

计算机

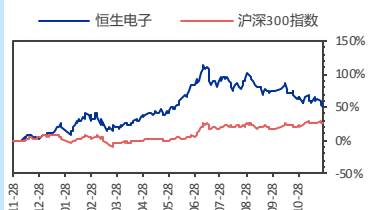
2020年11月27日

恒生电子 (600570)

——参与公募投顾 IT 建设一周年，后续仍大有可为

报告原因：有信息公布需要点评
买入 (维持)
市场数据： 2020年11月26日
 收盘价(元) 85.41
 一年内最高/最低(元) 122.4/71.17
 市净率 23.3
 息率(分红/股价) 0.62
 流通A股市值(百万元) 89176
 上证指数/深证成指 3369.73/13599.99
 注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年09月30日
 每股净资产(元) 3.67
 资产负债率% 47.91
 总股本/流通A股(百万) 1044/1044
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《恒生电子(600570)点评：收入受准则变更影响，前三季度经营现金流入增长14%》2020/10/30

《恒生电子(600570)点评：恒迈神州债券发行平台蓝海新尝试》2020/09/04

证券分析师

 洪依真 A0230519060003
 hongyz@swsresearch.com
 刘洋 A0230513050006
 liuyang2@swsresearch.com

联系人

 洪依真
 (8621)23297818×转
 hongyz@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公募投顾政策出台一周年，多家机构开始试点。**2019年10月24日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投顾业务试点正式开启。截至2020年11月，公募基金投顾业务试点落地近一年，18家金融机构获批准试点。
- **公募基金投顾对于IT供应商有综合的要求。**投顾系统涉及环节较多，需要对不同投资者实现差异化服务。从技术实现角度，应具有的基础功能包括**销售打通、投顾管理**两大类。
- **整体上，目前开始试点机构投顾功能并未形成太大差异，恒生产品基本可以满足金融机构客户需求。**1) 恒生公募投顾账户管理产品首先可以实现销售系统的打通。基金公司可在自有直销销售系统基础上，打通第三方代销的产品销售通道；2) 结合国内基金投顾特色，推出**财富管理一站式解决方案We6**。We6解决方案以资产配置为核心，同时有财富运营中台、投顾终端、财富终端、理财销售、登记过户等产品，支持策略、产品、基金投顾账户、交易管理、投顾服务。满足公募投顾财富管理常见需求，一站式解决。
- **截至目前，恒生电子已为国联证券、易方达基金、中欧基金、杭州银行等多家金融机构开展基金投顾业务提供系统。**1) 恒生电子与国联证券在公募投顾业务展开全领域合作，经过两个月的研发测试完成了相关信息系统的建设；2) 易方达基金设立了相对独立的基金投顾业务板块，恒生电子为其提供公募基金投顾整体解决方案，并助力其业务迅速上线，方案具有全业务支持、全方位差异化风控等七大优势。
- **目前公募投顾仍处于发展初期，投资顾问与资产管理软件无论功能、通过软件管理规模都与海外成熟市场有差距。**功能上，美国类似资产管理和投资顾问业务的软件功能包括：投资组合的建立、调仓和形成交易订单、投资组合的分析和报告等，功能已较为完备，主流四款软件管理资产规模在2020年累计已超过58万亿美元，数倍于目前国内公募基金整体管理规模（截至2020Q3约18万亿人民币）。**未来公募投顾业务无论复杂度成熟度、规模，都有望大幅提升，恒生电子作为目前国内券商信息化领军，有望充分参与这一过程。**
- **盈利预测与评级。**考虑到新会计准则影响，下调2020年收入预测为40.33亿元、净利润为9.37亿元，原预测为46.33亿元、10.96亿元。维持2021、2022年收入预测为55.39、64.36亿元。充分考虑薪酬增速、软件退税等影响，上调2021、2022年净利润为14.51、16.26亿元，原预测为12.93、14.65亿元。对应2020年估值95倍PE。维持买入评级。
- **风险提示：**政策落地不及预期、新增IT模块需求不达预期、新产品推广较慢、内部管理改善不达预期。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,872	2,338	4,033	5,539	6,436
同比增长率(%)	18.7	1.8	4.2	37.3	16.2
归母净利润(百万元)	1,416	425	937	1,451	1,626
同比增长率(%)	119.4	-47.1	-33.8	54.9	12.1
每股收益(元/股)	1.76	0.41	0.90	1.39	1.56
毛利率(%)	96.8	72.2	96.5	96.2	96.4
ROE(%)	31.6	11.1	18.8	22.5	20.2
市盈率	63		95	61	55

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

公募投顾政策出台一周年，多家机构开始试点

2019年10月24日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投顾业务试点正式开启。

截至2020年11月，公募基金投顾业务试点落地近一年，18家金融机构获批试点。

2019年10月，易方达、华夏、南方、嘉实、中欧5家基金公司，首批获准公募基金投顾试点；2019年12月，腾安、盈米获得试点资格；2020年2月29日，第三批公募基金投顾业务试点出炉，国联证券、华泰证券、国泰君安证券等7家券商获得试点资格。详细如下。

表 1：试点机构开展基金投顾业务情况

机构类别	上线时间	试点机构	上线平台	智能投顾	投资门槛（元）	投顾服务费率
基金试点	2019.12	华夏基金	华夏基金、天天基金	查理智投	500	0.25-0.5%/年，无申购费
	2019.12	南方基金	南方基金、天天基金	司南智投	1000	0.8-1.5%/年，无认购、申购、赎回费
	2019	嘉实基金	嘉实理财嘉、天天基金	嘉贝智投	500	0.3-1%/年
	2019	中欧基金	中欧钱滚滚、天天基金	水滴投顾	1000	0.15-0.45%/年
三方试点	2020.9	易方达基金	天天基金、好买基金	易方达投顾	1000	0.2-0.5%/年
	2020.9	腾安基金	理财通	一起投	500	0.5%-0.75%/年 无申购、调仓费
券商试点	2020.4	国联证券	国联尊宝	基智投	10000	0.6-0.9%/年（折后）
	2020.5	银河证券	银河证券	财富星—基金管家	1000	0.32-1.2%/年（折后）
	2020.8	国泰君安	君弘	君享投	1000	0.4%/年
	2020.9	中信建投	中信建投	蜻蜓管家	10000	0.3-1.5%/年
	2020.9	中金财富	中金财富	A+基金投顾	1000	0.2-1.0%/年无申购费
	2020.9	申万宏源证券	申万宏源大赢家	星基汇	1000	0.2-1.0%/年无申购费
2020.10	华泰证券	涨乐财富通	泓乐星投	1000	0.5-1.2%/年	

资料来源：华夏基金、南方基金等官网，申万宏源研究

恒生电子财富管理一站式解决方案 We6

公募基金投顾对于 IT 供应商有综合的要求。1) 投顾系统涉及环节较多，包括客户分析、需求探索、策略推荐、资产配置、产品引入、产品评价、风险监控、投资者教育、适当性管理、售后服务、公募投顾生态建设等；2) 对于公募基金，需要对不同投资者实现差异化服务，对不同风险等级、预期收益、投资期限等进行不同层级推荐和基金组合构建配置；3) 且在这一过程中，由于面向客户仍以个人投资者为主，应尽量发挥信息化作用，降本增效。从技术实现角度，应具有的基础功能包括基金销售、投顾管理两大类。

恒生公募投顾账户管理产品首先可以实现销售系统的打通。基金公司可在自有直销销售系统基础上，打通第三方代销的产品销售通道。申购资金走直销，经公募投顾账户管理系统处理后把账户、交易指令分发给直销、代销的销售系统（考虑多套销售商及其系统间的信息和资金的交互）；代销机构可在自有代销销售系统的基础上，通过该方案做公募投

顾业务；该方案也同样适用于各类异构销售销售，仅需开放基础账户类、交易类、查询；类 API 接口。

表 2：恒生电子公募投顾解决方案与特点

方案	特点
专属投顾服务账户	结合投资人理财需求（目的、场景） 构建投资者专属投顾服务账户 ，以区别于客户自主交易账户 通过投顾服务账户设计，实现客户投顾组合产品的 独立交易、持仓管理、收益核算 等业务管理 通过投顾账号的客户授权，实现合规的代客执行组合交易指令
全市场产品配置	标准的产品引入和管理流程，提升产品审核效率，加快新产品开发 产出可视化，管理精细化，为产品全业务链赋能规模增长 打通 第三方的产品销售通道 ，实现配置全市场公募基金产品
三种收费模式	1、 一次性/按月/按年缴纳投顾服务费 ，享受对应分档的资产管理服务 2、 按投资表现收费 ，当管理资产收益表现超出业绩比较基准时， 收取超额部分一定比例的服务费 3、按 AUM 收费模式，投顾服务账户 保有量按日计算、按月计提服务费

资料来源：恒生电子官网、申万宏源研究

此外，恒生电子结合国内基金投顾特色，推出财富管理一站式解决方案 We6。1)2020 年 8 月底，恒生正式发布财富管理一站式解决方案 We6，和轻量级一体化投顾解决方案恒慧投；2)We6 解决方案以资产配置为核心，同时有财富运营中台、投顾终端、财富终端、理财销售、登记过户等产品，支持策略、产品、基金投顾账户、交易管理、投顾服务。

恒生电子与头部公募、银行密切合作

整体上，目前开始试点机构投顾功能并未形成太大差异，恒生产品基本可以满足金融机构客户需求。

表 3：基金投顾功能概览

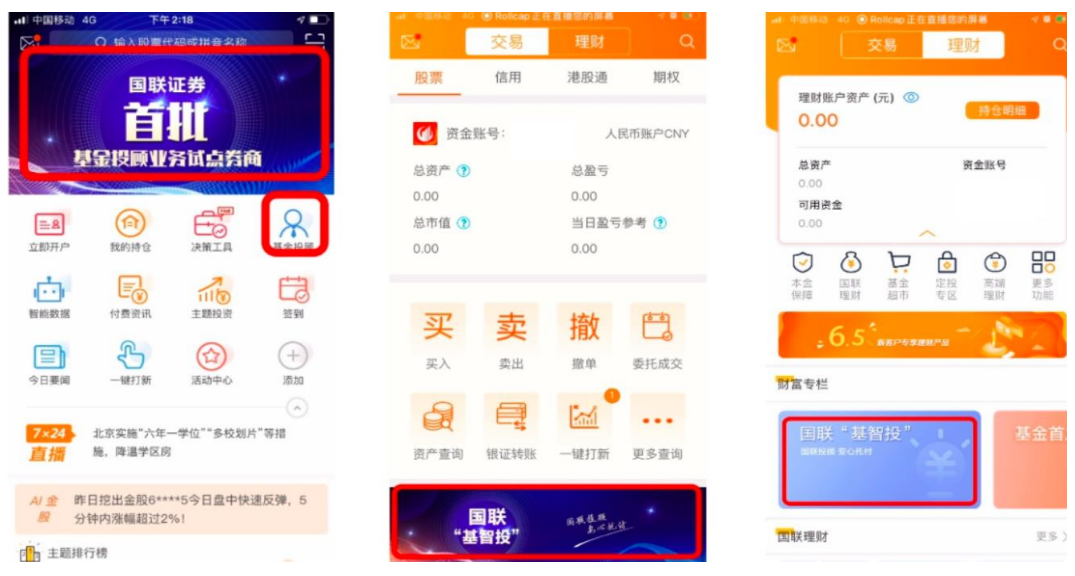
功能概览	易方达	华夏基金	中欧基金	南方基金	嘉实基金	腾安基金	国泰君安	中金公司	中信建投	中国银河	国联证券	申万宏源证券
资产检测				√		√	√	√	√	√	√	√
投资规划	√	√	√		√	√	√	√	√	√	√	√
测评推荐		√	√	√	√			√	√	√	√	√
回撤测试			√									
业绩展示	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√		
资产配置展示	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
持仓基金展示		√			√	√	√	√	√			
投资目标		√	√	√			√	√	√			
投资策略	√		√	√		√	√	√	√	√	√	√
交易规划		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
调仓理由	√	√				√	√					
运作报告		√	√	√		√	√	√	√	√	√	√
投顾收益			√	√	√	√	√	√				

资料来源：华夏基金、南方基金等 APP，申万宏源研究

其中，恒生电子已为国联证券、易方达基金、中欧基金、杭州银行等多家金融机构开展基金投顾业务提供系统。

2020年4月。国联证券顺利完成公募投顾业务第一批客户的签约和交易。1) 恒生电子与国联证券在公募投顾业务展开全领域合作，经过两个月的研发测试完成了相关信息系统的建设；2) 国联证券于3月24日接受了监管机构的验收检查，并在行业内率先正式推出公募投顾客户签约和交易服务，4月完成公募投顾业务第一批客户的签约和交易；3) 11月10日，杭州银行与国联证券强强联手正式推出“神机营”基金投顾业务。标志恒生电子首家支持券商和银行互联互通，实现管理型基金投顾能力输出业务的落地。

图 1 国联证券 APP 智能投顾界面



资料来源：国联证券 APP、申万宏源研究

易方达基金设立了相对独立的基金投顾业务板块，恒生电子为其提供公募基金投顾整体解决方案，并助力其业务迅速上线。1) 易方达基金先后与招商银行招赢通平台、好买基金、基煜基金“基构通”平台合作推出基金投资顾问服务平台，在智能投顾方面已有布局；2) 同时易方达基金设立了相对独立的基金投顾业务板块，与公司传统业务进行隔离，并组建了独立的投研、市场、金融科技等团队；3) 在这一相对复杂且完备的准备下，恒生电子为其提供一体化的基金投顾解决方案，该方案具有以下优势。

表 4：恒生电子-易方达公募投顾方案七大优势

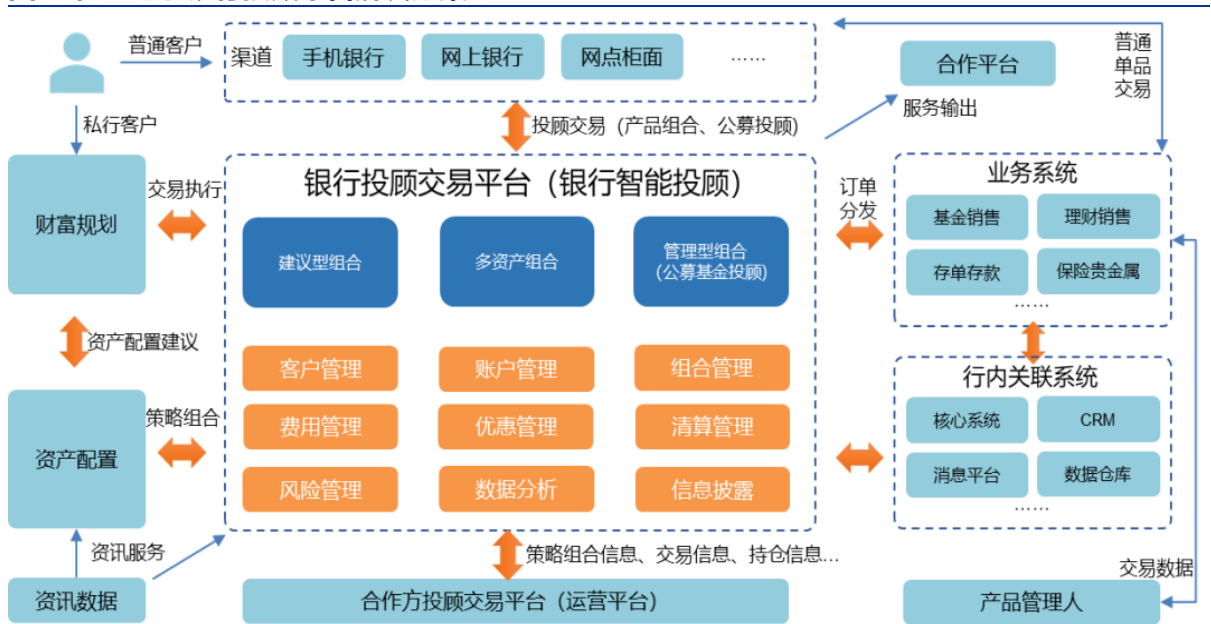
优势	具体
智能投顾资产配置工具	涵盖策略管理（内部策略+外部策略），业绩跟踪，风险监控等功能
智能产品评价体系	三方面综合评价：从净值回归与公告持仓角度，基金业绩、基金经理、基金公司评价 配套功能：基金尽调，负面清单等
全业务支持	全投顾模式：支持管理型投顾、建议型投顾 全客户覆盖：支持个人客户、高净值客户、机构客户、产品户 完善的信息披露：支持总资产、持有收益、累计收益、昨日收益，以及支持投顾月报

	灵活收费模式
全方位差异化风控	通过 4 维+2 项总计 60+个风控指标
多生态合作模式	银行、券商、第三方销售机构多个合作渠道 支持有基金投顾资格的基金销售机构跟基金公司合作引入基金投顾服务
机构互联互通标准接口	通过基金投顾行业标准接口
领先的架构设计	独立部署投顾业务运营平台+资产配置系统，支持对接异构销售系统，对原有系统侵入性低 基于微服务技术架构，松耦合，高性能，横向拓展 支持 Oracle、Mysql 数据库

资料来源：恒生电子官网、申万宏源研究

尽管目前暂无银行投顾业务正式上线，但恒生也已准备了完整的解决方案。

图 2 恒生电子银行投顾平台解决方案



资料来源：恒生电子官方公众号、申万宏源研究

对标海外，仍有极大增量空间

整体看，目前公募投顾仍处于发展初期，相比于发达国家成熟金融市场存在多方面差距。造成差异原因包括多方面：1) 投资者的接受程度，投顾服务付费习惯建立；2) 投顾服务在业绩上的积累还未能形成共识性的整体优势；3) 基金投顾短期面临市场上相关产品的竞争；4) 中国资本市场相对波动性较大。

投资顾问与资产管理软件无论功能、通过软件管理规模都有差距。1) 功能上，美国类似资产管理和投资顾问业务的软件功能包括：投资组合的建立、调仓和形成交易订单、投资组合的分析和报告、合规和投资准则监控、交易订单的录入和调节、客户关系管理，功能已较为完备，且在细分功能上都有领军软件企业；2) 通过以下四款较为出色的软件管理资产规模在 2020 年累计已超过 58 万亿美元，数倍于目前国内公募基金整体管理规模（截至 2020Q3 约 18 万亿人民币）。

表 5：美国较为优秀的四款资产管理和投资顾问业务软件案例

软件名称	公司名称	通过软件管理资产规模	支持功能与目标客户
Tamarac	Investnet	1.2 万亿美元	投资顾问和财富经理与私人银行
Axioma	Axioma	10 万亿美元	主要支持投资组合的创建和优化；用户为资管公司的投资组合经理
Aladdin	贝莱德(BlackRock)	18 万亿美元	资管公司的基金管理经理
Charles River System	美国道富银行(State Street Bank&Trust Company)	29 万亿美元	

资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

未来公募投顾业务无论复杂度成熟度、规模，都有望大幅提升，信息化厂商在这一过程中也有望充分参与。借助科技解决方案，管理机构可以保证所有业务参与者在高效准确完成自己的任务的同时彼此之间还能做到无缝衔接，从而最大程度上提高零售业务效率，降低零售业务人工成本。恒生电子作为目前国内券商信息化领军，有望充分参与这一过程。

盈利预测与评级。下调 2020 年收入预测为 40.33 亿元、净利润为 9.37 亿元，原预测为 46.33 亿元、10.96 亿元。主要由于：1) 公司在 2020 年 Q3 开始执行新会计准则，导致部分收入按新标准无法确认，可能延后至 2021 年确认，对当期收入、利润产生影响；2) 预测疫情后部分项目现场实施可能受到影响，实施进度延后。

维持 2021、2022 年收入预测为 55.39、64.36 亿元。上调 2021、2022 年净利润为 14.51、16.26 亿元，原预测为 12.93、14.65 亿元。主要由于：1) 公司近年来费用控制较好，员工薪酬等增速相比此前有所放缓；2) 原预测未充分考虑政府补贴（软件退税为主）、子公司投资收益等较为持续性的利润，调整后加以综合考虑。

维持买入评级。

风险提示：政策落地不及预期、新增 IT 模块需求不达预期、新产品推广较慢、内部管理改善不达预期。

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,263	3,872	4,033	5,539	6,436
其中: 营业收入	3,263	3,872	4,033	5,539	6,436
减: 营业成本	94	125	141	212	231
减: 税金及附加	43	47	49	67	78
主营业务利润	3,125	3,700	3,843	5,260	6,127
减: 销售费用	882	927	1,077	1,311	1,476
减: 管理费用	446	486	572	695	819
减: 研发费用	1,405	1,560	1,733	2,125	2,526
减: 财务费用	2	3	12	17	22
经营性利润	390	724	449	1,112	1,284
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-19	10	-22	-23
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-131	-15	0	0	0
加: 投资收益及其他	442	837	566	531	555
营业利润	701	1,528	1,025	1,621	1,817
加: 营业外净收入	-1	-1	-1	0	0
利润总额	700	1,527	1,024	1,621	1,817
减: 所得税	21	112	88	170	191
净利润	678	1,415	936	1,451	1,626
少数股东损益	33	0	0	0	-1
归属于母公司所有者的净利润	645	1,416	937	1,451	1,626
全面摊薄总股本	618	803	1,044	1,044	1,044
每股收益 (元)	0.80	1.76	0.90	1.39	1.56

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。