

# 电话会议里透露的秘密

原创：老裘 金融街老裘 9月2日

## (1)

上周，恒生电子公布了《2019年半年度报告》。今年上半年，公司实现营业收入15亿元，同比增长12%；净利润6.8亿元，同比增长126%；扣非后净利润2.6亿元，同比增长15%。

这份业绩和之前披露的《预告》相符。大家可能注意到，今年上半年，恒生电子的净利润和扣非后净利润相差比较大，这是因为公司持有的金融资产的公允价值变动比较大，给公司贡献了不少一次性的收益。

## (2)

在《比茅台还高的毛利率》那篇文章里，老裘向大家介绍过恒生电子的财务报表有这样几个特点。

首先，恒生电子的资产负债表非常健康。

资产端，公司账上有大量的货币资金（7亿元）、交易性金融资产（33亿元）和其他流动资产（主要是理财产品为主）。

而在负债端，恒生电子有非常多的预收账款，预收账款占上半年营收的比重超过50%，比茅台还高。

恒生的商业模式决定了公司不需要大规模的资本性开支。所以公司以3亿元的固定资产支撑了约30亿元的营收，固定资产周转率超过10倍。

利润表上，恒生电子的毛利率高达98%，超过茅台和恒瑞。

费用端，恒生每年投入的研发费用占营收超过50%，并且这十几亿的研发费用全部费用化，没有1分钱资本化，会计处理非常谨慎。

而国内其他软件行业的公司，研发费用一般占营收20%左右，而且不少公司还存在资本化处理的现象。

现金流量表上，虽然恒生做的是2B (ToBusiness) 的生意，不像同花顺和东方财富做的是2C的业务，但是恒生电子的现金流特别好，比如看公司的现金收入比，每年都大幅超过100%。

报告期	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
现金流量							
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	113.27	120.15	121.71	116.56	124.11	115.30	118.5

### (3)

恒生电子1995年成立于浙江杭州，2003年在上交所上市。从收入结构上看，恒生电子的收入包括了四块，分别是资本市场业务、银行业务、互联网业务和非金融业务。

客户群体包括券商、期货公司、公募基金、信托公司、保险公司、银行、交易所和私募基金等。

2014年之后，恒生电子的控股股东从当年7个工程师个人股东变成了蚂蚁金服，实际控制人是马云。

### (4)

半年报公布之后，公司召开了电话会议，有研究员做了纪要，我挑几个重点内容给大家看一下。

一、问：上半年公司各条业务线的增长情况？

答：上半年，金融市场进入结构化调整。各项业务从去年到今年，都有比较大的不确定性。比如移动互联网使得投资者行为在线化，为企业机构服务的业务也发生变化，这些变化需要面对，会影响业务开展。

另外，公司的基数越来越大，持续增长是未来面临的挑战。

二、问：上半年科创板模块覆盖了多少机构客户，对业绩的影响？

答：科创板的上线时间比较紧张，为了配合监管对于上线时间的安排，公司对项目实施和订单确认做了一些措施，上半年，经纪业务线科创板项目以合同形式签约的占比为50-

60%，其他的会在下半年体现。

三、问：公司对海外市场的布局？

答：国内和欧美的交易规则等方面有较大差异，所以决定了国内的产品不能简单地进入海外市场并对海外产品实现直接替换。

为了打开海外市场，公司选择就近的香港市场，并于去年收购了香港大智慧，在当地中小型卖方系统市场站稳了脚跟，并开始切入买方产品线。

以此为基础，公司开始迈入东南亚市场，并在上半年完成了架构变更新加坡子公司。目前公司对于海外市场的布局仍处于初期阶段。

四、问：费用增速高于年初费用目标，是否有调高的可能？

答：费用增速在年初的预算是增长10%，今年因为人员增长和加薪等原因确实使增速较高，全年费用增速估计跟上半年水平差不多。

(5)

看好恒生电子的朋友是这样说的。

恒生电子现在有三个明显的优势。

首先，恒生拥有金融全牌照，业务覆盖面广，产品横跨所有金融细分行业。

第二，用户粘性强。传统业务，每年客户都要支付10%的维护费，旧软件的更新、改造或者升级需要另外付费。新业务上，恒生也是有明显的抢单能力。

最后，恒生的产品市占率高，有卡位优势。现在恒生在证券、基金、保险、信托和银行等细分市场，市占率都已经稳居国内第一。

未来，整个金融行业对新系统和新技术的需求会越来越多，所以恒生所在FINTECH赛道还会处于快速发展阶段。

(6)

不看好恒生的朋友是这样说的。

恒生电子所在的赛道，是金融业和软件业的交叉点。

金融行业是一个强周期和严监管的行业，这两年资本市场非常低迷，国家又出台了资管新规，包括券商、基金和三方在内的证券行业都受到了很大的影响。

而软件行业，虽然市场空间很大，但是属于劳动密集型行业，人力成本会越来越高。比如，今年4月，恒生加薪5-10%，下半年还有一次例行的加薪机会。7月份公司又来了500多应届生。

员工人数和薪酬福利同比上升，导致2019年公司的营收目标增长10%-15%，但成本费用的目标也是增长10%-15%。

另外，恒生作为乙方，和金融机构在做生意的时候，话语权很低，做的是很苦的生意。

最后，离职员工再创业对恒生的影响也很大。

公司在业绩说明会上披露，因涉嫌侵犯恒生电子商业机密，前高管廖章勇先被刑事拘留现取保候审，另一名前高管沈志伟已被逮捕处于刑事羁押阶段。

涉案的杭州融先科技有限公司的法人代表、总经理方汉林以及徐昌荣等人，先被刑事拘留，现取保候审。

## (7)

以我们自己的经历来看，虽然私募行业不像公募和券商对IT的需求那么大，但私募的个性化需求还真的不少。

我们哈总对交易系统的要求非常高。在经过多方比较之后，最后他选择了恒生。

在和恒生“斗智斗勇”之后，他已经对恒生非常了解了，这篇文章里也有不少观点是哈总贡献的。

好了，今天文章就到这里了，谢谢大家！