全球领先，行稳致远

增持|首次推荐

报告要点：

- **公司是中国唯一的全领域金融 IT 服务商，行业地位突出**

公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商，致力于为证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等提供解决方案和服务，同时积极开拓中前台、数据、风险管理等方面的创新解决方案。公司以技术服务为核心，凭借多年建设经验和对互联网的深刻洞察，持续驱动金融机构创新发展。2010 年以来，公司呈现稳健发展态势，营业收入 CAGR 为 18.09%，扣非归母净利润 CAGR 为 19.28%。2015-2019 年，经营性净现金流持续高于扣非归母净利润，体现公司在产业链中较高的地位。

- **政策护航，金融 IT 行业迎来全新发展机遇**

近年来，我国金融改革持续推进，一系列政策持续落地，带动金融 IT 行业快速发展。根据中商产业研究院的数据，金融 IT 解决方案行业的市场规模从 2014 年的 358 亿元增至 2019 年的 949 亿元，CAGR 为 21.53%，到 2023 年将达到 2010 亿元。2019 年 8 月，中国人民银行印发《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》，到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，实现金融与科技深度融合、协调发展。在证券基金行业，资管新规、科创板、注册制、沪伦通、“T+0”等不断推出，IT 建设需求持续释放。

- **前瞻布局未来，坚定推进金融 IT 创新**

展望未来，金融业务和科技加速融合，金融科技将成为核心竞争力。公司形成由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级架构。恒生研究院是公司前沿技术的先驱，负责 FinTech 前沿技术和创新应用的研究，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等前沿技术。研发中心聚焦技术平台和底层平台，重点推出 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，满足金融领域全业务场景的需要。

- **投资建议与盈利预测**

金融 IT 行业已经迎来高成长周期，公司有望充分受益。预计公司 2020-2022 年营业收入为 46.37、54.88、64.68 亿元，归母净利润为 12.04、14.11、17.09 亿元，EPS 为 1.15、1.35、1.64 元/股。公司研发投入较多且全部费用化，净利润率偏低，采用 PS 估值较为合理。过去五年，公司 PS 主要运行在 10-30 倍之间，行业将保持高景气，估值水平有望维持，给予公司 2020 年 28 倍的目标 PS，目标价为 124.35 元。首次推荐，给予“增持”评级。

- **风险提示**

宏观经济下行影响下游客户的 IT 投入；金融科技政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
收入同比(%)	22.38	18.66	19.76	18.35	17.86
归母净利润(百万元)	645.37	1415.85	1204.19	1411.00	1708.59
归母净利润同比(%)	36.96	119.39	-14.95	17.17	21.09
ROE(%)	20.29	31.61	22.90	22.38	22.52
每股收益(元)	0.62	1.36	1.15	1.35	1.64
市盈率(P/E)	189.45	86.35	101.53	86.65	71.56

资料来源：Wind，国元证券研究中心

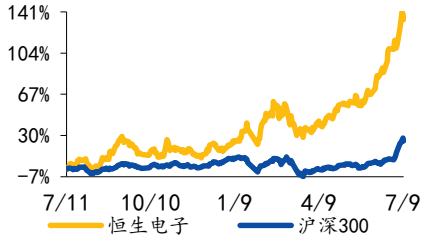
当前价/目标价：117.10 元/124.35 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	120.5 / 64.38
A 股流通股（百万股）：	1044.09
A 股总股本（百万股）：	1044.09
流通市值（百万元）：	122263.03
总市值（百万元）：	122263.03

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　耿军军
执业证书编号　S0020519070002
电话　021-51097188-1856
邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

目 录

1. 金融 IT 龙头，持续稳健成长 4
1.1 业绩回顾 6
1.2 业务概况 8
1.2.1 大零售 IT 业务 8
1.2.2 大资管 IT 业务 9
1.2.3 银行与产业 IT 业务 10
1.2.4 数据风险和基础设施 IT 业务 10
1.2.5 互联网创新业务 11
1.3 股权结构 11
2. 行业景气无忧，成长空间巨大 13
2.1 政策持续落地，迎高景气周期 14
2.2 金融市场改革，增量空间可观 15
2.3 竞争格局稳定，行业地位突出 17
3. 创新生生不息，引领产业发展 18
3.1 金融云持续增长，运营新模式形成 19
3.2 智能化数据组件，标准化投研服务 22
3.2.1 数据及组件服务 22
3.2.2 投研数据标准化服务 22
3.2.3 资讯数据中心 23
3.3 AI 逐步落地，区块链聚焦场景 23
3.3.1 深度布局 AI 23
3.3.2 区块链聚焦应用场景 24
3.4 国际化战略落地，成长空间巨大 25
4. 盈利预测与投资建议 27
5. 风险提示 30

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：产品与服务 5
图 3：公司在 IDC FinTech Rankings 100 排名中呈上升趋势 6
图 4：营业收入及销售毛利率 6
图 5：扣非归母净利润及销售净利率 6
图 6：2019 年营业收入结构（单位：百万元） 7
图 7：研发费用情况 7
图 8：研发人员情况 7
图 9：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比 8
图 10：业务版图 8
图 11：股权结构 11

图 12：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 12
图 13：资产管理行业规模构成 13
图 14：2017-2019 年证券公司经营数据 13
图 15：2013-2018 年证券公司软件投入规模及增速 13
图 16：2017-2019 年基金行业情况 14
图 17：证券公司与恒生电子营业收入增长率对比 14
图 18：2014-2023 年我国金融 IT 解决方案市场规模 15
图 19：各类金融机构数量 16
图 20：证券 IT 核心产品市场占有率情况 17
图 21：中国私有云市场规模及增速 19
图 22：金融云市场主要参与者 19
图 23：金融云市场份额明细 20
图 24：金融云带来的运营服务新模式 20
图 25：AI 在证券行业的应用 23
图 26：主要 AI 子公司营收情况（单位：万元） 24
图 27：恒生电子过去 5 年 PS-Band 29

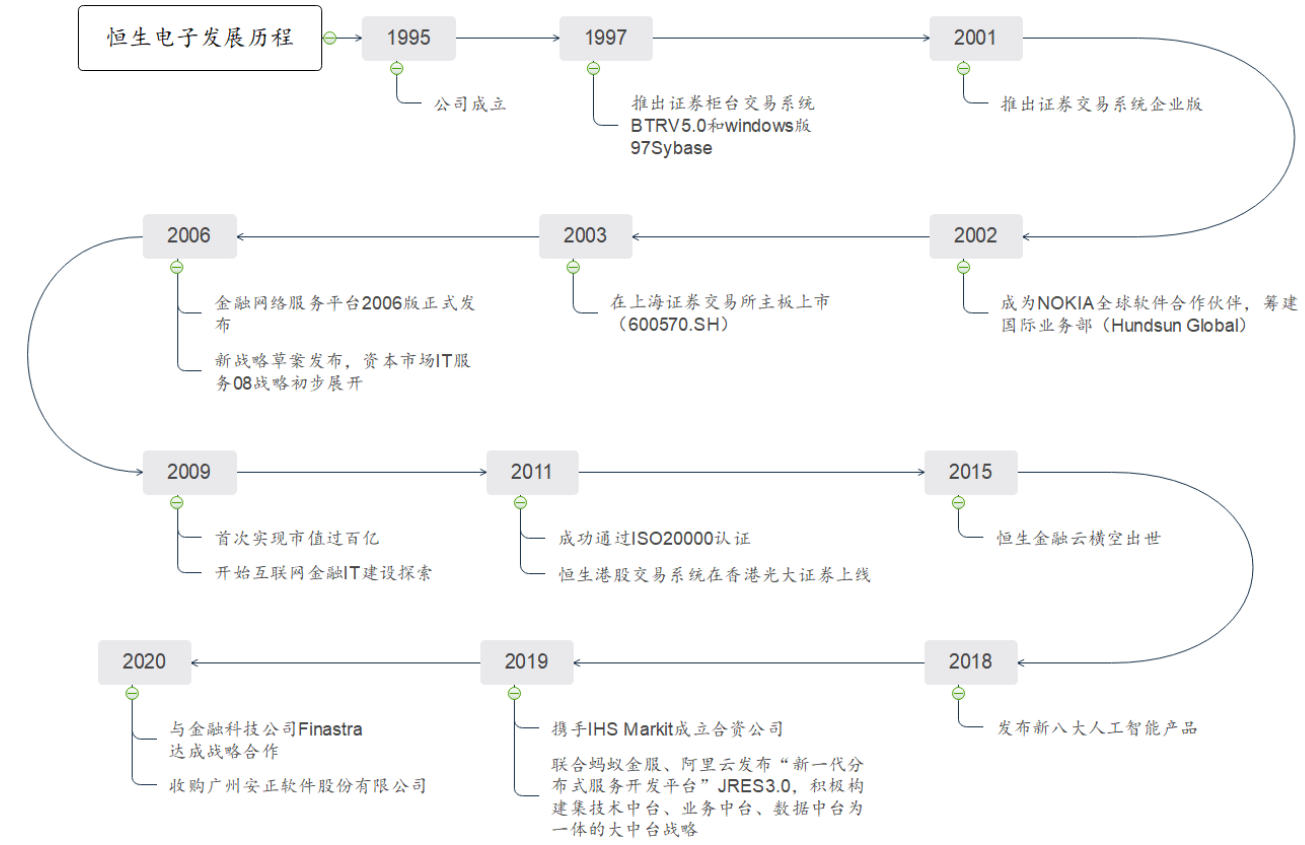
表 1：大零售 IT 业务产品与服务 9
表 2：大资管 IT 业务产品与服务 10
表 3：银行与产业 IT 业务产品与服务 10
表 4：数据风险与基础设施 IT 业务产品与服务 11
表 5：互联网创新业务产品与服务 11
表 6：部分金融科技政策汇总 15
表 7：资管新规带来的金融 IT 市场空间（单位：万元） 16
表 8：近期金融制度创新为行业带来的增量市场空间（单位：万元） 16
表 9：恒生研究院主要研究领域 18
表 10：云毅网络产品与服务 21
表 11：公司云原生发展历程 21
表 12：数据及组件服务发展情况 22
表 13：投研数据集市特点 22
表 14：公司部分 AI 相关产品 24
表 15：公司主要区块链技术 25
表 16：公司区块链技术部分应用 25
表 17：公司业务拆分（单位：百万元） 28
表 18：可比公司估值情况 29

1. 金融 IT 龙头，持续稳健成长

恒生电子股份有限公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商，总部设于杭州，在北京、上海、深圳、武汉等各大城市以及香港、新加坡等设立分支机构。公司于 1995 年成立，2003 年在上海证券交易所主板成功上市。公司聚焦金融行业，致力于为证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等 9 大金融行业提供金融科技全面解决方案，同时积极开拓中前台、数据、风险管理等方面的创新解决方案。多年来，公司以技术服务为核心，凭借多年金融 IT 建设经验，以及对互联网的深刻洞察和理解，用优质的产品与服务，持续驱动金融机构创新发展。

同时，公司积极履行企业社会责任，在投资者教育、扶贫济困、关爱自闭症儿童等领域持续贡献力量，实现企业与社会共同可持续发展。

图 1：公司发展历程

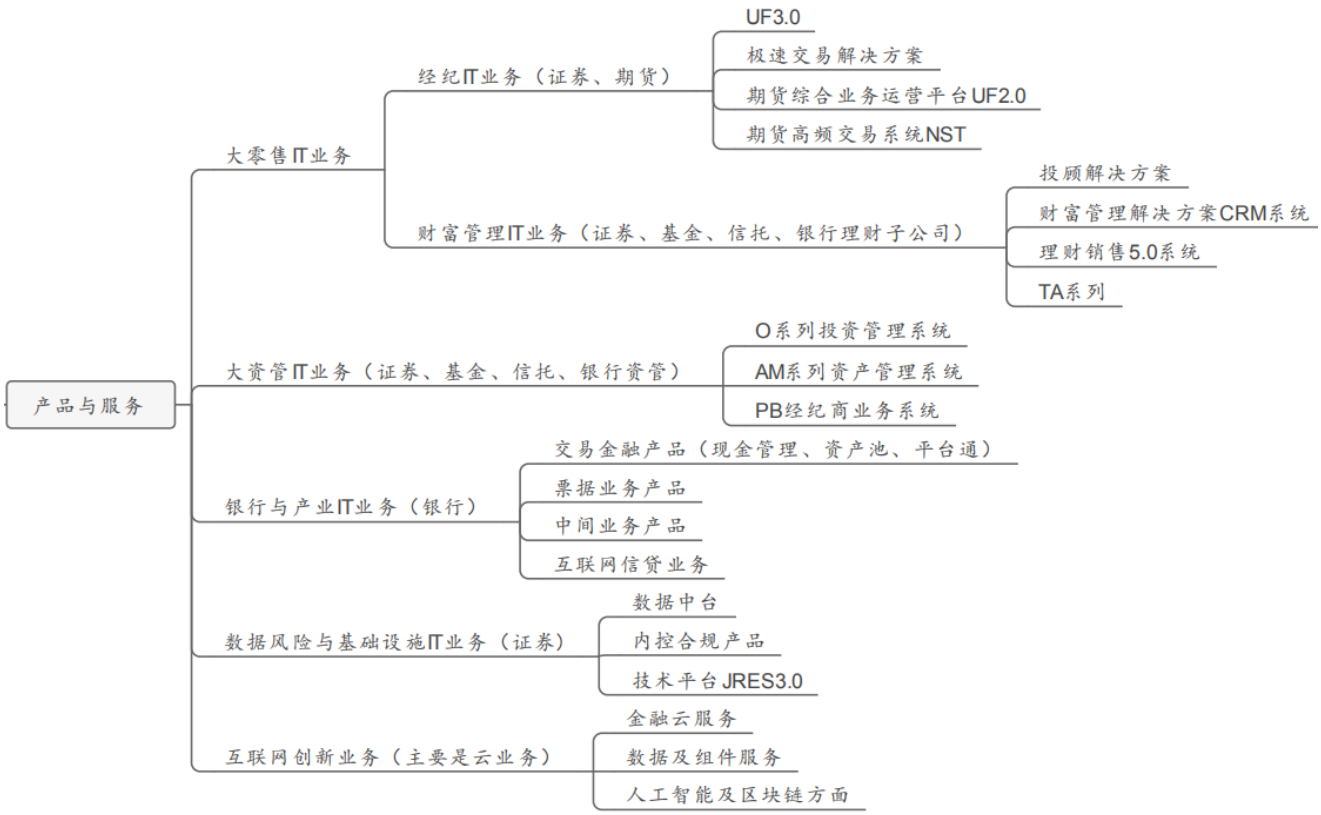


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

在数字经济已经拉开大幕的技术背景下，公司从流程数字化逐步深入到业务数据化，运用云原生、高性能、大中台、大数据、人工智能、区块链等先进技术赋能金融机构更好地管理资产、服务客户，帮助客户实现金融的数字化产业升级。目前，公司的收入来源主要为软件产品销售收入以及各类平台服务、应用服务、运营服务、信

息和数据服务等其他增值服务收入。

图 2：产品与服务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司拥有 20 多年的持续经营经验，获得了对客户业务的认知以及积累了能提供全面、复杂的客户服务能力，使得客户对于公司产品的粘性较高，而金融机构的需求属性（稳定、安全、长期优质的服务）又使客户更倾向于选择行业领先公司的产品与服务。公司与客户长期共生共荣，给公司的持续稳健成长奠定了坚实的基础。

公司在券商的核心交易系统、资管的投资管理系统、银行的综合理财系统、以及金融机构的 TA 系统等领域都有较高的市场占有率。这些优势使公司具备一定的规模效应，并拥有更良好的边际效应。同时公司不断拓展新的业务领域，比如通过收购兼并、成立合资公司等进入新的数据业务、债券市场发行网络等业务领域，使得公司能够短时间内确立新业务的技术领先地位。近几年来公司正在迅速追赶、不断拉近与国际领先的金融科技巨头公司的差距，在 IDC FinTech Rankings 100 排名中，公司排名整体呈上升趋势，2019 年排名为 43 位。

图 3：公司在 IDC FinTech Rankings 100 排名中呈上升趋势

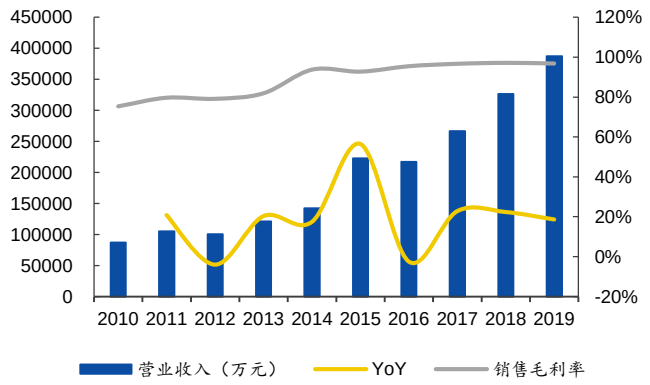


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.1 业绩回顾

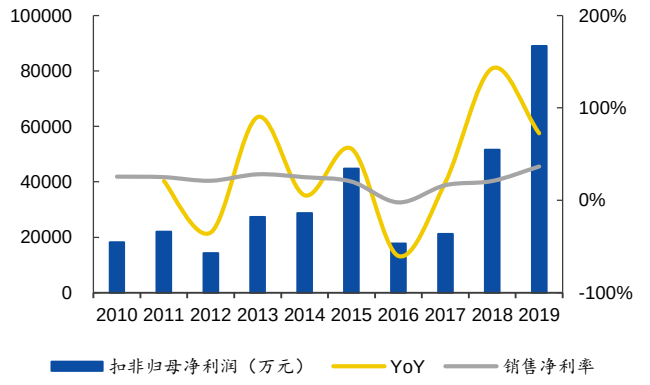
2010 年以来，公司营业收入呈现稳健增长的态势，CAGR 为 18.09%，扣非归母净利润 CAGR 为 19.28%，但波动较大。2014 年以来，公司销售毛利率维持在 92-98%之间，整体呈现上升趋势。2020 年一季度，销售毛利率为 66.64%，下滑的原因是公司 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，将与合同履约义务相关的项目实施及维护服务人员费用，归集入合同履约成本，计入营业成本。

图 4：营业收入及销售毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：扣非归母净利润及销售净利率

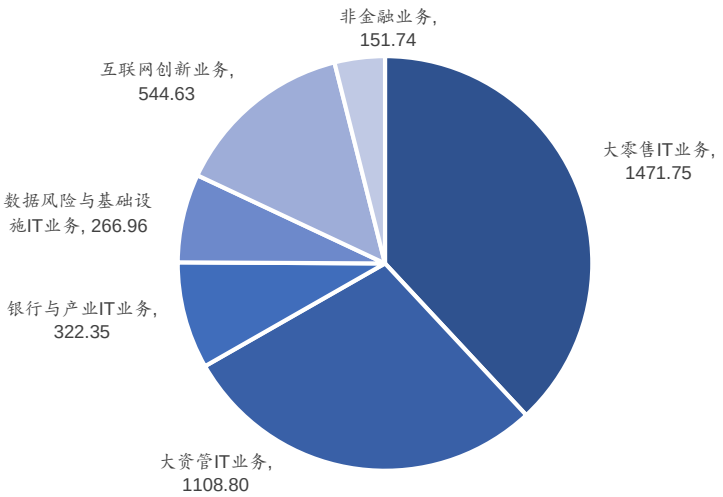


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019 年，为了更好的实现“Online”和“6+6”的战略和业务规划，公司对组织架构进行了适当的调整：新设大零售 IT 业务线，将经纪业委会、财富业委会合并升级为财富经纪业务群；新设大资管 IT 业务线，将资管业委会、经纪业委会机构柜台业务合并升级为资管与机构服务业务群；新设银行与产业 IT 业务线，将交易所事业部产业以及供应链金融业务、银行事业部合并组建银行与产业业委会；新设数据风险与基础设施业务线，由数据中台发展部、风险管理事业部、交易所行业事业部金融

基础设施发展部及地方交易所业务共同组建数据风险与基础设施业委会。调整后，业务构成包括：大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、银行与产业 IT 业务、数据风险与基础设施 IT 业务、互联网创新业务、非金融业务等。目前，大零售 IT 业务和大资管 IT 业务是公司收入的主要来源。

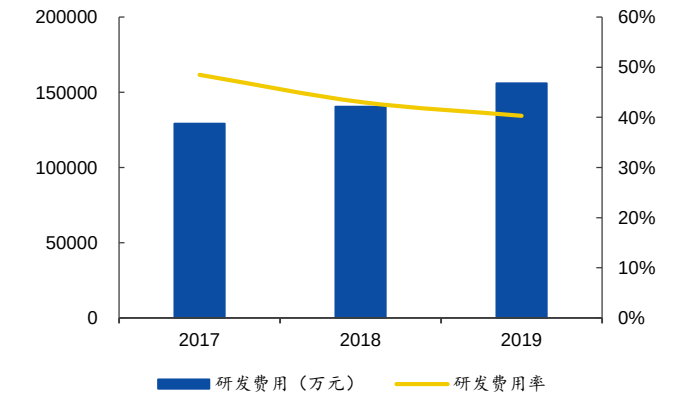
图 6：2019 年营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

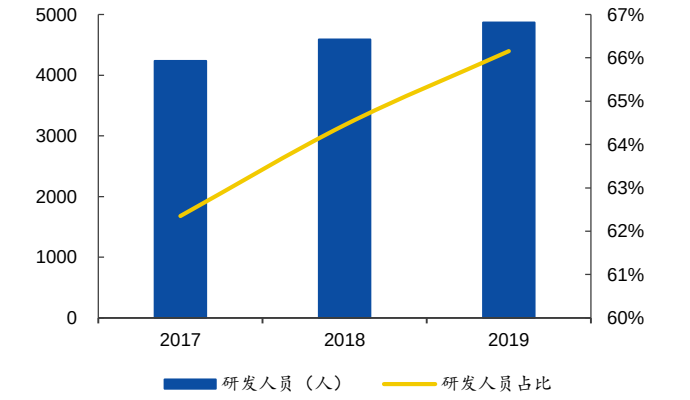
为了提高产品市场竞争力，公司持续加大研发投入力度，不断充实行业尖端人才，提高研发人员占比，构建了较为完善的研发、产品体系和团队。2017-2019 年，公司研发投入全部费用化，占营业收入的比重较高，均在 40%以上，研发人员占比高达 60%以上，且保持稳定增长。2019 年，公司研发费用为 15.60 亿元，占营业收入的比重为 40.29%，研发人员数量为 4867 人，占公司总人数比为 66.15%。

图 7：研发费用情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

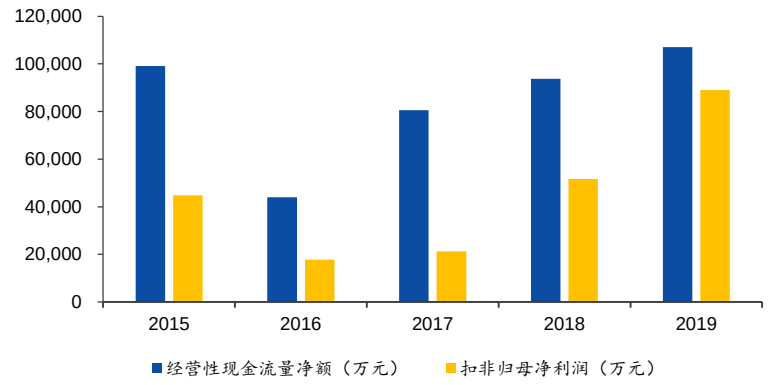
图 8：研发人员情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2015-2019 年，公司经营性现金流量净额持续高于扣非归母净利润，反映了较高的经营质量和公司在产业链中较高的地位。

图 9：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 业务概况

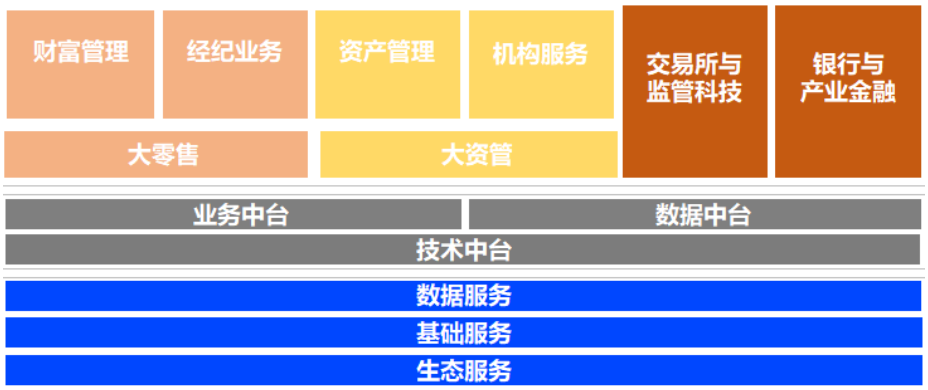
2019 年，公司持续推进“Online”主题战略，开展技术中台、业务中台、数据中台三大中台战略布局，全面升级公司产品技术架构体系，多方合作推进金融云和基础设施领域布局，聚焦于“6+6”全面解决方案重构。

“6 纵”：指在线环境下的解决方案重构，重构业务流程、商业逻辑、经营模式。6 大纵向业务领域为：大零售业务（财富管理、经纪业务）、大资管业务（资产管理、机构服务），交易所与监管科技、银行与产业金融 6 大业务领域。

“6 横”：指微服务化的架构体系升级，6 大横向基础服务领域为：技术中台、数据中台、业务中台三大中台，以及数据服务、基础设施、生态服务三大服务。

公司目前以形成“大中台、小应用”的组织架构，以技术中台、数据中台、业务中台三大中台部门，作为公司核心技术的底座，然后上层业务部门以快速敏捷的小应用微服务的方式快速响应客户的业务需求。

图 10：业务版图



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.2.1 大零售 IT 业务

大零售 IT 业务包括经纪 IT 业务和财富管理 IT 业务。2019 年大零售 IT 业务实现营

业收入 14.72 亿元，同比增长 18.57%，毛利率为 97.39%。

（1）经纪 IT 业务

2019 年，核心系统集中交易先后中标野村证券，并在粤开证券替换友商系统，市场占有率提升到 50%。投资赢家终端产品加大技术研发，主打 Light 战略，和 15 家证券公司 7 家期货公司取得技术开放合作，未来前景可期。

（2）财富管理 IT 业务

2019 年，银行综合理财领域继续扩大市场合作，BTA 系统在银行理财子公司中的市占率达到 90%以上。商智神州的资产配置系统除了在银行市场继续开拓外，也借助公募投顾业务热点契机，先后和中信、国泰君安、安信、兴业等券商取得合作，专业性优势得到市场认同。

表 1：大零售 IT 业务产品与服务

业务名称	主要产品与解决方案	发展概况
经纪 IT 业务	UF3.0	新一代核心业务系统，支持集中交易、融资融券系统的全业务交易通道功能，提供公司级的统一客户、账户管理等核心功能，达到支持 7*24 小时交易及清算、高容量、大并发、低延时、可水平扩展的系统运行目标。
	极速交易解决方案	致力于为证券、期货等金融机构提供极速交易解决方案，新研发产品新一代极速交易和多家证券公司及头部期货公司取得合作，交易效率得到全市场认可。
	集中业务运营平台 BOP	在多家券商先后替换多个友商系统，已经实现替换升级案例全覆盖。
	期货综合业务运营平台 UF2.0	是期货公司经纪业务主席交易系统，采用统一内存风控和内存结算的先进构架。
	期货高频交易系统 NST	NST 是基于 CPU 缓存架构的极速交易软件系统。
财富管理 IT 业务	投顾解决方案	通过一站式的集产品、数据、交易为一体的 IT 解决方案，提供投资顾问服务。
	财富管理解决方案 CRM 系统	新一代多金营销服务平台 CRM3.0，从多金营销、销售管理、数据支撑等多方面为客户满足系统建设需要。
	理财销售 5.0 系统	新一代“智能 敏捷 开放”的理财服务平台，陆续和浦银安盛、恒天财富、东证资管等不同行业财富管理机构取得合作。

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.2.2 大资管 IT 业务

2019 年，大资管 IT 业务实现营业收入 11.09 亿元，同比增长 16.17%，毛利率为 99.82%。公司资产管理产品在证券、基金、保险、信托等行业保持着较高的市占率，随着金融市场资管规模的稳步增长，新一代投资交易系统、估值核算系统正式落地，银行理财子公司系统建设处于蓬勃发展期，为后续业务拓展带来了积极的作用。

在机构服务领域从传统的券商 PB 业务开始多元化发展，产品在保持券商 PB 的高覆盖率基础上，整合 QFII 业务实现了服务境内外机构的统一平台。同时随着公募基金新发产品采用券商结算模式，机构柜台建设迎来新的利好，估值外包、资管运营管理等也有所突破。各产品大力推动新版本的落地，通过微服务架构，内存化交易等先进技术，以 Online 的设计理念，提升产品服务机构的能力。

表 2：大资管 IT 业务产品与服务

主要产品与解决方案	发展概况
O 系列投资管理系统	支持 CDR 的投资业务开展，主要包含的功能有：基础数据管理、指令下达及管理、交易、风险管理等功能，新一代投资交易系统 O45 正全面快速替换 O32，成为资产管理机构投资交易的核心枢纽。
AM 系列资产管理系统	服务于金融资产管理行业，支持资产管理公司开展不良资产管理、债转股业务管理、项目投资管理等。
PB 经纪商业务系统	PB 的定位是托管-清算-交易，以满足私募及高净值个人多样化交易和账户集中管理需求。

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

1.2.3 银行与产业 IT 业务

2019 年，银行与产业 IT 业务实现营业收入 3.22 亿元，同比增长 27.53%，毛利率为 95.16%。2019 年，在场景驱动、中台赋能、产融互联的总体指引下，公司将银行端对公业务与产业端供应链业务做了整合升级，形成了产业金融深度布局的战略。针对产业客户的商品交易+供应链+仓储物流的解决方案，扩展了钢铁、能源、农业和物流等领域的多家企业集团客户，提供银行端和产业端的金融对接服务，加速公司从银行金融向产业场景进一步延伸的步伐。

表 3：银行与产业 IT 业务产品与服务

主要产品与解决方案	发展概况
交易金融产品（现金管理、资产池、平台通）	交易银行解决方案全面落地，现金管理新增客户数持续提升；供应链金融、企业资产池等产品落地多家标杆银行，同时推出的区块链电子保函业务在市场中处于领先地位。
票据业务	银行票据业务推出多种创新业务，结合票交所 2.2 和 3.0 升级计划，顺利完成银行客户的系统升级。
中间业务	中间业务保持稳健经营，基于分布式和微服务架构的技术中台在股份制银行落地并全面应用，同时与开放平台、业务中台一并赋能银行多元化能力的输出。
互联网信贷业务	持续扩展银行、信托、消金等机构的合作，倾力打造了互联网信贷中台和风控平台，在业务咨询和 IT 解决方案能力上具备较强竞争力。

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

1.2.4 数据风险和基础设施 IT 业务

2019 年，公司新设数据风险与基础设施业务，发展状况良好，场外交易所和风险管理事业部的相关业务取得了快速发展。2019 年，该业务实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 16.30%，毛利率为 98.82%。在金融基础设施领域，承建了全国碳排放权交易平台项目，并新进电力现货交易领域；在监管科技方面，成功签署中证信息发行审核监管信息系统。在原有的 JRES3.0 技术平台基础上，进一步扩展和丰富了平台的功能，还新引入了 RPA、领域建模、低码等新的技术，实现公司技术栈整体向云原生迁移，所有的核心业务系统也完成了云原生技术栈的改造升级工作，并且在多家客户完成落地上线。

表 4：数据风险与基础设施 IT 业务产品与服务

主要产品与解决方案	发展概况
数据中台	数据运营中心通过研究分析能力和人工智能提升数据服务水平，对外提供标准化的在线数据服务。iBrain 为恒生数据中台品牌，致力于为金融机构提供一体化的数据中台解决方案，其核心价值是实现数据资产的共享、复用，以服务化的方式让前端应用更敏捷地落地。
内控合规产品	恒生风控合规解决方案，为证券公司风控部门对经纪业务、资管业务、投行业务进行全方面的风险监控，帮助合规部门建立隔离墙、反洗钱等合规体系，Rtec 为合规风控产品品牌，目前服务客户超过 400 家。
技术平台 JRES3.0	主要面向金融产品开发、运维、运营等人员，可提供完整的金融企业级应用开发套件，从而降低业务开发人员技术要求，提升开发效率以及系统稳定性。在平台基础上，金融机构可以进行快速创新和试错，业务迭代周期可缩短至天。JRES3.0 应用率已经达成 93%。

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

1.2.5 互联网创新业务

2019 年，互联网创新业务进一步聚焦业务场景，实现收入 5.45 亿元，同比增长 16.52%，毛利率为 98.93%。

表 5：互联网创新业务产品与服务

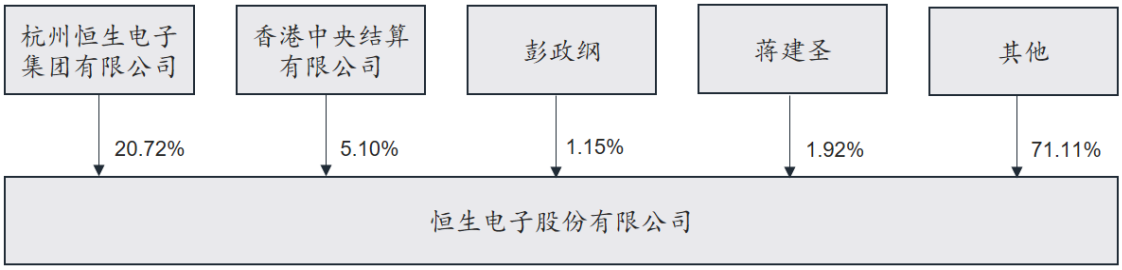
主要产品与解决方案	发展概况
金融云服务	i 私募一站式服务平台进一步聚焦为私募行业提供整体解决方案；资管云、财富云 SaaS 服务保持稳健增长，新一代云原生系统平台在云上初步验证。
数据及组件服务	数据及组件服务不断丰富，并逐步迈向智能化。
人工智能	新发布了智眸科创通、智能算法交易、智能舆情预警、超级智能客服 4 款基于恒生数据中台的人工智能产品。
区块链	新发布了 HSL2.0 平台、范太链（FTCU）、贸易金融平台区块链应用、供应链金融区块链服务平台 4 款区块链产品。

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

1.3 股权结构

公司控股股东为杭州恒生电子集团有限公司，股权结构较为稳定。目前，彭政纲先生担任公司董事长，持股比例为 1.15%。彭先生是公司的联合创始人，在 IT 业浸润多年，拥有丰富的管理经验和战略投资经验。

图 11：股权结构

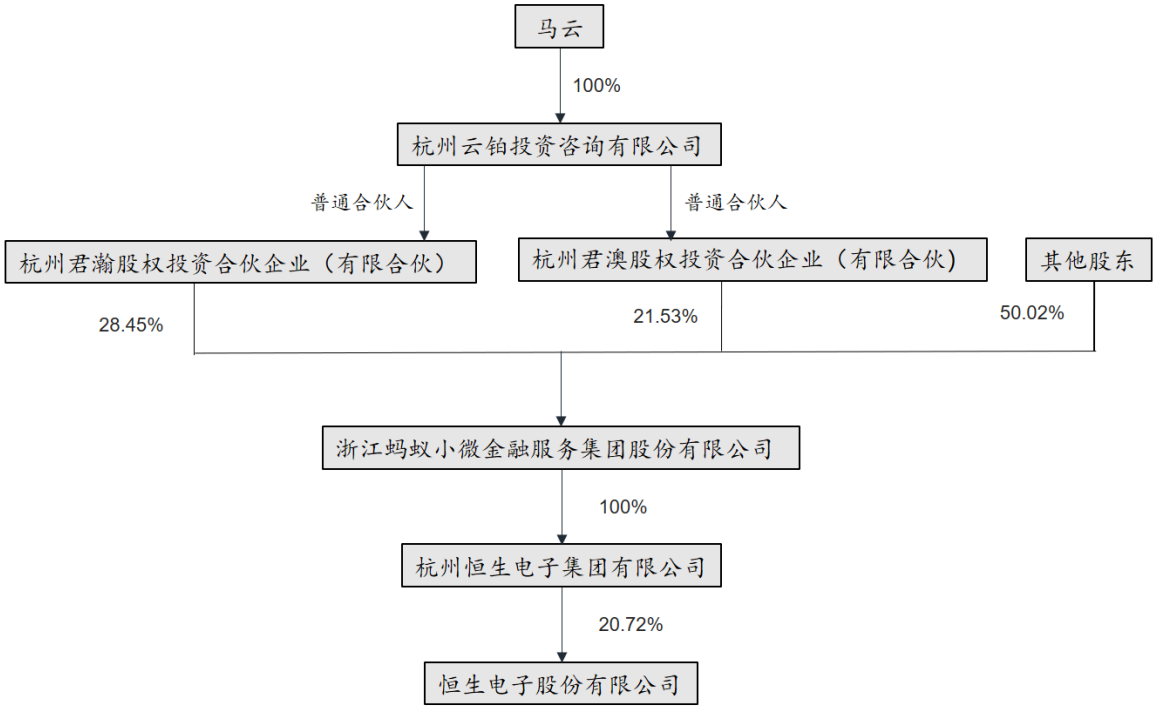


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2014 年，蚂蚁金服以近 33 亿元的价格通过收购恒生电子集团的股权间接收购了公司部分股权，马云成为实际控制人。阿里巴巴、蚂蚁金服与公司合作较为紧密。2019

年 5 月 16 日，三方共同发布 JRES3.0 powered by Ant 平台，该平台结合公司 20 多年金融业务理解能力和技术能力，以及阿里和蚂蚁在互联网海量用户场景下的技术积累，打造的适合金融行业业务开发的新一代分布式服务开发平台。我们认为：三方以股权为纽带，以技术为基础，以需求为导向，未来的合作前景广阔，公司持续成长动力充足。

图 12：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



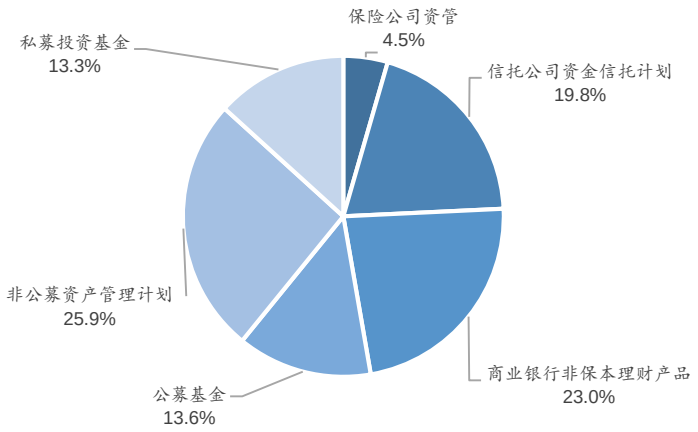
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2. 行业景气无忧，成长空间巨大

对于金融 IT 行业，主要有五大需求来源：金融产品的增加带来 IT 产品的需求；金融政策及制度的变化带来 IT 产品的需求；金融客户的新设或收购、兼并等带来 IT 产品的需求；IT 技术本身的发展带来客户对产品更新的需求；客户因差异化竞争带来的个性化需求。这些需求形成了金融 IT 行业的业务来源。

近年来，资产管理行业规模日渐扩大，资本市场越发活跃，众多参与者的加入使得证券行业交易更加频繁。与此同时，伴随着信息技术的快速发展，证券交易的多样化应用成为可能。证券 IT 行业与资本市场息息相关，我国资本市场在未来仍有较大的发展空间，金融科技行业未来的成长空间巨大。

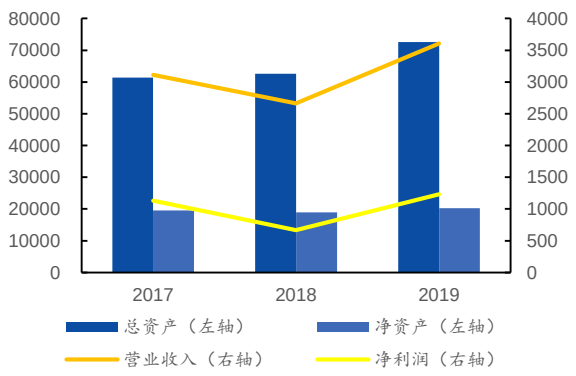
图 13：资产管理行业规模构成



资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究中心

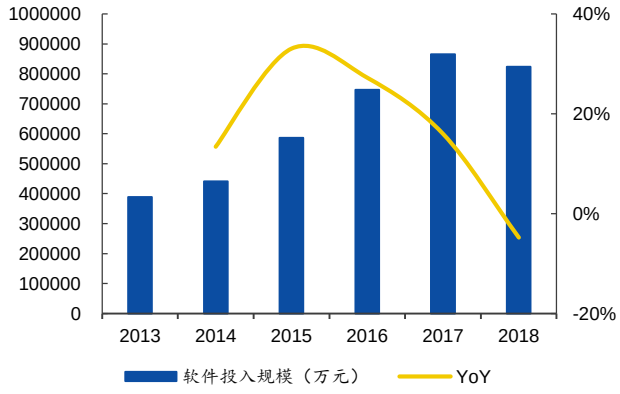
根据中国证券投资基金业协会的统计，资产管理行业由公募基金、私募投资基金、商业银行非保本理财产品等构成，非公募资产管理计划占比最多，达到了 25.9%。

图 14：2017-2019 年证券公司经营数据



资料来源：中国证券业协会，国元证券研究中心

图 15：2013-2018 年证券公司软件投入规模及增速

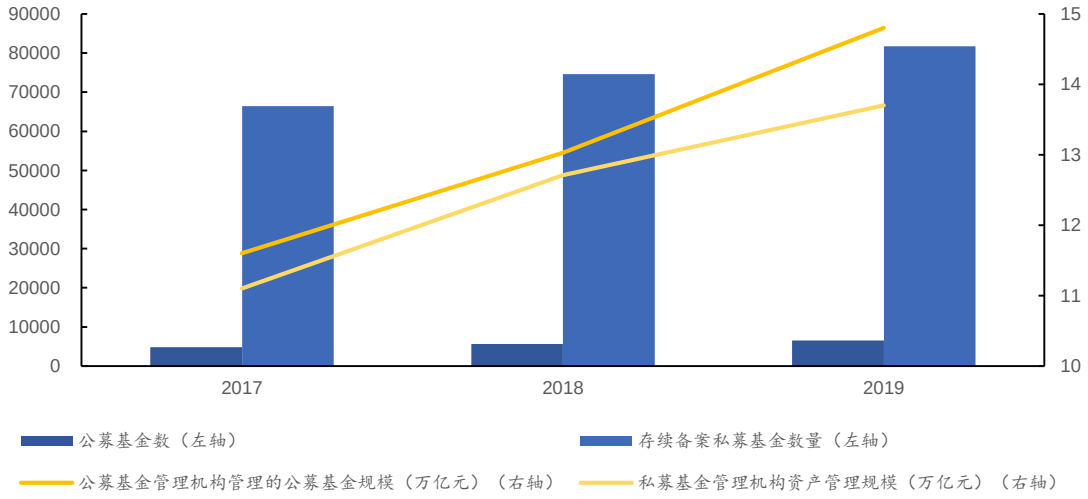


资料来源：Wind，国元证券研究中心

因公司服务的对象客户主要为金融行业的各类金融机构，客户所处的行业情况将间

接影响公司的业务经营活动。以公司主要的客户群体券商和公募基金为例，根据中国证券业协会的数据，2019 年证券公司整体营业收入为 3604.83 亿元，同比上升 35.37%，净利润为 1230.95 亿元，同比上升 84.77%。与此同时，软件投入规模除 2018 年略有下滑以外，总体呈上升趋势。

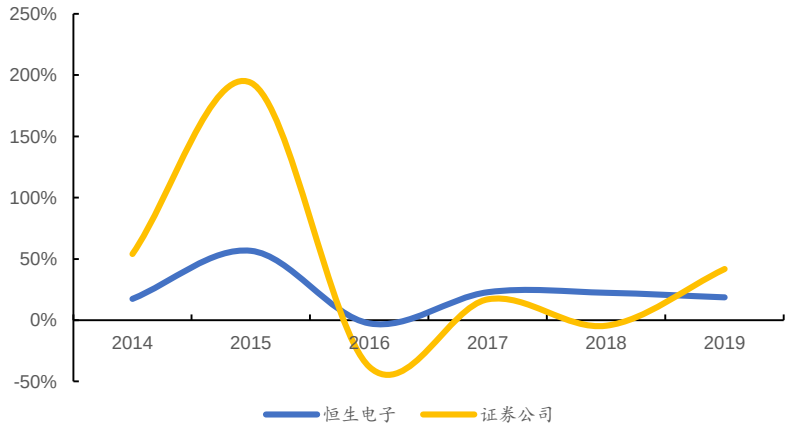
图 16：2017-2019 年基金行业情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究中心

根据 Wind 数据，公司营业收入的增长与证券公司营业收入增长呈较为明显的正相关关系。伴随着资本市场的不断活跃，公司持续成长无忧。

图 17：证券公司与恒生电子营业收入增长率对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.1 政策持续落地，迎高景气周期

政策是驱动行业发展的重要动力。我国各级部门高度重视信息技术在金融领域的各项应用。

表 6：部分金融科技政策汇总

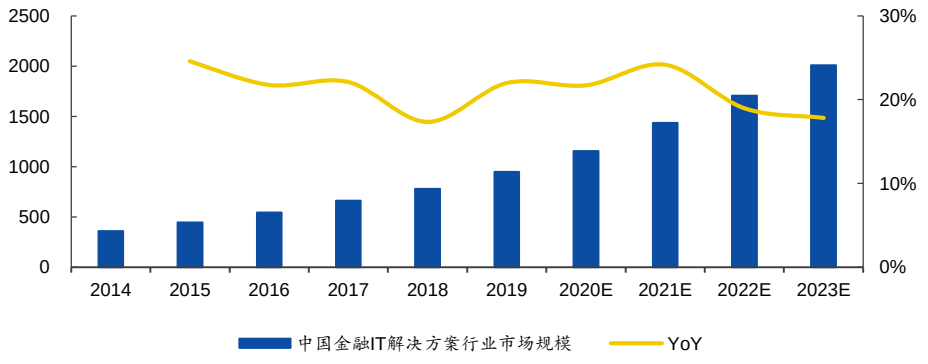
日期	文件	部门	主要内容
2020.05	《加强科技金融合作有关工作的通知》	科技部、中国邮政储蓄银行	为深入贯彻党的十九大精神，加快实施创新驱动发展战略部署，完善科技创新投入和科技金融政策，进一步推动科技和金融深度结合，将加强相关领域的科技金融合作。
2019.10	《金融科技产品认证目录、金融科技产品认证规则》	市场监管总局、中国人民银行	为贯彻国务院精神，落实国家认证认可监督管理委员会、中国人民银行要求，更好满足金融行业发展与监管需要。
2019.08	《金融科技(FinTech)发展规划（2019-2021 年）》	中国人民银行	金融科技是技术驱动的金融创新，旨在运用现代科技成果改造或创新金融产品、经营模式、业务流程等，推动金融发展提质增效。
2019.04	《建立金融科技监管规则体系》	中国人民银行	人民银行认真落实党中央、国务院决策部署，加强金融科技研究规划和统筹协调，强化金融科技创新规范引导，推动金融科技成为服务实体经济、防控金融风险、深化金融供给侧结构性改革的重要力量。
2018.07	《条码支付安全技术规范》、《条码支付受理终端技术规范》	中国人民银行办公厅	加强条码支付安全管理，保障人民群众财产安全和合法权益。
2017.07	《新一代人工智能发展规划的通知》	国务院	为抢抓人工智能发展的重大战略机遇，构筑我国人工智能发展的先发优势，加快建设创新型国家和世界科技强国，按照党中央、国务院部署要求。
2017.06	《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》	中国人民银行	明确提出了“十三五”金融业信息技术工作的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。
2016.11	《大数据产业发展规划》	工业和信息化部	贯彻落实《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》和《促进大数据发展行动纲要》，加快实施国家大数据战略，推动大数据产业健康快速发展。

资料来源：国元证券研究中心整理

2.2 金融市场改革，增量空间可观

根据中商产业研究院的数据，中国金融 IT 解决方案行业的市场规模自 2014 年的 358 亿元增至 2019 年的 949 亿元，CAGR 为 21.53%，到 2023 年将达到 2010 亿元。

图 18：2014-2023 年我国金融 IT 解决方案市场规模

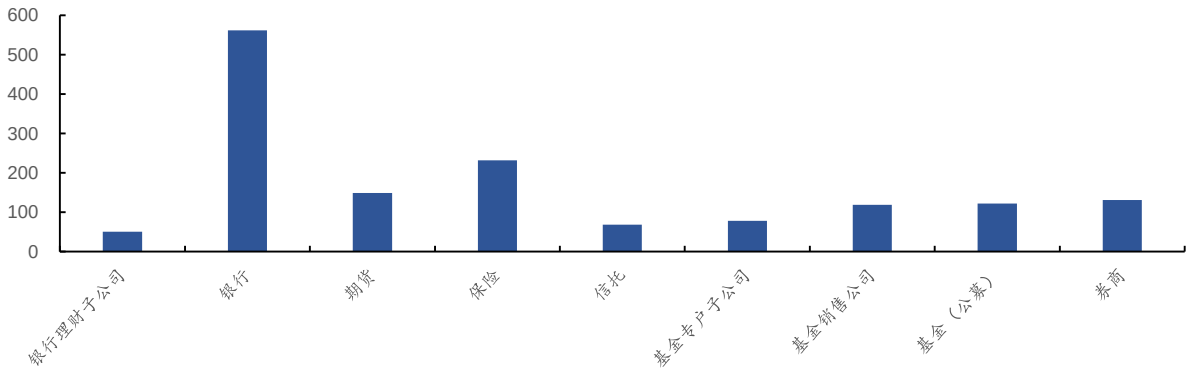


资料来源：中商产业研究院，国元证券研究中心

2019 年，金融严监管态势延续，金融供给侧结构性改革深入推进，金融市场运行平稳。金融业加速改革，一揽子重磅举措陆续推出，比如全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，让市场更丰富更有活力。科创板

顺利落地，注册制试点同步平稳推出。资管新规持续推进落地，商业银行掀起一波理财子公司成立开业热潮。

图 19：各类金融机构数量



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

根据产业信息网的数据，资管新规对诸多金融机构有影响，给金融 IT 行业带来的增量市场空间约 17.28-25.96 亿元。

表 7：资管新规带来的金融 IT 市场空间（单位：万元）

金融机构类型	市场空间下限	市场空间上限
银行理财子公司	55000	75000
银行	44960	67440
期货	11920	17880
保险	18560	27840
信托	5440	8160
基金专户子公司	6240	9360
基金(公募)	9760	14640
券商	20960	39300

资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

2019 年 1 月 30 日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。2020 年 6 月 12 日，证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》。这一系列改革，给金融 IT 行业带来一定的增量市场空间。

表 8：近期金融制度创新为行业带来的增量市场空间（单位：万元）

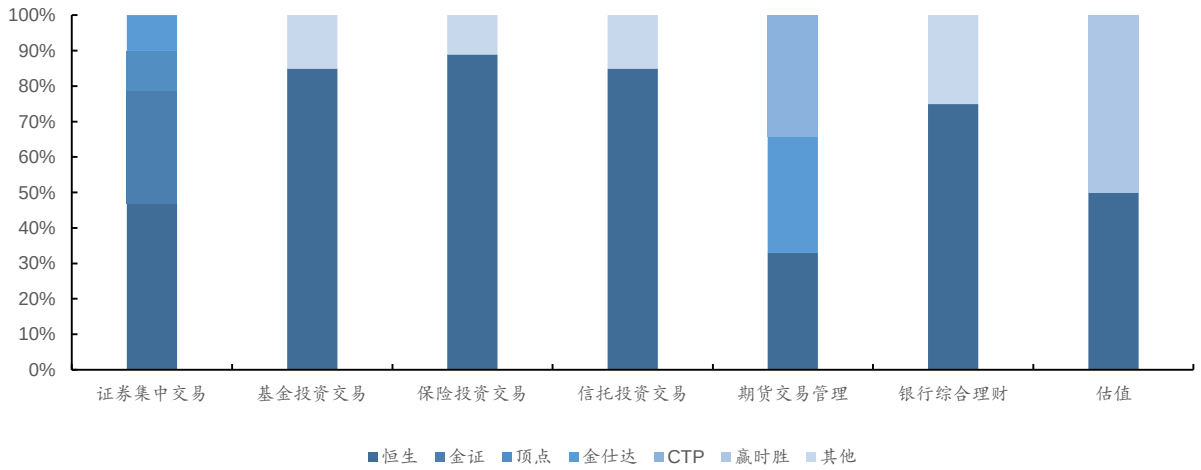
金融机构	数量	系统改造/建设费用下限	系统改造/建设费用上限	市场空间下限	市场空间上限
券商	131	1300	1500	170300	196500
基金（公募）	122	100	200	12200	24400
基金专户子公司	78	100	200	7800	15600
信托	68	100	200	6800	13600
保险	232	100	200	23200	46400
合计	-	-	-	220300	296500

资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

2.3 竞争格局稳定，行业地位突出

证券 IT 行业中，竞争格局已经基本确定，公司稳居龙头地位。目前来看，该领域的主要竞争者为金证股份、顶点软件、赢时胜等公司。由于证券交易依赖于交易系统，相关产品与交易系统的捆绑作用明显。

图 20：证券 IT 核心产品市场占有率情况



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

在证券行业业务软件领域，目前公司的竞争对手主要是国内少数行业应用软件开发商。由于国内已有同类产品，且价格已经趋于稳定，竞争能力主要体现在新产品的创新能力，技术的安全、稳定和开放性，以及对已有客户提供维护和版本升级服务的能力。目前，进入较早、技术力量和市场服务能力较强的少数公司占有较大的市场份额。

在基金投资管理和开放式基金销售系统领域，公司面临的竞争对手为国内少数行业应用软件开发商，软件开发商主要以提供更强功能的行业应用软件和加强工程实施能力作为竞争手段。公司已经在国内基金管理行业应用软件领域中积累了较多的行业知识和实施经验，相比竞争对手有一定技术和经验优势。

在正在进入和开拓的新行业应用软件领域，如社会保险、商业保险、电信行业，由于上述行业软件标准尚未完全成熟，公司有机会开辟新的盈利来源。

3. 创新生生不息，引领产业发展

持之以恒，生生不息，“恒生”之名的源起，喻示了公司坚持创新发展的坚定决心。公司已形成由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级研发架构体系。恒生研究院由行业高端专业人才组成，定位是恒生前沿技术的先驱，并和高等院校开展合作，负责 FinTech 前沿技术和创新应用的研究，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等前沿技术领域。

表 9：恒生研究院主要研究领域

研究领域	主要产品	概况
人工智能	知识图谱	恒生事件图谱产品将金融事件与金融知识图谱做了有机的整合，一方面可以对金融资讯大数据做智能化的事件分类识别，一方面可以利用金融知识图谱等对智能事件做大数据关联分析服务。事件与图谱的融合，让大金融业务人员可以通过智能事件体系，捕捉公司、行业或者宏观层面资讯数据的某种边际变化，并通过知识图谱利用专家模型或者图分析、机器学习等技术做关联分析，为投研风控场景提供定向数据服务。
	自然语言处理	在语料和数据方面，恒生 NLP 平台已积累了数百万金融证券和基金行业专属实体、金融专业术语等；在 NLP 服务方面，恒生 NLP 平台为智能问答、智能客服、智能质检、智能外呼等产品服务提供 AI 技术支持，并且为信用评级、投研平台等产品服务提供底层 NLP 技术支持；在前沿探索方面，恒生 NLP 平台在 BERT 模型以及 KG+NLP 等前沿技术工程化落地方面也有一定的研究成果。
	机器学习	在机器学习方面的研究成果已经赋能算法交易、资产组合优化、债券违约预警等场景，并且在自然语言处理方面，助力解决资讯公告与问答语料分类、结构化信息抽取、事件抽取、实体消歧、情感分析等问题。
大数据	金融大数据	在大数据方面，致力于深挖金融数据价值并赋能金融业务，一方面将知识图谱等前沿科技应用于数据处理，另一方面也通过工程落地形成因子数据服务等多样化的数据服务。
云计算	云原生	致力于帮助金融机构构建云原生基础设施，助力金融机构加速创新、降低成本、提高效率，更加及时地满足用户诉求。
区块链	分布式账本	恒生金融共享账本（HSL）能够帮助金融机构实现方便快捷、可持续发展、高性能、安全可靠、可信任的机构间业务协作。
	可信计算	恒生可信计算能够在不对外暴露自有数据的前提下，实现多个数据源之间的协作计算，从而实现联合风控、联合建模。
	智能合约	恒生研究院致力于让智能合约的开发更简单，探索、推进智能合约在金融场景的落地。
高性能计算	极速交易	在高性能计算领域，致力于极速交易的底层技术，如内存数据库、低延时网络、高性能处理框架等，为 UFT 平台提供底层技术支持，涵盖几百纳秒到几百微秒业务处理延迟的应用场景，提升交易性能并降低技术门槛，提高开发效率。
金融投研	股票投研	将人工智能等方法应用于股票投研中，基于恒生 NLP 服务、金融知识图谱服务以及事件抽取数据、关联分析数据等特色数据对股票风险进行分析与预警。
	债券投研	采用国际主流的统计模型，结合宏观、政策、市场、行业、财务、公告、地方经济、财务附注等相关数据以及 NLP 等技术手段，可以实现较好的债券预警效果，能够为金融机构提供产业债、城投债的风险评估报告。
5G	5G	5G 的性能目标是高数据速率、减少延迟、节省能源、降低成本、提高系统容量和大规模设备连接。“新基建”背景下，5G 正在为各行各业的发展带来机遇。恒生研究院致力探索 5G 技术对金融领域的赋能，推动金融服务的创新以及用户体验的升级。
RPA	RPA	致力于探索自然语言处理、机器学习等人工智能技术在 RPA 中的应用，赋能智能客服、智能运维等场景。

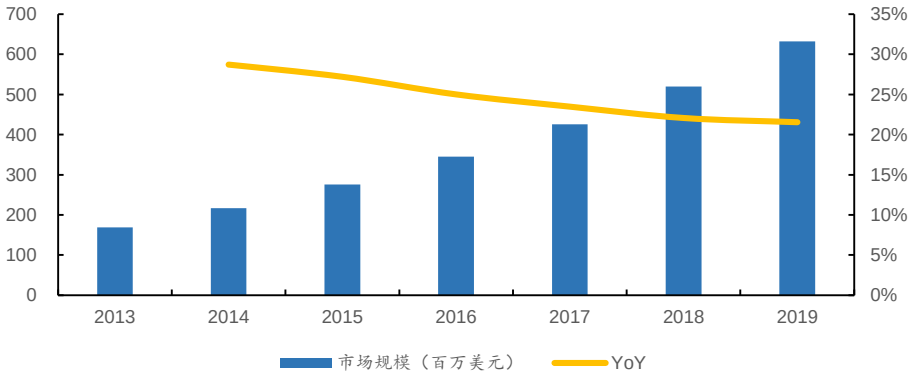
资料来源：恒生研究院官网，国元证券研究中心

研发中心聚焦于技术平台和底层平台，重点推出 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，满足金融领域全业务场景的需要。各业务部门平台研发致力于打造金融行业大中台，提供整体解决方案，为客户金融业务赋能。

3.1 金融云持续增长，运营新模式形成

对于企业而言，云是一种按使用量付费的模式，这种模式提供可用的、便捷的、按需的网络访问，进入可配置的计算资源共享池（资源包括：网络、服务器、存储、应用软件、服务等），这些资源能够被快速提供，只需投入很少的管理工作，或与服务供应商进行很少的交互。而金融云即是将云计算的技术、能力赋能到金融行业。

图 21：中国私有云市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

目前，中国私有云市场的规模远低于美国私有云市场规模，但是中国私有云市场的增速远高于美国市场。从 2013 年以来，中国私有云市场规模逐年递增，由 1.69 亿美元增加到了 6.32 亿美元，发展空间巨大。

图 22：金融云市场主要参与者

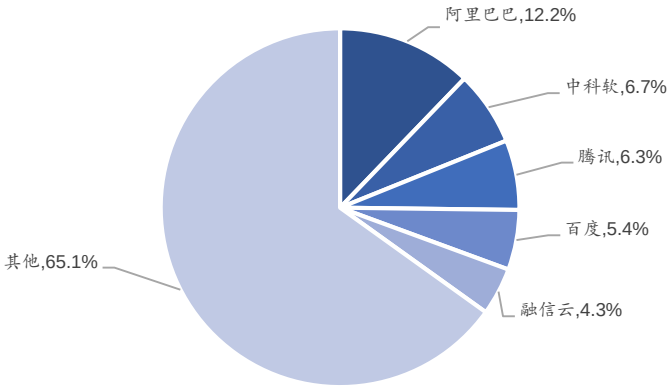


资料来源：IDC，国元证券研究中心

目前，我国金融云市场的参与者主要分为三类，第一类由云服务商向金融云延伸而

来，第二类是由大型金融集团等成立的科技子公司，第三类则是包括恒生云在内的由金融垂直行业解决方案商转型延伸而来的参与者。

图 23：金融云市场份额明细



资料来源：IDC，国元证券研究中心

根据 IDC 的数据，截至 2019 年上半年，我国金融云市场规模壮大，约 4 亿美元。第一类的云服务商和第三类的金融垂直行业解决方案商优势极为明显，阿里巴巴占市场份额的 12.2%，阿里巴巴、中科软、腾讯、百度及融信云共占市场份额的 34.9%。

图 24：金融云带来的运营服务新模式



资料来源：IDC，国元证券研究中心

首先，云能降低成本，提高运营效率。在云计算兴起之前，对于大多数企业而言，硬件的自行采购和 IDC 机房租用是主流的 IT 基础设施构建方式。云的到来，给出了一种更高效的方式：只需轻点指尖或通过脚本即可让需求方自助搭建应用所需的软硬件环境，并且根据业务变化可随时按需扩展和按量计费，云上许多开箱即用的组件级服务，对许多企业来说也有着莫大的吸引力。其次，云赋能业务发展。以往要进行系统测试或技术创新时，首先要购买服务器，安装部署完成后再进行后续工作。无法便捷、低成本、快速的获取和配置服务器束缚着创新业务的发展。再次，云计算能提升企业技术标准化管理。云能够给企业提供合乎标准的内部程序平台，使得企业管理更为方便与有效。

公司目前在 SaaS 和 PaaS 均有业务分布，其中 SaaS 由云水、云毅、云英、云纪、云连、云赢等子公司主要负责，PaaS 主要由 ARES 金融创新云平台实现。2019 年，云毅网络资管云、云英网络财富云 SaaS 服务保持稳健增长，行业及客户对行业云、混合云等模式接受度逐渐增加，新一代云原生系统平台在云上初步验证；恒云科技

海外云业务规模及收入持续增长；云纪网络完成内部产品资源整合，推出 i 私募一站式服务平台进一步聚焦为私募行业提供整体解决方案。

表 10：云毅网络产品与服务

产品与服务	概况
资管云平台服务	为基金、证券、信托、期货等机构投资者提供投资交易管理云服务； 与深证通战略合作，面向各个金融机构推出了新的金融云托管模式：即租用深证通的金融云资源，采购云毅的业务系统软件，并由云毅承担 IT 运维管理的责任。采用资管云服务，能够帮助金融机构摆脱传统意义上的 IT 建设和管理包袱，用户采用云服务这一新的技术和商务模式，在财务压力、信息化技术支持和 IT 运维管理等方面获得前所未有的支持。
估值云服务	给公募基金、基金子公司、证券资管、私募、信托、保险资产管理业务提供估值服务。
策略交易服务	策略交易服务是我们结合当前股票及期货交易市场上的主要程序化交易场景，为证券、基金、私募等各类用户量身打造的交易服务产品。我们为用户提供包括期现匹配交易、自动套利、止盈止损策略在内的多种策略交易服务。通过策略的自动执行，极大的提高机会发现的速度，极大的减少了用户的重复劳动，极大的解放了人力成本。

资料来源：云毅网络官网，国元证券研究中心

2019 年 12 月 12 日，公司与阿里云联合发布 NewCloud 金融领域云解决方案。公司借助在金融 IT 领域的优势，有望与阿里云、金融机构、云生态伙伴一起，多方协作，聚合能力，开启“云上金融”时代。

IT 云化、应用微服务化在推动业务敏捷的同时带来了一定的复杂度，包括技术复杂性、集成复杂性、部署复杂性、运维复杂性等。NewCloud 云平台可帮助金融机构构建云原生数字化金融基础架构，统一研发和运行技术栈，促进 IT 服务模式转变，从而实现整体投入成本降低和交付效率提升。同时，在这个过程中，公司提供咨询、建设、运维、联合实验室等全生命周期服务，降低金融机构创新门槛。NewCloud 云平台遵循云原生思想，在 IaaS 层，屏蔽了底层硬件的复杂性，在 PaaS 层，提供容器、微服务、分布式、监控、日志、API 市场等云基础技术服务能力，并对金融业务模型进行抽象，提供低代码的高生产力应用开发平台。因此，NewCloud 云平台能够有效地提高 IT 架构治理水平，降本增效，助力金融机构更快速地响应业务需求。

表 11：公司云原生发展历程

年份	内容
2015 年	恒生金融云横空出世，2.0 业务踏上征程。
2017 年	技术平台选型统一的阶段，完成了 JRES3.0 技术中台的确定。恒生新大楼“恒生金融云产品生产基地项目”开工，总投资 12 亿元，预计于 2021 年投入使用。
2019 年	业务系统完成微服务拆分，核心重点产品全部改造完成上线。完成对所有金融业务中共用的业务模块提取，进一步发展形成业务中台、数据中台。

资料来源：公司官方微信公众号，国元证券研究中心

公司自研的 JRES3.0 技术平台是云原生之基，整个技术平台包含了：分布式微服务开发、分布式低延时开发、大数据开发、机器人作业开发、终端开发、效能平台、运维监控平台、混合云管平台，具备可复用（Reuse）、可扩展（Extend）、高安全（Security）的特性，降低业务开发人员技术要求，提升开发效率以及系统稳定性。

3.2 智能化数据组件，标准化投研服务

3.2.1 数据及组件服务

2019 年，数据及组件服务不断丰富，并逐步迈向智能化。

表 12：数据及组件服务发展情况

子公司	发展概况
恒生聚源	数据内容的宽度与深度进一步提升，新增债券财务附注、债券舆情预警、理财产品信息中心、产业链与企业图谱等服务内容，并正在利用 AI 技术建立多层次关联数据服务与事件驱动引擎服务。
鲸腾网络	致力于优化提升包括行情、支付、仿真、KYC、晓鲸智能问答等金融公共基础服务，构建智能金融科技开放平台，其中行情产品与多家行业头部客户达成合作。
云赢网络	推出基于 Light 微服务开发框架的新一代移动投资交易终端，与国泰君安、光大证券、国海证券等形成新的合作。
商智神州	聚焦服务于财富管理及资产配置领域，智能理财师终端服务用户持续增长，同时获得了头部券商案例，助力券商财富管理转型。
云永网络	逐步聚焦服务于产业客户，供应链金融服务客户数有所突破。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.2.2 投研数据标准化服务

公司旗下 iBrain 恒生数据中台通过对金融数据的加工能力、金融数据产品化的能力，全新打造统一的投研数据标准化服务——投研数据集市，解决了投研数据的一致性、及时性、准确性、时效性、权威性等问题。

表 13：投研数据集市特点

特点	简要介绍
统一管理复杂的数据资产	数据资产是系统所产生的所有数据，包含数据表、指标以及 API，“集市”就可以把这些众多且复杂的数据资产进行统一的展示、搜索与管理。建立在大数据技术的基础上，运用大数据计算、NLP 等大数据技术构建可视化资产地图，用户在查阅资产地图的同时，还可以查阅数据质量报告，同时自动构建清晰的上下游数据血缘关系，方便用户追溯。
实时完成数据流的加工清洗	贯穿了从数据源到资讯接口整个过程，涵盖的功能有：数据源管理、ODS 管理、EDW 分析、合成管理、资讯集市、数据采集、数据开发、任务调度，并支持白屏化加工方式与代码开发方式两种开发方式，保证整个模型加工过程的完整性，且整个过程实时完成。
高效实现数据质量的管控	通过监控数据模型落地的整个 ETL 过程，及时发现数据质量问题并对排查出来的问题进行处理。恒生建立投研数据治理体系：提供可视化监控平台，提高监控预警效率；建立数据大屏，可视化地实时展示当前的数据质量问题及数据使用情况；建立数据质量校验及提醒反馈机制等。
基于 OneService 理念的数据服务平台	公司搭建统一的数据服务总线，统一管理对内和对外的 API 服务，解决前端与三方系统取数用数的问题。数据服务不仅支持将现有的 API 快速注册到数据服务平台以实现统一管理和发布，还能借力恒生 HSIAR 网关，支持将 API 服务一键发布至 API 网关。用户只需关注 API 本身的查询逻辑，无需关心运行环境等基础设施。数据服务会准备好数据资源，并支持弹性扩展，降低运维成本。

资料来源：金融界，国元证券研究中心

未来，公司投研数据集市将进一步满足金融机构在股票研究、债券研究、基金研究、产品研究、策略研究、宏观研究、行业研究及市场研究等方面的发展需要，还可提升金融机构研究报告撰写、个股点评、基金评价、投资池、模拟组合、量化筛选、信用评级、估值定价、事前风控及绩效归因等多个业务场景的专业能力。

除了投研数据集市，iBrain 数据中台还建设了全生态核心产品体系，覆盖数据采集、

存储、加工、分析、服务等专业化产品和服务，在保障数据安全的前提下，为金融机构提供一站式的大数据处理全流程解决方案。

3.2.3 资讯数据中心

金融机构的数据可以分为两块，一块就是各种各样的业务系统归拢出来的业务数据中心，还有一块就是资讯数据中心，这里的数据大量来自外部。公司数据中台核心产品资讯数据中心为金融机构各项业务提供统一、标准、规范、高质量的资讯模型数据及服务。

整套系统架构基于大数据框架建设，同时引入数据治理的理念，结合自然语言处理、标签算法，知识图谱等人工智能技术，对结构化、非结构化等各种资讯数据进行智能化治理，实现资讯数据资源的集中管理，构建集中全面、统一管理的资讯数据中心，为下游各类业务系统提供资讯数据服务。

统一资讯中心支持准实时或批量集成多家主要外部资讯厂商多种外部资讯数据，支持不同结构的数据来源，包括但不限于 Oracle 表、SqlServer 表、excel 文件、dbf 文件等。数据通过资讯中心统一标准模型清洗之后进入比对合成执行引擎，最终输出一份高质量的统一资讯数据，为下游数据应用提供统一的标准化资讯数据服务。转换处理作业任务可配置，可监控；资讯数据模型结构清晰、科学、合理、并具备高度扩展性，可灵活配置 API 对外进行服务。主要核心功能有资讯数据采集加载、统一资讯模型、数据质量比对、资讯合成加工、数据灵活应用等五大核心功能，模块之间松耦合。

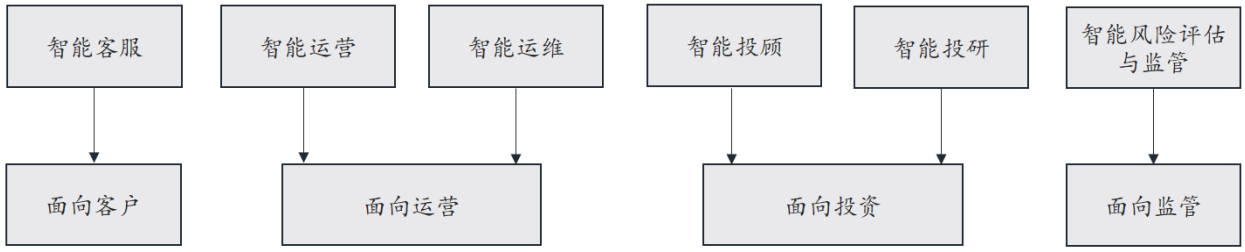
智能资讯通过海量的资讯文本为基础，结合自然语言处理、机器学习以及知识图谱技术，实现对舆情资讯的结构化处理，提取舆情资讯的核心思想并构建由专题类、场景类、舆情类 3 大类，和栏目标签、人物标签、地域标签、专有名词、概念标签、行业标签、关联关系、产业链、新闻态度、影响程度、交易场景、事件驱动等 12 个子类组成的资讯全域画像。

3.3 AI 逐步落地，区块链聚焦场景

3.3.1 深度布局 AI

人工智能在证券行业的应用，可以总结为 4 大类 6 大应用。主要为：面向客户的智能客服应用；面向运营的智能运营、智能运维应用；面向投资的智能投顾、智能投研应用，以及面向监管的智能风险评估与监管。

图 25：AI 在证券行业的应用



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

AI 作为金融领域的核心前沿技术一直是公司布局重点。近几年，公司已经陆续发布了 16 款 AI 产品。2019 年，公司发布了智眸科创通、智能算法交易、智能舆情预警、超级智能客服 4 款基于恒生数据中台的人工智能产品，落地案例超过 110 个，AI 的落地发展已经进入到普遍性的实用阶段。

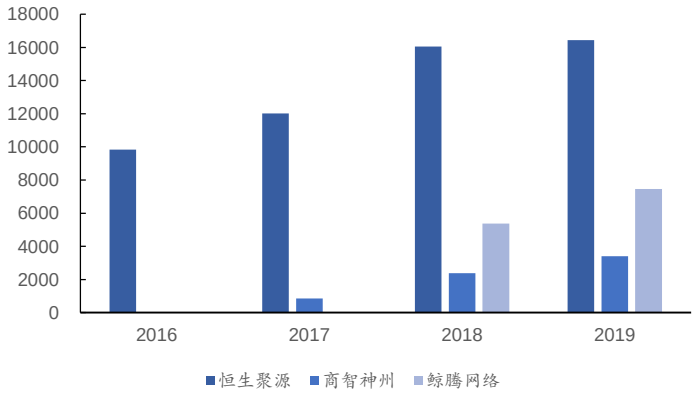
表 14：公司部分 AI 相关产品

AI 产品	产品类型	产品功能	子公司
智能理财师	智能投顾	作为新时代理财师办公利器，帮助理财师给出最适合投资人的资产配置方案。	商智神州
机器人投顾	智能投顾	金融理论结合人工智能技术，为投资者匹配优质资产配置，帮助投资者作出科学理智的决策。	商智神州
智能小梵	智能投顾	为金融移动端产品提供量身定制、嵌入灵活、场景丰富的 HTML5 组件，全面提升投资者体验。	恒生聚源
智眸科创通	智能投顾	为金融专业用户提供效率更高、体验更简便的数据内容和工具。在科创板投研数据挖掘与市场情报智能监控方面有“独到之处”。	恒生聚源
iWin	智能运营	为客户提供智能服务提醒，同时提供海量内容，方便券商运营人员为客户提供个性化的自动化营销，提高转化率。	云赢网络
智能 KYC	智能监管	通过大数据深度挖掘技术和风控模型构建目标企业全息综合画像，能帮助金融机构智能、准确、高效地完成机构用户的尽职调查工作，确保相关交易操作合法合规。	鲸腾网络
晓鲸 BOP 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

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

主要金融 AI 子公司中，恒生聚源表现较好，2019 年营业收入达到 1.64 亿元，但是净利润为-2251.58 万元。

图 26：主要 AI 子公司营收情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.3.2 区块链聚焦应用场景

区块链作为数字经济的重要技术之一，正在重塑传统的生产关系与商业模式。其去中心化、不可篡改、可追溯等特性在金融领域有着广泛的应用场景。

公司在 2015 年开始启动区块链研究，2016 年专门成立的恒生研究院区块链工作室，并加入 HyperLedger 组织，成为金融区块链联盟（金链盟）发起人单位。多年来，公司在区块链技术及应用上持续探索。公司在 2019 年新发布了 HSL2.0 平台、范太链（FTCU）、贸易金融平台区块链应用、供应链金融区块链服务平台 4 款区块链产品。

表 15：公司主要区块链技术

产品	主要内容
HSL2.0 平台	是公司在借鉴以太坊、超级账本等优秀区块链技术理念基础上完全自主研发的高性能区块链底层平台，其自主设计的 DBFT 共识算法、关联任务的网格计算技术和有限信任并行计算技术，可解决出块慢、交易执行慢等性能瓶颈问题，其 TPS 超过 10000。
范太链（FTCU）	基于 HSL2.0 技术框架构建，是金融领域区块链应用的基础平台，方便金融机构快速的实现基于联盟区块链的业务系统，满足电子邮局、电子合同、用户成长等业务场景。
贸易金融平台区块链应用	公司贸易金融平台借助区块链技术，智能化地解决贸易金融领域存在的贸易背景真实性、信息传递及失真、信息保密、商业抵赖等信任问题，公司还开发了升级版应用产品“银链通”，该产品能同时对接多个区块链平台，解决银行参与多区块链贸易金融平台时需使用多个应用端的困境。
供应链金融区块链服务平台	可全流程跟踪记录产品的生产、销售、流转等环节，保证供应链关键数据的完整性；以系统对接的方式将底层资产的相关数据直接上链，增加资产可信度；关键业务数据可记入司法链，减少后续业务纠纷风险，为贷后逾期处置提供业务支持。

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

目前，公司已获取多个区块链相关领域专利并在此基础上自主研发了信用证业务、供应链金融、私募股权、电子邮局、电子合同、用户成长、双录存证等业务场景。

表 16：公司区块链技术部分应用

应用	简要介绍
范太链助力互联网法院取证	2018 年 6 月 28 日，杭州互联网法院发布上线全国首个电子证据平台。范太链平台作为首批电子证据服务平台接入互联网法院电子证据平台，提供电子数据存证服务，诉讼当事人诉讼需要的电子证据，互联网法院可直接向范太链平台调取该证据。
中国贸易金融跨行交易区块链平台	“中国贸易金融跨行交易区块链平台”是中国银行业协会牵头，11 家头部银行及 4 家科技公司共同参与，旨在实现银行间贸易金融产品交易信息的标准化、电子化和智能化，打造全新的贸易金融生态圈区块链项目。此平台已完整实现国内信用证、福费廷业务上链，其现有区块链底层完全由公司提供服务。
港交所私募股权 POC 项目	港交所 POC 项目，将区块链技术引入数字资产的登记和交易结算，可以实现一个围绕股权资产的分布式、多方参与、共同维护的共享账本。各参与方可以改变传统的资产管理业务模式，不再局限于由交易所提供中心化的平台服务，而是围绕各参与方需要交互的数字资产和关键证据，各自仅对各自的重点关注开展信息化。
深圳文交所“文版通”系统	“文版通”通过区块链智能合约技术实现文化资产的版通化、信息全节点存储、确保文化资产的流转有序、不可逆、不可篡改；进而实现了资产版通可在文版通的一二级市场进行预售认购、流转流通，在三级市场的交割兑换完整功能。
福建中安绿色供应链综合服务平台	中安绿色供应链综合服务平台，是一个综合性产业供应链服务平台，该平台建立在公司提供的区块链技术基础之上，无缝对接上中下游与金融机构，打造包含资金流、信息流、物流、票据流的“绿色供应链管理平台”。
天金所收益分享智能合约产品	可全流程跟踪记录产品的生产、销售、流转等环节，保证供应链关键数据的完整性；以系统对接的方式将底层资产的相关数据直接上链，增加资产可信度；关键业务数据可记入司法链，减少后续业务纠纷风险，为贷后逾期处置提供业务支持。

资料来源：公司官方微信公众号，国元证券研究中心

3.4 国际化战略落地，成长空间巨大

随着全球化进程的不断推进，中国经济与外部的互相依存度愈来愈高，经济的国际化程度不断加深。一方面，中国市场持续深化对外开放，例如取消外资在券商、基金公司等金融机构的持股比例限制，国际知名金融机构有望进入国内市场，进而带来更丰富的金融产品。另一方面，人民币国际化程度不断提升，国内的金融机构越来越国际化，围绕“一带一路”，中资金融机构正在着力提升自己的国际化金融服务

水平以及国际竞争力。

对标国际领先的金融科技公司，公司尚有较大成长空间。2018 年，公司收入/FinTech 前 30 的上市公司平均收入为 9.9%，净利润/Fintech 前 30 的上市公司平均净利润为 17.24%。

公司国际化战略的落地执行，包括："引进来"、"走出去"和"买下来"。"引进来"是利用公司在中国本土市场的优势和客户基础，把国际优势产品引入到国内市场，实现新的市场增长点的突破。"走出去"是把公司已有的优势产品拓展到发展中国家的证券市场，例如以香港子公司为基础，从东南亚市场入手，探索通过投资并购手段，将公司的产品和解决方案输出至东南亚市场，通过这个过程逐步积累公司境外投资并购、整合的经验，并储备相应人才，为今后进一步国际化拓展打下基础。"买下来"是并购欧美先进金融科技公司，一方面公司可以拓展到国际资本市场，另一方面把它们的先进产品引入国内，扩展公司的产品线，有助于开拓国内市场的新领域。

今年以来，公司国际化动作不断。6 月 8 日，公司宣布与全球领先的金融科技公司 Finastra 建立战略合作伙伴关系，共同开发并推出 Finastra 投资组合管理系统 Fusion Invest 新版本。双方将根据中国的监管政策及业务要求，对原有 Fusion Invest 软件进行定制化开发，为来自中国大陆和港澳台地区的买方机构提供包括投资决策、风险管理、投资估值等功能的资产管理投资组合解决方案（PMS）。7 月 2 日，公司携手全球大宗商品科技领域龙头企业 Enuit 翌能签署战略合作协议，联合发布国内首个深度可配置的一站式大宗商品业务运营管理平台解决方案。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内领先的金融IT服务商，客户主要来自证券、基金、银行、交易所等各类金融子行业的机构。公司营业收入主要由六部分构成：大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、银行与产业 IT 业务、数据风险与基础设施 IT 业务、互联网创新业务、非金融业务，另外，还有其他业务。我们按照这七个维度来预测未来三年的收入和利润。

1、**大零售 IT 业务：**该业务是公司目前收入的主要来源之一，包括经纪 IT 业务和财富管理 IT 业务，产品主要包括：UF3.0、新一代极速交易、公募投顾解决方案、理财销售 5.0 系统等。该业务 2019 年收入同比增长 18.57%，考虑到公司在行业中的地位和市场需求的持续增长，我们预测该业务未来三年增速保持在 17-20%的区间。毛利率方面，由于新收入准则的实施，我们预测未来三年较之前有一定程度的下滑，稳定在 71-72%的区间。

2、**大资管 IT 业务：**该业务是公司目前收入的另一重要来源，资产管理产品在证券、基金、保险、信托等行业保持着较高的市占率，随着金融市场资管规模的稳步增长，新一代投资交易系统、估值核算系统的正式落地，银行理财子公司系统建设处于蓬勃发展期，未来仍将保持较快的增长态势，预测未来三年增速维持在 17-21%的区间。毛利率方面，由于新收入准则的实施，预测未来三年较之前有一定程度的下滑，稳定在 80-83%的区间。

3、**银行与产业 IT 业务：**主要产品包括：现金管理、供应链金融、企业资产池、平台金融等，已经形成产业金融深度布局的战略。2019 年该业务收入增速为 27.53%，预测未来三年增速保持在 24-26%的区间。毛利率方面，由于新收入准则的实施，预测未来三年较之前有一定程度的下滑，稳定在 62-64%的区间。

4、**数据风险与基础设施 IT 业务：**该业务是公司 2019 年整合之后新设的业务，产品主要包括：数据中台 iBrain、内控合规产品 Rtec 及技术平台 JRES3.0 等。2019 年该业务的收入增速为 16.30%，预测未来三年增速将保持在 16-17%的区间。毛利率方面，由于新收入准则的实施，预测未来三年较之前有一定程度的下滑，稳定在 88-89%的区间。

5、**互联网创新业务：**该业务主要包括金融云服务、数据及组件服务和人工智能及区块链等产品和服务。伴随着我国金融科技行业的快速成长，该业务前景良好。该业务 2019 年收入同比增长 16.52%，预测未来三年增速将保持在 14-16%的区间。毛利率方面，由于新收入准则的实施，预测未来三年较之前有一定程度的下滑，稳定在 89-90%的区间。

6、**非金融业务：**该业务在营业收入中占比较小，2019 年增速为 37.60%，预测未来三年增速维持在 22-26%的区间。毛利率方面，2019 年较 2018 年有一定程度下滑，预测未来三年维持在 2019 年的水平，即 60%左右。

7、**其他业务：**该业务在营业收入中占比最小，2019 年同比下降 21.71%，预测未来三年增速保持在 10%左右。毛利率维持 2019 年的水平，保持在 95%左右。

表 17：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
大零售 IT 业务					
收入	1241.25	1471.75	1763.89	2084.21	2447.28
增长率	-	18.57%	19.85%	18.16%	17.42%
毛利率	96.51%	97.39%	71.29%	71.34%	71.39%
大资管 IT 业务					
收入	954.46	1108.80	1333.55	1574.79	1855.58
增长率	-	16.17%	20.27%	18.09%	17.83%
毛利率	99.80%	99.82%	80.35%	81.47%	82.65%
银行与产业 IT 业务					
收入	252.77	322.35	404.26	503.59	624.55
增长率	-	27.53%	25.41%	24.57%	24.02%
毛利率	96.58%	95.16%	62.78%	63.29%	63.78%
数据风险和基础设施 IT 业务					
收入	229.54	266.96	310.31	360.52	418.38
增长率	-	16.30%	16.24%	16.18%	16.05%
毛利率	97.62%	98.82%	88.81%	88.85%	88.88%
互联网创新业务					
收入	467.42	544.63	628.34	723.16	829.32
增长率	-	16.52%	15.37%	15.09%	14.68%
毛利率	99.42%	98.93%	89.74%	89.76%	89.79%
非金融业务					
收入	110.27	151.74	190.37	234.69	285.07
增长率	-	37.60%	25.46%	23.28%	21.47%
毛利率	71.14%	60.76%	60.81%	60.95%	61.21%
其他业务					
收入	7.17	5.61	6.18	6.79	7.44
增长率	-	-21.73%	10.12%	9.86%	9.62%
毛利率	91.77%	95.35%	95.30%	95.26%	95.21%
合计					
收入	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
增长率	22.38%	18.66%	19.76%	18.35%	17.86%
毛利率	97.11%	96.78%	76.43%	76.67%	76.95%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商，在行业内地位突出。在国内 A 股市场中，用友网络、长亮科技、广联达、金山办公等公司也从事相关行业的产品和服务业务，且在其行业处于龙头地位，故选择这四家公司作为可比公司。从 PE 的角度来看，恒生电子低于四家可比公司的平均水平。我们认为：广联达因为数字造价

业务云转型和大力开拓数字施工业务，投入较多，净利润率显著偏低，导致其 PE 较高；金山办公因为市场空间广阔、国产替代逻辑较为清晰，市场也给予了较高的 PE。到 2022 年，恒生电子的 PE 估值水平仍略低于四家可比公司的平均水平。综上，我们认为公司目前的 PE 估值处于合理水平。

表 18：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600588.SH	用友网络	52.08	1691.93	0.36	0.33	0.42	0.55	143.02	158.68	124.61	94.97
300348.SZ	长亮科技	23.22	167.81	0.19	0.31	0.42	0.55	121.66	74.04	55.67	41.88
002410.SZ	广联达	75.05	888.77	0.20	0.36	0.56	0.75	378.09	209.81	133.34	100.57
688111.SH	金山办公	391.00	1802.51	0.86	1.58	2.39	3.39	449.98	246.25	162.86	114.55
平均		-	-	-	-	-	-	**273.19**	**172.20**	**119.12**	**87.99**
600570.SH	恒生电子	117.10	1222.63	1.36	1.15	1.35	1.64	86.35	101.53	86.65	71.56

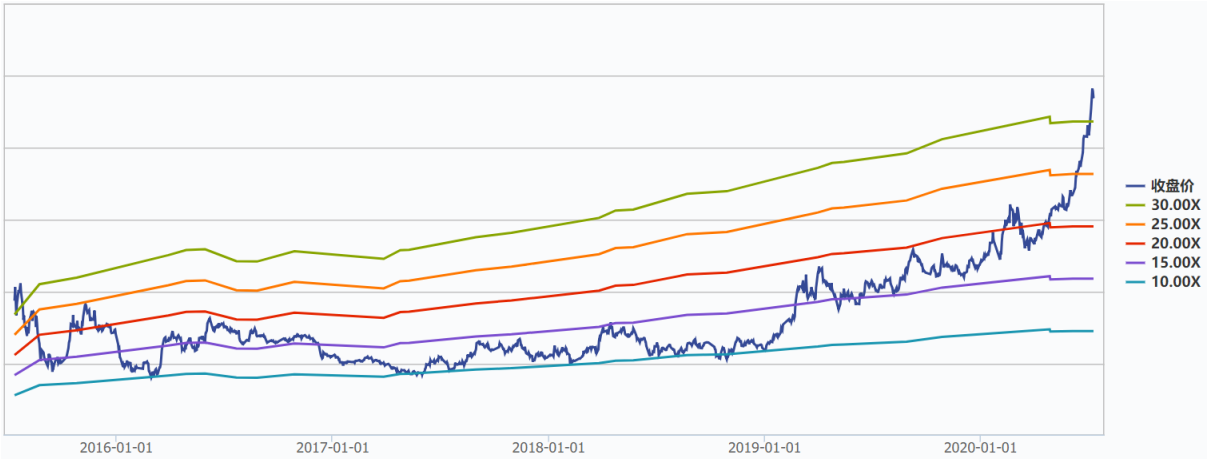
资料来源：Wind，国元证券研究中心　　注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 7 月 10 日

投资建议：

伴随着各项金融科技政策的落地，行业迎来高成长周期。在数字经济已经拉开大幕的背景下，公司从流程数字化逐步深入到业务数据化，运用云原生、高性能、大中台、大数据、人工智能、区块链等先进技术赋能金融机构更好地管理资产、服务客户，帮助客户实现金融的数字化产业升级。公司持续成长的空间已经打开，有望逐步成长为全球领先的金融科技企业。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 46.37、54.88、64.68 亿元，归母净利润为 12.04、14.11、17.09 亿元，EPS 为 1.15、1.35、1.64 元/股。公司目前在金融云和 AI 等领域持续布局，研发投入较多，且全部费用化，净利润率偏低，因此采用 PS 估值较为合理。过去五年，公司 PS 主要运行在 10-30 倍的区间，我们认为金融 IT 行业未来几年仍有望保持高景气度，估值水平有望维持高位。因此，给予公司 2020 年 28 倍的目标 PS，对应目标价为 124.35 元。首次推荐，给予“增持”评级。

图 27：恒生电子过去 5 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

5. 风险提示

1. 宏观经济下行影响下游客户的 IT 投入；
2. 金融科技相关政策落地低于预期；
3. 新产品研发及市场推广低于预期；
4. 行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2936.37	4542.48	5729.86	7154.21	8947.62
现金	566.50	1328.71	1988.60	3063.22	4493.51
应收账款	151.69	239.70	324.41	412.84	520.88
其他应收款	26.87	26.07	30.60	35.67	41.39
预付账款	13.31	10.25	12.35	13.57	15.21
存货	15.74	25.69	324.13	379.62	442.47
其他流动资产	2162.26	2912.06	3049.78	3249.29	3434.16
非流动资产	3279.98	3817.02	3795.79	3834.02	3888.04
长期投资	982.32	862.14	875.41	898.65	921.36
固定资产	292.55	490.43	594.46	616.09	628.38
无形资产	115.63	109.51	92.74	75.66	58.13
其他非流动资产	1889.48	2354.95	2233.18	2243.63	2280.17
资产总计	6216.35	8359.50	9525.66	10988.23	12835.66
流动负债	2717.98	3175.87	3560.39	3972.55	4534.87
短期借款	0.00	21.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	135.05	180.14	199.03	213.54	224.95
其他流动负债	2582.93	2974.73	3361.36	3759.01	4309.92
非流动负债	83.96	290.25	293.60	297.11	299.85
长期借款	0.00	202.19	202.19	202.19	202.19
其他非流动负债	83.96	88.06	91.41	94.92	97.66
负债合计	2801.94	3466.12	3853.99	4269.66	4834.72
少数股东权益	232.90	414.41	414.03	413.58	413.03
股本	617.81	803.15	1044.09	1044.09	1044.09
资本公积	402.72	472.12	472.12	472.12	472.12
留存收益	1979.20	3194.03	3731.61	4778.58	6060.34
归属母公司股东权益	3181.50	4478.96	5257.64	6305.00	7587.91
负债和股东权益	6216.35	8359.50	9525.66	10988.23	12835.66

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	937.08	1070.79	942.72	1418.59	1884.98
净利润	678.36	1415.41	1203.80	1410.54	1708.04
折旧摊销	65.80	69.77	91.01	112.07	129.48
财务费用	1.93	2.96	-22.54	-40.41	-65.46
投资损失	-256.70	-475.35	-249.76	-258.54	-267.92
营运资金变动	309.10	130.49	-131.70	158.33	326.67
其他经营现金流	138.60	-72.50	51.91	36.60	54.17
投资活动现金流	-393.72	-244.04	141.14	-20.74	-94.47
资本支出	146.64	367.12	25.61	40.52	86.03
长期投资	305.81	92.54	48.67	101.93	87.64
其他投资现金流	58.72	215.63	215.43	121.71	79.20
筹资活动现金流	-486.81	-74.98	-423.97	-323.23	-360.22
短期借款	0.00	21.00	-21.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	202.19	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	185.34	240.94	0.00	0.00
资本公积增加	12.69	69.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-499.49	-552.91	-643.92	-323.23	-360.22
现金净增加额	64.40	755.69	659.89	1074.63	1430.29

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3262.88	3871.84	4636.91	5487.75	6467.63
营业成本	94.46	124.78	1092.97	1280.21	1490.71
营业税金及附加	43.44	46.93	55.18	64.76	75.67
营业费用	882.07	926.61	696.93	820.97	965.62
管理费用	446.01	486.15	345.91	407.19	477.96
研发费用	1404.67	1560.03	1656.69	1936.12	2201.24
财务费用	1.93	2.96	-22.54	-40.41	-65.46
资产减值损失	-131.08	-14.65	-15.92	-17.83	-19.67
公允价值变动收益	-23.40	134.68	30.25	27.62	25.68
投资净收益	256.70	475.35	249.76	258.54	267.92
营业利润	701.06	1528.25	1287.18	1507.90	1825.63
营业外收入	2.22	2.53	2.67	2.83	2.91
营业外支出	3.64	3.44	3.46	3.58	3.71
利润总额	699.65	1527.34	1286.39	1507.15	1824.83
所得税	21.29	111.93	82.59	96.61	116.79
净利润	678.36	1415.41	1203.80	1410.54	1708.04
少数股东损益	32.99	-0.44	-0.39	-0.45	-0.55
归属母公司净利润	645.37	1415.85	1204.19	1411.00	1708.59
EBITDA	768.79	1600.99	1355.65	1579.56	1889.65
EPS（元）	1.04	1.76	1.15	1.35	1.64

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.38	18.66	19.76	18.35	17.86
营业利润(%)	51.27	117.99	-15.77	17.15	21.07
归属母公司净利润(%)	36.96	119.39	-14.95	17.17	21.09
获利能力					
毛利率(%)	97.11	96.78	76.43	76.67	76.95
净利率(%)	19.78	36.57	25.97	25.71	26.42
ROE(%)	20.29	31.61	22.90	22.38	22.52
ROIC(%)	104.43	107.95	86.96	112.68	169.74
偿债能力					
资产负债率(%)	45.07	41.46	40.46	38.86	37.67
净负债比率(%)	2.14	6.44	5.25	4.74	4.18
流动比率	1.08	1.43	1.61	1.80	1.97
速动比率	1.07	1.42	1.51	1.70	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.52	0.54	0.54
应收账款周转率	9.20	9.97	9.14	8.38	7.80
应付账款周转率	1.06	0.79	5.77	6.21	6.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.62	1.36	1.15	1.35	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.03	0.90	1.36	1.81
每股净资产(最新摊薄)	3.05	4.29	5.04	6.04	7.27
估值比率					
P/E	189.45	86.35	101.53	86.65	71.56
P/B	38.43	27.30	23.25	19.39	16.11
EV/EBITDA	151.34	72.68	85.83	73.66	61.57

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188