

推荐 (维持)

创业板注册制落地，金融创新持续加速

2020 年 06 月 14 日

——创业板注册制改革专题点评

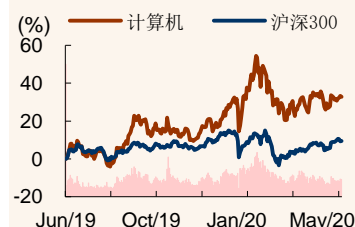
上证指数 2920

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	203	5.3
总市值 (亿元)	26231	4.2
流通市值 (亿元)	18518	3.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.6	13.7	29.7
相对表现	-1.7	10.8	21.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《云踪锦书系列报告 (四)：服务器的三大热点问题》2020-06-11
- 2、《计算机行业 2020 年中期投资策略 - 寻找成长的“常青藤”》2020-05-28
- 3、《云计算专题系列 (八) - 互联网巨头加码，云计算成为确定投资方向》2020-05-26

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn
S1090518120002

短期，创业板注册制落地带来金融机构 IT 系统建设、升级或改造需求，驱动金融 IT 企业业绩向上；长期，以创业板改革为代表的金融创新将持续提升金融机构 IT 投入，金融 IT 企业成长空间有望不断突破。

- **创业板注册制正式落地，短期看将为金融 IT 行业带来近 10 亿元业务增量。** 6 月 12 日晚证监会、深交所相继发布创业板注册制相关制度、规则及配套安排，对企业的创业板上市从申请到退市各环节均做出了明确规定。站在金融 IT 的角度，我们预估此次创业板注册制落地将对买、卖方金融机构的经纪业务系统、风控合规系统等 40 余项系统 (模块) 产生影响，系统改造量及紧迫性或不亚于去年的科创板，我们预估测算此次改革带来的增量金融 IT 业务空间约近 10 亿元。以 6 月 30 日前证券公司应完成相关技术准备推测，金融 IT 公司创业板注册制相关收入将从三季报开始有所体现。
- **长期看，金融创新加速有望持续提升金融 IT 下游需求。** 创业板注册制改革整体推进流程甚至快于科创板，我们认为，创业板注册制的超预期推进和落地表明我国金融创新仍在加速，展望后市预计将有更多资本市场改革措施落地 (如 T+0 交易等)。长期看，这种改革创新一方面有望提升金融机构盈利水平从而提高其 IT 支出绝对能力，另一方面有望提升其通过信息化手段塑造自身核心竞争力的意愿从而提高其 IT 支出占比，金融 IT 下游需求有望长期维持景气向上态势。
- **行业领军公司最具配置价值，重点推荐恒生电子、同花顺。** 当前，政策利好不断，行业景气向上，金融 IT 系统建设业务以及金融流量业务都面临重大成长机遇，我们认为相关领军公司如恒生电子、同花顺竞争壁垒深厚、业务布局前瞻，在未来成长中将充分受益，建议重点关注。
- **风险提示：** 政策落地进展不及预期；相关业务推进不及预期；疫情的负面影响超预期。

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
恒生电子	91.0	1.76	1.48	1.91	61.5	47.7	23.7	强烈推荐-A
同花顺	119.8	1.67	2.43	3.19	49.3	37.6	20.1	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、创业板重磅改革落地，金融 IT 迎新一轮发展机遇.....	3
1.1 创业板改革短期影响.....	3
1.2 创业板改革长期影响.....	4
二、投资建议.....	6

图表目录

图 1: 恒生电子与证券公司营收增速整体呈正相关	5
图 2: 证券公司 IT 支出占近三年营收比重仅 3.0%左右	5
图 3: 计算机行业历史 PE Band	7
图 4: 计算机行业历史 PB Band	7
表 1: 创业板注册制重点细则梳理	3
表 2: 创业板注册制落地影响的金融机构核心 IT 系统一览	4
表 3: 测算创业板注册制给金融 IT 带来近 10 亿增量空间	4
表 4: 近期对金融 IT 有重大影响的金融创新梳理	5
表 5: 主要公司估值对比表	6

一、创业板重磅改革落地，金融 IT 迎新一轮发展机遇

我们认为，以创业板改革为代表的金融创新将给金融 IT 带来两大影响：短期来看，注册制、单次 T+0 等金融制度创新带来金融机构 IT 系统更新升级需求，驱动金融 IT 企业（以非银 IT 企业为主）业绩向上；长期来看，我们认为以创业板改革为代表的金融改革将提升金融机构的 IT 需求，金融 IT 仍将长期处于景气周期。

1.1 创业板改革短期影响

创业板注册制正式落地。6月12日晚，证监会发布了完成征求意见的创业板改革并试点注册制相关制度规则，相关管理办法自公布之日起施行。同一天，深交所正式发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排，共计8项主要业务规则及18项配套细则、指引和通知。根据深交所相关安排，6月15日起将接受证监会首发、再融资以及并购重组在审企业的注册申请，6月30日起全面接受新申报企业的注册申请。

注册制下股票审核、发行、交易等均面临重大变化，金融机构 IT 系统改造势在必行。根据证监会、深交所6月12日发布的相关制度和配套规则，创业板注册制下企业的上市和退市机制，股票的审核、发行承销、交易及异常交易实时监控、股票标识等都将发生重大变化，因此金融机构对应的业务系统也将进行相应建设、改造和升级。

表 1：创业板注册制重点细则梳理

环节	概要	主要变化
申请	健全上市机制	1、原则上不支持房地产等上市；2、完善红筹企业上市条件等
审核	明确审核环节及时限	1、确认首发审核5大环节，受理和审核全流程电子化和公开；2、明确“三个月”的审核时限要求等
发行	完善发行承销机制	1、面向专业机构投资者询价；2、保留直接定价；3、提高新股网下发行比例；4、设置限售期等
交易	完善交易规则、加强股票异常交易实时监控、新增股票标识	1、放宽涨跌幅限制至20%；2、提高单笔最高申报数量；3、连续竞价期间设置限价申报价格牢笼；4、优化股份减持制度；5、调整有涨跌幅限制的股票交易信披指标阈值；6、调整交易异常波动指标；7、增加严重异动波动指标；8、对尚未盈利、存在表决权差异和协议控制架构企业分别新增特殊标识“U”“W”“V”等
退市	健全退市机制	1、调整市值退市指标；2、完善红筹企业退市条件等

资料来源：证监会官网，深交所官网，招商证券

创业板注册制改革对金融机构 IT 系统影响或不亚于科创板。根据调研，创业板注册制落地，将影响到券商、基金、保险资管等卖方、买方金融机构的经纪业务系统、投资者终端交易系统、资产管理业务系统、自营业务、风控合规、投行业务等40余套系统的新建、升级与改造。从金融 IT 公司的角度，以恒生为例，我们预估创业板注册制落地涉及到的公司系统改造任务多达1600多项。我们认为此次创业板注册制或有望带来比去年科创板更大的改造业务空间。

表 2：创业板注册制落地影响的金融机构核心 IT 系统一览

机构	业务类型	系统
卖方机构	经纪业务	经纪业务运营平台、投资者适当性、融资融券、转融通、极速交易（增值）等
	风控合规	风险监控、合规管理、交易结算资金报送等
	资讯	资讯数据改造以及组建更新
买方机构	交易管理	自营/资管投资交易、策略交易（增值）、交易行为控制（增值）等
	外包、托管、资管	资产估值与会计核算、信息披露与报送、投资监督等
	机构服务	机构经纪投资管理
	风控合规	风险监控、合规管理等
	资讯	资讯数据改造以及组建更新

资料来源：恒生电子官网、公众号，招商证券

从空间上看，测算创业板注册制落地将为金融 IT 行业带来近 10 亿增量。基于前述对创业板注册制落地带来的影响分析，以前对科创板解决方案相关价格的预估为基础，我们预计此次创业板注册制改革相关解决方案对应每家卖方机构的投入（包含自营及资管）平均约为 400-500 万元，对应每家买方机构的投入约为 200-300 万元。以 133 家券商、141 家具有公募牌照的机构保守测算，创业板注册制落地将为金融 IT 行业带来 8.14-10.88 亿增量。

表 3：测算创业板注册制给金融 IT 带来近 10 亿增量空间

金融机构	数量	平均系统改造/建设费用（万元）		市场空间（万元）	
		下限	上限	下限	上限
证券公司（含自营及资管）	133	400	500	53200	66500
具有公募牌照的机构	141	200	300	28200	42300
合计				81400	108800

资料来源：wind，招商证券测算

从节奏上看，预计创业板注册制落地带来的影响将从金融 IT 公司三季报开始有所体现。根据 4 月 29 日深交所联合中国结算深圳分公司发布的《关于做好创业板改革并试点注册制技术准备的通知》，证券公司应于 6 月 30 日前完成相关技术准备。在此之前，6 月 15 至 26 日，深交所将联合中国结算深圳分公司将组织第一轮仿真测试，此后将进行全网测试。参考科创板业务节奏，我们预计创业板注册制相关收入将于三季度起在金融 IT 公司报表中有所体现，四季度或是收入确认高峰。

1.2 创业板改革长期影响

金融创新仍在加速，预计将有更多改革措施落地。创业板注册制改革于 3 月份启动研究，4 月底出台征求意见稿，6 月份出台正式意见稿并开始接受企业注册申请，整体推进流程快于科创板，显示我国从 18 年底开始的金融制度创新仍在持续并不断加速。除注册制外，创业板另一重磅改革——T+0 交易改革也已上路：5 月 29 日，上交所称将研究适时引入单次 T+0 交易；6 月 5 日，上证报以专栏文章的形式阐述了 T+0 交易实施的必要性，呼吁尽快推动 T+0 交易制度向前迈进。我们认为，以注册制、单次 T+0 为代表的创业板改革实际只是国内金融创新的一角，展望未来，包括中小板、主板在内的金

融市场全面改革将持续深化。

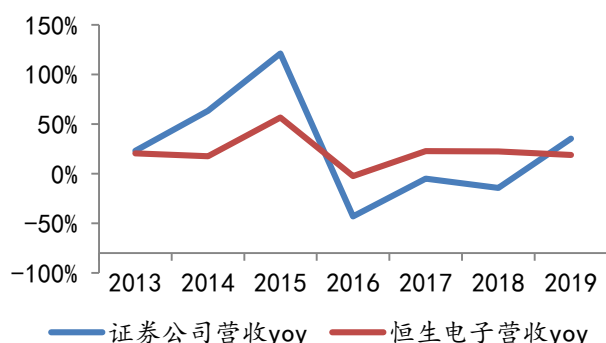
表 4: 近期对金融 IT 有重大影响的金融创新梳理

政策	最新变动时间	政策内容	预计落地时间
银行理财子公司	2018.04	要求主营业务不包括资产管理业务的金融机构设立具有独立法人地位的资管子公司, 过渡期截至至 2020 年底	已逐步落地, 过渡期预计将延后
证券公司交易信息系统外部接入	2019.02	符合条件的证券公司通过提供信息系统接口或其他信息技术手段, 接入投资者交易系统并接收投资者交易和查询指令	年内
证券基金经营机构管理人中管理人 (MOM) 试行	2019.12	明确 MOM 产品定义与运作模式, 界定参与主体条件与职责, 规范产品投资运作, 强化风险管理与内部控制	年内
公募基金投顾试行	2019.10	允许公募基金开展投资顾问业务, 按照“试点先行、稳步推开”的步骤实施	年内
单次 T+0	2020.05	推动 T+0 交易制度向前迈进	尚未开始实施, 具体是否落地以及落地时间均待定
创业板注册制	2020.06	6 月 15 日起接受证监会在审公司注册申请, 6 月 30 日起全面接受新公司注册申请	三季度前

资料来源: wind, 恒生电子官方公众号, 证监会官网, 交易所官网, 招商证券

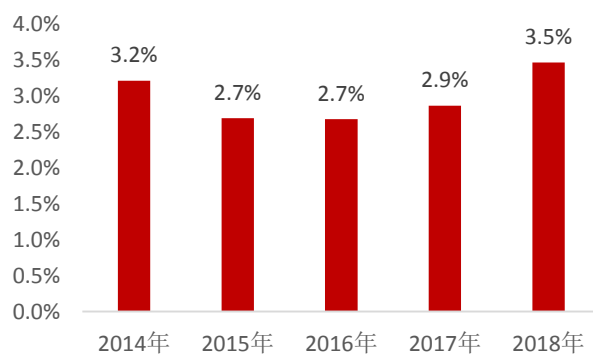
长期来看, 金融创新将持续提升金融 IT 下游需求。我们认为, 以科创板的推出以及创业板注册制改革为代表的金融创新长期有望持续提升金融 IT 的下游需求: 一方面, 科创板上线、创业板注册制改革、T+0 交易制度改革等对于提升市场活跃度、提高市场监督和价格发现水平、催化长期资金入市具有重大作用, 长期看有望提升证券公司等金融机构的盈利能力, 从而提升其 IT 支出规模 (以恒生为例, 公司营收增速与证券行业营收增速长期维持正相关关系); 另一方面, 随着我国资本市场与国际资本市场加速接轨, 金融机构将更加注重通过信息化手段塑造自身核心能力, 其 IT 支出水平有望不断提高 (近 5 年证券公司当年 IT 支出规模占其近三年营收的比重仅维持在 3.0%左右)。

图 1: 恒生电子与证券公司营收增速整体呈正相关



资料来源: wind, 招商证券

图 2: 证券公司 IT 支出占近三年营收比重仅 3.0%左右



资料来源: wind, 招商证券

二、投资建议

金融创新加速，金融 IT 持续高景气，推荐重点关注金融 IT 领军公司恒生电子、同花顺。创业板注册制改革正式落地、T+0 交易制度改革启动，短期看，将提升金融机构 IT 系统新建、改造及升级需求，驱动金融 IT 企业业绩向上；长期看，是中国金融创新大潮的持续，有望从根本上提升金融机构的 IT 投入、打开金融 IT 企业的成长空间。在此过程中，金融 IT 系统建设业务以及金融流量业务都将面临重大成长机遇，相关领军公司如恒生电子、同花顺将充分受益。

风险提示：

1、政策落地进展不及预期：

如果创业板注册制、T+0 交易改革等政策落地不及预期，则会导致相关金融 IT 公司的收入确认进度等不及预期。

2、相关公司业务推进不及预期：

对金融 IT 公司而言，政策落地将带来系统升级、改造等一系列业务，若此等业务在客户方面推进不及预期，将导致相关公司业绩不及预期。

3、疫情负面影响超预期：

疫情影响了金融 IT 公司的项目实施，如果疫情持续或二次爆发，则可能会进一步影响金融 IT 公司业务进展，进而使得相关公司业绩不及预期。

表 5：主要公司估值对比表

公司名称	证券代码	19EPS	20EPS	21EPS	2020PE	2021PE	PB	市值（亿）
恒生电子	600570.SH	1.76	1.48	1.91	61.5	47.7	23.69	950
同花顺	300033.SZ	1.67	2.43	3.19	49.3	37.6	20.06	644

资料来源：Wind，招商证券

相关报告：

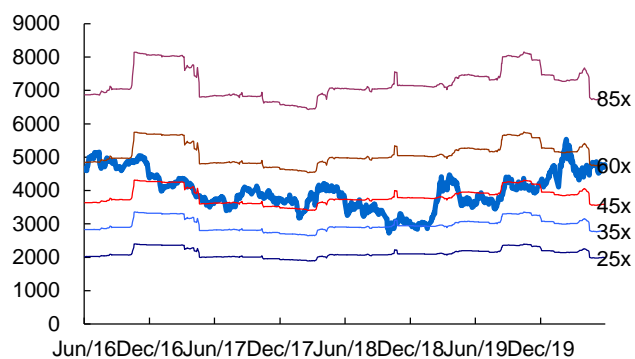
《恒生电子深度系列之一：科技金融王者》2016/6/24

《恒生电子深度系列之二：被低估的金融 IT 龙头》2018/11/17

《恒生电子深度系列之三：聚光灯下的成长明星》2019/5/28

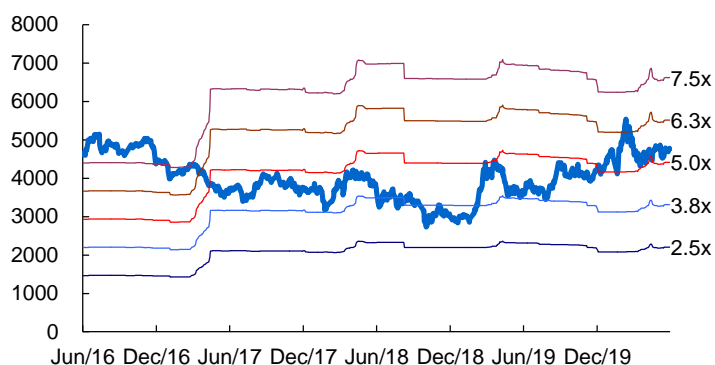
《恒生电子深度系列之四：云上恒生，鲲鹏初展翅》2020/2/21

图 3: 计算机行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 计算机行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘玉萍：招商证券计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，同时获得香港中文大学经济学双硕士，对外经济贸易大学经济学荣誉学士，2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

周翔宇：招商证券计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。