

长亮科技 (300348)

证券研究报告

2021年07月29日

打开国有大行市场蓝海，海外市场持续扩张

全球领先的银行 IT 核心系统供应商，主营市场前景广阔

公司是全球领先的银行 IT 核心系统供应商，掌握微服务分布式技术架构，拥有自主研发的核心系统解决方案，最新研发的 SUNLTS V8 能够满足银行海量数据与海量交易的诉求。目前，公司处于行业的领先地位，随着行业集中度的提升，头部效应加强，将有利于公司发展。近年来，国家政策不断推动金融科技发展，在各类 IT 系统市场中，银行 IT 系统市场规模最大，公司主营业务未来市场前景广阔。

未来业绩增长点：进入国有大行市场蓝海，未来增长空间广阔

银行 IT 投资规模逐年扩张，根据 IDC，到 2024 年银行 IT 市场规模将达到 1273.5 亿元，而核心系统为主要细分市场。在数字化转型趋势下，分布式将成为主要核心系统架构。根据 IDC，国有大行 IT 投资占比超过 43%，叠加国产替代趋势加强的影响，国有大行加速 IT 系统更替，国有行 IT 核心系统市场增长空间广阔。公司竞争优势：1) 中标邮储银行项目后，有望借助大行背书，不断打开国有行市场蓝海。2) 卡位核心系统，向外围产品市场延伸，市场空间大。3) 具有技术优势，形成护城河。

海外市场拓展顺利，东南亚市场布局完成

海外客户具有较好的付费习惯，知识产权意识较强，客户黏性较好；公司产品与欧美产品相比具有一二代的代差，进入市场较为容易。2020 年，长亮完成东南亚市场布局，中标多个海外项目，我们认为未来海外业务的营收和利润将进一步增长，具有广阔成长空间。

长亮在国内银行 IT 核心系统市场的规模有望达 50 亿元

1) 国内：核心系统业务细分市场占比约为 18.16%。根据 IDC 预测，到 2024 年，中国银行 IT 市场规模为 1273.5 亿元，则核心系统市场规模约为 231.25 亿元。国有行 IT 投资占比约为 43.3%，我们认为未来长亮将会占据国有行市场份额 50%及以上，则长亮核心系统市场规模约为 50.7 亿元。2) 海外：海外业务成为公司重要战略，我们认为公司在东南亚市场份额不断扩大，预计市场规模约为 18.95 亿元。

盈利预测和估值

根据 21 年半年度业绩预告，公司归母净利润预计为 777 至 977 万元，同比增长 191%至 266%。基于此，考虑到公司核心业务增长率有望提高，预计公司 22 年实现归母净利润为 3.87 亿，对应 EPS 为 0.54，给予公司估值 50x PE，对应目标价 27 元，维持“买入”评级。

风险提示：银行 IT 行业增速低于预期；公司业务开拓不及预期；海外市场政策风险；测算具有一定的主观性，仅供参考

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,311.13	1,550.84	2,132.40	2,985.37	4,030.24
增长率(%)	20.56	18.28	37.50	40.00	35.00
EBITDA(百万元)	391.35	545.17	392.50	490.35	662.42
净利润(百万元)	137.93	236.83	306.27	387.24	539.69
增长率(%)	144.32	71.71	29.32	26.44	39.37
EPS(元/股)	0.19	0.33	0.42	0.54	0.75
市盈率(P/E)	79.46	46.27	35.78	28.30	20.31
市净率(P/B)	7.37	7.99	6.74	5.67	4.71
市销率(P/S)	8.36	7.07	5.14	3.67	2.72
EV/EBITDA	24.79	24.34	29.03	21.42	17.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.34 元
目标价格	27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	721.48
流通 A 股股本(百万股)	609.99
A 股总市值(百万元)	10,346.02
流通 A 股市值(百万元)	8,747.21
每股净资产(元)	1.92
资产负债率(%)	31.64
一年内最高/最低(元)	28.20/14.34

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《长亮科技-公司点评:合同增速超预期,前中后台一体化助力外围市场拓展》2021-07-16
- 《长亮科技-季报点评:Q1 收款增速同比 60%+, 同比 19 年 Q1 复合增速近 34%》2021-04-24
- 《长亮科技-年报点评报告:业绩略超预期,未来三年收入有望显著提速》2021-04-17

内容目录

1. 全球领先的银行 IT 核心系统供应商，主营市场前景广阔.....	4
2. 未来业绩增长点：进入国有大行市场蓝海，未来增长空间广阔.....	5
2.1. 银行业 IT 市场规模逐年扩大，核心业务系统为主要细分市场	5
2.2. IT 核心架构的分布式转型加速，未来分布式架构将占领主要市场	6
2.3. “国产替代”趋势加快，国有行 IT 核心系统市场空间广阔.....	9
2.3.1. 国有行 IT 核心系统市场体量大.....	9
2.3.2. 国产替代趋势推动国有行变革.....	10
2.3.3. 长亮中标邮储，进入国有行市场蓝海.....	11
2.4. 由核心系统向外围产品延伸，带来新市场增长空间.....	13
2.5. 技术优势，形成护城河.....	15
3. 进军海外市场，东南亚市场布局完成.....	17
3.1. 全球银行 IT 支出持续增长，东南亚 IT 市场前景广阔.....	17
3.2. 海外市场环境利于公司发展，业务毛利率较高	17
3.3. 海外市场拐点已至.....	18
4. 市场空间测算	20
4.1. 国内市场空间预测.....	20
4.1.1. 核心系统市场空间测算.....	20
4.1.2. 外围产品市场空间测算.....	21
4.2. 海外市场空间预测.....	22
5. 盈利预测.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

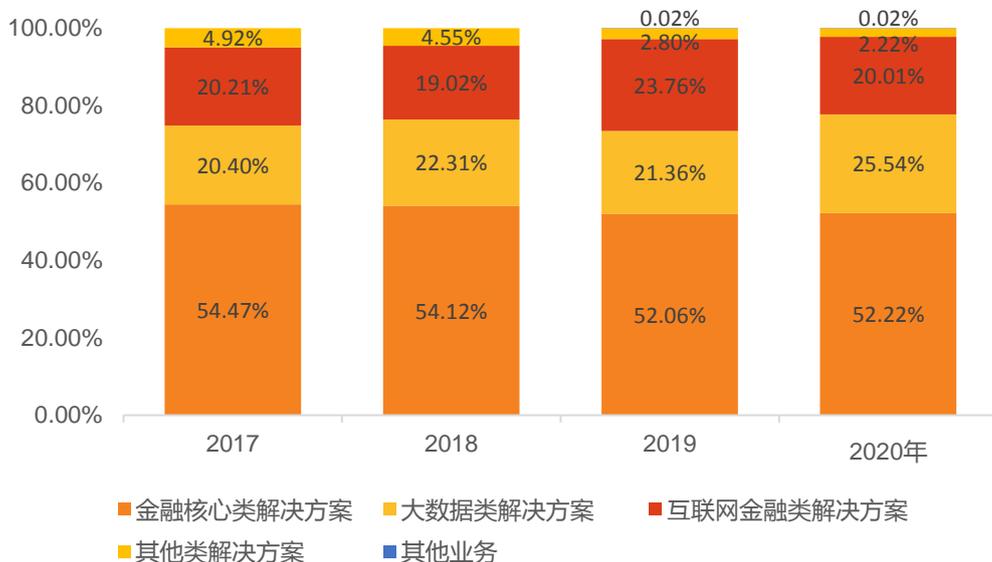
图 1：金融核心类解决方案是主要营收来源.....	4
图 2：金融类核心系统产品架构图	4
图 3：中国银行 IT 解决方案行业集中度有所提升	5
图 4：长亮进入 2020IDC 中国 Fintch50 榜单	5
图 5：2013-2021 年银行业 IT 投资规模及增速（单位：亿元）	5
图 6：2018-2024 年银行业 IT 市场规模及增速（单位：亿元）	6
图 7：2019 年中国银行业 IT 解决方案细分市场规 模（单位：亿元）	6
图 8：集中式和分布式架构	7
图 9：长亮科技 SunLttS V8 架构.....	8
图 10：单元化分布式服务架构.....	8
图 11：微服务架构.....	8
图 12：我国银行业金融机构数量	9
图 13：2021 年 2 月我国银行业金融机构资产份 额	9
图 14：2018 年中国银行业 IT 投资比例分布	9

图 15: 2020 年我国六大行 IT 投入资金规模及增速&营收占比	10
图 16: 三大行业业务离柜率	10
图 17: 银行客户数量增速快	12
图 18: 中标率均超过 50%	12
图 19: 长亮中标邮储核心系统项目	12
图 20: 公司主要国有及股份制银行客户	13
图 21: 客户覆盖率高	13
图 22: 长亮与华为签署合作协议	14
图 23: 长亮形成前中后台一体化产品矩阵	14
图 24: 2018-2021 年一季度研发费用率	15
图 25: 产品迭代周期为 2-3 年	16
图 26: 全球银行 IT 支出预测 (单位: 亿美元)	17
图 27: 2020 年上半年海外业务毛利率高于国内	18
图 28: 海外市场布局	18
图 29: 2017-2019 年海外业务营收 (单位: 万元)	19
图 30: 长亮核心系统市场规模测算逻辑	20
图 31: 预计 2024 年中国银行业 IT 核心系统市场规模约为 231.25 亿元	20
图 32: 预计 2024 年长亮核心系统市场规模为 25.03 亿元	21
图 33: 预计 2024 年长亮外围产品市场规模为 20.85 亿元	22
图 34: 预计 2024 年长亮国内市场总规模为 45.88 亿元	22
图 35: 预计 2024 年海外市场 (亚太地区) 规模为 4753.76 亿元	23
图 36: 2019 年东南亚前 20 大银行 Silverlake 客户覆盖率超 40%, 营收占亚太地区 IT 投资总规模约 0.3%	23
图 37: 预计 2024 年长亮海外市场 (亚太地区) 规模为 19.02 亿元, 市占率约为 0.4%	24
表 1: 集中式 VS 分布式优缺点	7
表 2: 分布式转型对国产替代意义重大	7
表 3: 银行业 IT 系统国产替代进程加速	11
表 4: 国有银行 IT 核心系统国产化变革加快	11
表 5: 国有银行数据库国产替代进程加快	11
表 6: 2018-2020 年国内核心系统项目中标情况	12
表 7: 2018-2020 年外围产品项目中标情况	14
表 8: 员工激励计划	15
表 9: 国内各家分布式核心系统性能对比	16
表 10: 东南亚国家主要 IT 供应商	18
表 11: 海外业务布局过程	18
表 12: 中标海外多项重要银行 IT 项目	19
表 13: 公司盈利预测	24
表 14: 可比公司估值	25

1. 全球领先的银行 IT 核心系统供应商，主营市场前景广阔

公司主要为金融机构提供金融科技解决方案，金融核心类解决方案是主要营收来源。公司产品主要包括金融核心类解决方案、大数据类解决方案和互联网金融类解决方案。其中，金融核心类解决方案贡献超过一半的营收，2017 年-2020 年金融核心类解决方案占总营收比分别为 54.47%、54.12%、52.06%和 52.22%，占比均超过 50%，但比重略微有所下降。

图 1：金融核心类解决方案是主要营收来源



资料来源：公司年报，天风证券研究所

掌握微服务分布式技术架构，拥有自主研发的核心系统解决方案。公司是少数提供自主研发核心系统的供应商，拥有先进的银行核心业务系统 SunLTTs。SunLTTs 核心系统采用全新的“微服务+单元化”的分布式架构，支持业务服务部署的灵活组合与拆分，支持单元化的灵活部署和快速扩容，能够很好地支撑银行未来业务发展的增长需求，满足大数据时代对海量数据及海量交易处理要求。同时，其与国产化芯片、硬件服务器和操作系统进行全面融合，实现国产替代，保证我国金融行业数据安全稳定运行，符合目前国产化趋势。

图 2：金融类核心系统产品架构图

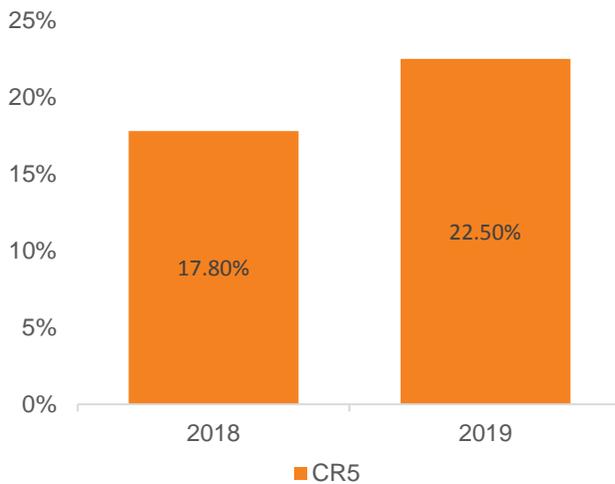


资料来源：公司官网，天风证券研究所

取得银行 IT 解决方案领先地位，市占率稳居前列。目前，银行 IT 解决方案市场规模超百亿，但行业集中度低。由于银行 IT 供应商大多深耕细分方向，各类解决方案交易有限，竞争格局相对分散。但近年来，行业集中度有所提升，前五大公司市占率由 2018 年的 17.8% 增加到 2019 年的 22.5%，行业格局逐步形成，且头部效应更加明显。其中，长亮科技市占率一直稳居前列，处于行业领先地位。公司曾进入 2020IDC 中国 Fintch50 榜单，CB

Insights “中国金融科技 50 强榜单” 及 2020 中国金融科技竞争力百强榜等。

图 3：中国银行 IT 解决方案行业集中度有所提升



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 4：长亮进入 2020IDC 中国 Fintch50 榜单



资料来源：IDC，天风证券研究所

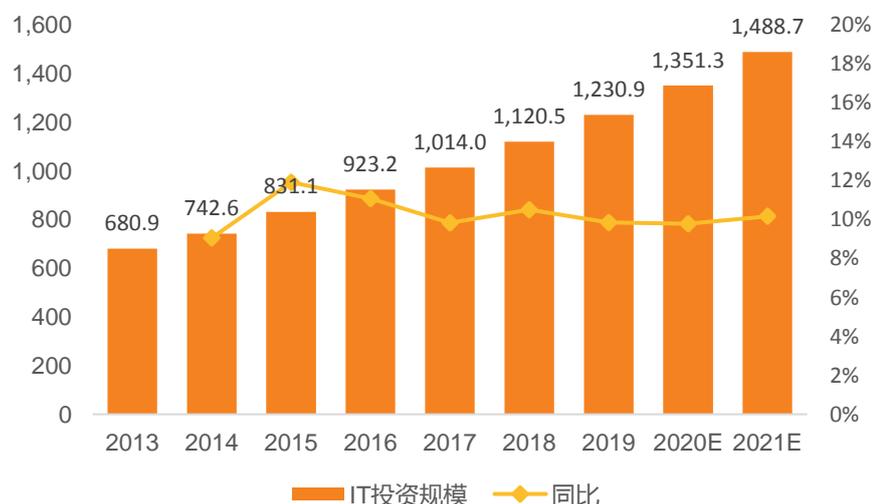
政策推动金融科技持续发展，银行 IT 核心系统仍将为赛道。2019 年 9 月，国家发布的《金融科技发展规划（2019-2021）》中提出，到 2021 年，进一步增强金融业科技应用能力，实现金融和科技深度融合，使得我国金融科技发展居于国际领先水平。在银行 IT、保险 IT 和证券 IT 细分市场中，银行 IT 市场规模最大，2018 年，银行 IT 市场规模超过 400 亿元，保险 IT 市场规模为 80 亿元，不及银行 IT 市场规模，未来 IT 核心系统业务仍以银行 IT 为主。

2. 未来业绩增长点：进入国有大行市场蓝海，未来增长空间广阔

2.1. 银行业 IT 市场规模逐年扩大，核心业务系统为主要细分市场

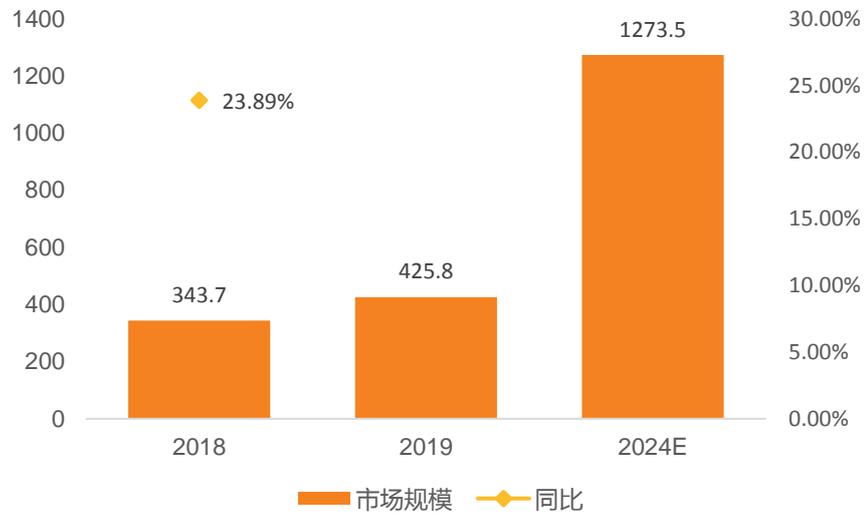
我国银行业整体 IT 投资额逐年增长，保障未来市场空间。2013 年-2019 年我国银行业整体 IT 投资规模逐年递增，由 680.9 亿元增长至 1230.9 亿元，每年增速稳定在 9%-11%。2019 年，中国银行业整体 IT 投资规模达 1230.9 亿元，CAGR 为 10.37%。预计到 2021 年，中国银行业 IT 投资规模将达到 1488.7 亿元，CAGR 为 10.27%。根据 IDC 最新报告，经过口径调整后，2019 年我国银行业 IT 市场规模达 425.8 亿元，同比增长 23.89%。预计到 2024 年，我国银行业 IT 市场规模将达到 1273.5 亿元，CAGR 为 24.5%。

图 5：2013-2021 年银行业 IT 投资规模及增速（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

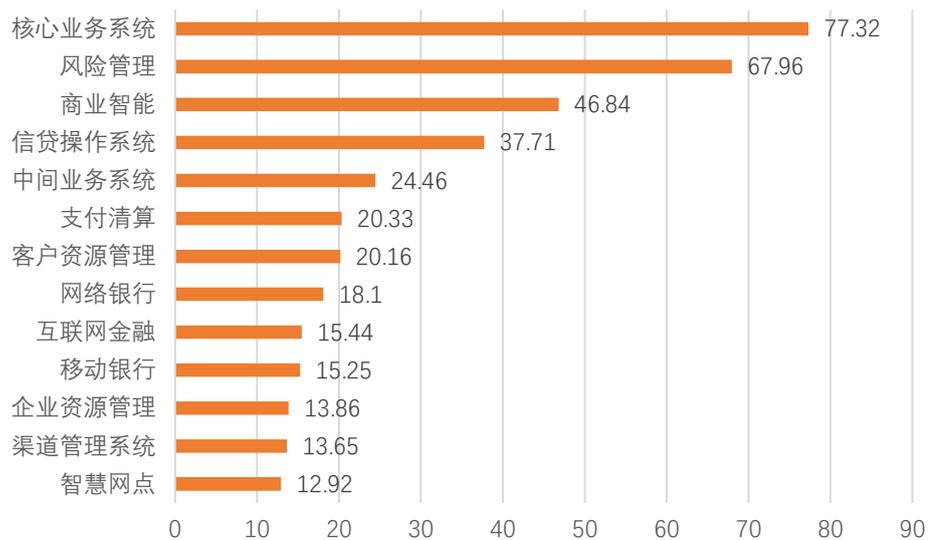
图 6：2018-2024 年银行业 IT 市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：IDC，天风证券研究所

核心业务系统为最大的 IT 子系统，未来市场规模预计超百亿。银行 IT 子系统主要包括核心业务系统、风险管理、商业智能、信贷操作系统等，其中，核心业务系统是最大的子系统。2019 年，中国银行业 IT 解决方案的市场规模为 425.8 亿元，其中，核心系统业务细分市场规模为 77.32 亿元，占比为 18.16%。假设未来核心系统和外围系统的市场规模占比不会发生太大变化，根据 IDC 预测，到 2024 年，中国银行业 IT 系统市场总规模将达到 1273.5 亿元，则核心系统市场规模约为 231.25 亿元，未来潜在市场空间大。

图 7：2019 年中国银行业 IT 解决方案细分市场规模（单位：亿元）



资料来源：IDC，前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2. IT 核心架构的分布式转型加速，未来分布式架构将占领主要市场

分布式成为数字化时代最佳选择，集中式向分布式转型加快。2017 年之前，我国银行主

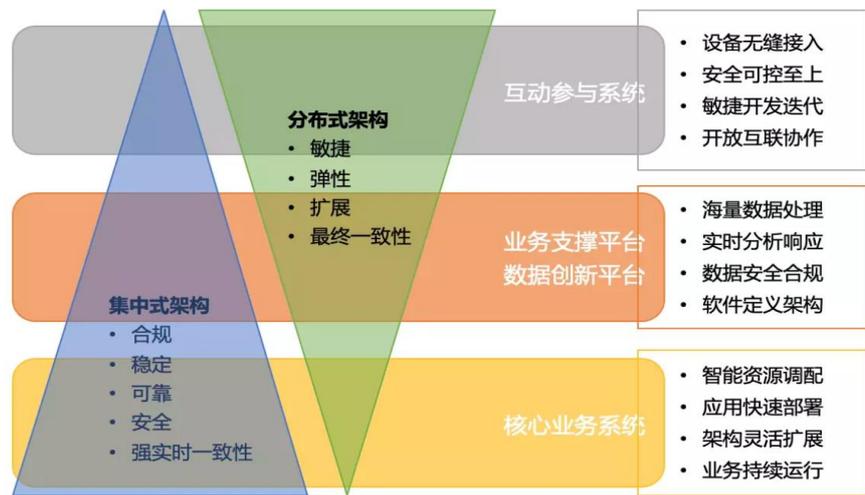
要采用集中式架构系统，但集中式架构存在着多种劣势。近年来，随着企业数字化转型加快及移动互联网的发展，业务系统需要支撑海量移动终端的访问请求，数据指数级增长所带来的高并发使得集中式架构面临着挑战。相较于集中式架构，分布式架构将传统的由几台小型机处理的业务量和计算量分散到上百个或上千个微型服务器上，更适用于处理高并发的海量数据。2019年，中国银行业IT基础架构的分布式转型明显加速，分布式核心、线上贷款、开放银行、数据类解决方案等市场都呈现出快速增长的发展势头。另外，分布式对底层硬件要求不高，扩容成本低。

表 1: 集中式 VS 分布式优缺点

	集中式	分布式
系统拓展性	系统横向扩展性差	横向扩展性好，处理高并发海量数据
系统性能	响应时间快，吞吐量小	响应时间慢，吞吐量大
系统运维	运维简单	运维复杂
隔离性	故障影响范围大	故障影响范围小
架构设计	难度小	复杂，难度级数增加

资料来源: InfoQ, 天风证券研究所

图 8: 集中式和分布式架构



资料来源: 投中网, 天风证券研究所

从国产替代角度看，分布式转型意义重大。我国之前采用的集中式架构主要是建立在 IBM 大型机/小型机基础之上，以 IOE 为主导，核心系统被海外厂商所控制。目前，国内厂商已经完成全自主产权的分布式 IT 核心系统的研发，具备实现银行 IT 核心系统国产替代的可能性。实施分布式转型，更替原有的集中式架构系统，对于实现核心系统国产替代意义重大，符合目前国家政策方向，未来将持续加速推进，预计占领主要市场。

表 2: 分布式转型对国产替代意义重大

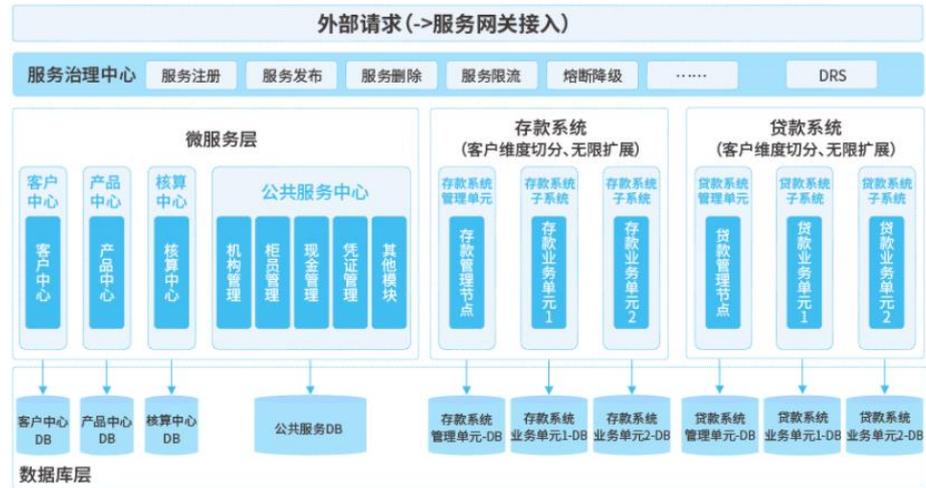
集中式	分布式
IBM 小型机、EMC 存储设备	x86 服务器
Oracle 数据库	OceanBase 分布式关系型数据库、TDSQL

资料来源: 南方财经, IT168, 和讯, 天风证券研究所

长亮推出“微服务+单元化”分布式系统，在银行新一轮核心替换中占据优势。长亮推出第八代核心系统 SunLttts V8，支持高并发海量数据处理和具有良好的横向扩展能力，具备亿级数据量和亿级交易量的处理能力，且不依赖于特定的硬件系统和软件，能够真正支持全国产化。该系统于 2020 年 6 月在东莞银行正式落地。2020 年，公司中标邮储银行核

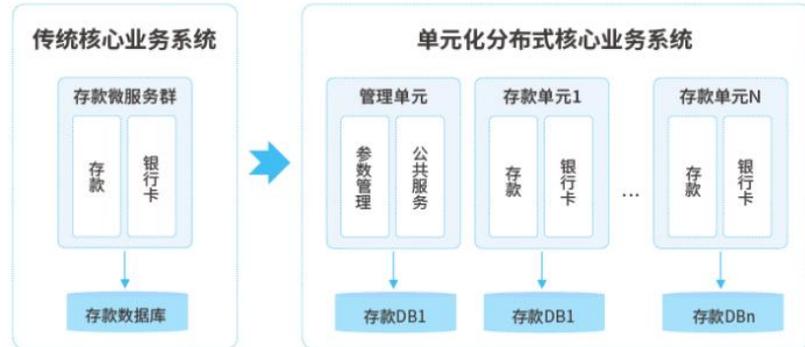
心系统，采用单元化分布式架构和微服务架构相结合方式进行设计，承载邮储银行业务发展的海量交易和海量数据的诉求，满足邮储银行的“五化”业务转型需求，助力国有行分布式核心系统变革。在分布式系统的相对优势及国产化的需求叠加作用下，未来大型商业银行、股份制银行等将迎来新一轮 IT 核心系统更替需求。

图 9：长亮科技 SunLts V8 架构



资料来源：长亮官网，天风证券研究所

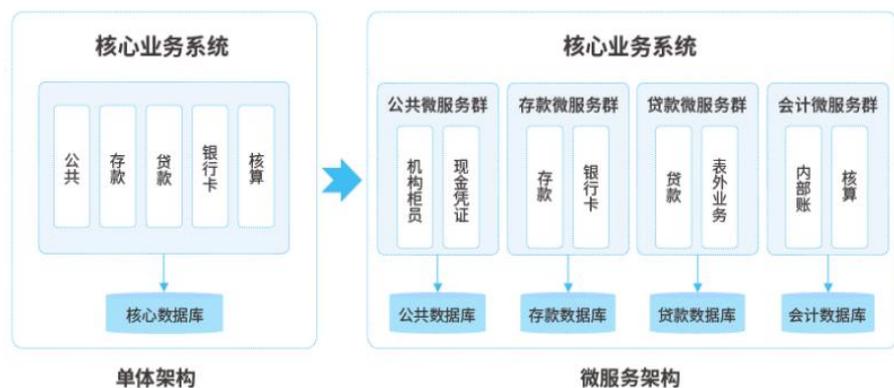
图 10：单元化分布式服务架构



注：以存款微服务进行单元化部署为例

资料来源：长亮官网，天风证券研究所

图 11：微服务架构



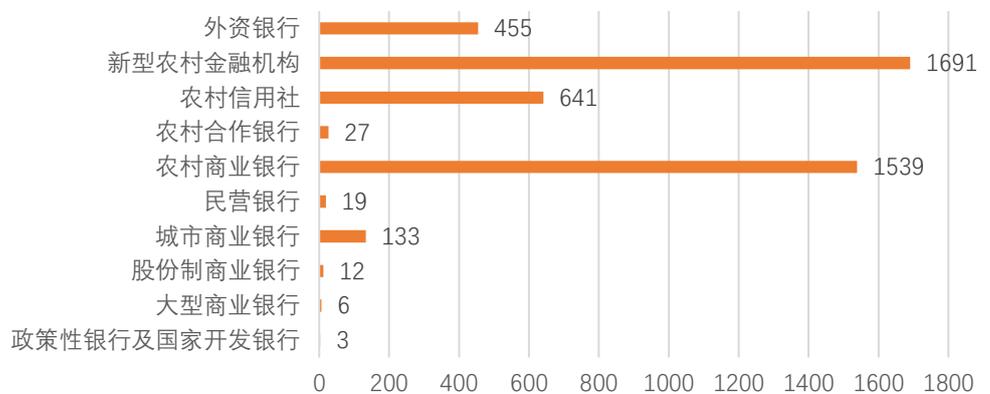
资料来源：长亮官网，天风证券研究所

2.3. “国产替代”趋势加快，国有行 IT 核心系统市场空间广阔

2.3.1. 国有行 IT 核心系统市场体量大

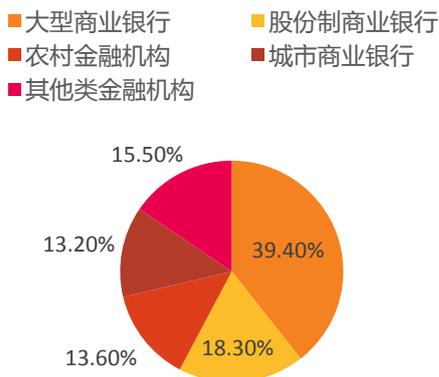
我国中小银行数量众多，但 IT 投资额不及国有行。据银监会统计，截至 2020 年，我国农村商业银行共 1539 家，城市商业银行 133 家，外资银行 455 家，数量远超国有大型商业银行。其中，农村商业银行数量增长速度快，由 2015 年的 859 家增加至 1539 家。但在资产规模方面，大型商业银行占据主要的资产份额，占比约 40%，相当于城市商业银行、股份制商业银行和农村金融机构资产的总和。另外，在金融 IT 投资规模方面，大型商业银行也占比最高，2018 年投资规模占比超过 40%、相较于中小银行，国有大行未来的 IT 核心系统市场空间更广阔。

图 12：我国银行业金融机构数量



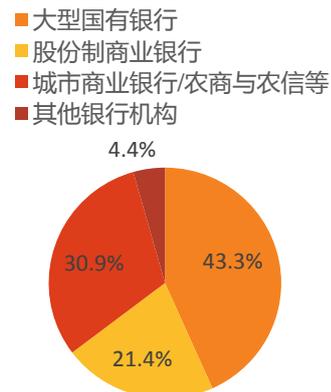
资料来源：银监会，天风证券研究所

图 13：2021 年 2 月我国银行业金融机构资产份额



资料来源：银监会，天风证券研究所

图 14：2018 年中国银行业 IT 投资比例分布

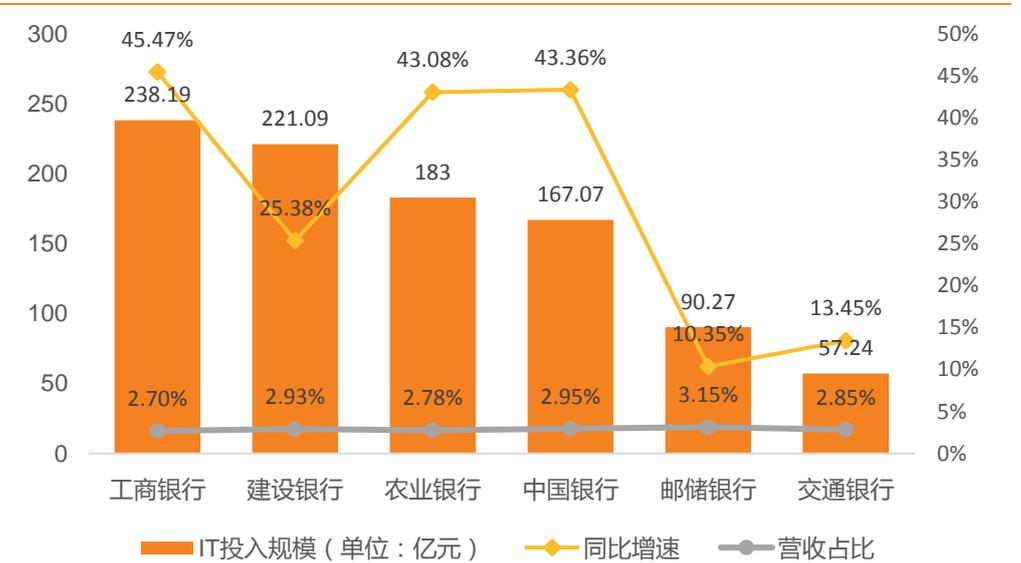


资料来源：IDC，艾融软件公开发行股票说明书，天风证券研究所

国有银行加大金融科技投入力度，四大行投入金额超百亿。近年来，各大银行注重金融科技改革，加速数字化转型，银行网点智能化不断加深。2016-2019 年，银行平均业务离柜率不断上升，从已披露的数据看，2019 年，工商银行和交通银行的业务离柜率均超过 97%，线上渠道建设处于领先水平。同时，各大国有银行继续加大 IT 资金投入力度。2020 年，

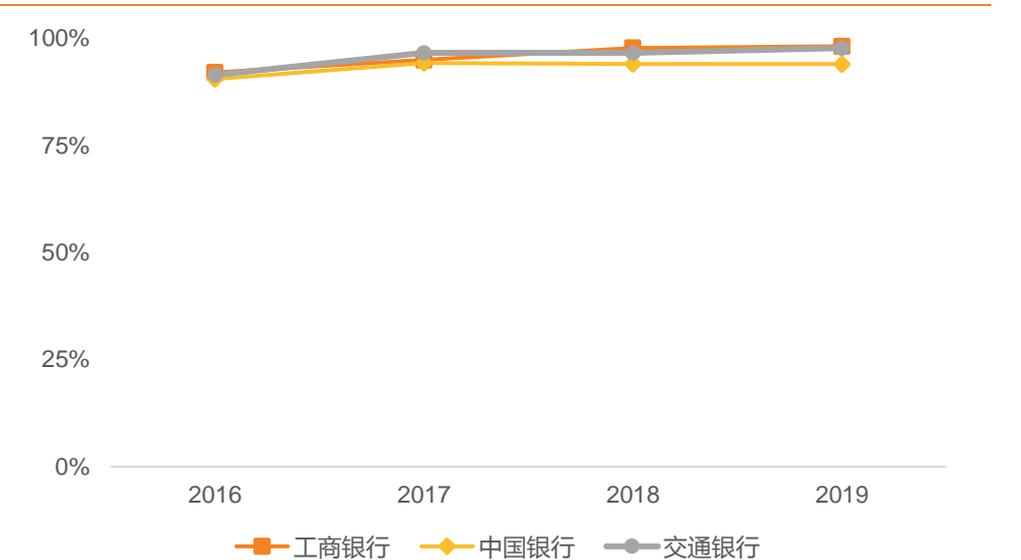
我国四大国有银行金融科技投入资金规模均超过 150 亿元，占营收比约为 2.7%-3%。其中，工商银行投入规模最大，达到 238.19 亿元。国有银行在 IT 的大量投资为公司带来潜在的广阔市场空间。

图 15：2020 年我国六大行 IT 投入资金规模及增速&营收占比



资料来源：建设银行、工商银行、农业银行、中国银行、邮储银行、交通银行年报，天风证券研究所

图 16：三大行业务离柜率



资料来源：中国电子银行网，天风证券研究所

2.3.2. 国产替代趋势推动国有行变革

国产替代大势所趋，近期快速发展。早期我国银行主要采用 IOE 为代表的 IT 基础体系。IOE 主要指 IBM、Oracle、EMC，三者分别是小型机、数据库和高端存储的领导厂商，也意味着 IT 系统基本建立在海外科技企业的软硬件之上。国家基于金融和信息安全的考虑，于 2012 年提出银行去“IOE”化。过去 5-10 年，由于国产设备暂时无法达到银行集中处理业务模式所需的稳定性要求，无法替代 IBM 小型机，而服务器、操作系统、数据库、高端存储等基础设施又相互依赖，国产化进程受阻。但近期国产化进程明显提速，趋势加快，多

家银行逐步实现 IT 系统国产替代。同时，相较于进口，国产替代大幅减少银行支出成本，随着技术不断改善，国产化趋势预计进一步加强。

表 3：银行业 IT 系统国产替代进程加速

时间	银行 IT 系统国产化进程
2019 年 5 月	华为 GaussDB OLTP 数据库在招商银行综合支付交易系统及工商银行内成功上线投产
2019 年 10 月	蚂蚁金服 OceanBase 落地西安银行，完成实施互联网金融业务平台 MySQL 数据库、互联网交易资金存管平台 Oracle 数据库向 OceanBase 分布式数据库的完整迁移
2019 年 10 月	中兴 GoldenDB 成功帮助中信银行替换 DB2
2019 年 10 月	达梦 DM8.0 核心系统所引入的达梦数据库正式通过湖北银行项目方的验收
2019 年 11 月	腾讯宣布开源 TBase 数据库，TDSQL 数据库落地张家港农商银行新一代核心业务系统
2020 年 5 月	陆金所选择了 MySQL 的开放式架构作为 Oracle 核心数据库的替代方案，预计到今年中实现开源数据库的完全替代

资料来源：中国电子银行网，天风证券研究所

四大行核心系统国产化变革加快，为公司发展带来机遇。四大行均开启国产化变革，从服务器到数据库，在加速推进 IT 核心系统国产化的进程，迎来新一轮 IT 核心系统更替。国有大行在我国金融市场中具有重要的地位，在国产替代的要求及中美关系紧张情况下，国有大行 IT 系统国产化将进一步推动。公司是少数拥有自主研发的 IT 核心系统供应商，在国产替代趋势加强情况下，预计产品需求将增加。同时，长亮中标邮储核心系统项目也为公司进入国有行市场提供了契机。

表 4：国有银行 IT 核心系统国产化变革加快

时间	机构	国有行核心系统国产化进程
2020 年 5 月	邮储银行	打造首个国有大行自主创新的核心现代化标杆项目
2020 年 10 月	农业银行	采购 2000 台鲲鹏服务器，信创首次在金融领域实现全国产化
2020 年 10 月	交通银行	打造我国首个国有大行信用卡核心项目
2020 年 11 月	工商银行	对公（法人）理财系统完成从大型逐级到 OceanBase 分布式架构的改造

资料来源：中国物流与采购网，中国银行保险报网，和讯，北明软件官网，天风证券研究所

表 5：国有银行数据库国产替代进程加快

时间	国有行数据库国产化进程
工商银行	应用国产数据库产品：华为 GaussDB、阿里 OceanBase
农业银行	应用国产数据库产品：GBase
建设银行	应用国产数据库产品：DM 达梦数据库
邮储银行	应用国产数据库产品：DM 达梦数据库
交通银行	应用国产数据库产品：CBASE

资料来源：达梦官网，GBase 官网，移动支付网，立鼎产业研究网，天风证券研究所

2.3.3. 长亮中标邮储，进入国有行市场蓝海

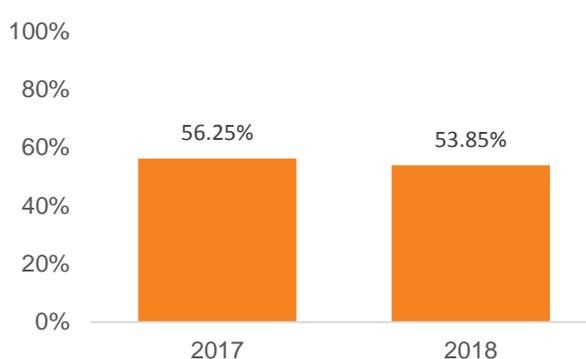
发展初期以城商行/农商行为主战场，奠定核心系统技术地位。公司在发展初期聚焦于中小银行的 IT 核心系统业务，凭借先进的研发能力和技术，服务的客户数量增长快速，拥有较大的客户群体，且中标率保持 50% 以上。2018 年，公司服务的客户总数达到 555 家。其中，银行客户（含农村信用社）392 家，同比增长 47.37%。2018 年，公司参与银行核心系统项目投标 13 个，中标 7 个，中标率 53.85%；2017 年参与投标 16 个，中标 9 个，中标率 56.25%，在银行核心系统领域保持了传统优势，积累了一定的口碑，为以后抢占更大的市场份额奠定基础。

图 17：银行客户数量增速快



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 18：中标率均超过 50%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

中标邮储银行意义重大，助力公司打入国有行市场。2019 年，公司成功中标邮储银行核心系统咨询及建设项目，突破大型商业银行市场的壁垒；2020 年，成功中标邮储银行新核心技术平台和银行汇款组件项目、交通银行、中国银行等多个项目，进一步打开国有行市场。成功中标邮储银行核心系统建设项目体现了国有大行对长亮 IT 核心系统技术的专业性的认可度，为公司产品技术和服务能力提供了强有力的无形背书。同时，此次中标有助于提升公司在大型商业银行的品牌知名度，为以后拓展大型商业银行、股份制银行等客户奠定了基础，未来的市场份额有望进一步快速提升，特别是有望向其他大型商业银行快速渗透。

图 19：长亮中标邮储核心系统项目



资料来源：中国物流与采购网，天风证券研究所

客户群体向国有大行及股份制银行拓展。长亮在发展前期中标项目主要为中小银行的核心系统建设项目，但近年来向大型商业银行及股份制银行拓展的趋势愈加明显。2019 年，长亮中标邮储银行核心系统项目，打入国有行市场。2020 年，长亮连续中标邮储银行、交通银行、中国银行等多个国有大行项目，开启向国有大行正式进发的新征程。预计公司未来中标的国有行项目数量和比例将会增加，逐步向大客户倾斜，在国有大行的业务类 IT 解决方案市场的份额将会不断扩大。由于国有大行市场体量更大，且国有大行项目的毛利率相对于中小银行更高，国有大行项目比例的提升也预计为公司带来更多收入及利润。

表 6：2018-2020 年国内核心系统项目中标情况

时间	中标项目
2018	平安银行“腾龙”核心系统项目
2019	中国邮政储蓄银行、广州银行、东莞银行核心系统咨询及建设项目

平安银行信用卡核心项目、桂林银行新一代核心系统项目、辽宁省农村信用社新一代核心系统项目（公司中标的首个省级农村信用社核心系统）、联通集团财务有限公司核心系统项目

2020	邮储银行新核心企业级分布式框架 EDF 和银行汇款组件项目 交通银行信用卡核心系统及企业级分布式框架 EDF 中国银行企业级分布式框架 EDF-单元化部署组件等基于企业级架构的相关项目 北京农商银行、嘉兴银行、昆山农商银行、辽宁振兴银行、焦作中旅银行等多家重量级客户数字金融系统项目 中邮邮惠万家银行、招商拓扑银行核心系统项目
------	---

资料来源：公司年报，天风证券研究所

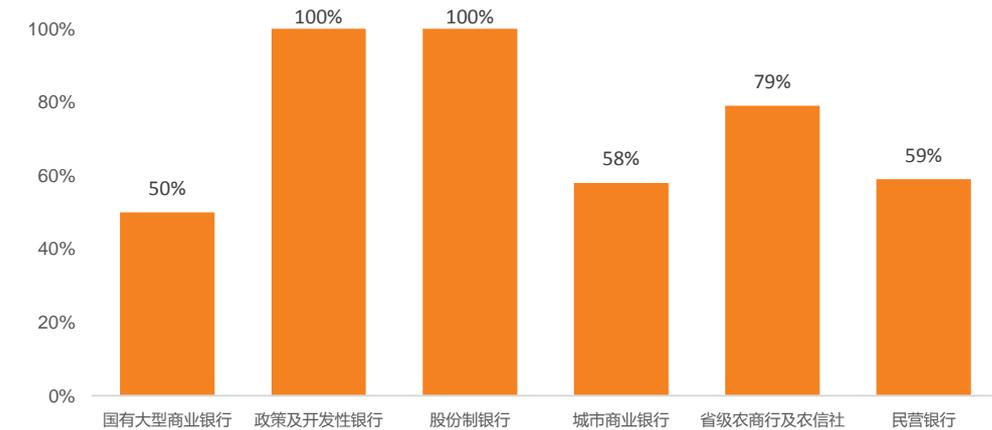
市场占有率领先。公司已与 3 家政策性银行、6 家国有大型商业银行中的 3 家、12 家全国性股份制银行展开了合作，政策性银行和股份制银行客户覆盖率达到 100%，国有行客户覆盖率达到 50%，客户覆盖面广。

图 20：公司主要国有及股份制银行客户



资料来源：长亮官网，天风证券研究所

图 21：客户覆盖率高



资料来源：长亮官网，天风证券研究所

2.4. 由核心系统向外围产品延伸，带来新市场增长空间

卡位核心系统，向外围产品延伸。除了在核心系统领域保持领先优势，长亮一直向外围系统拓展。2020 年 9 月，长亮和华为签署合作协议，共同创新场景化解决方案，推出“融合数据湖”、“智慧营销中台”、“鲲鹏计算分布式核心业务”和“极速贷”为核心的四大联合解决方案，致力打造智慧金融生态闭环。同年，与 ADGM 签署谅解备忘录并在 ADGM 数

字实验室内建立金融科技开发套件，以推动全球金融业务数字化变革。

图 22：长亮与华为签署合作协议



资料来源：华为官网，天风证券研究所

形成一体化产品矩阵。长亮从 2020 年开始将产品线进行重新梳理，划分为前中后台，互联网核心及业务核心系统等属于业务前台；中台则作为支撑，以大数据类解决方案为主；后台则主要是价值管理。长亮通过对产品线的梳理整合，逐步形成一体化产品布局，提高前中后台的关联紧密性。

图 23：长亮形成前中后台一体化产品矩阵



资料来源：长亮官网，天风证券研究所

一体化将带动外围产品市场份额增加。核心系统的升级将会促使银行产生大量外围系统改造需求。形成前中后台一体化后，长亮自主研发的核心系统拥有适配的数据中台和管理后台。银行客户在采用长亮的核心系统和后台后，会更倾向于继续选择长亮的大数据和后台产品，而不是外包给其他公司，基于此，依托核心系统的优势，长亮未来有望在大数据等市场挤占其他外包厂商的份额。

进入国有行核心系统市场后，外围产品市场有望进一步拓展。长亮作为产品型公司，进入国有行核心系统市场后，承担大行新一代核心业务系统的核心部分，加上长亮产品一体化加快，核心系统建设的后续项目及外围产品的订单也预计不断增加。近两年，公司中标多个外围系统项目，并呈现出逐年递增的趋势。2021 年，长亮成功中标中国银行企业级架构数据治理项目。未来依托卡位国有大行核心系统的优势，长亮将打开更大的市场。

表 7：2018-2020 年外围产品项目中标情况

时间	中标项目
----	------

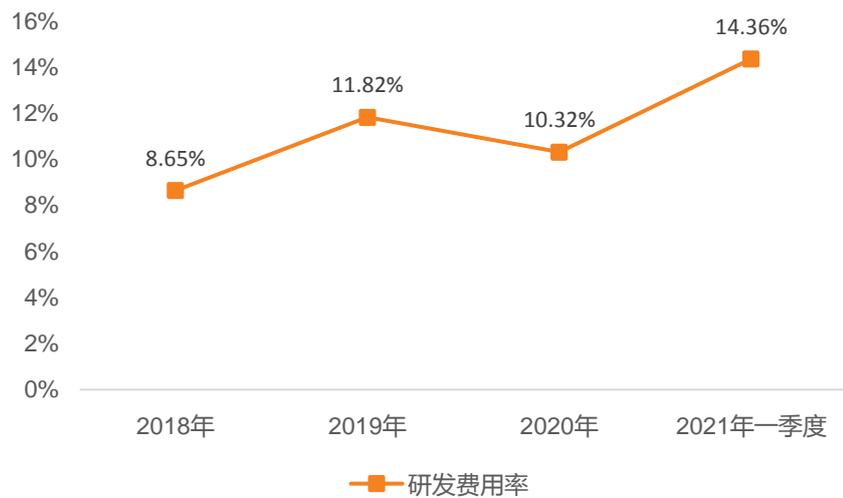
2018年	近十家券商数据治理项目
2019年	广发银行新费用报账管理平台项目 招商银行交易银行产品智能化经营体系项目和数据流量经营分析项目 人民银行支付系统数据治理咨询服务项目
2020年	平顶山银行企业级数据中台建设项目 招商银行和光大银行的数据迁移项目 民生银行信用卡中心数据中台项目 昆山农商银行管理会计项目 中银消费金融新一代消费金融系统平台项目（互联网金融系统）
2021年	中国银行企业级架构数据治理项目

资料来源：公司年报，中国银行官网，天风证券研究所

2.5. 技术优势，形成护城河

注重研发投入，实施员工激励计划。公司近三年研发投入不断增加，研发费用率由 18 年的 8.65% 增加至 20 年前三季度的 14.36%，增幅明显。截至 2020 年 6 月 30 日，公司技术人员占比超过 90%。此外，公司实施员工股权激励计划，2018 年，公司向 617 名员工授予限制性股票，占当年员工总数的 15%，留住并激励了大批核心骨干员工，为产品研发提供基础。

图 24：2018-2021 年一季度研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 8：员工激励计划

时间	股权激励计划
2010 年	公司启动股份制改造前后，先后通过增资方式让 146 名员工成为公司股东，占当年员工总数的 44%
2014 年	公司实施上市后的第一期股权激励计划，向 131 名核心员工授予限制性股票，占当年员工总数的 14%
2018 年	公司向 617 名员工授予限制性股票，占当年员工总数的 15%，留住并激励了大批核心骨干员工
2020 年 6 月	公司 2018 年限制性股票激励 539 名激励对象第二期限限制性股票顺利解锁

资料来源：公司年报，天风证券研究所

坚持产品优先政策，分布式系统优势明显。长亮在企业级分布式框架处于领先地位。采用单元化分布式和微服务架构结合的方式，使得每个单元独立工作，且支持服务颗粒度更加精细化，模块独立性较好。在处理海量数据方面，长亮产品可实现无限可伸缩架构，能够承载中大型银行的交易诉求。另外，通过服务降级、熔断和调用延时等先进的处理机制，大大提高系统的故障隔离能力。

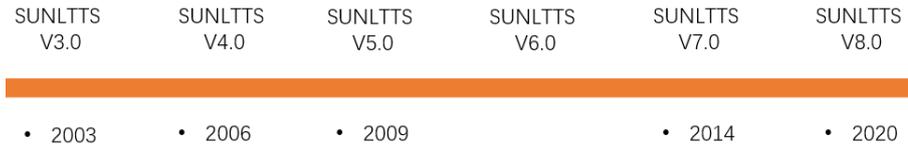
表 9：国内各家分布式核心系统性能对比

	文思海辉	神州信息	科蓝软件	长亮科技
兼容性	领先的开放平台设计，支持多种主流硬件设施、X86 开放平台与多种主流数据库产品	同 GaussDB、TDSQL、OceanBase、TiDB、GoldenDB、丛云、神舟通用、达梦等数据库完成了兼容性适配（与国产主流分布式数据库全部实现适配）	采用 SOA 体系设计，支持新的银行 IT 架构下的企业应用服务总线（ESB），与目前银行业的 ECIF 系统和综合前端系统能无缝衔接	联合腾讯公司分布式数据库团队,对核心系统应用进行兼容性改造和业务模型优化,以适配 TDSQL 数据库
灵活性	松耦合架构设计，通过系统模块独立化和业务的合理切分	通过微服务化产品模块	/	长亮企业级分布式框架 EDF 类 PASS 层，采用单元化分布式架构和微服务架构相结合方式进行设计，让每个单元独立工作，具备自治性； 支持服务颗粒度更加精细化，实现每个微服务单独部署运行
一体化	基于 DevOps 体系面向分布式应用的开发运维一体化管理平台，实现开发、运维一体化	/	/	/
国产替代	基于公司自主研发的分布式金融 PaaS 平台	/	/	基于自主研发的 Spring Boot、Spring Cloud 开源增强的技术架构
海量数据处理能力	满足千万量级的掌上生活、直销银行、电子银行等互联网金融、移动金融应用对安全、稳定、可靠运行的要求	/	/	可基于微服务的弹性伸缩、单元化架构标准部署单元的水平扩容实现无限可伸缩架构，承载中大型银行业务发展的海量交易和数据的诉求
故障隔离	/	/	/	通过服务降级、熔断和调用延时等先进的处理机制，大大提高系统的故障隔离能力

资料来源：公司年报，IT 产业网，中证网，科蓝软件官网，美通社，天风证券研究所

产品周期迭代 2-3 年，银行 IT 自研的时间成本较高。长亮完全自主研发的金融核心系统解决方案已持续在市场推广应用 17 年，由 SUNLTTs V3.0 迭代到 SUNLTTs V8.0，每个产品迭代周期约为 2-3 年，且技术壁垒较高，自研团队难以在短时间内达到该水平。而且，由于技术的发展变化，大行自有的 IT 团队无法跟上，银行 IT 团队和专注研究 IT 系统的科技公司的研发能力的差异，使得大行越来越重视科技企业，更愿意将技术项目外包给专业的科技公司负责。目前在有能力自建金融 IT 系统的商业银行中，长亮客户覆盖率达到 95%。

图 25：产品迭代周期为 2-3 年



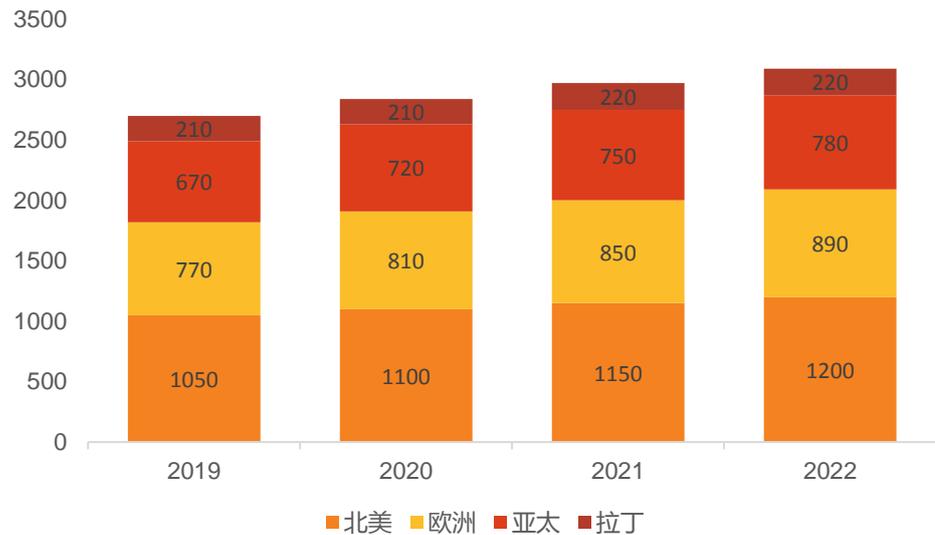
资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 进军海外市场，东南亚市场布局完成

3.1. 全球银行 IT 支出持续增长，东南亚 IT 市场前景广阔

亚太地区 IT 支出稳步增长，年均增速约 5%。根据 Celent 预测，到 2022 年，全球银行 IT 支出将达到 3090 亿美元，CAGR 为 4.60%。其中，亚太地区的 IT 支出规模约 780 亿美元，年均增速为 5.21%，占全球 IT 总支出约 25%。东南亚地区商业银行业务相对单一，系统较为简单，大多数使用欧美等国家提供的银行信息化系统。随着东南亚移动互联网的发展，银行 IT 核心系统建设需求加大，市场前景广阔。

图 26：全球银行 IT 支出预测（单位：亿美元）



资料来源：Celent，天风证券研究所

3.2. 海外市场环境利于公司发展，业务毛利率较高

产品代差大，容易进入海外市场“降维打击”。IOE 采用的是集中式的架构，对于处理海量的交易和海量数据不及分布式架构。而国内厂商目前大多数自主研发的系统为分布式架构，优势明显，长亮推出的产品和欧美产品有一代到两代的差距，产品竞争力强，进入市场的难度较低。

海外客户具有较好的付费习惯。由于海外银行客户之前的供应商大多为 Oracle 等欧美厂商，使得海外客户养成了更好的付费习惯，会在厂商交付产品后，继续让厂商进行本地化以及做一些适配，因此，海外业务的现金流情况会表现得更好。同时，海外客户对于知识产权

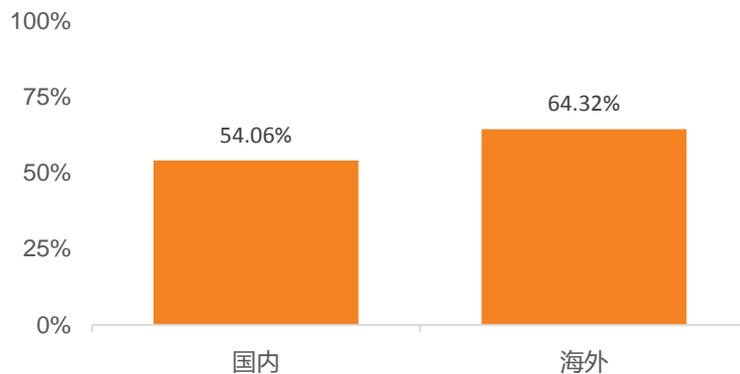
和风险的重视度更高，即便相对简单的项目也会交给同一个公司负责，而较少选择外包给其他价格更低的厂商，以避免产权纠纷。另外，海外市场客户粘性也更强。2020 年上半年，公司海外业务的毛利率为 64.32%，高于国内约 10 个点。

表 10：东南亚国家主要 IT 供应商

国家	核心银行系统提供商
印度	Infosys, Oracle, TCS FNS
印度尼西亚	Silverlake Axis
马来西亚	Silverlake Axis
菲律宾	Silverlake Axis, FIS, Infosys
新加坡	Silverlake Axis
泰国	Silverlake Axis, FIS
越南	Silverlake Axis, Temenos, Hyundai

资料来源：中国产业信息，天风证券研究所

图 27：2020 年上半年海外业务毛利率高于国内



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 海外市场拐点已至

完成东南亚市场布局，处于行业领先地位。2015 年，长亮全面启动国际化战略，先后设立多家海外子公司，拓展海外业务。2017 年，公司中标 MG Commercial Bank 核心业务系统解决方案项目，长亮自主开发的核心业务系统第一次走向海外市场。2019 年，长亮通过增资及受让方式取得新加坡 COMET WAVE 公司 100% 的股权，完成东南亚市场的布局。根据 Forrester 发布的《2019 年全球银行业平台交易调查》，长亮科技位居亚太地区前三名。

表 11：海外业务布局过程

时间	布局
2015 年	开始布局海外业务，在香港设立长亮控股
2016 年	在香港收购专注于香港及东南亚地区银行外汇交易系统业务的乾坤烛，在马来西亚收购专注中小银行信息化建设的 CEDAR PLUS 公司
2017 年	长亮科技与印尼系统集成商 MasterSystem 合资建立子公司 PT Sunline Master International
2018 年	设立长亮泰国孙公司，长亮控股专门在国内设立了长亮海腾，作为海外研发与交付中心
2019 年	通过增资方式取得印度尼西亚长亮领臻 70% 股权，通过增资及受让方式取得新加坡 COMET WAVE 公司 100% 的股权

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 28：海外市场布局



资料来源：长亮官网，天风证券研究所

中标多项重要核心项目，海外业务营收增速快。自 2017 年首获海外核心业务系统解决方案项目以来，长亮多次中标海外核心系统项目，海外业务营收增速较快。2019 年，公司海外业务实现了首次盈利，成为第一个在东南亚大型银行成功落地中国国产核心解决方案的领导者，打破了美欧科技巨头长期以来在该地区的主导地位。19 年公司海外业务营收同比增速达 134.56%。

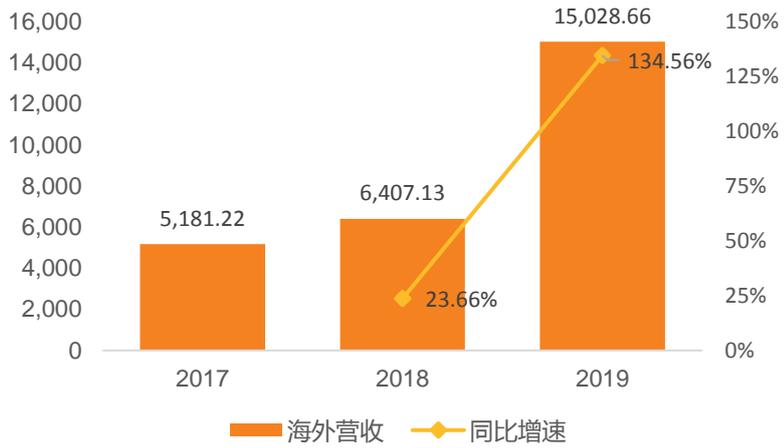
21 年海外市场逐步复苏，拐点已至。2020 年受疫情影响，公司海外业务无法顺利拓展，营收有所下滑，随着疫情的逐步恢复，2021 年开局海外市场呈现复苏趋势。长亮在疫情期间做了较多客户远程沟通的储备，随着疫情的放开，这些业务有望进一步落地，订单需求会得到进一步释放。

表 12：中标海外多项重要银行 IT 项目

时间	海外中标项目
2017 年	MG Commercial Bank 核心业务系统解决方案
2018 年	泰国大城银行(Bank of Ayudhya)的互联网核心系统项目
2019 年	泰国中小型企业发展银行核心项目、印度尼西亚金光银行核心系统项目(公司在印度尼西亚中标的首个项目)、Livi VB Limited 分布式核心银行系统项目(香港首批虚拟银行之一)
2020 年	马来西亚沙巴信贷“沙巴支付”平台上线、签约印尼 BYB 银行互联网银行核心系统项目、承建的泰国 Krungsri 银行新一代储蓄平台成功上线、新加坡某大型商业银行 FXOnline 上线、联合华为赋能印尼 Bank Neo Commerce 数字化转型

资料来源：公司年报，公司官网，公司公告，天风证券研究所

图 29：2017-2019 年海外业务营收（单位：万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 市场空间测算

4.1. 国内市场空间预测

4.1.1. 核心系统市场空间测算

国内核心系统市场空间测算逻辑如下：

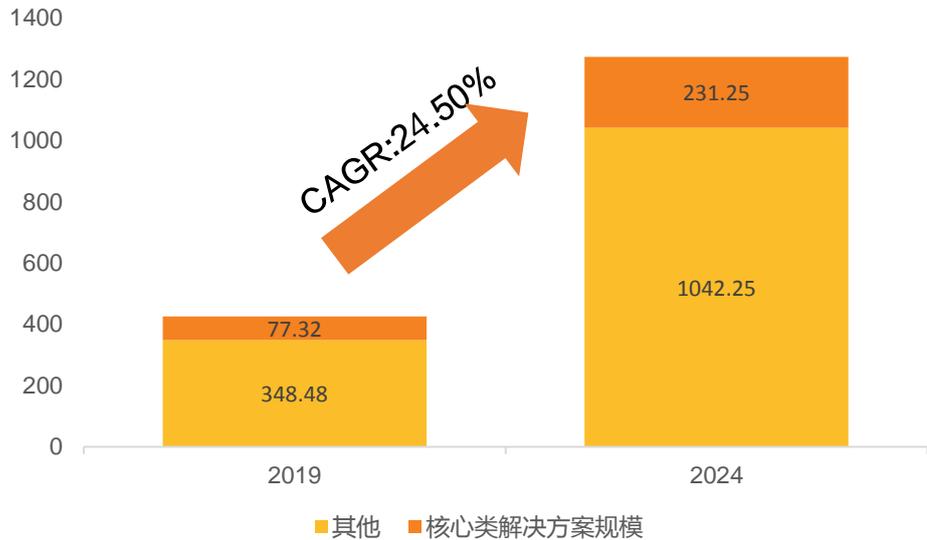
图 30：长亮核心系统市场规模测算逻辑



资料来源：IDC，前瞻产业研究院，艾融软件公开发行股票说明书，天风证券研究所

根据 IDC 预测，到 2024 年，中国银行 IT 市场规模预计达到 1273.5 亿元，复合增长率约达 24.5%。2019 年，核心系统业务细分市场达到 77.32 亿元，占比为 18.16%。因此，结合 IDC 对中国银行 IT 市场总规模的预测，我们认为，到 2024 年，中国银行业 IT 核心系统市场规模约为 231.25 亿元。预计在国产替代和处理海量数据的要求下，分布式完全自主研发的银行 IT 核心系统将占据全部市场份额。

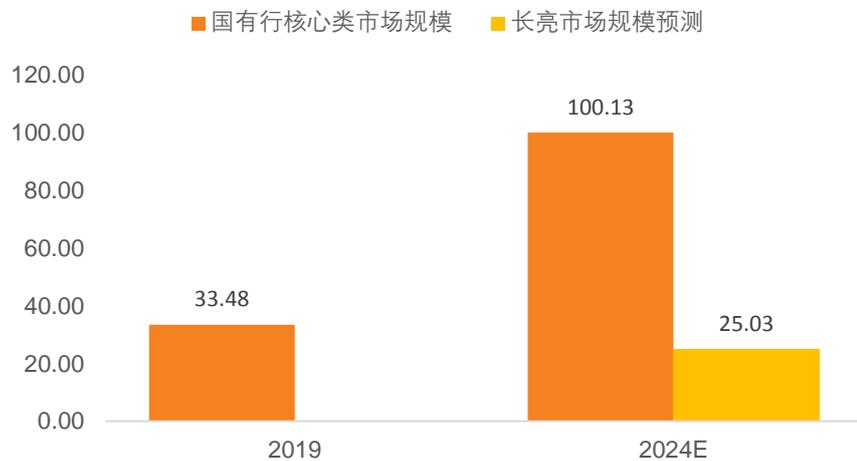
图 31：预计 2024 年中国银行业 IT 核心系统市场规模约为 231.25 亿元



资料来源：公司年报，IDC，前瞻产业研究院，艾融软件公开发行股票说明书，天风证券研究所

根据 IDC 数据，2018 年中国银行业 IT 投资分布中，大型国有商业银行占比约 43.3%。假设投资分布占比不变，到 2024 年，中国银行业 IT 核心系统市场规模中，国有大行市场总规模约为 100.13 亿元。随着长亮中标邮储、交通银行、中国银行等国行项目，未来预计长亮在国有大行及股份制银行的市场份额将扩大。我们认为未来长亮将占国有大行市场份额的 25%及以上，市场规模约为 25.03 亿元。

图 32：预计 2024 年长亮核心系统市场规模为 25.03 亿元

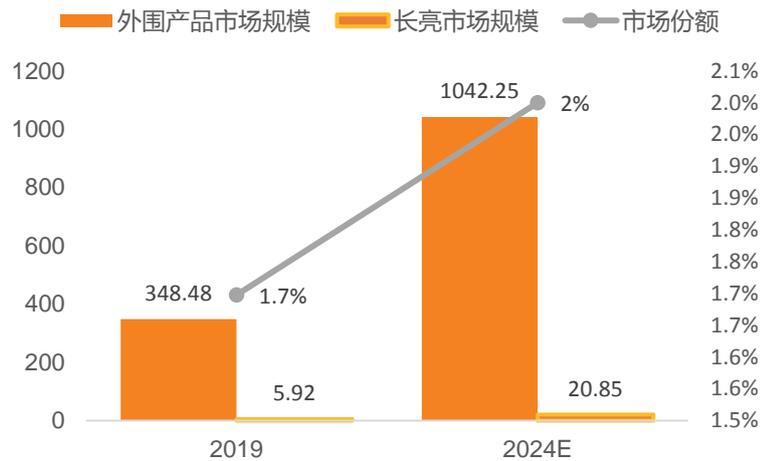


资料来源：IDC，前瞻产业研究院，艾融软件公开发行股票说明书，天风证券研究所

4.1.2. 外围产品市场空间测算

假设各细分市场占比不会发生较大变化，根据 IDC 预测，到 2024 年，中国银行 IT 外围产品市场规模约为 1042.23 亿元。2019 年，长亮大数据类解决方案和互联网金融类解决方案占外围产品市场总规模约 1.7%。随着长亮前中后台产品一体化的布局加快，未来依托核心系统市场份额的扩张，长亮外围产品市场份额也有望增加，其中，大数据产品成为主要驱动力。因此，我们预计到 2024 年，长亮外围产品市场份额将增加至 2%，则市场规模约为 20.85 亿元。

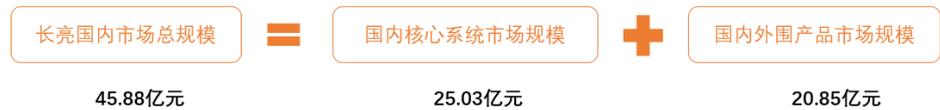
图 33：预计 2024 年长亮外围产品市场规模为 20.85 亿元



资料来源：IDC，前瞻产业研究院，公司年报，天风证券研究所

因此，长亮国内市场总空间为国内核心系统市场空间与外围产品市场空间的总和，即约为 45.88 亿元。

图 34：预计 2024 年长亮国内市场总规模为 45.88 亿元

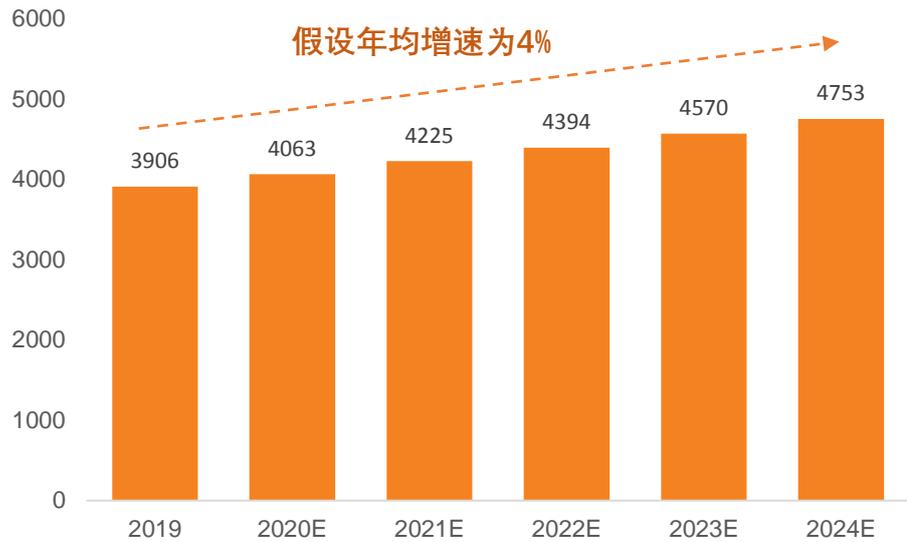


资料来源：公司年报，IDC，前瞻产业研究院，艾融软件公开发行股票说明书，天风证券研究所

4.2. 海外市场空间预测

根据 IDC，2019 年亚太地区银行 IT 支出规模为 670 亿美元，按照 2021 年 6 月 22 日的汇率计算，约为 4332.22 亿元人民币，其中，中国银行 IT 市场规模为 425.8 亿元，则其他地区的支出规模约为 3919.82 亿元。假设银行 IT 支出规模按照 3%-5% 的增速增长，则到 2024 年，海外市场亚太地区市场规模约 4753.76 亿元。

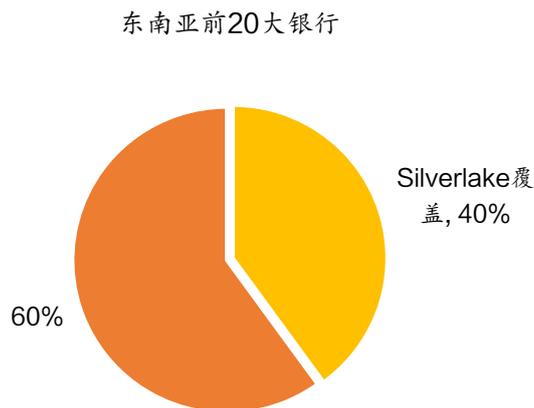
图 35：预计 2024 年海外市场（亚太地区）规模为 4753.76 亿元



资料来源：IDC, Wind, 天风证券研究所

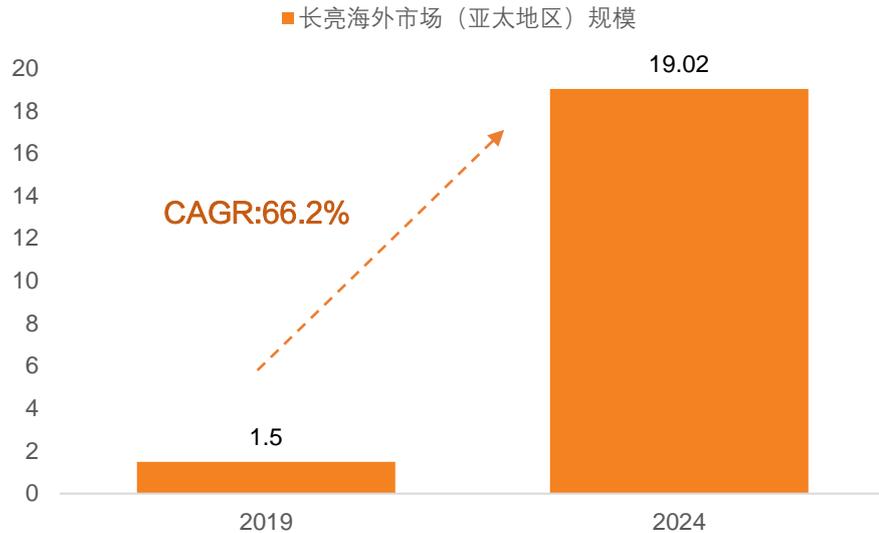
其中，SilverlakeAxis 银行核心解决方案在亚太地区处于相对领先地位，2019 年，在东南亚前 20 大银行中，客户覆盖率超过 40%。由于长亮产品和欧美产品存在着代差，且目前长亮在东南亚市场处于领先地位，我们认为长亮未来在东南亚银行的市场份额将不断扩大，超过 Silverlake 和 Temenos 等海外厂商。2019 年，Silverlake 相关业务营收占亚太地区 IT 支出总规模的 0.3%，加上东南亚地区互联网发展快速，到 2024 年，我们预计长亮海外市场亚太地区市场份额将达到 0.4%，则长亮市场规模为 19.02 亿元。

图 36：2019 年东南亚前 20 大银行 Silverlake 客户覆盖率超 40%，营收占亚太地区 IT 投资总规模约 0.3%



资料来源：华为官网, 天风证券研究所

图 37: 预计 2024 年长亮海外市场（亚太地区）规模为 19.02 亿元，市占率约为 0.4%



资料来源: IDC, Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测

关键假设:

- 1. 国有行空间进一步打开，核心收入显著提速。**公司已连续中标多个国有行项目，如邮储银行、中国银行、交通银行，考虑大行订单释放周期和实施节奏，公司 21 年核心收入有望显著增速。假设 21/22/23 年营业收入增长率分别为 37.50%/ 40%/35%。
- 2. 卡位核心系统，外围产品长期收入空间进一步打开。**随着长亮前中后台产品一体化的布局加快，未来依托核心系统市场份额的扩张，长亮外围产品市场份额也有望增加，其中，大数据产品成为主要驱动力。
- 3. 海外市场逐步恢复，将迎来拐点。**20 年初，海外市场开始复苏，加上公司海外拓展战略的推动，海外业务有望迎来拐点。由于海外业务毛利率较高，我们认为海外业务的恢复将带动公司利润增长，我们预计公司 2021 年实现归母净利润为 3.06 亿，2021-2023 年 EPS 为 0.42/0.54/0.75 元。

基于以上假设，考虑到长亮在银行 IT 核心系统的领先地位，未来将进一步打开国有行及海外市场空间，公司核心业务增长有望加速，预计公司 2022 年净利润预计为 4.01 亿元。参考可比公司 PE，我们给予长亮科技 2022 年 50x PE，合理估值为 200 亿，对应目标价 27 元，维持“买入”评级。

表 13: 公司盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	13.11	15.51	21.32	29.85	40.30
同比 (%)	20.56	18.28	37.50	40.00	35.00
净利润 (亿元)	1.38	2.37	3.07	4.01	5.57
同比 (%)	144.32	71.71	29.54	30.67	38.81

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 14：可比公司估值

可比公司 PE	2020A	2021E	2022E
宇信科技	30.87	20.97	15.82
神州信息	31.80	21.70	17.08
科蓝软件	116.99	112.85	79.58
天阳科技	65.93	34.35	23.50
平均值	61.40	47.47	34.00
长亮科技	57.88	-	50

资料来源：Wind 一致性预测，天风证券研究所（股价日期：2021 年 7 月 28 日）

6. 风险提示

- 1. 银行 IT 行业增速低于预期：**本报告中对于长亮的市场空间测算基于银行 IT 行业的高速发展预期，如果受到各因素影响，银行 IT 行业整体增速低于预期，则存在长亮远期业务空间不及预期的风险。
- 2. 公司业务开拓不及预期：**如果未能和六大行达成进一步的合作，或受到银行自研能力加强的影响，则存在大型国有行项目中标情况不及预期、国有行业务拓展不及预期的风险。
- 3. 海外市场政策风险：**海外业务的开展会受到当地相关政策的影响，如果政策发生变化，将影响海外销售。同时，海外疫情反复，也可能对业务开展产生影响。
- 4. 测算具有一定的主观性，仅供参考：**本报告中对于长亮科技的市场空间测算具有一定的主观性，仅供投资者参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	629.29	487.46	170.59	1,094.94	322.42	营业收入	1,311.13	1,550.84	2,132.40	2,985.37	4,030.24
应收票据及应收账款	911.92	475.41	1,811.92	1,189.94	2,862.57	营业成本	633.17	771.18	1,060.37	1,484.52	2,004.10
预付账款	1.96	1.90	5.13	3.39	8.22	营业税金及附加	5.92	7.46	9.99	13.94	19.02
存货	2.04	343.40	160.23	137.94	184.84	营业费用	86.12	95.77	170.59	268.68	362.72
其他	30.50	108.73	75.69	88.92	130.37	管理费用	242.87	207.13	319.86	447.80	584.39
流动资产合计	1,575.71	1,416.91	2,223.58	2,515.13	3,508.42	研发费用	154.92	159.97	234.56	346.30	467.51
长期股权投资	0.18	2.60	2.60	2.60	2.60	财务费用	13.09	10.62	15.85	26.29	36.49
固定资产	254.21	238.09	248.18	278.35	307.56	资产减值损失	(5.83)	(22.05)	(1.27)	(9.72)	(11.01)
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.87	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	144.31	158.52	116.18	73.85	31.51	投资净收益	(2.18)	(4.73)	(2.05)	(2.05)	(2.05)
其他	220.38	226.69	192.64	206.58	206.40	其他	39.98	38.90	4.11	4.11	4.11
非流动资产合计	619.08	625.90	595.60	630.97	619.83	营业利润	142.19	286.59	320.40	405.49	564.97
资产总计	2,194.79	2,042.81	2,819.18	3,146.11	4,128.26	营业外收入	0.23	0.17	0.17	0.19	0.18
短期借款	280.00	100.00	526.63	300.00	653.62	营业外支出	0.12	0.18	0.14	0.15	0.15
应付票据及应付账款	28.57	18.70	44.01	46.97	74.42	利润总额	142.30	286.58	320.44	405.54	564.99
其他	205.24	423.31	332.94	326.18	486.20	所得税	2.80	48.66	9.52	14.27	19.89
流动负债合计	513.81	542.00	903.58	673.15	1,214.24	净利润	139.50	237.92	310.92	391.26	545.10
长期借款	44.85	37.38	126.89	400.00	443.70	少数股东损益	1.57	1.09	4.65	4.02	5.41
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	137.93	236.83	306.27	387.24	539.69
其他	137.80	79.93	148.27	122.00	116.73	每股收益(元)	0.19	0.33	0.42	0.54	0.75
非流动负债合计	182.65	117.31	275.16	522.00	560.43						
负债合计	696.46	659.31	1,178.74	1,195.15	1,774.67	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	11.00	11.15	15.56	19.52	24.81	成长能力					
股本	481.81	721.48	721.48	721.48	721.48	营业收入	20.56%	18.28%	37.50%	40.00%	35.00%
资本公积	670.37	426.22	426.22	426.22	426.22	营业利润	293.20%	101.55%	11.80%	26.56%	39.33%
留存收益	1,136.47	710.38	903.39	1,209.97	1,607.30	归属于母公司净利润	144.32%	71.71%	29.32%	26.44%	39.37%
其他	(801.31)	(485.73)	(426.22)	(426.22)	(426.22)	获利能力					
股东权益合计	1,498.33	1,383.50	1,640.44	1,950.96	2,353.58	毛利率	51.71%	50.27%	50.27%	50.27%	50.27%
负债和股东权益总计	2,194.79	2,042.81	2,819.18	3,146.11	4,128.26	净利率	10.52%	15.27%	14.36%	12.97%	13.39%
						ROE	9.27%	17.26%	18.85%	20.05%	23.17%
						ROIC	18.31%	22.21%	34.96%	20.24%	39.31%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	31.73%	32.27%	41.81%	37.99%	42.99%
净利润	139.50	237.92	306.27	387.24	539.69	净负债率	-19.82%	-24.76%	29.97%	-19.84%	33.27%
折旧摊销	45.85	60.38	56.25	58.57	60.96	流动比率	3.07	2.61	2.46	3.74	2.89
财务费用	20.23	11.58	15.85	26.29	36.49	速动比率	3.06	1.98	2.28	3.53	2.74
投资损失	2.18	4.73	2.05	2.05	2.05	营运能力					
营运资金变动	(298.25)	(150.60)	(1,087.44)	589.60	(1,583.56)	应收账款周转率	1.64	2.24	1.86	1.99	1.99
其它	199.32	(22.68)	4.65	4.02	5.41	存货周转率	1,175.98	8.98	8.47	20.02	24.97
经营活动现金流	108.83	141.33	(702.37)	1,067.77	(938.95)	总资产周转率	0.65	0.73	0.88	1.00	1.11
资本支出	162.39	106.09	(8.34)	106.27	55.27	每股指标(元)					
长期投资	(4.93)	2.42	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.19	0.33	0.42	0.54	0.75
其他	(235.35)	(183.05)	(53.71)	(188.32)	(107.32)	每股经营现金流	0.15	0.20	-0.97	1.48	-1.30
投资活动现金流	(77.89)	(74.54)	(62.05)	(82.05)	(52.05)	每股净资产	2.06	1.90	2.25	2.68	3.23
债权融资	332.33	144.85	662.23	707.89	1,105.35	估值比率					
股权融资	137.69	57.07	44.39	(25.56)	(35.77)	市盈率	79.46	46.27	35.78	28.30	20.31
其他	(524.87)	(316.47)	(259.06)	(743.70)	(851.10)	市净率	7.37	7.99	6.74	5.67	4.71
筹资活动现金流	(54.86)	(114.55)	447.56	(61.37)	218.48	EV/EBITDA	24.79	24.34	29.03	21.42	17.63
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	27.92	27.27	33.88	24.33	19.42
现金净增加额	(23.92)	(47.76)	(316.87)	924.35	(772.52)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com