



2017 年 12 月 18 日

持有(首次评级)

当前价: 36.42 元

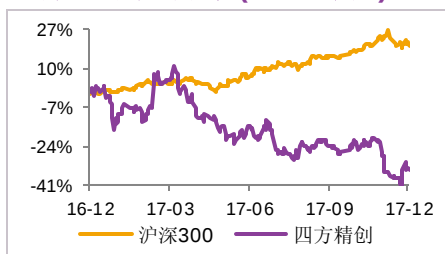
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001

电话: 010-64814022

邮箱: guojianan@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	367	496	659	857
(+/-)	22.2%	35.0%	33.0%	30.0%
净利润	76	125	164	209
(+/-)	49.4%	65.7%	30.6%	27.6%
EPS(元)	0.73	1.16	1.52	1.94
P/E	76	31	24	19

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

四方精创(300468.SZ)

【联讯计算机】银行IT外包需求增长，区块链外延多点开花

投资要点

◇ 互联网金融业务渗透，带来金融科技 IT 外包需求增长

互联网金融业务的快速发展对商业银行业务冲击日益显现，半年报显示中国银行的智能柜台上半年对比去年激增 4344.66%，农业银行投放“超级柜台”达到 3.6 万台，覆盖了 90% 的物理网点，中国 IT 服务外包市场 2014-2018 年复合增长率将达 23.14%，2014-2019 年间，全球 IT 外包年复合增长率 4.41%。

◇ 公司多年深耕具备高企业壁垒，大客户资源稳定

1)、拥有中国银行及中银香港两大商业银行核心客户 2)、拥有近 400 人的大型机平台开发团队，覆盖大、中、小、微型机多平台技术开发 3) 技术人员占比多年维持 90% 以上，2016 年占比 92.56% 4)、跨境经营具备国际化视野和理念优势

◇ 主导区块链产业联盟，外延多点开花

1、与 IBM 开展项目合作进行区块链技术应用研究 2、成为中国首个区块链联盟“金链盟”联合发起人 3、与钱方好近签订战略合作协议，深化跨境支付业务

◇ 公司净利率及研发费用占比均处于同行业首位

四方精创 2016 年毛利率 50.28%，仅次于长亮科技，净利率 2014 年-2016 年分别为 24.94%、16.86%、20.60%，均位于同行业首位。2014 年-2016 年四方精创研发费用占总营收比率一直处于上升态势，并且在 2016 年行业内排名第一，达到 18.27%。

◇ 投资建议

公司作为专业银行解决方案提供商，受益于互联网金融业务渗透，带来的金融科技 IT 外包需求增长，具有高企业壁垒，参与研发区块链技术并且外延深化跨境支付业务，未来盈利将受益于产业升级及新技术驱动因素。

我们预计 17-19 年分别实现归母净利润 1.25/1.64/2.09 亿元，EPS 分别为 1.16/1.52/1.94 元。

◇ 风险提示

传统主营业务发展不及预期，外延技术发展及应用不及预期



目 录

一、互联网金融业务渗透，带来金融科技 IT 外包需求增长	5
1、互联网金融对商业银行造成业务冲击	5
2、商业银行积极转型，采取八大应对措施	8
(1)、银行智能柜台上半年同比激增 4344.66%	9
(2)、中国 IT 服务外包市场 2014-2018 年复合增长率将达 23.14%，2014-2019 年间，全球 IT 外包年复合增长率 4.41%	9
二、公司多年深耕具备高企业壁垒，大客户资源稳定	12
1、ITO 业务为公司主营业务	12
2、公司具有多重竞争优势，具备高企业壁垒	13
(1)、拥有中国银行及中银香港两大型商业银行核心客户	13
(2)、拥有近 400 人的大型机平台开发团队，覆盖大、中、小、微型机多平台技术开发	14
(3)、技术人员占比多年维持 90%以上，2016 年占比 92.56%	15
(4)、跨境经营具备国际化视野和理念优势	16
3、2016 年下半年公司主营业务增速触底回升	17
三、加入区块链产业联盟，外延多点开花	18
1、与 IBM 开展项目合作进行区块链技术应用研究	18
2、成为中国首个区块链联盟“金链盟”联合发起人	18
3、与钱方好近签订战略合作协议，深化跨境支付业务	19
四、行业竞争格局仍旧竞争激烈，公司净利率及研发费用占比均处于首位	20
1、四方精创 2014-2016 年净利率均位于行业内公司首位	20
2、四方精创 2016 年研发费用占总营收比率 18.27%位于行业内公司首位	21
3、四方精创多年位于行业均值之下，整体估值较低	22
五、盈利预测与投资建议	23
1、盈利预测	23
2、估值及投资建议	23
六、风险提示	23

图表目录

图表 1： 互联网金融交易规模及增长率	5
图表 2： 互联网金融对商业银行的三大冲击	5
图表 3： 多家支付中介推出第三方支付服务	6
图表 4： 2015 年 Q3 我国第三方支付市场份额	6
图表 5： 2017 年 Q1 我国第三方支付市场份额	6
图表 6： 第三方支付中介市场规模	7
图表 7： 线上金融服务产品种类持续增加	7
图表 8： 多家投融资业务中间商提供服务	8
图表 9： 商业银行的八大主要应对措施	8
图表 10： 银行主要应对措施	8



图表 11: 《中国银行业 IT 解决方案市场 2014-2018 预测与分析》	9
图表 12: 大型商业银行 IT 服务外包特点.....	10
图表 13: 港澳银行 IT 服务外包特点.....	10
图表 14: 近 5 年国家出台相关行业政策.....	11
图表 15: 公司发展阶段	12
图表 16: 银行 IT 服务外包产业示意图.....	12
图表 17: ITO 业务流程图.....	13
图表 18: 公司核心客户采购量占比.....	14
图表 19: 各职能员工数总占比.....	15
图表 20: 2016 年各职能员工占总员工数比例.....	15
图表 21: 公司境外营业收入与总营收比对	16
图表 22: 上市之初所获部分奖项	16
图表 23: 2012-2016 年营收增长率.....	17
图表 24: 2015-2017 年中报营收增长率.....	17
图表 25: 2012-2016 年营收总额.....	17
图表 26: 2015-2017 年中报营收总额.....	17
图表 27: 四方精创外延两项举措	18
图表 28: 金链盟发起人及联合单位共 31 家.....	19
图表 29: 钱方好近公司概况	19
图表 30: 钱方好近商户 APP	20
图表 31: “好近”生意王.....	20
图表 32: 2014 年-2016 年总营收（亿元）	20
图表 33: 2014 年-2016 年净利润	20
图表 34: 2014 年-2016 年毛利率	21
图表 35: 2014 年-2016 年净利润率.....	21
图表 36: 2014 年-2016 年应收账款（亿元）	21
图表 37: 2014 年-2016 年研发费用与总营收比率.....	21
图表 38: 竞争对手 PE 一览.....	22
图表 39: 可比公司一览	23
附录: 公司财务预测表（百万元）	24



投资案件

投资评级与估值

公司作为专业银行解决方案提供商，受益于互联网金融业务渗透，带来的金融科技 IT 外包需求增长，具有高企业壁垒，参与研发区块链技术并且外延深化跨境支付业务，未来盈利将受益于产业升级及新技术驱动因素。

我们预计 17-19 年分别实现归母净利润 1.25/1.64/2.09 亿元，EPS 分别为 1.16/1.52/1.94 元。

关键假设点

1、互联网金融业务渗透，带来金融科技 IT 外包需求增长。互联网金融业务的快速发展对商业银行业务冲击日益显现，半年报显示中国银行的智能柜台上半年对比去年激增 4344.66%，农业银行投放“超级柜台”达到 3.6 万台，覆盖了 90%的物理网点，中国 IT 服务外包市场 2014-2018 年复合增长率将达 23.14%，2014-2019 年间，全球 IT 外包年复合增长率 4.41%。

2、公司多年深耕具备高企业壁垒，大客户资源稳定。1)、拥有中国银行及中银香港两大商业银行核心客户 2)、拥有近 400 人的大型机平台开发团队，覆盖大、中、小、微型机多平台技术开发 3)技术人员占比多年维持 90%以上，2016 年占比 92.56% 4)、跨境经营具备国际化视野和理念优势

3、主导区块链产业联盟，外延多点开花。1、与 IBM 开展项目合作进行区块链技术应用研究 2、成为中国首个区块链联盟“金链盟”联合发起人 3、与钱方好近签订战略合作协议，深化跨境支付业务

有别于大众的认识

市场普遍认为，公司是一家银行 IT 外包解决方案上市公司，但我们认为公司所在行业目前面临产业升级，需求强劲，随着科技金融在银行业的持续渗透，以及区块链技术的快速发展应用，未来予以看好。

股价表现的催化剂

- 1、银行业科技金融产品升级需求不断增高
- 2、区块链出现技术突破及应用

核心假设风险

- 1、传统主营业务发展不及预期；
- 2、外延技术发展及应用不及预期。

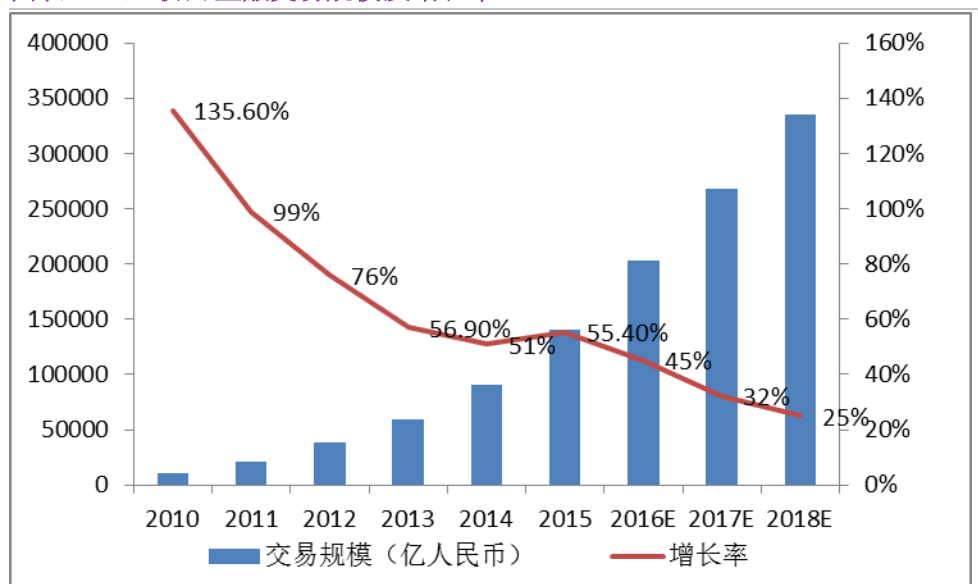


一、互联网金融业务渗透，带来金融科技 IT 外包需求增长

1、互联网金融对商业银行造成业务冲击

2013 年以来，以阿里巴巴、腾讯、百度等互联网巨头为代表，借助第三方支付或社交平台所积累的客户以及数据资源，从余额理财切入，并拓展消费金融，乃至发起设立民营银行，导致互联网金融业务的快速发展对商业银行业务冲击日益显现。

图表1： 互联网金融交易规模及增长率

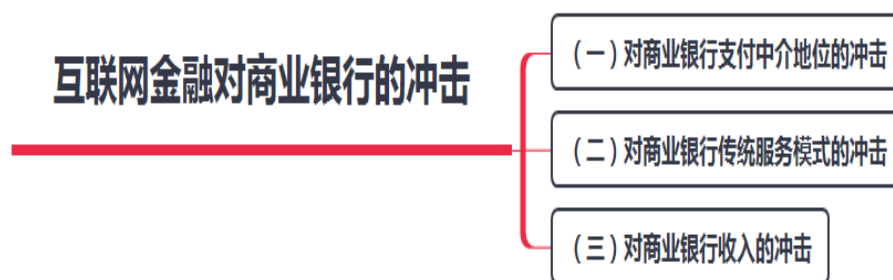


资料来源：中国报告大厅 联讯证券

在此趋势下，商业银行面对主动或被动加大科技投入的局面，在强化传统电子银行优势的基础上，积极介入互联网金融领域，力争保留在结算、理财方面的一贯优势。

新兴互联网金融对传统银行业务形成了三大方面的冲击：

图表2： 互联网金融对商业银行的三大冲击



资料来源：互联网 联讯证券

- (一) **对商业银行支付中介地位的冲击。**2011 年中国人民银行颁发《支付业务许可证》以来，大量的第三方支付企业获得牌照，业务涉及货币兑换、互联网支付、数字电视支付、预付卡发行与受理以及银行卡收单等多种类型。导致商业银行对于线下支付的垄断被打破，第三方支付成为电子商务领域运用最广泛的支付模式。



随着互联网的高速发展，使第三方支付的功能越来越强大，银行支付结算功能日趋被弱化，商业银行结算业务的垄断收益被持续分流，结算业务的中间业务收入遂逐年下降。

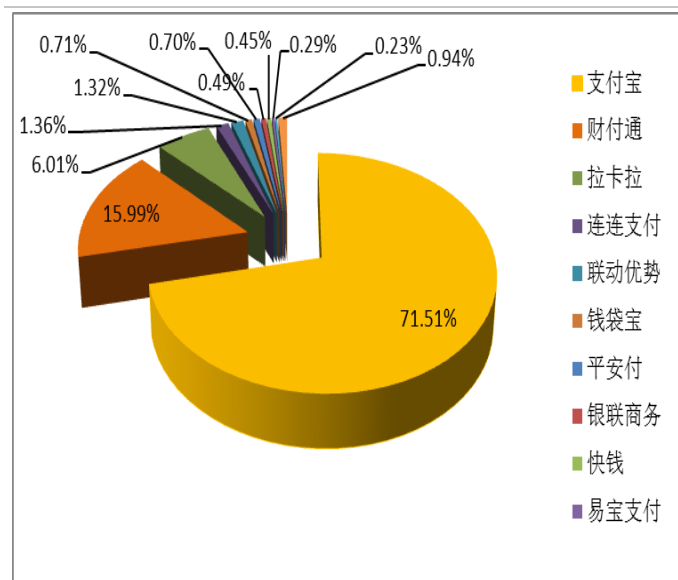
图表3： 多家支付中介推出第三方支付服务



资料来源：互联网 联讯证券

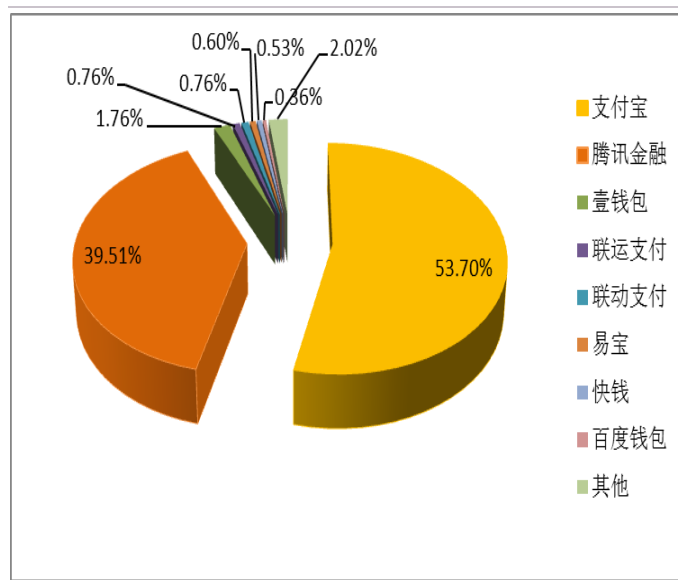
第三方支付市场份额日益集中，形成阿里、腾讯两方割据占领市场 93.21%市场份额，其他第三方支付瓜分剩余 6.79%市场的市场竞争格局。

图表4： 2015 年 Q3 我国第三方支付市场份额



资料来源：中国产业信息网 联讯证券

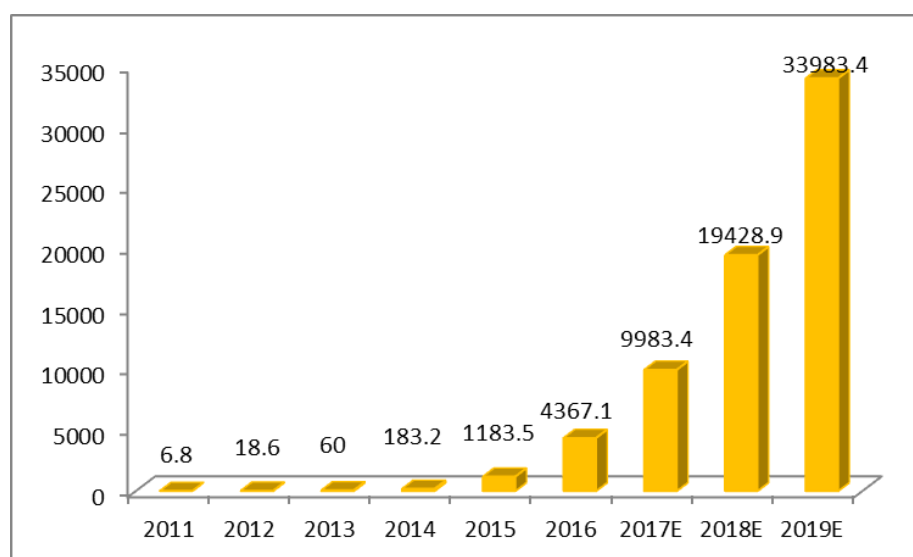
图表5： 2017 年 Q1 我国第三方支付市场份额



资料来源：中国产业信息网 联讯证券



图表6：第三方支付中介市场规模



资料来源：中国产业信息网 联讯证券

(二) 对商业银行传统服务模式的冲击。互联网技术发展，客户接受金融服务的方式产生了改变，更多地通过各种偏好的终端，对商业银行原有的服务模式提出挑战，传统的以“物理网点”为基础衍生的对客户的服务，在互联网金融时代优势减弱，以尊重客户体验、体现个性化、多样性的模式更多的被互联网金融客户所看重。

为客户创造全新的体验方式，从客户真正需求入手，成为互联网金融的显著特征。

图表7：线上金融服务产品种类持续增加



资料来源：互联网 联讯证券



(三) **对商业银行收入的冲击。**商业银行的收入来源主要是利差收入、中间业务收入，而互联网金融具有价格发现功能，打破了商业银行利率固化的特征，通过市场反映市场供求双方的价格偏好，双方议价成交。

由此互联网金融将进一步推动利率市场化深化发展，利用其高效、便捷、低成本等显著优势，从而影响商业银行的盈利。

图表8： 多家投融资业务中间商提供服务



资料来源：互联网 联讯证券

2、商业银行积极转型，采取八大应对措施

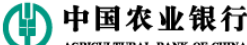
图表9： 商业银行的八大主要应对措施

商业银行的八大主要应对措施

- (一) 进军直销银行
- (二) 搭建电商平台
- (三) 网上银行转型
- (四) 开发基于社交平台的金融服务
- (五) 大力拓展移动金融
- (六) 开发线上供应链金融
- (七) 实体网点智能化升级
- (八) 线下业务线上化

资料来源：互联网 联讯证券

图表10： 银行主要应对措施

标志性措施	表现形式
直销银行	  
电商平台	   
实体网点智能化升级	  

资料来源：互联网 联讯证券



(1)、银行智能柜台上半年同比激增 4344.66%

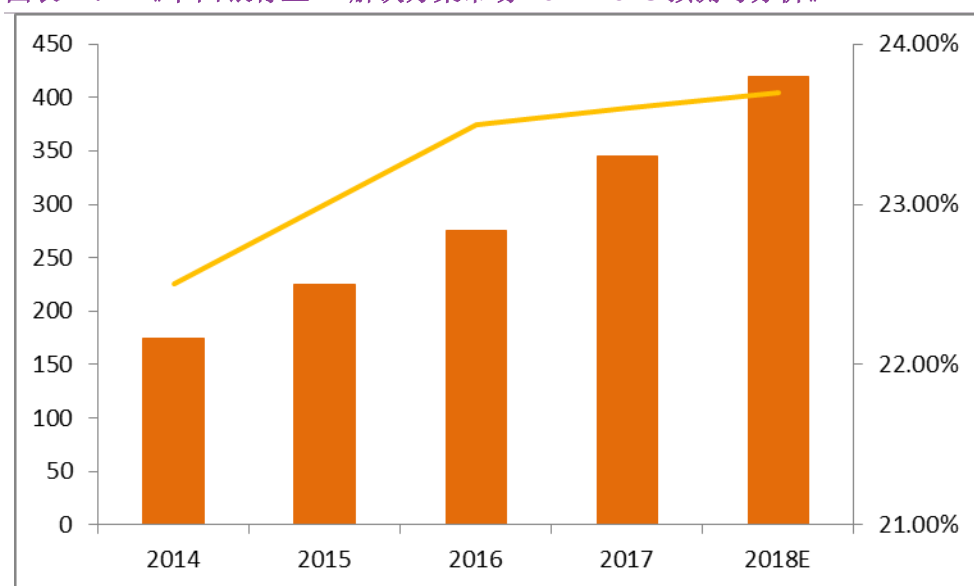
目前智能柜台可迁移传统柜合约 80% 个人非现金业务，同样业务在智能柜台办理速度较传统柜台提升约 70%，其中，流水打印业务效果最为明显，从原来的 20 分钟缩减到 2 分钟。

数据指出，今年以来智能设备的投放及使用大幅度增多，包括大堂引导员，人机对话等，半年报显示中国银行的智能柜台上半年对比去年激增 4344.66%，农业银行投放“超级柜台”达到 3.6 万台，覆盖了 90% 的物理网点。

(2)、中国 IT 服务外包市场 2014-2018 年复合增长率将达 23.14%，2014-2019 年间，全球 IT 外包年复合增长率 4.41%

中国银行业 IT 服务外包行业中，各银行信息化平台已经基本建立，银行 IT 投入进入稳步增长阶段，IDC 预测改市场 2014 年-2018 年复合增长率将达到 23.14%，市场规模将达到 419.74%，其面向系统平台包括封闭式平台（面向大型机、中型机）和开放式平台（面向小型机、服务器、微型机）。

图表 11：《中国银行业 IT 解决方案市场 2014-2018 预测与分析》



资料来源：互联网 联讯证券

此外，银行 IT 服务外包中，市场同样根据特性和需求划分为内资与港澳两类主体，内资银行需求中，5 达国有商业银行 IT 投资占银行业 IT 总投资的 52.20%。



图表12: 大型商业银行 IT 服务外包特点

特点	说明
市场规模	各类银行 IT 投资规模差距较大, 大型商业银行是银行 IT 投资的主体。从中国大陆地区 2013 年各类银行 IT 投资规模看, 5 大国有商业银行 IT 投资占银行业 IT 总投资的 52.20%, 大型商业银行对应的 IT 服务外包市场是银行 IT 服务外包最主要的市场。
业务持续性强	大型商业银行 IT 投资具有规模大、周期长、系统持续性升级和维护需求大的特点, 因此针对大型商业银行 IT 服务外包业务具有较强的可持续性。
业务规划性强	大型商业银行业务规划性强, 决策程序规范, 决策一旦做出不会轻易变动, 能够给 IT 服务外包企业以明确的业务预期, 便于调配业务资源以及自身业务规划, 降低经营风险。
性能要求高	大型商业银行资产规模大、客户数量多, 此类银行 IT 系统必须具有处理实时大量并发交易的强大能力, 具备高可靠性和高安全性, 需要智能负载管理和成熟的灾备解决方案, 可支持所有开放标准以及多技术平台、跨系统的互连和应用移植。
分工细致	系统架构复杂, 数量庞大, 功能切分更精细, 系统个数成数量级增加, 各条线的操作系统和管理分析系统更多。

资料来源:《中国银行业 IT 解决方案市场 2014-2018 预测与分析》IDC 联讯证券

港澳业务并行发展

图表13: 港澳银行 IT 服务外包特点

特点	说明
业务深入	港澳银行由于在 IT 领域发展较早, 历史沉淀较深, 其业务范围广、业务功能多且产品种类多。因 IT 技术起步早, 港澳银行系统所用的技术种类以及平台种类繁多, 从较早的汇编语言再到目前的 JAVA 等语言及 .NET 框架等均有所涉及。
国际接轨	香港作为国际金融中心之一, 金融创新和金融产品丰富多样。公司通过与香港客户密切合作, 在业务上及时研究汲取国际金融行业的先进经验, 使公司更加具备国际视野。公司在积极引进国际先进金融产品理念的同时, 借鉴国际先进理念为国内客户创新型金融业务提供 IT 服务, 实现业务增值创新。
响应快速	港澳银行建立了科学的金融研发体系, 多数业务系统非常细致、全面, 以确保客户对银行的忠诚度, 并注重高端客户的贴身服务。业务产品突出个性化、多样化, 研发上市速度快, 从长期的战略目标出发, 紧密结合行业变化的趋势, 随时针对企业、家庭或个人的需求变化设计业务产品, 具有创新意识。
文化差异	港澳银行更加注重服务质量、服务意识、商务礼仪, 而这种文化的理解和认同需要长时期的合作、适应、磨合才能做到。
流程严格	港澳银行技术分工细致明确, 重视项目人员的专业经验及资历, 极为重视安全稳定, 工作流程标准严格, 文档细致全面。

资料来源:《中国银行业 IT 解决方案市场 2014-2018 预测与分析》IDC 联讯证券

2014-2019 年间, 全球 IT 外包年复合增长率 4.41%, 主要需求来自于金融保险业、政府以及制造业, 零售和批发、电信、能源、公用事业、化工、电子和高科技、而医疗保健和生命科学等各占据不到 10%, 金融保险业是全球 ITO 市场最高贡献者。

此外, 政策催化亦不断促进产业持续健康发展。



图14: 近 5 年国家出台相关行业政策

时间	发布主题	名称	主要内容
2012 年 4 月	工业和信息化部	《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》	面向政府、金融、通信、交通、贸易、物流、能源等领域的行业信息化需求,提高关键核心应用的业务架构、应用架构、技术架构和信息架构的规划、设计与开发能力,重点突破核心业务信息系统、大型应用系统研发和应用。集中优势力量,提高应用系统与基础平台的整合能力、信息系统间的综合集成能力,形成结构完整、扩充性强、安全可靠的整体应用解决方案。
2012 年 7 月	国务院	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	到“十二五”末,实现信息产业转型升级突破。集成电路、系统软件、关键元器件等领域取得一批重大创新成果,软件业占信息产业收入比重进一步提高。
2013 年 7 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》	大力支持实施创新驱动发展战略。加大对有市场发展前景的现代信息技术产业等领域的资金支持力度。进一步发展消费金融,促进消费升级,逐步扩大消费金融公司的试点城市范围。加快完善银行卡消费服务功能,优化刷卡消费环境,扩大城乡居民用卡范围。
2014 年 12 月	国务院	《国务院关于促进服务外包产业加快发展的意见》	坚持改革创新,面向全球市场,加快发展高技术、高附加值服务外包产业;加快发展服务外包产业要以拓展国际国内市场为导向;拓展行业领域,大力发展软件和信息技术、研发、互联网、能源等领域的服务外包,推动向价值链高端延伸,为大学生就业创造更多机会;通过加大财政支持力度、完善税收政策、加强金融服务以及提升便利化水平等,培育一批创新和竞争能力强、集成水平高的龙头企业,扶持一批“专、精、特、新”中小型企业,加快推动国内服务外包产业转型升级,提升产业国际竞争力。为从事国际服务外包业务的外籍中高端管理和技术人员提供出入境和居留便利
2015 年 1 月	中国人民银行	《关于推动移动金融技术创新健康发展的指导意见》	强调移动金融是丰富金融服务渠道、创新金融产品和服务模式、发展普惠金融的有效途径和方法。推动移动金融在各领域的广泛应用,有利于拓展金融业服务实体经济的深度和广度。
2015 年 9 月 5 日	国务院	《促进大数据发展行动纲要》	《纲要》部署了三大任务和十项工程。三大任务包括:加快政府数据开放共享,推动资源整合,提升治理能力;推动产业创新发展,培育新兴业态,助力经济转型;强化安全保障,提高管理水平,促进健康发展。十项工程包括:政府数据资源共享开放工程、国家大数据资源统筹发展工程、政府治理大数据工程、公共服务大数据工程、工业和新兴产业大数据工程、现代农业大数据工程、万众创新大数据工程、大数据关键技术及产品研发与产业化工程、大数据产业支撑能力提升工程、网络和大数据安全保障工程。
2016 年 5 月	国家财政部	《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》	按照《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》(国发〔2015〕11 号)和《国务院关于取消非行政许可审批事项的决定》(国发〔2015〕27 号)规定,集成电路生产企业、集成电路设计企业、软件企业、国家规划布局内的重点软件企业和集成电路设计企业(以下统称软件、集成电路企业)的税收优惠资格认定等非行政许可审批已经取消。
2017 年 1 月	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020 年)》	对本行业“十三五”时期的发展做出了规划。在重点任务和重大工程中提到,大力发展面向新型智能终端、智能装备等的基础软件平台,以及面向各行业应用的重大集成应用平台。积极培育壮大新业态包括:云计算应用和服务、大数据发展和应用、移动互联网、物联网等领域软件创新应用。

资料来源:互联网 联讯证券



二、公司多年深耕具备高企业壁垒，大客户资源稳定

1、ITO 业务为公司主营业务

四方精创是一家以大型商业银行为核心客户，致力于为中国大陆及港澳地区的银行提供专业 IT 服务外包的企业。公司业务类型包括软件开发服务（含 IT 咨询）、应用维护及系统集成。

公司目前正处于加速创新发展阶段，期待于主营业务稳步推进，多领域开花，

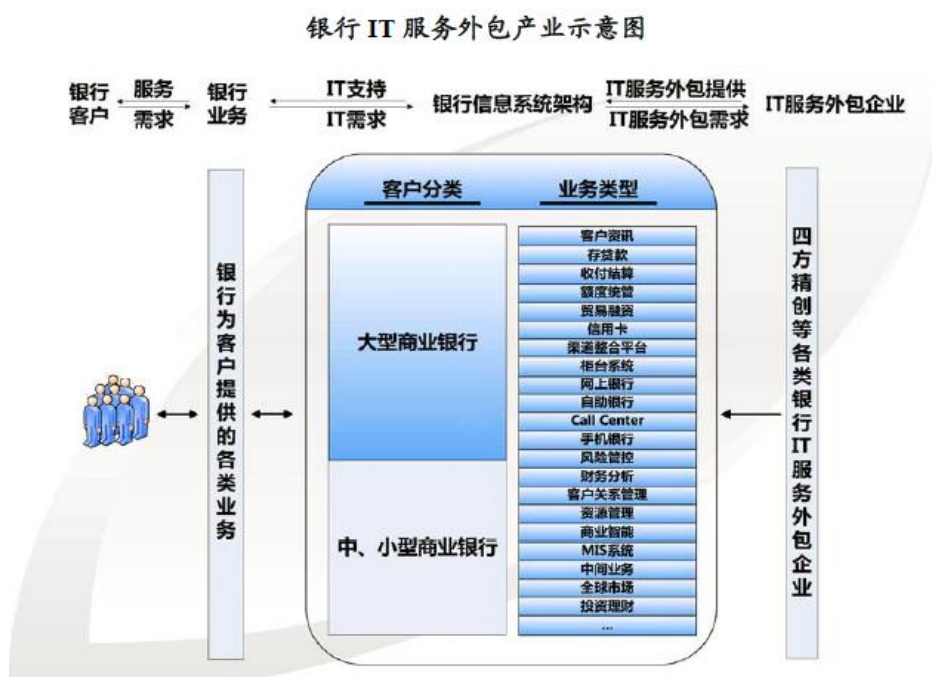
图表15： 公司发展阶段



资料来源：招股说明书 联讯证券

其中针对大型商业银行的软件开发服务是本公司最核心的业务经过多年发展，公司已成为中国银行、中银香港、东亚银行、永亨银行、大新银行、农业银行等境内外知名商业银行的 IT 服务外包提供商和合作伙伴。

图表16： 银行 IT 服务外包产业示意图



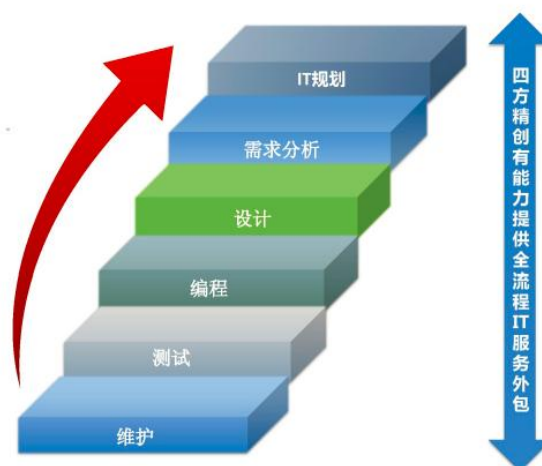
资料来源：招股说明书 联讯证券



公司业务类型属于“软件和信息技术服务外包”中的 ITO 业务。“软件与信息服务外包服务”是指向客户提供信息技术外包（ITO）服务和基于信息技术的业务流程外包（BPO）服务。

ITO 业务主要包括信息系统设计、信息技术运维、测试评估、信息系统规划、信息技术管理咨询、软件设计、软件开发等外包服务；BPO 业务主要包括数据处理、软件运营服务、容灾服务、物流管理服务平台、电子商务管理、在线娱乐平台、在线教育平台、数字内容加工处理、呼叫中心、互联网数据中心等外包服务。

图表17： ITO 业务流程图



资料来源：招股说明书 联讯证券

2、公司具有多重竞争优势，具备高企业壁垒

（1）、拥有中国银行及中银香港两大型商业银行核心客户

公司以中国银行、中银香港等境内外大型商业银行为核心客户，以大型商业银行为核心客户，具备 4 项业务优势。

1) 业务规模大，奠定公司持续发展基础

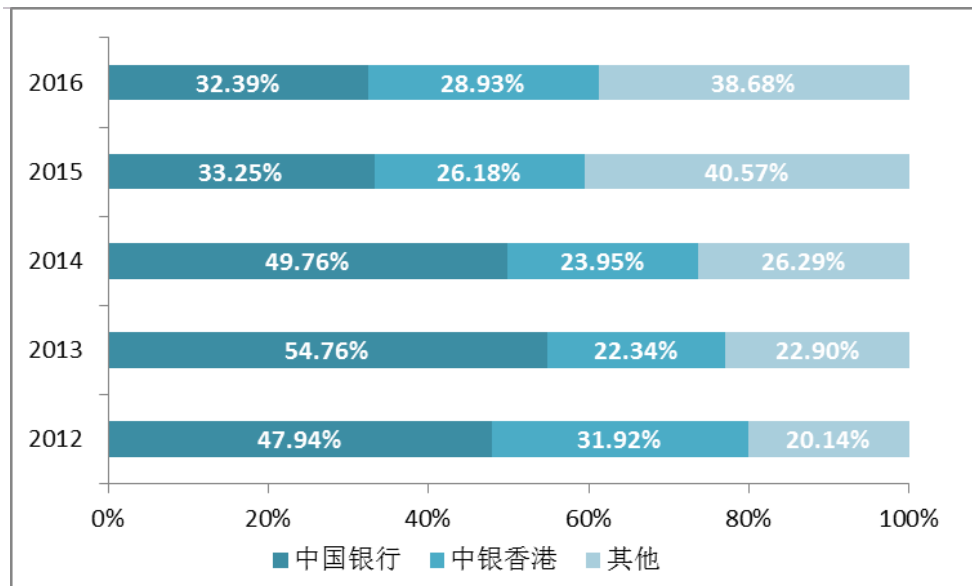
各类银行 IT 投资规模差距较大，大型商业银行是银行 IT 投资的主体。从中国大陆地区 2013 年各类银行 IT 投资规模看，5 家大型国有商业银行 IT 投资占银行业 IT 总投资的 52.20%，12 家股份制商业银行投资占比为 17.20%，其余超过 3,000 家各类中小银行投资占比仅为 30.60%。大型商业银行是银行 IT 服务外包最主要的市场，这是公司持续发展的基础。

2) 业务持续性强，降低公司市场开拓成本

大型商业银行资产规模大、客户众多，相应其业务品种、产品服务多，且不断增加、更新，相应 IT 系统也需要不断予以升级、换代乃至重新开发，因此大型商业银行 IT 外包业务持续性需求强。从公司与大型商业银行多年的合作情况看，这种业务持续性基本不会中断。客户需求持续性强意味着公司可以持续的获得稳定的业务来源，降低了公司的客户更换频率，从而大幅降低公司新客户开发的成本以及业务不确定性的风险。



图表18： 公司核心客户采购量占比



资料来源：招股说明书 联讯证券

报告期内，公司核心大客户相对稳定，中国银行、中银香港始终是公司前两大客户。

3) 业务规划性强、商业原则成熟，有利于公司财务健康、降低运营风险

大型商业银行业务规划性强，对于 IT 投入一般都有较为明确的中长期计划，同时决策程序规范，决策一旦做出不会轻易变动，一方面能够给 IT 服务外包提供商以明确的业务预期，便于调配业务资源以及自身业务规划，另一方面纳入银行预算的 IT 支出能够保证 IT 提供商的收入预期。

4) 示范效应明显，有利于公司市场开拓

“是否具备行业经验以及历史业绩表现”是银行客户选择 IT 服务外包提供商的重要条件之一。大型商业银行业务复杂、产品种类多，中小型商业银行提供的业务和产品，大型商业银行基本能够涵盖。因此在开发中小型商业银行的客户时，有大型商业银行业务经验和成功案例将具备一定优势。在开发其他大型商业银行客户时，具备同等规模或更大规模客户开发经验及成功案例就更为重要，公司具备多年大型商业银行 IT 服务外包业务经验，这也是公司除中国银行外能够不断开发中银香港、东亚银行、永亨银行、大新银行、农业银行等知名银行的主要原因。

(2)、拥有近 400 人的大型机平台开发团队，覆盖大、中、小、微型机多平台技术开发

银行 IT 系统可分为三个层次：基础硬件、操作系统、应用软件，本公司所从事的业务是应用软件开发。应用软件的开发和运行需基于硬件和操作系统组成的运行平台。根据处理能力的大小和复杂程度的高低，运行平台可分为大型机开发平台、中型机开发平台、小型机开发平台和微型机开发平台。

目前基于大型机平台的业务系统一般集中在大型国有商业银行和部分实力较强的股份制银行，其他中小型商业银行主要使用中小型机平台。从技术壁垒来看，大型机平台是基于 ZOS/MVS/ESA 环境开发，通常采用 CICS、COBOL、JCL 开发，这些技术具



有封闭性，人才培养周期长且需要大型机平台作为培养环境，因此基于大型机平台的系统开发业务进入门槛较高。

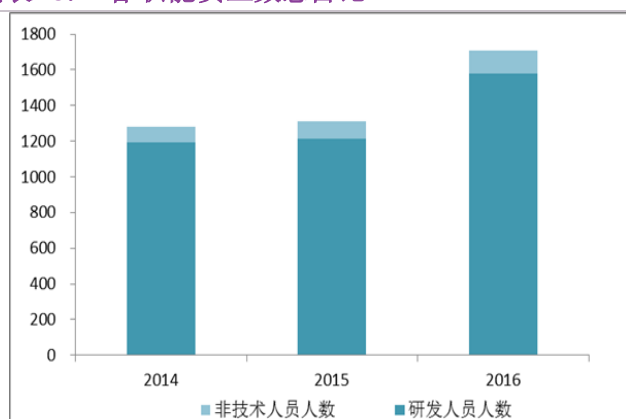
公司目前拥有近 400 人的大型机平台开发团队。本公司能够掌握从大型机到微型机多平台开发技术，同时公司已拥有在大型机至微型机等不同平台上成功开发的丰富经验。基于全面的技术覆盖，公司有能力向各种规模的商业银行提供基于多技术平台的 IT 外包服务。随着未来银行 IT 外包渗透率的提升，公司的技术先发优势将有助于进一步承接各类型银行的 IT 外包服务。

(3)、技术人员占比多年维持 90%以上，2016 年占比 92.56%

公司所处的行业属于典型的人才密集型行业，人才是公司最关键的资源。在银行 IT 服务外包行业，人才优势体现在质量和数量两个方面：人才的质量决定了公司业务能够达到的高度和层次，人才的数量决定了公司最终的交付能力。

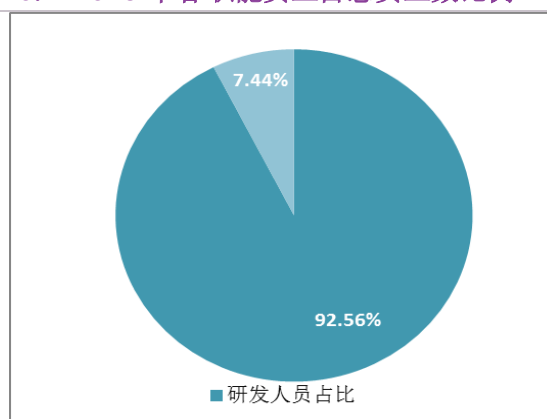
根据最新报告数据,2016年公司拥有专业银行IT 服务经验 10 年以上的核心团队,拥有过千名熟悉 IT 技术和银行业务的复合型人才,其中管理人员 104 人、销售人员 10 人、财务人员 13 人占总员工数比例 7.44%,技术人员 1580 人,占总员工人数比例 92.56%。

图表19: 各职能员工数总占比



资料来源: 公司公告 联讯证券

图表20: 2016 年各职能员工占总员工数比例



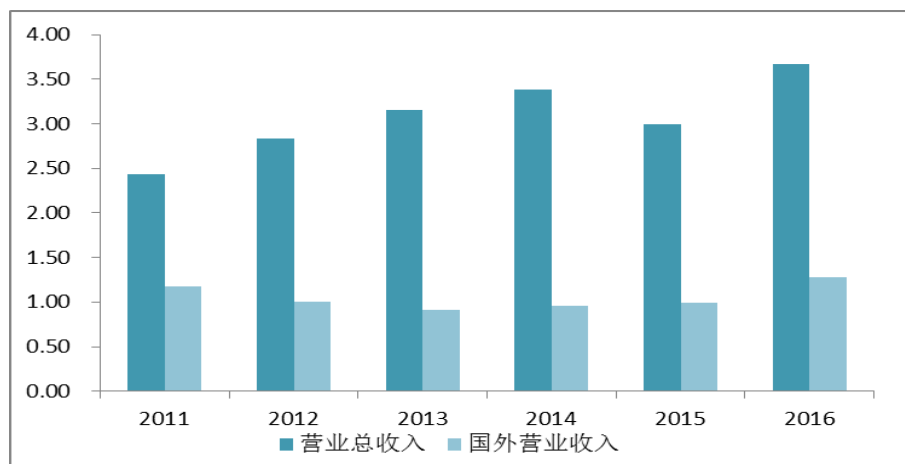
资料来源: 公司公告 联讯证券

银行 IT 系统的设计、实施一般比较复杂，公司在团队配置时也采用流程化分工，不同人负责不同环节，这降低了公司人才流失的风险。此外，公司在薪资待遇、发展方向、上升空间、福利、企业文化等方面增强员工对公司的认同感。



(4)、跨境经营具备国际化视野和理念优势

图表21: 公司境外营业收入与总营收比对



资料来源: 招股说明书 联讯证券

2016 年报, 公司来自境外营业收入占比为 34.87%。公司拥有以中银香港、东亚银行、永亨银行、大新银行等境外知名银行为代表的境外客户群, 通过与这些客户长期、密切的合作, 公司在业务上不断研究汲取国际金融行业在金融产品设计、管理系统构建、风险管控以及法律监管等方面的先进理念, 在组织架构方面, 逐渐形成了能够适应境内外不同商业文化的业务体系, 带来以下优势:

- 有利于公司培养咨询人才, 提升公司服务能力
- 有利于技术创新, 促进公司提高快速响应市场需求的能力
- 有利于公司拓展境内客户
- 有利于公司承接境内银行国际化带来的业务机会

公司是国家规划布局内重点软件企业、国家和深圳市高新技术企业, 荣获多项奖项, 拥有多项软件著作权。

图表22: 上市之初所获部分奖项

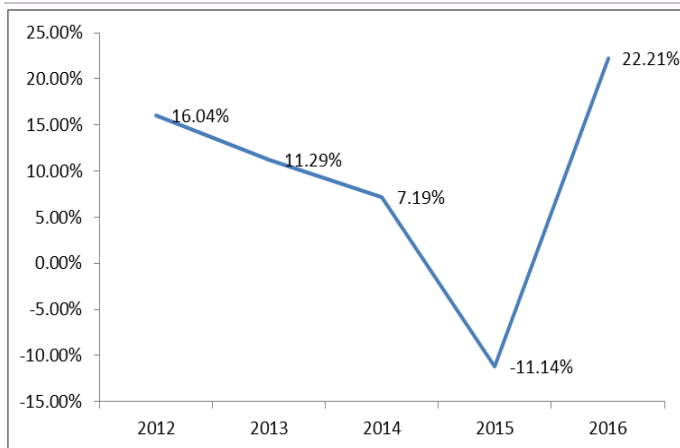
颁奖时间	获奖名称	颁奖单位
2014.08	2013 年度深圳市软件业务收入前百家企业	深圳市软件行业协会
2014.07	深圳市 2013 年度重点软件企业	深圳市经济贸易和信息化委员会
2014.05	第十八届中国国际软件博览会创新奖	中国国际软件博览会组委会
2014.05	第十八届中国国际软件博览会金奖中	中国国际软件博览会组委会
2014.03	深圳市 2013 年优秀软件企业	深圳市软件行业协会
2013.12	2013-2014 年度国家规划布局内重点软件企业	国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、商务部、国家税务总局
2013.11	AAA 级信用企业	中国软件行业协会
2013.08	2012 年度深圳市软件业务收入前百家企业	深圳市经济贸易和信息化委员会
2013.08	深圳市 2012 年度重点软件企业	深圳市经济贸易和信息化委员会
2013.06	中国服务外包成长型企业 TOP 100	中国国际投资促进会、IDC、Gartner
2013.06	第十七届中国国际软件博览会创新奖	中国国际软件博览会组委会

资料来源: 招股说明书 联讯证券



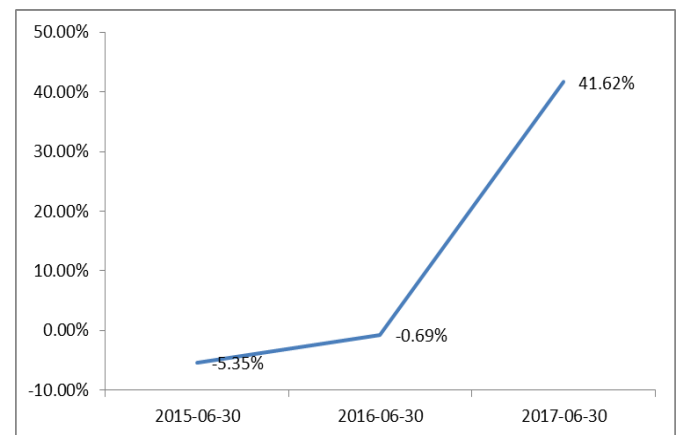
3、2016 年下半年公司主营业务增速触底回升

图表23: 2012-2016 年营收增长率



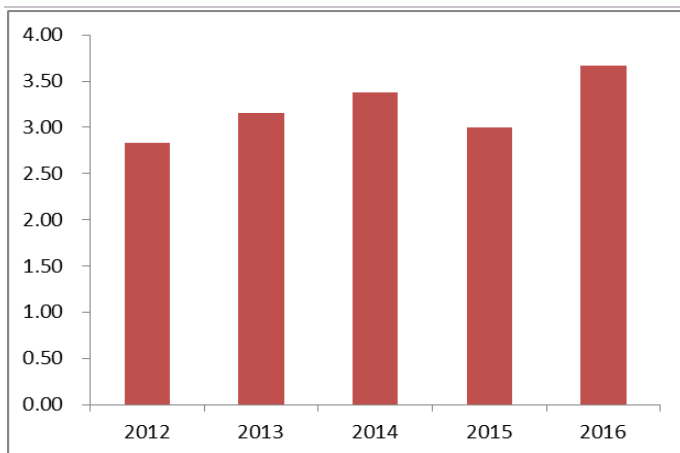
资料来源: wind 联讯证券

图表24: 2015-2017 年中报营收增长率



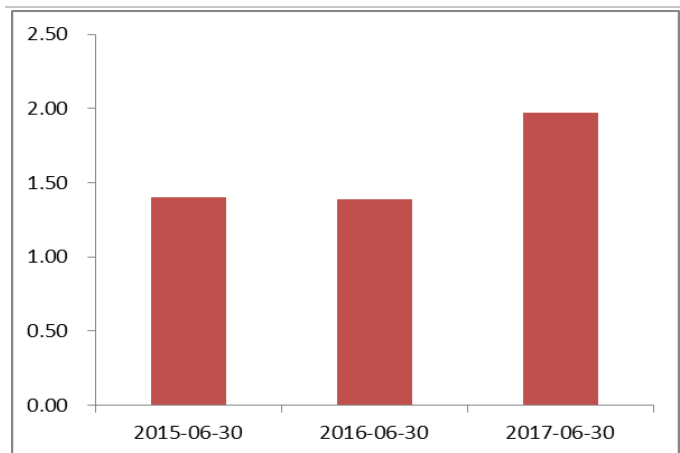
资料来源: wind 联讯证券

图表25: 2012-2016 年营收总额



资料来源: wind 联讯证券

图表26: 2015-2017 年中报营收总额



资料来源: wind 联讯证券

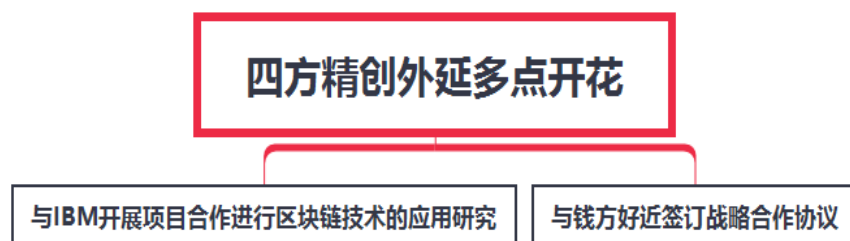
公司 2012 年至 2016 年营收增长率呈现 V 字反转态势,即经过 2013、2014 年的营收增长持续放缓后,于 2015 年首次出现负增长,然公司主营业务在 2016 年迎来高增长,逆转颓势营收正向增长 22.21%。

此外,公司中报营收在 2015 年及 2016 年均出现负增长,反观 2017 年中报披露总营收出现 41.62%正增长,可知公司主营业务量出现爆发式增长,主要得益于报告期内互联网金融渗透导致银行业增加对新开发软件的需求。



三、加入区块链产业联盟，外延多点开花

图表27： 四方精创外延两项举措



资料来源：公司公告 联讯证券

1、与 IBM 开展项目合作进行区块链技术应用研究

公司 2017 年 2 月 28 日与国际商业机器中国香港有限公司在香港金钟道 88 号太古广场香港 JW 万豪酒店 Aberdeen Room 召开了新闻发布会，宣布公司将与 IBM 开展项目合作并签署了《业务合作协议》，以此为起点希望运用云计算技术及设计思考(Design Thinking)，推动区块链在香港及银行业的发展。

公司能够联系 IBM 专家，包括区块链专才、用户体验 (UX) 设计师及云端架构师；在开发区块链应用时，充分运用 Hyperledger Fabric 和 IBM Bluemix 技术平台，并可将应用寄存位于香港的 IBM 云数据中心。

合作内容计划分两个阶段进行：

第一阶段：双方将研究和维护一个跨境案例数据库；与业界的参与者一起合作确认合适的应用个案；采用 IBM 设计思考方法设计一套业务蓝图；将业务蓝图和技术蓝图相结合，并转换为先导项目。

第二阶段：四方精创区块链创新中心将运用 IBM 的“车房方式”(Garage Method)测试和开发先导项目，并整合包括智能合约和区块链技术等不同组件，到应用中，形成“最简可行产品”(MVP)。

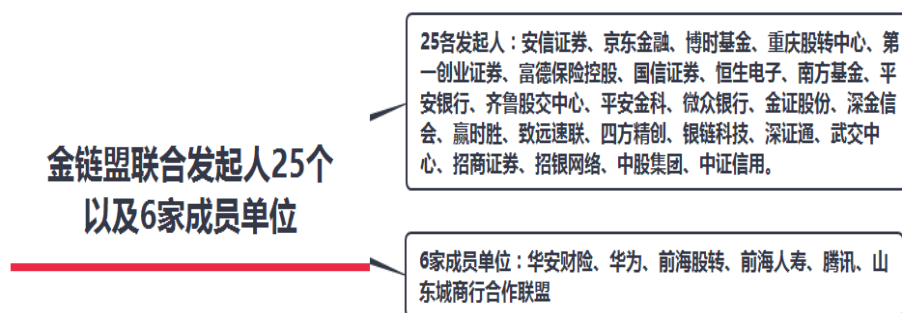
此外，双方计划，以与来自银行和保险业用户共同完成的首个设计思考工作坊为起点，在 2017 年上半年完成更多同类型工作坊，藉以成立一个跨境应用案例数据库。

2、成为中国首个区块链联盟“金链盟”联合发起人

金融区块链合作深圳联盟简称 FBSC，旨在整合及协调金融区块链技术研究资源，形成金融区块链技术研究 and 应用研究的合力与协调机制，提高成员单位在区块链技术领域的研发能力，探索、研发、实现适用于金融机构的金融联盟区块链，以及在此基础之上的应用场景。



图表28： 金链盟发起人及联合单位共 31 家



资料来源：互联网 联讯证券

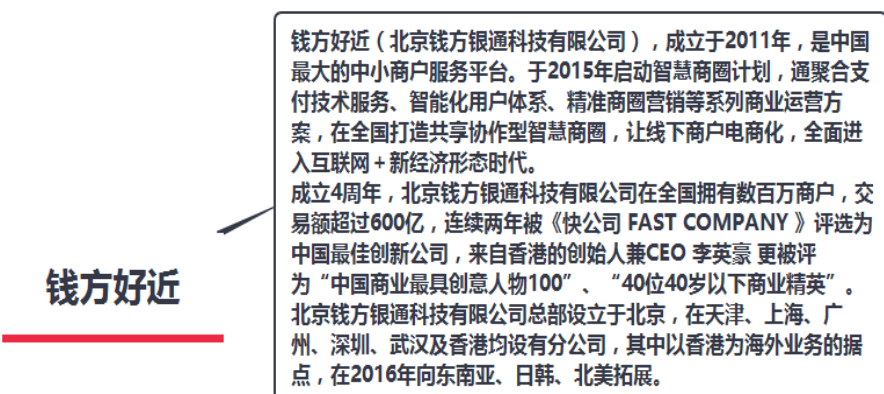
3、与钱方好近签订战略合作协议，深化跨境支付业务

2017 年 4 月 26 日，四方精创钱方好近科技股份有限公司签署《战略合作框架协议》

目前进展情况已收到深圳市发展和改革委员会《项目备案通知书》批准：

- 1、 同意公司投资 3200 万港币设立子公司，并通过该子公司与钱方好近香港子公司合作开展港澳地区电子支付项目并予以备案。
- 2、 同意公司依法办理外汇、海关、出入境管理和税收等相关手续。

图表29： 钱方好近公司概况



资料来源：互联网 联讯证券

钱方好近作为店铺管理平台，目前具备多项细分产品，能够满足中小商户的服务平台的需求，公司与钱方好近开展战略合作，能够帮助公司在跨境支付业务方面开拓新业务渠道。



图表30: 钱方好近商户 APP



强大合作背景

微信、支付宝、京东钱包、qq钱包等各大主流移动支付线下最大官方授权服务商

行业影响力与市场规模

微信支付、支付宝全球合作伙伴，分别在香港、日本成立了分公司。

- 全国100万+ 商户
- 覆盖300多个城市
- 超过9000万消费者
- 超过5亿笔交易
- 交易量近2000亿人民币

资料来源: 互联网 联讯证券

图表31: “好近”生意王



钱方好近商户APP

一个店铺日常经营必备手机软件，从查看流水、菜单设计、点餐功能、会员系统、红包功能、热点营销活动等等，全方位多触角连接消费者，生意无缝流水翻番。

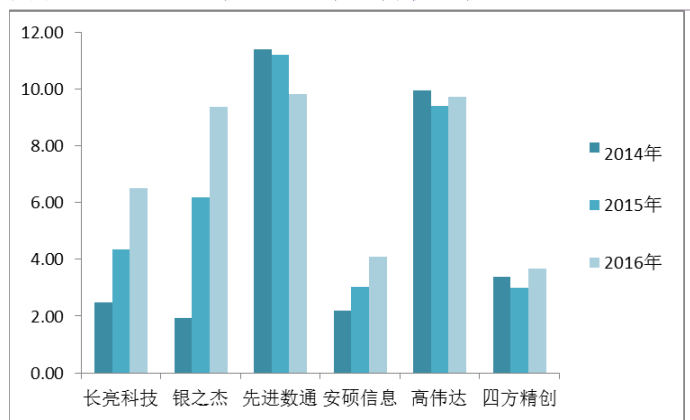
资料来源: 互联网 联讯证券

四、行业竞争格局仍旧竞争激烈，公司净利率及研发费用占比均处于首位

公司行业内主要竞争对手有长亮科技、银之杰、安硕信息、高伟达及先进数通。

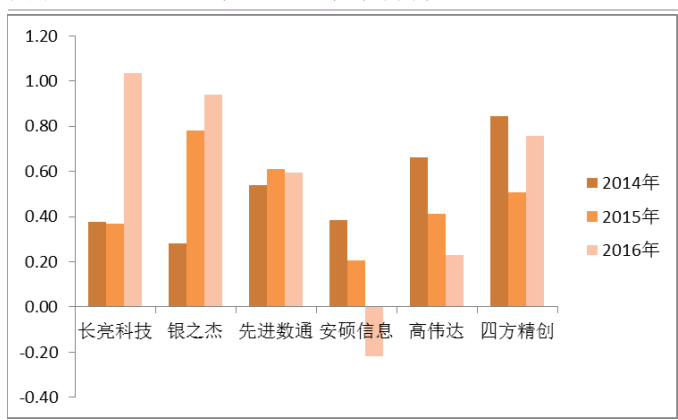
1、四方精创 2014-2016 年净利率均位于行业内公司首位

图表32: 2014 年-2016 年总营收（亿元）



资料来源: wind 联讯证券

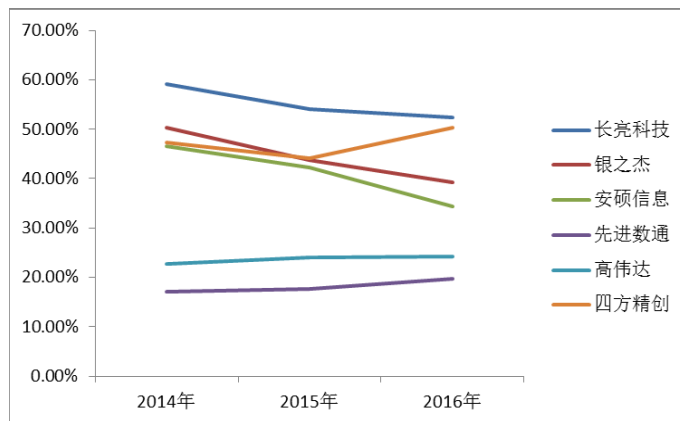
图表33: 2014 年-2016 年净利润



资料来源: wind 联讯证券

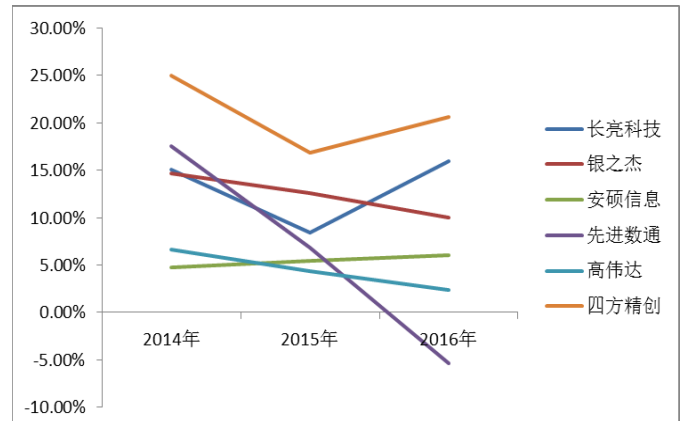


图表34: 2014年-2016年毛利率



资料来源: wind 联讯证券

图表35: 2014年-2016年净利润率

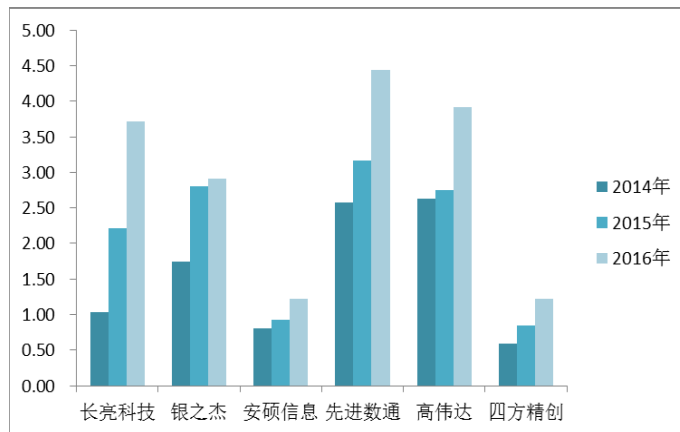


资料来源: wind 联讯证券

四方精创 2016 年毛利率 50.28%，仅次于长亮科技，而净利率从 2014 年-2016 年分别为 24.94%、16.86%、20.60%，均位于同行业首位。

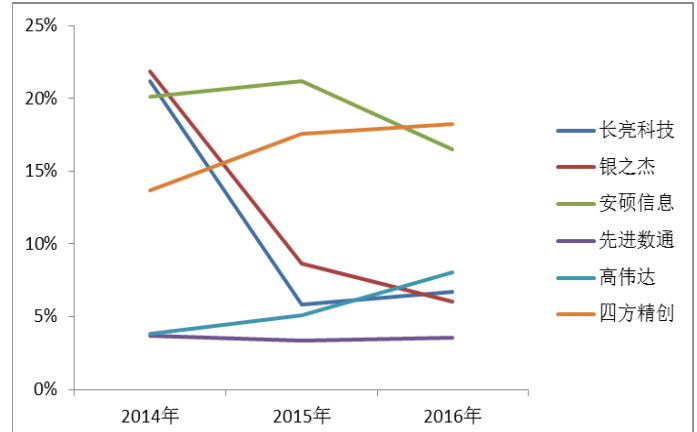
2、四方精创 2016 年研发费用占总营收比率 18.27%位于行业内公司首位

图表36: 2014年-2016年应收账款（亿元）



资料来源: wind 联讯证券

图表37: 2014年-2016年研发费用与总营收比率



资料来源: wind 联讯证券

可以看出 2014 年-2016 年四方精创研发费用占总营收比率一直处于上升态势，并且在 2016 年行业内排名第一，达到 18.27%。



3、四方精创多年位于行业均值之下，整体估值较低

图表38： 竞争对手 PE 一览

证券简称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
长亮科技	285	196	42	31	23
银之杰	1061	195	112	81	65
安硕信息	245	244	亏损	亏损	亏损
先进数通	--	96	50	42	36
高伟达	175	199	69	52	31
平均值	373	174	52	39	30
四方精创	98	114	39	29	22

资料来源：联讯证券



五、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

1、互联网金融业务渗透，带来金融科技 IT 外包需求增长。互联网金融业务的快速发展对商业银行业务冲击日益显现，半年报显示中国银行的智能柜台上半年对比去年激增 4344.66%，农业银行投放“超级柜台”达到 3.6 万台，覆盖了 90% 的物理网点，中国 IT 服务外包市场 2014-2018 年复合增长率将达 23.14%，2014-2019 年间，全球 IT 外包年复合增长率 4.41%。

2、公司多年深耕具备高企业壁垒，大客户资源稳定。1)、拥有中国银行及中银香港两大商业银行业务核心客户 2)、拥有近 400 人的大型机平台开发团队，覆盖大、中、小、微型机多平台技术开发 3)技术人员占比多年维持 90% 以上，2016 年占比 92.56% 4)、跨境经营具备国际化视野和理念优势

3、主导区块链产业联盟，外延多点开花。1、与 IBM 开展项目合作进行区块链技术应用研究 2、成为中国首个区块链联盟“金链盟”联合发起人 3、与钱方好近签订战略合作协议，深化跨境支付业务。

我们预计 17-19 年分别实现归母净利润 1.25/1.64/2.09 亿元，EPS 分别为 1.16/1.52/1.94 元。

2、估值及投资建议

图表39： 可比公司一览

证券代码	公司名称	市净率 (PB) (最新)	市盈率 (PE) (最新)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)
002065.SZ	东华软件	3.68	27.00	31.40	320.26
300451.SZ	创业软件	3.82	72.31	2.43	71.43
300253.SZ	卫宁健康	4.91	23.46	16.00	122.92
300168.SZ	万达信息	6.82	64.59	10.31	153.53
300078.SZ	思创医惠	6.29	63.17	8.08	123.12
平均值		5.10	50.11	13.64	158.25

资料来源：联讯证券

公司所在行业目前面临产业升级，需求强劲，随着科技金融在银行业的持续渗透，以及区块链技术的快速发展应用，未来予以看好。

六、风险提示

- 1、传统主营业务发展不及预期；
- 2、外延技术发展及应用不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	723	817	883	953	经营活动现金流	57	-46	-55	-66
货币资金	590	524	461	391	净利润	76	125	164	209
应收账款	122	196	137	103	折旧摊销	5	6	7	8
其它应收款	3	3	4	5	财务费用	-4	0	0	0
预付账款	1	2	2	2	投资损失	0	0	0	0
存货	5	5	5	6	营运资金变动	-38	64	33	39
其他	2	87	273	447	其它	19	-241	-259	-322
非流动资产	273	327	386	444	投资活动现金流	-113	-45	-34	-31
长期股权投资	0	0	0	0	资本支出	113	136	160	184
固定资产	12	16	18	21	长期投资	0	0	0	0
无形资产	23	28	33	38	其他	0	91	126	154
其他	237	284	335	385	筹资活动现金流	85	25	26	26
资产总计	996	1,145	1,269	1,397	短期借款	0	0	0	0
流动负债	149	178	211	242	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	85	25	26	26
应付账款	1	1	1	1	现金净增加额	29	-66	-63	-70
其他	148	178	210	241					
非流动负债	1	2	2	2	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1	2	2	2	营业收入	22.21%	35.00%	33.00%	30.00%
负债合计	150	180	212	244	营业利润	46.46%	60.75%	31.26%	28.16%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	49.36%	65.74%	30.56%	27.64%
归属母公司股东权益	846	965	1,056	1,153	获利能力				
负债和股东权益	996	1,145	1,269	1,397	毛利率	50.28%	49.92%	49.54%	49.15%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	20.61%	25.30%	24.83%	24.38%
营业收入	367	496	659	857	ROE	9.36%	13.85%	16.20%	18.91%
营业成本	182	248	333	436	偿债能力				
营业税金及附加	0	0	0	0	资产负债率	15.06%	15.73%	16.74%	17.49%
销售费用	3	5	7	9	流动比率	486.41%	458.04%	419.22%	393.70%
管理费用	105	114	152	197	速动比率	483.21%	455.24%	416.73%	391.43%
财务费用	-4	0	0	0	营运能力				
资产减值损失	1	1	1	1	总资产周转率	0.41	0.46	0.55	0.64
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.54	3.11	3.96	7.14
投资净收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	290.16	381.46	425.96	465.01
营业利润	79	127	167	214	每股指标(元)				
营业外收入	3	3	3	3	每股收益	0.73	1.16	1.52	1.94
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	0.55	-0.42	-0.51	-0.61
利润总额	82	130	170	217	每股净资产	8.14	8.94	9.79	10.69
所得税	6	5	7	9	估值比率				
净利润	76	125	164	209	P/E	76.34	31.34	24.01	18.81
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	6.83	4.07	3.72	3.41
归属母公司净利润	76	125	164	209	EV/EBITDA	66.64	26.95	21.16	17.06
EBITDA	80	133	174	222					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com