



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 01 月 12 日

基础数据

01 月 10 日收盘价（元）	24.90
总市值（亿元）	471.64
总股本（亿股）	18.94

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

- 【兴证计算机】恒生电子：收入保持稳健，大模型和信创持续推进-2024.09.16
- 【兴证计算机】恒生电子：收入平稳增长，主业经营利润良好-2024.05.14
- 【兴证计算机】恒生电子：业绩稳健增长，AI 与信创值得期待-2024.04.09

分析师：孙乾

S0190518110001
sunqian@xyzq.com.cn

分析师：杨海盟

S0190523070001
yanghaimeng@xyzq.com.cn

恒生电子(600570.SH)

金融科技龙头迈入新时代

投资要点：

- **金融科技龙头，业绩行稳致远。**公司深耕金融科技赛道近三十年，多年位列 IDC 金融科技排行榜亚洲第一，其核心业务系统在券商、基金等客户占据领先份额。上市以来公司业绩长期稳定增长，2003-2023 年，公司收入复合增速 19.25%，归母净利润复合增速 20.14%。公司产品化程度高，盈利能力优秀，2021 至 2023 年公司软件产品销售业务收入占比分别为 98.39%/97.84%/99.86%；实现毛利率分别为 72.99%/73.56%/74.84%，ROE 分别为 28.56%/17.45%/19.19%。
- **证券 IT 高市占率，持续迭代信创产品。**公司在券商核心交易系统市占率约 50%，行业新的趋势为券商整合和产品信创化。券商合并方面，公司在中大型券商客群中具有优势。梳理存在并购预期的券商并购事项共 7 例，其中，主导合并或规模体量更大的券商中以公司为核心系统供应商的占比 71%，合并浪潮下，公司份额有望进一步提升。信创方面，UF3.0 全面适配信创，UF3.0 融资融券业务已在国联和东方证券上线，内存交易系统在方正证券上线，公司积极推进新一代核心产品信创版本全面上线，抢抓市场机遇。
- **资管 IT 龙头稳固，AI 引领技术变革。**公司在基金投资管理系统市占率领先且客户粘性较强，O32 服务机构投资者近 9 成的资产。2020 年 9 月，公司正式发布 O45。O45 全面适配信创，已实现全行业覆盖，与 100 多家资管机构达成合作。投资管理系统竞品较少，业务洞察构成护城河，公司优势预期维持。公司 2023 年 6 月发布了 LightGPT，卡位金融垂类大模型产品。公司在数据、模型、人才、算力等方面具备优势，依托自研 AI 大模型，B 端重点打造智能投研产品 WarrenQ、光子、以及大模型底座 LightGPT。
- **盈利预测和投资建议：**我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 14.43/16.39/19.30 亿元，同比增长 1.3%/13.6%/17.7%。对应 2025 年 1 月 10 日收盘价的 PE 分别为 32.7/28.8/24.4 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**资本市场波动；大模型产品落地节奏不及预期；下游开支下滑。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7281	7330	8119	9214
同比增长	12.0%	0.7%	10.8%	13.5%
归母净利润（百万元）	1424	1443	1639	1930
同比增长	30.5%	1.3%	13.6%	17.7%
毛利率	74.8%	68.9%	70.3%	70.9%
ROE	17.7%	15.8%	15.7%	16.1%
每股收益（元）	0.75	0.76	0.87	1.02
市盈率	33.1	32.7	28.8	24.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 金融科技行业龙头，业绩长期行稳致远	3
二、 证券 IT 行业高市占率，持续迭代信创产品	9
三、 资管 IT 龙头地位稳固，AI 引领技术变革	16
四、 盈利预测与投资建议	23
五、 风险提示	26

图目录

图 1、 公司发展大事记	4
图 2、 公司持股比例图（截至 2024 年三季度末）	6
图 3、 公司营业收入及增速	7
图 4、 公司归母净利润及增速	7
图 5、 公司收入结构	8
图 6、 公司整体和各业务毛利率	8
图 7、 公司费用率	8
图 8、 公司研发投入	8
图 9、 公司员工数量	9
图 10、 公司人效	9
图 11、 证券交易系统跃迁三阶段	10
图 12、 收入前 30 券商核心交易系统选型情况	10
图 13、 基于 IBOR 的交易数据生产/加工/消费/存储模型	17
图 14、 032 系统逻辑结构	18
图 15、 恒生电子 045 架构	19
图 16、 WarrenQ2.0 展示	22

表目录

表 1、 恒生电子产品	5
表 2、 公司主要管理层概况	6
表 3、 潜在并购券商梳理	11
表 4、 恒生电子和主要竞品公司核心交易系统产品对比	14
表 5、 资管 IT 产品对比	19
表 6、 公司和部分金融垂直大模型对比	21
表 7、 光子产品介绍	22
表 8、 证券行业 IT 支出	24
表 9、 公司假设	25
表 10、 可比金融科技公司 P/E 估值表（截至 2025 年 1 月 10 日）	26

一、金融科技行业龙头，业绩长期行稳致远

● 1.1、深耕行业近三十载，造就行业龙头

金融科技龙头，业务布局广、市占率高。公司的前身为杭州恒生软件有限公司，成立于 1997 年 10 月，2000 年 12 月公司正式更名为恒生电子股份有限公司，是国内证券、基金、银行等行业应用软件开发服务商。2003 年公司上市，在国内证券、基金等行业应用软件开发领域占据龙头地位，细分产品市占率均名列前茅。公司 1997 年推出了中国最早一批的证券柜台交易系统 BTRV5.0 和 windows 版本 97Sybas，同时针对柜台下单、现金交易等弊端开发了银证转账、网上交易系统。此后针对基金行业的需求，重新开发了基金交易系统软件，占据了资管领域主要的市场份额。公司通过并购、参股、合作等方式实现外延式发展，参股了赢时胜、大智慧（香港），收购上海聚源数据服务有限公司、Finastra 公司 Summit 和 Fusion 业务，不断拓展业务领域。二十多年来，恒生电子坚持深耕金融 IT 行业，不断推出新产品，持续巩固公司的龙头地位，2024 年公司在 IDC Fintech100 的榜单排名第 22 位，位列亚洲第一。

公司的发展主要经历了三个阶段：

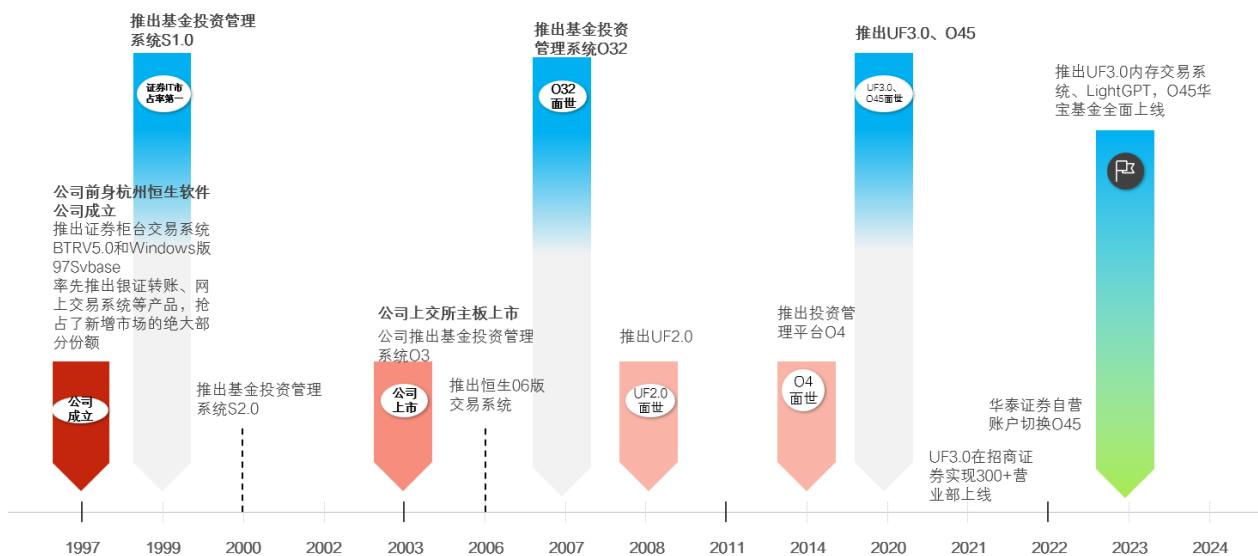
业务探索阶段，集成项目及硬件占比过半（1997-2007 年）：本阶段为公司伴随我国金融市场发展探索实践的早期阶段，公司硬件和集成业务收入占比较高（2000 年-2007 年硬件和集成业务占比平均 55%），毛利率平均 43.53%。公司的早期客户包括南方证券、海通证券、大鹏证券、华夏证券等国内知名证券公司以及早期的 14 家基金公司，这些大公司的技术与服务的需求反映了行业发展趋势，推动了公司技术水平的提升。

产品化率提升，财务指标优化（2008-2013 年）：公司战略上聚焦金融 IT 标准化软件，从项目制向产品化演进，客户从证券期货向资管机构扩张，商业模式向产品型软件改善，毛利率提升。2008 年-2013 年公司硬件和集成业务占比平均 16%，公司平均毛利率 75.20%。

平台化、云化、大模型化阶段（2014-至今）：2014 年互联网创新业务开始创收，公司在金融科技领域的布局增加，保泰科技进军保险资产业务，收购 Finastra 的 Summit 业务。2014 年公司布局云计算与大数据领域，2016 年开始进行云原生

架构转型。自 2018 年起，公司持续推进“Online”战略，开展中台架构和数据能力的升级，推进“6 横 6 纵”全面解决方案重构，通过大数据、AI 等技术赋能行业全面数字化的变革。2023 年公司发布了自研金融行业大模型 LightGPT，积极拥抱大模型时代。

图1、公司发展大事记



数据来源：公司官网，公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

零售和资管 IT 为主要收入贡献，客户覆盖全面。公司业务分为大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、数据风险与基础设施 IT 业务、互联网创新业务、企金、保险核心与金融基础设施科技服务业务及其他共六大类。其中，大零售 IT、大资管 IT（资管科技服务和运营与机构科技服务）为传统业务的主要构成，是公司收入的基本盘。互联网创新业务着眼时代前沿，储备未来新的业务增长点。目前，公司的解决方案覆盖金融全行业，客户包括 129 家证券公司、126 家公募基金、104 家期货公司、129 家保险及资管公司、104 家三方理财公司、66 家信托公司、307 家商业银行以及超过 800 家私募基金。

表1、恒生电子产品

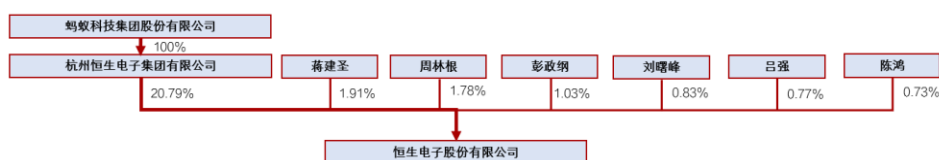
客户	产品					
证券	新一代核心交易系统解决方案	财富管理账户解决方案	跨境理财通解决方案	公募投顾解决方案	机构理财业务解决方案	客户服务解决方案
	移动终端平台解决方案	三方展业解决方案	企业综合金融服务解决方案	智能投顾助手解决方案	财富管理信托解决方案	保险兼业解决方案
公募基金	公募基金整体解决方案	新筹独立基金销售机构解决方案	一站式信创生态解决方案	恒生金融大模型解决方案	境外交易解决方案	MOM 业务解决方案
	投资交易解决方案	投资管理解决方案	客户服务解决方案	公募投顾解决方案	机构销售解决方案	高净值客户财富管理解决方案
	基金销售解决方案	财富终端解决方案	投资者信息安全防护解决方案	数智营销解决方案	运营一体化解决方案	运营自动化解决方案
	统一监管报送解决方案	数据中心解决方案	反洗钱解决方案	ETF 业务解决方案	公募 REITs 业务解决方案	QDII 业务解决方案
	个人养老金业务解决方案	养老目标基金业务	公募 FOF 业务解决方案	北交所业务解决方案	新筹公司咨询解决方案	
	i 私募 2.0 综合服务	私募资产管理服务	私募运营管理服务	私募量化交易服务	私募股权管理服务	私募生态服务
保险	新筹保险资管整体解决方案	一站式信创生态解决方案	恒生金融大模型解决方案	投资管理方案	产品管理方案	运营管理能力方案
	风险管理方案	保险业务解决方案				
期货	运营管理解决方案机构	自建开户解决方案	基金代销一站式申牌资讯解决方案	营销管理 CRM 及在线 CRM 解决方案	期货呼叫中心解决方案	期货资管投资服务一体化解决方案
	机构交易解决方案	极速交易解决方案	FPGA 行情解决方案	信创解决方案	反洗钱解决方案	
银行	同业理财解决方案	第三支柱养老解决方案	综合理财解决方案	财富中台解决方案	理财子公司整体解决方案	银行资管部整体解决方案
	银行资金交易解决方案	综合托管整体解决方案	多级托管清算解决方案	资管运营外包整体解决方案	大模型解决方案	BPO 运营及 IT 基础服务
信托	信托整体解决方案	财富管理解决方案	市场营销解决方案	投资研究解决方案	资金清算解决方案	运营管理解决方案
	估值核算解决方案	登记过户解决方案	风险合规解决方案	同意监管报送解决方案	大模型解决方案	BPO 运营及 IT 基础服务
产业	企业财资解决方案	产业数据中台解决方案	产融互联解决方案	供应链综合服务解决方案	统一支付解决方案	三方存管解决方案
	票据解决方案					
金控集团 & AMC	金控类集团数字化转型整体解决方案	投融资管理解决方案	全面风险管理解决方案	数据中台解决方案	金控公司信息化咨询服务	AMC 核心业务管理解决方案
基础设施	国家级交易系统及登记结算解决方案	地方数字金融解决方案	生态环境解决方案	权益交易解决方案		

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 1.2、蚂蚁为第一大股东，管理层经验丰富

蚂蚁金服为第一大股东，创始团队负责日常经营。2014 年，马云通过浙江融信获得恒生集团 100%的股份，间接持有恒生电子 20.62%的股权，成为恒生电子的实际控制人。2015 年 6 月，蚂蚁金服认购浙江融信 100%股权，间接持有恒生电子 20.62%股权。2019 年 3 月浙江融信将其持有的恒生集团 100%的股权转让给蚂蚁金服。目前恒生电子无实控人，蚂蚁占据公司董事会 4 人，蚂蚁金服与恒生电子存在技术上的协同效应，尤其在新一代产品开发上，形成有效合作赋能。公司日常经营由恒生电子创始团队负责，截至 2024 年三季度末，核心创始人蒋建圣、周林根、彭政纲、刘曙峰、陈鸿分别持有股权 1.91%、1.78%、1.03%、0.83%、0.73%，恒生电子集团持股 20.79%。

图2、公司持股比例图（截至 2024 年三季度末）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

董事长为行业开拓者，管理团队深耕行业。公司创立之初有 8 位创始人，分别为黄大成、彭政纲、陈鸿、王则江、周根林、刘曙峰、蒋建圣、张磊，他们作为国内金融 IT 领域的开拓者，具备丰富行业经验。2022 年，公司进行董事长换届，选举刘曙峰先生为公司董事长，选举范径武先生为公司副董事长、总裁。董事长刘曙峰先生为公司联合创始人，总经理范径武先生于 1996 年加入，曾任公司 CTO，具备丰富金融 IT 行业技术经验。

表2、公司主要管理层概况

姓名	职务	主要工作经历
刘曙峰	董事长	1995 年创立公司，系联合创始人之一，现任公司董事长。
范径武	副董事长,总裁	1996 年加入公司，现任公司副董事长兼总裁。
彭政纲	董事	1995 年创立公司，系联合创始人之一，现任公司董事。
蒋建圣	监事长	1995 年创立公司，系联合创始人之一，现任公司监事长。
韩歆毅	董事	任蚂蚁科技集团股份有限公司董事、总裁、首席财务官。
纪纲	董事	任蚂蚁科技集团股份有限公司副总裁。
余滨	董事	蚂蚁科技集团股份有限公司数字科技线数字行业事业部总经理。
朱超	董事	蚂蚁科技集团股份有限公司资深总监、企业发展部负责人。
陈志杰	监事	任蚂蚁科技集团股份有限公司投资与企业发展部总监。
谢丽娟	监事	2010 年加入公司，现任公司职工监事、审计办公室主任。

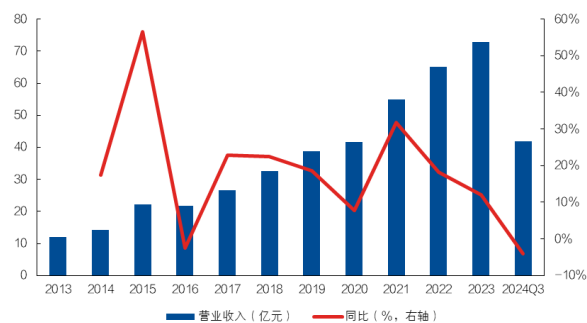
官晓岚	副总经理	1996 年加入公司，现任公司副总经理。
张永	副总经理	2004 年加入公司，现任公司副总经理。
张国强	副总经理	1999 年加入公司，现任公司副总经理。
王锋	副总经理	2001 年加入公司，现任公司副总经理。
白硕	副总经理	2021 年加入公司，现任公司副总经理。
韩海潮	副总经理	2021 年加入公司，现任公司副总经理。
方晓明	副总经理	1999 年加入公司，现任公司副总经理。
邓震乐	董事会秘书	2023 年加入公司，现任公司董事会秘书
姚曼英	财务负责人	2000 年加入公司，现任公司财务负责人。

数据来源：iFinD，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 1.3、业绩长期表现稳健，盈利能力优秀

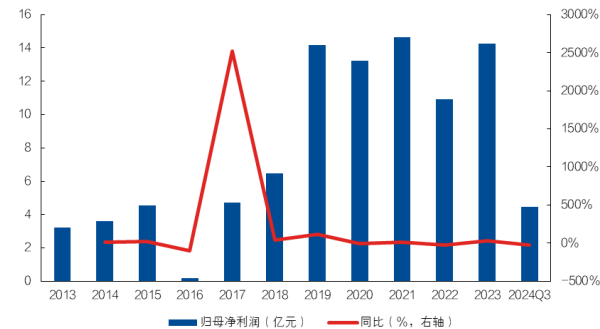
业绩长期表现稳健，利润短期承压。2021 至 2023 年公司实现营业总收入 54.97/65.02/72.81 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 20.39%；2024 年前三季度公司实现营业总收入 41.88 亿元，同比下降 4.12%。2021 至 2023 年公司实现归母净利润 14.64/10.91/14.24 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 2.51%；2024 年前三季度公司归母净利润 4.46 亿元，同比下降 26.57%。2021 至 2023 年公司实现扣非净利润 9.47/11.44/14.48 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 25.42%；2024 年前三季度公司扣非净利润 2.67 亿元，同比下降 50.28%。

图3、公司营业收入及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

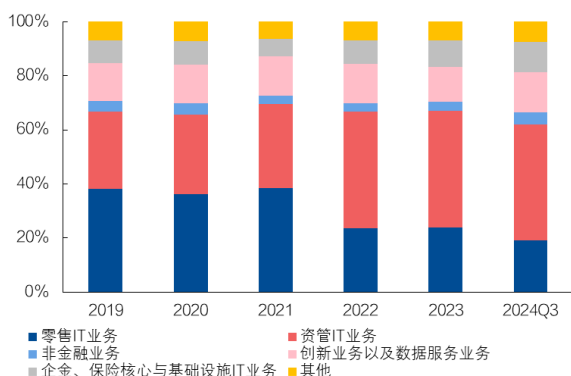
图4、公司归母净利润及增速



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

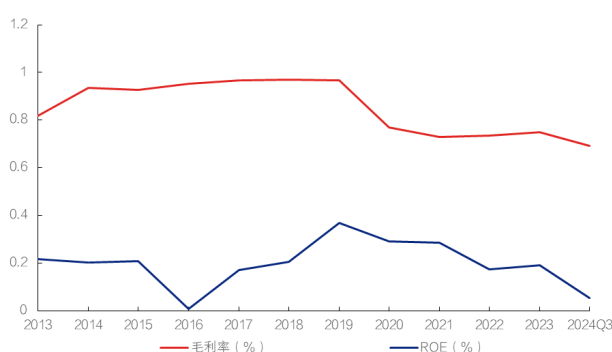
收入结构较稳定，大零售和大资管 IT 占比较高。在公司六大核心业务中。2021-2023 年，公司大零售 IT 业务收入占比分别为 43.25%/29.47%/23.81%；大资管 IT 收入占比分别为 31.04%/43.13%/43.24%；互联网创新业务收入占比分别为 14.63%/14.67%/12.93%；企金、保险核心与金融基础设施科技服务收入占比分别为 8.58%/9.62%/8.37%；风险与平台科技占比分别为 6.43%/6.93%/6.99%。

图5、公司收入结构



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司整体和各业务毛利率

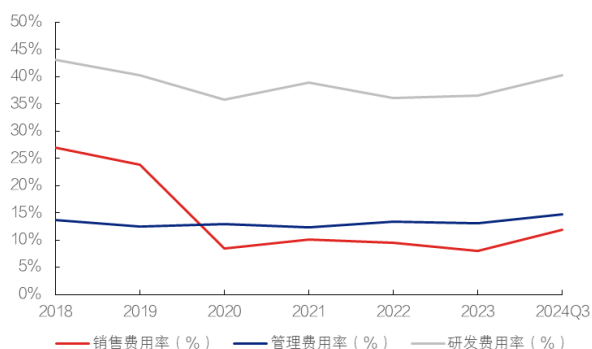


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利能力优秀，毛利率较高。2021-2023 年，公司毛利率分别为 72.99%/73.56%/74.84%，整体维持较高水平；2024Q3 公司毛利率 69.31%，同比下降 2.58pcts。2021-2023 年，公司 ROE 分别为 28.56%/17.45%/19.19%，2024Q3 公司 ROE 为 5.48%，同比下降 2.98pcts。

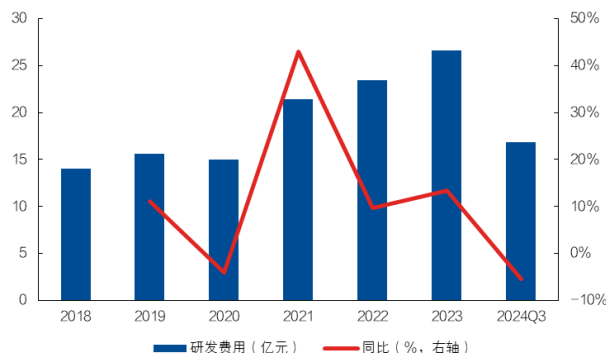
费用率保持稳定，保持高研发投入。2021-2023 年，公司销售费用率分别为 10.15%/9.49%/8.11%；管理费用率分别为 12.40%/13.38%/13.09%，研发费用率分别为 38.92%/36.08%/36.55%。2024 年前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 11.99%/14.71%/40.32%，同比变动-0.22/+0.95/-0.61pcts。2024 年前三季度期间费用率 66.93%，同比增长 0.13pcts。公司在 2024 年提出向管理要效益，通过集成财经管理让资源投入更加精准、有效，降低费用性的开支。措施方面，一是将项目化业务优化；二是加强绩效管理，让资源更多投入到盈利能力更强、潜力更大的产品；三是降低费用性开支，对销售、管理费用适当节俭。

图7、公司费用率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司研发投入

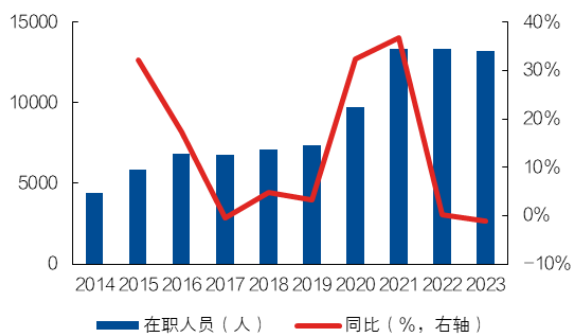


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

员工数量增速放缓，人效有望提升。2021/2022/2023 年，公司在职工数量分别

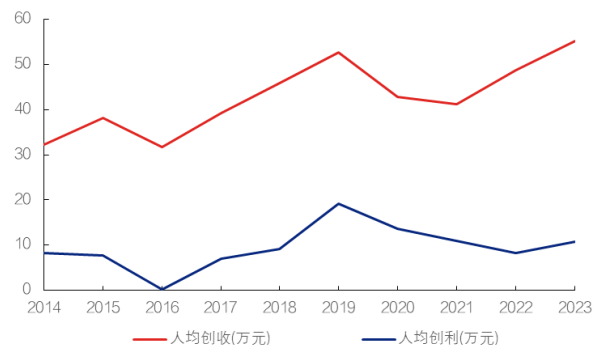
为 13310/13347/13189 人，同比增速分别为 36.67%/0.28%/-1.18%；技术人员数量分别为 5749/8659/9788 人，技术人员比例分别为 65.06%/73.33%/72.30%。2021/2022/2023 年，公司人均创收分别为 41.30/48.72/55.21 万元，人均创利分别为 11.00/8.18/10.80 万元。**人才方面**，公司拥有国家级博士后科研工作站，聚焦新技术领域、难点进行攻关；在外部合作方面，恒生与复旦大学、浙江大学、中国科学院、中国科学技术大学等高校都达成了合作。**人效方面**，公司将项目化的公司和业务进行优化。例如，2024 年 10 月，公司拟向慧博云通转让公司所持全资子公司金锐软件 51% 股权，交易金额为 6260 万元。本次交易完成后，金锐将不再纳入公司合并报表范围。金锐依托于公司的产品技术平台，提供按需使用、专业可靠的客户化定制、本地化开发服务，金锐不再并表后公司的人均创收创利有望提升。此外，公司将项目化的业务转移到子公司，并迁往武汉和南京等具有地域和成本优势的地区，能够让项目化的公司更好的发挥出竞争力。

图9、公司员工数量



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司人效



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

二、证券 IT 行业高市占率，持续迭代信创产品

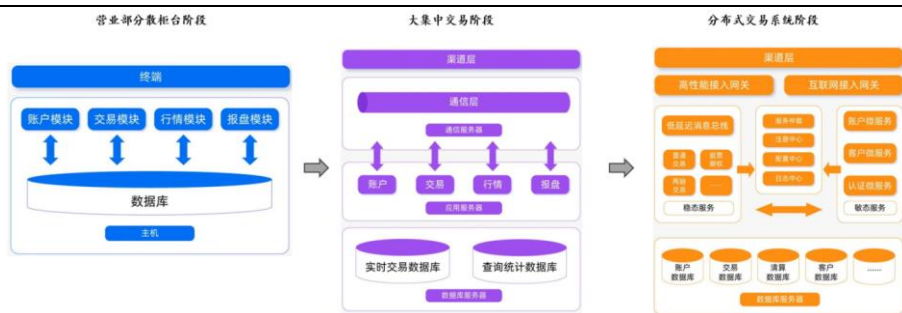
公司为证券 IT 龙头企业，在资本市场起步阶段，证券公司数量高速增长，卡位大量客户、卡位柜台交易系统，奠定行业龙头地位。此后证券公司数量增长放缓，因为柜台交易系统客户粘性较高、公司产品性能出色，客户基础维持，高市占延续。证券 IT 行业重要趋势为下游券商整合和信创；券商合并方面，公司在大中型券商中市占率较高，预期在系统整合中处于有利地位；信创方面，公司已经推出信创版内存交易系统，积极推进全面上线案例。

● 2.1、证券 IT 龙头，证券合并带来新机遇

柜台交易系统历经迭代，精准把握时代机遇。营业部分散柜台时代，公司在成立之初即打磨柜台系统，1997 年公司推出了柜台交易系统 BTRV5.0 和 Windows 版 97Sybase，和中国最大证券公司国泰、海通、南方、华夏等建立了合作关系，奠

定了技术和行业洞察的基础。此后，公司先后推出了 98/99/2000 版，大集中交易时代，公司企业版核心交易管理系统、证券集中交易管理系统 2006 版均保持领先。2008 年，公司推出了 UF2.0，将原有的集中交易系统的三层结构（终端+中间件+数据库），创新为四层结构，将中间件拆分为逻辑层和原子层，一部分的计算放到逻辑和原子层来完成，以分担数据库压力，并且引入多交易中心，可并行扩展。UF2.0 采用“大管理、小交易”的松耦合结构，各个系统之间尽量解耦，不同系统升级扩展和原来系统关联度不大，能支持千万级的客户容量和并行扩展，以及 3 万亿至 5 万亿的交易量行情，进一步强化了公司在核心交易系统的竞争优势。2020 年公司推出 UF3.0，2023 年公司推出内存版 UF3.0 产品，抢占信创和数字化转型新机遇。

图11、证券交易系统跃迁三阶段



数据来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

市占率领跑行业，客户粘性较强。从市占率来看，公司稳居行业第一。2001 年，公司证券交易系统市占率达到 40%；2012 年，公司在证券柜台系统的市占率为 47%，2019 年公司，集中交易产品市占率突破 50%。截至 2024 年 10 月底，统计总营收排名前 30 券商，恒生电子核心交易系统市占率约 43.3%，其中，前 10 券商市占率约 30%，11-30 名券商市占率约 50%。从产品特点来看，客户粘性较强。一方面，柜台交易系统较为复杂，券商自建难度较高；另一方面，柜台交易系统的切换如果不顺利，影响用户交易，对证券公司声誉影响较为严重。所以证

图12、收入前 30 券商核心交易系统选型情况

券商公司	原有核心系统供应商	新一代选型情况	券商公司	原有核心系统供应商	新一代选型情况
中信证券	恒生	顶点	国信证券	金证	华锐、金证
国泰君安	金证	华锐、金证	国投证券	金证	
广发证券	恒生	-	光大证券	金仕达	
招商证券	金仕达	恒生	东方财富	金证	金证底座
华泰证券	恒生	-	兴业证券	恒生	-
银河证券	金证	-	浙商证券	恒生	恒生
海通证券	金仕达	自研	平安证券	金证	金证
申万宏源	金证	-	方正证券	恒生	恒生
中金公司	金证	-	中泰证券	金证	金证底座
中信建投	金证	金证	东兴证券	恒生	
			长江证券	恒生	-
			华西证券	金证	-

数据来源：微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

券商合并不影响长期 IT 开支，公司份额在合并浪潮下有望提升。2024 年 3 月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，明确“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”。2024 年 9 月，国泰君安筹划通过换股的方式吸收合并海通证券，券商合并大幕正式开启。展望未来，证券行业头部化趋势加速，头部券商合并中小券商或成为未来几年的普遍现象。长期来看，合并有利于券商行业做大做强，叠加监管考核券商 IT 支持占总营收或净利润的比例（中国证券业协会在 2023 年 6 月的《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》鼓励券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 10% 或平均营业收入的 7%），预期远期证券 IT 支出总规模将保持稳定增长。公司在前 30 名券商中市占率较高，作为头部券商供应商预期在未来合并中具有优势。梳理存在并购预期的券商并购事项共 7 例，以其中明确收购方或营收规模更大的券商作为主导券商。其中，主导券商以恒生电子为核心系统供应商的有 5 家，占比 71%，公司成为合并后券商的系统供应商概率较大。

表3、潜在并购券商梳理

主导券商	核心交易系统供应商	被并购券商	核心交易系统供应商	详情
国泰君安	金证、华锐	海通证券	金仕达	2024 年 9 月 5 日，国泰君安和海通证券发布公告，宣布正在筹划通过换股方式吸收合并，并募集配套资金的重大资产重组事项。
国信证券	金证、华锐	万和证券	金证	2024 年 8 月 21 日，国信证券发布公告，称正在筹划通过发行 A 股股份的方式购买深圳市资本运营集团持有的万和证券 53.0892% 的股份
浙商证券	恒生	国都证券	金证	2024 年 6 月 7 日，国都证券发布公告，浙商证券将持有国都证券 19.97 亿股股份，占国都证券总股本的 34.2546%。
国联证券	恒生	民生证券	金证	2024 年 8 月 8 日：国联证券发布并购民生证券的交易报告书（草案），拟通过发行 A 股方式收购民生证券 99.26% 股份，交易对价为 294.92 亿元。
西部证券	恒生	国融证券	顶点	2024 年 6 月 21 日，西部证券发布公告，称其正在筹划以支付现金方式收购国融证券股份有限公司的控股权。
华创证券	恒生	太平洋证券	恒生	2022 年 5 月 26-27 日：太平洋证券第一大股东嘉裕投资所持的全部股份（7.44 亿股，占总股本 10.92%）进行司法拍卖，华创证券以起拍价 17.26 亿元拍得。
方正证券	恒生	平安证券	金证	方正证券和平安证券实控人均为中国平安，方正证券上市，平安证券未上市，二者存在整合预期。

数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2.2、政策推动券商信创化，行业加速可期

金融信创由监管部门推动，从 2020 年开始试点，相关政策越来越明确，2024 年全面试点工作稳步开展；当前证券公司的信创采取循序渐进策略，大规模信创化需求蓄势待发。

政策持续推动券商系统信创化，试点机构有序增加。(1) 顶层设计层面，国务院、工信部、中央网络安全和信息化委员会等部门在近年多次发布文件，鼓励信创产业发展。监管部门和自律组织鼓励证券公司加大信息技术投入，支持核心系统架构向分布式转型。中国证券业协会在 2023 年 6 月发布的《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》中，鼓励有条件的证券公司积极推进新一代核心系统的建设，根据不同客户群开展核心系统技术架构的转型升级工作。证监会发布的《证券期货业国产化全面试点工作方案(2024-2027)》，提出信创正式从“试点”逐渐过渡到“全面落实”，文件还进一步提出了核心业务系统信创要求。(2) 金融行业信创化试点范围扩大，金额投入占比提升。2020 年 8 月，金融行业信创一期试点启动，试点机构 47 家，包含银行/保险/券商，要求信创基础软硬件采购额占到其 IT 外采的 5-8%；2021 年 5 月，金融行业信创二期试点启动，试点机构扩容至 198 家，要求试点单位信创投入不低于全年 IT 支出的 15%；2022 年 5 月，三期试点机构较一二期的 190 余家共增加 150 余家，一期二期试点单位的信创投入比例需达到 30%，三期试点单位需达到 15%。2024 年，全面试点工作稳步开展。

证券行业信创从外围业务、周边产品替换向核心业务、交易系统推进。2021 年的金融信创二期试点要求实现办公、邮件系统的替代；2022 年的金融信创三期试点要求实现一般公文系统、财务系统和人事系统等周边业务的替代。技术上核心交易系统难度较高，业务上关乎券商经纪等业务平稳运行，大部分券商较为谨慎，处于观望状态。2020 年开始，以东吴、国君为首全面构建了基于内存交易分布式的新一代核心交易系统，并且逐步实现信创化的部署，2023 年中信证券核心交易系统开启信创，标志着整个行业的核心交易系统已经进入到信创的深水区。随着政策的引领、技术路径的成熟和落地案例的增加，核心交易系统的信创化有望迎来加速。根据公司发布的《2024 金融行业信息技术应用创新白皮书》引用的《证券期货业中小经营机构信创建设指南》等行业研究，证券行业 150 个系统类别中，63%的业务系统已完成自主创新全栈单轨改造，19%的业务系统仍在双轨改造中，存量核心业务系统中 22.6%已完成改造。在核心系统改造工作中，证券机构普遍选择 PC 端交易系统、行情服务系统、移动交易终端系统、集中交易系统、极速交易系统、TA 系统等进行改造。

金融信创节奏受政策和资本市场影响，明后年或将爆发。新一代核心交易系统需要业务功能解耦、异构情况下的高性能；在信创设备、信创数据库全面国产化替换情况下的高性能；在交易所端全面采用逐笔行情（**tick-wise data feed**）、流式网关情况下的全流程端到端的高性能；在面对数以亿计的投资者账户闻风而动、交易行为足够活跃情况下支撑交易的高性能。证券公司和供应商也面临着包括技术路线选择、硬件设备和数据库选型和新型架构下的自主运维等挑战。当前，核心交易系统的信创案例仍相对较少。一方面，由于头部券商在核心交易系统的信创应用尚未全面真正实现，影响了后续其他公司信创项目的跟进。另一方面，市场交易量突然的大幅上升，给现有系统的运行和维护带来了压力，影响了信创选型的资源投入。我们判断 2025/2026 年将是行业信创选型的关键期，客户信创项目或将进入爆发期，带来业务需求。

● 2.3、UF3.0 稳步推进，内存版系统落地

公司的 UF3.0 是下一代核心交易系统，由 2020 年 7 月推出，全面支持信创适配，目前已与国产主流厂商适配，如华为鲲鹏、海光、麒麟、OceanBase、Gauss DB、GoldenDB 等。2021 年 1 月，基于分布式云原生微服务架构的 UF3.0 在招商证券实现 300 多营业部上线，完成 UF3.0 的首家落地。2024 年 1 月，UF3.0 内存交易系统融资融券业务在国联证券上线，成为 UF3.0 内存交易系统的首个落地项目；2024 年 8 月 UF3.0 融资融券系统在东方证券实现全客户切换；2024 年 12 月 UF3.0 内存交易系统在联储证券成功上线，实现首家融资融券全客户、全量业务切换。2024 年 12 月 16 日，恒生新一代核心交易系统 UF3.0 内存交易在方正证券部分营业部上线，标志着 UF3.0 系统在证券交易领域的首次投产和全栈信创的完整应用。

产品性能优秀，开发运维简易。恒生 UF3.0 内存交易系统基于 LDP 低时延分布式平台，在保障交易系统高可用、高可靠的基础上，实现低时延通讯，利用并发处理和多流水框架、采用垂直扩展与水平扩展设计，提升系统并发能力，具备高容量、大并发、低延时、高性能、易扩展、全栈信息技术应用创新的技术特点。目前 UF3.0 的内存交易可以实现混合并发处理能力>50 万笔/秒，内部时延<50 微秒，单节点容量约为 500 万账户，稳定性 TPS 波动<10%、高并发持续 20 分钟，副本故障情况下，RPO=0、RTO=0 秒。

- **低时延**: 内存交易基于恒生自研 LDP 低时延分布式平台开发, 通过软硬件充分结合深度优化, 实现低延迟通讯, 并且通过使用内存数据库替代传统关系型数据库, 使得事务处理速度获得巨大提升。
- **高可用**: 交易核心为多活模式, 采用多进程方式, 支持按业务独立进程以实现业务之间有效隔离, 并且支持核心组件动态扩展以及热部署, 保障系统在各类故障场景下的高可用。
- **高并发**: 通过垂直扩展、水平扩展加强并发处理能力, 采用分布式集群部署, 使系统整体并发量显著提升。针对内存交易的系统特性, 通过多线程处理及单笔延时优化提升单机能力。
- **易运维**: 针对新一代内存交易系统提供了全生命周期的运维监控管理方案。内存交易的易运维设计, 主要围绕分布式系统架构、白屏化系统部署、自动化日常运维、自动化巡检、智能化故障恢复几方面进行优化。
- **易开发易扩展**: 在低延时开发工具中, 使用了“伪代码”的形式进行业务开发, 伪代码编写完成后, 可以一键生成对应的 C++ 业务源码, 业务研发人员无需关心技术底层细节, 可以快速响应业务迭代需求, 同时提高代码稳定性。此外, LDP 平台采用插件化的开发机制, 具有模块化、解耦合、灵活性、可扩展性等优点, 使得基于平台进行二次扩展开发非常方便。

表4、恒生电子和主要竞品公司核心交易系统产品对比

	恒生电子		顶点软件	金证股份		华锐科技
核心产品	UF2.0/UF2.0 Plus	UF3.0(核心交易系统)	A5(核心交易系统)	FS1.0 (证券业务综合服务平台)	FS2.0	ATP4.0(核心交易系统)
上线时间	2008 年推出 UF2.0; 2017 年升级为 UF2.0Plus	2020 年推出 UF3.0; 2021.1 月在招商证券首家落地	2020 年 6 月在东吴证券全面上线	2016 年推出 FS1.0	2020 年推出 FS2.0	2017 年 12 月推出 ATP V1.0; 2022 年 8 月 NGTP 在国泰君安正式上线
应用场景	给券商提供经纪交易、期货交易、风控、统一报盘、清算等功能	覆盖券商核心业务下的账户、资金、证券交易、信用交易、期权交易、理财产品销售、清算、查询等场景	给券商零售、机构客户提供经纪交易、期权交易、量化交易、公募券结等业务功能	可为券商提供投资咨询、证券交易、清算等功能	可全面覆盖外围、账户、资金、交易、清算、后台服务等业务系统, 全面提升券商的服务和运营水平	支持沪、深、北交易所相关现货交易、信用交易、衍生品交易等业务
信创情况	UF3.0 在服务器、操作系统、数据库, 中间件、业务系统实现自主可控; 同时通过基础技术平台, 实现操作系统、数据库与业务代码之间的隔离, 做到业务系统与硬件的无关性, 能够快速实现信创适配		A5 信创版在服务器、网络存储、操作系统, 数据库, 到交易的技术平台层实现全栈信创适配	FS2.0 依托 KOCA 云原生平台提供技术支撑, 基于自主技术并对开源技术进行二次研发, 实现各组件包括交易业务、清算业务、运营业务等的信创改造。同时金证融合华为鲲鹏服务器、高		NGTP 依托华为、金篆信科(中兴子公司)等信创基础硬件和应用系统供应商, 实现了从网络、服务器、操作系统、数据库、

			斯数据库等全栈信创基础设施，实现 FS2.0 全面国产化	中间件、应用系统的全栈信创
技术提升	UF3.0 采用分布式、低时延、微服务、云原生架构，实现交易、清算、管理三分离；同时通过采用自研的 LDP 低时延平台(包括内存数据库)在技术侧支持读写分离、多线程并发，实现高吞吐。目前 UF3.0 的内存交易可以实现混合并发处理能力>50 万笔/秒，内部时延<50 微秒，单节点容量约为 500 万账户	A5 信创版应用“飞驰”内存数据库，单节点每秒处理笔数、延迟、交易综合处理等能力实现数十倍以上提升	在 FS1.0 松耦合+开放式+部件化基础上，FS2.0 具备分布式、云原生、低时延等全新一代技术特征，实现交易与清算分离、账户与资金分离、交易服务与通道分离。同时金证在行业内首次采用分布式计算架构实现清算业务，依靠内存数据库、分布式文件系统、分布式数据库等混合存储方案，实现高效的清算数据处理	数据中心容错能力提升 30 倍，异地容错能力提升 5 倍，交易速度提升 90 倍，吞吐提升 8 倍，系统容量提升 6 倍。两融量化委托占比提升 360%，两融交易速度提升 60~80 倍；普通经纪交易速度提升 90 倍，成交率有了大幅提升。
时延与并发量	混合并发处理能力>50 万笔/秒，内部时延<50 微秒，单节点容量约为 500 万账户，稳定性 TPS 波动<10%、高并发持续 20 分钟	数百万用户量级的委托时延在 100 微秒以内，单节点支持千万级以上容量，高并发达到千万级/秒水准	单节点并发吞吐量达到 1.2 万笔/秒、云化部署 50 个节点并发查询数到达 48 万笔/秒；系统内部耗时达到微秒级别	单节点委托高达 8000 笔/秒，委托上行时延低至百微秒内

数据来源：顶点软件公众号，恒生电子公众号，金证股份公众号等，兴业证券经济与金融研究院整理

UF3.0 系统落地，打造内存版核心交易系统标杆。2023 年公司同国联证券开始合作、从技术路线来看，国联证券 UF3.0 采用鲲鹏/海光芯片+银河麒麟操作系统+华为交换机+Oceanbase 数据库+恒生分布式低时延技术平台 LDP。该系统采用云原生、低时延混合架构，分布式设计兼顾交易性能提升的同时，满足应用系统快速迭代的灵活性和可扩展性。目前该系统已实现单节点客户容量 1000 万以上，订单容量 3000 万以上，系统纯委托吞吐量 TPS>10 万笔/秒，融资融券内存交易交易中心交易通道系统上行处理时延低于 1ms，系统整体运行持续稳定。2022 年开始，东方证券与恒生合作着手构建 UF3.0 系统，开启了新一代核心系统建设，2024 年 8 月，恒生 UF3.0 融资融券系统在东方证券实现全客户切换，为后续新一代核心交易系统的全面信创奠定了坚实的基石。2024 年 12 月，恒生 UF3.0 内存交易系统在联储证券成功上线，实现首家融资融券全客户、全量业务切换；上线后，系统运行稳定可靠，两融交易性能提升 100 倍。2024 年 12 月 16 日，恒生新一代核心交易系统 UF3.0 内存交易在方正证券部分营业部上线，标志着该系统在证券交易领域的首次投产和全栈信创的完整应用，成为公司证券行业内存交易首个落地案例。UF3.0 内存交易系统支持方正证券 45 大类、212 项业务开展，全面覆盖了沪深京交易所业务、全国股转公司业务，上线即实现信创；未来，恒生 UF3.0 内存交易系统将承载方正证券逾 1700 万零售客户的普通交易和日常运维，并将逐步支撑融资融券等业务。

三、资管 IT 龙头地位稳固，AI 引领技术变革

● 3.1、资管行业快速发展，IT 具备高成长空间

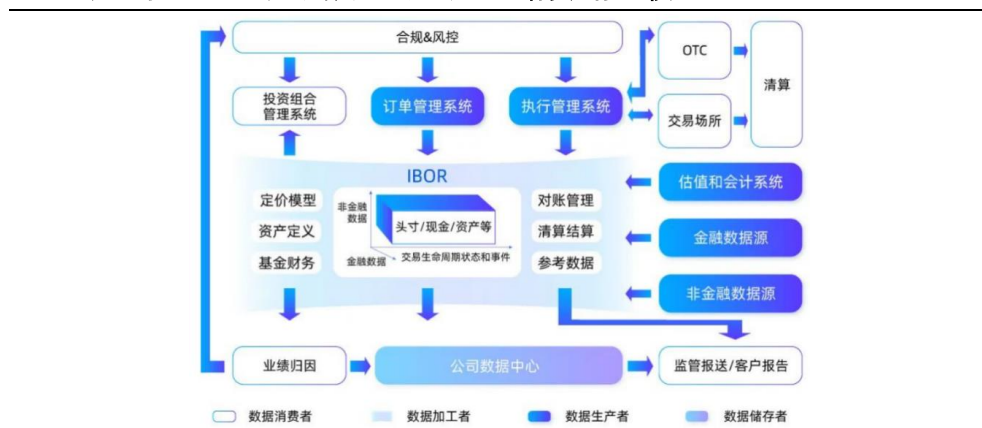
基金规模快速增长，打开资管 IT 成长空间。《资管新规》整体规范之后，我国各类资管产品也已进入了快速规范发展的新时代。截至 2023 年末，我国资产管理行业管理资产规模（重合部分未剔除）约为 140.64 万亿元，同比增加约 3.10%。分资管产品类别来看，2023 年末，公募基金净值为 27.60 万亿元，银行理财产品规模 26.80 万亿元，信托资产规模 23.92 万亿元，私募基金产品规模 20.32 万亿元、私募资管产品规模 12.41 万亿元、资产证券化行业产品规模 1.92 万亿元，保险资金运用余额 27.67 万亿元。公募基金增速较快，2019-2023 年，公募基金规模由 13.78 万亿元增长至 27.6 万亿元，4 年复合增速 20.63%，其中，权益类基金规模由 2.18 万亿元增长至 6.79 万亿元，4 年复合增速 32.76%。截至 2024 年 9 月底，公募基金总规模达到 32.07 万亿元，权益基金规模达到 8.02 万亿元，创历史新高。公募基金规模的提升、管理费收入的增加打开了未来资管 IT 增长的空间。

结构上看，ETF 等产品放量带来新 IT 需求。被动资管市场已经进入了“提速换挡期”。随着投资者教育深化，个人投资者对 ETF 投资兴趣度提升。2018 年，ETF 规模在结构市中迎来爆发，至 2020 年突破万亿，2023 年末超 2 万亿。2024 年初，宽基 ETF 在低迷市场中表现突出，宽基 ETF 规模开始逐步增长，市场上出现了多只规模百亿级别的 ETF。截至 2024 年 11 月 3 日，股票 ETF 总规模 2.76 万亿元，较 2023 年底增长 1.31 万亿元，增长 89.84%。ETF 的增长也带来相应资管 IT 需求，比如 ETF 的 PCF(申购赎回清单)制作非常重要，需要流程化监控、处理；基金需要优化补券流程，提高补券效率，以满足投资者的需求并提升 ETF 的市场竞争力；这些业务变化带来相应 IT 需求。

政策鼓励基金公司提升 IT 投入水平。《基金管理公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》（以下简称《三年提升计划》）的新规定基金公司当年年度营业收入大于 10 亿元（含），每年度信息技术资金投入应不少于最近三个财政年度平均营业收入的 5%；营业收入小于 10 亿元且大于 2 亿元（含），每年度信息技术资金投入应不少于最近三个财政年度平均营业收入的 8%；营业收入小于 2 亿元，每年度信息技术资金投入应不少于 1500 万元。根据艾瑞咨询数据，2018 年基金公司 IT 支出 13.8 亿元，占营业总收入的 1.45%；2019 年基金公司 IT 支出 19.8 亿元，占营业总收入的 1.92%；资管机构 IT 支出仍有提升空间。

数据实时性要求提升,IBOR 成为未来资管 IT 重要基础设施。随着资管行业发展,需要为投资的全业务域建立一个统一数据源,作为交易全生命周期的核心。投资交易簿 (IBOR) 通过获取和加工所有的交易信息,从而从各种维度 (前台交易口径,中台风险口径,后台财务口径等) 计算各种资产类别的日内持仓及可用,向各个投资业务系统或模块提供实时信息,以及历史回溯和未来预测。IBOR 关联了包括交易主体、金融工具、订单等基本要素的全面交易信息维度,关联了驱动资产和资金变化的各类事件,可以在交易生命周期中各环节截取资金与资产的持仓及可用信息。它的核心功能是建立了高维且高效的数据架构,能够为各个业务部门提供清晰且准确的持仓、可用、业绩和风险状况的描述和把握。此外,IBOR 还为更好地履行监管义务提供了基础。同时,IBOR 还是整个交易生命周期管理的关键数据源,通过单一黄金拷贝数据源,交易、绩效、风控、合规等各个业务系统可以协调进行,精简优化业务流程的同时,所有业务系统都使用同一个数据源,建立了各个业务系统间协作的一致性基础。

图13、基于 IBOR 的交易数据生产/加工/消费/存储模型



数据来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

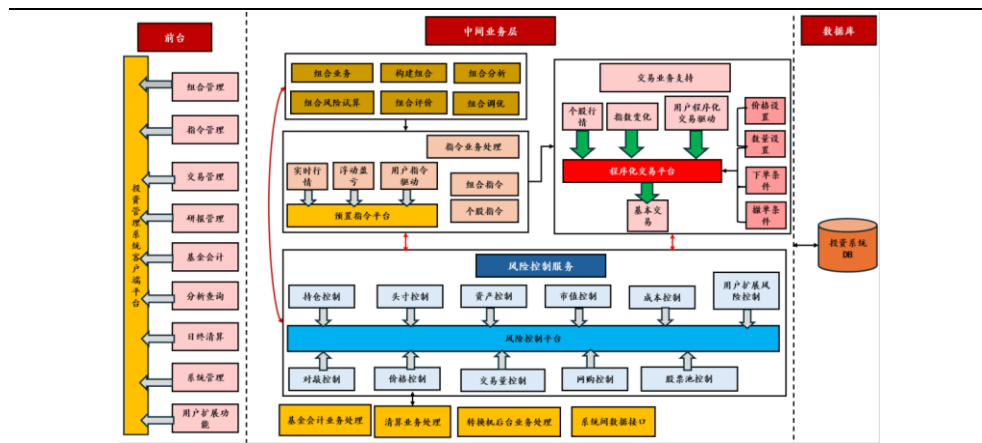
● 3.2、O32 稳居市场第一，O45 引领行业变革

O32/O45 投资管理系统是公司大资管领域的核心系统,具备高标准化和行业通用性。O32 以资管交易功能为核心,在公募基金、券商资管、保险、信托和期货等客户中广泛应用。O45 为下一代系统,全面适配信创。

O32 系统,全称为“基金投资管理系统 O32”,于 2007 年 6 月正式推出。O32 业务覆盖范围广,可支持证券、基金、保险、信托、银行等全领域金融机构全品种业务,涵盖了投资研究、组合管理、投资交易、风险合规、资金管理、资管运营、估值核算以及信息披露等多个业务环节,统筹考虑了资管行业各个岗位的全领域

工作场景，为专业机构投资者提供一站式的投资解决方案。凭借出色的产品能力和先发优势，O32 服务了机构投资者近 9 成的资产。

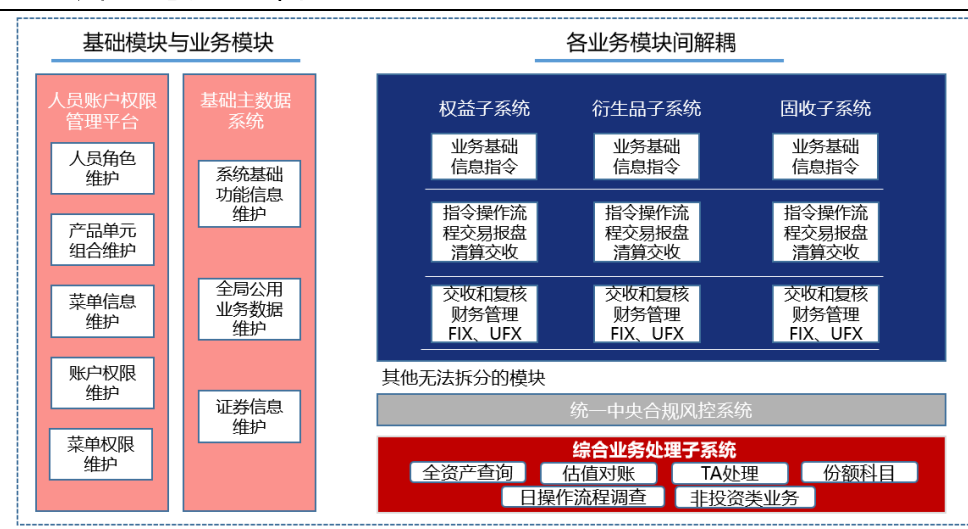
图14、O32 系统逻辑结构



数据来源：恒生电子，兴业证券经济与金融研究院整理

O45 技术内核强大，全面适配信创。2020 年 9 月，公司正式发布 O45，O45 系统在系统架构、耦合性、系统性能、系统容量、开放性、技术平台、运营管理等诸多方面进行全面革新，为投资业务开展提供最强有力的支持。O45 系统具备如下几大特点：1) 技术内核强大：O45 在同等场景下，风控耗时降低到 O32 的二十分之一，交易容量扩充到每日数千万笔订单，标准内存版单笔交易耗时小于 10 毫秒级，极致性能版单笔耗时为小于 10us。合规风控上，O45 较之 O32 的风控性能有 20 倍级提升。2) 行业经验加持：O45 引入了全球领先的金融科技公司 Finastra 在投资决策业务方面的经验，以助力投研管理更快实现从 how-to-buy 到 what-to-buy 再到 auto-buy 的跨越。此举，恒生推进国际化战略“引进来”，有望为国内资管行业的技术创新和业务创新注入新活力。3) 全面适配信创：O45 支持自主创新的分布式和集中式数据库；支持主流的鲲鹏芯片，全自主程度，成熟度，性能及制成工艺等方面分析鲲鹏均可支撑系统服务高并发、低延时运行；支持恒生 JRES、东方通；支持主流的麒麟操作系统，统信操作系统。

图15、恒生电子 O45 架构



数据来源：公司微信公众，兴业证券经济与金融研究院整理

O45 已实现全行业覆盖，与 100 多家资管机构达成合作。基金客户方面，2023 年 8 月华宝基金上线 O45，截至 2024 年 7 月，O45 已经和多家基金公司进入全面合作阶段；证券客户方面，2022 年 12 月，华泰自营首家上线 O45，实现正确自营极速交易及多中心联合风控，同时 O45-CMC 已陆续在广发资管上线；信托客户方面，2020 年以来，华润信托、建信信托与中航信托等相继上线 O45，截至 2024 年 7 月，O45 已与 30 多家信托公司达成合作；银行理财子客户方面，2020 年以来，招银理财陆续上线 O45，截至 2024 年 7 月 O45 已与 30 多家理财公司达成合作；保险资管客户方面，2024 年 7 月，招商信诺资管成为全行业首家一次性全账户从 O32 切换至 O45 的资管机构。

行业格局来看，公司在资管 IT 领域产品成熟度和完整性较强，预期优势将维持。受益于公司卡位资管生态较早，在技术和行业规则认知方面具有优势。目前，较为完整的资管 IT 产品主要为恒生电子的 O32/O45、金证股份的 A8 以及部分未上市公司。从落地案例来看，由于金证股份的 A8 处于发展初期，恒生电子市占率优势预期维持。

表5、资管 IT 产品对比

	恒生电子		金证股份		宽拓科技
核心产品	O32	O45	A6	A8	Avatar 投研一体化资管平台
上线时间	2007 年 6 月推出	2020 年 9 月推出	2010 年金证正式推出新一代投资交易系统，并在 2012 年拿下中信证券 A6 投资交易系统项目	2023 年推出	AvatarII 自 2018 年中开始研发，2019 年投研一体化的资管平台初步成型

客户情况	市占率约 90%	已实现全行业覆盖，与 100 多家机构达成合作	2012 年推出公募基金总包建设方案，2020 年，金证总包新筹基金客户已达 40 家	2023 年合规风控组件在中信证券上线，指令中台组件在中信建投基金落地实施中，2024 年中标头部券商自营系统	宽拓科技已经为多家银行、基金公司、券商等金融机构提供核心业务系统，客户包括嘉实基金、华宝基金、广发资管、富国基金、招商银行、招商基金、中银基金等
信创情况	——	全面适配信创	——	系统设计支持全栈信创，适配于各类数据库、服务器、操作系统、中间件	——

数据来源：金证股份微信公众，恒生电子微信公众，宽拓科技官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.3、把握金融垂类模型机遇，发布 LightGPT

金融行业信息密集、知识密集、价值量高，是数字化、智能化的先行者，也是大模型落地探索的沃土。金融+AI 应用市场空间较为广阔，有望在智能投顾、内部对员工赋能等方面率先取得突破。

公司是国内 AIGC 金融垂直大模型先行者。海外 BloombergGPT、Finchat 率先在金融场景进行应用探索，国内恒生电子走在 AI+金融应用的前列。2023 年 6 月，公司发布了 LightGPT；2023 年 10 月开始公测。2024 年 4 月 11 日，国家互联网信息办公室发布第五批境内深度合成服务算法备案信息恒生 LightGPT 金融领域文本生成类算法以及子公司恒生聚源应用于金融资讯信息对话生成场景的 Gil-GPT 大模型算法通过备案。

LightGPT 具有数据、模型、人才及技术、算力充足优势。LightGPT 是面向通用大模型在金融行业应用的痛点，有针对性地能帮助行业克服问题的大模型。LightGPT 的优势为：（1）高质量的数据：公司 20 年数据积累 3500 万篇文本，100TB 结构化数据，100 万以上精调记数；且公司拥有持续丰富的数据源，交易及数据准确度和时效性。LightGPT 的数据来源包括聚源过去 20 年超过 4000 亿 tokens 的文本数据及结构化数据，超过 400 亿 tokens 的金融教材、金融百科、政府报告、法规条例等数据，以及一些精调的数据集。（2）优秀的基础大模型：公司既关注国外金融大模型的底座，也与寻求国内的大模型提供者进行合作，提供了 LightGPT 大模型较高起点。（3）专业的大模型能力：公司人才和技术储备优秀，具有较强的训练大模型的专业能力。（4）充足的算力：一方面来自恒生与互联网厂商、云厂商在算力方面的合作，另一方面恒生也投入了一些自有算力来支持 LightGPT 的研发。

表6、公司和部分金融垂直大模型对比

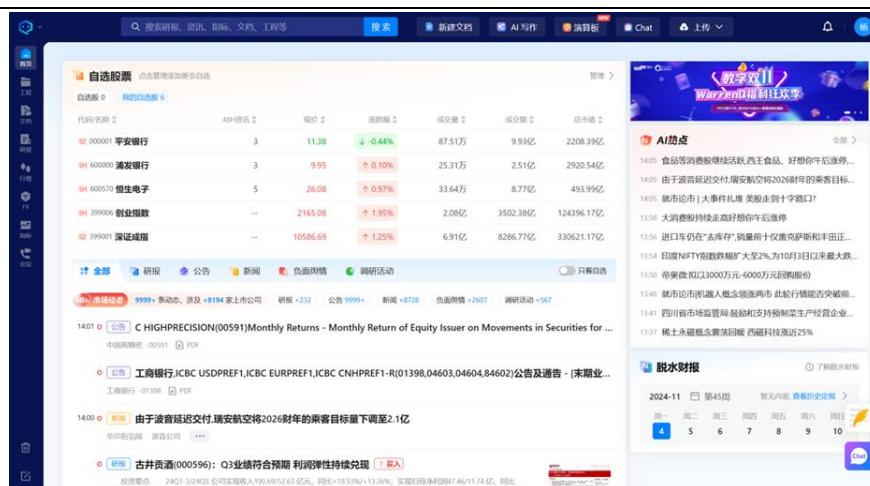
	恒生电子	同花顺	BloombergGPT	金证股份	Wind	东方财富
大模型	Hithink 大模型	LightGPT	BloombergGPT	K—GPT	Alice	妙想金融大模型
发布时间	2023 年 6 月	2024 年 1 月内测	2023 年 3 月	2023 年 12 月	2024 年 3 月	2024 年 1 月内测
产品	WarrenQ、光子、LightGPT	i 问财、AifinD	BloombergGPT	K—GPT	Alice	妙想 APP
模型参数	70、130、300、700 和 1300 亿（5 个版本）	——	500 亿参数	——	——	70/130/340/660 和 1040 亿参数（5 个版本）
训练语料	4000 亿 tokens 的金融领域数据和超过 400 亿 tokens 的语种强化数据	万亿 token 金融语料	7080 亿 token	——	——	超 4 万亿高质量可用数据，其中 1.2 万亿金融语料
应用场景	智能投研、大模型底座	智能投顾、智能投研、大模型底座	智能投研	智能投研、智能投顾、智能投行、智能合规和智能客服	智能投研	投研、投顾、投教、投资等金融场景
客户	B 端	C 端和 B 端	B 端	B 端	B 端	C 端和 B 端

数据来源：同花顺微信公众、恒生电子微信公众、金证股份微信公众、东方财富微信公众、人大金融科技研究院微信公众，兴业证券经济与金融研究院整理

● B 端产品

WarrenQ 智能投研平台。WarrenQ 包含 WarrenQ-Chat、ChatMiner、AI 写作、语音速记、小程序、招股书/公告深度问答等功能。WarrenQ 的 Chat 是大模型投研助理，可以对话式方式回答用户问题；AI 写作可以沉淀材料通过 AI 直接生产报告，本地部署支持调用私域数据；脱水研报功能可以实现要点速读，快速提炼核心观点并对比。演算板功能可以将数据指标容器化，一键组合运算，快速搭建逻辑模型。基于恒生聚源数据库，WarrenQ2.0 数据较为全面，包括（1）国际宏观数据库 54 万个指标，200 个数据源，（2）中国宏观数据 55 万个指标，约 5590 万条数据，（3）行业经济数据 150 万以上行业指标，约 2.6 亿条数据，（4）企业经济数据 A 股、港股、美股覆盖 1200 个以上企业，（5）区域经济数据 31 个省、330 个城市，3000 个区县经济指标。客户方面，参与共建工银瑞信 FundGPT，部署 WarrenQ-Chat 和 ChatMiner 产品。

图16、WarrenQ2.0 展示



数据来源：恒生电子 WarrenQ，兴业证券经济与金融研究院整理

光子智能助手。光子是金融应用对接大模型的中控平台，串联了“通用工具链+插件工具+金融数据+业务场景”。光子系列包含 7 种产品，提供网络搜索、文档问答、知识问答、金融问答、图表生成和内容质检 6 种插件。光子可以连接模型，包括自身在内的金融大模型，同时提供连接其他大模型的路由。光子可以连接资源，作为连通资源连接器，包括内外部的数据资源、程序资源、接口资源等。光子可以连接应用，既包括新产生的应用，也包括恒生向各个业务域提供的传统应用。

表7、光子产品介绍

光子应用	功能
光子·善策	精准智能洞察客户需求、高效提升投顾工作效率、专业能力。
光子·文曲	提供实时市场数据分析，定制报告模板，满足内容可信度和合规性。
光子·慧营	为运营工作提供智能辅助解决方案，具备文档要素智能提取、智能审核等功能。
光子·方圆	提供内外规数据统一管理、轻松设置合规方案、智能合规问答、指标解答。
光子·问学	提供 AIGC 生成定制培训方案，进行交互式的实战训练。
光子·数见	提供全场景数据整合，透明化的数据安全，并提供交互式的用数体验。

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

LightGPT 大模型底座。LightGPT 经历 80 多个中文金融任务的精细打磨，能让其在具体的金融场景中表现出更高的准确性和专业性。LightGPT 支持私有化和云部署两种模式，使得金融机构可以根据自身的业务需求和安全策略，选择最合适的部署方式。在私有化部署方面，LightGPT 具备轻量化特点，使得它能够在相对

较小的硬件配置上流畅运行，大大地降低了部署成本和复杂性。云部署方式下，LightGPT 支持 API 调用，这进一步提供了与其他系统集成的便利，使得模型可以轻松嵌入到金融机构的现有业务流程中。公司与国君、申万、银河、兴业、长城、易方达等举行了“恒生数智金融新品共建启动仪式”。恒生大模型架构分为数据层-模型层-插件层，数据层构建向量数据库，模型层可以路由多个大模型，插件层适配金融场景。

金融机构加速布局大模型应用，产业趋势值得期待。证券方面，2023 年 12 月，东吴证券秀财 GPT 开启内测；2024 年 1 月，中信证券 Bond Copilot 正式发布。银行方面，工商银行、农业银行、招商银行、平安银行等多家银行推出或探索自研大模型平台。保险方面，中国太保基于大模型技术的数字化员工投入应用等。预期大模型将成为金融机构数字化转型的重点布局，金融机构应用大模型的产业趋势渐进。HithinkGPT 有望对外赋能金融机构，输出模型能力，远期来看公司有望在券商基金之外拓展银行、保险等新客群。截至 2023 年末，我国有国有银行 6 家，股份制银行 12 家，城商行 125 家，农商行 1604 家，共计 1747 家银行；证券公司 140 家；保险公司 237 家；基金公司 142 家；众多金融机构对大模型的潜在需求巨大，行业成长空间广阔。

四、盈利预测与投资建议

● 4.1、核心假设

证券行业利好政策频出，证券行业有望迎来拐点。2024 年 9 月 24 日，国新办就金融支持经济高质量发展有关情况举行新闻发布会，央行宣布降准、降息、降存量房贷利率、首创货币工具支持股票市场。此后资本市场开启强势上涨，9 月 24 日至 12 月 9 日上证指数涨幅 24.32%，沪深 300 涨幅 23.91%，期间日均交易量约为 1.90 万亿。从上市券商业绩来看，2024 年前三季度 44 家上市券商营业总收入 3725.54 亿元，同比下降 2.7%；归母净利润 1037.15 亿元，同比下降 5.72%。2024 年 12 月 9 日，中央政治局召开会议，提出“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策‘组合拳’”以及“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市”我们认为随着经济的修复，美联储加息见顶，投资者风险偏好逐渐修复，资本市场活跃度有望进一步提升，证券行业营收表现和净利润有望进入上行周期。根据协会三年提升计划要求，证券 IT/证券行业总营收为 7%或证券 IT/证券行业利润为 10%，我们认为证券行业 IT 支出将增长。

表8、证券行业 IT 支出

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023
证券行业营业收入(亿元)	2663	3605	4485	5024	3950	4059
增长率(%)	-14%	35%	24%	12%	-21%	3%
证券行业归母净利润(亿元)	666	1231	1575	1911	1423	1378
增长率(%)	-41%	85%	28%	21%	-26%	-3%
证券行业 IT 支出(亿元)	99	217	254	334	374	430
增长率(%)	38%	118%	17%	32%	12%	15%
证券 IT/总营收	3.7%	6.0%	5.7%	6.7%	9.5%	10.6%
证券 IT/净利润	14.9%	17.6%	16.1%	17.5%	26.25%	31.20%

数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

● **营收端假设：**

财富科技收入：公司在核心交易系统市占率较高；UF3.0 和 We6 领跑行业，证券行业业绩拐点已现，未来 4 年预期证券行业核心交易系统迎来密集替换期，财富科技收入预期有较快增长。2021 年至 2023 年公司财富科技业务平均增速 38.8%，我们假设 2024-2026 年定制软件收入增速为-15%/10%/12%。

资管科技及运营与机构服务：受益于资本市场行情较好及市场赚钱效应突出，资管机构规模和业绩预计会有较快增长，带动下游 IT 支出增加，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 3%/8%/14%。

数据业务及创新业务：恒生聚源的数据业务、公司的云业务预计成为未来重要成长业务，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 5%/14%/17%。

企金、保险核心与基础设施 IT：我们假设 2023-2025 年系统集成业务收入增速分别为 5%/10%/15%。

数据风险与平台科技：我们假设 2023-2025 年数据风险与平台科技业务收入增速分别为 5%/15%/10%。

费用端假设：

销售费用率：2021-2023 年公司销售费用率均值为 9.3%，假设 2024/2025/2026 年公司销售费用率为 8.0%/9.0%/9.0%。

管理费用率：2021-2023 年公司管理费用率均值为 13.0%，假设 2024/2025/2026 年公司管理费用率为 12.5%/12.1%/12.0%。

研发费用率：2021-2023 年公司研发费用率均值为 37.2%，假设 2024/2025/2026 年公司研发费用率为 36.1%/34.0%/33.5%。

表9、公司假设

年份		2023	2024E	2025E	2026E
财富科技	收入（亿元）	17.34	14.73	16.21	18.15
	同比增长率	28.3%	-15.0%	10.0%	12.0%
	毛利率	77.3%	73.4%	72.8%	73.1%
资管科技及运营与机构服务	收入（亿元）	31.48	32.57	35.20	40.10
	同比增长率	12.24%	3.0%	8.0%	14.0%
	毛利率	82.6%	77.9%	78.1%	78.0%
数据业务及创新业务	收入（亿元）	9.41	9.88	11.28	13.13
	同比增长率	-1.3%	5.0%	14.1%	16.5%
	毛利率	76.7%	70.0%	89.0%	78.0%
企金、保险核心与基础设施	收入（亿元）	7.00	7.35	8.09	9.30
	同比增长率	23.1%	5.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	36.4%	17.1%	24.7%	27.9%
数据风险与平台科技	收入（亿元）	5.09	5.34	6.15	6.76
	同比增长率	19.1%	5.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	70.3%	70.0%	70.0%	71.0%
营业总收入（亿元）		72.81	73.30	81.19	92.14
同比增速（%）		12.0%	0.7%	10.8%	13.5%
销售费用/营业收入		8.1%	8.0%	9.0%	9.0%
管理费用/营业收入		13.1%	12.5%	12.1%	12.0%
研发费用/营业收入		36.6%	36.1%	34.0%	33.5%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 4.2、盈利预测

金融周期迎来反转，公司作为金融科技龙头公司，下游经营状况好转带来相应 IT 开支能力增强，公司执行降本增效策略，费用率下行。综上，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 14.43/16.39/19.30 亿元，同比增长 1.3%/13.6%/17.7%。对应 2025 年 1 月 10 日收盘价的 PE 分别为 32.7/28.8/24.4 倍。维持“增持”评级短期来看，随着证券行业头部集中、合并整合以及信创化步入深水区，公司作为头部客户供应商优势较为显著。长期来看，我国资本市场发展空间较大，AI 大模型应用方兴未艾，公司技术优势较强，向平台型技术服务商蜕变。公司作为证券 IT 龙头，预期充分受益于资本市场增长，维持“增持”评级。

表10、可比金融科技公司 P/E 估值表（截至 2025 年 1 月 10 日）

证券代码	公司	归母净利润/PE	2023A	2024E	2025E	2026E
600570	恒 生 电 子	归母净利润（亿元）	14.24	14.43	16.39	19.30
		PE	33.1	32.7	28.8	24.4
600446.SH	金 证 股 份	归母净利润（亿元， wind 一致预期）	3.69	3.87	4.61	5.52
		PE	29.57	43.03	36.14	30.19
603383.SH	顶 点 软 件	归母净利润（亿元， wind 一致预期）	2.33	2.44	2.96	3.54
		PE	36.18	27.93	23.01	19.22
699318.SH	财 富 趋 势	归母净利润（亿元， wind 一致预期）	3.11	3.03	3.41	3.85
		PE	53.12	90.04	79.98	70.84

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

- （1）资本市场波动：国内经济复苏不及预期，二级市场景气度承压，市场指数和交投活跃度较低；
- （2）大模型产品落地节奏不及预期：因行业监管、公司战略等原因，大模型产品推进节奏较慢。
- （3）下游开支下滑：证券公司收入承压，软件维护及广告开支下滑。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6070	5877	7573	10079
货币资金	2422	1976	3542	5797
交易性金融资产	1177	1791	1738	1768
应收票据及应收账款	1089	1136	1269	1405
预付款项	24	24	26	30
存货	595	593	676	724
其他	762	357	322	355
非流动资产	8284	8977	9153	9151
长期股权投资	1685	1685	1685	1685
固定资产	1569	1660	1737	1807
在建工程	307	366	411	433
无形资产	928	928	928	928
商誉	699	699	699	699
其他	3095	3639	3693	3599
资产总计	14354	14854	16726	19230
流动负债	5222	4632	5144	5987
短期借款	306	180	180	222
应付票据及应付账款	521	700	729	807
其他	4395	3753	4235	4958
非流动负债	287	251	283	310
长期借款	138	113	135	157
其他	149	138	148	153
负债合计	5509	4882	5426	6296
股本	1900	1894	1894	1894
未分配利润	5149	6120	7230	8538
少数股东权益	816	841	875	912
股东权益合计	8845	9972	11300	12933
负债及权益合计	14354	14854	16726	19230

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	1424	1443	1639	1930
折旧和摊销	184	30	41	40
营运资金的变动	-360	-162	249	511
经营活动产生现金流量	1261	938	1706	2191
资本支出	-904	-171	-153	-141
长期投资	-619	-621	38	133
投资活动产生现金流量	-1503	-884	184	342
债权融资	271	-145	33	69
股权融资	210	0	0	0
融资活动产生现金流量	-3	-495	-324	-278
现金净变动	-244	-446	1566	2255

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7281	7330	8119	9214
营业成本	1832	2281	2414	2683
税金及附加	82	86	95	106
销售费用	590	586	731	829
管理费用	953	916	982	1106
研发费用	2661	2646	2760	3087
财务费用	-15	14	12	13
投资收益	314	250	300	350
公允价值变动收益	-157	200	50	60
信用减值损失	-76	-70	-80	-70
资产减值损失	-102	0	0	0
营业利润	1452	1480	1684	1980
营业外收支	1	-1	-1	0
利润总额	1453	1479	1683	1980
所得税	9	12	10	13
净利润	1443	1468	1673	1966
少数股东损益	19	25	34	37
归属母公司净利润	1424	1443	1639	1930
EPS(元)	0.75	0.76	0.87	1.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	12.0%	0.7%	10.8%	13.5%
营业利润增长率	29.2%	1.9%	13.8%	17.6%
归母净利润增长率	30.5%	1.3%	13.6%	17.7%
盈利能力				
毛利率	74.8%	68.9%	70.3%	70.9%
归母净利率	19.6%	19.7%	20.2%	20.9%
ROE	17.7%	15.8%	15.7%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	38.4%	32.9%	32.4%	32.7%
流动比率	1.16	1.27	1.47	1.68
速动比率	0.91	1.07	1.27	1.50
营运能力				
资产周转率	53.2%	50.2%	51.4%	51.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.75	0.76	0.87	1.02
每股经营现金	0.67	0.50	0.90	1.16
估值比率(倍)				
PE	33.1	32.7	28.8	24.4
PB	5.9	5.2	4.5	3.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn