

证券研究报告—动态报告

新三板

计算机

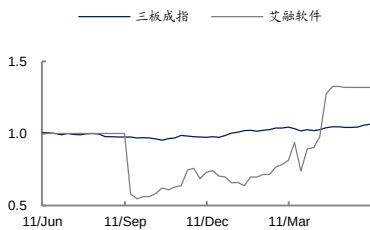
艾融软件(830799)
买入

精选层公司快评

(首次评级)

2020年06月11日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	66/9
总市值/流通(百万元)	2239/298
上证综指/深圳成指	2944/11336
12个月最高/最低(元)	34.85/10.63

证券分析师：张子恒

电话：075581981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

深耕银行信息化，成就互联金融

● 互联网金融产品业内领先

公司是银行信息化后起之秀，由宇信科技联合创始人张岩创立于2009年，管理层的产业资源丰富。公司产品涵盖互联网金融、电子银行、应用安全等全方位解决方案，其中互金产品（金融电商+直销银行+互联网支付+在线投融资等）贡献毛利超93%，并在业内细分领域持续领先，形成差异化竞争优势，主要客户包括工商银行、上海银行、上海农商银行等大中型银行，案例包括融e购、上行快线等。

公司2019年收入规模突破2亿元，以上海为总部，上北广三地为核心区域，向全国进行扩张。盈利能力短期承压，但核心利润率仍达到20%左右，ROE 25%以上，远超头部企业。

● 工商银行长期战略合作伙伴

公司2013年开始为工商银行提供信息化服务，2018年底成为工商银行八家通用外部研发资源服务商之一，新中标并与总部软件开发中心、工银科技、工银亚洲签署了通用资源研发项目合同。未来有望在工商银行各个部门进一步深度合作。

● 募集2.15亿元扩建金融实验室、人才培养及营销网络

公司此次募集2.15亿元，主要投向1)金融科技创新实验室：提升公司金融科技创新的能力；2)建立金融科技专业技术团队和后备人才梯队培训体系、建立金融科技大规模软件开发效能管理平台；3)营销及服务网络体系：在全国重点城市升级或新设营销及服务分支机构，以实现业务拓展战略。

● 风险提示：客户集中度较高的风险；技术迭代的风险。

● 投资建议：首次给予“买入”评级。

从公司停牌前的估值来看，与其他上市公司相比属于合理水平，首次给予“买入”评级。我们测算得到公司2020-2022年收入预计分别为2.66/3.39/4.05亿元；归属母公司净利润0.49/0.76/0.96亿元，利润同比增长13.07%/54.86%/25.59%；对应每股收益分别为0.75/1.16/1.45元，对应PE估值45.6x、29.4x、23.4x。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	169	213	266	339	405
(+/-%)	20.6%	26.1%	24.7%	27.5%	19.2%
净利润(百万元)	54	43	49	76	96
(+/-%)	39.2%	-19.3%	13.1%	54.9%	25.6%
摊薄每股收益(元)	1.06	0.66	0.75	1.16	1.45
EBIT Margin	44.9%	31.1%	21.1%	25.1%	26.1%
净资产收益率(ROE)	32.6%	27.5%	23.7%	26.9%	25.2%
市盈率(PE)	32.0	51.5	45.6	29.4	23.4
EV/EBITDA	23.2	35.3	40.9	26.7	21.7
市净率(PB)	10.43	14.17	10.81	7.91	5.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

银行信息化综合服务商，互联网金融产品业内领先

公司成立于 2009 年 3 月，2014 年 6 月新三板挂牌，2015 年作为第一批企业入选创新层。公司致力于推动传统金融机构向互联网金融的转型，实现互联网金融智能化，成为产品覆盖金融 IT 各领域的计算机科技企业。

公司拥有自主知识产权、体系较为完备的在线存款、在线支付、在线贷款、在线运营、司法级在线身份认证系列产品及企业级订制开发服务，向银行为主的金融机构及其他大型企业提供创新业务咨询、IT 系统建设规划、软硬件开发、大数据运营服务等专业解决方案。

公司业务亦从最初的商业银行核心交易系统、外围 IT 系统建设，逐步形成：

1) 包括业务咨询、平台建设、安全保障、运营支撑、营销获客为一体的互联网金融整体解决方案——SQUARE (Smart, Quick, Unique, Abundant, Reliable and Efficient) 平台；

2) 一系列标准化、专业化、多元化的企业级应用软件，包括互联网金融类、电子银行类、应用安全类和大数据分析类产品。

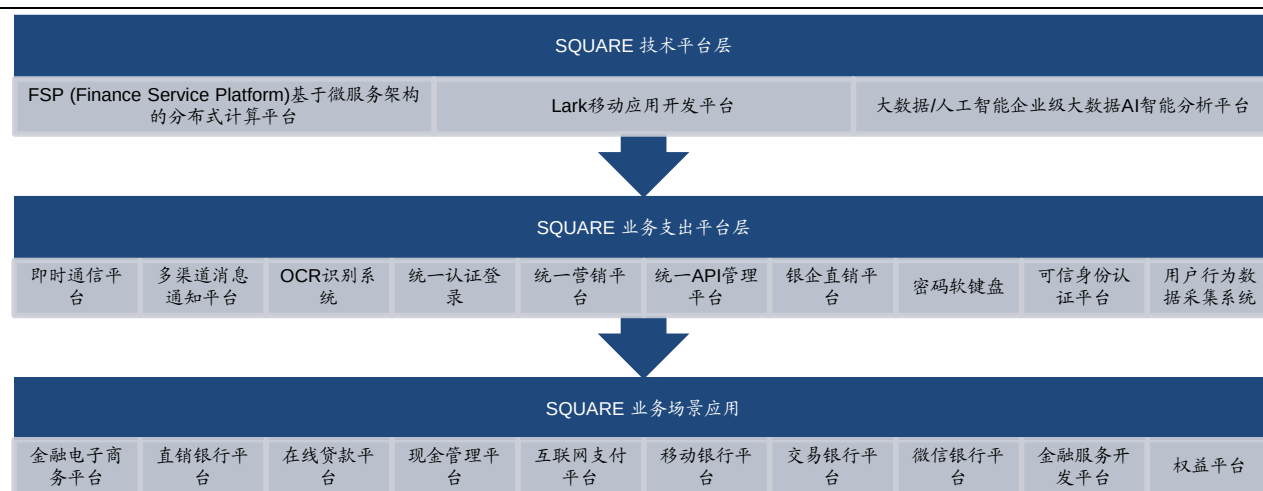
知名客户包括工商银行、建设银行、交通银行等 3 家大型商业银行；中信银行、民生银行、光大银行等 6 家全国性股份制商业银行；上海银行、北京银行、南京银行等 9 家城市商业银行；其他银行客户还包括 4 家农村商业银行、2 家外资银行。其他金融机构客户包括中国信托登记有限责任公司、证通公司、中国供销等。

表 1: 公司主要客户 (2019 年)

客户类别	客户家数	客户名称	覆盖率
大型商业银行	3	工商银行、建设银行、交通银行	50.00%
股份制商业银行	6	中信银行、民生银行、光大银行、华夏银行、恒丰银行、	50.00%
城市商业银行	9	上海银行、北京银行、南京银行、富滇银行、广州银行、柳州银行、厦门银行、宜宾市商业银行、宁波银行	6.72%
农村商业银行	4	上海农商行、北京农商行、广州农商行、重庆农商行	0.29%
外资银行	2	友利银行、南洋商业银行	4.88%
其他	-	中国信托登记有限责任公司、证通公司、中国供销、太平洋保险、新华保险、中泰证券、拉卡拉等	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

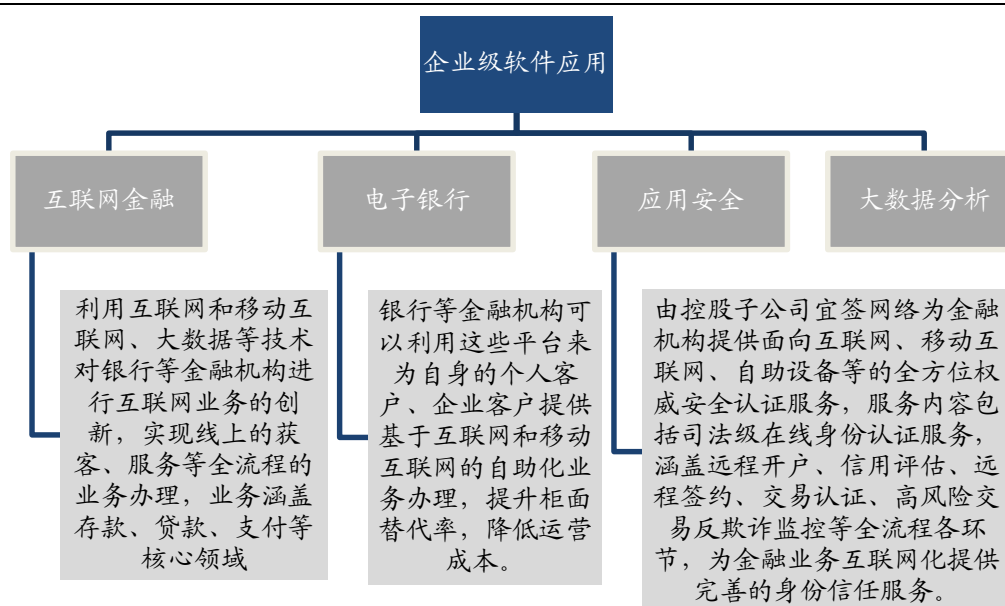
SQUARE 互联网金融 2.0 整体解决方案是公司自主研发的以大数据运营及深度学习为驱动，实现金融核心业务存、贷、付与场景生态的无限连接，打造自服务、自营销模式的在线智能化金融服务平台，其应用领域涵盖金融 IT 各领域，公司可以在此平台基础上进行二次开发，为客户提供多元化和个性化需求设计，实现 100% 贴身定制服务。

图 1：公司 SQUARE 技术平台（Smart, Quick, Unique, Abundant, Reliable and Efficient）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司终端企业级应用产品包括：

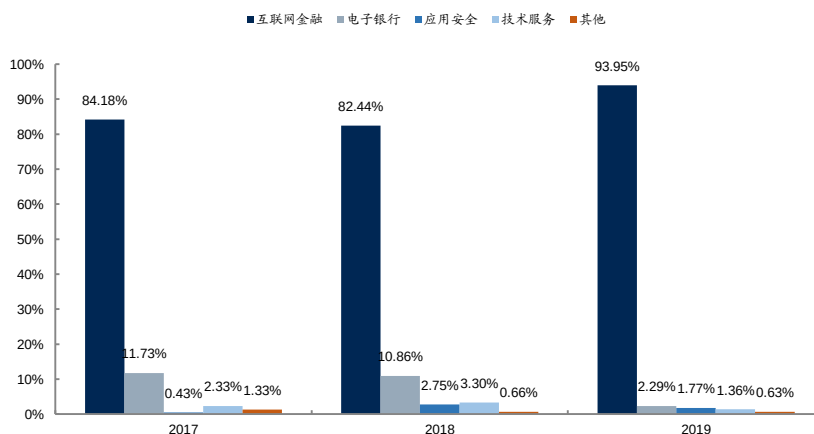
- 1) 互联网金融类：利用互联网和移动互联网、大数据等技术对银行等金融机构进行互联网业务的创新，实现线上的获客、服务等全流程的业务办理。具体产品包括金融电子商务平台、直销银行、互联网支付、在线投融等等。**互联网金融产品是公司最核心业务，收入及毛利贡献超过 90%；**
- 2) 电子银行类：为银行个人及企业客户提供基于互联网和移动互联网的自助化业务办理，提升柜面替代率，降低运营成本。具体产品包括企业现金管理、个人/企业网上银行系统等。
- 3) 应用安全类：控股子公司宜签网络为金融机构提供面向互联网、移动互联网、自助设备等的全方位权威安全认证服务。具体产品包括 NFC 身份证认证、票据 OCR 识别、人脸识别等。
- 4) 大数据分析类产品：大数据分析服务。

图 2：公司企业级软件应用


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司互联网金融业务收入占比在 2019 年超过 90%，达到 93.95%，此前在 80% 以上，主业仍在不断强化。第二大业务电子银行收入占比由 10% 以上逐步下滑至 2019 年的 2.29%，目前来说与其他业务占比差距不大。

图 3：2017-2019 公司收入构成（按产品分类，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司互联网金融核心产品包括：

- 1) 金融电子商务平台。实现银行自有的企业客户、个人客户，包括品牌商、供应商、销售商、物流商等进行资源和业务的整合，提供企业间 B2B 类交易+个人 B2C 消费，同时将银行的金融产品及服务融合至各个业务流程之中，提升银行的竞争力、增加业务收入、提高客户粘性、增强获客能力。
- 2) 直销银行：建立直销互联网平台，如直销银行专属网站、手机 APP 应用等，以高回报、轻量、标准化的线上金融产品，打破物理网点服务区域的限制，利用各种线上线下传播引流方式广泛获客，全面深度挖掘客户价值。
- 3) 互联网支付平台：支持多种支付介质和支付模式，该产品为银行客户构建新型的互联网支付平台。客户端主要面向个人用户和企业用户，提供支付管理的各项业务功能。后台管理主要面向银行内部管理人员，提供支付管理、商户管理、手续费管理、资金清算管理、报表管理、安全管理、风险控制等功能。
- 4) 在线投融资平台：通过大数据以及数据模型分析技术，实现客户投资与融资业务的撮合，以满足多元化投融资主体的需求。该产品帮助银行节约贷款额度和资本金，打通并融合融资者和投资者在投资、融资、理财等多方面的行为，可以实现在线融资申请、受理、还款等业务的处理。

表 2：公司企业级软件应用——互联网金融类产品

产品名称	产品简介
i2Shopping 金融电子商务平台	发行人自主研发的完全基于 J2EE 技术的平台级产品。该平台主要面向金融电子商务应用领域，银行通过该平台可以将品牌商、供货商、销售商及包括物流商在内的各类第三方服务提供商进行数据、服务、系统的整合，同时利用并整合银行现有的客户资源、信用资源、金融服务资源，为银行实施面向互联网营销的战略转型，提供一个完善的生态系统。在产品的设计上，发行人参照了成熟的电子商务平台的功能设计 and 应用模式，并针对银行运营电子商务平台的特殊性进行了专门的设计。
i2DirectBank 直销银行平台	直销银行平台是利用互联网技术为银行终端客户提供全在线的金融产品及服务。该产品可供银行开展二类账户的开立、金融产品销售及服务，提高获客能力，拓展金融服务渠道。
i2Pay 互联网支付平台	互联网支付平台是支持多种支付介质和支付模式的综合网上支付平台产品，该产品可广泛应用于银行和企业支付平台应用领域。
i2Financing 在线投融资平台	在线投融资平台是面向在线融资应用领域的平台产品，可以构建在线融资申请、受理、还款等业务应用，也可以基于此实现在线融资、众筹等网络信贷应用。
i2Messenger 即时通信服务平台	即时通+R10:R12 信服务平台是面向互联网金融业务领域客户之间即时沟通的产品，可广泛用于金融电子商务平台、在线融资平台，建立起平台参与方、平台运营方的实时信息交互，实现在线客户服务，改善用户体验，开展业务营销。
Lark 互联网金融服务前端平台	互联网金融服务前端平台基于 MVVC 模式、渐进式、组件化的大前端平台兼容 PC 浏览器端、移动浏览器端和移动客户端。
i2FSP 互联网金融服务基础应用平台	互联网金融服务基础应用平台是面向各类互联网金融业务系统建设的底层基础应用平台。该平台提供了基础技术层的解决方案，包括数据存储、分布式缓存、数据访问、分布式服务、数据集成、开放平台等基础技术框架，另外平台提供互联网金融业务的基础业务组件，包括权限组件、工作流、积分客户信息、单点认证、订单信息等。基于互联网金融服务基础应用平台提供的技术和业务组件可以快速地构建各类互联网金融业务系统。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司主要项目案例包括：

- 1) 工商银行“融 e 购”电子商务平台：综合电商排名跻身行业前十，银行系电商排名首位。客户网银可直接登录，积分可直接购物抵扣，工银分期付款方便快捷，随借随还。
- 2) 上海银行直销银行系统“上行快线”：具有银行品质的集金融产品和服务于一体的在线银行平台，覆盖支付、汇款、理财、融资、商城购物、海外退税、出国翻译、娱乐游戏等多元化服务，可通过手机 app、微信等互联网渠道轻松登录。
- 3) 交通银行信用卡中心“积分乐园”：积分消费网上商城。
- 4) 上海农商行互联网金融平台：包括银企直连系统、集中处理平台、鑫 e 购网上商城、村镇银行网银系统等，打破多年来上海农商行渠道各系统形成的长期信息孤岛的局面，首次将行内多个渠道服务整合。
- 5) 中国供销“供销 e 家”电商平台：系全国供销合作社统一的综合性电商平台。

表 3：公司主要项目案例

客户名称	项目内容	项目特点	项目影响力
工商银行	工商银行“融 e 购”电子商务平台	该平台作为链接个人客户和企业客户的桥梁纽带，依托“商业+金融”特色场景，打通交易与融资、金融与非金融、线上与线下、境内与境外，实现了商品流、资金流、信息流“三流合一”。	系工商银行四大 APP“三融一活”之一，注册客户超过 1.3 亿人，服务企业 6 万余家，综合电商排名跻身行业前十，银行系电商排名首位。
上海银行	直销银行系统“上行快线”	借助互联网并完善移动端服务应用，加快线上业务布局。从金融产品来看，覆盖支付、汇款、理财、融资等多元化的服务；从生活场景来看，提供个人用户进行商城购物、海外退税、出国翻译、娱乐游戏等多种需求。	个人客户数已超 2,000 万户，在线存款、在线支付、在线贷款总金额已超 1 万亿元。
交通银行信用卡中心	“积分乐园”	包括移动互联新平台、移动互联金融板块、移动互联生活板块、移动互联获客板块、信用卡中心运营系统、人工智能、云上卡中心运营系统、活务平台、e 办卡智能营销系统、信用卡中心内部办公类系统、电子渠道系统模块、商管 4.0 建设、分行收单建设等各个子系统的全年迭代的需求分析，系统设计，代码开发，需求测试，系统投产，系统运维等全流程工作。	系国内首家积分消费网上商城。在册卡量突破 7,000 万，官方 APP 绑卡客户突破 5,400 万。
上海农商行	互联网金融平台	包括银企直连系统、集中处理平台、鑫 e 购网上商城、村镇银行网银系统、短信平台、企业集团现金管理平台、金融 e 云平台、互联网金融平台、互联网支付平台、互联网融资平台、移动业务平台、统一认证平台、集成生物认证平台、供应链融资平台等 IT 系统。金融 e 云平台是国内第一批互联网直销银行。	系上海农商银行体系内首个分布式微服务平台，打破多年来行内渠道各系统形成的长期信息孤岛的局面，首次将行内多个渠道服务整合。
中国供销	中国供销“供销 e 家”电子商务平台	遵循“集中建设、资源共享”和“前台多样化、后台一体化”原则，以农村电子商务和农产品电子商务为重点，通过交易、服务两大功能板块，形成网上交易、仓储物流、终端配送一体化经营，实现线上线下融合发展，从而把供销合作社传统经营网络优势融入到互联网，再把互联网优势转化到成供销合作社现代经营网络优势。	系全国供销合作社统一的综合性电商平台，完成线上交易额 105 亿元，注册商户数达 1.5 万个。

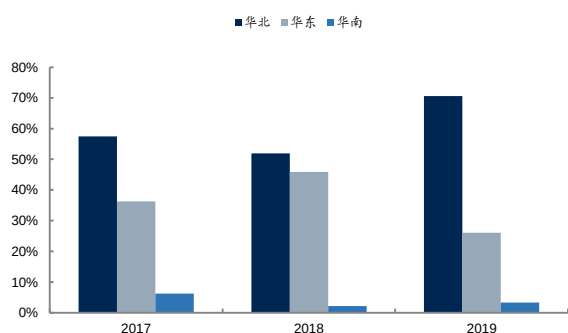
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成熟的营销和服务体系：公司总部设立在上海，专注于北京、上海、广州等地的重点银行客户，开展总行级别的互联网金融系统建设业务的营销，已形成完善的售前、售中、售后服务体系。此后，公司又先后在北京、杭州、广州等地分别设立分公司，逐步将业务向其他重要城市拓展。

由于大型国有银行和商业银行总部多集中在北京和上海，因此公司收入主要集中于华北地区——以北京为首，华东地区——以上海为首，销售占比最高，2019年分别为 70.63%、26.08%。

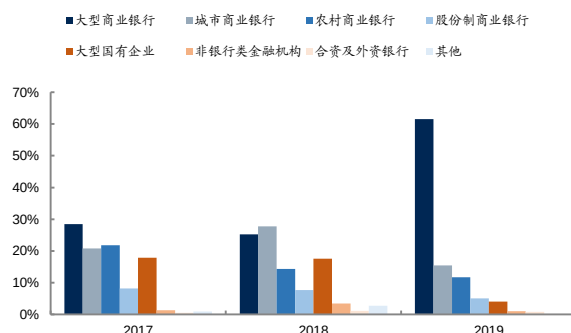
公司客户多集中于全国大型商业银行，以及城商行、农商行，近期获得工商银行较大订单，2019 年大型商业银行收入占比上升至 61.5%。

图 4：2017-2019 公司收入构成（按地域分布，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：2017-2019 公司收入构成（按客户分类，%）

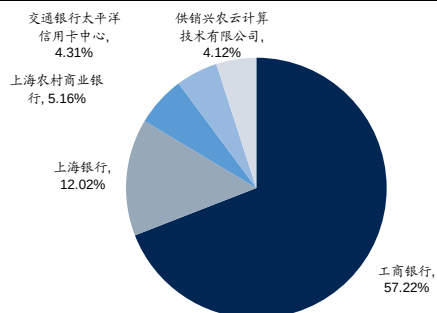


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司前五大客户集中度较高，近三年均在 70%以上，2017 年为 82.82%，2018-2019 下降至 72.98%、76.12%。目前 2019 年公司最大客户为工商银行，收入占比高达 57.22%，其次为上海银行 12.02%、上海农商行 5.16%，其余客户在 5%以下。

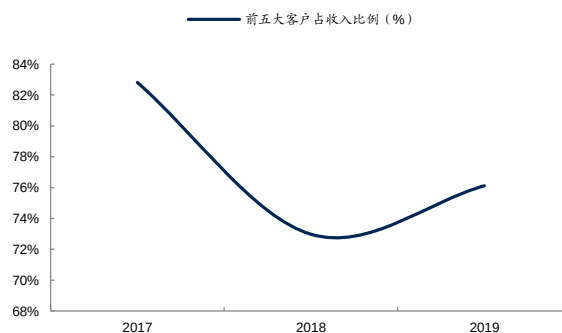
公司自 2013 年开始为工商银行网络金融部提供 IT 金融服务，2018 年底成为工商银行八家通用外部研发资源服务商之一，新中标并与工商银行（软件开发中心）、工银科技、工银亚洲签署了通用资源研发项目合同，需求约为 500 人年，导致 2019 年对工商银行销售占大幅提升。公司已从工商银行单一部门服务商成长为工商银行总行的主要金融 IT 服务商之一。

扩大对其服务的部门和业务范围。图 6：2019 年公司前五大客户占收入比例（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：2017-2019 公司前五大客户集中度（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司与客户的业务结算模式逐步由“定制化开发”，转向“人月定量开发”，对于长周期的大项目来说，有利于公司按月/按季结算收入，缓解现金流压力，同时也利于客户把握进度。

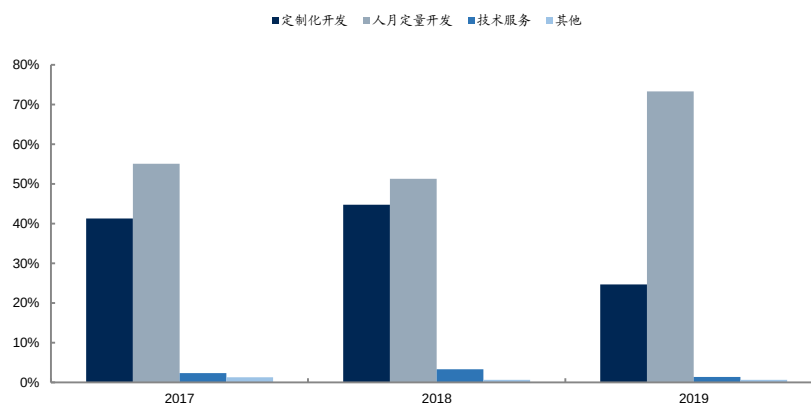
表 4：“定制化开发”VS“人月定量开发”业务模式对比

模式	定制化开发	人月定量开发
导向	任务导向，即合同约定明确的开发任务与结果，以及各阶段开发目标	工作量导向，即合同约定的期限和工作量投入一定数量的人员为客户提供技术开发服务
定价方式	根据定制化开发的复杂度、所需工作量来核算项目整体价格	合同价格确定的依据是人月单价和人月数
结算方式	通常按照阶段性开发目标的完成作为结算节点	通常按月或按季度结算
确认方式	在系统上线/初验、系统验收/终验后客户出具确认报告	在月末或者季度末客户出具工作量确认单据

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

人月定量开发业务模式下的结算收入占比，2019 年快速上升至 73.32%。

图 8：2017-2019 公司收入构成（按业务模式，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

董事长为宇信科技联合创始人之一

公司控股股东及实际控制人为自然人张岩和吴臻，吴臻女士直接持有公司 27.44% 的股份，张岩先生直接持有公司 17.77% 的股份且通过控制乾樞企业间接控制公司 11.24% 的股份。张岩先生和吴臻女士为夫妻关系，直接和间接合计控制公司 56.45% 的股份。

表 5：2019 年公司前十大股东

序号	股东名称	股份数量（股）	占比（%）
1	吴臻	18,023,850	27.44
2	孟庆有	11,723,400	17.85
3	张岩	11,674,175	17.77
4	乾樞企业	7,383,675	11.24
5	杨光润	3,516,050	5.35
6	何继远	1,579,500	2.40
7	金智伟	1,235,410	1.88
8	金石灏内	1,053,000	1.60
9	王涛	1,021,800	1.56
10	肖斌	921,375	1.40
合计		58,132,235	88.49

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

张岩是公司董事长、总经理，具备丰富的技术经验与产业资源，曾任南天信息产品经理；曾是宇信科技联合创始人之一，以及担任副总裁、网上银行事业部总经理，带领宇信科技在纳斯达克上市（2018 年重回 A 股），2008 年因金融危机等因素离开，次年创立本公司。吴臻目前担任公司副总经理，同样曾经供职于宇信科技，时任销售总监。

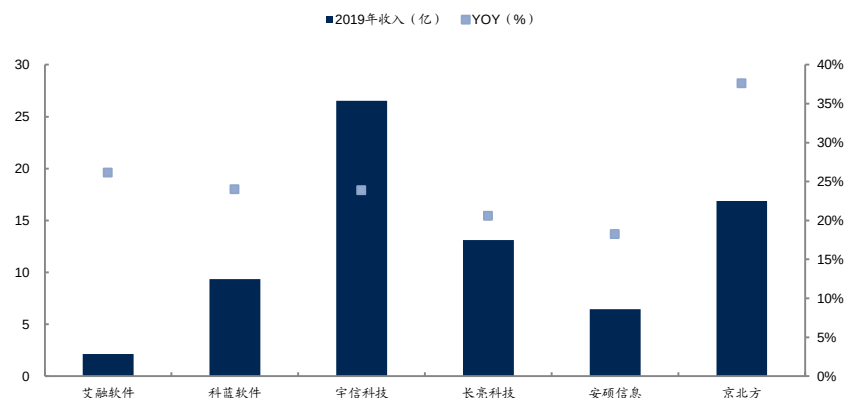
表 6：公司实控人及董监高简介

姓名	职位	简介
张岩先生	实控人、董事长、总经理	1975 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京理工大学计算机科学与技术专业，本科学历。1998 年至 2000 年，曾任云南南天电子信息产业股份有限公司产品经理；2001 年至 2008 年，曾任北京宇信易诚科技有限公司副总裁、网上银行事业部总经理；2009 年至 2013 年 11 月，曾任艾融有限总经理；2011 年至 2012 年，曾任北明软件副总裁、金融事业本部总经理；2013 年 12 月至 2019 年 12 月，曾任钱威升总经理、董事长；2020 年 1 月至今，任钱威升董事长。2014 年 1 月至 2019 年 12 月，任公司董事；2020 年 1 月至今，任公司董事长、总经理。
吴臻女士	实控人、董事、副总经理	1977 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中南民族大学会计学专业，本科学历。2000 年至 2003 年，曾任深圳市奥尊电脑有限公司销售经理；2003 年至 2004 年曾任冠群电脑（中国）有限公司大客户部经理；2004 年至 2009 年曾任北京宇信易诚科技有限公司销售总监。吴臻女士 2009 年创立艾融有限，至 2014 年 1 月，曾任艾融有限副总经理。2015 年 11 月至 2017 年 5 月，任钱威升董事。2014 年 1 月至 2019 年 12 月，任公司董事长；2020 年 1 月至今，任公司董事、副总经理。
杨光润先生	董事、副总经理	1976 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于云南大学计算机软件设计专业，本科学历。1999 年至 2002 年，曾任云南南天电子信息产业股份有限公司项目经理；2002 年至 2007 年，曾任北京易诚世纪科技有限公司高级项目经理；2007 年至 2009 年，曾任太阳计算机系统（中国）有限公司 JAVA 解决方案高级系统架构师；2009 年至 2014 年 1 月，曾任艾融有限副总经理。2015 年 11 月至 2017 年 5 月，任钱威升董事。2014 年 1 月至 2019 年 12 月，任公司董事、总经理；2020 年 1 月至今，任公司董事、副总经理。
何继远先生	董事、副总经理	1975 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于东北大学计算机软件与理论专业，研究生学历。2002 年至 2005 年，曾任神州数码有限公司高级工程师、项目经理；2005 年至 2009 年，曾任麒麟远创软件（中国）有限公司高级系统架构师；2009 年至 2014 年 1 月，曾任艾融有限互联网金融产品事业部总经理。2014 年 1 月至今，任本公司董事、副总经理。
张甫先生	董事	1982 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京林业大学管理科学与工程专业，本科学历。2005 年至 2007 年，曾任北京易诚世纪科技有限公司高级软件工程师；2007 年至 2008 年，曾任北京用友政务股份有限公司架构师；2008 年至 2009 年，曾任北京雅普兰科技有限公司架构师；2010 年至 2013 年，曾任本公司首席架构师；2013 年至今，任技术总监；2020 年 1 月至今，任公司董事。
周忠恩先生	董事	1983 年 5 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于天津大学计算机科学与技术专业（软件工程方向），本科学历。2006 年至 2008 年，曾任群硕软件开发（上海）有限公司软件工程师；2008 年至 2011 年，曾任易保网络科技（上海）有限公司高级软件工程师，项目经理；2011 年至今，任本公司项目本部副总经理。2016 年 11 月至 2019 年 12 月，任公司职工监事；2020 年 1 月至今，任公司董事。
王涛先生	财务总监、董事会秘书	1975 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国人民大学会计学专业，研究生学历。2001 年至 2004 年，曾任海通证券股份有限公司项目经理；2004 年至 2015 年 8 月，曾任上海宝钢国际经济贸易有限公司主任管理师、高级主任管理师，曾任上海欧冶物流股份有限公司资产总监；2015 年 8 月至 2019 年 12 月，任钱威升董事、财务总监、董事会秘书；2016 年 12 月至 2019 年 12 月，任公司董事；2020 年 1 月至今，任公司财务总监、董事会秘书。
夏恒敏女士	财务副总监	1978 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于上海政法学院财务管理专业，本科学历。1999 年至 2005 年，曾任江苏江淮动力股份有限公司 ERP 主管；2008 年至 2010 年，曾任上海埃德安国际贸易有限公司财务主管；2010 年至 2015 年，曾任上海华章信息科技有限公司财务经理；2015 年 8 月至 2016 年 5 月，曾任公司财务经理；2016 年 5 月至 2019 年 12 月，任公司财务总监；2020 年 1 月至今，任公司财务副总监。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

互联网金融的细分服务差异化优势

公司收入总规模略有落后，但成长性靠前，2019 年收入增长超 26%，仅次于京北方；公司主要聚焦互联网金融业务，业内领先，与竞争对手在细分服务领域有一定业务重合，但整体来说差异化明显，具备细分领域的差异化优势。

图 9： 2019 公司收入规模与竞争对手对比（亿元，%）


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

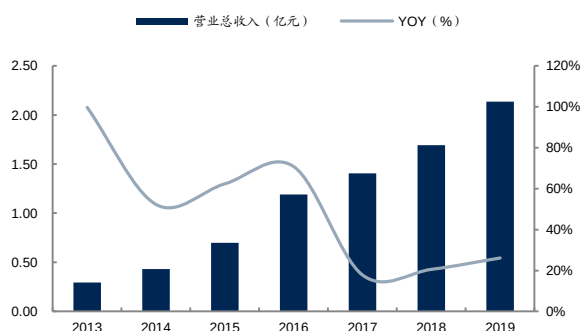
表 7： 公司主要服务领域与竞争对手的对比

序号	公司名称	主要服务对象	主要服务领域	是否存在直接竞争
1	文思海辉	区域性银行为主，全国性银行、农商行为辅	客户关系管理、商业智能、呼叫中心、国际结算等	部分业务
2	科蓝软件	城商行为主，股份制商业银行为辅	互联网银行（直销银行）、网络银行、移动金融等	部分业务
3	赞同科技	区域性银行为主，全国性银行、农商行为辅	柜台终端系统等	部分业务
4	宇信科技	全国性银行为主，区域性银行、农商行为辅	网络银行、信贷系统、商业智能等	部分业务
5	长亮科技	区域性银行为主，全国性银行、农商行为辅	核心业务系统和商业智能等	否
6	安硕信息	城商行为主，全国性银行为辅	信贷管理系统、风险管理系统等	否
7	京北方	全国性银行为主	软件开发与测试外包、业务流程外包等	否
8	艾融软件	全国性银行为主，区域性银行为辅	互联网金融类（在线存款、在线贷款、在线支付、在线运营、在线身份识别）、电子银行类、应用安全类和大数据分析类产品等	-

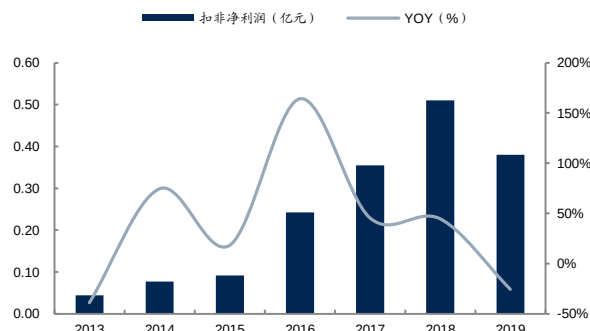
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新项目投入期，盈利短期承压

公司近年来营业收入规模不断抬升,2019 年突破 2 亿达到 2.13 亿(+26.12%),五年 CAGR 达到 37.78%。扣非利润规模也突破 3000-5000 万级别,2019 年为 0.38 亿(-25.49%),主要受公司新中标工商银行软件开发中心、工银科技通用研发资源项目影响,新中标项目处于投入期、毛利率较低,且由于短期内增加大量成熟技术人才、人均成本支出相对较高。

图 10： 2013-2019 公司营业收入及增速（亿元，%）


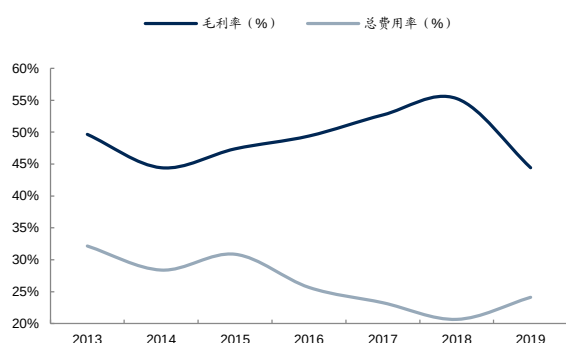
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11： 2013-2019 公司扣非净利润及增速（亿元，%）


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

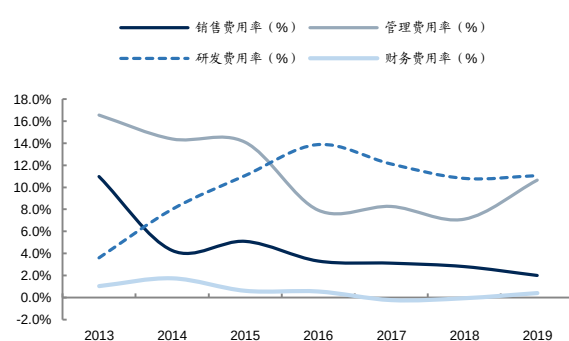
公司因新项目投入较大，2019 年毛利率短期下降至 44.41%；总费用率上升至 24.13%，但总体低于以往水平。费用率上升主要由于公司设立各地分公司，管理费用大幅上升，预计在各地业务进入收获期后，管理费用率有望平缓下降。此外随着公司收入规模的不断增长，研发投入力度加大，研发费用率由个位数上升至近年 10%以上。

图 12: 2013-2019 公司毛利率、总费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 2013-2019 公司四项费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司核心业务互联网金融受到工商银行新订单影响，毛利率下降较多；其他业务同样有低毛利率收入进入结算。后期在项目不断推进后，毛利率有望回升。

2019 年互联网金融毛利占比达到 93.67%，核心业务进一步聚焦；月定量开发模式毛利占比 75.11%，成为主要模式。

表 8: 2017-2019 公司各项收入毛利率以及毛利占比 (按产品、按业务模式分类, %)

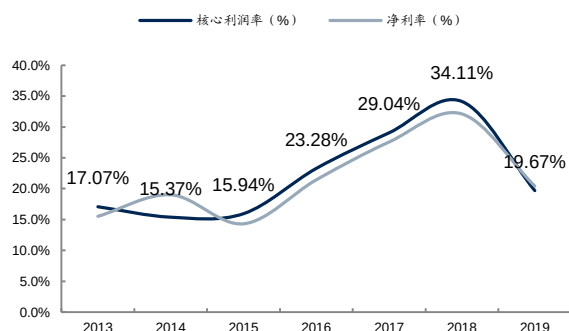
	毛利率			毛利占比		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
技术开发	52.38%	54.70%	44.00%	95.79%	95.09%	97.11%
其中: 互联网金融	52.73%	54.81%	44.28%	84.25%	81.78%	93.67%
其中: 电子银行	49.70%	53.44%	35.13%	11.07%	10.51%	1.81%
其中: 应用安全	57.21%	56.33%	40.80%	0.47%	2.80%	1.62%
技术服务	75.46%	78.21%	75.79%	3.33%	4.67%	2.33%
其他	39.67%	20.77%	34.93%	0.88%	0.25%	0.56%
技术开发 (按业务模式)						
其中: 定制化开发	39.58%	54.29%	50.51%	39.58%	43.96%	22.00%
其中: 人月定量开发	45.49%	55.06%	53.78%	56.21%	51.12%	75.11%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司核心利润率此前保持良好的上升趋势，2019 年下滑至 19.67%，净利率下滑至 20.42%，主因毛利率的大幅下降。公司获得所得税优惠以及研发加计扣除等影响，核心利润率和净利率差距不大。

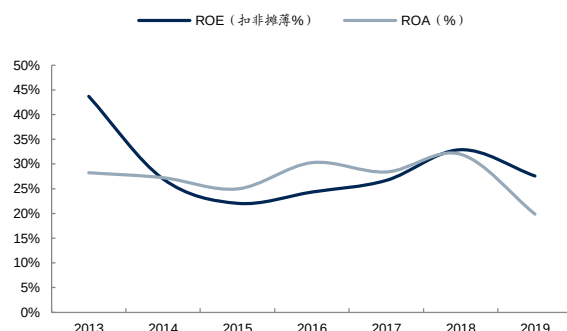
公司 2019 年 ROE (扣非摊薄) 下降至 27.6%，仍优于 2015-2017 年水平；ROA 下降更多，公司杠杆有所上升，资产负债率上升至 43.38% (+20.98pct)，为近年来最高水平，主要由于公司业务扩张，对资金需求量逐渐增加，短期、长期借款均有所上升。

图 14: 2013-2019 公司核心利润率、净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 核心利润率=毛利率-四项费用率-税金及附加

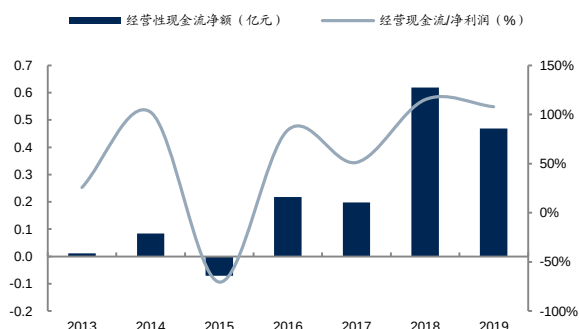
图 15: 2013-2019 公司 ROE (扣非摊薄, %)、ROA (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

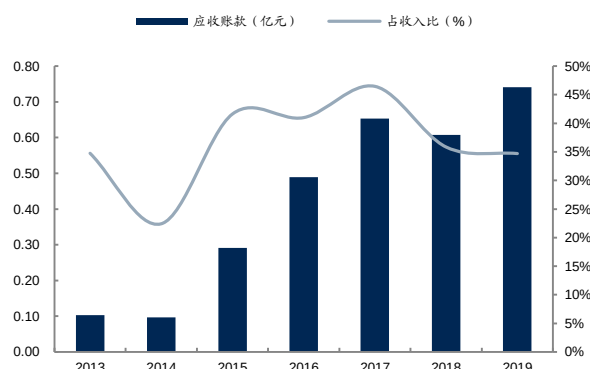
公司现金流质量在近两年进一步改善, 经营性现金流净额/净利润比例持续大于 100%; 应收账款总额突破历史新高, 但收入占比稳定在 35%左右, 回款良好, 下游客户主要为大型金融公司, 预计坏账率较低。

图 16: 2013-2019 公司经营性现金流净额以及与净利润的比例 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2013-2019 公司应收账款以及占收入比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

募集 2.15 亿元巩固 SQUARE 平台以及营销网络建设

公司本次拟公开发行股票 8,800,000 股, 占发行后总股本 11.81%。募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于公司主营业务相关的项目, 预计投入募集资金总额 21,500 万元。

主要募投项目包括:

一、SQUARE 金融科技创新实验室建设项目: 面向软件工程创新研发、创新技术研发和创新应用产品研发三大研发类型, 建设以下 3 个子部门: 软件工程创新实验室、金融科技实验室和产品研发中心。项目建成后, 将大幅提升公司的研发创新能力、提高公司专业技术服务质量、扩大公司知名度及品牌辐射范围, 并进一步优化、完善公司的 SQUARE 整体解决方案。

二、SQUARE 提升大规模软件定制能力体系建设项目: 当前银行等金融机构对于其金融科技建设的软件开发服务对外采购市场规模呈现快速增长的态势, 而此类服务需要大量具备专业金融科技知识、技能的软件开发人员来根据客户的需求进行定制, 共同协作完成。公司从以下两个方面来实施应对: 一是建立金融科技专业技术团队和后备人才梯队培训体系; 二是建立金融科技大规模软

件开发效能管理平台。

三、营销及服务网络体系建设项目：为在全国重点城市升级或新设营销及服务分支机构，以实现公司的业务拓展战略。依托公司不断完善成熟的互联网金融应用软件开发平台和软件产品体系，30 多家国内外金融行业客户业已形成的合作关系和成功案例，通过升级部分现有分支机构及在新的地区建立分支机构，实现以分支机构所在地为中心，更好地服务现有客户，并实现新业务拓展。

表 9：公司此次公开发行募投项目（万元）

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用金额（万元）	项目建设周期	备案情况
1	SQUARE 金融科技创新实验室建设项目	3,500.00	3,500.00	2 年	已备案
2	SQUARE 提升大规模软件定制能力体系建设项目	4,000.00	4,000.00	-	已备案
	（1）SQUARE 金融科技专业人才培养认证体系建设项目	3,000.00	3,000.00	3 年	已备案
	（2）SQUARE 金融科技大规模软件开发效能管理平台建设项目	1,000.00	1,000.00	3 年	已备案
3	营销及服务网络体系建设项目	9,000.00	8,000.00	3 年	已备案
4	偿还银行借款	6,000.00	6,000.00	-	-
合计		22,500.00	21,500.00	-	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司董事长张岩是业内领先企业宇信科技联合创始人之一，产业及客户资源丰富，近年来凭借成功案例，获得工商银行、上海银行、上海农商行、交通银行等多家大中型银行项目，并成为工商银行长期战略合作伙伴。公司互联网金融类产品在业内形成差异化竞争优势，细分领域持续领先。从停牌前的估值来看，与其他上市公司相比属于合理水平，首次给予“买入”评级。我们测算得到公司 2020-2022 年收入预计分别为 2.66/3.39/4.05 亿元；归属母公司净利润 0.49/0.76/0.96 亿元，利润同比增长 13.07%/54.86%/25.59%；对应每股收益分别为 0.75/1.16/1.45 元，对应 PE 估值 45.6x、29.4x、23.4x。

表 10：可比上市公司估值对比

代码	简称	股价	EPS			PE			PB (MRQ)	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
830799.oc	艾融软件	34.08	0.66	0.75	1.16	51.5	45.4	29.4	14.7	22
可比上市公司：										
300663.sz	科蓝软件	22.00	0.16	0.15	0.15	133.5	146.7	146.7	9.0	66
300674.sz	宇信科技	40.28	0.69	0.92	1.21	58.8	43.8	33.4	8.6	161
300348.sz	长亮科技	16.05	0.29	0.31	0.41	56.1	51.6	38.8	11.2	116
300380.sz	安硕信息	17.62	0.23	0.18	0.18	77.9	97.4	97.9	5.7	24
002987.sz	京北方	51.05	1.45	1.43	1.83	35.2	35.7	27.9	12.5	82
	中值					96.1	95.2	90.0	8.8	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测
可比公司盈利预测采用万得一致预期

风险提示

一、客户集中度较高的风险：公司近 3 年前五大客户集中度在 70%以上，其中 2019 年工商银行贡献收入超过 50%。如果客户关系维护不到位，未能进入客户的供应商名单，将对业绩造成较大的影响。如果大客户议价能力较强，将对利润率产生影响。

二、技术迭代的风险：IT 技术迭代较快，如果公司在技术、人才储备方面薄弱，未能持续创新，将影响长期核心竞争力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	146	206	261	338	营业收入	213	266	339	405
应收款项	75	105	133	159	营业成本	119	149	177	202
存货净额	9	0	0	0	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	4	5	7	8
流动资产合计	230	310	394	497	管理费用	23	53	68	85
固定资产	50	32	32	34	财务费用	1	1	0	(1)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(17)	0	0	0
资产总计	281	343	427	532	营业利润	48	55	85	107
短期借款及交易性金融负债	65	70	70	70	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	0	0	0	0	利润总额	48	55	85	107
其他流动负债	34	42	50	59	所得税费用	5	5	8	11
流动负债合计	99	112	120	129	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	23	23	23	23	归属于母公司净利润	43	49	76	96
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	23	23	23	23					
负债合计	122	134	143	152	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1	1	2	2	净利润	43	49	76	96
股东权益	158	207	283	379	资产减值准备	1	26	5	4
负债和股东权益总计	281	343	427	532	折旧摊销	0	2	4	5
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	1	1	0	(1)
					营运资本变动	0	14	(15)	(13)
					其它	(1)	(26)	(5)	(3)
					经营活动现金流	44	65	65	87
					资本开支	(50)	(10)	(10)	(10)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(50)	(10)	(10)	(10)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	23	0	0	0
					支付股利、利息	(52)	0	0	0
					其它融资现金流	75	5	0	0
					融资活动现金流	16	5	0	0
					现金净变动	9	60	55	77
					货币资金的期初余额	136	146	206	261
					货币资金的期末余额	146	206	261	338
					企业自由现金流	11	56	56	77
					权益自由现金流	108	60	55	77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032