

计算机/信息技术

恒生电子(600570)

站在 SS&C 肩上，探索恒生下一征程

——海外金融巨头启示

徐紫薇(分析师)

021-38674633

xuziwei@gtjas.com

证书编号 S0880517090004

本报告导读:

SS&C 不断提高客户覆盖范围、拓展产品线、采用客户粘性更高的软件服务收费模式，以及以全球、全业务视角提供解决方案，均是恒生值得借鉴的经验。

投资要点:

- 维持“增持”评级，提升目标价至 103.9 元。维持对公司的盈利预测，2020-2022 年净利润分别为 16.1/23.5/32.1 亿元，EPS 为 1.55/2.25/3.07 元，行业 2020 平均 PE 为 67 倍，提升目标价至 103.9 元。
- 金融 IT 巨头致力于提高客户覆盖范围、拓展产品线。金融 IT 企业不断提高客户覆盖范围和拓展产品线是不变的主题，业务聚焦能够帮助企业奠定市场领先地位。SS&C 业务发展和并购均聚焦投资组合管理与基金管理服务，逐步奠定其基金管理服务全球龙头地位。
- 恒生具有较大的收入提升空间和商业模式改善空间。从收入和净利润规模来看，恒生电子与 SS&C 相比仍有较大差距。未来随着恒生全球化、金融云和中台战略的推进，将逐步拉近与国际金融 IT 巨头的差距。从商业模式来看，SS&C 绝大部分收入来自软件服务收入，产品均以云服务的方式提供。这种商业模式使得 SS&C 具有更高的客户粘性、更低的销售费用和更高的 EBITDA Margin。随着恒生金融云业务的发展，将为恒生电子的商业模式带来边际改善。
- 更全面的规划和产品功能将助力恒生拓展全球业务。未来恒生如果从全球、全业务视角规划产品，有利于公司国际化战略的开展。恒生聚焦 6 大业务领域为金融机构服务，跟 SS&C 相比，恒生仍需继续增强业务能力，进一步完善产品，扩展客户类别，成为龙头金融科技公司，在此基础上积极拓展国际业务，进一步提高收入规模。
- 风险提示：1) 政策与监管风险；2) 金融 IT 行业竞争加剧。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,263	3,872	4,949	6,331	7,984
(+/-)%	22%	19%	28%	28%	26%
经营利润(EBIT)	392	727	1,186	1,844	2,600
(+/-)%	716%	85%	63%	56%	41%
净利润(归母)	645	1,416	1,614	2,350	3,208
(+/-)%	37%	119%	14%	46%	37%
每股净收益(元)	0.62	1.36	1.55	2.25	3.07
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	12.0%	18.8%	24.0%	29.1%	32.6%
净资产收益率(%)	20.3%	31.6%	25.1%	26.5%	26.4%
投入资本回报率(%)	10.9%	13.2%	15.6%	18.0%	18.8%
EV/EBITDA	69.01	76.93	66.60	41.96	28.50
市盈率	135.67	61.84	54.23	37.25	27.29
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 103.90

上次预测: 90.79

当前价格: 83.86

2020.06.06

交易数据

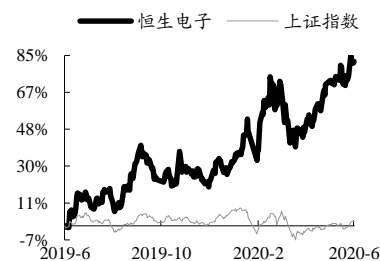
52 周内股价区间(元)	59.65-111.36
总市值(百万元)	87,557
总股本/流通 A 股(百万股)	1,044/1,044
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	13375334.92
日均成交值(百万元)	1282491405.8

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	4,437
每股净资产	4.25
市净率	19.7
净负债率	-62.25%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.38	-0.06
Q2	0.27	0.40
Q3	0.12	0.50
Q4	0.59	0.71
全年	1.36	1.55

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	9%	82%
相对指数	4%	13%	80%

相关报告

金融 IT 龙头开启新征程 2020.04.26

数据中台：让数据产生价值 2020.04.26

Q2 业绩环比改善，全年业绩可期 2019.08.29

RegTech、创新双轮驱动，业绩爆发式增长 2019.03.31

AI 持续创新，持续产品化落地 2018.12.19

模型更新时间: 2020.06.05

股票研究

信息技术
计算机

恒生电子(600570)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 103.90

上次预测: 90.79

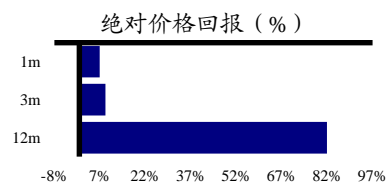
当前价格: 83.86

公司网址

www.hundsun.com

公司简介

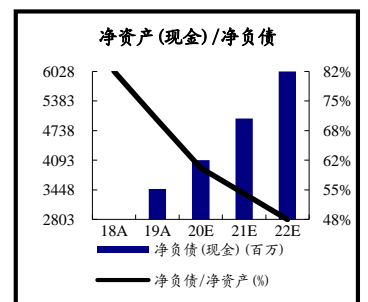
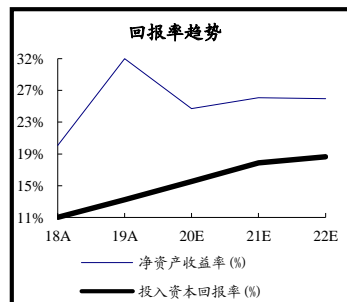
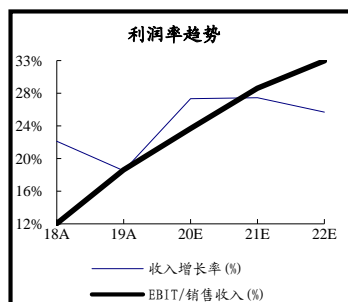
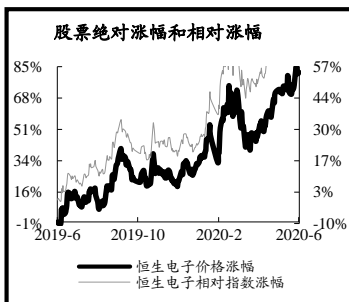
公司是中国领先的金融软件和网络服务供应商。公司聚焦于财富资产管理,致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体的解决方案和服务,为个人投资者提供财富管理工具。



52周内价格范围 59.65-111.36
市值(百万) 87,557

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	3,263	3,872	4,949	6,331	7,984
营业成本	94	125	150	182	218
税金及附加	43	47	60	77	97
销售费用	882	927	1,015	1,076	1,198
管理费用	446	486	544	601	655
EBIT	392	727	1,186	1,844	2,600
公允价值变动收益	-23	135	0	0	0
投资收益	257	475	203	222	232
财务费用	2	3	-62	-99	-161
营业利润	701	1,528	1,742	2,535	3,461
所得税	21	112	128	186	254
少数股东损益	33	0	0	-1	-1
净利润	645	1,416	1,614	2,350	3,208
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	742	4,023	6,504	9,742	13,952
其他流动资产	1,986	218	218	218	218
长期投资	982	862	862	862	862
固定资产合计	293	490	524	552	575
无形及其他资产	1,399	181	171	161	151
资产合计	6,216	8,359	10,935	14,286	18,617
流动负债	2,718	3,176	3,803	4,712	5,742
非流动负债	84	290	290	290	290
股东权益	3,414	4,893	6,841	9,284	12,584
投入资本(IC)	3,474	5,117	7,044	9,486	12,787
现金流量表					
NOPLAT	380	674	1,099	1,709	2,409
折旧与摊销	66	70	75	80	84
流动资金增量	-314	-153	-573	-809	-919
资本支出	-146	-367	0	0	1
自由现金流	-14	224	601	980	1,576
经营现金流	937	1,071	2,073	3,030	3,992
投资现金流	-394	-244	203	222	233
融资现金流	-487	-75	205	-14	-14
现金流净增加额	57	752	2,481	3,238	4,210
财务指标					
成长性					
收入增长率	22.4%	18.7%	27.8%	27.9%	26.1%
EBIT 增长率	716.1%	85.4%	63.0%	55.5%	41.0%
净利润增长率	37.0%	119.4%	14.0%	45.6%	36.5%
利润率					
毛利率	97.1%	96.8%	97.0%	97.1%	97.3%
EBIT 率	12.0%	18.8%	24.0%	29.1%	32.6%
净利润率	19.8%	36.6%	32.6%	37.1%	40.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.3%	31.6%	25.1%	26.5%	26.4%
总资产收益率(ROA)	10.9%	16.9%	14.8%	16.4%	17.2%
投入资本回报率(ROIC)	10.9%	13.2%	15.6%	18.0%	18.8%
运营能力					
存货周转天数	60.8	75.1	106.2	80.7	87.4
应收账款周转天数	17.0	22.6	19.8	21.2	20.5
总资产周转天数	695.4	788.1	806.5	823.7	851.1
净利润现金含量	1.5	0.8	1.3	1.3	1.2
资本支出/收入	4.5%	9.5%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	45.1%	41.5%	37.4%	35.0%	32.4%
净负债率	82.1%	70.8%	59.8%	53.9%	47.9%
估值比率					
PE	135.67	61.84	54.23	37.25	27.29
PB	17.06	18.12	13.62	9.87	7.19
EV/EBITDA	69.01	76.93	66.60	41.96	28.50
P/S	15.88	17.40	17.69	13.83	10.97
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目 录

1. 金融 IT 巨头致力于提高客户覆盖范围和拓展产品线	4
1.1. SS&C 经历了三个发展历程	4
1.2. SS&C 通过杠杆收购、现金收购等方式不断巩固自身市场地位、 丰富产品线	5
2. SS&C 具有更高的客户粘性、更低的销售费用和更高的 EBITDA Margin	9
2.1. SS&C2019 年软件服务收入占比为 83.5%	10
2.2. SS&C 客户分散	11
2.3. 软件服务收入模式保证了 SS&C 的高用户留存率	12
2.4. 恒生收入规模与 SS&C 仍有较大差距	14
2.5. 软件服务的商业模式使得 SS&C 销售费用率更低, EBITDA Margin 更高	15
3. SS&C 以全球、全业务视角提供产品和服务	17
3.1. 资产管理解决方案	18
3.2. 财富管理解决方案	19
3.3. SS&C GlobeOp	21
3.4. 银行与贷款解决方案	22
4. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	23

1. 金融 IT 巨头致力于提高客户覆盖范围和拓展产品线

SS&C 是全球最大的对冲基金、私募股权基金 IT 服务公司，也是最大的共同基金过户代理机构。SS&C 独特的业务模式是将金融服务运营中的端到端专业知识与软件和解决方案结合起来为金融服务和医疗行业中客户提供服务。SS&C 成立于 1986 年，2010 年在纳斯达克上市。目前，员工数量 22000 以上，其中研究和开发人员约 3100 人。另外，公司在全球的 35 个国家的 93 座城市拥有办事处，18000 多家客户，主要分布在机构资产管理、另类投资管理和金融机构垂直市场，客户涵盖对冲基金、私募股权、FOF、资产管理公司、保险公司等。

从 SS&C 的发展历史来看，金融 IT 企业致力于提高客户覆盖范围和拓展产品线是不变的主题，而业务聚焦能够帮助企业奠定市场领先地位，SS&C 聚焦投资组合管理与基金管理服务，并购业务目标明确，聚焦基金管理服务主线，奠定其全球基金管理服务龙头地位。当企业发展到一定阶段，可以通过收购等方式拓展客户类别、丰富产品维度，提高向已有客户交叉销售的机会，进一步细化产品，同时提升市场地位。

1.1. SS&C 经历了三个发展历程

(1) 1986 年~1996 年为高速发展阶段

这个阶段公司内生复合增速达到 83%。公司成立之初主要提供咨询服务以及支持投资管理。1989 年发布首款产品 Camra，一款资产管理报告和会计软件。后来又推出了 FILMS 产品帮助贷款机构管理、分析、报告信贷资产组合情况。1995 年收购了 Chalke 的重要软件产品 PTS (profit testing system)，主要为保险的资产与负债提供模型，产品品类进一步丰富。

(2) 1996 年~2009 年为平稳发展阶段

这个阶段公司收入复合增速约为 20%，公司通过收并购和自研，拓展产品线和客户类型，不断提高公司在基金管理服务领域的覆盖范围和市场地位。

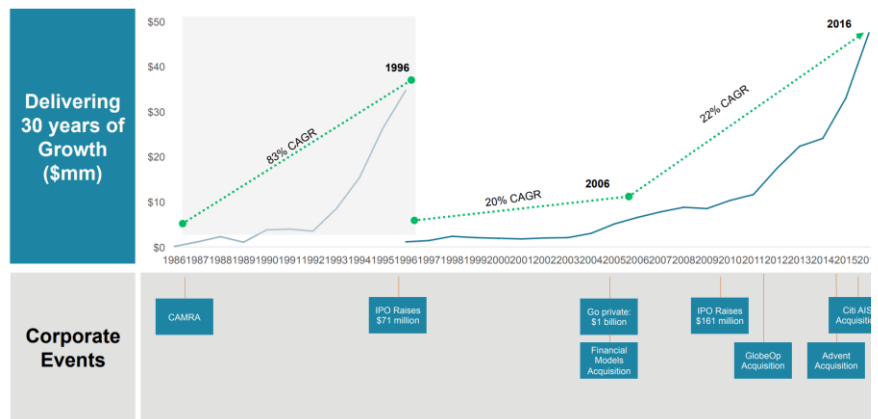
公司在 1997-2009 年期间完成了 27 起收购，1) 拓展客户类别：进入对冲基金和家族理财市场、房地产物业管理市场、离岸基金管理服务市场、基金管理服务市场等；2) 丰富产品维度，提高向已有客户交叉销售的机会，进一步细化产品。

(3) 2010 年~至今公司内生增速趋缓

2010 年，公司第二次 IPO 筹集了 1.61 亿美元，正式上市。2012 年，创建另类投资行业首个移动平台。2010-2018 年公司收入复合增速为 34%。在这一阶段，外延并购助力公司继续成长，公司成长模型为依靠内生实现营业收入增长 5-10%，外延并购贡献 5-10% 收入增速。公司并购的主要目的是扩大和完善产品线，标的主要瞄准金融服务行业。

图 1 SS&C 保持两位数增长速率

SS&C: 30+ Years of Revenue Growth



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.2. SS&C 通过杠杆收购、现金收购等方式不断巩固自身市场地位、丰富产品线

SS&C 通过收购逐步成为全球最大的基金管理服务供应商。公司持续加大在基金管理服务领域的布局，在公司的所有收购经历中，与基金管理外包服务相关的收购共有 14 笔。

公司收购了 GlobeOp 后成为了全球前三的基金管理服务供应商，在 2016 年收购花旗集团另类投资者服务后，成为全球第二大基金服务供应商，并且公司持续通过收购在区域、客户类型等上进一步深化拓展其在基金管理服务领域的布局。目前公司已成为全球最大的基金管理服务供应商。

表 1 公司基金管理服务领域历史并购交易

并购时间	被并购公司名称	并购金额 (百万美元)	并购目的
2003 年 12 月	Amicorp Fund Services	1.8	进入离岸基金管理服务市场
2005 年 2 月	EisnerFast	25.3	该公司为对冲基金、PE、FOF 投资机构提供后台会计和管理产品及服务，为 250 多家基金提供内部会计服务，该收购帮助公司发展其基金管理外包服务。
2006 年 3 月	Cogent Management	12.25	将基金管理服务业务扩展至对冲基金和私募股权市场。
2007 年 3 月	Northport	5	将基金管理外包业务扩展到私募股权市场。
2010 年 2 月	GIPS	12	提供会计和报告、业绩、税务、行政和投资者服务，将基金管理外包服务扩展到私募股权市场。
2011 年 9 月	BDO 爱尔兰子公司 BDO Simpson Xavier 基金管理服务有限公司	5.2	将基金管理外包服务扩展到 UCITS 基金。
2012 年 6 月	GlobeOp Financial Services S.A.	834.4	扩展了对冲基金和其他资产管理行业的基金管理服务，该公司向境内外各类基金提供服务，包括对冲基金、资产管理公司等。GlobeOp 通过使用其软件产品，为对冲基金和其他另类投资经理

			提供全面的境内外基金管理服务包括转帐代理服务、基金资金服务、税务处理、会计处理服务等。此次收购完成后, SS&C 成为市场前三的基金服务提供商, 成为全球最大的独立上市的基金服务提供商, 能够为对冲基金、FOF、PE 等提供全生命周期服务, 服务于 6700 只以上基金 4240 亿美元的管理资产。
2012 年 9 月	Gravity		扩大美国东北部基金管理服务, 增加了 40 个基金服务客户和在另类投资基金服务领域的领先地位。
2012 年 10 月	Hedgematrix LLC	1.69	在美国东南部扩大了基金管理服务, 增加了 20 个对冲基金、家族理财客户。
2013 年 10 月	Prime Management Limited	95	提高了对管理保险相关证券投资该领域基金的服务能力。
2016 年 3 月	花旗集团的另类投资者服务, 包括对冲基金和私募股权领域的基金管理服务。	425	收购完成后, 公司将成为全球第二大的基金管理服务机构, 市占率 14% (行业第一为 State Street 24.8% 市占率, 第三位 Citco, 市占率 11.2%), 增加 265 个客户, 增加了公司在亚太区尤其是香港和新加坡市场的业务。
2016 年 12 月	富国银行的全球基金服务业务 GFS	75.1	GFS 是综合管理、中台、运营、现金和抵押物管理的领先供应商, 管理超过 \$42 billion 的另类资产。本次收购为公司增加了 130 个在香港、伦敦、纽约、Minneapolis 和新加坡的基金客户, 收购后将并入公司的另类资产业务集团。
2016 年 12 月	Conifer 金融服务有限公司	88.5	加强了公司在西海岸的市场地位, 并为基金会、捐赠基金、养老基金、外包 CIO 投资组合等提供了广泛的服务。
2017 年 10 月	CommonWealth Fund Services	16.4	扩大了 SS&C 在加拿大基金管理服务市场的影响力, 推动了公司的国际业务战略。
2018 年 6 月	CACEIS North America	20	扩充了公司在多伦多和纽约的基金管理服务业务。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

(2) 丰富和细化产品解决方案, 拓展更多客户种类

除了基金管理服务以外, 公司通过收购不断丰富和细化产品解决方案, 拓展更多的客户种类。在公司的所有收购经历中, 与此相关的收购共有 39 笔。最有影响力的收购包括 5 笔, 分别是: 2005 年收购了 Financial Models Company 和 Open Information Systems, 2008 年收购了 Micro Design Services, 2015 年收购了 Advent Software 公司, 2018 年 4 月, 以 \$5400.0 Million 收购 DST Systems 公司。

① 拓展客户类别: 进入对冲基金和家族理财市场、房地产物业管理市场、离岸基金管理服务市场等;

② 丰富产品维度, 提高向已有客户交叉销售的机会, 进一步细化产品。

表 2 公司市场扩张和产品细化的历史并购交易

并购时间	被并购公司名称	并购金额 (百万美元)	并购目的
1995年3月	Chalke	10.0	该公司主要产品为 PTS-保险行业资产负债管理软件,丰富了公司的产品条线。
1997年11月	Mabel Systems	0.85	通过投资会计类产品进入欧洲比荷卢市场。
1997年12月	Shepro Braun Systems		进入对冲基金和家族理财市场
1998年3月	Quantra	2.3	借助 SKYLINE 产品进入房地产物业管理市场。
1998年4月	The Savid Group	0.8	扩大债务和衍生产品范围
1999年3月	Hedge Ware		为对冲基金和家族理财市场提供更多产品。
1999年3月	Brookside		扩展了公司咨询服务能力。
2001年11月	Digital Visions	1.35	借助 BANC 商城, PALMS 和 PortPro 产品进入金融机构市场。
2002年2月	Real-time.USA	4.0	借助 Lighting 和 Real-time 产品扩展了金融机构产品。
2002年11月	DBC	4.5	增加了面向承销商、投资银行、市政发行人和财务顾问的市政金融结构产品。
2004年1月	Investment Advisory Network	3.0	借助 Compass 和投资组合管理等产品扩展了财富管理功能。
2004年2月	Neo Vision Hypersystems	1.6	借 Heatmaps 产品添加了数据可视化仪表盘功能。
2004年4月	OMR Systems	2.0	通过 Trade Thru 产品增加了针对金融机构和对冲基金的集成全球产品服务。
2005年2月	Achievement Technologies	0.47	通过 Sam Trak 设施管理产品增强房地产物业管理服务。
2005年4月	Financial Models Company	159.0	FMC 是投资管理技术解决方案的全球领先企业,总部位于多伦多,在美国、澳大利亚和欧洲设有子公司;这项收购将全球财富平台 GWP、Pacer, Pages, Recon、Sylvan、SSCNet 和 SVC 整合到了公司的产品方案中,向全球的机构和财富管理公司提供前、中、后台产品和服务。
2005年6月	Financial Interactive		通过 Fund Runner CRM 产品扩展了另类投资基金产品。
2005年8月	Margin Man	5.6	Margin Man 产品作为担保交易软件扩大了公司进入外汇交易市场的深度。
2005年10月	Open Information Systems	24.0	OIS 的核心产品 M3(Money Market Manager)主要用于银行、经纪/交易商的货币市场发行服务,提供发行和支付代理功能; Information Manager 产品则能帮助银行实现在互联网上的交易、调度、报告、管理工作流和第三方接入。OIS 的客户包括全球领先的银行,公司通过 OIS 的全球债务管理、信息管理和货币市场管理产品进入货币市场、托管和证券借贷市场。
2006年8月	Zoologic	3.0	为金融机构增加了教育和培训课件产品。
2008年10月	Micro Design Services	17.2	MDS 为全球最大的交易所设计和开发实时、关键任务订单路径和执行服务,产品包括 ACA, Block Talk 和 Market Look 等,其核心产品 Market Look Information System 被 45 家经纪公司使用,用户超过 1700 人。这次收购增加了公司在证券行业和交易所场内的业务,增加了在移动端和消息处理上的专业能力。

2009年3月	Evare	3.5	一家金融数据服务供应商-提供金融数据采集、处理和交付服务，补充了公司对中后台机构和对冲基金的服务，提升了其在数据和连接领域的领导地位。
2009年5月	MAXINMIS	7.7	向保险公司、养老基金和机构资产管理机构提供符合合规和管理层汇报要求的投资会计和报告解决方案，增加产品线。
2009年11月	The Next Round	21.0	补充了公司在另类投资管理市场提供 PE 软件和服务，TNR 在 25 个国家拥有超过 225 个客户，是 PE、家族理财、房地产企业和另类资产管理领域的领先软件厂商。
2010年10月	Thinkorswim Technologies	5.0	在经纪/交易商市场中增加了电子 OMS / EMS 产品。
2010年12月	Time Share Ware	30.5	在房地产产品中添加了共享所有权财产管理平台，提供 SOA 架构。
2011年3月	BenefitsXML	15.0	增加了员工福利管理解决方案。
2011年12月	Teledata Communications	0.75	增加了后台搜索和信用检索软件服务。
2012年5月	Thomson Reuters's PORTIA	170.0	增加了投资组合管理软件和外包服务。PORTIA 提供了一套通用的中后台方案，允许投资经理每天跟踪和管理其投资组合。
2014年11月	DST Global Solution	95.0	整合了他的投资和基金会计平台 HiPortfolio 和投资数据管理和分析平台 Anova，该公司在全球拥有 155 家客户。
2015年7月	Advent Software	2600.0	Advent 是核心应用程序的领先供应商，产品包括 Geneva、APX 和 Moxy，在 50 多个国家有超过 4300 个买方客户，收购 Advent 加强了公司在全球金融机构和投资管理领域领先的软件和服务供应商地位（收入规模大幅增加（\$1.2billion 收入规模,超过 90%recurring 收入，超过 95%续费率，客户分散最大客户收入占比小于 3%），产品和服务组合更加丰富）。公司为了收购发行了\$3billion 的债券和 \$400million 的股权，债务/EBITDA 上升至 5.3 倍，公司预计次年该债务比例下降 0.8 倍。公司预计收购对 2015 年下半年、2016 和 2017 年分别贡献 1%、1.5%、2%的收入增速。
2015年11月	Primatics Financial	116.0	Primatics EVOLV 平台是一个基于云的，为持有贷款的金融机构提供会计、预测、监管合规报告、压力测试等解决方案。
2015年9月	Varden Technologies	25.0	Varden 的端到端通信解决方案为投资管理公司添加了基于云的客户和顾问沟通解决方案，帮助客户简化公司运营。
2016年10月	Salentica CRM		整合进公司的财富管理平台，增加公司在 CRM 领域的专业能力，旨在为客户提供财富管理 CRM 方案。
2016年12月	Conifer 金融服务有限公司	88.5	加强了公司在西海岸的市场地位，并为基金会、捐赠基金、养老金、外包 CIO 投资组合等提供了广泛的服务。
2017年10月	Modestspark		该公司金融咨询公司和财富管理公司提供领先的数字化服务，可以跟 SS&C 的投资组合会计解决方案进行融合，帮助更多的公司实现更简化的客户沟通。
2018年4月	DST Systems	5400.0	帮助 SS&C 深入机构、另类投资、财富管理和健康领域布局，尤其是美国的退休基金领域，DST 是全球最大的基于 SaaS 的退休基金服务商。DST2017 年收入预计\$3.9billion,EBITDA 预计\$1.3billion，其客户续费率高于 90%。公司发行债券和股权获得资金，债务杠杆预计达到 5 倍，后续每年下降 0.7 倍。

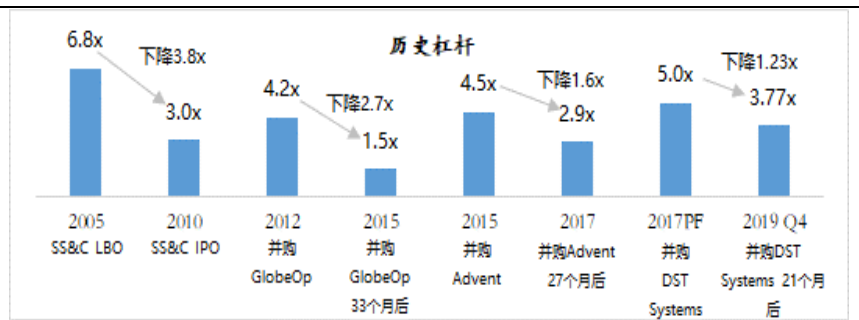
2018年10月	Eze Software	1450	Eze 是全球领先的投资管理软件解决方案供应商，旨在优化整个投资过程中的运营和投资 alpha,提供投资管理平台、交易和分析、组合分析和建模、合规和监管报告、佣金管理和投资和组合会计等产品。这次收购加强了 SS&C 的交易平台和前台的能力，收购本身具有很高的协同（客户的交叉销售和成本节约）。
2018年11月	Intralinks Holdings	1500.0	Intralinks 是全球银行、交易和资本市场的领先金融科技提供商，业务上可以在其 4500 个银行客户、另类投资机构和蓝筹股企业客户上进行交叉销售，Intralinks 的收并购管理方案可以销售给 SS&C 存量客户，财务上公司看中其较高的收入增速（8-9%）、高 Recurring 收入和高经营利润率，技术上 Intralinks 拥有全球一流的安全技术。
2019年9月	Globacom 公司的 Investrack 业务		增强公司为数字投资者提供的服务，并增加一流的技术、人员和专业知识。
2019年11月	IBM 旗下的 Algorithmics	88.8	添加了基于云的风险分析和监管解决方案

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

(3) 杠杆收购

公司采用发行债券/股权等方式获取资金进行收购，再通过对收入和现金流的增加在后续年份降低债务比率。所以几次大型并购，公司在财务上都较为重视其收入规模，recurring 收入和客户续费率，从公司历史的杠杆率情况来看，基本上实现了其并购时测算的下降幅度。

图 2 历史去杠杆记录



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2. SS&C 具有更高的客户粘性、更低的销售费用和更高的 EBITDA Margin

从收入和净利润规模来看，我国金融 IT 龙头恒生电子与 SS&C 相比仍有较大差距。未来随着恒生全球化、金融云和中台战略的推进，将逐步拉近与国际金融 IT 巨头的差距。

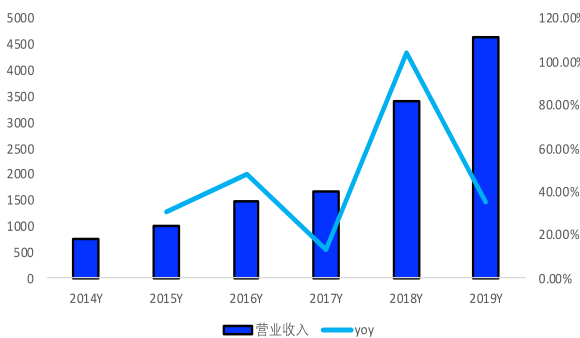
从商业模式来看，SS&C 绝大部分收入来自软件服务收入，产品基本上均以云服务的方式进行提供。这种商业模式使得 SS&C 具有更高的客户粘性、更低的销售费用和更高的 EBITDA Margin。随着恒生金融云业务的发展，将为恒生电子的商业模式带来边际改善。

2.1. SS&C2019 年软件服务收入占比为 83.5%

2019 年公司实现营业收入 46.33 亿美元，同比增加 35.40%，2014-2019 年复合增长率为 43.26%；因公司在 2018 年进行了几笔大型并购，带来了收入的大幅增长（104.21%）。公司 2019 年收入中，75% 的收入来自北美地区。

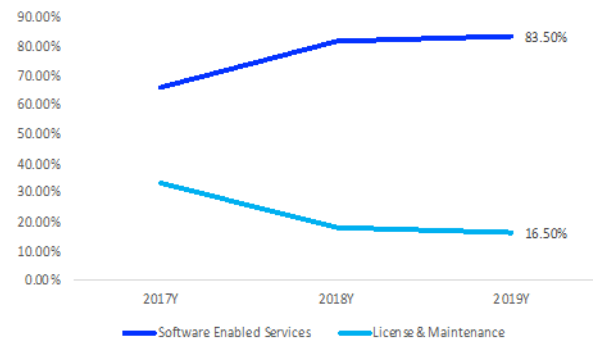
公司软件服务收入占比逐年提升，2019 年公司软件服务收入为 36.89 亿美元，授权及维护收入为 7.64 亿美元；公司 2019 年软件服务收入占 83.50%，较 2018 年小幅上升，达到近 3 年最高值。

图 3 SS&C 收入 5 年复合增速 43.26%
(单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4 SS&C 软件服务收入占比逐年提升

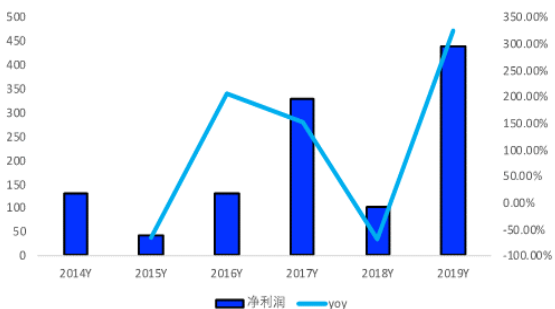


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2019 年公司实现净利润 4.39 亿美元，同比增加 324.90%；2018 年净利润为 1.03 亿美元，同比下降 68.62%；2014-2019 年净利润复合增长率达到 27.31%。2019 年净利润的大幅上涨主要由于 2018 年净利润基数低（2018 年净利润下滑因为产生了 2.8 亿美元的利息支出）

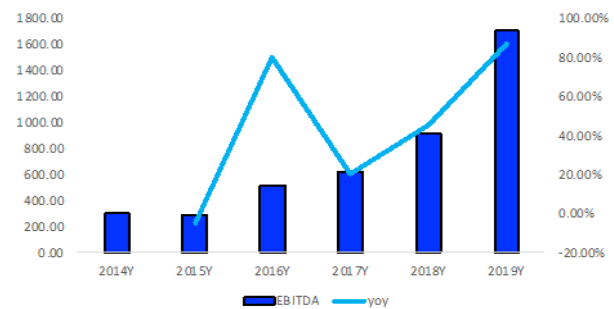
2019 年公司 EBITDA 为 17.12 亿美元，同比增长 87.16%；2018 年公司 EBITDA 为 9.15 亿美元，同比增长 45.8%。公司近 2 年 EBITDA 增速逐年上升，主要得益于较好的成本控制，2019 年公司的研发费用，销售费用，一般及行政费用同比涨幅均低于 2018 年，涨幅分别为 20.6%、67.7%、17.6%，2018 年对应的涨幅为 107.6%、78.1%、162.0%。

图 5 2019 年净利润大幅增长 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6 近几年 EBITDA 增速逐年上升 (百万美元)

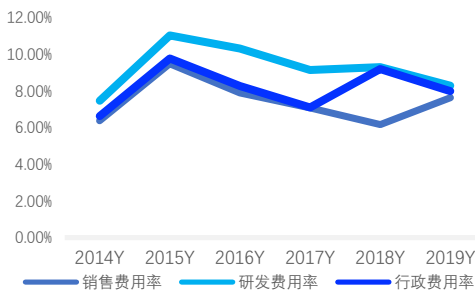


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司 2019 年销售费用为 3.54 亿美元，同比增长 67.7%，销售费用率为 7.64%，比 2018 年上涨 1.47 个百分点。公司 2019 年研发费用为 3.84 亿美元，同比增长 20.75%，研发费用率为 8.28%，比 2018 年下降 1.02 个百分点，近 6 年平均研发费用率为 9.26%。公司 2019 年一般行政费用为 3.69 亿美元，同比增长 17.6%，一般行政费用率为 8.0%，比 2018 年下降 1.2 个百分点。

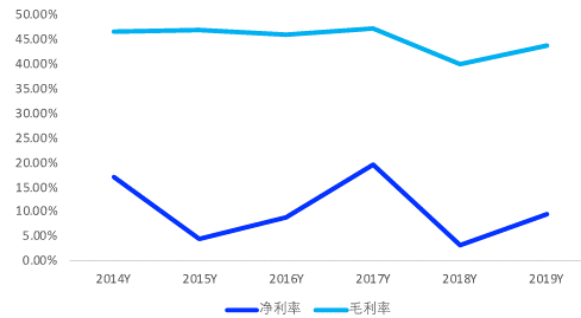
公司毛利率水平整体较为稳定，2019 年公司毛利率小幅回升至 43.63%，6 年平均毛利率为 45%。

图 7 公司费用率呈下降趋势



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

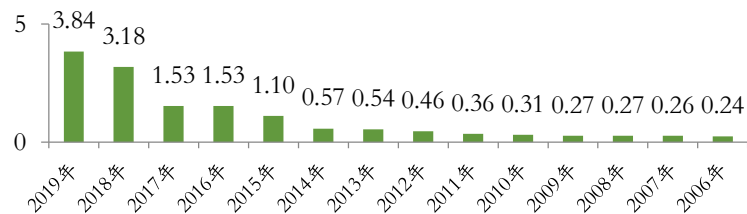
图 8 公司毛利率水平较为稳定 (单位：百万美元)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

为了保持竞争优势，必须定期推出新产品和创新产品。同时，公司开发了一套全面的产品分析流程，确保产品的高性能和高质量。因此，公司历年的研发费用基本呈上升曲线。2019 公司研发费用为 3.84 亿美元，占公司收入 8.28%。公司 2018 年和 2019 年研发投入翻倍增长，与公司 2018 年收购 DST 相关。DST 的软件开发和维护工作着重于引入新产品和服务，以及增强其现有产品和服务，DST 公司 2017 年、2016 年、2015 年的软件开发，维护和提升成本(包括资本化软件开发成本)分别为 2.43 亿美元，2.173 亿美元和 2.055 亿美元。另外，受金融机构内部数字化转型趋势影响，公司基于人工智能 (AI) 和机器人流程自动化 (RPA) 的新产品和技术的研究需要投入更多成本。

图 9 2006-2019 年研发费用 (单位：亿美元)



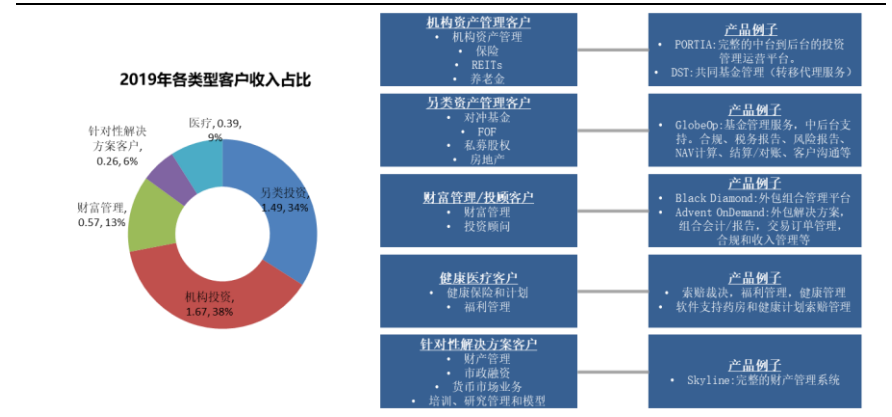
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. SS&C 客户分散

2019 年 SS&C 实现净利润 4.39 亿美元，其中 77% 来自美国金融机构，19% 来自欧洲中东非洲客户，4% 来自亚太地区的客户。金融机构客户包括跨国银行、零售银行和信用合作社、对冲基金、私人股本基金、基金

的基金和家族理财室、机构和零售资产管理公司、保险公司和养老基金、市政金融集团、经纪人/交易商、金融交易所、商业贷款机构、房地产贷款机构和房地产管理公司。医疗行业客户包括健康保险公司、健康计划和福利管理员。客户包括许多在金融服务和医疗保健行业的最大和最知名的公司。前 10 大客户约占总收入的 16%，但没有一个客户占总收入 5% 以上。

图 10 公司客户分散



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

按产品组划分的收入分布情况看，公司的主要收入来源于投资组合管理/会计产品组，该产品组收入占总收入比重超过 90%。此外，贷款管理/会计产品组实现了快速增长，复合增长率超过 30%。

图 11 2008-2017 年收入分布（按产品组划分）

按产品组划分的收入	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
投资组合管理/会计	1546165	1347736	918888	691915	640075	476703	290927	261736	222208	225567
贷款管理/会计	60824	64267	14205	8382	6683	7174	7681	4974	4608	5189
交易/固债业务	33093	32171	31992	32705	32949	36640	41118	40239	22952	27664
财产管理	17218	17833	16176	15217	14622	14830	14983	5578	5343	5874
货币市场处理	8421	9299	8677	9421	8279	6169	5786	5143	4514	4032
金融模型	8148	8928	9078	8664	8366	8325	7810	8786	8475	8685
培训	1426	1202	1269	1557	1728	2001	2523	2449	2815	2995

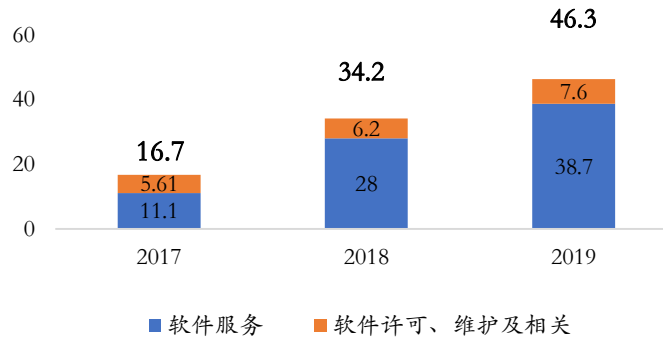
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.3. 软件服务收入模式保证了 SS&C 的高用户留存率

SS&C 收费模式主要包括两类，分别是软件服务（software-enabled services）、软件许可，维护费及相关（License, maintenance and related）。软件服务收费方式的初始合同期为 1~5 年，每月或每季度付款。在初始合同期限结束后，后续自动进行年度更新，除非一方结束合约；软件许可、维护费收费方式即一定期限/永久的软件使用许可，每年收取维护费的方式。目前，软件服务收费模式占总收入 80% 以上，是公司目前采用的主要收费模式。该种收费模式有利于提升客户粘性，目前，SS&C 客户留存率达 90% 以上。

图 12 软件服务是主要收入来源（单位：亿美元）

2017-2019收入情况分布 (按收费模式)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

软件服务 (software-enabled services) 收费模式下, 公司提供的解决方案/产品如下表所示。在该种收费模式下, 解决方案/产品通过 SaaS 或云服务模式为客户提供服务。从表中可见, 该种收费模式下, 公司的解决方案/产品提供的服务方式主要包括托管外包、SaaS 和云服务三种模式。

表 3 SS&C 软件服务收费模式下的产品及解决方案

解决方案/平台	产品	服务方式
SS&C GlobeOp	SS&C GlobeOp 基金托管平台	托管外包
SS&C Asset Management Solutions	TA 2000	托管外包
	TRAC systems	
	FAST platform	
	buledoor	
	Percana	
Black Diamond Wealth Platform	Black Diamond Wealth Platform	托管外包
Advent Outsourcing Services	Advent Outsourcing Services	外包服务, 除 Advent OnDemand (Advent 的一个资产管理解决方案) 预先配置 SaaS 交付
Advent Data Solutions	Advent Custodial Data	SaaS
	Advent Corporate Actions	
	Advent Portfolio Data	
	Advent Market Data	云服务
ALPS Advisors	ALPS Advisors	SaaS
Virtual Data Rooms (Intralinks)	Virtual Data Rooms (Intralinks)	SaaS
Healthcare Services	Pharmacy Solutions	SaaS
	Healthcare Administration	软件许可证、远程和业务提供 流程外包 (“BPO”)
	Health Outcomes Optimization	SaaS

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

软件许可, 维护费及相关 (License, maintenance and related) 收费模式下的解决方案/产品如下表所示。在该种收费模式下, 公司的很多解决方案/产品的服务模式也是云服务。

表 4 SS&C 软件许可，维护及相关收费模式下的产品及解决方案

解决方案/平台	产品	服务方式
Portfolio Accounting Software 组合会计软件	Geneva 全球组合管理平台	
	Advent Portfolio Exchange (APX) 组合交易	可提供云服务
	Axys 组合管理与报告系统套件	
	Global Wealth Platform	云解决方案
	HiPortfolio	
	PORTIA CAMRA	云服务，或者外包
Portfolio Management Software 组合管理软件	SS&C Singularity	云解决方案
	Performance and Performance Attribution (Sylvan, Insight)	
	Reporting (Vision FI)	
	Reconciliation (Recon)	
Trading Software 交易软件	Moxy (订单管理)	
	Eze OMS (订单管理)	
	Execution Management (Eze EMS) 执行管理	云平台
	AWD 业务流程管理平台	
Banking and Lending Solutions 银行与贷款解决方案	EVOLV	云服务
	Precision LM	
Research, Analytics, and Training 研究，分析和培训	Tamale RMS	
	SS&C Research, Analytics and Consulting (RAC)	
	SS&C Learning Institute	

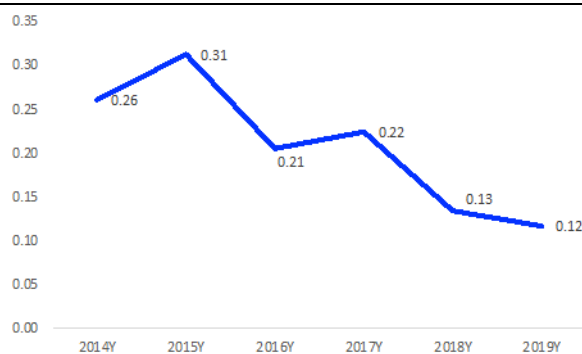
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.4. 恒生收入规模与 SS&C 仍有较大差距

从收入规模来看，恒生与 SS&C 的收入规模有较大的差距，2019 年恒生的收入为 38.72 亿人民币，2019 年 SS&C 的收入规模为 46.33 亿美元，按照 5 月 19 日汇率（美元：人民币=7.1），恒生的收入规模仅为 SS&C 收入规模的 12%。

2014-2019 年间，恒生维持较为稳健的收入增长，以内生增长为主，复合增速为 22.18%。而 SS&C 因为在此期间做了几次大型并购，收入的复合增速为 43.26%；两公司在此期间的收入差距逐渐拉大。

图 1 2019 年恒生电子收入规模仅为 SS&C 收入规模的 12%



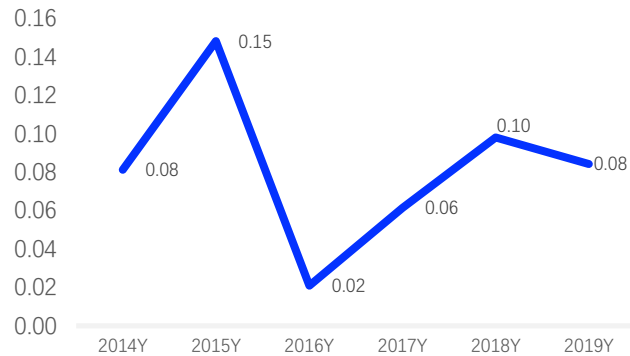
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从 EBITDA 来看，两家公司差距同样明显。2019 年恒生的 EBITDA

为 10.24 亿人民币，同比上涨 60.82%，SS&C 的 EBITDA 为 17.12 亿美元，同比上涨 87.16%。按照 5 月 19 日汇率（美元：人民币=7.1），恒生的 EBITDA 仅有 SS&C 的 8%。除了收入差距以外，恒生较高的销售费用、管理费用和研发费用也使得差距更为明显。

2 家公司 2014-2019 年期间复合 EBITDA 增速接近，恒生 14-19 年复合增长率为 42.44%，SS&C14-19 年复合增长率为 41.39%。

图 14 2019 年恒生电子的 EBITDA 仅占 SS&C 的 8%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

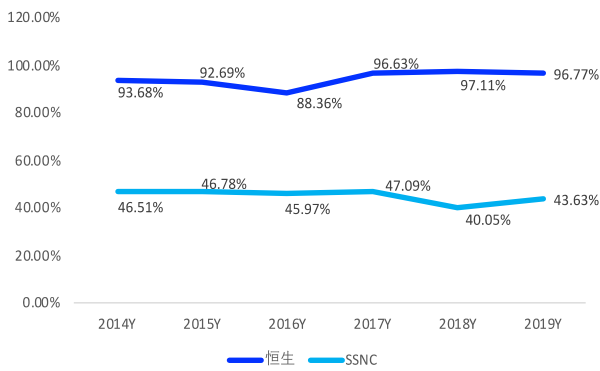
2.5. 软件服务的商业模式使得 SS&C 销售费用率更低，EBITDA Margin 更高

恒生毛利率水平远高于 SS&C。近 6 年来恒生平均毛利率一直维持在较高的水平，6 年平均毛利率为 94.21%；体现出恒生高度产品化的特征。SS&C 近 6 年平均毛利率为 45.00%，一方面由于公司业务主要为软件服务，并且公司面临金融服务公司 IT 部门内部开发的服务信息系统的竞争以及医疗服务软件市场的竞争，可能会导致价格及市场份额的下降，毛利率存在下降的可能性。

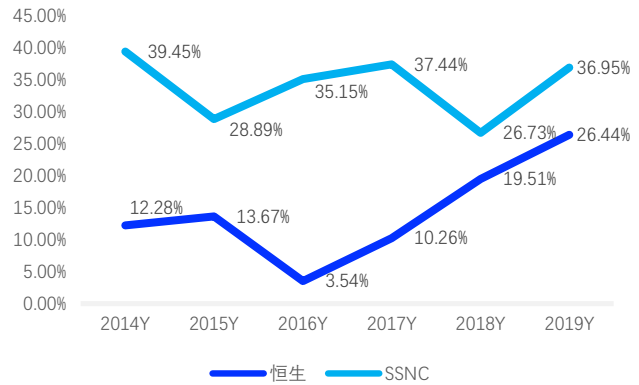
2019 年两家公司的 EBITD Margin 均有所上升，SS&C EBITDA Margin 高于恒生电子。恒生 2019 年 EBITD Margin 为 26.44%，较 2018 年上升了 6.93 个百分点，且在 2016 年 EBITD Margin 仅有 3.54% 的情况下，之后每年都在上升，与 SS&C 的差距逐渐缩小，6 年平均 EBITD Margin 为 14.28%。SS&C 得益于 2019 年良好的成本控制，EBITD Margin 在 2018 年下滑至 26.73% 后重新回到 36.95%，上升了 10.22 个百分点，仅次于 2014 年的 39.45%，6 年平均 EBITD Margin 为 29.65%。

图 25 恒生电子毛利率水平高于 SS&C

图 16 EBITD Margin 2016 年后持续上升，仍低于 SS&C



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



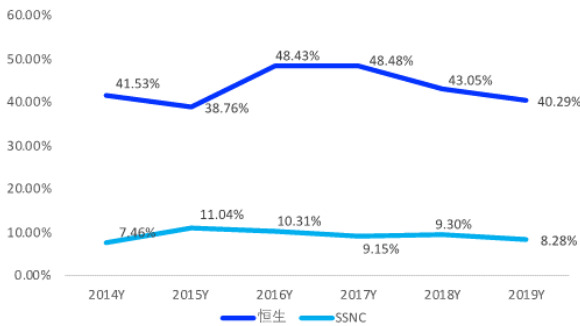
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

恒生长期重视研发投入，14-19年每年研发费用复合增长率为21.45%。18、19年增幅略有下降，分别同比增长8.68%和11.06%。2018年SS&C研发投入翻倍至3.18亿美元，至此超过恒生的研发费用规模。但从研发费用率来看，恒生的研发费用率一直保持在40%以上，而SS&C的研发费用率仅为个位数，近六年平均水平仅有9.26%。

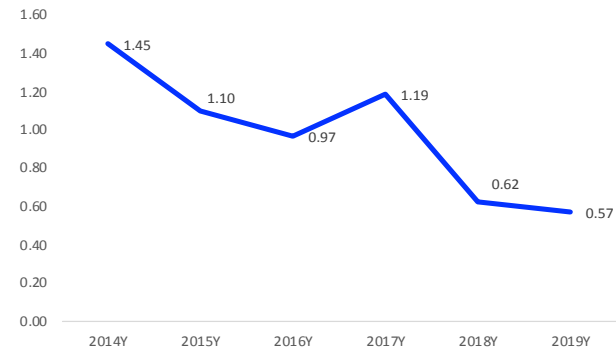
从恒生高研发投入来看，公司注重长远发展而非短期利益最大化。随着金融科技赛道的竞争加剧以及中国金融市场的国际化，恒生持续的研发投入可以帮助其在未来更加激烈的竞争中脱颖而出，进一步巩固其在国内的领先地位，缩小与SS&C等国外金融科技巨头的差距。

图 37 恒生电子研发费用率远高于 SS&C

图 18 SS&C 研发投入规模在 2018 年超过恒生电子



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



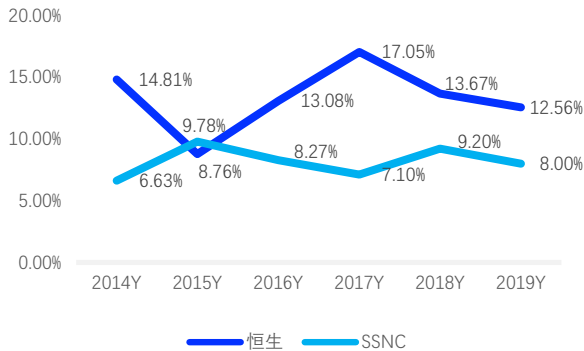
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

整体上恒生的管理费用率略高于SS&C。2019年恒生的管理费用为4.86亿，同比增长9.0%，14-19年复合增长率为18.2%。管理费用率为12.56%，较2018年下降1.11个百分点。SS&C 2019年一般行政费用为3.69亿美元，同比上升17.6%，14-19年复合增长率为24.70%。公司2019年行政费用率为8.00%，较2018年下降1.2个百分点。

恒生的销售费用率远高于SS&C的销售费用率，跟两家公司的商业模式有关，恒生仍以传统的软件销售为主，而SS&C更多的以SaaS服务为主，可以大幅降低公司销售费用。恒生的销售费用率一直较高，2019年销售费用9.27亿元，同比增长5.05%，14-19年复合增长率为21.0%。销售费用率为23.93%，六年平均销售费用率为26.82%，销售费用率有下降的趋势。SS&C 2019年销售费用为3.54亿美元，同比上涨67.7%，

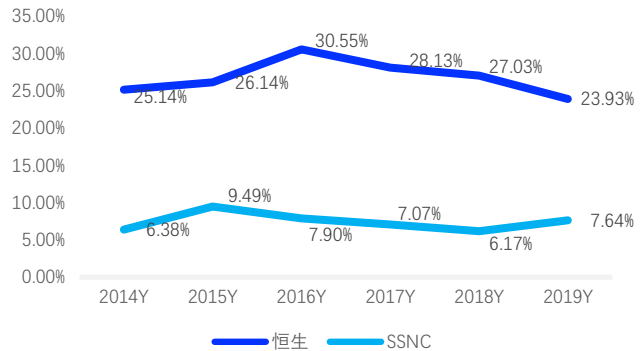
销售费用率为 7.64%，6 年平均销售费用率为 7.44%。

图 49 恒生与 SS&C 管理费率均呈下降趋势



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 20 恒生电子销售费用率高于 SS&C，但差距在缩小



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. SS&C 以全球、全业务视角提供产品和服务

SS&C 为金融行业提供从前台到后台的完整的解决方案，具体产品和服务包括让客户能够自动化和一体化前台办公的功能，如交易和建模；中台功能，如投资组合管理和报告；后台职能，如会计，绩效评估，核对，报告，处理和清算。SS&C 的解决方案使客户能够专注于核心业务，更好地监控和管理投资业绩和风险，提高运营效率，降低运营成本。

图 21 SS&C 解决方案全景图



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

SS&C 以全球和全业务视角提供软件产品和服务，因此，将产品推向其他类型客户和北美以外地区时，壁垒小。目前恒生电子采用的是跟随政策，如监管每放开一个新的业务品种，恒生才开始准备对应的系统与解决方案，未来恒生如果从全业务视角规划产品，有利于公司国际化战略的开展，降低壁垒。恒生聚焦 6 大业务域为金融机构服务，跟 SS&C 相比，恒生仍需继续增强业务能力，进一步完善产品，扩展客户类别，成为金融行业的龙头金融科技公司，在此基础上积极拓展国际业务，提高收入规模。

图 22 SS&C 产品线全景图



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1. 资产管理解决方案

SS&C的资产管理平台管理的资产规模为22万亿,服务于57国家的1300多个客户。投资账户支持全资产类别和各种复杂策略,支持的账户类型包括:个人账户、统一账户、家庭账户、SMA、UMH。主要的客户类型包括:机构客户、财富管理公司和保险公司。平台的服务内容覆盖了资产管理的前中后台,提供的服务内容主要包括:组合管理与交易、组合调整、交易后清算和结算、客户沟通和报告、绩效评估与归因、数据管理、市场数据、托管数据服务。另外,平台提供托管外包服务和云服务。

与恒生对比:

(1) 服务方式

SS&C 资管解决方案提供托管外包和云服务,另外,根据客户需求不同提供各种定制功能服务,如报表定制。

恒生资管解决方案主要是为客户建设整套的资产管理系统,后续为客户提供系统维护服务。目前,国内客户托管服务和云服务模式接受程度低,另外,主要是出于数据安全考虑。

(2) 收费方式

SS&C 资管解决方案的收取费用的模式为软件服务费 (software-enabled services),服务费根据客户管理资产规模、管理资产类别复杂度、交易数量和客户要求的服务水平收取。

恒生的资管解决方案采用软件销售模式一次性收取,后续为客户提供维护服务,收取维护费。

(3) 解决方案内容差异

SS&C 的资产管理解决方案提供从组合管理与交易到数据管理服务等全面的端到端的解决方案。恒生主要是以提供系统产品为主。

- 组合管理与交易: 恒生策略分析、组合管理产品在数据、模型、策略研究及建议等方面的支持能力较弱,以投资分析师自身分析研究为主。一方面,恒生没有相应的数据积累;另一方面,恒生在具体金融工程、投资研究能力上还存在一定的短板。在交易管理上,恒生的O45产品做到了全资产类别支持,指令管理、交易管理、交易前、后合规等功能都较为完善,在投资交易环节恒生在国内市场独占鳌头;

- 对账：由于客户使用的财务系统与投资交易结算系统的供应商往往不是同一供应商，所以客户对账过程中会存在一些问题，常常存在两套系统之间会计科目不一致导致对账困难问题；
- 清算和结算：目前恒生在二级清算上实现了自动化交易，一级法人清算功能有待进一步完善；
- 客户沟通与报告：恒生的客户报告需更个性化，客户体验需进一步改善；
- 数据管理：恒生现已推出数据中台，但在数据治理、数据管理能力有待进一步提升；
- 市场数据：SS&C 连接了多个市场数据源，国内数据源的连接主要由客户根据自身需求去连接；
- 数据管理服务：客户不能保存客户数据信息，因此在数据管理服务后续需继续跟进监管变化。

图 23 SS&C 资产管理平台功能较为完善，恒生仍有较大提升空间



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

3.2. 财富管理解决方案

SS&C 的财富管理解决方案得到 1500 多个顾问公司的认可。排名前 100 名的投资顾问公司中的 60 家都是其客户。排名前 25 名的客户中有 1/4 是其客户。增长最快的 25 名顾问公司中，超过 50% 都是其客户。目前，公司共有 1400 多个客户，分别包括：投资顾问、财富管理人、IBDs、RBDs。

SS&C 的财富管理平台 Black Diamond Wealth Platform 的主要功能包括：

- 投资顾问: 组合管理、净值报告、整合、客户报告、简报、公司报告、再平衡器、账单管理、数据挖掘、经验分享、另类资产管理。
- 客户: 根据每个客户的独特状况提供量身定制内容; 整个顾问与客户的互动和决策过程可视化; 集成风险分析, 提供投资和财务计划对话; 客户可以选着移动端或 WEB 登陆平台。
- 整合功能: 监管整合、财务计划、客户关系管理、投资组合分析、交易与再平衡、其他集成。

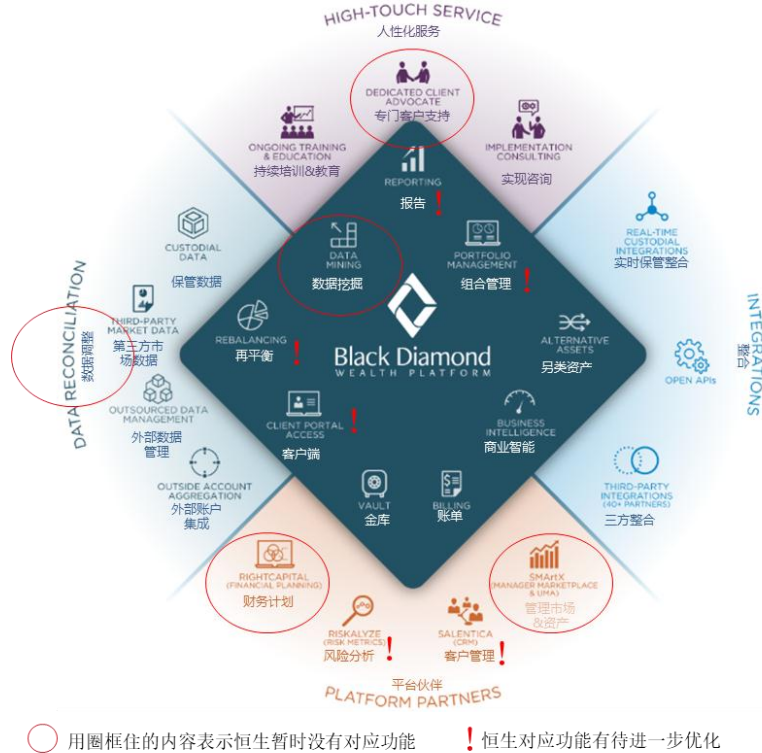
与恒生对比:

- (1) **服务方式:** SS&C 财富管理平台以云服务或托管外包方式为客户提供服务, 恒生主要是为客户提供软件产品;
- (2) **收费模式:** 服务方式的不同也使得 SS&C 与恒生所采用的收费模式不同。SS&C 采用软件服务费模式, 根据客户订阅情况按月或按季收费。恒生主要是销售软件产品, 一次性收取软件产品费用, 后续根据客户维护需求, 收取维护费;
- (3) **解决方案:** SS&C 财富管理平台整合了公司及合作伙伴的财富管理功能, 形成了完整的财富管理解决方案。

恒生财富管理暂时没有的功能: 恒生的财富管理解决方案暂时没有数据挖掘、数据调整、财务计划、管理市场&资产和客户专门支持方面的功能。数据管理方面由于受监管限制, 恒生在数据管理方面提供的服务受限; 财务计划的缺失主要是与目前国内财富管理现状相关, 目前国内财富管理是以卖产品为主, 后续随着财富管理转型, 该功能急需补充; 管理市场&资产能力的缺失与我们是聚焦金融科技监管相关, 恒生的定位是科技公司, 因此不接触金融实际业务; 专门客户支持功能恒生后续需进一步完善。

恒生财富管理可以完善的功能: 恒生财富管理解决方案能进一步完善客户端、组合管理、组合再平衡、报告、风险分析和客户管理功能。目前, 客户端功能需进一步完善, 提升客户体验; 组合管理和组合再平衡相应的模型模块需要进一步完善; 再风险分析功能上, 恒生需进一步提升风险计量功能; 客户关系管理功能需进一步完善; 报告功能根据客户需求提供个性化报告。

图 24 Black Diamond Wealth Platform



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

3.3. SS&C GlobeOp

SS&C GlobeOp 是公司的基金管理服务平台，平台管理 1.7 万亿资产，是全球最大的另类投资基金管理服务平台。2013 年至 2018 年间，SS&C 的市场份额从 9% 增加到 19%。

图 25 SS&C GlobeOp 市场份额排名第一

2018 美国另类投资基金管理公司管理资产规模

Company	Alternative AUA (\$bil)	%
1 SS&C GlobeOp	\$1,680	19%
2 State Street	\$1,270	15%
3 Citco	\$1,156	14%
4 Bank of New York	\$913	11%
5 Northern Trust	\$508	6%
6 SEI	\$529	6%
7 MUFG	\$439	5%
8 Morgan Stanley	\$271	3%
9 U.S. Bancorp	\$219	3%
10 Gen II	\$175	2%
Total Top 10	\$7,142	84%
Total Reported	\$8,496	100.0%

数据来源：公司公告

服务的基金类型：对冲基金（在岸和离岸）、FOF、私募股权基金、实物资产基金、托管账户平台、家族办公室基金、机构投资者。

收费方式：software-enabled services。平台收取的服务费是关于管理资产规模、管理资产复杂度、交易数量和客户要求的服务水平的函数。

具体功能包括：基金会计、投资者关系、风险分析、基金的净资产价值、中台服务、管理和财务报告。另外，GlobeOp 还为客户提供基金注册与基金发行服务。

图 26 SS&C GlobeOp 功能

基金管理	投资者服务	风险服务
<ul style="list-style-type: none"> 估值 定价和NAV 融资报告 日、周、月末NAV 基金业绩报告 审计支持 财务/合规报告及税务服务 	<ul style="list-style-type: none"> 投资流程服务 官方账簿和记录保存 投资者沟通、审计、尽职调查、查询、报告 基金经理定制报告 份额登记 转让代理 注册办事处及公司秘书服务 	<ul style="list-style-type: none"> 头寸和风险暴露报告 压力测试 VaR 弹性参数计算 支持UCITS III指令
估价控制	现金管理/执行服务	中后台服务
<ul style="list-style-type: none"> 独立资产估值 OTC服务 交易捕获和维护 估值 押品管理 调整-头寸、估值、现金、押品 文件管理 结算流程 信用衍生品自动更新 多个数据和定价供应商 异常报告 ... 	<ul style="list-style-type: none"> 现金管理入口，每日现金预测报告，单源访问 外汇现货、远期、互换，金属，贷款和存款 欧洲固定收益产品 实时报价 DTCC合格信用衍生品交易日期电子确认 实时交易监控与通知 	<ul style="list-style-type: none"> 安全管理和静态数据处理 连接各式前台和订单管理系统 日和月交易、现金和头寸调整 结算流程，失败报告 OTC流程 贷款流程 抵押品管理 独立估值和数据管理 日组合损益表 风险暴露计算和报告 公司行动支持

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

3.4. 银行与贷款解决方案

SS&C 的 EVOLV 平台实现自动化的数据管理、计算和报告会计流程；捕获关键信贷信息，自动化存储；整合所有业务线的数据和模型，执行信用风险高级分析方法。

图 27 EVOLV 平台功能

会计	存储	信用
<ul style="list-style-type: none"> ASC 310-20 (FAS 91) ASC 948-10 (FAS 65) ASC 825-10 (FAS 159) ASC 805 (FAS 141R) TDR 识别 非应计/冲销 	<ul style="list-style-type: none"> ASC 450 (FAS 5) ASC 310-10-35 (FAS 114) ASC 310-30 (SOP 03-3) CECL IFRS 9 Impairment 归因分析 	<ul style="list-style-type: none"> 信用集中度分析 模型执行平台 特定审阅 workflow 工具 情景分析 敏感性分析 信用压力测试

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

SS&C 银行与贷款解决方案主要集中与银行核心业务，如资产负债管理、风险管理等。与 SS&C 不同，恒生的银行解决方案主要集中于银行财富、票据业务、交易银行、中间业务等。

4. 盈利预测与估值

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 16.14/23.50/32.08 亿元，对应 EPS 为 1.55/2.25/3.07 元。A 股金融 IT 公司有同花顺、顶点软件、赢时胜等，可比公司 PE (TTM) 分别为 66、57、78，平均 PE (TTM) 为 67，我们给予公司 2020 年 67 倍 PE，提升

目标价至 103.9 元，维持“增持”评级。

5. 风险提示

1) 政策与监管风险:

监管政策始终是影响公司及行业的重要因素。监管政策一方面对公司客户的业务开展产生较大影响，并进而影响公司的客户需求和收入来源；另一方面会影响公司对于创新产品、技术的投入力度，影响公司的战略制定和执行；

2) 行业竞争加剧:

互联网金融的发展，吸引了大量的新进入者参与市场竞争，包括互联网巨头公司以及各强势金融机构衍生的 IT 服务机构和海外的金融 IT 企业，如果公司在新一轮市场竞争中不能把握机会，推出具备市场竞争力的产品，将导致行业地位下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
股票投资评级		
行业投资评级		

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		