



2023-02-02

公司深度报告

买入/维持

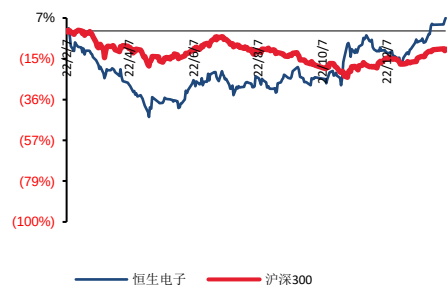
恒生电子(600570)

昨收盘: 47.78

计算机 软件开发

23 年复苏之选，资本市场赋能者

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,900/1,900
总市值/流通(百万元)	90,782/90,782
12 个月最高/最低(元)	59.08/30.31

相关研究报告:

恒生电子(600570)《费用出现拐点, 利润表现改善》--2022/10/27

恒生电子(600570)《疫情影响业绩表现, 下半年好转可期》--2022/08/25

恒生电子(600570)《业绩符合预期, 主营业务收入增速表现突出》--2022/03/31

证券分析师: 曹佩

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

研究助理: 程漫漫

E-MAIL: chengmm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190122090004

报告摘要

恒生电子是我国领先的金融科技产品与服务提供商, 成立以来经历业务架构、股权结构等的调整, 跟随者资本市场的步伐前行。公司连续 15 年入选 FinTech100 全球金融科技百强榜单, 2022 年排至第 24 位, 为国内排名最高的金融 IT 厂商。

恒生金融 IT 龙头的外在表现我们归结于财务方面的高毛利率和业务方面的高市场份额, 这背后的本质原因塑造了其在业内深厚的护城河。

- 1) **高毛利率的背后: 产品高度复用性。**① 行业的特殊性使得金融标准化建设持续受到重视; 从行业格局看, 券商、基金等 IT 自研较少, 以及对 IT 系统的高要求从而形成了买方高粘性、卖方话语权更高的行业生态。② 从恒生自身看, 多年来不断进行云原生探索, 打造“大中台、小应用”的组织架构, 领先于行业。
- 2) **高市场份额的背后: 凭借技术品牌优势不断开拓客户。**过去十几年恒生客户拓展的方向主要有金融创新与监管催生的增量业务带来新客户、金融机构数量增加迅速抢占新筹公司、对友商的系统替换。其背后的本质原因在于持续研发耕耘积累起的技术竞争力; 以及金融创新背景下全面综合解决方案带来客户粘性, 在品牌效应下实现良性循环。

龙头企业并不缺乏成长性。我们认为恒生未来的潜在成长可以从金融机构业务量与金融机构 IT 投入程度两个维度拆解。

- 1) **金融机构业务体量增加。**一方面实体经济的发展向金融机构传导, 随着金融机构成长壮大带来 IT 需求增量; 另一方面, 多层次资本市场改革持续在路上, 金融 IT 企业需要研发新的产品以支持新的业务场景, **特别是 2023 年 2 月 1 日全面实行股票发行注册制改革正式启动, 为金融 IT 企业带来业务增量。**
- 2) **金融机构 IT 投入程度提升。**一方面和海外金融机构对比, 我国金融机构 IT 投入比例较低, 仍有不少提升空间; 另一方面金融科技本身也在向纵深推进, 当前迈入数字化改革阶段, 数

智能化作为未来十年改变行业格局的核心力量，正逐步融合到金融核心生产系统和主流业务流程中。

和海外巨头 SS&C 对比，也可洞见恒生未来的诸多可能。随着我国金融体系的不断发展完善，恒生新兴业务边界或可持续拓宽；SS&C 成立早于恒生近 10 年，2006-2021 年营收 CAGR 超 20%，侧面可验证恒生高成长的持续性；软件服务模式逐步推广，未来或可常态化实现超低销售费用率。

当下收入与成本费用剪刀差改善，有望迎来人效拐点。收入端，继党政之后金融信创局面已经打开，恒生 2019 年开始布局，多层面助力金融信创，且政策东风频吹带来行业性利好；费用端，前期经历人员的大幅增长，诸多指标表明 2022Q3 迎来拐点；前期的技术投入不会丢失，人员增长后随着新产品大范围落地产生的规模效应，人效便呈现回升态势。

投资建议：恒生电子是金融 IT 领域当之无愧的龙头企业，二十多年的发展凭借技术与产品实力、广泛的客户积累在业内建立起深厚的护城河，未来在多层次资本市场改革、金融数字化改革和全面注册制启动的时代背景下仍将潜力十足。对标海外巨头 SS&C，更是验证了其成长的可持续性。当下金融信创的推动、公司积极控费成效初现，人效有望迎来改善拐点。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.57/0.91/1.17 元，维持“买入”评级。

风险提示：金融行业监管趋于严格；新产品落地推广不及预期；金融信创进展不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5496.58	6502.82	8223.59	10247.58
(+/-%)	31.73%	18.31%	26.46%	24.61%
净利润(百万元)	1463.54	1087.06	1733.15	2217.94
(+/-%)	10.73%	-25.72%	59.43%	27.97%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.57	0.91	1.17
市盈率(PE)	62.03	83.51	52.38	40.93

资料来源：iFinD，太平洋证券。

注：摊薄每股收益按最新总股本计算。

目录

1. 与时俱进的金融 IT 龙头企业	5
2. 历史复盘，金融 IT 巨头的成功之路	9
2.1 高毛利率的背后——产品高度复用性	9
2.1.1 金融行业 IT 具备标准化的条件	10
2.1.2 恒生云原生的不断探索与应用	12
2.2 高市场份额背后——凭借技术品牌优势不断开拓客户	14
2.2.1 新老市场两开花	15
2.2.2 根本原因：技术与品牌优势下的良性循环	17
3. 展望未来，恒生的成长空间来自哪里	21
3.1 实体经济发展向金融机构传导，带来 IT 需求增量	21
3.2 多层次资本市场改革持续在路上	23
3.3 和海外对比，我国金融机构 IT 投入仍有潜力	24
3.4 金融科技纵深推进，金融数字化改革成为时代最强音	25
4. 海外映射：从 SS&C 看恒生的诸多可能性	27
4.1 新兴业务边界拓宽	27
4.2 成长的持续性	27
4.3 软件服务模式推广，低销售费率常态化	29
5. 当下收入与成本费用剪刀差改善，有望迎来人效拐点	31
5.1 收入端：把握金融信创与行业政策红利	31
5.2 费用端：2022Q3 控费已见改善	34
5.3 人效或迎来拐点	35
6. 投资建议	37
7. 风险提示	37

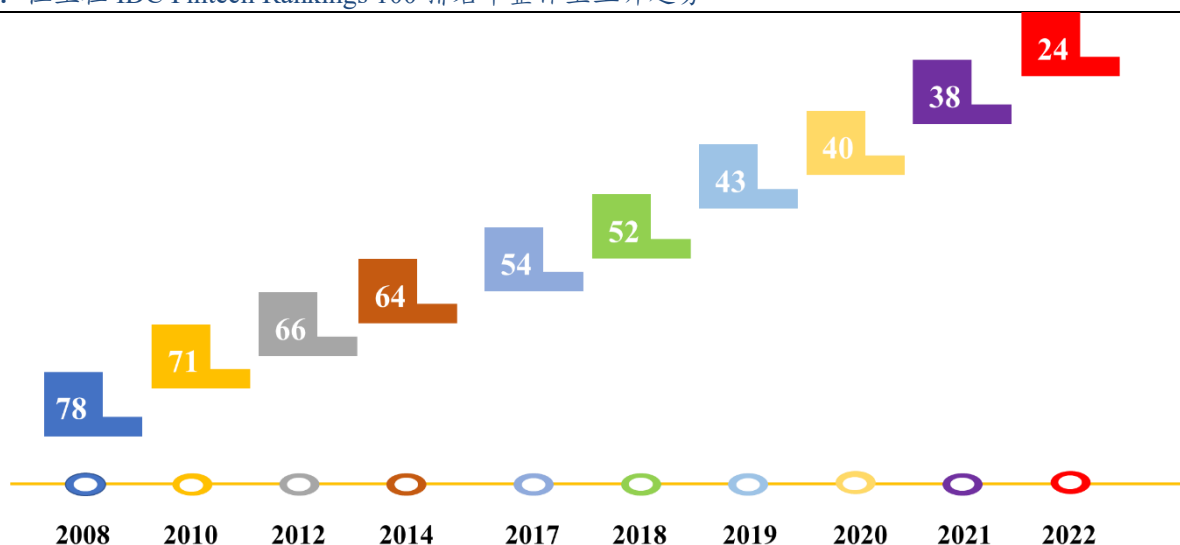
图表目录

图表 1: 恒生在 IDC FINTECH RANKINGS 100 排名中整体呈上升趋势	5
图表 2: 过去 10 年公司业务结构调整情况	6
图表 3: 恒生主要产品业务情况	6
图表 4: 过去 10 年公司各业务条线收入占比情况	7
图表 5: 公司各业务条线与收入走势一定程度上受到资本市场影响	8
图表 6: 公司股权结构变化情况	9
图表 7: 恒生电子毛利率始终远高于申万计算机板块平均水平	10
图表 8: “十四五”时期金融标准化发展主要指标	10
图表 9: 各主要金融机构设立科技子公司情况	11
图表 10: 2019 年公司进行微服务化的架构体系升级	13
图表 11: LIGHT 十大技术栈	13
图表 12: 恒生电子金融行业收入高于其他公司（亿元）	14
图表 13: 恒生近十几年业务拓展情况	15
图表 14: 恒生三级研发架构体系	18
图表 15: 公司研发投入经历了大幅增长	18
图表 16: 公司研发人员数量经历了大幅增长	18
图表 17: 恒生研发投入占收入比远高于行业平均	18
图表 18: 恒生员工中研发人员占比高于行业平均	18
图表 19: 恒生人员结构中技术人员占比过半（2021 年）	19
图表 20: 恒生通过对外的投资、并购、战略合作不断丰富业务布局	20
图表 21: 恒生未来增量空间的几个方向	21
图表 22: 证券公司数量不断增加	21
图表 23: 证券公司收入总体增长	21
图表 24: 公募基金数量及管理规模逐年增加	22
图表 25: 私募基金数量及管理规模逐年增加	22
图表 26: 我国多层次资本市场发展历程	23
图表 27: 我国资本市场金字塔构成	23
图表 28: 2021 年全球商业银行 VS 国有行 IT 投入（亿美元）	25
图表 29: 全球十大领先投行 VS 国内十大头部券商 IT 投入（亿美元）	25
图表 30: 金融科技已经历三个发展阶段	25
图表 31: 金融科技数智化发展五大趋势	26
图表 32: 恒生与 SS&C 下游行业对比	27
图表 33: SS&C 营收规模远大于恒生（亿元）	28
图表 34: SS&C 近 30% 收入来自美国以外的地区（2021）	28
图表 35: 恒生电子 95% 以上收入来自国内（2021 年）	28
图表 36: 恒生近年来来自海外的收入有大幅增长	29
图表 37: SS&C 收入模式以软件服务为主	29
图表 38: 恒生创新业务子公司 2021 年收入体量总体较小（万元）	30
图表 39: 恒生销售费用率高于 SS&C，但差距在不断缩小	30
图表 40: 各领域信创应用落地进展	31
图表 41: 恒生在金融信创方面的实践	32
图表 42: LIGHT-DB 功能全景图	33
图表 43: 2020 年以来公司人数经历了大幅增长	34
图表 44: 2022Q3 薪酬支付增速下降，净现金流同比大幅高增	34
图表 45: 2022Q3 成本费用增速全面下降，销售费用同比下降	35
图表 46: 2022Q3 归母净利润大幅增长	35
图表 47: 恒生历史上员工人数增长与人均创收、人均创利情况	35

1. 与时俱进的金融 IT 龙头企业

领先的金融科技产品与服务提供商。恒生电子成立于1995年，2003年在上交所主板上市。多年来聚焦金融行业，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体解决方案和服务。恒生已连续15年入选FinTech100全球金融科技百强榜单，2022年排名第24位。

图表 1：恒生在 IDC Fintech Rankings 100 排名中整体呈上升趋势



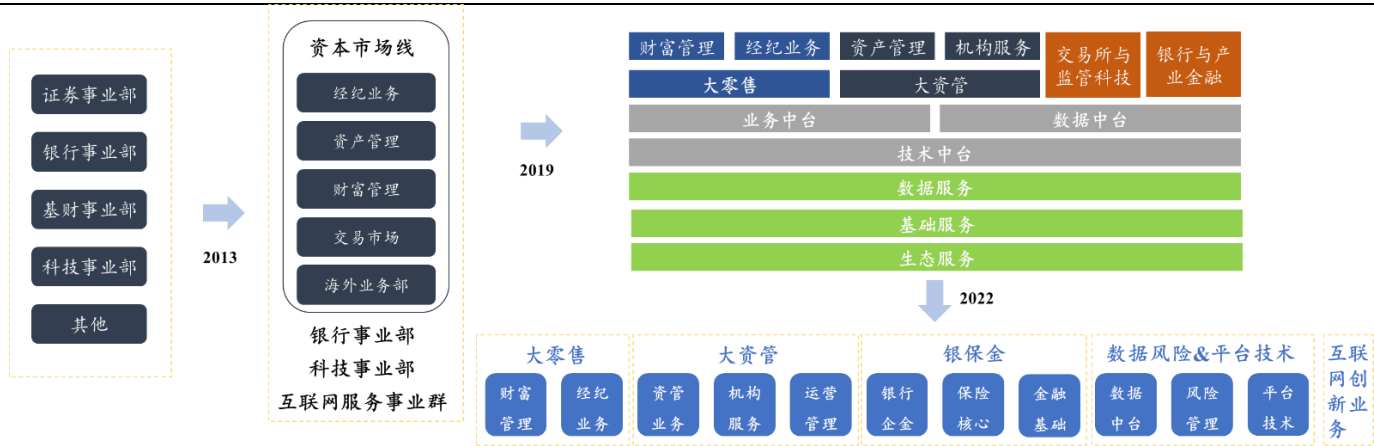
资料来源：公司财报，公司官网，太平洋证券研究院

围绕金融科技，公司与时俱进，过去10年业务结构经历了几次重要调整：

- 2013年，公司取消原证券事业部和基财事业部，相应的两个原事业部产品技术部门重新组合为资本市场业务线，资本市场业务线包括资产管理、经纪业务、财富管理、交易市场和海外业务部等事业部；新设立“互联网服务事业群”，下辖上海恒生聚源、HOMS、数米基金网等。
- 2019年，公司规划了“6纵6横”的业务版图，相应调整组织架构。新设大零售IT业务线，将经纪业委会、财富业委会合并升级为财富经纪业务群；新设大资管IT业务线，将资管业委会、经纪业委会机构柜台业务合并升级为资管与机构服务业务群；新设银行与产业IT业务线，将交易所事业部产业以及供应链金融业务、银行事业部合并组建银行与产业业委会；新设数据风险与基础设施业务线，由数据中台发展部、风险管理事业部、交易所行业事业部金融基础设施发展部及地方交易所业务共同组建数据风险与基础设施业委会。
- 2022年，大资管IT条线新增运营管理IT业务，包含原财富管理的登记过户、资

产管理的估值核算系统，以及资金清算系统；新设企金、保险核心与基础设施 IT 业务，在原银行与产业 IT 业务基础上新增保险核心 IT 业务；数据风险与基础设施业务变为数据风险与平台技术 IT 业务，在原合规管理产品基础上新增数据中台产品、全面风险管理产品。

图表 2：过去 10 年公司业务结构调整情况



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

按照产品/服务类型，公司当前将经营活动划分为大零售IT业务、大资管IT业务、企业、保险核心与基础设施IT业务、数据风险与平台技术IT业务、互联网创新业务和非金融业务六大类。

图表3：恒生主要产品业务情况

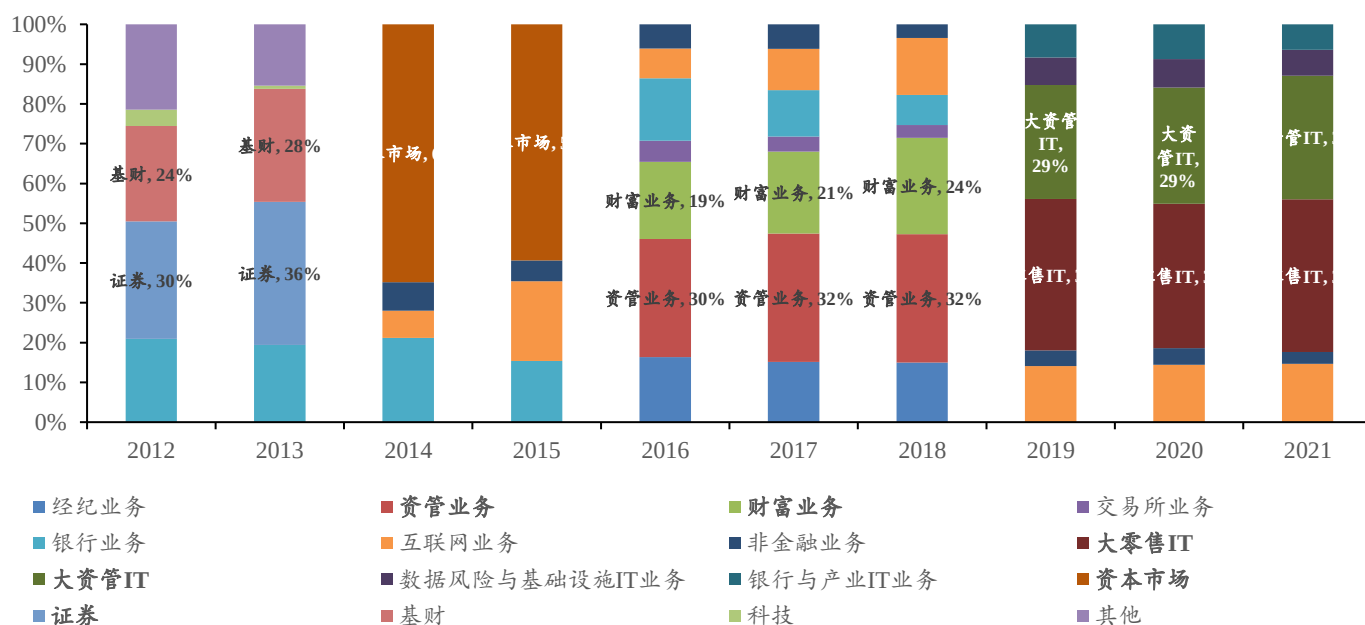
		服务对象	核心产品	功能
大零售 IT	证券经纪 IT	券商经纪业务部门	集中交易系统	为提供账户管理、资金 清算结算、委托订单管理、接入服务（与交易所、中登等交互）等
	财富管理 IT	银行、券商、三方等各类财富管理机构，基金、信托、保险资管等资产管理机构的营销、销售、客服部门，以及银行、券商托管外包部门	资产配置、产品管理、理财销售、营销服务等系统	财富规划建议、金融产品管理、理财销售交易、投顾业务运营、客户营销/服务、投资人服务等
大资管 IT	资产管理 IT 业务	证券、基金、保险、银行、信托等资产管理机构的投资研究、投资交易、风险管理 等相关 部门	投资决策系统、投资交易管理系统等	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
	机构服务 IT 业务	券商的机构业务部门	机构服务相关业务系统	支持券商向境内外机构客户提供投资交易、合规风控、低延时交易、代理交易、策略算法等相关服务
	运营管理 IT 业务	基金、券商资管、银行、信托、保险资管等资产管理机构的运营部门	过户登记系统、估值核算与资金清算系统	为金融机构中后台部门提供运营保障

企金、保险核心与基础设施 IT 业务	银行 IT 业务以及产业和供应链金融 IT 业务	商业银行公司业务部、科技部，财务公司以及各类产业客户（中大型生产企业、贸易流通企业、电商平台等）、保险公司以及场外交易场所等	现金管理平台 and 票据业务产品、财险核心系统、非车核心系统等	现金管理、企业财资管理、票据交易管理、保险业务和管理流程自动化、智能化等
	保险核心 IT 业务			
	金融基础设施 IT 业务			
数据风险与平台技术 IT 业务		各类金融机构的 IT 部门、风险管理部门、合规管理部门等	数据中台产品、全面风险管理产品、合规管理产品等	数据治理、风险监控、合规报告、流程管理、信息报送管理、反洗钱服务等

资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

公司多年来业务总体保持聚焦。2019-2021 年公司大资管与大零售 IT 业务占公司收入比重分别达到 67%、66%、70%，此前包含类似细分业务的财富业务与资管业务、资本市场业务、基财和证券业务也始终占据公司收入大部分，公司主业较为聚焦。

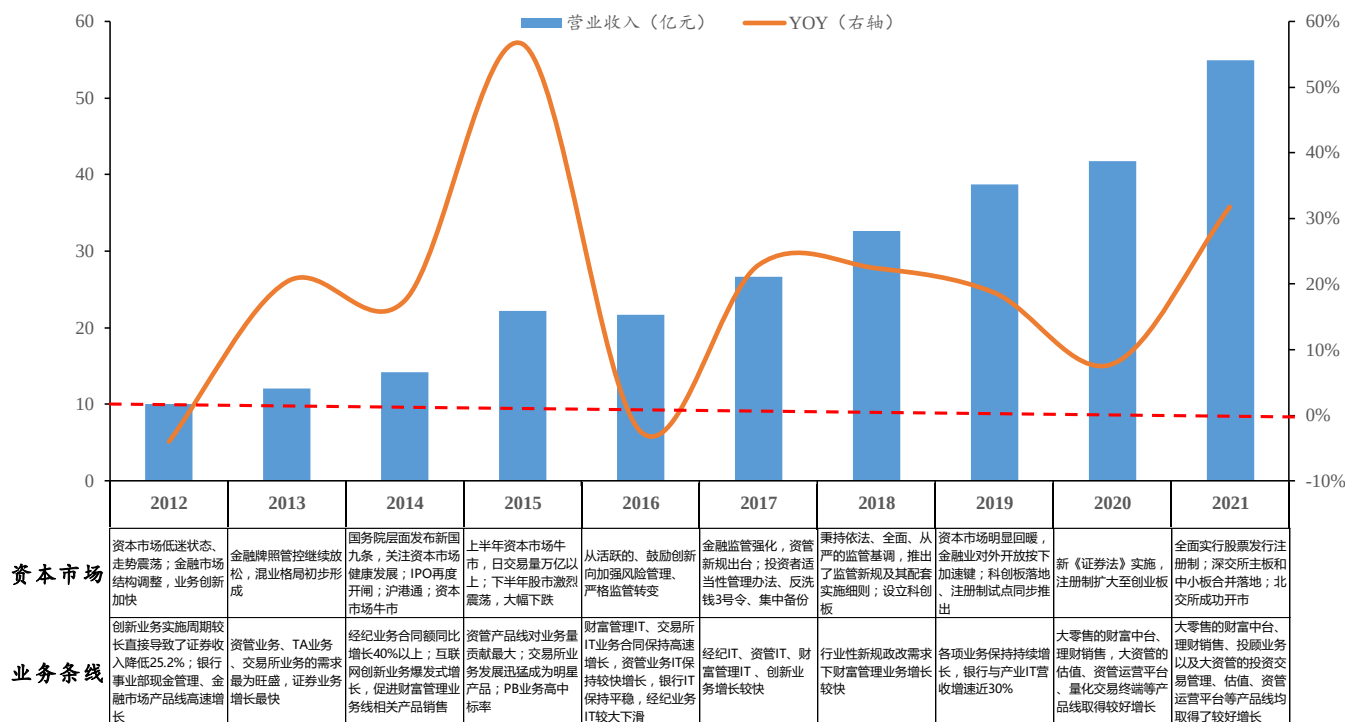
图表 4：过去 10 年公司各业务条线收入占比情况



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

业务聚焦金融行业尤其是大零售、大资管等领域，公司收入与资本市场表现有一定相关性。公司的业务领域决定了其客户需求来源，包括金融产品的增加、金融制度的变化、金融客户的增加与变化带来的商业需求，这些需求特征使得公司收入表现多数年份随资本市场波动而变化。

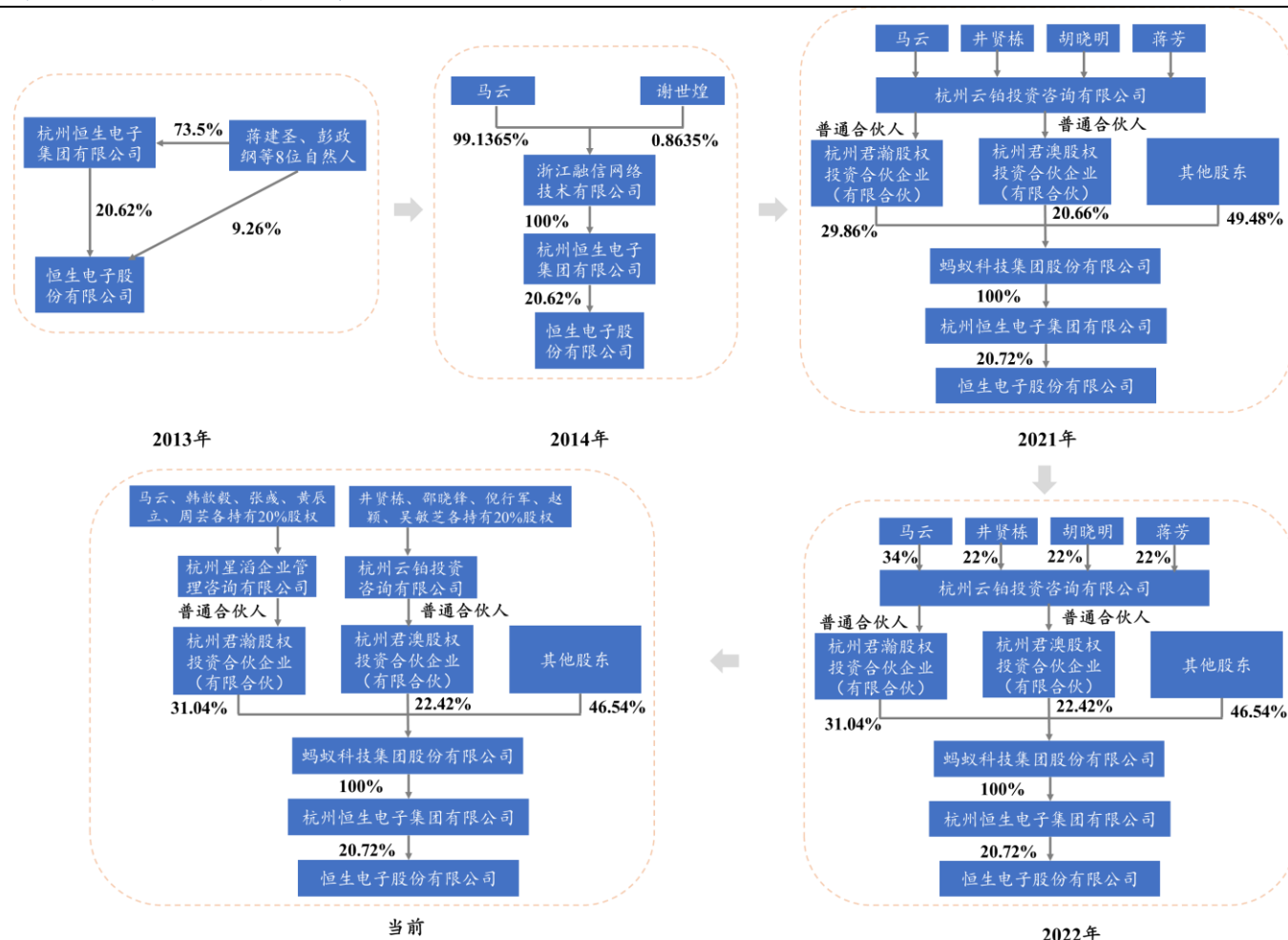
图表 5：公司各业务条线与收入走势一定程度上受到资本市场影响



资料来源：公司财报，iFinD，太平洋证券研究院

股权结构经历重大变更，主要管理层仍维持稳定。2014年，浙江融信网络技术有限公司（当时马云先生持有其99.1356%股权）收购了恒生电子控股股东恒生集团100%的股权，从而间接持有恒生电子20.62%股权，恒生电子的股权结构由多名自然人共同控制变为单一控制。2023年1月公司公告称，控股股东恒生集团上层股权结构发生变动，导致公司实际控制人发生权益变动，公司控股股东仍为恒生集团，实际控制人将由马云先生变更为无实际控制人。但与此同时主要管理层未经历重大变化，有利于公司战略与业务的延续性。

图表 6：公司股权结构变化情况



资料来源：公司财报，公司公告，太平洋证券研究院

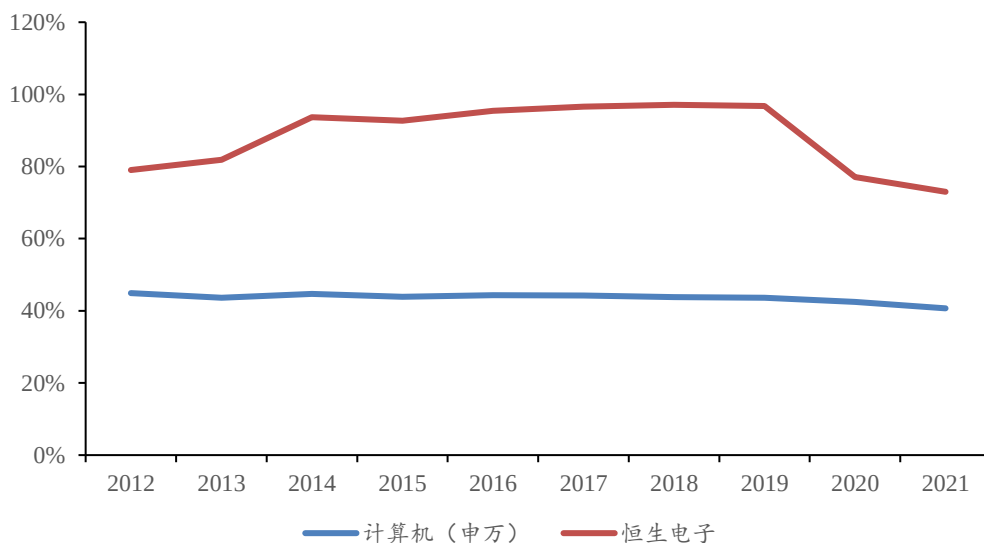
2. 历史复盘，金融 IT 巨头的成功之路

2.1 高毛利率的背后——产品高度复用性

软件行业具有“边际成本为零”的底层商业模式，这使得其具备高毛利的条件。但从我国软件发展历史来看，早期中小企业对软件的需求不强、付费意愿以及付费能力均较弱，而具备需求与付费能力的大型企业向来强势，拒绝接受软件对固有业务流程的改变，更喜欢让软件公司为自己量身定制，这催生了大量项目型的公司，提供定制化服务，从而改变软件行业“边际成本为零”的底层商业模式，若能实现标准化程度高、复用性强的软件产品，将会创造出远优于同业的盈利能力。

近10年来恒生电子毛利率始终高于行业平均水平，这得益于其产品高标准化与复用性。

图表 7：恒生电子毛利率始终远高于申万计算机板块平均水平



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

注：恒生 2020 和 2021 年毛利率下降受到会计准则变更的影响。

2.1.1 金融行业 IT 具备标准化的条件

行业的特殊性使得我国金融标准化持续受到重视，为金融IT产品标准化奠定基础。

全国金融标准化技术委员会是国家标准化管理委员会授权，在金融领域内从事全国性标准化工作的非法人技术组织，第一届金标委于1991年成立，可见金融标准化很早便得到重视。2017年人民银行、原银监会、证监会、原保监会、国家标准委等5部委联合发布《金融业标准化体系建设发展规划（2016-2020年）》；2022年，人民银行、市场监管总局、银保监会、证监会四部门印发《金融标准化“十四五”发展规划》，在我国金融标准化工作持续受到重视。

图表8：“十四五”时期金融标准化发展主要指标

类别	指标	2020	2025	属性
标准制定	制修订金融国家标准、行业标准数量（项）	【137】	【≥137】	约束性
	制修订金融团体标准数量（项）	【47】	【≥100】	预期性
	系统重要性金融机构建立企业标准体系比例（%）	-	≥85	预期性
	金融国家标准、行业标准平均制修订周期（月）	24	≥18	预期性
标准实施	金融领域企业标准领跑者活动产品和服务方向（个）	10	≥15	约束性
	被金融管理和检测认证引用的国家标准、行业标准数量（项）	93	≥130	预期性
国际标准化	重点金融国际标准转化率（%）	82	≥85	约束性
标准化能力	金融业国家技术标准创新基地（个）	0	≥2	预期性
	具有全国服务能力的金融标准化服务机构（个）	6	≥8	预期性
	金融机构设立标准化部门或专职岗位的比例	40	≥55	预期性

资料来源：《金融标准化十四五发展规划》，太平洋证券研究院

注：【】内为五年累计数据，其余为历史累计数；-表示统计数据不详。

从行业格局来看，买方高粘性，卖方话语权更高，进一步促进了金融IT的标准化。
具体来看：

1) 银行设立科技子公司进行IT自研较多，保险次之，券商和基金等则相对较少，对金融IT公司需求更大。恒生电子业务更多集中在证券、期货、基金等领域，这些金融机构专门设立科技子公司情况较少，会更依靠三方金融IT公司，行业格局对卖方即金融IT公司较为有利，使其具备较高话语权。

图表9：各主要金融机构设立科技子公司情况

	金融科技子公司	成立时间	所属金融机构
银行系	兴业数金	2015 年	兴业银行
	金融壹账通	2015 年	平安银行
	招银云创	2016 年	招商银行
	前海金信	2016 年	深圳农商银行
	光大科技	2016 年	光大银行
	建信金科	2018 年	建设银行
	民生科技	2018 年	民生银行
	龙盈智达	2018 年	华夏银行
	工银科技	2019 年	工商银行
	北银科技	2019 年	北京银行
	中银金科	2019 年	中国银行
	易企银	2020 年	浙商银行
	农银金科	2020 年	农业银行
	交银金科	2020 年	交通银行
	集友科技	2020 年	厦门国际银行
	易达科技	2020 年	廊坊银行
	浙江农商数科	2020 年	浙江农信社
	桂盛金科	2020 年	广西农信社
	盛银数科	2021 年	盛京银行
券商系	山证科技	2019 年	山西证券
	金腾科技	2019 年	中金公司
	国联金科	2022 年	国联证券
	文星在线	2022 年	华林证券
保险系	平安金服	2016 年	中国平安
	金融壹账通	2015 年	
	陆金所	2011 年	
	平安普惠	2007 年	
	平安健康医疗	2016 年	
	平安智慧城市	2018 年	
	平安城科		
	平安医疗健康管理	2016 年	
	平安科技	2008 年	

人保信息科技	2022 年	中国人保
人保金服	2016 年	
太保在线服务科技	2012 年	中国太保
太保金科（筹）	2020 年	
太保科技	2022 年	
太平金科	2009 年	中国太平
众安科技	2016 年	众安保险

资料来源：企查查，数字化讲习所，零壹智库，A 智慧保，公司公告，太平洋证券研究院

注：只列示子公司情况，未包含内部专门设立的科技部门；国联金科时间为国联证券公告称拟全资设立金融科技子公司时间；文星在线时间为华林证券公告拟受让文星在线 100% 股权的时间；不完全统计。

2) 金融机构对IT系统的高要求使得头部厂商护城河效应显著。金融机构对金融IT产品的选择中，“稳定”、“安全”是首要的购买选择，客户一般不会购买未经应用检验的不成熟产品，以及新进入者的产品，对大厂商粘性较强。同时，全行业的技术知识积累是一个长期过程，因此新进入竞争者也较少，行业格局较为稳固。这对于行业龙头企业非常有利，因而恒生这样的金融IT龙头具备更大的自主权。

这样的行业格局有利于进一步提升金融IT产品的标准化。

2.1.2 恒生云原生的不断探索与应用

2009年，恒生便提出“网络变革产业”的经营策略，在互联网技术转型方面进行研发投入，同时提出开展2.0业务，在公司业务模式转变方面进行尝试。

2013年7月，恒生成立互联网服务事业群，开始正式以HOMS平台为主构建基于互联网的金融云平台。整个平台以服务私募机构投资者为主，逐步扩展到专业投资者、高端财富投资者等用户领域。

2014年，云计算和大数据在中国迎来大发展，恒生积极推进“七彩祥云”建设计划，包括投资云、资管云、财富云、经纪云、交易所云等。公司在云计算的应用方面大力推进，和深证通、阿里云、华为云等开展合作。

2015年，国务院首次提出“支持银行、证券、保险企业稳妥实施系统架构转型，鼓励探索利用云服务平台开展金融核心业务”。这意味着，云计算正逐步成为监管认可的技术。

2016年，恒生技术团队开始探索云原生平台建设，并尝试自己做效能管理。

2018年，公司正式发布JRES 3.0，全面满足互联网云服务架构的新一代技术框架，满足金融领域全业务场景的需要，支撑公司产品向互联网微服务架构升级。

2019年，在原有的JRES 3.0技术平台基础上，进一步扩展和丰富了平台的功能，新引入了RPA、领域建模、低码等新的技术，实现恒生技术栈整体向云原生迁移，所有的

核心业务系统也完成了云原生技术栈的改造升级工作。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，上层业务部门以快速敏捷的小应用微服务的方式快速响应客户的业务需求。

图表 10：2019 年公司进行微服务化的架构体系升级



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

2020年，恒生推出自主研发的金融数字化基础设施平台“LIGHT”，包含了云原生（JRES）、低延时（LDP）、大数据、人工智能、区块链等内容，LIGHT可满足金融行业对云原生、高性能、数智化的技术需求。能够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。

图表 11：Light 十大技术栈



资料来源：恒生电子，太平洋证券研究院

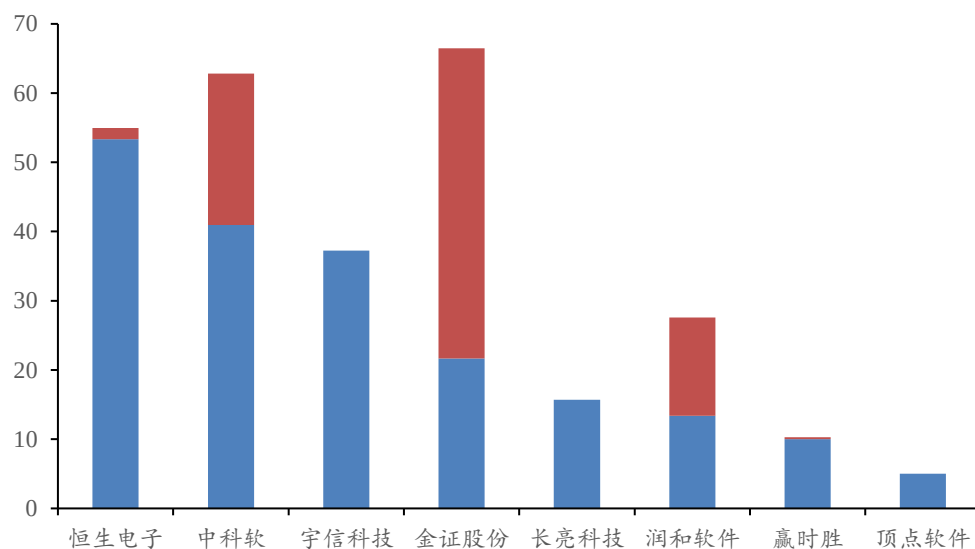
基于新一代分布式微服务技术底座，2020年公司推出新产品：

- **O45**：2020年9月，恒生发布了资产管理一站式解决方案O45，基于新一代分布式微服务技术底座Light-JRES开发。O45延续了恒生在资产管理系统领域的技术领先优势，同时在系统架构、耦合性、系统性能、系统容量、开放性等诸多方面进行了全面革新。在技术上，O45基于恒生电子先进的JRES3.0技术平台，通过技术中台、数据中台、业务中台链接前台和后台的核心资源，赋予整个平台更强的灵活度和更为快速的响应。2021年12月20日，O45在华宝基金正式上线；2022年初，O45在华泰证券自营实现极速多交易中心、多系统联合风控稳步推进，助力华泰证券完成大账户全面切换、顺利上线。
- **UF3.0**：作为证券公司新一代核心业务系统，UF3.0的设计原则是“以用户为中心”，形成包括用户、账户、资金、认证、经营管理等六大业务中心，具备微服务、云原生的领先技术架构。UF3.0完成了从传统的SOA架构到云原生微服务架构的转变，对各业务子系统进行专业化分工和深度解耦。去中心的架构设计缩短了服务交互路径，降低了系统风险，提升了服务稳定性和需求响应的敏捷性。

2.2 高市场份额背后——凭借技术品牌优势不断开拓客户

恒生电子金融IT收入国内领先。与国内友商相比，恒生金融行业收入最高，侧面印证其在国内金融IT领域市占率领先。

图表 12：恒生电子金融行业收入高于其他公司（亿元）



资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

注: 图中红色部分为其非金融行业收入, 部分公司未披露金融与非金融行业收入, 但不影响报告结论; 营收数据为 2021 年。

2.2.1 新老市场两开花

我们梳理近十几年来恒生客户不断扩大的过程, 将恒生不断提高金融IT业务市场份额的过程总结为以下3个方面:

- 1) **业务范围拓宽:** 随着金融创新和监管的不断推出, 新的金融机构IT需求日益涌现, 恒生前瞻性布局, 不断拓展业务范围;
- 2) **新客户增加:** 一方面, 拓展至新的业务领域后, 快速抢占新生市场; 另一方面, 金融机构数量拓展, 快速与新筹公司建立起合作;
- 3) **友商系统替换:** 凭借多年积累起的品牌效应, 亦逐步替换其原有系统。

图表13: 恒生近十几年业务拓展情况

时间	金融创新/监管	恒生产品、客户拓展情况
2009 年	深交所创业板开通、上交所新一代上线、融资融券准备	证券事业部: 交易产品线业务增长, 帐户管理产品在长江证券、中投证券等券商成功应用
		系统集成咨询服务产品线 中标新成立的 3 家基金管理公司
		金融(银行)事业部: 中间业务平台新增 10 家客户, IPCC 新增银行用户 13 家
2010 年		证券事业部: 中标中信证券、华泰联合证券的集中交易系统
2011 年		海外: 专门针对香港境外资本市场的证券交易系统及一体化的账户管理系统在光大(香港)证券公司上线
2012 年		新版的 2.0 经纪业务运营平台: 在中信证券成功部署落地
		中标上海清算所综合业务系统项目
		OTC 系统中标广发证券、国泰君安、深圳文交所等项目
2013 年	新三板试点扩大至全国	新版的 2.0 经纪业务运营平台在广发证券成功部署落地, UF2.0 升级完成 10 家以上、个股期权、全国股转系统推出
		中标全国中小企业股份转让公司核心业务系统、陆家嘴国际金融资产交易所核心业务系统
		中标东方证券新一代 投资管理系统 , 以及海通证券、光大证券、国信证券、招商证券 基金托管系统
2014	沪港通启动	沪港通系统: 开发完毕, 包括宏源证券在内的 40 余家券商平稳上线

		股票期权系统：开发完成，其中上交所的 ETF 期权已经上线应用，深交所的股票期权也进入测试阶段 证券集中交易市场新增华金证券、财富证券和德邦证券 券商 OTC 业务：在 42 家资格券商中，恒生占 22 家（其中 5 家来源于非恒生传统柜台客户） 股票期权业务：中标招商证券；自贸区业务创新方面：连续中标国泰君安和海通证券 第一批上线股转做市业务的 52 家做市商中，总共有 40 家采用了恒生的股转做市软件产品 机构经纪投资系统：中标海通、中信建投、国信、东方、华泰等客户 估值系统：新增客户数 46 家，客户数达到 250 家 财富管理业务线：TA 系统、销售系统等核心产品新增客户数超过 100 余家；帮助华商基金、圆信永丰基金、光大证券、中金公司等行业客户实施了系统的替换；中标中证资本私募产品注册登记系统、保监会集中登记过户系统；TA4.0 系统在易方达基金、平安银行、光大证券等客户上线，面向未来财富管理的多金营销平台研发完成，并在长安信托、湘财证券等客户上线 交易所业务：中标浙江金融资产交易中心、山东金融资产交易中心、武汉金融资产交易中心、无锡金融资产交易中心、天津滨海柜台金融资产交易中心 海外业务：完成了中银卢森堡港股交易结算中心的上线；后中标了中国仅有的 2 家试点证券公司，为其提供全球证券交易系统 银行业务：推出综合理财 4.0 版本和综合理财 SAAS 版本；推出了小微金融服务平台；农发行成为新客户
2015 年		经纪业务：新签 UF2.0 的券商超过 20 家，UF2.0 在期货行业全面上线，浙商期货、信达期货等多家期货公司签订合作协议；证券集中交易市场升级 18 家证券公司；场外 OTC 业务新增 15 家；支付产品线中标了证通公司联网通汇的行业级重点项目 资管业务：新一代投资管理系统 O4 完成了研发并正式上线；PB 投资系统签约 14 家客户；投资系统期货行业新中标 31 家客户；全面风险管理中标 15 家客户 财富管理：自建 TA4.0 升级用户达到 14 家；理财销售系统新增用户近 40 家；呼叫中心系统基金行业先后中标了南方基金、嘉实基金、招商基金等；类信托行业整体方案、信托 TA 新增或替换光大信托、天津信托、汇添富资产等；承建上交所注册审核系统、中登 TA 中港基金互认、保险资产登记交易平台、新三板股权众筹登记系统，实施与推出了广发证券统一 TA 系统、浙商资产核心业务系统、恒天财富管理平台等 交易所业务：在南宁、重庆、贵州、银川、新华大庆等省级金融资产交易所实现系统上线运行；承建上海石油天然气交易中心核心业务系统；为中国人寿提供一账通等核心业务系统 海外业务：托管业务上线券商超过 10 家，云模式销售占海外合同总额 57% 以上；新入香港券商 9 家，其中 8 家选用恒生 2.0 产品模式
2016 年		经纪业务：华福证券、爱建证券选择恒生作为合作伙伴，升级替换原有异构券商系统，中港证券、华菁证券等新筹建券商选择恒生 UF2.0 作为核心经纪业务系统；新研发的业务集中运营平台在国海、东莞等上线，和华安等取得合作；期货行业经纪业务核心系统在国海良时、金瑞等上线。 资管业务：机构经纪投资系统新增中信、广发、招商等；估值系统基金行业新增客户十几家；风险管理产品新客户拓展至信托、保险行业，证券行业新增十几家升级客户 交易所业务：中标港交所前海大宗商品交易及清算项目；物权交易系统签订了 22 家文化产权交易所；签订 4 家省级碳排放权交易中心和 3 家省级商品登记结算中心；参与上海保交所保险资管产品登记交易平台、上海清算所外汇期权中央对手清算系统、北京金融资产交易所一号通项目、新三板优先股项目等国家级项目
	银监会《关于印发银行业金融机构与检察机关开展涉案账户资金网络查控技术规范的通知》	银行业务：票据新版本和 SAAS 版本与网商银行、金城银行等民营银行合作，银行票交所对接项目在民生银行落地；推出符合监管要求的司法查控类产品，率先在 15 家银行得到应用；和多家股份制银行和一线城商行落地合作了理财分销业务和金融互市业务
2017 年	投资者适当性管理、反洗钱 3 号令、集中备份	经纪业务：多家期货公司选择恒生核心系统替换原有系统 资管业务：PB 系统市场覆盖率超过 80%；估值产品打入银行业，中标汇丰银行、江南农商银行 财富管理：销售系统、数据中心及 TA 系统带来批量改造合同；替换了多家信托整体方案、公募整体方案以及三方销售客户
	清整联办“回头看”政策	交易所：推出了符合监管政策要求的软件系统升级产品和全新的一体化解决方案，签署了多家用户的升级合同；大宗商品领域推出了现货交易产品 V2.0 和大宗供应链综合系统 V1.0，与多家现货交易平台以及大宗农产品领域的垂直电商开展了合作；参与建设中债登新一代系统专家咨询项目、中农网综合电商平台、中国人寿一账通二期、广州中邮消费金融支付结算平台、中碳登一期等重点项目 银行业务：在全国十多家银行部署智能投顾；理财资管新版本全年新落地十几家客户
2018 年	大资管统一监管新规	经纪业务：UF3.0 中标招商证券；新研发产品机构柜台系统签约包括华泰、中信在内 17 家券商；集中业务运营平台 BOP 新增合作 14 家券商；期权衍生品类产品和国泰君安等券商合作；期货行业 NST 高频交易系统陆续与海通期货等用户取得合作 财富管理：协助商业银行及理财子公司建设结构性存款、净值型产品、产品转让、理财分销代销、信息披露、理财估值等系统与模块；基金外包、基金募集一体化、CRM、智能客服、AMC 核心业务系统项目均有新签客户 交易所：签署了中债登新一代核心系统等重大项目
	资管新规的落地和银行理财子公司的审批	银行业务：提供了理财子公司大资管的整体解决方案；交易银行产品落地了多家股份制银行等重点客户，推出的在线供应链系统在银行得到成功应用；基于中银协区块链平台，完成福费廷转让和信用证等系统的研发；完成近二十家银行票交所交易管理系统的上线工作；支持分布式和微服务的 GAPS5.0 平台，在多家银行落地应用

2019 年		经纪业务 ：核心系统集中交易中野村证券、在粤开证券替换友商系统，市占率提升至 50%；集中业务运营平台 BOP 在多家券商先后替换多个友商系统；新研发产品新一代极速交易和多家证券公司及头部期货公司取得合作
		财富管理 ：新研发产品理财销售 5.0 系统和浦银安盛、恒天财富、东证资管等取得合作；TA 登记过户系统在多个市场取得替换案例；BTA 系统在银行理财子公司中的市占率达到 90% 以上；商智神州的资产配置系统和中信、国泰君安、安信、兴业等券商取得合作
		银行与产业 IT ：供应链金融、企业资产池、平台金融等产品落地多家标杆银行；基于分布式和微服务架构的技术中台在股份制银行落地并全面应用；打造了互联网信贷中台和风控平台；针对产业客户的商品交易+供应链+仓储物流的解决方案，扩展了钢铁、能源、农业和物流等领域的多家企业集团客户
		数基业务 ：数据中台成功上线多家资管行业数据中心和统一资讯平台；内控合规产品新增申万宏源和华泰证券两家头部券商客户；金融基础设施承建了全国碳排放权交易平台项目、新进电力现货交易领域；监管科技签署中证信息发行审核监管信息系统
2020 年	公募投顾业务试点资格的逐步展开	经纪业务 ：抓住了新筹券商（大和、金圆统一、星展）和友商替换（九州）等机会；UF3.0 融资融券业务上线招商证券
		财富管理 ：新一代理财销售系统发布，新增替换 14 家客户；新一代 TA 系统新增替换 22 家客户；CRM 及呼叫中心新增替换 26 家客户；财富运营中台 We6 发布投顾运营系统，得到了易方达基金、国联证券等青睐；商智神州的资产配置及家族信托产品和中信银行、邮储银行、宁波银行等取得合作
		资管业务 ：新筹外资机构如贝莱德、富达、路博迈等选择了恒生新筹公募解决方案，施罗德选择了恒生新筹公募咨询服务
		机构服务 ：新一代托管估值系统成功与外资行合作
		数基业务 ：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
		银行与产业 IT ：业务中台落地了多家城商银行；供应链管理、企业财务管理、产融互联平台等产品在钢铁、能源、农业等重点企业集团落地
2021 年	新筹资管机构获批、北交所设立、债券互联互通、沪深交易所新债平台推出、险资参与证券出借、券商结算模式等一系列政策陆续出台	经纪业务 ：新一代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不断落地发展，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
		财富管理 ：全年新增投顾业务合作伙伴 50 家+，资产配置系统中标率约 85%，新一代营销服务平台“慧营”新增 11 家客户。新一代 TA 新签 40 家，理财销售系统新签 38 家，CRM 及呼叫中心新签 21 家，APP 和瑞信证券取得合作；新增兴业国际、昆仑信托、中铁信托等优质客户共建财富一体化方案，与建信信托、山东信托、中国银行等优质客户共建家族信托解决方案
		资管业务 ：O45 在基金行业实现首家客户正式上线；估值 6.0 在证券、银行、信托、基金获得多家合作客户，上线案例不断增加
		数基业务 ：一体化数据平台系统 HDP2021 年度新增金融行业客户 23 家；2021 年度承建的全国碳市场中碳登、全国碳交易系统正式上线运营，中标了全国温室气体自愿减排交易系统；拓展了地方金融数字化监管等业务
		银行与产业 IT ：发布企业金融 C9 产品品牌；现金管理和票据业务分别新增了几十家合作客户。

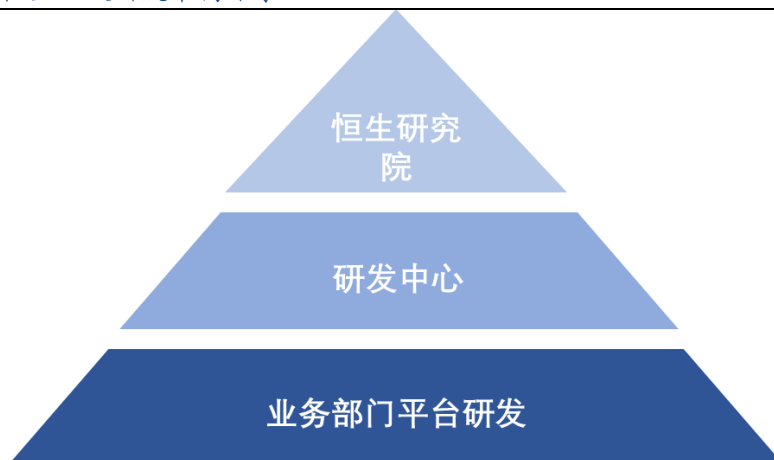
资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

2.2.2 根本原因：技术与品牌优势下的良性循环

1) 技术是恒生的核心竞争力，背后是其多年来在研发方面的持续耕耘。

① 构建起三级研发架构体系。2017 年，恒生已经初步建立和完善了由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级研发架构体系。恒生研究院于 2016 年正式成立，由行业高端专业人才组成，定位是恒生前沿技术的先驱，负责 Fintech 前沿技术和创新应用的研究，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等前沿技术领域。研发中心聚焦于技术平台和底层平台，其打造的 ARES Cloud 技术平台，满足金融领域全业务场景，为恒生的技术创新和研究奠定坚实的基础。各业务部门平台研发致力于打造金融行业大中台，为金融业务赋能。

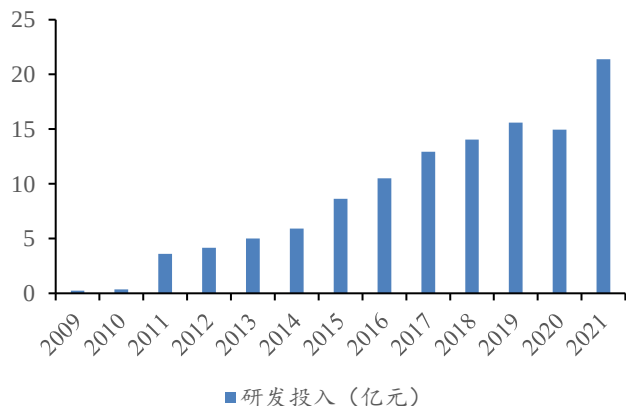
图表 14：恒生三级研发架构体系



资料来源：恒生电子，公司财报，太平洋证券研究院

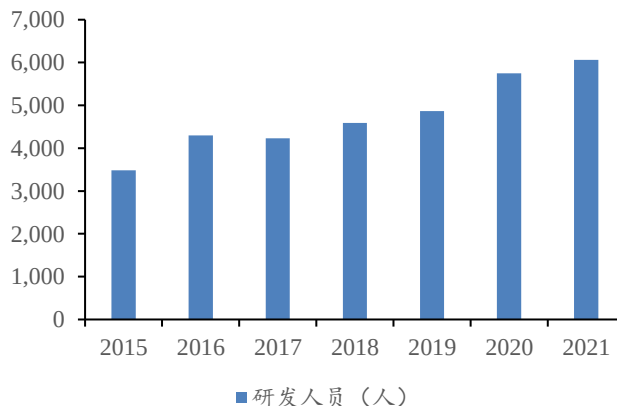
② 始终维持较大研发力度，技术型公司属性凸显。从研发投入看，恒生从2009年的2000多万增长至2021年的超过20亿，2021年其研发投入占收入比38.9%，远高于计算机板块平均（14.7%）；从研发人员看，恒生研发人员从2015年的3483人增长至2021年的6065人，2021年其研发人员占比45.6%，亦显著高于计算机板块平均（38.3%）；从员工结构看，2021年其技术人员占比高达65.1%，彰显技术型公司本色。

图表 15：公司研发投入经历了大幅增长



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

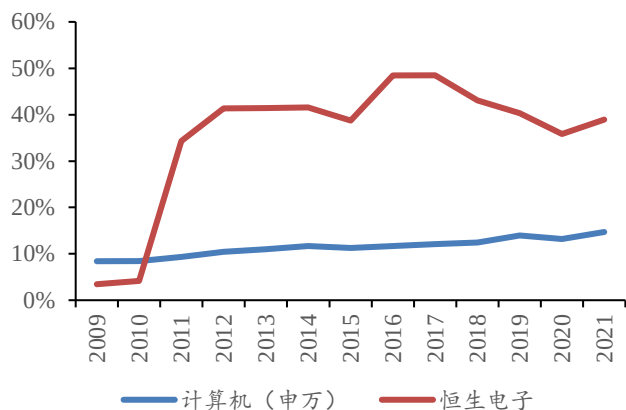
图表 16：公司研发人员数量经历了大幅增长



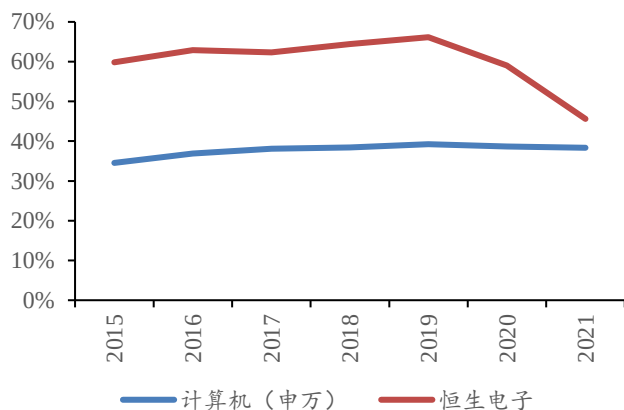
资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

图表 17：恒生研发投入占收入比远高于行业平均

图表 18：恒生员工中研发人员占比高于行业平均

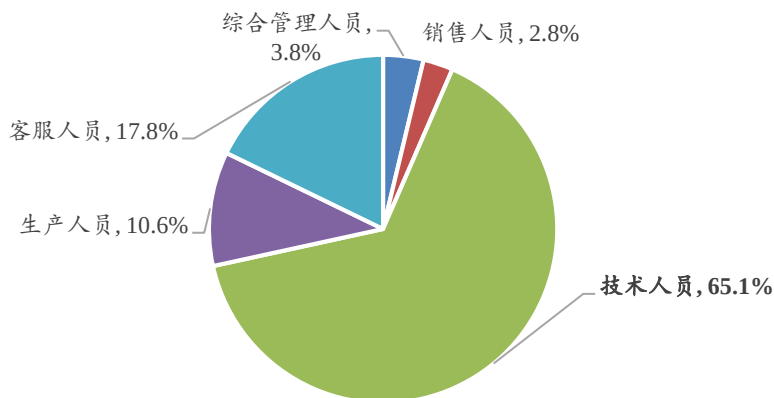


资料来源：iFinD，太平洋证券研究院



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

图表 19：恒生人员结构中技术人员占比过半（2021 年）



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

2) 金融创新背景下全面综合解决方案带来客户粘性，品牌效应下实现良性循环。

随着金融创新推进，金融机构业务丰富化、且不同金融机构之间业务出现交叉，恒生多年来内生外延，尤其是2009年开始，公司的发展模式逐步由单纯依靠内生式增长向“内生式增长与外延式增长并重”的模式转变，从而不断完善业务布局范围与产品线，为客户提供全面的金融财富管理解决方案，塑造其全牌照的优势，有助于其全面理解各项业

务，迅速响应客户需求，发挥综合比较与协同优势，构建全面的竞争壁垒，通过多年积累的品牌优势，提升产品的粘性与不可替代性，形成良性循环。

图表20：恒生通过对外的投资、并购、战略合作不断丰富业务布局

时间	投资/并购/战略合作对象	投资/并购原因/影响
2009 年	上海力铭	介入银行的电子票据市场以及 供应链融资业务
	上海聚源	增加了公司在“财富管理”产品线的宽度，增加了金融信息内容的提供
2013 年	数米基金	布局互联网金融
2016 年	证投	对投资业务的布局进行了优化和调整，以主营业务投资/并购为核心，通过创新业务子公司、金融科技生态圈投资、合作金融科技基金的方式构建了比较完善的公司投资布局
	云毅	
	云英	
	云永	
	云纪	
	云赢	
	善商	
2017 年	云连	被投资标的擅长智能投顾产品
	商智神州（北京）软件有限公司	
	symbiont	
	大智慧（香港）投资控股 有限公司	
	智股	被投资标的致力于区块链技术
	鲸腾	
2018 年	收购大智慧（香港）投资控股 有限公司剩余 41.75%股权	进一步扩大了在香港市场的占有率
	设立了星禄二期基金	分别开展面向个人 C 端的金融服务和金融公共基础服务、开放平台等业务
	海致星图	进一步优化和整合公司在香港的业务布局
	标贝科技	继续推进公司在金融科技生态 圈的投资布局，主要着眼于补充技术能力、补充产品线和 战略协同三个方面
	灵犀金服	为银行提供数据知识图谱解决方案，丰富了公司的产品线
2019 年	恒迈神州	补充了语音合成领域相关技术
	道客网络	为今后保险科技领域拓展打下基础
	零云科技	为境内债券发行市场提供电子簿记建档解决方案，有助于联结国内外券商和机构投资者，用技术支持 外资投资中国债券市场，配合中国债市对外开放，开拓国内新的市场增 长点
	百应科技	在容器云平台和多云管理解决方案领域进行相关布局
	江融信科技	双方合作拓展智能客服业务领域
2020 年	安正软件	进一步拓展公司在零售银行（信用卡核心系统）领域的布局
	金纳软件	与公司原有的数据中台业务进行整合，进一步加强在数据治理领域的布局
	保泰科技	和公司交易系统相结合，强化在算法交易领域的市场地位
	Finastra	切入保险科技领域
	道客网络	进一步开发适合国内金融机构、业务和技术架构更匹配的自有知识产权 的系统，与公司的 投资交易系统实现协同联动，形成投研一体化解决方案，强化公司在投资组合 和投资 交易整体解决方案上的领先优势
	标贝科技	加强在容器领域和智能语音技术领域的布局
2021 年	同创永益	加强在业务连续性管理领域的业务协同
	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	完善了公司在资金交易系统领域的布局
	N2N Connect	马来西亚领先的交易解决方案供应商，为公司在东南亚市场拓展进行业务布局

增资控股了丹渥智能

星辰天合

弘积科技

进一步补充了智能投研产品线

在细分市场领先的技术型创业公司

资料来源：公司财报，亿欧，太平洋证券研究院

3. 展望未来，恒生的成长空间来自哪里

对于一般商品的空间，我们通常采用公式：**市场空间=销售量*销售单价**。在金融IT领域我们认为这个公式的本质没有改变，当前存量市场中恒生毫无疑问已经处于领头羊的位置，在很难给出明确的量价的情况下，此处我们主要探讨未来潜在的增量空间来自于哪里，这也将是恒生未来成长性的重要依据。对于金融IT这一B端业务，我们将这个公式形式上稍加改变，**将IT产业的销售量类比于下游用户的业务体量，价格类似于下游企业将投入IT的程度**。对这两个维度进行拆分，我们认为这一行业的增量空间可从以下四个方面探讨。

图表 21：恒生未来增量空间的几个方向



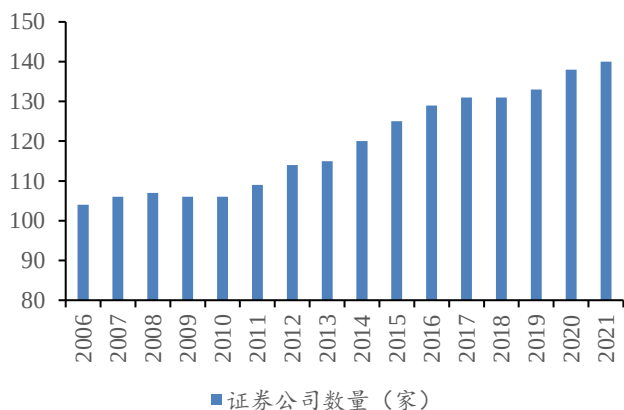
资料来源：太平洋证券研究院

3.1 实体经济发展向金融机构传导，带来 IT 需求增量

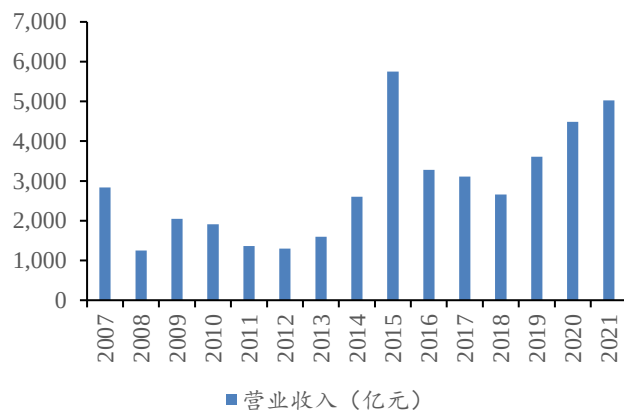
恒生的成长受益于证券、基金行业的不断壮大。券商、基金是公司主要客户群，近年来证券公司数量不断增长，尽管券商营收受到资本市场影响出现扰动，但总体上仍然有大幅的提升；基金行业中公募、私募基金数量及管理规模亦呈现快速增长态势。恒生一定程度上伴随着证券、基金行业的成长而成长。

图表 22：证券公司数量不断增加

图表 23：证券公司收入总体增长

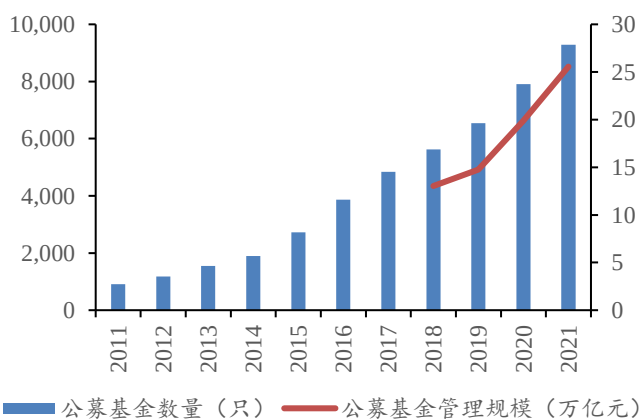


资料来源：中国证券业协会，iFinD，太平洋证券研究院



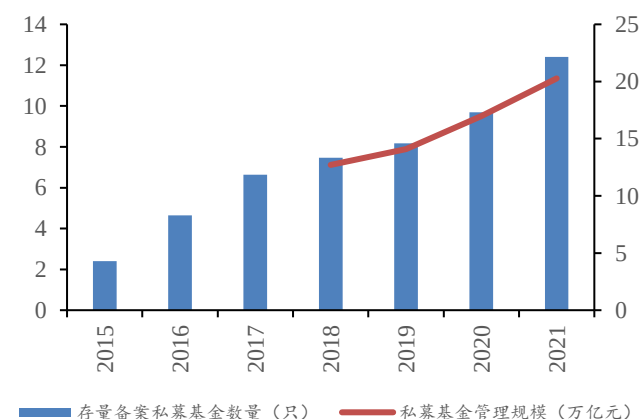
资料来源：中国证券业协会，iFinD，太平洋证券研究院

图表 24：公募基金数量及管理规模逐年增加



资料来源：中国证券投资基金业协会，iFinD，太平洋证券研究院

图表 25：私募基金数量及管理规模逐年增加



资料来源：中国证券投资基金业协会，iFinD，太平洋证券研究院

未来将持续受益于实体经济增长催生的金融机构的扩张。随着实体经济的不断发展，为其提供资本市场服务的金融机构数量及资产管理规模亦将不断增长，进一步新增对IT系统的需求，这其中衍生出的金融IT增量机会将是恒生得以持续成长的重要基础。

3.2 多层次资本市场改革持续在路上

为解决资本市场的诸多需求问题，我国多层次资本市场逐渐建设形成。上个世纪 80 年代，为迎合股票交易需求，股票交易柜台设立，为解决中小企业、民营企业等诸多现实需求，中小板、创业板、新三板等相继开设，2021 年北交所成立，至此我国形成了主板、科创板、创业板、新三板以及区域性股权交易中心为构成的多层次资本市场体系。

图表 26：我国多层次资本市场发展历程

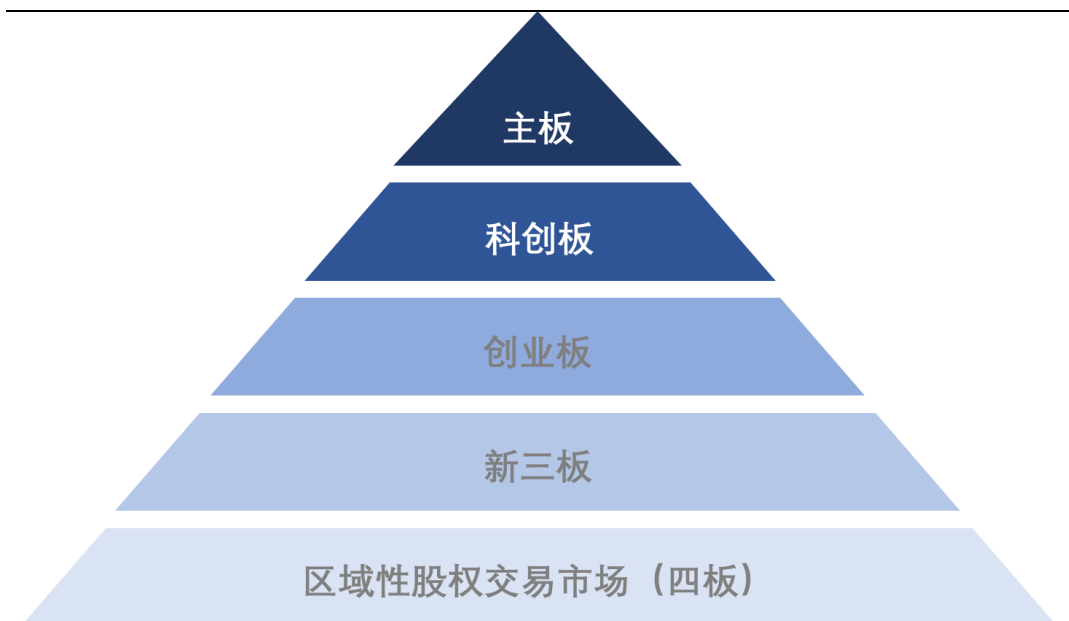
时间	事件	原因/目的/影响
20 世纪 80 年代	工商银行上海分行静安营业部开设了股票交易柜台	上海飞乐音响开创国内公开发行股票融资的先河，为迎合股票交易需求
1990 年	上海证券交易所成立	标志着我国资本市场正式形成
1991 年	深证证券交易所成立	
2003 年	国务院提出建立多层次资本市场体系	从战略角度确立了多层次资本市场方向
2004 年	深交所设立中小板	为解决中小民营企业融资问题
2009 年	深交所设立创业板	契合民营企业融资发展的现实需求；创业板发展为 PE/VC 机构提供了良好的渠道，带动了风投行业的发展
2012 年	新三板设立	
2019 年	科创板在上交所设立，并试点注册制	
2021 年	北交所成立	统筹新三板各层级协调发展，发挥带头作用，做活做强基础层与创新层，加强与沪深交易所、区域性股权市场的互联互通，加快完善中小企业全链条制度体系

资料来源：清华金融评论《他山之石：我国多层次资本市场制度演进与未来发展》，太平洋证券研究院

不同板块定位不同：

- 主板市场，定位于为成熟的大型企业提供融资与交易服务；
- 科创板面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业；
- 创业板定位于主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，更加强调推动传统产业的创新升级；
- 新三板以机构投资和高净值自然人为主体，服务创新型、创业型、成长型中小企业，后又划分为基础层与创新层，并设置“转板”制度。但新三板实施以来一直存在流动性不足的问题，为解决这一问题，随后又设置精选层，吸引了一些小而美的优质企业；
- 北交所建设的思路是平移精选层各项基础制度，上市公司由创新层公司产生，形成基础层、创新层与北交所层层递进的市场结构，同步试点注册制；
- 区域性股权交易中心，通常由省级人民政府监管，为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场。

图表 27：我国资本市场金字塔构成



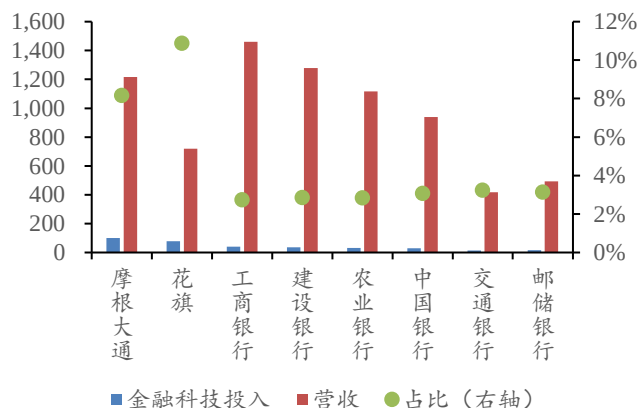
资料来源：海南省绿色金融研究院《我国多层次资本市场发展现状和问题》，太平洋证券研究院

我们认为多层次资本市场建设的本质是解决不同发展阶段资本市场中的现实问题，这将是一个持续改革的过程，而每一次改革对金融机构都意味着业务增量，对金融IT企业亦是如此。资本市场伴随着一个国家经济的不同发展阶段不断前行，经济社会的向前发展将产生源源不断的资本需求，我国多层次资本市场体系的初步建立不是终点而是这个过程中的一个重要里程碑。反观美国，其资本市场的多层级体现在场内与场外市场的分层，以及交易所不同板块的分层。场内市场由全国性交易所与区域性交易所构成；场外市场更为丰富，分为另类交易系统ATS、场外市场OTC、特殊OTC，对我国资本市场后续的方向有一定借鉴意义。随着多层次资本市场改革的持续推进，金融IT企业需要研发新的产品以支持新的业务场景，从而带来持续的业务增量。

3.3 和海外对比，我国金融机构 IT 投入仍有潜力

与国外金融机构比，国内金融机构科技投入仍有较大空间。以证券行业为例，2020年海外Top10投行平均IT投入金额为营业收入的6.6%，而国内10大头部券商IT投入仅为营业收入的3.3%；2021年全球商业银行摩根大通和花旗IT投入分别占8.2%、10.9%，国内六大行的IT投入占营收比重平均在3%左右。随着国内经济的发展，国内头部金融机构在营业收入上已经逐步靠近海外巨头，但是在IT投入上还存在很大差距。随着金融改革的不断深化及金融业对外开放程度不断扩大，国内金融机构要与国外金融机构同台竞技，必须不断加强金融科技投入。

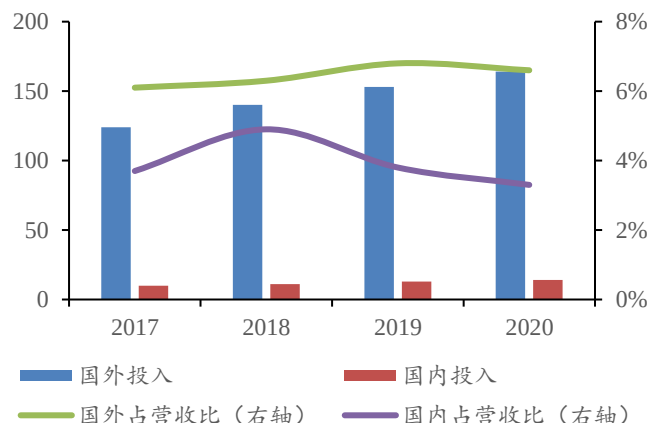
图表 28：2021 年全球商业银行 VS 国有行 IT 投入（亿美元）



资料来源：各公司财报，iFinD，太平洋证券研究院

注：汇率采用 2021 年度人民币美元平均汇率。国外商业银行 IT 支出采用非利息费用中的科技类费用。

图表 29：全球十大领先投行 VS 国内十大头部券商 IT 投入（亿美元）

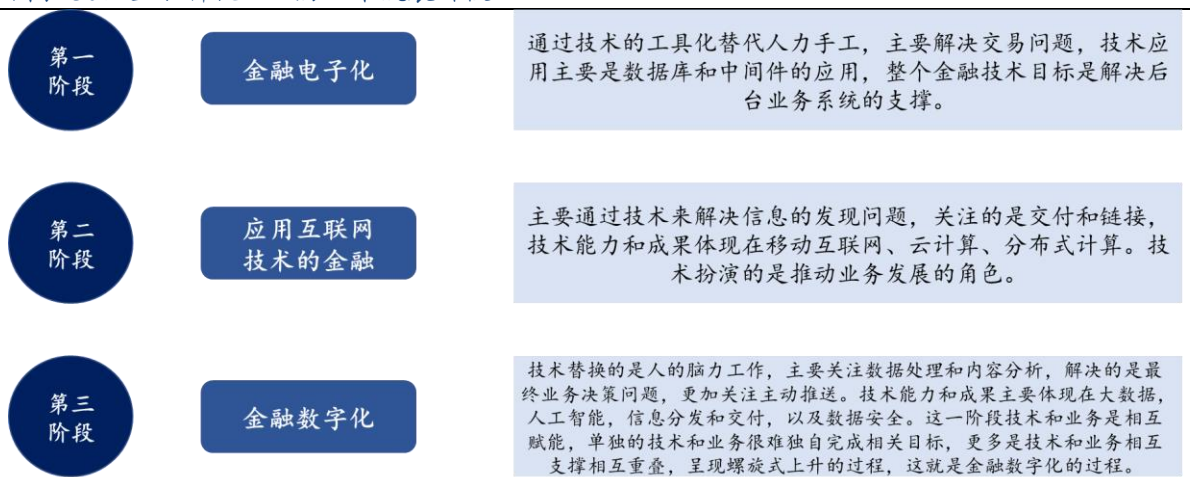


资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

3.4 金融科技纵深推进，金融数字化改革成为时代最强音

金融科技已经经历三个发展阶段，现已迈入数字化时代。2000-2010 是金融电子化的阶段，即通过技术的工具化替代人力手工，主要解决交易问题；第二个阶段是应用互联网技术的金融，主要通过技术来解决信息的发现问题，关注的是交付和链接；第三个阶段，是金融数字化的到来，技术替换的是人的脑力工作，主要关注数据处理和内容分析，解决的是最终业务决策问题，更加关注主动推送。

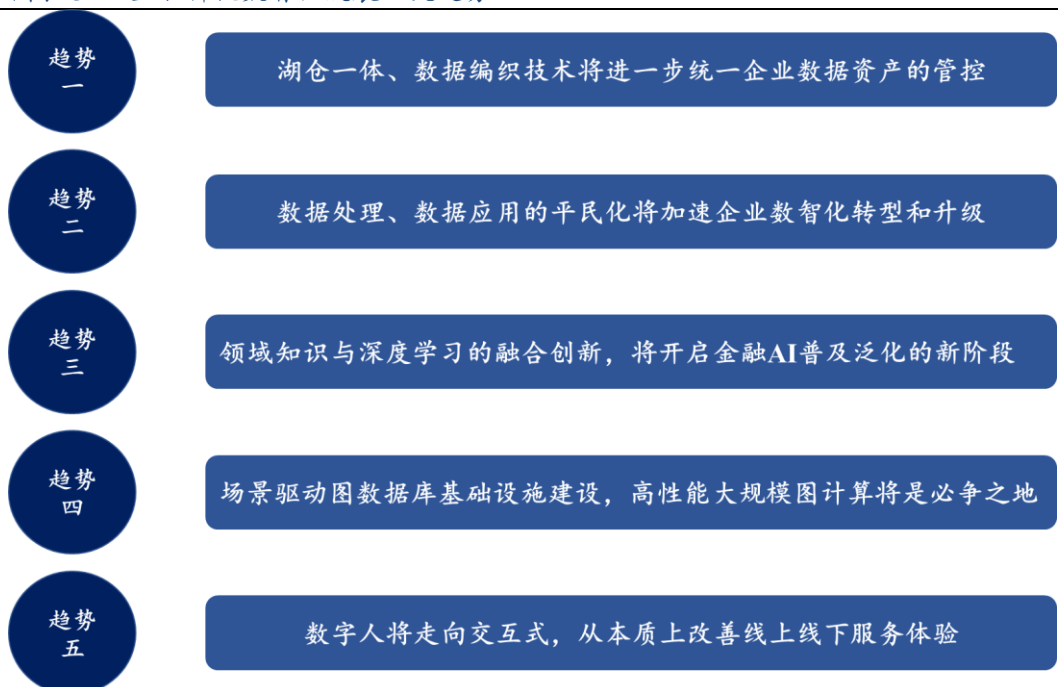
图表 30：金融科技已经历三个发展阶段



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

在过去几年里，大数据、人工智能、区块链、云计算、5G、VR、AR、边缘计算等金融科技在数字化转型过程中发挥了举足轻重的作用，催生了智能投顾、智能交易、智能客服、智能资讯、智能投研、数字员工等应用，推动传统业务提质增效，并向引领创新迈进。金融科技纵深推进，数智化作为未来十年改变行业格局的核心力量，正逐步融合到金融核心生产系统和主流业务流程中，推动数据资源向“数据资产化、数据业务化、智能场景化”转型。数智技术在资产管理、财富管理、机构服务、风险合规等金融核心领域均已有所渗透。随着数智化的推进，金融IT服务商仍大有可为。

图表 31：金融科技数智化发展五大趋势



资料来源：恒生《2023 金融科技趋势研究报告》，太平洋证券研究院

4. 海外映射：从 SS&C 看恒生的诸多可能性

我们认为，海外资本市场与软件行业起步比我国要早，其在发展路径上对我国相关公司有一定借鉴意义，在海外金融IT巨头身上，我们可以一定程度上洞见恒生未来的诸多可能性。

在对标海外巨头的选择上，我们参考IDC发布的2022年全球金融科技排名，前两名FIS与Fiserv以银行IT起家或更加专注于为银行提供IT服务，因此我们选取排名第三的SS&C。

SS&C Technologies是一家美国跨国金融科技公司，总部位于康涅狄格州温莎市，为金融业提供软件和软件服务。公司在北美、欧洲、亚洲和澳大利亚设有办事处。

4.1 新兴业务边界拓宽

恒生与SS&C都基本覆盖全部金融机构，SS&C更加丰富多元。二者基本实现本国金融机构解决方案全覆盖，此外SS&C还涉及医疗、物业管理等，我们认为这和不同国家金融体系的发展阶段与程度有关，随着我国金融体系的不断丰富，养老金金融等新兴事物的发展，恒生服务的新兴业务边界有望得到持续拓展。

图表 32：恒生与 SS&C 下游行业对比

恒生	证券	SS&C	另类投资
	期货		资产管理
	公募		银行
	信托		医疗
	保险		保险
	私募		租赁
	银行与产业		物业管理
	交易所		房地产投资信托基金
	新兴行业		退休服务
			财富管理

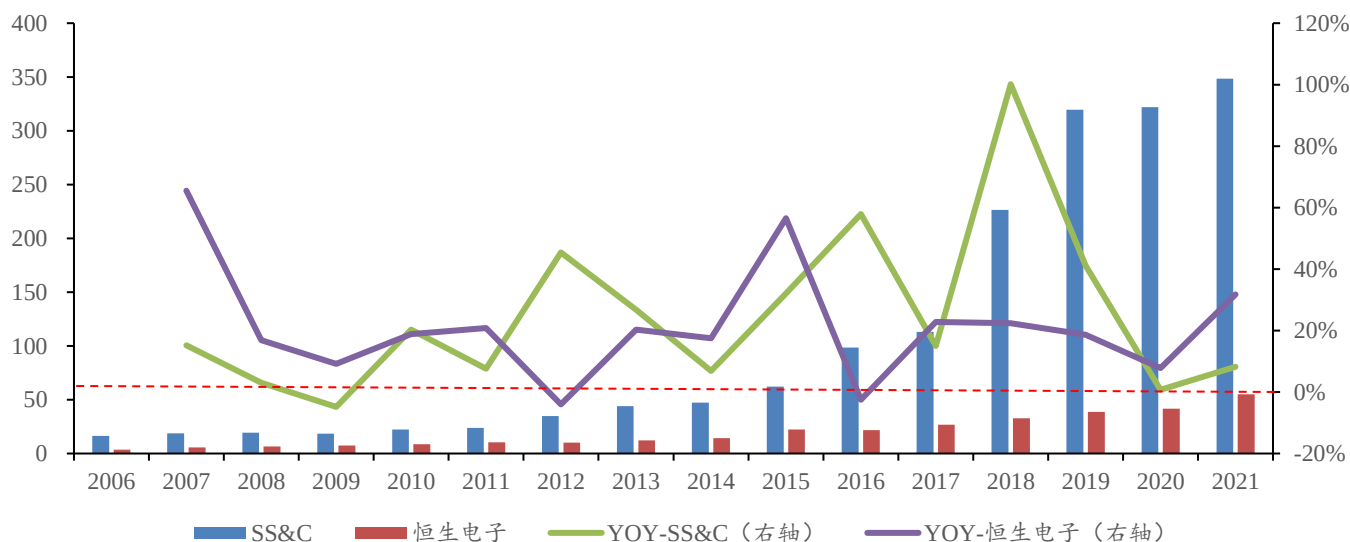
资料来源：公司财报，公司官网，太平洋证券研究院

4.2 成长的持续性

SS&C收入体量明显大于恒生，二者近十几年整体增长速度相当。2021年SS&C营

收约为348.44亿人民币，恒生为54.97亿人民币。2006-2021年SS&C营收年均复合增长率约为22.6%，恒生约为20.2%。

图表 33：SS&C 营收规模远大于恒生（亿元）

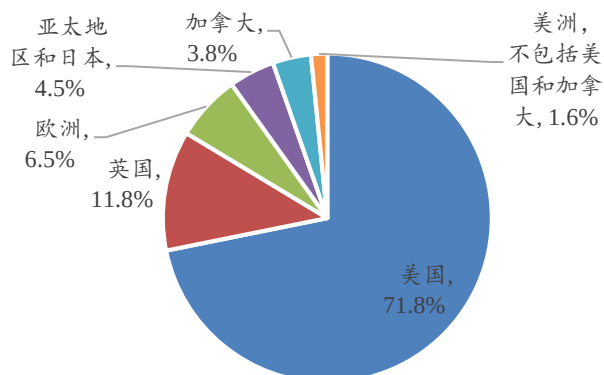


资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

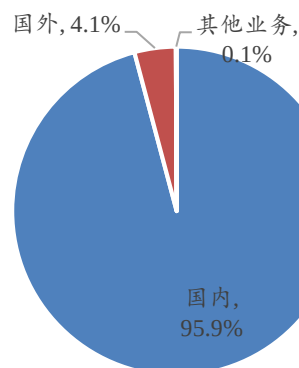
注：汇率按照每年人民币与美元平均汇率换算。

二者发展阶段与收入的地区分布不同，或可以验证恒生长期的持续性。SS&C成立于1986年，恒生成立于1995年，SS&C仍然能够保持与恒生基本相当的增速，甚至某些年份增速高于恒生，我们认为这足见金融IT这一赛道的长期成长属性；SS&C来自海外的收入占比近3成，恒生仅4%左右，一方面恒生近十几年来来自海外的收入有较大幅度的提升，另一方面随着恒生在FinTech100额度排名不断提升，国际影响力增强，其海外收入或成为公司未来一个增长点。

图表 34：SS&C 近 30%收入来自美国以外的地区（2021）



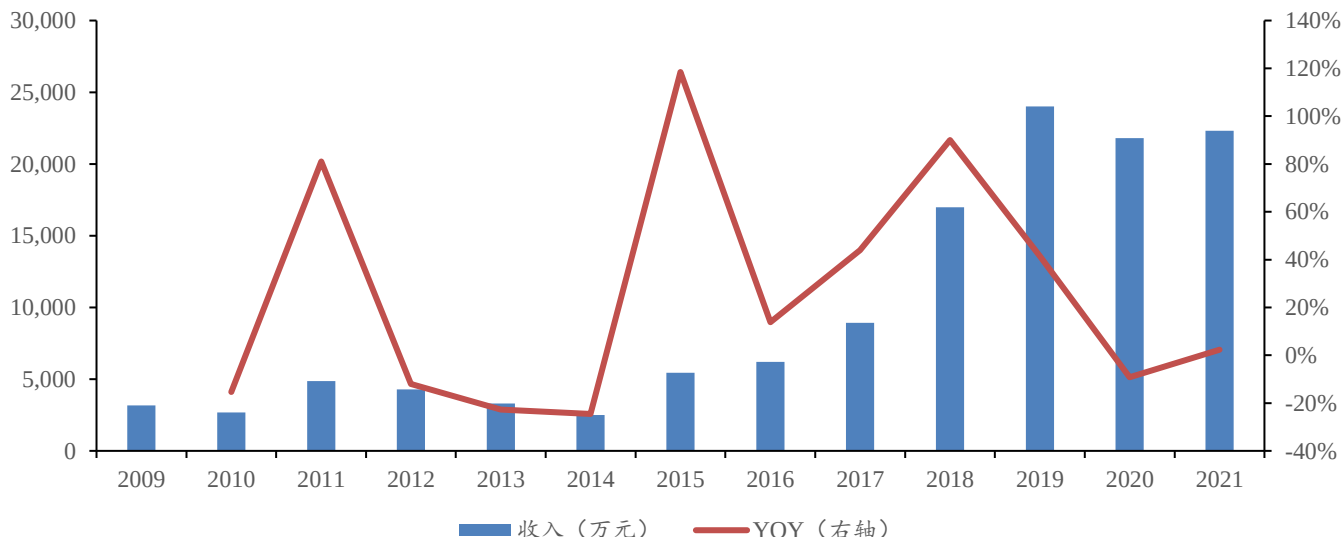
图表 35：恒生电子 95%以上收入来自国内（2021 年）



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

图表 36：恒生近年来来自海外的收入有大幅增长



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

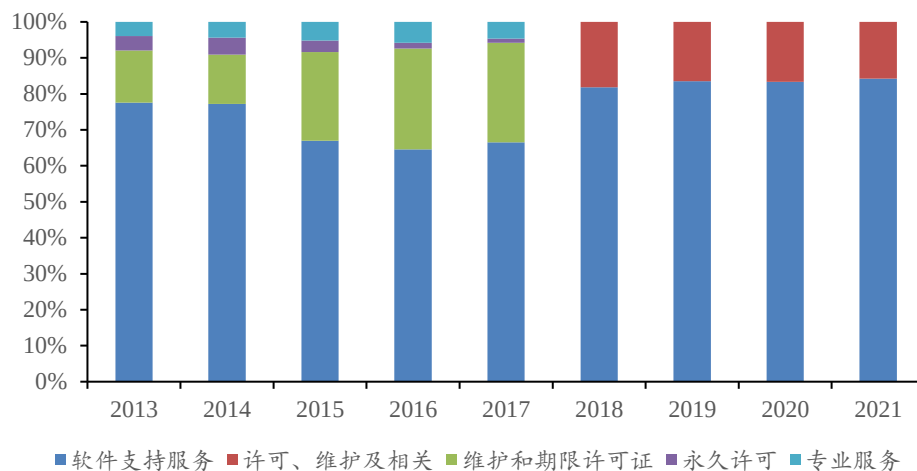
4.3 软件服务模式推广，低销售费率常态化

SS&C与恒生电子在软件销售模式上有所差别。

1) 近4年来SS&C收入中80%以上来自软件服务。软件服务模式即SaaS通过互联网浏览器或WebServices/Web2.0程序连接的形式为用户提供服务，从而具备了典型互联网技术特点；另一方面，由于SaaS极大的缩短了用户与SaaS提供商之间的时空距离，从而使得SaaS服务的营销、交付与传统软件相比有着很大的不同。

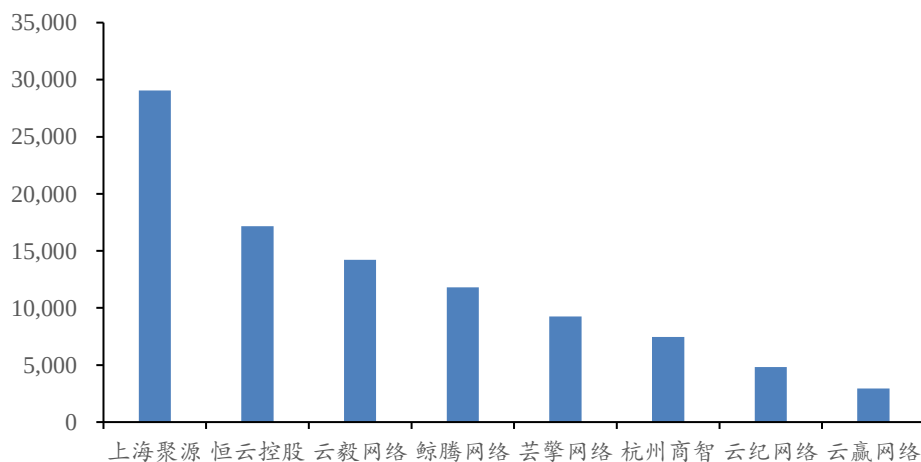
2) 恒生电子的业务模式包括1.0和2.0模式，逐步向3.0模式发展。1.0业务模式是指向金融客户销售传统的软件，收入的主要来源是软件产品的销售和适当的服务费；2.0业务模式是指利用云计算和互联网，向金融客户提供IT及托管服务等，收入的主要来源是IT管理服务费；3.0业务模式是利用IT平台技术，提供技术互联互通，为金融客户的金融业务提供协同服务，收入的主要来源是业务合作费的分成。相比之下恒生2.0业务起步较晚，从其创新业务子公司收入看，整体体量相对较小，还在快速增长阶段，收入仍以1.0业务为主。

图表 37：SS&C 收入模式以软件服务为主



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

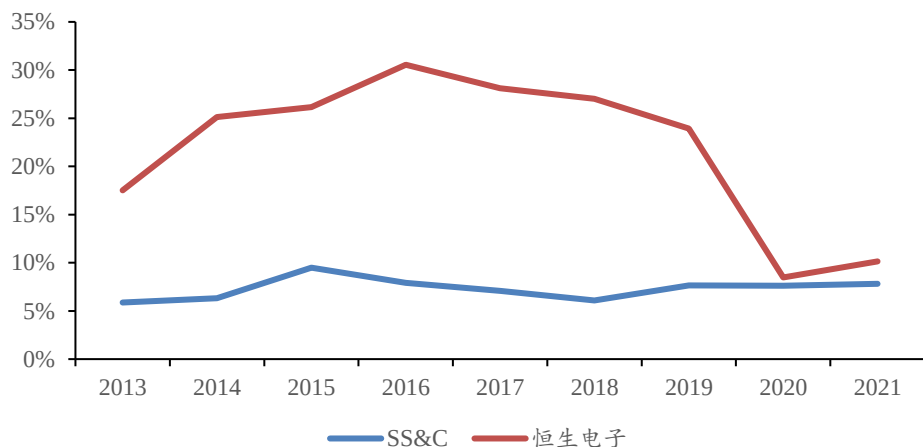
图表 38：恒生创新业务子公司 2021 年收入体量总体较小（万元）



资料来源：公司财报，太平洋证券研究院

软件销售模式的优越性造就了公司低销售费用，恒生2.0业务的快速发展也实现了追赶，有望保持低销售费率的优势。SaaS商业模式具备客户初始一次性投入少、强客户粘性（数据持续积累、转换成本高）的特点，因此获客与维持客户的成本低，这在财务上体现为低销售费用，2013年以来SS&C销售费用占收入比平均仅7.3%。2016年之后，伴随着恒生2.0业务逐渐增长，其销售费用率不断下降，2020年降至8.5%，显著缩小和SS&C的差距，当前创新业务仍处于快速发展阶段，低费用率的优势具备持续保持的条件与动力。

图表 39：恒生销售费用率高于 SS&C，但差距在不断缩小



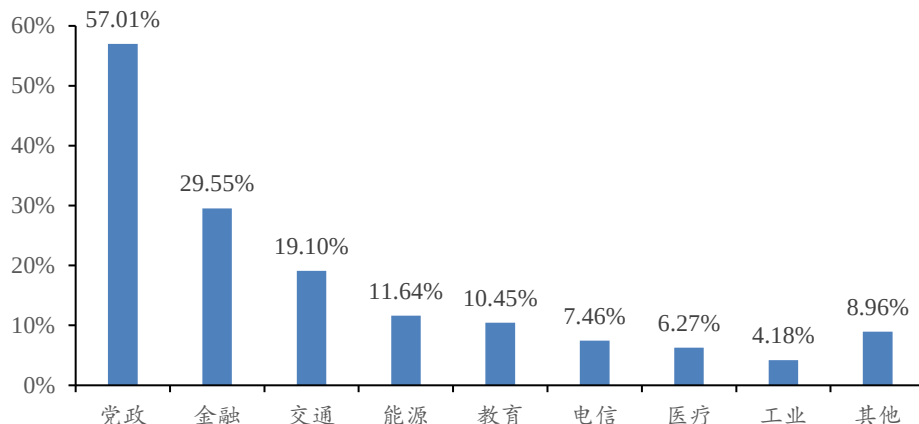
资料来源: iFinD, 公司财报, 太平洋证券研究院

5. 当下收入与成本费用剪刀差改善，有望迎来人效拐点

5.1 收入端：把握金融信创与行业政策红利

继党政之后，金融信创局面已打开。2021年金融信创步入元年，根据零壹智库、数字化讲习所对工信部及下属机构、地方经信委等职能部门公开的优秀信创案例情况测算，截至2021年12月底，信创落地应用进展最快的分别为党政领域和金融行业，落地实践率（注：指在公示的信创案例中，对应行业开展信创应用并有真实落地的案例占所有案例的比例）分别为57.01%、29.55%。金融信创成为行业信创中最为成熟的领域，重要性更加凸显。

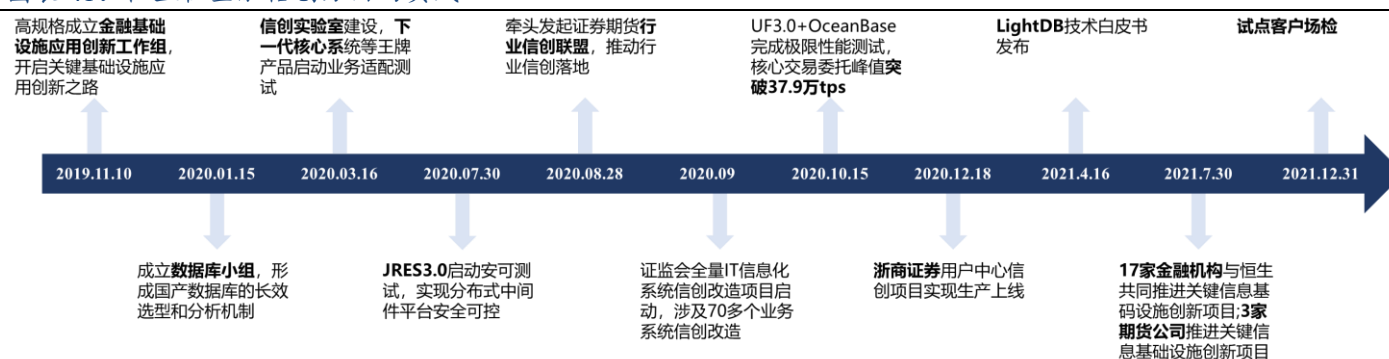
图表 40：各领域信创应用落地进展



资料来源：工信部及下属机构，地方经信委，数字化讲习所，零壹智库，太平洋证券研究院

恒生2019年便已布局，多层次助力金融信创。凭借自身二十余年的金融IT整体解决方案服务经验，恒生积极响应信创发展趋势，形成了集“咨询规划——架构设计——实施交付——售后运维”为体的金融信创整体解决方案，为证券、基金、期货等金融机构的信创建设提供全栈式服务。目前恒生旗下70多款产品已完成信创适配，未来随着信创的深入推进，公司信创产品有望带来业绩贡献。

图表 41：恒生在金融信创方面的实践



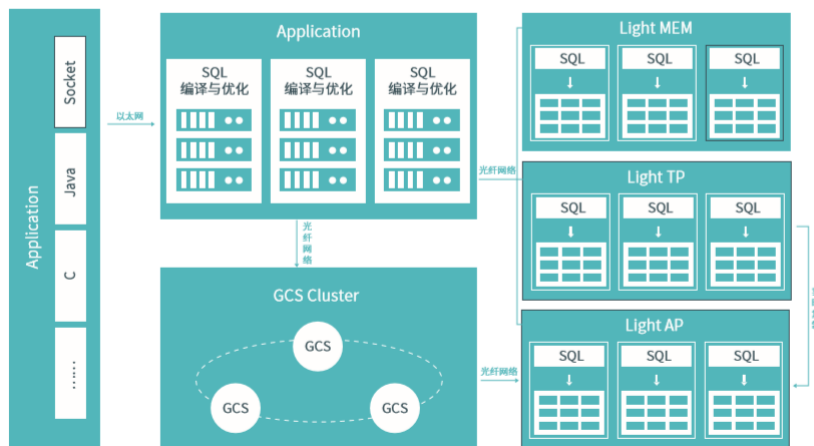
资料来源：恒生电子，太平洋证券研究院

信创大潮已起，生态融合发展，产业迭代加速，数据库作为信息社会的基础设施，迎来了发展的黄金时代。信创背景之下，信创数据库迎来了前所未有的发展时机，应用场景从互联网、政务到深入触达金融行业，金融机构内部各系统数据库迁移路径也从外围系统试水，推进到了核心业务系统的替换，适配改造工作逐步进入深水区。

支持金融信创业务场景的LightDB受益于当下时代背景。2021年发布恒生数据库产品LightDB企业版，同时完成信创软硬件平台测试及认证，联合恒生新一代TA打造信创样板并在东吴证券首家上线。Light-DB 是恒生自主设计、研发的开源分布式关系型数

数据库，是一款同时支持在线事务处理与在线分析处理（Hybrid Transactional and Analytical Processing, HTAP）的融合型分布式数据库产品，具备水平扩容或者缩容、金融级高可用、实时HTAP、云原生的分布式数据库、兼容MySQL8.0协议和MySQL生态等重要特性。适用于高可用、强一致要求较高、数据规模较大等应用场景。

图表 42: Light-DB 功能全景图



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

Light-DB产品高价值，叠加恒生在上层应用领域的绝对优势带来适配的便利，有望在信创推动下充分受益：

- **金融场景优化：**在保证高并发的同时，为金融场景进行优化，以满足金融行业对快（低延时）和安全性的特殊要求；
- **分布式架构：**分布式架构的灵活扩展能力，为金融业务增长提供了弹性的容量与性能支持。
- **现代硬件融合：**充分利用现代硬件的优势，以实现低延时和高吞吐量，达到和本地存储相同的性能。
- **SQL高兼容：**兼容ANSISQL主流版本语法及特性，应用无需修改或者只需修改少量代码即可从Oracle迁移到Light-DB。
- **HTAP架构：**提供行式存储引擎、列式存储引擎及内存存储引擎，不同的应用可以选择任何时候运行一个或多个引擎，满足用户在一个数据库中同时解决OLTP和OLAP问题。
- **智能数据库优化：**提供TopSQL分析、等待事件分析、SQL调优、索引创建建议，实例和共享内存优化建议，数据库统计信息收集建议，全面覆盖数据库优化的各个维度。

- **生态开放**：提供丰富的周边工具、云管理台，提供Redo日志解析接口，提供到MQ、Redis、ES的同步适配器。用户还可通过插件机制扩展LightDB核心，如SQL重写、自定义审计，同步到Redis等。

政策东风频吹，证券IT尽享行业红利。2023年1月，中证协向券商下发了《网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》征求意见稿，鼓励有条件的券商未来三年信息科技平均投入金额不少于平均净利润的8%或平均营业收入的6%，有条件的券商积极推进新一代核心系统的建设，开展核心系统技术架构的转型升级工作。2023年2月1日，全面实行股票发行注册制改革正式启动，带来对证券IT的增量需求。公司尽享证券IT行业红利，有望迎来收入高增。

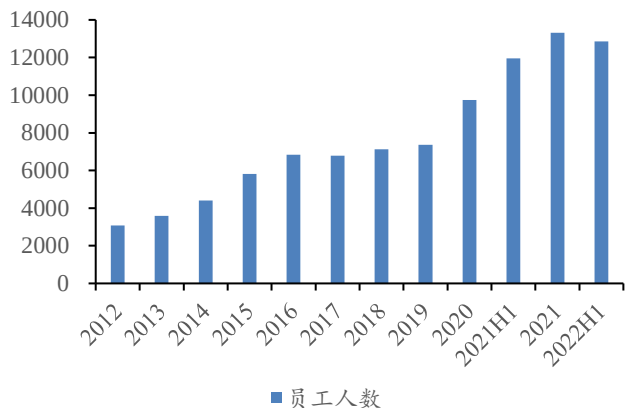
5.2 费用端：2022Q3 控费已见改善

经历员工人数与成本费用的高增，22Q3迎来显著拐点。近两年产品升级需要（如2020年推出O45与UF3.0），衔接的这个阶段需要大量人来调试，人员数量与各项成本费用高增，随着产品的不断替换、规模推广，成本就会逐渐下降，在22Q3各项指标已经释放出积极信号：

- (1) **从现金流看**，Q3为职工支付的现金增速降至11.7%，且2022年首次出现经营活动净现金流为正，单季度净现金流同比多增近3亿元。
- (2) **从成本费用看**，Q3各项成本费用增幅均明显下降，其中销售费用同比减少12.2%。
- (3) **从利润端看**，三季度实现扣非后的归母净利润2.2亿元，同比转正，环比亦实现大幅增长。

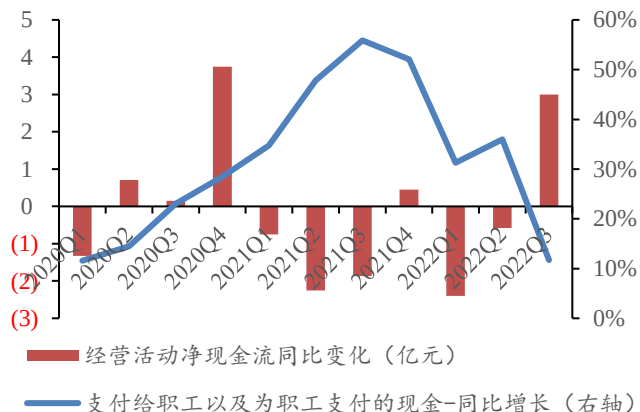
图表 43：2020 年以来公司人数经历了大幅增长

图表 44：2022Q3 薪酬支付增速下降，净现金流同比大幅高增



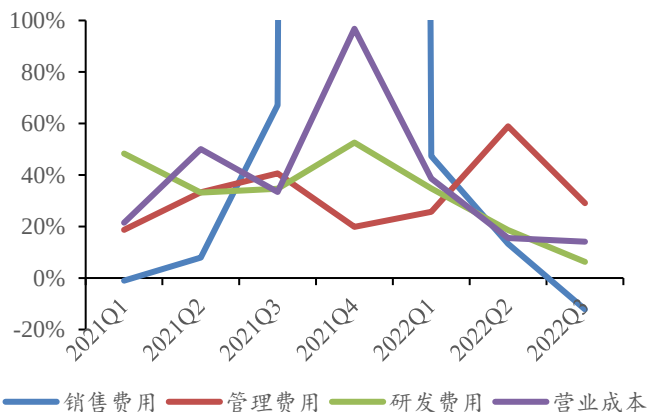
资料来源: iFinD, 公司财报, 太平洋证券研究院

注: 2021 与 2022 年半年度人数以公告的研发人员人数及其占比倒算得出。



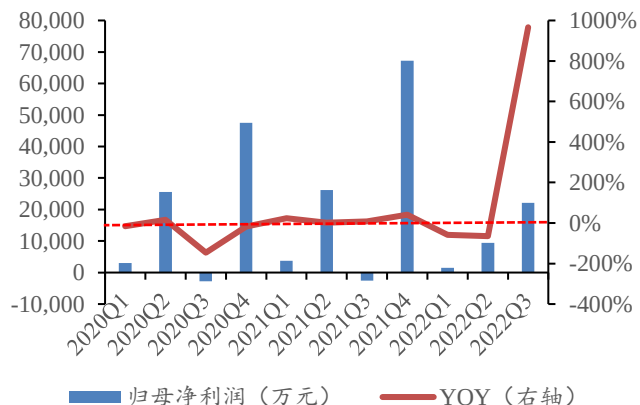
资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

图表 45: 2022Q3 成本费用增速全面下降, 销售费用同比下降



资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

图表 46: 2022Q3 归母净利润大幅增长

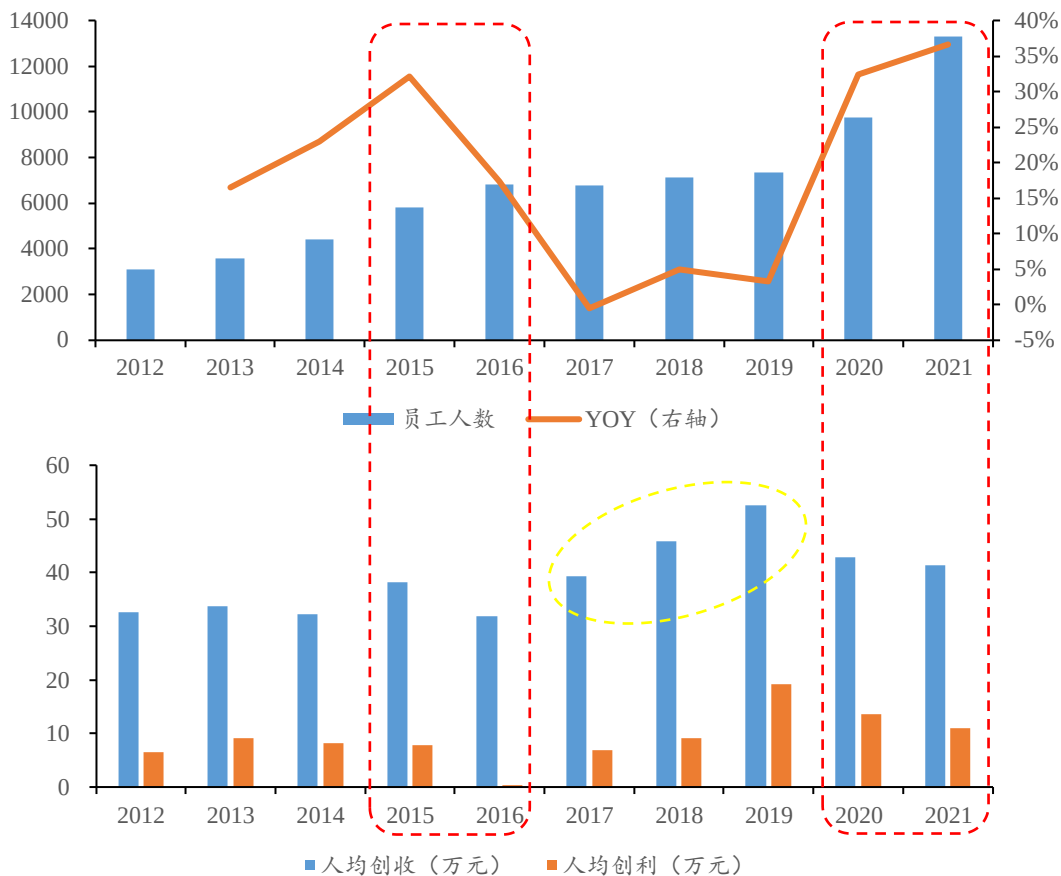


资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

5.3 人效或迎来拐点

人工成本是软件公司的主要成本，而持续的投入是公司创新以及新一轮增长的重要基础，这些投入产生的技术不会丢失，投入期过后换来的便是人效的提升。2015-2016 年公司人员快速增长后，人效经历了短暂的下降，而之后连续三年实现了人均创收与人均创利的提升，这符合新产品从投入到产出再到大规模普及后产生规模效应的周期规律，也验证了恒生将投入转化为产出的能力。以此类推2020-2021年的情况，叠加2022Q3 已然出现的明确费用与利润拐点，新一轮的人效提升周期或将开启。

图表 47: 恒生历史上员工人数增长与人均创收、人均创利情况



资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

随着信创基础设施的上线，信创云建设将助力金融机构完成云原生和低延时的转型，同样将助力人效的提升。

- (1) **信创云建设的必要性。**目前，信创产业也在尝试通过云进行整体赋能，作为底层软硬件基础设施的关键技术，云计算将更多地与信创的建设相融合。同时由于金融领域的特殊性，对于交易及数据延迟有着极高的敏感度，低延时的软硬件技术就显得尤为关键。通过云计算，可以有效解决低延时软硬件设施的统一管理和运行等问题，这也正是云计算能发挥其优势的地方。因此，金融领域信创背景下，结合低延时技术的云平台信创替换将是未来信创的关键基础能力，信创云建设将助力金融机构完成云原生和低延时的转型。
- (2) **随着信创云建设推进，以UF3.0、O45等核心产品为代表的全新分布式架构转型有望快速落地，从而助推人效提升。**新一代分布式架构产品对恒生而

言，从SOA松耦合结构进一步向微服务拆分能够使开发效率更高，沟通成本更低，响应速度更快，针对客户需求的开发迭代周期可从月缩减至天甚至小时，从而实现成本的节约和效率的提升，进而提升公司人效。

6. 投资建议

恒生电子是金融IT领域当之无愧的龙头企业，二十多年的发展凭借技术与产品实力、广泛的客户积累在业内建立起深厚的护城河，未来在多层次资本市场改革、金融数字化改革和全面注册制启动的时代背景下仍将潜力十足。对标海外巨头SS&C，更是验证了其成长的可持续性。当下金融信创的推动、公司积极控费成效初现，人效有望迎来改善拐点。预计公司2022-2024年EPS分别为0.57/0.91/1.17元，维持“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 金融行业监管趋于严格；
- 2) 新产品落地推广不及预期；
- 3) 金融信创进展不及预期；
- 4) 行业竞争加剧。

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1727.70	3335.25	6076.62	9460.86
应收票据及账款	797.22	738.29	933.66	1163.45
预付账款	11.86	15.09	19.09	23.79
其他应收款	30.71	40.95	51.78	64.53
存货	466.99	559.16	665.39	801.21
其他流动资产	2000.20	2122.36	2156.98	2197.70
流动资产总计	5034.68	6811.10	9903.52	13711.53
长期股权投资	1110.95	1000.93	890.92	780.90
固定资产	1711.54	1470.72	1224.82	973.84
在建工程	26.36	21.96	17.57	13.18
无形资产	376.46	355.38	367.64	363.23
长期待摊费用	1.26	25.63	25.00	25.00
其他非流动资产	3818.67	3851.73	3834.79	3817.84
非流动资产合计	7045.23	6726.35	6360.73	5974.00
资产总计	12079.91	13537.45	16264.25	19685.53
短期借款	178.03	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	503.76	517.35	492.52	593.05
其他流动负债	4807.32	5506.34	6743.96	8103.27
流动负债合计	5489.11	6023.69	7236.47	8696.32
长期借款	251.75	178.55	104.36	33.33
其他非流动负债	123.73	123.73	123.73	123.73
非流动负债合计	375.48	302.28	228.09	157.06
负债合计	5864.59	6325.97	7464.56	8853.38
股本	1461.56	1461.56	1461.56	1461.56
资本公积	272.73	272.73	272.73	272.73
留存收益	3960.74	4939.25	6499.33	8495.79
归属母公司权益	5695.03	6673.54	8233.62	10230.08
少数股东权益	520.29	537.94	566.07	602.07
股东权益合计	6215.32	7211.48	8799.69	10832.15
负债和股东权益合计	12079.91	13537.45	16264.25	19685.53

现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	1490.13	706.72	878.60	1321.76
折旧与摊销	102.16	386.86	433.61	454.72
财务费用	-0.91	5.45	-9.61	-23.85
投资损失	-275.84	-445.13	-445.13	-445.13
营运资金变动	-62.49	543.74	861.73	1036.07
其他经营现金流	-308.90	691.53	691.53	691.53
经营性现金净流量	944.16	1889.17	2410.73	3035.09

利润表	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5496.58	6502.82	8223.59	10247.58
营业成本	1484.60	1888.34	2247.10	2705.80
税金及附加	60.39	55.27	82.24	102.48
销售费用	557.93	572.25	740.12	922.28
管理费用	681.45	799.85	1027.95	1229.71
研发费用	2139.30	2436.01	3190.75	3924.82
财务费用	-0.91	5.45	-9.61	-23.85
资产减值损失	-11.86	-13.01	-16.45	-20.50
信用减值损失	-30.96	-19.51	-41.12	-30.74
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	275.84	445.13	445.13	445.13
公允价值变动损益	414.40	-290.00	200.00	250.00
资产处置收益	-0.55	0.07	0.07	0.07
其他收益	289.88	248.08	248.08	248.08
营业利润	1510.55	1116.42	1780.76	2278.39
营业外收入	2.49	2.29	2.29	2.29
营业外支出	3.32	3.97	3.97	3.97
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1509.72	1114.74	1779.08	2276.71
所得税	19.59	10.03	17.79	22.77
净利润	1490.13	1104.71	1761.28	2253.94
少数股东损益	26.59	17.65	28.13	36.00
归属母公司股东净利润	1463.54	1087.06	1733.15	2217.94
EBITDA	1610.98	1507.05	2203.07	2707.57
NOPLAT	1081.57	1401.72	1555.37	1984.42
EPS(元)	0.77	0.57	0.91	1.17

主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收增长率	31.73%	18.31%	26.46%	24.61%
营业利润增长率	4.82%	-26.09%	59.51%	27.94%
EBIT 增长率	5.45%	-25.76%	57.96%	27.32%
EBITDA 增长率	7.17%	-6.45%	46.18%	22.90%
归母净利润增长率	10.73%	-25.72%	59.43%	27.97%
经营现金流增长率	-32.46%	100.09%	27.61%	25.90%
盈利能力				
毛利率	72.99%	70.96%	72.67%	73.60%
净利率	27.11%	16.99%	21.42%	21.99%
营业利润率	27.48%	17.17%	21.65%	22.23%

资本支出	671.41	750.00	700.00	650.00	ROE	25.70%	16.29%	21.05%	21.68%
长期投资	169.09	150.00	150.00	150.00	ROA	12.12%	8.03%	10.66%	11.27%
投资性现金净流量	-423.43	83.60	568.30	617.80	估值倍数				
短期借款	131.31	-178.03	0.00	0.00	P/E	62.03	83.51	52.38	40.93
长期借款	45.66	-73.20	-74.19	-71.02	P/S	16.52	13.96	11.04	8.86
普通股增加	417.47	0.00	0.00	0.00	P/B	15.94	13.60	11.03	8.87
资本公积增加	-272.66	0.00	0.00	0.00	股息率	0.16%	0.12%	0.19%	0.24%
其他筹资现金流	-495.87	-114.00	-163.46	-197.63	EV/EBIT	56.71	74.79	45.87	34.60
筹资性现金净流量	-174.08	-365.23	-237.66	-268.66	EV/EBITDA	53.12	55.59	36.84	28.79
现金流量净额	340.78	1607.54	2741.37	3384.23	EV/NOPLAT	79.12	59.77	52.18	39.28

资料来源：iFinD，太平洋证券
注：单位为百万元。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。