

恒生电子（600570.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月8日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	21.59
总市值	408.84 亿
PE-TTM	33.20
PB-MRQ	4.21

估值结果

价值	402.03 亿
DDM 估值	上行空间 -1.7%
状态	合理估值
价值	385.90 亿
动态估值	上行空间 -5.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

恒生电子是国内领先的金融科技产品与服务提供商，面向证券、基金、银行理财、信托、保险资管等机构，提供交易、资管、财富、风控等全栈IT系统、解决方案与运维云服务，是资本市场核心IT基建供应商。

公司成长空间星级较高，公司核心深耕券商IT优质赛道，同时稳步拓展银行IT、保险IT等多元金融科技业务，业务布局覆盖全金融领域，参考海外成熟金融IT行业的发展路径，国内金融数字化转型仍在持续深化，券商、银行、保险IT升级需求旺盛，行业长期成长空间广阔，为公司业绩持续扩容提供坚实支撑，整体成长性突出。盈利趋势星级中等，当前国内金融IT行业入局企业数量较多，市场同质化竞争日趋激烈，行业内卷加剧，一定程度上压缩了企业盈利空间，对公司营收增速与利润水平形成一定压制。产业格局星级中等，行业暂无绝对垄断龙头，市场参与者众多、竞争格局分散，行业整体集中度偏低，难以形成垄断性发展优势。护城河星级较高，其在证券交易系统核心细分领域稳居高市占率地位，金融机构客户粘性极强、转换成本居高，叠加公司长期维持高额研发投入，持续迭代优化产品，稳固了自身核心竞争力。

基于金融IT行业市场规模持续增长且公司市场份额稳中小幅提升等假设条件下，根据壹评级DDM估值及动态估值模型，公司目前估值处于合理估值状态。

风险提示

1、下游金融机构IT预算收缩，订单落地存在不确定性；2、行业竞争持续加剧，或挤压公司盈利水平与份额；3、AI金融商业化不及预期，高研发投入难兑现收益；4、金融监管政策变动，提升产品迭代合规成本压力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	5
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

恒生电子股份有限公司于1995年成立，2003年登陆上交所，是国内上市金融IT龙头服务商，主营面向证券、基金、期货等机构客户的核心交易系统、资管运维、风控合规软件产品，同时为券商、银行提供财富管理平台、金融数据等服务，依托多年行业深耕积累大量金融机构客户，机构客户覆盖率常年行业领先，布局金融大模型与信创国产化技术，以软件产品销售、实施运维服务、创新业务为核心收入。

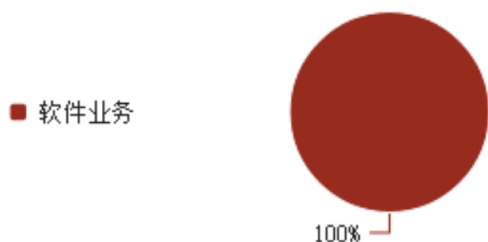
2. 业务介绍

对于恒生电子公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

软件业务：

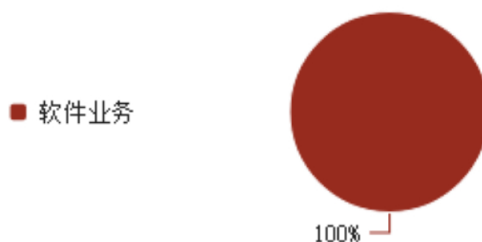
公司的软件业务指面向证券、基金、银行、保险、信托、期货、资管等全业态金融机构，提供核心系统软件、IT集成、数字化平台、硬件运维、数据中台等全链条信息化解决方案。服务覆盖资本市场、信贷市场、保险市场、财富管理市场，市场参与主体包含监管机构、各类持牌金融机构、终端企业/个人客户、第三方技术服务商。我们对此业务的范围主要界定在中国境内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司核心商业模式，是依托自身长期积淀的研发能力，面向券商、银行、信托、基金、保险等各类金融机构提供专业化软件与配套服务来实现营收。金融机构业务流程复杂，对系统稳定性、合规性、安全性均有着极高要求，公司持续投入资源打磨产品矩阵，覆盖交易、资管、风控、财富管理等多类业务场景。除软件产品交付外，同时配套实施部署、运维迭代、系统升级等增值服务，形成持续性的业务收入来源。金融IT行业客户粘性较强，机构一旦完成系统上线，切换供应商的成本较高，有利于公司维持稳定的存量业务基本盘。在此基础上，伴随金融行业政策迭代、数字化转型以及信创改造需求释放，公司持续更新产品方案挖掘增量订单，进一步打开业务增长空间，构建起产品交付叠加持续服务的完整商业闭环。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度高。2025年公司研发费用率达到37.7%，显著高于行业内主要竞争对手，持续高额的研发投入是公司维持核心优势的重要基础。金融IT行业技术迭代速度快，监管规则、业务模式也在不断更新，只有持续加码研发，才能适配市场变化；另一方面也支持公司布局前沿技术，围绕金融AI、信创改造等新兴方向开展技术储备，助力公司把握行业变革机遇，有能力切入新业务赛道，拓展新的业务增长点，巩固自身在金融IT领域的竞争壁垒。

3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源高端度较高。作为以技术驱动的金融IT企业，业务属性决定公司对高技术研发人才具备较强依赖，金融机构对交易系统、风控、资管软件的稳定性、合规性要求严苛，产品开发、迭代升级、技术攻关均需要具备计算机、金融复合背景的高素质人才支撑。公司持续引进大量高端研发人员，搭建规模充足的技术团队，人才结构偏向高学历、强技术能力群体。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低。公司客户群体广泛覆盖证券、银行、保险、信托、基金等多元金融细分领域，服务的机构客户数量庞大，客户结构相对分散，有效避免对单一客户或者单一赛道产生过度依赖。分散的客户格局，也有利于公司持续挖掘不同机构的增量需求，进一步拓宽业务成长的基本盘。

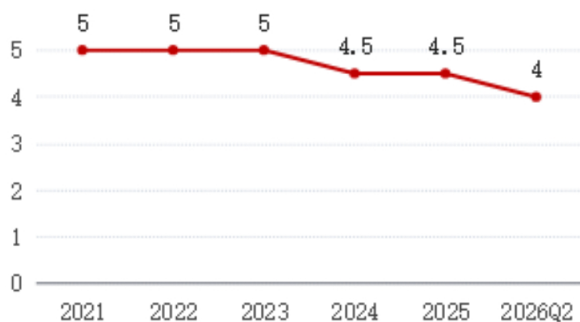
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力较强，历史业务控制力中等，历史成长能力和股东回报能力较弱。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力小幅回落。近两年恒生电子盈利能力出现小幅回落，是多重因素共同作用下的阶段性结果。公司持续维持高位研发投入，加码金融AI、信创国产化等方向的技术布局，大量人力成本抬升费用端，而新业务仍处于培育阶段，暂未充分转化为利润。此外行业竞争有所加剧，定制化实施类项目占比提升，人力成本上行，一定程度挤压项目毛利率。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



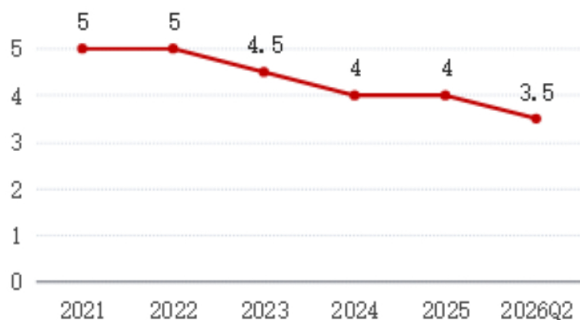
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力有所下降。2021年 - 2023年公司高成长，主要受益资管新规改造、信创国产化两大刚性政策红利，下游金融机构IT订单快速释放，带动营收与利润快速上行。2023年后高增长逻辑弱化，前期政策驱动的集中改造红利逐步消退，存量改造需求基本完成，叠加公司持续维持高位研发投入，还主动收缩部分低毛利项目，多重因素共同造成2023年后公司成长性明显走弱。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康评级持续下降。主要受外部行业环境、下游客户需求变化以及内部经营投入等多重因素共同影响。下游金融机构端需求节奏发生变化，行业项目交付、推进节奏出现波动，叠加公司持续维持较高的研发资源投入，对整体经营指标形成阶段性扰动。同时，部分财务指标如经营性现金流净额的收入占比呈现阶段性波动，也对公司的业务控制力和财务健康星级造成影响。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报评级持续走弱。从股东回报维度来看，公司股息率常年低于1%，现金分红带来的收益相对有限。同时受行业景气、市场情绪等多重因素影响，公司近几年二级市场股价表现偏弱，资本利得端难以贡献正向收益。股东的综合回报由股息收益与股价带来的资本利得共同组成，分红收益不足叠加股价层面表现不佳，双重因素共振，使得公司整体股东回报能力偏弱。

5. 四维评级

公司成长空间星级较高，公司核心深耕券商IT优质赛道，同时稳步拓展银行IT、保险IT等多元金融科技业务，业务布局覆盖全金融领域，参考海外成熟金融IT行业的发展路径，国内金融数字化转型仍在持续深化，券商、银行、保险IT升级需求旺盛，行业长期成长空间广阔，为公司业绩持续扩容提供坚实支撑，整体成长性突出。盈利趋势星级中等，当前国内金融IT行业入局企业数量较多，市场同质化竞争日趋激烈，行业内卷加剧，一定程度上压缩了企业盈利空间，对公司营收增速与利润水平形成一定压制。产业格局星级中等，行业暂无绝对垄断龙头，市场参与者众多、竞争格局分散，行业整体集中度偏低，难以形成垄断性发展优势。护城河星级较高，其在证券交易系统核心细分领域稳居高市占率地位，金融机构客户粘性极强、转换成本居高，叠加公司长期维持高额研发投入，持续迭代优化产品，稳固了自身核心竞争力。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力星级较高，主要系对比海外金融IT行业，我国金融IT行业市场规模仍有较大提升空间。

软件业务(4星)：

公司软件业务成长能力星级较高。一方面，国内银行、券商、保险等金融行业本身仍具备发展潜力，行业整体营收规模存在进一步扩张的空间，为上游IT服务商带来需求增量。另一方面，对标海外市场，境外银行、券商、保险机构的IT支出占自身营收比重处于更高水平，国内金融机构当前IT投入占比仍有抬升空间。行业营收规模扩张，叠加金融机构IT投入占比持续提升，共同带动公司业务收入实现持续增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级中等，核心原因在于公司持续维持较高水平的研发投入，相关费用对利润端形成持续压制，在现有经营环境下，企业整体盈利能力的短期向上修复空间相对有限。

软件业务(3星)：

公司盈利趋势星级中等。作为技术驱动型金融IT企业，公司长期维持较高强度的研发投入，持续将资源倾斜于产品迭代、信创改造以及金融AI等前沿方向的技术研发。高额的研发相关费用持续对利润端形成压制，对盈利的弹性形成一定约束。在下游金融机构IT预算整体趋于审慎的行业环境之下，下游需求端难出现爆发式增长，公司收入端短期难以实现大幅扩张。在费用刚性较强、营收增量有限的双重约束下，公司整体盈利能力的短期向上修复空间相对有限。综合费用端与需求端的现实约束，使得公司盈利趋势整体给到中等评级。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级为中等。行业整体盈利水平较好，但市场参与者较多，行业竞争较为充分，或将对公司后续业务拓展带来一定负面影响。

软件业务 (3.5 星)：

公司产业格局星级为中等。公司在券商IT赛道具备突出优势，拥有较高的市场占有率，竞争地位相对稳固。但在银行IT、保险IT领域，公司市占率处于偏低水平，业务拓展仍面临不小挑战。银行与保险IT赛道参与者数量众多，市场竞争较为充分。激烈的市场环境下，项目报价、订单争夺会带来经营层面的压力。若后续想要进一步扩大在银行、保险领域的业务规模，公司或将面临议价能力被压缩的情况，进而对整体利润率形成潜在压制，综合上述因素，产业格局评级为中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，主要系公司客户转换成本高，以及公司研发高投入下带来的产品竞争能力强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
软件业务	(3.5星) 公司软件业务的护城河宽度星级中等。公司在金融IT行业的市占率处于行业中游，业务控制力星级为3.5星，也处于行业中等水平，此外，公司经壹评级调整过的超额ROIC是17.4%，在行业中属于中等偏高水平。总体上，公司的护城河宽度星级中等。	(4星) 该业务的护城河持续性星级较高。公司的护城河来源于转换成本、研发优势，公司依靠公司的高转换成本获得了较强的客户粘性，同时公司的高研发支出保证了公司的产品竞争力持续处于行业较高水平，两者保证公司的超额ROIC衰减速度较慢。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

未来中国的银行业、保险业、券商业的营业收入有望持续稳健增长，同时上述各行业中IT指出占营业收入的比例也有望提升，基于上述假设条件，并根据壹评级DDM估值及动态估值模型，我们认为公司目前市值处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

软件业务收入假设：

行业规模方面，由于金融行业的整体营收规模有望持续提升，我们预计银行业IT支出、证券业IT支出、保险业IT支出在2041年分别达到2606亿元、915亿元、2387亿元。同时，由于公司较强的护城河以及持续在新业务领域的探索，我们预计公司在金融IT（包括银行IT、证券IT、保险IT）的市场份额将持续提升，预计到2041年公司在国内金融IT的市场份额达到4.86%。

软件业务盈利能力假设：

公司的成本主要包括营业成本、销售费用、管理费用、研发费用。预计公司的研发费用短期仍将保持高位，但在中长期有望持续优化；管理费用、销售费用和营业成本有望在维持稳定的基础上缓慢小幅下降。综合来讲，我们预计公司的净利率将在22%的中枢上波动。

表2：公司整体业绩预测

恒生电子	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	72.8	65.8	57.8	69.5	74.9	80.4	91.0	102.6
归母净利润(亿)	14.2	10.4	12.3	13.0	14.5	16.1	18.8	21.9
归母净利润增速(%)	30.5	-26.7	18.0	5.7	11.5	10.9	16.8	16.3
经营性净利润(亿)	12.9	7.6	8.1	10.5	11.8	13.2	15.6	18.2
经营性净利润增速(%)	28.5	-41.3	6.5	30.2	12.5	11.8	17.7	17.1
经营性归母净利润(亿)	12.7	7.6	7.7	10.3	11.6	13.0	15.3	17.9
经营性归母净利润增速(%)	30.2	-40.4	1.6	33.4	12.5	11.8	17.7	17.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

软件业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	72.8	65.8	57.8	69.5	74.9	80.4	91.0	102.6
收入增速(%)	12.0	-9.6	-12.1	20.2	7.8	7.3	13.2	12.7
经营性净利润(亿)	12.9	7.6	8.1	10.5	11.8	13.2	15.6	18.2
经营性净利率(%)	17.7	11.5	13.9	15.1	15.8	16.4	17.1	17.8
经营性净利润增速(%)	28.5	-41.3	6.5	30.2	12.5	11.8	17.7	17.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
软件业务	9.0%	中高	较好	较强	8.0%	18.33	32.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
软件业务(亿)	66.1	293.3	359.4	26.5	-	-	385.9
公司整体测算 (亿)	66.1	293.3	359.4	26.5	-	-	385.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
软件业务(亿)	114.7	260.7	375.5	26.5	-	-	402.0
公司整体测算 (亿)	114.7	260.7	375.5	26.5	-	-	402.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性评级为较高水平。公司的软件业务虽然短期波动幅度较大，但市场远期规模存在一定确定性，因此公司长期的估值确定性较好。同时行业各类核心资料、经营数据披露规范，信息获取渠道通畅。综合多方因素，企业整体估值确定性处于较高区间。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。