



行业变革带来持续增量市场，新一代业务架构提供强劲发展动力，人员扩张期基本结束有望打开未来业绩释放空间——恒生电子（600570.SH）投资价值分析报告

● 我国金融行业变革步履不停，有望带来行业持续增量空间

2023 年 2 月，证监会召开年度系统工作会议，研究部署了全面注册制改革，深化与境外市场互联互通，推进公募 REITs 常态化发行等多项资本市场重点工作。未来我国资本市场在迈向国际发达市场的进程中，行业变革创新将带来金融机构业务的升级与发展，从而推动业务相关 IT 系统升级改造与新增建设需求持续增长。同时，横向对比银行和保险机构，目前我国证券机构的数字化建设投入占比明显较低。2023 年 1 月，中国证券业协会下发《网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见稿，鼓励有条件券商在未来三年信息科技平均投入金额不少于平均净利润的 8% 或平均营业收入的 6%，该投入金额要求相较于原工作指引中标准有显著提高。

● 基础设施+核心产品业务架构日趋完善，客户系统升级换代需求较高

我们认为，未来金融核心系统从集中单体式架构向云原生、分布式、低时延、开放技术架构转型需求庞大。公司目前已自主研发完成金融数字化基础设施 LIGHT 的搭建开发，以 O45、UF3.0 为代表的新一代核心产品也已完成采用先进的分布式微服务架构设计及云原生技术的重大升级。2022 年，公司新一代业务产品拓展已呈现出全面铺开的良好态势。目前，新一代系统尚处于推广前期，未来原有系统替换空间广阔。

● 信创工作扎实，客户粘性有望进一步提高，带来营收增长确定性增强

截至 2022 年底，包括多款核心业务系统在内的公司 70 余款产品已完成了对国内其他自主知识产权的服务器、终端、数据库、操作系统的适配兼容工作，可满足监管部门对于信创的适配要求。同时，公司已经形成了集“咨询规划-架构设计-实施交付-售后运维”为一体的金融信创整体解决方案实施能力，在有效降低客户信创负担的同时，有望进一步提高客户粘性。

● 人员规模扩张期基本结束，公司营收质量改善有望延续

作为典型的技术密集型企业，公司员工短期内的大规模变动将对公司营收质量产生较大影响。2021 年，公司人员规模经历大幅扩张，导致当年营收质量短期承压。2022 年以来，公司人员规模扩张步伐已明显放缓，同时前期人员大规模扩张所带来的薪酬相关成本支出压力也已基本消化完毕，公司毛利率已触底回升。随着公司新一代业务产品销售进一步铺开的同时，产品更高的标准化开发水平也将带来边际效益提升，未来有望促进公司人效的持续优化。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 79/95/115 亿元，同比增长分别为 21.3%/21.0%/20.1%；EPS 分别为 0.93/1.15/1.40 元，同比增长分别为 61.6%/24.3%/21.0%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 64.97 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

新一代核心产品推广与客户需求不及预期，行业竞争加剧风险。

● 核心业绩数据预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,497	6,502	7,887	9,547	11,468
ROE	25.7%	16.0%	20.8%	20.8%	20.4%
EPS(元)	0.77	0.57	0.93	1.15	1.40
P/E	61.59	82.61	51.11	41.12	34.00

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

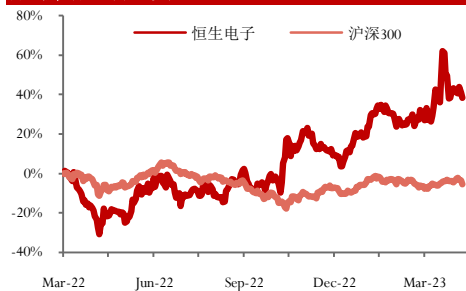
Email:research@waton.com

主要数据

2023.04.24

收盘价(元)	47.44
一年中最低/最高(元)	29.76/59.10
总市值(亿元)	901.36
ROE(TTM)	17.36%
PE(TTM)	82.61

股价相对走势





内容目录

1. 公司所属主要行业情况分析	4
1.1. 金融科技 (FinTech) 行业简介及现状	4
1.1.1. 技术驱动变革创新, 金融科技行业未来发展前景乐观	4
1.1.2. 我国金融科技行业头部效应增强趋势明显, 行业竞争格局未来将趋于稳定	6
1.2. 我国金融行业数字化转型加速, 行业迈入自主可控、技术创新不断深化阶段	6
1.2.1. 政策推动我国金融行业数字化转型加速	6
1.2.2. 自主可控主线下, 金融信创新一代基础设施建设不断推进	7
1.2.3. 人工智能技术加速金融数据智能化进程	9
2. 公司经营情况分析	10
2.1. 公司整体概述: 六大板块业务覆盖全面, 新一代核心产品体系搭建完善	10
2.1.1. 数字化金融基础设施+新一代核心产品体系, 有望迎强劲升级换代需求	12
2.1.2. 积极拥抱更广阔市场, 新业务拓展不断取得突破	15
2.2. 公司核心资源和竞争优势分析: 技术创新能力突出, 市场洞见能力优异	16
2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析	17
2.3.1. 疫情造成运营效率有所降低, 但营收变现能力仍维持较高水平	17
2.3.2. 各项期间费用率保持稳定, 研发费用投入比处于行业领先	18
2.3.3. 人员大规模扩张周期结束, 营收质量改善拐点已现	19
2.4. 2023年-2025年, 公司分业务板块盈利预测	21
2.5. 2023年-2025年, 公司整体业绩预测	22
3. 公司估值分析	23
3.1. 公司相对估值: 目前低于近三年估值中枢, 处于行业偏上估值水平	23
3.2. 公司绝对估值: DCF模型估值分析	24
4. 公司未来六个月内投资建议	26
4.1. 公司股价催化剂分析	26
4.2. 公司未来六个月内目标价	27
5. 公司投资评级	27
6. 风险提示	28



图表目录

图 1: 2020 年-2024 年我国三大金融机构技术资金投入预计保持高增长.....	4
图 2: 参考其他主要金融机构, 我国证券机构未来数字化建设增长空间广阔.....	5
图 3: 我国分布式架构数据库目前渗透率较低.....	8
图 4: 金融机构核心系统国产化占比尚处于低位.....	8
图 5: 人工智能赋能, 数据智能化发展进入“数智化”阶段.....	10
图 6: 2020 年-2022 年公司营收、成本趋势情况.....	12
图 7: 2022 年公司分业务板块营收、成本趋势情况.....	12
图 8: 公司金融数字化基础设施 LIGHT 十大技术栈.....	13
图 9: 公司连续第 15 年入选 FinTech100, 排名持续提升, 业界认可度不断提高.....	17
图 10: 2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势.....	18
图 11: 2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势.....	19
图 12: 2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较.....	19
图 13: 2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势.....	20
图 14: 2022 年公司主要盈利能力指标行业领先.....	20
图 15: 公司当前 PE (TTM) 估值水平略高于近三年来估值中枢.....	24
图 16: 公司当前 P/E (TTM) 估值处于行业偏上水平.....	24
表 1: 分布式数据库与传统数据库架构比对.....	8
表 2: 公司产品矩阵丰富, 覆盖各金融领域全面.....	11
表 3: 2023 年-2025 年公司分业务板块盈利预测.....	22
表 4: 2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数.....	23
表 5: 采用 DCF 估值模型, 公司股权价值测算.....	25
表 6: DCF 估值模型股价敏感性测试分析.....	25



1. 公司所属主要行业情况分析

1.1. 金融科技 (FinTech) 行业简介及现状

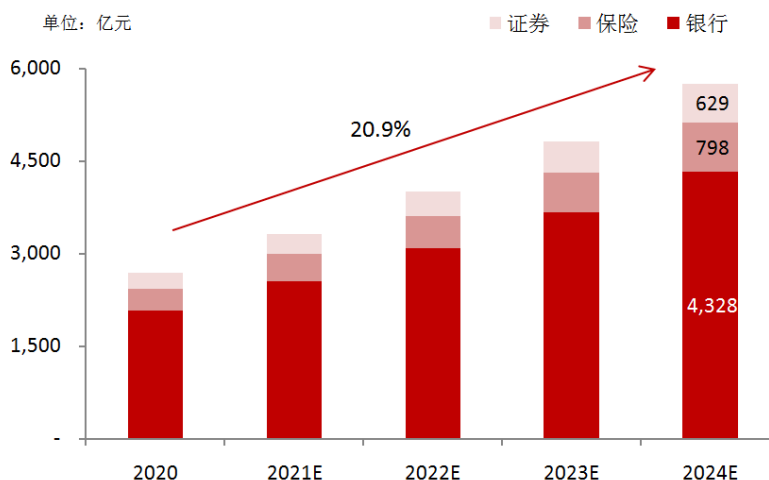
全球金融稳定理事会 (FSB) 将金融科技定义为金融服务中以前沿技术为基础的创新, 以此重塑或创造新的金融业务模式、流程或产品, 是助力金融行业的不断创新发展的重要技术形式。

1.1.1. 技术驱动变革创新, 金融科技行业未来发展前景乐观

科技进步正推动金融科技行业蓬勃发展。近年来, 计算机相关基础信息技术发展日新月异, 如: 大数据、云计算、人工智能、区块链等前沿信息技术的日趋完善与商业化应用, 科技进步推动了金融产品和业务的改革与创新, 进而带动相关 IT 系统升级改造、新增建设需求增长, 为全球金融科技行业带来了新一轮高速发展机遇。同时, 新冠疫情使得金融机构的线上业务规模显著提升, 也进一步加速了金融行业的数字化转型, 行业投资热度随之不断升高。根据毕马威数据显示, 2021 年, 全球共录得 5,684 宗金融科技行业交易, 总投资金额合计达 2,100 亿美元, 较 2020 年大幅增长, 行业投融资市场热度已快速恢复至疫情前水平。

我国金融科技行业市场扩容速度可观。我国“十四五”规划顶层设计中明确提出“稳妥发展金融科技, 加快金融机构数字化转型”的重要任务, 随着分阶段金融科技发展规划的稳步推进, 预计我国金融科技行业市场规模扩容速度可观。根据艾瑞咨询预测, 2020 年, 我国三大金融机构: 银行、保险与证券机构合计技术资金投入为 2,691.9 亿元; 2024 年, 预计合计技术资金投入将增长至 5,754.5 亿元, 期间 CAGR 将达到 20.9% 的较高双位数水平。

图 1: 2020 年-2024 年我国三大金融机构技术资金投入预计保持高增长



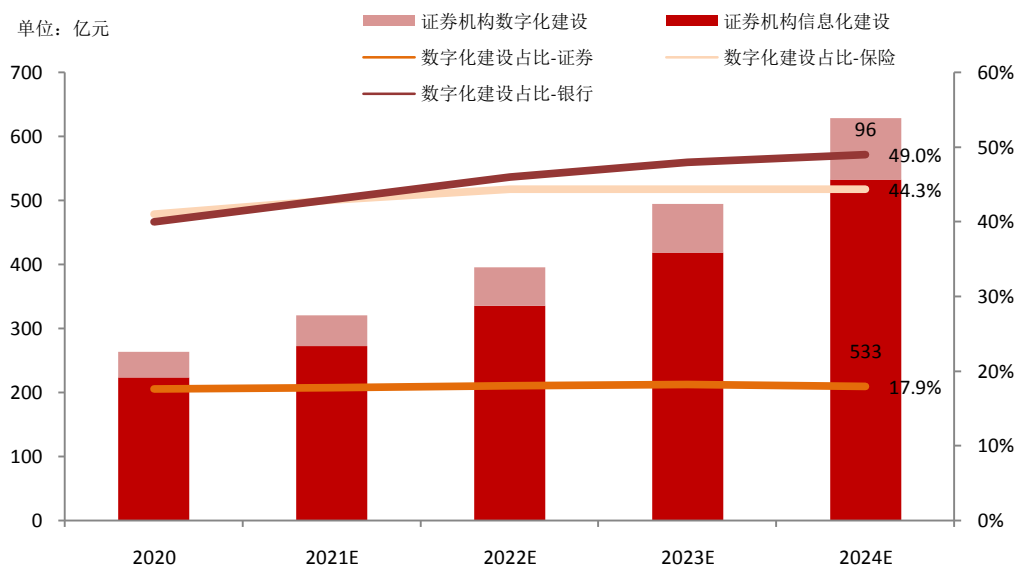
资料来源: 艾瑞咨询, 华通证券国际研究部



其中,我国证券机构技术资金投入占比预计将迎来显著提升,未来数字化建设增长空间广阔。就各大类型金融机构投入占比上看,我国证券机构技术资金投入目前占比较低,2020年占比仅为三大金融机构合计投入的9.8%。随着未来我国多层次资本市场的建设、全面注册制实施、金融产品创新等多项资本市场变革举措持续发力,将为我国证券业信息化建设带来可观增长空间。根据艾瑞咨询预测,2024年,证券机构技术资金投入占比预计将增长至23.4%,较2020年增幅达13.6pct,在三大金融机构中占比显著提高。

同时,就具体建设项目类型上看,相较于银行和保险机构,我国证券业目前主要技术投入力量集中在基础信息化建设,而数字化建设投入占比明显较低。根据艾瑞咨询预测,2020年-2024年期间,其占比预计将基本维持在18%左右;而作为我国金融行业主体的银行业,同期已率先开启数字化转型进程,其数字化建设占比从2020年的四成将一路走高,预计至2024年占比将增长至49%。随着未来证券行业数字化转型与金融创新步伐的加快,同时参考技术资金投入领先的银行机构数字化建设投入占比稳步增长趋势,我们认为,未来我国证券机构数字化建设拥有广阔增长空间。

图 2: 参考其他主要金融机构,我国证券机构未来数字化建设增长空间广阔



资料来源: 艾瑞咨询, 华通证券国际研究部



1.1.2. 我国金融科技行业头部效应增强趋势明显，行业竞争格局未来将趋于稳定

根据 NIFA 联合毕马威中国开展的专项调查数据显示，2021 年，我国受访金融科技企业中估值规模在 200 亿以上的大型企业数量明显增多，有 13% 的受访企业估值规模在 200 亿以上，而 2020 年这一比例仅为 3%，我国金融科技行业发展中头部效应增强趋势明显。

就各大金融领域分别来看，我国银行金融科技市场中头部供应商之间份额差距并不明显，整体上看市场集中度尚不高。根据 IDC 数据显示，2020 年，在我国银行 IT 解决方案市场中，中电金信、宇信科技、神州信息分别位列市场份额前三，对应市占率分别为 5.9%、4.3%、4.1%。在保险 IT 解决方案市场，则行业集中度中较高。2020 年，仅中科软一家企业所占市场份额就达 35%，其他厂商业务分布则较为分散，行业头部效应明显。在中国证券业 IT 解决方案市场，近年来其市场格局较为稳定，其中：恒生电子常年稳坐头把交椅，2021 年，其市场份额大幅领先于排名第二金证股份。

1.2. 我国金融行业数字化转型加速，行业迈入自主可控、技术创新不断深化阶段

1.2.1. 政策推动我国金融行业数字化转型加速

2021 年 12 月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，文中指出在十四五期间要以数据为关键要素，以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，完善数字经济治理体系，协同推进数字产业化和产业数字化，赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式，不断做强做优做大我国数字经济。

在国家顶层设计规划出台后，中国人民银行于 2022 年 1 月印发《金融科技发展规划(2022-2025 年)》，明确要以深化金融数据要素应用为基础，以加快推进金融机构数字化转型为主线，从健全科技治理体系、夯实数字基础底座、加强技术创新引领、激活数字化经营动能、强化创新审慎监管、践行数字普惠金融等方面精准发力，加快健全适应数字经济发展的现代金融体系。

2023 年 1 月，中国证券业协会下发《网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见稿，对期间内券商 IT 建设提出共计 33 项明晰重点工作，其中：鼓励有条件的公司积极推进新一代核心系统的建设，开展核心系统技术架构的转型升级工作，从集中式专有技术向分布式、低时延、开放技术架构转型，加快信息系统上云，通过云计算平台承载及运行的信息系统比例不低于 60%，由容器等云平台承载的云原生系统比例不低于 10%。同时，鼓励有条件券商在未来三年信息科技平均投入金额不少于平均净利润的 8% 或平均营业收入的 6%。



多项产业政策相继出台，为金融科技行业带来可观增量空间。其中，就证券机构相关市场规模未来发展来看，一方面，上述中证协提升计划中的信息技术投入金额指标相较于 2008 年发布的《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》中：IT 投入平均数额不少于最近三个财政年度平均净利润的 6% 或最近三个财政年度平均营业收入的 3% 水平的原有要求有显著提高，其将充分激发尚未达到相关指标要求的券商未来在信息技术方面的投入动力。另一方面，受益于我国资本市场向发达市场转换进程加快，金融产品创新增加，我们预计，我国证券机构未来营收有望获得持续、较快增长，从而带动相关信息技术投入需求提升。

同时，金融行业的改革仍在不断继续，而金融机构业务模式与监管要求也将随之持续革新，并将为金融科技行业带来市场规模增量。随着资管新规落地银行理财子公司相继成立、全面注册制的推进实行，多层次资本市场的建设进一步深化等多项相关资本市场改革措施的发布与实施，将带来信息系统升级改造和新增建设的业务增量空间。

1.2.2. 自动可控主线下，金融信创新一代基础建设不断推进

国产分布式架构数据库预计将成为未来主流数据基础设施平台。目前，我国金融机构的核心数据库多采用集中式数据库，根据 FITI 数据显示，集中式数据库在我国金融业总体占比高达 89%。但随着现代金融业务创新的不断深化、交易量与交易频率的不断提升，集中式数据库已难以满足日益庞大的海量数据低时延、高并发实时处理、开放弹性拓展等需求。而新一代的分布式数据库具有更高的数据访问速度、支持更大的并发访问量，且易于扩展、经济性与灵活性更高的多方面优势。在我国信创大潮下，国产分布式架构数据库将是我国数据库未来发展主流趋势已成为多方共识。根据艾瑞咨询相关调研统计，其受访者中约 96% 的银行数字战略实践者将国产厂商作为首选的合作对象，超 90% 的银行数字战略制定者认为分布式数据库未来将成为一项不可或缺的技术投入。



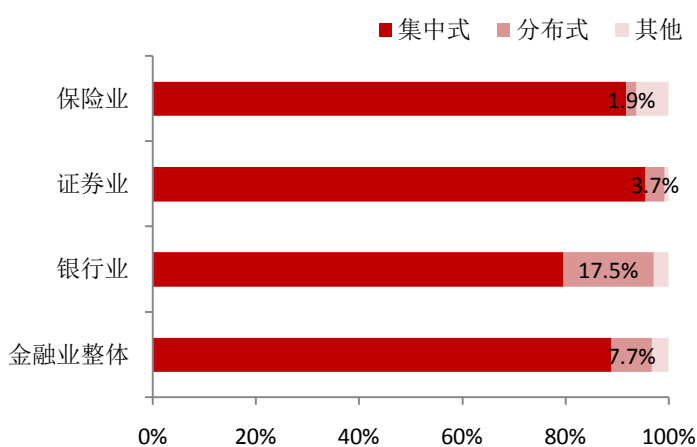
表 1: 分布式数据库与传统数据库架构对比

对比项目	集中式数据库	分布式数据库
定义	储存、定位和维护的数据库仅在一个位置上	分布于计算机网络且逻辑上统一的数据库
可扩展性	横向扩展受限，支持纵向扩展	支持横向扩展
扩容弹性	大变更需停机	快速迭代、小时级投产、分钟级在线扩容
成本	1. 扩展需要高配置硬件，成本较高 2. 单账户成本几十元，单笔交易成本几角钱	1. 利用廉价 PCServer 组建集群，成本相对较低 2. 单账户成本 1 元以下，单笔交易成本几分钱
兼容性	无法进行非结构化大数据处理，硬件兼容能力弱	支持非结构化大数据处理，硬件兼容能力强
高并发能力	难以支撑密集并发读写，存在容量与性能瓶颈	支持 PB 级数据量访问，以及百万级高并发
事务性	遵循 ACID	遵循 CAP、BASE，少数提供 ACID 能力
自治性	集中式控制，厂商标准，封闭	局部 DBMS 自治性，产业标准，开放
可用性	系统监控与发布部署有架构优势	容灾机制和故障恢复有架构优势

资料来源：沙利文，华通证券国际研究部

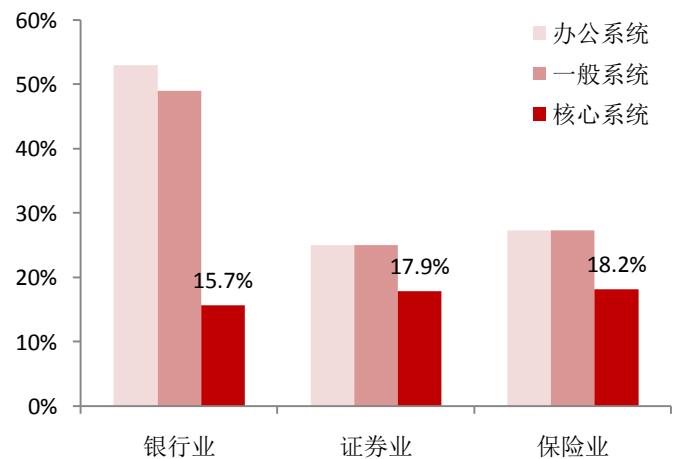
而目前我国分布式数据库占比并不高，根据 FITI 数据显示，整体金融行业分布式数据库占比仅为 7.7%，特别是证券业、保险业占比仅分别为 3.7%、11.9%，均还处在低位数水平。同时，金融机构核心系统由于更为复杂，安全稳定运行要求更高，行业整体核心系统国产数据库替代工作进度较慢，国产化信创产品占比较低。目前，三大主要金融机构的核心系统国产数据库占比均未超过 20%。在自动可控的信息安全要求下，未来国产分布式架构数据库金融核心系统相关市场替换空间庞大。

图 3: 我国分布式架构数据库目前渗透率较低



资料来源：FITI，华通证券国际研究部

图 4: 金融机构核心系统国产化占比尚处于低位



资料来源：FITI，华通证券国际研究部



金融行业信息系统上云将呈现加速趋势。云计算至今已经历了十余年发展，其在技术上已经相对成熟，能够帮助企业以更低的成本、更灵活的方式获得更为高效的服务。根据麦肯锡预计，2030年，云计算能够为全球500强企业带来的EBITDA价值将超过1万亿美元，将迁移应用程序的开发和维护效率提高38%，将基础架构成本效率提高29%。近年来，在政策引导支持、企业数字化转型以及云技术认可度不断提高等因素的共同推动下，我国云计算产业发展快速。

由于金融行业对于交易数据时延有着极高的要求标准，故低延时的软硬件技术配备对金融企业的业务质量提高极为重要。而通过云计算技术，可以帮助金融企业有效解决低延时软硬件设施的统一管理和运行等问题。同时，云计算能使金融企业更好地从庞杂繁复的基础设施建设工程中解放出来，从而更加专注于企业核心业务拓展。在我国金融行业信创大背景下，云计算技术与金融机构敏捷化、高响应能力的需求贴合度高，我们认为，未来金融行业信息系统上云预计将呈现加速趋势。

1.2.3. 人工智能技术加速金融数据智能化进程

随着机器深度学习技术、自然语言处理算法等相关人工智能技术的不断进步，其在金融领域的应用前景正在不断提高。近日，美国财经信息巨头公司彭博推出了自研的金融领域大语言模型BloombergGPT，该模型依托于彭博丰富的金融数据资源，构建了拥有500亿参数、3,630亿个标签的数据集，支持金融行业内的各类专业领域任务。

我们认为，未来在自主可控的国产大语言模型取得突破，相关数据使用合规方面制度得到完善的基础上，我国金融行业人工智能应用落地进程将迎来全面加速，其有望在客户图谱构建、智能投顾、智能客服、智慧营销和风险控制等多个金融领域得到广泛应用。

技术已成为金融行业发展的重要推手，我国金融行业已迈入向数智化转型阶段。在我国数智生态和行业建设金融信创基础上，业务与技术将走向深度融合，将带来业务场景、流程、管理以及生产力等重构，推动数据自动化向数据智能化进阶。在人工智能赋能下，金融机构的组织管理形式、企业文化等方面也会发生深刻变革。

图 5：人工智能赋能，数据智能化发展进入“数智化”阶段



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2. 公司经营情况分析

恒生电子（600570.SH）是我国领先的金融科技产品与服务提供商，总部位于中国杭州。公司成立于 1995 年，并于 2003 年成功在上海证券交易所主板上市。公司聚焦于金融行业，以“让金融变简单”为使命，主要面向证券、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客户提供一站式金融科技解决方案。公司已连续 15 年入选知名国际数据机构 IDC 所发布的 FinTech100 全球金融科技百强榜单，2022 年排名第 24 位；并已连续多年被工信部列为中国自主品牌软件企业十强。

在金融数字化转型升级大背景下，公司从流程数字化逐步深入到业务数字化，并不断进行金融科技智能化应用的探索。公司运用云原生、高性能、大数据、人工智能、区块链等先进技术赋能金融机构创新发展，目前已形成了数字化金融基础设施+新一代核心产品的新业务架构体系，将更好地帮助金融机构管理资产、服务客户，助力金融机构实现金融数字化转型升级。

2.1. 公司整体概述：六大板块业务覆盖全面，新一代核心产品体系搭建完善

公司的行业解决方案全面覆盖各大类型金融机构业务，并可赋能各大产业客户。在公司公告中，根据产品或服务的类型，恒生电子将公司业务划分为：大零售 IT 业务、大资管 IT 业务、企金和保险核心与基础设施 IT 业务、数据风险与平台技术 IT 业务、互联网创新业务和非金融业务共六大板块。



表 2: 公司产品矩阵丰富, 覆盖各金融领域全面

业务板块	明细业务分类	主要服务客户	品牌及核心产品情况	主要功能
大零售 IT 业务	证券经纪	券商经纪业务部门	品牌: 完成 UF2.0→UF3.0 升级核心产品: 集中交易系统	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	各类财富管理机构, 资管机构营销、销售、客服部门, 托管外包部门	品牌: We6 核心产品: 资产配置、产品管理、理财	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
大资管 IT 业务	资产管理	资产管理机构的投研、投资交易、风险管理等相关部门	品牌: 完成 032→045 升级 核心产品: 投资决策系统、投资交易管理系统等	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	券商的机构业务部门	品牌: i2 核心产品: 机构服务相关业务系统	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	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: 过户登记系统、估值核算与资金清算系统等	金融机构中后台部门提供运营保障
企金和保险核心与基础设施 IT 业务	企业金融	商业银行公司业务部、科技部, 财务公司, 各类产业客户 (中大型生产企业、贸易企业、电商平台等)	品牌: C9 主要核心产品有现金管理平台和票据业务产品	现金管理、企业财资管理、票据交易管理等。
	保险核心 IT 业务	各大保险机构	寿险、财险核心系统、非车核心系统	支持服务与作业的全流程保险业务需求
	金融基础设施	各大交易所等	客户相关交易、登记结算系统解决方案、技术咨询等	
数据风险与平台技术 IT 业务	数据风险	各类金融机构的风险管理部门、合规管理部门	品牌: Rtec 核心产品: 数据中台产品、全面风险管理产品和合规管理产品	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
	平台技术	各类金融机构的 IT 部门	核心产品: 信创适配、互联网分布式微服务架构 (JRES)、高性能数据库 LightDB、低延时分布式平台 LDP 等的研发与落地。	
互联网创新业务	恒生电子聚源、恒云科技、云毅网络等多家子公司创新业务	境内外基金、证券、信托、期货、保险、新兴等各类金融机构	核心产品: 一站式云服务解决方案、金融数据资讯服务等	

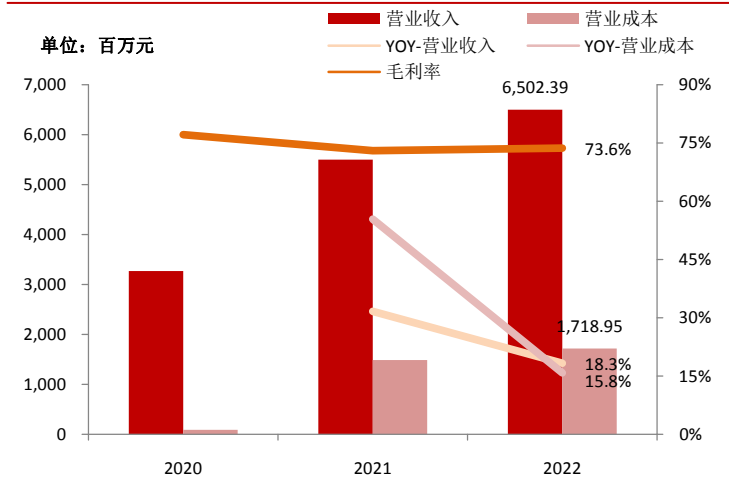
资料来源: 公司官网, 公司公告, 华通证券国际研究部

疫情反复下, 公司业绩仍取得较高增长。2022 年, 在公司经营受新冠疫情扰动影响, 产品推广、现场实施交付等方面遭遇诸多挑战的情况下, 公司通过动态调整经营策略, 积极把握金融行业数字化转型升级带来的市场机遇, 着力于拓展新一代产品业务的打法成效显著。在外部经营环境承压下, 公司全年营业收入仍实现同比 18.3% 的较高双位数增长。

从业务结构上看, 大资管与大零售 IT 业务仍然为公司的两大基本盘, 2022 年, 分别贡献营收为 28.05、15.35 亿元, 在总营收中占比分别为 43.1%、23.6%。其中, 大资管 IT 业务在营收规

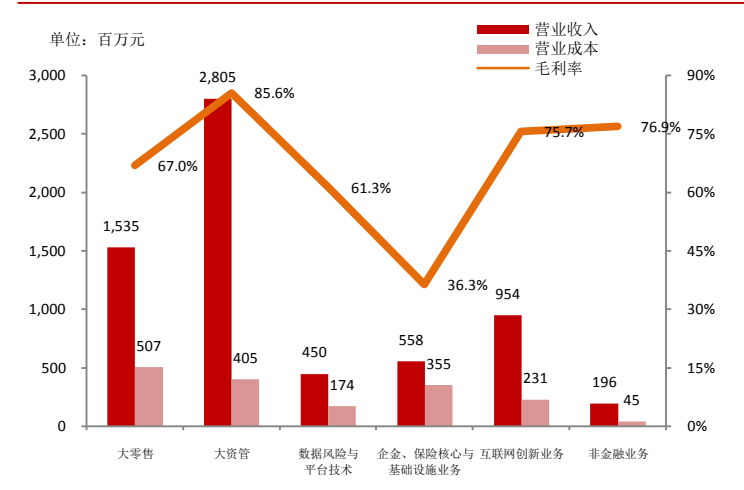
模高基数的情况下，仍保持着强劲增长动力，同比高增 28.0%，为六大业务板块中增速最高板块。进一步从分明细业务来看，公司资产管理、机构服务、金融基础 IT 业务上取得了较好增长。

图 6：2020 年-2022 年公司营收、成本趋势情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 7：2022 年公司分业务板块营收、成本趋势情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

2022 年，在核心产品方面，以 UF3.0、O45 为代表的公司新一代分布式架构核心产品完成多家客户拓展，继续保持市场和技术领先地位；在业务模式升级方面，公司财富、资管云业务实现稳健增长。

完成董事会换届，业务架构变革，有望带来人效持续提高。2022 年 4 月，公司完成董事会换届选举，范径武当选新一任总裁，并以 IPD 变革思维对公司组织架构进行了升级调整。建立了“分布式”高铁动车组织架构。与“火车跑得快，全凭车头带”的绿皮火车不同，高铁动车的动力装置分散安装在每一节车厢上。通过此次组织架构升级调整，使得公司每个业务团队都拥有自己的动力系统，从而在业务开展上更有效率，也更具能量。

2.1.1. 数字化金融基础设施+新一代核心产品体系，有望迎强劲升级换代需求

如行业趋势分析中所述，在数字化金融浪潮下，传统单体紧耦合核心金融系统架构已难以满足下游行业快速增长的创新需求。我们认为，未来金融核心系统从集中、单体式架构向云原生、分布式、低时延、开放技术架构转型的潜在需求庞大。

面对行业变革，公司积极把握数字金融时代的前沿趋势，敏锐捕捉市场机会。在技术上，公司致力于为资本市场数字化进程持续输出领先技术底座，目前已自主研发完成金融数字

化基础设施，也是新一代信创基础设施 LIGHT 搭建开发。公司 LIGHT 数字化金融基础设施通过分布式云原生底座 Light-CORE、分布式数据库 Light-DB、人工智能 Light-AI 等十大技术前沿技术栈铸就。公司金融系统架构在云原生、分布式的基础上，进一步实现了向微服务的业务拆分，在满足云原生、高性能、数智化行业技术发展需求的同时，也能够更好地降低开发难度、提升开发效率和系统运行稳定性。

图 8：公司金融数字化基础设施 LIGHT 十大技术栈



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

分布式云原生底座 Light-CORE，PaaS 平台打造开箱即用的组件服务。目前，金融行业普遍存在开发与运维隔离、环境不统一、耦合度高等问题，造成了金融行业软件开发的核心行业痛点：开发复杂度与交付难度日益增加。公司针对该行业痛点，提出了搭建平台化交付的解决方案。恒生电子自研分布式云原生底座 Light-CORE，提供开箱即用的组件服务，具备渐进式可组合、双模+多云兼容、统一网格治理等特性，支持虚拟机容器统一的发布体验。在组件服务生态上，支持各类金融中间件及开源中间件开箱即用，自由组合，无需关注底层运维细节，可显著降低开发难度、缩短开发周期、提升开发效率。

打造区别于市场的金融专业数据库 LIGHT-DB。近年来，在自动可控的信息安全要求下，我国信创相关数据库产品种类日趋丰富，但市场主流产品多为通用型数据库，并不能较好地贴合金融行业需求。恒生电子所推出的分布式数据库 LIGHT-DB，则聚焦于金融行业对数据可靠性与灵敏度要求高的专业需求，公司在开源 PostgreSQL 稳定版基础上，重点关注和打造了自研数据库的安全、稳定性、低延时特性。2022 年 6 月，Light-DB 成功通过中国信通院“可信数据库评测”中的“基础能力评测”、“稳定性专项评测”和“性能专项评测”三项测试，数据库技术能力的成熟性和领先性获行业标准和权威机构认证。



人工智能 Light-AI 助力金融企业数智化转型。近年来，恒生电子致力于围绕数智化战略，通过“大数据+人工智能”技术能力，为金融机构赋能，助力金融业务流程更简单、决策更智能的数智化转型。Light-AI 是恒生电子自主设计研发、面向金融行业 AI 开放平台，其将人工智能中自然语言处理、机器深度学习等多个前沿信息技术融入系统，能够为数据标注审核、研发、算法开发、运维等相关人员提供强大支持平台，帮助金融机构以高效率创建丰富场景的智能应用，如：智能客服、智能投研、智能风控、智能合规等。我们认为，国产大语言模型有望取得突破，在相关数据合规使用制度得到完善、自主可控的大模型得到建立的基础上，我国金融行业人工智能应用进程有望迎来全面加速。2023 年 2 月，公司已宣布接入百度大语言模型——文心一言，将积极探索生成式 AI 技术与金融核心业务场景的应用融合，同时考虑到公司在人工智能应用方面已有的深厚积累，公司未来有望引领行业“AI+金融”的产品和技术创新。

新一代核心产品已完成基于数字化基础设施的重大升级，未来客户换代需求有望迎来强劲增长。以 O45、UF3.0 为代表、作为公司业务基础盘的新一代核心产品，均已采用了先进的分布式微服务架构设计及云原生改造。2021 年 3 月，UF3.0 在招商证券首家上线；同年 12 月，O45 在华宝基金首次上线。目前，两大新一代核心产品所具有更为优越的性能、成熟度与稳定性已经逐步得到行业多家头部机构验证，产品业内认可度得到不断提升。

2022 年，公司新一代资产管理核心产品 Q45 全年上线客户数达 16 家，产品销售拓展已呈现全面铺开的良好态势；新一代公司证券经纪业务核心产品 UF3.0 及其部分模块全年也新签和上线多家客户。截至 2022 年底，全国券商数量达 140 家；截至 2023 年 3 月底，我国公募基金管理公司共计 142 家。可见，目前公司新一代核心产品的市场渗透率尚处于低位。我们认为，凭借其显著的性能优势，叠加产品需求贴合度高、下游升级换代需求较强的利好因素，公司新一代核心产品在未来几年内升级替换空间广阔。

积极践行自主可控，信创产品适配阶段性成果显著。公司与各大上游信创厂商、下游金融机构均保持着长期深入的合作关系，并积极参与金融自主可控创新建设，通过关键领域产品自研、与多家合作伙伴共建联合创新实验室等多种方式，积极践行自主可控，不断在信创实践中开拓创新，全力推动金融信创切实落地。目前，公司已经形成了集“咨询规划-架构设计-实施交付-售后运维”为一体的金融信创整体解决方案，能够为金融机构提供全栈式信创服务，有效降低客户的信创负担。

在关键领域信创产品自研方面，恒生电子目前已推出：金融分布式数据库 Light-DB、分布



式微服务中间件 Light-JRES、分布式低延时中间件 Light-LDP 等多个自研技术平台组件。在信创适配兼容上，公司从硬件、操作系统+数据库、中间件以及业务适配等各个维度，全面加速信创产品适配工作。截至 2022 年底，公司 70 余款产品，包括：O45、UF3.0、TA 系统、UST 极速交易、资金运营系统、托管估值系统等核心业务系统已完成了对国内其他自主知识产权的服务器、终端、数据库、操作系统的适配兼容工作，可满足监管部门对于信创的适配要求。

总体来看，在公司新一代数字化金融基础设施体系已日臻完善，基于数字化基础设施的新一代核心产品升级完成并验证落地，同时公司核心产品已满足监管信创适配兼容要求的情况下，我们认为未来下游客户原有系统升级换代需求的确定性正在不断提升。而目前，公司新一代核心产品业务尚未充分发力，但业务全面铺开的趋势已现，未来替换空间广阔。

2.1.2. 积极拥抱更广阔市场，新业务拓展不断取得突破

面对金融行业持续的业务创新与监管变革，多年来，恒生电子通过内生发展与投资并购齐头并进，“引进来”和“走出去”并重的战略布局，不断快速进入新业务领域，横向拓宽公司业务范围，积极拥抱更广阔的市场。

以香港子公司为基础，不断拓宽公司国际化视野。香港作为我国连接世界的重要窗口之一，在我国资本市场发展中具有战略意义。从 2008 年起，公司便开始探索香港市场，成立子公司——香港恒生电子网络，开始进行香港证券交易系统的需求调查和版本开发。2010 年，公司成为国内首家香港交易所合格的 BSS 供应商。2011 年，恒生电子香港证券交易系统在光大证券（香港）实现首家上线。2017、2018 年，恒生电子通过两次收购，持股大智慧香港 90% 以上股份。从而补强了公司在香港市场针对中小型券商交易系统的产品线。至此，公司产品线可全面覆盖港资和中资大中小券商，同时也扩大了公司在香港市场证券交易结算系统的整体市场份额。2019 年，香港恒生电子网络和艾雅斯宣布合并，成立恒云科技。

2022 年报告期内，恒云科技实现营业收入 1.88 亿，同比增长 10%；新增 5 家客户，市场占有率进一步提升。子公司多个产品业务拓展取得突破，Fusion Invest 和 ESOP 系统均实现了首个客户落地。

“引进来”战略重要布局，收购银行资金管理系统，快速切入银行核心业务领域。2021 年，恒生电子旗下子公司恒生电子利融与云赢网络先后成功收购国际知名金融科技公司 Finastra 旗下 Opics 和 Summit 两个银行资金管理系统在中国内地及港澳地区的产品独家经营权与独



家许可开发权。通过两次业务收购，使得公司快速完善了银行资金管理核心系统的产品线布局，形成全面覆盖大中小型银行客户群体的完善产品体系。同时，也提高了公司固定收益、复杂衍生品、结构性产品方面的软件产品覆盖范围，从而横向增强了恒生电子为银行机构提供一体化、全流程解决方案的能力。

收购保泰科技，发力保险核心业务领域。2021年，恒生电子收购国内领先的保险IT服务商保泰科技。保泰科技为保险行业全面的解决方案与IT服务供应商，其业务范围全面覆盖各大保险领域。通过此次收购，恒生电子在原有保险行业成熟资产管理业务一体化平台解决方案基础上，进一步完善了在保险核心业务系统方面的产品布局。

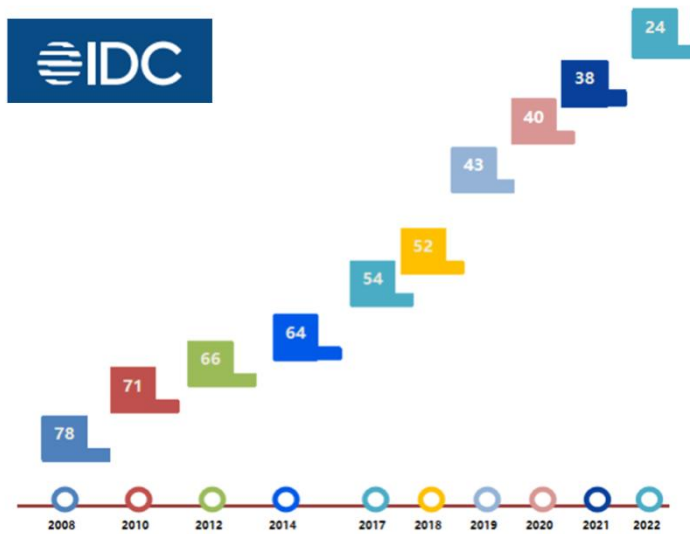
2022年报告期内，公司新一代数字化寿险核心系统实现在重点客户君龙人寿首次上线应用落地；财险方面，则实现了财险核心系统项目首次非公司产品替换。

2.2. 公司核心资源和竞争优势分析：技术创新能力突出，市场洞见能力优异

作为我国金融IT服务行业的头部厂商之一，公司始终坚持以技术为本的发展道路，从而在行业中逐步树立起自身核心竞争优势，并以突出的技术创新能力在市场竞争中常年保持领先地位。

公司研发费用投入持续保持高水准。2022年，公司研发费用支出共计23.46亿元，研发费用率达到36.1%，远高于行业中位数17.0%和各大可比公司；2022年公司研发相关人员数量为7016人，占公司总人数比达52.1%。持续行业领先的研发投入水平，为公司提供了源源不断的技术创新能力。2022年，公司连续第15年入选知名国际数据机构IDC所发布的FinTech100全球金融科技百强榜单，排名跃升至第24位，较去年大幅提升14位，位列中国上榜企业第一的同时，也在不断地缩小和国际巨头企业之间差距。

图 9：公司连续第 15 年入选 FinTech100，排名持续提升，业界认可度不断提高



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

复盘公司历史，我们也能从中探查到公司优异市场洞见能力。作为一家技术密集型企业，对于日新月异技术发展，如何从中把握正确的市场技术需求，并能够先发布局是企业迈向成功的关键。

2001 年，分散的交易系统模式所产生的经营风险高、各个营业网点 IT 投入成本庞大等问题在行业发展中逐渐凸显，我国金融行业核心系统开启逐步向集中式转型的时代。公司通过对市场需求走向和技术发展趋势的敏锐判断和前瞻布局，开发出贴合当时市场需求的核心交易系统，从而在市场竞争中脱颖而出，完成从项目制服务型公司向标准化产品型公司的转型，成功跻身为我国金融 IT 服务行业龙头企业。

在如今我国金融核心系统从集中式专有技术向分布式、低时延、开放技术架构转型的信创大潮中，公司也同样走在行业实践前列。目前，公司已自主研发完成金融数字化基础设施，也是新一代信创基础设施 LIGHT 的搭建开发。以 O45、UF3.0 为代表的新一代核心产品也已完成采用先进分布式微服务架构设计及云原生技术的全面转型换代。

2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析

2.3.1. 疫情造成运营效率有所降低，但营收变现能力仍维持较高水平

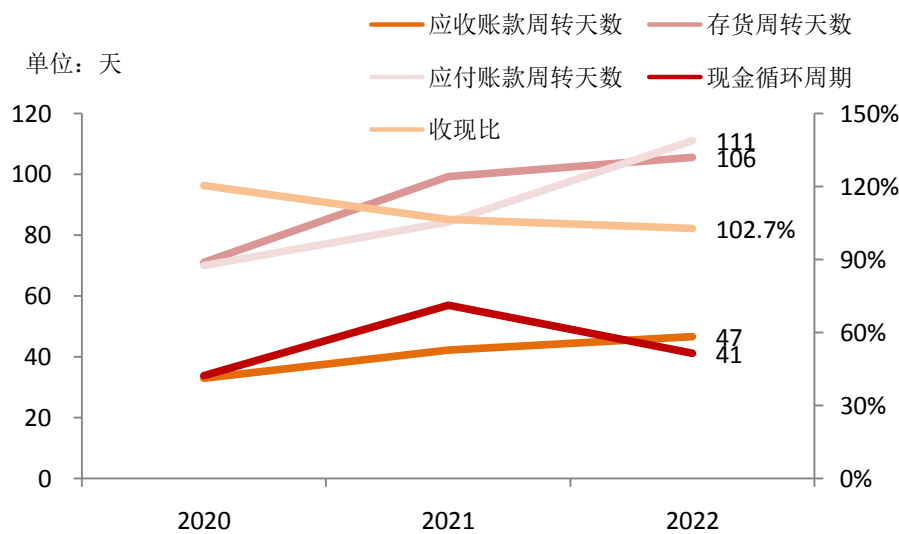
2020 年，由于公司执行新收入准则，对于营业收入、营业成本、销售费用等会计科目的确认列示口径产生影响较大，为保持数据一致性，我们选取了执行新准则后近 3 年的公司财务数据进行分析比较（以下涉及财务分析部分期间选取相同）。2022 年，公司应收账款周

转天数为 47 天，存货周转天数为 106 天，应付账款周转天数为 111 天，近三年来该三项指标均呈现上升趋势。我们认为，应收账款、存货周转天数的增加主要与疫情反复造成的现场实施交付进度减缓，同时其也同样造成了上游供应方验收交付时间的拉长，使得公司应付账款周转天数呈现显著提高。

结合前述三个运营指标情况，我们可计算得到公司的现金循环周期 2022 年为 41 天，在 2021 年高点之后已出现回落，其主要受益于当期公司应付账款周转天数的增长幅度高于应收账款、存货周转天数的增幅。

另一方面，从公司收现比指标上看，2022 年为 102.7%，近三年来均维持在高于 100% 的良好水平。整体上看，公司营收变现能力较强，这主要得益于公司在整个产业链地位较高，公司业务模式多采用先收取预收款形式进行后期开发交付。截至 2022 年期末，公司账面合同负债为 30 亿元，相当于当年公司整体营收的 46.5%，其为公司贡献了可观优质现金流。

图 10：2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

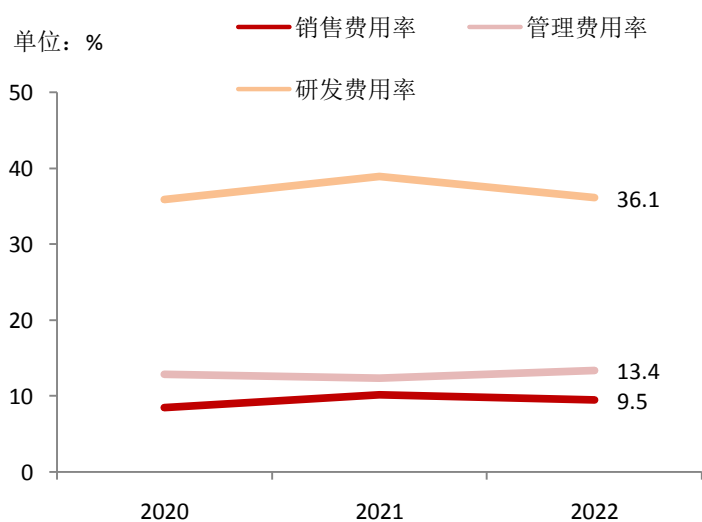
2.3.2. 各项期间费用率保持稳定，研发费用投入比处于行业领先

2022 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.5%、13.4%、36.1%。从近三年公司各项期间费用率趋势来看，销售费用率与管理费用率整体均呈现较为稳定的态势；研发费用率 2022 年同比则相对下降较为明显，降幅为 2.8pct。我们认为，其主要原因为 2021 年公司研发人员增长较多，当期产品研发投入较高，而相关产品尚未实现规模化收入；2022

年，随着多个产品的研发渐入尾声，同时销售呈现范围化铺开的良好态势，带来了研发费用率的下降。我们认为，随着公司新一代核心产品的持续实施放量，未来公司研发费用率仍有进一步优化空间。

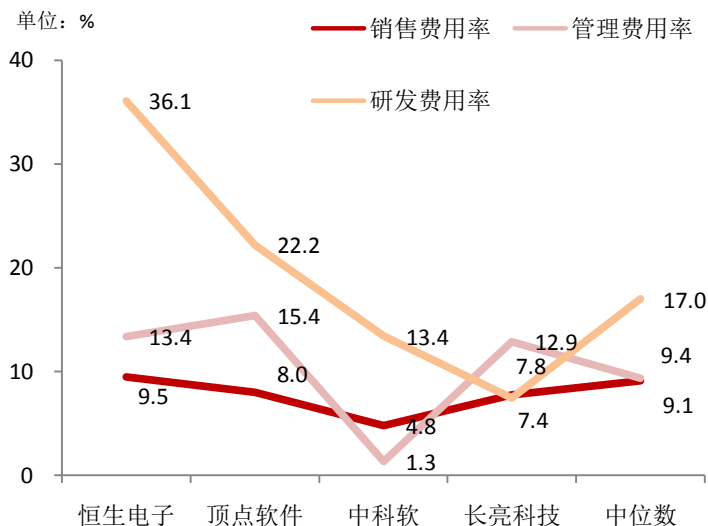
同时，我们在申万二级软件开发行业中选取了与公司业务内容相似的顶点软件、中科软、长亮科技作为可比公司，并结合行业中位数综合进行行业横向比较。2022年，公司销售费用率为9.5%，与行业中位数9.1%较为接近，较高于各大可比公司同期销售费用率。我们认为，这与公司近年来业务范围不断拓宽以及新一代核心产品陆续发布后，所需业务推广活动相对较多有关。同期，公司管理费用率为13.4%，较高于行业中位数9.4%，在各大可比公司中也处于较高水平，在管理费用上未来具有较大提升优化空间。2022年，公司研发费用投入持续保持高水准，研发相关人员数量期末达7,016人，超公司在职员工总数的五成。同期研发费用率达36.1%，远高于行业中位数17.0%，与各大可比公司相比，恒生电子也领先优势明显。

图 11: 2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

图 12: 2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

2.3.3. 人员大规模扩张周期结束，营收质量改善拐点已现

作为我国领先的金融科技产品与服务提供商，公司为典型的技术密集型企业。在公司主营业务成本中，相关人力成本占比为主要部分，公司员工的规模变动将对公司营收质量产生较大影响。2021年，公司人员规模经历大幅扩张，期末在职员工数增长至13,310人，同比增长

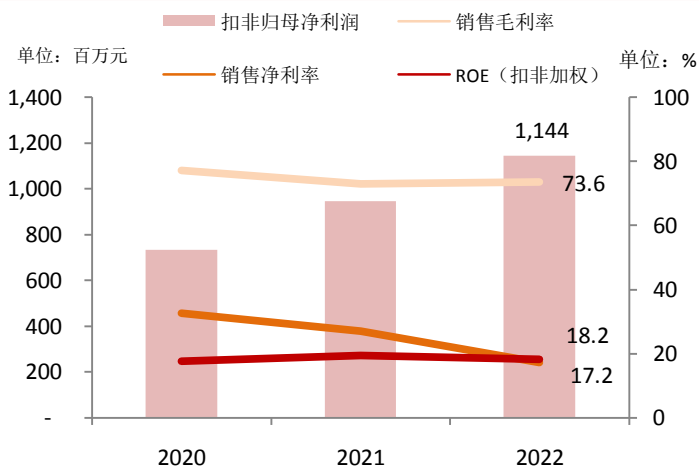
达 36.7%。人员规模大幅扩张导致公司营收质量当年短期承压，公司 2021 年毛利率同比降幅为 4.1pct，销售净利率同比降幅为 5.6pct。

2022 年以来，公司人员规模扩张已明显放缓，期末在职员工数同比仅增长 0.3%。同时，前期人员大规模扩张所带来的薪酬相关成本支出压力已基本消化完毕。公司支付给职工以及为职工支付的现金金额 2022Q4 仅环比增长 2.9%，2022 年公司毛利率已同比触底回升至 73.6%，营收质量改善拐点已现。随着公司新一代核心产品业务陆续铺开，营收规模的较高双位数增长有望延续，叠加产品更高的标准化水平带来边际效益提升，将进一步促进公司人效的提高。销售净利率有所降低，则主要是受持有金融资产所产生的公允价值变动损失影响，扣非归母净利润仍保持着 20.9% 的强劲增长。在 ROE（扣非加权）指标上，2022 年有所下滑，则主要原因为公司派送红股以及员工激励计划所产生的股份支付，使得分母所有者权益同比增长较大所致。

我们认为，公司新一代产品开发平台，可有效提高开发效率，优化营业成本；同时，在公司人员大幅扩张周期基本结束，业绩压力基本消化，营收规模持续较高增长的情况下，未来公司营收质量有望得到持续改善。

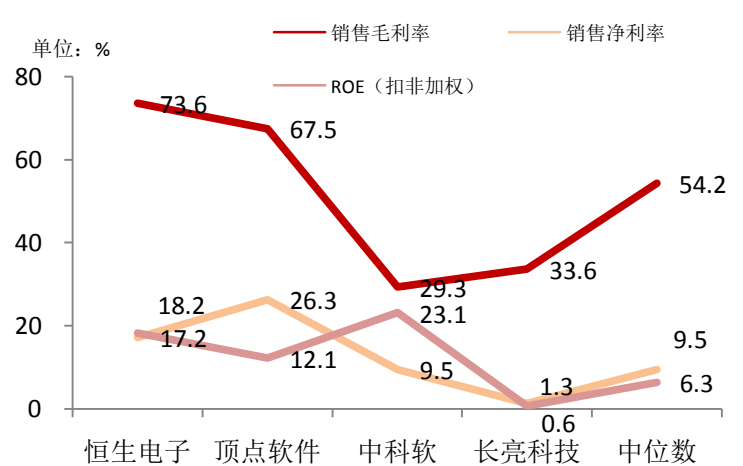
从行业横向比较上看，2022 年，公司主要盈利能力指标均处于行业领先水平，其中：在销售毛利率上，公司毛利率 73.6% 远高于行业中位数 54.2%，也明显高于各大可比公司。这也侧面体现了公司在产业链中议价能力较高，营业收入中行业核心产品占比高，产品结构优势明显。

图 13：2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 14：2022 年公司主要盈利能力指标行业领先



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部



2.4. 2023 年-2025 年，公司分业务板块盈利预测

从公司整体上看，我们认为，在疫情扰动因素基本消除、下游升级换代需求较高、新一代产品业务拓展向好、多款核心产品已完成信创适配的多重利好因素作用下，公司营收较高增速未来有望保持，营收质量有望持续企稳回升。我们按照公司主要业务板块，对恒生电子 2023 年-2025 年业绩做出预测，主要关键假设如下：

(1) 大资管 IT 业务：公司新一代资产管理核心产品 Q45 销售已呈现全面铺开的态势，2022 年全年上线客户数达 16 家，目前新一代系统产品尚处于推广前期，未来业务有望持续保持高增。我们预计，2023 年-2025 年，大资管 IT 业务板块营收同比增速分别为 29.0%、26.0%、23.0%。随着业务规模增长以及开发平台优化升级，将使得开发效率、产品标准化水平的进一步提高，大资管 IT 业务板块毛利率有望稳步提升。我们预计，2023 年-2025 年，该业务板块毛利率分别为 85.8%、86.0%、86.2%。

(2) 大零售 IT 业务：2022 年，公司证券经纪业务核心产品新一代集中交易系统 UF3.0 及其部分模块已新签和上线多家客户，新一代运营系统也全面开始上线展业。未来，证券行业信创进程有望进一步提速；同时，新一代系统所具有的高性能使得券商对于核心系统升级换代需求较为强烈。我们预计，2023 年-2025 年，大零售 IT 业务板块营收同比增速分别为 12.0%、12.5%、12.0%；该业务板块毛利率同样有望持续优化，预计毛利率分别为 67.5%、67.6%、67.8%。

(3) 互联网创新业务：公司一直致力于推动行业云原生转型升级，拥有自主研发的分布式云原生金融基础设施品牌 LIGHT，同时公司新一代核心系统产品也已完成了基于分布式云原生架构的升级转型。随着未来公司新一代核心产品的渗透率不断提高，有望推动相关一站式云服务解决方案业务收入的持续增长。在金融数据资讯服务上，公司也在投研产业链分析框架、云投研搜读算写等方面不断提升竞争力，未来有望运用人工智能等创新技术获得较快增长。我们预计，2023 年-2025 年，互联网创新业务板块营收同比增速分别为 20.5%、21.5%、22.0%，毛利率分别为 76.0%、76.5%、77.0%。

(4) 企金、保险核心与基础设施 IT 业务：公司通过多项收购举措，已快速切入银行、保险业务核心业务领域。在 2022 年银行、保险核心业务不断取得突破的基础上，未来有望持续提高竞争力，增加市场份额。我们预计，2023 年-2025 年，企金、保险核心与基础设施 IT 业务板块营收同比增速分别为 10.0%、13.0%、15.0%，毛利率分别为 37.0%、37.5%、38.0%。



(5) **数据风险与平台技术 IT 业务**：在数据智能正在与风险合规管理等金融机构核心业务融合度不断提高的情况下，恒生电子合规风控解决方案可有效助力风险合规的数智化转型，未来其业务规模有望稳健增长。同时，公司信创适配、互联网分布式微服务架构 JRES、高性能数据库 LightDB、低延时分布式平台 LDP 等平台技术 IT 业务布局完善，技术与产品性能行业领先，低码平台开发提效显著，未来营收增长确定性高。我们预计，2023 年-2025 年，数据风险与平台技术 IT 业务板块营收同比增速分别为 21.0%、23.0%、24.5%，毛利率分别为 62.0%、63.0%、63.5%。

基于以上假设，我们预测 2023-2025 年公司营业收入合计分别为 78.87、95.47、114.68 亿元，同比增长分别为 21.3%、21.0%、20.1%，整体毛利率水平分别为 74.7%、75.5%、76.1%。

表 3：2023 年-2025 年公司分业务板块盈利预测

板块	项目	2022	2023E	2024E	2025E
大资管 IT 业务	营业收入	2,805	3,618	4,559	5,607
	YOY	28.0%	29.0%	26.0%	23.0%
	毛利率	85.6%	85.8%	86.0%	86.2%
大零售 IT 业务	营业收入	1,535	1,719	1,934	2,166
	YOY	9.5%	12.0%	12.5%	12.0%
	毛利率	67.0%	67.5%	67.6%	67.8%
互联网创新业务	营业收入	954	1,149	1,396	1,704
	YOY	18.6%	20.5%	21.5%	22.0%
	毛利率	75.7%	76.0%	76.5%	77.0%
企金、保险核心与基础设施 IT 业务	营业收入	558	614	694	798
	YOY	5.1%	10.0%	13.0%	15.0%
	毛利率	36.3%	37.0%	37.5%	38.0%
数据风险与平台技术	营业收入	450	545	670	834
	YOY	12.5%	21.0%	23.0%	24.5%
	毛利率	61.3%	62.0%	63.0%	63.5%
非金融业务	营业收入	196	237	289	354
	YOY	19.8%	21.0%	22.0%	22.5%
	毛利率	76.9%	78.0%	79.0%	79.5%
公司整体合计	营业收入	6,502	7,887	9,547	11,468
	YOY	18.3%	21.3%	21.0%	20.1%
	毛利率	73.6%	74.7%	75.5%	76.1%

资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

2.5. 2023 年-2025 年，公司整体业绩预测

参考公司过往三年的期间费用率趋势，同时考虑 2023 年仍为公司新一代核心产品业务销售拓



展前期，相关推广活动较多，销售费用仍保持较高水平，后续两年销售费用支出则有望逐年减少。我们预测，2023年-2025年，公司销售费用率分别为8.8%、8.5%、8.4%。目前，公司人员整体大幅扩张期基本结束，未来在业务规模较快增长的情况下，管理费用率有望得到持续优化。我们预测，同期公司管理费用率分别为12.60%、12.40%、12.30%。在研发费用支出方面，随着多个产品的研发渐入尾声，以及公司新一代开发平台对于研发生产效率的进一步提升，未来公司研发费用率仍有进一步优化空间。我们预测，同期公司研发费用率分别为35.7%、35.5%、35.4%。

基于以上假设，进而我们预测2023年-2025年公司归母净利润分别为17.64、21.92、26.51亿元，同比增长分别为61.6%、24.3%、21.0%；EPS分别为0.93、1.15、1.40元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表）。

3. 公司估值分析

3.1. 公司相对估值：目前低于近三年估值中枢，处于行业偏上估值水平

以2023年4月24日公司收盘价为基准（以下涉及公司收盘价参与计算的相关指标选用基准时点相同），根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到2023年公司对应的P/E、P/S、P/B分别为51.11、11.43、10.64

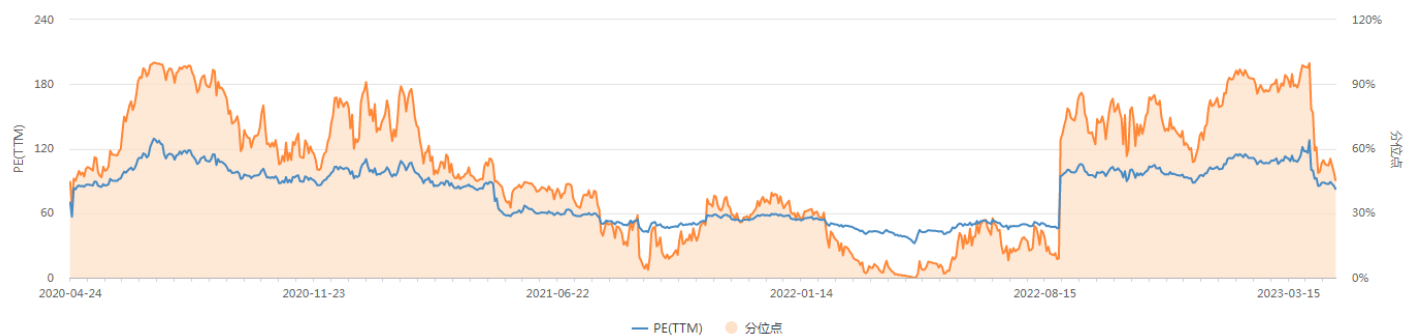
表 4：2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数

项目	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	82.61	51.11	41.12	34.00
P/S	13.86	11.43	9.44	7.86
P/B	13.23	10.64	8.56	6.92

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

从时间维度上看，当前公司PE（TTM）相对估值水平为82.61，估值低于公司近三年以来的估值中枢，当前分位数为45.39%。

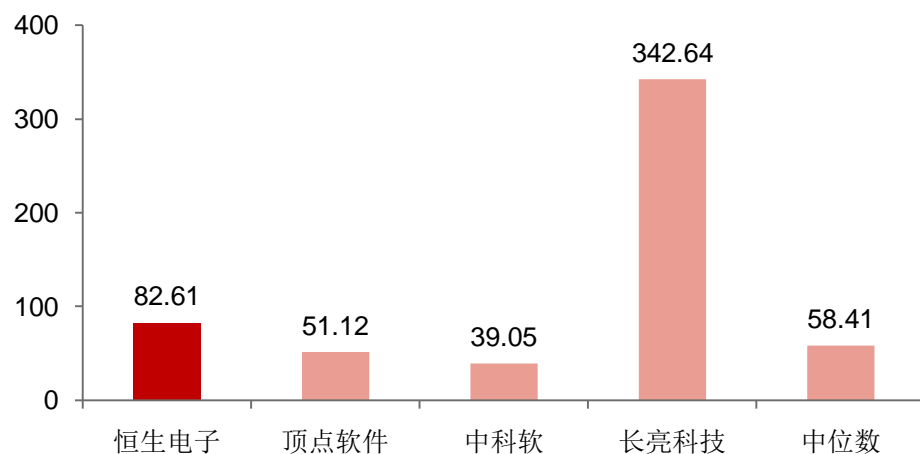
图 15: 公司当前 PE (TTM) 估值水平略高于近三年来估值中枢



资料来源: 东财 Choice, 华通证券国际研究部

与同时点可比公司 P/E (TTM) 横向比较, 公司目前估值水平较高于行业中位数 58.41, 与可比公司相比, 远低于长亮科技估值水平 342.64, 较高于顶点软件和中科软估值水平。

图 16: 公司当前 P/E (TTM) 估值处于行业偏上水平



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

在申万二级软件开发行业中, 以 2023 年行业动态 P/E 平均值 60.71 为基准, 同时考虑可比公司业务机构情况以及作为国内金融领域细分龙头公司的估值溢价, 我们给予公司 63-68 倍 PE 估值, 结合对应预测 2023 年公司 EPS: 0.93 元/股, 从而得到公司合理股价区间为 58.48 元至 63.12 元。

3.2. 公司绝对估值: DCF 模型估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值, 相关主要**关键假设**如下:

(1). 无风险利率 R_f : 以当前我国十年期国债收益率水平为基准, 预计为 2.85%;



(2). 股权市场风险溢价: 以 2023 年 1 月 Damodaran 最新公布的中国权益市场风险溢价数据 7.16% 为基准;

(3). Beta: 通过上市以来历史数据表现回归测算公司个股 Beta 值为 1.12;

(4). 税后债务资本成本 Kd: 以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准, 结合公司实际税率, 预计为 4.3%;

(5). 永续增长率 g: 预计为 6.0%;

(6). 公司快速增长期假设为 2022-2031 年, 分为两个阶段, 在维持 10 年之后进入永续增长阶段。

基于以上假设, 我们测算得到公司 WACC 为 10.69%, 对应预测各年 FCFE 后, 进而得出公司整体估值为 1,291 亿元, 对应每股内在价值为 67.92 元, 该测算每股内在价值略高于前述 PE 估值模型我们给予的合理股价区间。

表 5: 采用 DCF 估值模型, 公司股权价值测算

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)
第一阶段(2023E-2025E)	7,387.47
第二阶段(2026E-2032E)	24,490.47
第三阶段(终值)	93,978.49
企业价值 AEV	125,856.43
加: 非核心资产	4,065.19
减: 带息债务(账面价值)	205.81
减: 少数股东权益	662.70
股权价值	129,053.10
除: 总股本(百万股)	1,900.01
每股价值(元)	67.92

资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

表 6: DCF 估值模型股价敏感性测试分析

敏感性测试 WACC	永续增长率				
	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
9.7%	72.87	79.54	88.03	99.18	114.47
10.2%	65.16	70.34	76.76	84.91	95.63
10.7%	58.84	62.94	67.92	74.09	81.93
11.2%	53.56	56.87	60.81	65.60	71.53
11.7%	49.09	51.80	54.98	58.77	63.38

资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部



4. 公司未来六个月内投资建议

4.1. 公司股价催化剂分析

我国金融行业变革步履不停，将带来行业持续增量空间。2022年，我国金融行业迎来了个人养老金业务落地、科创板做市交易试点公布施行等多项重要变革。2023年1月，中国证券业协会下发《网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见稿，对期间内券商IT建设提出共计33项明晰重点工作，鼓励有条件券商在未来三年信息科技平均投入金额不少于平均净利润的8%或平均营业收入的6%，该投入金额指标相较于原工作指引中要求水平有显著提高。2023年2月，证监会召开年度系统工作会议，研究部署了：全面实行股票发行注册制改革，深化与境外市场互联互通，推进公募REITs常态化发行等多项资本市场改革发展稳定相关重点工作。

在未来我国资本市场在迈向国际发达市场的进程中，多层次资本市场的建设、全面注册制实施、金融产品创新等变革举措将会持续发力，带来金融机构业务模式的革新与发展，推动业务相关IT系统升级改造、新增建设需求增长，将为金融科技行业持续注入发展动力，有望带来行业持续增量空间。同时，横向对比银行和保险机构，目前我国证券机构的数字化建设投入占比明显较低，未来将有广阔的发展空间。

数字化金融基础设施+新一代核心产品的业务架构搭建日趋完善，公司产品信创兼容工作扎实，客户粘性将进一步提高，未来营收增长确定性有望得到增强。我们认为，未来金融核心系统从集中、单体式架构向云原生、分布式、低时延、开放技术架构转型需求庞大。公司目前已自主研发完成金融数字化基础设施，也是新一代信创基础设施 LIGHT 的搭建开发。以 O45、UF3.0 为代表的新一代核心产品也已完成采用先进的分布式微服务架构设计及云原生技术的重大升级。2022年，公司核心产品业务拓展已呈现出全面铺开的良好态势。目前，新一代系统尚处于推广前期，未来老系统替换空间广阔，营收增长确定性得到增强。

在金融信创建设上，截至2022年底，公司70余款产品，包括：UF3.0、TA系统、UST极速交易、资金运营系统、托管估值系统等核心业务系统已完成了对国内其他自主知识产权的服务器、终端、数据库、操作系统的适配兼容工作，可满足了监管部门对于信创的适配要求。同时，公司已经形成了集“咨询规划-架构设计-实施交付-售后运维”为一体的金融信创整体解决方案实施能力，有效降低客户的信创负担的同时，有望进一步提高客户粘性。

人员大规模扩张周期基本结束，公司业绩迎来改善拐点。作为典型的技术密集型企业。在公司主营业务成本中，相关人力成本占比为主要部分，公司员工短期内的大规模变动将对公司



营收质量产生较大影响。2021年，公司人员规模经历大幅扩张，期末在职员工数同比增长达36.7%，其导致公司当年营收质量短期承压。2022年以来，公司人员规模扩张已明显放缓，期末在职员工数同比仅增长0.3%。同时，前期人员大规模扩张所带来的薪酬相关成本支出压力已基本消化完毕，公司支付给职工以及为职工支付的现金金额2022Q4仅环比增长2.9%，公司毛利率已出现触底回升。随着公司新一代业务产品销售陆续铺开，营收规模的较高双位数增长或将持续，产品更高的标准化水平带来边际效益提升，未来有望促进公司人效的进一步优化。

4.2. 公司未来六个月内目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司2023年65倍P/E估值，对应未来六个月内的目标价为60.33元。

5. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数15%以上
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于基准指数5%-15%
中性	预计未来6个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于基准指数5%以上

基准指数说明：A股—主板基准为沪深300指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创50指数、北交所基准为北证50指数；港股基准为恒生电子指数；美股基准为标普500指数。



6.风险提示

新一代核心产品推广与客户需求不及预期。目前，公司新一代核心产品尚处推广前期，如出现产品推广或下游客户换代需求不及预期，将对公司未来业绩产生较大影响。

行业竞争加剧风险。在金融核心系统向分布式架构信创转型中，公司目前走在行业前列，竞争者相对较少，在产业链中地位和话语权较高。未来如行业竞争加剧，将对公司市场份额和营收质量带来不利影响。



附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,728	2,873	4,989	7,934	11,427
应收票据及账款	797	970	1,125	1,362	1,636
预付账款	12	14	17	20	25
其他应收款	31	36	47	56	68
存货	467	541	665	778	911
其他流动资产	2,000	1,520	1,517	1,521	1,526
流动资产总计	5,035	5,954	8,360	11,672	15,592
长期股权投资	1,111	1,271	1,343	1,416	1,489
固定资产	1,712	1,667	1,582	1,496	1,408
在建工程	26	124	103	83	62
无形资产	376	404	337	307	318
其他非流动资产	3,819	3,579	3,560	3,542	3,523
非流动资产合计	7,045	7,051	6,929	6,843	6,800
资产总计	12,080	13,005	15,289	18,515	22,391
应付票据及账款	504	556	576	674	789
其他流动负债	4,807	4,634	5,293	6,340	7,559
流动负债合计	5,489	5,245	5,868	7,014	8,348
长期借款	252	151	109	72	56
其他非流动负债	124	134	134	134	134
非流动负债合计	375	285	243	207	190
负债合计	5,865	5,530	6,111	7,221	8,537
股本	1,462	1,900	1,900	1,900	1,900
资本公积	273	442	442	442	442
留存收益	3,961	4,469	6,128	8,189	10,682
归属母公司权益	5,695	6,812	8,470	10,531	13,025
股东权益合计	6,215	7,474	9,177	11,294	13,854
负债和股东权益合计	12,080	13,005	15,289	18,515	22,391

现金流量表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	1,490	1,120	1,183	1,586	2,017
折旧与摊销	102	164	195	196	194
投资损失	-276	-259	-373	-410	-451
营运资金变动	-62	-338	389	778	906
其他经营现金流	-309	417	640	678	719
经营性现金净流量	944	1,121	2,028	2,809	3,354
资本支出	671	283	255	242	245
其他投资现金流	79	-69	30	42	38
投资性现金净流量	-423	286	285	284	283
短期借款	131	-123	-55	-	-
长期借款	46	-101	-42	-36	-17
其他筹资现金流	-496	-866	-99	-112	-127
筹资性现金净流量	-174	-482	-196	-149	-144
现金流量净额	341	920	2,117	2,944	3,493

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,497	6,502	7,887	9,547	11,468
营业成本	1,485	1,719	1,999	2,340	2,740
税金及附加	60	75	94	113	136
销售费用	558	617	694	811	963
管理费用	681	870	994	1,184	1,411
研发费用	2,139	2,346	2,816	3,389	4,060
财务费用	-1	16	-6	-18	-31
资产减值损失	-12	-59	-39	-48	-57
信用减值损失	-31	-55	-47	-56	-68
投资收益	276	259	373	410	451
公允价值变动损益	414	-166	-	-	-
其他收益	290	289	269	269	269
营业利润	1,511	1,124	1,852	2,301	2,783
利润总额	1,510	1,125	1,851	2,300	2,782
所得税	20	5	43	53	64
净利润	1,490	1,120	1,808	2,247	2,718
少数股东损益	27	29	45	55	67
归属母公司股东净利润	1,464	1,091	1,764	2,192	2,651
EBITDA	1,611	1,304	2,039	2,478	2,946
NOPLAT	1,082	1,303	1,804	2,231	2,690
EPS(元)	0.77	0.57	0.93	1.15	1.40

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营收增长率	31.7%	18.3%	21.3%	21.0%	20.1%
EBIT 增长率	5.5%	-24.4%	61.7%	23.7%	20.6%
EBITDA 增长率	7.2%	-19.1%	56.4%	21.5%	18.9%
归母净利润增长率	10.7%	-25.4%	61.6%	24.3%	21.0%
经营现金流增长率	-32.5%	18.7%	81.0%	38.5%	19.4%
盈利能力					
毛利率	73.0%	73.6%	74.7%	75.5%	76.1%
净利率	27.1%	17.2%	22.9%	23.5%	23.7%
营业利润率	27.5%	17.3%	23.5%	24.1%	24.3%
ROE	25.7%	16.0%	20.8%	20.8%	20.4%
ROA	12.1%	8.4%	11.5%	11.8%	11.8%
ROIC	-153.7%	304.4%	129.5%	218.7%	835.2%
估值倍数					
P/E	61.59	82.61	51.11	41.12	34.00
P/S	16.40	13.86	11.43	9.44	7.86
P/B	15.83	13.23	10.64	8.56	6.92
EV/EBIT	56.71	62.65	44.83	35.03	27.87
EV/EBITDA	53.12	54.79	40.55	32.25	26.03
EV/NOPLAT	79.12	54.83	45.83	35.82	28.50

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。