恒生电子 VS 金证 VS 顶点软

证券 IT 行业高增长逻辑是什么?

今天我们要研究的这条产业链，深受资本市场改革影响。2018 年以来，无论是资管新规的出台，还是科创版的注册制推出，都对该行业带来了巨大增量。

该行业的龙头 A，2018 年下半年以来，从低点的 26.5 元，上升至高点的 120.5 元，涨幅高达 **355%**。不过，自今年 7 月以来，一路回调，从峰值高位回调到低点的 88 元/股，跌幅达到 26.6%。

该行业的龙头 B，2018 年下半年以来，从低点的 8.09 元，一路上涨至 2019 年上半年高点的 30.75 元，上涨幅度高达 **280%**。之后，迅速回调至低点的 15.45 元/股，回调幅度高达 49.75%，然后一直呈现横盘震荡趋势。

该行业的龙头 C，2018 年下半年以来，从低点的 15.8 元，上升至高点的 84.45 元，涨幅高达 **434%**，之后一直震荡下行至低点的 34.28 元，整体回调幅度高达 59.41%。

投资研究

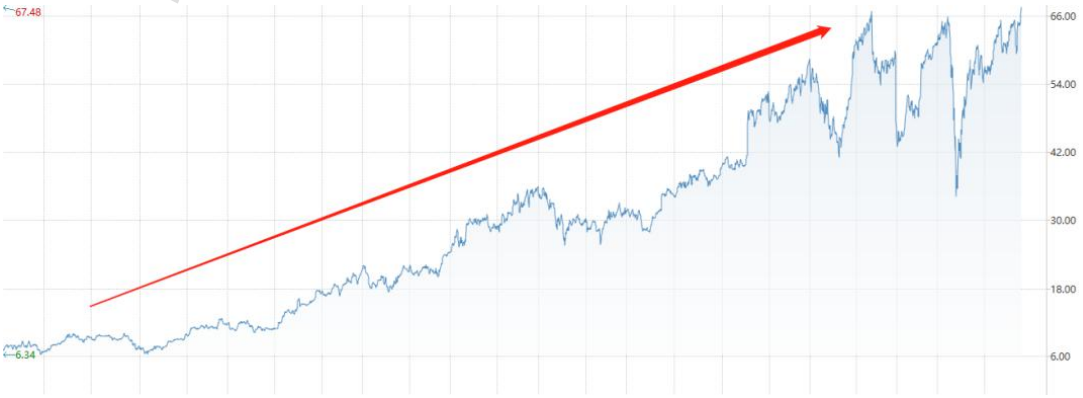


图：证券 IT 行业股价图叠加

来源：Wind、塔坚研究

上述三家 A、B、C，分别对应金融 IT 服务产业链，三家龙头——恒生电子 VS 金证股份 VS 顶点软件。

如果我们换一个视角，看一下北美地区，USA 资管 IT 领域的龙头 SS&C 科技，自 2010 年上市以来，从低点的 6.34 美元，上升至高点的 67.48 美元，涨幅高达 964%。



图：SS&C 科技

来源：Wind、塔坚研究

对于这条产业链，有两个值得我们深入思考的问题：

1）证券 IT 系统集成行业，其高增长的逻辑是什么？

2）从行业长远逻辑出发，行业内什么样的玩家，业务布局更有前景？

（壹）

证券 IT 解决方案，是指为证券公司、资产管理机构提供 IT 系统搭建、软件开发和系统集成服务的业务总称，**证券 IT 建设的意义，在于将证券业务中的流程性环节数据化和自动化，以达到降低运营成本（主要是人力成本），提升经营效率的目的。**

从产业链的角度看：

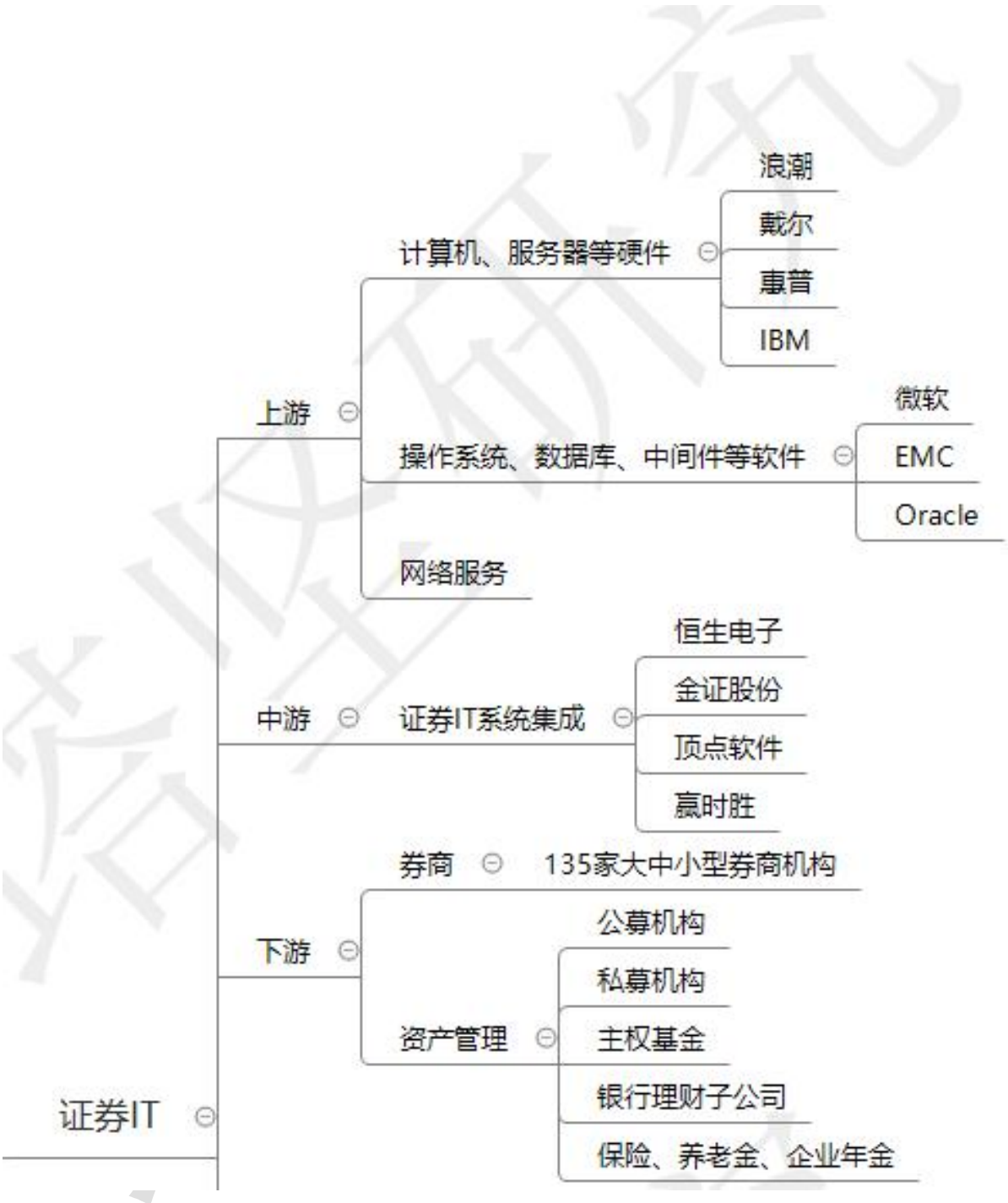
塔坚研究

上游——包括软件开发所用的计算机、服务器、移动智能设备等硬件提供商，如惠普、戴尔、浪潮信息等；操作系统、数据库、中间件等软件提供商，如微软、甲骨文、IBM 等。

中游——IT 服务提供商。代表公司有恒生电子、金证股份、顶点软件、赢时胜；海外龙头企业为 SS&C 科技。

下游——各级证券公司、期货公司和基金公司，如中信证券、华泰证券、野村证券、东证资管、嘉实基金等。截止到 2020 年 2 月份，我国证券公司、公募基金和期货公司已经有 410 家，证券类私募机构数量已经超过 9000 家。

培训研究

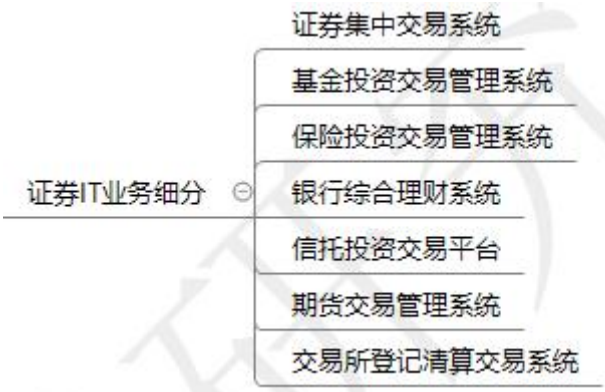


图：证券 IT 产业链

来源：塔坚研究

需要注意的是，证券 IT 市场按照应用场景，又可以细分为 7 大子类，分别为：证券集中交易系统，基金投资交易管理系统，保险投资交

易管理系统，银行综合理财系统，信托投资交易平台，期货交易管理系统，交易所登记清算交易系统。

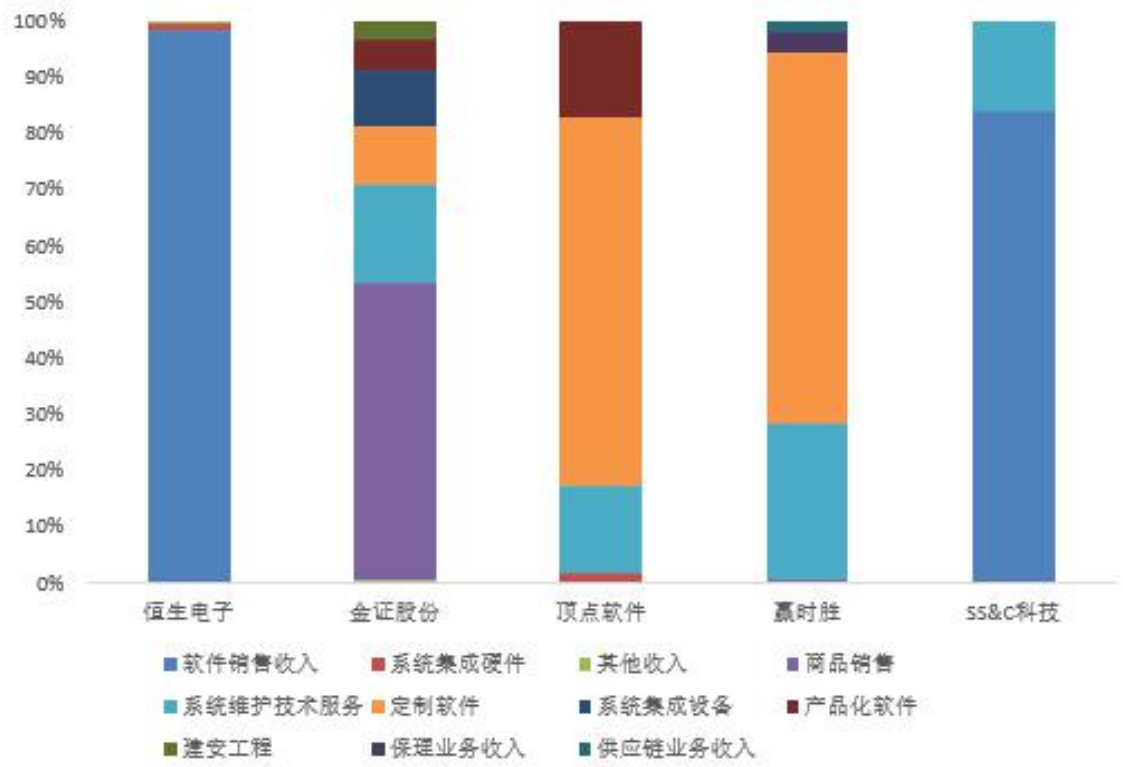


图：证券 IT 细分业务领域

来源：塔坚研究

（贰）

塔坚研究



图：收入结构图对比（单位：%）

来源：塔坚研究

本案，将围绕中游证券 IT 服务商，做对比：

一、恒生电子——收入为 38.72 亿元，主要来自软件销售收入，占比 98.12%，其次是系统集成硬件，占比 1.52%，其他收入占比为 0.36%。虽然恒生没有拆分软件的定制化和产品化的比例，但是根据产业调研信息，其产品化程度很高。

2019 年，恒生电子按照组织结构按中台业务模式，将收入结构划分为：大零售业务、大资管业务、交易所与监管科技、银行与产业金

融六大业务领域，涵盖了证券 IT 领域所有七大细分场景。其中，占比较大的是**大零售**和**大资管**两大业务。

1）大零售业务，收入为 14.7 亿元，占比 38%，包括**经纪业务**和**财富管理**两大领域。经纪业务的主要产品为券商核心交易系统（UF3.0）和投资赢家终端 APP，财富管理主要面向基金公司提供基金理财销售系统（TA）。

2）大资管业务，收入为 11.08 亿元，占比 29%，包括资产管理两大机构服务领域，主要产品有投资管理系统、策略交易平台、全面风险管理等。

二、金证股份——收入为 48.75 亿元，主要来自商品销售（主要为硬件），占比 **52.83%**，其次是系统维护技术服务（占比 21%）和定制化软件（11%）。从证券 IT 的细分领域来看，其收入主要来自于证券交易系统，此外还包含少量银行综合理财系统和基金投资交易系统。

三、顶点软件——收入为 3.4 亿元，主要来自定制化软件，占比 **52%**，其次是产品化软件（占比 17.35%）、系统维护技术服务（占比 15.29%）。从细分领域来看，其收入集中在证券期货业务（属于期货交易管理系统），占比 65%。

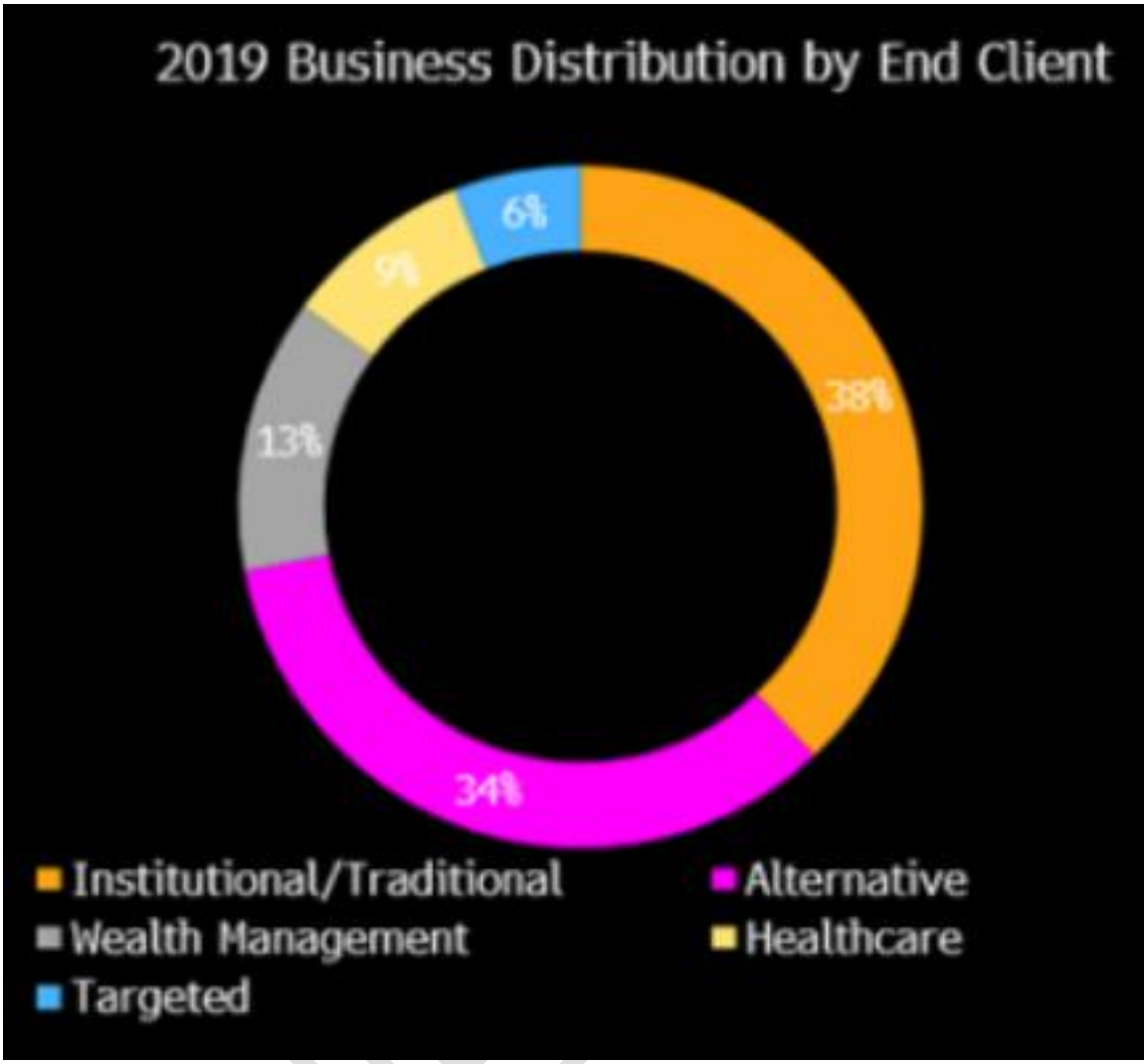
塔坚研究

四、赢时胜——收入为 6.56 亿元，主要来自定制化软件，占比 **65%**，其次是系统维护技术服务，占比 27.63%。从细分领域来看，其收入主要来自于资产管理与资产托管业务信息系统（属于基金投资交易系统、信托投资交易系统）。

五、美股，SS&C 科技——收入为 323.20 亿元人民币，主要来自软件销售，占比 84%，其次是许可和维护服务，占比 16%。

按照细分场景不同，SS&C 科技收入主要来源于资管领域，包括：机构投资者（占比 38%，包括养老金、共同基金、保险等），另类投资机构（占比 34%，包括对冲基金、FOF、私募股权、房地产等）和财富管理（占比 13%，财富管理账户及投资顾问业务）三大块。从产品细分情况来看，SS&C 的收入主要来源于投资组合管理/会计产品组，占总收入比重超过 90%。

塔坦研究



图：SS&C 科技收入细分

来源：Bloomberg

综合来看，恒生电子的收入领域更广，实现了券商、期货、保险、银行理财和资管的全领域布局。而金证股份、顶点软件和赢时胜仅能做到在部分细分领域有所突破。

对于海外龙头 SS&C 科技来说，处于较为成熟的资本市场，其收入规模较大。从细分领域看，其收入主要来自于资管领域，实现了对

于跨国银行和零售银行（理财相关业务）、对冲基金、私募基金、共同基金、家族办公室、房地产贷款机构、市政金融集团等领域的全覆盖。

（叁）

接下来，我们从 2020 年 3 季报报数据，分别对比一下各家增长情况：

三季报	营业收入（亿元）	营业收入同比增长率(%)	净利润(亿元)	净利润同比增长率(%)	销售毛利率(%)	销售净利率(%)
恒生电子	23.38	1.78	4.50	-43.71	72.24	19.24
金证股份	36.00	13.58	2.09	168.90	22.74	5.80
顶点软件	2.27	7.46	0.61	4.44	71.89	26.93
赢时胜	6.16	12.35	1.29	1.50	72.85	20.92
SS&C科技	235.94	1.02	29.15	44.19	44.54	12.36

图：2020 年 Q3 数据（单位：亿元人民币、%）

来源：塔坚研究

营业收入增速和净利润增速均较快的是金证股份，主要由于其历史基数较低（2019 年 Q3 受子公司收入下滑影响）。恒生电子的净利润增速为负，主要受会计准则影响，收入确认方式由完工百分比确认转变为终验法确认，将项目实施及维护服务人员的费用、部分研发和销售费用计入营业成本，导致营业成本增加。

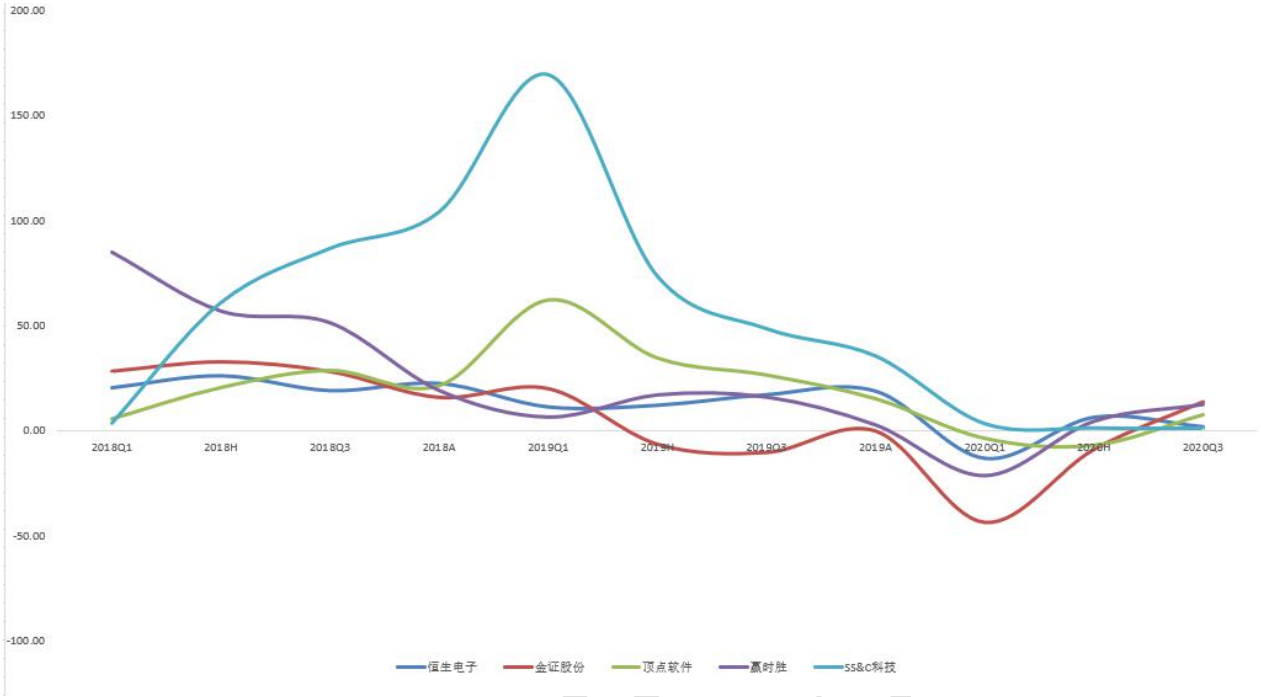
毛利率方面，除金证股份毛利率低外（因硬件销售占比较多），恒生电子、顶点软件和赢时胜都在 70%左右。而 SS&C 科技由于人力成本较高，毛利率为 44.54%。净利率方面，顶点软件的净利率较高，可能原因是其在期货领域产品具有竞争力。

复盘完中报业绩，我们再复盘一下，近 11 个季度这几家公司的收入增长情况。

从国内公司来看，经历了 2018 年的高增长阶段（主要原因是资管新规的推行，推动资管行业 IT 支出增加），该行业企业同比增速有所放缓。2020 年的卫生事件影响了线下交付，导致 Q1 整体负增长，Q2、Q3 已经转正。

对于 SS&C 科技来说，2018-2019 年增速较高，主要受并购影响。其 2018 年收购了 DST System（基于 SaaS 的退休基金服务商）、Eze Software（投资组合管理、交易和分析软件）、Intralinks Holdings（银行、资本市场交易和安全服务商），2019 年收购了 IBM 旗下的 Algorithmics 业务（风险分析和监管解决方案）。

增长研究



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

（肆）

好，增长看完后，我们再来看回报情况。整体来看，恒生电子的回报水平较高，其次是顶点软件。

ROE	2017	2018	2019
恒生电子	17.22	20.64	36.97
金证股份	7.86	-6.62	13.49
顶点软件	14.46	12.13	11.75
赢时胜	7.92	6.57	4.94
SS&C科技	13.30	2.84	9.04
ROIC	**2017**	**2018**	**2019**
恒生电子	14.88	20.12	32.96
金证股份	10.01	-2.34	10.34
顶点软件	13.52	11.34	11.18
赢时胜	7.55	6.03	3.38
SS&C科技	5.94	0.96	2.70
ROA	**2017**	**2018**	**2019**
恒生电子	8.97	11.62	20.96
金证股份	7.16	-1.10	7.21
顶点软件	11.58	10.10	10.31
赢时胜	7.89	6.11	3.84
SS&C科技	5.85	0.95	2.67

图：回报数据（单位：%）

来源：塔坚研究

恒生电子的 ROE 水平较高，主要原因其净利率和权益乘数较高。从近三年净利率水平看，恒生电子的净利率不断提升；从权益乘数看，主要因为其经营杠杆（预收账款占比）较高。

而顶点软件的净利率、经营杠杆同样较高，主要原因是其在期货领域产品有一定优势（竞争格局较好），但总资产周转率相对恒生电

子较低（主要为存货周转率、应收账款周转率相对较低），拉低了其整体回报水平。

赢时胜的净利率由于研发费用的增加，同时，也可能和细分领域竞争有关。而金证股份的净利率波动大， 2018 年净利率为负是因为资产减值损失（主要是子公司联龙博通的商誉减值）。

培训研究

销售净利率（%）	2017	2018	2019
恒生电子	16.25	20.79	36.56
金证股份	5.12	-2.60	5.07
顶点软件	41.06	39.62	37.75
赢时胜	41.11	28.38	15.59
SS&C科技	19.63	3.02	9.46
总资产周转率（%）	**2017**	**2018**	**2019**
恒生电子	0.51	0.54	0.53
金证股份	1.10	1.17	1.17
顶点软件	0.27	0.25	0.26
赢时胜	0.19	0.21	0.21
SS&C科技	0.30	0.32	0.28
权益乘数（%）	**2017**	**2018**	**2019**
恒生电子	1.78	1.82	1.71
金证股份	2.00	2.11	2.15
顶点软件	1.23	1.19	1.18
赢时胜	1.06	1.13	1.11
SS&C科技	2.27	2.98	3.39
预收占比（%）	**2017**	**2018**	**2019**
恒生电子	46.86	39.61	36.63
金证股份	9.67	9.25	9.05
顶点软件	60.30	47.01	43.51
赢时胜	1.59	1.03	1.56
SS&C科技	18.36	8.85	8.64

图：杜邦因素拆分（单位：%、次）

来源：塔坚研究

从回报水平来看，恒生电子 > 顶点软件 > 赢时胜 > 金证股份。

另外，对于 SS&C 科技来说，其回报水平和 A 股公司相比，处于中等偏下水平。净利率水平低于 A 股公司，总资产周转率叠加了并购影响仅处于中等水平，只有权益乘数较高（源于财务杠杆）。

看完了回报情况，再来看究竟证券 IT 行业的长期增长逻辑如何？

（伍）

证券 IT 的需求，可分为长期、和短期两方面来看。

首先，从长期的视角来看，中国**资本市场的完善和迅速增长的财富管理**需求，是金融 IT 行业发展的根本动力。

一是，规模扩大。中国资本市场的规模仍将随国民收入的持续增长而扩大。国民财富增长、居民财富管理需求增加和机构投资者崛起是三大主要动力。

1）市场总体量方面：中国和 USA 的 GDP 体量、证券市场总市值对比。

投资研究

2019 年，USA GDP 总量为 193621.3 亿美元，中国 GDP 总量为 122427.76 亿美元

，在这个经济总体量之下，USA 市场的证券总市值超过 300000 亿美元。

如果从证券化率看，中国证券市场市值约为 85200 亿美元，对应的证券化率分别为 155%、69%。

如果仅从证券市场市值来看，有接近 4 倍的总市值成长空间。

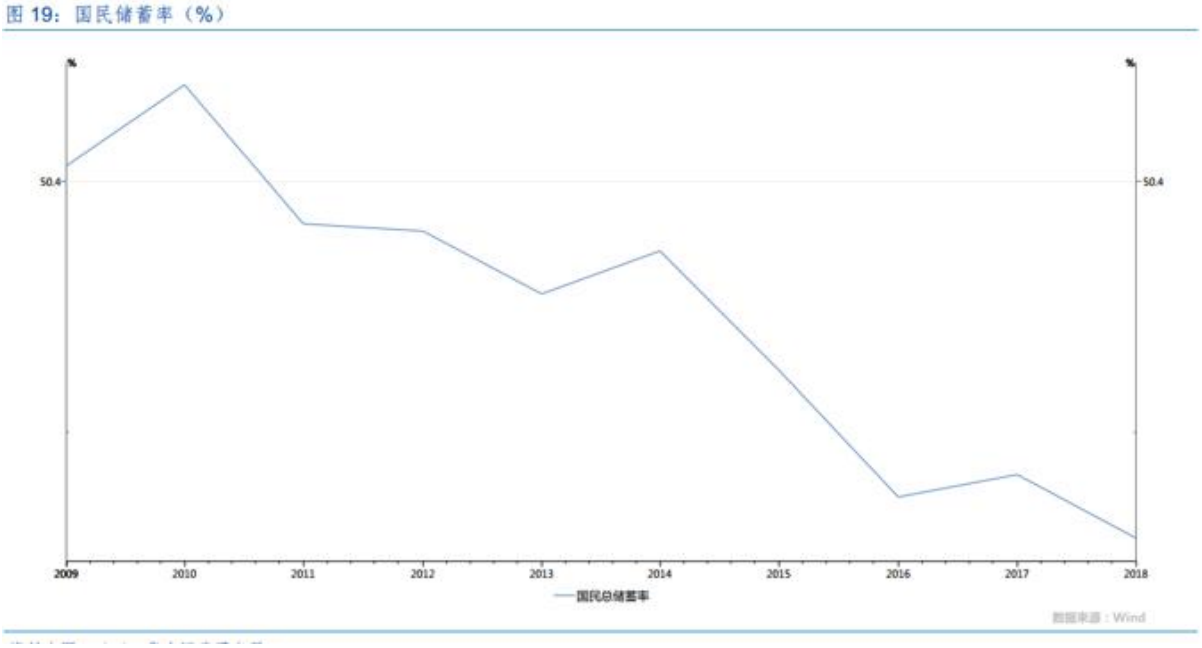
2）居民财富方面，2019 年，USA 人均 GDP 水平为 65111 美元，而我国人均 GDP 水平为 70892 元（10000 美元左右）。

随着我国人均可支配收入提升，居民财富管理需求持续增长。据 McKinsey 估计，2017 年中国个人财富总额为 115 万亿元，预计 2021 年将增至 158 万亿元，复合增速为 **8.62%**。其中，大众富裕阶层占比将进一步提升（大众富裕阶层是资产从几十万美元到 100 万美元之间）。

3）储蓄率下降，财富管理需求提升：2009-2018 年，居民储蓄率持续下降，从 55%降至 2018 年的 45%。非现金、非存款资产占比提升至 56%以上，个人资产的投资需求强劲。

2018 年，我国共同基金净资产占 GDP 的比例为 13%。与此同时，USA 居民储蓄率在 16%-18%之间，共同基金净资产占 GDP 的比例为高达 105%。

这一数据，直观的体现出了中国公募和私募基金总规模的远期成长空间，可能至少还有七八倍。这也就意味着，现在国内资产管理行业看上去集中度已经挺高，但实际上这个行业仍然只是早期阶段。



图：我国国民储蓄率持续下降

来源：华金证券研究所

3）机构资管需求：银行理财子公司设立、公私募基金牌照扩容、保险资金、养老金、企业年金、主权基金的数量和规模均在不断增加，而资本市场开放也在吸引外资投资机构加速进入中国。

图表37 中国个人财富总额与富裕阶层占比不断提升



资料来源：麦肯锡全球财富管理数据池、平安证券研究所

图表38 不计资管新规影响，近年机构资管需求上升明显



资料来源：保监会、人社部、证券业协会、信托业协会、银行业理财登记托管中心、中投公司年报、WIND、平安证券研究所

图：财富管理需求提升来源：平安证券研究所

二是，资本管理复杂度提升。中国资本市场的深度和复杂度，将随着市场制度完善而提升。当前，国内金融产品的形式相对简单，仍以*存款、银行理财、股票、债券、货币基金、公募基金等基础品类*为主。而如*分级基金、私募基金、REITs、金融衍生品*等更为复杂的金融产品较为稀少，财富管理机构所提供的服务内容也与发达市场相差甚远。

综合来看，中国资本市场的扩容和复杂化，各类券商和资管机构的 IT 投入将持续增长，带动处于产业链中游的证券 IT 行业长期成长。**其次，从短期视角来看，证券 IT 需求的主要驱动因素是行业监管规则的变化。** 2018 年来，金融制度创新活跃度明显加强。2018 年推出了资管

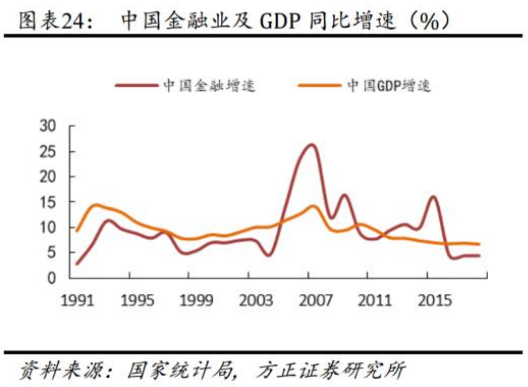
新规，2019 年推出了科创板、新三板精选层，2020 年推出了创业板注册制。

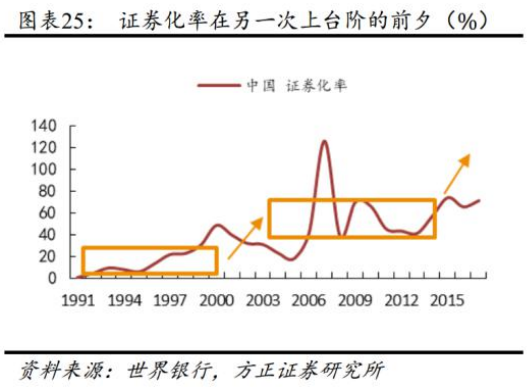
监管层对于金融制度创新的探索，改变了交易规则或是创造新的市场，从而会产生 IT 系统改造需求或系统新建需求。

例如，资管新规要求消除资金多层嵌套，以及建立银行理财子公司，相应系统必须修改或新建。科创版、创业板，以及主板注册制改革，带来券商系统升级，需要增添新的功能模块以开展业务。另外，金融机构之间的兼并也会带来相应 IT 系统改造需求（证券公司兼并需要打通、改造双方系统以实现 IT 层面的融合）。

综上，对于金融 IT 行业的增长公式，我们分为短期和长期来看： *长期：金融 IT 行业增速，跟随证券化率增长、金融机构 IT 支出增长。当前，内地券化率的中枢仍维持在 60%左右，与韩国（100%）和中国台湾地区（150%）相比，也具有较大提升空间。*

塔坡研究





图：我国证券化率中枢　来源：方正证券研究所

短期：金融 IT 行业增速，跟随相关政策增量增速（包括科创版、创业板及未来的主板注册制、资管新规规定的改造、银行理财子公司新增需求、外资机构新增需求、机构合并新增 IT 改造需求等）。

以上，短期需求我们难以做到具体量化，且具体券商和资管机构需求会有重合。此处，根据方正证券对科创版注册制增量为例进行简单测算，假设 135 家券商和 120 家公募基金公司有采购新系统需求，系统模块价格 350 万元，则增量市场空间约 9-10 亿元。

（陆）

1）证券化率（各类金融证券总市值与 GDP 总量的比值，实际计算中，证券总市值通常用股票总市值计算）：资本市场的规模从根本上决定了证券 IT 的整体市场需求。*当前，我国证券化率中枢在 60%左右，还有*

一倍增长空间。 2）公募、私募基金数量：从成熟市场经验来看，券商领域较为集中，而资管机构数量较多且极为分散。资管机构的数量和管理规模，直接决定了证券 IT 行业长期的下游需求量。

根据行业协会数据，截至 2019 年底，公募基金管理机构管理的公募基金规模约 14.8 万亿元，同比上升约 13.6%；私募基金规模约 13.7 万亿元，同比上升约 7.9%。

总体资产管理规模从 2014 年的 20.5 万亿增长到 2019 年的 51.19 万亿，CAGR 约为 **20%**。我国证券公司、公募基金公司和期货公司已经有超过 400 家，私募机构数量已经超过 9000 家。

3）资本市场相关政策：可分为*监管政策、资本市场改革政策、资本市场对外开放政策*三大领域。相关政策直接决定了券商、资管领域企业的短期证券 IT 开支。

塔坚研究

图表30　对金融 IT 产生重大影响的监管规则改变

政策及时点	核心内容	对金融 IT 的影响
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》及配套细则（2018.4&7）	即资管新规，旨在规范业务发展，消除多层嵌套、统一杠杆水平、打破刚性兑付、推行净值化管理、强化法人风险隔离，过渡期至 2020 年	银行、信托、证券、基金、期货、保险资管、金融投资公司等的风控、合规、估值、清算、销售、托管等系统需调整、升级或新增模块，此类需求较为平稳，2020 年应仍有订单
《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定（征求意见稿）》（2019.2）	就投资机构直连券商交易系统征求意见，旨在满足投资人更为复杂的分仓管理、风控及交易策略需求，对开放接口券商的分类级别具有较高要求	券商端主要是 PB 系统改造；更为重要的是，系统直连可满足高频交易策略需求，这可能会带动券商端极速交易系统及私募端量化系统的需求，仍有待规定正式出台后落地
《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》（2019.2）	在试点一年多基础上，新设公募基金全面采用券商结算模式，同时鼓励老基金新发产品采用，此前主要在银行托管人处结算	券商端的主要需求为新建机构柜台系统，并有可能为更多券商带来托管业务，需要新建托管系统；基金端也涉及一定的系统改造

资料来源：相关部委、百度、平安证券研究所

图：相关政策梳理来源：平安证券研究所

(柒)

可以看到，证券 IT 行业的短期、长期前景都比较确定。整体来看，金融 IT 领域是“得预收款者得天下”。谁能创造更多的预收款、合同负债，意味着话语权越强、竞争力越强，未来的业绩增长也更为确定。

接下来，我们再通过以下维度来做微观层面的公司比较：1）产品矩阵丰富程度： 在产品矩阵丰富程度方面，恒生电子领先。其产品已经全

领域覆所有证券 IT 细分领域，且在基金、保险以及信托领域处于绝对领先的地位，在竞争激烈的证券和交易所业务，也做到了领先行业。

图表41： 恒生电子产品线丰富

证券	银行	基金	信托	期货	保险	交易所	私募
零售经纪业务解决方案	综合理财产品线	公募业务解决方案	综合管理平台	综合运营平台UF2.0	投资一体化平台	交易所业务整体解决方案	OPLUS投资管理平台
机构经纪业务解决方案	财资管理产品线	公募业务解决方案	信托TA平台	统一交易系统UFT2.0	产品募集平台	大宗商品供应链业务解决方案	PBOX专业投资交易服务系统
证券资管业务整体解决方案	票据业务产品线	专户子公司解决方案	资金清算系统	统一账户系统	公募业务解决方案	金控类企业集团业务解决方案	估值核算和登记过户系统
场外柜台市场解决方案	资产管理产品线	产品募集平台	资产管理系统	期货资产管理系统	第三方基金销售解决方案	地方金融基础设施业务解决方案	CBS私募综合业务管理平台
做市整体解决方案	存管监管产品线	投资管理平台	营销服务平台	第三方销售整体解决方案			i私募平台
投资赢家系列产品	支付阶段产品线	客户服务及销售平台	风险管理平台				
海外市场解决方案	互联网金融产品线	互联网金融业务解决方案	监管报送系统				
	移动银行产品线	投顾服务解决方案	资产估值及核算系统				

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图：恒生电子产品线来源：方正证券研究所

相比之下，其他三家竞争对手的产品，仅能做到在某个细分产品线有自己的技术优势： *金证股份——在证券集中交易系统和银行理财系统领域占有一定份额。顶点软件——在期货交易系统领域有优势。赢时胜——主要产品集中于资产管理和资产托管领域。*

下面，我们将恒生电子与 SS&C 科技的业务布局做对比： 从产品领域来看： SS&C 科技——聚焦资管领域，提供从前台到后台的完整解决方案（前台功能：交易和建模，中台功能：投资组合管理和报告，后台功能：会计、绩效评估、核对、报告、处理和清算）。

SS&C 的解决方案，可以使资管客户能够**专注于核心业务，更好地管理投资业绩和风险，提高运营效率，降低运营成本。**

图 22 SS&C 产品线全景图



图：SSC 科技产品线来源：计算机文艺复兴

恒生电子——覆盖券商、期货、保险、资管、银行理财等多领域。在资管领域，采用的是跟随政策，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。

从产品形态来看，恒生电子在资管领域的产品，相比 SSC 科技较为粗糙*（比如，在组合管理与交易领域，由于缺少数据积累，恒生的产品在数据、模型、策略研究及建议等方面的支持能力稍弱，以投资分析师自身分析研究为主）*。

从服务形态来看：SS&C 科技以 SaaS 服务为主，恒生电子仍以传统的软件销售为主，未来的 SaaS 化进程，将对未来的增长和回报有较大影响。

2）预收占比： 和其他软件服务公司的商业模式一样，证券 IT 解决方案提供商的预收账款规模，直接决定了其未来的收入体量。从预收账款占比来看，顶点软件较高，恒生电子其次。不过，预收款还需要结合合同负债情况综合考虑。

预收占比（%）	2017	2018	2019
恒生电子	46.86%	39.61%	36.63%
金证股份	9.67%	9.25%	9.05%
顶点软件	60.30%	47.01%	43.51%
赢时胜	1.59%	1.03%	1.56%
SS&C科技	18.36%	8.85%	8.64%

图：预收账款占比来源：塔坚研究

从 2020 年前三季度合同负债的情况来看，恒生电子占比较高，说明其短期业绩确定性更强。

合同负债占比	2020Q1	2020Q2	2020Q3
恒生电子	0.00%	70.40%	100.37%
金证股份	79.44%	22.63%	13.80%
顶点软件	0.00%	92.18%	59.02%
赢时胜	9.64%	2.61%	2.10%

图：合同负债占比来源：塔坚研究

3）研发： 从研发费用率的角度看，恒生电子整体优势明显。

研发费用率	2017	2018	2019
恒生电子	40.88%	43.05%	40.29%
金证股份		12.70%	13.89%
顶点软件	20.16%	20.77%	20.92%
赢时胜	35.75%	36.05%	44.07%
SS&C科技	9.15%	9.30%	8.28%

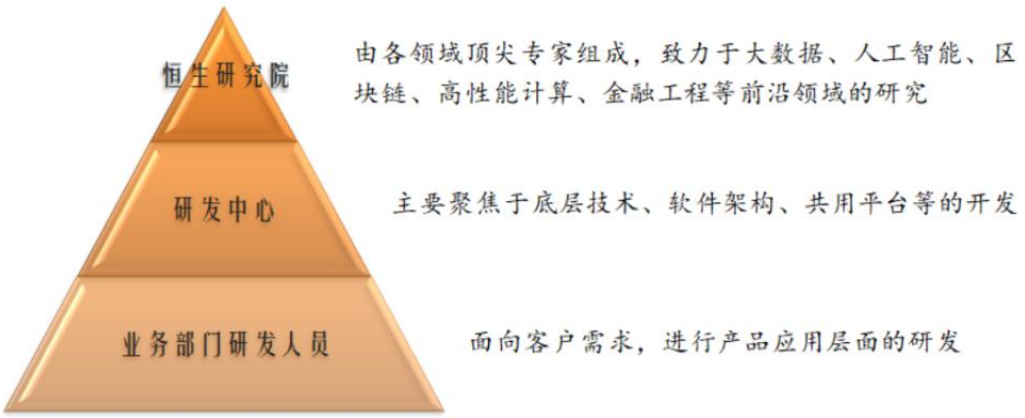
图：研发费用率来源：塔坚研究

从研发布局方向、及研发人员占比来看：

恒生电子——研发人员数量为 4867 人，占比超过 66.15%。研发方向及技术储备包括：覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、RPA（流程自动化）、低代码开发等前沿技术领域。

此外，恒生还建立了恒生研究院（致力于前沿基础研究）、研发中心（聚焦底层技术、软件架构）和业务部门研发（聚焦应用需求、客户需求）组成的三层研发体系。

塔坚研究



图：恒生电子三层研发体系来源：平安证券研究所

金证股份——研发人员数量为 3778 人，占比超过 51.21%。研发方向及技术储备包括：大数据、云计算、人工智能、区块链等新技术。*需要注意的是，金证股份的研发方向，不仅仅局限于金融科技领域，还包括智慧停车、激光识别等其他领域。*

顶点软件——研发人员数量为 372 人，占比超过 31.45%。研发方向及技术储备包括：大数据、人工智能、云计算、区块链、超高速交易等基础技术。

赢时胜——研发人员数量为 1529 人，占比超过 62.13%。研发方向及技术储备包括：面向数据分析与应用的报表世界、基于机器学习的信用风险与舆情分析、图像识别与信息提取、云服务、数据中台（大数据）、区块链、人工智能等技术。

优塾研究

SS&C 科技——研发人员数量为 3100 人，占比约为 15%。研发方向包括基于 AI 和 RPA（流程自动化）的新产品。

综上对比来看，考虑到恒生电子的收入规模，其研发力度方面遥遥领先同行业，且研发布局更重视基础研究、研发层次更加丰富。

4）订单 订单的数量和质量，直接决定了证券 IT 解决方案提供商的收入规模。并且，拿下重要客户的高质量订单，对证券 IT 企业的经验积累、业内口碑有所提升。

恒生电子——2019 年，其证券核心系统先后中标野村证券，并在粤开证券替换了友商系统。集中业务运营平台 BOP 在多家券商先后替换多个友商系统。TA 登记过户系统在多个市场取得替换案例。投资赢家终端产品（APP）和 15 家证券公司、7 家期货公司取得技术开放合作。软件和 SaaS 领域，是一个用户粘性极强的行业，产品能够替换友商系统，是产品力较强的提现。

顶点软件——2019 年，员工端工作平台“超级 APP"（集成客户服务、客户营销、任务管理、以及经营分析管理等功能），证券互联网生态应用（如互联网经纪人、社交型客户关系管理、在线直播等），在东方证券、中银国际、华西证券、华创证券、中原证券、东莞证券、恒泰证券等投入使用。股票期权交易系统新增光大、银河、鲁证、西部、国富等

5 家期货公司用户。**综合来看，在产品矩阵丰富度、预收、研发和订单四大维度，恒生电子均具有不同程度的领先优势。**

（捌）

分析完了核心经营数据中的产品矩阵丰富程度，该领域的竞争格局其实已经十分清晰。

从产品布局来看。。。。。。。。。

。。。。。。。。。。。。。。。。

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅产业链报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

来自「并购优塾」

扫码订阅产业链报告

如需了解更多，请添加工作人员微信：bgys2020

【版权与免责声明】1）版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2）尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，

我们会删除、更正相关内容。3）内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4）阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5）主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6）平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【参考资料】[1]华创证券《PM 龙头布局 MIM，开启双主业高增长时代》——王保庆 2020.03.10。

塔坐研究