察报告》，2017-2020 年中国金融科技行业市场规模 CAGR 为 14.7%，预计 2022 年我国金融科技行业市场规模为 5423 亿元。

图 23：科技赋能金融机构前中后台系统

银行IT	保险IT	证券IT	资管IT
<ul style="list-style-type: none"> <li>业务类系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>信贷管理系统</li> <li>支付与清算系统</li> <li>中间业务系统</li> </ul> </li> <li>渠道系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>渠道管理系统</li> <li>柜台交易系统</li> </ul> </li> <li>管理类系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>风险控制系统</li> <li>商业智能系统</li> <li>企业资源管理系统</li> <li>客户关系管理</li> <li>监管报送系统</li> <li>金融审计与稽查</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>业务类系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>财险核心系统</li> <li>寿险核心系统</li> <li>再保险核心系统</li> </ul> </li> <li>渠道系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>渠道管理系统</li> <li>营销管理系统</li> <li>银保系统</li> </ul> </li> <li>管理类系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>风险控制系统</li> <li>商业智能系统</li> <li>企业资源管理系统</li> <li>客户关系管理系统</li> <li>财务管理系统</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>核心生产系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>行情系统</li> <li>集中交易系统</li> <li>PB交易系统</li> <li>网上交易系统</li> <li>开户系统</li> <li>登记结算系统</li> <li>三方存管系统</li> <li>开放式基金代销系统</li> <li>风险监控以及反洗钱系统</li> </ul> </li> <li>客户关系管理系统</li> <li>内部管理与业务支撑类系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投资研究与投资交易系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>研究资讯系统</li> <li>投资组合管理系统</li> <li>投资交易系统</li> <li>投资绩效与基金估值系统</li> <li>风险管理系统</li> </ul> </li> <li>注册登记与销售服务类系统                             <ul style="list-style-type: none"> <li>注册登记与资金清算系统</li> <li>直销与网上交易系统</li> <li>客户关系管理系统</li> </ul> </li> <li>内部管理与业务支撑类系统</li> </ul>

数据来源：西南证券整理

图 24：2017-2022E 国内金融科技市场规模及预测

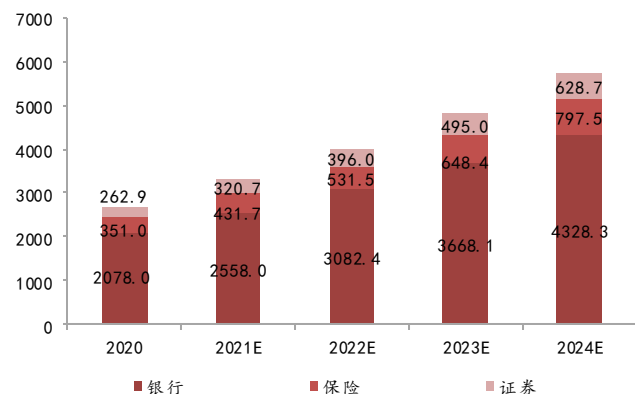


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

#### (1) 银行保险先行数字化转型，证券 IT 加速推进

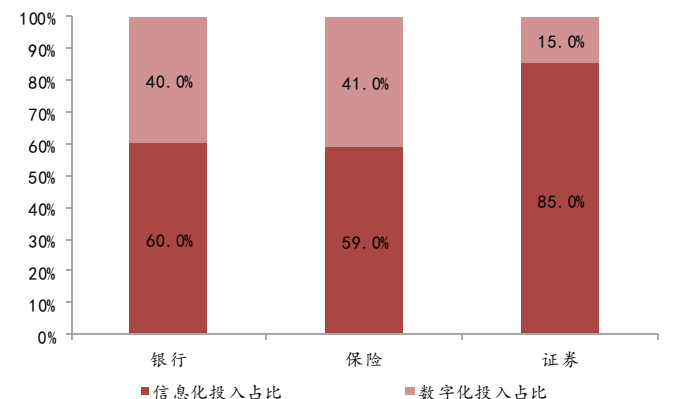
从投入主体来看，2020 年银行业、保险业和证券业的技术投入分别为 2078.0/351.0/262.9 亿元；银行业作为我国金融体系的主体和中枢，信息化投入规模仍然稳居第一。三大领域目前皆处于信息化向数字化转型的过程，头部机构更注重核心系统和底层技术能力的建设，中尾部机构出于高效实用性更多会选择应用层整体解决方案。

图 25：2020-2024E 细分领域金融机构技术投入 (亿元)



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 26：2020 年细分领域金融机构信息化和数字化投入占比



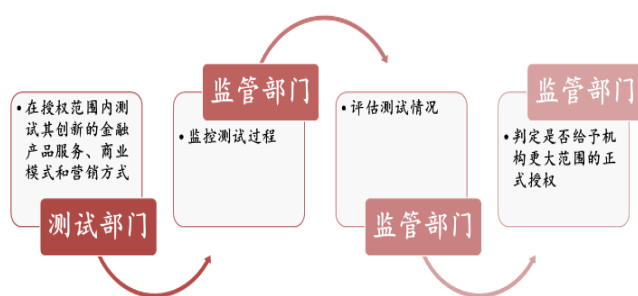
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理



## （2）监管沙盒提升技术可用性，拓宽行业范围

监管沙盒打造平衡风险与创新的监管制度，提升科技在金融服务的可用性。2019 年 12 月，央行在北京启动“监管沙盒”试点工作，引导持牌金融机构、科技公司，在依法合规、风险可控的前提下，探索运用新兴技术驱动金融创新、赋能金融提质增效，着力提高金融服务实体经济能力。监管沙盒是指在安全空间内，金融科技企业测试其创新的金融产品、服务、商业模式和营销方式，较少程度受监管规则约束。截至 2021 年底，北京、上海、成都、广州、深圳、重庆、雄安、杭州、苏州等 17 个城市的 120 多个项目进入“监管沙盒”。“监管沙盒”有效提升监管部门对新技术、新应用、新模式的监管容忍度，更大程度上与时俱进推动新技术的广泛应用，为金融科技争取更大的发展空间。

图 27：“监管沙盒”监管示意图



数据来源：清华大学金融科技研究院，西南证券整理

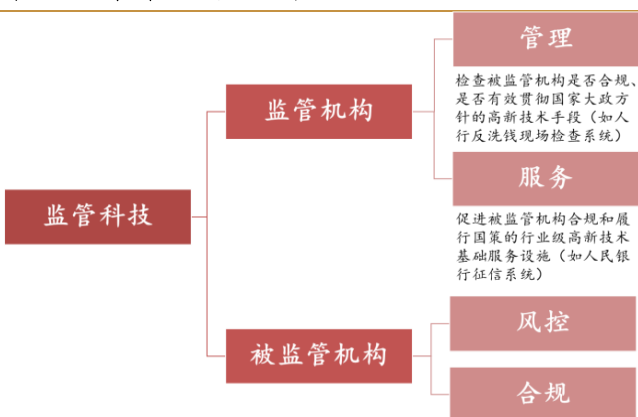
图 28：部分“监管沙盒”项目

人工智能	区块链	大数据	云化
<ul style="list-style-type: none"> <li>基于人工智能的单账户配资异常交易检测系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于区块链的客户交互行为体系管理系统项目</li> <li>基于区块链的证券业务电子签约与凭证服务平台</li> <li>基于区块链的私募基金份额转让平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>证券交易信用风险分析大数据平台</li> <li>基于大数据的智能投资于风险管理平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于信创的金融混合云构建项目</li> <li>基于零售业务敏捷化的云原生架构实践</li> </ul>

数据来源：中国证监会官网，西南证券整理

新技术应用于金融监管，拓宽金融科技业务范围。金融科技的发展给传统的风控和合规带来巨大挑战，监管科技通过改进数据处理、客户身份识别、压力测试、市场行为监控和法律法规跟踪等环节，提升监管机构的监管能力、降低金融机构的合规成本。作为金融科技的分支，监管科技通过云技术、大数据、人工智能和区块链等新兴技术手段提升金融服务的质量和效率，拓宽金融科技范围。

图 29：监管科技主体和范围



数据来源：中关村互联网金融研究院，西南证券整理

图 30：监管科技核心技术在不同场景中的应用

应用场景	云技术	大数据	人工智能	区块链	API
用户身份识别	金融机构、监管机构				
市场交易行为监控	金融机构、监管机构				
合规数据报送		金融机构、监管机构			金融机构、监管机构
法律法规跟踪		金融机构			
风险数据融合分析			监管机构		
金融机构压力测试		监管机构			监管机构

数据来源：中国信息通信研究院，西南证券整理

### (3) 金融机构核心系统国产化，竞争范围缩小至国内企业

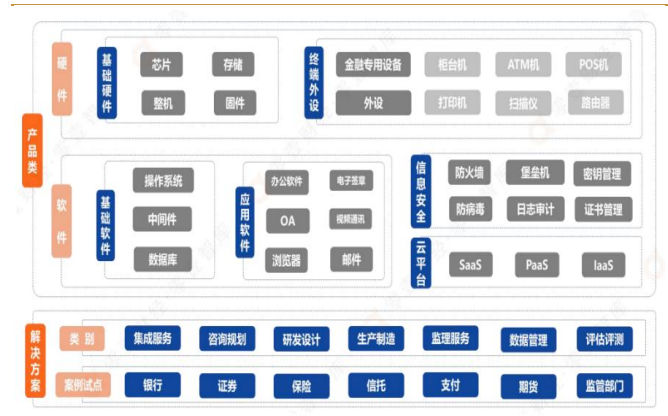
金融行业自主可控如火如荼。金融信创以“先试点，后全面”的推广方式进行，2020 年共有 47 家试点机构，主要包括头部银行、保险、证券、一行两会和交易所，项目多以 OA 办公系统为主，要求信创基础软硬件采购额占 IT 外采的 5-8%；2021 年试点机构扩容至 198 家，信创基础软硬件在 IT 外采中占比要求提高至 10-15%；而 2022 年有望进入规模推广阶段，广度、深度都将进一步扩大，预计信创软硬件投入占行业全年 IT 支出的 30%。

图 31：金融信创发展历程



数据来源：零壹智库，亿欧，西南证券整理

图 32：金融信创产业关键环节



数据来源：零壹智库，西南证券整理

#### 金融 IT 系统加速自主可控，主要涉及两方面：

**金融机构各类系统的国产化：**1) **银行 IT：**银行业务量最大，银行 IT 建设较早且壁垒最高，早期海外巨头在核心业务系统等关键领域占据较高市场份额。国内代表公司为神州信息、宇信科技和长亮科技；国外为 IBM、Oracle 和 EMC。2) **证券/资管 IT：**国内券商、基金起步于上世纪末期，早期规模较小，恒生电子和金证股份等国内 IT 供应商已研发出相对成熟的产品，能够满足其 IT 系统的需求。凭借本地服务和成本优势，恒生和金证迅速占据了国内券商和基金 IT 市场的主要份额。3) **保险 IT：**相较于证券和银行来说，保险交易的频次低，因此保险 IT 信息化转型起步较晚，主要由国内厂商提供各类系统，代表公司主要为中科软和软通动力。

**金融 IT 应用系统与国产替代后的硬件和数据库的信创适配：**以 IBM 服务器、Oracle 数据库、EMC 储存为基础的 IOE 集中式架构，逐渐难以适应高并发、高迁移性、高兼容性的数字金融新业态。以 x86 计算机和分布式数据库搭建的分布式方案，凭借其良好的拓展性、低廉的边际成本以及强大的数据处理能力逐渐成为金融 IT 的发展转型方向。为提高适应各种国产环境的能力，加速金融信创应用进程，金融业务系统需适配大量信创标准软硬件，覆盖服务器、数据库、操作系统、中间件、终端机器、终端操作系统、终端浏览器、流式软件、版式软件等。多家金融 IT 公司提出加强和国内各类信创厂商开展合作，着力打造信创生态合力，提供基于信创云等完善一体化全栈式的信创服务。从进度来看，截至 2022 年 5 月，恒生旗下 70 多款产品已全部完成信创适配，包括 UF3.0、TA 系统、UST 极速交易、资金运营系统、托管估值系统等核心业务系统。随着金融行业信创步入全面落地阶段，适配进度将持续加速。

**表 7：金融 IT 系统信创适配情况**

公司	金融信创适配进度
恒生电子	截至 2022 年 5 月，恒生旗下 70 多款产品已全部完成信创适配，包括 UF3.0、TA 系统、UST 极速交易、资金运营系统、托管估值系统等核心业务系统。
金证股份	协助券商信创推进方面，公司以联合体申报方式，目前已与国信证券、中信建投证券等多家券商进行联合体信创申报，2021 年实现 2 家券商信创申报项目上线。在公司新一代证券综合业务平台 FS2.0 产品群中，统一认证系统、资金管理系统、报盘系统已完成国产化适配。
宇信科技	截止 2021 年底，已完成 100 多项信创产品适配认证，并帮助数十家客户完成了第二批金融信创方案申报。作为银行信创全场景参与者，2021 年参与了 20 多个细分信创场景的技术验证和试点项目落地。
长亮科技	公司全财务价值链业务管理产品线实现 100% 自主研发，同时全面适配主流国产化软硬件
顶点软件	A5 信创版作为证券行业首家实现全面成功上线的全内存、全业务、自主可控的分布式核心交易系统；基于信创要求，采用新的技术架构设计并研发的财富运营平台、财富 APP、家族信托系统等，在多家信托公司上线运行。
神州信息	2021 年 8 月发布了“神州信创云”全家桶架构蓝图，旨在为企业数字化转型打造全栈自主可控底座，提供整体信创云规划及建设服务的能力。“神州信创云”与 ModelBank5.0 一道，形成了公司金融科技 2.0 架构体系的两极，在基础层和应用层分别为金融机构数字化升级提供全面的技术底座和能力支持

数据来源：各公司公告，西南证券整理

**金融信创缩小竞争范围，创造更大市场空间。**信创的关键点在于自主研发进而实现国产替代，不仅打开更大的行业应用市场的空间，而且帮助国内科技厂商天然地规避了一些国外竞争对手。通过证监会备案且拥有信创资质的金融科技公司很少，截至 2021 年底，星网信通和恒生电子参与证券公司信创项目的金额最高，分别为 3676.4 万元和 1225.1 万元。星网信通的信创项目均来自于安信证券，包括建设专用服务器设备（arm 架构）、科技园网络设备和安信金融大厦办公网网络设备；而恒生电子的信创项目式为浙商证券的信创专有云平台扩容和信创数据库跨机房双活。

**表 8：金融信创涉及软硬件和相关公司**

软硬件	相关公司
中间件	东方通、宝兰德
CPU/金融机具	中国长城
CPU/服务器整机	中科曙光
办公软件	金山办公
OA	泛微网络
银行 IT	宇信科技、长亮科技
证券 IT	恒生电子
保险 IT	中科软
数据库	海量数据
操作系统	中国软件、诚迈科技

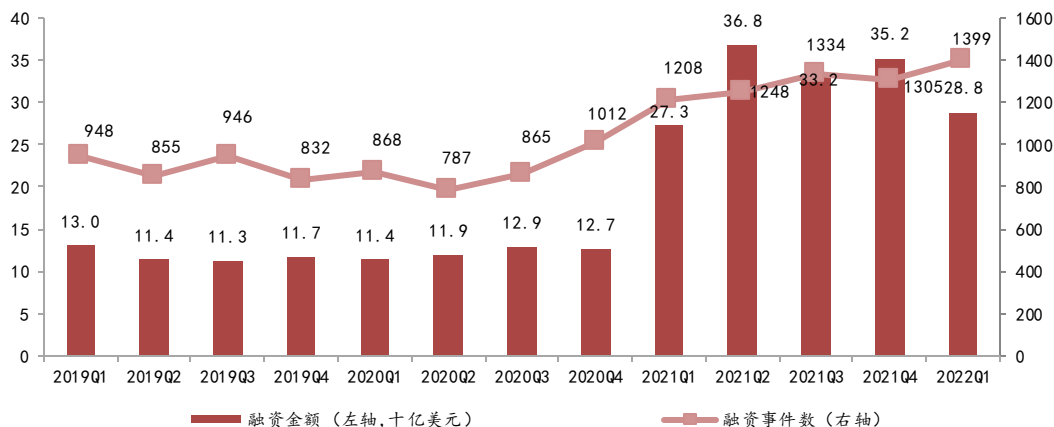
数据来源：西南证券整理

## 3.2 对标海外，国内金融机构 IT 投入值得期待

从融资情况来看，全球金融科技持续走热。2022Q1 全球金融科技共有 1399 件融资事件，达历史最高，融资金额为 288 亿美元，环比下降 18.2%，但规模依旧可观。各国政府对本国的金融科技发展高度重视，全球已有超过 40 余座城市出台了金融科技相关政策或针对性扶持措施。并且各国央行都在不断提升金融领域的监管开发程度，以期刺激经济，提

高效率。根据德勤在疫情前的预测数据指出，到 2024 年，全球金融科技领域的营收规模有望从 2018 年的 920 亿欧元增长至近 1880 亿欧元。

图 33：2019Q1-2022Q1 全球金融科技融资金额和融资次数

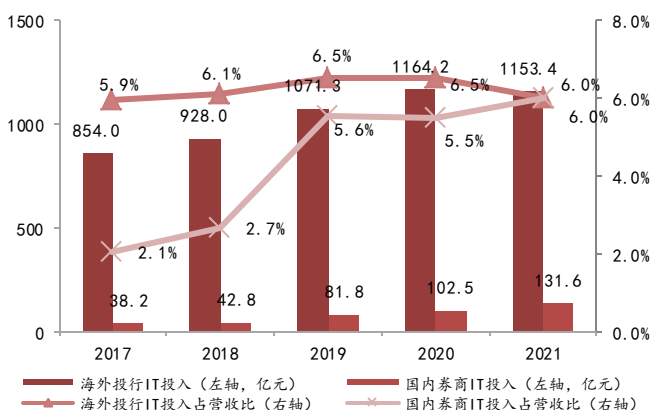


数据来源：CB Insights, 西南证券整理

对比海外，我国券商信息化投入仍有较大空间。从信息化投入占营收的比例来看，国内外 TOP9 证券机构的差距正在缩小，国内券商投入力度正向国际看齐。从绝对值来看，2021 年海外 TOP9 投行的信息化投入约为国内的 8.8 倍，差距显著，国内券商的 IT 投入仍有广阔提升空间。

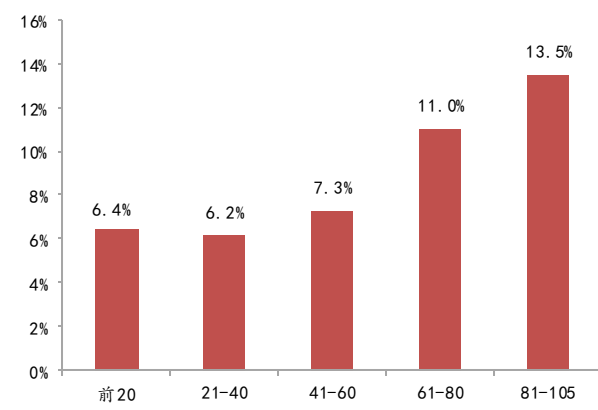
我国中尾部券商加大 IT 投入力度，寻求差异化竞争突破口。根据证券业协会，2021 年 105 家券商的信息化投入平均值为 3.22 亿元，只有营收规模排名前 24 的券商和极少数尾部券商投入高于平均值，呈现明显的“头重脚轻”特点。其中，TOP20 的券商信息化投入比例为 6.4%，而尾部券商的信息化投入比例达到 13.5%，中尾部信息化投入的力度加大，金融科技的重要性日渐凸显，正逐步成为其寻求差异化竞争的重要手段之一。

图 34：2017-2021 年规模前 9 海外投行与国内券商技术投入



数据来源：各公司年报，证券业协会，西南证券整理

图 35：2021 年国内券商技术占营收比



数据来源：证券业协会，西南证券整理

对标美国，国内资本市场亟待完善，金融机构 IT 能力有待提升。近年来国内推出融资融券、转融通以及股指期货等新制度和业务持续完善资本市场，但相较于海外，我国资本市场基础设施和投资工具亟待补充。随着多层次资本市场健全，业务深度和广度不断拓宽，券商和资管的综合服务能力将面临更大考验，IT 能力亟待提升。

表 9：对标美国，国内资本市场制度发展和产品类型值得期待

	美国	中国
发行市场	国际性市场，发行规模十分大。除了 NYSE、NASDAQ、AMEX 三大交易所外，还有诸如 OTCBB 等市场	针对国内企业，B 股市场作为筹集外资的场所，一直与 A 股分割，较为冷清
发行管理制度	注册制	核准制，注册制试点
交易机制	允许卖空	不允许卖空，可通过融券卖空或股指期货实现卖空
	T+0	T+1
	手续费以交易笔数为基准	手续费以交易金额为基准
退市机制	成熟的退市机制	退市标准单一
投资工具	REITS 已成熟	REITs 发展的机制环境正在建立
	丰富的期货产品在全球范围内开放交易	期货产品种类有限，境外交割区域有待扩宽
	全权委托主流模式，除管理投资组合之外还提供财务规划等其他服务	公募基金投顾试点三年，发放牌照 60 家
	目前美国共同基金资产中有 47% 来自于 DC 计划和 IRAs 计划	129 只养老目标基金入选首批个人养老金基金名录
对外开放	外资进入基本没有限制	仅有 QFII/RQFII 和互联互通机制

数据来源：西南证券整理

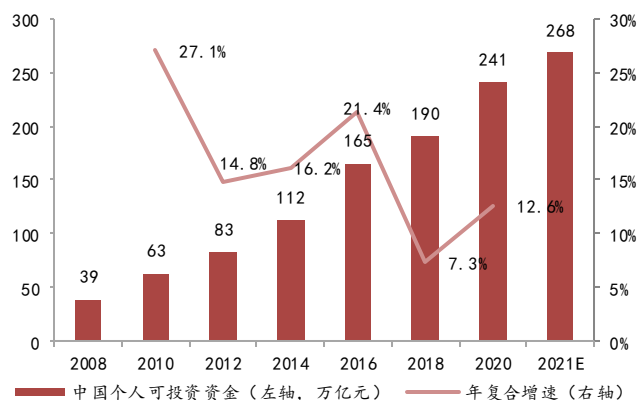
国内金融机构 IT 投入 (= 营收规模 \* IT 投入占营收比) 未来增长来自于两个乘数项：1)

IT 投入占营收比：随着金融行业业务更加多样复杂，以及数字化转型加速，IT 投入占营收比将稳步增长；2) 营收规模：随着国内资本市场改革深入，金融机构业务范围更广，产品类型更丰富，国内券商和资管规模将实现大幅增长，带动 IT 需求增长。

### 3.3 资本市场改革创造增量需求，技术变革吸引存量替换

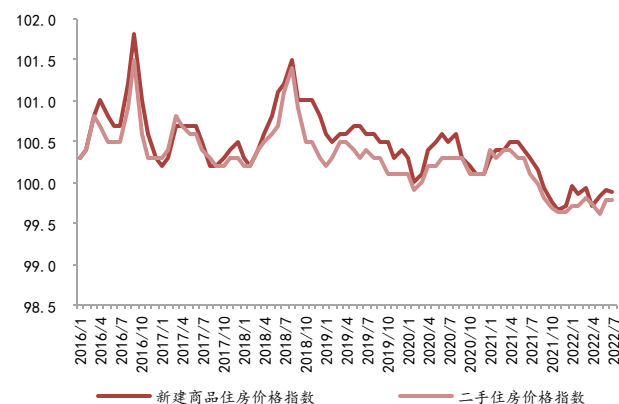
中国资本市场持续繁荣，资本市场 IT 建设空间广阔。改革开放以来居民财富快速积累叠加过去十余年房地产增值效应，资金大量流入地产行业，不动产“超配”情况明显。近年来，随着“房住不炒”相关政策落地，房产从金融属性回归至原先的居住属性。大量资金从房地产流入资本市场，资本市场持续繁荣。资本市场 IT 利用技术持续赋能金融机构，提升业务效率，改善客户体验，更大程度上驱动金融机构对金融科技服务和系统需求。

图 36：2008-2021E 中国个人可投资资金快速增长



数据来源：《2021 中国私人财富报告》，西南证券整理

图 37：新建商品住房和二手住房价格指数（上月=100）

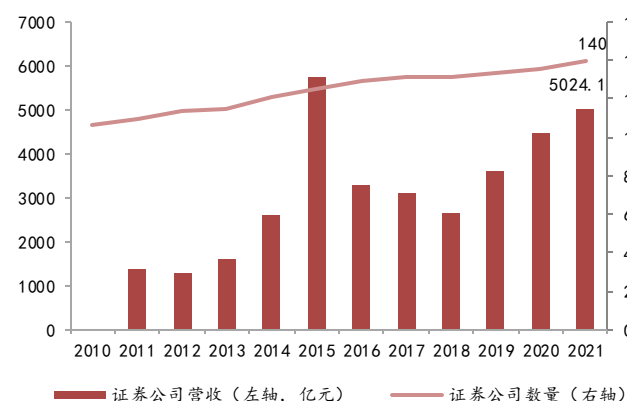


数据来源：国家统计局，西南证券整理



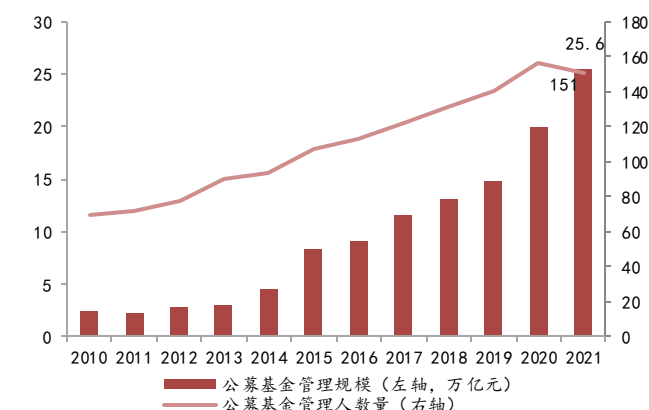
从资本市场 IT 需求主体来看，主要包括券商、保险资管、券商资管、公募基金和银行理财子公司。伴随资本市场发展一路走来，证券公司和公募基金管理者数量持续增长。截至 2021 年年底，国内共有 140 家券商，33 家保险资管，20 家券商资管，29 家银行理财子和 150 家公募基金（包括 14 家取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资产管理子公司和 2 家保险资产管理公司）。

图 38：2010-2021 年证券公司数量和总营收



数据来源：中国证券业协会，西南证券整理

图 39：2010-2021 年公募基金管理人数和管理规模



数据来源：中国基金业协会，西南证券整理

### 3.3.1 资本市场六大确定性展望带动增量需求持续繁荣

多层次资本市场配置逐步完善，金融机构系统新增需求旺盛。近年来国内资本市场改革持续扩大深入，多项政策发布和落地进程加速：（1）交易市场调整与改造：深市主板与中小板合并、北交所成立；（2）交易规则的转变：注册制加速推行、债券交易规则创新、T+0 试行研究；（3）交易业务多样化：基础设施 REITs、投顾业务、银行理财子；（4）对外开放：外资进入、跨境理财通。金融科技为资本市场改革下券商、基金等相关系统高效有序发展提供支撑，随着金融市场改革政策不断落地推行，相关系统的新增需求也将持续增长。

表 10：资本市场近年主要政策

类型	时间	政策/主要事件	当前推进状态
深交所主板与中小板合并	2021/4/6	深市主板与中小板于正式合并	已全面推行或落地
债券交易规则	2021/4/30	上交所起草了《上海证券交易所债券交易规则》及有关债券交易参与人管理、债券交易机制创新、优化通用质押式回购制度、完善债券做市业务等方面的配套适用指引	
北交所成立	2021/9/2	北京证券交易所宣布设立	
	2021/11/15	北交所正式开市	暂行试点或未推行，预计未来将全面落地
注册制改革	2019/7/22	科创板实现注册制，首批 25 家科创板公司上市	
	2020/4/27	深改委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	
	2020/8/24	创业板注册制首批企业上市，标志着创业板注册制正式全面实施	
	2021/11/15	北交所正式开市，注册制试点范围扩大至北交所	
	2022/3/5	《政府工作报告》提出注册制改革有望提速于今年落地	
	2022/6/25	全面注册制改革研讨会召开	
公募 REITs	2020/4/30	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》发布	



类型	时间	政策/主要事件	当前推进状态
公募基金投顾	2021/5/17	第一批 9 家公募 REITs 正式获批	
	2022/5/25	国务院推出《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，提出鼓励更多符合条件的基础设施公募 REITs 项目发行上市	
	2019/10/25	《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》，首批 18 家基金投顾业务试点资格落地	
	2022/5/29	开展试点已接近三年，累计已有 55 家机构获得基金投顾试点资格	
做市商制度	2022/5/13	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，上交所发布《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》和《上海证券交易所证券交易业务指南——科创板股票做市》的征求意见稿	
银行理财子	2022/4/26	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》首次提出支持银行理财子公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照，从事公募基金管理业务	较长时间实现城商行全面建设
	2018/12/2	《商业银行理财子公司管理办法》发布，随后各大银行开始逐步成立理财子公司	
对外开放	2019/7/20	发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	多方面推进
	2021/9/10	粤港澳三地同时发布了《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》，大湾区内的投资者可通过当地银行跨境购买对方银行销售的合资格投资产品	
	2022/2/1	沪伦通正式扩容	
T+0	2021/2/26	证监会表态深入研究论证 T+0，分析称科创板或已具试行条件	暂未有进一步推进

数据来源：公开资料，西南证券整理

**资本市场改革政策频繁发布，金融机构系统新增需求可观。**从政策推行进度来看：1) 深交所主板与中小板合并、北交所创立以及债券交易规则的调整等政策已基本全面落地，所带来的系统增量需求已被市场消化。2) **资本市场六大确定性展望**包括全面注册制、公募基金投顾牌照放开、科创板做市商制度、公募基金基础设施 REITs 开放、公募基金牌照以及城商行和中外合资行等大型银行新设理财子公司，受六大政策落地催化影响，金融机构系统增量需求约为 43.9 亿元。

### (1) 全面注册制推行带来 10.62 亿增量需求

2022 年 6 月 25 日，全面注册制改革研讨会召开，预计注册制全面推行政策近期即将落地。注册制主要涉及**券商、基金、保险资管等卖方、买方金融机构的经纪业务系统、投资者终端交易系统、资产管理业务系统、自营业务、风控合规、投行业务等 40 余套系统的新建、升级与改造**。在假设基础上，我们预测全面注册制带来的金融机构内部系统的新增和改造需求增量需求将达 10.6 亿元。

**假设 1：系统价格**，参考采招网恒生电子中标华金证券创业板注册制的新增信息系统和风控改造系统的项目价格 424.8 万元，以及恒生电子中标英大保险资管升级投资交易等业务系统以支持创业板注册制改革业务处理项目价格 176 万元。我们假设券商针对注册制的改造升级均价为 450 万元；券商资管、保险资管、公募基金和理财子的改造费用为 200 万元。

**假设 2：需求主体**，140 家券商将新建信息系统、改造风控系统来满足主板注册制要求；216 家券商资管、保险资管、公募基金和理财子需要进行投资交易等业务系统改造。

**表 11：全面注册制对金融科技需求增量空间测算**

对象	数量	改造或升级均价 (万元)	总价(亿元)	需求
券商	140	450	6.30	新建和改造经纪业务系统、投资者终端交易系统、资产管理业务系统、自营业务、风控合规、投行业务等 40 余套系统
资管、公募基金和理财子	216	200	4.32	
合计			10.62	

数据来源：采招网，西南证券整理（注：部分券商暂未获得全牌照，以整套系统价格估算）

### （2）基金投顾牌照向金融机构放开将带来 12.12 亿元增量空间

基金投顾将成为未来行业趋势，券商、基金和银行理财子对公募投顾系统建设需求随牌照发放逐步释放，主要包括升级改造现有系统针对公募投顾业务、新建投顾业务运营平台和资产配置管理系统。预计公募基金投顾试点向基金、券商、资管和理财子全面放开将为金融科技行业带来 12.1 亿元的增量需求。

假设：改造价格，参考西南证券公募基金投顾业务的系统改造项目中恒生电子的中标价格，假设系统平均改造费用为 400 万元。需求主体，券商、基金、资管公司和银行理财子公司均有公募投顾系统的新增需求。扣除已取得基金投顾牌照的基金管理人 24 家和券商 29 家，共有 303 家金融机构有改造升级系统的需求。

**表 12：基金投顾业务对金融科技需求增量空间测算**

对象	数量	改造或升级均价 (万元)	总价 (亿元)	需求
资管、券商、公募基金、理财子	303	400	12.12	升级改造现有系统、新建投顾业务运营平台和资产配置管理系统等

数据来源：采招网，西南证券整理

### （3）做市商制度落地将贡献 1.12 亿元增长空间

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》，根据规定中对试点券商的核心要求，共有 25 家券商满足当前试点科创板做市业务资格。从新三板全面放开券商做市业务来看，科创板的做市制度向全部券商放开可期。参考采招网，恒生电子中标粤开证券新三板自动做市系统项目成交价格为 48 万，由于粤开证券规模较小，我们假设券商科创板做市系统平均价格为 80 万元，未来做市商制度在科创板全面放开将为金融科技行业带来 1.1 亿元增量空间。

**表 13：做市商制度对金融科技需求增量空间测算**

对象	数量	改造或升级均价 (万元)	总价 (亿元)	需求
券商	140	80	1.12	自动做市系统建设

数据来源：采招网，西南证券整理

### （4）基础设施 REITS 推广带来 1.91 亿元新增需求

截至 2022 年 6 月，共有 13 家公募 REITs 项目正式获批，未来更多公募基金参与基础设施 REITs 的项目建设中，更多券商、资管和银行理财子参与 REITs 的投资交易中，相应系统建设和更新需求也将持续扩张。公募基金等卖方核心系统需求包括：在创业板注册制审核系统基础上，建立公募 REITs 审核系统；建立支持 REITs 询价和交易的新一代交易系统；改造基金业务管理系统和风控系统，落地 REITs 产品联合监管；建立资产支持证券管理系统，对 ABS 产品和流入资金进行管理。券商、资管和银行理财子等买方的核心需求是

升级交易系统以支持 REITS 业务交易。我们预测随着 REITs 市场类型逐渐丰富、运行更加稳健，将会为金融科技带来 1.9 亿元的增量空间。

**假设 1: 系统价格**，参考采招网基础设施 REITS 的系统改造项目成交价格，我们假设 REITS 项目卖方公募基金的改造费用为 80 万元；买方的改造费用为 20 万元。

**假设 2: 需求主体**，随着 REITS 推进，150 家公募基金需要同时进行买方和卖方的系统新增和改造；买方主要是券商自营、资管和银行理财子，共 206 家。

**表 14: 基础设施 REITS 业务对金融科技需求增量空间测算**

对象	数量	改造或升级均价 (万元)	总价 (亿元)	需求
公募基金和取得公募基金管理资格的资管	150	100	1.50	升级交易系统、改造基金业务管理系统和风控系统、建立资产支持证券管理系统等
券商、资管和理财子	206	20	0.41	交易系统升级改造
合计			1.91	

数据来源：采招网，西南证券整理

#### (5) 公募基金牌照向资管和理财子放开带来 3.30 亿元增量空间

2022 年 4 月 26 日《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》提出支持证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照，从事公募基金管理业务。我们预测公募基金牌照放开将为行业带来 3.3 亿元增量空间。

**假设 1: 系统价格**，参考采招网中泰证券的招标公告，假设公募基金投研及资产配置系统建设价格为 500 万元。

**假设 2: 需求主体**，目前尚未取得公募基金牌照的银行理财子公司、券商资管和保险资管共有 66 家。

**表 15: 公募基金牌照放开对金融科技需求增量空间测算**

对象	数量	改造或升级均价 (万元)	总价 (亿元)	需求
银行理财子、暂未获得牌照的券商和保险资管	66	500	3.30	公募基金投研及资产配置系统

数据来源：采招网，西南证券整理

#### (6) 中外合资银行和城商行将成为设立理财子公司主力军，增量需求为 14.80 亿元

2018 年 4 月 27 日，央行、银保监会、证监会以及国家外汇管理局四部门联合发布《资管新规》，提出独立设立银行理财子公司开展理财业务，实现风险隔离，彻底进行净值化转型。目前我国共有 177 家大型国有银行、股份制银行、城商行和中外合资银行，截至 2022 年 3 月，共有 29 家理财子公司获批筹建。未来中外合资银行和城商行将成为设立理财子公司主力军，相应的理财业务管理系统、风控系统的需求应运而生。

参考采招网上海浦东发展银行理财子公司的理财业务管理系统（670 万元）和风控系统（278 万元）的招标价格，我们假设银行理财子业务系统建设价格为 1000 万元。在上述假设下，未来银行新增理财子公司将为金融科技行业带来 14.8 亿元的业务增量。

**表 16：银行理财子扩张对金融科技需求增量空间测算**

对象	数量	改造或升级均价 (万元)	总价 (亿元)	需求
新增银行理财子	148	1000	14.80	新增理财子的理财业务管理系统、风控系统建设等需求

数据来源：采招网，西南证券整理

### 3.3.2 技术变革打造差异化服务模式，驱动新一轮系统替换建设

**技术变革引领+赋能业务，提升业务效率，打造差异化服务模式。**随着竞争加剧，金融机构业务差异化发展是必然趋势，金融机构对技术的核心需求从支撑业务，向引领业务（降本增效）和赋能业务（差异化产品和服务）转变，系统替换需求旺盛。**1) 引领业务：**搭建分布式云原生底层架构，将自建组件迁移至云原生架构中，资源部署云原生，助力金融机构提高研发效率，提升系统稳定性以及优化资源和人力成本。**2) 赋能业务：**金融机构在实现主业稳定发展的同时，以构建差异化核心竞争力为主要目标，利用区块链等新兴技术发挥优势深挖垂直业务，探索精细化经营路线。**分布式云原生思路引领底层技术架构革新，区块链、人工智能等新兴技术指引上层应用功能变革，驱动新一轮金融机构系统替换需求。**

**(1) 分布式架构助力金融机构突破集中式架构的性能瓶颈。**分布式架构是指将不同的服务模块部署在多台不同的服务器上，用一组计算机集群替换大型机，通过远程调用协同工作，共同完成服务。分布式架构拥有高可用，低延时，高并发，灵活横向扩展等优势，是突破集中式性能瓶颈的最佳技术手段。随着金融机构所需处理的交易量猛增，接入的市场数据指数级增长且业务类型逐渐丰富，通过提升单机的计算及存储能力的集中式系统弊端显现，从集群架构向分布式架构转型，将技术架构替换成分布式安全可靠的计算力基础平台成为金融机构的核心需求。

**表 17：集中式架构和分布式架构的区别**

	集中式架构	分布式架构	提升
技术特点	大型机/小型机+数据库+集中存储	标准服务器+高带宽低时延网络	垂直升级变为水平扩展
交易速度	几十~几百毫秒	几~几十微妙	快 1000+倍
处理能力	几千~几万笔/秒	几万~几十万笔/秒	提高 10+倍
可靠性/可用性	单活高可用，分钟级切换，切换过程中可能有数据丢失	双活高可用，秒级切换，切换过程中零数据丢失	大幅提高
技术来源/可控性	单一设备供应商，进口封闭平台	多个设备供应商，开放平台，国产化成为可能	自主可控能力大幅提高
硬件成本	进口主机价格昂贵	标准服务器价格低廉	大幅降低 2/3

数据来源：华锐技术，西南证券整理

**(2) 传统单体式架构转向云原生微服务技术架构的替换需求强烈。**当前金融机构业务向多元化和规模化发展，传统的单体紧耦合架构已难以适应，中台是微服务架构的落地方式之一，可以分为数据中台、业务中台和技术中台。云原生微服务架构被设计为服务于特定目的的一个独立模块，以高内聚、低耦合的方式拆分，配合容器、服务网格等技术，可实现按业务模块快速迭代、独立开发部署等功能。基于微服务架构，云原生应用程序可以解决单体架构下模块间高聚合带来的问题，提供更灵活、敏捷的业务和技术架构支撑，更好地适应金融机构多元的业务变化和敏捷的业务需求。金融机构从传统单体紧耦合向云原生微服务架构替换需求旺盛。

表 18：传统应用和云原生应用的区别

	传统应用	云原生应用
应用架构	单体式/紧密耦合	微服务
应用构成	业务代码+中间件+数据库+运维功能	业务组件+平台
交付周期	长	短且持续
基础设施	以服务器为中心	以容器平台为中心，可移植

数据来源：网易数帆，西南证券整理

(3) 区块链技术应用广泛，赋能金融机构业务发展。区块链技术本质上是使用去中心化的记账方式，分布式、去信任、不可篡改、价值可传递和可编程等特性，其集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。但基于目前监管条件，很多与区块链相对应的金融基础设施尚不完备导致区块链应用场景较少，且同质化严重。2018 年，中国互联网金额协会对国内 46 家机构 111 个区块链案例进行分析，发现有 79% 的案例都集中在供应链金融、贸易金融、保险、跨境支付、资产证券化 (ABS) 等领域。随着电子版权、电子证照、电子票据等逐渐建设完备，区块链将会更加广泛地应用于监管科技和场景金融等场景，作为打造金融机构差异化服务的核心技术。

图 40：区块链技术架构



数据来源：中国信息通信研究院，西南证券整理

图 41：区块链为金融科技带来四大革命性变革



数据来源：公开资料，西南证券整理

## 4 产品优势确立，静待三大布局花开

公司凭借交易系统和基金投资管理系统奠定了核心产品优势地位，叠加前瞻性布局云原生分布式架构，持续稳固其资本市场 IT 行业龙头地位。资本市场 IT 赛道长坡厚雪，公司产品优势明显，且高站位谋篇布局，具备多维度的长期高质量成长空间：1) 短期看产品，核心产品迭代升级，金融机构向 O45 和 UF3.0 升级动因明显，短期业绩支撑力强；2) 中期看平台，公司已实现云原生分布式平台架构搭建，跻身金融云应用解决方案市场前列，积极布局云原生开发者生态，向类订阅制收费模式转换，中期业绩持续性极强；3) 长期看业务扩张，横向布局、纵深拓展以及拓展国际市场三大高站位布局将成为公司长期业绩核心驱动力。

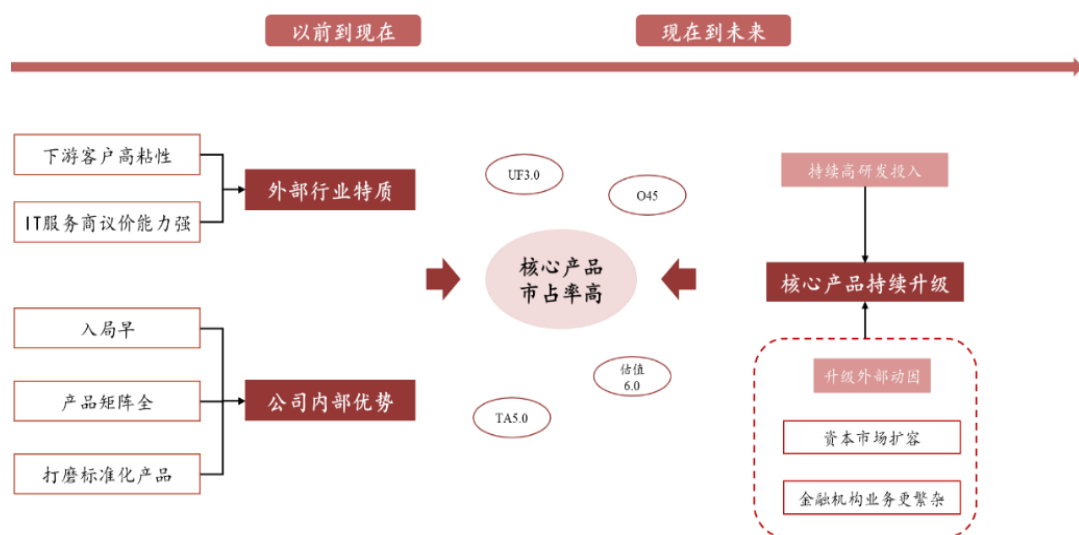
### 4.1 内外优势打造核心产品龙头地位，持续研发夯实产品力



### 行业特性+自身优势建立高市占率优势，高研发投入推动云化转型巩固龙头地位。

从行业来看，下游客户高粘性+IT 服务商议价能力强使得行业内竞争格局稳定；从公司自身优势来看，恒生凭借入局早+全面产品矩阵+持续打磨标准化产品，核心产品市占率始终维持高水平，龙头优势地位明显。为面对资本市场扩容和金融机构业务繁杂带来的系统升级需求，公司持续高研发投入，推动核心产品云化升级，在云化转型的背景下依旧保持核心产品高市占率优势。

图 42：核心产品持续升级维持高市占率



数据来源：公司官网，西南证券整理

#### 4.2.1 行业特质+自身优势打造领先产品力

**细分领域龙头地位持续稳固。** 凭借外部行业特性和多年内部技术和业务累积优势，恒生核心产品市占率较高：（1）经纪业务方面，恒生的集中交易系统 UF2.0/UF3.0（证券/期货）市占率名列前茅；（2）O32/O45 投资交易管理系统作为恒生的核心产品，在大资管领域稳居同行业榜首；（3）公司基金登记结算系统 TA 经过多年打磨，早已奠定市场第一的地位；（4）恒生估值产品在证券（资产管理、运营外包、托管业务）、保险、信托、期货（资产管理）领域市场占有率均为第一。

表 19：市占率遥遥领先同行的公司核心产品和主要客户

核心产品	主要客户
集中交易系统（UF2.0/UF3.0）	招商证券、新券商（大和、金圆统一、星展）和友商替换（九州）
O32/O45 基金投资管理系统	易方达基金、华宝基金
开放式基金登记结算系统 TA5.0	易方达基金、富达、施罗德等
新一代估值系统 6.0	国金道富、国金证券、联讯证券、中意资产、诺安基金等

数据来源：公司公告，公司微信公众平台，西南证券整理

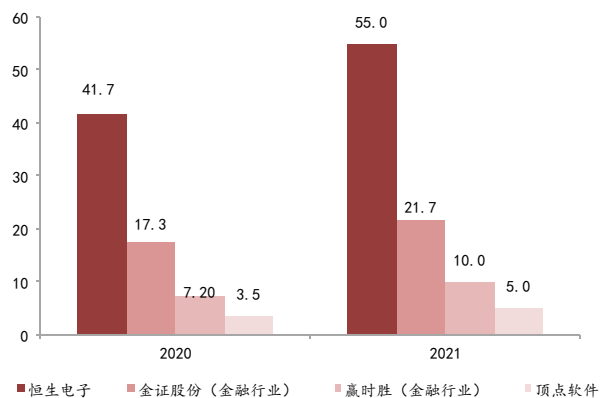
**行业特性：下游客户高黏性，提供商议价能力强，竞争格局稳定。** 国内证券和资管 IT 系统提供商主要有恒生电子、金证股份、顶点软件和赢时胜等。由于 IT 系统的部署周期长且价格昂贵，证券公司和公募基金出于系统安全和稳定的考量，通常不会轻易更换系统提供商，因此客户黏性极强。客户和项目是行业内公司的关键竞争力，行业内竞争格局稳定。



从收入体量上来看，恒生电子目前是证券和资管 IT 行业收入规模最大的公司，2021 年恒生电子营收约 55 亿元，金证股份、赢时胜和顶点软件在金融领域的收入与恒生电子仍有较大差距。

**自身优势：1) 先发优势：与行业共成长。**与行业内其他公司相比，公司凭借在市场深耕多年，提炼业务和产品共性，打造涵盖证券、基金、保险银行、信托、期货等各个金融领域覆盖的标准化产品和解决方案，与金融行业共成长带来的先发优势被产品优势持续夯实，龙头地位强化。**2) 后发优势：前人探路，恒生电子后人乘凉。**恒生电子和金证股份是成立最早的两家资本市场 IT 提供商，也是国内最早推出证券交易系统的两家金融 IT 提供商。1993 年，金证股份首创国内证券交易系统，恒生电子应声而起，通过洞悉市场需求建立起具有后发优势的标准化产品体系，成功赶超金证股份，成为资本市场 IT 的国内领军企业。

图 43：主要证券和资管 IT 提供商营业收入对比（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 44：恒生电子金融 IT 产品矩阵完善

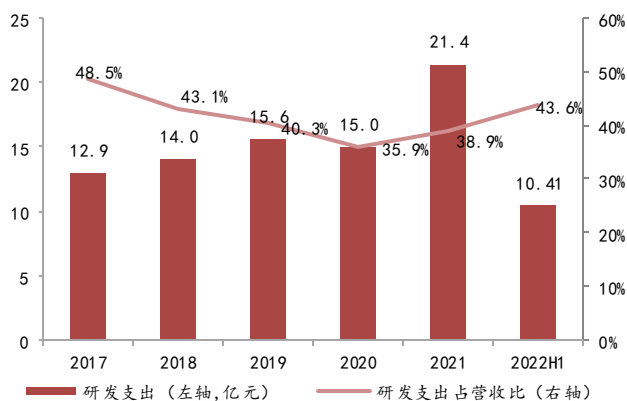


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 4.2.2 核心产品云化升级动因明显，创造新收入增量

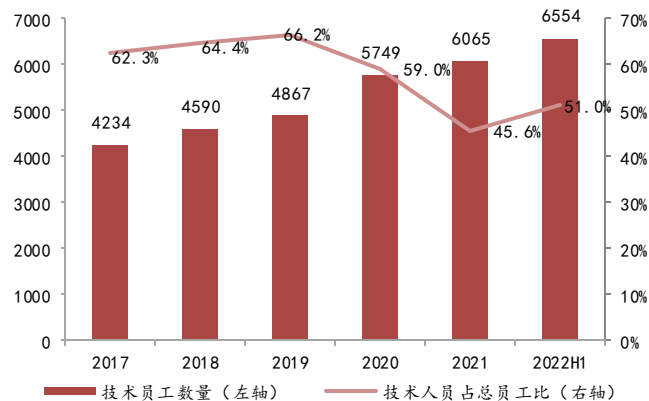
**持续高研发投入，核心产品完成云原生技术升级。**2020 年，恒生已完成核心产品的云原生技术架构升级，包括集中交易系统 UF2.0/UF3.0、O32/O45 基金投资管理系统、新一代开放式基金登记结算系统 TA、新一代估值系统 6.0 等，目前陆续在证券、基金、银行、保险信托等金融机构上线，满足金融机构在大数据时代对于 IT 系统在高可用、高性能、低时延、高性价比、灵活扩展、快速扩容等方面各种需求。

图 45：2017-2022H1 公司研发投入率维持高水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：2017-2022H1 公司研发人员占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

### （1）客户量剧增，证券交易系统从 UF2.0 向 UF3.0 升级的必要性：

恒生自成立起便深耕证券交易系统的研究：

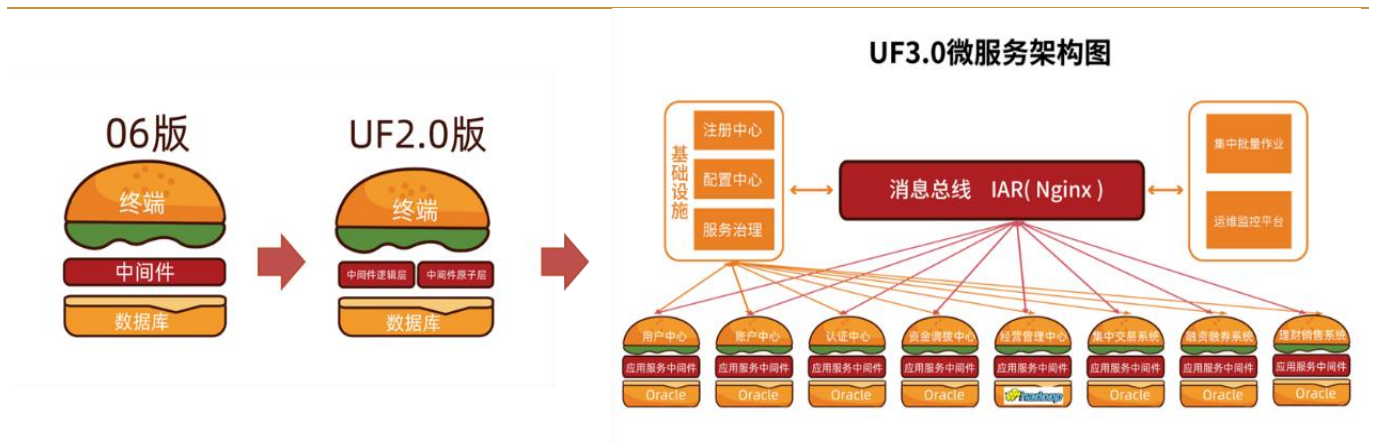
1) 1997 年恒生和诸多大型证券公司建立合作关系，推出了证券交易管理系统 BTRV5.0。基于 C 语言开发、结合 BTRV 数据、采用 API 接口对外开放的 SOA 服务化结构，BTRV5.0 凭着先进的技术能力快速占领证券市场的半壁江山。

2) 21 世纪初，金融市场的发展对证券交易系统提出了新的要求。恒生电子推出 06 版系统，基于终端、中间件、数据库的三层结构，不仅支持所有金融产品的销售、交易处理等，而且支持多市场、多通道处理。

3) 2008 年，恒生推出证券交易系统 UF2.0，UF2.0 提出了四层结构，将中间件又拆分为逻辑层和原子层，分担了数据库部分的计算压力、引入了可并行扩展的多交易中心。凭借出色的交易稳定性和高效的清算功能，UF2.0 市占率持续领先。

4) 前三代产品解决性能和稳定性问题后，恒生引入微服务架构，推出为券商发展创造便利的 UF3.0，做到了全市场、全业务、全品种覆盖，同时也支持大量创新业务。

图 47：证券交易系统技术架构升级



数据来源：公司官方微信公众号，西南证券整理

市场进一步扩容使得交易量激增，券商交易系统面临压力，对于高性能、可扩展、高吞吐量的交易系统需求大幅增长。凭借 UF2.0 积攒的客户优势和 UF3.0 优越的产品性能，已采用 UF2.0 的券商正处于逐步升级迭代至 UF3.0 的过程。由于券商对系统的稳定性要求极其严格，系统升级适配和测试较耗时，目前 UF3.0 仅在招商证券实现 300+全营业部上线，覆盖融资融券、股票期权、理财等重点业务，实现全面落地。仅考虑国内券商的升级需求，考虑恒生在交易系统的市占率，根据中国证券业协会数据，截至 2021 年年底，国内共有券商 140 家，按升级单价 800 万计算，预计 UF3.0 升级将为公司增加 5.6 亿元收入。

### （2）“大资管时代”，投资管理系统由 O32 向 O45 升级的必要性：

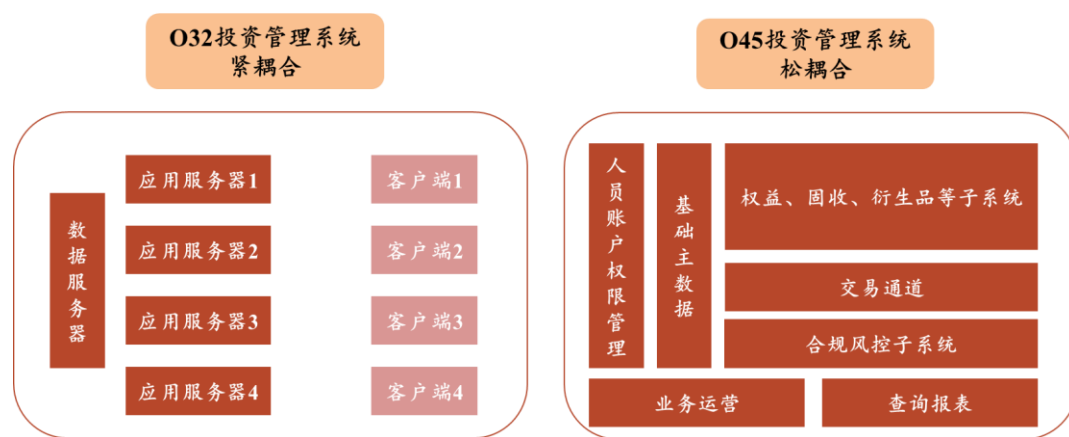
恒生投资管理系统的三次迭代：随着中国金融市场逐渐成熟，恒生的投资管理系统经历了三次迭代：

1) 1998 年恒生电子基于 SqlServer 数据库，推出专门为基金公司设计的基金投资交易管理系统 S1.0，S1.0 奠定了恒生在基金管理系统核心地位；

2) 2003 年, 公司引入 Oracle 数据库, 推出 O3 系统; 2007 年恒生将 O3 系统多个业务模块重新开发升级, 推出 O3 的升级版 O32 系统。O32 是一套投资交易资产管理系统, 涵盖基本信息、账户管理、指令管理、交易执行、风控管理、报盘、清算、财务报表等主要功能。由于功能齐全, O32 在基金公司和资管市占率高, 截止 2019 年, O32 承载客户数达 300 家, 其上管理的资产总量已超过 30 万亿。

3) 2021 年 12 月, O45 在华宝基金首次上线, 2022 年 3 月华泰证券自营大账户完成 O45 切换, 是首家上线恒生 O45 的证券公司。O45 采用全新的分布式微服务 JRES3.0 技术架构, 相较于 O32 来说, O45 具有三大优势: 更快的处理速度、更全的解决方案和松耦合的技术架构, 能够满足客户在交易更多、更频繁以及业务更繁杂的资本市场上的需求。

图 48: O32 到 O45 技术架构转向松耦合



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**百万亿资管市场下 O32 向 O45 升级的动因。**截至 2021 年底, 我国资管市场总规模为 140 万亿元, 未来资管市场总体量将继续扩大, 预计 2030 年将达到 336 万亿。恒生交易系统客户不仅有公募基金, 还包括券商、保险资管、信托和银行等, 其所在的资管市场是一个百万亿级别的大市场。我们认为以下几点可能成为金融机构替换 O45 的动因: 1) 交易/清算性能高, 适合资金管理规模较大的基金和资管; 2) 提供更全面的解决方案, 包括投研、组合管理、投资交易和风控合规等资管交易系统的完整解决方案; 3) 松耦合技术架构, 实现各子业务快速单独部署和升级。我们预计凭借 O45 核心优势, 恒生将继续保持其在投资管理系统的高市占率, 根据中国基金业协会、中国保险资产管理业协会数据, 截至 2021 年年底, 国内公募基金、券商资管、保险资管和银行理财子共 218 家, 按升级单价 1000 万元计算, 预计 O45 升级将为公司创造 19.6 亿元收入增量。

表 20: O32 和 O45 技术、性能和功能对比

	O45	O32
技术架构	松耦合, 统一主系统+子系统的架构模式, 各子系统都能单独部署、单独升级	紧耦合, 独立系统架构
交易性能	日间交易可容纳千万级交易笔数, 可实现 1 秒内完成 300 只股票篮子的交易和风险判断, 交易性能 11000 笔/秒	300-400 笔/秒
功能	投研、投资组合、投资交易和合规风控的完整解决方案	风控功能比较强大

数据来源: 公司公告, 公司微信公众平台, 西南证券整理

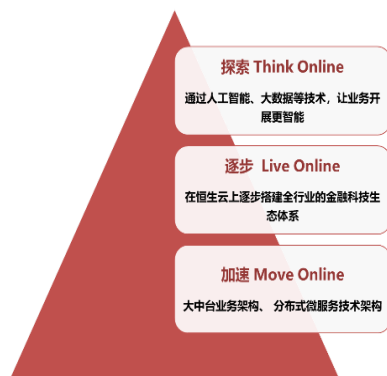
## 4.2 云平台布局券商自研，重构收入模式

**前瞻性布局云平台，降本增效+重构收入模式。**恒生自 2018 年起便积极推进 Online 云化三步战略，从构建云上生产和运行体系，到搭建金融科技全行业生态体系，再到推进前沿技术融入到业务和产品的升级，形成完善的云上生产-生态-升级的云原生分布式平台架构。恒生通过三大中台和“LIGHT 云”布局分布式云原生开发者生态，从自身角度看能显著提升开发效率，降低成本，更便利地实现前沿技术与业务和产品融合；从业务角度来看，云平台有助于公司服务从产品化向平台化转变，一方面为券商自研提供云上开发平台；另一方面平台型服务也将重构公司收入模式，进一步提升业绩增长持续性。

### 4.2.1 上层 Online 云化战略规划顺利推进

**Online 云化战略三部曲。**为了应对金融机构业务需求的持续变化，2018 年公司提出“Online”战略，沿流程数字化和能力数字化两条主线，运用云原生、高性能、大中台、大数据、AI、区块链等先进技术提升研发效率，扩充业务类型，以此赋能金融机构。Online 战略主要包括：1) **Move Online**——搭建大中台微服务底层技术架构；2) **Live Online**——建设全行业金融科技生态体系；3) **Think Online**——前沿技术应用和数智化建设。

图 49：Online 云化战略三部曲



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 50：“LIGHT 云”行业和技术解决方案

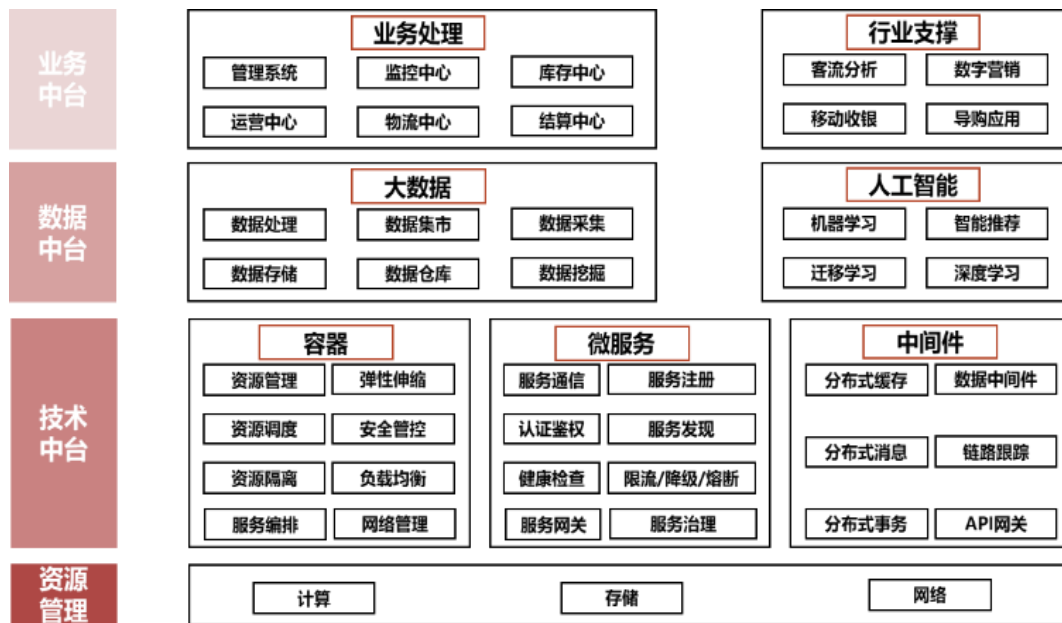


数据来源：公司官网，西南证券整理

### 4.2.2 三大中台推动分布式微服务转型落地

技术-数据-业务三大中台理念是云原生分布式架构应用在产品上的第一步。公司通过技术-数据-业务中台为金融机构提炼共性部分，帮助其实现规模效应，降本增效。

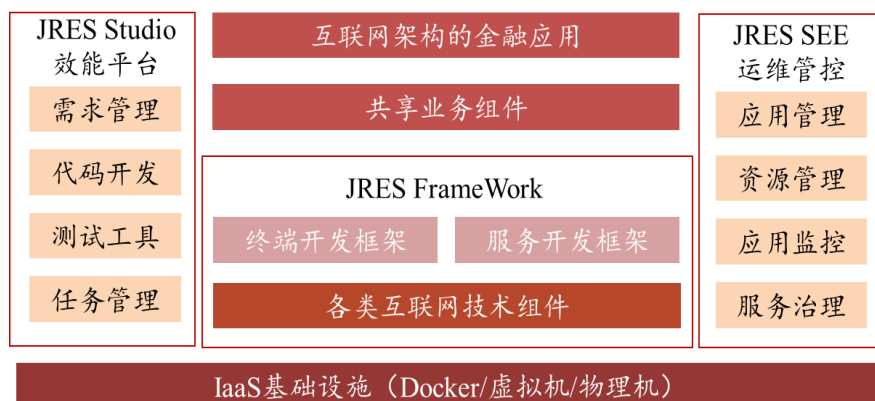
图 51：数字中台架构示意图



数据来源：行行查研究中心，西南证券整理

**技术中台：JRES3.0，模块解耦合，从集中式走向分布式微服务。**2018 年恒生正式推出分布式技术中台 JRES3.0，支持产品向互联网多场景升级。JRES3.0 技术平台打造了一个符合分布式以及分布式低延时系统开发的技术平台，具备可复用（Reuse）、可扩展（Extend）、高安全（Security）的特性，降低业务人员技术要求，提升开发效率以及系统稳定性。目前恒生 UF3.0、O45、TA5.0、估值 6.0 等新产品均基于 JRES3.0 技术中台开发，并且还向生态伙伴和金融机构开放 JRES3.0 技术平台，提高和生态伙伴的技术协同效应，更好地服务金融机构。

图 52：JRES3.0 技术架构全景图



数据来源：公司官网，西南证券整理



**数据中台推动金融行业数智化从量变走向质变：**恒生数据中台具有全领域数据共享能力，提供数据采集、数据模型、数据计算、数据治理、数据资产、数据服务等全链路的一站式产品、技术、方法论的服务。公司正逐步完善在数据中台的布局：

- **iBrain 为人工智能应用提供数据支持。**2018 年 6 月，公司正式推出 iBrain 数据中台品牌，主要是通过智能技术的应用，支持图谱建设，赋能智慧金融，为人工智能在金融机构的应用提供数据支持。iBrain 左脑以机器学习技术为主，处理行情等结构化数据；右脑以 NLP 技术为主，处理金融资讯文本等非结构化数据，对数据进行精加工，降低数据生产交换成本。主要应用在智能客服、智能数据分析、智能标签、智能咨询、文档自动化、债券评级等智能场景中，也为金融机构建设 AI 平台提供整体解决方案。
- **收购安正整合技术和客户资源。**2020 年 5 月，恒生通过收购安正软件进一步完善在数据中台的研发能力和产品，通过整合安正软件技术和产品，利用安正提升头部基金客户覆盖度，和公司资管系统的研发、销售产生协同效应。恒生-安正融合版**数据模型以及数据中台系统软件（工具平台）**均在多家客户落地，并且已基本覆盖证券和资管行业营销、风险、投研、资讯等相关领域数据中心的建设。
- **支撑数智化应用的数据能力综合体恒生 HDP，持续赋能金融机构构建数智化转型能力。**2021 年 9 月，恒生电子推出数据能力综合体“恒生 HDP”，在底层实现了**全生命周期嵌入式的数据治理**，解决了数据资源化、应用生态化以及数据价值实现的问题，帮助金融行业走出数据本身，实现从数据到业务的完整价值链。2021 年度数据中台新增金融行业客户 23 家；监管数据报送、风险数据集市等产品落地客户数量增长良好。

**业务中台：XONE 沉淀业务共性因子，连接客户和产品。**共享业务中台 XONE 定位企业级共享业务平台，帮助金融机构实现七大核心“能力”共享，包括用户、客户、权益、产品、通知、认证、员工，重构企业业务组合，为业务快速创新赋能。恒生作为具有全金融牌照 IT 供应商，凭借其积累了 27 年的金融业务熟悉度，构建起在业务中心开发的核心优势。目前，XONE 业务中台已积累多家客户，包括天弘基金、方正证券、国联证券、中银证券、永安期货、国泰君安、中国信托登记有限责任公司等金融机构。

#### 4.2.3 云平台布局金融 IT 开发者生态，向类订阅制收费模式转变

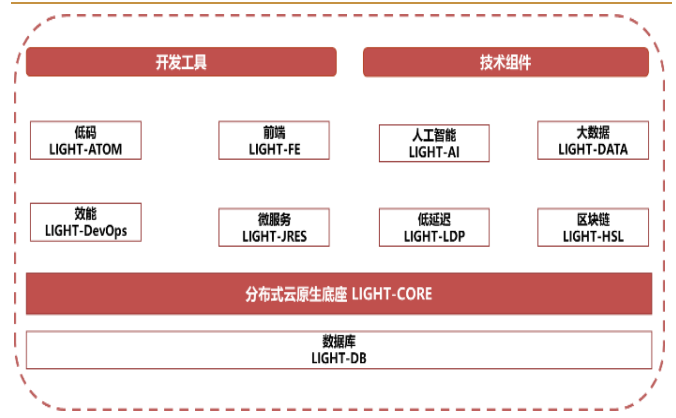
开发上云是科技行业趋势所向，恒生“LIGHT 云”布局分布式云原生开发者生态。伴随云计算、大数据、人工智能、区块链等关键技术的发展，云上开发模式在金融机构业务快速创新中起重要作用。据恒生电子最新发布的《2022 金融科技趋势研究报告》显示，到 2022 年将有 75% 的全球化企业将在生产中使用云原生的容器化应用，企业级应用将普遍基于云原生平台完成重构。恒生布局金融 IT 开发者生态“LIGHT 云”，具有完善的分布式组件，为金融机构提供云原生技术底座、不同功能的开发平台和新兴技术组件十大核心技术栈。

图 53：恒生“Light 云”业务全景



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：恒生“Light 云”十大技术栈



数据来源：公司公告，西南证券整理

- **分布式云原生底座 Light-CORE，搭建平台化交付模式。**恒生电子积极拥抱云原生技术革新，适时推出了基于目前主流容器调度平台 Kubernetes 之上构建的云原生 PaaS 平台 Light-Core。对金融机构来说：Light-Core 以"K8s in K8s"（即用 K8s 管理 K8s）为理念，提供简单易用的操作界面，在降低使用 Kubernetes 平台学习成本的同时，极大减轻开发、测试、运维的日常工作的复杂度；并且 Light-Core 平台整合优化多个适用于金融场景的功能模块，以帮助金融机构轻松应对多租户、应用发布及治理、中间件管理、DevOps、监控告警、日志链路等复杂业务场景。

图 55：分布式云原生底座 Light-CORE 的功能全景图



数据来源：公司官网，西南证券整理

- **稳字当头，打造更懂金融的分布式数据库 Light-DB。**恒生在金融领域深耕二十余年，对金融领域应用数据库的模式和痛点、行业系统所加载的负载类型和一致性要求都有非常深入的理解和掌握。金融领域要求数据库必须极端可靠，对差错零容忍，因此在交易类关键业务的应用在数据库选型都非常慎重。恒生电子自研的分布式数据库 LightDB 以金融级的稳定性作为目标，基于开源的 PostgreSQL 稳定版集成大量第三方插件，进行全面集成测试，实现更高的代码测试覆盖率，并且针对稳定性和性能进行优化，真正实现金融级稳定标准。

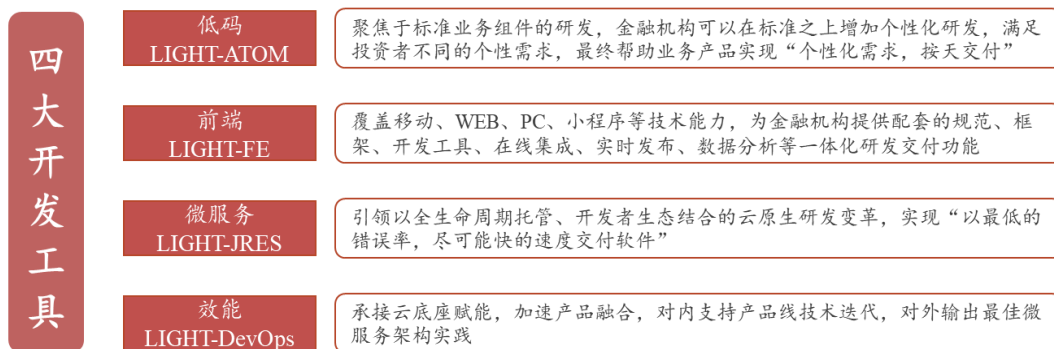
图 56：开源分布式关系型数据 Light-DB 的功能全景图



数据来源：公司官网，西南证券整理

- 支持不同功能的开发工具，解决金融机构分布式转型时面临的不同问题。LIGHT 云十大技术栈中共有四个开发工具，包括分布式微服务技术平台 LIGHT-JRES、效能提升研发平台 LIGHT-DevOps、前端应用技术平台 LIGHT-FE 以及在线低码平台 LIGHT-ATOM，响应金融机构开发维护的不同需求，助力金融行业现代软件开发协作模式的在线化数字化转型，持续提升金融机构的自研开发效率，加速业务创新和价值交付。

图 57：“LIGHT 云”支持不同需求的开发工具



数据来源：公司官网，西南证券整理

- 为新兴技术在金融业的应用落地提供技术组件和底座支持。“Light 云”包含区块链、人工智能和大数据等新兴技术组件和底座，使得金融机构在进行创新和系统升级迭代时能快速调用，显著提升其创新效能。技术组件致力于降低新兴技术的应用门槛、推动新兴技术的金融应用创新，为金融机构提供简单易用、高性能的、安全可靠的区块链、人工智能和大数据等技术服务，为新兴技术应用落地提供便捷的技术支撑。

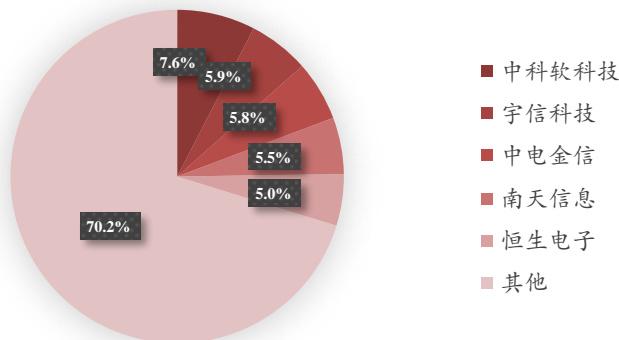
“LIGHT 云”是恒生布局开发者生态的重要一步，对金融机构和公司自身均有显著影响。

**对于金融机构来说：**一方面，“LIGHT 云”开发平台和组件能解决金融机构在分布式转型中面临的低延时和安全等问题，降低金融从业开发人员的学习成本，为金融机构系统开发和升级降本增效。另一方面，云上开发为技术基础较弱的券商提供自研的云原生技术底座、开发平台和新兴技术组件，充分赋能金融机构系统自主可控开发和升级。

**对于公司自身来说：**搭建云原生分布式技术平台“LIGHT 云”作用有三：（1）有效提升公司业务的开发效率和运行稳定性，缩短公司产品交付时间，提升公司人效；（2）公司云服务业务模式由 SaaS 向 SaaS+PaaS 转变，“LIGHT 云”平台提供了开发环境和执行基础设施，相较于 SaaS 的业务模式，PaaS 更加难以替代，客户将很难迁移到新环境和新平台，业务模式的转变一方面提升客户黏性，另一方面重构公司收入模式，有望从一次性收费模式向一次性收费+定期维护费模式转变，提升收入持续性；（3）虽然近年来券商自研趋势明显，但我们认为基于公司的 Light 云平台提供的云上开发方式，券商自研并不会挤出公司份额，由于技术积累普遍较低，券商自研发展对云上开发平台的需求反而会快速增长。

**云原生分布式使得市场格局生变，但恒生依旧“恒生”。**从金融行业来看，头部金融机构普遍已完成或正在完善云原生技术底座，为更高水平的分布式系统改造与开发打下基础，云原生分布式带动金融行业整体转型升级，重塑金融产业价值链。恒生领先布局分布式云原生业务体系，在下游金融机构云原生转型过程中更具优势。据国际数据公司 IDC 的《中国金融云市场（2021 下半年）跟踪报告》，中国金融云应用解决方案市场规模为 6.6 亿美元，进入前五的资本市场 IT 提供商只有恒生，公司的前瞻性云化布局，对技术重视度高，使得其在行业云化转型过程中依然保持领先地位。

图 58：金融云应用解决方案市场份额

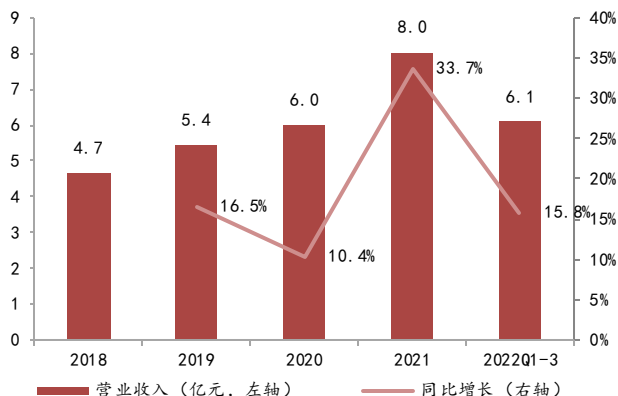


数据来源：IDC《中国金融云市场 2021H2 跟踪报告》，西南证券整理

### 4.3 高站位谋篇布局，打造公司新增长极

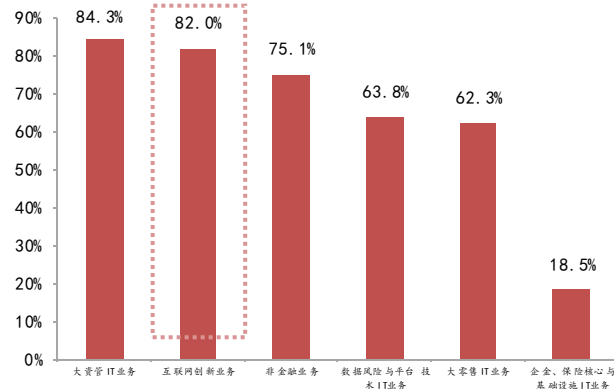
**互联网创新业务高站位布局，将成为公司新增长极。**当下来看，恒生核心业务优势明显，龙头地位稳固，但科技行业瞬息万变，积极准确地进行业务和市场的前瞻性布局才能在未来走得更远。互联网创新业务是以专门的子公司单独进行较为单一的业务或市场扩展的形式开展。多年来，公司通过专门的子公司针对行业未来发展趋势进行高站位布局，目前互联网创新业务表现优异：1) 营收端：2022 年前三季度，互联网创新业务实现营收 6.1 亿元，同比增长 15.8%；2) 成本端：2022H1，互联网创新毛利率高达 82.0%（分业务第二），随着云进程逐渐推进，互联网创新业务未来将成为公司长期新增长极。

图 59: 2017-2022Q1-3 互联网创新业务营收稳健增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 60: 2022H1 互联网创新业务毛利率较高

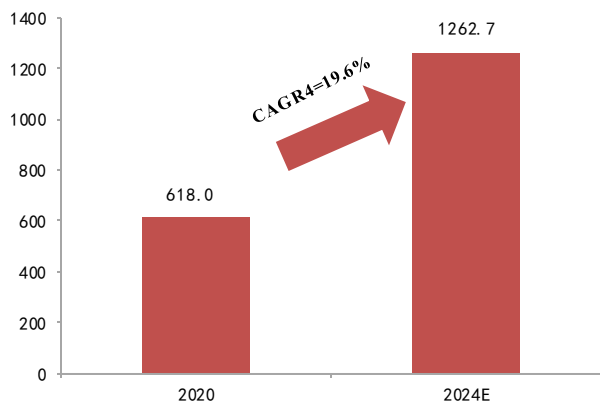


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 4.3.1 横向扩张极具可行性, 金融 IT 系统全方位布局

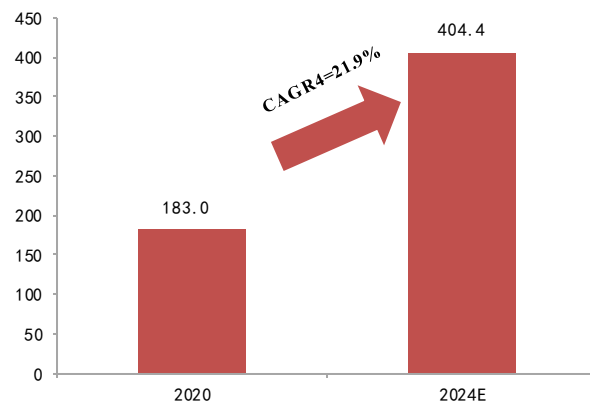
银行 IT 和保险 IT 行业空间大, 客户黏性强, 把握横向扩张机遇。尽管银行和保险 IT 系统发展相较于证券 IT 来说更早更成熟, 但一方面, 国内银行 IT 系统主要采购自海外, 随着金融信创推进, 银行系统和解决方案的国产替代需求旺盛; 另一方面, 国内保险网点数量较多, 全网点系统对系统的需求增长空间仍存。据艾瑞咨询预测, 2020 年到 2024 年银行和保险技术采购规模复合增速分别为 19.6% 和 21.9%。公司积极布局银行和保险 IT: 通过并购成立恒生保泰, 积极布局保险 IT 系统业务; 并且通过并购 Finastra 公司 Summit 和 Opics 资金管理系统切入银行资金管理系统领域。

图 61: 2020-2024E 年银行业技术采购费用 (亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 62: 2020-2024E 年保险业技术采购费用 (亿元)

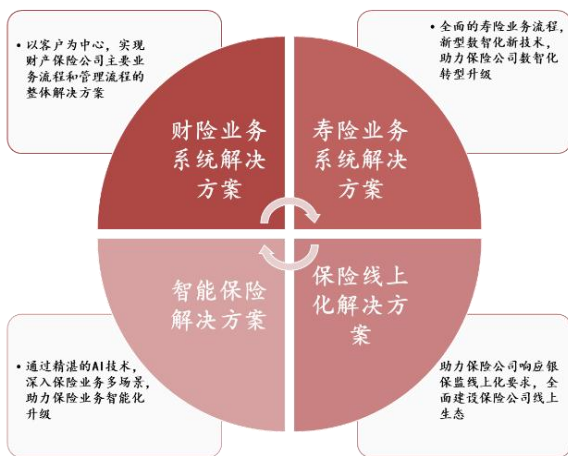


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

(1) 恒生保泰——布局保险行业 IT 服务。2021 年一季度恒生电子并购了从事保险行业解决方案端到端 IT 服务的保泰。经过一年多的融合发展, 成功引入新的战略投资方信美人寿相互保险社, 保险 IT 业务实现快速发展。在恒生的技术和战投资方资金支持下, 恒生保泰目前已完成了财险核心系统的技术架构向 LIGHT 平台迁移过程, 同时对非核心系统进行迭代升级; 寿险方面成功中标军龙寿险核心项目。2021 年恒生保泰实现营收 8092.4 万元, 净利润-3393 万元, 主要是由于业务正处于整合期, 凭借保泰在保险 IT 行业积攒的客户优势, 待项目逐渐落地, 营收和利润的增长值得期待。



图 63: 恒生保泰核心产品及功能



数据来源：恒生保泰官网，西南证券整理

图 64： 恒生保泰 50 多家国内外保险机构保险客户



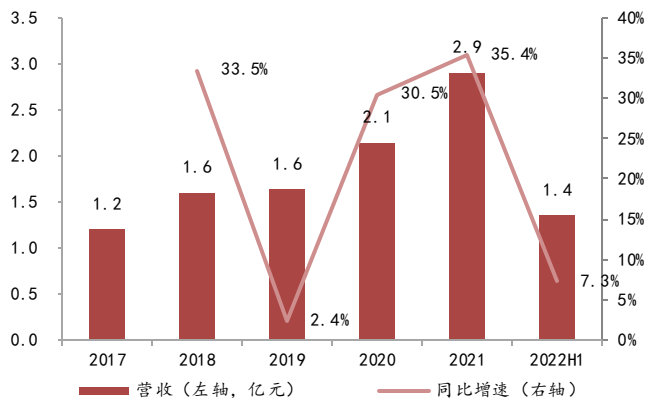
数据来源：恒生保泰官网，西南证券整理

(2) 并购 Finastra 公司 Summit 和 Opics 资金管理系统业务，切入大中小型银行的资金管理系统领域。由于银行资管系统具有较高的专业性和较强的技术壁垒，国内 IT 厂商和银行自研资管系统难度较大，因此国内银行资管系统严重依赖于国外厂商的产品。2021 年恒生通过收购海外公司 Finastra 的 Summit 资管系统和 Opics 资管系统，分别切入国内大中小银行的资管系统。其中除购买 Summit 源代码永久使用权等知识产权外，同时也承接了 Summit 中国内地及港澳台地区国有银行、股份制银行、大型城商行等 17 家大中型银行客户及正在执行的合同，快速切入银行资管核心系统领域。银行资管系统通常采取每年收取服务费的收入模式，盈利模式优异。

#### 4.3.2 纵深拓展，持续夯实数据能力，积极拥抱财富管理

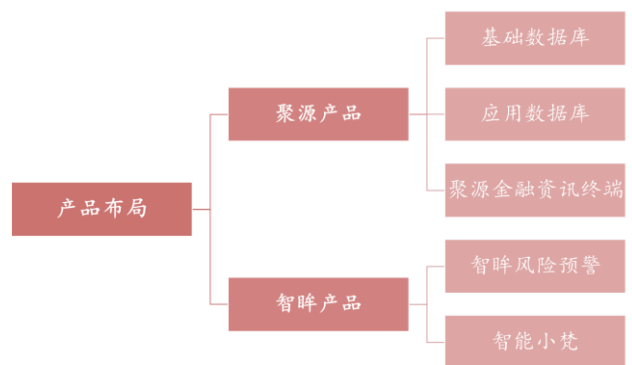
(1) **恒生聚源——领先的金融、产业数据内容服务提供商。**上海聚源成立于 2000 年 9 月，是中国较早一批从事金融数据服务的公司。2010 年 1 月恒生电子并购新设恒生聚源，恒生聚源深耕金融数据产品设计和客户拓展 20 多年，拥有金融数据库、金融终端、智眸系列等丰富的产品线，与 700 多家金融机构建立广泛合作。恒生聚源一方面持续为市场提供高效、简便的数据内容和工具；另一方面与公司的证券和资管 IT 系统业务产生协同效应，实现数据与业务高效结合。2021 年恒生聚源保持产品发力节奏：拓宽**数据基座**，实现投研和风险数据领域的全面提升；聚焦**聚源终端**打磨、攻坚智能投研；财富管理场景，**智能小梵**持续创新，迭代升级数智化组件；资管风控场景，**智眸产品**稳步打开市场。

图 65：2017-2022H1 恒生聚源营收及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

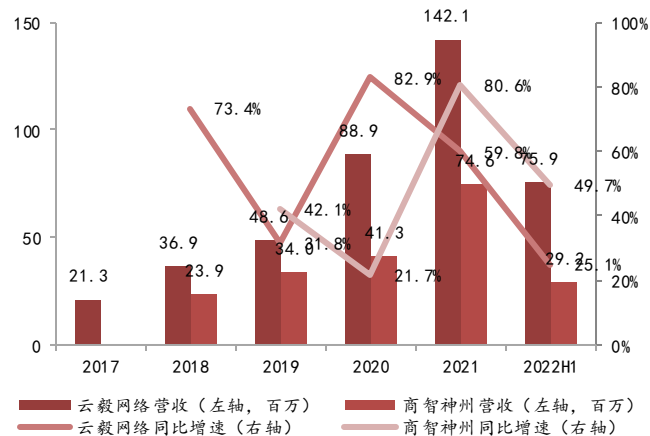
图 66：恒生聚源主要产品



数据来源：恒生聚源官网，西南证券整理

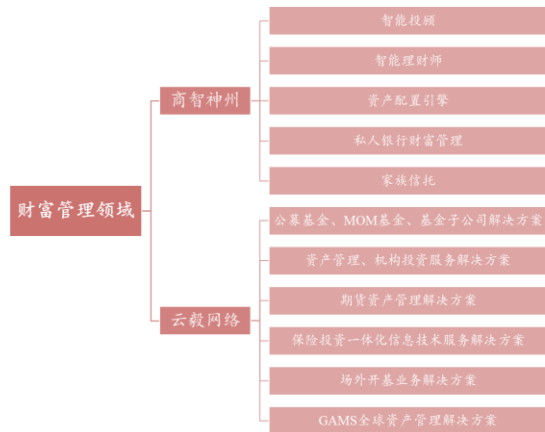
**(2) 云毅网络+商智神州深耕财富管理业务。**随着资管新规的落地,财富管理新时代开启,市场爆发式增长。1) **内生布局**: 2020 年为打造全新的国内财富资管领域一体化平台,原进行 SaaS 服务的云毅网络与云英网络合并成新云毅网络。2021 年,云毅网络财富资管领域一站式服务业务覆盖及技术平台的规划进展顺利。2) **外延并购**: 商智神州具有十年财富管理系统经验,熟悉金融机构财富管理系统需求。截至 2021 年底,恒生直接和间接持有商智神州 66.65% 的股份。商智神州深耕财富管理的能力与云毅网络在 SaaS 技术上的累积优势未来将充分赋能公司的财富管理一体化解决方案能力,在市场持续爆发的基础上,公司财富管理业务未来也将迎来高速增长。

图 67：2017-2022H1 云毅网络和商智神州营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 68：云毅网络和商智神州财富管理产品布局



数据来源：云毅网络官网，商智神州官网，西南证券整理

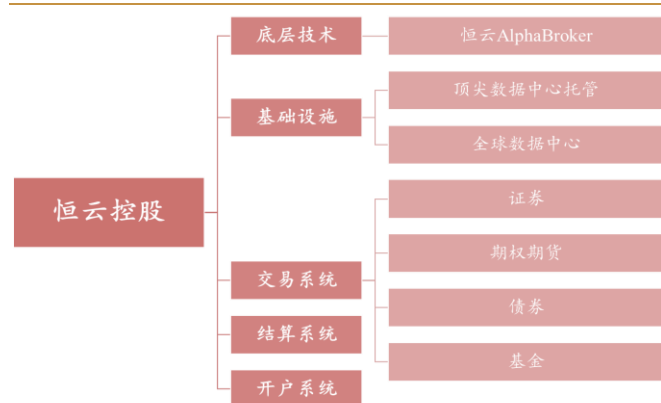
### 4.3.3 恒云科技先发探索，国际化步伐不止

海外市场空间广阔，从香港逐步迈向国际。海外金融机构 IT 投入巨大，以证券业为例，2021 年海外 top9 投行信息技术投入为国内 top9 券商的投入的 8.8 倍。但由于发达国家金融 IT 公司竞争激烈，国内本土金融科技服务商恒生电子难以挤入市场，公司选择从香港开始布局，向东南亚等地区逐步进行国际化拓展。

**（1）恒云科技——将优势业务引入香港市场。**恒云科技是恒生在国际化市场布局的香港子公司，为金融机构提供面向海外的一站式交易解决方案，在香港地位领先。恒云科技以 UF3.0 底层技术为基础开发出的 Alpha Broker 系统，包含交易、结算、开户三个子系统，已在华泰金控、东海国际（香港）、进汇证券（香港）等证券公司正式上线。

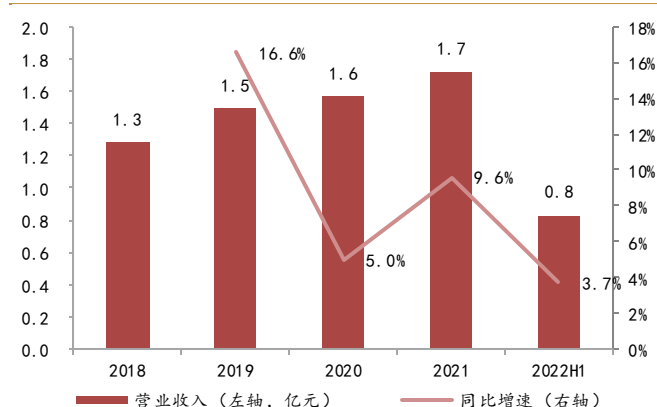
**（2）Connect Berhad——走向东南亚市场。**2021 年 4 月，恒生通过旗下子公司恒云控股收购了 N2N Connect Berhad 23.8% 的股份。N2N Connect Berhad 是一家服务于亚太地区的马来西亚上市公司，其主要提供包括基于金融机构交易管理服务模型的前台和后台全面综合解决方案以及网络和基础设施相关服务。未来公司将以香港和东南亚作为全球化跳板，真正地走向国际化市场。

图 69：恒云科技主要产品和服务



数据来源：恒云科技官网，西南证券整理

图 70：2018-2022H1 恒云控股营业收入和同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

**关键假设：**2022Q1 公司根据客户需求维度的变化，对业务分类口径进行调整，但并没有布局新业务。为保持同比增速口径的一致性，我们仍使用 2021 年分类口径进行预测假设：

**1) 大零售 IT：**国内资本市场仍处于初级发展阶段，随着相关改革持续深化，券商对 IT 投入有望持续加大；新产品方面，UF3.0 和新一代基金登记结算 TA 系统签约上线进度加快，下半年订单和收入将大幅释放。我们预测 2022-2024 年该业务订单数量分别同比增长 20%/19%/19%。凭借已落地的 UF3.0 项目经验，大零售 IT 业务毛利率稳中有增，预测 2022-2024 年该业务毛利率分别为 68%/69%/69.5%。

**2) 大资管 IT 业务：**随着 O45 新签上线客户逐渐推进，新签客户的系统建设完成，我们预测 2022-2024 年该业务收入分别同比增长 32%/33%/33%，毛利率分别为 81.5%/82%/82.5%。

**3) 数据风险与基础设施业务：**数据中台布局长远来看极具深意，公司具备完善的产品布局，市场地位领先，我们预测 2022-2024 年该业务项目订单剩余分别同比增长 27%/27%/27%。目前数风基业务建设仍处于起步阶段，涉及的定制化场景较多，项目投入

较大，随着标准化程度更高，毛利率未来将稳中有增，预测 2022-2024 年该业务毛利率分别为 54%/55%/56%。

**4) 银行与产业业务：**随着并购的 Finastra 公司的 Summit 和 Opics 资管系统业务线逐步落地；供应链金融的数字化转型逐渐深入，将为银行和产业 IT 业务带来新的订单增量，我们预测 2022-2024 年该业务订单分别同比增长 15%/15%/15%，毛利率分别为 46%/47%/47%。

**5) 互联网创新业务：**互联网创新业务是公司在业务上进行的横纵向前瞻性布局，预计未来将保持较快增速，我们预测 2022-2024 年互联网创新业务项目分别同比 20%/21%/22%，毛利率分别为 80%/79.8%/79.5%。

**6) 非金融业务：**除聚焦金融机构系统提供商的战略定位以外，公司在非金融领域也将保持高速拓展，因此我们预测 2022-2024 年非金融业务项目分别增长 30%/20%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 21：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
大零售 IT	收入	2111.1	2533.4	3014.7	3587.5
	增速	39.8%	20.0%	19.0%	19.0%
	毛利率	69.6%	68.0%	69.0%	69.5%
大资管 IT	收入	1706.1	2252.1	2995.3	3983.7
	增速	39.8%	32.0%	33.0%	33.0%
	毛利率	82.2%	81.5%	82.0%	82.5%
数据风险 与基础设施 IT	收入	353.7	449.2	570.5	724.5
	增速	18.6%	27.0%	27.0%	27.0%
	毛利率	57.2%	54.0%	55.0%	56.0%
银行与产业 IT	收入	353.7	406.8	467.8	538.0
	增速	-2.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	48.7%	46.0%	47.0%	47.0%
互联网创新业务	收入	803.9	964.7	1167.3	1424.1
	增速	33.7%	20.0%	21.0%	22.0%
	毛利率	80.1%	80.0%	79.8%	79.5%
非金融业务	收入	163.5	212.5	255.0	306.0
	增速	-6.5%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	72.8%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	5496.6	6818.6	8470.5	10563.7
	增速	31.7%	24.1%	24.2%	24.7%
	毛利率	73.0%	72.0%	73.0%	73.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 68.2 亿元 (+24.1%)、84.7 亿元 (+24.2%) 和 105.6 亿元 (+24.7%)，归母净利润分别为 12.3 亿元 (-15.7%)、16.8 亿元 (+36.2%)、21.1 亿元 (+25.7%)，EPS 分别为 0.65 元、0.88 元、1.11 元，对应动态 PE 分别为 62 倍、45 倍、36 倍。考虑到公司在证券和资管 IT 领域占据独有产品和技术优势，未来将充分享受政策驱动带来的行业空间增长红利；同时伴随着公司通过兼并购持续扩张业务、提升技术并且迈向国际等举措，我们认为公司金融 IT 领域进展有望迎来加速，进一步提升成长空间。

## 5.2 绝对估值

**关键假设：**无风险利率选取中债国债 5 年期到期收益率 2.63%；金融机构系统云化转型仍处于初步阶段，赛道将中长期呈现高景气，过渡期年数选择 5 年。

表 22：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	12%
永续期增长率	2.0%
无风险利率 $R_f$	2.63%
市场组合报酬率 $R_m$	4.59%
有效税率 $T_x$	15%
$\beta$ 系数	1.13
债务资本成本 $K_d$	0.27%
债务资本比重 $W_d$	4.71%
股权资本成本 $K_e$	4.84%
WACC	4.84%

数据来源：西南证券

表 23：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	1321.20
净债务价值 (亿元)	-109.21
股票价值 (亿元)	1430.41
每股价值 (元)	75.28

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 75.28 元。考虑市场交易投资情况活跃，绝对估值假设较为严格，故暂不选用绝对估值方法。

## 5.3 相对估值

综合考虑业务范围，选取正处于云转型关键投入阶段的三家可比公司进行估值比较。



表 24：可比公司 PS 估值

证券代码	可比公司	总市值 (原始币种)	股价 (原始币种)	营业收入 (百万元)				PS (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002410.SZ	广联达	655	54.99	5619	6905	8461	10272	12	9	8	6
688111.SH	金山办公	1177	255.3	3280	3990	5279	6936	36	30	22	17
0268.HK	金蝶国际	462	13.28	4174	4986	6175	7749	10	8	7	5
平均值									16	12	10
600570.SH	恒生电子	762	40.10	5497	6819	8470	10564	14	11	9	7

数据来源：Wind，西南证券整理（可比公司盈利预测均为本研究团队预测值）

2023 年行业平均 PS 为 12 倍，公司 PS 为 9 倍，低于行业平均水平。考虑到国内资本市场的改革深入将持续产生 IT 系统升级迭代需求，下游金融机构信息化投入有望加大；公司在技术与市场占有率等方面均长期处于国内领先地位，将持续受益金融科技时代的发展，新一代产品推广上线进程有望加快，产品逐步打磨成熟后利润将逐步释放。故给予 2023 年 11 倍 PS，对应目标市值 931.8 亿元，对应目标价 49.04 元，维持“买入”评级。

## 6 风险提示

政策推进不及预期风险；下游行业周期风险；新品推广不及预期风险；金融资产公允价值波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5496.58	6818.59	8470.50	10563.72	净利润	1490.13	1256.65	1711.05	2150.53
营业成本	1484.60	1910.28	2290.63	2778.96	折旧与摊销	102.16	141.85	155.45	169.50
营业税金及附加	60.39	80.92	99.73	123.32	财务费用	-0.91	12.26	-0.36	-8.00
销售费用	557.93	681.86	830.11	1024.68	资产减值损失	-11.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	681.45	3409.30	4065.84	4964.95	经营营运资本变动	227.29	2766.41	-123.15	523.20
财务费用	-0.91	12.26	-0.36	-8.00	其他	-850.03	-249.37	-243.70	-192.64
资产减值损失	-11.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	956.79	3927.80	1499.29	2642.60
投资收益	275.84	250.00	250.00	200.00	资本支出	-620.80	-250.00	-270.00	-270.00
公允价值变动损益	414.40	0.00	0.00	0.00	其他	197.37	250.00	250.00	200.00
其他经营损益	0.00	300.00	300.00	300.00	投资活动现金流净额	-423.43	0.00	-20.00	-70.00
营业利润	1510.55	1273.98	1734.54	2179.80	短期借款	131.31	-178.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.83	-0.80	-1.00	-1.00	长期借款	22.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	1509.72	1273.18	1733.54	2178.80	股权融资	144.81	141.85	0.00	0.00
所得税	19.59	16.52	22.50	28.28	支付股利	-104.37	-146.35	-123.42	-168.05
净利润	1490.13	1256.65	1711.05	2150.53	其他	-368.20	-147.69	0.36	8.00
少数股东损益	26.59	22.42	30.53	38.37	筹资活动现金流净额	-174.08	-330.22	-123.07	-160.05
归属母公司股东净利润	1463.54	1234.23	1680.51	2112.15	现金流量净额	353.41	3597.58	1356.22	2412.54
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1727.70	5325.28	6681.50	9094.04	成长能力				
应收和预付款项	806.12	888.51	1155.46	1436.76	销售收入增长率	31.73%	24.05%	24.23%	24.71%
存货	466.99	603.96	727.13	881.28	营业利润增长率	4.82%	-15.66%	36.15%	25.67%
其他流动资产	2033.86	2002.28	2004.89	2008.19	净利润增长率	9.31%	-15.67%	36.16%	25.68%
长期股权投资	1110.95	1110.95	1110.95	1110.95	EBITDA 增长率	6.99%	-11.40%	32.32%	23.90%
投资性房地产	127.52	127.52	127.52	127.52	获利能力				
固定资产和在建工程	1705.87	1798.90	1901.49	1993.19	毛利率	72.99%	71.98%	72.96%	73.69%
无形资产和开发支出	743.95	759.20	771.29	780.20	三费率	22.53%	60.18%	57.80%	56.62%
其他非流动资产	3356.93	3356.81	3356.68	3356.56	净利率	27.11%	18.43%	20.20%	20.36%
资产总计	12079.91	15973.42	17836.92	20788.70	ROE	23.98%	16.79%	18.86%	19.45%
短期借款	178.03	0.00	0.00	0.00	ROA	12.34%	7.87%	9.59%	10.34%
应付和预收款项	1477.10	2271.01	2486.63	3101.95	ROIC	-256.26%	-95.67%	-78.92%	-119.09%
长期借款	228.45	228.45	228.45	228.45	EBITDA/销售收入	29.32%	20.94%	22.31%	22.16%
其他负债	3981.00	5987.42	6047.67	6401.65	营运能力				
负债合计	5864.59	8486.88	8762.76	9732.06	总资产周转率	0.50	0.49	0.50	0.55
股本	1461.56	1900.01	1900.01	1900.01	固定资产周转率	5.11	3.95	4.65	5.51
资本公积	272.73	414.58	414.58	414.58	应收账款周转率	8.55	8.57	8.86	8.69
留存收益	4019.48	4668.91	6226.00	8170.10	存货周转率	3.59	3.54	3.43	3.44
归属母公司股东权益	5695.03	6943.82	8500.91	10445.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.34%	—	—	—
少数股东权益	520.29	542.71	573.25	611.62	资本结构				
股东权益合计	6215.32	7486.54	9074.16	11056.64	资产负债率	48.55%	53.13%	49.13%	46.81%
负债和股东权益合计	12079.91	15973.42	17836.92	20788.70	带息债务/总负债	6.93%	2.69%	2.61%	2.35%
					流动比率	0.92	1.09	1.26	1.43
					速动比率	0.83	1.01	1.17	1.34
					股利支付率	7.13%	11.86%	7.34%	7.96%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1611.81	1428.08	1889.64	2341.31	每股收益	0.77	0.65	0.88	1.11
PE	52.06	61.73	45.34	36.07	每股净资产	3.00	3.65	4.47	5.50
PB	13.38	10.97	8.96	7.29	每股经营现金	0.50	2.07	0.79	1.39
PS	13.86	11.17	8.99	7.21	每股股利	0.05	0.08	0.06	0.09
EV/EBITDA	32.08	45.77	33.87	26.31					
股息率	0.14%	0.19%	0.16%	0.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn