

# 金融科技驱动未来，银行 IT 面临新机遇



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——金融科技系列深度

## 核心观点

目前市场对于银行 IT 行业存在以下困惑：(1) 银行系统开发成本高、用时长，使用时间长，营收无法实现稳定增长。(2) 银行 IT 公司服务银行，银行属于强势客户，控制成本需求较大，银行 IT 行业竞争激烈、格局分散，为保持或扩大市场份额，银行 IT 公司常通过降低价格维系合作关系，因此认为银行 IT 行业毛利率上升和盈利增长动力不足。(3) 银行 IT 的天花板明显，大型商业银行更偏向自己发展金融科技，因此银行 IT 公司业绩主要增长点来源于中小银行，然而中小银行在大趋势上会破产或被收购。**长期来看**，中国银行 IT 行业未来发展空间巨大，类比美国富达和费哲从服务银行开始，后期成为金融科技龙头；**短期来看**，银行 IT 公司利润增速或将实现触底回升，银行 IT 行业迎来投资新机遇。

### ❖ 金融科技成长空间巨大

中国商业银行资产规模巨大远超美国，但是银行 IT 公司营业收入远低于富达、费哲，未来中国银行 IT 行业仍有巨大发展空间。截至 2019 年 6 月，中国商业银行资产规模约为 33 万亿美元，而美国商业银行资产规模约为 17 万亿美元。反观中美银行 IT 公司营业收入，中国银行 IT 公司营业规模普遍较小，和美国差距悬殊，未来市场空间巨大。

### ❖ 银行 IT 行业兼具周期成长性

银行 IT 公司服务银行业，银行具有周期性，因此银行 IT 行业具有周期性特征。银行 IT 行业本质上属于服务驱动型行业，不断地进行技术和服务模式的创新是打开盈利瓶颈的关键，比如云交付模式牺牲部分初始授权费用获得未来盈利稳定增长，平均下来综合收益高于传统软件交付模式。银行周期波动、银行 IT 公司持续的创新力使银行 IT 行业兼具周期成长性。

### ❖ 银行 IT 行业迎来机遇和挑战

中小银行信息化建设滞后，目前加大核心系统建设支出，但中小银行自主研发能力较差，因此对银行 IT 公司有较强依赖。大数据、云计算、人工智能、区块链等新技术将为银行 IT 行业带来更多增量市场。中国银行 IT 厂商开始布局海外市场，增强我国金融科技国际影响力。我国银行 IT 行业迎来机遇和挑战。

### ❖ 投资建议

目前我国银行 IT 公司业务模式较为成熟，传统 P/E 估值方法仍适用金融科技类企业。金融科技行业存在周期波动特征，创新型业务占比较低但发展迅速，建议综合其他估值方式进行辅助估值。建议关注相关标的：恒生电子、宇信科技、润和软件、长亮科技、神州信息、科蓝软件。

❖ **风险提示**：1) 宏观经济不确定性对金融市场产生影响；2) 监管政策面临的不确定性；3) 海外市场扩张不及预期；4) 金融科技研发投入不及预期。

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 行业深度  
所属行业 | 计算机  
报告时间 | 2019/8/15

## 👤 分析师

方科

证书编号：S1100518070002  
021-68595195  
fangke@cczq.com

## 👤 联系人

周紫瑞

证书编号：S1100119080005  
021-68595127  
zhouzirui@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、金融科技成长空间巨大 .....                | 5  |
| 1.1 美国金融科技巨头集聚 .....              | 5  |
| 1.1.1 富达、费哲：银行的合作伙伴 .....         | 5  |
| 1.1.2 富达、费哲：钢铁是怎样炼成的 .....        | 7  |
| 1.1.3 富达、费哲：纷纷切入支付领域 .....        | 9  |
| 1.2 中国金融科技玩家众多 .....              | 10 |
| 1.3 金融机构盈利能力优秀 .....              | 11 |
| 二、银行 IT 行业兼具周期成长性 .....           | 13 |
| 2.1 周期性需求增强合作粘性 .....             | 13 |
| 2.2 技术服务创新打破盈利增长瓶颈 .....          | 14 |
| 三、银行 IT 行业迎来机遇和挑战 .....           | 17 |
| 3.1 中小银行需求仍存 .....                | 17 |
| 3.2 新技术驱动新需求 .....                | 20 |
| 3.3 海外市场带来规模扩张 .....              | 22 |
| 四、金融科技公司估值 .....                  | 25 |
| 4.1 估值框架 .....                    | 25 |
| 4.2 具体公司估值初探 .....                | 25 |
| 4.2.1 蚂蚁金服 .....                  | 25 |
| 4.2.2 富达 .....                    | 26 |
| 4.2.3 恒生电子 .....                  | 27 |
| 五、投资建议 .....                      | 29 |
| 5.1 宇信科技：中国银行 IT 领军企业 .....       | 30 |
| 5.2 润和软件：中小银行解决方案提供商 .....        | 31 |
| 5.3 长亮科技：海外拓展加速的金融 IT 服务提供商 ..... | 33 |
| 六、风险提示 .....                      | 35 |

## 图表目录

|       |                                   |    |
|-------|-----------------------------------|----|
| 图 1:  | 富达连续三年超过营业收入 80 亿美元.....          | 6  |
| 图 2:  | 上市 13 年富达市值翻了 30 余倍.....          | 6  |
| 图 3:  | 费哲连续两年净利润超过 10 亿美元.....           | 6  |
| 图 4:  | 2006 年以来费哲市值走势.....               | 6  |
| 图 5:  | 富达主要业务情况.....                     | 7  |
| 图 6:  | 费哲主要业务情况.....                     | 7  |
| 图 7:  | 富达并购情况一览.....                     | 8  |
| 图 8:  | 费哲成长路径.....                       | 8  |
| 图 9:  | WORLD PAY 商家解决方案占比超过 50%.....     | 9  |
| 图 10: | WORLD PAY 商家解决方案同比增长超 100%.....   | 9  |
| 图 11: | FIRST DATA 国际商业解决方案占比超 50%.....   | 9  |
| 图 12: | FIRST DATA 国际商业解决方案增速最快.....      | 9  |
| 图 13: | 金融 IT 背景公司分类.....                 | 10 |
| 图 14: | 2018 年中国独角兽金融科技排名 6/22, 估值最高..... | 11 |
| 图 15: | 2017 年金融业增加值超过农林牧渔业.....          | 11 |
| 图 16: | 金融业在美国 GDP 中占比最大, 超 20%.....      | 11 |
| 图 17: | 金融机构具备高盈利能力 (净利润/营业收入).....       | 12 |
| 图 18: | 2019.6 中美商业银行资产规模对比.....          | 12 |
| 图 19: | 中美银行 IT 公司营业收入和市值对比.....          | 12 |
| 图 20: | 恒生电子营收增速和金融相关性更高.....             | 13 |
| 图 21: | 富达营收增速和银行相关但波动较平稳.....            | 13 |
| 图 22: | 银行 IT 利润增速或将实现触底回升.....           | 14 |
| 图 23: | 银行 IT 公司业绩季节性特征明显.....            | 14 |
| 图 24: | 银行 IT 解决方案市场集中度下降.....            | 15 |
| 图 25: | 银行 IT 行业典型公司毛利率呈下降趋势.....         | 15 |
| 图 26: | 银行 IT 主要厂商应收账款周转率降低.....          | 15 |
| 图 27: | 信息技术人员薪酬稳定上涨.....                 | 15 |
| 图 28: | 传统软件收费模式下盈利不稳定.....               | 16 |
| 图 29: | 云软件收费模式下盈利稳定增长.....               | 16 |
| 图 30: | 美国历史上的银行倒闭潮.....                  | 17 |
| 图 31: | 2011 年以来中国银行减少数量变少.....           | 17 |
| 图 32: | 中国银行数量远远小于美国银行.....               | 18 |
| 图 33: | 中国人均银行数量远低于美国.....                | 18 |
| 图 34: | 美国社区银行数量占比超过 80%.....             | 18 |
| 图 35: | 中国中小银行数量占比 99%.....               | 18 |
| 图 36: | 我国农业商业银行和民营银行逐年增加.....            | 18 |
| 图 37: | 我国中小银行总资产占银行业比重提升.....            | 18 |
| 图 38: | 我国金融机构云计算应用技术进展.....              | 20 |
| 图 39: | 我国金融机构部署云计算模式.....                | 20 |
| 图 40: | 富达“上云”计划.....                     | 20 |
| 图 41: | 区块链解决方案可以简化境内外复杂的交易流程.....        | 21 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图 42: | 银行业净息差和非利息收入占比情况.....                   | 22 |
| 图 43: | 2018 年银行人均创收下降人均创利上升.....               | 22 |
| 图 44: | 2015 年开始富达国际收入占比超过 40%.....             | 22 |
| 图 45: | 富达全球金融解决方案占比接近 50%.....                 | 22 |
| 图 46: | 银行 IT 厂商在东南亚市场面临的机遇.....                | 23 |
| 图 47: | 东南亚人口基数大、年轻化.....                       | 24 |
| 图 48: | 东南亚经济增长势头良好.....                        | 24 |
| 图 49: | 全球 6%无银行账户成年人在印尼.....                   | 24 |
| 图 50: | 东南亚地区互联网平均普及率约为 61%.....                | 24 |
| 图 51: | 2018 年中国金融科技独角兽公司估值榜单.....              | 25 |
| 图 52: | 富达的 P/E 和 P/S 变动情况.....                 | 27 |
| 图 53: | 恒生电子周期性将逐渐减弱.....                       | 27 |
| 图 54: | 恒生电子收入结构 (2018 年).....                  | 28 |
| 图 55: | 恒生电子核心创新子公司潜力初显.....                    | 28 |
| 图 56: | 恒生电子的 P/E 和 P/S 变动情况.....               | 28 |
| 图 57: | 宇信科技归母净利润同比增长 106.53%.....              | 30 |
| 图 58: | 宇信科技 2019Q1 毛利率上升至 35.06%.....          | 30 |
| 图 59: | 宇信科技研发费用占比上升至 12.3%.....                | 31 |
| 图 60: | 宇信科技 2018 年 ROE 为 11.75%.....           | 31 |
| 图 61: | 宇信科技在银行 IT 解决方案各细分领域排名.....             | 31 |
| 图 62: | 润和软件营业收入和归母净利润 2019 Q1 同增 14%.....      | 32 |
| 图 63: | 润和软件 2019 年 Q1 毛利率为 32.87%.....         | 32 |
| 图 64: | 润和软件 2019Q1 研发费用占比 12.91%.....          | 32 |
| 图 65: | 润和软件 2018 年 ROE 为 6.80%.....            | 32 |
| 图 66: | 润和软件的科技全生命周期管理.....                     | 33 |
| 图 67: | 长亮科技营业收入和归母净利润 2019 Q1 同步增长.....        | 34 |
| 图 68: | 长亮科技 2019 H1 毛利率为 43%.....              | 34 |
| 图 69: | 长亮科技 2019H1 研发费用占比近 15%.....            | 34 |
| 图 70: | 长亮科技 2018 年 ROE 为 4.59%.....            | 34 |
| 图 71: | 长亮科技“出海”战略.....                         | 35 |
| 表格 1. | 近五年全球金融科技公司 TOP 10.....                 | 5  |
| 表格 2. | 按原生背景划分共有五类金融科技公司.....                  | 10 |
| 表格 3. | 典型银行 IT 公司 2019 年 Q1 的营业收入和归母净利润情况..... | 14 |
| 表格 4. | 行业内四种主要经营模式和特征.....                     | 16 |
| 表格 5. | 数字化社区银行潜在成本节余.....                      | 19 |
| 表格 6. | 成立金融科技子公司的银行 P/E、ROA、ROE 高于其他银行.....    | 21 |
| 表格 7. | SUNGARD 中国地区业务情况.....                   | 23 |
| 表格 8. | 蚂蚁金服与可比公司估值比较.....                      | 26 |
| 表格 9. | 可比公司估值比较.....                           | 29 |

## 一、金融科技成长空间巨大

### 1.1 美国金融科技巨头集聚

美国金融科技巨头集聚，中美金融科技公司规模仍存在较大差距。根据 IDC，在最近五年中 FIS、Fiserv、TCS 和 CTS 始终在全球金融科技 Top100 中排名前四。Tata Consultancy 和 Cognizant Technology Solutions 并非专注金融领域，因此本文主要研究对象是 FIS（富达）和 Fiserv（费哲）。富达总市值超过 800 亿美元，费哲总市值超过 400 亿美元，中国上市金融科技行业中，恒生电子市值最大超过 500 亿元。美国两大金融科技巨头的发展历史是金融科技行业不断整合的一个缩影。

表格 1. 近五年全球金融科技 Top 10

|    | 2014           | 2015           | 2016     | 2017     | 2018    |
|----|----------------|----------------|----------|----------|---------|
| 1  | FIS            | TCS            | TCS      | FIS      | FIS     |
| 2  | TCS            | FIS            | FIS      | TCS      | TCS     |
| 3  | Fiserv         | Fiserv         | CTS      | Fiserv   | Fiserv  |
| 4  | CTS            | CTS            | Fiserv   | CTS      | CTS     |
| 5  | NCR            | NCR            | NTT Data | NTT Data | Infosys |
| 6  | Infosys        | Infosys        | Infosys  | Diebold  | Diebold |
| 7  | Diebold        | Diebold        | NCR      | Infosys  | NCR     |
| 8  | SunGard        | SunGard        | TSS      | NCR      | TSS     |
| 9  | NRI            | Wincor Nixdorf | NRI      | TSS      | NRI     |
| 10 | Wincor Nixdorf | NRI            | Diebold  | NRI      | SS&C    |

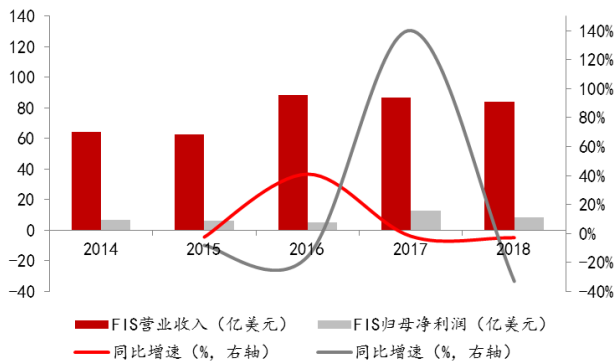
资料来源：IDC，川财证券研究所

#### 1.1.1 富达、费哲：银行的合作伙伴

不同于初创型金融科技寻求颠覆银行的商业模式，富达和费哲将自身定义为银行的合作伙伴，推动银行业创新。富达国民信息服务公司成立于 1968 年，总市值超过 800 亿美元，上市至今市值翻了 30 余倍。富达为超过 130 个国家金融机构提供服务，主要提供软件、服务和技术外包，不断拓展延伸解决方案的广度和深度。2018 年，富达实现营业收入 84 亿美元，净利润 8.5 亿美元。费哲金融服务公司是一家全球金融服务科技提供商，成立于 1984 年，总市值超过 400 亿美元。费哲为全球超过 80 个国家的 12,000 个金融机构提供服务。2018 年，费哲实现营业收入 58 亿美元，净利润 11.8 亿美元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 1：富达连续三年超过营业收入 80 亿美元



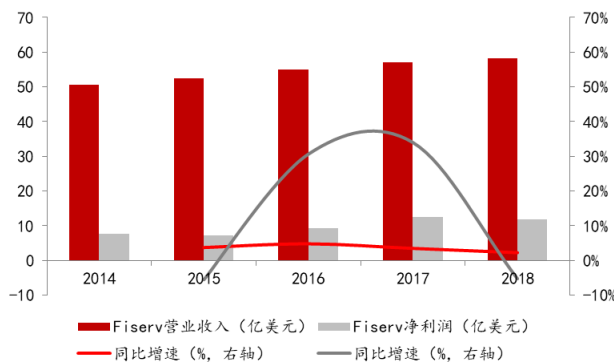
资料来源：富达 2018 年年报，川财证券研究所

图 2：上市 13 年富达市值翻了 30 余倍



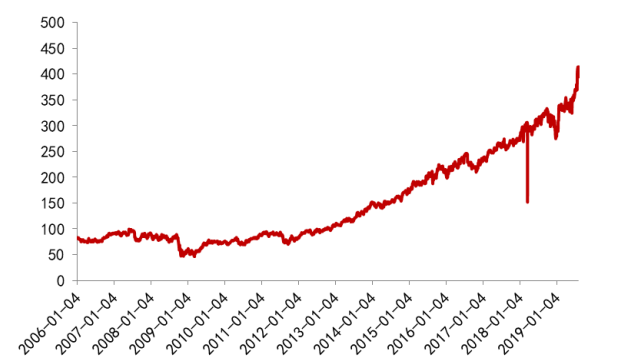
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：费哲连续两年净利润超过 10 亿美元



资料来源：费哲 2018 年年报，川财证券研究所

图 4：2006 年以来费哲市值走势



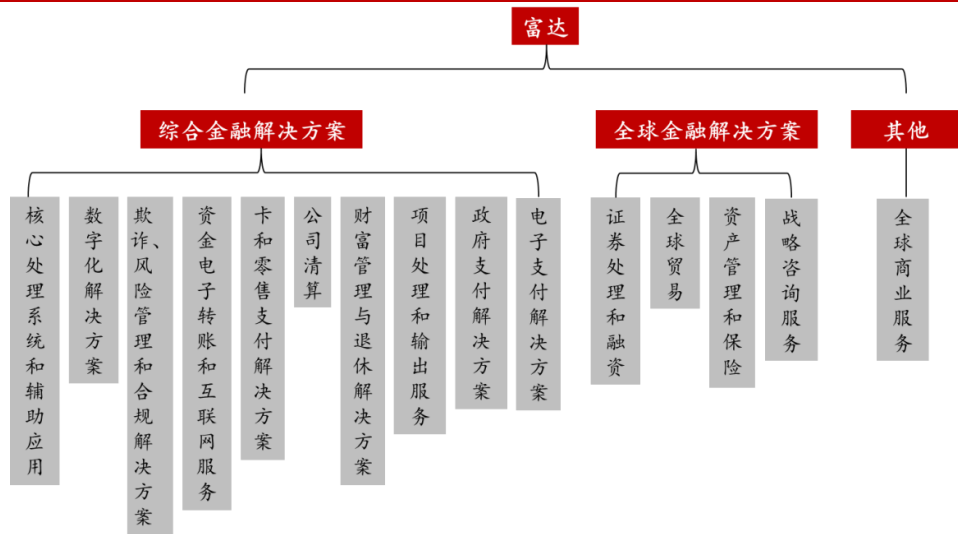
资料来源：Wind，川财证券研究所

富达成立时间超过 50 年，目前拥有较为丰富的金融解决方案，覆盖众多金融领域。富达的传统主业是银行解决方案，成立之初是一家银行数据处理软件提供商，主要为中小银行提供价格较低的数据处理软件，后期通过不断收购进军其他金融领域。目前公司产品已经覆盖银行、证券、基金、交易所等金融领域的各个主要分支，产业链不断延伸。

费哲成立时间超过 30 年，目前已经拥有较为丰富的产品线。费哲起初是两家较小的银行技术公司 First Data Processing 和 Sunshine State 合并的产物，起初主要为大型金融机构提供数据处理服务，和富达类似，通过收购战略丰富产品线、提高客户服务能力，为不同规模的金融机构提供丰富的产品。

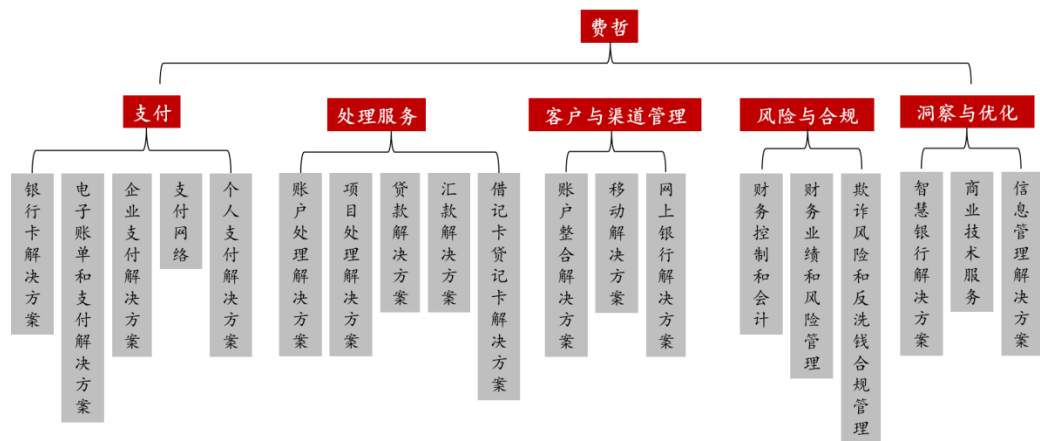


图 5： 富达主要业务情况



资料来源：富达 2018 年年报，川财证券研究所

图 6： 费哲主要业务情况



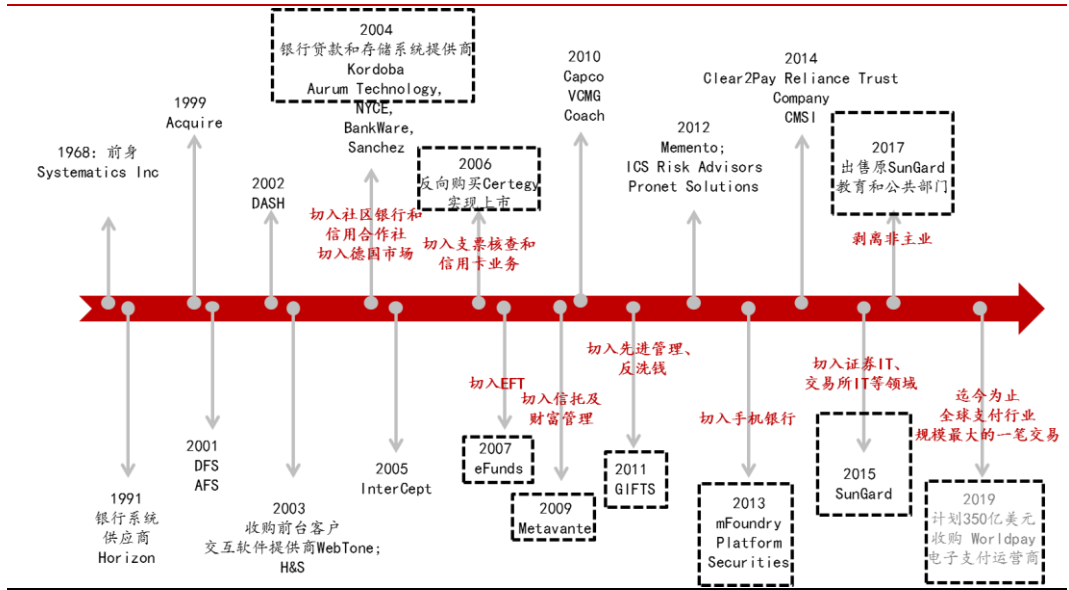
资料来源：费哲官网，川财证券研究所

### 1.1.2 富达、费哲：钢铁是怎样炼成的

富达通过不断并购扩张支撑盈利增长。从 1968 年成立至今，富达的收购动作频繁，银行 IT 解决方案提供商一直是富达收购的主要对象，从 2010 年开始，富达也通过收购涉足管理咨询、银行 IT 咨询、支付等领域。2015 年富达斥资 91 亿美元收购 SunGard，切入证券 IT、证券交易所 IT 等领域。2019 年，7 月富达以 350 亿美元完成 World Pay 收购，参与电子支付领域竞争，是支付行业迄今为止规模最大的一笔交易，此次收购市场认为是富达对费哲收购 First Data 反应，富达或将迎来新一轮的规模扩张。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

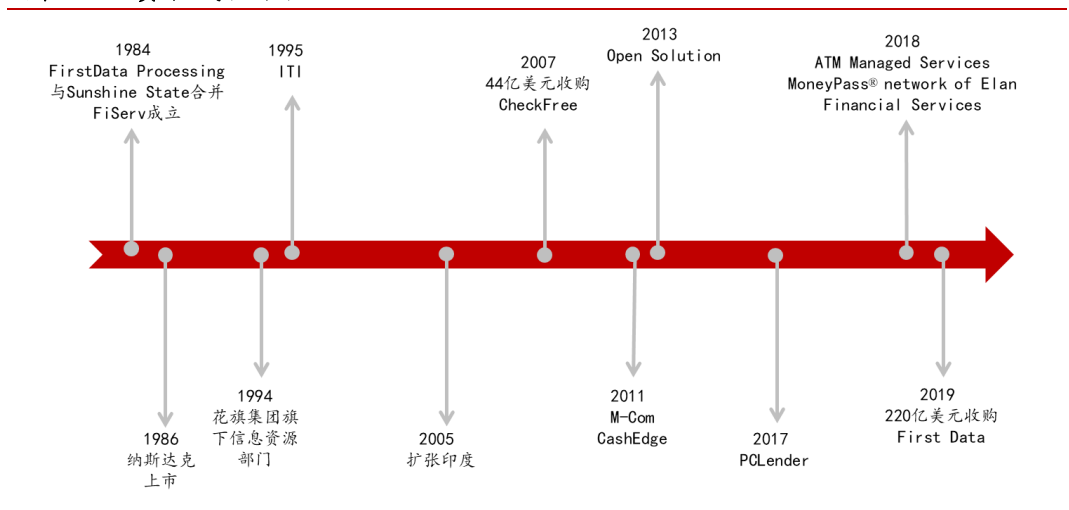
图 7： 富达并购情况一览



资料来源：公司官网，川财证券研究所

费哲的成长路径证明收购战略是金融科技公司快速成长的捷径。费哲的第一次重要收购是购买花旗集团旗下的信息资源部门，费哲业务拓展到商业银行领域，客户群大幅增加。次年，费哲收购信息科技公司 ITI，成为客户/服务器解决方案领域的领导者。费哲通过不断收购新兴公司获取技术，而不必完全自己开发，因此迅速发展。2019 年，费哲宣布以 220 亿美元收购合并 First Data, First Data 拥有 600 万商户，是美国支付行业最大的商家之一，在美国信用卡和借记卡交易市场的市占率为 45%，此次合并将丰富、增强费哲的支付能力。

图 8： 费哲成长路径



资料来源：公司官网，川财证券研究所

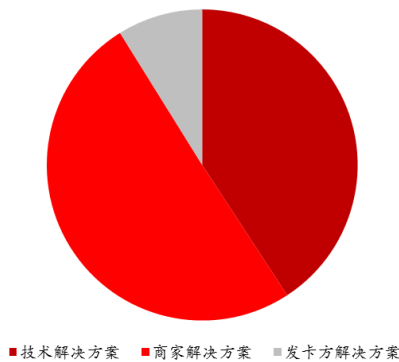
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



### 1.1.3 富达、费哲：纷纷切入支付领域

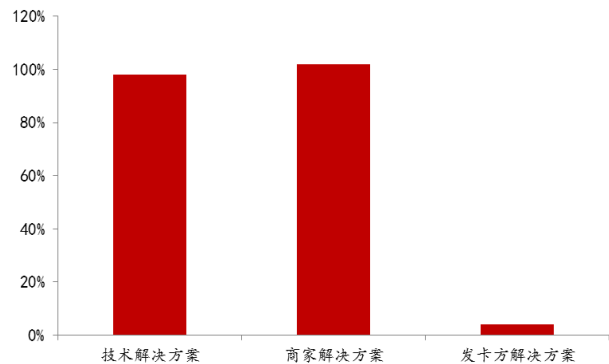
2019 年 Q2, 富达完成对 World Pay 的收购, 富达估值超过 800 亿美元。World Pay 在全球 GDP 占比 99% 的 146 个国家, 提供 120 多种货币的支付处理服务, 并帮助客户受理 300 多种不同的支付方式。2018 年, World Pay 实现营业收入 39.25 亿美元, 同比增长 85%, 其中商家解决方案占比超过 50%, 增速超过 100%。

图 9: World Pay 商家解决方案占比超过 50%



资料来源: World Pay 2018 年年报, 川财证券研究所

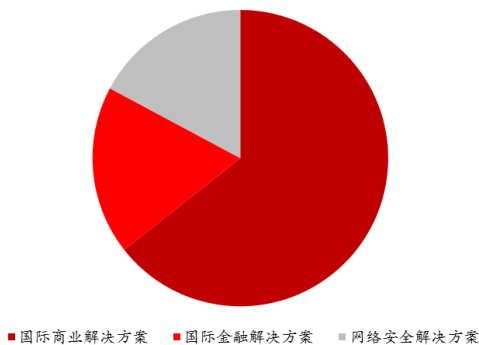
图 10: World Pay 商家解决方案同比增长超 100%



资料来源: World Pay 2018 年年报, 川财证券研究所

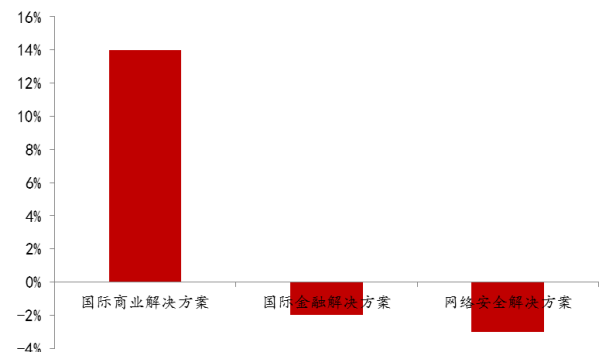
费哲 2019 年 1 月宣布拟以 220 亿美元收购合并 First Data。2018 年 First Data 实现营业收入 94.98 亿美元, 其中国际商业解决方案占比最高, 超过 60%, 同比增长 14%。First Data 大约每秒处理 3000 笔交易, 在美国去年处理 2.3 万亿交易量, 超过美国 GDP 的 10%。

图 11: First Data 国际商业解决方案占比超 50%



资料来源: First Data 2018 年年报, 川财证券研究所

图 12: First Data 国际商业解决方案增速最快



资料来源: First Data 2018 年年报, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 1.2 中国金融科技玩家众多

金融科技公司的分类方法众多：原生背景、技术、业务、服务领域。本文我们采用原生背景对金融科技公司进行分类便于分析行业内主要竞争者。目前 A 股金融科技公司大多具有金融 IT 背景，虽然这些公司只是金融科技的子集，但是它们代表了典型的金融科技公司，通过公开披露的信息我们可以洞察金融科技行业的发展现状与未来趋势。

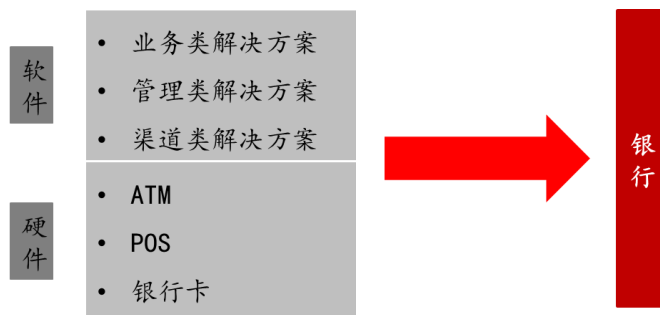
表格 2. 按原生背景划分共有五类金融科技公司

| 五类                 | 举例         | 优势                              |
|--------------------|------------|---------------------------------|
| 互联网背景              | 蚂蚁金服、京东金融  | 技术、数据、平台和人才优势                   |
| 金融 IT 背景           | 恒生电子、安硕信息  | 深厚的金融行业技术服务经验，具有科技能力和对金融创新的嗅觉敏锐 |
| 传统金融背景             | 招商银行、民生银行  | 对行业理解深入，易获得传统金融机构的信任            |
| 其他传统行业背景<br>零售企业为主 | 万达金融、苏宁金融  | 自有渠道和用户规模优势，对客户理解较为深刻，客户服务经验丰富  |
| 初创背景               | 陆金所、51 信用卡 | 初创期就以金融科技领域的技术和商业模式创新为核心竞争力     |

资料来源：中国金融科技生态白皮书（2019），川财证券研究所

金融 IT 背景公司可以分为两类：硬件、软件与服务（解决方案市场）。金融科技行业的交付模式正在从过去的软件、硬件加服务模式转变为以服务为主的交付模式，服务属性日益凸显。

图 13：金融 IT 背景公司分类

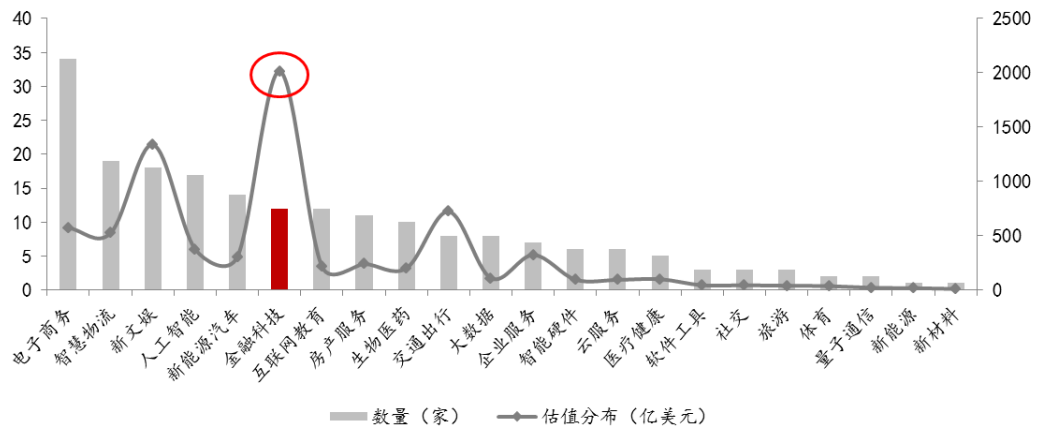


资料来源：川财证券研究所

根据《2018 年度中国独角兽企业榜单》，2018 年我国共有独角兽 202 个，涉及 22 个行业，其中金融科技独角兽共 15 个，数量超过行业平均水平 9 个。本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

我国金融科技独角兽估值最高约 2014 亿美元，其中 1500 亿美元是由第一大金融科技独角兽蚂蚁金服贡献。剔除蚂蚁金服，金融科技独角兽平均估值(46.7 亿美元) 仍然远高于行业平均水平 (36.9 亿美元)。

图 14：2018 年中国独角兽金融科技排名 6/22，估值最高

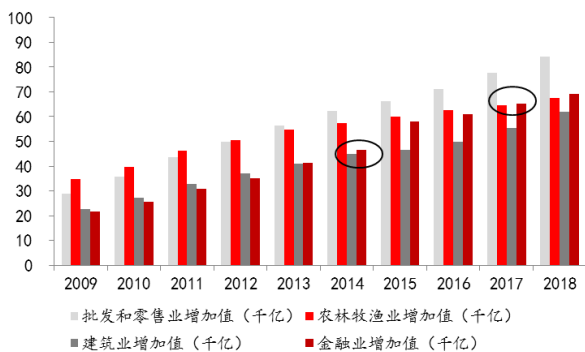


资料来源：《2018 年度中国独角兽企业榜单》，川财证券研究所

### 1.3 金融机构盈利能力优秀

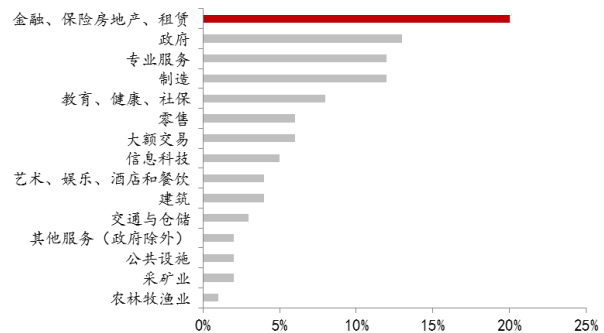
我国金融业在国民经济中的地位日益提升，对比美国仍有较大发展空间。近十年来，金融业在中国 GDP 所占比重逐年上升，2013 年金融业增加值超过建筑业，2017 年金融业增加值超过农林牧渔业，2018 年金融业占我国 GDP 总量的 7.7%。对比金融业发达的美国，2016 年美国金融业在 GDP 占比已经超过 20%，未来中国金融业仍具想象空间。

图 15：2017 年金融业增加值超过农林牧渔业



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 16：金融业在美国 GDP 中占比最大，超 20%

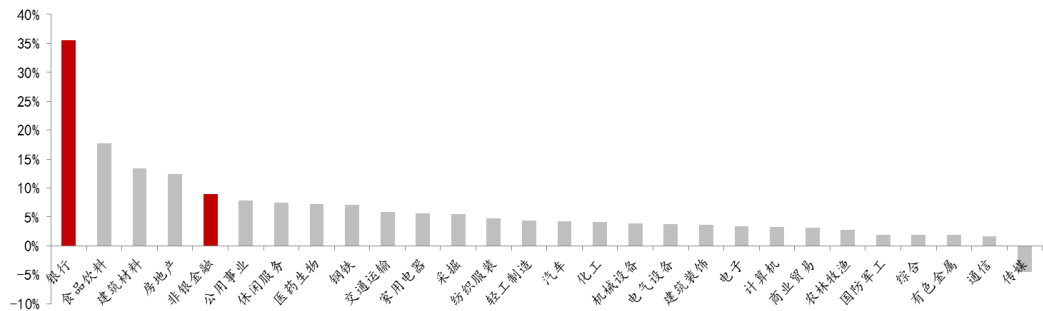


资料来源：美国经济分析局 (2016.4)，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

金融机构高盈利能力的特征反过来会促进金融科技公司的繁荣发展。金融科技公司的下游客户是金融机构，金融机构的兴衰决定着金融科技公司的未来。2018年，银行上市公司的净利润（14990亿元）超过净利润排名前十的其他行业整体净利润水平（14400亿元）。金融机构的盈利能力较强，有实力不断进行金融创新，加大研发投入、购买金融科技公司的产品与服务，为客户提供更好的服务，进一步提高盈利能力，实现良性循环。

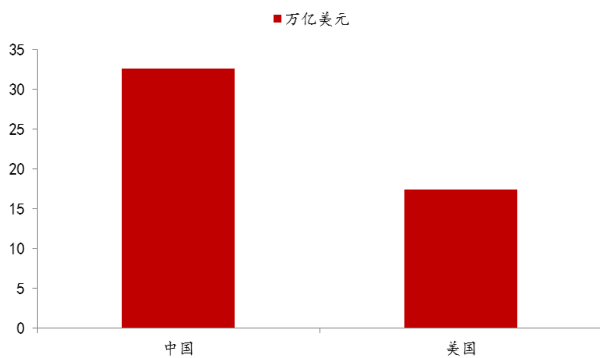
图 17：金融机构具备高盈利能力（净利润/营业收入）



资料来源：Wind（申万行业分类），川财证券研究所

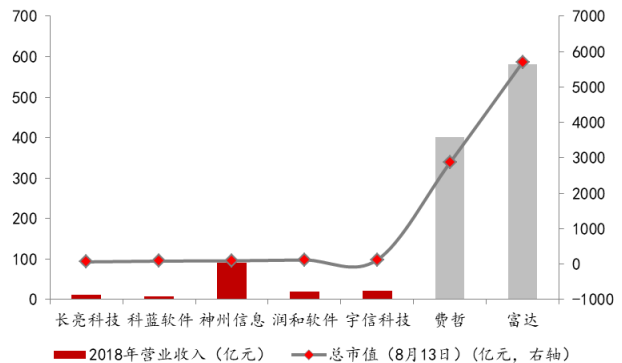
中国商业银行资产规模巨大远超美国，但是银行IT营业收入规模远低于富达、费哲，未来中国银行IT行业仍有巨大发展空间。截至2019年6月中国商业银行资产规模约33万亿美元，美国商业银行资产规模约17万亿美元，约为中国的二分之一。反观中美银行IT公司营业收入，中国银行IT公司营业规模普遍较小、和美国差距悬殊，未来市场空间巨大。

图 18：2019.6 中美商业银行资产规模对比



资料来源：Wind（美联储、银监会），川财证券研究所 汇率：6.9

图 19：中美银行IT公司营业收入和市值对比



资料来源：Wind，川财证券研究所 汇率：6.9

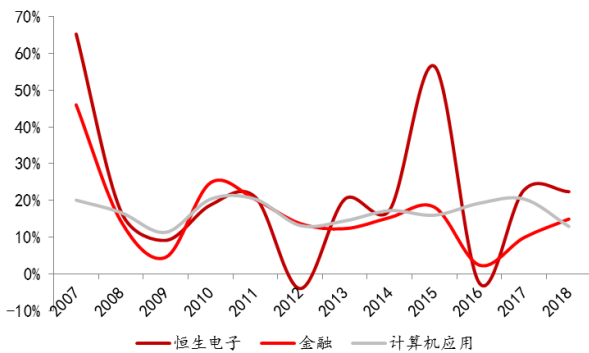
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 二、银行 IT 行业兼具周期成长性

### 2.1 周期性需求增强合作粘性

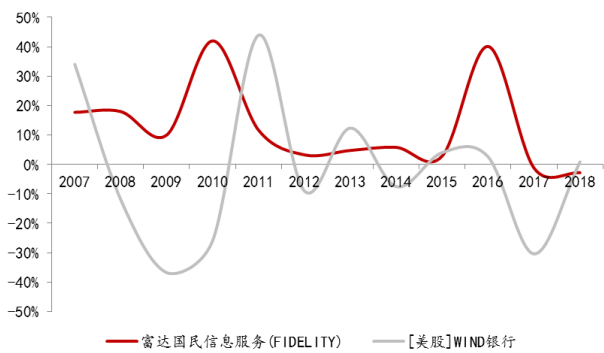
从宏观经济来看，银行等金融行业具有较强周期性，金融科技公司因服务金融业也呈现周期性特征。我们选择恒生电子因为其上市时间长、呈现的周期更加完整，同时聚焦金融科技领域，便于观察金融科技公司和金融行业的相关性。因为恒生电子的产品线丰富，因此我们选取银行和非银金融上市公司营收增速指标，发现和计算机应用行业营收增速相比，恒生电子的营收增速和金融营业增速的走势更为相似。富达营收增速也与银行营收增速走向基本一致，但由于富达有 40%-50%海外业务同时涉及其他金融科技，因此周期波动较为平稳。

图 20：恒生电子营收增速和金融相关性更高



资料来源：Wind (申万银行、非银)，川财证券研究所

图 21：富达营收增速和银行相关但波动较平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

从银行内部需求来看，银行大规模采购 IT 产品具有周期性。根据长亮科技 2018 年年报，一般而言，银行核心系统替换周期五到八年，而创新能力强的公司可以将升级周期缩短至两到三年。银行 IT 公司可以通过提高创新能力来增强和银行的合作粘性。

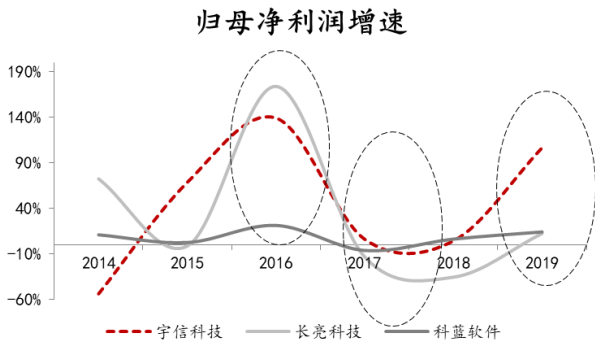
从银行 IT 公司近五年经营情况来看，利润增速呈现周期波动特征，盈利增速有望实现触底回升。宇信科技、长亮科技、科蓝软件主要聚焦银行 IT，因此选取这三家公司。近五年来三家公司归母净利润增速走势基本一致：均在 2016 年达到高点，随后下降，2017 年到 2018 年增速见底后，未来有望企稳回升。

从银行 IT 公司全年业绩分布情况来看，业绩呈现季节性波动，第四季度收入占比较高，2019 年第一季度银行 IT 公司业绩情况较好，未来业绩值得期待。银行对 IT 系统的采购需履行严格的预算管理制度，通常是年初制定投资计划，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

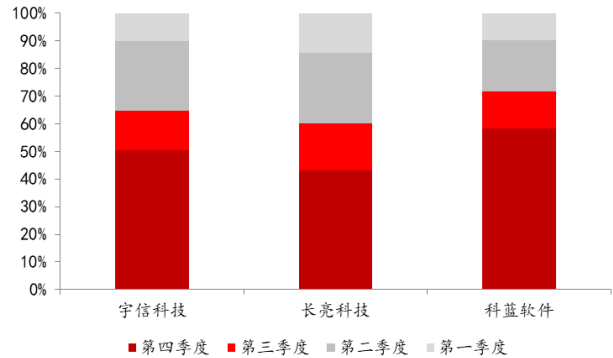
通过预算、审批、招标、签订合同等流程，年底则集中开展对供应商开发的 IT 系统进行测试、验收等工作，公司收到验收单和工作量确认单后确认收入，使得公司第四季度收入占比较高。

图 22：银行 IT 利润增速或将实现触底回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：银行 IT 公司业绩季节性特征明显



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 3. 典型银行 IT 公司 2019 年 Q1 的营业收入和归母净利润情况

| 公司   | 营业收入 (亿元) | 营业收入同比增速 | 归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比增速 (%) |
|------|-----------|----------|------------|---------------|
| 恒生电子 | 5.92      | 11.17%   | 3.98       | 593.66%       |
| 宇信科技 | 2.93      | 35.81%   | 0.01       | 106.53%       |
| 长亮科技 | 1.94      | 24.37%   | 0.07       | 90.70%        |
| 润和软件 | 5.12      | 14.10%   | 0.52       | 14.83%        |
| 科蓝软件 | 1.12      | 53.75%   | -0.17      | 14.08%        |

资料来源：Wind，川财证券研究所

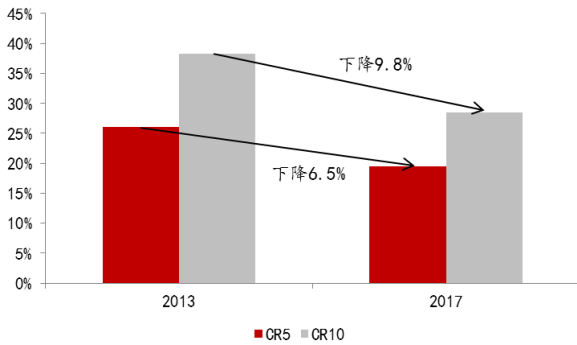
## 2.2 技术服务创新打破盈利增长瓶颈

从整个行业来看，毛利率上升动力不足。从需求端看，下游银行属于强势客户，对成本控制要求高，议价能力强。由于利率市场化改革、金融监管加强、互联网金融发展，传统金融机构原有的利润空间不断被压缩，因此降本增效成为金融机构关注重点。从供给端看，一方面，目前银行 IT 行业分散、竞争激烈，为保持或扩大市场份额，银行 IT 公司有时需要在价格方面做些让步，对财务指标，行业内主要公司近年来毛利率和应收账款周转率有下滑趋势。另一方面，银行 IT 行业具有轻资产性质，人工成本占比较大，随着信息技术人员薪酬不断上涨，银行 IT 公司的人工成本逐年提升、压缩利润空间。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

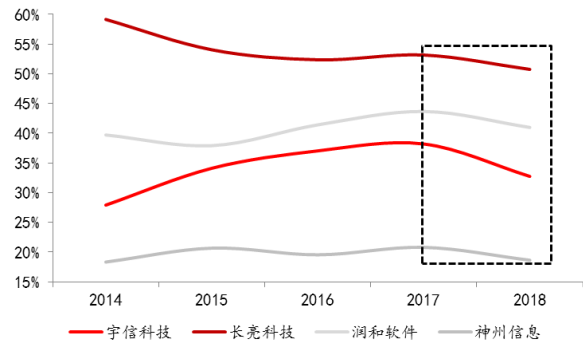


图 24：银行 IT 解决方案市场集中度下降



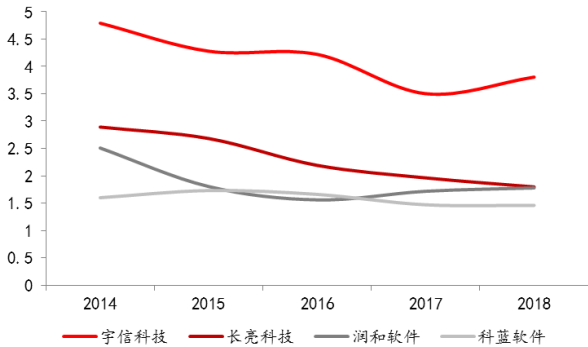
资料来源：IDC，川财证券研究所

图 25：银行 IT 行业典型公司毛利率呈下降趋势



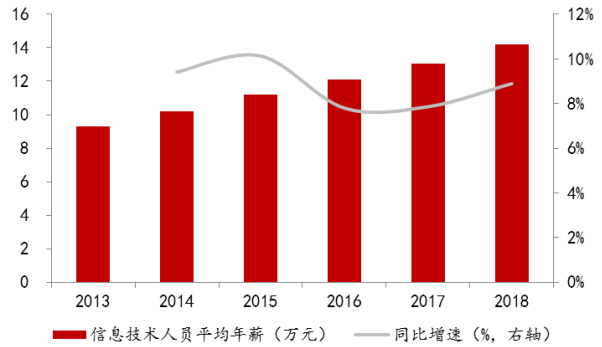
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：银行 IT 主要厂商应收账款周转率降低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：信息技术人员薪酬稳定上涨



资料来源：Wind，川财证券研究所

定制化服务可以提高银行 IT 公司的议价能力。目前银行 IT 公司普遍存在四种主要经营模式：商品软件、研发+产品+服务、定制化开发、软件租赁。其中，商品软件和软件租赁主要以提供产品为主；“研发+产品+服务”和定制化开发以提供服务为主，这也是我国软件行业主要采用的经营模式。标准化产品难以维系毛利率，但是定制化服务可以提升公司的议价能力，缺点是难以实现规模扩张。

标准化程度取决于解决方案业务属性强弱和成熟度。一般而言，渠道类解决方案产品标准化程度相对较高，因为其业务属性较弱、发展时间长、较为成熟；对系统业务属性更强、成熟度较低、IT 相关性较少的产品，定制化开发程度就会更高。

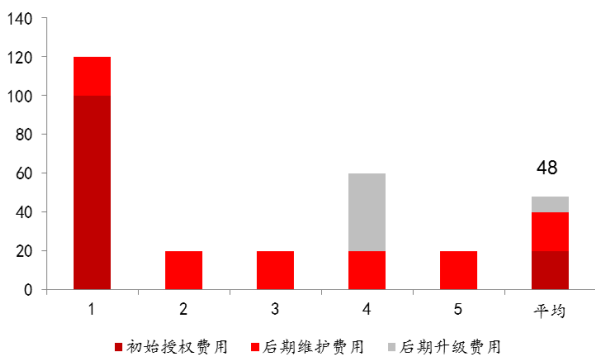
表格 4. 行业内四种主要经营模式和特征

| 模式       | 特征                  |
|----------|---------------------|
| 商品软件     | 标准化产品               |
| 研发+产品+服务 | 标准化产品+二次开发+相关服务     |
| 定制化开发    | 定制化开发+相关服务          |
| 软件租赁     | 大型客户私有云建设、中小企业公有云租赁 |

资料来源：宇信科技招股说明书，川财证券研究所

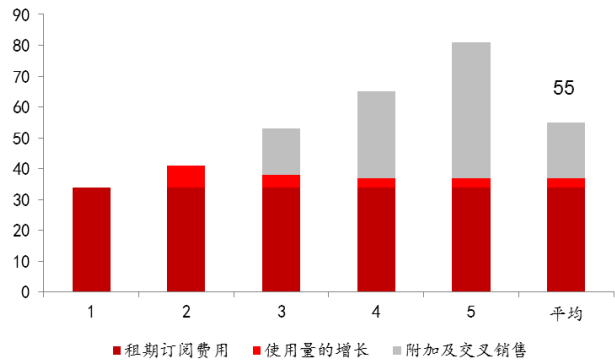
银行 IT 行业本质上属于服务驱动型行业，技术和服务模式的创新可以打开银行 IT 公司的盈利瓶颈。传统软件企业收费主要来自初始授权费用、后期维护升级费用，其中授权费用占比较高，云交付模式大大降低初始收费门槛，每期收取租期订阅费用，收费更加平稳，随着用户体验及用户忠诚度提升，公司可以通过交叉销售的方式为用户提供更多服务，获得稳定增长。从整体来看，云交付模式牺牲部分初始授权费用获得未来盈利的稳定增长，平均下来综合收益高于传统软件交付模式。另一方面，云软件开发和维护可以在云端完成，降低人力成本，提高效率同时提升利润率。

图 28: 传统软件收费模式下盈利不稳定



资料来源：Gartner，川财证券研究所

图 29: 云软件收费模式下盈利稳定增长



资料来源：Gartner，川财证券研究所

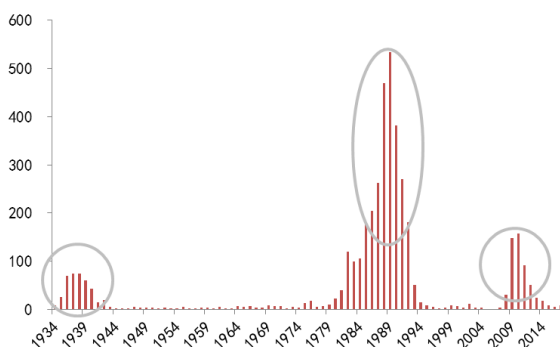
### 三、银行 IT 行业迎来机遇和挑战

#### 3.1 中小银行需求仍存

美国银行业发展早、成熟度高，透过美国社区银行可以预见我国中小银行发展方向。美国社区银行通常指资产规模在 10 亿美元以下。中国虽然银监会把股份制银行归为中小银行，但是它们的规模、实力、经营模式与城商行、农商行和农信社存在明显差距，因此我们把城商行、农商行和农信社归为中小银行。

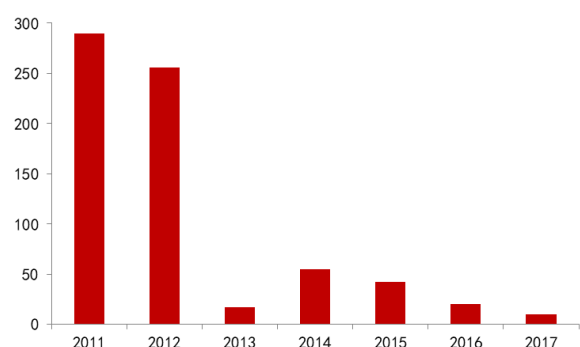
类比美国，我国中小银行未来将要面临优胜劣汰，短期来看我国银行每年减少的数量有下降趋势。自 1929 年大萧条以来，美国共经历三次规模较大的银行“倒闭潮”，最近一次银行“倒闭潮”中，中小银行从 2000 年 7918 家下降至 5776 家，数量减少了 27%，而大型和超大型银行数量基本稳定，中小银行数量减少的原因主要在于兼并。目前我国中小银行仍然享受政策红利，未来可能面临并购整合的命运，但是自 2011 年以来我国每年减少的银行数量不断下降。

图 30：美国历史上的银行倒闭潮



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：2011 年以来中国银行减少数量变少

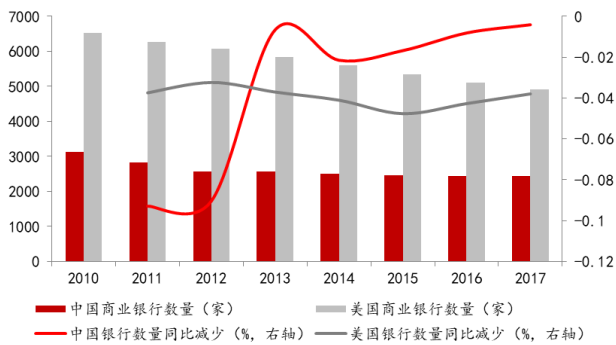


资料来源：Wind，川财证券研究所

我国平均每百万人拥有银行的数量远低于美国，仍为我国中小银行发展提供肥沃土壤。我国银行数量不及美国二分之一，但是人口却是美国四倍多，我国每百万人拥有银行数量保持在 2 家左右，而美国每万人拥有银行数量从 2010 年 20 家下降到 2017 年 15 家，下滑趋势明显。随着金融科技的发展，银行可以通过技术拓宽服务人群，每百万人拥有的银行数量将进一步减少，但是和美国相比，中国银行规模较小，下降空间较小，发生类似美国大规模银行“倒闭潮”的概率较低。

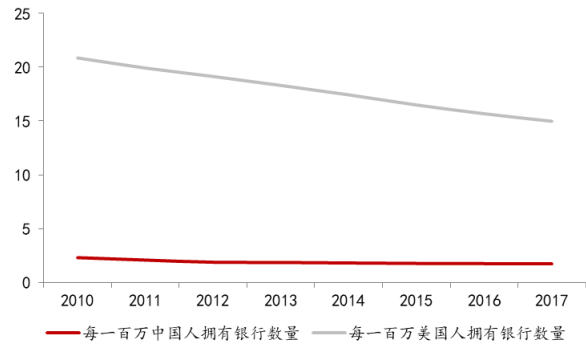
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 32：中国银行数量远远小于美国银行



资料来源：FDIC, Wind, 川财证券研究所

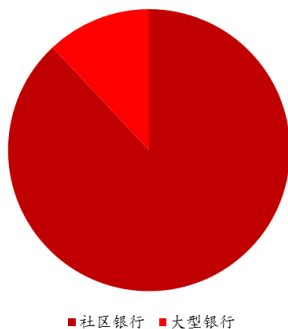
图 33：中国人均银行数量远低于美国



资料来源：FDIC, Wind, 川财证券研究所

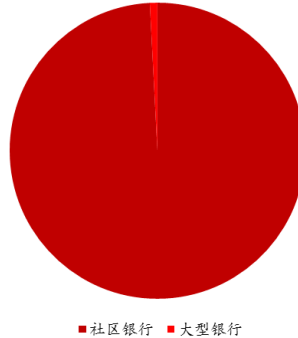
中小银行的普惠性决定其存在的重要意义。中美中小银行在绝对数量和相对数量上仍然具有绝对优势，中国中小银行占比高于美国，中小银行服务中小企业的使命决定其对中国经济的健康发展仍起着至关重要的作用。在商业银行总数下降的背景下我国农村商业银行数量逐年提升，民营银行发展势头强劲，中小银行总资产占比逐年提升，这些彰显我国中小银行的生命力。

图 34：美国社区银行数量占比超过 80%



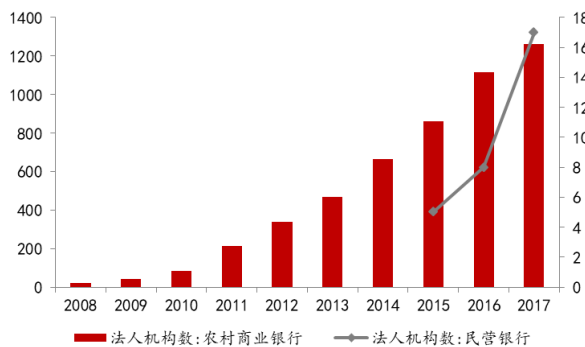
资料来源：FDIC, 川财证券研究所

图 35：中国中小银行数量占比 99%



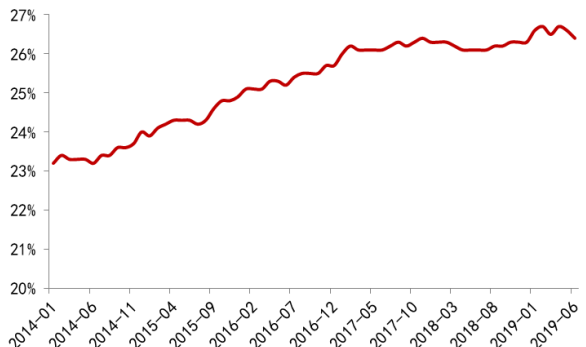
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 36：我国农业商业银行和民营银行逐年增加



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 37：我国中小银行总资产占银行业比重提升



资料来源：Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

我国中小银行起步晚，信息化建设滞后，但是转型升级的阻力小，目前是加大核心系统建设支出的集中爆发期，但是由于中小银行受限于技术、人才、资金不足，自主研发能力较差，因此对银行 IT 解决方案提供商有较强依赖，短期来看，中小银行能够为银行 IT 带来增量市场。

使用金融科技的社区银行比传统社区银行收入更高，成本更低，从而提升资产回报率。根据《金融科技—Fintech 定义未来商业价值》，数字化银行可以为一家社区银行一年节省近 200 万美元的费用。分行网络是社区银行最大成本支出，通过数字银行方式能显著降低服务成本及与客户交互的成本。

例如在美国，社区银行 47% 的费用花在营业网点上，其中 54% 的支出为网点的人工成本，使用 ATM 和基于在线交易的成本不到柜员介入的纸质交易成本的 10%。由此计算，大约可以节省 20% 的成本（47%\*54%\*90%）。

表格 5. 数字化社区银行潜在成本节余

|                |             |
|----------------|-------------|
| 储蓄服务的费用        | \$4.00      |
| 数字储蓄服务的费用      | \$0.15      |
| 差异             | \$3.85      |
| 储蓄账户数量         | \$20,000.00 |
| 每月转移到移动服务的数量   | 2.00        |
| 每月税前费用节余       | \$154,000   |
| 一家社区银行全年税前费用节余 | \$1,848,000 |

资料来源：金融科技—Fintech 定义未来商业价值，川财证券研究所

富达和费哲起初都是专注于银行，尤其是向社区银行提供技术服务，证明中小银行对于银行 IT 巨大需求成就今日美国两大金融科技航母。在美国社区银行绝对数量大，对美国经济有巨大影响力，正因如此，成立于 1968 年的富达和成立于 1984 年的费哲不但没有在银行“倒闭潮”中沦落，反而成长为今日金融科技巨头。

因此中小银行未来兼并收购为中国银行 IT 公司带来更多的是机遇而非挑战，中小银行面临挑战料将增加银行 IT 的需求，同时中小银行兼并收购有望带来系统整合升级的需求。随着我国金融市场化改革，银行发展更加多元化，我国银行 IT 公司可以像富达和费哲一样逐步切入其他金融领域，提供更加丰富的服务。和其他金融科技公司相比，银行 IT 公司因为前期积累优质的客户资源，发展空间更加广阔。

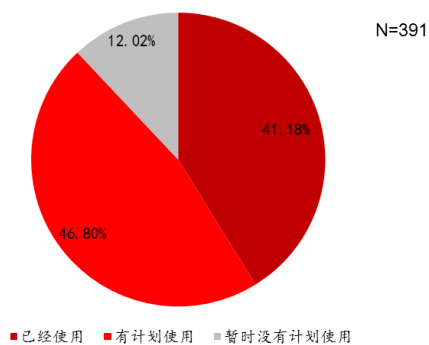
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 3.2 新技术驱动新需求

人工智能、区块链、云计算、大数据，这些新技术将为银行创造新需求。银行虽然具有一脉相承的技术系统，但是随着客户需求的不断变化，银行既有的技术系统无法满足客户与日俱增的金融创新需求，为银行 IT 公司带来机遇，银行 IT 公司凭借科技能力和对金融创新的敏锐嗅觉让银行实现蜕变。

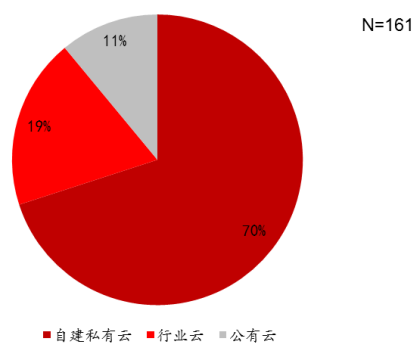
金融云的快速发展驱动银行的上云需求。IDC 指出率先采用云计算的金融机构在未来三年将能够在基础设施方面降低 25% 支出。IDC 预测到 2022 年，亚太地区金融机构公有云服务支出将达到 95 亿美元，而在 2017 年，亚太地区金融机构公有云服务支出仅为 24 亿美元，规模将增长 4 倍。根据信通院调查，2018 年我国近九成金融机构已经或者计划使用云计算技术，未来为节省支出，金融机构的非核心系统“上云率”越来越高。

图 38：我国金融机构云计算应用技术进展



资料来源：中国金融行业云计算技术调查报告，川财证券研究所

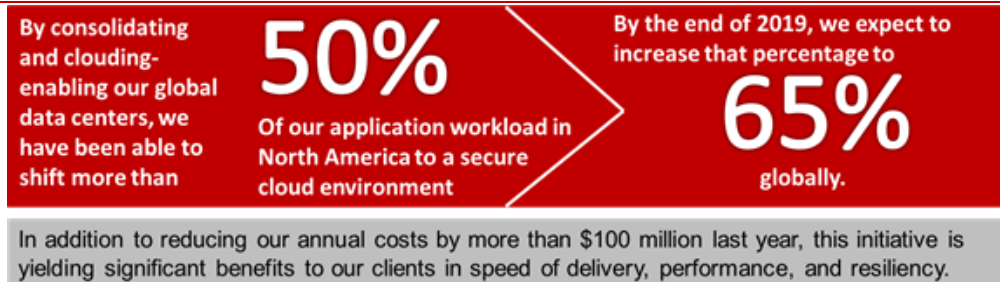
图 39：我国金融机构部署云计算模式



资料来源：中国金融行业云计算技术调查报告，川财证券研究所

2018 年，富达在北美地区已经实现超过 50% 上云率，为公司节省了一亿美金，2019 年底公司致力于实现全球 65% 上云率。未来“金融云”将成为银行 IT 公司的创新业务，支撑下一轮规模扩张。

图 40：富达“上云”计划



资料来源：富达 2018 年年报，川财证券研究所



区块链与金融行业需求高度契合，金融行业领跑区块链支出，细分领域银行占八成。区块链技术去中心化、数据不可篡改性以及对私密数据的加密保护特性，正好与金融行业对信息和数据安全、交易数据溯源等金融业务的本质需求高度契合。根据 IDC 市场追踪数据，2017 年中国金融行业区块链的支出规模达到 4500 万美元，预计到 2022 年将达 6 亿美元，复合增长率高达 67.5%。金融行业细分领域中，银行业区块链支出的规模占到金融行业整体区块链支出规模的 80% 以上，在未来五年里，银行业将保持这一趋势和占比。

图 41：区块链解决方案可以简化境内外复杂的交易流程



资料来源：麦肯锡《2018 中国区块链行业分析报告》，川财证券研究所

银行 IT 可以提高银行估值水平，提高资产回报率和净资产回报率。根据亿欧智库，2017 年我国进入银行和金融融合的第四阶段：智能银行。近年来银行纷纷加大对金融科技的重视，“金融科技”频繁出现在银行年报中，大型商业银行成立金融科技子公司重点发展金融科技，目前共有 9 家商业银行成立金融科技子公司。据统计，已成立金融科技子公司的银行整体估值水平明显提升，估值水平、资产回报率、净资产收益率都高于其他银行。

表格 6. 成立金融科技子公司的银行 P/E、ROA、ROE 高于其他银行

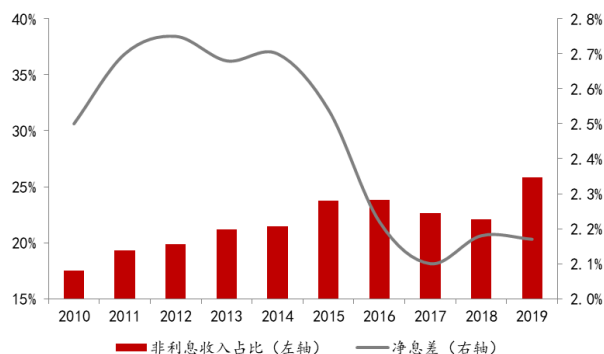
| 是否成立金融科技子公司 | P/E-2016 | P/E-2017 | P/E-2018 | ROA  | ROE   |
|-------------|----------|----------|----------|------|-------|
| 是           | 6.53     | 7.84     | 6.08     | 0.95 | 12.12 |
| 否           | 7.94     | 7.32     | 5.66     | 0.84 | 11.26 |

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

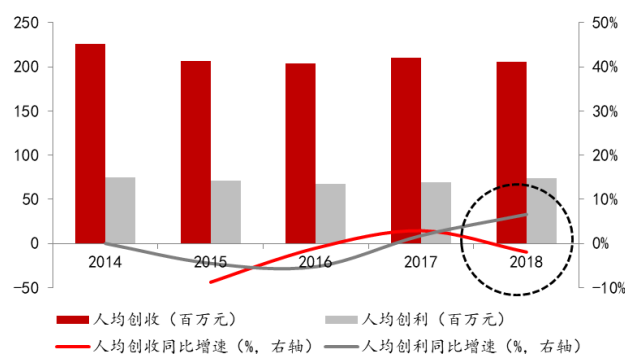
商业银行通过运用金融科技获得更多业务增长点，近年来我国银行净息差有所提升、非利息收入占比明显上升。商业银行运用金融科技实现降本增效取得一定成果，2017 到 2018 年，我国商业银行整体的人均创收开始出现负增长，但是人均创利明显提升。

图 42：银行业净息差和非利息收入占比情况



资料来源：中国银监会，川财证券研究所

图 43：2018 年银行人均创收下降人均创利上升

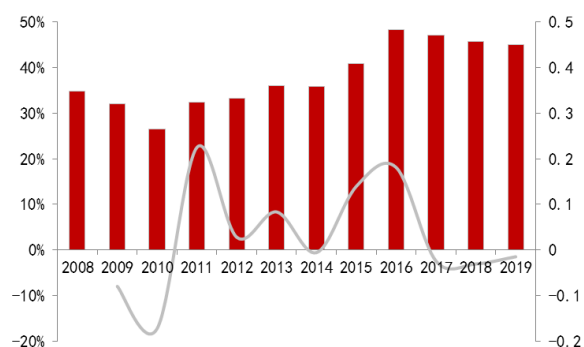


资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.3 海外市场带来规模扩张

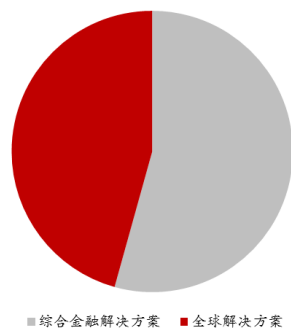
海外收购让 FIS 成为全球金融科技领导者。FIS 的国际化道路起步较早，上市后两年开始在财报中披露国际解决方案的收入。2008 年，FIS 国际收入占比超过 30%，2015 年公司调整业务分类后，全球金融解决方案收入占比突破 40%。FIS 短时间内实现海外市场规模扩张的本质原因是公司并购标的在海外积累丰富的客户资源，如全球超过 800 家银行使用 mFoundry 的 SaaS 手机银行解决方案。

图 44：2015 年开始富达国际收入占比超过 40%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：富达全球金融解决方案占比接近 50%



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

SunGard 在中国金融领域积累丰富的客户资源，FIS 通过收购 SunGard 扩大其全球影响力，同时 FIS 和 SunGard 通过交叉销售实现规模扩张。SunGard 进入中国市场较早，在各个金融领域均有布局，覆盖客户数量众多。

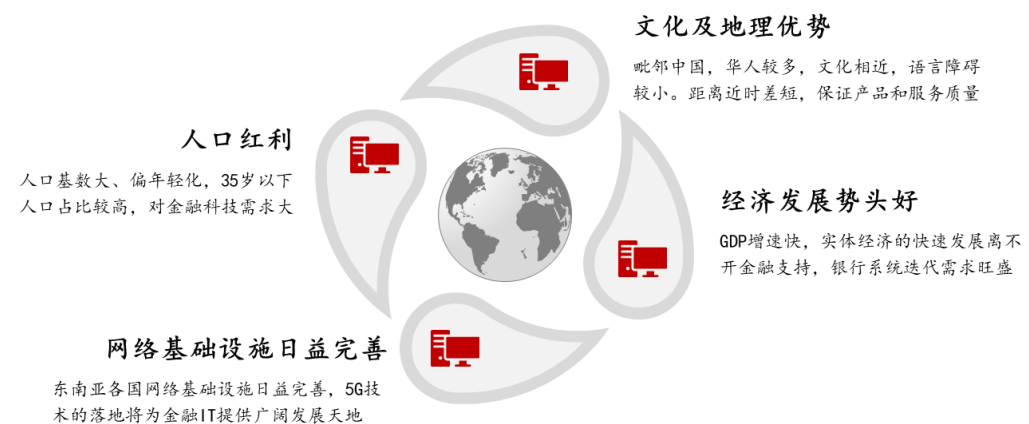
表格 7. SunGard 中国地区业务情况

| 细分行业 | 规模   | 进入时间  |
|------|--|-------|
| 金融交易 | SunGard服务中国8家交易所中的6家客户                           |       |
| 期货   | SunGard服务中国170家期货公司中的110多家客户                     | 1995年 |
| 证券   | SunGard是中国区最大的证券软件开发商之一，服务超过50家顶级客户              | 2000年 |
| 黄金   | SunGard是中国最大的黄金软件开发商，中国超过50%的黄金交易流量通过SunGard系统处理 | 2003年 |
| 银行   | SunGard服务中国20家银行，包括中国十大银行中的9家                    |       |

资料来源：SunGard 官网，川财证券研究所

中国银行 IT 近年来开始布局海外市场，开启全球化战略。海外软件开发价格高于国内，中国部分银行 IT 厂商凭借价格优势拓展东南亚市场，进而利用在银行 IT 解决方案经验获得竞争优势。过去东南亚地区商业银行业务相对单一，系统较简单，且遵循欧美模式，大多数使用欧美等国家提供的银行信息化系统。近年银行+互联网成为发展趋势，银行信息化系统进入集中换代周期，相关需求较多，规模较大的商业银行信息化建设需求在 2000 万美元以上。因此长期来看，海外市场对国内银行 IT 厂商来说将是潜在的业务增长机会。

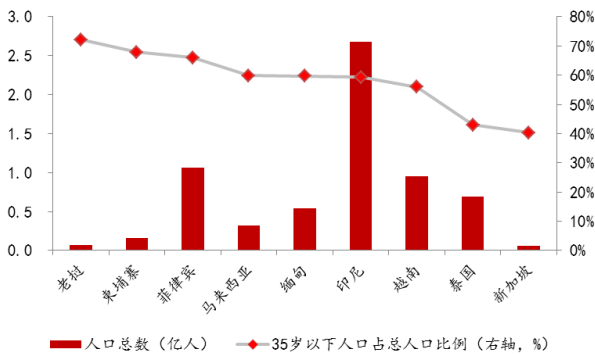
图 46：银行 IT 厂商在东南亚市场面临的机遇



资料来源：川财证券研究所

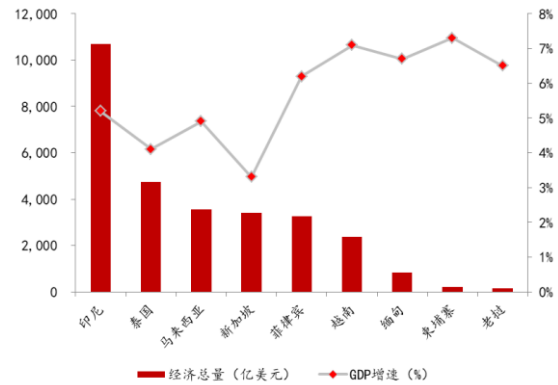
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 47：东南亚人口基数大、年轻化



资料来源：IMF, Wind, 川财证券研究所

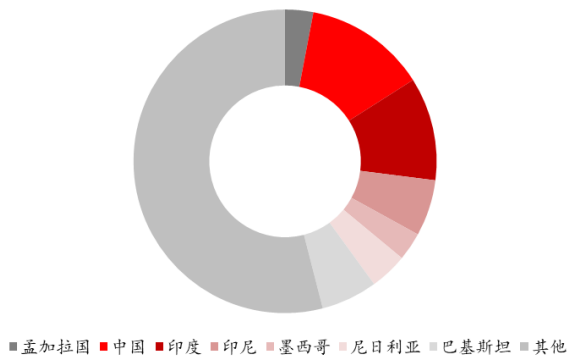
图 48：东南亚经济增长势头良好



资料来源：IMF, 川财证券研究所

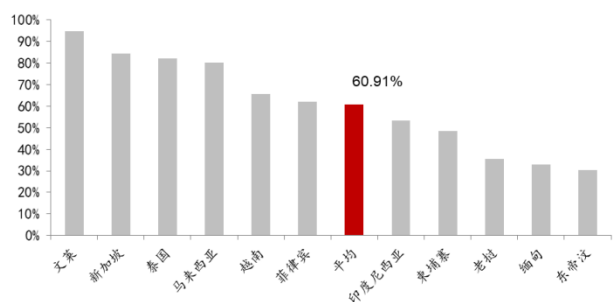
互联网普及率高，银行账户拥有率低的地区适合发展金融科技。根据毕马威，东南亚地区 6 亿人口中仅有 27% 的人拥有银行账户，根据 Global Findex Database，全球 6% 无银行账户成年人在印尼。这与该地区较高的互联网普及率形成了鲜明对比。根据 Internet World Stats，目前东南亚平均互联网普及率为 60.91%，超过全球平均互联网普及率（57.3%）。未来随着国内银行 IT 公司海外拓展经验不断丰富，有望以东南亚市场为跳板拓展到世界其他地区，增强我国金融科技国际影响力。

图 49：全球 6% 无银行账户成年人在印尼



资料来源：Global Findex Database (2017), 川财证券研究所

图 50：东南亚地区互联网平均普及率约为 61%



资料来源：Internet World Stats (2019.6), 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 四、金融科技公司估值

### 4.1 估值框架

因为银行 IT 属于金融科技的子集，大部分银行 IT 公司也会涉足其他金融 IT 领域，因此我们主要探讨金融科技公司估值，选取三家典型金融科技领军企业：蚂蚁金服（未上市）、富达（美股）、恒生电子（A股）。

绝对估值法来看，金融科技的估值方法与其他行业并没有本质的同，都是未来所产生现金流的折现，但盈利在时间和空间上的分布构成阶段性的估值差异。因此绝对估值法的应用难度较大，精度较低，不确定性较大，如果运用现金流折现模型辅助估值，建议运用多阶段现金流折现模型将公司成长过程划分为多个阶段，给予每个阶段不同的增速。由于金融科技公司紧随下游金融机构周期，因此建议运用牛熊市弹性估值，在牛市和熊市赋予公司不同的增速。

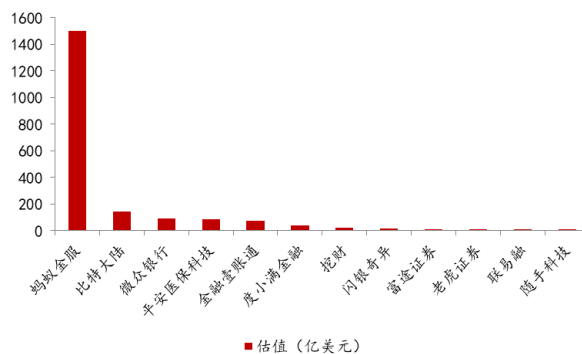
相对估值法来看，对于云计算公司，在利润率爬坡之前可以运用 P/S 估值预判公司价值，但是由于金融科技公司业务模式较为成熟，创新型业务仍快速发展，因此传统 PE 估值方法仍适用于金融科技类企业，但是由于估值会因下游金融机构具有周期性而存在周期波动特征，我们建议应综合其他估值方式进行辅助估值，如 SOTP，PEG 等，比较不同价值评估指标进行合理性验证。

### 4.2 具体公司估值初探

#### 4.2.1 蚂蚁金服

2018 年 6 月 8 日蚂蚁金服宣布新一轮融资，融资金额 140 亿美元，市场预计融资后蚂蚁金服估值在 1500-1600 亿美元。2019 年蚂蚁金服依然以 1500 亿美元的估值位列中国独角兽第一。蚂蚁金服的估值是否存在泡沫？

图 51：2018 年中国金融科技独角兽公司估值榜单



资料来源：《2018 年度中国独角兽企业榜单》，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

蚂蚁金服最新估值发生在 2018 年，因此选取对应年度财务数据。蚂蚁金服尚未上市，由于阿里巴巴和蚂蚁金服达成协议，要求蚂蚁金服每年向阿里巴巴支付知识产权及技术服务费，金额相当于蚂蚁金服税前利润的 37.5%。阿里巴巴 2018 年财报显示，蚂蚁金服 2017 年税前利润分别为 92 亿元，按照财报汇率口径约为 15 亿美元。

我们选取 A 股宇信科技等可比公司和蚂蚁金服进行估值比较。由于阿里巴巴财年周期截止于每年 3 月份，简单起见我们对三个月时间口径差异暂不做修正。另外，由于阿里巴巴财报不反映蚂蚁金服净利润，因此我们也对 A 股上市公司采用税前利润指标。从可比公司估值水平来看，蚂蚁金服和行业整体估值水平基本一致。

表格 8. 蚂蚁金服与可比公司估值比较

| 股票代码      | 公司   | 估值/市值 (2018.6) | 税前利润 (2017) | P/E (2017) |
|-----------|------|----------------|-------------|------------|
| N/A       | 蚂蚁金服 | 1500.00        | 15.00       | 100.00     |
| 300674.SZ | 宇信科技 | 105.00         | 2.09        | 50.33      |
| 000555.SZ | 神州信息 | 89.98          | 0.79        | 114.46     |
| 300377.SZ | 赢时胜  | 81.94          | 1.93        | 42.41      |
| 300339.SZ | 润和软件 | 72.63          | 3.26        | 22.28      |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 52.83          | 0.36        | 146.00     |
| 300663.SZ | 科蓝软件 | 27.90          | 0.40        | 69.25      |
| 600571.SH | 信雅达  | 27.70          | 0.19        | 147.48     |
| 300380.SZ | 安硕信息 | 21.32          | 0.28        | 77.00      |

资料来源：阿里巴巴 2018 年年报，Wind，川财证券研究所

#### 4.2.2 富达

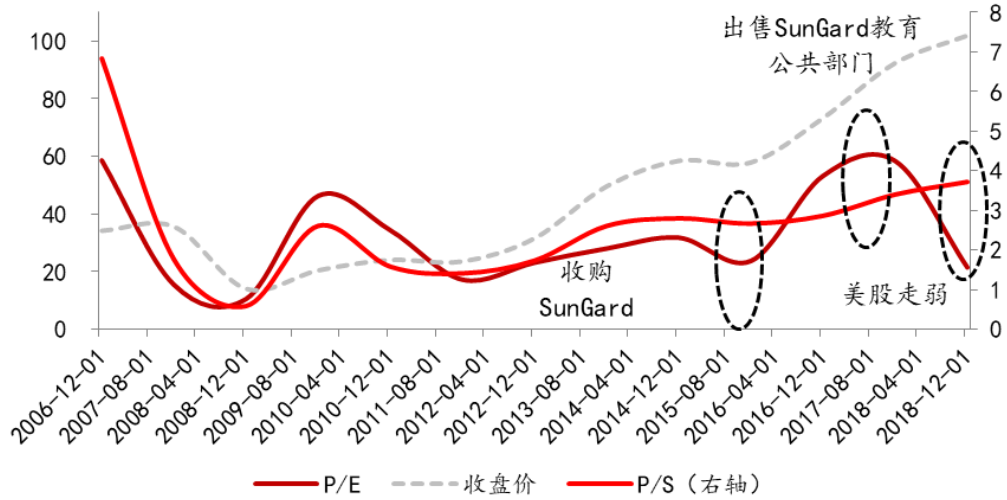
对于富达估值，我们认为 P/E 估值法比 P/S 估值法更加合适。首先，富达下游客户是资产雄厚、盈利能力优秀的金融机构，因此富达无需像 SaaS 公司一样通过免费提供服务来获得市场份额，富达和金融机构合作的商业模式较为成熟，保证富达营收和盈利都比较稳定。

不同于 P/S 估值法，P/E 可以更好地反映公司的成本控制能力，如 2015 年 11 月，富达斥资 91 亿美元收购 SunGard，对应 2015 年底到 2016 年初富达的 P/E 有所下降；2017 年，富达出售原 SunGard 下的教育和公共部门，对应 2017 年富达的 P/E 达到高点。同时 P/E 估值法更能反映金融科技行业随金融行业呈周期波动的特征，2018 年末美股走弱，对应 2018 年末富达的 P/E 明显回落。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



图 52: 富达的 P/E 和 P/S 变动情况

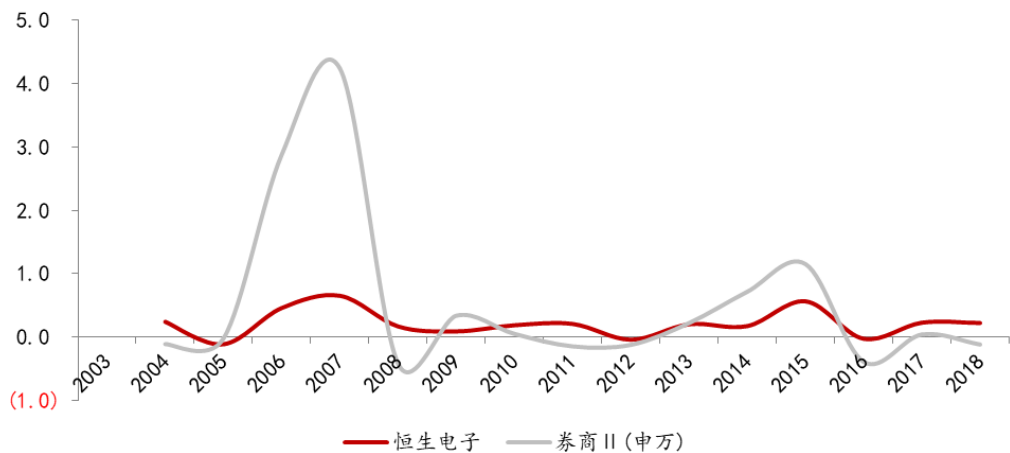


资料来源: Wind, 川财证券研究所

#### 4.2.3 恒生电子

恒生电子主要服务 B 端客户，银行、券商、保险、基金公司等等，其行业景气度取决于下游金融机构信息化投入规模。恒生电子的营收增速跟随资本市场呈周期性波动，未来公司创新业务将逐步崭露头角，预计恒生电子营业收入周期性将逐渐减弱、波动将变小。

图 53: 恒生电子周期性将逐渐减弱

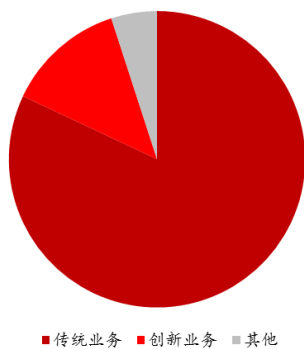


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

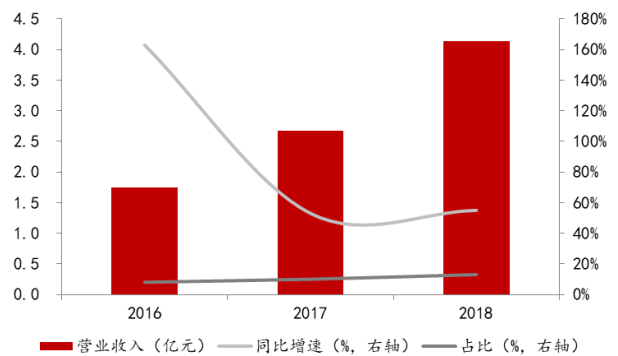
恒生电子业务可以分为传统型和创新型，近三年公司核心创新业务子公司实现营收 CAGR 80%以上的高速增长，逐渐成为公司未来快速成长的新动能。恒生电子的创新业务处在规模扩张阶段，成长性较高，但是由于前期投入大量研发费用和销售费用，盈利较少，P/E 估值法会导致成本掩盖潜在收益率，因此 P/S 估值法适应于营业收入稳定增长、波动较小的创新型业务。P/S 估值法的优点是营业收入不像利润一样容易操纵，可以剔除销售、管理、财务费用高投入以及折旧和非经常性收支的影响，缺点是不能反映公司成本控制能力。

图 54：恒生电子收入结构（2018 年）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

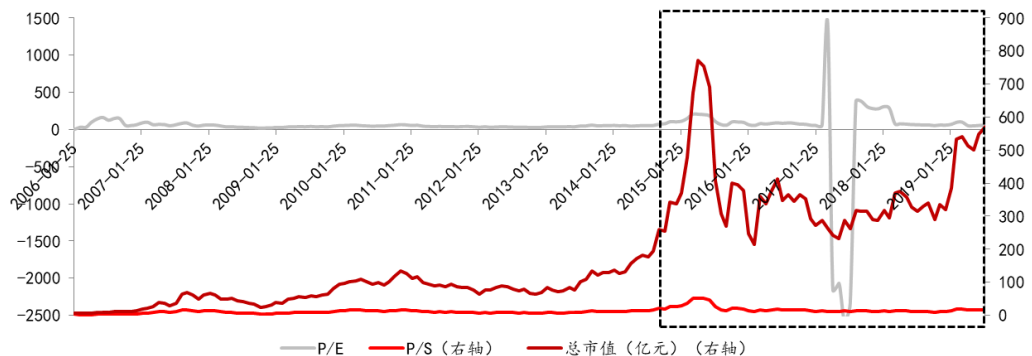
图 55：恒生电子核心创新子公司潜力初显



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2016 年后，随着恒生电子创新业务快速发展，占比突破 10% 关键点，建议运用 SOTP 估值法分别对恒生电子传统业务 (P/E) 和创新业务进行估值 (P/S)。传统业务成熟，适合运用 P/E 进行估值，创新业务主要以 SaaS 形式对外提供服务，更适合运用 PS 进行估值，二者估值方式存在差异，因此建议运用 SOTP 对恒生电子进行估值。

图 56：恒生电子的 P/E 和 P/S 变动情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 五、投资建议

综上所述，追寻美国金融科技龙头富达和费哲从服务中小银行开始的发展路径，我们看好我国银行 IT 行业长期发展，中短期来看，银行 IT 利润增速有望触底回升，银行 IT 行业迎来投资新机遇。

我们认为银行 IT 市场兼具周期成长性。从需求端来看，银行业绩周期波动，银行大规模采购 IT 产品具有周期性，一般而言，银行核心系统替换周期五到八年，而创新能力强的公司可以将升级周期缩短至两到三年；从供给端来看，银行 IT 行业属于服务驱动型，因此对银行 IT 行业而言，不断地进行技术和服务模式创新是打开盈利瓶颈的关键，云交付模式平均下来综合收益高于传统软件交付模式。

我们认为银行 IT 增量市场需求仍然旺盛。从外部来看，我国鼓励中小银行差异化发展，中小银行起步晚，目前加大核心系统建设，中小银行受制于资金、人才、经验不足无法独立发展金融科技，因此中小银行是银行 IT 厂商必争之地。从内部来看，银行 IT 厂商通过开发新技术、开拓新市场创造盈利增长点。回溯富达和费哲的成长路径，二者通过海外拓展实现营收的规模扩张，验证银行 IT 增量市场依然广阔。

根据以上分析建议关注相关标的：恒生电子、宇信科技、润和软件、长亮科技、神州信息、科蓝软件。

表格 9. 可比公司估值比较

| 日期<br>股票代码 | 2019/8/13<br>公司名称 | 股价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS  |      |      |      | PE     |       |       |       |
|------------|-------------------|-----------|-------------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
|            |                   |           |             | 18A  | 19E  | 20E  | 21E  | 18A    | 19E   | 20E   | 21E   |
| 300674.SZ  | 宇信科技              | 30.18     | 120.72      | 0.53 | N/A  | N/A  | N/A  | 53.68  | N/A   | N/A   | N/A   |
| 300339.SZ  | 润和软件              | 14.58     | 116.12      | 0.40 | 0.51 | 0.64 | 0.78 | 23.10  | 28.61 | 22.62 | 18.70 |
| 000555.SZ  | 神州信息              | 9.67      | 93.16       | 0.04 | 0.40 | 0.50 | 0.59 | 213.76 | 24.03 | 19.38 | 16.34 |
| 300663.SZ  | 科蓝软件              | 27.97     | 84.52       | 0.21 | N/A  | N/A  | N/A  | 65.54  | N/A   | N/A   | N/A   |
| 300377.SZ  | 赢时胜               | 9.95      | 73.85       | 0.24 | 0.35 | 0.47 | 0.43 | 46.09  | 28.42 | 21.29 | 23.27 |
| 300348.SZ  | 长亮科技              | 13.21     | 63.70       | 0.18 | 0.29 | 0.48 | 0.65 | 93.57  | 45.27 | 27.36 | 20.35 |
| 002657.SZ  | 中科金财              | 15.25     | 51.48       | 0.02 | N/A  | N/A  | N/A  | 516.47 | N/A   | N/A   | N/A   |
| 600571.SH  | 信雅达               | 8.64      | 37.99       | 0.06 | N/A  | N/A  | N/A  | 100.78 | N/A   | N/A   | N/A   |
| 300465.SZ  | 高伟达               | 6.96      | 31.10       | 0.23 | N/A  | N/A  | N/A  | 25.70  | N/A   | N/A   | N/A   |
| 000948.SZ  | 南天信息              | 9.59      | 30.74       | 0.30 | N/A  | N/A  | N/A  | 31.46  | N/A   | N/A   | N/A   |
| 300380.SZ  | 安硕信息              | 16.96     | 23.31       | 0.21 | N/A  | N/A  | N/A  | 72.96  | N/A   | N/A   | N/A   |
| 行业均值       |                   |           |             | 0.22 | 0.39 | 0.52 | 0.61 | 113.01 | 31.58 | 22.66 | 19.67 |
| FIS.N      | 富达(美元)            | 134.85    | 827.23      | 2.58 | N/A  | N/A  | N/A  | 39.64  | N/A   | N/A   | N/A   |
| FISV.O     | 费哲(美元)            | 105.78    | 415.69      | 2.93 | N/A  | N/A  | N/A  | 24.30  | N/A   | N/A   | N/A   |
| 600570.SH  | 恒生电子              | 65.59     | 526.78      | 1.04 | 1.11 | 1.43 | 1.87 | 49.76  | 58.87 | 45.91 | 35.13 |

资料来源：Wind，川财证券研究所（盈利预测采用 Wind 一致预期，截至 2019.08.13）

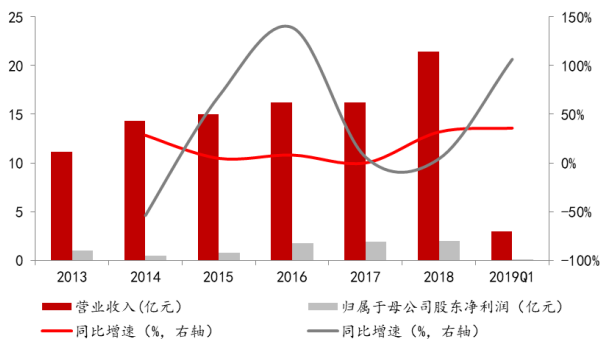
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 5.1 宇信科技：中国银行 IT 领军企业

宇信科技是国内规模最大的银行 IT 解决方案提供商之一，自成立至今一直将银行为主的金融机构作为主要服务对象。经过十余年发展，公司已为中国人民银行、国家开发银行、两大政策性银行、六家国有大型商业银行、12 家股份制商业银行、十余家外资银行以及 100 多家区域性商业银行和农村信用社提供了相关产品和服务，在行业内拥有较高的品牌声誉。

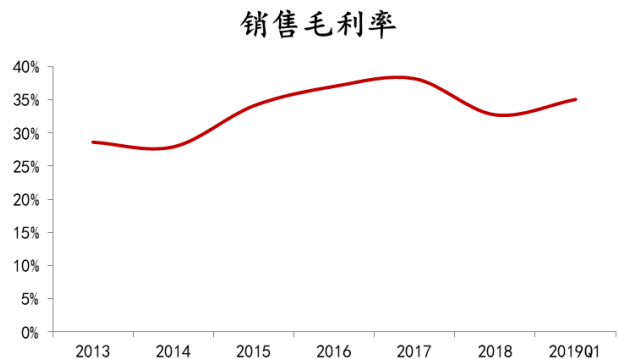
宇信科技 2019 年第一季度营业收入保持平稳增长，毛利率提升，归母净利润增速较快。公司 2019 年第一季度营业收入约为 2.93 亿元同比增长 35.81%，主要因为客户业务量增加、云计算发展以及为响应国家对系统自主可控的号召而推动分布式架构导致集成设备和服务需求增加等。公司的销售毛利率经过 2018 年下降后 2019 年一季度明显回升，一定程度上证明宇信科技在银行 IT 领域的竞争力。2019 年第一季度公司首次实现一季度扭亏为盈，因为公司第一季度收入大幅增加同时联营企业经营情况较好。

图 57：宇信科技归母净利润同比增长 106.53%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 58：宇信科技 2019Q1 毛利率上升至 35.06%

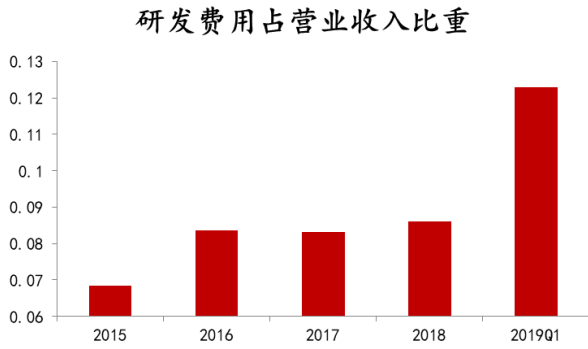


资料来源：Wind，川财证券研究所

持续加大研发投入为公司长期竞争力之源泉。2019 年第一季度公司研发投入 0.36 亿元，占营业总收入 12.30%。公司在产品管理和研发方面主要为用于基于大数据技术和互联网思维的智慧银行建设项目、金融云服务一体化运营及管理平台建设项目和面向消费金融公司的 IT 整体解决方案建设项目等募投项目。

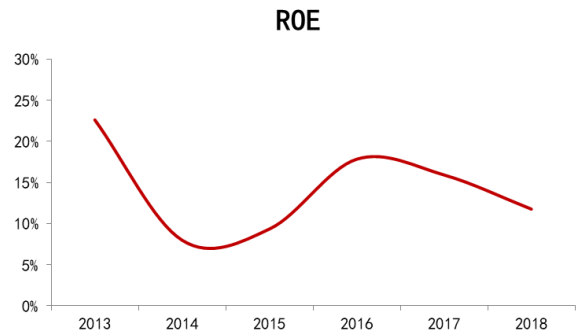
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 59： 宇信科技研发费用占比上升至 12.3%



资料来源：Wind，川财证券研究所

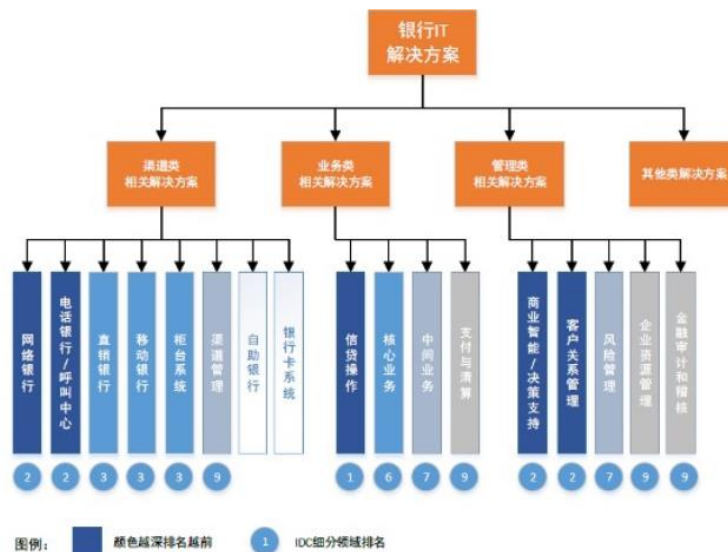
图 60： 宇信科技 2018 年 ROE 为 11.75%



资料来源：Wind，川财证券研究所

据 IDC 历年报告, 宇信科技从 2010 年起连续 7 年在中国银行业 IT 解决方案整体市场占有率排名第一, 保持在网络银行、信贷管理等领域领先地位。目前公司全面覆盖渠道类、业务类以及管理类解决方案, 2018 年在三大细分领域市占率稳居前三。

图 61： 宇信科技在银行 IT 解决方案各细分领域排名



资料来源：宇信科技招股说明书，川财证券研究所

## 5.2 润和软件：中小银行解决方案提供商

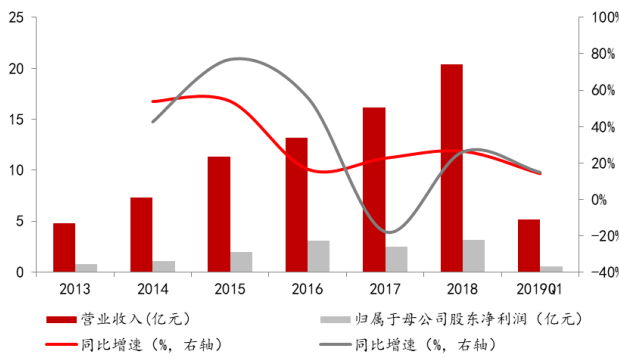
公司是中国领先的软件整体解决方案与服务供应商, 主营业务为向国际、国内客户提供基于业务解决方案的软件和信息技术服务, 业务聚焦在“金融科技服务”、“智能终端信息化”、“智慧能源信息化”等专业领域, 业务覆盖东亚、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

东南亚、北美等区域。据 IDC，2017 年公司在中国银行 IT 解决方案市场占有率排名第八，其中在业务类解决方案市场排名第四，在核心业务解决方案子市场排名第二。同时公司的金融信息化第三方测试业务在国内拥有较高的市场份额，当前公司已经在国内银行 IT 领域取得了一定的市场占有率和较高的品牌影响力。

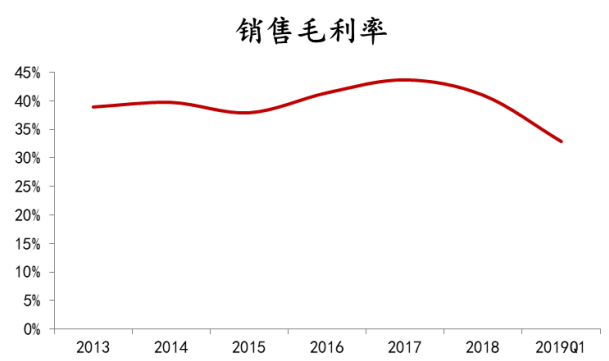
润和软件 2018 年至今营业收入和归母净利润一直保持同步增长，毛利率略有下降。2018 年公司与蚂蚁金服战略合作，并联合研发“新一代分布式金融核心系统”，不仅提升了公司产品与解决方案研发、技术架构、市场推广等三大关键能力，有效提升了公司的行业品牌效应；“新一代分布式金融核心系统”也将为公司高效拓展银行核心系统业务奠定坚实的能力基础。

图 62：润和软件营业收入和归母净利润 2019 Q1 同增 14%



资料来源：Wind，川财证券研究所

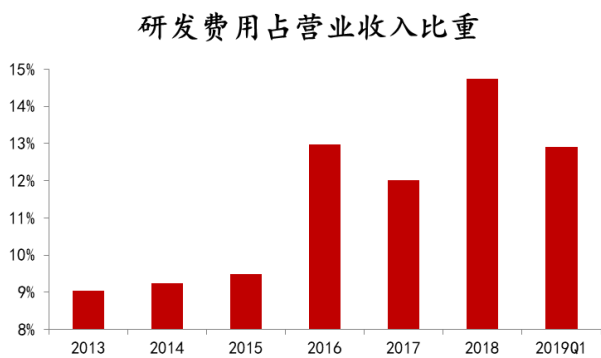
图 63：润和软件 2019 年 Q1 毛利率为 32.87%



资料来源：Wind，川财证券研究所

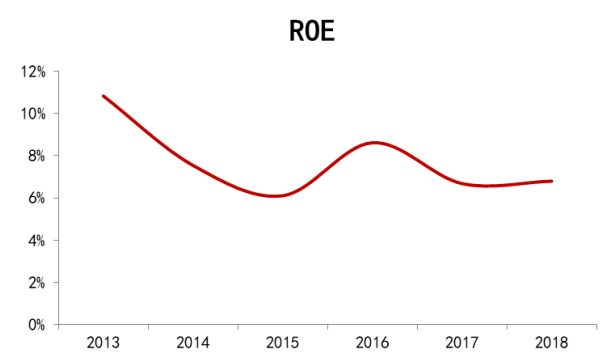
润和软件重视研发，近三年来研发投入占营业收入比重保持 10% 以上，2018 年 ROE 为 6.8%。公司的研发投入主要用于专业领域的自主知识产权软件产品的研发，保障公司顺利从人才与技术密集型向科技密集型转型。

图 64：润和软件 2019Q1 研发费用占比 12.91%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 65：润和软件 2018 年 ROE 为 6.80%



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



润和软件以城商行与第一梯队农商行为目标客户。2018 年公司推出了面向中小商业银行的“互联网金融业务”运营平台，该平台帮助中小金融机构面向小微企业及个人开展基于互联网的普惠金融服务业务，实现了公司金融科技运营服务业务的突破。“新一代分布式金融核心系统”系公司 2018 年启动的战略性研发项目，该项目重构公司在该业务领域的产品，以适应浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司的技术体系，最大化发挥分布式、云计算等互联网技术优势，补充互联网核心未包含组件，形成面向城商行、农商行客户的业务运营整体核心建设、业务运营模式向数字化运营转型的方案及产品。

公司目前构建了面向金融行业的软件全生命周期管理能力平台，实现自动化、知识化与仿真化，已初步实现了全生命周期管理的能力闭环。

图 66：润和软件的科技全生命周期管理



资料来源：润和软件官网，川财证券研究所

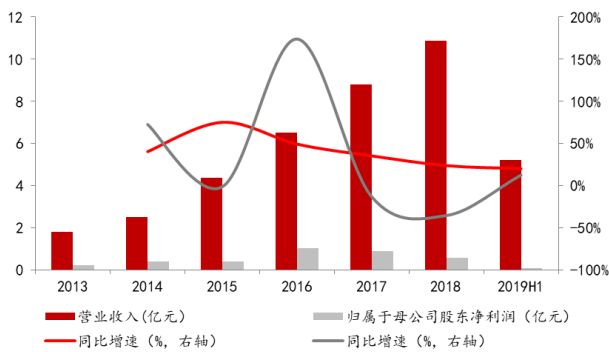
### 5.3 长亮科技：海外拓展加速的金融 IT 服务提供商

长亮科技主营业务是提供商业银行 IT 解决方案与服务，公司自 2002 年设立以来，一直从事中小型商业银行全方位 IT 解决方案设计开发和 IT 服务，为中小银行提供包括业务类、渠道类、管理类系统在内的整体解决方案。长亮科技凭借超强自主创新能力、灵活的定制能力和完善的交付及售后服务能力，为全球逾 400 家客户提供具有互联网思维的整体化智能金融 IT 解决方案。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

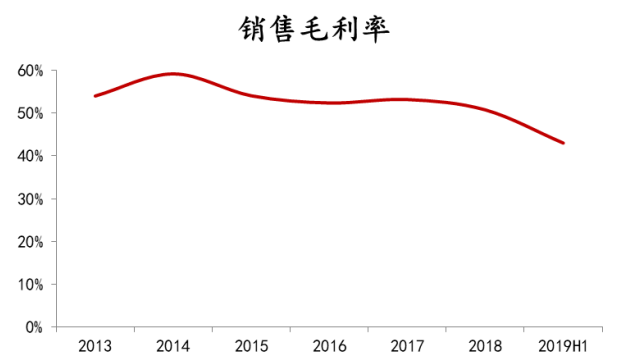
2019 年上半年度，公司营业收入与去年同期相比维持了双位数的增长。公司营业收入同比增长 19.90%，归属于上市公司股东的净利润同比增长了 12.41%。上半年公司中标平安银行、泰国中小型企业发展银行、桂林银行、Livi VB Limited 分布式核心银行系统项目（香港首批虚拟银行之一）、联通集团财务有限公司、广发银行、招商银行、辽宁省农村信用社和印度尼西亚金光银行。

图 67：长亮科技营业收入和归母净利润 2019 Q1 同步增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

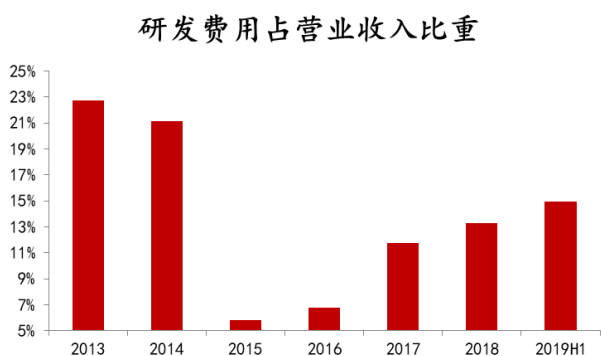
图 68：长亮科技 2019 H1 毛利率为 43%



资料来源：Wind，川财证券研究所

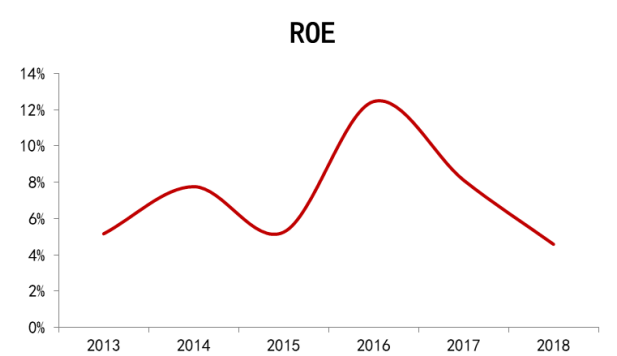
聚焦银行 IT，高比例研发投入，为长亮科技的技术和产品优势奠定基础。2017 年公司收入的比重已经超过 10%，多年来聚焦金融机构特别是商业银行细分领域，做专做精产品解决方案，紧跟行业和技术发展趋势。

图 69：长亮科技 2019H1 研发费用占比近 15%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 70：长亮科技 2018 年 ROE 为 4.59%

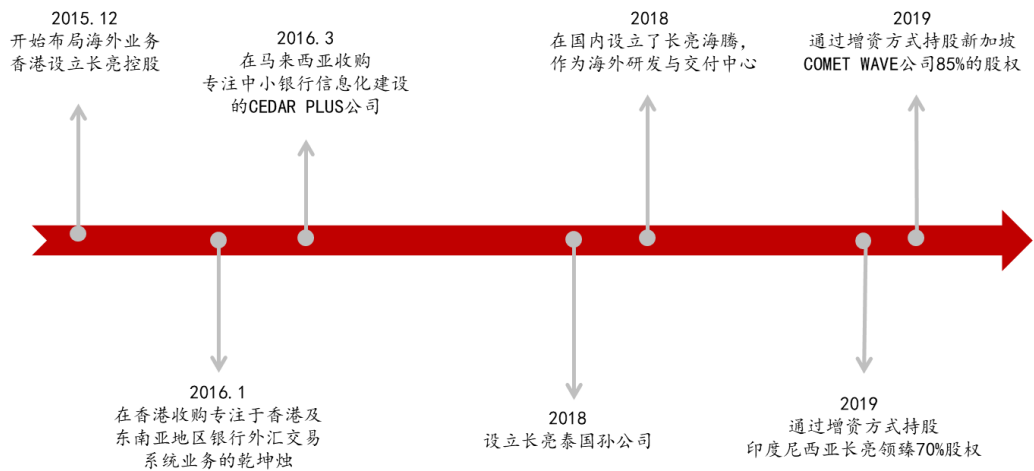


资料来源：Wind，川财证券研究所

长亮科技海外拓展速度加快。2019 年上半年，公司海外营收 4,493 万元，同比增长 149.06%；实现新增海外合同额 8,888 万元，同比增长 136%。国内市  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

市场竞争日趋激烈，产品日趋成熟的情况下，长亮科技坚持“出海”战略。距离深圳较近港澳地区及东南亚国家在金融信息化领域与国内相比存在较大差距。目前，公司完成在东南亚地区的战略性业务布局，把业务从香港、澳门地区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，并且，已经以东南亚国家为跳板，将业务拓展到了中东地区。

图 71：长亮科技“出海”战略



资料来源：长亮科技2019年中报，川财证券研究所

## 六、风险提示

- 1) 宏观经济的不确定性对金融市场产生影响；
- 2) 监管政策面临的不确定性；
- 3) 海外市场扩张不及预期；
- 4) 金融科技研发投入不及预期。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004