长亮科技（300348）深度研究报告

国内龙头，海外绽放

强推（上调）

目标价：20.01 元

当前价：14.59 元

- **国内银行核心系统龙头，商业模式优秀。**公司为银行核心系统龙头，2009 年-2018 年，营收复合增速达到 32%，归属净利润复合增速达到 26%（剔除股权激励摊销影响）。2009 年以来，毛利率均在 50%以上，领先行业平均，是公司拥有较好定价权的体现；单人贡献的毛利较高，表明有着较好的产品化程度；系统集成占比低，业务附加值较高。多个财务指标验证公司业务为“产品+实施”属性，商业模式较为优秀。公司重视研发投入，2017 年以来，研发支出快速增长，并带来银行核心系统竞争力持续强化，引领行业技术创新。2018 年，公司推出新一期股权激励，进一步绑定核心员工中长期利益，但费用摊销对 2018 年-2019 年表观净利润影响较大，剔除该因素影响，公司实际业绩保持快速增长，随着 2020 年-2021 股权激励摊销金额大幅减少，表观净利润也望逐步回归到真实水平。
- **银行 IT 空间广阔，好赛道+好公司奠定成长潜力。**银行 IT 解决方案行业增速 20%以上，IT 提供商竞争格局仍较为分散，具备产生大公司的条件，但不同领域需求与格局差异巨大，关键在于挑选好赛道的好公司。一般而言，毛利率水平：IT 解决方案提供商＞人员外包服务商＞系统集成商＞软硬件销售商；产品化程度：中型银行＞股份制银行＞五大行；需求增速：管理类＞业务类＞渠道类。解决方案本质是软件产品+实施服务，客户 IT 能力越弱、需求越标准化、软件占比越高，毛利率越高。长亮以中型银行核心系统为基，SunLTTS 系列产品技术优势始终领先，产品与服务定价较高，新一代分布式核心再造行业标杆，产品化程度、毛利率、营收及净利增速、单人员毛利、研发投入等指标均在行业处于领先水平。中型银行需求方向是分布式改造、中台化，香港及东南亚银行逐步迈向互联网化，两大增量需求为公司打开更大成长空间。
- **东南亚银行 IT 加速追赶，公司迎来爆发。**过去，东南亚地区银行业务相对单一，系统较为简单，银行+互联网成为新趋势，系统进入集中换代周期，更换大单较多。且东南亚银行 IT 定价对标欧美，产品价格较高。马来西亚银行 IT 公司 Silverlake 财务数据显示，其单人产出显著高于国内，净利率水平保持高水平，盈利能力较好。公司 15 年布局海外，产品相对竞争对手 IBM、FIS、TEMENOS 、Silverlake 等有明显后发优势，核心系统功能及稳定性得到诸多头部客户认可，同时在移动支付、互联网金融等方面大幅领先对手，贴合东南亚各国银行业务转型需求。目前主要合同对象包括中国香港 MG 商业银行、同万兆丰商业银行、CIMB 联昌银行、大城银行(BAY)、印尼金光银行、泰国中小型企业发展银行。经过数年培育，实施能力有了实质提升，收入进入爆发期。2019 年上半年，公司中国大陆以外市场实现新增合同额 8888 万元，同比增长 136%，实现收入 4493 万元，同比增长 149%。随着收入规模进一步扩大，全年有望显著减亏，后续年度有望贡献较大业绩弹性。
- 投资建议：我们维持预测公司 2019 年-2021 年归属母公司净利润分别为 1.40 亿元、2.51 亿元、3.20 亿元，对应 PE 分别为 50 倍、28 倍、22 倍，维持目标价 20.01 元/股，考虑海外业务明显加速，标杆案例奠定更加明确优势，上调至“强推”评级。
- **风险提示：**新业务推进不达预期，海外业务拓展不达预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,087	1,410	1,806	2,286
同比增速(%)	23.6%	29.6%	28.2%	26.6%
归母净利润(百万)	56	140	251	320
同比增速(%)	-35.6%	147.9%	79.2%	27.7%
每股盈利(元)	0.12	0.29	0.52	0.66
市盈率(倍)	83	50	28	22
市净率(倍)	4	4	3	3

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 08 月 16 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984
邮箱：chenbaojian@hcyjs.com
执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565
邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com
执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遥

电话：010-63214650
邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	48,224
已上市流通股(万股)	34,362
总市值(亿元)	70.36
流通市值(亿元)	50.13
资产负债率(%)	41.6
每股净资产(元)	2.8
12 个月内最高/最低价	21.19/9.63

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《长亮科技（300348）2019 年一季报点评：业绩快速增长，海外业务进一步发力》
2019-04-21
《长亮科技（300348）2019 年中报业绩预告点评：利润增长超出预期，海外业务加速》
2019-07-04
《长亮科技（300348）2019 年半年报点评：盈利显著改善，海外业务加速》
2019-08-06

未经许可，禁止转载

目 录

一、银行核心系统龙头，财务指标验证商业模式优秀 6
（一）银行 IT 龙头，业绩快速增长 6
（二）财务指标验证业务为“产品+实施”属性，商业模式较为优秀 6
1、毛利率较大幅度超过行业平均，体现较好定价权 6
2、单人贡献毛利较高，表明较好产品化程度 7
3、系统集成占比低，业务附加值较高 8
（三）研发投入快速增长，竞争力持续强化 8
（四）激励绑定员工利益，但影响短期净利润，实际业绩表现优秀 9
二、银行 IT 解决方案快速增长，中型银行最具潜力 9
（一）整体增长稳健，硬件占比下降，解决方案快速增长 9
（二）软件与服务占比仍有较大提升空间 10
（三）城商行、农商行投入加大，中型银行信息化空间广阔 11
（四）业务类与管理类增速较好，核心系统空间较大，不同领域行业景气及市场潜力差距较大 12
（五）互联网巨头曲线进军，强强联手助力新技术加速渗透 13
（六）客户结构决定商业模式，中型银行价值凸显 14
三、核心系统引领发展，业务中台水到渠成 14
（一）核心系统起家，客户数快速增长 14
（二）金融核心快速增长，大数据与互联网势头较好 15
（三）中型银行为主，客户集中度较低 15
（四）核心系统行业领先，分布式架构引领发展 16
1、分布式架构再次引领行业，实际竞争优势明显 16
2、助力腾讯平安打造业内标杆，综合实力凸显 17
（五）携手腾讯进军技术中台，成长空间进一步打开 18
四、香港及东南亚布局完善，厚积薄发再造弹性 18
（一）市场拓展成果显著，厚积迎来薄发 18
（二）业务进入快速成长期，有望贡献较大业绩弹性 19
（三）依托国内技术优势，东南亚市场独具竞争力 20
（四）东南亚市场空间广阔，产品定价较高，有望带来较好回报 20
五、盈利预测与估值分析 22
（一）核心假设 22
（二）盈利预测 22
（三）估值分析 22

六、风险提示.....22

图表目录

图表 1 2009 年-2018 年营收复合增速达 32% 6
图表 2 2009 年-2018 年净利润复合增速达 26% 6
图表 3 公司毛利率水平大幅超过行业平均 7
图表 4 公司单员工创造的毛利领先于行业平均 7
图表 5 公司业务主要为软件开发，系统集成占比低 8
图表 6 2018 年软件开发占比 92.74% 8
图表 7 公司研发投入较大 8
图表 8 激励费用预计摊销主要集中在 2018-2019 年 9
图表 9 股权激励摊销对 2018 年归属净利润影响较大 9
图表 10 银行 IT 支出规模保持稳健增长 10
图表 11 2017 银行 IT 支出中，硬件占比超过 50% 10
图表 12 中国银行 IT 解决规模持续快速增长 10
图表 13 2017 银行 IT 解决方案构成 10
图表 14 硬件占比下降，软件及服务占比提升 11
图表 15 股份制银行、城农商行、农信投入力度加大 12
图表 16 典型城商行个人贷款占比持续提升 12
图表 17 各类金融机构数量 12
图表 18 业务类、管理类规模较大，且增速较快 13
图表 19 银行 IT 解决方案占比最高的为核心业务 13
图表 20 互联网公司和银行 IT 公司在资本和业务方面紧密合作 13
图表 21 客户结构决定商业模式，中型银行最具价值 14
图表 22 公司服务客户数持续快速增加 15
图表 23 三大业务呈现快速增长 15
图表 24 金融核心类解决方案占比 54% 15
图表 25 公司前五大客户销售金额呈下降趋势，仍以中型银行客户为主 16
图表 26 公司银行核心系统持续升级换代 16
图表 27 2017 年，公司在核心业务解决方案子市场市占率第五 17
图表 28 2017-2018 年，公司核心系统中标率均在 50%以上 17
图表 29 平安银行“腾龙”核心实现卓越性能 18
图表 30 公司在中国香港及东南亚地区客户拓展顺利 19
图表 31 2019H，中国大陆以外营收快速增长 20
图表 32 中国大陆以外业务对业绩影响较大 20

图表 33 东南亚银行 IT 市场主要参与者 20
图表 34 东南亚银行 IT 市场空间较大 21
图表 35 2017 年 Silverlake 及国内金融 IT 公司人均营收 21
图表 36 2017 年 Silverlake 及国内金融 IT 公司人均毛利 21
图表 37 Silverlake 毛利率水平较高 22
图表 38 Silverlake 净利率较高 22
图表 39 可比公司估值（截至 2019.08.16） 22

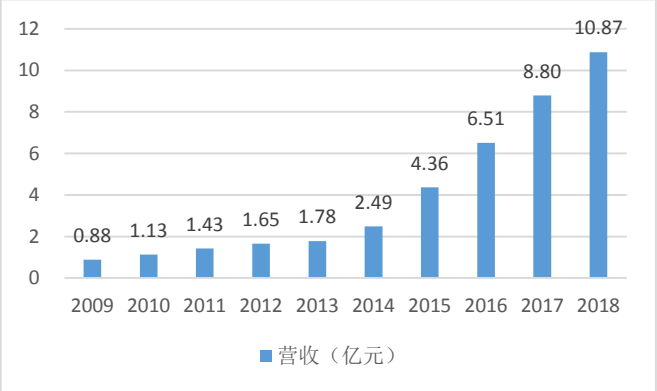
一、银行核心系统龙头，财务指标验证商业模式优秀

（一）银行 IT 龙头，业绩快速增长

公司为银行 IT 核心系统龙头，业绩保持快速增长。公司于 2002 年在深圳成立；2003 年自主研发的银行综合业务系统 SunLTTS 在郑州银行成功运行，为公司后续发展打下坚实基础；2005 年，长亮为广州银行实施综合业务系统，奠定了公司在华南市场的领先地位；2009 年，成功推出 “新一代核心业务系统 SunLTTS V5.0”，标志第三代核心系统走向成熟，行业地位进一步强化；2012 年，在深交所上市，公司发展进入新的阶段；2016 年，成立长亮控股（香港），并购马来西亚 CP 公司等国外标的，中国大陆以外业务快速推进；2018 年，腾讯入股，并在金融云、业务中台等业务方面进行深度合作，强强联手助力综合实力进一步强化。

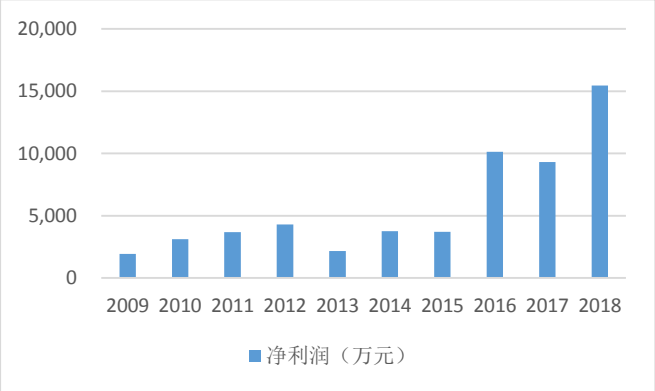
公司营业收入持续保持快速增长，从 2009 年的 0.88 亿元增长到 2018 年的 10.87 亿元，期间复合增速达到 32%。净利润也实现快速增长。2009 年归属净利润为 1941.45 万元，2018 年剔除股权激励摊销影响，归属净利润达到 1.55 亿元。以 2018 年剔除股权激励摊销净利润计算，期间复合增速达到 26%。

图表 1　2009 年-2018 年营收复合增速达 32%



资料来源：Wind，华创证券

图表 2　2009 年-2018 年净利润复合增速达 26%



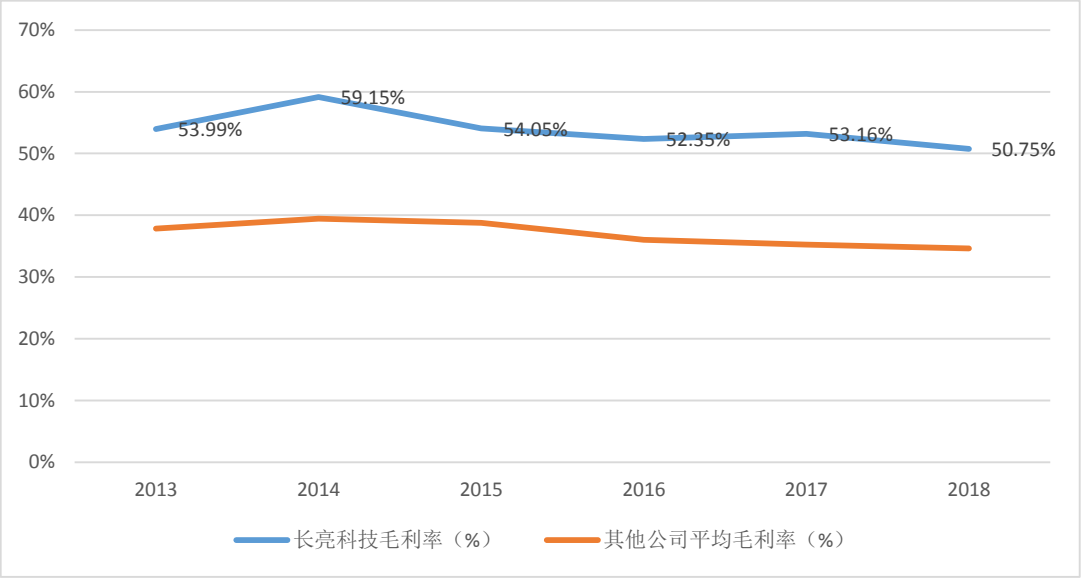
资料来源：Wind，华创证券　注：2016-2018 年净利润为剔除股权激励成本后归属净利润

（二）财务指标验证业务为“产品+实施”属性，商业模式较为优秀

1、毛利率较大幅度超过行业平均，体现较好定价权

公司毛利率保持在较高水平，2013 年以来，毛利率均在 50%以上，领先行业平均，是公司拥有较好定价权的体现。银行 IT 需求构成较为复杂，按照提供产品和服务的形式不同，可以分为软件产品、定制开发服务、人员外包、系统集成。一般而言，软件产品为主的公司往往对应较高的研发费用率，另一方面，软件产品复用率较好，边际成本较低，因而毛利率较高；定制开发服务对系统设计和整体开发有较高的要求，门槛相对较高，因而也有着较好的毛利率的水平；人员外包服务主要提供开发人员助力甲方完成系统和模块的开发，注重的是分项业务的实现，系统和整体架构涉及较少，毛利率水平相对偏低；系统集成一般需要外购相应的硬件和软件，然后进行一定的定制开发，从而完成整套 IT 系统，软硬件支出成本占比较高，开发环节较少涉及核心环节，附加值相对较低，因而毛利率较低。公司较高的毛利率水平表明业务主要是以软件销售和定制开发为主，较少涉及人员外包和系统集成。

图表 3 公司毛利率水平大幅超过行业平均

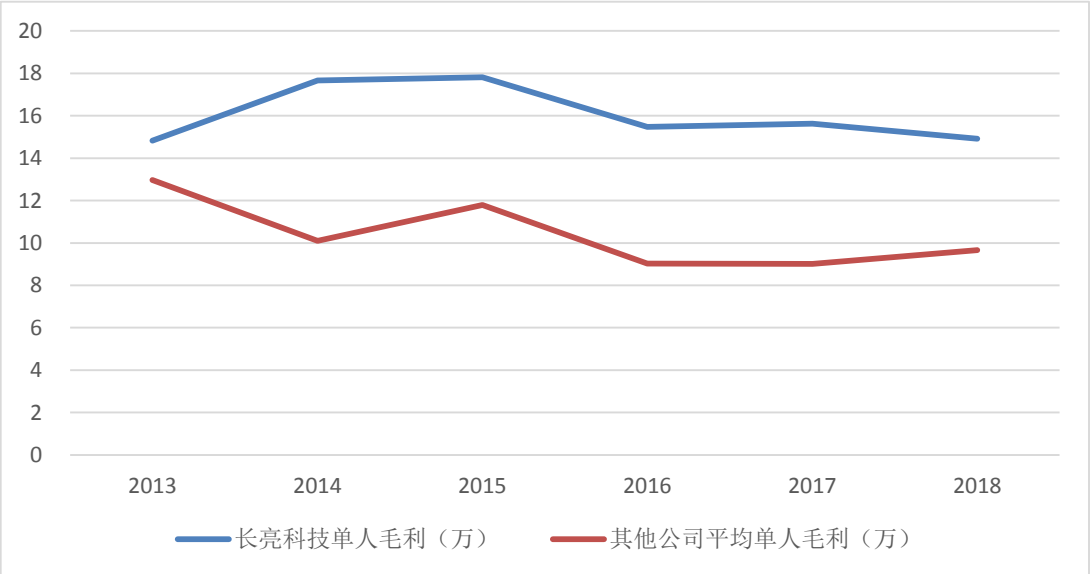


资料来源：Wind，华创证券 注：行业其他公司平均毛利率为 5 家银行 IT 公司（宇信科技、高伟达、科蓝软件、天阳科技、安硕信息）毛利率平均值

2、单人贡献毛利较高，表明较好产品化程度

单人贡献的毛利较高，表明有着较好的产品化程度。因业务结构呈现一定变化，公司单人员贡献的毛利润（毛利润/年末员工总数）呈现一定波动，但该指标一直领先于行业平均水平。一般而言，产品化程度越高，边际成本越低，毛利润空间越可观。公司单人贡献的毛利显著高于行业平均水平，表明有着较好的产品化程度，也说明商业模式相对系统集成和人员外包占比较高的公司有着一定优势。

图表 4 公司单员工创造的毛利领先于行业平均

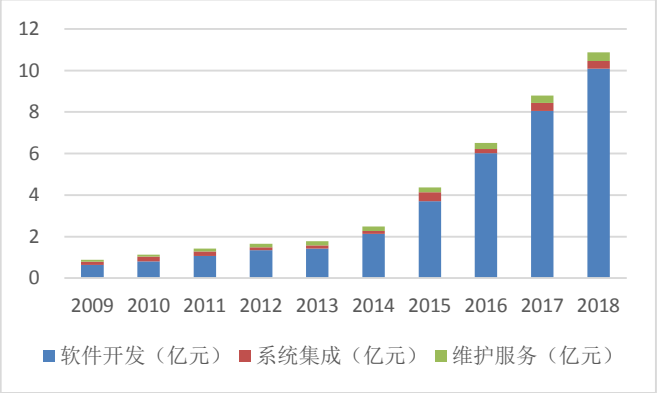


资料来源：Wind，华创证券 注：行业其他公司平均单人毛利率为 5 家银行 IT 公司（宇信科技、高伟达、科蓝软件、天阳科技、安硕信息）单人毛利平均值

3、系统集成占比低，业务附加值较高

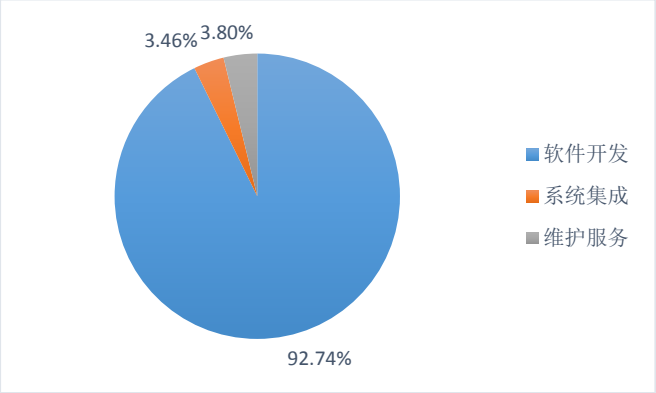
实际上，公司业务主要是软件开发，系统集成占比较低，业务附加值较高。2018 年，公司营收为 10.87 亿元，其中，软件开发为 10.09 亿元，占比 92.74%；系统集成为 0.38 亿元，占比 3.46%；维护服务为 0.41 亿元，占比 3.80。据 IDC 报告《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，2017 年中国银行 IT 解决方案构成中，软件产品占比为 16.2%，服务占比为 83.8%（根据 IDC 定义，给特定公司提供的软件开发，如果不能重复使用，归为开发服务）。按照 IDC 分类方法，我们预计公司软件开发分项业务中，小部分为软件产品，大部分为开发服务（即针对特定业务需求的二次实施开发），公司业务为软件产品+实施服务。

图表 5　公司业务主要为软件开发，系统集成占比低



资料来源：Wind，华创证券

图表 6　2018 年软件开发占比 92.74%

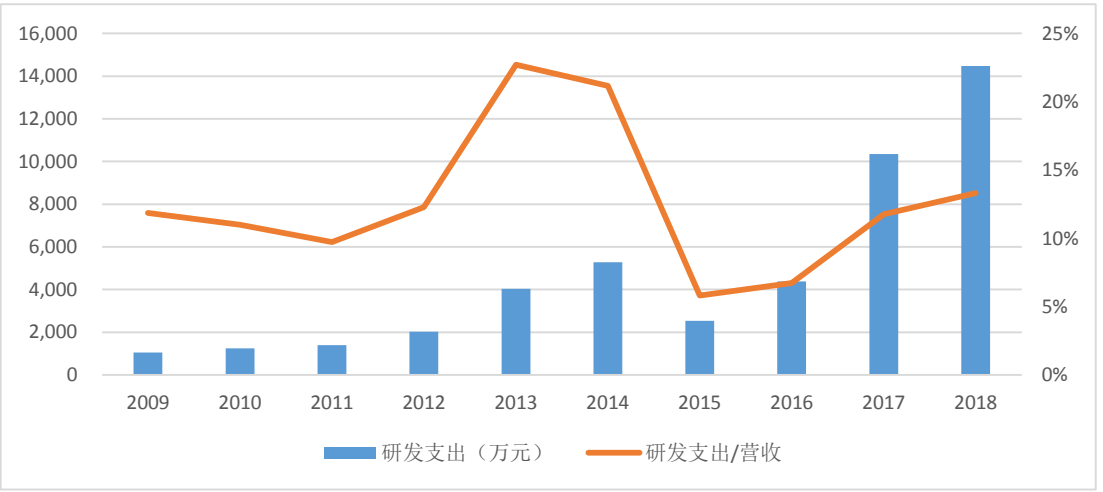


资料来源：Wind，华创证券

（三）研发投入快速增长，竞争力持续强化

公司重视研发投入，2017 年以来，研发支出快速增长，占营收的比重有所上升。公司银行核心系统版本保持快速迭代，背后是持续较大的研发投入。2009 年以来，公司研发投入在两个阶段出现快速增长。第一个阶段是 2013 年到 2014 年，主要由于上市募投的大型研发项目集中在此期间投入，同时产品更新周期较为集中也是影响因素；第二个阶段是 2016 年-2018 年，研发支出持续大幅增长，我们预计主要是是核心系统 SunLTTS V8 研发推进，及产品线进一步扩张，如互联网核心升级、香港及东南亚业务产品研发等。

图表 7　公司研发投入较大



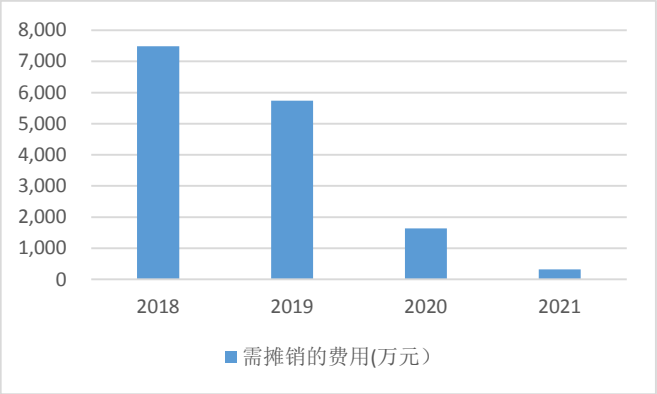
资料来源：Wind，华创证券

（四）激励绑定员工利益，但影响短期净利润，实际业绩表现优秀

公司重视核心员工价值，通过股权激励进一步绑定中长期利益。2010 年，公司启动股份制改造前后，先后增资让 140 多名核心员工成为股东；2014 年，公司实施第一期股权激励计划，向 131 名员工授予限制性股票；2018 年，公司向 600 余名员工授予限制性股票，助于核心竞争力进一步强化。2018 年股权激励解锁条件较高，以上市公司 2017 年净利润为基数，2018 年-2020 年净利润增长率分别不低于 40%、80%、120%，充分彰显公司对业务发展的信心。

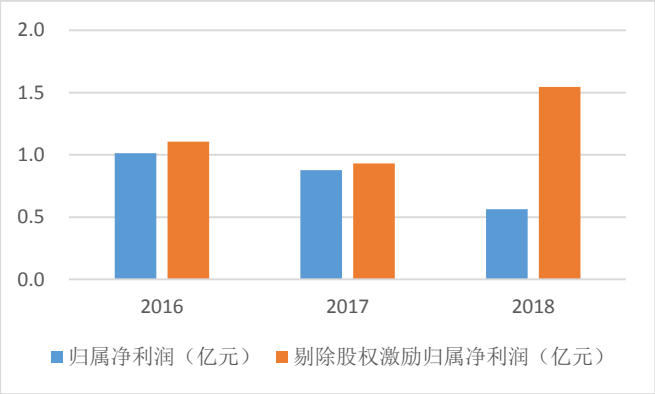
2018 年股权激励摊销对 2018 年-2019 年表观净利润影响较大，但公司实际业绩保持快速增长，随着 2020 年-2021 股权激励摊销金额大幅减少，表观净利润也将逐步回归到真实水平。2018 年股权激励费用较高，股权激励方案发布时，测算在 2018 年-2021 年分别摊销 7485 万元、5734 万元、1632 万元、318 万元，2018 年实际摊销 9811 万元，2019 年上半年实际摊销 2969 万元，对 2018 年及 2019 年归属净利润影响较大。剔除股权激励影响，2017 年和 2018 年归属净利润分别为 0.93 亿元、1.55 亿元，2018 年业绩实现快速增长。随着 2020 年股权激励摊销金额大幅减少，表观净利润将呈现快速增长，回归到应有水平

图表 8　激励费用预计摊销主要集中在 2018-2019 年



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9　股权激励摊销对 2018 年归属净利润影响较大



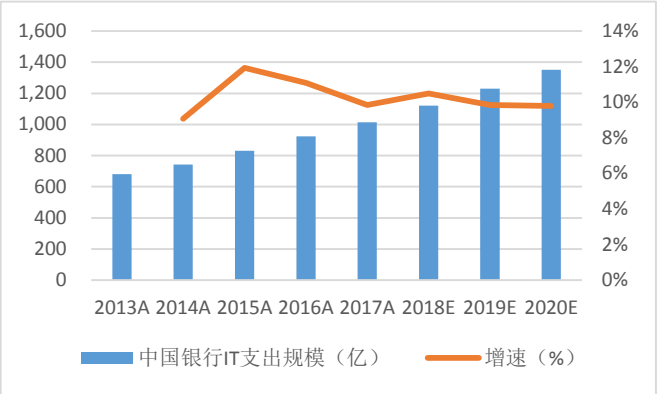
资料来源：Wind，华创证券　注：2016-2018 年净利润为剔除股权激励成本后归属净利润

二、银行 IT 解决方案快速增长，中型银行最具潜力

（一）整体增长稳健，硬件占比下降，解决方案快速增长

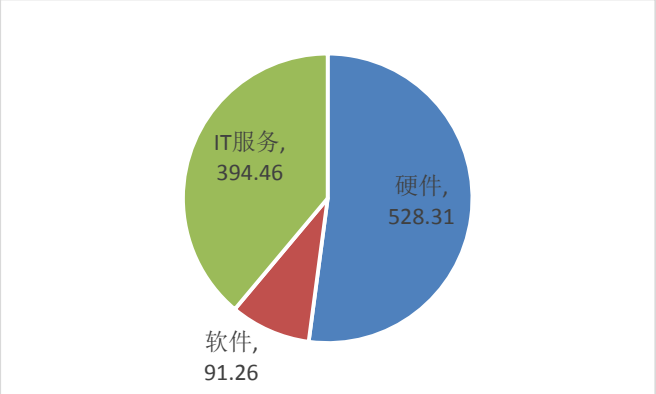
我国银行 IT 支出稳健增长，2017 年硬件占比超 50%。据《中国银行业 IT 解决方案市场预测与分析》，我国银行支出规模仍保持快速增长，2017 年总规模达到 1014 亿元，同比增长 9.84%，预计 2020 规模将达到 1351.3 亿元，期间保持近 10%增速。结构上来看，硬件支出占比持续下降，但 2017 年仍超过 50%。整体市场规模 10%的增长，背后是增速较快的软件和服务，以及增速相对较慢的硬件支出（硬件支出占比逐步下降）。在硬件领域，产业价值较大的环节基本为国外公司，而软件和服务主要由国内公司提供，因此，软件和服务占比提升，国内银行 IT 公司面临较好的行业增长及更大的潜在市场份额。

图表 10 银行 IT 支出规模保持稳健增长



资料来源:Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场预测与分析》，华创证券

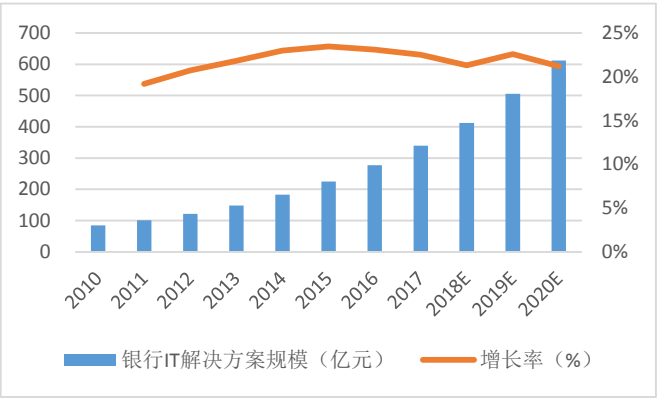
图表 11 2017 银行 IT 支出中，硬件占比超过 50%



资料来源：Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

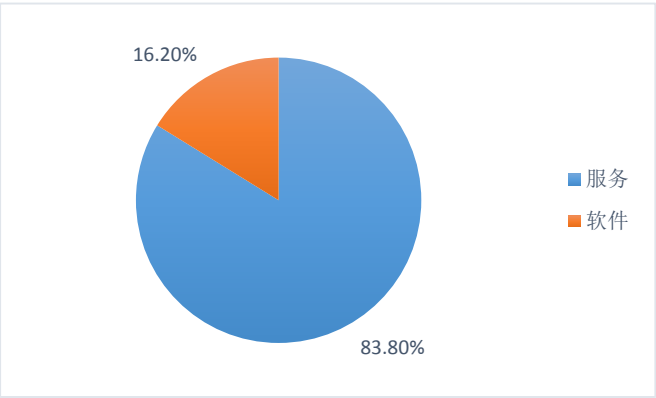
IT 解决方案规模有望保持快速增长。2017 年，我国银行 IT 解决方案市场规模为 339.6 亿元，同比增长 22.51%，保持快速增长趋势，2018 年到 2020 年，均有望保持 20%以上增速，2020 年市场规模将达到 612.1 亿元，以软件和服务为主的 IT 解决方案需求增速显著高于行业整体水平。结构上来看，我国 IT 解决方案市场以服务（包括咨询、实施、运行管理、支持和培训等）为主，软件占比较低，2017 年软件占比为 16.2%。

图表 12 中国银行 IT 解决规模持续快速增长



资料来源:Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场预测与分析》，华创证券

图表 13 2017 银行 IT 解决方案构成

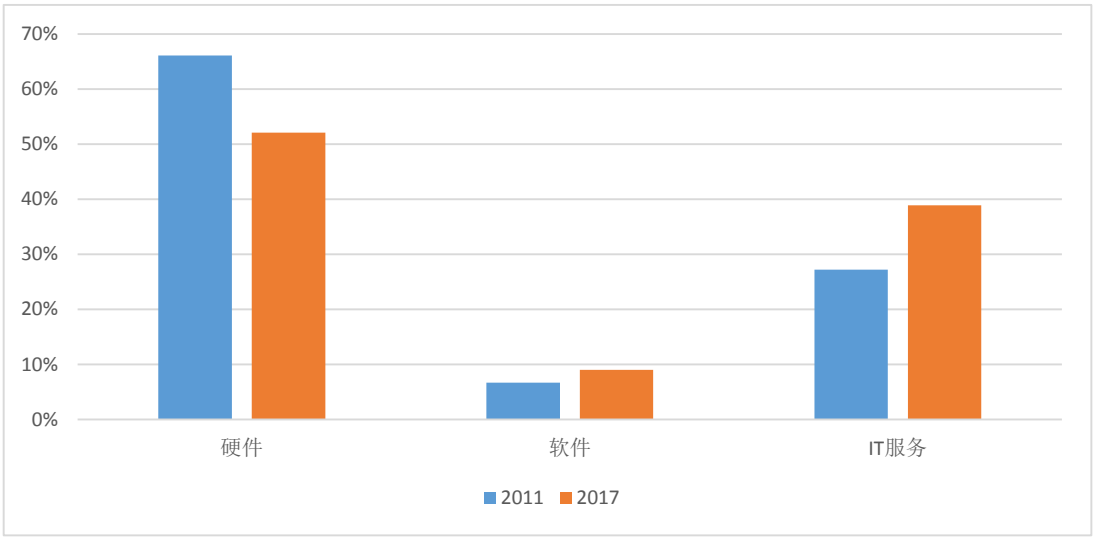


资料来源：Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

（二）软件与服务占比仍有较大提升空间

2011 年到 2017 年，我国银行 IT 支出，软件与服务占比明显提升，美国银行 IT 支出以软件和服务为主，中国仍有较大提升空间。2011 年，我国银行 IT 投入当中，硬件占比为 66.1%、服务占比为 27.2%、软件占比为 6.6%；2017 年，硬件占比 52.1%、服务占比为 38.9%、软件占比为 9% 。从 2011 年到 2017 年，硬件占比明显下降，而软件和服务占比提升。虽然数据和用户的增长，以及业务越来越多元，需要更强的硬件支撑；但随着金融科技持续深化，更多体现的是更多业务的数字化、智能化，并带来软件和服务更大的需求。在美国市场，银行 IT 支出主要体现为软件和服务，中国硬件占比虽然持续下降，但仍占据 50%以上，软件和服务占比仍有提升空间。

图表 14 硬件占比下降，软件及服务占比提升

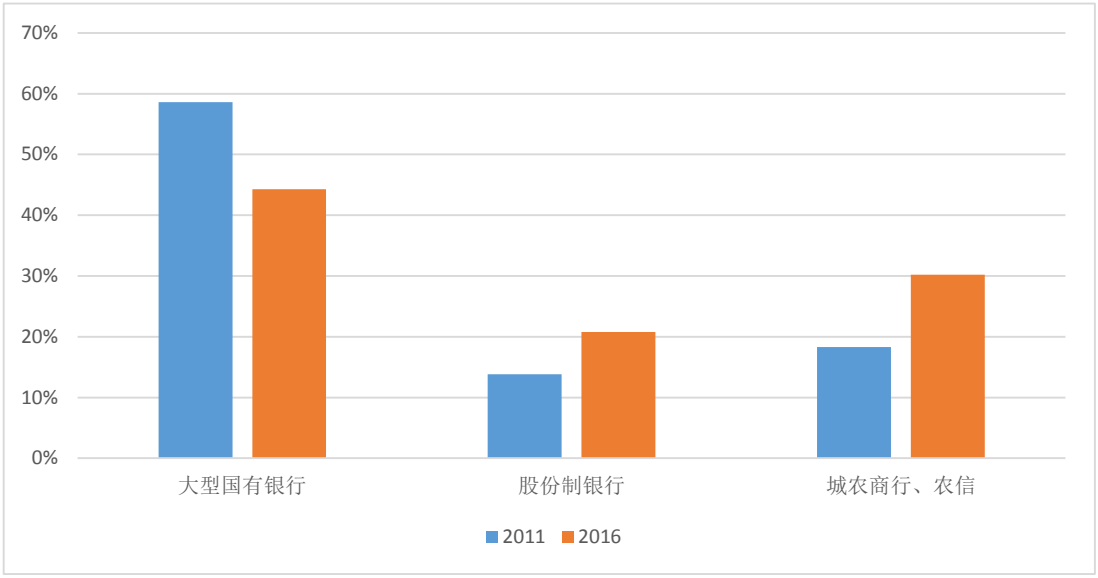


资料来源：Frank Fang:《IDC 中国银行业 IT 解决方案 2012-2016 预测与分析》，Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

（三）城商行、农商行投入加大，中型银行信息化空间广阔

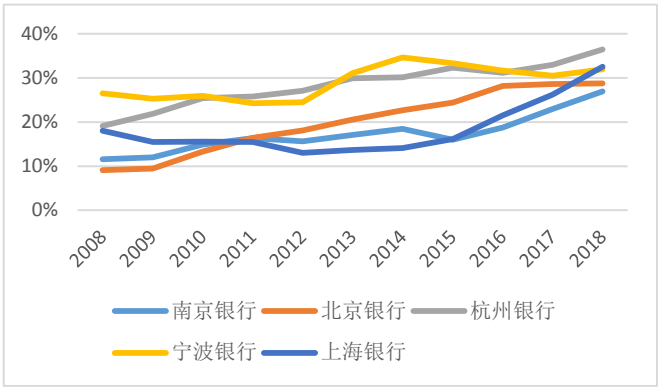
城商行、农商行 IT 投入加速追赶，中型银行信息化空间广阔。大型国有银行、实力较强的股份制银行能够维持庞大的 IT 投入，一般自身主导 IT 系统核心环节开发，并将部分非核心业务需求交给第三方 IT 服务商，由于早期投入较大，其信息系统相对成熟，IT 支出增速相对下降。以城商行、农商行为代表的中型银行过去信息化系统相对落后，但在利率市场化、存款理财化、金融互联网化趋势下，创新需求和对私业务却更加紧迫，个人贷款占比持续提升，而对私业务相对更加灵活、多元，海量并发与负载均衡也更为棘手，对 IT 系统要求更高，带来 IT 投入加速追赶。据 IDC 资料，2011 年到 2016 年，典型国有银行 IT 投入占银行 IT 整体规模的比重明显下降，而股份制银行、城商行、农商行及农信社 IT 支出占比则显著提升。从机构数量上来看，2017 年，我国城商行数量为 134 家，农商行数量为 1262 家，且 2010 年持续保持增长，随着其信息化程度持续提升，以城商行、农商行为主的中型银行 IT 需求空间广阔。

图表 15 股份制银行、城农商行、农信投入力度加大



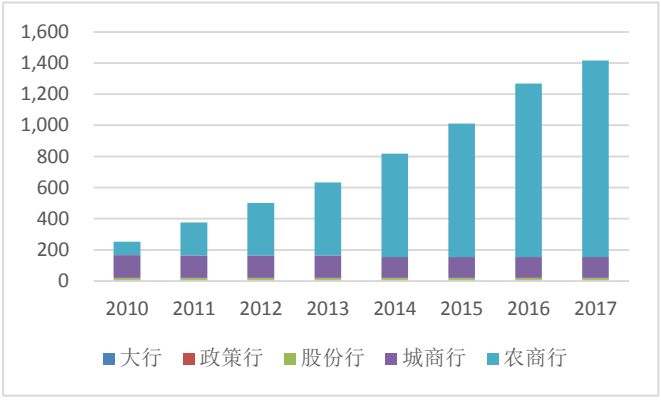
资料来源：Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案 2012-2016 预测与分析》，Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

图表 16 典型城商行个人贷款占比持续提升



资料来源：Wind，华创证券

图表 17 各类金融机构数量

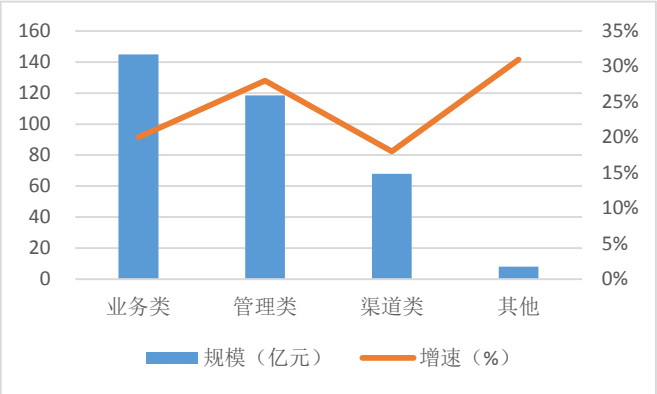


资料来源：中国银监会，华创证券

（四）业务类与管理类增速较好，核心系统空间较大，不同领域行业景气及市场潜力差距较大

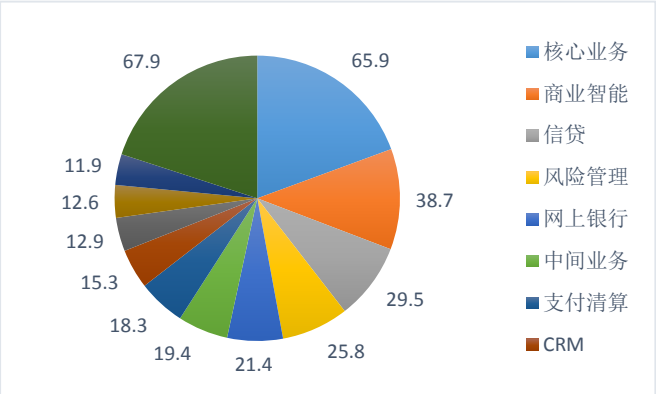
按照 IDC 分类，银行解决方案按功能可分为业务类、管理类、渠道类和其他类型。业务类相关解决方案包括核心业务系统、支付与清算、中间业务、信贷操作、互联网银行；管理类相关解决方案包括企业资源管理、商业智能/决策支持、风险管理、反欺诈、金融审计和稽核、客户关系管理；渠道类相关解决方案包括渠道管理、柜台系统、银行卡系统、电话银行/呼叫中心、网络银行、自助银行、移动银行。2017 年，业务类相关解决方案规模为 145 亿元，管理类和渠道类规模分别为 119 亿元、68 亿元，管理类和业务类增速相对较高。从更细分的维度来看，核心业务规模最大，2017 年为 65.9 亿元，其次为商业智能，规模 38.7 亿元。核心业务空间较大，需求较为刚性，门槛较高，行业龙头具备较好潜力。

图表 18 业务类、管理类规模较大，且增速较快



资料来源：Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

图表 19 银行 IT 解决方案占比最高的为核心业务



资料来源：Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

（五）互联网巨头曲线进军，强强联手助力新技术加速渗透

互联网巨头瞄准中小银行新一轮 IT 系统改造需求，强强联手助力新技术加速渗透。去年以来，蚂蚁金服、腾讯均瞄准中小银行信息化系统升级改造需求，与业内多个公司进行资本和业务层面的合作。其中，蚂蚁金服通过上海云鑫参股润和软件，目前持股 5.05%，2018 年 3 月，蚂蚁金服和润和共同发布新一代分布式金融业务核心平台，同时，共同拓展银行客户，为中小银行业务创新赋能；2018 年，腾讯参股长亮科技，目前持股 6.56%，并在两个层面展开合作，其一是共同推动打造互联网金融云服务；其二是基于腾讯基础 IT 技术优势、长亮科技银行 IT 优势，共同打造对接个人和银行的理财平台；此外，蚂蚁金服还参股科蓝软件，并进行业务合作，与高伟达成立合资公司，同时拟围绕金融行业客户提供高品质的全产业链服务。腾讯和蚂蚁金服在分布式计算、数据库、大数据分析及 AI 应用等方面全球领先，而润和、长亮等公司长年深耕中小银行信息化领域，能提供从核心系统、数据治理及整体解决方案，对银行信息化及转型需求有深刻理解，强强联手将更好为金融行业数字化转型赋能

图表 20 互联网公司和银行 IT 公司在资本和业务方面紧密合作

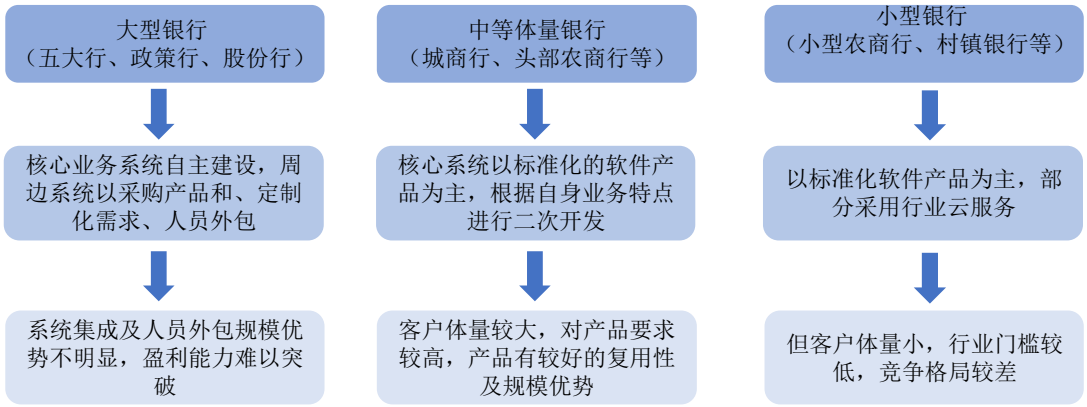
上市公司	互联网公司	参股情况	业务合作内容
长亮科技	腾讯	腾讯信息持股 6.56%	共同推动打造互联网金融云服务；基于腾讯基础 IT 技术优势、长亮银行 IT 优势，共同打造对接个人和银行的创新平台
润和软件	蚂蚁金服	上海云鑫持股 5.20%	共同推进并发布新一代分布式金融业务核心平台；共同拓展银行客户，为中小银行业务创新赋能
科蓝软件	蚂蚁金服	上海云鑫持股 3.4%；恒生电子持股 5.01%	利用蚂蚁金服分布式数据库等技术优势，结合科蓝业务理解与应用系统建设经验，提供基于分布式技术架构的核心业务系统解决方案；共同推广蚂蚁金服+科蓝软件的应用整合的移动金融解决方案
高伟达	蚂蚁金服		与上海云鑫成立合资公司；围绕金融行业客户提供高品质的全产业链服务
神州信息	京东金融	京东金融子公司君信宜知持有神州信息子公司融信云 49%股权	融信云在数字金融平台业务中，优先向其客户推荐京东金融开发的直销银行应用程序； 融信云开展人工智能、人脸识别、智能客服等新业务，也应优先采购京东金融提供的技术与服务等

资料来源：各公司公告，华创证券

（六）客户结构决定商业模式，中型银行价值凸显

不同类型的客户对产品和服务需求的形态训在差异，中型银行需求较大，但自身 IT 能力较差，金融 IT 提供商能通过提供高价值环节而实现较好盈利。大型银行（五大行、政策行、大的股份制商业银行）自身 IT 能力较强，核心业务系统以自建为主，周边系统少量采用外部软件产品，主要的需求形式是系统集成和人员外包，产品和服务提供商话语权较弱，附加值相对较低。中等体量银行（较小的股份行、城商行、头部农商行）自身 IT 能力一般较弱，但对信息系统要求也较高，核心系统以外购软件产品为主，且中型银行业务较为丰富、创新需求较多，需求持续性较好。中型银行核心系统是银行 IT 领域较好的领域，相应的软件和服务提供商价值凸显。

图表 21　客户结构决定商业模式，中型银行最具价值



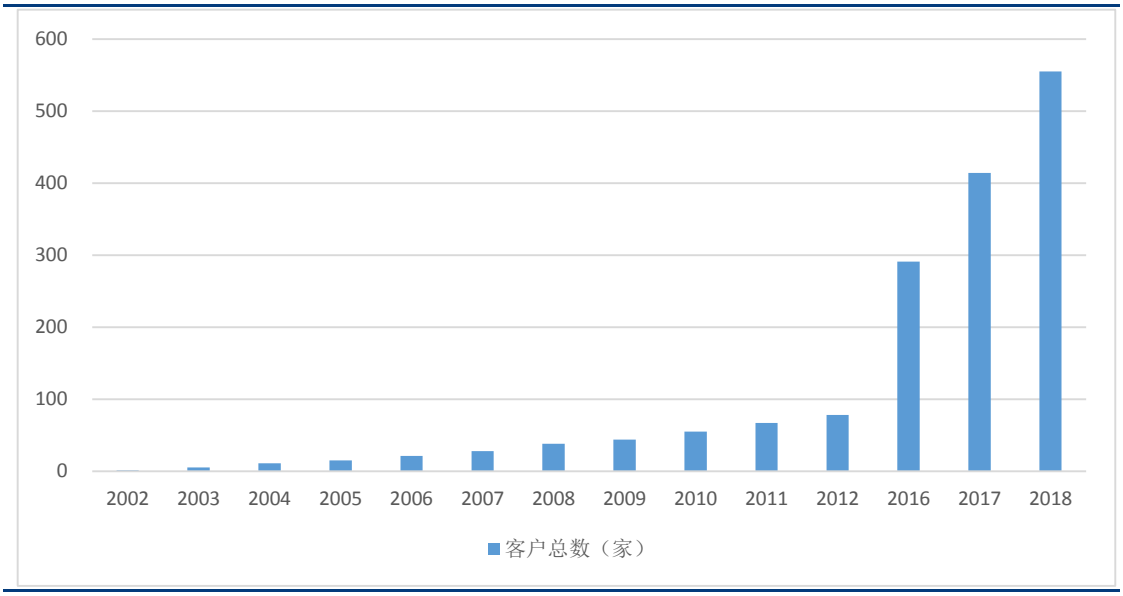
资料来源：华创证券

三、核心系统引领发展，业务中台水到渠成

（一）核心系统起家，客户数快速增长

与国内金融 IT 行业很多公司不同的是，长亮从核心系统起家，注重技术的沉淀和产品和转化，经过长期的积累，和业内系统集成和人员外包为主的公司拉开了巨大差距。成立之初，公司仅一家客户；2012 年，公司上市，客户数也达到 78 家；此后，服务的客户数快速增加。2018 年，公司服务的客户总数达到 555 家。其中，银行客户（含农村信用社）392 家，非银行客户 163 家。

图表 22 公司服务客户数持续快速增加

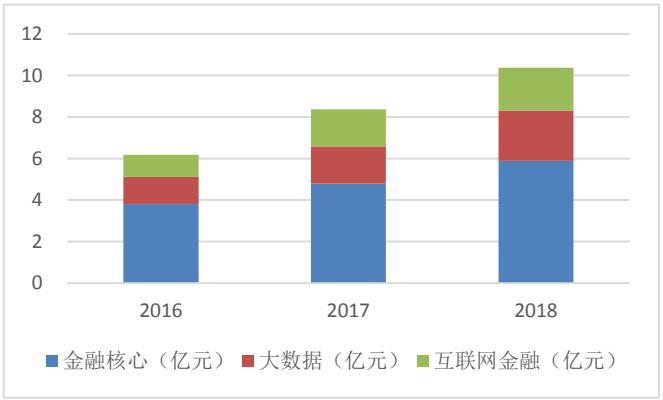


资料来源：公司公告，华创证券

（二）金融核心快速增长，大数据与互联网势头较好

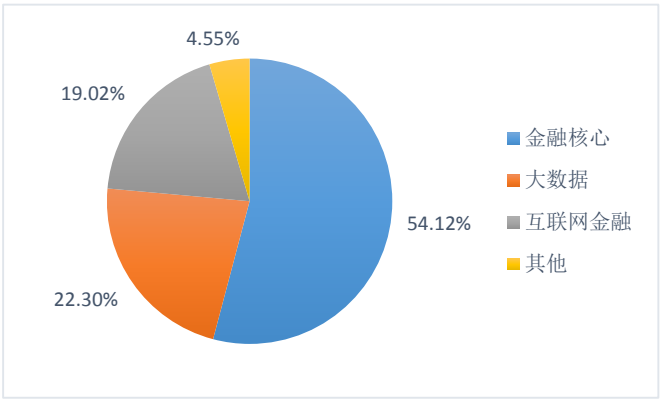
金融核心持续快速增长，大数据与互联网为培育的创新业务，并呈现良好势头。2016 年以来，公司业务划分为金融核心类解决方案、大数据类解决方案、互联网金融类解决方案、其他类解决方案。金融核心类解决方案为为公司传统核心业务的延伸和深化，是占比最高的业务，2018 年实现营收 5.89 亿元，同比增长 22.84%；大数据类解决方案承接金融行业数据治理需求，2018 年实现营收 2.43 亿元，同比增长 35.15%；顺应金融互联网化趋势，互联网金融类解决方案也表现较好，2018 年实现营收 2.07 亿元，同比增长 16.36%。

图表 23 三大业务呈现快速增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 金融核心类解决方案占比 54%



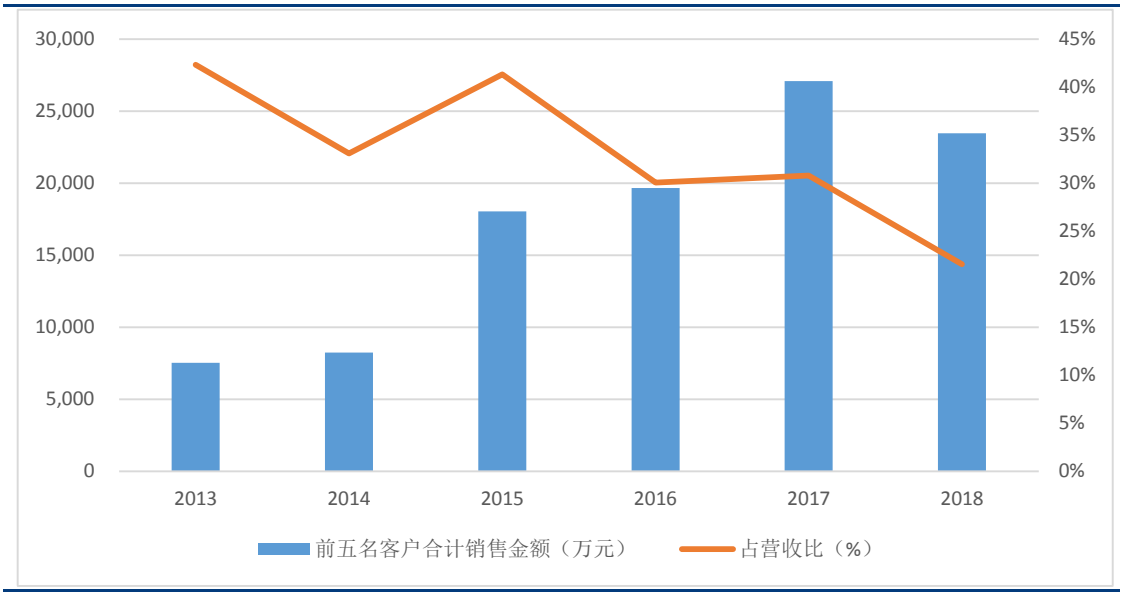
资料来源：公司公告，华创证券

（三）中型银行为主，客户集中度较低

公司客户以中型银行为主，前五大客户销售额占比较低，且总体呈现下降趋势。如前所述，以城商行和农商行为主的中型银行自身 IT 能力较弱，IT 系统提供商可以提供核心的软件产品+实施，有着较好的商业模式和盈利水平。从成立之初至今，公司一直以中型银行为主。据公司招股说明书，2011 年，公司营收为 1.43 亿元，主要是软件开发，为 1.06 亿元，软件开发前五大客户分别是恒丰银行、遵义银行、江南农商行、漯河商行、郑州银行，均是典型的中

型银行（恒丰银行虽然是 12 家全国性股份制商业银行之一，但体量相当于城商行）。2013 年以来，前五名客户合计销售金额占总金额的比例总体呈下降趋势，也一定程度说明客户结构仍是中型银行为主。

图表 25 公司前五大客户销售金额呈下降趋势，仍以中型银行客户为主



资料来源：公司公告，华创证券

（四）核心系统行业领先，分布式架构引领发展

1、分布式架构再次引领行业，实际竞争优势明显

公司完全自主研发的核心系统先后经历过四个阶段，已持续在市场推广应用 17 年，是公司的主力产品。该产品两到三年一个迭代周期，持续引领行业发展。第一代核心系统采用模仿手工记账方式实现银行业务，对应版本为 SUNLTTS V1.0、SUNLTTS V2.0；第二代核心系统是在数据大集中的基础上，以会计核算驱动交易的核心业务系统，对应公司版本为 SUNLTTS V3.0；第三代核心系统以客户为中心，会计核心的后台集中多样化，以及金融产品的可定制型和营销，对应版本 SUNLTTS V4.0、SUNLTTS V5.0。第四代核心系统基于企业级分布式技术平台，支持微服务分布式架构，支持高并发海量数据处理及跨平台多样化部署能力，提供丰富的产品运营管理工厂，完成运营工作的全生命周期管理。

图表 26 公司银行核心系统持续升级换代

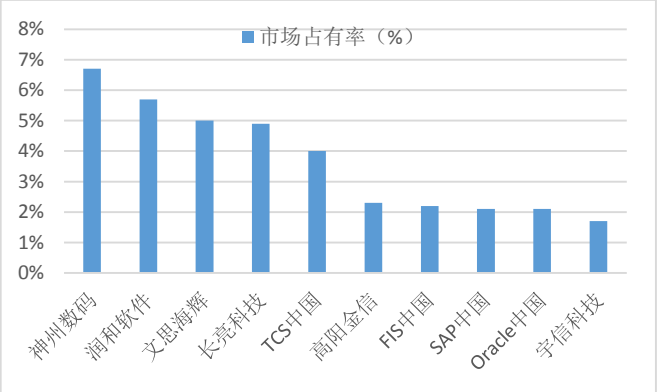
核心系统阶段	产品主要特征	长亮版本
第一代核心系统	模仿手工记账方式实现银行业务的系统	SUNLTTS V1.0、SUNLTTS V2.0
第二代核心系统	在数据大集中的基础上，以会计核算驱动交易的核心业务系统	SUNLTTS V3.0
第三代核心系统	以客户为中心，会计核心的后台集中多样化，以及金融产品的可定制型和营销	SUNLTTS V4.0、SUNLTTS V5.0
第四代核心系统	分布式架构、深度对接业务中台，实现创新应用敏捷开发	SUNLTTS V7.0

资料来源：公司公告，华创证券整理

核心系统销售额排名第五，地位被低估，实际行业竞争力居前。据《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，2017 年长亮科技在核心业务解决方案子市场市占率第五，金额为 3.22 亿元，市占率为 4.9%。我们认为以

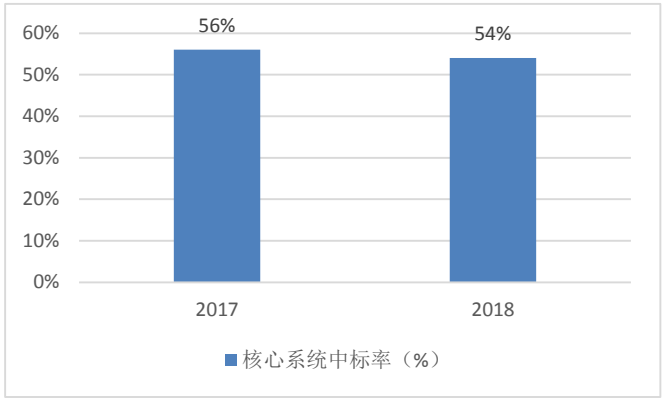
该排名衡量综合竞争力存在偏差，长亮科技在银行核心系统领域实际地位可能更高。其一是，IDC 报告主要是基于收入体量，收入体量较大部分公司业务偏人员外包，收入体量较大。其二是，近两年，公司核心中标率保持在较高水平，2017 年，公司参与投标 16 个，中标 9 个，中标率 56.25%；2018 年公司参与银行核心系统项目投标 13 个，中标 7 个，中标率 53.85%。

图表 27　2017 年，公司在核心业务解决方案子市场市占率第五



资料来源：Frank Fang:《中国银行业 IT 解决方案市场，2017：竞争格局巨变》，华创证券

图表 28　2017-2018 年，公司核心系统中标率均在 50%以上



资料来源：公司公告，华创证券

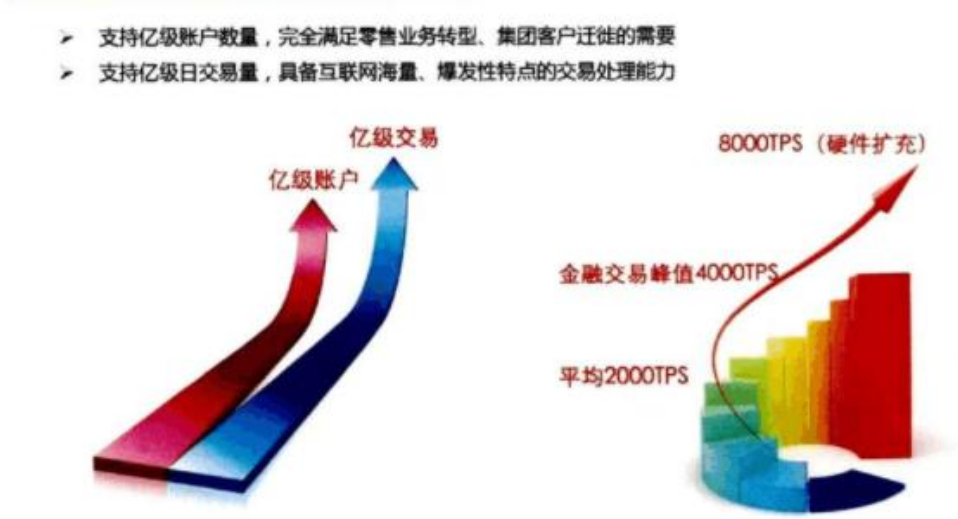
2、助力腾讯平安打造业内标杆，综合实力凸显

2014 年下半年，公司与腾讯主导的前海微众银行就提供基于互联网的银行核心系统解决方案达成合作协议。通过紧密合作，公司研发的采用分布式架构、满足自主可控技术要求、支持多参数产品配置的最新银行核心业务系统成功在前海微众银行顺利上线

与平安银行合作方面，长亮科技于 2015 年 9 月全面启动平安银行新银行核心系统（腾龙）建设。经过双方深度合作，顺利完成了需求分析、系统设计开发、整体测试、投产演练等重要环节工作。据肖云：《不一样的平安银行，“腾龙”核心系统》资料，“项目涉及系统共 195 个，新建系统 5 个，配合改造系统 190 个。2017 年 10 月，经过双方通力协作，长亮科技建设的平安银行新核心系统（腾龙）成功上线。且腾龙实现了多方面技术创新，并达到卓越性能”

项目将银行原有的对公核心、零售核心合并成单一核心业务系统，消除了双核心问题。此系统成功上线也成为长亮科技构建领先的核心系统的又一典范之作，开辟了全国股份制商业银行“换心”先河，打造了行业又一标杆案列，充分彰显公司实力。

图表 29 平安银行“腾龙” 核心实现卓越性能



资料来源：肖云：《不一样的平安银行，“腾龙”核心系统》，华创证券

（五）携手腾讯进军技术中台，成长空间进一步打开

2018 年，公司与腾讯云计算签署了《关于腾讯长亮金融云项目的合作协议》，将在各自的优势领域内，借助双方各自及关联方的优势，开展以大数据、云服务、智能网上银营业厅、金融产品、智能金融系统、互联网账户系统、信息安全等多个层面的深入合作，共同推动打造互联网金融云服务，为国内外的银行或泛金融客户提供服务，共同带动和促进互联网金融、跨境金融、中国大陆以外业务等金融和泛金融领域的建设和发展。

腾讯在云服务器、云数据库、CDN、大数据平台、生物识别技术、人工智能（AI）、视频、反欺诈、智能客服等基础云计算服务能力和金融 Paas/SaaS 具备优势；公司具备在银行和泛金融领先的 IT 信息技术解决方案和资源优势，完善的境内外金融行业业务布局，建设运营全互联网化金融系统的技术和能力，为传统金融用户以及互联网海量用户提供服务的经验和行业影响力等行业解决方案能力的优势。双方强强联合提供：1）新的银行互金平台（智慧银行、数字银行）解决方案；2）打造智能金融云平台；3）公司的金融软件系统与腾讯的大数据技术平台 TBDS 和机器学习平台 DI-X 进行产品技术整合，提供更为一体化和高性能的产品体系。

目前已经与腾讯展开了深度合作，拓展业务中台解决方案。技术中台包括微服务平台、应用开发平台（微服务后端统一开发框架、微服务前端统一开发框架、微前端框架、批处理调度框架）、OpenAPI 平台（API 全生命周期管理、开发者门户、API 运营）、一站式 devops 平台（敏捷管理、持续集成、持续测试和持续部署）。公司为银行核心系统龙头，结合腾讯技术优势，切入中台系统优势明显，成长空间更加广阔。

四、香港及东南亚布局完善，厚积薄发再造弹性

（一）市场拓展成果显著，厚积迎来薄发

公司 2015 年开始布局中国大陆以外业务，在中国香港设立长亮控股（香港），2016 年收购专注于香港及东南亚地区银行外汇交易系统业务的乾坤烛，在马来西亚收购专注中小银行信息化建设的 CEDARPLUS 公司，并在 2018 年设立长亮泰国孙公司，长亮控股专门在国内设立了长亮海腾，作为中国大陆以外研发与交付中心。2019 年上半年，公司通过增资持股印度尼西亚长亮领臻 70%股权、新加坡 COMETWAVE 公司 85%的股权。至 2019 年上半年，公司基本完成了在东南亚地区的战略性业务布局，业务延伸到东盟十国中的越南、泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、新加坡等国家。并以东南亚国家为跳板，将业务拓展到了中东地区。

目前，公司主要合同对象包括中国香港 MG 商业银行、同万兆丰商业银行、CIMB 联昌银行、大城银行(BAY)、印尼金光银行、泰国中小型企业发展银行。业务涉及核心业务系统、数字银行解决方案、互联网核心+传统核心的替换等。以印尼金光银行为例，与其达成的合作是用长亮互联网核心系统+传统核心系统替换下原先的核心系统。金光银行使用双核心系统，一方面可借助互联网核心系统的互联网化、高并发、海量数据处理、快速获得大数据分析与移动技术等优势进行互联网业务拓展，扩大业务范围；另一方面，又可利用传统核心系统安全、稳定、效率、灵活等特点，满足线下业务高效稳定处理以及产品快速创新发布。使金光银行在稳步发展的基础上拓展业务金光银行为印尼银行界的风向标，有望形成示范效应，对长亮在印尼市场的业务开展具有重大意义。

图表 30 公司在中国香港及东南亚地区客户拓展顺利

主要合同对象	主要产品及特征
中国香港 MG 商业银行	核心业务系统、资金系统、网银系统以及移动银行
同万兆丰商业银行	技术许可、核心业务系统、资金系统、网银系统、移动银行系统解决方案以及交付初期的维护服务
CIMB 联昌银行	提供整体的数字银行解决方案，助力该行奠定东南亚银行数 字化领导者地位
大城银行(BAY)	互联网核心系统的竞标中，击败美国老牌金融 IT 巨头
印尼金光银行	互联网核心+传统核心的替换合作，金光银行为印尼银行界的风向标，有望形成示范效应，对长亮在印尼市场的业务开展具有重大意义
泰国中小型企业发展银行	核心业务项目，支持在启用敏捷/微服务中开发系统，快速支持新产品和服务发布

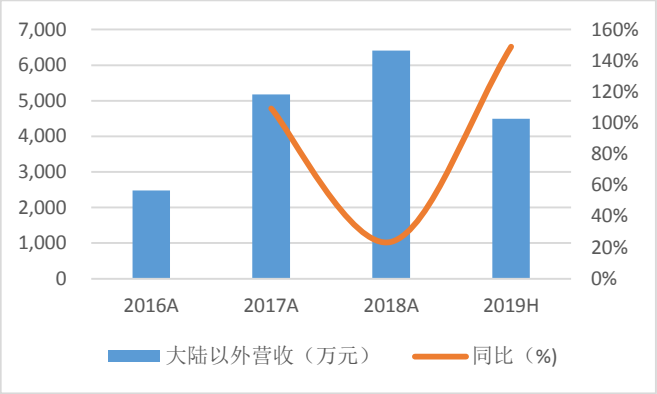
资料来源：公司网站，华创证券

（二）业务进入快速成长期，有望贡献较大业绩弹性

2016 年以来，公司中国大陆以外业务营收实现快速增长，其中，2017 年中国大陆以外业务同比增长 109%，达到 5181 万元。2018 年，中国大陆以外业务组织机构进行调整，以应对更大规模的扩张，对当年营收增速有所影响，但为 2018 年更快增长打下基础。2019 年上半年，公司中国大陆以外市场实现新增合同额 8888 万元，同比增长 136%，实现收入 4493 万元，同比增长 149%，中国大陆以外业务进入快速成长期。

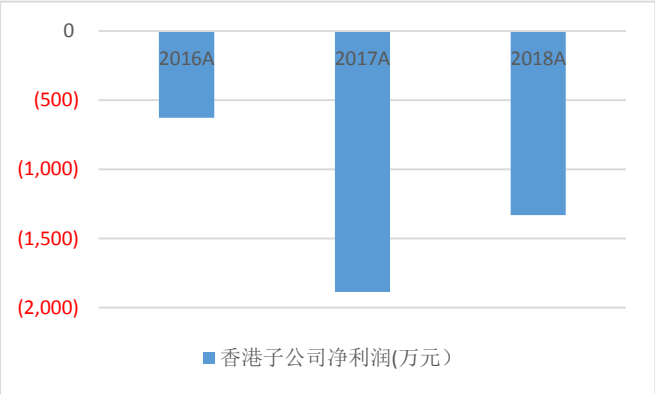
2019 年有望大幅减亏，后续料将贡献较大业绩弹性。由于前期需要相应的研发，销售渠道建设产生的费用也早于营收的发生，加之开始阶段交付效率相对较低，中国大陆以外业务导入阶段亏损较多，多业绩进行拖累，2017 年，中国香港子公司亏损 1886 万元；2018 年，中国香港子公司亏损 1331 万元，考虑到 2018 年东南亚其他子公司进一步丰富，预计 2018 年中国香港及东南亚地区总亏损仍处于较高水平。2019 年，公司香港及东南亚营收增速显著提升，随着收入规模进一步扩大，全年有望显著减亏，后续年度有望贡献较大业绩弹性。

图表 31　2019H，中国大陆以外营收快速增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 32　中国大陆以外业务对业绩影响较大



资料来源：公司公告，华创证券

（三）依托国内技术优势，东南亚市场独具竞争力

公司提供的银行信息化解决方案相对 IBM、FIS、Silverlake 等竞争对手有着独特优势。东南亚互联网渗透率快速提升，金融互联网化，快速推进，公司拟提供的可同时支撑传统金融业务与互联网金融业务的整体解决方案，可帮助客户迅速适应互联网化转型。目前，公司核心系统功能及稳定性得到诸多大型银行客户认可，同时在移动支付、互联网金融等业务方面大幅领先对手，贴合东南亚各国银行业务转型需求。此外，过去经验积累及与合作伙伴进一步深化，香港和东南亚项目交付能力有了实质提升，助力中国大陆以外营收实现。

图表 33　东南亚银行 IT 市场主要参与者

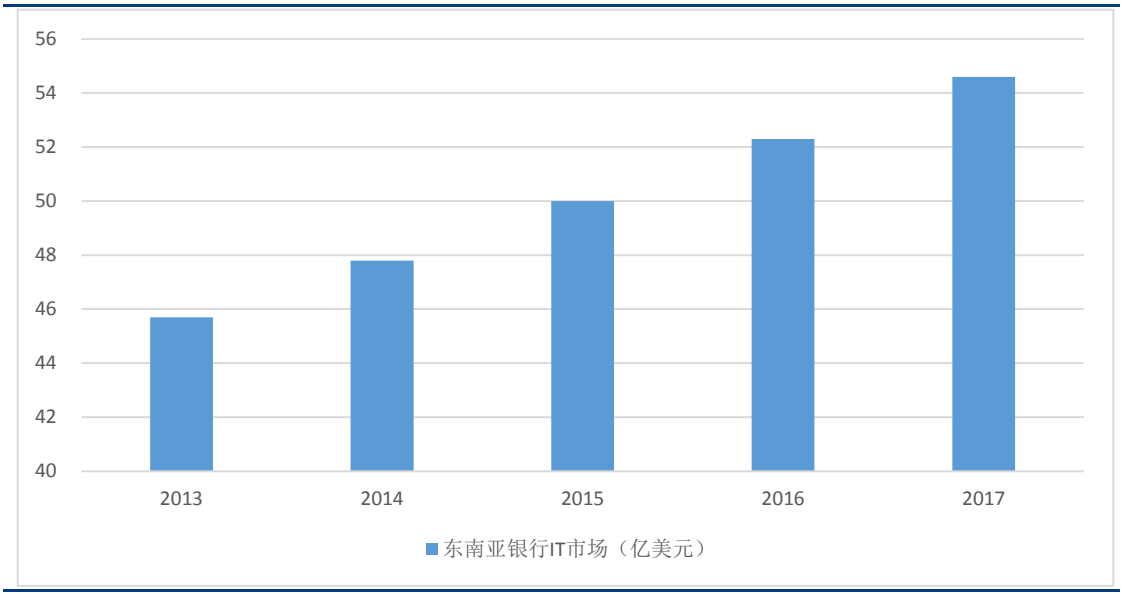
公司	主要业务及市场
TEMENOS	1993 年成立，总部位于日内瓦，全球超过 3000 家公司使用公司产品，包括前 50 家银行中的 41 家，推出 TEMENOS T24 和 TEMENOS Corebanking，在东南亚占据较好市场份额
Oracle	金融科技业务主要由子公司甲骨文金融服务公司开展，前身为 i-flex solutions，核心产品为 Oracle FLEXCUBE 系统，在全球多个地区均排名靠前
TCS	印度塔塔咨询服务公司，涉及金融 IT 产品、技术服务、服务外包，推出过 BaNCS 等解决方案，业务主要在亚太地区（主要是印度），其次是西欧
FIS	全球金融 IT 龙头，内生+外延持续扩张，2018 年营收为 84.23 亿美元
SILVERLAKE	马来西亚金融 IT 公司，在东南亚占据一定市场份额，2017 年实现营收 1.18 亿美元

资料来源：各公司网站，Wind，华创证券

（四）东南亚市场空间广阔，产品定价较高，有望带来较好回报

东南亚地区商业银行业务结构与欧美国家类似，大多数使用欧美等国家提供的银行信息化系统，本土 IT 厂商实力较弱，系统更新较慢。因此，东南亚国银行 IT 定价也是对标欧美，产品价格和市场空间均较为可观。据 Celent 资料，2017 年，东南亚银行 IT 市场规模为 55 亿美元。随着互联网发展，智能手机渗透率提升，东南亚金融互联网化趋势凸显，但银行原有 IT 系统难以支撑，因此核心系统更新、数字化银行改造，以更好满足零售业务创新，并以更低的成本满足用户多元需求。

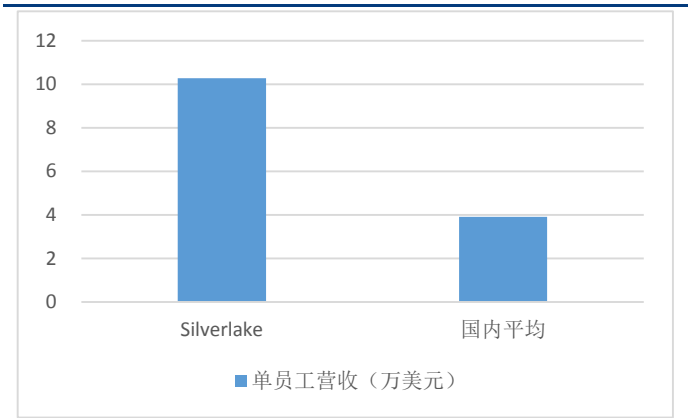
图表 34 东南亚银行 IT 市场空间较大



资料来源：Hua Zhang，Southeast Asia IT Spending in Banking，华创证券

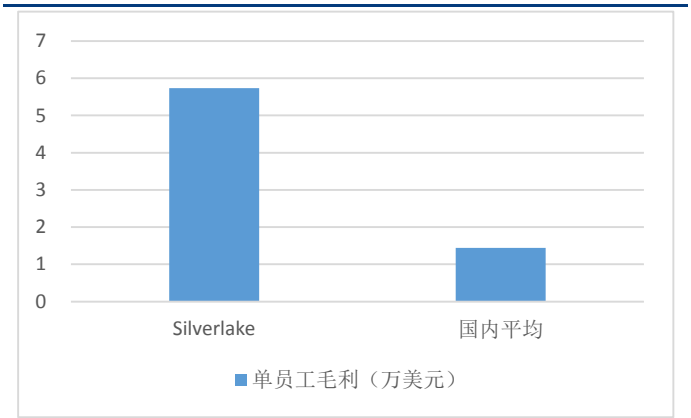
Silverlake 是马来西亚银行 IT 公司，主要业务为东南亚地区，单人产出显著高于国内。Silverlake2017 财年实现营收 5.50 亿马来西亚林吉特，约合 1.31 亿美元（按 1 马来西亚林吉特=0.2385 美元换算），实现毛利 3.08 亿马来西亚林吉特，约合 0.73 亿美元。2017 年员工数为 1275 人，测算单员工创造营收为 10.27 万美元，单员工实现毛利 5.73 万美元，而 2017 年公司典型银行 IT 公司平均单人营收为 3.91 万美元（按 1 人民币=0.1429 美元换算），平均单人毛利为 1.44 万美元。Silverlake 单人产出显著过于国内银行 IT 行业，表明东南亚银行 IT 市场产品定价较高，IT 提供商盈利能力较好。

图表 35 2017 年 Silverlake 及国内金融 IT 公司人均营收



资料来源：Silverlake 年报，华创证券 注：国内平均选取的公司为长亮科技、宇信科技、科蓝软件、天阳科技、高伟达、安硕信息

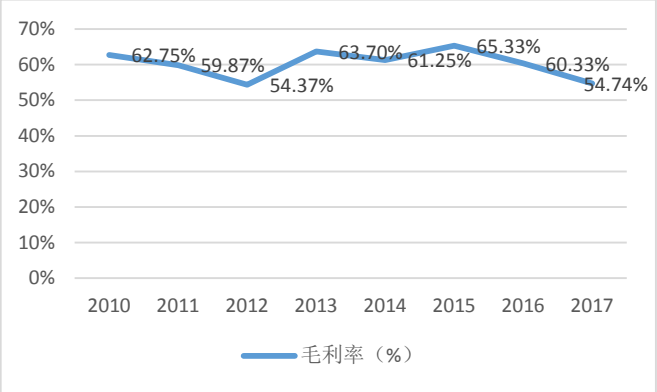
图表 36 2017 年 Silverlake 及国内金融 IT 公司人均毛利



资料来源：Silverlake 年报，华创证券 注：国内平均选取的公司为长亮科技、宇信科技、科蓝软件、天阳科技、高伟达、安硕信息

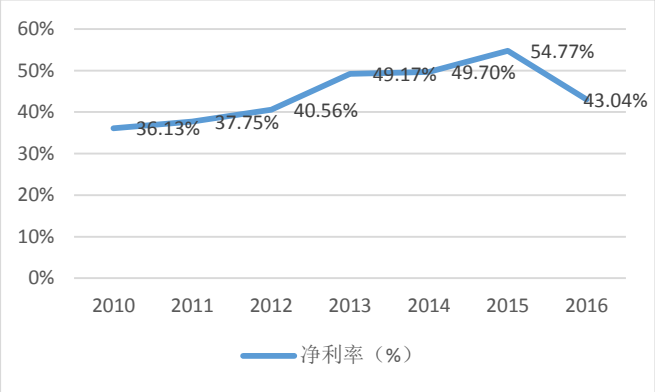
Silverlake 毛利率和净利率也显著高于国内金融 IT 行业。2010 年以来，毛利率大多在 60%以上，净利率在 30%以上，随着公司维护和升级服务占比提升，净利率也呈现进一步提升的趋势。Silverlake 较高的毛利率和净利率水平一定程度说明东南亚银行 IT 市场定价较高，行业竞争相对不激烈，而且用户一旦形成粘性，后续带来的维护和升级需求也将较为可观。

图表 37　Silverlake 毛利率水平较高



资料来源：Silverlake 年报，华创证券

图表 38　Silverlake 净利率较高



资料来源：Silverlake 年报，华创证券

五、盈利预测与估值分析

（一）核心假设

核心假设 1：中国大陆市场银行核心系统中标率维持较高水平，金融核心类解决方案订单和营收继续保持较快增长；受益《银行业金融机构数据治理指引》推进、金融互联网化持续，大数据类解决方案和互联网金融类解决方案继续保持较快增长。

核心假设 2：随着产品打磨成熟及渠道和实施能力提升，中国大陆以外业务未来三年订单及营收保持快速增长。

核心假设 3：毛利率相对稳定，大陆费用增速和营收基本匹配，中国大陆以外费用率下降，综合净利率逐步提升。

（二）盈利预测

我们维持预测公司 2019 年-2021 年归属母公司净利润分别为 1.40 亿元、2.51 亿元、3.20 亿元。

（三）估值分析

参考可比公司拟估值水平，维持目标价 20.01 元/股，对应 2020 年 38 倍 PE，考虑海外业务明显加速，标杆案例奠定更加明确优势，上调至“强推”评级。

图表 39　可比公司估值（截至 2019.08.16）

公司名称	股价	EPS				PE			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
润和软件	15.16	0.39	0.52	0.68	0.86	39	29	22	18
恒生电子	66.87	1.04	1.06	1.38	1.78	64	63	48	38
顶点软件	66.85	1	1.25	1.53	1.9	67	53	44	35
平均值						57	49	38	30

资料来源：Wind、华创证券　　注：顶点软件盈利预测来自 Wind 一致预期

六、风险提示

银行 IT 支出大幅下滑，新业务推进不达预期，中国大陆以外业务拓展不达预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	550	812	1,057	1,411
应收票据	0	0	0	0
应收账款	682	558	536	453
预付账款	2	7	9	11
存货	0	7	9	11
其他流动资产	17	36	47	58
流动资产合计	1,251	1,420	1,658	1,944
其他长期投资	41	41	41	41
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	270	243	256	269
在建工程	0	26	26	26
无形资产	49	32	26	19
其他非流动资产	207	161	159	159
非流动资产合计	572	508	513	519
资产合计	**1,823**	**1,928**	**2,171**	**2,463**
短期借款	150	150	150	150
应付票据	0	0	0	0
应付账款	12	28	35	45
预收款项	30	28	54	69
其他应付款	4	4	4	4
一年内到期的非流动负债	11	11	11	11
其他流动负债	97	96	102	117
流动负债合计	304	317	356	396
长期借款	52.00	52.00	52.00	52.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	227	227	227	227
非流动负债合计	279	279	279	279
负债合计	**583**	**596**	**635**	**675**
归属母公司所有者权益	1,231	1,322	1,526	1,778
少数股东权益	10	10	10	10
所有者权益合计	**1,240**	**1,332**	**1,536**	**1,788**
负债和股东权益	**1,823**	**1,928**	**2,171**	**2,463**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**19**	**296**	**324**	**447**
现金收益	101	165	280	353
存货影响	1	-7	-2	-2
经营性应收影响	-183	94	-8	53
经营性应付影响	-11	14	34	24
其他影响	111	29	20	20
投资活动现金流	**-60**	**-46**	**-30**	**-30**
资本支出	-3	-6	-30	-29
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-57	-40	0	-1
融资活动现金流	**206**	**12**	**-49**	**-63**
借款增加	12	0	0	0
财务费用	-30	-9	0	0
股东融资	223	0	0	0
其他长期负债变化	236	21	-49	-63

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,087**	**1,410**	**1,806**	**2,286**
营业成本	536	691	884	1,119
税金及附加	5	7	9	11
销售费用	87	103	119	150
管理费用	402	441	487	617
财务费用	8	2	6	9
资产减值损失	24	25	28	28
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资收益	1	3	0	0
其他收益	7	9	11	12
营业利润	**36**	**154**	**285**	**364**
营业外收入	0	5	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**36**	**159**	**285**	**364**
所得税	-22	19	34	44
净利润	**58**	**140**	**251**	**320**
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	**56**	**140**	**251**	**320**
NOPLAT	71	142	256	328
EPS(摊薄)（元）	0.12	0.29	0.52	0.66

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23.6%	29.6%	28.2%	26.6%
EBIT 增长率	-58.5%	262.3%	80.5%	28.1%
归母净利润增长率	-35.6%	147.9%	79.2%	27.7%
获利能力				
毛利率	50.7%	50.9%	51.1%	51.0%
净利率	5.3%	9.9%	13.9%	14.0%
ROE	4.6%	10.5%	16.3%	17.9%
ROIC	2.9%	9.5%	15.8%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	30.9%	29.3%	27.4%
债务权益比	35.5%	33.1%	28.7%	24.6%
流动比率	411.5%	447.9%	465.7%	490.9%
速动比率	411.5%	445.7%	463.2%	488.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转天数	199	158	109	78
应付账款周转天数	9	10	13	13
存货周转天数	0	2	3	3
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.29	0.52	0.66
每股经营现金流	0.04	0.61	0.67	0.93
每股净资产	2.55	2.74	3.16	3.69
估值比率				
P/E	83	50	28	22
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	345	148	87	69

资料来源：公司公告，华创证券预测

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第 2 名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第 6 名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘逍遥

中国人民大学管理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500