



手付通 (833375.OC): 差异化立足中小银行互联网 银行云服务, 高壁垒商业模式未来可期

2018.07.13

温朝会 (分析师) 魏也娜 (研究助理)
电话: 020-88836105
邮箱: wenchh@gzgzhs.com.cn weiy@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050002 A1310116100001

报告摘要:

● 公司概况: 专注于互联网银行云服务的行业领军企业

公司成立于 2010 年 6 月, 2015 年 8 月挂牌新三板上市, 是国内互联网银行云领先企业, 业务涵盖网上银行、手机银行、微信银行等电子银行托管服务和手机支付平台、直销银行等创新互联网银行与互联网金融应用。

● 行业概况: 无现金时代中小银行互联网化需求爆发式增长

近年来以农村商业银行、村镇银行、新型农村金融机构为代表的中小银行数量逐年上升, 并维持在高增长速度。截止 2016 年 12 月, 我国共有中小银行 4321 家, 占总银行业金融机构的 98.25%。同时伴随第三方支付及直销银行等银行互联网业务高速发展, 中小银行积极拥抱互联网, 农村网上银行和农村手机网上银行开通用户数的急速上升, 大批用户将加入到网上支付行列内, 直销银行数据快速增长, 但中小银行整体信息化率低, 直销银行规模小, 数量仅为 113 家, 仅占现有银行总数的 1.29%, 中小银行互联网银行市场尚处于起步阶段; 政府明确在“十三五”期间将大力推动银行信息化建设进程, 拟定在 2020 年银行业 IT 投资规模 1300 亿元以上的目标, 云模式特别适合中小银行, 多种因素共振下中小银行上云市场前景广阔。

● 公司优势: 商业模式壁垒高, 技术实力强

公司自主研发网上银行/手机银行系统, 为中小银行量身打磨了与其需求高度契合、具备差异化的一揽子产品; 同时互联网银行云高频次特征使得客户粘性高, 年收费模式下企业现金状况良好, 商业模式壁垒高, 目前公司服务 200+ 村镇银行, 与人行中国金融电子化公司、兴业数字金融服务股份有限公司等企业广泛合作; 此外, 公司拥有新一代多渠道电子银行系统、一体化互联网银行核心等 18 项本领域内的核心技术与软件著作权, 深刻理解互联网金融云业务, 技术实力强。

● 盈利预测与估值

不考虑并购等因素, 我们预测 2018-2020 年公司营收分别为 0.47 亿元、0.69 亿元和 1.02 亿元, 同比增长率分别为 37.79%、47.11%、47.64%; 归母净利润分别为 2285 万元、3485 万元、5267 万元, 同比增长 25.04%、52.47%、51.16%, 对应每股收益分别为 1.10 元、1.68 元、2.54 元。

● 风险提示: 城镇化建设与中小银行信息化建设进程不及预期、对直销银行监管放开程度不及预期。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	34.13	47.03	69.19	102.15
同比(%)	7.52%	37.79%	47.11%	47.64%
归属母公司净利润	18.28	22.85	34.85	52.67
同比(%)	15.82%	25.04%	52.47%	51.16%
ROE(%)	36.06%	36.41%	40.69%	40.72%
每股收益(元)	0.88	1.10	1.68	2.54
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-0.94	-0.70	-1.97	-2.19

基本资料

收盘价 (元)	——
总股本 (亿股)	0.21
总市值 (亿元)	1.58
流通市值 (亿元)	0.17
大股东	王剑
大股东持股比例	40.24%

相关报告

- 1、【行业深度报告】腾云起驾, 迎接云计算黄金十年
- 2、【行业深度报告】CDN 风起云涌, 第三方 CDN 迎风起舞
- 3、【行业深度报告】云计算重构 IDC 价值, 2017 关注结构性机会
- 4、【云计算专题】SaaS 起始篇: 群星璀璨, 不容错过的新三板 SaaS
- 5、【云计算专题】SaaS 系列之二: 他山之石, 关于 SaaS 发展的若干思考
- 6、【云计算专题】未来 3 年全球 CAGR 达 53.9%, SDN 市场千亿蓝海待掘金

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

目录	2
图表目录	3
1. 公司简介：国内互联网银行云领先企业	4
2. 行业概况：金融科技风暴来袭，多种利好因素推动银行云服务发展	6
2.1 乘银行信息化之风，中小银行上云需求快速增长	8
2.2 移动支付和直销银行或将迎来爆发加,银行信息化进程即将提速	9
2.2.1 技术革新，未来移动支付急速增长，加速银行信息化进程	9
2.2.2 直销银行或能登上舞台，推动互联网银行云服务更上一层楼	11
2.3 大型银行竞争大，中小银行将成行业的一片蓝海，公司优势明显	12
3. 核心竞争力：专注于互联网银行云，客户涵盖大中小银行	15
3.1 产品优势：符合中小银行需求的全方位解决方案	15
3.2 商业模式优势：互联网银行云业务粘性高，年现金流稳定性高	16
3.3 技术优势：创新研发实力强，研发投入稳定	17
4. 公司战略规划	17
4.1 持续完善相关产品功能	17
4.2 立足银行云服务，积极拓展多方市场	17
5. 财务数据简析及预测	18
5.1 财务报表简析	18
5.2 财务报表预测	18
6. 风险提示	18



图表目录

图表 1.	公司业务以电子银行业务为主	4
图表 2.	公司收入以互联网银行云服务为主.....	4
图表 3.	公司网络银行云业务业绩增长较快.....	4
图表 4.	公司 2017 年营业总收入增速有所下滑.....	5
图表 5.	公司归母净利润增速有所下滑	5
图表 6.	公司销售毛利率稳步上升	5
图表 7.	公司销售净利率逐年上升	5
图表 8.	公司管理层持股比例高，能保持决策的一致性和连续性.....	5
图表 9.	中国金融科技营收规模逐年上升	6
图表 10.	中国无现金化社会程度不高，网上银行和手机支付仍有很大市场.....	7
图表 11.	银行互联网化的演进过程	7
图表 12.	中国网上银行交易规模逐年上升	7
图表 13.	中小银行信息化财力较低	8
图表 14.	金融行业云在三大方面均取得不错成绩.....	8
图表 15.	中小银行数量十分庞大	8
图表 16.	三大涉农银行数量逐年上升	8
图表 17.	银行业 IT 解决方案市场规模不断上升	9
图表 18.	银行业 IT 投资规模增长明显.....	9
图表 19.	手机网民规模不断上升	9
图表 20.	第三方支付综合支付交易规模持续增长.....	9
图表 21.	网上银行和手机网上银行规模逐年上升.....	10
图表 22.	中国第三方支付交易规模结构	10
图表 23.	中国个体工商户数	10
图表 24.	中国联网 POS 机数将持续增长	10
图表 25.	农村地区将是未来网上支付市场的重要部分.....	11
图表 26.	美国直销银行成绩亮丽	11
图表 27.	我国直销银行数量和体量均小，且没有五大行支持.....	12
图表 28.	主要的电子银行与互联网银行企业前五客户及其销售占比.....	13
图表 29.	我国渠道类解决方案市场份额 45.13 亿元.....	14
图表 30.	银行业 IT 投资 831.06 亿元.....	14
图表 31.	手付通 2017 年营收在行业排名第 7.....	14
图表 32.	手付通 2017 年营收仅占全行业的 1.57%	14
图表 33.	手付通净利润在行业排名靠前	15
图表 34.	手付通 2017 年净利润占全行业的 8.18%	15
图表 35.	公司电子银行系统产品能充分适应银行灵活开放个性化金融服务的需要.....	15
图表 36.	互联网银行产品能更加方便地提供电子商城、O2O 平台、直销银行等新型金融服务	16
图表 37.	公司与各大中小银行建立合作关系.....	16
图表 38.	公司研发费用维持在稳定水平	17
图表 39.	本科以上学历工作人员比例占 100%	17
图表 40.	手付通近年财务数据概览	18

1. 公司简介：国内互联网银行云领先企业

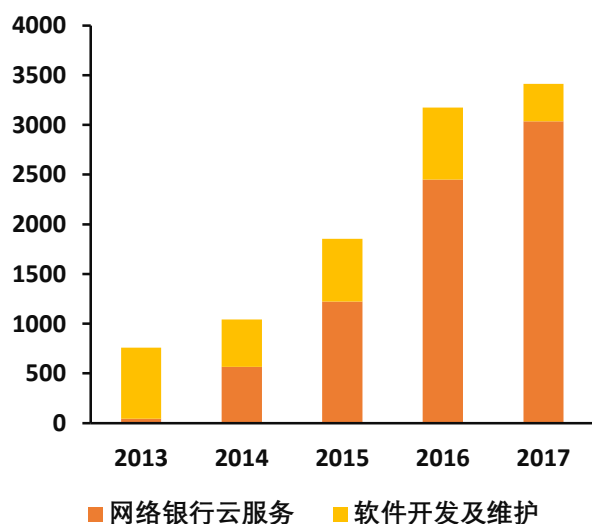
手付通成立于2010年6月，2015年8月挂牌新三板上市，是一家从事于互联网银行云服务的企业，其主营业务分为互联网银行云服务和软件开发及维护两大类，涵盖网上银行、手机银行、微信银行等电子银行托管服务和手机支付平台、直销银行、O2O银商平台等创新互联网银行与互联网金融应用等。自公司挂牌以来公司的互联网银行云服务收入比重逐渐增加，2017年互联网银行云服务营业收入为3035.78万元，占公司营业总收入的89%，是公司营收的主要来源，软件开发与维护业务营业收入为377.42万元，占公司营业收入的11%。

图表1. 公司业务以电子银行业务为主

产品	产品内容	产品特点
电子银行	网上银行系统 手机银行系统 微信银行系统 银行客服中心系统 银行多功能短信通知系统	针对中小银行在客户对象、发展方向等方面的特色，从实用性和可扩展性出发，建立的一套性价比高、安全性强、实施便捷的新一代银行互联网交易服务平台。将传统银行服务和现代新型银行服务结合起来，采用完善的技术结构、业务模式和安全策略，向客户提供丰富的互联网银行服务功能
移动互金	互联网银行核心 快捷支付平台 直销银行 O2O商户平台	支持云、去IOE的一体化互联网银行核心，帮助中小银行构建双核心（传统核心+互联网核心）的先进应用架构，实现聚合支付、产品工厂、线上理财、线上贷款、智慧生活O2O、特惠预售、普惠金融服务站等丰富互联网应用场景
中登清算系统	上交所证券资金清算系统 深交所证券资金清算系统	为结算银行提供中国证券登记结算有限责任公司与券商之间证券资金结算业务。

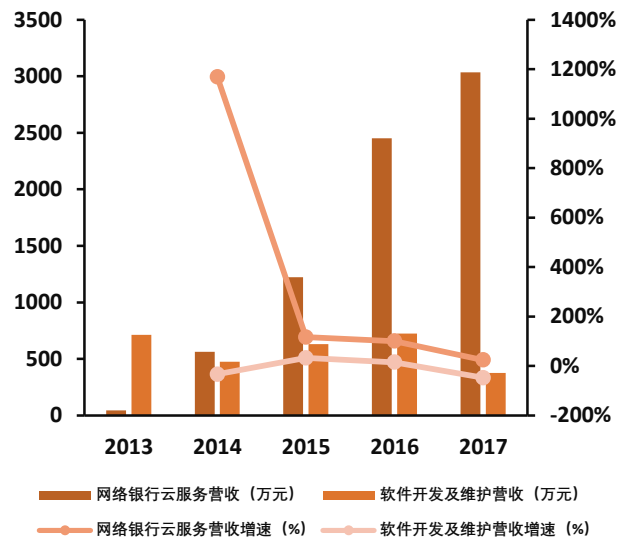
资料来源：公司官网、广证恒生

图表2. 公司收入以网络银行云服务为主



资料来源：Wind、广证恒生

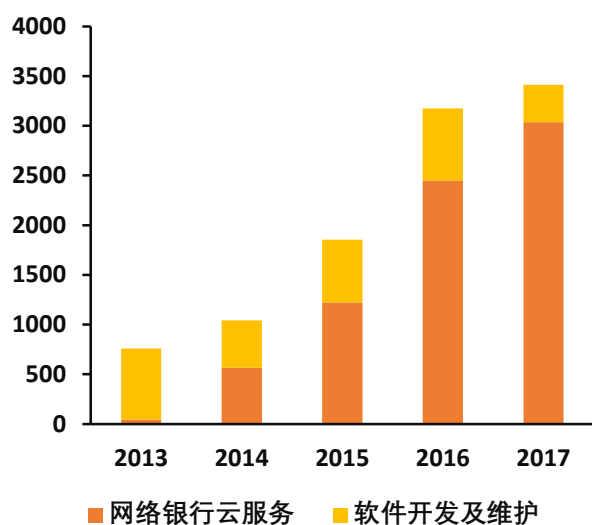
图表3. 公司网络银行云业务业绩增长较快



资料来源：Wind、广证恒生

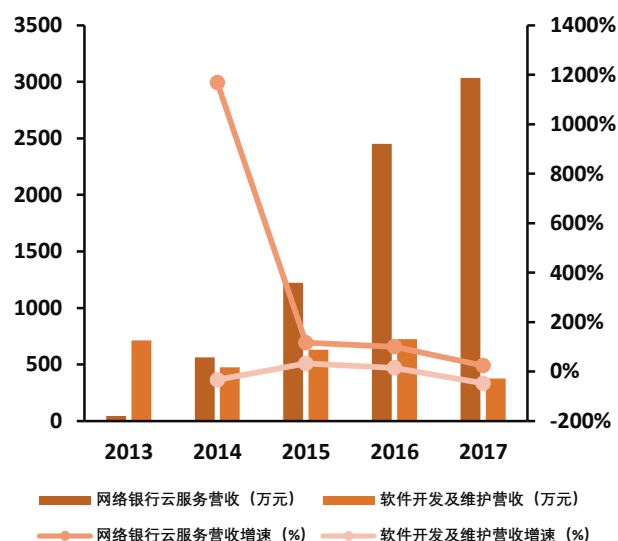
财务分析：公司2017年营业总收入为3413.20万元，同比增长7.52%。归属于母公司净利润1827.82万元，同比增速15.82%，两项指标的增速在2017年均有所下滑。营收和归母净利润增速下降的原因主要是2017软件开发及维护业务为负增长，公司主力发展互联网银行云服务。公司核心业务结构的变化，直接体现在销售毛利率和销售净利率上。2015年起，公司销售毛利率与销售净利率逐年上升，至2017年，两者分别为78.30%与53.49%。

图表4. 公司 2017 年营业总收入增速有所下滑



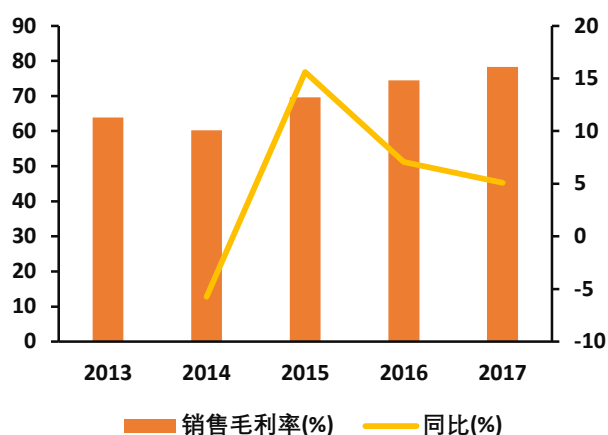
资料来源: Wind、广证恒生

图表5. 公司归母净利润增速有所下滑



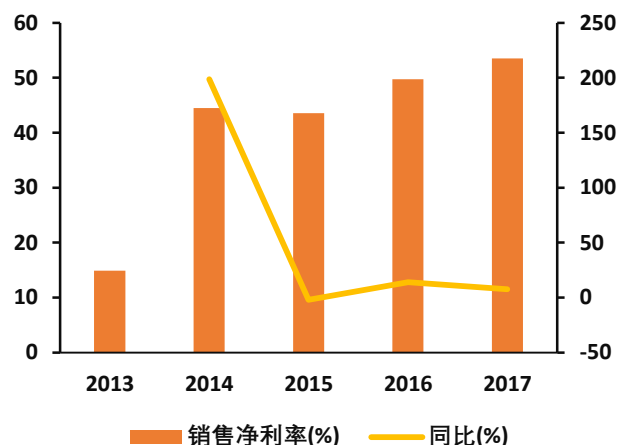
资料来源: Wind、广证恒生

图表6. 公司销售毛利率稳步上升



资料来源: Wind、广证恒生

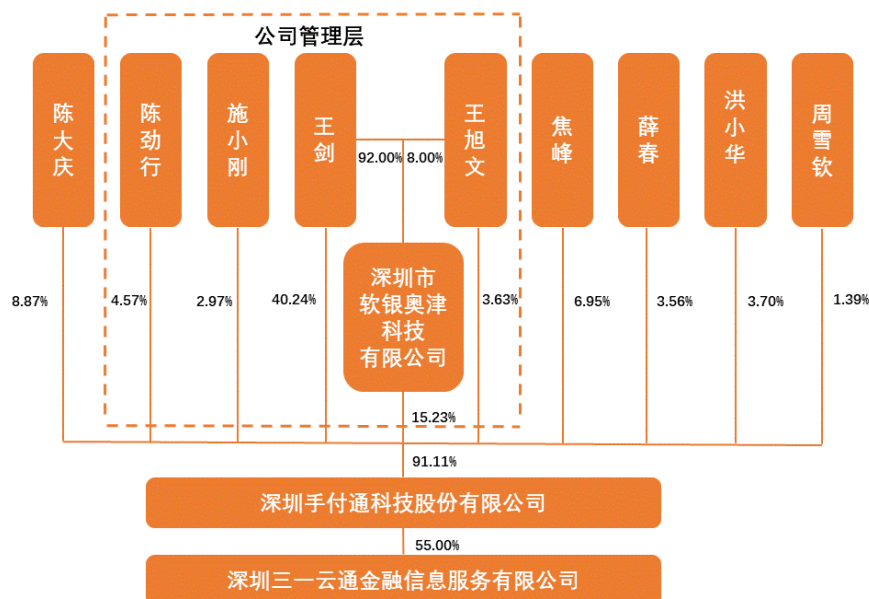
图表7. 公司销售净利率逐年上升



资料来源: Wind、广证恒生

目前公司实际控制人王剑先生总计持股 54.25%，其中直接持股 40.24%，通过持股平台深圳市软银奥津科技有限公司间接持股 14.01%。王剑先生作为公司的董事长兼任总经理，能够有效控制公司的日常经营方针和决定重大政策的实施，是公司的实际控制人。此外，公司管理层持有公司 66.64% 的股份，能保证公司决策的一致性和连续性。

图表8. 公司管理层持股比例高，能保持决策的一致性和连续性



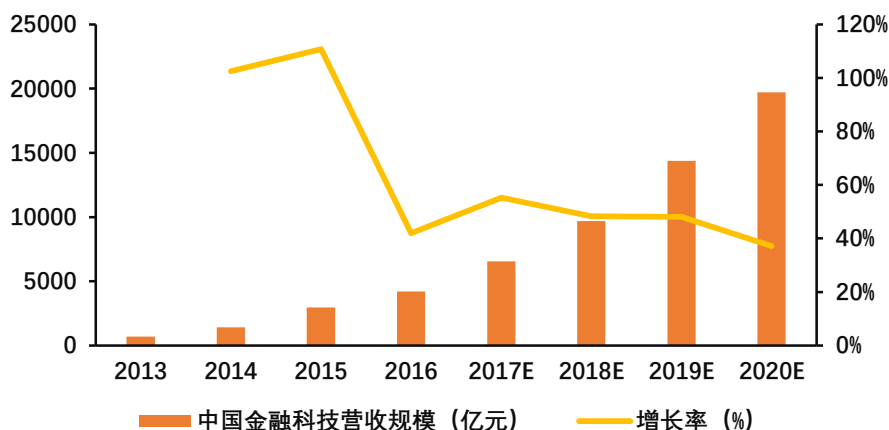
资料来源：公司公告、广证恒生（截止 2017 年 12 月 31 日）

2. 行业概况：金融科技风暴来袭，多种利好因素推动银行云服务发展

公司属于金融科技类企业，其主营业务为互联网银行云服务，包括：网上银行、手机银行、微信银行等电子银行云服务，统一支付平台、电子账户系统、直销银行、O2O 银商平台等创新互联网金融应用。

数据显示 2016 年我国金融科技营收规模为 4213.8 亿元，同比增长 42%，行业持续高速增长。伴随着金融行业“互联网+”战略实时的快速深入，业务与运营系统的高效性和灵敏性的要求越来越高，传统的金融行业愈发看重分布式云计算架构下 IT 系统的发展与应用部署，从而更好实现“互联网+金融”的服务模式。艾瑞咨询预测未来三年金融科技行业每年将保持 37% 以上的增长速度，到 2020 年，我国的金融科技营收规模将达到 19704.9 亿元，金融科技风暴即将来袭。

图表9. 中国金融科技营收规模逐年上升

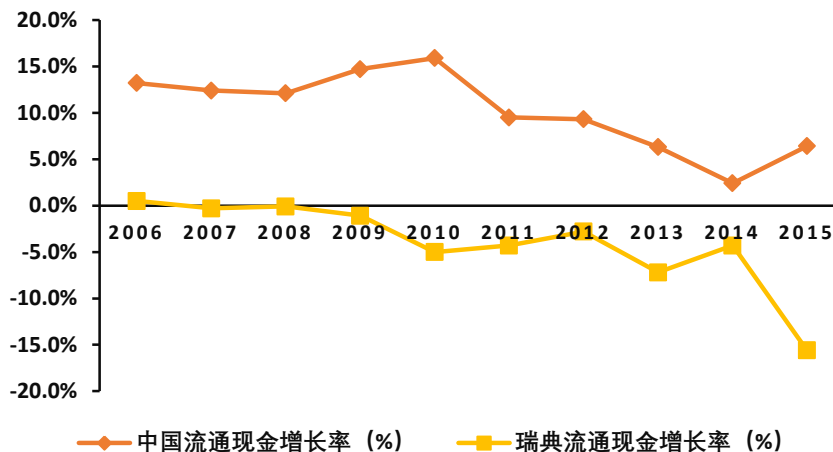


资料来源：艾瑞、广证恒生

随着无现金时代的带来，银行面向互联网服务能力正变得日益重要。无现金时代银行主要通过网上银

行、电子银行、网络支付等手段连接客户。流通现金增长率可以反映出当前社会网络支付与现金支付的实际业务情况。近年来,我国的流通现金增长速度逐年下降,但仍然维持在正增长,更在 2016 年流通现金增长率再次上升。与传统无现金国家瑞典近 8 年来为负的流通现金增长率相比,我国的无现金程度依然不高,网上银行、直销银行、手机支付市场前景将非常广阔。

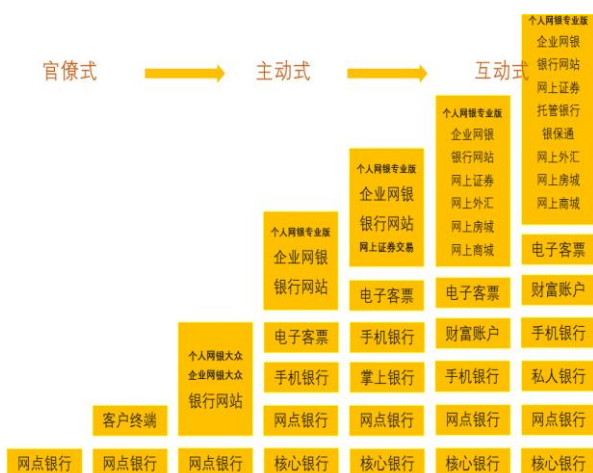
图表10. 中国无现金化社会程度不高,网上银行和手机支付仍有很大市场



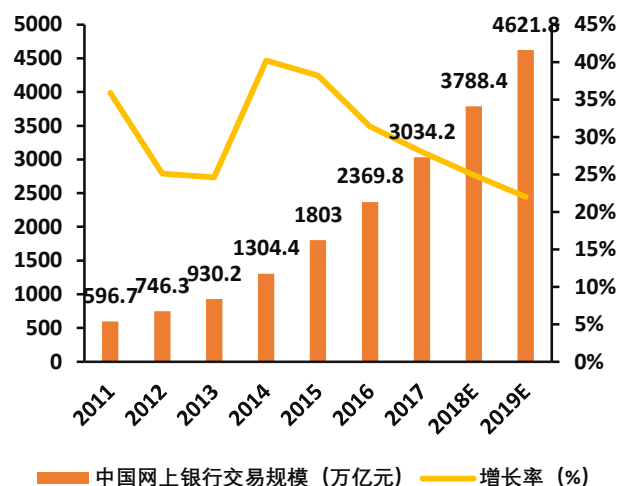
资料来源: 艾瑞、广证恒生

金融科技发展推动我国银行互联网化进程有望成为长期趋势。现阶段,我国银行互联网化正处于从主动式转换成互动式的发展过程。根据相关统计,我国网上银行交易规模近从 2011 年的 596.7 万亿元上升至 2017 年的 3034.2 万亿元,6 年间上升交易规模上升了 5 倍,呈现较为强劲的增长,并有望在今年实现 3788.4 万亿元,预计增速高达 24.9%。随着金融科技的迅猛发展,有望在未来 10 年内进入银行互联网化互动式的发展阶段,届时银行将全部实现信息化,互联网银行业务种类将十分丰富,能利用互联网为客户提供智能决策和自动操作,全面提升客户体验。

图表11. 银行互联网化的演进过程



图表12. 中国网上银行交易规模逐年上升



资料来源: Wind、广证恒生

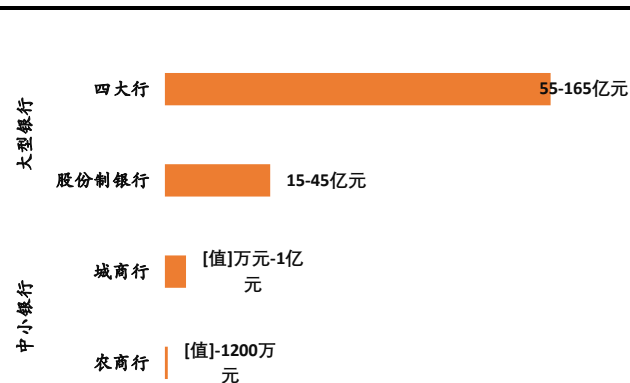
资料来源: Wind、广证恒生

2.1 乘银行信息化之风，中小银行上云需求快速增长

进入银行互联网化互动式发展阶段的基础是银行上云。近年来，随着国家产业政策的支持、我国金融科技技术的不断进步和互联网金融大趋势等因素的影响，银行信息化建设进程还在不断加速。中小银行是我国金融发展历程中最重要的一类金融机构。与大型银行相比，中小银行的信息化建设能力不足，无法承新业务量的增加而带来的压力。其次，缺乏资金与人才使得中小银行发展银行信息化遭遇瓶颈，在业务拓展和创新受到严重的制约。

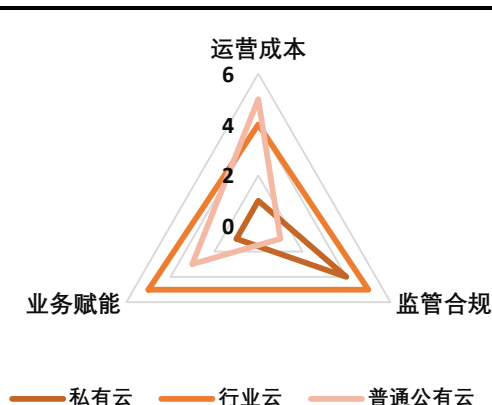
在中小银行数量不断增长的同时，其信息化过程面临着三大困难：1、运营成本的高昂，中小银行并不像大型银行一样资金充裕，无法建立自己的私有云。2、中小银行在上云的过程中需要收到严格的监管。3、中小银行建立私有云无法针对特定的业务进行资源配比，且需要较长的时间去完善自身的 IT 系统。因此，在中小银行信息化建设的过程中，第三方金融科技公司充当着一个重要的角色。第三方金融科技公司提供互联网银行云服务的“月租服务费”能有效减轻中小银行在财力和人力方面的负担，其次，中小银行能在互联网银行云服务商处得到更有针对性的云业务产品，能更好为自身的银行业务定制资源配置和针对客户火和市场需求推出新的金融产品并优化自身原有的金融产品，以及提供更好的服务。

图表13. 中小银行信息化财力较低



资料来源：信通院、广证恒生

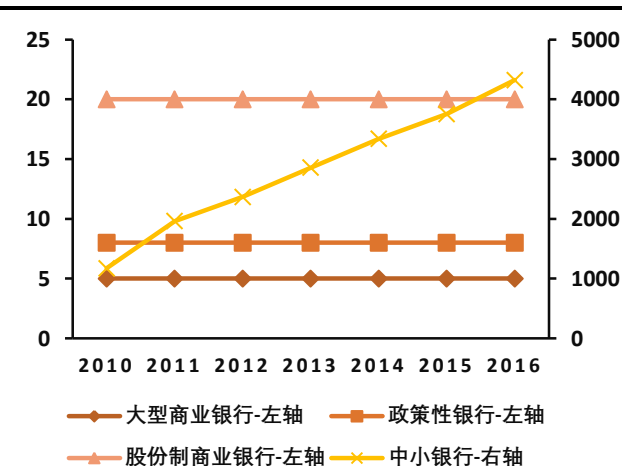
图表14. 金融行业云在三大方面均取得不错成绩



资料来源：信通院、广证恒生

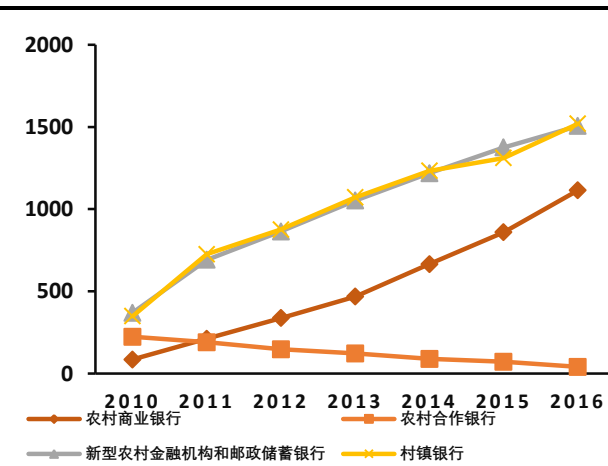
以农村商业银行、村镇银行、新型农村金融机构和邮政储蓄银行为代表的中小银行数量逐年上升，并维持在高增长速度。截止 2016 年 12 月，我国共有银行业金融机构 4398 家，其中，大型商业银行 5 家、政策性银行 3 家、股份制商业银行 12 家、城市商业银行 134 家，农村商业银行 1114 家，农村合作银行 40 家，民营银 2 行 8 家、新型农村金融机构和邮政储蓄银行 1506 家，村镇银行 1519 家。归类在中小银行 4321 家，占总银行业金融机构的 98.25%，按照历史走势未来 3 年，中小银行数量将不断上升。

图表15. 中小银行数量十分庞大



资料来源：Wind、广证恒生

图表16. 三大涉农银行数量逐年上升

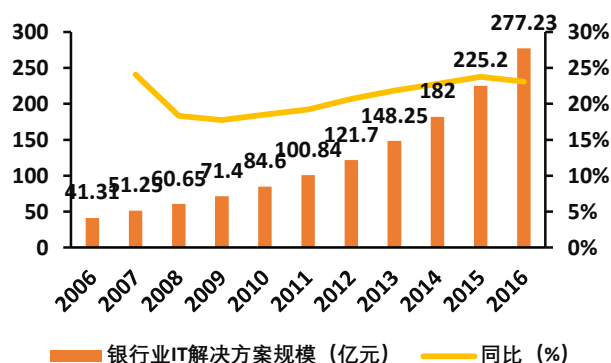


资料来源：Wind、广证恒生

自 2007 年颁发《村镇银行管理暂行规定》后，村镇银行开始设立，并迅速崛起。截止 2016 年年底我国共有村镇银行 1519 家，资产总额高达 12377 亿元。2018 年 1 月银监会印发了《关于开展投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行试点工作的通知》强调：在中西部和老少边穷地区特别是国定贫困县相对集中的区域，可在同一省份内相邻的多个县（市、旗）中选择 1 个县（市、旗）设立 1 家村镇银行，并在其邻近的县（市、旗）设立支行，即实施“多县一行”制村镇银行模式。政策的出台有效推动村镇银行类等中小银行的建设，未来村镇银行和农商行等涉农金融机构数量仍然保持较好的增长态势。

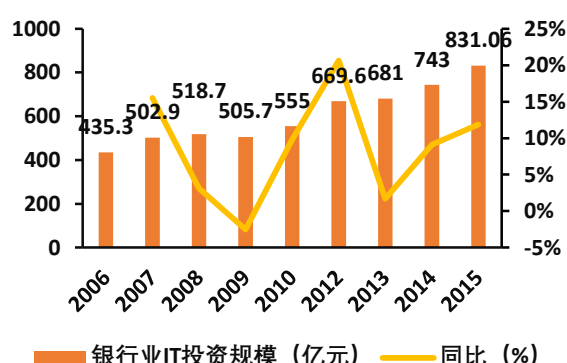
此外银行业 IT 解决方案市场规模也体现了银行上云的正在加速。银行业 IT 解决方案市场规模在 11 年间保持较高的增长态势，截至 2016 年，我国银行业 IT 解决方案市场规模为 277.23 亿，同比增速 23.10%。2016 年银监会颁发《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见》明确在“十三五”期间将大力推动银行信息化建设进程。同时拟定在 2020 年银行业 IT 投资规模将有 2015 年的 831.06 亿元上升至 2020 年 1300 亿元以上的目标。结合政府对涉农金融机构的大力扶持以及银行业信息化建设进程的不断加速，此后五年间银行上云建设有望加速，特别是中小银行的上云需求将有大增长。

图表17. 银行业 IT 解决方案市场规模不断上升



资料来源：Wind、广证恒生

图表18. 银行业 IT 投资规模增长明显



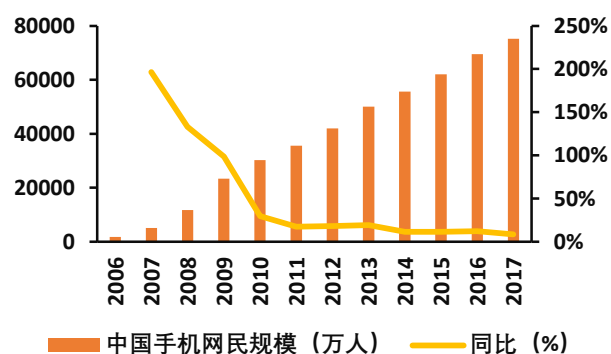
资料来源：Wind、广证恒生

2.2 移动支付和直销银行或将迎来爆发加,银行信息化进程即将提速

2.2.1 技术革新，未来移动支付急速增长，加速银行信息化进程

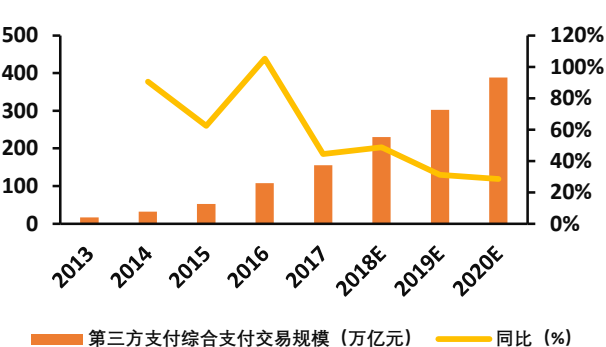
移动支付和直销银行作为互联网银行两项重要的服务随着金融科技爆发的热潮有望迎来较大增长。2016 年开始，我国的第三方支付综合支付交易规模实现爆发式增长，从 2015 年 52.3 万亿元上升至 2016 年 107.3 万亿元。与此同时，我国手机网民规模的数量高达 7.53 亿人，总量十分巨大，尽管今年增长速度有所下降，但仍然在 10% 左右，网民数量是第三方支付市场交易规模中坚力量，手机网民规模的持续增长可以保证第三方支付市场在未来 3 年间保持一个稳定的增长水平，预计在 2020 年我国的第三方支付综合支付交易规模将达到 388.6 万亿元。

图表19. 手机网民规模不断上升



资料来源：Wind、广证恒生

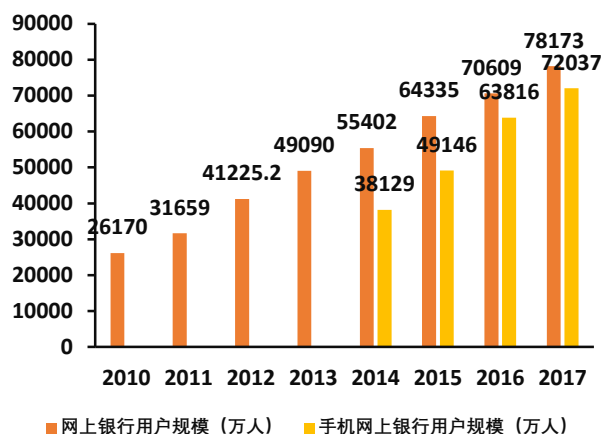
图表20. 第三方支付综合支付交易规模持续增长



资料来源：艾瑞、广证恒生

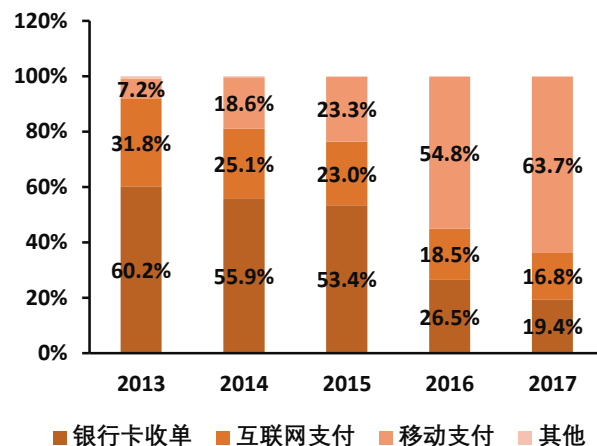
随着二维码技术、指纹识别、大数据、云计算技术的成熟以及计算机、智能手机的普及，网上银行、手机网上银行的用户规模数量不断上升，截至 2017 年，我国网上银行和手机网上银行用户规模分别高达 78173 万人和 72037 万人，体量十分惊人。同时，移动支付在第三方支付的规模占比越来越大，预计移动支付的规模在未来几年间将继续扩大。

图表21. 网上银行和手机网上银行规模逐年上升



资料来源：艾瑞、广证恒生

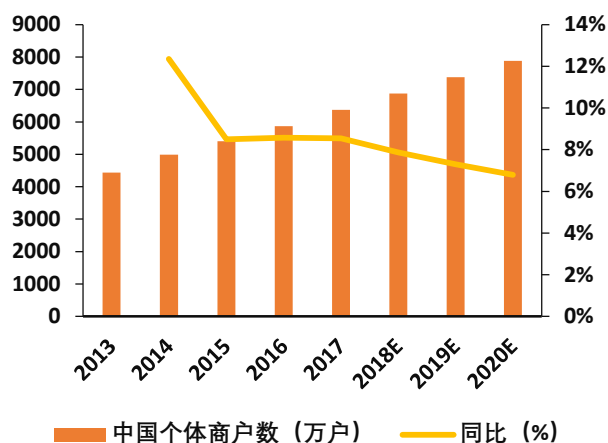
图表22. 中国第三方支付交易规模结构



资料来源：艾瑞、广证恒生

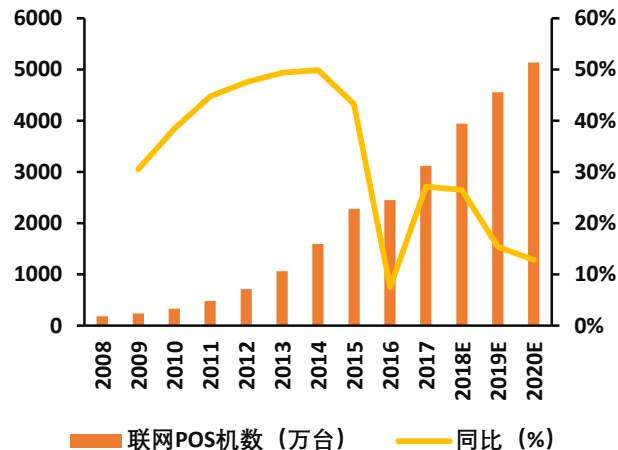
2017 年我国个体商户数量为 6373 万，同比增长 8.6%，预计此后的 3 年间增长速度将不低于 6.8%。在个体商户数量、手机网民规模两大因素的持续增长，以及生物识别、人工智能、云计算与区块链等技术在近年和未来不断应用在移动支付上面，未来移动支付市场将迎来“脉冲式”的增长。与此同时，作为移动支付市场的硬件支持，智能 POS 近年来的增长速度也非常迅猛，2017 年我国联网 POS 机数量高达 3118.9 万台同比增速 27.1%。网上银行用户和移动支付规模的不断扩大急需电子银行系统与互联网银行云服务作为支撑

图表23. 中国个体商户数



资料来源：艾瑞、广证恒生

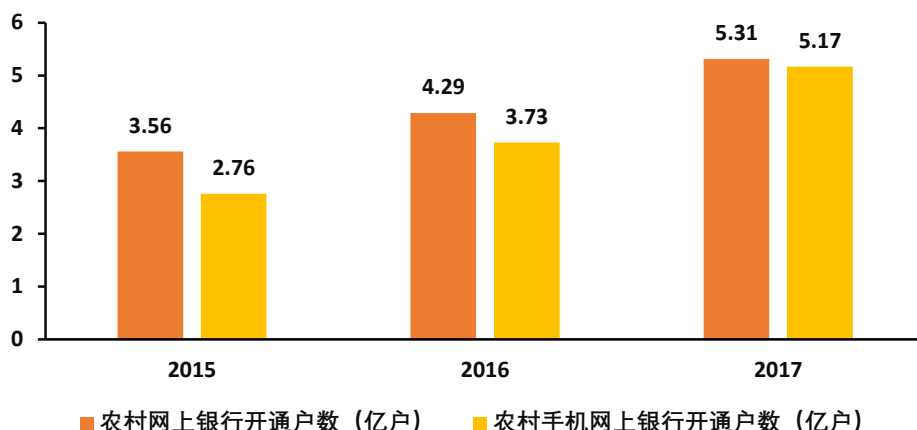
图表24. 中国联网 POS 机数将持续增长



资料来源：艾瑞、广证恒生

网上银行用户、移动支付规模、个体商户数、联网 POS 机数量的不断扩大反映我国移动支付市场前景广阔以外，更反映出银行对电子银行系统与互联网银行云服务作为网上支付支撑的需求。大型银行可以使用自己的 IT 部门建立自己的电子银行和互联网银行的私有云，但中小银行受限于自身的财力与人力，只能向提供互联网银行云服务和电子银行系统的金融科技购买相关服务。随着我国中小银行，特别是村镇银行的大规模建设，以及近年来农村网上银行开通用户数和农村手机网上银行开通用户数的急速上升，大批用户加入到网上支付行列内，未来电子银行系统与互联网银行云服务市场将更加广阔。

图表25. 农村地区将是未来网上支付市场的重要部分



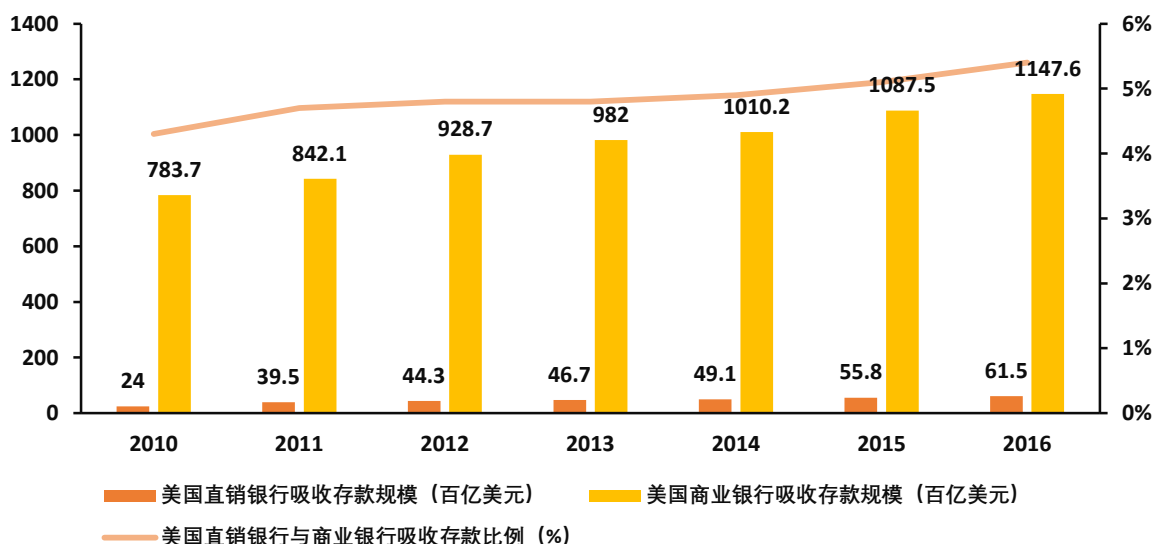
资料来源: Wind、广证恒生

2.2.2 直销银行或能登上舞台，推动互联网银行云服务更上一层楼

直销银行是互联网金融科技环境下一种新型金融产物，与传统银行相比，直销银行不设营业网点，不发放实体银行卡，客户主要通过电脑、电子邮件、手机、电话等远程渠道获取银行产品和服务。

自2010年以来，美国直销银行占美国商业银行吸收存款规模的比例逐年上升，到2016年，占比达5.4%。美国直销银行的目标客群明确，服务对象定位到30-50岁之间，接受电话、网络等线上服务方式的中产阶级以及对价格、利率变化敏感的网购人群，并提供有限标准化的产品以减少额外的运营成本，其产品策略主要为推出的产品主要集中在储蓄产品和部分贷款产品等常规类别，且专注于简化“自助”银行产品，通过实现客户对自身账户的独立管理来节省运营成本。结合我国现今传统的银行业发展受阻，其市场份额逐渐被互联网金融抢占，再者，金融科技如人工智能、生物识别技术、区块链、云计算等技术的不断发展和成熟，以及美国直销市场取得的成功，直销银行或成我国传统商业银行的转型方向。

图表26. 美国直销银行成绩亮丽

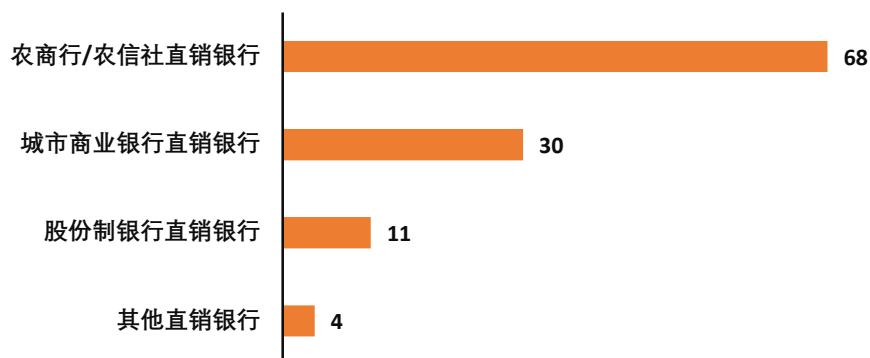


资料来源: 艾瑞、广证恒生

当前我国拥有直销银行数量113家，占现有银行总数的1.29%，其中农商行/农信社直销银行数量最多，为68家，占直销银行总数量的60.18%。从资产规模来看，我国直销银行的资产规模仅占银行总体资产规模的0.2%，一方面反映出我国直销银行体量非常小，另一方面对标直销银行美国市场规模能得知未来我国的直销市场市场潜力巨大。

2015年7月国家出台《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，同年，十部委联合印发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》也进一步明确，以银行为主体，联合互联网公司共同发展互联网金融。与此同时，互联网金融被纳入到“十三五规划”，上升到国家战略。被互联网金融压迫之久的直销银行再次登上舞台，未来随着国家政策的扶持和金融科技如大数据分析技术、AI技术的发展，直销银行将大放异彩。

图表27. 我国直销银行数量和体量均小，且没有五大行支持



资料来源：艾瑞、广证恒生

电子银行系统和互联网云服务作为直销银行业务的基础。从开展直销银行业务的银行类型来看，大多数开展直销银行业务的银行都是规模较小的城商行、农商行和农信社，它们意图开展直销银行业务吸引更多的客户，扩大自己的影响范围，增强自身的竞争能力。但由于这些中小银行的人力和财力有限，开展直销银行业务需要投入大量的资源研发电子银行系统和互联网云服务系统。因此向第三方金融科技购买相关服务成为最优选择，随着村镇银行建设数量的不断增加以及更多的村镇银行、城商行涉及直销银行业务，未来中小银行对电子银行和互联网银行云服务的需求将十分巨大。

2.3 大型银行竞争大，中小银行将成行业的一片蓝海，公司优势明显

广证恒生从A股市场和新三板市场刷选出10家与银行信息化和电子银行系统业务相关的企业进行市场分析，从客户群体和前五客户销售占比可以看出，10家企业里面的两家A股上市公司长亮科技和科蓝软件的客户群体覆盖面较广，体量大，涵盖国有银行、股份制银行、外资银行、城商行、农商行、民营银行。并且两家A股上市企业前五客户的销售占比在30%左右，既有稳定较大的客源，但客源不会过分集中、单一，同时客源覆盖面较广。

其余8家新三板公司体量较小，并且客户群体主要是中小银行，但前五客户销售占比普遍较高，大多是在50%以上，客源相比A股上市企业较窄，但精度高。尽管规模不及A股市场公司，但定位鲜明，产品专注度高，在现今中小银行猛增的市场环境下，新三板公司容易凭借已有的客户资源以及在中小银行界的口碑迅速扩展。

手付通2016年前五销售客户分别为中国金融电子化公司、库尔勒市商业银行股份有限公司、新疆维吾尔自治区农村信用社联合社、深圳市长亮科技股份有限公司、深圳南山宝生村镇银行股份有限公司。与其他三板企业相比，手付通不仅着重于村镇银行、农商行等中小银行客户，同时也与中国金融电子化公司这种中国人民银行直属企业、A股上市的电子银行龙头企业长亮科技建立合作关系，使得公司在电子银行与互联网银行行业的地位更为稳固。

图表28. 主要的电子银行与互联网银行企业前五客户及其销售占比

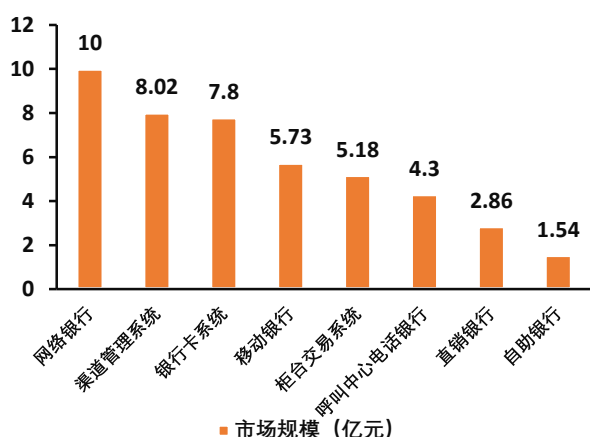
时间	政策文件	核心内容
长亮科技	没有披露，主要以大型商业银行和金融机构为主	30.79%
科蓝软件	上海浦东发展银行股份有限公司、上海银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、江苏江南农村商业银行股份有限公司、浙江省农村信用社联合社（16 年）	20.56%
艾融软件	中国工商银行股份有限公司、中国供销电子商务有限公司、上海银行股份有限公司、上海农村商业银行股份有限公司、广州农村商业银行股份有限公司（17 年）	76.15%
手付通	中国金融电子化公司、库尔勒市商业银行股份有限公司、新疆维吾尔自治区农村信用联社联合社、深圳市长亮科技股份有限公司、深圳南山宝生村镇银行股份有限公司（16 年）	51.13%
同方软银	阜新银行股份有限公司、阳泉市商业银行股份有限公司、北京福布罗科技有限公司、河北省农村信用联社联合社、锦州银行股份有限公司（17 年）	48.51%
软智科技	金运通网络支付股份有限公司、林某、刘某、金某轩、重庆百度小额贷款有限公司（17 年）	3.04%
银科金典	江苏南通农村商业银行股份有限公司、江苏兴化农村商业银行股份有限公司、江苏江南农村商业银行股份有限公司、江苏邳州农村商业银行股份有限公司、江苏启东农村商业银行股份有限公司（17 年）	29.80%
华信智能	金邦达有限公司、浙江维融电子科技有限公司、浙江民泰商业银行股份有限公司、北京浩丰创源科技股份有限公司、南京剑盛科技发展有限公司（17 年）	34.68%
嘉友互联	中国工商银行股份有限公司山东省分行、乌鲁木齐银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司临沂分行、北京银行股份有限公司济南分行、交通银行股份有限公司山东省分行（17 年）	45.99%
万佳科技	湖州银行股份有限公司、杭州日美开开电子科技有限公司、镇江市丹徒区住房和城乡建设局、浙江泰隆商业银行股份有限公司、江苏句容农村商业银行股份有限公司（17 年）	65.47%

资料来源：Wind、广证恒生

从市场规模来看，公司所在的银行渠道类解决方案行业 2015 年的市场规模为 45.13 亿元。但 2017 年 10 家企业的营业收入只有 20.70 亿元，不足 2015 年市场规模的一半，可见行业仍然十分分散。根据 IDC 的统计，2015 年各类银行 IT 投资共 831.06 亿元，占比最高的是大型国有商业银行为 45%，股份制商业银行占比 21%，这两类都是大型的银行，其核心业务系统主要由自己建设或是部分外购，外购部分大多由长亮科技和科蓝软件这两家 A 股上市公司垄断。

但整个行业里面城市商业银行/农商与农信等在银行 IT 投资占比 29.5%，245.16 亿元，且这类中小银行较为分散，新三板公司可以容易从中小银行这方面去抢占市场。与此同时，从长亮科技和科蓝软件这类大型企业近两年也开始涉足中小银行的电子银行和互联网银行云业务的建设，可以看出，中小银行的电子银行和互联网银行云业务市场在主板企业的进入下对三板企业会略有挤压，但也反映这类市场的潜力巨大。基于中小银行对电子银行和互联网银行云服务的需求逐渐增大，以及市场供给不能满足需求的情况下，未来中小银行将是整个银行业上云市场的一片蓝海。

图表29. 我国渠道类解决方案市场份额 45.13 亿元

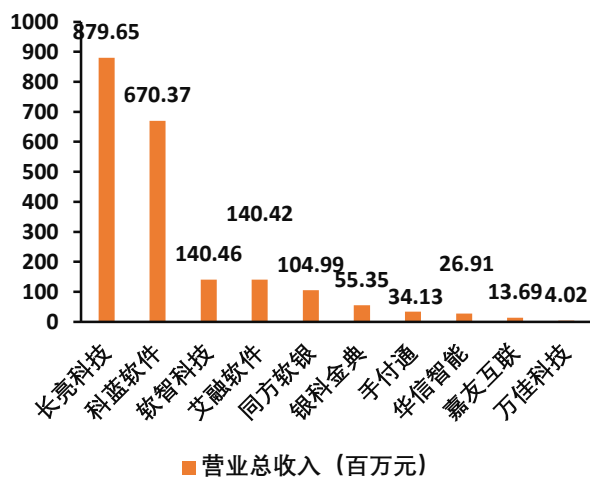


资料来源: wind、广证恒生

从市值、营业收入、归母净利润三个指标来看,长亮科技仍是银行信息化和电子银行系统市场的龙头企业。2017 年行业整体营业收入达 20.70 亿元,扣非归母净利润 2.13 亿元,行业业绩较 2016 年有所增长,净利润方面则上涨 12.44%。

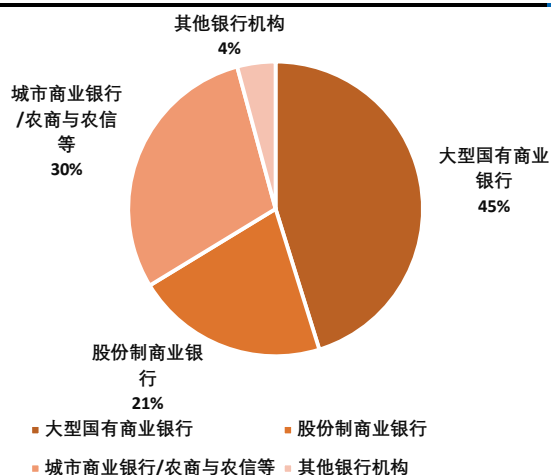
公司去年营收占整个行业营收的 1.65%,营业收入在全行业 10 家公司里面排名第 7,但是公司在归母净利润上占整个行业的 8.18%,居第 4 位。按照净利润和营收的排名,公司处于行业中上游位置,鉴于公司在技术上以及在直销银行、互联网金融等方向的布局,未来公司有望成为新三板银行信息化和电子银行系统行业的领军企业。

图表31. 手付通 2017 年营收在行业排名第 7



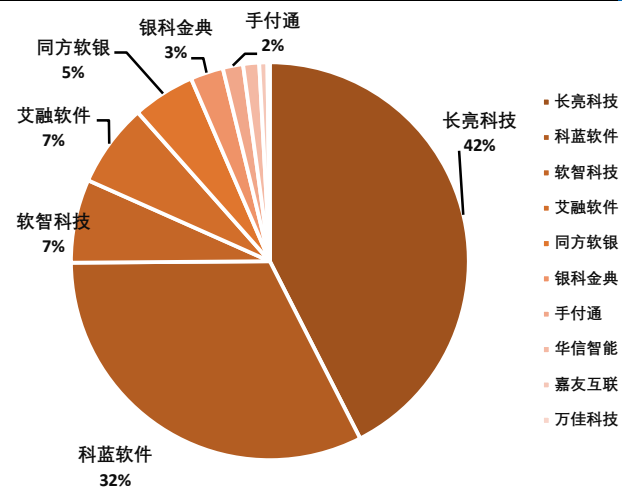
资料来源: wind、广证恒生

图表30. 银行业 IT 投资 831.06 亿元



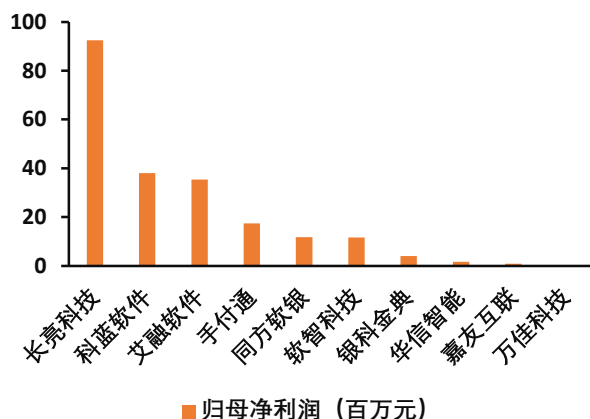
资料来源: wind、广证恒生

图表32. 手付通 2017 年营收仅占全行业的 1.57%



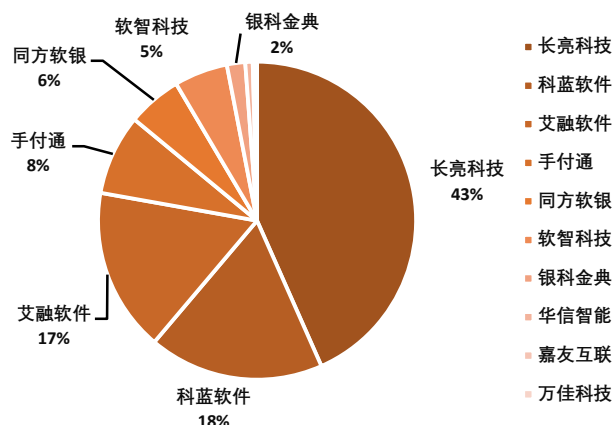
资料来源: wind、广证恒生

图表33. 手付通净利润在行业排名靠前



资料来源：艾瑞、广证恒生

图表34. 手付通 2017 年净利润占全行业的 8.18%



资料来源：艾瑞、广证恒生

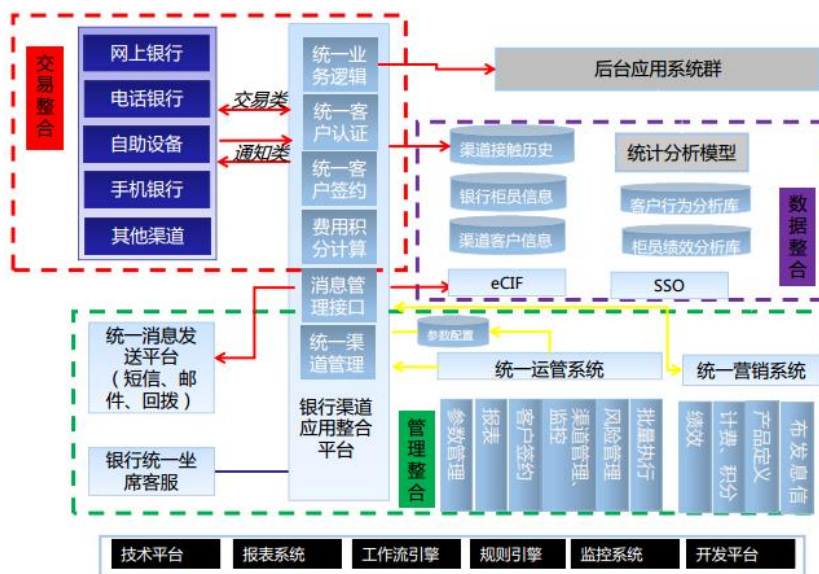
3. 核心竞争力：专注于互联网银行云，客户涵盖大中小银行

3.1 产品优势：符合中小银行需求的全方位解决方案

公司提供互联网银行云服务，银行无需购建所有网络基础设施及硬件平台，就能为用户提供高质量、多类别的互联网银行服务，提升中小银行的互联网服务竞争力。

公司电子银行产品具备高伸缩性、高可扩展性、高可靠性、高灵活性、可管理性、安全性、开放性等特点，包含银企直连、超级网银、电子汇票、网上支付、信用卡/公务卡、积分商城、理财产品销售等丰富功能，可为成员行提供有竞争力的互联网金融渠道服务，充分适应银行灵活开放个性化金融服务的需要。

图表35. 公司电子银行系统产品能充分适应银行灵活开放个性化金融服务的需要



资料来源：公司简介、广证恒生

针对中小银行品牌效应不足,存在揽储压力的现状,公司互联网银行产品还提供电子商城、O2O 平台、直销银行、供应链金融等新型金融服务,最大限度提供多样化、差异化服务,增强储户对银行的吸引力,与此同时系统底层使用网络数据模型和大数据技术,对客户群体进行详细分析,使得使用系统的银行能更好针对不同类型的客户群体提供更优质的服务,进一步提升客户粘性。此外,系统与基金、保险、证券、信托、资管等公司平台进行合作,帮助银行实现快速业务延展。

图表36. 互联网银行产品能更加方便地提供电子商城、O2O 平台、直销银行等新型金融服务



资料来源: 公司简介、广证恒生

3.2 商业模式优势: 互联网银行云业务粘性高, 年现金流稳定性高

公司主营业务分为互联网银行云服务和软件开发及维护两大类, 涵盖网上银行、手机银行、微信银行等电子银行托管服务和手机支付平台、直销银行、O2O 银商平台等创新互联网银行与互联网金融应用等, 采用云服务模式进行交付。

云模式下每年银行针对公司进行支付, 同时公司所提供的电子银行托管服务和创新互联网银行与互联网金融应用在银行用户日常使用中广泛使用, 其互联网银行核心系统中沉淀了大量的银行用户数据, 用户迁移成本较高, 客户将在长期时间内为企业提供稳定现金流价值。

公司与全国 200 多家银行建立合作关系, 和中信银行、平安银行等大中小银行共同打造了网上银行系统、手机银行系统、客户服务中心系统、多功能短信通知系统、中登证券资金清算系统等。

图表37. 公司与各大中小银行建立合作关系



资料来源: 公司官网、广证恒生

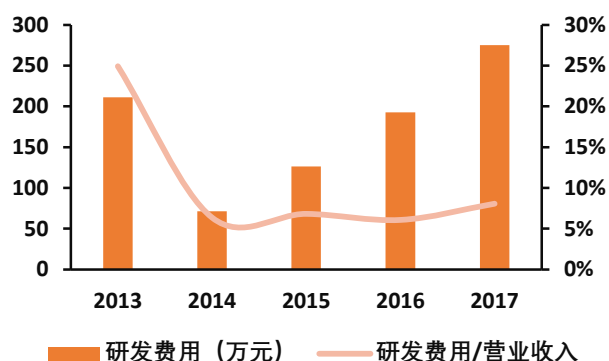
3.3 技术优势：创新研发实力强，研发投入稳定

拥有自主创新的核心技术：公司自主研发网上银行/手机银行系统，适用于广大中小银行；与中信银行上海分行合作研发上交所证券资金清算系统；开发移动互联网金融服务平台。

研发成果显著：取得新一代多渠道电子银行系统、一体化互联网银行核心、快捷支付平台、O2O 商户平台等 18 项本领域内的核心技术与软件著作权。

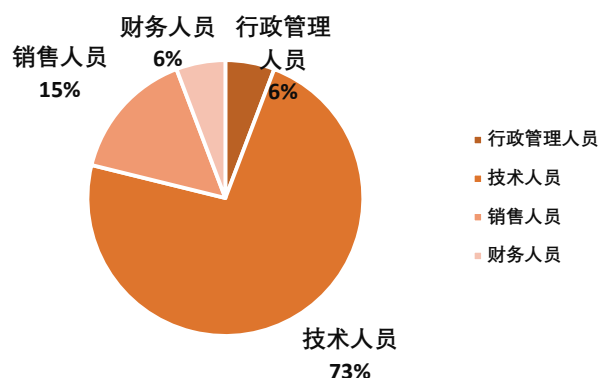
研发投入稳定：2013-2017 年公司研发费用/营业收入比分别为 24.92%、6.36%、6.81%、6.07% 及 8.06%，研发投入稳定在 6-8%，随着营业收入的增加，研发投入费用也逐年上升。同时，全公司 100% 工作人员拥有本科以上学历。

图表38. 公司研发费用维持在稳定水平



资料来源：Wind、广证恒生

图表39. 本科以上学历工作人员比例占 100%



资料来源：Wind、广证恒生

4. 公司战略规划

4.1 持续完善相关产品功能

未来公司将持续完善相关产品功能，具体而言：

1) 结合“互联网+”概念，并迎合城镇建设和村镇银行发展，积极开发并完善适合中小银行应用的移动互金平台，为中小银行打造双核心 IT 应用架构体系，支持更快速、灵活、安全地推出互联网金融创新产品的互联网银行云服务平台。

2) 针对我国中小银行转型面临诸多痛点，例如直销银行产品不完善、用户体验不好、IT 投入不足等问题，以及中小银行互联网化的发展趋势，公司将继续在大数据应用、互联网银行核心、直销银行等方面进行全面布局，并继续完善一体化互联网银行核心与移动互金平台。

4.2 立足银行云服务，积极拓展多方市场

未来公司将继续做好客户群体的维护和拓展，具体而言：1) 客户保持良好长期有效的战略合作伙伴关系；2) 公司完善业务推广团队机制，专注于客户服务、业务推广及需求反馈等服务工作，进一步提高客户满意度。3) 公司积极与第三方在金融科技、电商、产品等方面展开合作，为中小银行提供一站式、多聚道服务，打造金融体验的完整闭环，为用户提供更为完善的金融服务体验。

5. 财务数据简析及预测

5.1 财务报表简析

2015-2017 年，公司分别实现营业收入 1853.03 万元、3174.37 万元、3413.20 万元，营业收入的同比增长率分别为 65.26%、71.31%和 7.52%。公司 2015-2017 年归属于母公司所有者的净利润-扣非分别为 763.46 万元、1533.68 万元和 1742.59 万元，同比增长率分别为 59.20%、100.88%和 13.62%。2017 年公司净利润增长速度有所下滑的原因在于公司正处于瓶颈期，其主营业务互联网银行云受到诸如长亮科技等龙头企业的挤压，公司急于利用自身优势进行新业务的拓展，增加了研发的费用，与去年相比，公司的研发费用上升了 30.66%，导致净利润的下滑。

图表40. 手付通近年财务数据概览

手付通	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
营业收入(万元)	1853.03	3174.37	3413.20
营业收入同比增长率(%)	65.26	71.31	7.52
归属于母公司所有者的净利润-扣非(万元)	763.46	1533.68	1742.59
归属母公司股东的净利润(同比增长率)(%)	59.20	100.88	13.62
销售毛利率(%)	69.59	74.50	78.30
资产负债率(%)	14.59	9.80	8.66

资料来源：Wind、广证恒生

5.2 财务报表预测

公司所处金融云市场处于高速增长期，随着金融科技技术的发展和大力推动村镇银行的建设、银行信息化建设以及放开对直销银行的监管程度，未来公司将有望享受银行信息化所带来的红利，发展将更上一层楼。

不考虑并购等因素，我们预测 2017-2019 年公司营收分别为 0.47 亿元、0.69 亿元和 1.02 亿元，同比增长率分别为 37.79%、47.11%、47.64%；归母净利润分别为 2285 万元、3485 万元、5267 万元，同比增长 25.04%、52.47%、51.16%，对应每股收益分别为 1.10 元、1.68 元、2.54 元。

6. 风险提示

城镇化建设与中小银行信息化建设进程不及预期、移动支付市场规模增长不达预期、对直销银行监管放开程度不及预期。

附表：公司财务预测表

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	46.06	54.68	88.79	141.00	经营活动现金流	14.13	17.49	65.51	55.03
现金	20.44	20.74	82.15	133.31	净利润	18.26	22.83	34.80	52.61
应收账款	19.08	27.95	0.00	0.00	折旧摊销	0.95	2.22	2.95	2.96



其它应收款	0.07	0.07	0.07	0.07	财务费用	-0.02	0.02	-0.25	-0.95
预付账款	0.00	0.06	0.03	0.11	投资损失	-0.48	0.00	0.00	0.00
存货	1.47	0.87	1.55	2.51	营运资金变动	-4.76	-7.67	28.05	0.39
其他	5.00	5.00	5.00	5.00	其它	0.18	0.09	-0.05	0.02
非流动资产	16.66	20.53	21.09	22.92	投资活动现金流	-1.64	-6.18	-3.46	-4.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.94	4.80	0.09	2.07
固定资产	14.56	19.37	19.46	21.53	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.58	-1.38	-3.37	-2.75
其他	2.09	1.16	1.63	1.39	筹资活动现金流	-4.98	-11.89	0.25	0.95
资产总计	62.72	75.21	109.88	163.92	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	5.43	6.97	6.83	8.27	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.89	0.00	0.00	其他	-4.98	-11.89	0.25	0.95
应付账款	0.33	0.48	0.68	0.99	现金净增加额	7.51	-0.59	62.30	51.16
其他	5.10	5.60	6.15	7.28					
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	0.08	0.38	0.47	0.48
负债合计	5.43	6.97	6.83	8.27	营业利润增长率	0.18	0.25	0.52	0.51
少数股东权益	0.43	0.40	0.36	0.29	归属于母公司净利润增长率	0.16	0.25	0.52	0.51
归属母公司股东权益	56.86	67.84	102.69	155.36	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	62.72	75.21	109.88	163.92	毛利率	0.78	0.77	0.78	0.78
					净利率	0.53	0.49	0.50	0.52
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	0.36	0.36	0.41	0.41
营业收入	34.13	47.03	69.19	102.15	ROIC	0.32	0.33	0.33	0.33
营业成本	7.41	10.76	15.47	22.39	偿债能力				
营业税金及附加	0.11	0.16	0.26	0.41	资产负债率	0.09	0.09	0.06	0.05
营业费用	0.40	1.55	1.16	1.88	净负债比率	0.00	0.01	0.00	0.00
管理费用	6.46	8.26	12.50	17.91	流动比率	8.49	7.85	12.99	17.05
财务费用	-0.02	0.02	-0.25	-0.95	速动比率	8.21	7.72	12.77	16.75
资产减值损失	0.17	0.52	0.80	1.19	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.61	0.68	0.75	0.75
投资净收益	0.48	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	2.03	2.00	0.00	0.00
营业利润	20.60	25.75	39.25	59.33	应付账款周转率	0.04	0.04	0.04	0.04
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.01	每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.10	1.68	2.54
利润总额	20.59	25.74	39.24	59.32	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	0.84	3.15	2.65
所得税	2.33	2.91	4.44	6.71	每股净资产 (最新)	2.76	3.29	4.96	7.49



					摊薄)				
净利润	18.26	22.83	34.80	52.61	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-0.02	-0.03	-0.04	-0.07	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	18.28	22.85	34.85	52.67	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	21.23	27.67	41.45	60.67	EV/EBITDA	-0.94	-0.70	-1.97	-2.19
EPS (摊薄)	0.88	1.10	1.68	2.54					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

数据支持：陈梓毅



新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季(广证恒生总经理兼首席研究官):长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏(新三板研究总监、副首席分析师):英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会(新三板副团队长):南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞(新三板教育行业负责人):英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

陆彬彬(新三板主题策略研究员):美国约翰霍普金斯大学金融硕士,负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究,擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜(新三板TMT行业研究员):金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐(新三板医药行业研究员):中国科学技术大学有机化学硕士,具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验,对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识,重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉(新三板医药行业研究员):香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏(新三板教育行业研究员):新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

联系我们:

邮箱: lubinbin@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832292



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

新三板调研最前线

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。