

神州信息(000555)

报告日期: 2022 年 5 月 16 日

金融科技领军者，分布式架构升级&信创双轮驱动

——神州信息深度报告

✍️ : 高宏博 执业证书编号: S1230519110002
☎️ : 021-80106027
✉️ : gaohongbo@stocke.com.cn

报告导读

神州信息是银行 IT 龙头，产品线广且在核心系统优势明显有望受益分布式架构升级浪潮。随着金融信创投入加大，集成业务有望快速发展。

投资要点

国内金融科技领军者，在手订单充足、业绩有望持续快速增长。

神州信息是金融科技领军者，拥有银行 IT 全产品线解决方案，其中分布式核心业务系统、企业级微服务平台、企业服务总线 ESB 业内领先。金融科技业务为公司的战略发展业务，营收占比达到 40%以上；此外，公司还布局政企、运营商行业数字化业务。目前公司在手订单充足，业绩有望持续快速增长。

银行核心系统优势明显，腾讯入股成第四大股东合作相得益彰。

受益于银行 IT 自身更新换代周期，业务移动化、互联网化带来的系统需求升级，银行系统向分布式架构迁移，叠加国产化需求，预计各银行将陆续进入改造。作为银行 IT 架构的主干，在改造升级过程中核心系统首当其冲。公司银行核心系统产品优势明显多年市场排名第一。预计全国有独立分布式核心系统建设需求的银行超过 300 家，市场空间广阔。腾讯 2022 年 Q1 入股成为公司第四大股东，其云底座、分布式数据库等产品及客户资源将与公司产生良好协同。

金融信创加速，银行系统集成适配需求旺盛、公司优势明显。

2020 年金融信创开启两批试点，随着试点逐步深化、银行范围扩大、投入更高，银行系统在国产基础软硬件环境下的适配、迁移需求旺盛。依托于强大的渠道能力、研发能力，公司在金融信创优势明显。

盈利预测及估值

预测 2022-2024 年营收 125.47、139.85、157.27 亿元，同比增速分别为 10.49%、11.46%、12.46%；实现归母净利润分别为 4.57、5.47、6.58 亿元，同比增速为 21.49%、19.79%、20.19%；EPS（最新摊薄）分别为 0.46、0.55、0.67 元，对应股价 PE 分别为 24、20、16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

金融科技行业竞争加剧；金融信创推广不及预期；公司回款周期拉长。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	11,356	12,547	13,985	15,727
(+/-)	6%	10%	11%	12%
净利润	376	457	547	658
(+/-)	(21%)	21%	20%	20%
每股收益(元)	0.38	0.46	0.55	0.67
P/E	29	24	20	16

评级

上次评级

当前价格

买入

首次评级

¥ 10.99

单季度业绩

	元/股
1Q/2022	0.03
4Q/2021	0.18
3Q/2021	0.02
2Q/2021	0.14



公司简介

神州信息是金融科技领军，拥有银行 IT 全产品线解决方案、三十余年行业信息化建设经验。金融科技为公司的战略发展业务，营收占比达到 40%以上，此外公司有政企、运营商数字化业务。

相关报告

报告撰写人: 高宏博

数据支持人: 高宏博

正文目录

1. 金融科技领军者、产品线广，业绩持续快速增长可期.....	3
2. 银行 IT 开启分布式升级周期，核心系统改造空间广阔	5
2.1. 从集中式到分布式，开启银行 IT 升级换代新周期	5
2.2. 公司分布式核心系统业内领先，未来改造空间广阔	7
3. 金融信创加速，系统集成适配需求旺盛、公司优势明显	10
4. 盈利分析预测、投资评级与风险提示.....	12
4.1. 业务拆分及收入成本预测.....	12
4.2. 费用率分析与预测.....	13
4.3. 盈利预测	13
5. 风险提示.....	15

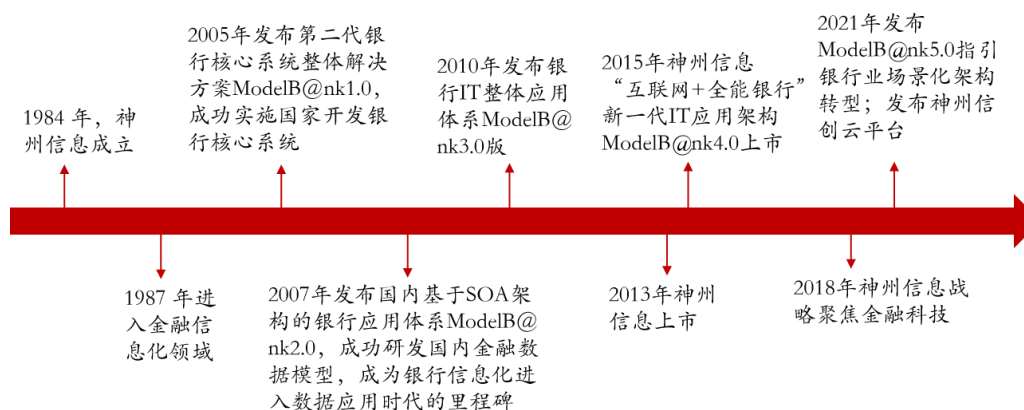
图表目录

图 1: 神州信息发展历程	3
图 2: 神州信息股权结构	3
图 3: 腾讯与公司携手发布“金融分布式核心”联合方案	4
图 4: 2018-2021 年神州信息各项业务增速	4
图 5: 2018-2021 年神州信息收入分拆	4
图 6: 2017-2021 年神州信息营收、增速（亿元）	5
图 7: 2017-2021 年神州信息净利润、增速（亿元）	5
图 8: 分布式核心应用架构	6
图 9: 2020-2025 年中国银行 IT 市场规模（亿元）	7
图 10: 神州信息金融科技市场覆盖情况	7
图 11: 新一代分布式银行核心业务系统架构	8
图 12: “分布式核心”总体方案	8
图 13: 新一代分布式银行核心业务系统客户	9
图 14: 我国银行业金融机构数量	9
图 15: 金融信创要求	11
图 16: 神州信息金融信创	11
表 1: 集中式架构与分布式架构的比较	5
表 2: 重要金融信创政策梳理	10
表 3: 2020-2022 年金融信创试点机构数量、国产化比例	10
表 4: 公司业务拆分及收入、成本预测	12
表 5: 公司费用率预测	13
表 6: 可比公司估值表	14
表附录: 三大报表预测值	16

1. 金融科技领军者、产品线广，业绩持续快速增长可期

神州信息是金融科技领军者，拥有银行 IT 全产品线解决方案。神州信息 1984 年成立、2013 年上市，是拥有银行 IT 全产品线解决方案的供应商。公司 1987 年进入金融信息化领域，2005 年率先发布第二代银行核心系统整体解决方案，2007 年在银行业推广 SOA 架构，2016 年在业内首发“新一代分布式银行核心系统”，持续战略聚焦金融科技业务。2021 年公司再次获评 IDC 全球金融科技百强第 34 位，连续三年中国企业第一。

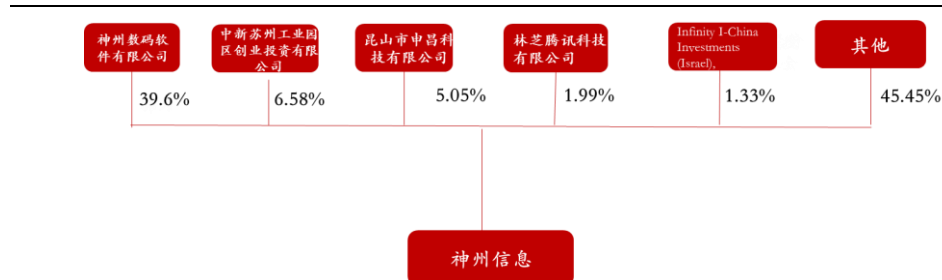
图 1：神州信息发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

腾讯入股成第四大股东，有望在产品、销售、生态上产生较大协同效应。2022 年 4 月，腾讯入股公司成为第四大股东，持股 1959.87 万股、占总股本 1.99%。2021 年 6 月腾讯与公司携手发布“金融分布式核心”联合方案，并已落地广州农商行、浦发硅谷等银行客户；2021 年 11 月正式签署协议，基于腾讯云在云计算、数据库等领域的基础产品能力，叠加神州信息在金融信创、核心系统建设、场景金融领域的深厚实践积累，围绕场景金融等领域聚焦发力。我们认为，腾讯在云底座、分布式数据库方面的竞争力较强、金融客户积累深厚，有望在销售、产品、生态各方面与公司产生较强的协同作用。

图 2：神州信息股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 3：腾讯与公司携手发布“金融分布式核心”联合方案

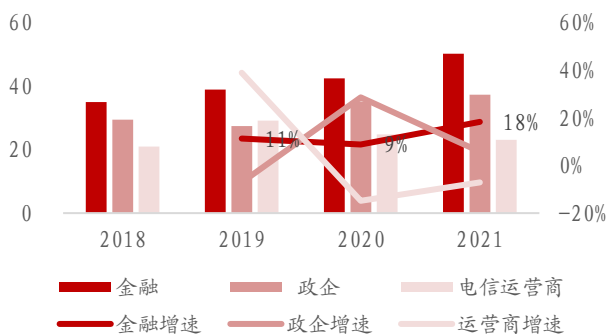


资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

金融科技为公司战略业务，营收占比近半。金融科技为公司的战略发展业务，营收占比达到 40% 以上，业务布局包括金融解决方案、金融信创以及场景金融三大类。金融解决方案中，拳头产品主要为分布式银行核心业务系统、企业服务总线（ESB）。同时，背靠强大渠道网络，公司在金融信创领域优势凸显。在场景金融方面，公司合作模式逐步转变为根据实际使用效果付费的模式，提升运营收入及净利率。

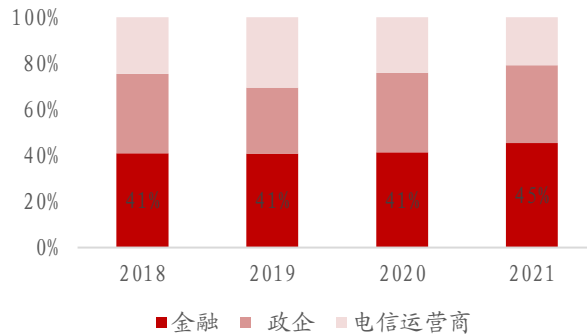
布局政企、运营商行业数字化，实现稳健增长。公司还布局政企和运营商行业数字化业务。在政企数字化领域，公司在多省市建设了信创云、政务云办公平台、数据采集平台，帮助海南进行税务风险防控等。在运营商领域，公司积极参与全国 5G 建设，保障 5G 网络成功部署，网络优化集中采购中标情况符合预期。

图 4：2018-2021 年神州信息各项业务增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

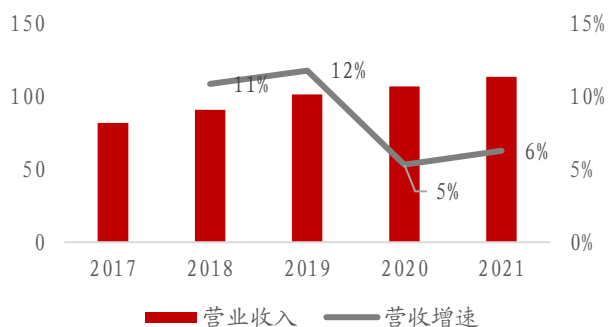
图 5：2018-2021 年神州信息收入分拆



资料来源：wind，浙商证券研究所

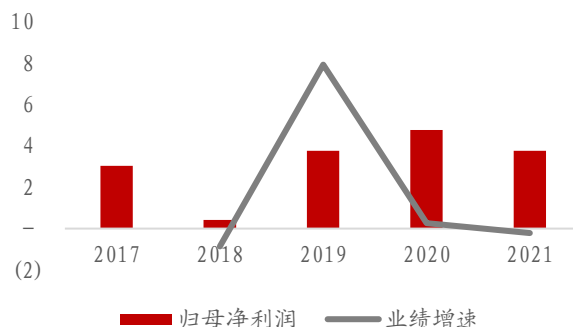
营收稳健增长，积极回款。21 年扣非归母净利润持续快速增长。2017-2021 年，公司营收实现稳健增长，由于 ATM 业务大额亏损、商誉减值、盈利能力高的金融软服快速增长，业绩增速出现短期波动。2021 年公司实现归母净利润 3.76 亿元，扣非归母净利润 3.15 亿元，同比增长 46.14%。

图 6：2017-2021 年神州信息营收、增速（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 7：2017-2021 年神州信息净利润、增速（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 银行 IT 开启分布式升级周期，核心系统改造空间广阔

2.1. 从集中式到分布式，开启银行 IT 升级换代新周期

当前主流的集中式架构成本高昂，无法按需扩展。目前，银行 IT 多采用集中式架构，数据存储以及整个系统的业务单元都集中部署于该中心节点中，系统所有的功能均由其集中处理。该架构基于 IBM 大型机构建，无法自主可控，且基础软件均为闭源商用系统，具有集中、封闭特征。为了应对更高的性能，更大的数据量，需要通过硬件设备和基础软件集群机制，因而 IT 运维或者需求扩展成本高昂。

分布式架构在伸缩扩展、价格成本方面具有显著优势。分布式架构中，硬件或软件组件分布在不同的网络计算机上，彼此之间通过消息传递进行通信和协调，且可通过增加 PC 或服务器的数量来提升系统的处理能力，支持按需扩展，且成本低廉。

表 1：集中式架构与分布式架构的比较

	集中式架构	分布式架构
价格成本	软硬件价格昂贵： ● 商用集中架构的设备基本被 IOE 三家公 ● 司垄断，价格昂贵，软硬件采购成本高 ● 后续运维成本高，持续 IT 投入大	合理可控： ● 基于 PC，成本低； ● 云平台降低、分摊研发投入 ● 边际成本下降迅速
自主安全	国外巨头垄断 ● 巨头垄断，封闭体系，共享较少； ● 控制能力较弱	自主知识产权 ● 国产技术，自主研发 ● 易于监管
灵活兼容	限制多 ● 不适用于非结构化大数据处理 ● 硬件平台兼容性太差	灵活方便 ● 增加 X86 服务器快速实现 ● 简单、方便
扩展伸缩	传统业务特性 ● 可把精力集中投入到业务研发； ● 支撑能力有上限（数万笔/天） ● 对计划和规划的要求较高	互联网业务特性 ● 适应互联网业务突发增长； ● 灵活支撑高并发交易（数万笔/秒） ● 金融级 PaaS

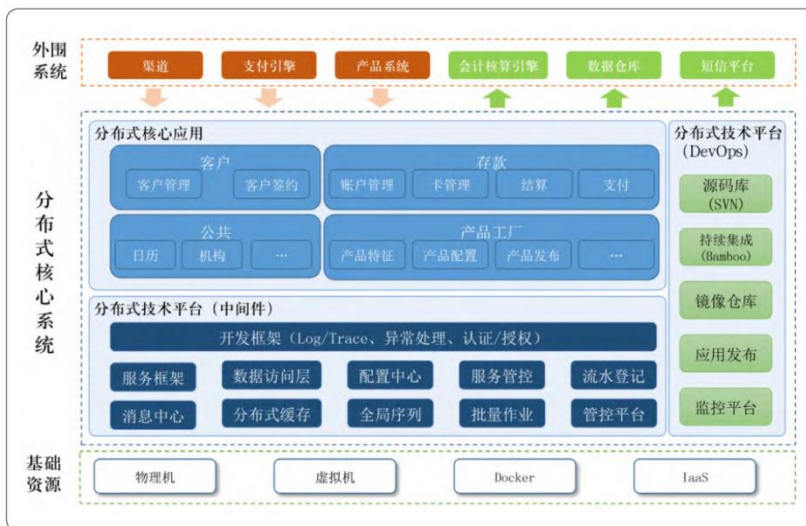
图例



资料来源：CSDN，浙商证券研究所

分布式技术平台支持微服务架构、核心系统批量作业等。分布式技术平台主要包括分布式中间件平台和开发运维一体化（DevOps）平台两大部分，分布式中间件平台是应用开发和运行的平台，提供对核心系统联机交易和批量作业的支持，开发运维一体化平台实现从应用代码编译、单元测试、打包和运维的全流程管理。基于开源技术实现分布式技术平台，应用开发人员无需关注分布式技术底层细节，开发的应用能够在分布式环境下部署、运行，支持弹性扩容；支持微服务架构；支持核心系统联机交易和批量作业；支持 X86 服务器、虚拟机、Docker 容器等多种不同的基础设施部署环境。

图 8：分布式核心应用架构

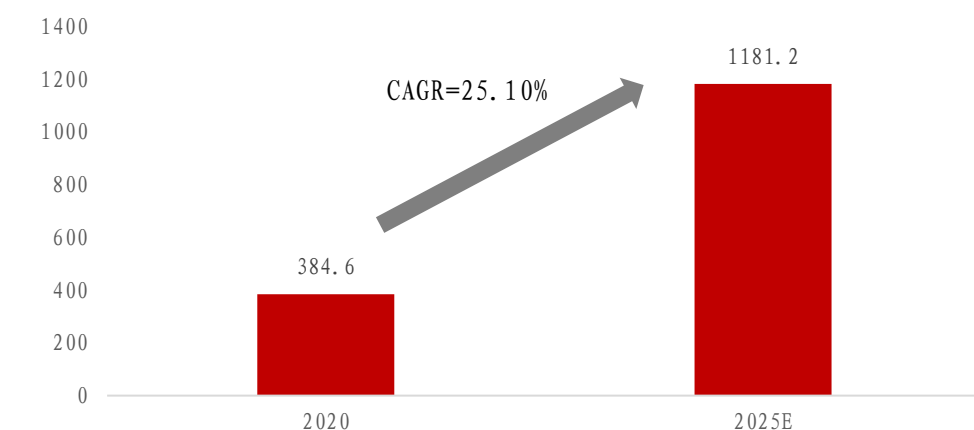


资料来源：《FinTech 时代商业银行分布式核心系统研究与实践》，浙商证券研究所

银行服务互联网化、移动化背景下，迈向分布式是大势所趋。互联网行业具有请求量大，数据量大的特点，业务上又可能在集中的时间段出现高于日常流量数倍的业务高峰，对架构的可扩展性提出了极高的要求，银行向分布式架构迁移是大势所趋。

2020 年银行开启新一轮升级换代周期，带动 IT 厂商收入高增。四大行投资周期一般为 5-6 年，2003 年左右银行开始推进新核心系统的建设，2010 年左右银行开始大规模采购和替换 IBM 大型机，2014-2015 年银行开始转向基于开放式平台的新一代核心系统。我们认为，2020 年银行已开启新一轮升级换代周期，银行 IT 高景气持续，有望带动银行 IT 厂商收入高增。据赛迪顾问预测，2025 年中国银行 IT 解决方案市场规模将达到 1181.2 亿元，2021-2025 年复合增长率为 25.10%。

图 9：2020-2025 年中国银行 IT 市场规模（亿元）



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

2.2. 公司分布式核心系统业内领先，未来改造空间广阔

公司产品线广阔，核心系统、ESB 总线等业内领先。公司是业内少数拥有银行 IT 全产品线解决方案的供应商，目前已服务超过 1200 多家客户，包括央行、3 家政策性银行、六大行，打造了包括核心业务类解决方案、渠道管理类解决方案、企业级技术平台、数据类解决方案在内的百余项软件产品与解决方案，分布式应用平台、分布式银行核心业务系统、企业级微服务平台、数据治理及管控平台、数据建模平台等解决方案在业内保持领先。

图 10：神州信息金融科技市场覆盖情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

核心业务系统为架构升级的关键，公司连续 9 年市场排名第一。作为银行 IT 架构的主干，在从集中式向分布式架构迁移的浪潮中，核心系统的升级首当其冲。2017 年公司发布国内首款商用分布式核心业务系统 Sm@rtEnsemble，利用分布式特性、微服务理念，实现了系统的高扩展性、可用性、灵活性和低耦合性，从而有效应对业务高并发、大数据量、浪涌现象及敏捷响应等变化，帮助银行获得核心业务系统性能及处理能力的同时降低成本。据 IDC 统计，截至 2021 年分布式核心业务系统连续 9 年市场排名第一。

图 11：新一代分布式银行核心业务系统架构



资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

与腾讯联合发布“分布式核心”解决方案，实现分布式处理、敏捷部署和动态伸缩。2021年6月，腾讯云携手神州信息正式推出了“金融分布式核心”联合解决方案。双方采用开放平台技术——核心平台+云平台实现业务的分布式处理、敏捷部署和动态伸缩，满足多地多中心、跨区容灾、HTAP等先进性要求。此外，该联合方案整体基于安全可控计算网络基础平台，联合金融级分布式数据库TDSQL及神州信息Sm@rtEnsemble分布式核心业务系统，同时使用多种国内安全可控服务器设备及各类国产操作系统，全面适配国内安全可控架构和技术方案。

图 12：“分布式核心”总体方案



资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

2021年公司中标多家核心系统项目。2021年，公司新一代核心系统持续落地，签约邮储银行新一代核心系统项目，持续参与中国银行的分布式平台建设，签约广发银行、北京银行、吉林银行、天津银行、辽沈银行、华兴银行等13家银行的核心系统建设项目。同时，业务前端的跨越式增长也牵引公司核心项目交付能力快速跃升，目前已形成可以同时支撑14家核心项目的交付能力，为公司核心业务保持市场竞争力提供稳定支撑。

图 13：新一代分布式银行核心业务系统客户

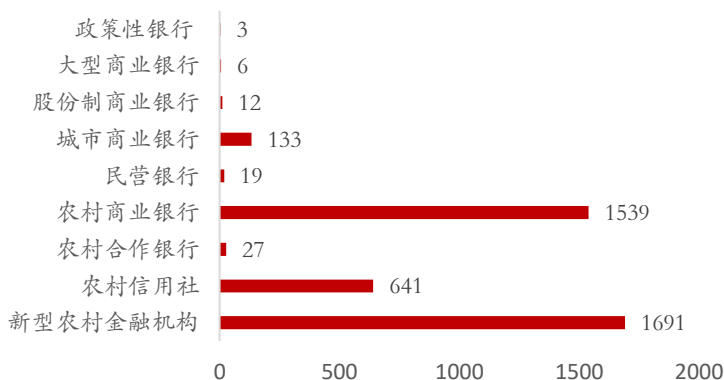


资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

遂宁银行新一代核心业务系统上线，最大限度满足稳定性、灵活性和安全性。2022 年 5 月 3 日，遂宁银行新一代核心业务系统投产上线。近年来，随着遂宁银行业务创新和用户多元化的需求不断扩大，核心系统的全面升级势在必行。新系统建设以数字化经营管理为目标，以适应未来业务和市场快速发展变化为要求的开发理念，运用标准化、构件化、参数化的设计思想，不断提炼银行服务组件，提升系统的灵活度与协作能力。新系统由 6 个主功能模块以及数百个微服务组成，通过应用大数据、分布式、微服务等技术，搭建了金融实时服务系统，最大限度保证了系统的稳定性、灵活性、连续性和安全性。

我国分布式核心系统改造空间广阔，有望对未来收入形成较好支撑。根据公开信息，公司在核心系统领域的主要竞争对手长亮科技 2017-2018 年分别参与投标 16、13 个，假设每年核心系统开标 25 个，2016-2021 年六年间共有 120 家银行启动分布式核心系统改造。据银监会统计，截至 2021 年我国银行业金融机构数量共计 4602 家，假设有独立分布式核心系统建设需求的银行超过 300 家，未来分布式核心系统改造升级空间仍然广阔。

图 14：我国银行业金融机构数量



资料来源：银监会，浙商证券研究所

2022 年一季度在手订单充足、同比高增。2022 年 Q1，公司金融软件开发及技术服务营收 4.88 亿元，同比增长 16.32%，毛利率同比提高 1.41 个百分点。Q1 金融科技在手订单充足，已签未销 35.45 亿元，同比增长 50.7%。其中，分布式技术平台签约平安银行、威海银行等客户，助力构建全行分布式架构体系。

3. 金融信创加速，系统集成适配需求旺盛、公司优势明显

2020-2021 年金融信创开启两批试点，系统适配、迁移需求旺盛。2019 年开始，针对金融领域自主可控的政策加速出台，2019 年底金融行业第一批信创试点启动，对头部银行、保险、券商 IT 采购中的国产化率提出量化要求，2021 年 2 月金融信创第二批试点启动，范围更大，投入更高，银行系统在国产基础软硬件环境下的适配、迁移需求旺盛。

表 2：重要金融信创政策梳理

时间	政策内容
2013.12	银监会强调加快银行业自主可控
2014.09	银监会发布 39 号文，明确提出到 2019 年各银行金融机构自主可控技术应用占比不低于 75%
2018.06	人民银行明确指出推进核心领域自主可控在金融业的应用
2019.01	中国人民银行、发展改革委等六部委批复《关于开展金融科技应用试点工作》，确定第一批试点对象与目标
2019.08	人民银行科技司发布《金融科技发展规划》，实现稳定创新、自主可控、防范系统性金融风险作为金融 IT 基础建设的关键目标
2019 年底	金融行业第一批信创试点启动
2021.02	金融行业第二批信创试点启动
2022.01	央行印发《金融科技发展规划（2022-2025）》，强调重点建设绿色高可用数据中心，架设安全泛在的金融网络，布局先进高效的算力体系，进一步夯实金融创新发展的“数字底座”

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

2022 年第三批金融信创市场开启，市场规模有望翻番。预计 2022 年第三批金融信创试点开启、新增试点单位达到 150 余家，合计试点单位达到 350 余家，第一批、第二批国产化比例将翻倍至 30%，第三批新增单位国产化比例为 15%，意味着金融信创市场 2022 年将实现翻倍以上增长，公司信创集成业务有望持续高增。

表 3：2020-2022 年金融信创试点机构数量、国产化比例

时间	2020 一期试点	2021 二期试点	2022 三期试点
试点数量	46 家	196 家	350 余家
新增 IT 采购中的国产化比例	一期单位：5%-8%	一期单位：10%-15% 二期单位：8%	一期单位：20%-30% 二期单位：20%-30% 三期单位：15%

资料来源：银监会，证监会，浙商证券研究所

金融机构需要完成从办公系统到核心业务系统的替换。根据要求，金融行业要实现从 OA、办公系统到一般业务系统、核心系统的替代工作。此外，监管机构对每年的金融信创提出要求，例如 2021 年要求实现办公管理类系统的替换上线，同时对 PC 机、服务器、柜员机等银行终端机具规定了替换比例，此外对于现金管理等一般业务系统以及核心业务系统制定了替换计划表。

图 15：金融信创要求

四大必选任务	十大专项攻关任务	五大保障任务
1. 办公管理系统国产替代; 2. 银行终端机具国产化替代; 3. 一般业务系统国产化替代; 4. 核心业务系统国产化替代;	1. 主机下移研究与应用; 2. 金融级分布式数据库研究与应用; 3. 国产集中式交易型数据库研究与应用; 4. 分布式存储软件国产化研究与应用; 5. 国产服务器、操作系统应用推广; 6. 专业应用系统国产化研究与应用; 7. 国产网络设备应用与推广; 8. 基于国产芯片服务器应用与推广; 9. 金融国产存储设备应用与推广; 10. 云计算平台国产化应用与推广	1. 建立金融科技创新机制; 2. 完善应急处置预案; 3. 完善金融业技术应用标准体系; 4. 建立国产化考核监督与扶持机制; 5. 构建金融业国产化生态适配机制(实验室)

资料来源：银监会，浙商证券研究所

依托于强大的渠道能力、研发能力，公司在金融信创优势明显。依托于强大渠道能力、金融解决方案自主研发能力，目前公司已形成信创架构规划设计、银行系统信创解决方案、信创全适配服务、信创云和分布式基础设施、信创集成和运维服务在内的五大业务体系，实现了不同场景下复杂产品的适配和性能调优。

图 16：神州信息金融信创



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2022 年 Q1 金融信创签约额破亿，并已在 30 多家机构开展信创咨询服务。2021 年公司参与了包括监管机构、国有大行、股份制银行、城商行、农商行、证券公司等 20 余家金融机构的信创支持工作。2022 年 Q1，公司金融信创签约某国有大行及多家城商行，总签约额达 1.04 亿，并已在 30 多家银行、证券、保险等金融机构中开展信创咨询服务，为后续的信创集成、适配、系统迁移奠定良好基础。

4. 盈利分析预测、投资评级与风险提示

4.1. 业务拆分及收入成本预测

1、金融科技业务：金融科技为公司战略发展业务，主要包括金融软件及服务、集成业务两类。

受益于银行系统更新换代周期，业务移动化、互联网化带来的系统性能新需求，叠加国际形势影响下的信创政策，银行将持续加大科技投入并逐步向分布式系统架构迁移，大行成熟系统有望向中小行推广。2021 年公司核心系统签约广发银行、北京银行等 13 家银行，企业级微服务平台及企业服务总线（ESB）新签 15 家银行，数据中台、数据治理签约 20 余家银行，充分体现行业高景气。据赛迪顾问预测，2025 年中国银行 IT 解决方案市场规模将达到 1181.2 亿元，2021-2025 年复合增长率为 25.10%。我们认为，公司拳头产品分布式核心业务系统、企业服务总线 ESB 市场需求旺盛，预计增速将高于行业平均 25%，预测金融软件及服务 2022-2024 年增速分别为 30%、27%、25%。

2021 年公司金融信创业务签约 8.4 亿元，新增监管机构、政策性银行、国有大行、股份制银行等金融信创行业标杆案例 20 余个。预计 2022 年第三批金融信创试点开启，新增试点单位达到 150 余家，三批合计试点单位达到 350 余家，第一批、第二批国产化比例将翻倍至 30%，第三批新增单位国产化比例为 15%，意味着金融信创市场 2022 年将实现翻倍以上增长，公司信创集成业务有望持续快速增长。此外，2023-2024 年暂不考虑新增试点单位，第一批、第二批国产化比例预计将由 30%提升至 50%、80%，第三批机构国产化比例将由 15%提升至 30%、50%，替换场景由 OA、邮件等外围系统向一般业务系统、核心系统渗透，行业信创市场规模将持续保持 50%以上的增速。行业快速发展为公司集成业务奠定良好基础，预测金融集成业务 2022-2024 年增速分别为 13%、15%、17%。

综上所述，预测金融科技业务 2022-2024 年增速分别为 21.56%、21.46%、21.50%。

由于毛利更高的金融软服业务增速相对较快，有望带动金融科技业务整体毛利率提升。预计 2022-2024 年金融科技业务毛利率分别为 18.50%、19.00%、19.50%。

2、政企数字化业务：主要包括软件和服务、集成业务两类。2021 年政企行业实现收入 37.32 亿元，同比微升。我们预测，2022-2024 年政企业务将保持稳健增长，增速保持在 6%左右，毛利率将保持在 15.50%左右。

3、运营商数字化业务：也主要包括软服、集成业务两类。我们预测，2022-2024 年运营商业务也将保持平稳，小幅微降，降幅保持在 5%左右，毛利率将保持在 16.50%左右。

表 4：公司业务拆分及收入、成本预测

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	10,685.98	11,355.68	12,546.98	13,984.93	15,726.96
同比增长	5.32%	6.27%	10.49%	11.46%	12.46%
毛利率	17.09%	17.09%	17.24%	17.86%	18.57%
金融科技业务					
收入	4243.85	5022.39	6105.11	7415.30	9009.84
同比增长	8.84%	18.35%	21.56%	21.46%	21.50%

毛利率	19.20%	18.05%	18.50%	19.00%	19.50%
政企数字化业务					
收入	3525.24	3732.04	3955.96	4193.32	4444.92
同比增长	28.65%	5.87%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率	14.57%	15.71%	15.50%	15.50%	15.50%
运营商数字化业务					
收入	2483.72	2307.17	2191.81	2082.22	1978.11
同比增长	-14.82%	-7.11%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	15.69%	16.64%	16.50%	16.50%	16.50%

资料来源：wind，浙商证券研究所

4.2. 费用率分析与预测

营业费用率：我们认为，公司政企数字化、运营商数字化、金融集成业务占比较高，渠道、营销团队较为成熟，同时金融软件与服务业务行业景气度高，需要加大营销投入抢占订单。预计公司销售人员数量和营业费用增速与营收增速较为同步，2022-2024 年营业费用率保持平稳，维持在 4.60% 左右的水平。

管理费用率：我们认为，公司从事金融科技、行业数字化业务多年，管理人员数量 and 费用较为稳定，预计管理人员数量和管理费用增速与营收增速较为同步，2022-2024 年管理费用率保持平稳，分别为 2.65%、2.65%、2.65%。

研发费用率：我们预计公司将持续保持分布式架构的高强度研发投入，研发费用增速将超过收入增速，预计 2022-2024 年研发费用率分别为 5.40%、5.60%、5.80%。

表 5：公司费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业费用率	4.21%	4.33%	4.60%	4.60%	4.60%
管理费用率	2.69%	2.57%	2.65%	2.65%	2.65%
研发费用率	4.78%	5.07%	5.40%	5.60%	5.80%

资料来源：wind，浙商证券研究所

4.3. 盈利预测

我们预测公司 2022-2024 年实现营收 125.47、139.85、157.27 亿元，同比增速分别为 10.49%、11.46%、12.46%；实现归母净利润分别为 4.57、5.47、6.58 亿元，同比增速为 21.49%、19.79%、20.19%；EPS（最新摊薄）分别为 0.46、0.55、0.67 元。

估值分析：

我们选取从事政务、医疗、教育、汽车等领域数字化转型业务的电科数字，从事大数据业务的东方国信、从事集成业务的太极股份。2022-2024 年可比公司平均 PE 分别 26、22、19 倍，归母净利润 CAGR 均值为 17%。公司 2022-2024 年 PE 分别为 24、20、16 倍，归母净利润 CAGR 为 20%。因此，公司 PE 低于可比公司而归母净利润增速 CAGR 高于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

公司	股价	EPS			PE			22-24 年
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR
东方国信	8.55	0.31	0.37	0.44	28	23	19	19%
电科数字	25.27	0.93	1.04	1.15	27	24	22	11%
太极股份	18.10	0.82	1.01	1.18	22	18	15	20%
平均					26	22	19	17%
神州信息	10.99	0.46	0.55	0.67	24	20	16	20%

资料来源：wind，浙商证券研究所

5. 风险提示

金融科技行业竞争加剧：银行业机构数量众多，业内大部分为项目输出，集中度提升缓慢。若行业竞争加剧，预计将对公司订单获取、毛利率、人才储备等产生不利影响。

金融信创推广不及预期：央行等机构逐步提升对国产化比例的要求，但金融行业相对党政更强调系统稳定性、安全性。若金融信创推广不及预期，预计将对公司集成业务增速造成不利影响。

公司回款周期拉长：业内大部分为项目输出，诸多项目建设周期高达一年，若客户回款周期拉长预计将对收入确认、经营性现金流流入造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	9637	11736	13381	15150	营业收入	11356	12547	13985	15727
现金	1527	2775	3605	4451	营业成本	9415	10384	11487	12806
交易性金融资产	734	760	748	747	营业税金及附加	40	48	54	58
应收账款	2174	3117	3092	3057	营业费用	491	577	643	723
其它应收款	0	50	18	28	管理费用	292	332	371	417
预付账款	100	132	133	149	研发费用	575	678	783	912
存货	3035	3601	4365	5122	财务费用	45	1	2	(5)
其他	2067	1301	1419	1596	资产减值损失	198	150	175	223
非流动资产	2785	2699	2547	2455	公允价值变动损益	(5)	(4)	(5)	(5)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	56	70	80	80
长期投资	142	261	189	197	其他经营收益	68	60	55	55
固定资产	415	349	285	220	营业利润	417	503	600	722
无形资产	146	107	68	28	营业外收支	(6)	(4)	(2)	(3)
在建工程	0	0	0	0	利润总额	411	500	598	719
其他	2082	1982	2005	2010	所得税	23	28	34	41
资产总计	12422	14435	15928	17604	净利润	388	471	564	678
流动负债	6287	7605	8451	9339	少数股东损益	12	14	17	20
短期借款	164	800	850	900	归属母公司净利润	376	457	547	658
应付款项	3516	4325	4891	5660	EBITDA	492	569	669	780
预收账款	0	348	129	194	EPS (最新摊薄)	0.38	0.46	0.55	0.67
其他	2607	2131	2580	2585	主要财务比率				
非流动负债	108	82	82	91		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	108	82	82	91	营业收入	6%	10%	11%	12%
负债合计	6396	7687	8533	9430	营业利润	(17%)	21%	19%	20%
少数股东权益	112	128	147	171	归属母公司净利润	(21%)	21%	20%	20%
归属母公司股东权益	5914	6620	7248	8004	获利能力				
负债和股东权益	12422	14435	15928	17604	毛利率	17%	17%	18%	19%
					净利率	3%	4%	4%	4%
现金流量表					ROE	6%	7%	8%	9%
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC	6%	6%	7%	8%
经营活动现金流	372	461	537	628	偿债能力				
净利润	388	471	564	678	资产负债率	51%	53%	54%	54%
折旧摊销	95	75	75	74	净负债比率	3%	11%	10%	10%
财务费用	45	1	2	(5)	流动比率	1.53	1.54	1.57	1.60
投资损失	(56)	(70)	(80)	(80)	速动比率	1.05	1.06	1.05	1.05
营运资金变动	4	348	571	485	营运能力				
其它	(105)	(363)	(595)	(525)	总资产周转率	0.93	0.94	0.93	0.95
投资活动现金流	19	(74)	215	98	应收帐款周转率	5.88	4.97	4.41	4.84
资本支出	38	39	39	39	应付帐款周转率	3.80	3.42	3.09	3.01
长期投资	21	(119)	72	(8)	每股指标(元)				
其他	(41)	6	104	68	每股收益	0.38	0.46	0.55	0.67
筹资活动现金流	(685)	839	41	61	每股经营现金	0.38	0.47	0.54	0.64
短期借款	(558)	636	50	50	每股净资产	6.04	6.66	7.22	7.88
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
其他	(127)	203	(9)	11	P/E	29	24	20	16
现金净增加额	(295)	1226	793	787	P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	21	15	11	9

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn