万联证券 WANLIAN SECURITIES

领先的金融科技全产业链综合服务商

——神州信息（000555）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2020 年 07 月 31 日

报告关键要素：

神州信息致力于赋能金融 IT 架构转型升级与信息技术应用创新，累计服务客户 800 余家，2019 年营收首破百亿，业务结构持续优化。公司为银行 IT 龙头之一，拥有以分布式、大数据为代表的底层能力和以核心业务系统、企业服务总线等为代表的拳头产品，根据 IDC 数据统计，公司的银行核心业务解决方案和渠道类解决方案连续 8 年市占率第一。

投资要点：

- **核心系统中标数量创历史新高，获各界高度认可：**公司是银行核心系统的领导者，持续保持市场占有率和中标率领先，自主研发的新一代分布式核心系统 Sm@rtEnsemble2019 年持续中标，签约中国邮政储蓄银行、北京银行、营口沿海银行、广西北部湾银行、柬埔寨瑞丽银行等 16 家金融机构，业务类型涵盖核心系统咨询、核心系统建设、核心系统升级等多个层面，中标、签约数量创历史新高。
- **联手华为京东，共建金融科技生态：**公司为华为鲲鹏智能数据联盟成员，于 2019 年与华为联合发布“银行关键业务系统联合解决方案”和“云化开放银行联合解决方案”，有望在国内银行核心业务系统中广泛应用。公司还与京东金融宣布战略携手，面向中小银行推出融信云金融科技服务，助力中小银行连接用户，拓展场景，强化风控，高效运营，全面解决中小银行互联网化转型的痛点。
- **“科技+产业+金融”三方赋能，创新业务有望成为公司成长新引擎：**公司引领开放银行建设新高度，连续中标多家银行；公司还抓紧乡村振兴机遇，以自主研发的银农直连平台为基础拓展金融服务版图；此外，公司在区块链领域具备自主研发的区块链平台级解决方案 Sm@rtGAS，受益区块链及银行数字货币的持续推进；公司与国盾量子、国翔辰瑞密切合作打开量子通信领域新市场。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年营业收入分别为 118.13、140.05 和 166.56 亿元，归母净利润分别为 5.92、5.70 和 7.20 亿元，对应 EPS（最新摊薄）分别为 0.61、0.59 和 0.74 元，对应 PE 分别为 27.31、28.41 和 22.47 倍，对比可比公司估值及考虑公司在行业领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧；人力成本大幅提高；产品研发创新不及预期；银行核心业务系统更替升级不及预期。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,146	11,813	14,005	16,656
增长比率（%）	12%	16%	19%	19%
净利润(百万元)	382	604	581	731
增长比率(%)	707%	58%	-4%	26%
每股收益(元)	0.39	0.61	0.59	0.74
市盈率(倍)	43.07	27.31	28.41	22.47

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	计算机
公司网址	
大股东/持股	神州数码软件有限公司/40.14%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	970.38
流通A股（百万股）	963.42
收盘价（元）	16.44
总市值（亿元）	159.53
流通A股市值（亿元）	158.39

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 07 月 31 日

相关研究

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 徐益彬
电话：075583220315
邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、深耕行业三十年，金融科技全产业链综合服务商 3
1.1 以金融科技为核心，赋能多个行业 3
1.2 业务结构持续改善，助力利润再次腾飞 4
1.3 坚持自主研发，产学研深度融合 5
2、兼具技术与金融基因，产品不断创新升级 6
2.1 银行 IT 头部厂商，分布式架构领导者 6
2.2 积累大量优质客户，持续发展合作伙伴关系 9
2.3 内生需求+政策驱动，银行 IT 市场空间广阔 10
3、创新业务初见成效，有望成为公司成长新引擎 13
3.1 金融科技场景创新，“科技+产业+金融”三方赋能 13
3.2 抢跑区块链与量子通信赛道，打造新的利润增长点 15
4、盈利预测 16
5、风险提示 17

图表 1：公司发展大事记 3
图表 2：公司金融产品解决方案 4
图表 3：公司近 5 年营业收入及增长率情况 4
图表 4：公司近 5 年归母净利润及增长率情况 4
图表 5：公司近 5 年主营业务构成情况 5
图表 6：公司近 5 年分业务毛利率情况（单位：%） 5
图表 7：近三年公司人员构成情况（单位：个） 5
图表 8：近三年可比公司研发人员情况 5
图表 9：公司金融科技产品全向图 6
图表 10：2018 中国银行业 IT 解决方案市场格局 6
图表 11：2018 神州信息在中国银行 IT 部分细分市场占有率情况 7
图表 12：分布式银行核心业务系统 Sm@rtEnsemble 8
图表 13：分布式银行核心业务系统 Sm@rtEnsemble 软硬件需求 8
图表 14：分布式银行核心业务系统与国产数据库适配部分案例 9
图表 15：公司银行 IT 领域部分客户 9
图表 16：公司与华为联合解决方案 10
图表 17：公司与京东联合解决方案 10
图表 18：2019 年国有六大行金融科技投入（亿元） 11
图表 19：我国银行业 IT 解决方案市场规模（亿元） 11
图表 20：集中式与分布式对比 11
图表 21：我国银行业金融机构数量（2019 年底） 12
图表 22：我国金融 IT 部分利好政策 13
图表 23：开放银行系统架构图 14
图表 24：银农直连部分利好政策 14
图表 25：区块链解决方案 Sm@rtGAS 15
图表 26：量子通信相关应用 16
图表 27：分业务收入预测 17
图表 28：可比公司估值 17

万联证券

1、深耕行业三十年，金融科技全产业链综合服务商

1.1 以金融科技为核心，赋能多个行业

公司是信息化产业领导者，数字中国践行者。神州信息发端于1984年，前身为联想系统集成，2013年从神州控股拆分并成功在A股独立上市。公司的主营业务为软件技术服务与系统集成。依托三十余年积累的行业信息化建设经验与技术优势，公司致力于赋能金融IT架构转型升级与信息技术应用创新，推动大数据、人工智能、区块链、云计算与分布式、物联网以及量子通信等新兴技术在金融、政府、运营商、农业等各个行业的落地应用。

图表1：公司发展大事记

时间	发程历程
2000 年	发布新一代银行信息化整体解决方案 Sm@rtBanking
2003 年	成为国内提供金融咨询服务的 IT 公司； 中国税收征管信息系统 CTAIS2.0 成功上线
2004 年	在西安建设金融软件开发基地
2005 年	发布第二代银行核心系统整体解决方案 ModelB@nk1.0； 成功实施国家开发银行核心系统，成为银行整体应用的最佳范例
2007 年	发布国内基于 SOA 架构的银行应用体系 ModelB@nk2.0； 成功研发国内金融数据模型
2009 年	成功中标国家税务总局金税三期总体咨询规划和工程管理等项目；被工信部指定为国家 IT 服务标准工作组整体组副组长单位
2010 年	发布银行 IT 整体应用体系 ModelB@nk3.0 版，包含了神州信息自有知识产权的三大业务功能产品群 Fusion、Ensemble 和 Fintelligen，以及运行监控平台、企业服务总线、数据整合平台三个综合性服务平台。
2011 年	正式更名为“神州数码信息服务股份有限公司”； 成为业界通过“ITSS 运维服务通用要求”符合性评估的服务商。
2013 年	神州信息在深圳交易所成功上市（股票代码：000555.SZ）
2014 年	收购中农信达公司，布局智慧农村； 成为国家安全可靠计算机信息系统集成八家企业之一。
2015 年	“互联网+全能银行”新一代 IT 应用架构 ModelB@nk4.0 上市； 收购旗硕科技，完善智慧农业战略布局； 承建国际大型量子应用项目抢占千亿市场高地
2016 年	并购移动网络优化及通信大数据服务企业——华苏科技； 成立国家量子产业联盟宣告首批会员； 中标量子通信两大项目，总金额近 1.13 亿人民币； 与农业部签署合作协议，共同推动大数据与农业不断融合
2018 年	分布式银行核心业务系统获软博会“十大优秀产品奖”； 与京东金融战略携手，面向中小银行推出“IaaS+SaaS+FaaS”金融科技服务； 与国盾量子、国翔辰瑞共同成立神州国信合资公司，推动量子产业化落地； 担任 ITSS 国际标准组组长单位
2019 年	携手华为发布金融安全联合解决方案； 2019 IDC 金融科技全球百强：神州信息位列第 38 位，居中国上榜企业第 1 位

资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司战略聚焦金融科技，是全产业链综合服务商。公司自1987年进入金融信息化服务领域，随着公司业务的不断创新和发展，拥有了以分布式、大数据为代表的底层能力和以核心业务系统、企业服务总线等为代表的拳头产品。新形势下，公司一方面进行现有产品的持续迭代升级和产品线的不断开拓，不断扩大在银行等金融机构的市场份额；另一方面帮助银行实现自身金融能力与各商业生态场景的嫁接，打造平台化场景业务，高效解决各行业的金融供需问题。2019年，公司荣登“IDC FINTECH RANKINGS”全球金融科技百强排行榜第38名，居中国上榜企业首位。

图表2：公司金融产品解决方案

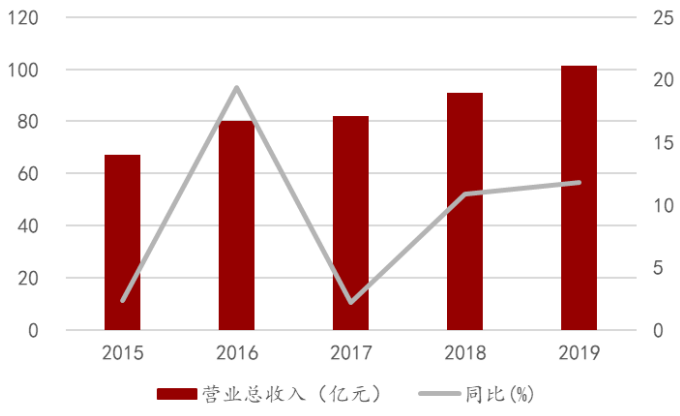


资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.2 业务结构持续改善，助力利润再次腾飞

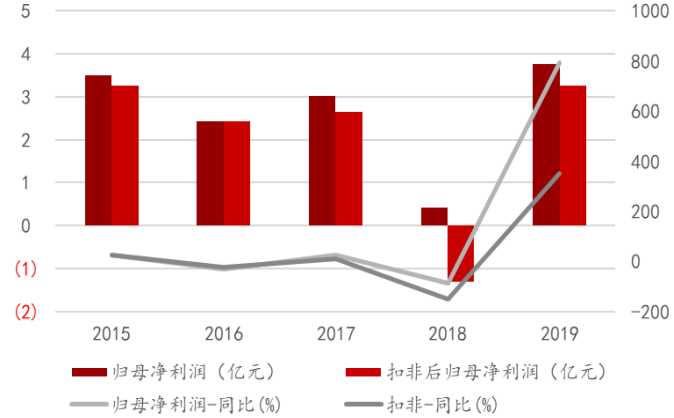
公司收入首破百亿大关，利润重回增长通道。2019年公司实现营业收入101.46亿元，同比增长11.77%。实现归属于上市公司股东的净利润为3.76亿元，同比大幅增长792.26%，实现扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润3.26亿元，同比大幅增长349.72%。公司2018年归母利润下滑是由于移动支付普及的大趋势冲击，其主营ATM业务出现大幅下滑，公司也因此选择在2018年果断终止ATM业务，剥离亏损业务后迎来了2019年业绩的大幅增长。

图表3：公司近5年营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

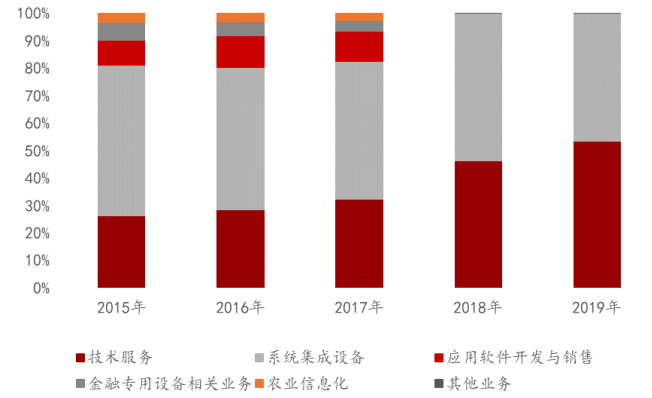
图表4：公司近5年归母净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

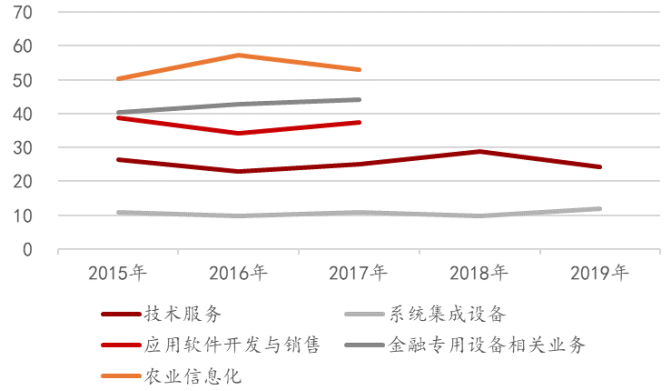
收入结构持续优化，战略转型成效显著。公司近年来将业务重心转向软件开发与技术服务，逐渐降低了毛利较低的集成业务比重。2019年，公司软件开发及技术服务业务实现收入54.08亿元，同比大幅增长29.37%，软件及技术服务在营业收入端占比首次超过系统集成业务。公司自2018年起提出聚焦金融科技的战略，2019年金融科技业务实现收入38.99亿元，同比增长11.29%，毛利率18.73%，同比增长2.35个百分点，其中软件和服务业务实现收入21.75亿元，同比大幅增长62.34%，毛利率25.02%。

图表5：公司近5年主营业务构成情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：公司近5年分业务毛利率情况（单位：%）

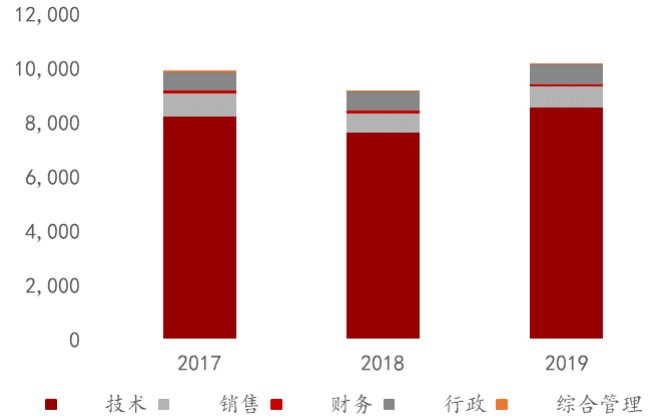


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 坚持自主研发，产学研深度融合

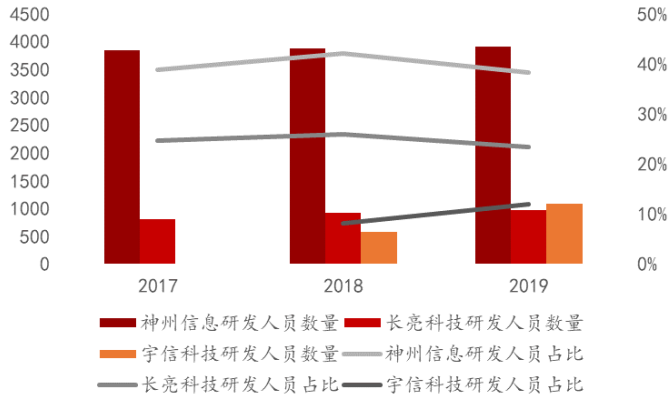
专业技术人才充沛，研发人员行业领先。公司注重并不断加强专业技术人才的引进和培养。2019年，公司的技术人员达到8553人，占员工总数的83.78%。其中研发人员3908人，占比接近员工总数的40%。通过与长亮科技、宇信科技对比可知，公司的研发人员无论是从绝对数还是占比而言均远超竞争对手。研发人力资源是科技企业的核心资产，能为公司带来源源不断的创新，也能更好地应对不同客户的差异化需求。

图表7：近三年公司人员构成情况（单位：个）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表8：近三年可比公司研发人员情况

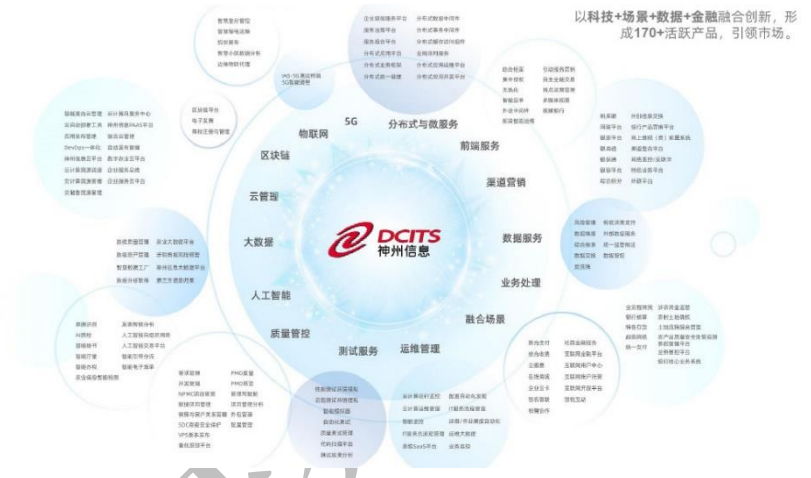


资料来源：公司公告，万联证券研究所

多地设立研发中心，形成产学研一体化。公司在西安、北京、广州等地设立了多个研发中心，其中西安研发中心是国内金融业成立最早、规模最大的软件开发基地之一；与国家在金融科技领域开展多层次合作；联合深圳市税务局共同研究社区网络应用在税收征管方面的实践路径；同时还与清华大学大数据软件工程实验室、北京航空航天大学重点实验室、专注网络空间科学与技术研究的鹏城实验室、中国信息通信研究

院云计算与大数据研究所等权威研究机构达成合作，围绕区块链、大数据、云脑平台智能应用、自主创新与安全等方面共同展开深层次研究。

图表 9：公司金融科技产品全向图



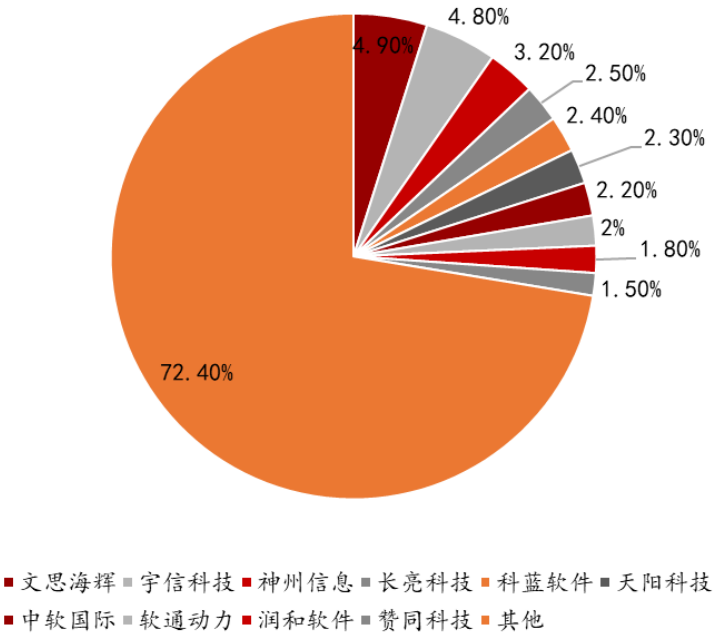
资料来源：公司公告，万联证券研究所

2、兼具技术与金融基因，产品不断创新升级

2.1 银行IT头部厂商，分布式架构领导者

公司满足银行全方位需求，在银行IT领域市占率领先。公司通过对分布式、人工智能、大数据、区块链等底层技术的应用，打造了包括核心业务类、渠道管理类在内的百余条细分产品线与解决方案，满足银行领域全方位的需求。据IDC统计，公司2018年在中国银行业IT解决方案整体市场中排名前三，市场占有率为3.2%。

图表10：2018中国银行业IT解决方案市场格局



资料来源：IDC，万联证券研究所

公司在多个细分领域市占率领先，参与行业标准制定。从银行IT细分子市场来看，公司在10个细分子市场中有多个排名前列。其中核心管理系统和渠道管理系统连续8年排名第一，处于绝对优势地位。同时，公司作为ITSS信息技术服务标准的参与者、制定者和推广者，积极推进从服务标准化到金融科技标准研究的相关工作。由公司主导编制的、由中国电子工业标准化技术协会批准启动的《金融行业联机交易系统分布式技术规范》和《开放银行应用系统技术要求》，截至2019年底已通过专家评审进入标准报批阶段。

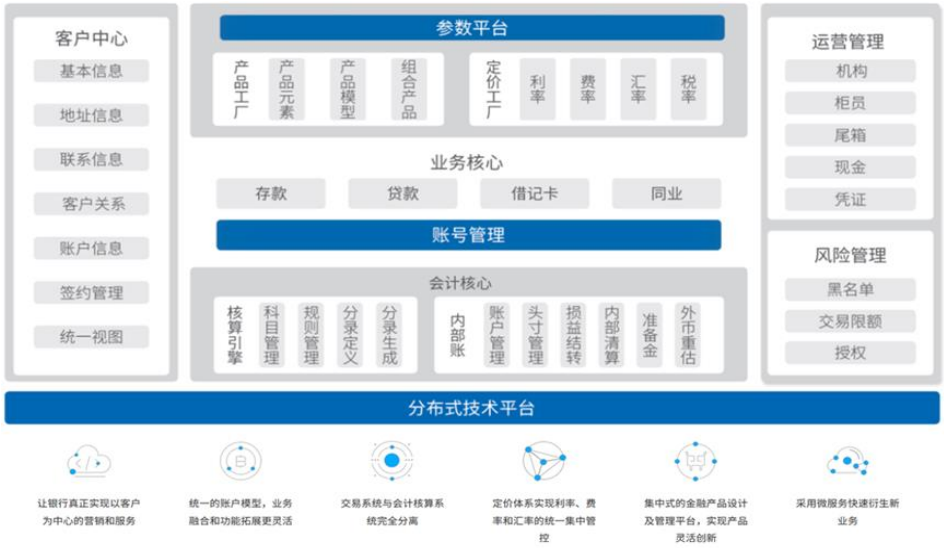
图表11：2018神州信息在中国银行IT部分细分市场占有率情况

银行 IT 细分市场	收入（百万）	市场占有率（%）	排名
业务类-核心系统解决方案	550.3	6.9	1
业务类-中间业务解决方案	56.4	2.2	3
业务类-支付与清算解决方案	68.5	3.1	5
业务类-互联网银行解决方案	66.1	4.7	4
渠道类-渠道管理系统解决方案	246.7	21.6	1
渠道类-柜台交易系统解决方案	75.1	6	2
渠道类-网络银行解决方案	7	0.3	5
管理类-企业资源管理解决方案	15.1	1	5
管理类-风险管理解决方案	101.2	1.5	8

资料来源：IDC，万联证券研究所

核心系统中标数量创历史新高，获各界高度认可。公司自主研发的新一代分布式核心系统Sm@rtEnsemble结合对银行业务的深入理解，前瞻性结合行业发展趋势，采用“分布式+微服务+云原生”设计理念，满足银行核心系统的功能的同时，支撑银行敏态业务的创新。系统以分布式计算框架和分布式数据存储为基础，支持大规模、突发性、高并发场景，能够以低成本，快速应对亿级账户规模的应用场景。同时，融入微服务理念实现系统功能的独立部署和灵活组合，具有极强的可扩展性，快速支撑业务及产品创新。2019年，公司核心系统业务持续中标，签约中国邮政储蓄银行、北京银行、天津银行、营口沿海银行、广西北部湾银行、柬埔寨瑞丽银行等16家金融机构，业务类型涵盖核心系统咨询、核心系统建设、核心系统升级等多个层面，中标、签约数量创历史新高。同时还获得了央行与学术界和业界的肯定：荣获中国人民银行直属企业中国金融电子化公司颁发的“2019中国国际金融展金鼎奖——优秀金融科技解决方案”，和中国电子学会颁发的“2019中国电子学会科学技术奖”。为重庆银行建设的分布式核心项目和为建设银行建设的开放银行管理平台荣获“2019IDC金融行业技术应用场景最佳创新奖”。

图表 12：分布式银行核心业务系统 Sm@rtEnsemble



资料来源：公司官网，万联证券研究所

全面适配国产基础软硬件，满足金融信创需求。目前，公司新一代分布式银行核心业务系统Sm@rtEnsemble能够平稳运行在各类不同类型规格的服务器上，支持各种云化部署，并且已完成与国内各主流以及新型数据库的全面适配，满足金融机构多样化金融信创需求。继百信银行分布式核心、天津银行分布式核心、吉林亿联分布式核心等项目后，神州信息金融分布式应用系统基本完成与平凯星辰TiDB、华为GaussDB、阿里OceanBase、百度数据库等国内主流分布式数据库的适配，为国内各商业银行结合自身实际选型、落地分布式数据库提供了有力支撑。2019年，公司依托自主研发的分布式应用平台Sm@rtGalaxy，帮助北京银行搭建整个分布式应用的开发平台，同时，助力北京银行在此平台上开发了网联、网贷、银联无卡支付和个人贷款系统，与TiDB分布式数据库完成适配并平稳运行，满足了客户的互联网业务转型需求，实现安全稳健的发展。

图表13：分布式银行核心业务系统Sm@rtEnsemble软硬件需求



资料来源：公司官微，万联证券研究所

图表14：分布式银行核心业务系统与国产数据库适配部分案例

实施案例	适配数据库
百信银行分布式核心系统	百度
北京银行分布式网贷和个贷核心系统	TiDB
亿联银行多地多活分布式核心系统	TiDB
天津银行核心业务系统	OceanBase

资料来源：公司官网，万联证券研究所

2.2 积累大量优质客户，持续发展合作伙伴关系

深耕银行IT领域近30年，积累海量优质客户。公司自1993年开始从事银行应用软件的定制与开发，凭借近30年对银行业的理解和经验，以及持续的技术创新研发和扎实的业务拓展能力，在业内建立了良好的品牌形象。截至目前，公司已经服务超过800家银行，分布式核心系统已累计收获客户20余家，包括国有大行、股份制、城商行、新兴银行等金融机构，其中民营银行占有率超70%，业务范围进一步扩展至财务公司及海外市场。考虑到客户培训、使用习惯、数据积累等因素导致银行更换系统的成本极其高昂，银行对于上游IT厂商的产品及服务具有更高的持续性要求，不会轻易打破粘性，因此优质且丰富的客户资源成为公司的护城河。

图表15：公司银行IT领域部分客户



资料来源：公司官网，万联证券研究所

联手华为京东，共建金融科技生态。公司为华为鲲鹏智能数据联盟成员，于2019年与华为联合发布“银行关键业务系统联合解决方案”和“云化开放银行联合解决方案”。前者将神州信息创新且稳定的关键业务系统与华为的基础软硬技术相结合，帮助金融机构实现业务安全与能效的平衡，解锁金融安全的关键问题；后者立足于开放银行云化的最新探索与落地实践，基于神州信息开放银行丰富的应用积累，最大程度地利用华为云资源，低成本、高效率地实现业务加速度。

图表 16：公司与华为联合解决方案



资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司还与京东金融宣布战略携手，面向中小银行推出融信云金融科技服务，即包含“IaaS+SaaS+FaaS”的全面金融科技服务，涵盖系统托管服务、网络金融业务输出、产品创新服务等模块，助力中小银行连接用户，拓展场景，强化风控，高效运营，全面解决中小银行互联网化转型的痛点。

图表 17：公司与京东联合解决方案

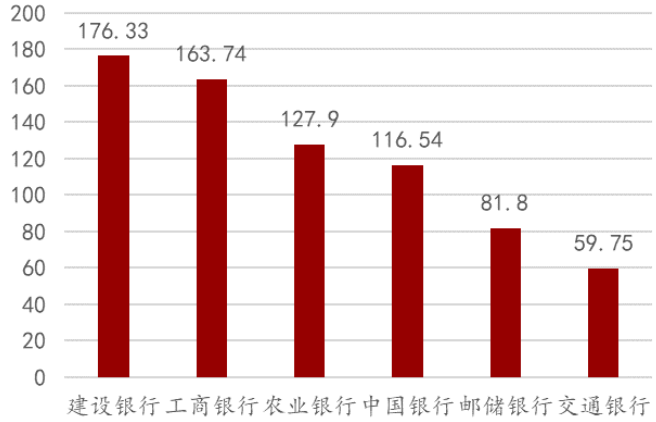


资料来源：公司官网，万联证券研究所

2.3 内生需求+政策驱动，银行IT市场空间广阔

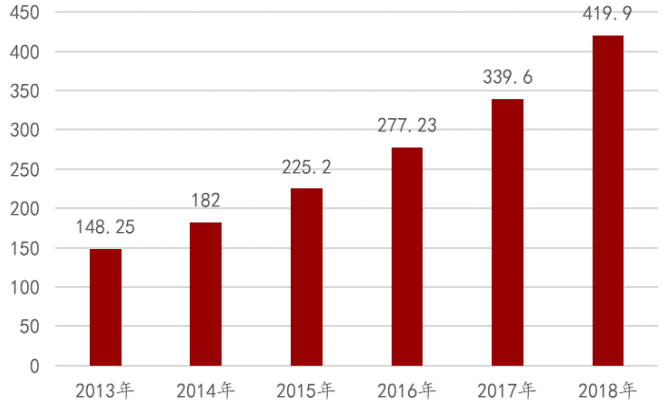
大行加码金融科技投资，银行IT存在千亿市场空间。从数据上看，银行拥抱金融科技已成趋势。以国有六大行为例，2019年六大国有行在金融科技方面的投入达到726.06亿。根据IDC的数据统计，2018年中国银行业IT解决方案市场规模已达到419.9亿元，比2017年增长23.6%。2014-2018年的年均复合增长率为23.24%。同时，IDC预测2019到2023年中国银行业IT解决方案市场规模的年均复合增长率为20.8%，继续保持20%+的稳健增长，预计到2023年将达到1071.5亿元人民币。

图表 18：2019 年国有六大行金融科技投入（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 19：我国银行业 IT 解决方案市场规模（亿元）



资料来源：IDC，万联证券研究所

银行转型需求迫切，倒逼架构升级。面对利率市场化推进和互联网金融冲击，银行需要尽可能的缩短产品研发的交付周期，并且降低主机运行成本。银行普遍采用的传统的集中式核心系统受到负载性能以及更新维护成本的双重压力难以满足银行的业务发展需求，而开源、开放的分布式技术成本更低、效率更高、用户体验更好、开发和测试方法更为敏捷。因此，银行核心架构的分布式转型成为目前的普遍趋势。

图表20：集中式与分布式对比

	传统银行应用架构	分布式应用架构
成本	巨头垄断，成本较高	基于开放设备，合理可控
自主可控	体系封闭，可控性差	标准开放，自主可控
扩展性/伸缩性	垂直扩展，存在瓶颈	横向扩展，弹性伸缩
灵活性/兼容性	硬件兼容性差，软件集成困难	生态丰富，灵活性好
可靠性	单机可靠性高，故障影响范围广	单节点可靠性差，通过多节点保障整体高可用

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

银行业客户数量基数庞大，银行IT市场空间巨大。截止2019年底，我国银行业金融机构数量达到了4607家，其中国有大型银行6家，股份制商业银行12家，城市商业银行134家。受国产替代及数字化升级需求影响，我国银行业金融机构在IT领域的需求十分旺盛，假设银行业金融机构平均核心系统升级改造的需求为1000万/家，则我国银行IT领域核心系统的市场规模超过460亿元。

图表21：我国银行业金融机构数量（2019年底）

银行业金融机构类型	数量
开发性金融机构	1
政策性银行	2
国有大型商业银行	6
股份制商业银行	12
金融资产管理公司	4
城市商业银行	134
住房储蓄银行	1
民营银行	18
贷款公司	13
农村合作银行	28
农村资金互助社	44
汽车金融公司	25
消费金融公司	24
其他金融机构	23
货币经纪公司	5
企业集团财务公司	258
金融租赁公司	70
信托公司	68
外资法人银行	41
村镇银行+农村商业银行+农村信用社	3830
合计（截至 2019 年底）	4607

资料来源：银保监会，万联证券研究所

金融IT政策持续利好，信创+数字货币带来新增量。从《金融科技发展规划(2019-2021年)》的落地到金融信创的政策推动，从央行法定数字货币的全面推进到银行混业改革趋势发展，密集的创新信号激发金融科技对商业银行的价值链重塑。2019年8月，中国人民银行印发《金融科技发展规划（2019-2021年）》，提出到2021年，推动我国金融科技发展居于国际领先水平，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，全面建成安全、可控、先进、高效的金融科技应用体系，构建集中式与分布式协调发展的信息基础设施架构。2019年8月10日，央行数字货币研究所所长穆长春表示，央行数字货币“呼之欲出”。考虑到央行数字货币采取的双层运营体系，商业银行等机构承担向公众提供数字货币的责任，银行IT系统将存在大规模改造空间。作为银行IT头部厂商，公司将成为此轮政策的核心受益标的。

图表 22：我国金融 IT 部分利好政策

时间	颁布机构	发布规划	重点内容
2020 年 2 月 5 日	中国人民银行	《金融分布式账本技术安全规范》	规定了金融分布式账本技术的安全体系，包括基础硬件、基础软件、密码算法、节点通信、账本数据、共识协议、智能合约、身份管理、隐私保护、监管支撑、运维要求和治理机制等方面。
2019 年 8 月 22 日	中国人民银行	《金融科技(fintech)发展规划(2019-2021 年)》	提出三年发展目标：到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，进一步增强金融业科技应用能力，实现金融与科技深度融合、协调发展确定了六方面重点任务
2019 年 7 月 24 日	中国银行业协会	《中国银行业发展报告（2019）》	商业银行进一步补足自身短板，围绕服务实体经济的主线，坚持回归本源，不断加强资产负债的创新能力，着力提升全面风险管理，积极推进改革转型，持续夯实高质量发展基础。
2019 年 5 月 6 日	国家网信	《数字中国建设发展报告（2018 年）》	2018 年数字中国建设取得新的重要进展、数字中国建设重大任务深入推进、各地区信息化发展水平整体提升、全力推进 2019 年数字中国建设
2019 年 3 月 27 日	香港金融管理局	《虚拟银行牌照》发行	主要透过互联网或其他形式的电子传送渠道而非实体分行提供零售银行服务的银行机构除了传统银行的三大业务“存、贷、汇”之外，还可以尝试理财、保险、黄金等互联网创新业务
2018 年 12 月 2 日	中国银行保险监督管理委员会	《商业银行理财子公司管理办法》	银行理财子公司开展理财业务，应当诚实守信、勤勉尽职地履行受人之托、代人理财职责，遵守成本可算、风险可控、信息充分披露的原则，严格遵守投资者适当性管理要求。为加强对商业银行理财子公司的监督管理，依法保护投资者合法权益
2018 年 10 月 9 日	中国人民银行	《移动金融基于声纹识别的安全应用技术规范》	准规定了移动金融服务场景中基于声纹识别的安全应用的功能要求、性能要求和安全要求等内容
2018 年 8 月 15 日	中国人民银行	《云计算技术金融应用规范技术架构》	云计算技术金融应用规范 技术架构》规定了金融领域云计算平台的技术架构要求，涵盖云计算的服务类别、部署模式、参与方、架构特性和架构体系等内容。

资料来源：各政府网站，万联证券研究所

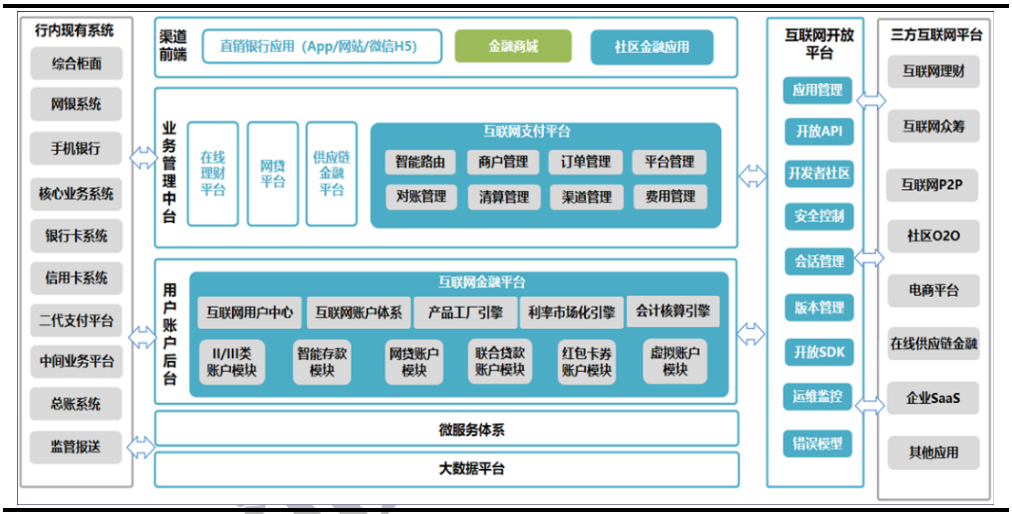
3、创新业务初见成效，有望成为公司成长新引擎

3.1 金融科技场景创新，“科技+产业+金融”三方赋能

引领开放银行建设新高度，连续中标多家银行。随着开放银行概念逐渐成为新风口，银行开始关注打造自身的开放生态体系。公司自主研发的 “互联网开放平台”助建设银行“开放银行管理平台”项目历时100天建设成功投产，加速建行金融服务与政务、房产、普惠金融等三方场景的融合，引流获客、扩展业务、打造金融服务生态圈。公司还基于开放银行的理念，助力云南红塔银行打造“数字烟草服务平台”，满足烟草场景不同维度的金融需求，助力红塔银行打通烟草产业上下游，为产业链参与者提

供更完善的金融服务。此外，公司的互联网开放平台还在平安银行、华瑞银行、新网银行、南京银行、深圳农商行、吉林亿联银行、众邦银行等项目中成功投产上线，现已成为市场上能帮助银行释放金融服务能力的主导产品。

图表 23：开放银行系统架构图



资料来源：公司官网，万联证券研究所

抓紧乡村振兴机遇，拓展金融服务版图。公司自主研发的银农直连平台，主要以三农金融大数据服务平台为支撑，通过打造“农业+科技+金融”新模式、深度融合农业农村大数据与金融服务场景，推进数字农业农村建设，并助力构建完善、高效的农村金融服务体系。公司于2019年与29家金融机构达成合作，包括国有大行、股份制银行、农商行等，携手解决涉农金融供需难题，惠及甘肃、山东、江苏等多省。“银农直连”业务在2020年新签陕西信合大单，合同金额3384万元。“三农”领域一直是我国政策关注的重点。中央一号文件《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》在“加强现代农业设施建设”、“发展富民乡村产业”以及“优先保障‘三农’投入”中多次体现了金融、科技对“三农”领域发展的重要支持作用，这为金融科技公司积极推动涉农金融、场景金融的发展给出了明确方向。在此背景下，银农直连的市场需求也逐步呈现出稳增长态势，前景看好。

图表24：银农直连部分利好政策

政策名称	重点内容
中共中央 国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见	明确要求要打通金融服务“三农”各个环节，建立县域银行业金融机构服务“三农”的激励约束机制，实现普惠性涉农贷款增速总体高于各项贷款平均增速，为本地“三农”服务
中国银监会办公厅关于做好2018年银行业三农和扶贫金融服务工作的通知	提出要拓展农村金融服务广度和深度，不断丰富农村地区网点服务升级，加快线上网络渠道建设。
农业农村部、中央网信办联合印发的《数字农业农村发展规划（2020-2025）》	未来要加快数字技术推广应用，大力提升数字化生产力，推动农业高质量发展和乡村全面振兴，要引导工商资本、金融资本投入数字农业农村建设等要求。

资料来源：各政府网站，万联证券研究所

3.2 抢跑区块链与量子通信赛道，打造新的利润增长点

区块链技术先行者，有望受益于数字货币。公司早在2015年设立了自己的区块链技术研究室，2016年携手腾讯、华为等八家机构，共同发起了中国第一个区块链开源组织——金融区块链合作联盟。该链盟联合开源的FISCO BCOS目前已成为中国区块链服务网络（BSN）唯一的国产联盟链底层平台。在此基础上，公司自主研发的区块链平台级解决方案Sm@rtGAS，率先在市场推出了供应链金融、数字钱包、区块链发票、对账清算、预付卡、积分通兑等系列产品，并探索跨境汇兑、农地确权、农业溯源等场景应用与实践。多国角逐数字货币的背景下，中国人民银行也在加速推出法定数字货币DCEP将推动金融机构大规模落地区块链应用，而神州信息自主研发的区块链解决方案Sm@rtGAS作为行业应用标准化产品将迎来巨大机遇。

图表 25：区块链解决方案 Sm@rtGAS



资料来源：公司公告，万联证券研究所

携手国盾量子，撬动广阔市场空间。公司与国盾量子、国翔辰瑞联合成立了神州国信量子科技有限公司，以面向量子通信骨干网、城域网、行业专网等领域提供量子通信设备，并为金融、政府等行业客户提供量子通信解决方案及服务。与国盾量子曾在京沪干线、武合干线等量子保密通信骨干网项目，北京、枣庄城域网项目以及央行RCPMIS等建设项目中紧密合作，为量子通信产业化与商业应用构筑支撑体系。同时，公司将量子通信关键技术与金融场景深度融合，赋能金融数字化转型，助央行构建星地一体化量子保密通信网络。2019年新签人民银行清算中心、交通银行、光大银行、上海银行和上海农商银行等，通过量子密钥解决金融信息传输安全问题，累计服务客户20余家。此外，中标“京汉干线”“汉广干线”“粤港澳大湾区干线”等骨干网项目及5个重点城市量子保密通信城域网项目，夯实自身在量子通信领域的领导者地位。

图表 26：量子通信相关应用



资料来源：公司官网，万联证券研究所

4、盈利预测

关键假设：

1、银行IT解决方案市场整体增速保持20%以上的稳健增长；

2、公司继续战略聚焦金融科技，业务结构持续优化；

3、公司持续加强产品的研发创新，银行IT解决方案保持市场占有率的领先，创新业务继续发力，加速推进落地更多行业；

4、公司继续保持对费用率的有力管控。

核心产品营业收入拆分及预测：

金融业务收入：公司战略聚焦金融科技，拥有以银行核心业务系统为代表的一系列拳头产品，在银行IT多个细分市场上保持市占率领先，在金融场景创新领域实力强劲。结合银行IT核心系统替换持续推进、金融信创政策频出等利好因素的叠加，我们预计2020-2022年金融业务收入增速分别为29%、32%和31%；

政企业务收入：该业务是公司基石业务之一，公司在大数据税务、大数据农业、量子通信领域具有先发优势。公司预计加大对软服的投入，着重拓展以税务、农业为代表的基石业务，但政企集成业务或将减少。因此预计2020-2022年政企业务收入增速分别为6%、7%和7%；

运营商业务收入：该业务是公司核心基石业务之一，公司在运营商集采、省采及专业子公司集采结果总体份额保持第三方供应商第一名。考虑到近两年5G建设的浪潮，因此预计公司的运营商业务将保持中高速增长，2020-2022年运营商业务收入增速分别为11%、9%和8%；

图表27：分业务收入预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
总营业收入（百万元）	10,146	11,813	14,005	16,656
增速	12%	16%	19%	19%
毛利率	18.6%	19.4%	19.9%	20.0%
金融业务收入（百万元）	3,899	5,028	6,636	8,712
增速	11%	29%	32%	31%
政企业务收入（百万元）	19%	20%	21%	21%
增速	2,740	2,892	3,108	3,316
运营商方案业务收入（百万元）	-10%	6%	7%	7%
增速	19.1%	20.0%	20.6%	21.8%
其他（百万元）	2,916	3,244	3,546	3,841
增速	39%	11%	9%	8%

资料来源：Wind，万联证券研究所

预计公司20-22年营业收入分别为118.13、140.05和166.56亿元，归母净利润分别为5.92、5.70和7.20亿元，对应EPS（最新摊薄）分别为0.61、0.59和0.74元，对应PE分别为27.31、28.41和22.47倍，对比可比公司估值及考虑公司在行业领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

图表28：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价（元）	EPS（摊薄）			PE（对应最新股价）		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300674.SZ	宇信科技	50.65	0.69	0.91	1.21	73.41	55.66	41.86
300348.SZ	长亮科技	21.54	0.29	0.31	0.42	74.28	69.48	51.29
600570.SH	恒生电子	109.53	1.76	1.26	1.58	62.23	86.93	69.32
300465.SZ	高伟达	17.91	0.30	0.42	0.58	59.70	42.64	30.88
平均			/	/	/	*47.33*	*63.28*	*67.40*
000555.SZ	神州信息	16.67	0.39	0.61	0.59	43.07	27.31	28.41

资料来源：Wind，万联证券研究所（注：可比公司EPS为Wind一致预期，最新股价为20200731日收盘价）

5、风险提示

1）市场竞争加剧

随着公司业务覆盖范围的扩大，公司面临的竞争对手也逐步升级，除了传统的金融IT企业外，新兴的金融科技企业及互联网企业也会成为公司的竞争对手，因此公司面临市场竞争加剧的风险。

2）人力成本大幅上涨导致利润不及预期

公司所属的金融IT领域对从业人员的综合素质要求较高，既要求有专业技能，也要求熟悉金融行业了解客户的需求，同时应具备一定的管理协调能力。公司的技术及研发人员占比超过80%，是公司的核心竞争力，因此员工议价能力可能较强。若人力成本大幅上涨会严重影响公司利润。

3）产品研发创新不及预期

公司一直是行业内产品创新的引领者，持续投入产品研发，包括产品升级改造迭代、前瞻性技术储备、基于不同市场和不同客户的需要而进行的创新型研发等。这类研发存在较多的不确定因素，使得公司的产品研发存在不能达到预期效果或者不能按照进度完成的风险。

4）银行核心业务系统更替升级不及预期

中小型银行对业务进行创新升级的意识较为薄弱，对银行核心业务系统更替的需求释放可能较为缓慢，使得公司金融业务的增速不及预期。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,777	9,106	10,248	11,974
货币资金	1,449	1,900	2,000	2,452
应收票据及应收账款	3,346	3,932	4,577	5,307
其他应收款	120	162	184	205
预付账款	132	143	168	200
存货	1,889	2,087	2,396	2,848
其他流动资产	842	882	922	962
非流动资产	2,978	2,969	2,995	2,981
长期股权投资	477	472	472	472
固定资产	491	471	482	473
在建工程	0	0	0	0
无形资产	107	127	156	160
其他长期资产	1,903	1,899	1,885	1,876
资产总计	10,756	12,076	13,243	14,956
流动负债	5,351	6,007	6,613	7,626
短期借款	952	985	617	500
应付票据及应付账款	2,731	3,261	3,993	4,783
预收账款	845	886	980	1,133
其他流动负债	823	875	1,023	1,210
非流动负债	82	142	122	92
长期借款	0	60	40	10
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
负债合计	5,433	6,149	6,735	7,717
股本	970	970	970	970
资本公积	2,316	2,316	2,316	2,316
留存收益	1,914	2,506	3,075	3,795
归属母公司股东权益	5,219	5,812	6,381	7,101
少数股东权益	103	115	127	138
负债和股东权益	10,756	12,076	13,243	14,956

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	290	276	584	662
净利润	382	604	581	731
折旧摊销	102	41	43	48
营运资金变动	-350	-284	-92	-165
其它	156	-85	53	48
投资活动现金流	367	126	-59	-37
资本支出	-41	-75	-100	-72
投资变动	103	-40	-45	-45
其他	304	242	86	80
筹资活动现金流	-788	49	-425	-172
银行借款	973	92	-388	-147
债券融资	0	0	0	0
股权融资	63	0	0	0
其他	-1,824	-44	-37	-25
现金净增加额	-134	451	100	452
期初现金余额	1,484	1,449	1,900	2,000
期末现金余额	1,350	1,900	2,000	2,452

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,146	11,813	14,005	16,656
营业成本	8,262	9,523	11,212	13,327
营业税金及附加	38	48	57	66
销售费用	504	591	700	833
管理费用	402	473	560	633
研发费用	375	532	700	833
财务费用	81	38	31	19
资产减值损失	-78	-85	-90	-95
公允价值变动收益	-2	20	20	20
投资净收益	95	213	56	50
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	468	756	747	935
营业外收入	6	6	6	7
营业外支出	34	25	8	5
利润总额	440	737	745	937
所得税	58	133	164	206
净利润	382	604	581	731
少数股东损益	6	12	12	11
归属母公司净利润	376	592	569	720
EBITDA	667	689	818	1,013
EPS（元）	0.39	0.61	0.59	0.74

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	11.8%	16.4%	18.5%	18.9%
营业利润	431.2%	61.7%	-1.2%	25.2%
归属于母公司净利润	792.3%	57.7%	-3.9%	26.4%
获利能力				
毛利率	18.6%	19.4%	19.9%	20.0%
净利率	3.8%	5.1%	4.1%	4.4%
ROE	7.2%	10.2%	8.9%	10.1%
ROIC	7.8%	7.6%	8.4%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	50.5%	50.9%	50.9%	51.6%
净负债比率	-8.5%	-13.7%	-19.9%	-26.2%
流动比率	1.45	1.52	1.55	1.57
速动比率	1.08	1.14	1.16	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.98	1.06	1.11
应收账款周转率	3.07	3.04	3.09	3.17
存货周转率	4.37	4.56	4.68	4.68
每股指标（元）				
每股收益	0.39	0.61	0.59	0.74
每股经营现金流	0.30	0.28	0.60	0.68
每股净资产	5.38	5.99	6.58	7.32
估值比率				
P/E	43.07	27.31	28.41	22.47
P/B	3.10	2.78	2.54	2.28
EV/EBITDA	23.58	22.32	18.18	14.10

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场