

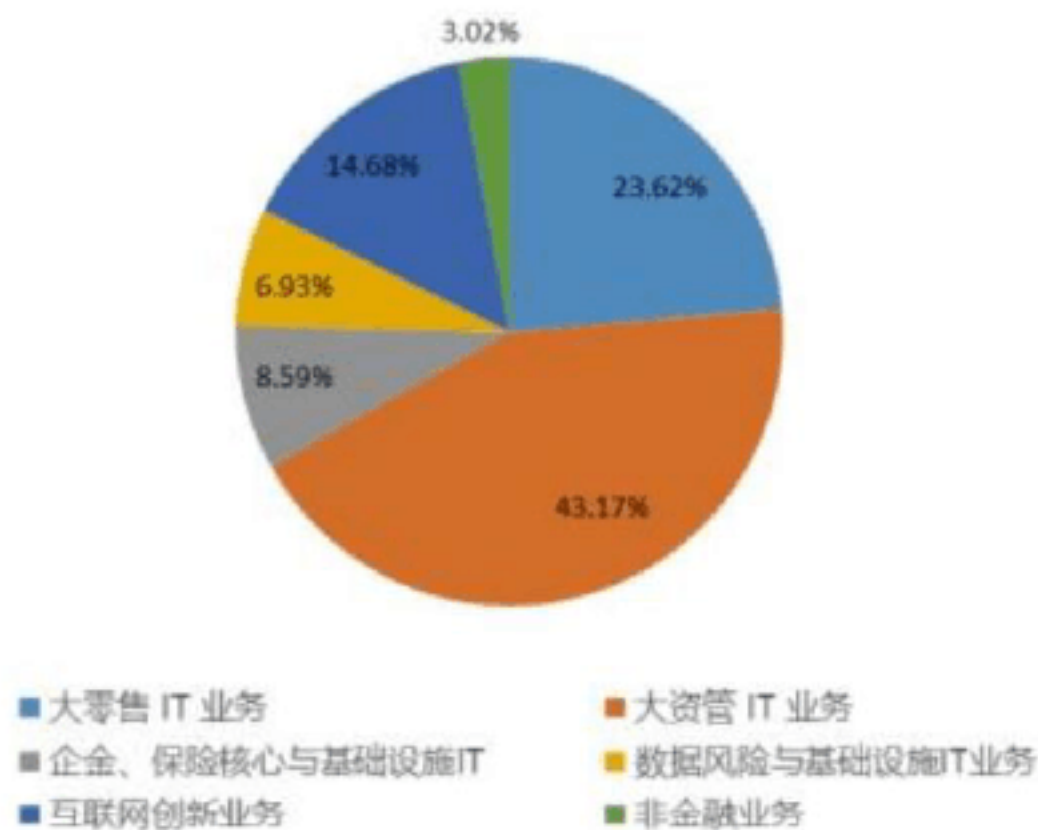
## 恒生电子企业分析

### 一. 核心观点

1. 市场应关注资本市场改革与客户创新需求给公司带来的成长红利。从监管改革上看，全面注册制的实施、内地与中国香港股票互联互通机制股票标的范围的进一步扩大等政策带来行业发展红利。此外，客户的 IT 创新需求也在日益增长：从应用上看，应用端的需求不断丰富，如量化交易越来越多，量化交易日渐成为机构的核心抓手，对系统速度性能有更高要求，产生急速交易系统的需求；从架构需求来看，为实现系统的快速迭代，系统开始由集中式架构向分布式架构转型。公司作为金融 IT 龙头公司，较早开始进行产品线布局，以投资管理系统为核心，不断完善其他销售系统、估值系统产品线，具备先发优势，且公司产品线较全，有望充分享受资本市场改革与客户创新需求带来的增量。

2. 市场应关注公司境外市场的发展。对比境内其他竞争对手，恒生境外业务的体量与布局有明显优势；但对标境外金融 IT 龙头公司 SS&C，2022 年 SS&C 境外业务营收占总营收比例高达 20%，而恒生不足 4%。恒生的境外业务仍有较大成长空间。3. 市场应关注公司中台战略带来的效益。恒生于 2019 年开展技术中台、业务中台、数据中台三大中台战略布局。对外，公司中台战略积极响应金融市场需求，用户客群逐步扩大。截至 2019 年，JRES3.0 应用率已经达成 93%。对内，公司中台战略有助于公司提质增效，从而提升收入的可预见性与持续性。

图4：2022年公司各业务收入占比（按产品）



## 二. 恒生电子介绍：全领域金融 IT 服务商，多细分领域龙头

### 2.1、产品线全面布局，为客户提供全方位金融 IT 服务

恒生电子是一家以“让金融变简单”为使命的金融科技公司，总部位于中国杭州。1997 年成立，2003 年在上海证券交易所主板上市

（600570.SH）。恒生聚焦金融行业，致力于为证券、期货、基金、信托、保险、银行、交易所、私募等机构提供整体解决方案和服务，为个人投资者提供财富管理工具。公司作为金融 IT 领域龙头公司，已连续 15 年入选 FINTECH100 全球金融科技百强榜单，且被知名国际数据公司 IDC 评为证券业软件、银行中间业务软件供应商第一名。

恒生电子成立于 1997 年，最先涉足证券交易管理系统；2000 年前后开始逐步丰富公募基金相关产品线，此后拓展至资管行业。恒生电子将金融 IT 产品线划分为大零售 IT、大资管 IT、企金与保险核心与基础设施 IT、数据风险与基础设施 IT、互联网创新业务五个产品线。

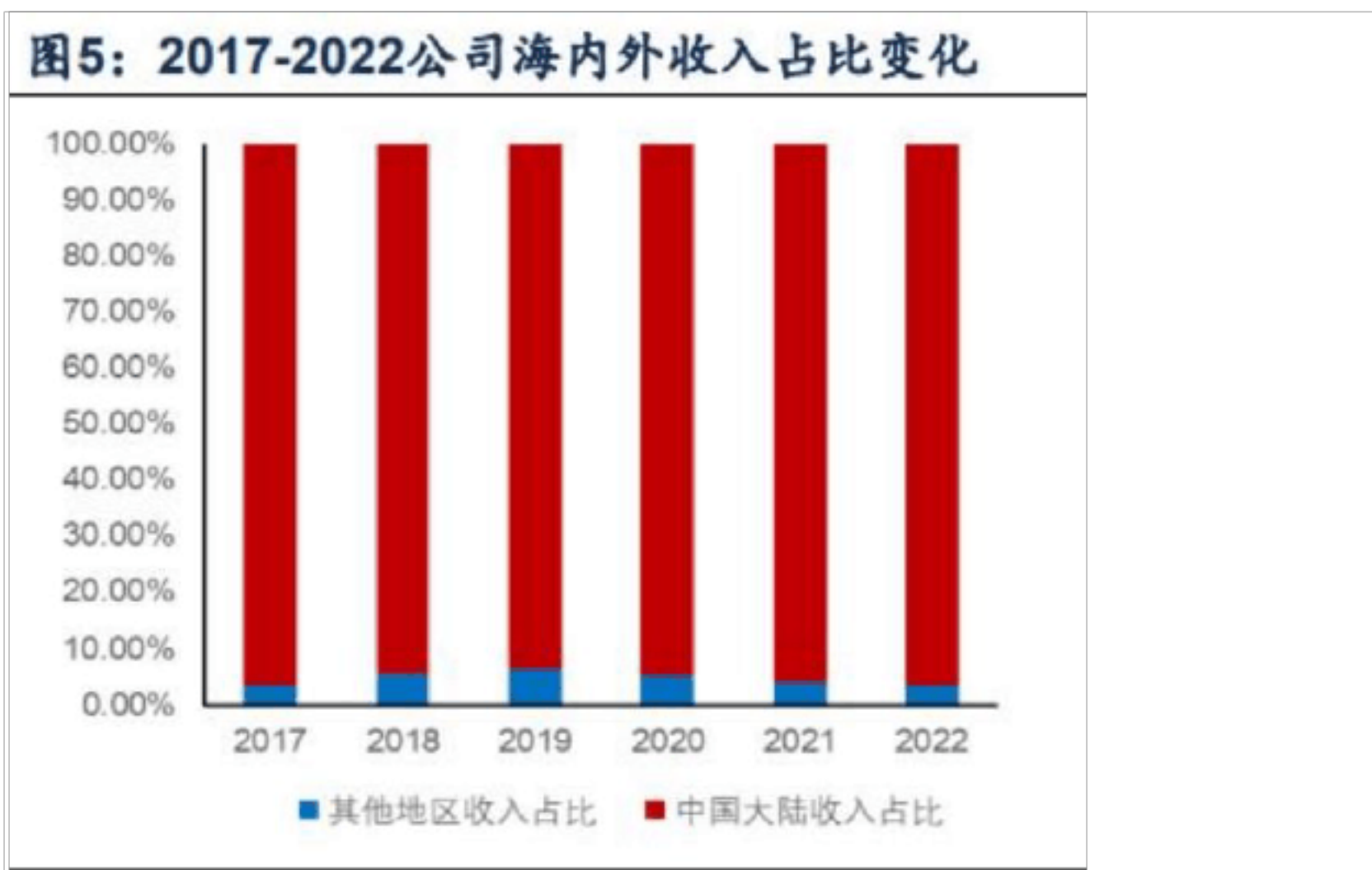
### 2.1.1 大零售 IT 业务

大零售 IT 业务主要包含证券经纪 IT、财富管理 IT 业务。其中证券经纪 IT 业务主要服务的客户对象为券商经纪业务部门，核心产品为集中交易系统，主要功能为提供账户管理、资金清算结算、委托订单管理、接入服务（与交易所、中登等交互）等。财富管理 IT 业务主要服务的客户对象为银行、券商、三方等各类财富管理机构，基金、信托、保险资管等资产管理机构的营销、销售、客服部门，以及银行、券商托管外包部门，核心产品为资产配置、产品管理、理财销售、营销服务等系统，主要功能为财富规划建议、金融产品管理、理财销售交易、投顾业务运营、客户营销/服务、投资人服务等。

### 2.1.2 大资管 IT 业务

大资管 IT 业务主要包括资产管理 IT、机构服务 IT 业务以及运营管理 IT 业务。其中，资产管理 IT 业务主要服务的客户对象为证券、基金、保险、银行、信托等资产管理机构的投资研究、投资交易、风险管理等相关部门，核心产品为投资决策系统、投资交易管理系统等，主要功能为协助机构建设完整的投研流程，辅助基金经理进行投资决策，为交易员提供交易平台。机构服务 IT 业务主要服务客户对象为券商的机构业务部门，核心产品为机构服务相关业务系统，主要功能为支持券商向境内外机构客户提供投资交易、合规风控、低延时交易、代理交易、策略算法等相关服务。运营管理 IT 业务主要服务的对象为基金、券商资管、银行、信托、保险资管等资产管理机构的运营部门，

核心产品为过户登记系统、估值核算与资金清算系统等，主要功能系为金融机构中后台部门提供运营保障。



### 2.1.3 企金、保险核心与基础设施 IT

企金、保险核心与基础设施 IT 业务主要核心产品为现金管理平台和票据业务产品、财险核心系统、非车核心系统等。

### 2.1.4 数据风险和基础设施 IT 业务

数据风险 IT 业务的主要客户服务对象为各类金融机构的风险管理部门、合规管理部门等，主要核心产品为数据中台产品、全面风险管理产品和合规管理产品，主要功能为数据治理、风险监控、合规报告、流程管理、信息报送管理、反洗钱服务等。技术平台 IT 业务主要服务各类金融机构的 IT 部门，主要产品与功能为数智化底座的升级改造，包括信创适配、互联网分布式微服务架构（JRES）、高性能数据库 Light DB、低延时分布式平台 LDP 等的研发与落地。

## 2.1.5 互联网创新业务

互联网创新业务主要包括恒生聚源、恒云科技、云毅网络等多家创新业务子公司。主要服务客户对象为境内外基金、证券、信托、期货、保险、新兴等各类金融机构，主要核心产品为一站式云服务解决方案、金融数据资讯服务等。



## 2.2、股权结构清晰，激励计划调动员工积极性

恒生电子上市前后由创始人主要持股（主要为黄大成、彭政纲等），创始人均为金融IT领域的技术骨干。2014年4月，浙江融信完成对恒生电子集团100%股权收购。合计交易金额为32.99亿元。交易完成后，浙江融信通过恒生集团持有上市公司恒生电子20.62%股份，成为实际控制人。2015年6月8日，蚂蚁科技集团获得浙江融信100%的股权，成为恒生电子的控股股东。同年8月，恒生集团通过二级市场

场购买方式增持了公司股份，增持后持股比例约为 20.72%。蚂蚁科技集团在云计算、大数据等方面拥有领先技术，互联网血液的注入为恒生电子提供了协同发展的可能。

2020 年度员工持股计划：恒生电子于 2020 年 12 月 9 日发布《2020 年员工持股计划管理办法》。持股计划拟认购股份数不超过 1000 万股，占计划发布时公司总股本的 0.96%。本次拟参加认购的员工总人数不超过 5500 人，募集资金总额上限为 4.5 亿元，受让价格为 45.3 元/股。该持股计划有望改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和公司竞争力，调动员工的积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展。

2022 年股票期权激励计划：恒生电子于 2022 年 8 月 26 日发布《2022 年股票期权激励计划》。该激励计划拟向公司高管和核心技术人员共计 272 人授予股票期权 3200 万份，约占计划发布时总股本的 1.68%，行权价格 34.88 元/股。该计划于 2022 年 9 月 14 日首次授予激励对象 267 人 1666 万份股票期权，并将未来三个会计年度的相关经营数据作为考核指标。2022 年至 2024 年期间，公司每年收入增速需达到 15% 以上方可全额解锁激励股权。相比之前的持股计划，此次激励计划有望深度绑定核心员工利益，为公司未来发展奠定良好基础。

## 2.3、财务指标分析：控费初见成效，有望进一步释放利润

### 2.3.1、收入拆分

根据产品或服务的类型，公司将经营活动划分为如下几类业务板块：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、企金、保险核心与基础设施 IT 和非金融业务共六大类。2022 年，大零售 IT 业务与大资管 IT 业务贡献营收占比位居前二，分别为 38% 和 31%。从地域来看：公司收入仍主要来自于境内市场，2022 年境内市场营业收入占比为 96.37%。公司注重境外市场，2019 年公司境外市场营收占比一度到达 6.35%，受宏观因素影响下，近年有所下滑。我们认为，随着外部因素影响逐步削弱，公司境外市场营收有望得到提升。营收增速：公司 2017-2022 年营收复合增速为 19.5%，在营收基数较大的情况下，仍保持不俗增速。



### 2.3.2 归母净利润及扣非归母净利润

作为软件公司，公司投入与产出具有一定周期性。根据公司过去指标来看，投入周期约 2-3 年，期间利润增速会受一定影响；在投入周期后的 1-2 年，利润通常会有不俗增长。以销售费用、管理费用、研发费用之和作为主要投入指标，公司在 2017-2018 年加大投入力度，

2019 年获得产出；公司在 2019 年实现归母净利润和扣非归母净利润的大幅增长，同比增长分别为 119.39% 和 72.54%。

2021 年，公司进一步加大投入力度，公司主要投入达 33.8 亿元。2022 年，公司实现归母净利润 10.91 亿元，同比下降 25.45%；实现扣非归母净利润 11.44 亿元，同比增长 20.90%。其中归母净利润下降系 2022 年资本市场波动，公司所持有金融资产公允价值变动较大所致。2022 年，在收入保持稳健增长的同时，公司控费效果显著，收入增速高于成本费用增速。我们认为公司降本增效已初见成效，未来利润端有望得到进一步释放。

### 2.3.3 毛利率及费用率

毛利率：根据公司 2022 年年报显示：公司综合毛利率为 73.56%，在新收入准则实施后有一定下降，最近两年趋于稳定。研发支出占营业收入比重始终保持较高比例：公司近五年研发支出占营业收入比例均在 35% 以上，且始终保持稳定的高研发投入。公司 2022 年的研发费用投入总计 23.46 亿元人民币，同比增长 9.68%，占营业收入的 36.09%。研发人员保持稳定增长，截至 2022 年，公司研发人员数量为 7016 人，占公司总人数比为 52.07%。公司无论是研发人员数量还是研发费用投入均在业内处于领先水平，充足的研发投入有利于提升公司的创新能力。过去几年由于人员投入力度大影响了费用率及盈利表现，而软件公司的研发建设存在周期性，多数 2-3 年的时间为一个周期。因此，我们预计未来 2 年是公司研发成效产出，研发效率提升的阶段，预期净利率改善。

图12：销售、管理费用及研发支出规模（亿元）



### 三. 行业现状和发展空间

#### 3. 1、资本市场改革叠加业务需求增长，共同推动行业发展

##### 3. 1. 1、资本市场改革带来行业发展红利

在资本市场改革和客户创新需求的双重驱动下，证券行业数字化转型进入全面加速阶段，广度和深度不断加大。从监管改革上看，全面注册制的实施、内地与中国香港股票互联互通机制股票标的范围的进一步扩大等政策带来行业发展红利。此外，客户的 IT 创新需求也在日益增长：从应用上看，应用端的需求不断丰富，如量化交易越来越多，量化交易日渐成为机构的核心抓手，对系统速度性能有更高要求，产生急速交易系统的需求；从架构需求来看，为实现系统的快速迭代，系统开始由集中式架构向分布式架构转型。据中证协数据显示，2021 年证券行业 IT 总投入约 338 亿元，同比增长约 20%。其中排名前 10

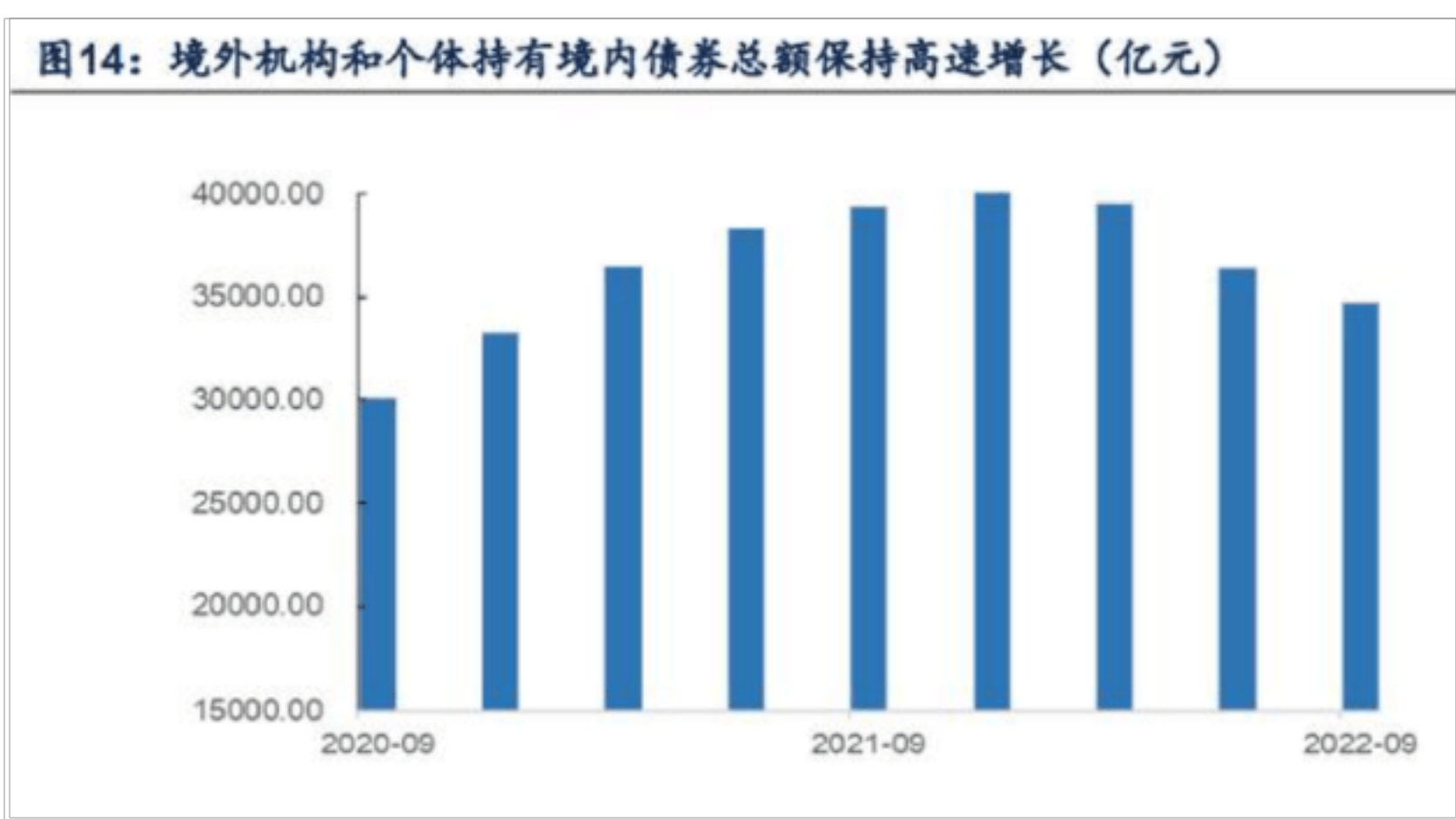
亿元，占行业总投入的 41%；排名前 20 的券商投入约 198 亿元，占行业总投入的 65%。头部券商加大 IT 投入为行业增长提供动力。

证券资管 IT 作为可扩展性、安全性和可靠性不断提升的应用领域，收入增长的路径远并不是靠增加功能来实现这么单一，包括参数设置的优化、容量变化、风控、冗余度提升等等都是持续的价值提升点。

(1) 交易规则变化：全面注册制实施。2020 年 4 月 28 日，中国证监会就创业板改革并试点注册制主要制度规则向社会公开征求意见。其中提到：放宽创业板涨跌幅限制（新股上市前 5 个交易日将不设涨跌幅、后续涨跌幅放宽至 20%）；保持存量投资者适当性要求，对增量投资者进行风险相匹配的适当性要求；适应信息技术发展，便利投资者，取消现场签署风险揭示书的要求，投资者可以通过纸面或电子方式签署。2023 年 2 月 17 日，全面实行股票发行注册制正式实施。这一重大改革，意味着注册制推广到全市场。注册制会涉及到券商账户系统、集中交易系统、急速交易系统、融资融券系统、转融通系统、快速订单系统、做市系统、信息报送系统等十多套系统的改造，在买方端会涉及到投资交易系统、信息报送系统。

(2) 进一步深化内地与中国香港股票市场互联互通机制 2022 年 12 月 19 日，中国证监会发布公告称，为促进两地资本市场共同发展，原则同意两地交易所进一步扩大股票互联互通标的范围。沪深股通标的范围调整为：市值 50 亿人民币及以上且符合一定流动性标准等条件的上证 A 股指数/深证综合指数成份股，以及上海证券交易所/深圳

股公司的 A 股。港股通方面，沪深交易所均表示，将在现行标的范围基础上，纳入市值 50 亿元港币及以上的恒生综合小型股指数成份股，以及恒生综合指数中符合条件的在港主要上市外国公司股票。进一步加深互联互通有望带来更大的交易需求，市场的流动性、活跃性也有望随之上升，进而对券商交易系统的速度、容量有更高要求。



(3) 对外开放力度加大，外资机构设立近几年来，金融对外开放政策陆续推出。其中：将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年；在 2020 年全面取消在华外资银行、证券公司等金融机构业务范围限制；取消证券公司、证券投资基金管理公司等金融机构外资持股比例不超过 51% 的限制。2020 年 4 月 1 日，外资机构对证券公司、基金和期货公司持股比例的限制放开后，贝莱德、路博迈两大外资巨头相继提交了设立公募的申请。

6月18-19日，证监会主席易会满在陆家嘴论坛上提到：将继续鼓励和支持外资金融机构设立或控股证券基金期货机构。2022年7月4日，中国人民银行启动中国香港与内地互换通，在债券通基础上，境内外投资者通过中国香港与内地金融市场基础设施的连接，参与两地金融衍生品市场，这一机制性安排有利于满足投资者利率风险管理要求。随着外资金融机构的进入，有望进一步带来资本市场的IT系统建设需求。

### 、业务创新类需求带来增量

从应用上来看，应用端的需求也不断在丰富，如量化交易越来越多，量化交易日渐成为机构的核心抓手，对系统速度性能有更高要求，产生急速交易系统的需求；以及需要人工智能技术打造智能投顾业务的需求。从架构需求变化来看，证券未来的发展面临两个方向：机构化和财富管理转型。机构化需要基于不同的客户提供个性化的服务；而财富管理转型则需要券商在经纪业务的基础上，扩展财富管理业务，更好地服务投资者。无论哪种需求的实现，都需要将经纪业务的客户运营起来，需要系统可以实现快速迭代作为基础。即需要从传统的SOA架构到云原生微服务架构的转变、从集中式架构到分布式架构的转变。另外客户需要构建平台化、体系化IT系统，实现各个环节数据流畅打通，内外部资源整合共享，从而提高内部运营效率。

## 3.2、证券资管IT市场仍具广阔发展空间

### 3.2.1、我国资管业务规模整体呈上升趋势

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/615002133212011102>