

宇信科技(300674.SZ)买入 (首次评级)

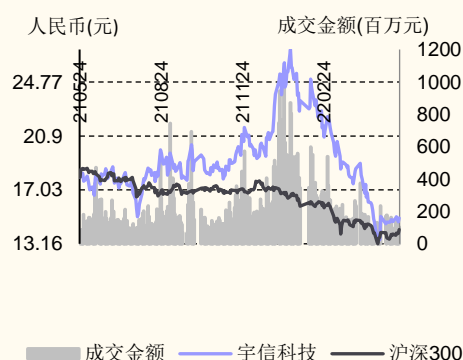
公司深度研究

市场价格(人民币): 15.01元

目标价格(人民币): 22.15元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.12
已上市流通A股(亿股)	6.47
总市值(亿元)	106.82
年内股价最高最低(元)	27.10/13.37
沪深300指数	4078
创业板指	2417



均衡发展, 守正出奇

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,982	3,726	4,465	5,518	6,741
营业收入增长率	12.44%	24.97%	19.82%	23.59%	22.15%
归母净利润(百万元)	453	396	525	691	855
归母净利润增长率	65.18%	-12.60%	32.76%	31.43%	23.75%
摊薄每股收益(元)	1.099	0.599	0.738	0.970	1.201
每股经营性现金流净额	0.88	0.18	0.66	1.05	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.49%	14.40%	15.93%	18.09%	19.17%
P/E	N/A	N/A	20.33	15.47	12.50
P/B	N/A	N/A	3.24	2.80	2.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三重因素驱动银行IT持续高景气。**IDC 预计 2020-2025 年整体行业 CAGR 为 18.8%。行业高景气背后的驱动力为政策推进银行科技自立, 银行 IT 架构向分布式转型, 银行业务对数据治理、信贷、监管报送等系统的需求。
- **公司客户结构均衡, 利于平抑客户投资周期及经验迁移。**公司来自大型商业银行、股份制及政策性银行、城商及农商行的营收大体均衡; 2017 年上述客户对公司的营收贡献分别为 22%、31%、33%。这使得公司不会受到单一类别客户 IT 投入波动的影响, 且能将某一类客户的成功经验向其他客户进行顺利迁移。
- **产品守正出奇, 兼顾稳增长及快增长。**作为国内产品线最为完备的银行 IT 服务商之一, 公司能够平抑不同产品建设周期。在软件业务作为公司增长压舱石, 以 20%左右的速度稳定增长的同时; 公司重点投入以 40%~50%增速快速增长的创新运营产品线, 从而兼顾稳增长及快增长。
- **营收结构优化、管理提质增效, 毛利率及净利率水平有望进一步提升。**毛利达 70%以上的创新运营业务快速增长, 有利于持续提升公司整体的毛利率水平。同时, 公司 2022 年预计股份支付费用减少 6 千万左右, 因而我们判断公司净利率水平有望进一步提升。
- **研发投入持续增加。**2021 年, 公司研发投入 4.3 亿元, 同比增加 38.7%, 研发费用率为 11.7%, 较上年增加 1.2pct。此外, 公司于 2021 年 9 月通过定向增发募集资金 11.2 亿元, 拟用于“面向中小微金融机构的在线金融平台”、“基于人工智能技术的智能分析及应用平台”、“全面风险与价值管理”等项目的建设。

投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司的营业收入分别为 44.7/55.2/67.4 亿元, 净利润分别为 5.3/6.9/8.6 亿元, 对应 EPS 0.74/0.97/1.20 元, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 20x/15x/13x, 给予公司 2022 年合理估值 30 倍 PE, 对应目标价为 22.15 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复使得公司经营不及预期; 创新运营等高毛利业务拓展不及预期; 行业竞争加剧; 解禁风险; 股东和高管减持风险。

王倩雯 联系人
wangqianwen@gjzq.com.cn

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 软件开发业务: 软件开发是公司经营的稳定器。考虑到公司 2021 年末软件业务在手订单同比增长 26%，同时考虑疫情反复对今年收入确认的潜在影响，我们保守预计 2022 年软件开发业务同比增长 22%。

IDC 预计 2020-2025 年行业 CAGR 为 18.8%，行业竞争格局有望优化，我们认为公司作为行业龙头，软件开发业务增速有望超过行业增速。同时考虑到公司逐年提升的营收基数，我们预计 2023、2024 年软件开发业务增速分别为 25%、23%。

2) 创新运营业务: 创新运营业务为公司未来增长的引擎。在数字零售业务持续增长的同时，该业务预计进行多模块发展，如供应链金融、基于营销场景的业务运营等，预计未来 2~3 年保持 40-50% 的增速。同时考虑到公司逐年提升的营收基数，我们预计 2022~2024 年创新运营业务增速分别为 45%、45%、40%。

3) 系统集成销售及服务: 根据 2022 年一季报该业务的表现，2022 年集成业务可能受到疫情的影响，我们预计 2022 年集成业务增速较去年略微下降至 5%。同时我们认为公司未来将更多将营业重心投入前两块业务，因而预计 2023、2024 年软件开发业务增速分别为 10%、10%。

4) 毛利率: 参考过往经营数据，我们认为软件开发业务和集成业务的毛利率较为平稳，因而预计 2022~2024 年这两项业务的毛利率分别为 38%、10%。创新运营业务可能会随着新业态的拓展略有下滑，因而我们保守预计 2022~2024 年创新运营业务的毛利率分别为 74%、73%、72%。

5) 股份支付: 预计 2022 年较 2021 年减少 6 千万左右。该项费用的减少可能使得 2022 年销售/管理/研发费用率略有下滑。

6) 销售费用率: 综合考虑 2022 年股份支付费用的减少，以及对创新运营、海外等新业务的市场拓展，我们预计公司未来可能略微加大销售投入，因而预计 2022~2024 年的销售费用率分别为 4.3%、4.4%、4.5%。

7) 管理费用率: 综合考虑 2022 年股份支付费用的减少，以及考虑近年公司加强精细化管理带来的管理费用率下滑趋势，我们预计未来管理费用率下滑的趋势仍有望延续，因而预计 2022~2024 年管理费用率分别为 7.9%、7.8%、7.7%。

8) 研发费用率: 综合考虑 2022 年股份支付费用的建设，以及公司近年深化现有业务系统开发、积极拓展新业务带来的研发费用率上升趋势，我们预计未来研发费用率上升的趋势有望延续，因而预计 2022~2024 年研发费用率分别为 12.0%、12.1%、12.3%。

9) 财务费用率: 公司于 2022 年 3 月 29 日公告，拟使用不超过 8.6 亿元(含)的闲置募集资金及不超过 5.0 亿元(含)的自有资金分别购买安全性高、流动性好、短期(不超过 12 个月)的保本型理财产品和低风险理财产品。因而我们预计未来公司利息收入增加、利息费用减少，使得财务费用率降低。同时，随着募投项目的推进，预计购买理财的闲置募集资金数量减少，因而财务费用率可能呈现上升趋势。我们预计 2022~2024 年财务费用率分别为-0.7%、-0.4%、-0.2%。

■ 我们区别于市场的观点

1.目前市场认为银行 IT 公司业务模式类似，我们认为宇信科技在众多银行 IT 公司中发展最为均衡，主要体现在均衡的客户结构以及产品结构上。这使得公司的整体经营受客户投入周期或某类产品投入周期影响较小，这个特点也更符合银行 IT 投资者对于稳健增长的诉求。

2.目前市场认为银行 IT 公司毛利率及净利率水平较为稳健，很难获得改善。我们认为宇信科技重点发展高毛利的创新运营业务，随着高毛利业务的快速发展，公司整体营收结构有望改善，毛利率及净利率水平也有望改善。随着经营结构的改善，未来公司的估值也有望实现双升。

■ 股价上涨的催化因素

1. 公司整体业绩超预期；
2. 银行向更多新业务或新技术方向上加大 IT 投入，如此前的分布式、国产化、数字人民币等；
3. 公司在高毛利的创新运营业务或海外拓展等方面超预期。

■ 估值和目标价格

我们预计 2022-2024 年公司的营业收入分别为 44.7/55.2/67.4 亿元，净利润分别为 5.3/6.9/8.6 亿元，对应 EPS 0.74/0.97/1.20 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 20x/15x/13x，给予公司 2022 年合理估值 30 倍 PE，对应目标价为 22.15 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 投资风险

疫情反复使得公司经营不及预期；创新运营等高毛利业务拓展不及预期；行业竞争加剧；解禁风险；股东和高管减持风险。

内容目录

投资要件	2
1. 均衡发展，一体两翼	6
1.1 二十余年深耕，成为全业务、全客户群银行 IT 领军企业	6
1.2 各项经营指标稳健，毛利率有望随收入结构调整而改善	7
1.3 软件开发为压舱石，创新运营为增长引擎	8
2. 三重因素驱动行业持续高景气，竞争格局有望持续优化	10
2.1 行业景气持续，大行近年 IT 投入增速较高	10
2.2 “政策+技术+业务”三重因素驱动行业持续景气	11
2.3 行业竞争格局有望持续优化	13
3. 客户及产品均衡发展，战略合作助力市场开拓	15
3.1 客户结构均衡，利于平抑客户投资周期及经验迁移	15
3.2 产品守正出奇，兼顾稳增长及快增长	15
3.3 乘金融科技出海东风，拥抱东南亚广阔蓝海	16
3.4 协同头部厂商，共同丰富金融科技生态	18
4. 管理团队从业经验丰富，股权激励彰显信心	18
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 宇信科技发展历程	6
图表 2: 2018-2021 年公司营业收入	7
图表 3: 2018-2021 年公司扣非归母净利润	7
图表 4: 2018-2021 年公司毛利率、净利率情况	8
图表 5: 2018-2021 年公司费用率情况	8
图表 6: 2018-2021 年销售商品提供劳务收到的现金流情况	8
图表 7: 2018-2021 年公司经营活动现金流净额情况	8
图表 8: 公司主营业务情况	9
图表 9: 2018-2021 年公司分业务营收占比	9
图表 10: 2018-2021 年公司分业务毛利率变化情况	10
图表 11: 2017-2025 年中国银行 IT 解决方案市场规模	10
图表 12: 2017-2022 年金融数字化及科技自立相关政策	11
图表 13: 银行业集中式架构与分布式架构对比图	12
图表 14: 银行监管报送系统示意图	12
图表 15: 国有六大行 2021 年数据治理进展	13
图表 16: 2020 年银行 IT 解决方案市场份额情况	14
图表 17: 2018-2020 银行 IT 解决方案 CR5 和 CR3 情况	14
图表 18: 2018-2021 年公司与友商营收对比 (亿元)	14

图表 19: 公司与友商毛利率对比	14
图表 20: 公司与友商扣非归母净利率对比.....	14
图表 21: 公司主营业务按客户类型细分的营收占比	15
图表 22: 公司主要客户情况.....	15
图表 23: 公司 V5 分布式信贷服务平台架构	16
图表 24: 2018 年东南亚各国家银行渗透率	17
图表 25: 2019-2025 年东南亚数字金融服务市场规模	17
图表 26: 海外业务营收及增长情况.....	17
图表 27: 公司与百度合作的金融云产品架构	18
图表 28: 公司股权架构.....	19
图表 29: 核心估值假设.....	20
图表 30: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21

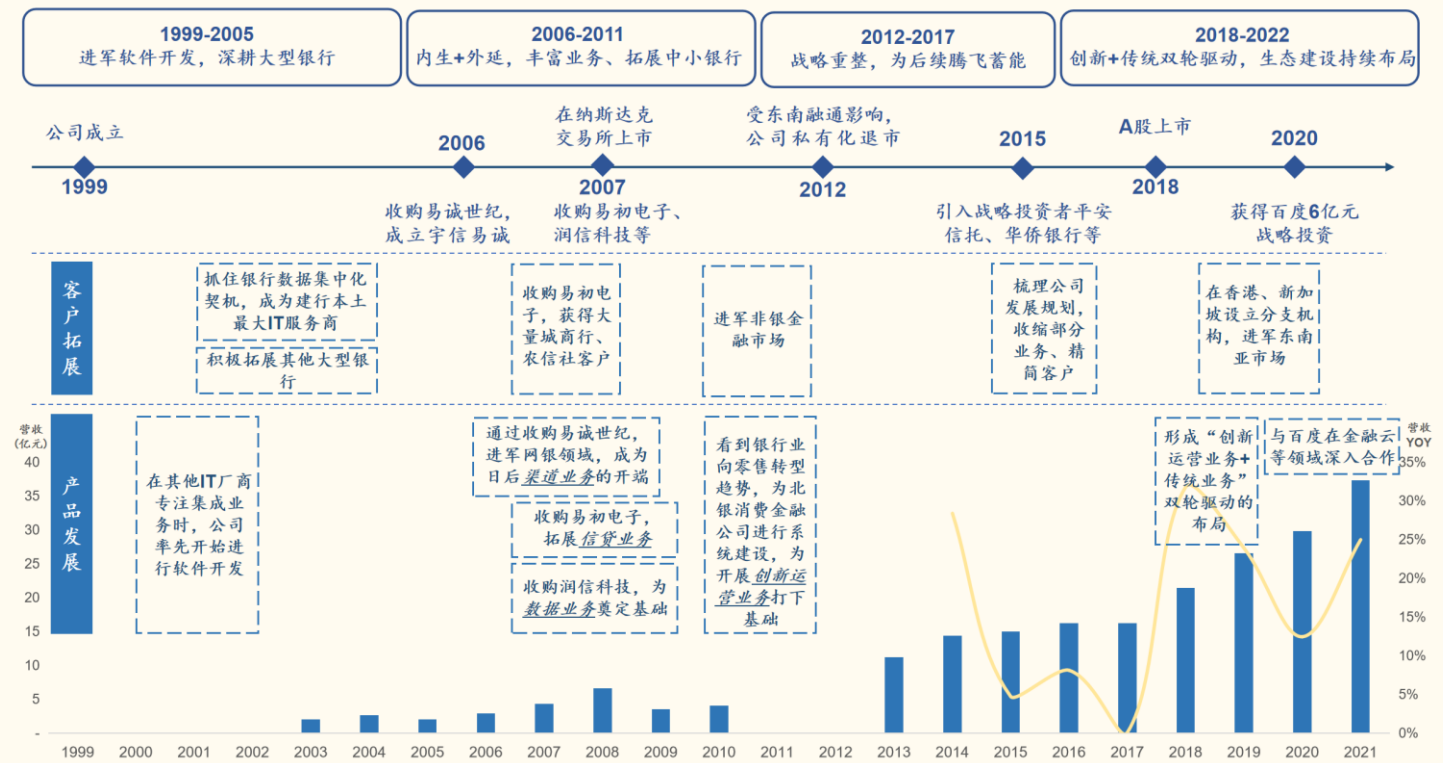
1. 均衡发展，一体两翼

宇信科技是业务结构及客户结构发展最为均衡的银行 IT 龙头之一。公司深耕行业 20 多年，目前已形成了“软件开发及服务+系统集成+创新运营服务”三大业务板块，其中软件开发业务为压舱石，创新运营业务为增长引擎。近年来，公司各项经营指标稳健，毛利率有望随收入结构优化而改善。

1.1 二十余年深耕，成为全业务、全客户群银行 IT 领军企业

公司发展历程大致可以分为 4 个阶段，每个阶段都伴随着客户、产品及资本的演进：

图表 1：宇信科技发展历程



来源：Wind，公司官网，公司年报，巨潮资讯网，银行家杂志公众号，英飞拓系统公众号，国金证券研究所

- **第一阶段（1999-2005 年）：进军软件开发，深耕大型银行。**2000 年，在其他 IT 公司专注于集成业务之时，公司进军软件开发市场，为日后发展奠定基础。2003 年，受益于银行数据大集中，公司脱颖而出成为建行在本土最大的 IT 供应商；该阶段，公司也积极拓展了工商银行、民生银行等大型银行客户。
- **第二阶段（2006-2011 年）：内生+外延，丰富业务、拓展中小银行。**外延方面，公司 2006 年完成与易诚世纪的合并，进军网银领域，并成为日后渠道业务的开端。2007 年，公司在纳斯达克上市补充了大量资本金，通过收购易初电子、润信科技等公司进军信贷、数据等领域，并成功进入城商行、农信社市场，成为当时国内唯一一家拥有全线金融解决方案的 IT 服务商。内生方面，公司开展 POS 机相关业务、并积极拥抱银行业向零售转型的趋势，通过服务消费金融公司为日后创新运营业务打下基础。
- **第三阶段（2012-2017 年）：战略重整，为后续腾飞蓄能：**受东南融通事件影响，中概股迎来做空潮，公司于 2012 年选择私有化退市。该阶段，公司：①重新梳理发展战略，对客户及业务进行主动管理，因而营收增速

略有放缓；②进行资本结构优化，引入了一批包括平安信托、新加坡华侨银行在内的战略投资者

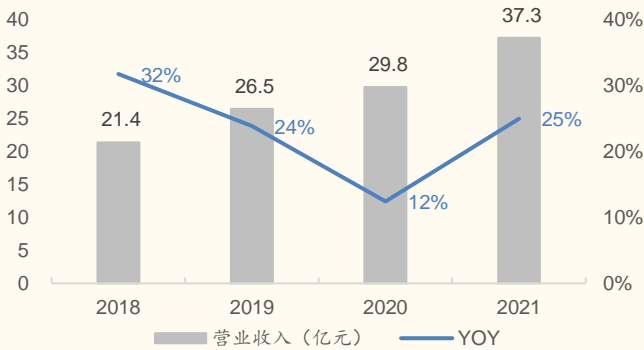
- **第四阶段（2018-至今）：“创新运营+传统业务”双轮驱动，生态建设持续布局。**2018年公司成功登陆A股创业板，同年公司提出“坚持创新业务转型与传统业务双轮驱动”的战略，着力拓展海外市场、发展创新运营业务。此外，公司还不断深化与百度、华为、腾讯等头部厂商的生态合作；2020年公司获百度6亿元战略投资，协同百度技术优势，联合打造行业内先进的“技术+应用+生态”综合能力。

1.2 各项经营指标稳健，毛利率有望随收入结构调整而改善

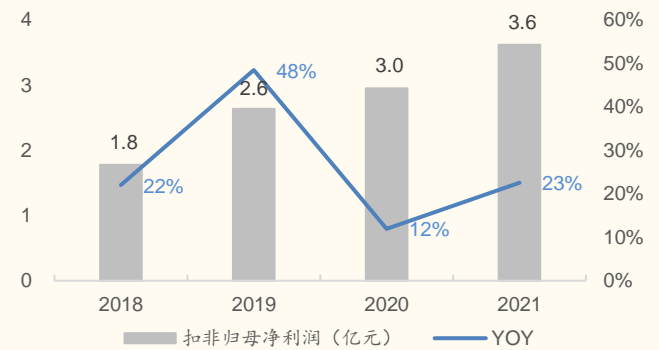
公司近年营收及扣非归母净利润均保持稳健增长。2021年，公司实现营业收入37.3亿元，同比增长25.0%，2018-2021年营收CAGR达20.3%；扣非归母净利润达3.6亿元，同比增长22.5%，2018-2021年扣非归母净利润CAGR达26.7%。

2022年一季度公司实现营收4.1亿元，同比下滑2.5%，主要系集成业务受到疫情影响；扣非归母净利润较上年同期扭亏为盈，为0.01亿元，主要系毛利率较高的创新运营业务收入大幅增长。

图表 2：2018-2021 年公司营业收入



图表 3：2018-2021 年公司扣非归母净利润



来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

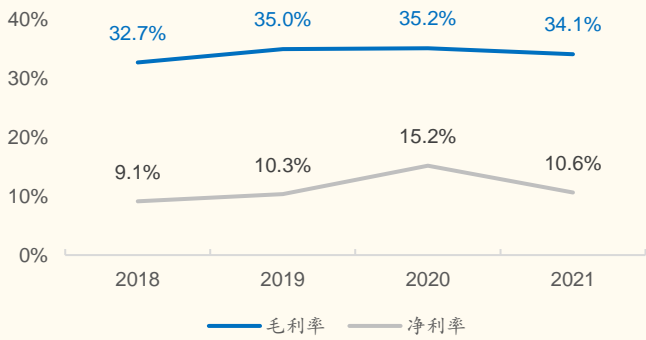
来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

公司毛利率保持稳定，销售及管理费用率呈现下滑趋势。2021年，公司毛利率为34.1%，较上年下降1.1pct，主要由于人工成本上升所致；随着公司高毛利的创新运营业务及海外业务高速增长，业务结构的优化预计将带来整体毛利率的提升。

2021年净利率为10.6%，同比下降4.6pct，主要系当年股份支付金额较高、及人力成本上升所致。同时，公司销售、管理费用率呈现逐年下降趋势，2021年实现销售费用率4.2%，较上年下降0.6pct；实现管理费用率7.9%，较上年下降0.6pct。

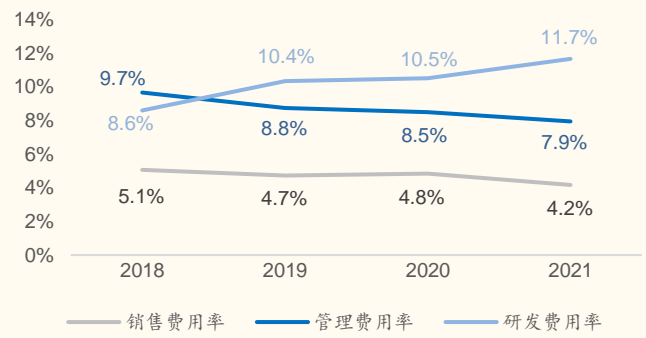
公司研发投入持续增加。2021年，公司研发投入4.3亿元，同比增加38.7%，研发费用率为11.7%，较上年增加1.2pct。2022年一季度公司研发费用率达19.2%，较上年同期增长2.8pct。此外，公司于2021年9月通过定向增发募集资金11.2亿元，拟用于“面向中小微企业机构的在线金融平台”、“基于人工智能技术的智能分析及应用平台”、“全面风险与价值管理”等项目的建设。

图表 4：2018-2021 年公司毛利率、净利率情况



来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

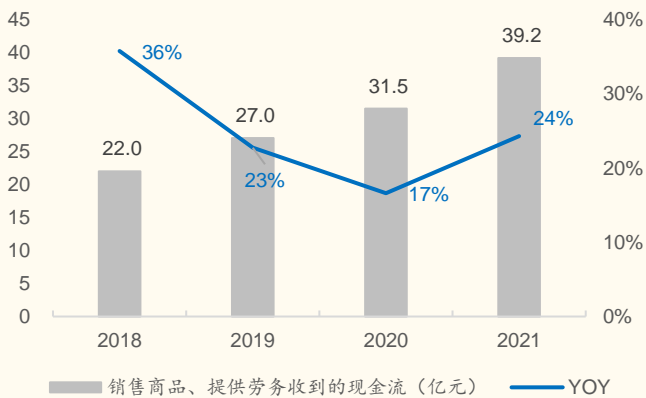
图表 5：2018-2021 年公司费用率情况



来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

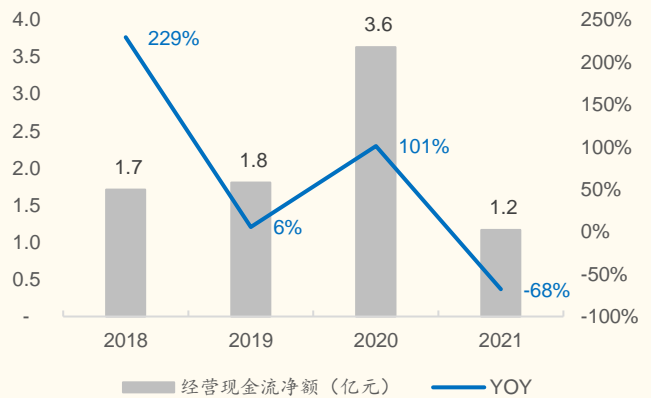
现金流方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金流与营收增速基本匹配，2021 年为 39.2 亿元，同比增长 24.3%。公司 2021 年经营现金流净额为 1.2 亿元，同比下滑 67.8%，主要系软件业务增长导致技术人员增加，且职工薪酬上升所致。2022 年一季度公司销售商品、提供服务收到的现金为 4.0 亿元，同比下降 32.0%；由于公司第一季度为回款淡季，经营活动现金流净额为负。

图表 6：2018-2021 销售商品提供劳务收到的现金流情况



来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

图表 7：2018-2021 年公司经营活动现金流净额情况

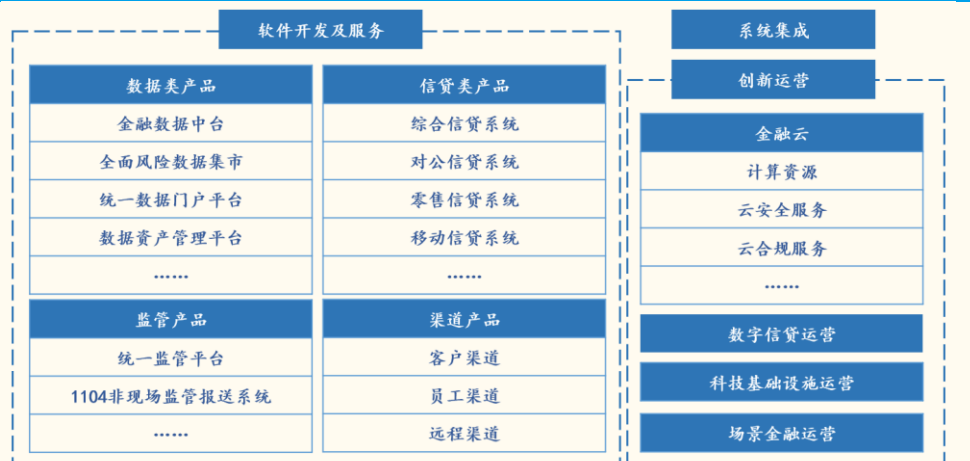


来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

1.3 软件开发为压舱石，创新运营为增长引擎

公司目前主营业务分为三类，包括软件开发及服务、系统集成销售及服务以及创新运营业务。其中，软件开发及服务是公司业务稳健增长的压舱石，主要包括数据、信贷、监管、渠道等业务。创新运营业务是公司的未来的增长引擎，主要包括数字信贷运营、金融云、场景金融运营、科技基础设施运营等业务，未来业务半径有望持续扩张。

图表 8：公司主营业务情况

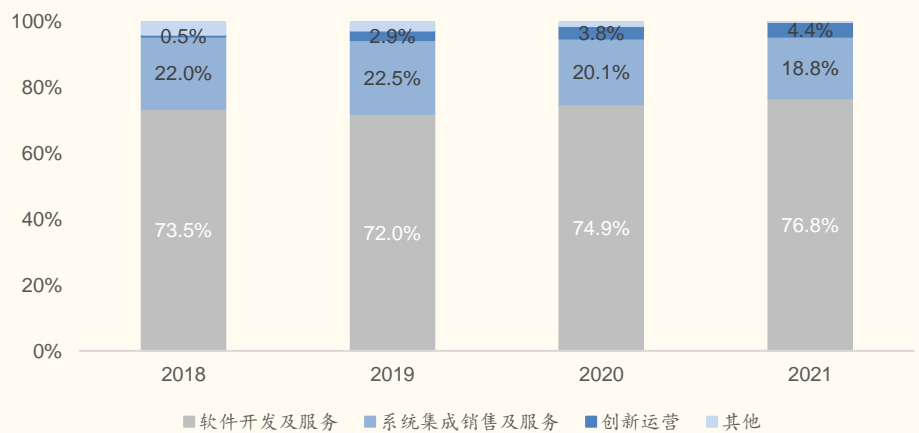


来源：公司官网，公司年报，国金证券研究所

软件开发及服务是公司业务稳健增长的压舱石。2021 年，公司软件开发及服务营收达 28.6 亿元，同比增长 28.2%，占总营收比重达 76.8%，较上年增加 1.9pct。截至 2021 年末，软件开发业务在手订单较上年同期增长 26%，为 2022 年该项业务的稳定增长奠定基础。

创新运营业务是公司未来的增长引擎。2021 年，公司创新运营业务实现营收 1.6 亿元，同比增长 46.5%，占总营收比重为 4.4%，较上年增加 0.6pct。公司预计未来两到三年创新运营业务收入将保持 40-50%的增速。

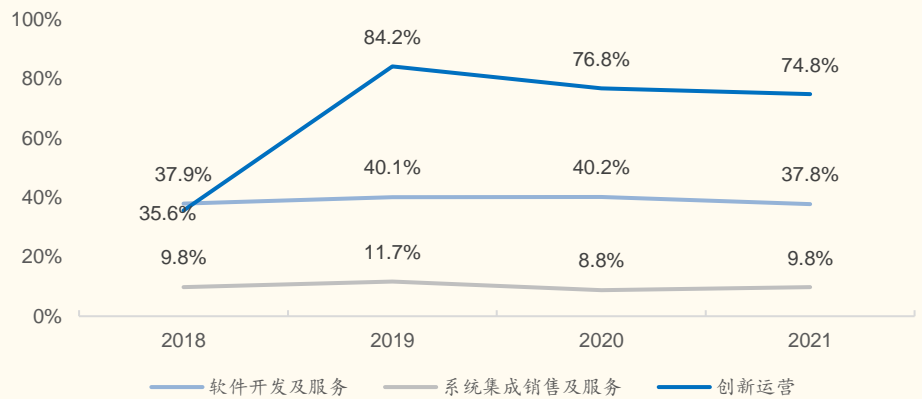
图表 9：2018-2021 年公司分业务营收占比



来源：wind，公司年报，国金证券研究所

三大主营业务中，创新运营业务毛利率最高，2021 年达 74.8%；软件开发及服务毛利率保持在 40%左右，2021 年实现毛利率 37.8%；系统集成业务毛利率较低，2021 年为 9.8%。随着公司收入结构的不断优化，未来整体毛利率有望进一步改善。

图表 10: 2018-2021 年公司分业务毛利率变化情况



来源: wind, 公司年报, 国金证券研究所

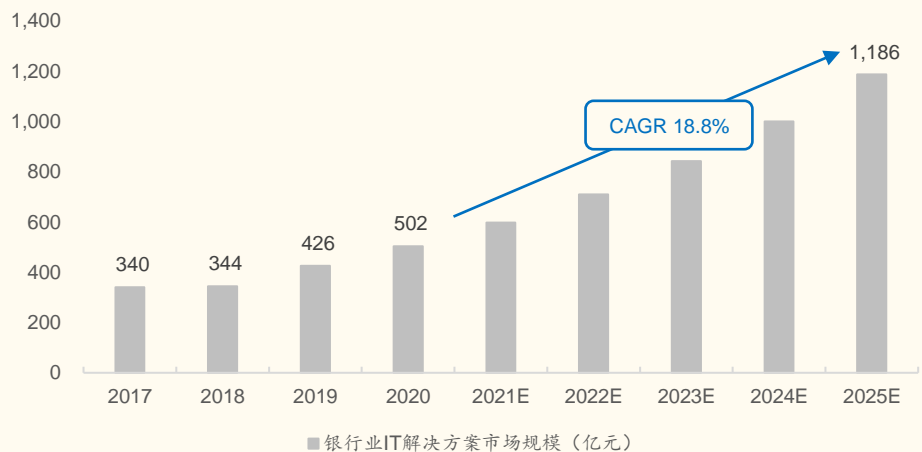
2. 三重因素驱动行业持续高景气, 竞争格局有望持续优化

2.1 行业景气持续, 大行近年 IT 投入增速较高

行业稳健增长, 景气有望持续。根据 IDC, 2020 年中国银行业 IT 投资规模达 1,392.7 亿元, 其中 IT 解决方案市场规模为 502.4 亿元, 2014-2020 年 IT 解决方案 CAGR 为 18.4%。IDC 预计到 2025 年 IT 解决方案市场规模将达到 1,185.6 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 18.8%。

大行近年投入增速较高, 2019-2021 年大行 IT 投入 CAGR 达 24.9%。我们统计了国有六大行及 10 家披露近三年 IT 投入数据的股份制银行: 2021 年 16 家银行的科技投入达 1,676.0 亿元, 同比增长 16.0%, 2019-2021 年 CAGR 达 24.9%。其中, 国有六大行科技投入体量更大, 2021 年科技投入合计 1074.9 亿元, 同比增长 12.3%, 2019-2021 年 CAGR 为 22.5%; 股份制银行科技投入增速更快, 10 家股份制银行 2021 年投入合计 601.1 亿元, 同比增长 23.2%, 2019-2021 年 CAGR 达 29.6%。

图表 11: 2017-2025 年中国银行 IT 解决方案市场规模



来源: IDC, 国金证券研究所

2.2 “政策+技术+业务”三重因素驱动行业持续景气

- **政策推进银行高质量数字化转型，着重强调科技自立。**在此背景下，能够全面适配国产基础软硬件、且有机会与大行合作树立标杆的公司有望获得先发优势。

图表 12：2017-2022 年金融数字化及科技自立相关政策

发布时间	政策文件名称	发布机构	重点内容
2022.01	《金融科技发展规划（2022-2025）》	中国人民银行	高质量推进金融数字化转型，健全适应数字经济发展的现代金融体系。 加强数据能力建设，架设安全泛在的金融网络 ，布局先进高效的算力体系
2021.12	《关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》	国务院	加快 金融数字化转型 。合理推动 大数据、人工智能、区块链 等技术在银行、证券、保险等领域的深化应用，发展智能支付、智慧网点、智能投顾、数字化融资等新模式，稳妥推进数字人民币研发，有序开展可控试点
2021.10	《关于规范金融业开源技术应用与发展的意见》	中国人民银行、中央网信办等五部门	探索 自主开源生态 ，重点在操作系统、数据库、中间件等基础软件领域和 云计算、大数据、人工智能、区块链 等新兴技术领域加快生态建设，利用开源模式加速推动信息技术创新发展。合理应用开源技术，提高 自主可控能力
2021.10	《关于规范金融业开源技术应用与发展的意见》	中国人民银行、中央网信办等五部门	探索 自主开源生态 ，重点在操作系统、数据库、中间件等基础软件领域和 云计算、大数据、人工智能、区块链 等新兴技术领域加快生态建设，利用开源模式加速推动信息技术创新发展。合理应用开源技术，提高 自主可控能力
2019.08	《金融科技发展规划（2019-2021）》	中国人民银行	搭建 安全可控的金融行业云服务平台 ，做好 分布式数据库 金融应用的长期规划，加大研发与应用投入力度，稳妥推动 人工智能 技术与金融业务深度融合
2017.06	《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》	中国人民银行	贯彻落实“互联网+”战略，通过政策引导、标准规范，促进金融业合理利用新技术， 建设云计算、大数据应用基础平台 及互联网公共服务可信平台， 研究区块链、人工智能等热点新技术应用 ，实现新技术对金融业务创新有力支撑和持续驱动

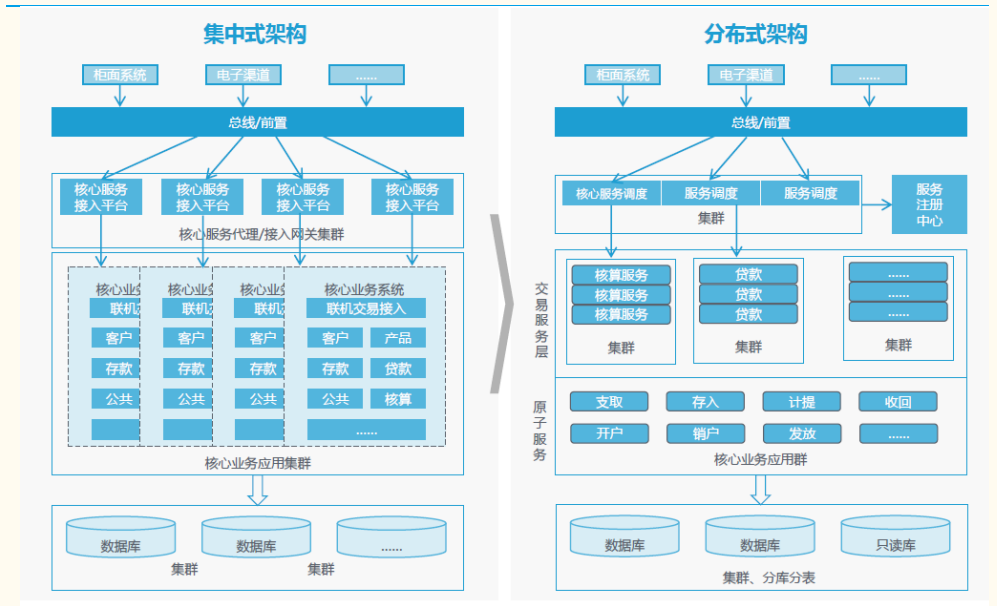
来源：中国人民银行，国务院，银保监会，国金证券研究所

- **分布式架构持续建设，大行取得阶段性进展。**与集中式架构相比，分布式架构具有成本较低、科技自立、高性能易拓展等优势。

- 1) **成本较低：**采用 x86 或 ARM 服务器平台，有效降低软硬件成本；
- 2) **科技自立：**分布式架构多与国产软硬件厂商合作，如鲲鹏、申威、TIDB、TDSQL 等，能够实现科技自立；
- 3) **高性能易拓展：**分布式架构能够同时利用多台服务器资源，达到超高并发、超高性能的效果；主备数据库之间可以实现自动切换与恢复；可通过动态增加服务器，进行容量和性能拓展。

目前国有六大行均积极推进架构升级，并已取得阶段性进展。如工商银行于 2021 年实现了“一云多芯”架构部署；建设银行于 2021 年完成境内外信用卡分布式核心系统投产，其零售贷款系统全面使用自主可控分布式数据库。

图表 13: 银行业集中式架构与分布式架构对比图



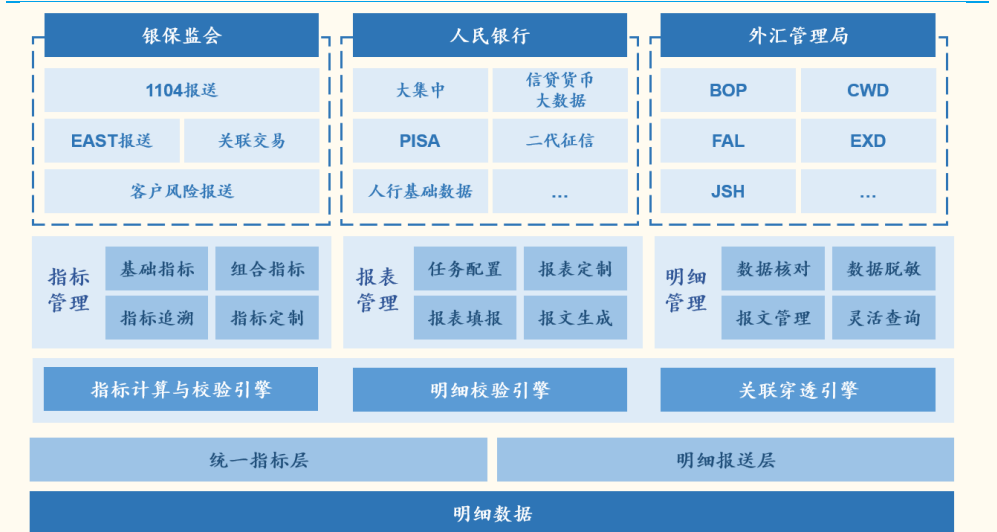
来源: 亿欧智库, 国金证券研究所

■ 业务需求催生信贷、监管报送系统升级, 数据治理成为 IT 建设发力点。

未来三到五年, 信贷系统将始终是银行 IT 建设的重点之一。近年来, 立足普惠金融、服务小微企业已经成为各大商业银行转型工作的重点, 自动化、批量化进行贷前审核工作催生出信贷系统升级需求。目前, 信贷项目群的数量和规模有超过核心系统建设的趋势, 其中不乏千万级信贷科技项目。

严监管背景下, 银行亟需构建强大的报送系统。2022 年 4 月银保监会再开罚单, 21 家银行因 EAST (监管标准化数据) 报送存在问题而被罚款, 罚金合计 8,760 万元, 此次处罚涉及的机构数量、处罚金额、问题数量都较过去大幅增加, 充分体现银保监会对银行在 EAST 数据质量治理中的监管要求日趋严格。拥有丰富的报送系统建设经验, 且能够提供跨系统报送服务的 IT 厂商, 将成为银行系统建设的最优选。

图表 14: 银行监管报送系统示意图



来源: 宇信科技公众号, 国金证券研究所

数据治理是银行应对业务转型和监管趋严的深层逻辑，建设数据中台能够更好地满足全域数据治理的需求。由于对数据存储能力和传递效率要求较高，数据中台多使用云计算技术。目前数据治理已经成为各大行 IT 建设的发力点，以国有六大行为例，其数据治理项目主要包括集团数据标准化采集、云端计算及存储、数据中台建设等。

图表 15：国有六大行 2021 年数据治理进展

银行名称	至 2021 年数据治理进展
工商银行	· 率先提出“数字生态、数字资产、数字技术、数字基建、数字基因”的五维布局。强化数据资产治理和数据安全管控，构建以“一湖两库”为核心的数据架构，打造同业首创、自主可控、分布式架构的大数据智能云平台，实现集团数据“全入湖”
建设银行	· 自主研发大数据云平台，实现了同业最大的存储计算分离数据库处理集群，计算节点数量 1.8 万个，实现全量业务数据入湖，实现全部 37 家分行大数据分析挖掘云上处理和集约化管理 · 数据中台支持构建全领域数据融合，截至 2021 年末，发布 1,600 余项数据服务，日均调用 100 万笔以上
中国银行	· 数据治理“三横两纵一线”框架基本建成，加强数据分析，提升数据要素在营销、风控和管理领域的应用 · 数据湖和数据仓库沉淀数据资产约 15PB，提供分析师平台、统一数据门户等服务，数据分析挖掘能力更贴近业务一线和客户服务，持续释放数据要素潜能
农业银行	· 推进数据深度整合和共性数据积累，大数据平台提供一站式专属数据服务。截至 2021 年末，数据总量超过 19PB
邮储银行	· 全力推进大数据五年发展规划实施，大数据平台实现对 138 个源业务系统数据的集中采集，构建 PaaS 平台，统一管理大数据集群资源与应用
交通银行	· 运用内外部数据，建立健全科技金融客户名单库和标签池，支持客户精准画像与识别 · 提升数据规范化管理水平，全年形成 3.1 万余项数据标准，企业级数据中台基本建成，部署算力充裕的大数据集群和“一湖一仓”数据底座

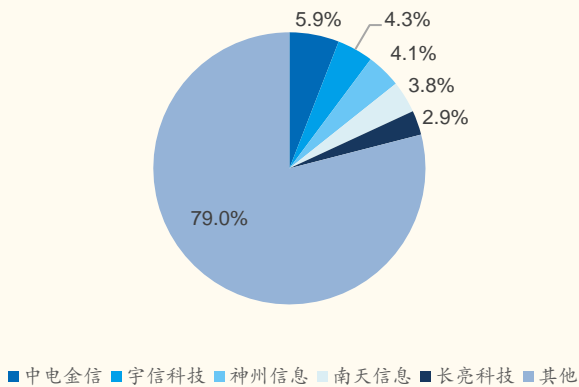
来源：Wind，各公司年报，国金证券研究所

2.3 行业竞争格局有望持续优化

当前银行 IT 市场竞争格局分散，未来集中度有望提升：

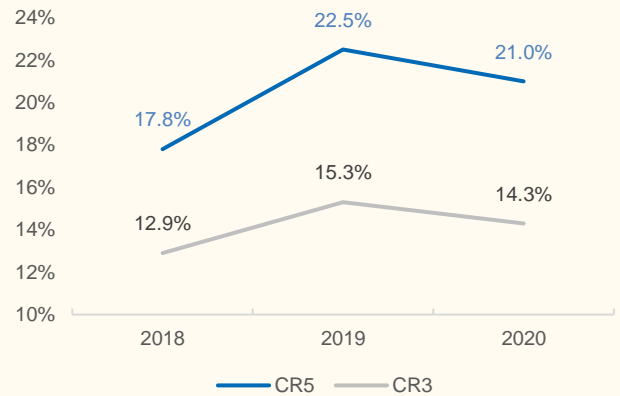
- **从市场份额维度看：**近年来行业 CR3 和 CR5 指标呈现上升态势，2020 年分别为 21.0%和 14.3%，较 2018 年的 17.8%和 12.9%明显提升；
- **从上市公司营收维度看：**根据 2021 年年报，27 家银行 IT 上市公司中实现营收同比增长的公司有 19 家，而营收增速超过 20%的公司仅 11 家，收入增速分化明显；
- **从银行供应商管理维度看：**由于 IT 建设与银行的网络安全、信息科技风险密切相关，客户更倾向于选择与自己有过成功合作经验或者在行业中拥有较多成功案例、具有较高知名度的企业合作，分散的供应商模式可能增加银行的相关成本；
- **从国产软硬件适配维度看：**银行 IT 上层应用的自主可控需要与芯片、服务器、操作系统、数据库、中间件等基础软硬件厂商进行兼容性互认证，宇信已经完成了超过 100 项新创产品适配认证。广泛的适配需求对银行 IT 厂商的产品性能、生态合作都提出更高要求，中小型厂商在此方面可能处于竞争劣势。

图表 16: 2020 年银行 IT 解决方案市场份额情况



来源: IDC, 国金证券研究所

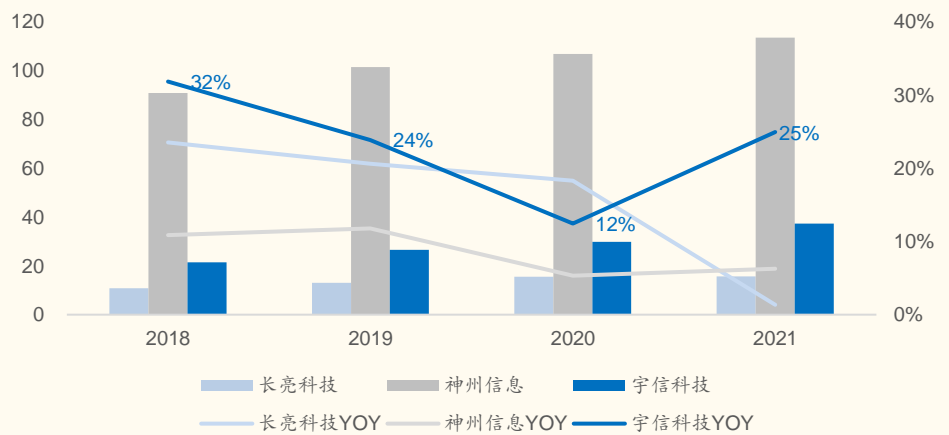
图表 17: 2018-2020 银行 IT 解决方案 CR5 和 CR3 情况



来源: IDC, 国金证券研究所

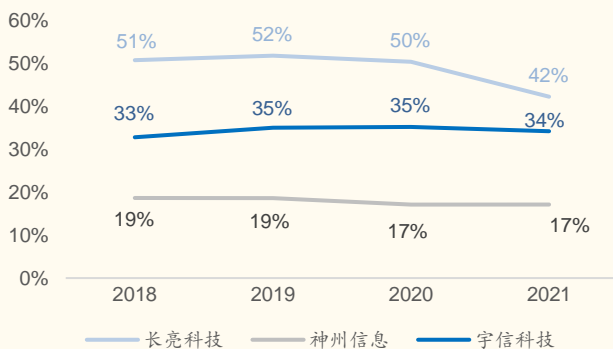
与行业其他优质公司横向对比, 公司营收增速、毛利率以及扣非归母净利率均较为稳健, 且处于行业中上水平。

图表 18: 2018-2021 年公司与友商营收对比 (亿元)



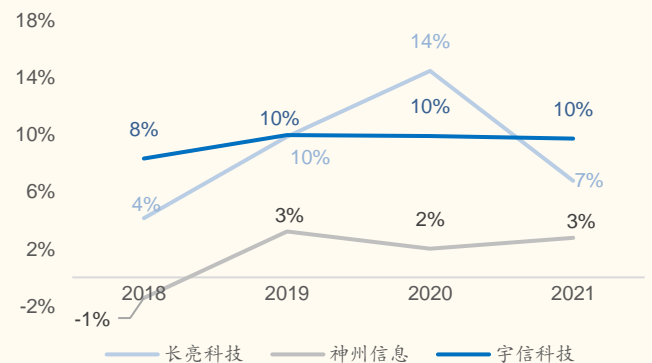
来源: wind, 各公司年报, 国金证券研究所

图表 19: 公司与友商毛利率对比



来源: wind, 各公司年报, 国金证券研究所

图表 20: 公司与友商扣非归母净利率对比



来源: wind, 各公司年报, 国金证券研究所

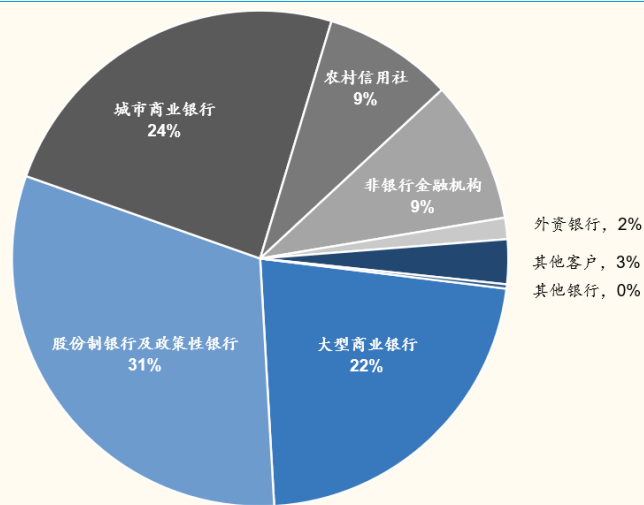
3. 客户及产品均衡发展，战略合作助力市场开拓

3.1 客户结构均衡，利于平抑客户投资周期及经验迁移

公司的客户结构非常均衡，这使得公司不会受到单一类别客户 IT 投入波动的影响，且能将某一类客户的成功经验向其他客户进行顺利迁移。

- **不受单一客户系统投入周期性影响：**不同类型银行 IT 建设重点和系统迭代周期有所差异，如大型商业银行的系统迭代普遍早于中小银行，使得公司可将大行经验复制到中小行的同时，也可平抑不同客户、不同系统的投入周期。
- **不同客户之间的成功经验可进行交叉迁移。**如公司自 2010 年起为北银、湖北、晋商等多家消费金融公司进行系统建设，在此过程中公司积累了丰富的系统开发经验以及对零售业务的理解，为后续在银行客户中开展创新运营业务奠定了坚实基础。

图表 21：公司主营业务按客户类型细分的营收占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

说明：由于公司最近一期披露数据仅到 2017 年，因而列示 2017 年按客户类型细分的收入占比情况。

图表 22：公司主要客户情况

客户类型	客户名称
中央银行、政策性银行	4 家：中国人民银行、中国国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行
大型国有商业银行	6 家：中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行、交通银行
股份制银行	12 家：中信银行、广发银行、平安银行、中国光大银行、民生银行、浦发银行、恒丰银行、渤海银行、华夏银行、浙商银行、招商银行、兴业银行等
城市商业银行	100 多家：北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行、杭州银行、盛京银行、广州银行、成都银行、哈尔滨银行等
农村商业银行	200 多家：吉林省农村信用社联合社、福建省农村信用社联合社、北京农商银行、上海农商银行、天津农商银行等
外资银行	东亚银行、韩亚银行、华侨银行、华美银行、南洋商业银行等
其他金融机构	北银消费金融有限公司、海尔消费金融有限公司、河南中原消费金融股份有限公司、晋商金融、长安新生（深圳）金融投资有限公司等

来源：公司年报，国金证券研究所

3.2 产品守正出奇，兼顾稳增长及快增长

作为国内产品线最为完备的银行 IT 服务商之一，公司能够平抑不同产品建设周期，在兼顾稳增长的同时重点投入高景气产品线，从而实现超额增长。

■ 稳增长方面：

根据 IDC 发布的《中国银行业 IT 解决方案市场份额，2020》，公司信贷操作系统已连续十年蝉联行业第一。2021 年公司推出分布式架构的智能化信贷产品系列 V5，新增合同订单数翻一番，且千万级订单激增。随着各银行信贷系统迭代窗口期到来，未来公司信贷产品收入有望继续保持高速增长。

图表 23：公司 V5 分布式信贷服务平台架构



来源：公司公众号，国金证券研究所

数据业务携手大厂，接连中标重大项目。目前，公司数据业务与多家头部数据库大厂进行合作。2021 年 5 月公司与华为共同发布“开放式标准数据中台盒子”，10 月与腾讯云携手发布了“金融数据中台解决方案”。项目中标方面，公司接连中标目前行业内规模最大的四川银行两行合并项目、国内最大农商行数据中台项目等。

■ 快增长方面：

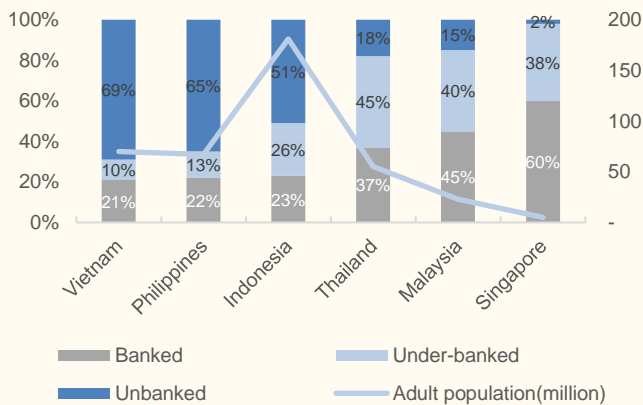
创新运营业务成为公司第二大增长引擎。2021 年该业务板块新增大量客户订单：如金融生态平台产品新增 1 家外资行、1 家国有大行；数字信贷产品签约 3 家规模较大的城商行；数字化营销运营新增 3 家银行客户；基于金融云产品的科技运营新签 2 家消费金融公司和 2 家保险公司。2022 年一季度创新运营业务再添 4 家银行客户，收入同比增长 130%。

根据 IDC 数据，2020 年公司互联网信贷产品市占率连续两年行业第一，2021 年上半年宇信金融云市场份额连续三年蝉联榜首。

3.3 乘金融科技出海东风，拥抱东南亚广阔蓝海

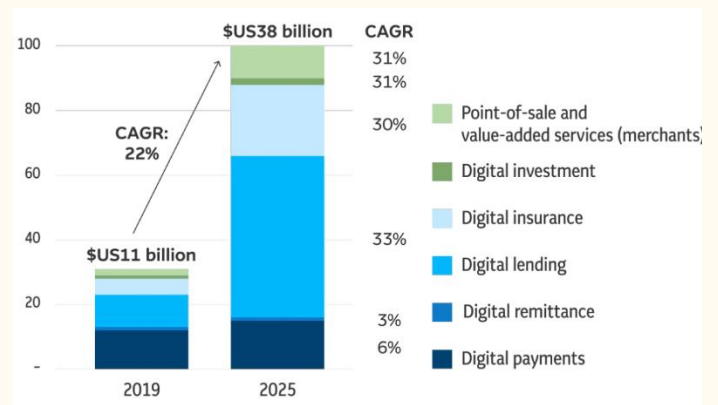
■ 东南亚市场空间广阔、体系尚不成熟。我国的金融科技技术水平和实践经验全球领先，金融科技采纳率从 2015 年的 29% 提升至 2019 年的 87%，在全球主要经济体中居首位。反观东南亚市场，2018 年越南、菲律宾、印尼等国银行渗透率不足 50%，银行市场尚有巨大的可开拓空间。根据 Euromonitor 等机构的估计，至 2025 年东南亚数字金融服务市场规模可达 380 亿美元，2019-2025 年 CAGR 为 22%，其中数字信贷业务占比最高。有待进一步成熟的银行体系和丰富的数字化建设机会，使得东南亚成为金融科技出海的首选目的地。

图表 24：2018 年东南亚各国家银行渗透率



来源：Euromonitor, World Bank, Bain, Temasek, 国金证券研究所

图表 25：2019-2025 年东南亚数字金融服务市场规模



来源：Euromonitor, GlobalData, Bain, Temasek, 国金证券研究所

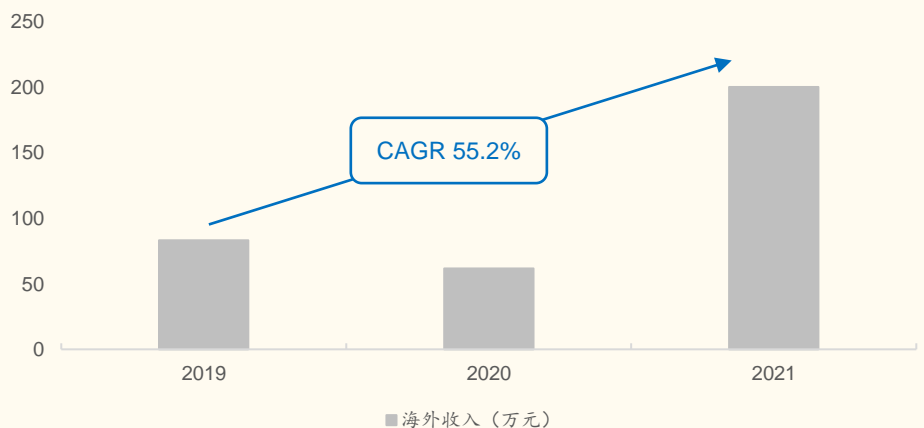
- **公司携手华侨银行及优质技术合作伙伴共同开拓海外市场。**公司于 2015 年引入战略投资者华侨银行，目前持有公司 1.86% 的股份，同时也是公司重要的外资银行客户。华侨银行是新加坡历史最悠久的本土银行，也是东南亚第二大的金融服务集团，其在东南亚的业务体量和市场经验有助于公司海外业务顺利落地。

此外，公司在 2021 年 6 月加入华为智慧金融伙伴出海计划，同时积极推动与腾讯、NTT DATA 等伙伴的战略合作，共同开拓东南亚市场。

公司于 2021 年出资 357 万美元（宇信香港出资 315 万美元，洪卫东先生出资 42 万美元）投资印尼最大的科技集团 GoTo Group，该公司主营业务包括网约车和电商平台，目前已成功在印尼本土上市。

- **当前，公司进军东南亚市场成效初显。**公司于 2019 年在香港、新加坡设立子公司，2020 年新设子公司印尼宇众，至 2021 年公司的网点转型、渠道、数据等传统软件产品在新加坡、印尼、马来西亚、柬埔寨等市场进展顺利，全年新签订单金额近 2,000 万元。2021 年公司的海外业务实现营收 200.2 万元，2019-2021 年 CAGR 达 55.2%。公司预计未来几年海外业务会继续保持高速增长，2022 年的海外业务收入将是 2021 年的数倍。

图表 26：海外业务营收及增长情况



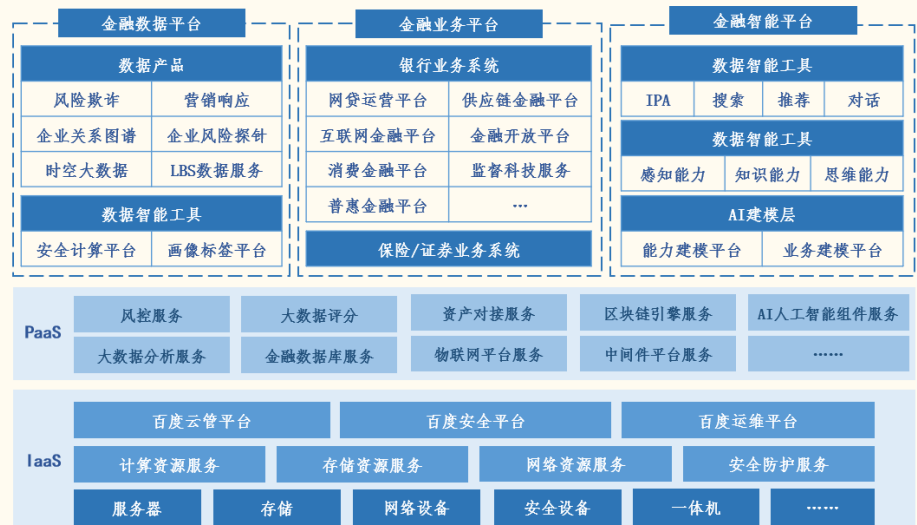
来源：wind, 公司年报, 国金证券研究所

3.4 协同头部厂商，共同丰富金融科技生态

公司一直与国内科技头部厂商保持密切合作关系，并在国内外市场联合推出多个联合解决方案：

- **引入百度作为战略投资者，升级金融云平台。**公司于 2020 年 1 月引入百度作为战略股东，旨在金融云、互联网核心、分布式数据库、大数据分析平台等多领域进行深入合作，目前百度是公司的第二大股东，持股比例为 5.14%。公司将百度的数据、流量、AI 技术与宇信的金融业务能力深度融合，升级打造更合规、更智能、更高效的金融行业专有云。

图表 27：公司与百度合作的金融云产品架构



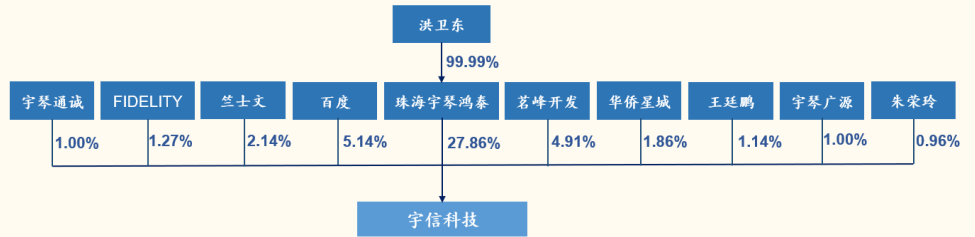
来源：公司公众号，国金证券研究所

- **与华为、腾讯打造联合解决方案。**公司自 2013 年起与华为合作，目前已成为华为在金融科技行业合作最久、最为全面的合作伙伴之一，双方携手打造了金融云数据中心、全渠道银行、金融大数据等多个联合解决方案。2021 年 10 月，公司与腾讯云签署战略合作协议，公司的信贷业务、数据中台业务、监管业务等核心业务线条，将与腾讯云国产数据库、腾讯安全、企业微信等产品全面对接开展工作。
- **与基础硬件公司共同打造自主可控方案。**公司基于微服务分布式架构的统一开发平台目前已与鲲鹏、申威等多款国产芯片服务器完成兼容认证，并适配欧拉、麒麟等多款操作系统及 OceanBase、TDSQL、TiDB、GoldenDB 等多款国产数据库。
- **与建信金科携手赋能中小机构，践行科技普惠。**建信金科是建设银行旗下从事金融科技的全资子公司，也是我国首家由商业银行成立的金融科技公司。2021 年公司监管产品与建信金科合作，持续参与国家级监管机构、地方金融监管机构智慧监管系列项目。未来，双方将持续深化合作，协助建行及其他中小银行共建生态。

4. 管理团队从业经验丰富，股权激励彰显信心

- **公司整体股权结构稳定。**公司创始人兼 CEO 洪卫东先生通过珠海宇琴鸿泰持有公司股份 27.86%，为公司第一大股东；百度为公司第二大股东，持股比例为 5.14%；茗峰开发为公司高管持股平台，持股 4.91%。

图表 28：公司股权架构



来源：wind，国金证券研究所

- **高管团队行业经验丰富。**如洪卫东先生 1997-1999 年曾担任高伟达总经理；公司 CFO 戴士平先生 2007-2009 年曾担任博彦科技高级副总裁和 CFO；公司副总经理欧阳忠诚先生 1995-2001 年曾就职于建设银行。
- **股权激励彰显信心。**公司于 2020 年 5 月宣布限制性股权激励计划，面向核心管理人员及业务骨干共 421 人，占公司员工总数的 3.8%，计划授予限制性股票 1,400 万股。2022 年 4 月，公司宣布以 1.5-3.0 亿元回购股份，拟用于实施员工持股计划或股权激励，体现了公司对未来发展前景的高度信心。

5. 盈利预测与投资建议

■ 核心假设：

1、营收端：

- **软件开发业务：**2021 年末该业务在手订单同比增长 26%，同时考虑到疫情反复对收入确认的潜在影响，我们保守预计 2022 年软件开发业务同比增长 22%。

IDC 预计 2020-2025 年行业 CAGR 为 18.8%，且上文 2.3 部分阐述了行业竞争格局有望优化，我们认为公司作为行业龙头，软件开发业务增速有望超过行业增速。同时考虑到公司逐年提升的营收基数，我们预计 2023、2024 年软件开发业务增速分别为 25%、23%。

- **创新运营业务：**该业务在数字零售持续增长的同时，进行多模块发展，如供应链金融、基于营销场景的业务运营等，预计未来 2~3 年保持 40-50% 的增速。同时考虑到公司逐年提升的营收基数，我们预计 2022~2024 年创新运营业务增速分别为 45%、45%、40%。
- **集成业务：**根据 2022 年一季报该业务的表现，2022 年集成业务可能受到疫情的影响，我们预计 2022 年集成业务增速较去年略微下降至 5%。同时我们认为公司未来将更多将营业重心投入前两块业务，因而预计 2023、2024 年软件开发业务增速分别为 10%、10%

2、费用端：

- **毛利率：**参考过往经营数据，我们认为软件开发业务和集成业务的毛利率较为平稳，因而预计 2022~2024 年这两项业务的毛利率分别为 38%、10%。创新运营业务可能会随着新业态的拓展略有下滑，因而我们保守预计 2022~2024 年创新运营业务的毛利率分别为 74%、73%、72%。
- **股份支付：**预计 2022 年较 2021 年减少 6 千万左右。该项费用的减少可能使得 2022 年销售/管理/研发费用率略有下滑。
- **销售费用率：**综合考虑 2022 年股份支付费用的减少，以及对创新运营、海外等新业务的市场拓展，我们预计公司未来可能略微加大销售

投入，因而预计 2022~2024 年的销售费用率分别为 4.3%、4.4%、4.5%。

- **管理费用率：**综合考虑 2022 年股份支付费用的减少，以及考虑近年公司加强精细化管理带来的管理费用率下滑趋势，我们预计未来管理费用率下滑的趋势仍有望延续，因而预计 2022~2024 年管理费用率分别为 7.9%、7.8%、7.7%
- **研发费用率：**综合考虑 2022 年股份支付费用的建设，以及公司近年深化现有业务系统开发、积极拓展新业务带来的研发费用率上升趋势，我们预计未来研发费用率上升的趋势有望延续，因而预计 2022~2024 年研发费用率分别为 12.0%、12.1%、12.3%。
- **财务费用率：**公司于 2022 年 3 月 29 日公告，拟使用不超过 8.6 亿元(含)的闲置募集资金及不超过 5.0 亿元(含)的自有资金分别购买安全性高、流动性好、短期(不超过 12 个月)的保本型理财产品和低风险理财产品。因而我们预计未来公司利息收入增加、利息费用减少，使得财务费用率降低。同时，随着募投项目的推进，预计购买理财的闲置募集资金数量减少，因而财务费用率可能呈现上升趋势。我们预计 2022~2024 年财务费用率分别为-0.7%、-0.4%、-0.2%。

■ 盈利预测：

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 44.7/55.2/67.4 亿元，净利润分别为 5.3/6.9/8.5 亿元，现价对应 20.3/15.5/12.5 倍 PE。

图表 29：核心估值假设

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37.3	44.6	55.2	67.4
YOY	25.0%	19.8%	23.6%	22.2%
——软件开发及服务	28.6	34.9	43.6	53.7
YOY	28.2%	22.0%	25.0%	23.0%
毛利率	37.8%	38.0%	38.0%	38.0%
——系统集成销售及服务	7.0	7.4	8.1	8.9
YOY	16.9%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
——创新运营业务	1.6	2.4	3.5	4.8
YOY	46.5%	45.0%	45.0%	40.0%
毛利率	74.8%	74.0%	74.0%	74.0%
综合毛利率	34.2%	35.3%	36.1%	36.7%
销售费用率	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%
管理费用率	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%
研发费用率	11.7%	12.0%	12.1%	12.3%
财务费用率	-0.2%	-0.7%	-0.4%	-0.2%
净利润	3.96	5.25	6.90	8.55
YOY	-12.6%	32.8%	31.4%	23.8%
净利润率	10.6%	11.8%	12.5%	12.7%
现价对应 PE	-	20.3	15.5	12.5

来源：wind，国金证券研究所

说明：以 2022 年 5 月 20 日收盘价计算现价对应 PE。

■ **投资建议及估值：**

我们采用市盈率法对公司进行估值，预计公司 2022-2024 年净利润为 5.3/6.9/8.6 亿元，对应 EPS 0.74/0.97/1.20 元，对应 PE 20.3/15.5/12.5 倍。

我们选取 4 家银行 IT 可比公司对宇信科技进行估值，考虑到宇信科技在银行 IT 行业的龙头地位，给予 2022 年 30 倍 PE 估值，目标价 22.15 元/股，给予宇信科技“买入”评级。

图表 30：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300348.SZ	长亮科技	9.33	0.29	0.38	0.49	32.38	24.26	19.08
002987.SZ	京北方	17.51	1.06	1.41	1.77	16.46	12.42	9.92
000555.SZ	神州信息	10.89	0.50	0.62	0.68	21.69	17.58	15.93
300872.SH	天阳科技	23.35	1.04	1.41	0.64	22.42	16.55	20.01
平均值						23.24	17.70	16.23
300674.SH	宇信科技	15.01	0.74	0.97	1.20	20.33	15.47	12.50

来源：Wind，国金证券研究所

6. 风险提示

■ 疫情反复使得公司经营不及预期。

疫情可能对公司下游客户营收产生影响，从而影响相应 IT 投入。此外，疫情可能对公司部分业务的开展，尤其是集成业务的开展、以及回款产生影响。

■ 创新运营、海外等高毛利业务拓展不及预期。

东南亚地区宏观经济、疫情、行业竞争环境的变化都可能使得海外业务拓展收到影响。已有创新运营业务的客户拓展、创新运营业务新业务模块的拓展对于公司都属于小步快跑的创新举措，可能会存在不及预期的风险。

■ 行业竞争加剧。

虽然正文中判断行业格局有改善趋势，但也不排除新竞争者的进入对当前竞争格局的扰动；以及公司在进入新客户、新业务领域时都可能遇到新的竞争挑战。

■ 解禁风险。

公司有 5,045 万股定向增发机构配售股份将于 2022 年 8 月 9 日上市流通，预计占解禁前流通股的 7.8%、占解禁后流通股 7.23%、占总股本 7.09%。该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

■ 股东和高管减持风险。

自 2019 年 11 月至 2021 年 11 月，公司股东爱康佳华、远创基因、海富恒歆、光控基因分别对公司进行了减持。2020 年 4 月，远创基因和光控基因共计向百度协议转让了占公司总股本 5.71% 的股份。截至 2021 年 11 月，上述股东均不再持有公司股份，此前减持或转让的股份数共计占公司总股本的 23.38%。

自 2020 年 1 月起，公司股东华侨星城、尚远有限分别对公司进行了减持，两者共持有公司总股本的 10.13%。2022 年 1 月，上述股东公告拟通过集中竞价和大宗交易的方式减持 1,824 万股，约占公司总股本的 2.76%，减持计划将于公告之日起三个交易日后的 180 天内进行，可能对公司近期股价产生影响。本次减持完成后，华侨星城、尚远有限将不再持有公司股份。

自 2019 年 11 月起，公司股东茗峰开发开始对公司进行减持，此时茗峰开发持有占公司总股本 6.97% 的股份；至 2022 年 5 月 11 日，茗峰开发仍持有公司占公司总股本 4.91% 的股份。

2021 年 12 月，公司高管井家斌在未预先披露减持计划的情况下，通过集中交易的方式减持 1 万股公司股票，并收到北京证监局出具警示函的行政监管措施。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,652	2,982	3,726	4,465	5,518	6,741	货币资金	1,018	1,356	1,292	1,355	1,525	1,824
增长率		12.4%	25.0%	19.8%	23.6%	22.2%	应收款项	784	852	1,211	1,450	1,716	2,004
主营业务成本	-1,724	-1,934	-2,454	-2,889	-3,527	-4,264	存货	532	878	1,144	1,318	1,515	1,717
%销售收入	65.0%	64.8%	65.9%	64.7%	63.9%	63.3%	其他流动资产	70	130	96	161	197	240
毛利	928	1,048	1,272	1,576	1,991	2,476	流动资产	2,404	3,216	3,742	4,284	4,954	5,785
%销售收入	35.0%	35.2%	34.1%	35.3%	36.1%	36.7%	%总资产	60.5%	79.4%	84.0%	80.0%	78.3%	77.3%
营业税金及附加	-14	-14	-20	-22	-28	-34	长期投资	611	690	537	630	655	679
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	649	93	87	346	555	804
销售费用	-126	-144	-155	-192	-243	-303	%总资产	16.3%	2.3%	1.9%	6.5%	8.8%	10.7%
%销售收入	4.7%	4.8%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	无形资产	237	17	22	64	139	194
管理费用	-232	-253	-296	-353	-430	-519	非流动资产	1,569	837	710	1,069	1,376	1,703
%销售收入	8.8%	8.5%	7.9%	7.9%	7.8%	7.7%	%总资产	39.5%	20.6%	16.0%	20.0%	21.7%	22.7%
研发费用	-275	-313	-435	-536	-668	-829	资产总计	3,974	4,052	4,453	5,353	6,329	7,488
%销售收入	10.4%	10.5%	11.7%	12.0%	12.1%	12.3%	短期借款	829	169	15	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	282	323	366	473	623	791	应付款项	231	713	480	710	868	1,052
%销售收入	10.6%	10.8%	9.8%	10.6%	11.3%	11.7%	其他流动负债	604	818	1,175	1,316	1,617	1,953
财务费用	-26	-15	6	30	20	10	流动负债	1,664	1,700	1,671	2,026	2,485	3,005
%销售收入	1.0%	0.5%	-0.2%	-0.7%	-0.4%	-0.1%	长期贷款	402	0	0	0	0	0
资产减值损失	-17	-21	-40	-27	-4	-4	其他长期负债	0	0	15	11	8	6
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0	负债	2,066	1,700	1,686	2,037	2,493	3,011
投资收益	24	157	46	24	24	24	普通股股东权益	1,846	2,324	2,748	3,298	3,818	4,459
%税前利润	8.2%	32.6%	10.6%	4.4%	3.3%	2.7%	其中：股本	400	412	661	712	712	712
营业利润	287	478	429	559	735	909	未分配利润	745	1,102	1,297	1,680	2,200	2,841
营业利润率	10.8%	16.0%	11.5%	12.5%	13.3%	13.5%	少数股东权益	62	28	19	19	19	19
营业外收支	2	2	-1	0	0	0	负债股东权益合计	3,974	4,052	4,453	5,353	6,329	7,488
税前利润	289	480	428	559	735	909	比率分析						
利润率	10.9%	16.1%	11.5%	12.5%	13.3%	13.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-16	-27	-33	-34	-44	-55	每股指标						
所得税率	5.5%	5.7%	7.7%	6.0%	6.0%	6.0%	每股收益	0.685	1.099	0.599	0.738	0.970	1.201
净利润	273	453	395	525	691	855	每股净资产	4.615	5.641	4.156	4.634	5.364	6.265
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0	每股经营现金流	0.451	0.881	0.177	0.664	1.046	1.426
归属于母公司的净利润	274	453	396	525	691	855	每股股利	0.150	0.270	0.200	0.200	0.240	0.300
净利率	10.3%	15.2%	10.6%	11.8%	12.5%	12.7%	回报率						
							净资产收益率	14.85%	19.49%	14.40%	15.93%	18.09%	19.17%
							总资产收益率	6.90%	11.18%	8.89%	9.82%	10.91%	11.41%
							投入资本收益率	8.48%	12.09%	12.15%	13.42%	15.25%	16.61%
							增长率						
							主营业务收入增长率	23.88%	12.44%	24.97%	19.82%	23.59%	22.15%
							EBIT增长率	50.79%	14.76%	13.43%	29.20%	31.49%	27.10%
							净利润增长率	40.16%	65.18%	-12.60%	32.76%	31.43%	23.75%
							总资产增长率	22.50%	1.98%	9.88%	20.22%	18.24%	18.31%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	94.8	97.9	97.2	115.0	110.0	105.0
							存货周转天数	107.5	133.1	150.3	170.0	160.0	150.0
							应付账款周转天数	42.4	46.6	38.2	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	15.2	11.3	8.5	28.3	36.7	43.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	10.79%	-50.49%	-46.13%	-40.85%	-39.76%	-40.75%
							EBIT利息保障倍数	11.0	22.0	-61.3	-15.8	-31.1	-79.1
							资产负债率	51.99%	41.96%	37.86%	38.05%	39.39%	40.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	16	35	44	64
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.08	1.06	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402