

计算机行业

重视证券资管 IT 投入预期差下的 α 机会

核心观点:

- **金融科技投入仍处爬坡期。**虽然 2023 年以银行、公募基金为代表的金融机构经历发展阵痛期，但金融业 IT 投入仍保持稳健增长。展望 2024 年，合规性和创新性需求有望驱动金融科技行业稳健增长。
- **信创推动下，券商核心交易系统市场格局迎变局。**2023 年，中信证券、国信证券均确定了新一代核心交易系统的供应商，我们判断 2024 年将有更多头部券商和重视科技投入的中小券商开始推动新一代核心交易系统建设。实力雄厚的头部厂商将持续享受行业红利，而拥有成功标杆案例的顶点、华锐有望率先享受市场份额提升红利。
- **AIGC 浪潮推动金融业从数字化向数智化升级。**长期看，金融机构加大 IT 投入是必然的趋势。根据麦肯锡报告，过去 10 年资管行业技术成本上涨 110 亿美元，领先机构持续加大技术能力建设方面的投入，实现了更高的业绩增长和利润率提升。智能技术将对金融业全价值链上的应用持续赋能，数智化成为推动资管业高质量发展的原动力。
- **投资建议。**(1) **受益于新一代券商核心交易系统市场格局变化的顶点软件：**2023 年 12 月 29 日，公司中标中信证券新一代核心交易系统，充分证明 A5 系统在行业中领先，这也是公司在核心交易系统领域的第一家新客户。我们在 5 月外发的公司深度报告提出的“金融信创进入深水区，核心交易系统市场将迎变局，拥有成功标杆案例的顶点有望率先享受核心交易系统信创带来的市场份额提升红利”观点得到印证。我们认为，中信项目若能成功上线，将进一步增强公司市场份额提升可能性。此外，公司亦有望借助核心交易系统开拓更多新客户。(2) **资本市场 IT 龙头恒生电子：**公司估值处于历史低位，我们认为已反映了市场对降费及核心交易系统市场格局生变的担忧。1 月 2 日，公司官方公众号披露，UF3.0 在某头部券商完成全链路信创适配。未来随着 UF3.0 内存交易版在试点券商的全业务上线，公司在新一代核心交易系统市场地位仍然稳固。降费虽然在短期或将影响部分金融机构的 IT 预算，但数字化趋势已成，科技力将逐渐成为金融机构最重要的核心竞争力，金融科技长期成长性无虞。(3) **生成式 AI 技术有望重塑同花顺：**公司持续加大 AI 投入，自研大模型 HithinkGPT 已备案成功。目前问财 HithinkGPT 大模型内测申请开启一周，注册排队人数即突破 5 万人次（数据来源：公司官方公众号）。除辅助投资理财的 C 端应用，还将面向 B 端客户开放大模型合作及平台，试用体验面向 C 端用户的问财机器人也已开始收费，将为公司带来明确的收入增量。
- **风险提示。**金融信创推进不及预期风险；下游行业支出弱预期；新产品推广速度不及预期风险。

行业评级

买入

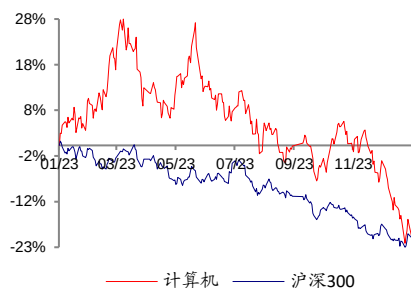
前次评级

买入

报告日期

2024-01-31

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

李婉云



SAC 执证号: S0260522120002



021-38003800



liwanyun@gf.com.cn

请注意，李婉云并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 计算机行业:美国拟加强 IaaS 公司的监管，关注国产 AI 算力和模型服务的自主可控建设 2024-01-29
- 计算机行业:从证券资管 IT 看行业和个股预期差机会 2024-01-28
- 计算机行业:AI 算力和工业软件等领域穿越周期属性将继续得到验证 2024-01-21

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
恒生电子	600570.SH	CNY	21.97	2024/01/30	增持	29.61	0.71	0.74	30.94	29.69	27.46	25.91	17.00	15.10
顶点软件	603383.SH	CNY	37.22	2023/12/31	买入	76.64	1.42	1.92	26.21	19.39	25.39	18.31	16.60	18.30
同花顺	300033.SZ	CNY	120.97	2024/01/03	买入	206.97	3.15	3.76	38.40	32.17	38.39	31.82	22.10	20.90
指南针	300803.SZ	CNY	44.80	2023/04/28	买入	56.37	0.94	1.25	47.66	35.84	44.68	33.93	18.40	19.60
宇信科技	300674.SZ	CNY	12.88	2023/12/16	买入	22.07	0.47	0.63	27.40	20.44	24.74	18.34	8.30	10.00

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

投资要点	5
(一) 金融科技投入仍处爬坡期，数智金融是大势所趋	5
(二) 关注券商核心交易系统市场格局变局带来的机会	5
(三) 行业及个股估值均处于历史低位	5
一、金融科技投入仍处爬坡期，数智金融是大势所趋	6
(一) 金融业 IT 投入持续增长	6
(二) 政策叠加创新需求将推动资本市场 IT 业持续发展	7
(三) 生成式 AI 技术推动金融业进入数智化时代	17
二、关注券商核心交易系统市场格局变局带来的机会	19
(一) 升级叠加信创，券商新一代核心交易系统建设即将加速	19
(二) 新一代券商核心交易系统市场格局探讨	23
三、行业及个股估值均处于历史低位	28
(一) 行业估值处于历史低位	28
(二) 重要个股估值亦处于历史低位	28
四、相关公司	30
(一) 顶点软件：行业格局撬动的主要参与者，份额有望增长	30
(二) 恒生电子：龙头地位依然稳固，估值处历史低位	31
(三) 同花顺：HITHINKGPT 备案成功，静待 AI 业务起量	33
五、风险提示	37

图表索引

图 1: 证券 IT 投入规模持续增长.....	6
图 2: 近年来我国证券 IT 行业相关监管新政和创新制度共同推动金融 IT 行业持续高景气.....	8
图 3: 2021-2023 年 10 月中国金融信创采购中标产品类目占比分布情况 (%) ..	9
图 4: 2021 年营业收入排名前 30 的券商中, IT 投入/营业收入占比达到本次 7% 占比要求的仅 12 家	10
图 5: 2021 年尾部券商的 IT 投入/营业收入占比远高于头部券商	11
图 6: 2012-21 年北美资管机构各职能支出 (估算) (单位: 十亿美元)	15
图 7: 资管公司技术支出 (%)	15
图 8: 资管公司运营表现 (%)	15
图 9: 数据和分析能够让资管业营收提高 5%~30%, 成本降低 10%~30%	16
图 10: 中国证券 IT 行业发展历史	20
图 11: 证券集中交易系统发展之技术路线展望: 分布式、松耦合, 多技术组合 ...	20
图 12: 美国、欧洲和中国市场交易系统架构演进	21
图 13: 核心交易系统参考架构图	24
图 14: 华锐技术核心交易解决方案架构图	25
图 15: A5 交易系统数据库去中心化设计, 实现了系统的分布式计算设计	25
图 16: A5 采用了松耦合、分布式的架构	26
图 17: 2021 年中国 Top5 证券业核心交易系统市场份额	27
图 18: 金融科技板块 PE-BAND	28
图 19: 顶点软件 PE (TTM) 接近上市以来的历史低位 (单位: 元)	28
图 20: 恒生电子 PE (TTM) 处于上市以来的历史低位 (单位: 元)	29
图 21: 顶点软件收入保持稳健增长	30
图 22: 公司大资管业务涵盖营销、运营、投研	31
图 23: 恒生电子覆盖客户情况	31
图 24: 恒生电子收入保持稳健增长	32
图 25: 同花顺收入保持稳健增长	33
图 26: iFind 智能搜索	34
图 27: iFind 智能投研	34
图 28: iFind 提供 ChatFinD 功能	35
图 29: iFind 支持 AI 写作	35
图 30: 同花顺 iFind 数据库构成	35
图 31: 同花顺问财机器人	36
表 1: 中国银行和投资服务业 IT 支出预测 (单位: 百万人民币)	10
表 2: 2017 年-2021 年尾部券商收入增速和 IT 投入变化 (单位: 万元)	11
表 3: 2017 年-2021 年头部券商收入增速和 IT 投入变化 (单位: 万元)	12
表 4: 东吴证券、国泰君安证券、东海证券核心交易系统信创情况	23

投资要点

（一）金融科技投入仍处爬坡期，数智金融是大势所趋

1. 金融业 IT 投入持续增长。（1）**证券行业：**信息技术投入2018年至2021年累计投入金额达944.21亿元，复合增速达20%。（2）**资管业 IT：**资管机构亟需构建和加强自身竞争力，关键在建立满足监管的管控体系和投研一体化的能力。

2. 政策叠加创新需求将推动资本市场 IT 业持续发展。（1）资本市场 IT 景气度持续，软件和服务投入占比上升、硬件投入占比下降趋势为金融软件服务提供商业绩提供保障。（2）证券公司 IT 投入预计稳健增长，信创加速下向核心交易系统倾斜。

3. 数智化驱动下资管业科技投入预计将维持稳健增长。（1）根据麦肯锡测算，过去10年资管行业技术成本上涨110亿美元（占行业成本增长的15%）。根据安永测算，未来资产管理公司有望将技术支出从目前占收入1%的水平增加到3-5%。（2）数据和分析能够让资管业营收提高5%~30%，成本降低10%~30%。（3）与国外领先机构相比，中国资管机构仍处于数智化初级阶段。（4）我们认为，金融机构降费及相关市场表现不佳在短期内会对金融机构的 IT 投入产生一定影响，但长期来看金融机构加大 IT 投入是必然的趋势。

4. 生成式 AI 技术及应用正在快速落地，生成式 AI 技术推动金融业进入数智化时代。

（二）关注券商核心交易系统市场格局变局带来的机会

1. 升级叠加信创，券商新一代核心交易系统建设即将加速。2023年中信证券、国信证券先后确定新一代核心交易系统供应商，我们判断2024年大型券商将陆续确定新一代核心交易系统选型，同时也将倒逼中小型券商做出选择。2025年，中大型券商有望陆续进入建设高峰期。

2. 新一代券商核心交易系统市场格局探讨。信创背景下的新一代券商核心交易系统市场格局将发生变化。我们判断：（1）作为已有2个全面上线成功案例（东吴证券、东海证券）以及中标全新客户（中信证券）的**顶点软件**有望突围，实现份额的提升。（2）作为龙头的**恒生电子**虽然目前仍缺全面上线案例但追赶速度快（UF3.0内存交易产品23年10月正式发布，2024年1月已在国联证券融资融券业务实现上线）。

（三）行业及个股估值均处于历史低位

1. 行业：根据 wind 显示，金融科技板块（8841000.WI）的 PE-BAND 已经低于25%分位，而根据历史情况来看，板块基本在30%-60%分位变化。

2. 个股：顶点软件、恒生电子 PE（TTM）目前均低于历史25%分位。

一、金融科技投入仍处爬坡期，数智金融是大势所趋

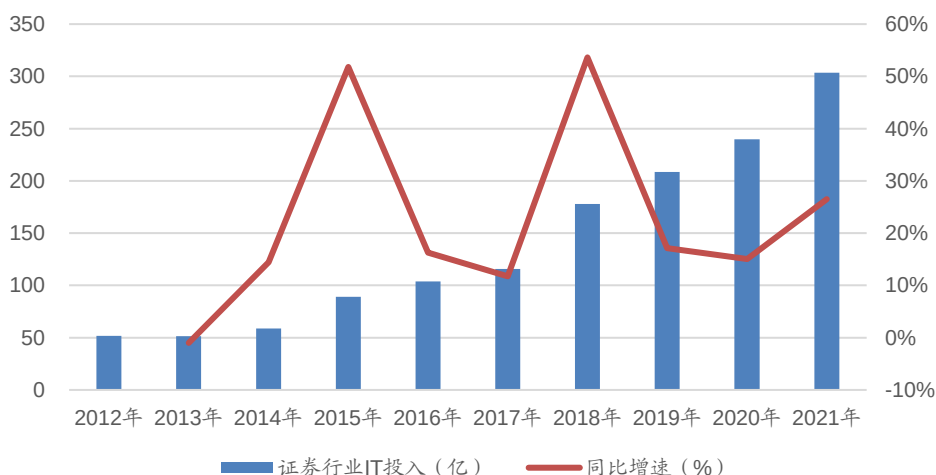
（一）金融业 IT 投入持续增长

我国金融行业 IT 系统建设最早始于1974年中国银行引进第一套理光—8型计算机（RICOH-8），揭开了我国金融电脑化信息系统发展的序幕，这也是我国银行业 IT 系统建设的序幕。

随着中国证券市场的发展，上交所、深交所的相继成立为证券公司的兴起奠定了基础。1996年上海证券交易所引入了实时交易系统（SHSE 金宝系统）、提供了在线交易、行情查询等功能，1997年深圳证券交易所引入了深交所交易总台系统、实现了深圳证券市场的电子化交易。此后，证券公司作为资本市场的重要中介机构，为了更好地服务客户和应对市场竞争，开始重视信息化建设，相继开展证券公司的信息系统建设。

作为传统金融业代表之一的证券公司，近年来在五联网金融迅速发展的冲击下，面临着获客渠道单一、费率空间压缩、决策敏捷性不足等多种问题。为了实现更高质量的发展，推动数字化转型已经成为了行业内的共识。**证券公司近年来不断的加大对于金融科技的投入，促进对传统业务及服务的变革，以金融科技全面赋能，积极打造差异化的核心竞争力。**在全面深化数字化转型、加快信创建设的背景下，证券行业信息技术投入资金逐年攀升，2018年至2021年累计投入金额达930亿元，复合增速达19%（数据来源：wind）。

图 1：证券 IT 投入规模持续增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

我国证券业 IT 资金投入及团队建设较国际一流差距较为明显。根据 IDC 报告，2021 年全行业信息技术投入金额 303 亿元。但是 2021 年摩根士丹利和高盛单个公司的 IT 投入就高达 198 亿和 100 亿元人民币，而中资十大券商除华泰外，其他券商的平均投入均在 12 亿元左右。人力层面，国际一流券商的 IT 员工数在 1-2 万人，IT 员工占比约为 20-30%，中资十大券商平均 IT 员工数 1200 人，IT 员工占比低于 10%。

资管业 IT 方面，2023 年 6 月，中基协发布《基金管理公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》，首次明确对信息技术投入提出量化指标要求，分别对营收大于等于 10 亿元、2 亿元~10 亿元、小于 2 亿元的基金公司信息技术资金投入占营收的比例和规模做出具体要求，分别为 5%、8%、不低于 1500 万元。随资管新规要求打破资管刚性兑付，市场化竞争加剧，资管机构亟需构建和加强自身竞争力，其关键点在于管理好自身的数据资产，并且建立满足监管的管控体系和投研一体化的能力。此外，ETF 的快速发展也对资管公司的 IT 系统能力提出了更高的要求，资管公司将持续加大 IT 投入。

保险方面，2021 年中国保险行业总体 IT 投入规模为 354.8 亿元人民币，同比增长 14.6%。2021 年中国保险业 IT 解决方案市场规模达到 101.2 亿元人民币，同比增长 19.6%。2023 年 1 月 1 日中国版 IFRS17（新保险合同准则）开始执行，将在未来 2-3 年带来明确的 IT 系统改造需求。此外，生成式 AI 技术的逐渐落地也将带来明确的创新性需求。根据《2023 全球保险科技报告》预测，到 2032 年全球生成式 AI 保险市场规模将从目前的 3.463 亿美元增至 55.431 亿美元，并在未来十年以 32.9% 的复合年增长率增长。

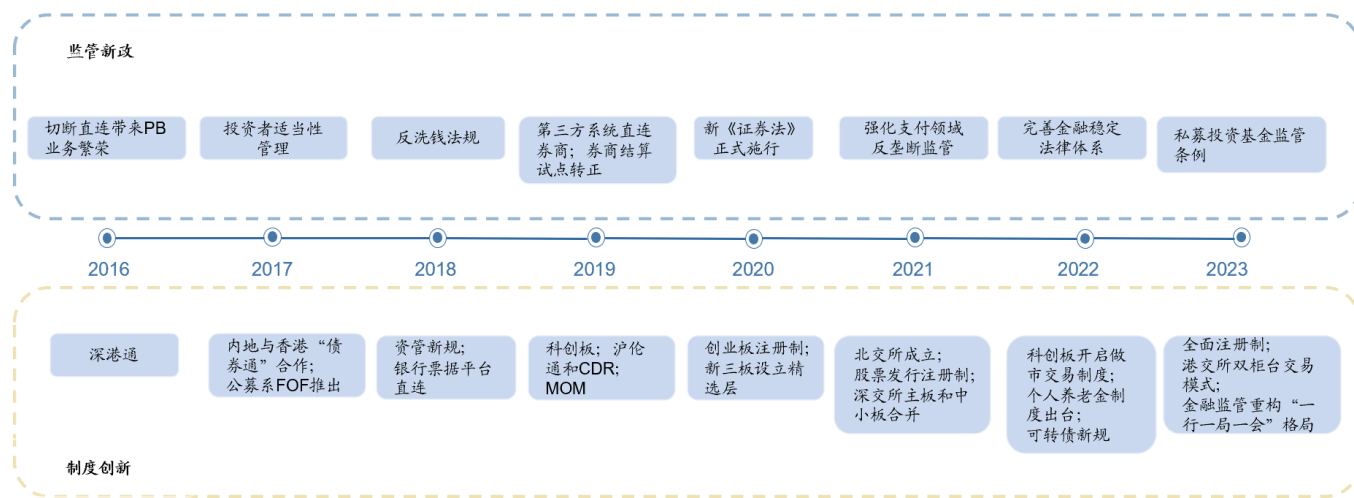
银行 IT 方面，根据 IDC 发布的《中国银行业 IT 解决方案市场份额，2022：竞争深化，韧性成长》显示，2022 年中国银行业 IT 投资规模达到 1445.67 亿元人民币，同比增长 8.3%，IDC 预计，2026 年将达到 2212.76 亿元人民币，年复合增长率为 11.2%。2022 年中国银行业 IT 解决方案市场规模为 648.8 亿元人民币，同比增长 10.1%，预计到 2027 年，中国银行业 IT 解决方案市场规模将达到 1429.15 亿元人民币，年复合增长率为 17.1%。

（二）政策叠加创新需求将推动资本市场 IT 业持续发展

1. 资本市场 IT 景气度持续，软件和服务投入占比上升、硬件投入占比下降趋势为金融软件服务提供商业绩提供保障

近年来我国资本市场改革加速推进，科创板、北交所相继推出，带来了大量的 IT 系统改造需求。而在全面注册制大背景下，我国资本市场改革仍在加速，金融投资工具种类的增加对金融机构科技能力提出了更高要求，长期来看资本市场 IT 行业景气度持续。

图 2：近年来我国证券 IT 行业相关监管新政和创新制度共同推动金融 IT 行业持续高景气



数据来源：证监会、中华人民共和国中央人民政府官网、人民银行官网、中国新闻网、北交所官网、新华网、香港交易所官网，广发证券发展研究中心

证券业数字化转型正处于全面加速阶段，数字化转型将逐步从零售经纪业务扩展到机构业务、资产管理、投资银行、自营投资、中后台等多个领域。

2023年年初全面注册制正式实施之后，证券业协会、基金业协会从2023年6月开始相继发布文件对行业的信息技术投入做出新要求 and 规定，**持续推动证券、基金等金融机构加大信息技术投入：**

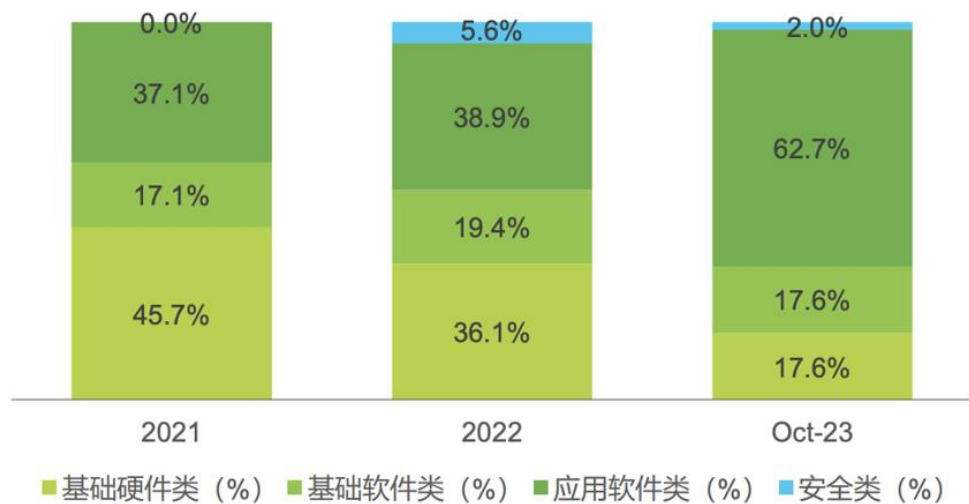
(1) 2023年6月，证券业协会发布《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025年）》，鼓励有条件的证券公司在2023-2025 三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度**平均净利润的10%或平均营业收入的7%，并保持稳定的资金投入**。值得注意的是，2023年年初的征求意见稿里对投入比例的要求为2023-2025 年信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的8%或平均营业收入的6%。

(2) 2023年6月，中基协发布《基金管理公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》，规定基金公司当年年度**营业收入大于10亿元（含）**，每年度信息技术资金投入应不少于最近三个财政年度平均**营业收入的5%**；**营业收入小于10亿元且大于2亿元（含）**，每年度信息技术资金投入应不少于最近三个财政年度平均**营业收入的8%**；而**营业收入小于2亿元**，每年度信息技术资金投入应不少于**1500万元**。

(3) 8月，证监会发布了《证券公司核心交易系统技术指标》金融行业标准，规定了证券公司核心交易系统的技术指标，起草单位包括华锐技术、恒生电子、顶点软件、金证股份、金仕达软件等金融 IT 厂商。

此外，数据中心系统占比在经历过2022年之前的高增长后逐渐回落，IT 服务+软件的占比提高趋势已成，将在下游需求偏弱的当下为金融 IT 厂商业绩提供支撑。

图 3：2021-2023年10月中国金融信创采购中标产品类目占比分布情况（%）



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

细分行业来看：

（1）根据 wind 数据，2021年证券 IT 软件部分投入为256亿元，在整体 IT 投入占比为84.24%，较2020年的占比提升0.46pct。

（2）资管行业来看，以资管 IT 龙头公司恒生电子为例，近年来其资管 IT 收入持续增长，16-22年的年均复合增速达28%。

（3）根据 Gartner 公司的预测，2023年全球银行和投资服务业 IT 总支出将达到6521亿美元，较2022年增长8.1%，其中软件支出将增长13.5%，是增长最快的领域。2023年中国银行和投资服务业 IT 支出预计将达到4636亿人民币，较2022年增长9.6%，其中 IT 服务支出将增长19%，是增长最快的领域。可以看到，数据中心系统占比在经历过2022年之前的高增长后迅速回落，而 IT 服务+软件的占比提高是趋势。

表 1: 中国银行和投资服务业 IT 支出预测 (单位: 百万人民币)

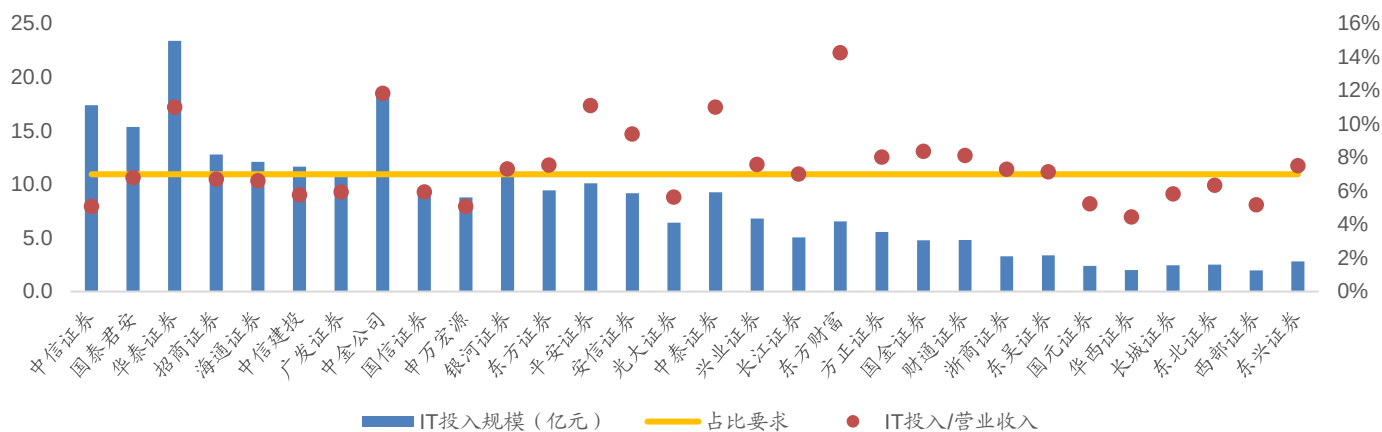
领域	2022年支出	2022年增长率 (%)	2023年支出	2023年增长率 (%)
数据中心系统	74794	18.8	79079	5.7
设备	59653	-10.2	61317	2.8
内部服务	43811	5.8	46333	5.8
IT服务	120337	18.8	143204	19
软件	42451	18.7	49580	16.8
电信服务	81859	2.5	84059	2.7
合计	422904	9.1	463573	9.6

数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

2. 证券公司 IT 投入预计稳健增长, 信创加速下向核心交易系统倾斜

根据协会披露的《证券公司2021年经营业绩指标排名情况》, 证券行业信息投入占全年总营收6.81%, 行业的信息技术投入占比略低于本次中证协要求。而2021年营收前30的券商中, IT/营收投入比达到本次要求的券商仅16家, 仍有部分大型券商未达标, 其中占比最低的为4.46% (华西证券)。

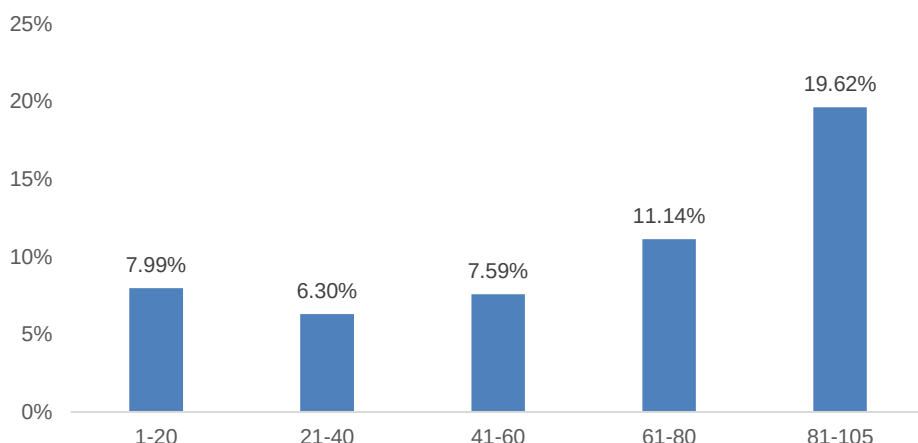
图 4: 2021年营业收入排名前30的券商中, IT 投入/营业收入占比达到本次7%占比要求的仅12家



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

对于传统中小券商而言, 在数字化浪潮下, 加大 IT 投入以形成差异化优势是其发展的必由之路。通过下图可以看到, 中大型券商的信息技术投入/营业收入的比重远低于尾部券商。当然, 尾部券商 IT 投入占比较高的原因是营收规模较小但 IT 投入较为刚性, 但也可以看到, 自2017年开始, 尾部券商的 IT 投入亦处于快速增长中。

图 5：2021 年尾部券商的 IT 投入/营业收入占比远高于头部券商



数据来源：中国证券业协会，广发证券发展研究中心

注：横轴为券商营业收入排名，纵轴为 IT 投入/营业收入占比

虽然目前有降费影响，但根据广发非银组测算，主动权益类公募基金管理费下降约占原管理费合计的10%（数据来源：广发非银《研究佣金改革落地，行业生态有望优化》）。因此我们判断短期内中长尾金融机构的 IT 投入可能会有所缩减，但头部金融机构 IT 投入将会维持稳健增长。此外，中长尾金融机构的部分 IT 投入属于刚性需求，因此即使缩减也不会过多。

我们统计了2017-2021年尾部券商 IT 投入的情况，可以看到，几乎所有尾部券商每年的 IT 投入都在增长。例如，成立于2017年的东亚前海证券，其 IT 投入每年增速可观；网信证券自2018年发生风险事故之后，几乎所有业务停滞，但每年 IT 投入仍有2000多万元。

表 2：2017 年-2021 年尾部券商收入增速和 IT 投入变化（单位：万元）

2017 年				2018 年				2019 年				2020 年				2021 年			
券商	收入	IT 投入	IT 投入/收入	券商	收入	IT 投入	IT 投入/收入	券商	收入	IT 投入	IT 投入/收入	券商	收入	IT 投入	IT 投入/收入	券商	收入	IT 投入	IT 投入/收入
宏信证券	77377	4502	5.8%	国都证券	55707	5819	10.4%	中天国富	77015	3768	4.9%	东亚前海	61050	5491	9.0%	宏信证券	60276	5209	8.6%
五矿证券	71614	2801	3.9%	联讯证券	50223	5271	10.5%	金元证券	75240	8562	11.4%	中天证券	58800	6956	11.8%	中天证券	59537	4680	7.9%
联储证券	70807	4673	6.6%	长城国瑞	50137	2754	5.5%	华宝证券	70990	16363	23.0%	长城国瑞	55607	4320	7.8%	华融证券	57742	12618	21.9%
英大证券	65830	5447	8.3%	万和证券	48740	2185	4.5%	中邮证券	63213	2299	3.6%	万和证券	51992	5342	10.3%	大通证券	50965	5575	10.9%
华宝证券	63325	9512	15.0%	大通证券	43481	3598	8.3%	长城国瑞	58442	4068	7.0%	大同证券	50207	4839	9.6%	瑞信证券	49697	4668	9.4%
联讯证券	62828	4514	7.2%	中邮证券	40517	2488	6.1%	万和证券	56038	4304	7.7%	大通证券	49091	4966	10.1%	长城国瑞	48643	5049	10.4%
大通证券	57309	3537	6.2%	太平洋证券	39252	10134	25.8%	中天证券	54994	4493	8.2%	高盛高华	42638	1215	2.8%	九州证券	46601	6322	13.6%
大同证券	47476	5285	11.1%	川财证券	36582	2425	6.6%	大通证券	45512	5544	12.2%	华泰证券	36468	3858	10.6%	甬兴证券	44311	5963	13.5%
爱建证券	42151	3017	7.2%	大同证券	29466	4381	14.9%	九州证券	43370	7010	16.2%	九州证券	34526	5488	15.9%	摩根士丹利华鑫证券	41351	3043	7.4%
中天国富	39466	1275	3.2%	华泰证券	27912	2631	9.4%	华泰证券	41531	3769	9.1%	川财证券	32985	4252	12.9%	大同证券	38608	4914	12.7%
中邮证券	36051	3441	9.5%	中天证券	27094	2120	7.8%	川财证券	34797	4563	13.1%	摩根士丹利华鑫证券	32811	2699	8.2%	东亚前海	37834	7920	20.9%
世纪证券	35440	3314	9.4%	爱建证券	26471	3306	12.5%	世纪证券	32044	5415	16.9%	爱建证券	29439	4211	14.3%	华兴证券	35019	5427	15.5%
华金证券	34494	2330	6.8%	中港证券	19745	2856	14.5%	爱建证券	31858	4630	14.5%	瑞信方正	28306	3814	13.5%	爱建证券	34367	4355	12.7%
华泰证券	34299	2474	7.2%	汇丰前海	17868	3833	21.5%	大同证券	31793	4770	15.0%	汇丰前海	26048	7936	30.5%	汇丰前海	32545	9187	28.2%
川财证券	33450	1767	5.3%	华普证券	17853	2573	14.4%	东亚前海	25332	2580	10.2%	摩根大通	21249	8549	40.2%	川财证券	28068	4650	16.6%
中港证券	32695	1950	6.0%	世纪证券	12886	3749	29.1%	华普证券	20843	4427	21.2%	野村东方	12731	5695	44.7%	野村东方	17539	7154	40.8%
网信证券	29020	1630	5.6%	东亚前海	9131	1288	14.1%	汇丰前海	19375	6453	33.3%	华兴证券	11950	4386	36.7%	华泰证券	15666	4476	28.6%
万和证券	26570	1724	6.5%	华信证券	4430	2928	66.1%	网信证券	15533	2469	15.9%	甬兴证券	9010	5749	63.8%	金圆统一	6718	1952	29.1%
中天证券	10615	2598	24.5%	中天国富	-27889	1821	-6.5%	野村东方	5662	2661	47.0%	网信证券	5169	2708	52.4%	星展证券	4885	3849	78.8%
华普证券	5929	2288	38.6%	网信证券	-324384	2163	-0.7%	摩根大通	247	6020	2437.2%	金圆统一	1739	831	47.8%	网信证券	4625	2618	56.6%
												中天国富	98289	4614	4.7%	中天国富	87272	6248	7.2%

数据来源：中国证券业协会，广发证券发展研究中心

而排名前20名的头部券商里，国泰君安证券在2017、2018年的 IT 投入均为最高，其总收入也在2019年超越海通证券成为排名第二的券商。作为重视金融科技投入的平安集团旗下的证券公司，平安证券的 IT 投入/收入占比在2017-2021年中除了

2020年，其余年份均为最高。此外，可以看到2019年各头部券商的 IT 投入/收入占比均有较大提升，原因在于2019年科创板开市、第三方系统直连券商、沪伦通开通、A 股纳入富时罗素全球指数、沪深300股指期货上市、取消 QFII/ RQFII 投资额度限制、国内首批商品期货 ETF 获批等资本市场创新制度的相继发布带来较多 IT 改造需求。

表 3：2017年-2021年头部券商收入增速和 IT 投入变化（单位：万元）

2017年				2018年				2019年				2020年				2021年				
券商	收入	IT投入	IT投入/收入	券商	收入	IT投入	IT投入/收入	券商	收入	IT投入	IT投入/收入	券商	收入	IT投入	IT投入/收入	券商	收入	IT投入	IT投入/收入	IT投入同比增长
中信证券	4329163	57785	1.3%	中信证券	3722071	57989	1.6%	中信证券	2686687	113872	4.2%	中信证券	3413952	137395	4.0%	中信证券	4174672	173669	4.2%	26%
海通证券	2822167	43433	1.5%	海通证券	2376501	45668	1.9%	国泰君安	2115410	123916	5.9%	国泰君安	2407308	138828	5.8%	国泰君安	2819355	153533	5.4%	10%
国泰君安	2380413	64324	2.7%	国泰君安	2271882	70355	3.1%	华泰证券	1772707	120236	6.8%	华泰证券	2124724	194705	9.2%	华泰证券	2546750	233841	9.2%	20%
广发证券	2157565	35392	1.6%	华泰证券	1610826	48064	3.0%	海通证券	1587672	85405	5.4%	中信建投	2015277	82446	4.1%	招商证券	2268695	127786	5.6%	24%
华泰证券	2110853	43366	2.1%	广发证券	1527037	48529	3.2%	广发证券	1517989	83407	5.5%	招商证券	1906338	103263	5.4%	海通证券	2219109	120924	5.4%	26%
招商证券	1335321	32364	2.4%	中金公司	1291408	42812	3.3%	招商证券	1470160	74161	5.0%	海通证券	1827948	96078	5.3%	中信建投	2069526	116439	5.6%	41%
中万宏源	1266853	34022	2.7%	中万宏源	1217042	36735	3.0%	中万宏源	1355411	58648	4.4%	广发证券	1806346	94294	5.2%	广发证券	2025783	107442	5.3%	14%
国信证券	1192361	31465	2.6%	招商证券	1132161	36025	3.2%	中信建投	1274026	63894	5.0%	中万宏源	1732163	63045	3.6%	中金公司	1995119	185604	9.3%	95%
银河证券	1134419	33843	3.0%	中信建投	1090717	39870	3.7%	国信证券	1223471	75182	6.1%	国信证券	1627109	81167	5.0%	国信证券	1931947	96844	5.0%	19%
中信建投	1130325	39938	3.5%	东方证券	1030349	28274	2.7%	银河证券	1212829	46175	3.8%	中金公司	1570129	95345	6.1%	中万宏源	1923814	87766	4.6%	39%
中金公司	1120914	33814	3.0%	国信证券	1003093	37904	3.8%	中金公司	1089570	77813	7.1%	银河证券	1459140	74697	5.1%	银河证券	1913529	106873	5.6%	43%
东方证券	1053151	23316	2.2%	银河证券	992541	31637	3.2%	光大证券	924226	33887	4.2%	东方证券	1248936	77692	6.2%	东方证券	1319889	94279	7.1%	21%
光大证券	983815	24117	2.5%	平安证券	853055	46015	5.4%	东方证券	825990	63645	7.7%	光大证券	1142112	50232	4.4%	平安证券	1017381	101063	9.9%	25%
兴业证券	881878	14633	1.7%	安信证券	835795	30528	3.7%	安信证券	759099	58631	7.7%	安信证券	975445	67540	6.9%	安信证券	951260	91685	9.6%	36%
平安证券	838213	37317	4.5%	光大证券	771228	25980	3.4%	兴业证券	721148	41689	5.8%	平安证券	909892	80979	8.9%	光大证券	946889	64276	6.8%	28%
中泰证券	809505	35455	4.4%	中泰证券	702522	35448	5.0%	中泰证券	706777	60593	8.6%	兴业证券	896743	52060	5.8%	中泰证券	946614	92534	9.8%	18%
安信证券	756737	25256	3.3%	山西证券	685114	10551	1.5%	平安证券	700329	77016	11.0%	中泰证券	840830	78336	9.3%	兴业证券	909229	68025	7.5%	31%
华融证券	681229	7459	1.1%	东北证券	678011	12364	1.8%	长江证券	657986	27548	4.2%	长江证券	721522	37063	5.1%	长江证券	751175	50569	6.7%	36%
方正证券	595299	20307	3.4%	兴业证券	649937	18527	2.9%	方正证券	587553	45967	7.8%	方正证券	693255	46844	6.8%	东方财富	729978	65561	9.0%	45%
长江证券	564005	16492	2.9%	方正证券	572259	27359	4.8%	财通证券	433627	25622	5.9%	财通证券	593895	38364	6.5%	方正证券	710620	55646	7.8%	19%
东方财富	152254	10708	7.0%	东方财富	179942	12749	7.1%	东方财富	259426	42179	16.3%	东方财富	459792	45213	9.8%	财通证券	591145	48199	8.2%	26%

数据来源：中国证券业协会，广发证券发展研究中心

系统建设方面，证券业信创正在由外围系统逐步深化至核心系统。这不仅是监管推动的方向，也是目前很多证券公司正在推进的重点。中证协在《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025年）》中进一步强调和细化对证券业信创工作的要求。《提升计划》希望证券业企业增强对信息系统架构规划的掌控，要对核心系统拥有自主掌控能力，鼓励有条件的证券公司合作研发甚至自主研发核心系统并确保深入掌握系统的技术架构和关键技术环节。

（1）非银金融机构的信创进度仍较慢。①**券商：**在大中小型券商均有核心交易系统全面信创成功案例以及差异化发展强推动下，改造路径多为单点突破，处在信创改造前中期，其中头部券商先发优势较明显，行业平均改造率达30-40%。②**保险：**信创与数字化并行绑定，进程缓，软件改造与系统上云较多，目前行业平均系统改造量约10-20%。（数据来源：亿欧智库）

（2）而银行的进度，国有大行与头部股份行系统信创改造量已超过三分之一。（数据来源：亿欧智库）

3.数智化驱动下资管业科技投入预计将维持稳健增长

（1）金融机构持续向财富管理转型，我国资管行业方兴未艾

我国财富管理市场增长迅猛。根据瑞银集团旗下瑞信研究院报告，2016年我国高净值人群居全球第二位，证券公司财富管理渐渐走进人们的视野。2012年11月，中

国证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，全面放开证券公司代销各类金融机构的资管产品，成为证券经纪业务一个新增长点。部分头部证券公司结合自身的资源禀赋、特点及优势，调整组织架构，以产品代销为主，依托投顾专业支撑和线上平台智能化发展，加速证券经纪业务的财富管理转型。

2023年是资管新规正式实施的第二年，我国资产管理行业逐渐回归资产管理本源，行业格局得到重构，迈入竞合有序的高质量发展新阶段。证券日报记者根据监管部门及行业协会披露的可对比数据统计，截至2023年上半年末，银行理财、公募基金、保险资管、私募基金、券商资管、信托公司、期货公司的资产管理规模合计约为141.9万亿元，较2022年末增长0.97%。根据《中国资产管理市场报告（2022-2023）》显示，中国资管市场中长期仍然向好，预计可实现9%左右年化增长，2030年市场总规模达到275万亿元人民币。

个人养老金的入市，将成为资本市场稳定、长期的资金来源，打开财富管理新渠道，中国财富管理市场步入客户群体多样化以及监管改革持续推进的新阶段，各大券商亦纷纷发力，构建以客户为中心的财富管理体系，未来对于证券综合金融服务平台产品的需求将逐渐提升。

①**券商方面**，参考海外市场，早在三十多年前，欧美券商在经历了佣金浮动化和市场交易机构化的冲击之后，纷纷走向了财富管理转型之路。无论是传统的零售业务老大美林证券，还是新兴的理财券商嘉信理财，无不将单纯的交易服务作为通道业务来对待，更聚焦于提供全面理财服务为主的财富管理业务。

随着市场的逐步开放证券公司的经营模式已逐步摆脱传统“通道式服务”的局限，向着更为个性化和多样化的服务模式转变，以满足客户日益多样化的需求。在新兴数字技术的推动下，证券领域的应用场景不断得到拓展和深化。人工智能、云计算和大数据等技术的应用，正在对金融产品服务、经营模式和业务流程等进行改造和创新，以提升证券公司的服务质量和运营效率。

②**公募基金方面**，目前监管引导推动与行业主动作为相结合，指导公募基金行业稳妥有序开展费率机制改革，稳步降低行业综合费率水平。根据证券日报报道，费率改革于2023年7月份启动，全行业136家公募基金管理人陆续宣布下调旗下存量主动权益类产品费率，按2023年6月底规模计算，公募基金行业每年为投资者节约费用支出合计约140亿元。此外，根据国际金融报报道，2023年年底以来不少银行理财子公司发布理财产品费率优惠相关公告，涉及申购费、管理费、销售服务费等。降费有利于改善投资者体验，普惠金融下更好服务居民共同富裕及财富管理。

国家金融监督管理总局党委书记、局长李云泽此前表示，过去三年，行业管理资产年均增长6.2%，远高于全球约2.5%的平均增速（数据来源：中国新闻网）。未来随着广大居民收入持续提升，长期投资、价值投资、多元化投资理念深入人心，加之资管产品净值化转型稳步推进，中国资产和财富管理行业将进入发展“黄金期”。

随着大数据、人工智能等新技术在资管业务中的广泛应用，从“分销与客户服务”到“投资研究与风险控制”，再到“运营”，金融科技对资管行业的整体价值链产生了广泛而深刻的影响。智能选择投资产品、智能决策和智能交易已经成为资产管理核心竞争力之一。在此背景下，全球资管巨头纷纷抢抓机遇，通过金融科技提升投资效率、降低风险并减少运营与合规成本，帮助公司在全球市场实现业务快速扩张和客户高度覆盖，以现有资源服务更多长尾客户，有效应对互联网巨头对全行业的冲击。

全球领先资管公司依靠科技赋能，推动资管业务向数字化转型的战略重点主要体现在两个方面：

（1）**搭建 IT 基础设施**，对业务提供端到端的支持，实现研究、决策、风控等制度和流程的系统化。

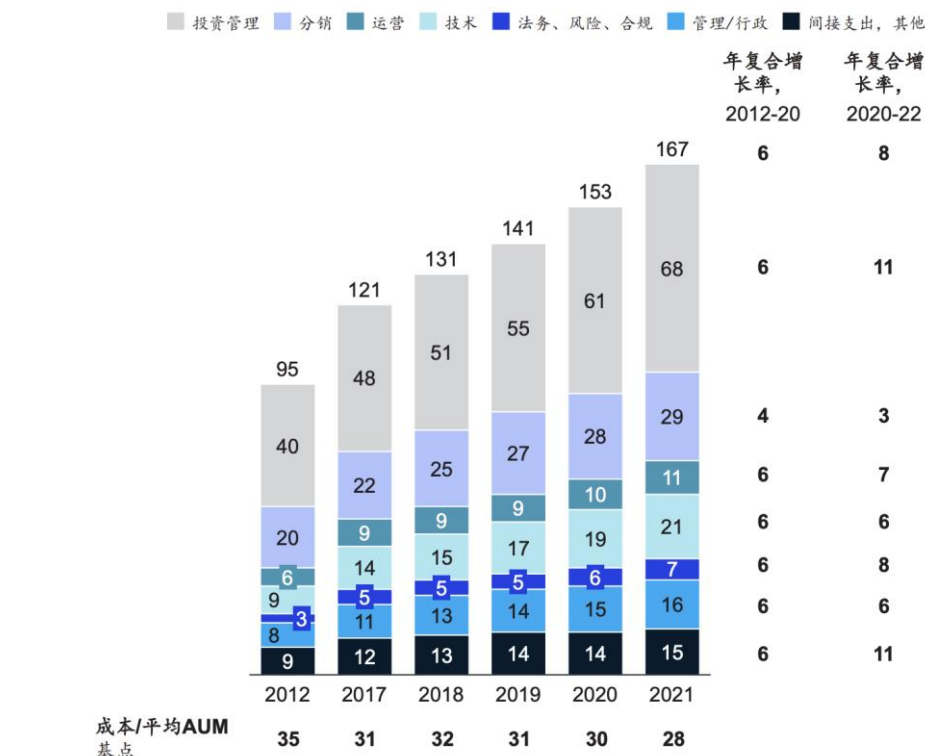
（2）**积极开展智能资管、金融科技等核心技术的研发**，打造面向未来的智能资管技术和团队，从资管价值链的各个维度重塑资管业务。

随着业务范围的扩大，资管公司的 IT 系统正承受着越来越多的挑战与压力。总体而言，为了应对监管机构和投资者日益增长的需求，以及更好地与各类合作伙伴进行协同合作，资管公司亟需构建一个更加强大、高效率且具有高度韧性的信息系统。根据安永在《2022年中国资产管理行业报告》中测算，为了实现这一目标资管公司将技术支出从目前占收入1%的水平增加到3-5%。

（2）2024年资管行业将加速数智化转型

根据麦肯锡报告《大重置下全球资产管理行业变中犹稳》显示，过去10年资管行业技术成本上涨110亿美元（占行业成本增长的15%），其中大部分为薪资之外的支出增长：投资于支持更复杂投资能力所需新系统和软件的支出、遗留系统维护成本的上涨以及运营平台数字化的前期投资。技术投资不是一次性成本，正逐渐成为资产管理公司成功运营所必备的持续投入的主要成本。

图 6：2012-21 年北美资管机构各职能支出（估算）（单位：十亿美元）

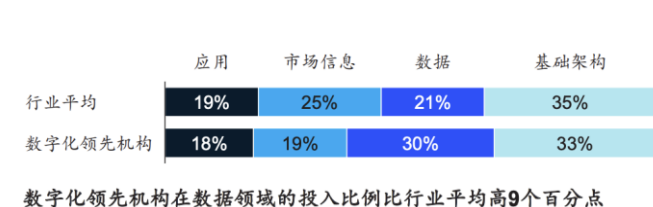


数据来源：麦肯锡绩效透镜全球资产管理调研，广发证券发展研究中心

此外，麦肯锡还在报告《中国资管行业高质量发展展望：五大战略机遇和五大关键行动》中展望，资管机构将更多地应用诸如机器学习大语言模型等新兴技术，实现业务价值的捕捉；成立专业的科技团队，并通过增进科技部门与业务部门间的互动，实现共融开发，开发模式将从过去与业务割裂的模式，转向基于场景建模的低代码开发；借助外力突破创新，基于自身业务场景，打造金融科技生态。

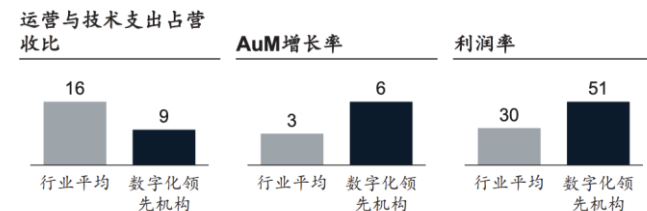
领先机构近年来持续加大技术能力建设方面的投入，尤其是在数据领域。据麦肯锡研究，在数字化上领先的资管机构对数据领域的投入比例较行业平均水平高出9%，因此可实现更高的运营效率、更出色的业务增长及利润水平。

图 7：资管公司技术支出（%）



数据来源：麦肯锡《面向未来，全球资管行业五大中长期战略议题》，广发证券发展研究中心

图 8：资管公司运营表现（%）



数据来源：麦肯锡《面向未来，全球资管行业五大中长期战略议题》，广发证券发展研究中心

此外，大数据驱动的用例分析已从试点迈向规模化应用、落地业务价值的阶段。根据麦肯锡研究，2021年全球范围内已有40%~50%的机构搭建数据卓越中心，约30%的机构启动了高级分析用例试点，20%的机构在组织内部全面推动规模化应用落地，10%的机构已利用高级分析捕捉到了实际业务价值，实现5%-30%的营收增长或10%-30%的成本节约。

图 9：数据和分析能够让资管业营收提高5%~30%，成本降低10%~30%



1. 自然语言理解

数据来源：麦肯锡《面向未来，全球资管行业五大中长期战略议题》，广发证券发展研究中心

与国外领先机构相比，中国资管机构仍处于数智化初级阶段。金融科技对包括大资管行业在内的各个金融领域渗透，驱动效能提升和业态变革。根据中国证券投资基金业协会报告显示，贝莱德高度重视金融科技投入以维持技术领先地位，每年会将营业收入的10%以上用于科技投资，2019年末技术投入费用为2.89亿美元，占比近16.4%。（1）在公司内部，贝莱德围绕核心系统阿拉丁推出包括投资解决方案在内的一系列技术支持平台。（2）在公司外部，贝莱德通过深度合作、收购、提升内部创新能力等方式不断扩展科技能力边界。相比而言，国内多数基金公司目前尚未建立有效的资管信息系统，无法将信息、技术、人员进行高效连接，未来只有加强数字化、智能化投入才能帮助机构实现有效的风险管理、提高交易效率和扩大投资规模，从而构建起真正的核心竞争力。

未来资管机构将更聚焦智能技术在全价值链上的应用（如AIGC、高级分析、机器学习、云计算等技术），以更好地支持市场研判、风险识别、投资决策等，逐步迈向以智能化技术为主导的“数智化”新阶段。

我们认为，金融机构降费及相关市场表现不佳在短期内会对金融机构的 IT 投入产生一定影响，但长期来看金融机构加大 IT 投入是必然的趋势。

（三）生成式 AI 技术推动金融业进入数智化时代

2017年国务院印发《新一代人工智能发展规划》，提出了面向2030年我国新一代人工智能发展的指导思想、战略目标、重点任务和保障措施。金融领域作为最早落地人工智能技术的场景之一，至今已经历了有关智能金融、科技金融、创新金融等一系列金融科技革新，资管投研数字化作为其中的关键细分领域，也孕育了一批市场化的金融数据服务商。各大金融机构、创业公司以及互联网巨头都在此领域积极布局。

2020年8月，证券业协会对证券行业数字化转型情况进行了调研，并发布《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》，提出要促进金融科技应用融合。

目前生成式 AI 技术及应用正在快速落地，生成式 AI 技术推动金融业进入数智化时代。GPT-4在2023年3月发布，此前 ChatGPT（GPT-3.5）发布于2022年11月并在2个月内收获了创纪录的1亿用户量，而 GPT-3则是在2020年。头部的金融 IT 厂商均已推出自己打造的金融行业垂类大模型及相关应用：

1.恒生电子：（1）发布金融行业大模型 LightGPT，推出金融智能助手光子，以及基于 LightGPT 打造的多款光子系列大模型应用产品，已与20+家金融机构开展共建。（2）联合中国信通院发布了国内首个金融行业大模型标准。（3）接入了百度文心一言能力，和阿里云推出通义千问大模型联合解决方案，与华为云签署 AI 大模型联合创新协议。（数据来源：公司公众号）

2.金证股份：联合旗下子公司金证优智发布了自主研发的金融领域特定场景大语言模型体系——金证金融大模型及工具集。大模型工具集主要包括 K-GPT、金融语义搜索、智能文档处理、金融知识库、精细调整和评估。基于大模型的场景解决方案涵盖智能投研、智能投顾、智能投行、智能合规和智能客服等领域。（数据来源：公司公众号）

3.同花顺：正式发布业内首家通过网信办备案的金融对话大模型——问财 HithinkGPT，同花顺对话机器人——问财已经基于 HithinkGPT 成功升级。新一代的问财提升了五大能力：更全面的实时金融数据、更强大的语义理解、更专业的建议、更生动的表达形式和更可控的内容生成。此外，HithinkGPT 还在智能投研、智能投顾、智能陪练、智能代码生成等场景提供品类齐全、品质优良的产品及能力，真正做到用 AI 引领金融科技。2024年1月2日，问财 HithinkGPT 大模型内测申请全面启动，内测开启一周，注册排队人数就突破了5万人次。（数据来源：公司公众号）

4.宇信科技：2023年10月，公司通过自主研发率先推出了首批金融行业大模型应用

产品和解决方案，包括4个应用级产品和1个开发平台，即：开发助手 CodePal、金融数据安全分级分类助手 DataSherpa、AI+信贷助手（客户尽调）、AI+营销助手、大模型应用开发平台。（数据来源：公司公众号）

5.神州信息：2023年11月，公司发布了两款面向金融的 AI 产品——CodeMaster 和 FinancialMaster。其中，CodeMaster 包括由设计文档生成代码、由代码生成单元测试代码，以及由代码生成/补全设计文档三部分，提升开发人员的工作效率。（数据来源：公司公众号）

二、关注券商核心交易系统市场格局变局带来的机会

（一）升级叠加信创，券商新一代核心交易系统建设即将加速

券商的核心交易系统是以通信网络为基础、以交易数据库为中心，提供交易前端风控检查、订单生成、报盘、交易管理、运营等功能，为投资者提供交易服务。我国券商核心交易系统的发展历程大致可以分为以下三个阶段：

（1）起步阶段（交易电子化）：1986年9月，上海建立了第一个证券柜台交易点，是新中国证券正规化交易市场的开端（数据来源：中证网）。当时的交易手段非常原始，行情传输也是人工操作。此后，证券公司和期货公司积极引入计算机、通信网络等信息技术，替代了人工交易模式，实现了交易结算等核心业务的信息化。这个时期信息化建设的投入主要集中在基础交易平台及内部数据传输网络上。

（2）高速发展阶段（交易大集中→网上交易阶段）：随着计算机技术的不断发展，我国券商开始引进计算机技术来辅助证券交易。1993年，我国推出了第一个股票行情系统，实现了行情的实时播报（数据来源：深交所）。随后，各大券商开始研发自己的交易系统，实现了从手工交易到计算机自动交易的转变。证券公司和期货公司围绕集中交易系统（区域集中和大集中）和网上交易大规模系统进行信息化投资和建设，实现了作业（即交易）过程的自动化。在集中交易方面，证券公司的集中交易系统从最初的区域集中到现在的全国大集中经历了一个从尝试到大规模发展的过程。2006年8月证券业协会发布《证券公司集中交易安全管理技术指引》，集中交易系统在技术性能和业务创新上得到了快速提高。至2008年，全国绝大部分证券公司已基本实现全国性的集中交易（数据来源：上交所）。

3.成熟阶段（数字化发展阶段）：进入21世纪，随着我国证券市场的不断壮大和规范化，券商对于核心交易系统的要求也越来越高。此时，券商开始引进国外先进的交易系统和技术，并进行本土化改进。这个阶段的系统不仅包括了实时行情接收、实时交易、实时风险控制等功能，还建立了完整的交易模型和数据库管理体系，能够更好地满足投资者和市场需求。2016年开始，以大数据、云计算、人工智能和区块链为代表的现代科技蓬勃发展，广泛渗透到各个领域（数据来源：上交所）。证券行业积极推动现代科技在金融服务、渠道、产品、投资、信用、风控、合规等领域的全面应用，保障资本市场健康、稳定、可持续发展。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/057004143162006036>