

资本市场 IT 龙头，高研发奠定高溢价

——恒生电子（600570）深度报告

增持（首次）

日期：2019年10月14日

报告关键要素：

恒生电子（600570.SH）深耕金融 IT 领域超过 20 年，目前是证券、基金等资本市场领域的绝对龙头。自 2003 年登陆上交所以后，公司始终保持高成长性，近五年营收 CAGR 为 23.1%，净利润 CAGR 为 15.6%，2016 年 HOMS 处罚事件并未影响公司实质经营能力，整体保持既稳且快增长，正向国际一流金融科技公司迈进。

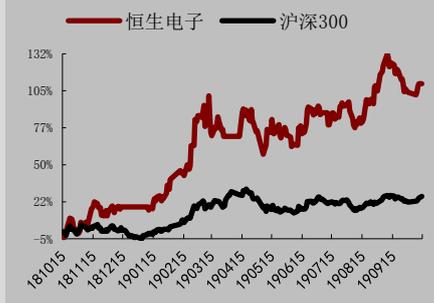
投资要点：

- **蚂蚁金服入主强化技术、资源背景，协同效应可期：**2019 年 4 月蚂蚁金服完成对公司控股股东恒生集团 100% 股权收购。阿里巴巴及蚂蚁金服在底层技术和 C 端流量上的优势将大幅提高公司在金融科技领域的技术输出能力，刺激互联网业务创收。2019 年 5 月公司联合蚂蚁金服、阿里云发布了“新一代分布式服务开发平台”JRES3.0 powered by Ant，双方的协同效应凸显，未来发展可期。
- **盈利水平持续高位+费用水平改善，财务表现亮眼：**公司财务表现始终优异，2016-2018 年毛利率保持在 95% 以上，且呈持续攀升态势，2019H1 已经高达 97.9%；净利率及 ROE 水平同样维持高位，基本稳定在 20% 水平（除遭遇处罚事件的 2016 年）；同期期间费用率也由 92.0% 降至 83.8%，销售和管理费用改善超预期。
- **“高研发+高市占+高定价”形成核心竞争力：**公司研发投入极高（2018 年 43.0% 的投入占比大幅领先同业），由此产生了卓越的技术能力与产品体系。而公司之所以能有如此投入，原因在于其凭借已经占据的高市占率，结合行业高置换成本、高准入门槛的特性，利用强大的定价权将高昂成本转嫁给下游客户，从而获得了稳定、优质的活跃现金流以支撑高研发投入策略。“高研发+高市占+高定价”三者构建的正反馈循环不断强化，形成公司核心竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**随着资本市场改革不断深化，资管新规（银行理财子公司）、科创板、沪伦通等政改不断落地，公司业绩有望持续稳步增长，“三高”模式也将继续发挥竞争优势，进一步支撑公司业务扩张。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.19/1.37/1.55 元，对应当年股价 PE 分别为 65/56/50 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**金融创新政策推进不及预期的风险，市场系统性风险

基础数据

行业	计算机
公司网址	
大股东/持股	杭州恒生电子集团有 限公司/20.72%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	803.15
流通A股(百万股)	803.15
收盘价(元)	76.32
总市值(亿元)	612.96
流通A股市值(亿元)	612.96

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年10月14日

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：13501696124

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	26.66	32.63	40.36	48.89
增长比率(%)	22.85	22.38	23.69	21.14
净利润(亿元)	4.71	6.45	9.53	11.03
增长比率(%)	2,476.18	36.96	47.66	15.78
每股收益(元)	0.76	1.04	1.19	1.37
市盈率(倍)	61.05	64.69	65.03	56.17

数据来源：WIND，万联证券研究所

请阅读正文后的免责声明

公司研究

公司首次覆盖

证券研究报告

目录

1、背景：国内金融 IT 龙头，既稳且快 20 年	4
1.1 战略优，顺势而为经历三阶段发展.....	4
1.2 股东强，蚂蚁金服入主强化技术背景.....	6
1.3 业务全，传统及创新业务双线覆盖.....	7
2、基本面：资本市场业务支撑健康财务表现	9
2.1 财报优异，营收、现金流持续向好.....	9
2.1.1 营收高增长+β 属性，净利润回正轨.....	9
2.1.2 盈利能力稳定，毛利率遥遥领先.....	10
2.1.3 架构调整驱动期间费用率下行.....	10
2.1.4 预收款项渐增，带动活跃现金流.....	11
2.2 双线发力，传统业务强势而创新业务向好.....	12
2.2.1 传统业务之资本市场：受益政策红利，延续强势.....	13
2.2.2 传统业务之银行：逐渐补全，发展空间较大.....	14
2.2.3 创新业务：Online 战略推动，整体仍处投入阶段.....	15
3、竞争力：高研发+高市占+高定价的三高体系	16
3.1 技术发展导向造就冠绝行业的高研发投入.....	16
3.1.1 高研发费用夯实技术创新根基.....	16
3.1.2 高人均薪酬支撑技术骨干留存.....	17
3.1.3 三级研发体系下，投入、人才形成合力.....	18
3.2 高市占率、高议价权转嫁研发投入，形成正反馈.....	19
4、展望：资本市场改革红利，人工智能布局渐成	20
4.1 政策引导下，金融机构加码 IT 正当时.....	20
4.2 资本市场深化改革，系统改造需求骤增.....	21
4.2.1 资管新规催生银行理财子公司需求.....	21
4.2.2 科创板及沪伦通带来持续增量.....	22
4.3 前沿布局，人工智能持续加码.....	23
5、盈利预测与估值	25
6、风险提示	26
图表 1：三阶段发展历程示意图.....	4
图表 2：Online 战略的四个层面.....	6
图表 3：股权结构及主要子公司.....	7
图表 4：业务基本框架示意图.....	8
图表 5：业务线及产品导向的传统业务.....	8
图表 6：子公司导向的创新业务.....	9
图表 7：营收高速增长，显示 β 特征.....	10
图表 8：净利润除 2016 年外维持高增速.....	10
图表 9：毛利率连续三年超过 95%.....	10
图表 10：ROE 基本稳定在 20%水平.....	10
图表 11：期间费用率整体下行.....	11
图表 12：应收账款和预售账款的背离走势.....	11
图表 13：预收款占收比处于相对高位.....	11

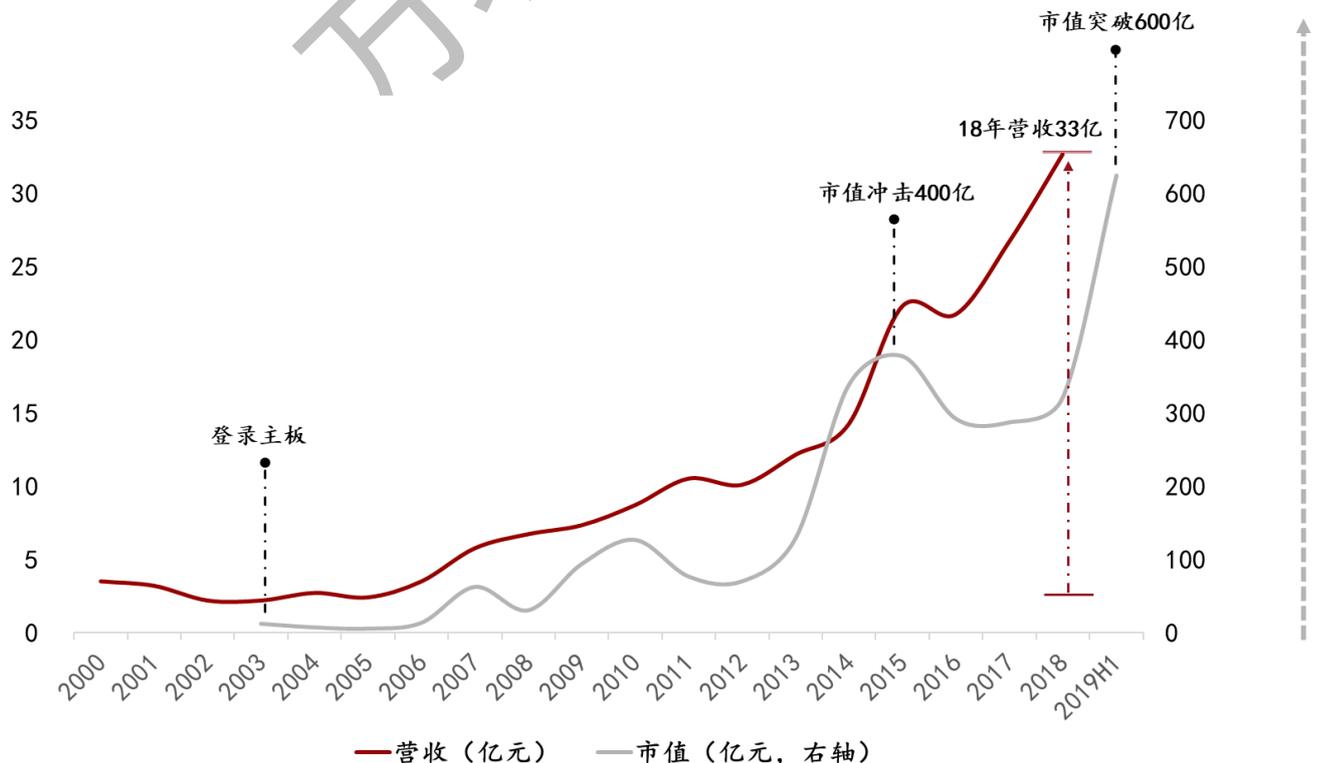
图表 14: 经营性净现金流和净利润	12
图表 15: 各业务的营收贡献结构	12
图表 16: 传统业务内部营收贡献结构	12
图表 17: 传统业务稳健增长, 创新业务表现亮眼。	13
图表 18: 金融系统主要供应商	13
图表 19: 资本市场业务毛利率比较	14
图表 20: 主要产品市场占有率	14
图表 21: 银行业务毛利率	15
图表 22: 主要子公司营收普遍向好 (百万元)	16
图表 23: 子公司多数亏损, 仍处于投入阶段 (百万元)	16
图表 24: 近 5 年研发投入 Top 5 计算机公司 (亿元)	17
图表 25: 近 5 年研发投入占比 Top 5 计算机公司	17
图表 26: 恒生电子近年研发投入及占比 (亿元)	17
图表 27: 2018 年可比公司研发投入占比	17
图表 28: 可比公司研发人员占比	17
图表 29: 可比公司人均薪酬	17
图表 30: 三级研发体系	18
图表 31: JRES 3.0 平台架构	19
图表 32: 高定价权带来的优质现金流	19
图表 33: 2018 年中国社会融资结构	20
图表 34: 2018 年美国社会融资结构	20
图表 35: 证券公司近年 IT 投入	21
图表 36: 2018 年券商 IT 投入 Top 10 券商	21
图表 37: 资管新规带来增量业务测算	22
图表 38: 科创板增量测算	23
图表 39: 沪伦通增量测算	23
图表 41: 恒生电子发布的 AI 产品	24
图表 41: 恒生电子 GTN 平台	24
图表 44: 盈利预测	25
图表 45: 横向估值比较	26

1、背景：国内金融IT龙头，既稳且快20年

恒生电子（600570.SH）成立于1995年，致力于为证券、基金、银行、期货、信托、保险、私募等机构提供金融IT解决方案。公司于2003年正式登陆上交所，上市至今始终保持优异的成长性。近五年来看，公司营收CAGR达到23.1%，而净利润CAGR也达到15.6%，保持既稳且快增长。目前公司稳居国内金融IT领域龙头位置，而根据IDC最新FinTech Rankings Top 100榜单，公司已经连续11年入选，排名升至全球43位，正在向国际一流金融科技公司迈进。

1.1 战略优，顺势而为经历三阶段发展

图表1：三阶段发展历程示意图



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

备注：市值统计为年度口径，取年末市值作代表；

经营环境阶段划分基于信通院《中国金融科技生态白皮书（2019）》

业绩持续高增长，市值同步上行，白马属性凸显。千禧年以来，公司营收从不足5亿元大增至2018年的32.6亿元，CAGR维持在20.0%，营收高速增长一方面是受益于所在金融IT行业的整体性发展，互联网金融和金融科技两个风口带来相应行业扩张机遇，另一方面公司自身战略转型始终“踩准节奏”也是重要原因，产品化和平台化两大战略调整之下，各线业务市场份额不断提升。随着业绩快速增长，公司市值随之持续上行。自2003年上市以来，公司市值一路高歌猛进，尤其在2010年突破100亿元后，市值加速上行，于2015、2019年分别突破300、600亿元，展现白马属性。

顺应金融科技发展大潮，两次战略调整形成三阶段式发展。纵观公司发展历程，大致经历了三个阶段，其分割标志为两次战略调整，第一次是由项目公司转向产品公司，第二次是由产品公司转向平台公司。

1) 项目公司阶段：提供底层技术框架，承接项目扩大客户基数。时值金融电子化时期，各金融机构的对于基础IT系统的建设、更新需求旺盛，公司凭借技术优势不断进行项目扩张、跑马圈地，不仅形成了在券商、基金和银行等领域的市场份额优势，而且积累了足够的初始资金用以研发投入，深化技术优势，为产品化转型奠定基础。值得注意的是，这一阶段公司的产品竞争力尚未完全凸显，而客户端需求又相对模糊，因此在多个细分领域面临着竞争对手的激烈冲击。然而在2005年前后股市低迷导致金融机构IT支出减少，叠加竞争白热化的刺激，部分竞争对手转向非金融IT的多元化经营模式，而公司则始终聚焦主业，竞争投入此消彼长的情况下，市场份额快速走高。

2) 产品公司阶段：丰富产品线并进行标准化，进一步夯实市占率。2005年以后，随着东方财富、同花顺等2C互联网证券服务商的崛起，市场步入互联网金融时代，新技术与新模式冲击原有金融生态，导致以券商为代表的传统金融机构寻求降本增效转型，电子化全面升级以及一站式IT系统的建设需求激增。而公司顺应潮流进行战略调整，将此前项目开发和实施的经验进行沉淀，逐渐把共性技术进行了统一，实现产品的标准化。产品化导向下，公司持续推出各种重磅产品，不仅夯实了在券商、基金、银行领域的市占率，同时也实现了在信托、交易所等新领域的突破。2015年随着蚂蚁金服完成对恒生集团100%股权收购，公司实控人变更为马云，正式成为阿里系互联网金融生态的一环。蚂蚁金服的入主进一步强化了公司技术基因，产品逐渐融入智能化属性，为后续平台化转型打下基础。

3) 平台公司阶段：通过结合云计算和人工智能两大技术趋势向平台公司转型。根据信通院《中国金融科技生态白皮书（2019）》，2015年后大环境由互联网金融阶段进一步演进至金融科技阶段，A（AI，即人工智能）、B（Block chain，即区块链）、C（Cloud，即云计算）、D（Big data，即大数据）等新兴技术对于金融业态的改造效果显现。面对变化，公司在内、外部同时推进Online战略：内部尝试横向打通各事业部，整合全业务数据，外部则成立多家云计算子公司，探索核心业务的云化和智能化。具体而言，初始的Online包含三个方面，Move online：将原有的解决方案和系统升级、为客户提供在线的财富、资管、经纪等解决方案；Live online：建设云上的生产环境和运营体系；Think online：建设恒生iBrain，加大前沿科技投入，并将之与公司传统业务融合。后续公司进一步提出Hundsun online：通过U+计划和多层次类合伙人计划将公司建设为在线的属于员工的平台。时值2019年，公司平台化战略仍在进行时，判断平台化战略将进一步提升传统业务运作效率，同时打开创新业务发展空间。

图表2: Online战略的四个层面

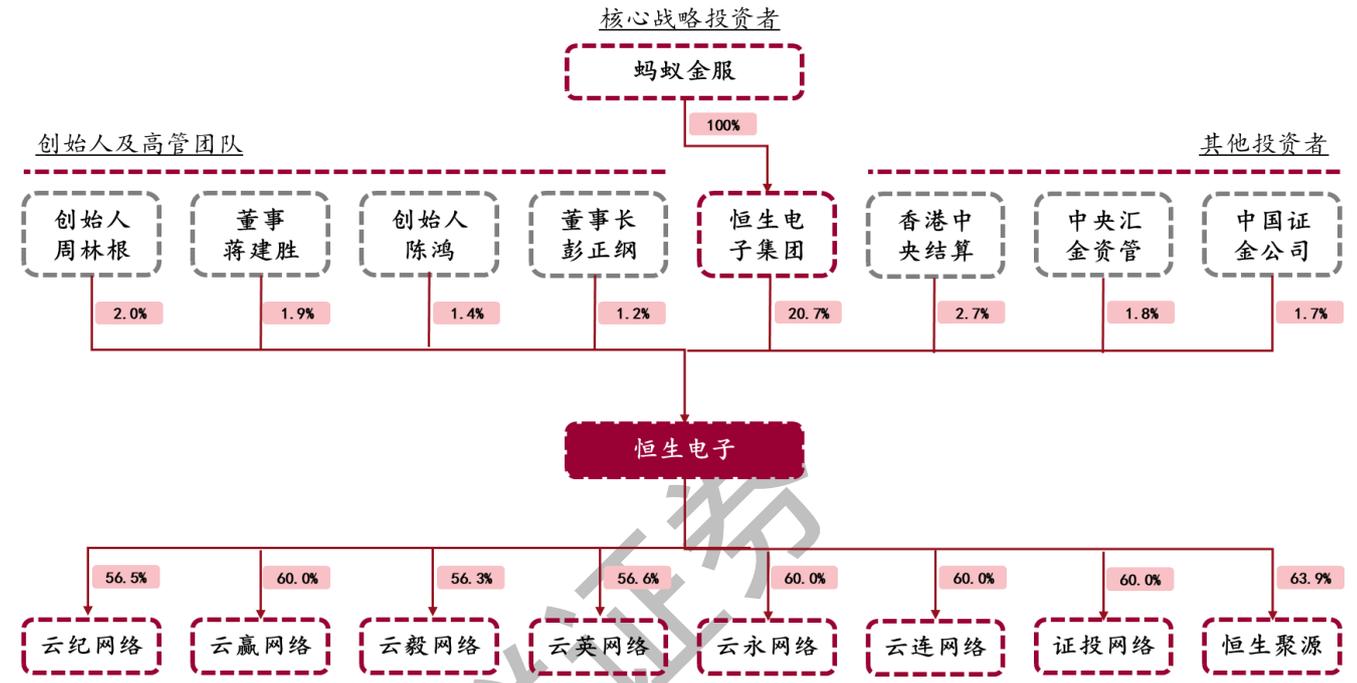
战略	要点	概述
Move Online	为各类机构客户提供在线解决方案	从大财富、大资管等业务主线进行平台化改造，在多个细分模块领域推进技术改造 支持各类细分行业的在线升级服务
Live Online	建设云上生产、运营体系	以 SaaS 形式向全市场提供云服务，并用 GTN 进行各类机构的连接 组件：依托恒生解决方案，通过 GTN 等方式提供组件服务 运营：在恒生金融云上通过锡类创新子公司组建生态
Think Online	建设恒生 iBrain，加码前沿技术研发	加大人工智能、区块链、大数据等新技术研发
Hundsun Online	通过 U+ 等计划推进企业支撑平台建设	提出以客户为中心的 U+ 计划 推出 U+、多层次合伙人计划，推动长效运营

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 股东强，蚂蚁金服入主强化技术背景

从股权结构来看，公司大股东可以分由三类：创始人、战略投资者、其他投资者，我们主要聚焦前两类。**创始人方面，周林根、陈鸿、彭政纲依旧位列公司大股东，引领公司技术路线。**公司一直以来在战略选择上对技术的坚持，反映的恰是创始人及管理团队的技术背景。早在公司上市之初，公司母公司兼实控人恒生集团掌握公司约30%股权，恒生集团的全部股权几乎都掌握在黄大成等15名创始人手中，这15名创始人又另外持有公司35.1%的股权。创始人一家独大的股权结构一直延续到2015年，在此期间公司聚焦金融IT软件产品，不断升级产品质量，较少涉及线上应用及服务。尽管如今黄大成及部分创始人已经离开公司，但周林根、陈鸿、彭政纲等人依旧在引导公司的技术发展路径。**战略投资者方面，蚂蚁金服入主成为核心投资人，公司享受技术与资源协同。**2019年4月蚂蚁金服完成对公司控股股东恒生集团100%股权收购，蚂蚁金服由间接变更为直接持有恒生集团100%股权。早在2014年蚂蚁金服就通过浙江融信实现了对恒生集团的控制，公司也随着成为蚂蚁金服旗下的首家金融IT类上市公司。我们认为，蚂蚁金服与公司具备技术和资源上的协同：公司拥有深度的B端客户积累和技术服务能力能有效补强蚂蚁金服金融服务生态，同时蚂蚁金服在底层技术（以阿里云为代表）和C端流量上的优势可以大幅提高公司在金融科技领域的技术输出能力，提高创新业务子公司的收入规模。事实上，公司已经在经营中与蚂蚁金服、阿里云、浙江融信已产生很多交易关联，天弘基金、支付宝、网商银行都是公司关联交易方。2019年5月公司联合蚂蚁金服、阿里云发布了“新一代分布式服务开发平台”JRES3.0 powered by Ant，双方的协同效应进一步体现。

图表3：股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，万联证券研究所
仅罗列部分相对成熟的主要子公司，具体情况后文详述

1.3 业务全，传统及创新业务双线覆盖

从业务条线来看，经历产品化发展阶段后，公司目前的软件产品库已经非常成熟，主要可划分为传统型和创新型两类，前者实现了对于各类金融机构的全覆盖，而后者则依托以云计算为代表的新兴技术，通过子公司的形式展业，持续投入的情况下取得迅速发展。

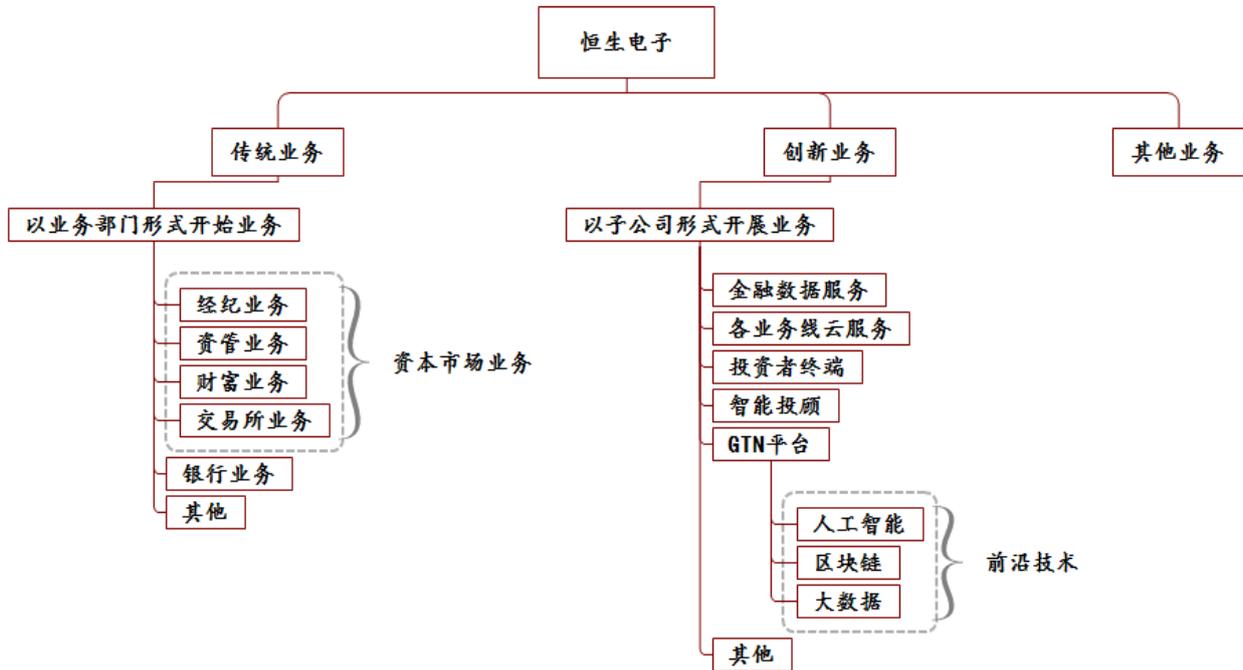
1) 从传统业务的角度来看，公司依托各业务部门进行展业：

- 经纪IT业务方面，公司为券商提供核心交易系统(UF系列，主要包括UF2.0、UF3.0)，以及其他配套的机构柜台系统、集中业务运营平台BOP、沪港通系统等。
- 资管IT业务方面，公司为资管机构提供投资管理平台等系统(O系列产品，主要包括032、04)，以及主经纪商业系统(PB系统)、估值系统和风险管理系统等。
- 财富IT业务方面，公司为财富管理相关机构提供注册登记系统(TA4.0等)、销售系统、托管系统、交易系统和清算系统等。
- 交易所IT业务方面，公司为交易所提供的各类资产交易平台。
- 银行IT业务方面，公司为银行提供理财、资管、票据、消费金融等平台化产品。

2) 从传统业务的角度来看，公司设立各类子公司进行展业：

- 金融数据服务业务方面，公司通过恒生聚源为各类金融机构提供基础、应用数据库、终端以及创新产品。
- 云服务业务方面，公司通过云纪、云毅、云英、云永、云连等子公司向各类金融机构提供基于SaaS的云服务。
- 投资者终端业务方面，公司通过云赢提供证券期货移动终端、PC金融终端、iWin智能运营，并通过证投提供私募基金证券投资系统等。
- 智能投资业务方面，公司主要通过智股向个人投资者提供智能投资工具、智能炒股软件等。
- 此外，公司还通过鲸腾向金融机构、开发者提供互联的多元化平台服务。

图表4：业务基本框架示意图



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表5：业务线及产品导向的传统业务

业务线	主要产品
经纪业务	核心业务平台（UF2.0、UF3.0）
	机构柜台系统
	集中业务运营平台（BOP）
	期货行业NST高频交易系统
资管业务	沪港通系统
	机构投资系统（032、04）
	主经纪商业系统（PB系统）
	估值系统
财富业务	风险管理系统
	注册登记系统（TA4.0）
	销售系统
交易所业务	托管系统
	交易系统、清算系统
	国家级（地方）金融基础设施
银行业务	大宗商品供应链
	理财、资管、票据、消费金融等平台化产品

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表6: 子公司导向的创新业务

子公司	持股	主要业务	主要产品
恒生聚源	64%	金融数据服务	聚源终端、i 私募、基础数据库、应用数据库
云纪网络	56%	经纪云服务	iSee 机器人投顾、IFS 金融服务平台、PBOX 投资交易服务系统
云毅网络	56%	资管云服务	资管云、估值云、策略交易服务
云英网络	57%	财富云服务	理财产品销售、绩效评估、支付连接
云永网络	60%	场外服务	5i 八爪鱼平台、场外融资融券风险管理系统、大宗现货供应链云平台
云连网络	60%	(银行) 财富云服务	同业资产交易平台、同业非标管理系统、资产证券化云系统、理财云平台、财富管理终端
云赢网络	60%	投资者终端	iWin 智能运营、证券期货移动终端、PC 金融终端
证投网络	60%	私募投资管理	私募基金证券投资系统、私募基金综合业务平台
智股网络	60%	智能投资工具	智能投资工具、“来牛”智能炒股
鲸腾网络	59%	GTN 平台	机构端: 提供行情、投资管理、智能 AI 等在线服务; 开发端: 提供 API 接口、开发工具等

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

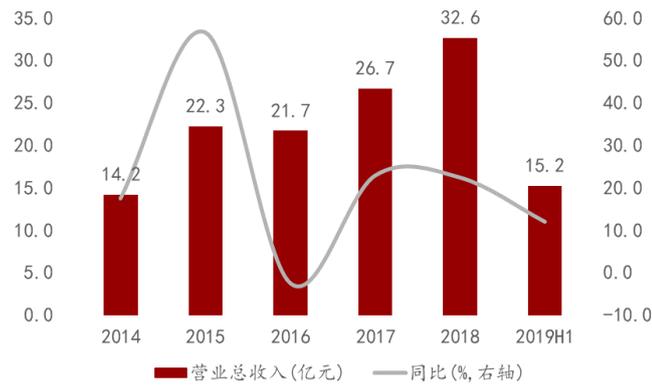
2、基本面: 资本市场业务支撑健康财务表现

2.1 财报优异, 营收、现金流持续向好

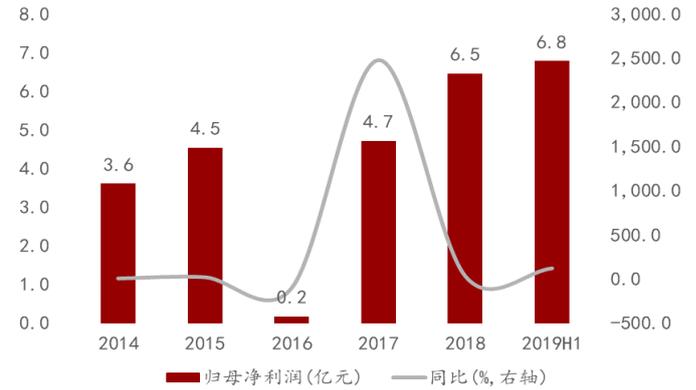
2.1.1 营收高增长+β属性, 净利润回正轨

公司近年营收延续高增速, 2014-2018年间CAGR高达23.1%。值得注意的是, 作为资本市场上游的核心供应商, 公司在个别年份的业绩显示强β属性, 主要原因在于市场行情对于券商、基金等机构的影响将直接通过采购需求传导至公司经营层面。举例而言, 2014-2015年的牛市行情之下, 公司在2015年迎来营收增速高点56.5%, 而后在2016年旋即下滑至-2.5%, 2017年又恢复至正常水平22.9%, 基本完整地体现了牛熊市的轮动变化。而2018年股市整体低迷的表现也再度影响了下游采购需求, 导致公司2019H1同比增速下滑至12.0%, 但随着市场逐步回暖, 预计全年增速将迎来修复。公司净利润增速同样可观, 2014-2018年间CAGR为15.6%, 期间呈现大幅波动。具体而言, 2016年子公司恒生网络因HOMS系统受到监管处罚, 公司计提2.78亿元罚款支出至非经常性损益, 直接导致2016年公司归母净利润仅0.18亿元。此外公司在2016和2017年连续成立多家创新业务子公司以及恒生研究院, 费用提高也进一步压缩了净利润。尽管如此, 2018年公司净利润已经大幅超过2015年的峰值, 公司利润率重回6.5亿元高位, 同比增速也达到37.0%, 显示此前两年经历的黑天鹅事件和转型阵痛并未削弱公司实质经营能力。此外, 2019年公司开始施行新金融工具会计准则, 可供出售的金融资产公允价值直接计入损益, 导致公司2019H1利润大幅增长, 同比增速升至125.9%。

图表7: 营收高速增长, 显示β特征



图表8: 净利润除2016年外维持高增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

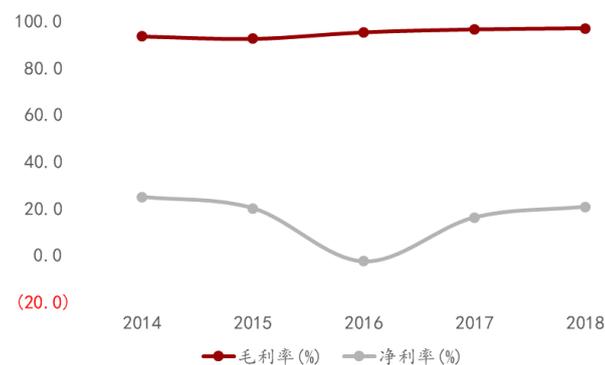
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.1.2 盈利能力稳定, 毛利率遥遥领先

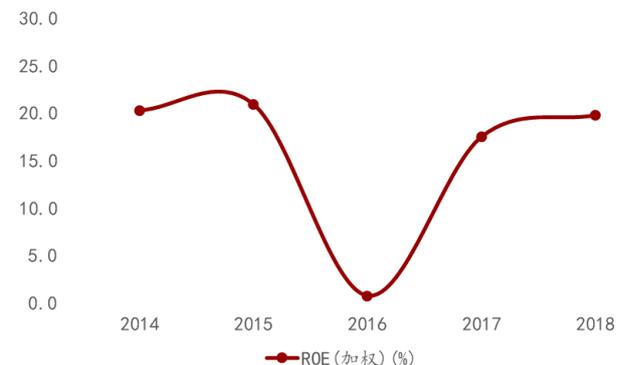
标志性高毛利率显示盈利能力, 连续三年高于95%。公司近年来毛利率不断提升, 2016、2017、2018年毛利率分别为95.4%、96.6%和97.1%, 2019H1进一步提升至97.9%, 该毛利率水平在全部A股中居于前列。但值得注意的是, 公司的毛利口径经过一定程度的调整。2014年公司宣布将无法具体配比到项目的营业成本(铺设通讯专线、外购云服务等)计入销售费用、管理费用等核算, 导致毛利率出现较大提升。考虑到此类口径调整在业内具有一定的普遍性, 我们认为公司当前的高毛利依旧能反映自身的高盈利水平。而且在剔除2014年的影响后, 公司毛利率的稳步上升趋势仍十分明显。综合来看, 公司的高毛利表现主要源自三方面: 1) 龙头地位持续提升, 资管、财富等传统业务定价权优势持续显现; 2) 产品化战略落地导致人工运维成本逐步下降; 3) 具备更高附加价值的创新业务发展迅速, 进一步拔高毛利率。

另一方面, 净利率及ROE水平同样维持高位。除了遭遇处罚事件的2016年, 公司净利率和ROE水平基本稳定在20%水平, 显示了较强的回报率稳定性。除了高毛利以外, 期间费用的整体性下行和股权投资的较优表现是公司维持高净利率和ROE的主因。

图表9: 毛利率连续三年超过95%



图表10: ROE基本稳定在20%水平



资料来源: wind, 万联证券研究所

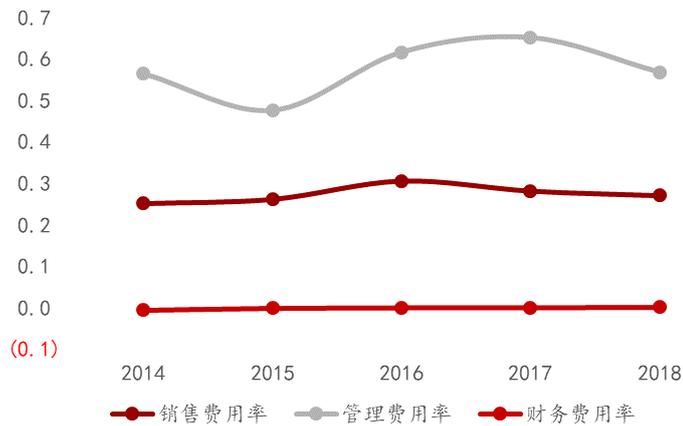
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.1.3 架构调整驱动期间费用率下行

2015年后, 随着战略发展由产品化步入平台化, 公司在产品销售网络全面铺设完善的情况下, 开始深化发展云化战略, 同时对内人员优化以提升效率, 导致费用端优化效果显著。在三费中, 管理费用率(加回研发费用)呈明显的下行趋势, 2016-2018年

间，该指标由61.5%降至56.7%，降幅达到4.8个百分点。事实上，考虑到公司在研发费用上的持续加码，管理费用领域的实质优化效果应该更佳。此外，销售费用率也在近三年间下降3.5个百分点，市占率稳固的情况下公司主动降低部分宣传推广费。而且考虑到2014年毛利口径调整对于销售费率的提升，公司在该领域的控费成效也被低估。整体来看，公司期间费用率由2016年的92.0%降至2018年的83.8%，费用端改善超预期是公司业绩向好的重要因素。

图表11：期间费用率整体下行



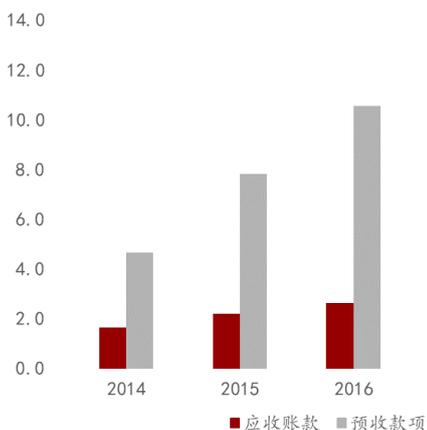
资料来源：wind，万联证券研究所

备注：管理费用口径包含研发费用

2.1.4 预收款项渐增，带动活跃现金流

预收账款持续增加，应收账款减少，此消彼长带动活跃现金流。随着公司规模扩张和市场地位提升，收费模式逐渐由“应收”转向“预收”，即预收账款规模持续扩张，应收账款规模反而开始收缩。2018年公司预收账款余额升至12.9亿元，应收账款余额则压缩至1.5亿元。传统软件公司容易被客户欠款，资金紧张将导致发展受阻，但公司的预收模式给自身带来活跃现金流，能更好地应对老产品迭代并开发新产品。向预收模式的转变主要是基于金融机构对恒生系列产品依赖度的上升。随着对下游客户议价能力的不断提升，公司逐渐获得了收费模式的话语权、选择权，由此带来充裕现金对于整体运营意义重大。

图表12：应收账款和预售账款的背离走势



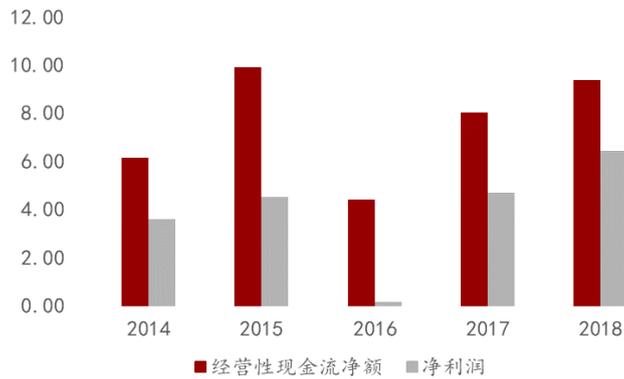
资料来源：wind，万联证券研究所

图表13：预收款占收比处于相对高位



资料来源：wind，万联证券研究所

图表14: 经营性净现金流和净利润



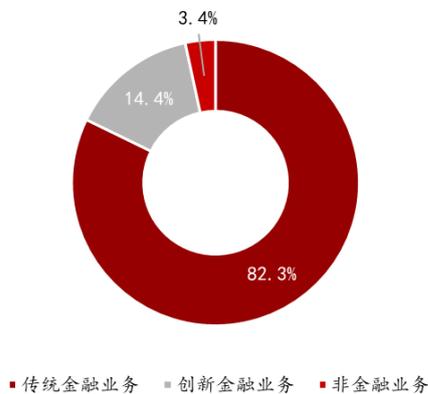
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 双线发力，传统业务强势而创新业务向好

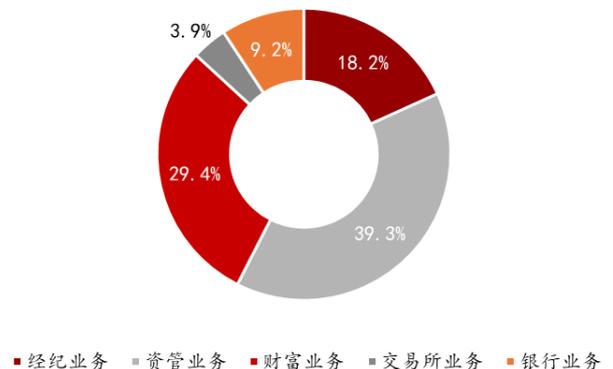
从业务结构上来看，2018年公司在传统业务和创新业务（互联网业务为主）领域分别实现营收26.8和4.7亿元，占比分别为82.3%和14.4%。不难看出，传统业务依旧是营收的核心。内部结构而言，资管、财富、经纪构成主要支撑，三者分别在2018年实现营收10.5、7.9和4.9亿元，对应内部占比39.3%、29.4%和18.2%。

从各线业务的增速来看，财富、资管、经纪业务同样位居前列，担当主要增长引擎，其在2016-2018年间的营收CAGR分别为37.1%、27.8%和17.4%。具体而言，经纪业务的增长主要来自产品迭代，随着新一代核心业务平台产品UF3.0上线，其对于UF2.0的迭代序幕已经拉开；资管业务方面，以券商客户为代表资管业务仍在扩张，增长空间较大；财富业务则受益于行业性新规政改需求，实现较快增长。此外，互联网业务的营收在2016年降至低点，原因在于部分业务进行了剥离调整，但随着部分子公司逐步进入扭亏状态，业务整体重启高增长，2016-2018年间营收CAGR达到69.8%，呈异军突起态势。

图表15: 各业务的营收贡献结构



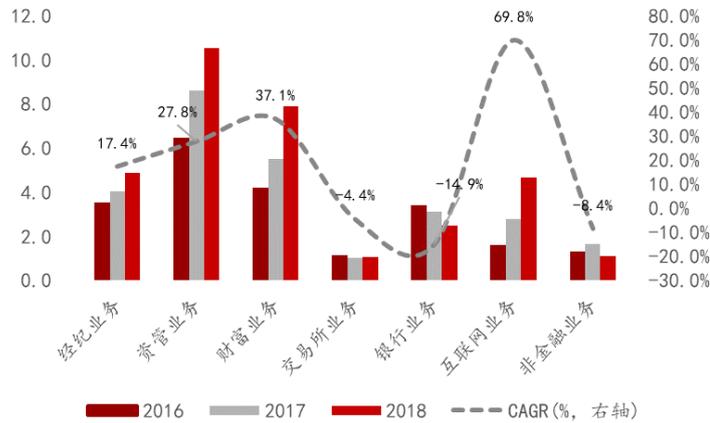
图表16: 传统业务内部营收贡献结构



资料来源: wind, 万联证券研究所
备注: 截至2018年末

资料来源: wind, 万联证券研究所
备注: 截至2018年末

图表17：传统业务稳健增长，创新业务表现亮眼。



资料来源：wind，万联证券研究所

2.2.1 传统业务之资本市场：受益政策红利，延续强势

在传统业务中，经纪、资管、财富以及交易所业务合称资本市场业务，主要涉及了券商、基金、交易所等资本市场主体，相关的拳头产品包括UF2.0/3.0、04和TA4.0等，对于公司整体营收及业绩贡献巨大。

2016-2018年间，公司资本市场业务营收CAGR达到26.0%，其中经纪、资管、财富和交易所业务的CAGR分别为17.4%、27.8%、37.1%和-4.4%，除了市场化程度相对较低的交易所业务以外，其余三项业务均取得快速发展。各项业务的毛利率表现优异，基本保持在90%以上。值得注意的是，经纪业务毛利水平由2017年的95.3%降至2018年的90.8%，出现一定程度滑坡，判断是由于UF3.0在推进初期抬高业务成本，但其影响难以长期延续。

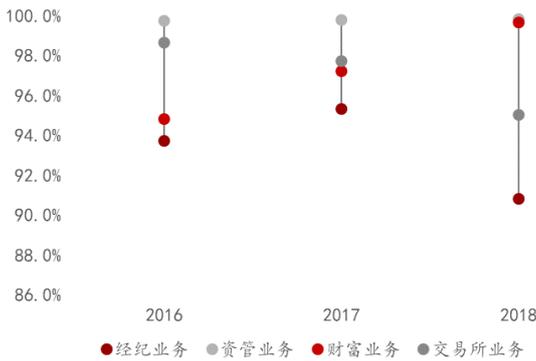
竞争格局方面，主要对手包括了金证股份、顶点软件和赢时胜，公司在核心产品的市占率上仍处于绝对领先地位。例如，公司在券商核心交易系统和基金投资交易系统上分别保持了48%和85%的市占率，大幅领先同业对手。

图表18：金融系统主要供应商

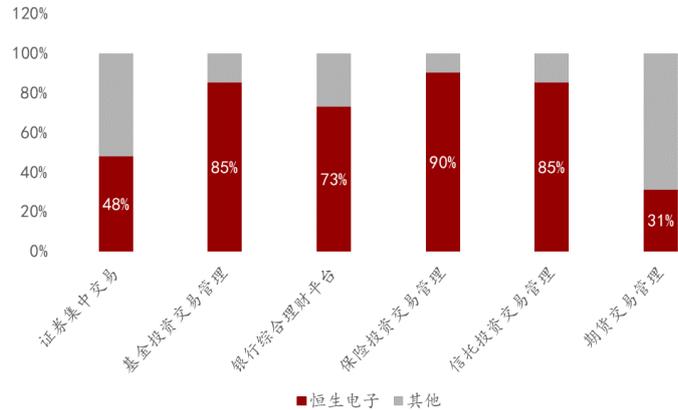
系统名称	主要供应商
资产管理	恒生电子、赢时胜、润和软件、金证股份、长亮科技等
估值系统	恒生电子、赢时胜、衡泰软件等
清算系统	恒生电子、赢时胜、金证股份等
资产托管	恒生电子、赢时胜、润和软件、兆尹科技等
交易平台	恒生电子、赢时胜、衡泰软件等
风险管理系统	恒生电子、赢时胜、长亮科技、衡泰软件、兆尹科技等
销售平台	恒生电子、长亮科技等
综合管理平台	恒生电子、润和软件、金证股份、兆尹科技等
数据分析平台	润和软件、长亮科技、衡泰软件等
系统监控平台	润和软件等

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表19：资本市场业务毛利率比较



图表20：主要产品市场占有率



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

综合来看，两方面因素支撑公司在资本市场业务中占据高市场份额：

1) 技术优势强劲，产品迭代自然渗透。 证券交易系统是公司的业务起点，从最早的恒生98到如今广泛普及的UF2.0，已经经历6次迭代。目前UF2.0是典型拳头产品，其推广及迭代对于公司抢占经纪交易市场意义重大，也是稳固市占率水平的关键。当前采用分布式架构、可拓展性更强的UF3.0已经上线，从而开启对于UF2.0的迭代周期，公司经纪业务营收有望加速提升。就公司目前的披露来看，UF3.0系统可最大支持数十亿规模，较旧版本提升明显。尽管当前交易清淡的行情下券商升级系统的需求并不高，但考虑到A股已经大幅扩容，一旦市场行情回暖将极大刺激UF3.0升级需求，带动经纪业务收入爆发式增长。不仅如此，交易系统的迭代也有望带动资管、财富、估值、清算、托管等其他系统的同步迭代需求。随着金融机构系统日趋复杂以及一体化发展趋势，公司在核心交易系统的高市占率将逐步向其他系统进行周边辐射。

2) 行业理解深刻，全面消化政策红利。 2016-2018年间公司资本市场业务营收CAGR达到26.0%，目前已经增至24.3亿元，增长依旧可观。但事实上，同期上游资本市场整体低迷，根据证券业协会数据显示，资本市场主体之一的券商整体营收CAGR仅为-22.6%。因此公司业务的扩张并非源自上游的采购需求自然扩张，而是受益于政策环境边际变化带来增量业务。2016年金融行业重启严监管周期，证监会陆续出台证券公司风险控制指标管理办法、投资者适当性管理办法、公募基金采用证券公司结算模式等政策，导致券商的经纪业务模式发生重大变化，公司经纪IT业务取得逆势发展。与此同时，资管新规、基金估值政策、反洗钱等政策对金融机构的资管、理财等业务提出了明确的风险管控和产品估值要求，从而使得公司的资管IT业务和财富IT业务同步快速发展。

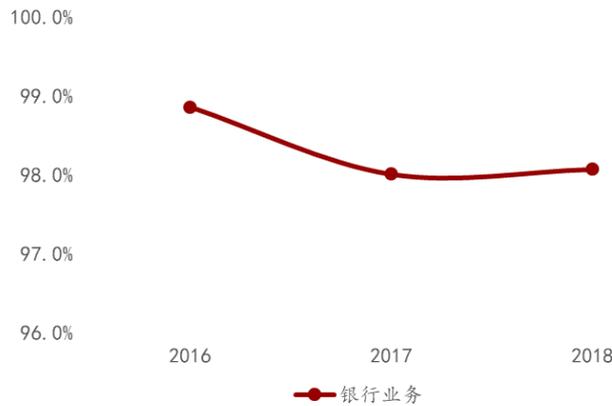
从过去三年的大趋势来看，监管范围和功能扩展使得金融机构对合规风控的需求增加，金融IT企业也被要求提供更及时的业务系统改造和升级。而公司对监管政策的响应始终走在行业前列，能够顺应监管要求快速推出相关产品满足客户需求。举例而言，2018年公司作为业内首家推出机构柜台系统，为客户提供了一站式解决方案，满足监管机构2017年发布的《公募基金采用证券公司结算模式试点总体方案》以及2018年4月发布的《关于重点账户监控通知》，迅速获得十余家券商签约。依托强大的技术实力以及高度的政策敏感性，我们认为公司在动态的监管环境中将极大受益，不断强化自身竞争优势。

2.2.2 传统业务之银行：逐渐补全，发展空间较大

在传统业务中，银行业务是资本市场业务以外的独立分支。2016-2018年间，公司银

行业营收CAGR为-14.9%，其下滑的主要原因在于部分业务被剥离并重新划分至财富业务。口径调整后，银行业务营收有所下滑，但毛利率已经呈现企稳状态，2018年稳定在98.9%高位，整体经营未受影响。

图表21：银行业务毛利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

对比资本市场，银行IT市场更为分散，目前长亮科技、润和软件是公司在细分市场的主要竞争对手。目前公司在银行综合理财平台的市占率高达73%，但对于理财子公司资管平台的市占率仍相对有限，有进一步提升的空间。

综合来看，随着银行系资管机构的陆续设立，资管IT系统市场迎来进一步扩容。但与此同时传统银行IT厂商也获得了进入资管市场的契机，传统银行IT与资管IT的市场领域将开始互相渗透，形成更复杂的市场竞争环境。此外，受业务发展和科技进步的双重影响，资管机构业务运作对IT的依赖性正快速提高，其对资管IT在系统性能、需求响应速度等方面提出了更高的要求。在各方面因素的影响下，资管IT已进入技术升级换代的关键时期，公司凭借资管领域的研发优势，有望进一步开拓银行资管领域的市占率。

2.2.3 创新业务：Online战略推动，整体仍处投入阶段

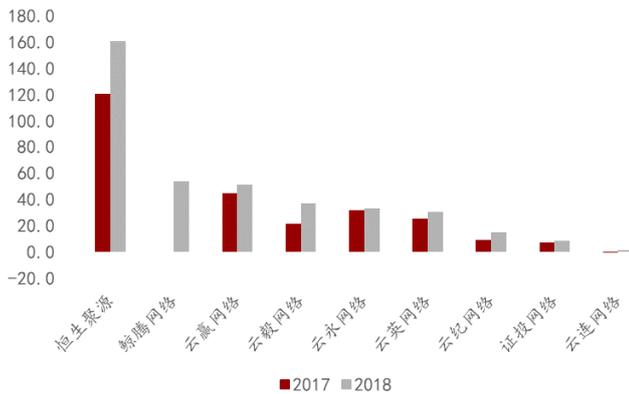
2015年以后，云计算、大数据、人工智能、区块链等前沿技术发展迅速，在金融领域的应用也纷纷落地，由此拉开金融科技3.0时代的大幕。在这一背景下，公司陆续设立子公司推进创新业务。相较而言，传统业务的模式主要是向金融机构销售软件，收入来源为软件产品的销售费用及售后每年收取的服务费，而创新业务则通过十余家云计算、人工智能等创新子公司承载，商业模式为向金融客户提供IT及托管服务等，收取IT管理服务费。

系列子公司从三个方面推进创新业务。系列子公司均为直接的软件和解决方案提供商，各自主营业务均有不同，彼此有一定程度交叉。整体来看，创新业务类子公司可以三分：1) 布局云服务，为客户提供各业务线产品的云上版本，如云永、云毅、云英、云纪、云连等；2) 为客户提供2B/2C的智能资讯平台，如恒生聚源、云赢、智股、鲸腾；3) 聚焦平台业务，如鲸腾。

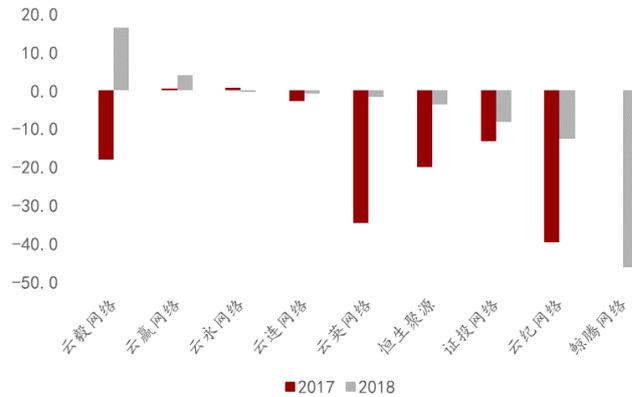
收入规模快速增长，但整体仍处于投入阶段。创新业务子公司体量尚不大，但大部分均已形成业务、实现收入，且业务规模增长趋势明显。2018年公司创新业务子公司合计实现营收4.7亿元，同比增长69.0%，其中恒生聚源凭借资讯终端取得亮眼业绩(增长33.5%至1.6亿元)，新近成立的鲸腾网络也有良好表现(0.5亿元)。盈利方面，云毅网络(0.2亿元)和云赢网络(396.5万元)率先实现盈利，其它子公司因多处投入

阶段未实现盈利，但亏损已有大幅收窄。随着子公司度过投入阶段，陆续实现盈利，预计创新业务将逐步成为公司的新增长点。

图表22：主要子公司营收普遍向好（百万元）



图表23：子公司多数亏损，仍处于投入阶段（百万元）



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

3、竞争力：高研发+高市占+高定价的三高体系

公司研发投入极高，研发人员薪酬也领先行业，由此产生了卓越的技术能力与产品体系。而公司之所以能负担如此高昂的研发投入，原因就在于其占据了极高市占率，并结合行业高置换成本、高准入门槛的特性，充分利用定价权，将高昂的成本转嫁给下游客户。如此一来，公司就获得了稳定、优质的活跃现金流，从而进一步坚定维持高研发投入的策略。公司当前优异的业务、业绩表现正是建立在“高研发+高市占+高定价”模式之上，三者构建的正反馈循环不断强化，形成公司的核心竞争力。同业竞争者受制于研发实力及产品质量，难以在竞争中占据上风。

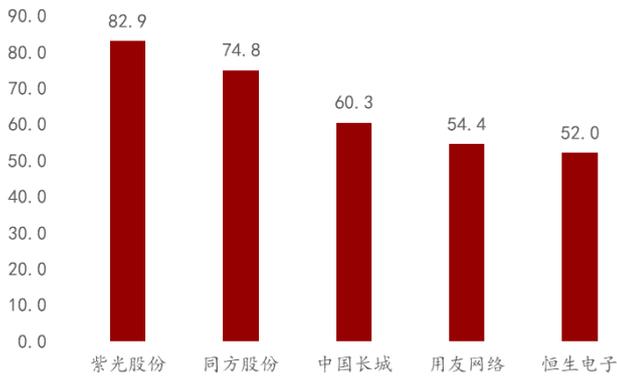
3.1 技术发展导向造就冠绝行业的高研发投入

3.1.1 高研发费用夯实技术创新根基

从金融IT行业的基本特性来看，无论是利用产品优势进行获客，还是为存量客户实现差异化定制需求，亦或是对已有产品系列进行迭代升级，都离不开对核心技术的高额投入，而公司在研发投入方面可谓毫不吝惜。

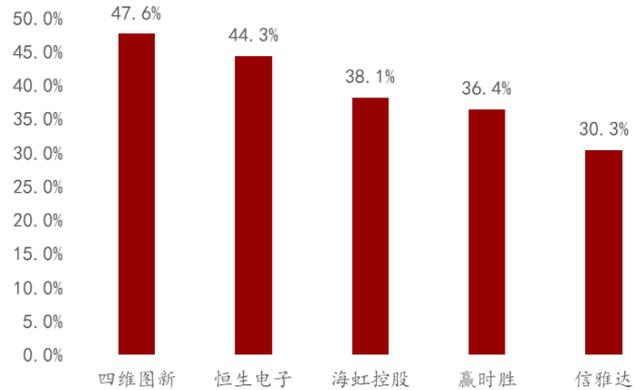
从近5年的累计数据来看，公司的研发投入在整个计算机行业都遥遥领先，无论从近总量还是占比的角度均位列计算机板块前5。此外，相比于同细分行业的竞争对手，公司的研发投入水平也显得尤为突出。2014-2018年间公司研发投入由5.9亿元大幅攀升至14.0亿元，主要系营收基数大幅增长所致，而研发投入占比则始终维持在40%水平。2018年43.0%的研发投入水平大幅领先赢时胜（36.0%）、润和软件（14.8%）和长亮科技（13.3%），对直接竞争对手金证股份（12.7%）更是保持绝对优势。

图表24：近5年研发投入Top 5计算机公司（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表25：近5年研发投入占比 Top 5计算机公司



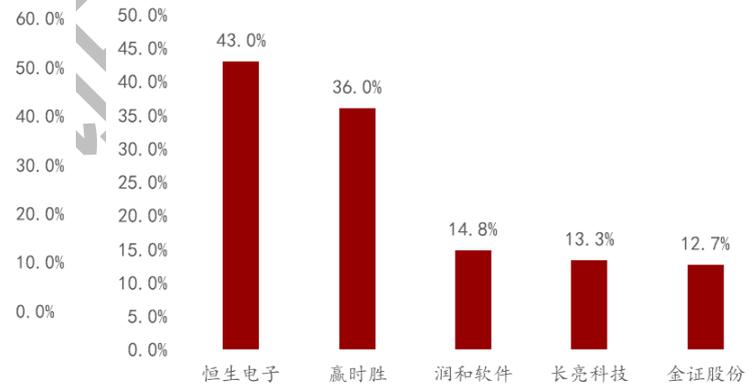
资料来源：wind，万联证券研究所

图表26：恒生电子近年研发投入及占比（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表27：2018年可比公司研发投入占比

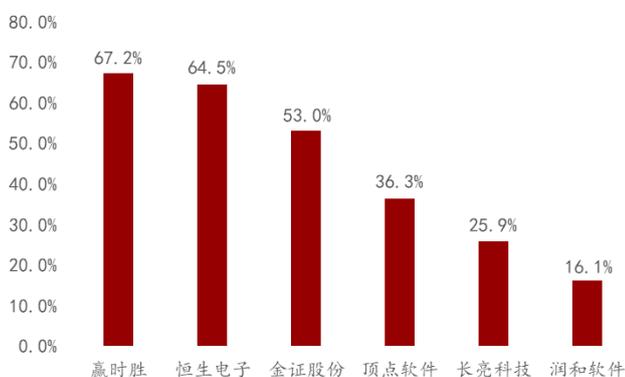


资料来源：wind，万联证券研究所

3.1.2 高人均薪酬支撑技术骨干留存

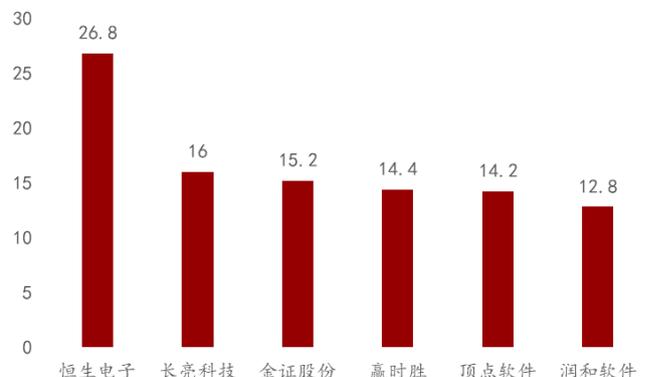
随着公司规模持续扩张，人员数量和人均薪酬均呈快速增加态势，研发人员占比也不断提高。截至2018年末公司员工人数已经达到7122人，其中研发人员4590人，占比64.5%，而人均薪酬也达到26.8万元。我们认为，公司目前处于创新业务和中台战略推行的关键阶段，高人均薪酬利于留存技术骨干，保持整体技术实力。

图表28：可比公司研发人员占比



资料来源：wind，万联证券研究所

图表29：可比公司人均薪酬



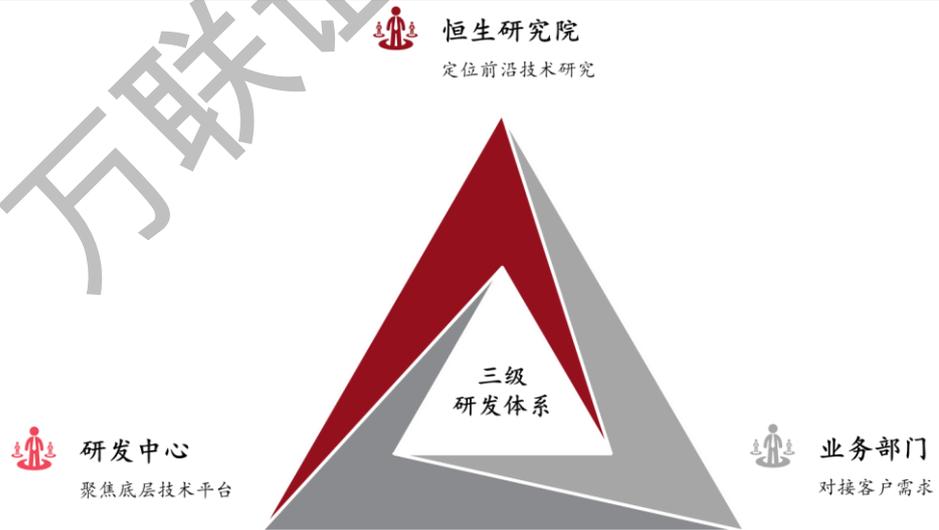
资料来源：wind，万联证券研究所

3.1.3 三级研发体系下，投入、人才形成合力

为了更好地整合研发投入和技术人员实力，公司进一步构建的三级研发架构体系：恒生研究院定位前沿技术研究，研发中心聚焦底层技术平台，业务部门平台负责对接客户需求，三级架构从多维度满足客户产品精细化及更迭创新需求。在该体系的主导下，公司不仅持续对原有产品进行改造升级，同时高效布局了金融科技前沿技术与创新应用。

- **恒生研究院**：定位是恒生前沿技术的先驱，由行业高端专业人才组成，并和高等院校开展合作，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等领域。目前恒生研究院主要有两款技术产品：FLY量化终端、UFT2.0平台。
- **研发中心**：聚焦于技术平台和底层平台，与蚂蚁金服合作重点推出新一代JRES3.0技术平台，全面满足互联网云服务架构的新一代技术框架，正在着力推进适应金融领域全业务场景的产品。
- **业务部门平台**：致力于打造金融行业大中台以对接客户需求，提供整体解决方案。公司各大产品线都进行了新一代平台的开发和推广，包括经纪业务平台UF3.0、一站式资管平台04、一站式财富管理平台TA4.0。

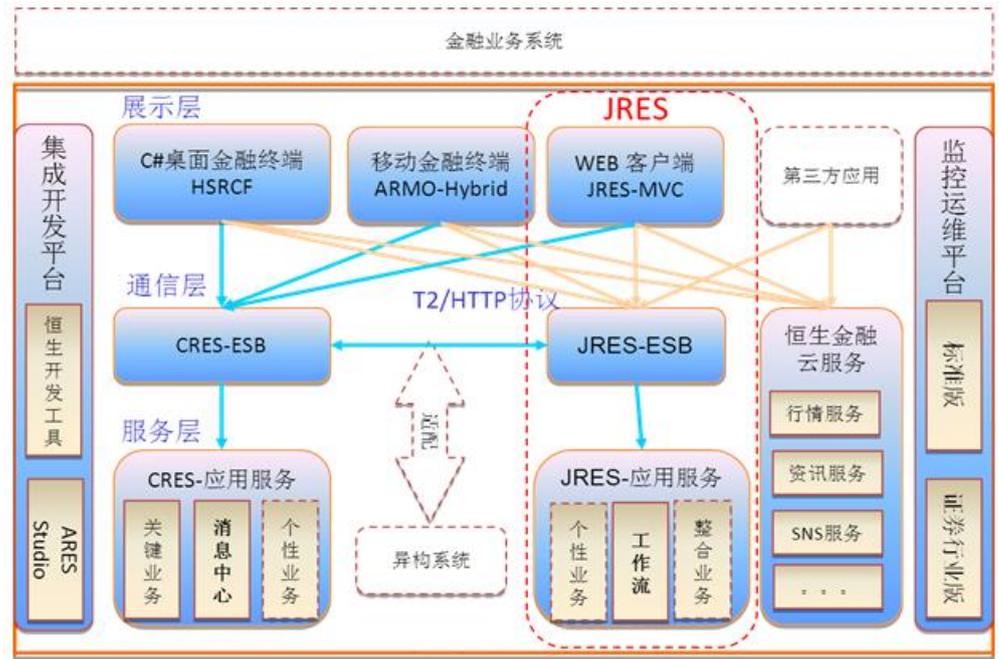
图表30：三级研发体系



资料来源：公司公告，万联证券研究所

值得注意的是，研发中心主导的JRES技术平台项目是近年来公司技术实力爆发的关键。**JRES技术平台的核心逻辑就是加速推进产品化**。在软件行业中，对于大多数供应商而言，产品在B端客户间的通用都存在技术障碍。为了克服这一问题，公司在2008年就率先推出了JRES平台雏形，试图打造“研发中台”，将日常研发中实现的功能和组件进行封装，提升研发复用能力。具体而言，JRES要求从模块最初设计上就考虑开放性、通用性和冗余设计，需要更多的标准和规范要求，提升日后研发和产品化效率。近年来，公司和与蚂蚁金服合作推出JRES3.0技术平台，从而加大推动了公司的产品创新及标准化。

图表31: JRES 3.0平台架构



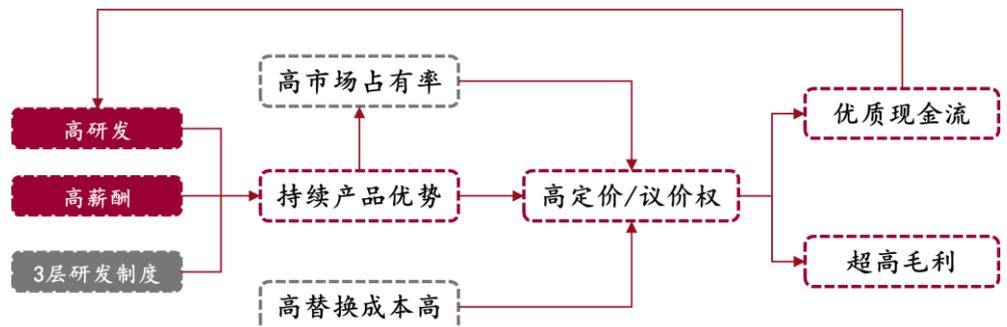
资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

3.2 高市占率、高议价权转嫁研发投入, 形成正反馈

1) 高市占率基础上, 议价能力持续提升。公司凭借多年拓展及积淀, 已经实现对于金融机构的广泛覆盖, 且主要产品均具有超高市占率, 而公司主要竞争对手金证股份、顶点软件、赢时胜等均只有个别拳头产品具备可观份额。另一方面, 考虑到金融业涉及大量资金往来、高频率交易, 因此对系统稳定性要求极高, 已经成熟应用的产品不会随意更换, 因此客户粘性极高。换言之, 公司在具备高市占率的情况下, 受益其客户的高置换成本特性, 所以市占率十分稳固。

2) 议价权/强定价强化, 带来高营收及活跃现金流。考虑到高市占率+高置换成本的情况下, 金融机构对公司产品的依赖度不断上升, 导致公司议价权不断提升, 也带来了两方面优势。一是公司借机开启预收模式, 快速回笼现金流; 二是持续提价打, 响高端产品策略, 将高研发转嫁下游客户。

图表32: 高定价权带来的优质现金流



资料来源: 万联证券研究所

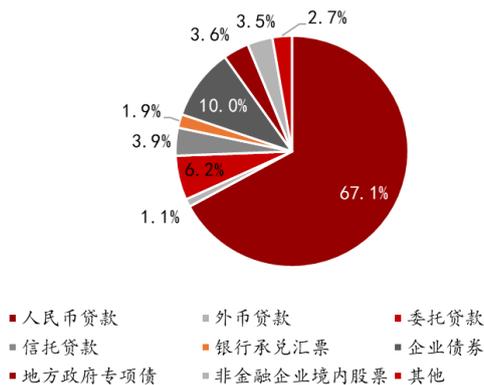
我们认为，金融行业作为对新兴科技包容度较高的行业，由高研发投入形成的技术壁垒和产品优势是获取增量市场的关键。而高市占率+高置换成本的情况下，公司具有极强议价/定价权。通过利用强势的卖方地位，公司不但可以通过预收模式获得优质的现金流，同时也可以通过高定价转嫁费用支出，从而以充足的利润持续投入研发，进一步凭借技术优势占据市场。基于此正向循环逻辑，我们认为公司内生增长有望延续，在中长期演绎强者恒强。

4、展望：资本市场改革红利，人工智能布局渐成

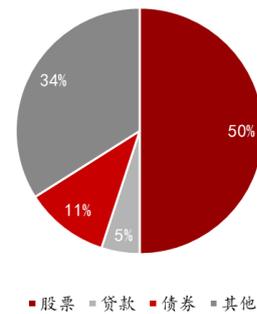
4.1 政策引导下，金融机构加码IT正当时

当前我国资本市场仍处发展期，较欧美成熟市场差距较大。根据2018年社会融资结构，我国股权融资占比仅为3.5%，较美国股票融资的50%占比差距明显。习近平总书记于年初提出“金融供给侧改革”，重点提及提升直接融资占比，资本市场改革乃是重中之重。考虑到世界金融交易的发展趋势，金融IT化可谓资本市场发展的必经之路，无论“严监管”还是“促创新”均将为上游IT供应商带来巨大发展机遇，而公司作为行业龙头也将率先受益。

图表33：2018年中国社会融资结构



图表34：2018年美国社会融资结构

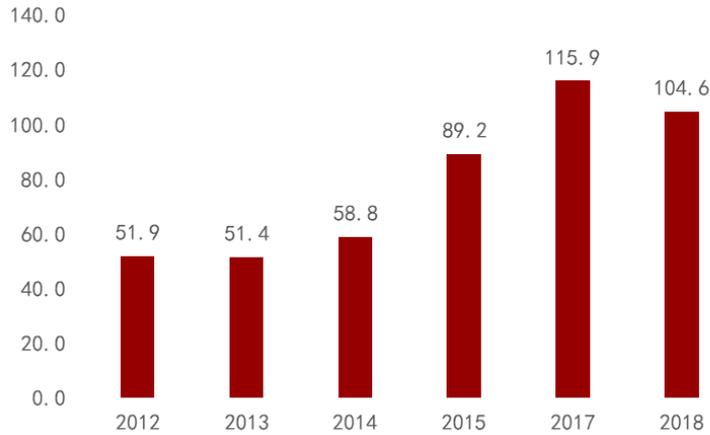


资料来源：中国人民银行，万联证券研究所

资料来源：美联储，万联证券研究所

证券IT开始加码，但整体仍有较大提升空间。2015年开始，证券行业IT投入开始快速增长。一方面是前期积压的迭代需求逐步释放，另一方面也是传统券商主动开始向金融科技转型以应对新兴互联网券商的冲击。根据证券业协会数据，2014-2018年券商IT投入复合增速达到15.5%。在此基础上，我们认为券商IT投入仍有加大空间。在2008年发布的《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》中规定“公司最近三个财政年度IT投入平均数额原则上应不少于最近三个财政年度平均净利润的6%或不少于最近三个财政年度平均营业收入的3%”。而从当前数据来看，除了长江证券在2018年大幅投入IT建设(13.7%)，其余头部券商IT投入占营收比多在4%以下，仅略超基准线。另一方面，头部券商IT团队占员工数仅6%左右，而大量中小券商IT以外包为主，自身IT团队也并不成熟。事实上，相比高盛近万人的信息技术团队(2018年全体员工约3.6万人)，国内券商IT团队建设仍有较大差距。

图表35：证券公司近年IT投入



资料来源：证券业协会，万联证券研究所

图表36：2018年券商IT投入Top 10券商

排名	券商	IT投入 (亿元)	占营收比例 (%)	IT人员	占总员工比例 (%)
1	国泰君安	7.0	3.1%	-	-
2	长江证券	6.0	13.7%	309	4.9%
3	中信证券	5.8	1.6%	1027	6.5%
4	广发证券	4.9	3.2%	747	6.1%
5	华泰证券	4.8	3.0%	740	7.9%
6	平安证券	4.6	5.4%	-	-
7	海通证券	4.6	1.9%	617	5.9%
8	中金公司	4.3	3.3%	-	-
9	中信建投	4.0	3.7%	460	4.8%
10	国信证券	3.2	3.8%	396	4.2%

资料来源：证券业协会，万联证券研究所

4.2 资本市场深化改革，系统改造需求骤增

4.2.1 资管新规催生银行理财子公司需求

资管新规带来行业变革，有望持续带动IT改造需求。2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式出台，资管新规的核心内容主要包括：明确打破刚性兑付、强调净值化管理、消除多层嵌套、规范资金池模式、统一杠杆要求、设立资管子公司等。新规旨在让资管行业回归主动管理，各金融机构业务方向均会有不同程度的调整，从而带动相应IT系统调整，升级和新增模块必不可少。考虑到资管新规过渡期延长至2020年底，我们认为该需求在这两年会逐步释放。

1) 银行理财子公司成为重磅金融IT增量市场。资管新规明确了银行资管子公司的落地。据中国基金报不完全统计，目前已有31家银行公告了理财子公司的设立计划，包括6家国有行、9家股份行、14家城商行、2家农商行。此外还有21家银行宣布了设立理财子公司的计划，但尚未获得监管批筹。

2) 资管新规将带来20亿元以上市场增量。银行理财子公司成立，产生增量IT需求。目前共有31家银行公告或披露了设立理财子公司的计划，假设未来有50家银行成立理财子公司，银行理财子公司采购一套IT系统的单价大约1000万元，由此将产生5亿元增量市场空间。

除银行理财子公司的增量IT需求外，资管新规还将带来各类金融机构的IT系统改造需求，包括券商、公募基金、期货公司、银行、保险、信托等。在以下假设下，预计资管新规将给金融IT行业带来约20亿元的市场空间。

- 1) 131家证券公司系统改造，我们预计改造单价约为200万（券商需要的改造模块较多），由此产生的市场空间2.6亿元。
- 2) 142家公募基金、235家保险公司、149家期货公司、68家信托公司，我们预计系统改造单价约为60万，由此产生的市场空间约为3.6亿元。
- 3) 18家国有和股份制商业银行系统改造单价约为150万，约1600家中小型银行（城商行+农商行），我们预计改造单价约为60万，由此产生的市场空间约为9.9亿元。
- 4) 50家银行（6家家国有商业银行、12家股份制商业银行、30余家其他城商行和农商行）要成立理财子公司，我们预计银行理财子公司的相应IT系统单价约1000万元，由此将产生的增量市场空间约为5亿元。

图表37：资管新规带来增量业务测算

公司类型	数量（家）	预计改造单价（万元）	预计市场空间（亿元）
证券公司	131	200	2.6
公募基金	142	60	0.9
期货公司	149	60	0.9
保险公司	235	60	1.4
信托公司	68	60	0.4
大型银行	18	150	0.3
中小型银行	1600	60	9.6
银行理财子公司	50	1000	5.0
合计			21.0

资料来源：证券业协会、证监会、银保监会、万联证券研究所

4.2.2 科创板及沪伦通带来持续增量

科创板进度大超预期，券商IT建设将提速。2018年11月习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上表示，在上交所设立科创板并试点注册制。此后科创板快速推进，首批企业于2019年11月正式上市。科创板的新制度催生新的IT需求，券商将首当其冲产生大量的新增模块需求，而其余大金融投资机构（保险、基金、银行理财等）都在不同程度上存在相应需求，初步测算合计新增市场空间约3.3亿元。在当前大国博弈的大环境下，科创板一方面显示了国家鼓励科技创新，追求自主可控的态度，另一方面也再次印证了金融改革加速、金融持续对外开放的大趋势。除了科创板以外，以沪伦通（初步测算新增市场空间约4.8亿元）为代表的其他系列改革措施均在推进中。未来更多改革值得期待，金融体制改革将持续带动IT需求。

图表38：科创板增量测算

公司类型	数量(家)	预计改造单价(万元)	预计市场空间(亿元)
证券公司	131	500	6.6
公募基金	142	100	1.4
私募基金	100	100	1.0
保险资管子公司	23	100	0.2
信托子公司	61	100	0.6
合计			3.3

资料来源：wind，万联证券研究所

图表39：沪伦通增量测算

公司类型	数量(家)	预计改造单价(万元)	预计市场空间(亿元)
证券公司	57	200	1.1
券商资管子公司	15	120	0.2
公募基金	142	120	1.7
基金专户子公司	78	120	0.9
保险公司	235	120	2.8
保险资管子公司	23	120	0.3
信托公司	68	120	0.8
合计			4.8

资料来源：wind，万联证券研究所

4.3 前沿布局，人工智能持续加码

在三级研发体系中，恒生研究院聚焦金融科技前沿技术的研究，人工智能正是其主要方向之一。不仅如此，公司还专门成立“人工智能平台架构组”来助推人工智能研发。目前全公司有累计超过300多名技术人员投入到智能金融科技平台和产品的研发中。近两年内，公司已经陆续发布16款人工智能产品，落地案例达到117个。举例而言，智能监管领域，智能金盾已经在福建、山西等地方金融平台的风险管理工作中得以应用。智能决策领域，iSEE的智能决策箱已在券商零售经纪方面得到较多应用；智能投顾领域，银行智能投顾系统已经与广发银行、江苏银行等开展合，而恒生聚源推出的智能小梵，已经与招商、光大等多家券商达成合作；智能投研领域，恒生聚源发布的智能数据产品，已与十多家券商、互联网科技公司达成合作。未来公司还将继续在产业链图谱、智能风控、智能策略等方面推出更多智能金融的工具型产品。值得注意的是，公司的相当一部分产品都被聚合到了恒生GTN平台上，进一步彰显聚合效应。

图表40：恒生电子发布的AI产品

AI 产品	产品类型	产品功能	子公司
智能理财师	智能投顾	帮助理财师给出最适合投资人的资产配置方案	高智神州
晓鲸 BOT 开放平台	智能问答	帮助机构或开发者构建个性化智能机器人，并通过智能问答形式输出服务	鲸腾网络
Alphamind	智能投资	目前市场上唯一针对阿尔法交易的数据服务和全流程的交易平台	恒生研究院
晓鲸智能问答平台	智能投资	通过晓鲸智能问答平台，用户可进行个性化定制，拥有专属的 AI 投资机器人	鲸腾网络
智能资产配置引擎	智能投顾	快速分析中国大陆范围内的 43 类投资市场，结合总体趋势，给出市场最终意见，助力资产配置过程智能化	高智神州
智能 KYC	智能监管	在合规范围内帮助金融机构解决反洗钱、用户智能全息画像、客户智能身份识别整体解决方案、业务风险监控等场景难题	鲸腾网络
智能金盾	智能监管	对金融监管需要的舆情、资金、产品、交易、企业信息，进行全流程、智能化的监控	云永网络
智能投研	智能投资	数据采集、智能数据建模、智能事件驱动，从而大幅提升投研质量与效率	恒生聚源
iWin	智能运营	帮助金融机构全面了解用户，建立基于数据洞察的自动化营销策略，持续自动地与用户进行个性化交互，直至完成转化的目的	云赢网络
iSee	智能投顾	以用户画像为依据，为个人用户提供机会挖掘、交易陪伴以及精准服务的智能决策辅助系统	云纪网络
智能小梵	智能投顾	基于大数据的金融产品智能分析，为普通投资者提供精准的数据提炼	恒生聚源
机器人投顾	智能投顾	满足投资人财务规划的需求，拥有多投资目标管理与定期的检视再平衡机制	高智神州

资料来源：恒生电子历年产品发布会，万联证券研究所

图表41：恒生电子GTN平台

类别	产品
行情	美股股票行情 (API)、自选股组件 (H5)、智能盯盘 (API)、行情策略 (API) 等 19 种产品
咨询	量化因子库、基金风格数据库、智能推荐、热点资讯组件 (H5) 等 19 种产品
投资管理	PBOX 专业投资交易服务系统、UFEX 接口、私募综合业务管理系统、资金清算系统等 19 种
智能 AI	股价预警、因子选股组件 (H5)、筹码分布 (API)、iSee 智能问答等 19 种产品
模拟仿真	模拟炒股大赛、模拟交易排名统计、期货模拟交易、期权模拟交易等 11 种产品
数据核查	私募年报审计服务、地方金融监管服务、法规云服务、

	智能 KYC 等 7 种产品
金融游戏	实盘猜涨跌、晓鲸决战吧、游戏组件等 6 种产品
营销工具	用户画像、精准营销、代理商奖励结算系统、众筹交易云系统等 11 种产品
区块链服务	电子邮箱、CA 数字证书申领服务
数据库	国内上市公司数据库、债券数据库、港股数据库、机构数据库等 19 种产品，主要来自聚源数据库

资料来源：恒生电子历次产品发布会，万联证券研究所

5、盈利预测与估值

通过对公司各线业务进行拆分，我们做出关键假设如下：

- **资本市场业务：**资本市场业务仍然是公司业绩的核心支撑，其中包括经纪、资管、财富及交易所业务。当前来看，资管新规推动的银行理财子公司的系统建设需求，以及以科创板、沪伦通为代表的金融创新需求将是主要的业绩增量。预计未来三年营收分别为 29.9、36.2、43.1 亿元，期间 CAGR 约为 21.0%。
- **银行业务：**根据 IDC 预测，2019-2021 年我国银行业 IT 投入将分别达到 1231、1351、1488 亿元。假设未来三年我国软件与服务比例能上升至 50%，且其中渠道类解决方案占比在 40% 以上，同时公司市占率基本持稳，预计未来三年营收分别为 2.5、2.7、3.0 亿元，期间 CAGR 约为 7.2%。
- **互联网业务：**金融科技 3.0 发展阶段，互联网业务正处于快速发展期，预计未来三年营收分别为 6.8、8.8、11.0 亿元，期间 CAGR 约为 33.1%。
- **非金融业务：**非金融业务维持基本稳定，未来三年营收保持在 1.2 亿元水平，期间 CAGR 约为 3.3%
- **其他业务：**随着公司进一步优化内部管理，预计销售、管理等费用率将有不同程度的改善，但研发费用进一步加码。

图表 42：盈利预测

业务分类	2018A	2019E	2020E	2021E
资本市场业务				
营收	24.3	29.9	36.2	43.1
增长率	27.2%	23.0%	21.0%	19.1%
毛利率	97.8%	98.0%	98.2%	98.3%
银行业务				
营收	2.5	2.5	2.7	3.0
增长率	-20.3%	2.0%	7.5%	12.5%
毛利率	98.1%	98.1%	98.2%	98.3%
互联网业务				
营收	4.7	6.8	8.8	11.0
增长率	69.0%	45.0%	30.0%	25.0%
毛利率	99.4%	99.4%	99.4%	99.5%

非金融业务				
营收	1.1	1.2	1.2	1.2
增长率	-32.7%	5.0%	3.0%	2.0%
毛利率	71.1%	71.0%	71.0%	71.0%
合计				
营收	32.6	40.4	48.9	58.4
增长率	22.4%	24.0%	21.1%	19.4%
毛利率	97.1%	97.4%	97.7%	97.9%

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表43: 横向估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			18A	19E	18A	19E
600446.SH	金证股份	22.7	-0.1	0.2	-69.7	96.8
300377.SZ	赢时胜	12.1	0.2	0.3	46.1	39.3
603383.SH	顶点软件	80.4	1.0	1.2	29.4	65.6
300348.SZ	长亮科技	18.6	0.2	0.3	89.5	64.3
300339.SZ	润和软件	15.6	0.4	0.5	22.8	31.5
均值			0.5	0.6	47.0	59.5
600570.SH	恒生电子	77.2	0.8	1.2	64.7	65.2

资料来源: wind, 万联证券交易所

2018年均值处理剔除金证股份

公司目前稳居国内金融IT领域龙头位置,具有覆盖大金融各类机构的完整产品线和领先的创新业务布局。在当前资本市场深化改革的大背景下,公司全面受益政策红利,业绩兼具高成长性和高弹性。

基于以下四条逻辑看好公司价值: 1) 高额的研发投入和优秀的产出能力是其成长性的来源,在资本市场业务领域的优秀盈利能力和现金流将保障其成长的持续性; 2) 监管边际变化和金融创新带来增量空间,新政策刺激金融机构IT改造和新增需求,公司作为龙头将明显受益; 3) 创新业务加速创收趋势明显,公司Online战略促进平台化转型,云和AI相关加速落地,前瞻布局将强化公司竞争优势和壁垒。4) 横向比较来看,公司盈利能力大幅领先同业,且估值处于相对合理区间,具有较高配置价值。我们认为,公司收入将稳步增长,高毛利率能够持续,研发体系健全和管理结构优化将优化公司费用。预计公司2019-2021年EPS为1.19/1.37/1.55元,对应当年股价PE分别为65/56/50倍,首次覆盖,予以"增持"评级。

6、风险提示

公司业绩不及预期的风险,金融创新政策推进不及预期的风险,创新业务进展不及预期的风险,市场系统性风险

资产负债表		单位: 百万元			
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	2,936	3,947	5,065	6,284	
货币资金	567	1,435	2,459	3,583	
应收及预付	192	314	406	498	
存货	16	35	38	42	
其他流动资产	2,162	2,162	2,162	2,162	
非流动资产	3,280	3,459	3,746	4,098	
长期股权投资	982	1,135	1,382	1,692	
固定资产	293	244	193	142	
在建工程	178	259	350	444	
其他长期资产	1,827	1,822	1,821	1,820	
资产总计	6,216	7,406	8,810	10,382	
流动负债	2,718	3,067	3,553	4,061	
应付及预收	1,427	1,659	2,044	2,407	
其他流动负债	1,291	1,408	1,508	1,654	
非流动负债	84	117	117	117	
其他非流动负债	84	117	117	117	
负债合计	2,802	3,184	3,670	4,178	
股本	618	803	803	803	
资本公积	403	403	403	403	
留存收益	1,979	2,734	3,597	4,597	
其他综合收益	182	0	0	0	
归属母公司股东权益	3,182	3,940	4,803	5,802	
少数股东权益	233	282	338	402	
负债和股东权益	6,216	7,406	8,810	10,382	
现金流量表		单位: 百万元			
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	937	951	1,203	1,352	
净利润	678	953	1,103	1,249	
折旧摊销	197	37	73	76	
营运资金变动	312	229	380	398	
其它	-251	-269	-354	-371	
投资活动现金流	-394	117	62	21	
资本支出	-146	-81	-91	-94	
投资变动	-306	-158	-257	-320	
其他	58	355	410	435	
筹资活动现金流	-487	-199	-241	-249	
股权融资	104	185	0	0	
债券融资	60	0	0	0	
股利与利息	-184	-198	-241	-249	
其他	-467	-187	0	0	
现金净增加额	64	869	1,023	1,124	
期初现金余额	498	567	1,435	2,459	
期末现金余额	562	1,435	2,459	3,583	

利润表		单位: 百万元			
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	3,263	4,036	4,889	5,835	
营业成本	94	103	111	122	
营业税金及附加	43	54	65	78	
销售费用	882	1,078	1,313	1,561	
管理费用	446	543	653	776	
研发费用	1,405	1,796	2,212	2,655	
财务费用	2	-10	-19	-30	
资产减值损失	131	-22	11	14	
公允价值变动收益	-23	5	10	10	
投资净收益	257	350	400	425	
其他收益	208	200	255	275	
营业利润	701	1,049	1,208	1,370	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	700	1,049	1,208	1,370	
所得税	21	47	49	57	
净利润	678	1,002	1,160	1,312	
少数股东损益	33	49	56	64	
归属母公司净利润	645	953	1,103	1,249	

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长能力					
营业收入	22.4%	23.7%	21.1%	19.4%	
归属于母公司净利润	37.0%	47.7%	15.8%	13.2%	
获利能力					
毛利率	97.1%	97.4%	97.7%	97.9%	
净利率	19.8%	23.6%	22.6%	21.4%	
ROE	20.3%	24.2%	23.0%	21.5%	
偿债能力					
资产负债率	45.1%	43.0%	41.7%	40.2%	
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	
营运能力					
总资产周转天数	675.0	616.0	605.4	600.3	
应收账款周转天数	20.2	23.0	25.0	26.0	
存货周转天数	117.2	125.0	125.0	125.0	
每股指标 (元)					
每股收益	1.04	1.19	1.37	1.55	
每股经营现金流	1.17	1.18	1.50	1.68	
每股净资产	3.96	4.91	5.98	7.22	
估值比率					
P/E	64.7	65.0	56.2	49.6	
P/B	13.1	15.7	12.9	10.7	

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场