

评级：买入（首次）

市场价格：37.93

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

分析师：何柄瑜

执业证书编号：S0740519090003

公司盈利预测及估值

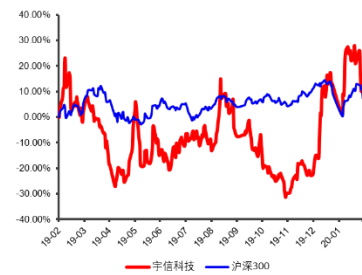
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,624	2,141	2,652	3,380	4,316
增长率 yoy%	0.07%	31.79%	23.88%	27.45%	27.71%
净利润	188	196	276	366	488
增长率 yoy%	6.03%	4.17%	40.88%	32.70%	33.46%
每股收益(元)	0.47	0.49	0.69	0.91	1.22
每股现金流量	0.13	0.43	0.64	0.36	0.77
净资产收益率	15.91%	11.75%	14.21%	15.86%	17.47%
P/E	0.00	53.68	55.05	41.49	31.09
PEG	4.78	1.45	1.43	0.81	0.57
P/B	0.00	6.31	7.82	6.58	5.43

股价取自 2020 年 3 月 1 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	276.10
市价(元)	37.93
市值(百万元)	14,376.36
流通市值(百万元)	9,923.00

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 深耕行业 20 年，我国银行 IT 龙头企业。**宇信科技成立于 1999 年，是我国银行 IT 龙头企业，连续多年在中国银行业 IT 解决方案服务商市场占有率排名前 2。公司商业模式包括软件开发及服务（包括定制化软件开发、人员外包、自有软硬件销售）和系统集成。软件开发及服务综合毛利率在 40% 左右，毛利占比在 85% 以上。系统集成业务毛利率在 10% 左右，毛利占比在 5% 左右。过去几年，公司大力优化资本结构与公司治理，2014-2016 年间收入增速有所放缓，2018 年公司重回高增通道，收入 21.41 亿元，同比+32%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+22%，2019 年维持高速增长态势，营业收入同比+23.88%，扣非归母净利润同比+48.71%。
- 传统业务：龙头地位稳固，成长速度有望快于行业。**我国银行业解决方案市场规模超 500 亿元，增速超 20%。整体竞争格局较为分散，CR5 占比仅 17.8%，公司市占率为 4.8%，排在第二位。产品方面，公司产品已覆盖渠道、业务和管理类主要产品，并在相关产品上有着较高的市场占有率及市场排名。客户方面，公司客户结构全面，已经覆盖了大型国有商业银行和股份制银行，城商行的覆盖率达到 90%，农信社和农商行的覆盖率分别为 85% 和 75%。基于公司在银行 IT 解决方案中多年深耕带来的 knowhow 能力，我们认为公司传统业务增速有望超过行业整体增速，市占率有望进一步提高。同时，以国产化云平台、国产化芯片和操作系统为底层支撑的云计算架构有望成为金融 IT 新一代基础设施，公司坚持技术自主路线，积极与产业链公司合作，国内业务有望加速成长。
- 创新业务：联合运营模式提高客户生命周期价值。**金融信息化逐步由支撑业务向引领业务方向发展，金融与科技深度融合已成为新趋势。当下，中小银行发展零售金融恰逢其时。随着大数据、云计算、区块链、人工智能的兴起，科技企业将在中小银行的客户获取、风险管控、运营保障、系统支撑等方面提供有效支撑。公司创新业务商业模式是与中小银行联合运营，该模式可以有效增加收入、提升毛利，提高客户的生命周期价值。公司在创新业务上的竞争优势明显：第一，公司是业内少数拥有银行 IT 全线解决方案的供应商，更能自成一体满足客户的业务需要；第二，公司拥有相当比例的大行客户，公司与他们合作将会有效积累自身相关领域经验，有利于公司在中小行推广创新产品和业务合作。第三，公司参股了湖北消费金融公司和晋商消费金融公司，可以深入了解消费金融业务的业务模式、运营方式，提供更具竞争力的产品。
- 海外业务：东南亚市场有望迎来爆发式成长。**2017 年东南亚银行 IT 市场规模 52 亿美元，市场空间广阔。海外地区信用卡体系较发达，但数字银行产品则尚未有成熟发展，相较国内差距较大。伴随中国移动支付出海等拓展，东南亚地区银行对于数字银行的需求提升，国内银行 IT 厂商竞争优势突出。同时，东南亚银行长期采购欧美软件厂商的系统，业务整体利润水平远高于国内。公司 2019 年下半年正式开始拓展东南亚市场，与股东华侨银行以及华为等长期合作伙伴共同发力，有望迎来爆发式成长。
- 投资建议：预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 0.69/0.91/1.22 元，对应 P/E 55.05/41.49/31.09 倍，给予“买入”评级。**
- 风险提示：新业务拓展不及预期，竞争加剧风险**

内容目录

公司介绍：深耕银行 IT 二十年，重回成长快车道	- 4 -
发展历程：深耕二十年的银行 IT 龙头企业.....	- 4 -
商业模式：软件开发及服务为主.....	- 4 -
股权结构：大股东持股比例较高，引进战略投资者.....	- 6 -
财务表现：2018 年收入高速增长，收入结构逐渐优化.....	- 7 -
传统业务：龙头地位稳固，成长速度有望快于行业	- 9 -
市场空间：银行 IT 解决方案 500 亿市场规模，增速超 20%.....	- 9 -
竞争格局：公司产品类型和客户结构覆盖全面，市占率领先.....	- 11 -
金融 IT 国产化驱动，国内业务有望加速成长.....	- 14 -
创新业务：联合运营模式提高中小客户生命周期价值	- 14 -
技术驱动金融业务创新，中小银行发展零售金融恰逢其时.....	- 14 -
竞争优势明显，不断加大投入保持领先优势.....	- 16 -
海外业务：东南亚市场有望迎来爆发式成长	- 17 -
东南亚数字银行发展空间广阔，利润率高于国内.....	- 17 -
公司海外业务有望迎来爆发式成长.....	- 17 -
盈利预测与投资建议	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

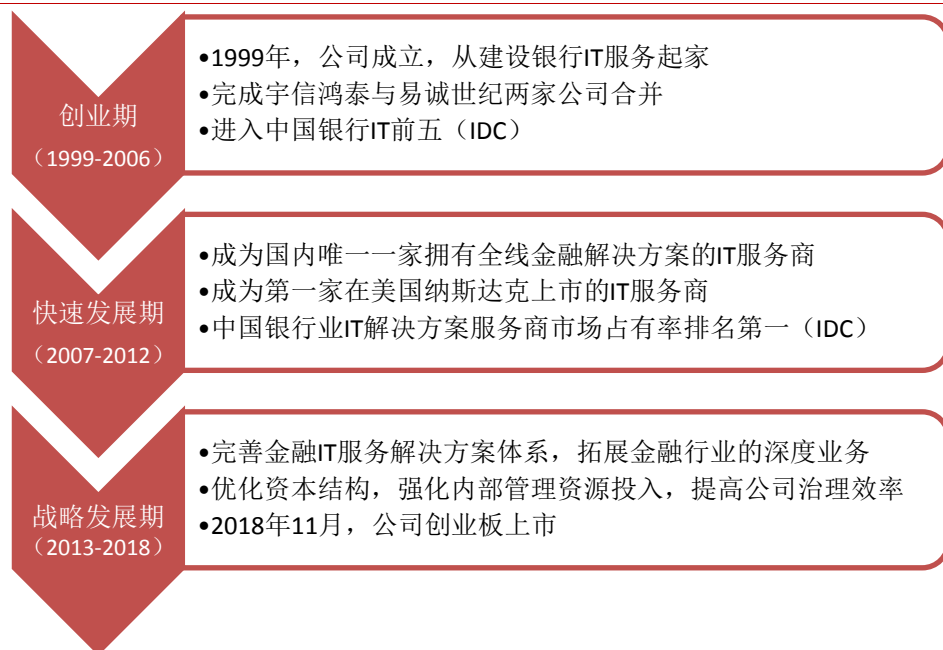
图表 1: 公司发展历程.....	- 4 -
图表 2: 公司分业务收入构成 (2018)	- 5 -
图表 3: 公司分业务毛利构成 (2018)	- 5 -
图表 4: 公司分业务毛利率情况 (2018)	- 5 -
图表 5: 公司股权结构 (2018)	- 6 -
图表 6: 公司营业收入及增速.....	- 7 -
图表 7: 公司扣非净利润及增速.....	- 7 -
图表 8: 公司归母净利润和经营现金流净额 (亿元)	- 8 -
图表 9: 公司软件开发及服务收入占比和综合毛利率.....	- 8 -
图表 10: 中国银行 IT 投资规模及增长率.....	- 9 -
图表 11: 中国银行 IT 投资分类	- 9 -
图表 12: 中国银行 IT 投资分类	- 10 -
图表 13: 中国银行 IT 解决方案市场规模及增速.....	- 10 -
图表 14: 中国银行 IT 解决方案分类.....	- 10 -
图表 15: 海外各类金融机构科技投入.....	- 11 -
图表 16: 中国银行 IT 解决方案市场格局.....	- 12 -
图表 17: 公司具体产品排名情况.....	- 12 -
图表 18: Liana5 互联网银行金融服务平台	- 12 -
图表 19: 综合柜面系统.....	- 12 -
图表 20: 核心业务系统.....	- 13 -
图表 21: 客户关系管理系统	- 13 -
图表 22: 信贷管理系统.....	- 13 -
图表 23: 消费金融产品.....	- 13 -
图表 24: 公司收入的客户结构分布 (万元)	- 14 -
图表 25: 银行信息化发展历程.....	- 15 -
图表 26: 央行金融科技发展规划主要目标.....	- 15 -
图表 27: 信贷业务生命周期.....	- 16 -
图表 28: 科技赋能业务发展	- 16 -
图表 29: 公司收入预测.....	- 18 -
图表 29: 可比公司估值表.....	- 18 -

公司介绍：深耕银行 IT 二十年，重回成长快车道

发展历程：深耕二十年的银行 IT 龙头企业

- 宇信科技成立于 1999 年，从建设银行 IT 服务起家，与我国银行 IT 行业共同成长进步。2006 年，公司完成宇信鸿泰与易诚世纪两家公司合并，并于 2006 年底公司在美国纳斯达克上市。上市后，公司依托上市融资平台，进一步收购瑞阳佳信、易初电子、润信科技、上海辅捷咨询等业内领先厂商，成为国内唯一一家拥有全线金融解决方案的 IT 服务商，在 2007 到 2012 年间，公司业务高速发展，软件服务一直保持 45% 的复合增长率。2012 年，公司从美国 NASDAQ 私有化退市。公司于 2010 年成为中国银行业 IT 解决方案服务商市场占有率第一（IDC 排名），从 2010-2016 年连续七年排名第一。在 2017~2018 年的 IDC 报告中，公司因调整收入结构，外包收入有所降低，在银行 IT 解决方案整体市占率排名第二。2013 年到 2018 年，公司先后以控股、参股形式新设、收购了铜根源、宇信金实、珠海金联安、宇信启融、上海宇壹、上海拍贝、北京优迪等业内知名公司，不断完善金融 IT 服务解决方案体系，同时进一步加强拓展金融行业的深度业务，跟进大数据、云管理和分布式计算的互联网应用趋势，大力推动云服务业务，创新尝试与多家金融机构合作，在项目建设和系统运营方面取得了良好开端。在此期间，公司不断优化资本结构，强化内部管理资源投入，提高公司治理效率。2018 年，公司收入重回高增轨道，并于 11 月在创业板上市。

图表 1：公司发展历程

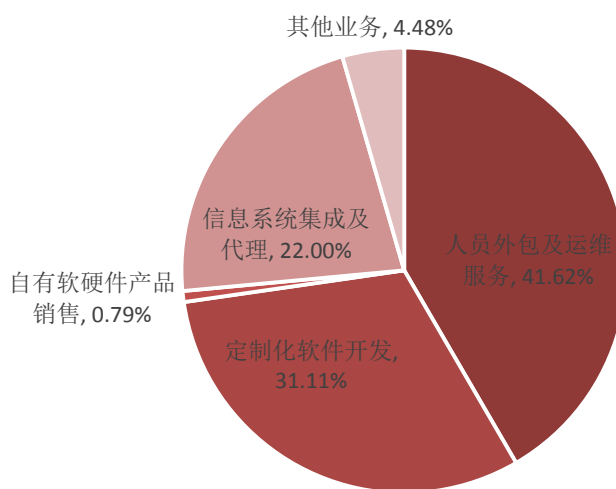


来源：招股说明书、中泰证券研究所

商业模式：软件开发及服务为主

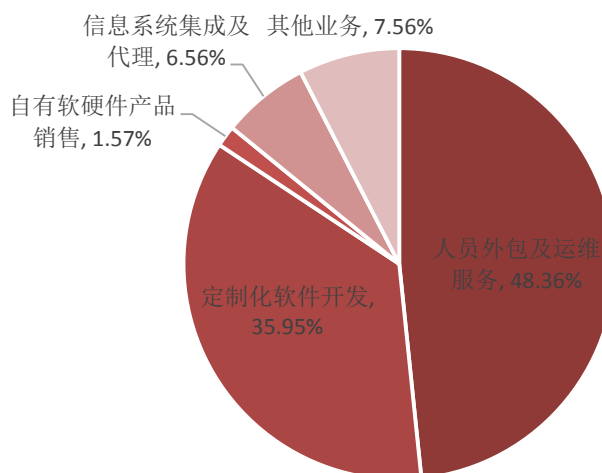
- 公司商业模式包括软件开发及服务（包括定制化软件开发、人员外包、自有软硬件销售）和系统集成。公司软件开发及服务综合毛利率在 40% 左右，毛利占比在 85% 以上。其中，人员外包业务主要面向大中型银行，以获取行业先进技术经验，定制化软件开发业务客户数量和种类比较广泛，公司人员外包业务毛利率与定制化软件开发相似，都在 40% 左右，自有软硬件销售业务占比仍较小。公司系统集成业务毛利率在 10% 左右，毛利占比在 5% 左右。

图表 2：公司分业务收入构成（2018）



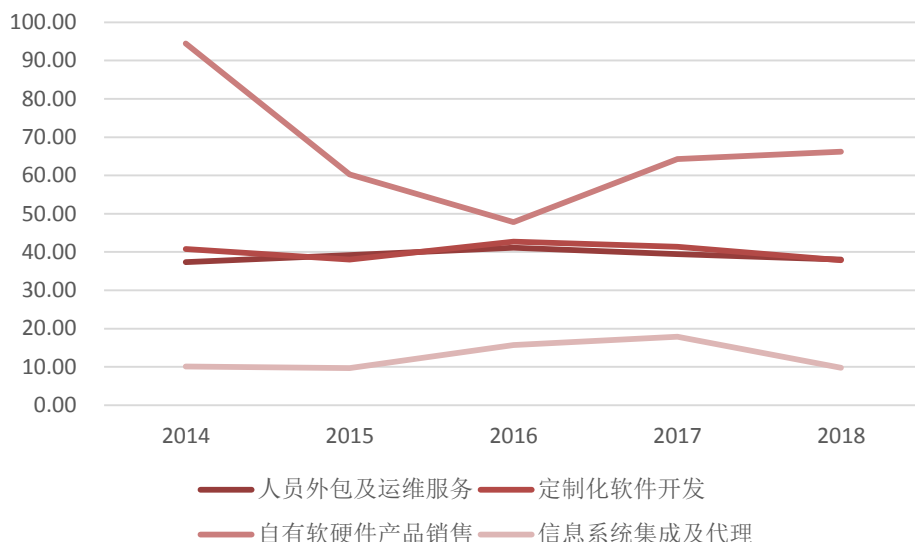
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 3：公司分业务毛利构成（2018）



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 4：公司分业务毛利率情况（2018）

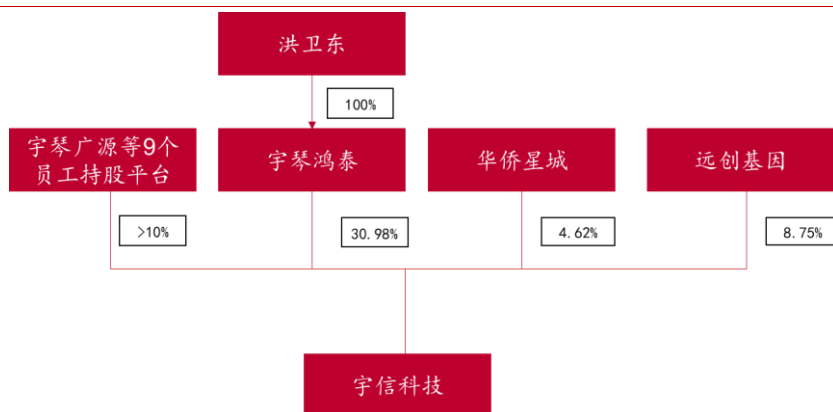


来源：招股说明书、中泰证券研究所

股权结构：大股东持股比例较高，引进战略投资者

- 公司控股股东和实际控制人是洪卫东先生，通过珠海宇琴鸿泰信息咨询有限公司持有公司 30.98% 股份。洪卫东先生硕士毕业于清华大学，曾担任西科姆（中国）有限公司部门经理、高伟达科技发展有限公司总经理。1999 年创立北京宇信鸿泰科技发展有限公司（宇信易诚前身），并先后担任宇信鸿泰 CEO、宇信科技董事长兼总经理职务。公司先后引入了新加坡华侨银行（公司 5% 以上股东华侨星城是其在中国的直投平台）、美国 FIS 在内的战略投资者优化资本结构，核心员工通过宇琴广源、宇琴通诚等 9 个持股平台持有公司股份，合计持股 10%。

图表 5：公司股权结构（2018）



来源：公司公告、中泰证券研究所

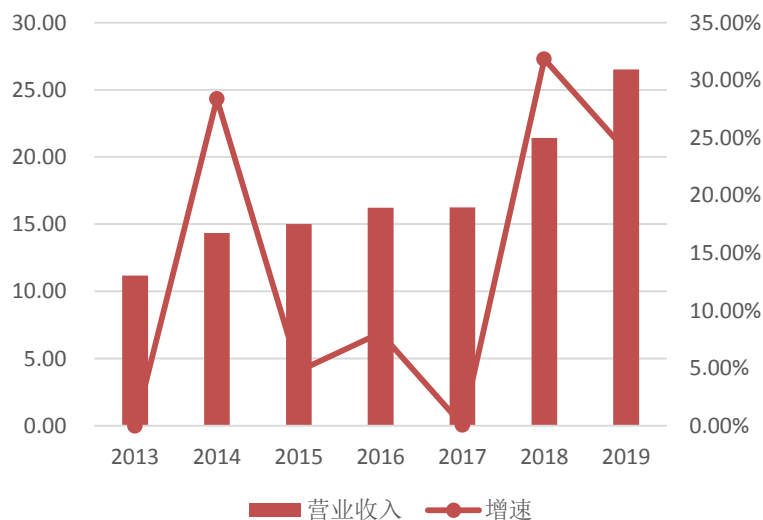
- **百度战略入股，共同打造金融科技生态。**2020 年 1 月 7 日公司公告，股东远创基因和光控基因合计拟转让公司 5.71% 的股份给百度（中国）有限公司，转让价格以股份购买协议签署日的前一日收盘价的 95% 为定价基准，购买价款合计为 6 亿元。同时，公司与百度网讯签署业务合作

协议，百度承诺在 2 年内不得减持该部分公司股份。根据双方签署的业务合作协议，公司与百度联合共建包括金融行业云、互联网金融核心整体产品和解决方案、数据库、大数据智能分析平台、区块链和可信计算等产品。公司与百度进行深度技术整合，由百度提供技术平台能力，由公司提供金融数据建模、运营分成业务平台等技术应用能力，联合打造业内先进的“技术+应用+生态”整合能力，并由双方共同宣传。在商务合作上，基于公司与百度在互联网核心、AI 开发平台、营销风控、大数据、区块链等金融行业的深度合作，由百度智能云提供相关的产品技术能力，并由公司提供和保证有质量的销售线索并促成双方合作的相关项目落地。

财务表现：2018 年收入高速增长，收入结构逐渐优化

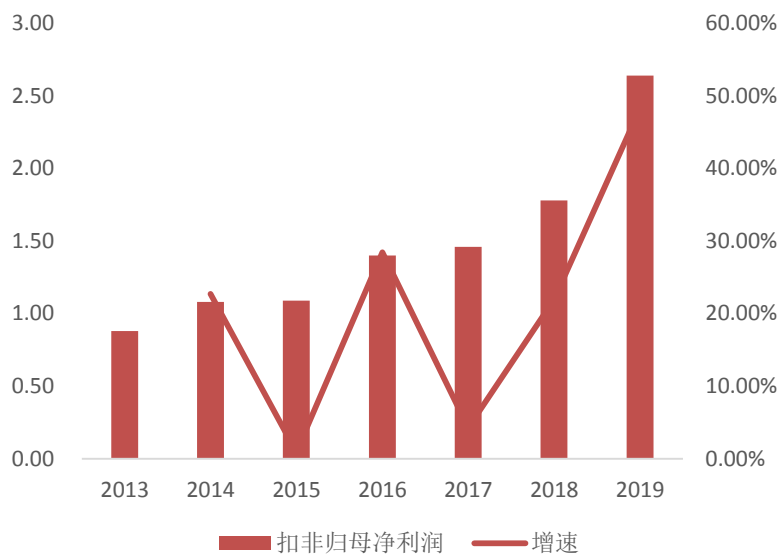
- **2018 年开始，公司收入重回高速增长通道。**2013-2015 年，公司重新梳理并改进公司的管理，让公司的资源和客户的项目得到更好地匹配，导致 2014-2016 年间公司收入增速放缓，但也为公司之后的发展打下了良好的基础。2018 年收入 21.41 亿元，同比+32%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+22%，收入重回高速增长通道。2019 年维持高速增长态势，营业收入同比+23.88%，扣非归母净利润同比+48.71%。公司经营现金流净额与净利润较为匹配，利润质量较高。未来随着收入结构的逐渐改善，公司软件开发业务占比有望增加，毛利率将继续提升。

图表 6：公司营业收入及增速



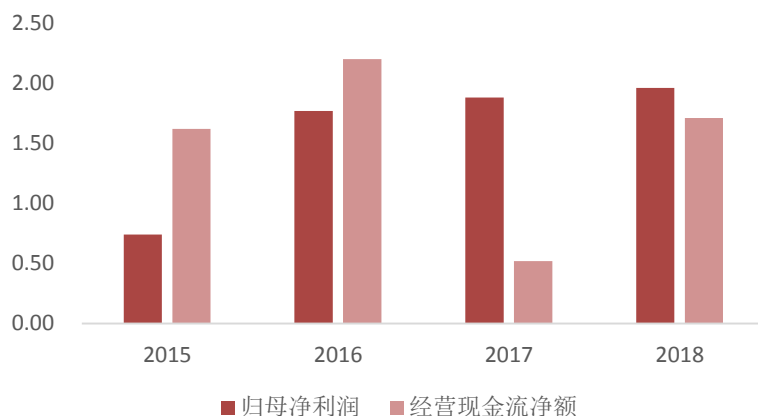
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：公司扣非净利润及增速



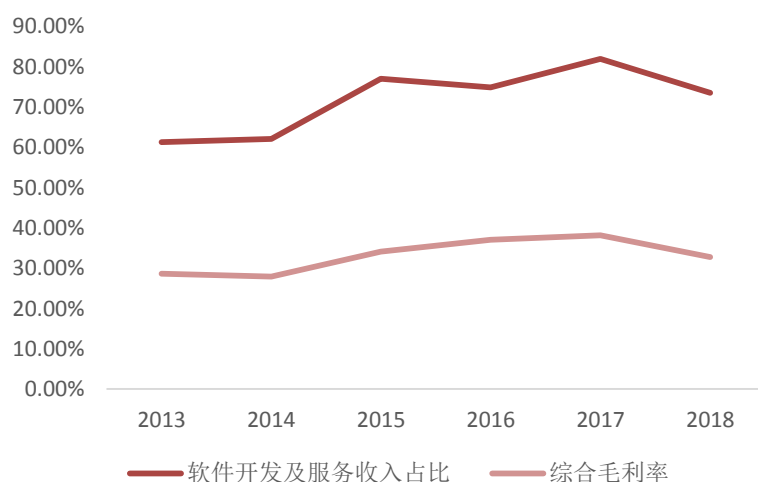
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 公司归母净利润和经营现金流净额 (亿元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 公司软件开发及服务收入占比和综合毛利率



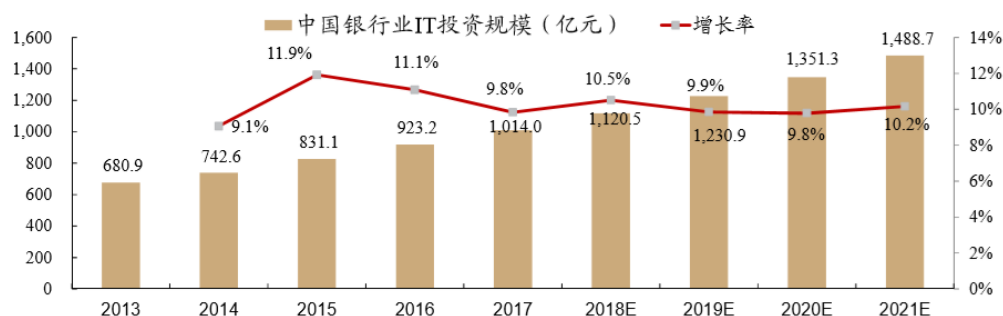
来源：公司公告、中泰证券研究所

传统业务：龙头地位稳固，成长速度有望快于行业

市场空间：银行 IT 解决方案 500 亿市场规模，增速超 20%

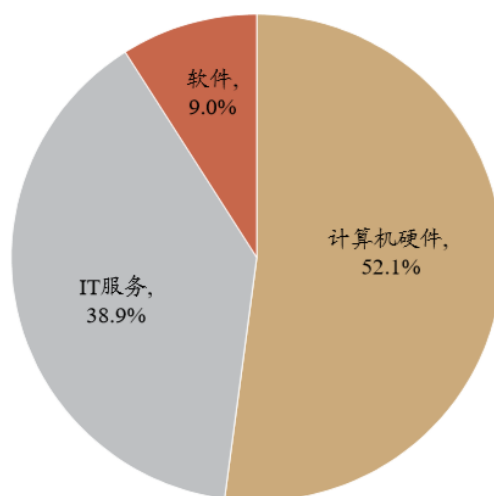
- **银行业 IT 市场整体规模超千亿，增速约 10%。** IDC 数据显示，2017 年我国银行业整体 IT 投资为 1,014.04 亿元人民币，同比增长 9.8%。从中国银行业 IT 投资在各类 IT 产品的分布来看，硬件方面的投资占到投资总量的 52.1%，软件和服务方面的投资占银行业 IT 投资总量的 9.0%和 38.9%。从各类银行的 IT 投资比例来看，国有大型商业银行 IT 投资比例最大，占到银行业总体 IT 投资的 43.8%，股份制商业银行的 IT 投资比例为 21.0%，城市商业银行和农商、农合、农信等农村金融机构等的 IT 投资逐步增长，占到银行业总体 IT 投资的 30.4%，此外，以外资银行、政策性银行为代表的其他银行机构投资比例达 4.8%。

图表 10：中国银行 IT 投资规模及增长率



来源：IDC、中泰证券研究所

图表 11：中国银行 IT 投资分类



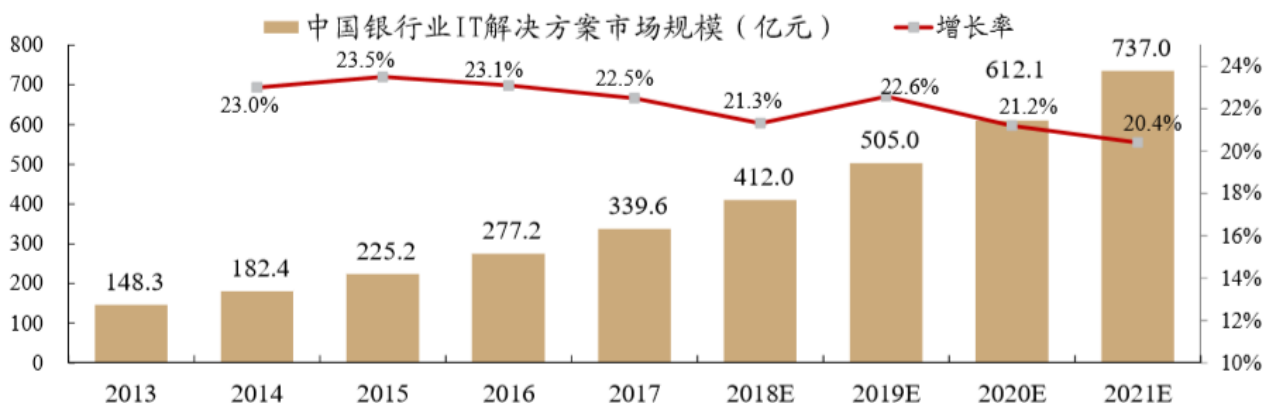
来源：IDC、中泰证券研究所

图表 12: 中国银行 IT 投资分类

银行分类	数量	IT 投入占比	资产规模占比
政策性银行	3	43.80%	-
邮储银行	1		39%
大型商业银行	5		
股份制商业银行	12	21.00%	18%
城市商业银行	134	30.40%	13%
农村商业银行	1114		
农村信用社	1125		
农村合作银行	40		
村镇银行	1443		
民营银行	8	4.80%	-
外资法人金融机构	39		-

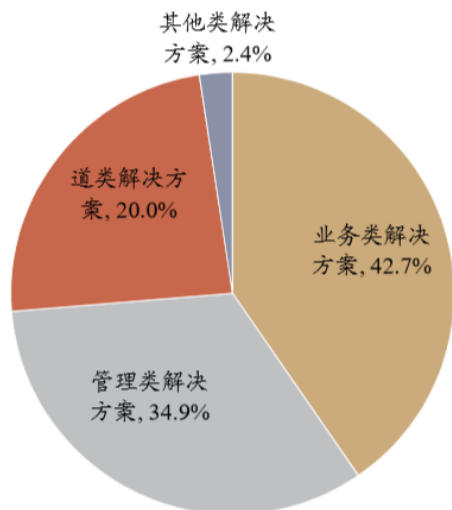
来源: IDC、中泰证券研究所

- 银行业解决方案市场规模超 500 亿元，增速超 20%。** IDC 预计 2019 年银行业 IT 解决方案市场规模超 500 亿元，到 2021 年市场规模将达到 737.0 亿元，年复合增速超过 20%。根据 IDC 报告，中国银行业 IT 解决方案市场主要分为业务、渠道、管理和其他四大类，其中业务解决方案包括核心业务、支付业务、中间业务、信贷业务系统等，渠道解决方案包括渠道管理、柜台、银行卡、电话银行/呼叫中心、网络银行、直销银行、自助银行、手机银行等系统，管理解决方案包括企业资源管理、商业智能/决策支持，风险管理，金融审计和稽核，客户关系管理等系统。业务类、管理类、渠道类解决方案分别占比约 40%、35%、20%。

图表 13: 中国银行 IT 解决方案市场规模及增速


来源: IDC、中泰证券研究所

图表 14: 中国银行 IT 解决方案分类



来源：IDC、中泰证券研究所

- **海外银行科技支出占营收比重约 10%，国内银行科技支出占比 2%~3%，成长空间广阔。**近年，高盛、摩根大通等美国银行纷纷宣布科技转型，在科技方面投入了巨额资金，科技支出占营收比重约为 10%。根据各公司公告，2018 年，大型商业银行中建设银行、农业银行、中国银行、交通银行的科技支出占收入比分别为 2.17%、2.21%、2.11%、1.97%。股份制银行中，平安银行、招商银行、光大银行的科技支出占比分别为 2.98%、2.78%、2.71%，部分城商行（如东莞银行、北京银行）金融科技投入占比达到了 3%以上，部分（如江苏银行）不到 1%。总体上，大型商业银行和股份制银行普遍对科技投入处于逐渐增加的态势，城商行、农商行两级分化较为严重，一部分城商行、农商行在金融科技的研发投入上因资金、人力等方面限制，并未产生满意的成果。根据《中小银行金融科技发展研究报告》，2018 年有超过 40%的城商行没有将金融科技列入战略规划。

图表 15：海外各类金融机构科技投入

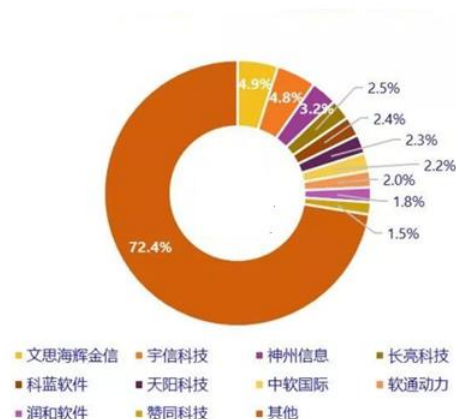
	摩根大通	美国银行	富国银行	花旗集团
2019 财年收入（亿美元）	1100	877	795	659
科技支出（亿美元）	114	100	90	80
科技支出占比	10.36%	11.40%	11.32%	12.14%

来源：各公司公告，中泰证券研究所

竞争格局：公司产品类型和客户结构覆盖全面，市占率领先

- 我国银行 IT 解决方案整体竞争格局较为分散，行业尚未出现高市占率的领导者，CR5 占比仅 17.8%，公司整体市占率为 4.8%，排在第二位。具体来看，我国银行 IT 解决方案市场中，渠道类 Top5 分别是：宇信科技、科蓝软件、神州数码、文思海辉、赞同科技。管理类 To5 分别是：文思海辉、宇信科技、IBM、长亮科技、软通动力。业务类 Top5 分别是：文思海辉、神州数码、宇信科技、润和软件、恒生电子

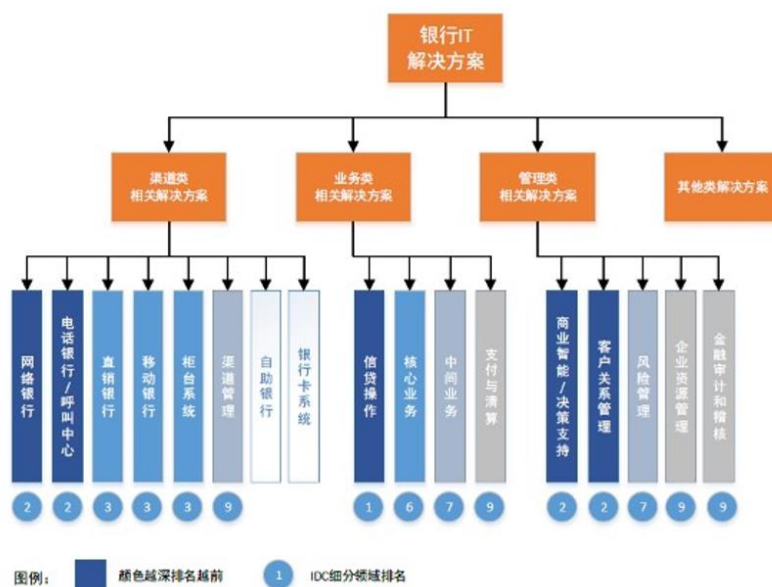
图表 16: 中国银行 IT 解决方案市场格局



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 公司产品类型覆盖全面，多种产品市占率领先。经过多年深耕，公司产品已覆盖渠道、业务和管理类主要产品，并在相关产品上有着较高的市场占有率及市场排名。基于公司在银行 IT 解决方案中多年深耕带来的 knowhow 能力，我们认为公司传统业务增速有望超过行业整体增速，市占率有望进一步提高。

图表 17: 公司具体产品排名情况



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 18: Liana5 互联网银行金融服务平台

图表 19: 综合柜面系统



来源：招股说明书、中泰证券研究所



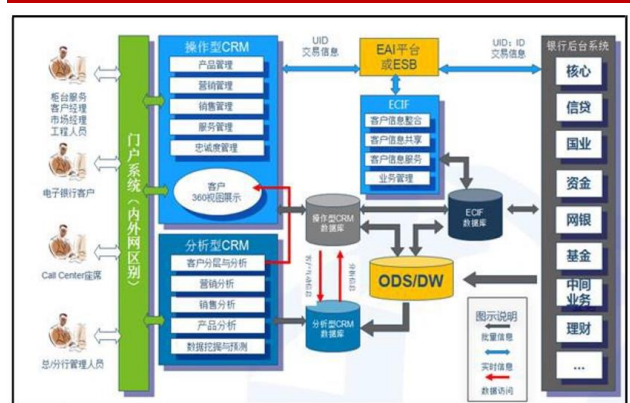
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 20: 核心业务系统



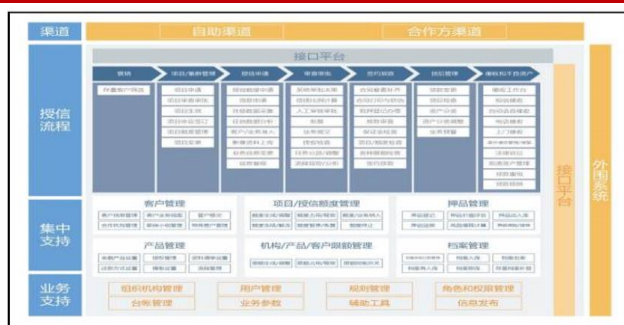
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 21: 客户关系管理系统



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 22: 信贷管理系统



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 23: 消费金融产品



来源：招股说明书、中泰证券研究所

■ 客户结构全面，公司大型银行收入占比较高，中小型银行收入占比稳步提升。公司客户结构全面，已经覆盖了大型国有商业银行和股份制银行，城商行的覆盖率达到 90%，农信社和农商行的覆盖率分别为 85%和 75%。2015~2018 年 H1，公司大型银行（国有商业银行、股份制银行及政策性银行）客户合计收入占比分别为 61.54%、58.31%、53.44%和 43.32%。公司在巩固原有在国内大中型银行领域的优势，保持对大型机构客户的稳定收入的同时努力开拓城市商业银行、农村信用社及非银行金融机构等信息化投资需求增长较快的中小型机构客户，实现了中小型机构客户

数量和收入的快速增加，2015~2018H1，上述 3 类客户合计收入占比分别为 33.38%、36.87%、41.97%和 49.88%，收入占比稳步提升。

图表 24：公司收入的客户结构分布（万元）

年份	项目	大型国有银行	股份行/政策行	城商行	农商行	非银金融机构	外资行
2015	数量	5	18	85	48	20	8
	收入	45,091.62	47,308.29	30,121.80	12,917.59	7,081.89	3,164.60
	客单价	9018.32	2628.24	354.37	269.12	354.09	395.58
2016	数量	5	18	102	20	85	11
	收入	43,403.30	51,068.70	35,819.60	10,457.11	13,449.86	2,405.38
	客单价	8680.66	2837.15	351.17	522.86	158.23	218.67
2017	数量	5	17	104	19	80	11
	收入	35,930.57	50,781.94	39,338.50	13,697.91	15,056.02	2,261.56
	客单价	7,186.11	2,987.17	378.25	720.94	188.20	205.60
2018H1	数量	5	17	83	17	54	12
	收入	10,297.53	22,524.49	22,967.32	7,034.18	7,786.06	775.80

来源：招股说明书、中泰证券研究所

金融 IT 国产化驱动，国内业务有望加速成长

- 以国产化云平台、国产化芯片和操作系统为底层支撑的云计算架构有望成为金融 IT 新一代基础设施。中国的商业银行计算机软件系统的国产化程度较高，但是底层基础设施尚有较大国产化空间。目前中国的商业银行大量使用 IBM 服务器尤其是核心系统和其他业务系统主要在大型机和小型机，一旦开展国产化替代，华为、联想、浪潮、曙光等国内厂商将获得更多的市场空间，国产化云平台、国产化芯片和操作系统为底层支撑的云计算架构将成为金融 IT 新一代基础设施。
- 坚持技术自主路线，国内业务有望加速成长。公司一直坚持技术自主路线，近两年，公司重点研发和推广了基于微服务、容器化技术的新一代开发平台 YUP，在此平台上，公司推出了分布式网贷系统、分布式 ABS 系统、分布式开放平台、分布式零售信贷系统等业务系统。除了坚持自主研发公司所需核心 PAAS 技术平台和各种 SAAS 平台之外，公司还与华为、灵雀云等国产 IAAS 厂商，GBase、OBase 等数据库厂商加强紧密合作，加快国产软件兼容融合步伐。2019 年，公司成为“华为云鲲鹏凌云合作伙伴”，和华为联合推出了金融行业解决方案，整合宇信和华为 SAAS、PAAS、IAAS 能力，为企业提供新金融行业背景下的一站式国产解决方案，提高企业更高效更安全可控的资源利用，快、准、稳落地的市场决策，全面适配国产 CPU 架构，搭建安全可控的企业级应用商店和镜像仓库，同时实现了信息安全可控和业务便利操作。我们认为，在金融 IT 国产化驱动下，公司国内业务有望加速成长。

创新业务：联合运营模式提高中小客户生命周期价值

技术驱动金融业务创新，中小银行发展零售金融恰逢其时

- 技术驱动金融业务创新。**我国信息技术在银行业的应用起步于 20 世纪 80 年代，经历三个发展阶段：一是金融电子化阶段，二是数据集中化阶段，三是信息系统业务综合化阶段，目前正迎来金融科技发展浪潮，信息技术逐步由支撑业务向引领业务方向发展，金融与科技深度融合已成为新趋势。2019 年 9 月，中国人民银行发布《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》全文，明确提出到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，进一步增强金融业科技应用能力，实现金融与科技深度融合、协调发展，明显增强人民群众对数字化、网络化、智能化金融产品和服务的满意度，使我国金融科技发展居于国际领先水平。

图表 25：银行信息化发展历程



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

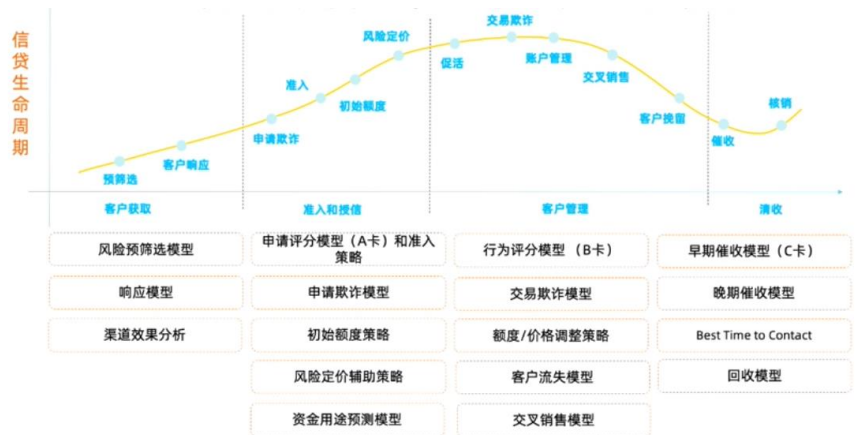
图表 26：央行金融科技发展规划主要目标

金融科技应用先进可控	金融与行业数据规范融合应用水平大幅提升，金融创新活力不断激发，安全、可控、先进、高效的金融科技应用体系全面建成。
金融服务能力稳步增强	金融服务覆盖面逐步扩大，优质金融产品供给不断丰富，金融业务质效显著提升，金融服务民营企业、小微企业等实体经济水平取得新突破。
金融风控水平明显提高	金融安全管理制度基本形成，金融风险技防能力大幅提高，金融风险防范长效机制逐步健全，金融风险管控水平再上新台阶。
金融监管效能持续提升	金融科技监管基本规则体系逐步完善，金融科技创新产品全生命周期管理机制基本形成，金融监管效能和金融机构合规水平持续提升。
金融科技支撑不断完善	金融科技法律和标准体系日益健全，消费者金融素养显著提升，与金融科技发展相适应的基础设施逐步健全。
金融科技产业繁荣发展	培育一批具有国际知名度和影响力的金融科技市场主体，社会组织和专业服务机构对金融科技发展支撑作用不断强化，开房、合作、共赢的金融科技产业生态体系基本形成。

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- **中小银行发展零售金融恰逢其时，科技赋能业务发展。**过去几年，我国互联网金融的发展培养了大量潜在客户，零售金融可行性得到证明。当下，监管要求金融回归银行，中小银行可通过渠道优势转化潜在客户，发展零售金融恰逢其时。但中小银行也面临着人员、技术、资金、数据的全面不足，需要科技企业赋能业务发展。随着大数据、云计算、区块链、人工智能的兴起，科技企业将在中小银行的客户获取、风险管控、运营保障、系统支撑等方面提供有效支撑。

图表 27：信贷业务生命周期



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

图表 28：科技赋能业务发展



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

竞争优势明显，不断加大投入保持领先优势

- **公司创新业务商业模式是与中小银行联合运营。**公司目前创新类业务是整合自身的软件/硬件系统、系统的运维能力、以及业务的运营能力，帮助客户更好地解决业务问题，提高业务效率和赢利能力，目前比较成熟的有两大类：第一类是公司和城商行合作的金融业务系统平台，通过平台上开展的实际业务量收费，收费模式上不同于传统的软件开发；第二

类是智能柜员机的联合运营项目，即公司在银行网点铺设智能柜员机，公司按柜员机的各类业务量收取服务费。中小银行对业务转型和对利润有比较明显的诉求，且更依赖于技术服务商，因此粘性更大，利润率更高。我们认为，联合运营模式可以有效增加收入、提升毛利，提高客户的生命周期价值。

- **公司在创新业务上的竞争优势明显：**第一，公司是业内少数拥有银行 IT 全线解决方案的供应商，拥有渠道、业务、管理、运营维护等方面的综合能力，更能自成一体满足客户的业务需要；第二，公司拥有相当比例的大行客户，这些客户 IT 投入较大，积极探索新业务、尝试新技术，公司与他们合作将会有效积累自身相关领域经验，有利于公司在中小行推广创新产品和业务合作。第三，公司在 2010 年为业内提供了第一个消费金融系统，在在线金融系统方面有着非常领先的能力，目前在已经运营的 24 家持牌消费金融机构中获得了 15 家客户，同时公司参股了湖北消费金融公司和晋商消费金融公司，并获得董事会席位，可以深入了解消费金融业务的业务模式、运营方式等，从而提供更具竞争力的产品。
- **发行可转债，加大投入保持领先优势。**公司于 2019 年 10 月 26 日发布《公开发行可转换公司债券预案》，拟募集资金 6.88 亿元，投资于在线金融平台建设项目和研发中心建设项目及补充流动资金。在线金融平台建设项目旨在搭建面向中小银行、消费金融公司等中小型金融机构客户的一站式软件信息技术服务平台（标准化软件产品、开发金融赋能服务平台）；研发中心建设项目旨在基于现有的技术储备和行业未来发展趋势，扩大公司研发团队，升级软件开发及测试平台，围绕分布式架构、区块链、人工智能三大核心方向进行技术储备研发。

海外业务：东南亚市场有望迎来爆发式成长

东南亚数字银行发展空间广阔，利润率高于国内

- **东南亚银行 IT 市场空间广阔，数字银行发展较为落后。**根据 Celent 的数据，2017 年东南亚银行 IT 市场规模 52 亿美元，近几年增速在 5% 左右。海外地区信用卡体系较发达，但移动支付、互联网理财、网络借贷产品则尚未有成熟发展，相较国内差距较大。近年来，伴随中国移动支付出海等拓展（比如支付宝在印度市场火热），东南亚地区银行对于数字银行的需求提升，打开了增量市场空间。而海外供应商因历史上没有需求支撑的不断迭代的产品，国内银行 IT 厂商竞争优势突出。
- **东南亚银行 IT 业务利润率高于国内。**东南亚银行长期采购欧美软件厂商的系统，在对软件系统的定价方式上对标欧美市场定价，同时在软件的咨询-许可-实施-运维各个环节均会付费，因此，东南亚银行 IT 业务整体利润水平将远高于国内。

公司海外业务有望迎来爆发式成长

- 公司从 2019 年下半年正式开始拓展东南亚市场，一方面，公司和华为、NTT DATA 公司等其它公司的长期合作伙伴一起开拓东南亚市场，合作伙伴在东南亚已经有一定数量的银行客户。利用合作伙伴的资源 and 能力，能够帮助公司把全面的银行 IT 解决方案和软件开发能力输出到东南亚

市场。另一方面，华侨银行是公司的战略股东，作为东南亚排名第二的金融集团，公司将充分利用华侨银行自身的业务需求和在东南亚的品牌地位，帮助公司开拓东南亚市场，打造标杆项目。相比欧美厂商，公司产品销售和服务方式更加灵活，性价比也相对较高，有比较明显的竞争优势，有望迎来爆发式成长。

盈利预测与投资建议

- **收入拆分与核心假设：**我们将公司的收入按照业务模式分为 3 部分：软件开发及服务、系统集成、其他业务。
- **软件开发及服务：**根据 IDC 预测，银行 IT 的行业增速为 20%以上，公司作为龙头有望取得高于行业的增速，且 2019 年公司海外拓展加速，海外产品毛利率高于国内，毛利率有望逐年提升。假设 2019~2021 该业务收入增速为 21.66%/25%/25%，毛利率为 39.00%/40.00%/41.00%。
- **系统集成：**公司行业地位稳固，系统集成业务客户粘性较强，受益于信创与银行系统更新，预计公司系统集成类业务较快增长，假设 2019~2021 年增速 26.66%/30%/30%，毛利率 12%。
- **其他业务：**公司创新业务采取与中小银行联合运营的模式，毛利率较高。2019 年创新业务收入取得实质性突破，未来有望快速增长。预计其他业务 2019~2021 年收入增速为 46.65%/50.00%/50.00%，毛利率 60%。

图表 29：公司收入预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,624.28	2,140.56	2651.72	3379.64	4316.07
软件开发及服务	1331.20	1573.50	1914.32	2392.90	2991.13
计算机信息系统集成及代理	192.69	471.18	596.80	775.84	1008.59
其他业务	100.39	95.88	140.60	210.90	316.36
营业收入 YOY	0.07%	31.79%	23.88%	27.45%	27.71%
软件开发及服务	9.58%	18.20%	21.66%	25.00%	25.00%
计算机信息系统集成及代理	-38.82%	144.53%	26.66%	30.00%	30.00%
其他业务	7.50%	-4.49%	46.65%	50.00%	50.00%
综合毛利率 (%)	38.19%	32.74%	34.04%	34.82%	35.62%
软件开发及服务	40.47%	38.25%	39.00%	40.00%	41.00%
计算机信息系统集成及代理	17.86%	9.78%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	46.94%	55.62%	60.00%	60.00%	60.00%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **投资建议：**公司是银行 IT 优质龙头，竞争优势明显，成长势头强劲，预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 0.69/0.91/1.22 元，对应 PE 55.05/41.49/31.09 倍，给予“买入”评级。

图表 30：可比公司估值表

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300348.SZ	长亮科技	0.27	0.36	0.48	96.38	71.92	53.37
600570.SH	恒生电子	1.64	1.98	2.52	59.77	49.38	38.83
300674.SZ	宇信科技	0.69	0.91	1.22	55.05	41.49	31.09

来源：各公司公告、中泰证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧的风险：**银行 IT 市场空间广阔，不仅传统玩家持续发力，新玩家也大力布局，存在行业竞争加剧的风险
- **业务进展不及预期的风险：**金融机构对信息系统更新态度谨慎，存在业务进展不及预期的风险

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	950	627	692	921	净利润	197	276	368	491
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	12	0	0	0
应收款项	607	653	870	1,097	折旧及摊销	30	0	0	0
存货	483	554	724	896	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	135	135	158	182	财务费用	25	0	0	0
流动资产合计	2,176	1,968	2,443	3,095	投资损失	-46	-47	-48	-48
可供出售金融资产	15	15	15	15	运营资本变动	-46	25	-177	-136
长期投资净额	335	335	335	335	其他	-3	0	0	0
固定资产	131	131	131	131	经营活动净现金流量	171	255	143	307
无形资产	227	227	227	227	投资活动净现金流量	-201	-70	-77	-79
商誉	10	10	10	10	融资活动净现金流量	222	-509	0	0
非流动资产合计	1,068	1,185	1,310	1,437	企业自由现金流	38	73	357	437
资产总计	3,244	3,153	3,753	4,532					
短期借款	509	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	216	161	215	271	每股指标				
预收款项	212	305	379	479	每股收益 (元)	0.49	0.69	0.91	1.22
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	4.16	4.85	5.76	6.98
流动负债合计	1,250	883	1,115	1,403	每股经营性现金流量 (元)	0.43	0.64	0.36	0.77
长期借款	270	270	270	270	成长性指标				
其他长期负债	0	0	0	0	营业收入增长率	31.79%	23.88%	27.45%	27.71%
长期负债合计	270	270	270	270	净利润增长率	4.17%	40.88%	32.70%	33.46%
负债合计	1,521	1,154	1,386	1,674	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,664	1,940	2,306	2,794	毛利率	32.74%	34.00%	34.82%	35.62%
少数股东权益	59	60	62	65	净利润率	9.14%	10.39%	10.82%	11.31%
负债和股东权益总计	3,244	3,153	3,753	4,532	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	95.25	89.85	93.94	92.79
					存货周转率 (次)	115.25	115.57	119.88	117.67
					偿债能力指标				
					资产负债率	46.87%	36.58%	36.92%	36.93%
					流动比率	1.74	2.23	2.19	2.21
					速动比率	1.32	1.56	1.50	1.52
					费用率指标				
					销售费用率	5.07%	5.08%	5.07%	5.07%
					管理费用率	9.67%	10.91%	10.76%	10.63%
					财务费用率	1.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	53.68	55.05	41.49	31.09
					P/B (倍)	6.31	7.82	6.58	5.43
					P/S (倍)	6.72	5.42	4.25	3.33
					净资产收益率	11.75%	14.21%	15.86%	17.47%

利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,141	2,652	3,380	4,316
营业成本	1,440	1,750	2,203	2,779
营业税金及附加	15	17	22	28
资产减值损失	12	0	0	0
销售费用	108	135	171	219
管理费用	207	289	364	459
财务费用	25	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	46	47	48	48
营业利润	215	302	399	532
营业外收支净额	-7	0	0	0
利润总额	209	302	399	532
所得税	11	26	32	41
净利润	197	276	368	491
归属于母公司净利润	196	276	366	488
少数股东损益	2	1	2	3

资料来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。