

行业评级:

计算机软硬件

增持(维持)

金融 IT 技术架构演进路径分析

金融科技系列报告之一

内因+外因推动金融 IT 成长

金融 IT 企业的成长受内因和外因共同推动。金融 IT 技术架构的演进和金融 IT 企业业务边界的是金融 IT 企业成长的内因。较为宽松的金融监管环境和鼓励金融创新的政策导向是有利于金融 IT 发展的外部因素。我们认为,金融 IT 公司面临的政策环境、产业趋势和市场格局,正在出现边际向好变化,重点推荐:恒生电子、同花顺、东方财富、长亮科技、赢时胜,建议关注顶点软件、科蓝软件等。

金融 IT 技术架构演进路径分析

IT 技术的发展是金融 IT 行业发展的内在动力,当前金融行业正处于从互联网化向智能化迈进的过程中。回顾金融 IT 技术的演变路径,我们可以看出,金融 IT 技术先后经历了三重浪潮:第一个阶段是电子化,通过信息技术手段把所有的业务从人工的手段逐步电子化;第二个阶段是互联网化,指数级的提升了效率;第三个阶段是智能化,云计算、大数据、人工智能、区块链等新技术对整个金融体系将产生非常深远的影响。当前,金融个性化时代来临,中台战略开始崛起。恒生电子开始提出中台战略,打造技术中台、数据中台和业务中台三位一体的大中台体系。

金融 IT 下游需求分析

对于金融 IT 的具体需求,我们认为主要来自于几个方面:第一、金融产品的增加带来 IT 产品的需求;第二、金融政策及制度的变化带来 IT 产品的需求;第三、金融客户的新设或收购、兼并等带来 IT 产品的需求;第四,IT 技术本身的发展带来客户对产品更新的需求;第五,客户因差异化竞争带来的个性化需求。我们认为,金融 IT 需求的本质是:变化。具体包括政策变化和交易规则变化带来的需求。

金融 IT 行业内外边际变化

计算机行业金融 IT 板块 Beta 属性比较重,表现出较大的弹性。我们认为,计算机行业受两个外部变量影响比较明显:市场的风险偏好和市场的流动性。而计算机行业的金融 IT 板块,对以上这两个因素的反应则更加灵敏。因此,从市场的流动性宽松以及风险偏好的边际变化中,我们可以去寻找金融 IT 板块可能的变化方向。除了外因之外,我们更应该关注金融 IT 板块自身在不断发生的一些变化。

从海外金融 IT 龙头 FIS 看金融 IT 成长逻辑

FIS 是全球最大的金融技术解决方案的全球供应商。公司通过收购提供了重要的应用和服务,补充并增强了公司现有的产品,实现收入多元化。通过业务调整,公司逐步剥离边缘业务,聚焦金融科技。通过对 FIS 的分析,我们认为金融业务种类决定 IT 系统种类,产品拓展带来成长逻辑,创新对金融 IT 的重要性高。

风险提示:宏观经济整体下行的风险;金融去杠杆带来的信用紧缩风险;中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险。

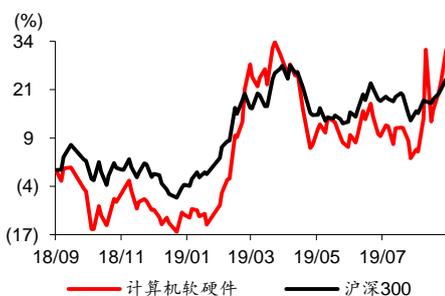
相关研究

1《计算机软硬件:金融 IT:内因和外因带来的投资机会》2019.09

2《计算机软硬件:趋势的落地和需求的变化》2019.09

3《创业慧康(300451 SZ,买入):创新业务兑现,利润率全面提升》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

正文目录

金融 IT 技术架构演进路径分析	3
券商交易系统技术架构演进路径回顾	3
金融个性化时代来临，中台战略兴起	6
金融 IT 下游需求分析	8
第一，科创板需求	8
第二，理财子公司需求	8
第三，券商结算方式的推广需求	9
金融 IT 行业内外边际变化	12
变化一：外部政策环境	12
变化二：技术产品化，流量货币化	13
变化三：相对比较优势，带来客户（区域，海外）拓展	13
从海外金融 IT 龙头 FIS 看金融 IT 成长逻辑	14
从并购剥离看 FIS 的业务逻辑	14
FIS 成长路径对国内金融 IT 对启示	16
风险提示	16
重点公司	17
同花顺（300033，增持，目标价 126.29~134.95 元）	17
东方财富（300059，增持，目标价 17.50~18.75 元）	28
赢时胜（300377，买入，目标价 14.08~15.36 元）	37
长亮科技（300348，增持，目标价 20.59~22.04 元）	47

金融 IT 技术架构演进路径分析

对于金融 IT 公司而言，其需求端主要有五大来源：第一，金融产品的增加带来 IT 产品的需求；第二，金融政策及制度的变化带来 IT 产品的需求；第三，金融客户的新设或收购、兼并等带来 IT 产品的需求；第四，IT 技术本身的发展带来客户对产品更新的需求；第五，客户因差异化竞争带来的个性化需求。

IT 技术的发展是金融 IT 行业发展的内在动力，当前金融行业正处于从互联网化向智能化迈进的过程中。前三大需求更多受制于国内金融市场本身的发展阶段及政策的影响，属于外因；而 IT 技术的发展则是金融 IT 行业发展的内在动力。回顾金融 IT 技术的演变路径，我们可以看出，金融 IT 技术先后经历了三重浪潮：第一个阶段是**电子化**，通过信息技术手段把所有的业务从人工的手段逐步电子化；第二个阶段是**互联网化**，指数级的提升了效率；第三个阶段是**智能化**，云计算、大数据、人工智能、区块链等新技术对整个金融体系将产生非常深远的影响。

金融个性化时代来临，中台战略开始崛起。金融 IT 厂商面临着越来越个性化的场景、快速迭代、弹性配置和智能计算。为满足金融机构的个性化需求，金融 IT 厂商如恒生电子开始提出中台战略，打造技术中台 JRES3.0、数据中台和业务中台三位一体的大中台体系，全方位满足客户的快速个性化技术开发、数据处理和业务系统需求。

券商交易系统技术架构演进路径回顾

集中交易系统作为券商的核心系统，对券商柜台业务的开展起着重要的作用。我们通过回顾券商的核心交易系统的演变历史，可对金融 IT 架构的演进有一个更为直观清晰的了解。我们以恒生电子的**证券集中交易系统演变过程**为例。

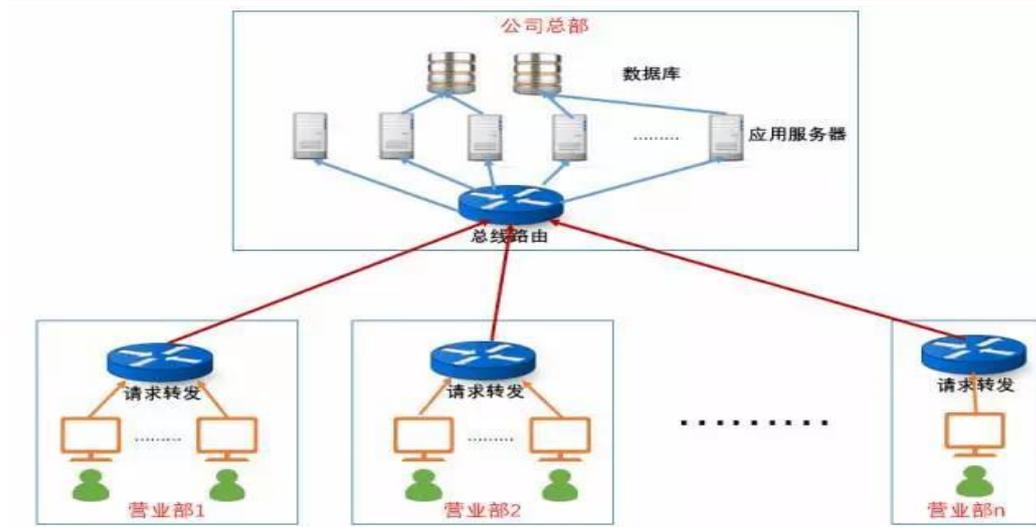
前身一代--证券柜台交易系统 BTRV5.0 (1997 年)：第一次采用 BTRV (文本本地化) 数据库，占据市场半壁江山。同时，针对柜台下单、现金交易的弊端，恒生还推出刷卡委托和自助委托、银证转账、网上交易系统等解决用户痛点。

前身二代--恒生证券交易系统 98 SQL 版 (1998 年)：升级为 SQL Server 数据库。最大的变化在对数据库的升级，恒生 98 以微软 SQL Server 数据库为基础，该数据库的容量和稳定性在当时都是市场上最好的。

第一代--证券综合业务平台企业版 (2001 年)：完成三层架构的转变。证券综合业务平台企业版，作为第一代的券商集中交易系统承担了券商从独立营业部模式向集中交易转换的重要责任。在系统架构上有重大变化。恒生开发了中间件系统 AR/AS，在此基础上，企业版将恒生 98 版两层的业务架构变成三层架构 (表示层、业务逻辑层、数据访问层)，完成了内外网的分离。

第二代--企业版 2.0/3.0 (2004 年)：升级为 Oracle 数据库。随着网络发展，总部开始集中管理，各营业部只作为一个终端接入。总部集中化管理后，数据库容量呈数量级增长，在此背景下，企业版 3.0 对数据库进行重大升级，升级为 Oracle 数据库，产品上线后受到了市场的极大认可。

图表1： 经纪业务系统运营场景的软件物理部署模式



资料来源：恒生研究院，华泰证券研究所

第三代--恒生 06 版（2006 年）：业务前移，数据库依旧处理业务，将一部分业务移到中间件上。中间件具有比较好的扩展性，业务量大时只需要添加一些中间层或中间件，数据库这块只需要一般的数据库即可。

图表2： 中间件作为业务的二次开发平台，封装了各类接口、模型、业务上下文、组件等



资料来源：恒生研究院，华泰证券研究所

至此，前述所有系统版本均是基于传统的紧耦合 IT 架构，紧耦合即意味着模块与系统之间关系太过紧密，存在相互调用。紧耦合架构的缺点在于牵一发而动全身，更新一个模块会导致其他模块结果变化，这就导致系统升级更新会非常复杂且周期长。

第四代--UF2.0（2009、2010 年）：从紧耦合架构全面升级为 SOA（面向服务的体系结构）松耦合架构。

2008 年以后诸如华泰证券等大型券商由于以散户为主，客户量大增，对原有集中交易系统造成较大压力，产生了对高性能、可扩展、高吞吐量的需求。恒生与华泰、中信共同开发建设集中交易 UF2.0 版本和融资融券 UF2.0 版本。UF2.0 采用“大管理、小交易”的 SOA 松耦合结构，各个系统之间尽量解耦，不同系统升级扩展和原来系统关联度不大，能支持千万级的客户容量和并行扩展。

经纪业务运营平台 V2.0 采用 SOA 松耦合架构体系，遵循前台和后台、交易和结算、管理和业务的三分离原则，使得各业务系统专业化分工。系统多交易中心模式成熟，具有轻订单、性能优、易平行扩展的特点，从容应对万亿行情且高效处理超千万级客户交易和清算。

2012年，全新UF2.0平台搭载UFT2.0（证券极速交易系统），实现了证券业务的内存级交易。原有的集中交易系统一般分为三层结构（终端+中间件+数据库），UF2.0提出了四层结构，将中间件拆分为逻辑层和原子层，将一部分的计算放到逻辑和原子层来完成，以分担数据库压力，并且引入多交易中心，可并行扩展。

图表3：UF2.0开发套件核心功能



资料来源：恒生研究院，华泰证券研究所

第五代--UF3.0（2019年）：互联网分布式架构+微服务+灰度发布。

新一代核心业务系统UF3.0是基于JRES 3.0技术平台进行开发，JRES3.0是一个符合互联网分布式系统开发的JAVA开发技术平台，具备可复用（Reuse）、可拓展（Extend）、高安全（Security）的特性。

UF3.0采用全新的互联网分布式架构和微服务模式，采用灰度发布灰度升级，使得金融机构业务创新加快。分布式、可平行的扩展技术将提前打造系统堡垒，分散风险，业务得到灵活重组支持，管理上可以通过统一运维监控，进行全业务、全设备、全事件监控，统一运维，并支持智能告警。

新一代核心业务系统UF3.0“以用户为中心，线上线下相结合”。从用户视角出发，账户中心为账户业务唯一入口，实现账户数据一致性管理，实现全景账户视图、提供全业务、全市场的业务支持。消除公司级用户信息孤岛，构建以用户为中心集中运营体系。

图表4：微服务与SOA(面向服务架构)的区别

	微服务	SOA
相同点	都是以服务为核心进行系统架构，强调服务的可重用性，支持敏捷开发，实现快速交付能力 服务注册中心，都实现动态的服务注册和发现机制，实现服务的动态路由 分布式事物，都以CAP理论对事物进行取舍，支持弱的一致性 服务网关，在整个服务集合中，都采用统一的服务网关方式对外发布服务，实现服务的统一认证机制 在实现方式上，二者都强调中立性，跨平台协议，与服务实现的语言无关	
差异点	采用去中心化设计 强调各服务的独立性，形成扁平化模式	采用集成设计，强调服务的统一管控，形成一个中心 侧重服务的统一控制和发布

资料来源：恒生研究院，华泰证券研究所

综上，我们可以看出，我国证券交易系统先后经历了两大变化：一是数据库从BTRV数据库到oracle数据库的升级，主要是随着交易量的数量级增长，系统对数据库的容量及稳定性要求越来越高；二是系统架构经历了从两层架构、三层架构、SOA松耦合架构到互联网分布式架构的升级，核心在于越来越强调IT系统升级的灵活性和快速迭代，以支持金融机构业务创新的快速迭代，消除信息孤岛，更好的构建以用户为中心的运营体系。

金融个性化时代来临，中台战略兴起

什么是中台

中台就是 Gartner 在 2016 年提出的《Pace-Layered Application Strategy》报告中三个层次里面的 SOD，提供了比前台（SOI）更强的稳定性，以及比后台（SOR）更高的灵活性，在稳定与灵活之间寻找了一种平衡。

为什么需要中台

在越来越个性化的时代，第一时间了解用户、识别用户需求并推出相应的金融服务，是目前所有金融机构差异化发展的核心竞争力之一。当传统的“前台+后台”的平台化架构无法满足金融机构快速响应前端用户需求、快速进行创新迭代的需求，“中台”概念应运而生。

中台可以将日益臃肿的前台系统中的稳定通用业务能力“沉降”到中台，为前台减负，恢复前台的响应能力；又可以将后台系统中需频繁变化或是需要被前台直接使用的业务能力“提取”到中台，赋予这些业务能力更强的灵活性和更低的变更成本，从而为前台提供强大支撑。

中台战略的起源

中台战略来源于芬兰的游戏公司 Supercell，其仅有 300 名员工，却依靠强大的技术中台，来支持众多小团队进行游戏开发，从而成为最会赚钱的明星游戏公司。

2015 年阿里参观 Supercell，从 Supercell 获得灵感，之后全面启动中台战略，组建“大中台，小前台”的组织机制和业务体制，整合阿里的产品技术和数据能力，将原来的搜索事业部、共享业务平台、数据技术及产品部并入中台。

2018 年 9 月，腾讯成立了技术委员会，其定位是“通过内部分布式协同，加强基础开发，打造具有腾讯特色的技术中台”。2018 年 12 月，京东和百度也开启了各自的中台战略。此后美团、滴滴等一众互联网巨头，接连开始组织架构的调整，意图打造中台。

金融 IT 厂商中，恒生电子率先提出中台战略

在一众金融 IT 厂商中，始终走在行业前沿的恒生电子率先提出了中台战略，布局构建技术中台、业务中台、数据中台三位一体的大中台体系。

1、技术中台：2018 年 10 月恒生发布 JRES3.0，2019 年 5 月，恒生联合蚂蚁、阿里云三方共同发布 JRES3.0 powered by Ant 平台。JRES3.0 是一个符合互联网分布式系统开发的 JAVA 开发技术平台，具备可复用（Reuse）、可拓展（Extend）、高安全（Security）的特性，可以降低业务开发人员技术要求，提升开发效率以及系统稳定性。恒生目前正在将其所有业务系统向 JRES3.0 进行迁移。JRES3.0 还可以输出给客户供其进行个性化系统开发。

2、业务中台：恒生业务中台致力于为金融机构业务赋能，目前分为两部分应用：以客户为中心和以产品为中心。业务中台通过恒生在金融行业二十多年的深耕，沉淀业务共性因素，在客户和产品两端实现金融业务贯通。

3、数据中台：恒生数据中台致力于为资本市场各类金融机构提供一体化的数据中台解决方案，包括：一体化的平台建设、数据治理、大数据 AI 应用。数据中台的建设有助于支持前端业务，同时有利于数据分析应用能力的专业化。

近期恒生推出数据中台统一咨询中心，可以实现：一、多源数据源对接，统一下游服务。通过清洗、转换、比对、合成统一资讯模型，通过高质量资讯赋能包括投研一体化、统一监管报送、估值、风控、O3 等多套核心业务系统。这也是数据中台通过数据赋能业务的核心价值体现；二、数据应用模式从分散到统一，降低数据冗余；三、多家资讯商数据经过标准模型清洗且经过比对合成之后，生成一份高质量的标准资讯数据，同时通过数据服务发布层的配置化操作，轻松实现包括微服务 api、消息队列、推库、生成接口文件以及 sql/jdbc 的方式对外开放；四、投研大数据赋能，大量外部另类资讯引入时，作为黄金参考数据，进行数据校验、补齐。

金融 IT 下游需求分析

上面我们分析了金融 IT 技术和产品的演化路径。对于金融 IT 的具体需求，我们认为主要来自于几个方面：第一，金融产品的增加带来 IT 产品的需求；第二，金融政策及制度的变化带来 IT 产品的需求；第三，金融客户的新设或收购、兼并等带来 IT 产品的需求；第四，IT 技术本身的发展带来客户对产品更新的需求；第五，客户因差异化竞争带来的个性化需求。

我们认为，金融 IT 需求的本质是：变化。具体包括政策变化和交易规则变化带来的需求。

第一，金融监管政策变化带来的需求变化

我们经常说：金融监管趋严，金融 IT 需求受到压制。这其中的传导机制是什么？其实金融政策变化直接作用的不是金融 IT 企业，而是金融 IT 企业的下游客户。金融政策影响的是金融机构所开展的业务类型（是否具有创新性）、业务的种类，业务的规模等等。这些一旦变化，券商基金公司对金融 IT 系统的需求就会发生变化。比如，当政策鼓励创新时，券商基金公司要开展创新业务，而在开展这些新业务之前，第一步是要采购 IT 系统。因此，金融监管政策的变化（趋紧还是放松）都会通过金融机构的业务变化，来对金融 IT 公司产生业务影响。

第二，交易规则变化带来的需求变化

这里的“交易规则”是一种宽泛的说法，其指的是与市场交易相关的做市规则、机制、风控、估值、核算等等相关的众多环节。比较好理解的一种方式，比如沪港通、深港通等，都是在原来系统的基础上，新加的一种交易机制和规则。这些变化都会产生新的金融 IT 需求，因为券商基金公司都要为其增加、升级新的 IT 系统模块，甚至是采购一套新的系统。其实，符合这种类型的交易规则变化还有很多。

从我们之前对金融 IT 下游需求分析的逻辑中，包括了科创板、理财子公司以及券商结算方式变化等带来的需求。从目前这几个需求变化来看，其正在逐步落地。

第一，科创板需求

根据我们测算，中性条件下科创板带来的新增金融 IT 需求规模达到 8 亿元以上。科创板于 2019 年 7 月 22 日迎来第一波公司，成为中国资本市场的一部里程碑。科创板的 IT 交易系统是一个全新的系统，在做市、交易规则、涨跌幅设置、适当性管理、投资管理系统参数等各方面，与之前的系统完全不同。催生对 IT 系统不同模块的更新和升级需求。从科创板推出后的运行效果来看，投资者参与度较高，因此，券商、基金等金融机构对科创板的投入成为必选项。

图表5：科创板 IT 交易系统市场规模测算

机构类型	机构数量	乐观		中性		悲观	
		模块价格 (万元, 估算值)	市场规模 (亿元)	模块价格 (万元, 估算值)	市场规模 (亿元)	模块价格 (万元, 估算值)	市场规模 (亿元)
证券公司	131	400	5.2	350	4.6	300	3.9
基金公司	120	400	4.8	350	4.2	300	3.6
合计值 (亿元)			10.04		8.79		7.53

资料来源：华泰证券研究所

第二，理财子公司需求

根据我们测算，中性情境下，银行理财子公司 IT 系统建设规模有望达到 12 亿元。2018 年 10 月 19 日，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》，进一步规定商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务。银行理财子公司的建立有利于银行理财作为银行资管产品与券商、基金、保险等资管产品竞争。这也意味着，金融

IT 系统有望迎来新一批增量客户。截止 11 月初，已有 16 家商业银行相继宣布拟成立理财子公司。其需求的模块包括：理财分销、理财销售、资产管理、信息披露、理财信息报备、资产估值、绩效风控、FOF 投资分析等。

图表6： 银行理财子公司 IT 系统市场规模测算

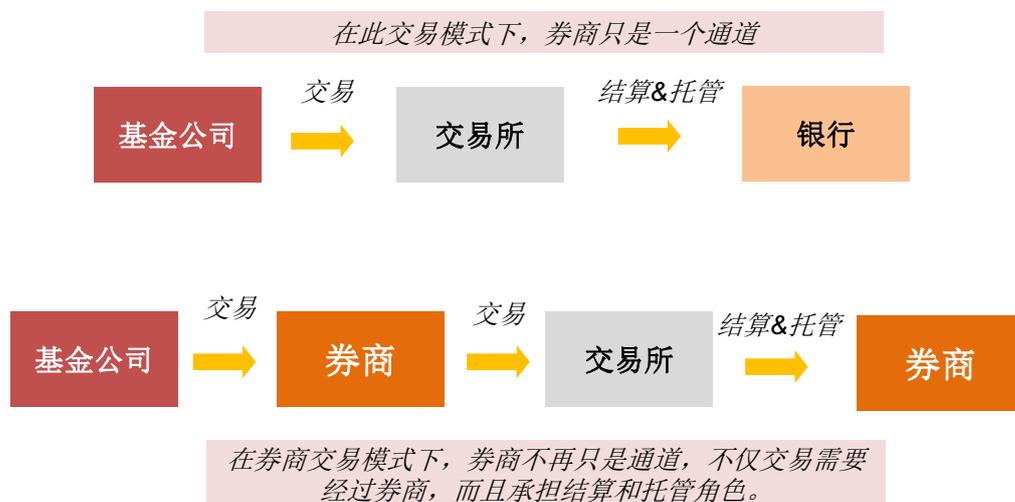
类别	数量	乐观		中性		悲观	
		模块改造单价 (万元)	合计 (亿元)	模块改造单价 (万元)	合计 (亿元)	模块改造单价 (万元)	合计 (亿元)
大银行		65	8.06	50	6.2	35	4.34
大型商业银行	5						
政策性银行	3						
股份制商业银行	12						
城市商业银行	134						
邮政储蓄银行	1						
小银行 (改造单价以 40 万/家计算)		改造比例	合计 (亿元)	改造比例	合计 (亿元)	改造比例	合计 (亿元)
		40%	5.97	25%	3.73	10%	1.49
农村信用社	1125						
农村商业银行	1114						
农村合作银行	40						
民营银行	8						
村镇银行	1443						
新设资管子公司		新建系统价格 (万元)	合计 (亿元)	新建系统价格 (万元)	合计 (亿元)	新建系统价格 (万元)	合计 (亿元)
新设资管子公司	30	1000	3	800	2.4	600	1.8
合计		17.03		12.33		7.63	

资料来源：银保监会、华泰证券研究所

第三，券商结算方式的推广需求

2019 年 2 月，证监会下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，明确新设公募基金管理人采用证券公司结算模式的试点工作已经正式转为常规，要求新设立公募基金新产品应采用券商结算模式，并且鼓励老基金新产品采用该模式。在券商交易模式下，由券商来承担公募基金的结算，可以达到更好的效果。第一，更加专业；第二，在交易的前端增加一道风控。券商对基金公司的交易行为进行实时验券，对基金公司的异常交易行为进行实时监控。

图表7： 两种交易模式的对比



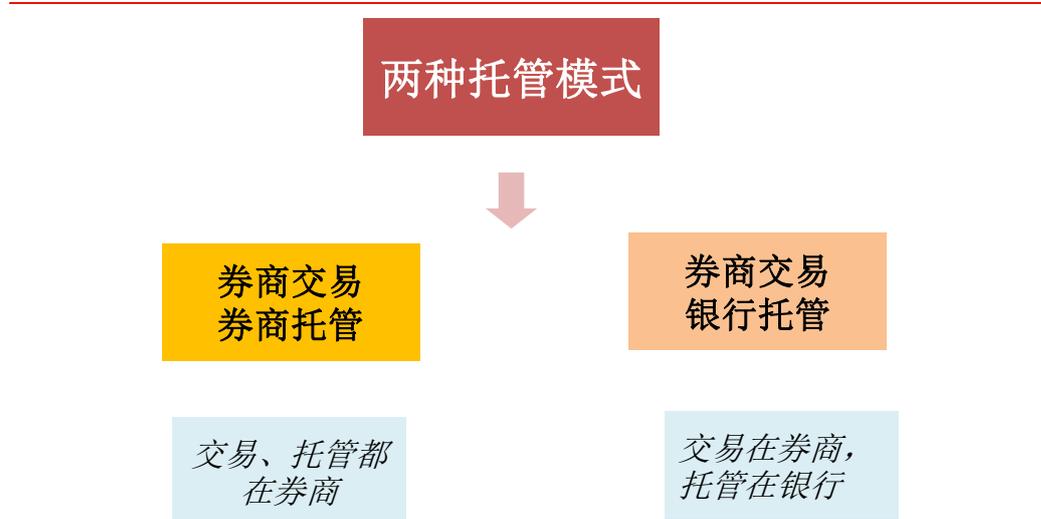
资料来源：中国基金报、华泰证券研究所

业务影响：不只是结算方的变化，更大的的是托管机构的变化。公募基金公司交易模式的变化，对基金的交易、发行、托管等多方面都将产生重大影响。通过以上我们看到了结算方的变化，其实更大的变化来自于托管机构的变化。在现有交易模式下，公募基金托管都是放在银行，这样可以借助银行渠道来进行基金产品的销售。

与两种交易模式相对应，目前托管方式也分为两种：券商交易银行托管，券商交易券商托管。**1) 券商交易银行托管**，即公募基金的托管机构是银行，在这种模式下，基金公司结算、托管都是由银行承担。**2) 券商交易券商托管**，也就是公募基金的托管机构转变为券商。基金公司的交易、结算、托管等环节由券商来承担。

因此可以看出，交易模式的变化，或将带来托管机构的切换：从银行切换为券商，有望带动券商经纪业务和托管业务的发展，推动券商打造交易、结算、托管、投研、代销一站式机构经纪服务。

图表8：两种托管模式的对比



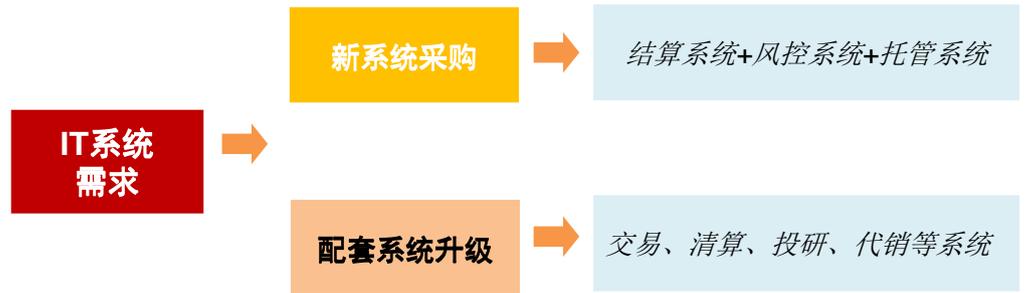
资料来源：华泰证券研究所

IT 需求影响：新系统采购+配套升级。通过以上，我们可以了解到，基金公司交易模式的变化，将使得原来在银行进行结算和托管的业务环节，转移至券商来承担。这就将带来券商对系统采购、更新升级的需求。

- 1) 新系统采购需求。**因为券商之前并不承担结算和托管角色，所以相应的券商是不需要或者并没有配置相应的软件系统。基于此，券商需要新配置的系统模块包括：结算系统、风控系统、托管系统。
- 2) 配套系统升级需求。**在券商交易模式下，对券商的交易系统性能、结算性能、交收责任承担能力、客户违约处理能力都提出更高要求。因此，托管券商需要对相应的系统进行升级，以满足更高的需求。

需要特别说明的是，它需要券商提供高性能、大并发、大容量、稳定的交易和结算系统，保证公募基金交易的同时，还可以快速满足公募基金个性化需求迭代。同时还要求券商具备高效的清算结算能力，在当天晚上7点之前向基金管理人和托管人提供对账单数据，便于公募基金产品估值的发布。

图表9： 券商结算方式改变带来新的 IT 系统需求



资料来源：华泰证券研究所

IT 系统需求规模：量化测算。对于公募基金公司交易模式的变化，我们粗略估算下其潜在系统需求规模。需要说明的是，我们只是大致估算出量级，不追求数据的精确性。

- 1) 结算环节。**券商交易模式下，结算由银行切换至券商，券商需要配置相对应的结算系统，也包括对应的风控系统等。我们判断结算系统（加上风控系统）的采购费用大概在百万上下级别，假设保守估计 100 万/家。根据中国证券业协会数据，目前国内券商数量为 131 家，假设前 100 家券商需要新采购该系统，市场规模大概是 1 亿元左右。
- 2) 托管环节。**如果公募基金产品由券商来托管，还会涉及到牌照问题。根据证监会披露数据，截至 2018 年 12 月，具备公募基金托管牌照的券商有 16 家。我们假设这些托管券商都采购托管系统。根据我们草根调研，一套托管系统的采购费用大概在上千万，我们假设 1000 万/套。

我们认为，具备托管资格的券商或将都会采购该系统。而且我们认为，考虑到托管业务是从银行切过来的一块蛋糕，后续其他券商或将会积极申请基金托管牌照。根据 2018 年 5 月和和讯网报道，当时排队申请该公募基金托管券商增至 10 家。可以预期，潜在的券商托管系统需求方有望逐步增加。为了客观给出此次交易模式变化带来的潜在 IT 需求，我们分情形估算，在不同的假设条件下对潜在的 IT 系统需求规模进行了大致估算，**中性情景下公募基金结算方式变化带来的 IT 系统改造需求达到 6.5 亿元。**

图表10： 公募基金结算方式变化带来的 IT 需求测算

情形	采购的系统	单价 (万元)	机构数量 (家)	规模 (亿元)	合计(亿元)
悲观	结算系统+风控系统	100	100	1	3.5
	托管系统	1000	20	2	
	配套系统	50	100	0.5	
中性	结算系统+风控系统	150	100	1.5	6.5
	托管系统	1000	40	4	
	配套系统	100	100	1	
乐观	结算系统+风控系统	150	131	2	10.8
	托管系统	1000	75	7.5	
	配套系统	100	131	1.3	

资料来源：华泰证券研究所

金融 IT 行业内外边际变化

我们一直认为，计算机行业受两个外部变量影响比较明显：市场的风险偏好和市场的流动性。而计算机行业的金融 IT 板块，对以上这两个因素的反应则更加灵敏。因此，从市场的流动性宽松以及风险偏好的边际变化中，我们可以去寻找金融 IT 板块可能的变化方向。

当然以上我们是从外因的角度去看这个金融 IT 板块。除了外因之外，我们更应该关注金融 IT 板块自身在不断发生的一些变化。

变化一：外部政策环境

我们这里指的外部环境并不是以上提到的影响流动性的外部政策，而是影响金融 IT 产业发展的政策环境。包括两个方面：

第一，金融监管环境

我们认为，金融监管政策也是有周期的，一旦一个政策周期开启，就会存在一定时间的延续。而对于金融 IT 板块而言，有利的政策环境是不断鼓励金融创新的政策环境。其实，从 2018 年底和 2019 年初，我们已经看到金融监管政策方向出现拐点，显示出边际放松的迹象，包括券商接口放开等等。而从政策演化趋势来看，我们认为，政策有望逐步走向鼓励金融科技发展，鼓励金融创新的方向上来。

第二，产业政策

产业政策则是更加落实到金融 IT 行业层面。2019 年 8 月下旬，央行印发《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》。《规划》提出 6 方面重点任务，重点任务下具体要求包括 27 项。六方面重点任务分别为：一是加强金融科技战略部署，二是强化金融科技合理应用，三是赋能金融服务提质增效，四是增强金融风险技防能力，五是强化金融科技监管，六是夯实金融科技基础支撑，持续完善金融科技产业生态。

图表11：金融科技发展目标

发展目标	具体内涵
金融科技应用先进可控	金融与行业数据规范融合应用水平大幅提升，金融创新活力不断激发，安全、可控、先进、高效的金融科技应用体系全面建成。
金融服务能力稳步增强	金融服务覆盖面逐步扩大，优质金融产品供给不断丰富，金融业务质效显著提升，金融服务民营企业、小微企业等实体经济水平取得新突破。
金融风控水平明显提高	金融安全管理制度基本形成，金融风险技防能力大幅提高，金融风险防范长效机制逐步健全，金融风险管控水平再上新台阶。
金融监管效能持续提升	金融科技监管基本规则体系逐步完善，金融科技创新产品全生命周期管理机制基本形成，金融监管效能和金融机构合规水平持续提升。
金融科技支撑不断完善	金融科技法律和标准体系日益健全，消费者金融素养显著提升，与金融科技发展相适应的基础设施逐步健全。
金融科技产业繁荣发展	培育一批具有国际知名度和影响力的金融科技市场主体，社会组织和专业服务机构对金融科技发展支撑作用不断强化，开放、合作、共赢的金融科技产业生态体系基本形成。

资料来源：《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》、华泰证券研究所

其中，第二条“强化金融科技合理应用”中，对金融与新兴技术的结合做出具体要求，包括：大数据、云计算、人工智能、分布式数据库、身份认证体系等。我们认为，从产业政策演化方向来看，政策鼓励新技术在金融领域应用的力度在加强。

图表12: 《规划》第二条 5 大技术要求

技术手段	目的	要求
大数据	破除不同金融业态的数据壁垒, 化解信息孤岛	制定数据融合应用标准规范
云计算	弹性计算, 快速部署	强化云安全, 确保安全可控
人工智能	推动金融服务向主动化、个性化、智慧化发展	推动建立人工智能金融应用法律法规、伦理规范和政策体系
分布式数据库	适合分布式的管理与控制, 系统经济, 可靠性高	制定分布式数据库金融应用标准规范
身份认证体系	保障金融交易过程的可追溯和不可抵赖, 提升金融交易信息的真实性、保密性和完整性	利用可信计算、安全多方计算、密码算法、生物识别等信息技术, 建立健全兼顾安全与便捷的多元化身份认证体系

资料来源:《金融科技 (FinTech) 发展规划 (2019-2021 年)》、华泰证券研究所

变化二: 技术产品化, 流量货币化

技术向产品的转化, 本身就是 IT 技术发展到一定阶段必然的演化趋势。但由于行业属性 (特点) 不同, 技术应用程度不同, 每个细分领域的技术产品化进度也有存在较大差异。从金融 IT 领域来看, 技术产品化趋势愈加明显, 相关产品也已经逐步成熟。比如, 云和 AI 的相关产品的应用, 我们看到恒生在 AI 产品方面已经有几代产品的迭代。

另一方面, 金融 IT 公司在流量转化方面更加有效。2014-2016 年, 部分金融 IT 公司获得了大量的线上流量, 但当时流量转化的方式和产品相对比较单一。而目前来看, 流量转化的商业模式和产品矩阵则更加丰富和多样, 流量的转化效率得到一定提升, 我们可以从两个指标来看: 一个是转化率, 一个是单用户 ARPU 值。

更值得关注的是, 互联网的也在对传统金融的部分垂直领域形成强大竞争, 包括: 互联网基金 (天天基金网、蚂蚁财富的快速崛起) 和互联网券商 (东方财富对传统券商经纪业务的竞争)。

变化三: 相对比较优势, 带来客户 (区域, 海外) 拓展

从海外金融 IT 公司发展特点来看, 比如 FIS、Fiserve、MSCI 等。这些公司的收入体量一般是我们国内相关金融 IT 公司收入的 10-30 倍左右。这其中一部分是因为, 这些公司不断在金融 IT 的各细分领域进行延伸拓展; 而另一个更重要的原因是, 它们将自身相对比较优势的产品进行海外区域拓展。

从这个角度来看, 我们认为, 国内的一些金融 IT 公司, 在互联网流量和大规模云并发数据支撑的产品方面, 相比海外金融 IT 公司, 具备明显的相对比较优势, 可以以此作为海外业务的突破口。我们看到, 恒生电子和长亮科技在不断将自身业务进行出海。区域 (客户) 拓展-全球化经营, 是该领域公司突破自身成长瓶颈的重要方式。

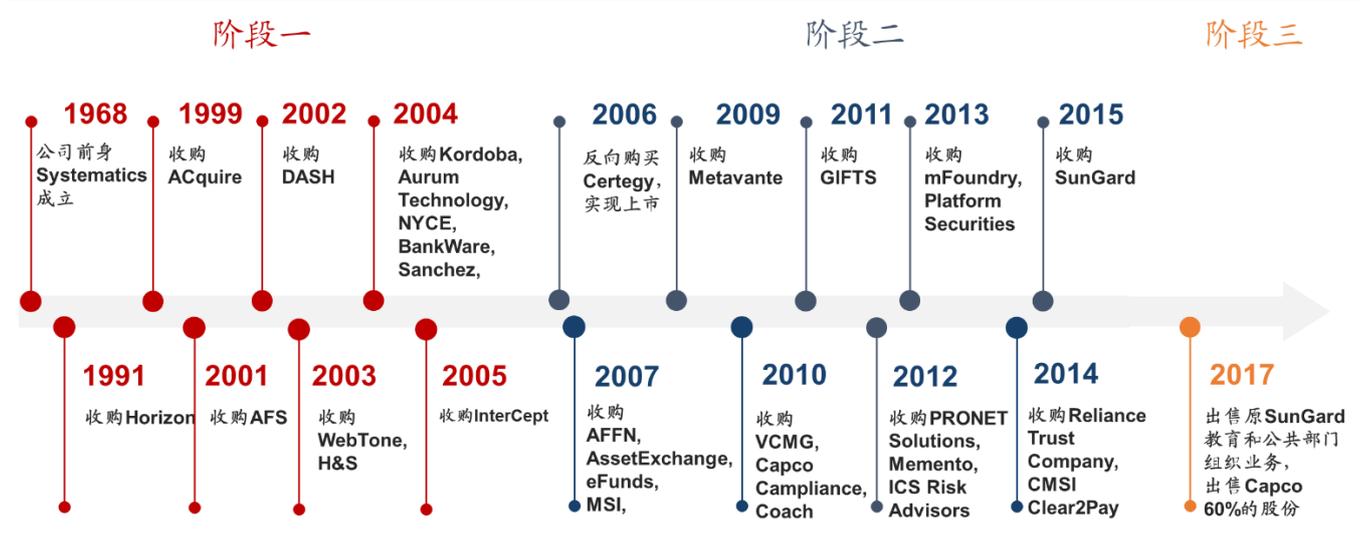
从海外金融 IT 龙头 FIS 看金融 IT 成长逻辑

FIS 公司成立于 1968 年，是全球最大的金融技术解决方案的全球供应商，2018 年收入体量为 84.2 亿美元，净利润为 8.5 亿美元。2019 年 2 月 25 日市值约 345 亿美元。FIS 为金融界提供软件、服务、咨询和外包解决方案，专注于零售和机构银行业务、支付、资产和财富管理、风险和合规、交易支持、交易处理和记录保存等。FIS 总部位于佛罗里达州杰克逊维尔，拥有超过 5.2 万名员工，为全球 130 多个国家的 2 万多家客户提供服务。

FIS (Fidelity National Information Services Inc) 是全球最大的金融技术解决方案的全球供应商。FIS 为金融界提供软件，服务，咨询和外包解决方案，专注于零售和机构银行业务、支付、资产和财富管理、风险和合规、交易支持、交易处理和记录保存等。

公司的发展大体可以分为三个阶段。阶段一为 1968-2006 年，即借壳上市以前。阶段二为 2006 年-2017 年，业务扩张阶段。阶段三为 2017 年至今，业务聚焦阶段。

图表 13: FIS 发展阶段



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

从并购剥离看 FIS 的业务逻辑

公司发展至今最大的三次收购分别是: (1) 2006 年, 18 亿美元收购 Certegy, 借壳上市; (2) 2009 年, 29.4 亿美元收购 Metavante; (3) 2015 年, 91 亿美元收购 SunGard。

公司通过收购实现了稳定增长。公司通过收购提供了重要的应用和服务, 补充并增强了公司现有的产品, 实现收入多元化。这些收购产品主要包括支付解决方案、移动银行解决方案、物品处理服务、发卡机构服务、风险管理解决方案、电子资金转账 (EFT) 服务等。公司向国内公司以及北美境内外的全球组织和公司销售以上解决方案, 客户遍及全球。公司的战略收购扩大了公司的可用解决方案集, 扩展了业务范围, 增强了公司的竞争地位。

图表 14: FIS 收购事件

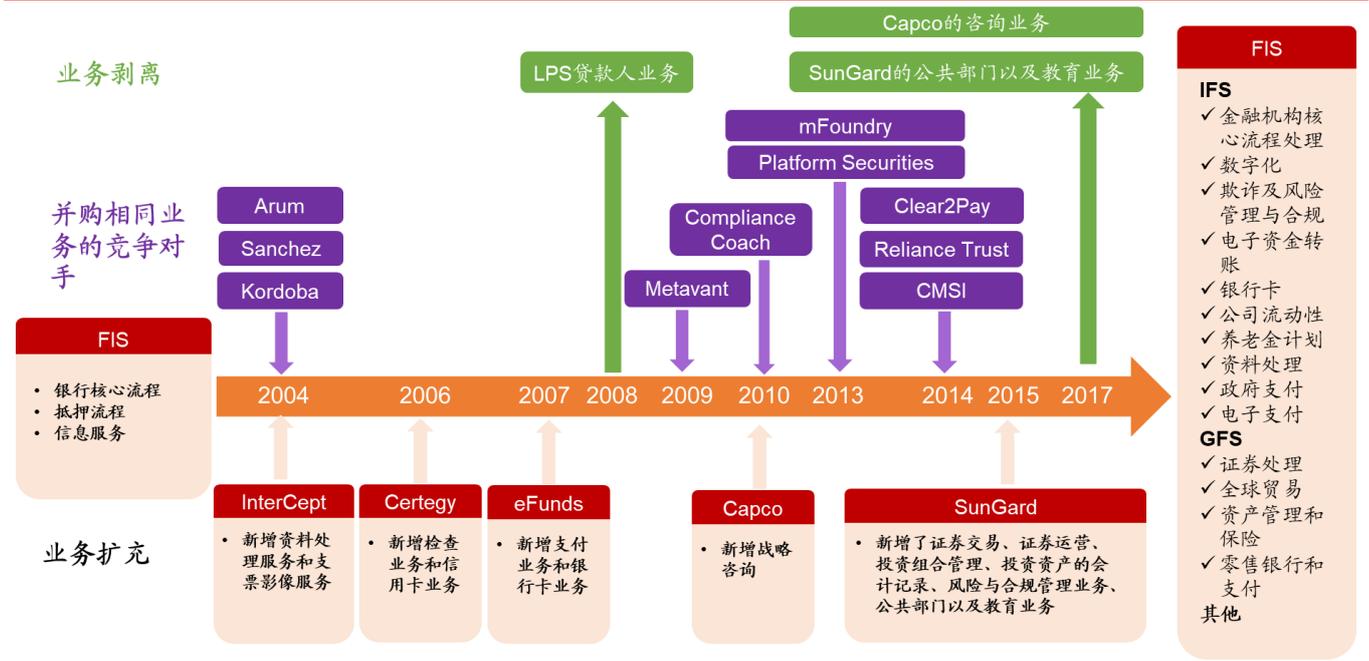
收购年份	被收购公司名称	公司性质	被收购公司主营业务	收购金额 (美元)	对公司业务的影响
2003 年	WebTone	金融服务提供商	企业客户交流软件解决方案		新增了客户沟通系统服务
2004 年	Sanchez	金融服务提供商	银行、中介的整合软件解决方案	1.75 亿	收购金融机构软件服务业务的竞争对手
2004 年	Aurum	金融服务提供商	为中小金融机构提供信息服务	3.5 亿	收购金融机构软件服务业务的竞争对手
2004 年	BankWare	金融服务提供商	为金融机构提供数字服务		收购金融机构软件服务业务的竞争对手
2004 年	InterCept	银行系统提供商	为银行提供内部服务和外包服务	4.08 亿	新增了资料处理服务和支票影像服务,同时 InterCept 也是金融机构软件服务业务的竞争对手
2004 年	Kordoba	银行系统提供商	银行系统软件服务	1.63 亿	收购信息服务领域的竞争对手
2006 年	Certegy	金融服务提供商	信用卡和支票服务	18 亿	新增了检查业务和信用卡业务
2007 年	eFunds	支付解决方案提供商	为企业提供支付解决方案		新增了支付业务和风险管理业务
2009 年	Metavante	金融服务提供商	首家 ATM 网络系统"TYME"供应商,提供 29.4 亿金融解决方案、支付解决方案		新增信托管理、财富管理、现金管理和政府支付业务,同时 Metavante 也是公司原支付业务和核心流程业务的竞争对手
2010 年	Compliance Coach	风险评估解决方案提供商	风险和合规管理软件		收购风险管理业务的竞争对手
2010 年	Capco	战略咨询服务商	金融业、IT 行业的战略咨询	2.92 亿	新增了战略咨询业务,后于 2017 年出售
2013 年	Platform Securities	清算与结算软件服务提供商	清算与结算外包服务		收购了支付业务的竞争对手
2013 年	mFoundry	手机银行解决方案提供商	SaaS 手机银行解决方案	1.2 亿	收购了金融解决方案业务的竞争对手
2014 年	CMSI	借贷软件解决方案提供商	借贷软件		收购了金融解决方案业务的竞争对手
2014 年	Reliance Trust	信托服务商	提供养老金、信托、金融和投资解决方案	1.1 亿	收购了金融解决方案业务的竞争对手
2014 年	Clear2Pay	支付解决方案提供商	银行卡、电子商务、网上银行、企业支付和银行支付	4.8 亿	收购了支付业务的竞争对手
2015 年	SunGard	金融服务提供商	教育、公共部门机构、金融科技软件服务	91 亿	新增了证券交易、证券运营、投资组合管理、投资资产的会计记录、风险和合规管理业务、公共部门以及教育软件业务(于 2017 年出售),同时也是公司银行业务(后台交易处理,前台多渠道交付,卡管理和支付)的竞争对手

资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

公司共有三次大的业务剥离。(1) 2008 年剥离贷款人业务;(2) 2017 年出售 Capco60% 的股权,咨询业务不再并表;(3) 2017 年剥离 SunGard 的公共部门和教育业务,只保留了金融系统业务。

通过剥离完成业务聚焦。通过业务调整,公司逐步剥离与金融科技不相关的各个业务(贷款人处理服务业务、博彩业、咨询领域、公共部门和教育业务),将重心聚焦于自己的核心业务,即金融科技领域。

图表15： 从并购剥离看 FIS 的业务逻辑



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

FIS 成长路径对国内金融 IT 的启示

通过我们对 FIS 的分析，我们认为：

(1) 金融业务种类决定 IT 系统种类。 金融业务开展的前提是需要更新、升级、替换为新的系统和模块。金融业务的发展推动金融 IT 系统的发展。金融业务发展的核心动力来自于创新。

(2) 产品拓展带来成长逻辑。 对于任何一个做产品的公司而言（包括软件产品和硬件产品），当一个产品的渗透率和市占率已经超过 50% 的时候，就很难实现高增长，而对于大部门的公司而言，可能在达不到 50% 这个数字之前就已经没有了成长。因此，对于这些公司而言，维持业务高成长很好的一个路径就是拓宽产品线。而拓宽产品线的方式，第一，自研：在已经产品线的基础上，进行上下业务系统的延伸。这需要公司具备强大的产品研发能力。第二，收购：通过收购不同的业务模块系统公司，来增加产品线。

(3) 创新对金融 IT 的重要性高。 我们这里的创新包括两个方面，第一金融业务的创新。我们之前说到，金融 IT 需求的本质是：变化。其中一个就是金融监管政策的变化。虽然金融监管的收紧也会带来 IT 系统的需求，但金融创新更能形成良性加速循环。第二，金融 IT 产品的创新。这就对金融 IT 企业提供更高的要求。需要不断基于自有产品，加快新产品迭代和外延。既可以从核心系统到外延系统，也可以从外延到核心。

基于以上，我们认为，中国金融 IT 企业正面临一个比较好的政策环境，金融业务创新发展有望加快金融 IT 的快速发展。推荐：金融 IT 产品公司：恒生电子、赢时胜；互联网龙头：东方财富、同花顺；银行 IT 公司：长亮科技。建议关注：顶点软件、科蓝软件。

风险提示

- 1) 宏观经济整体下行的风险，宏观经济整体下行影响金融活动活跃性；
- 2) 金融去杠杆带来的信用紧缩风险，金融去杠杆影响金融机构资本开支力度；
- 3) 中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险，中美贸易摩擦影响整体市场情绪，金融 IT β 属性较高或受影响。

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 120.85

合理价格区间(元): 126.29~134.95

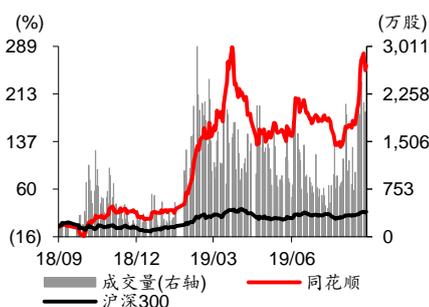
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

流量优势和产品基因驱动高成长

同花顺(300033)

同花顺：金融垂直领域互联网龙头

同花顺是国内领先的行情交易软件提供商，拥有 C 端强大的流量优势。在公司的发展过程中，经历了从行情软件向互联网厂商的升级。而完成这一升级背后的核心驱动因素在于，同花顺强大的产品化能力。未来公司流量优势有望转化为议价能力，有望享有更大发展空间。我们预计，公司 EPS 分别为 1.73 元、2.48 元、3.19 元。目标价 126.29-134.95 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

电信增值业务：产品基因的充分体现

电信增值业务是同花顺收入占比最大的业务。该业务的主要内容包括：PC 端和移动端的行情交易软件以及种类众多的增值服务和功能模块。这些构成了同花顺 2C 的强大产品线。目前，同花顺在 PC 和移动端提供的产品线数量模块多达 30 余款，而且产品类型和产品层级都体现出多样化，为挖掘各个类型用户的产品需求点。

预收款拐点出现

电信增值业务的下游客户主要以 C 端用户为主，而且是采用预付款的模式。因此该业务的收入确认的时间点具有互联网公司业务的特点，也就是在再某一时间点收到的现金流，只是把符合收入的部分却认为收入，不符合收入确认的金额则放在预收款中。因此，预收款是我们观察公司电信增值业务的主要指标之一。从近几个季度预收款变化来看，19Q1 开始，同花顺预收款已经出现拐点。19Q2 预收款金额为 7.20 亿元，环比增长 11%，有望进入逐步提升的趋势中。

流量优势带来议价能力提升

1) 传统券商面临来自于东方财富这样互联网券商的竞争，而且传统券商之间的竞争也更加激烈。2) 网上销户的实施，从某种程度上，降低了个人投资者切换券商开户的成本，使得具备流量资源的平台价值更加凸显。3) 目前在行情交易软件市场，同花顺月活最高。稀缺的流量资源，使其对下游客户（券商）议价能力较高。

首次覆盖，“增持”评级

我们认为，同花顺的产品矩阵更加齐全，相对客户的议价能力有望逐步提升。我们预计，公司 2019-2021 年，收入分别为 20.20 亿元、26.55 亿元、34.43 亿元，同比增速分别为 45.68%、31.39%、29.68%。归母净利润分别为 9.31 亿元、13.33 亿元、17.16 亿元，同比增速分别为 46.99%、43.06%、28.74%，对应的 EPS 分别为 1.73 元、2.48 元、3.19 元，对应 PE70、49、38 倍。可比公司 2019 年平均市盈率 70 倍，考虑到公司龙头地位，互联网流量优势有望带来长期变现潜力，给予公司 2019 年 73-78 倍目标 PE，对应目标价 126.29-134.95 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：流量变现低于预期的风险，市场交易量下降的风险，费用用户数量增加低于预期的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	537.60
流通 A 股 (百万股)	264.30
52 周内股价区间 (元)	28.80-130.99
总市值 (百万元)	64,969
总资产 (百万元)	4,332
每股净资产 (元)	6.23

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,410	1,387	2,020	2,655	3,443
+/-%	(18.69)	(1.62)	45.68	31.39	29.68
归属母公司净利润 (百万元)	725.65	633.93	931.81	1,333	1,716
+/-%	(40.11)	(12.64)	46.99	43.06	28.74
EPS (元, 最新摊薄)	1.35	1.18	1.73	2.48	3.19
PE (倍)	89.53	102.49	69.72	48.74	37.86

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

同花顺：互联网金融龙头

同花顺：金融垂直领域互联网龙头。同花顺是国内领先的行情交易软件提供商，拥有 C 端强大的流量优势。在公司的发展过程中，经历了从行情软件向互联网厂商的升级。而完成这一升级背后的核心驱动因素在于，同花顺强大的产品化能力。目前，同花顺的业务包括：电信增值业务、广告及互联网业务、基金销售业务、软件销售及维护等。

图表16：同花顺收入构成（2018）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表17：金融资讯服务商的商业模式

服务模式	业务描述	收入来源	市场参与者
财经网站资讯服务	通过网站浏览的形式为用户提供免费的财经资讯。包括专业财经网站、各大门户网站财经频道。	网络广告	和讯、新浪财经频道等
金融数据信息服务	通过网站和专用客户端为证券市场投资者提供金融信息、金融数据、分析工具等	信息、数据、客户端等服务费	金融界、同花顺、大智慧、指南针、钱龙等
手机金融信息服务	依托移动运营商网络，通过短信、彩信、WAP 方式、GPRS 方式为用户提供基于手机终端的金融信息服务	通过提供无线增值服务收取信息服务费	同花顺、联通华健、大智慧、掌上网、胜龙科技等
证券行情交易系统服务	为证券公司、基金公司提供证券行情委托交易系统、资讯发送系统、网络安全应用等系统，并提供日常的维护	系统的销售、定向开发的收入，以及维护费收入	同花顺、通达信、钱龙、恒生电子等

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表18: 截至2019H1同花顺股权结构图

叶崢 (实际控制人)	叶琼玖 (董事)	石狮市凯士奥投资咨询有限公司	于浩淼	王进	中央汇金	中国证金	其他股东
36%	11.91%	9.97%	5.14%	4.51%	3.00%	1.10%	28.37%

同花顺

资料来源: Wind、华泰证券研究所

收入增速触底回升。同花顺收入与资本市场具有一定的相关性。从同花顺收入增速数据可以看出: 1) 随着业务模式的逐步成熟, 公司收入增速的波动性逐步减小, 当然这其中也与近几年平稳的行情相关。2) 19H1 公司的收入增速开始出现拐点向上的迹象。结合目前资本市场特点以及公司的商业模式的逐步成熟, 我们认为, 上半年同花顺业绩拐点已现。

图表19: 同花顺各业务收入增速

收入增速 (%)	2014	2015	2016	2017	2018	19H1
增值电信业务	43.7%	320%	22.7%	-13.8%	-4.3%	8.5%
广告及互联网业务推广服务		4019%	35.2%	-20.4%	1.7%	74.8%
电子商务及其他		1082%	-4.3%	-61.2%	14.6%	80.3%
网上行情交易系统服务	7.4%	123%	14.2%	28.7%	-2.6%	25.0%
合计	44.4%	443%	20.2%	-18.7%	-1.6%	24.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

电信增值业务：产品基因的充分体现

电信增值业务，是同花顺收入占比最大的业务。该业务的主要内容包括：PC 端和移动端的行情交易软件以及种类众多的增值服务和功能模块。这些构成了同花顺 2C 的强大产品线。目前，同花顺在 PC 和移动端提供的产品线数量模块多达 30 余款，而且产品类型和产品层级都体现出多样化，为挖掘各个类型用户的产品需求点。

图表20： 电信增值业务典型产品

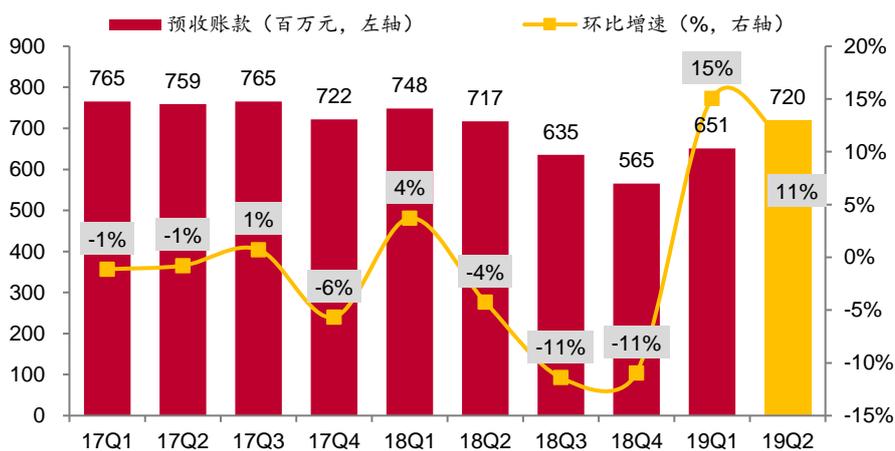
典型产品	Level-2	十档行情、逐笔成交、委托买卖总量、最佳买卖价位上的前 50 笔委托明细等增值信息
	短线宝	采用量化分析与大数据分析相结合的方法，挖掘个股在日线/60分钟/30分钟甚至15分钟等小周期的“牛股形态”
	金融大师	运用人工智能与大数据技术，并结合精心研发的九维投资理念，是专为高端投资者量身打造的高端投资决策与服务系统
	大战略	从趋势把握，资金应用，选股角度，股票组合，操作方法等五大要素出发，为用户提供帮助和建议
	财富先锋	从趋势把握，资金应用，选股角度，股票组合，操作方法等五大要素出发，为用户提供帮助和建议

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

预收款拐点出现。由于电信增值业务的下游客户主要以 C 端用户为主，而且是采用预付款的模式。因此该业务的收入确认的时间点具有互联网公司业务的特点，也就是在再某一时间点收到的现金流，只是把符合收入的部分却认为收入，不符合收入确认的金额则放在预收款中。因此，预收款是我们观察公司电信增值业务的主要指标之一。

从近几个季度预收款变化来看，19Q1 开始，同花顺预收款已经出现拐点。19Q2 预收款金额为 7.20 亿元，环比增长 11%，有望进入逐步提升的趋势中。

图表21： 同花顺预收款



资料来源：Wind，华泰证券研究所

广告及互联网业务

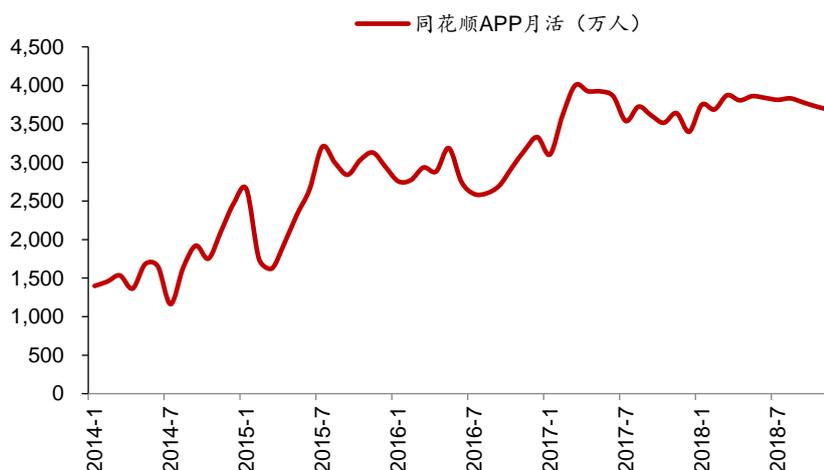
广告及互联网业务：流量优势的充分体现。广告及互联网业务是同花顺进行流量变现的重要途径之一。同花顺流量变现的方式与 BAT 等互联网公司类似，也是通过导流的形式来进行后向收费。同花顺的收费客户主要以券商机构为主，进行经纪业务的导流开户。

我们认为，同花顺对客户的议价能力有望进一步提升，潜在其他的商业模式也值得关注。主要基于以下几点：

- 1) 传统券商面临来自于东方财富这样互联网券商的竞争，而且传统券商之间的竞争也更加激烈。
- 2) 网上销户的实施，从某种程度上，降低了个人投资者切换券商开户的成本，使得具备流量资源的平台价值更加凸显。
- 3) 目前在行情交易软件市场，根据易观国际数据，同花顺月活最高。稀缺的流量资源，使其对下游客户（券商）议价能力较高。

但需要注意的是，这个业务虽然是依靠 C 端流量资源来变现，但其付费的用户是 B 端客户。所以该业务的收入确认方式和确认时点，并不具备 C 端收费的预收款属性，而是与下游客户（券商或其他金融机构）属性相关。

图表22：同花顺移动端 APP 月活

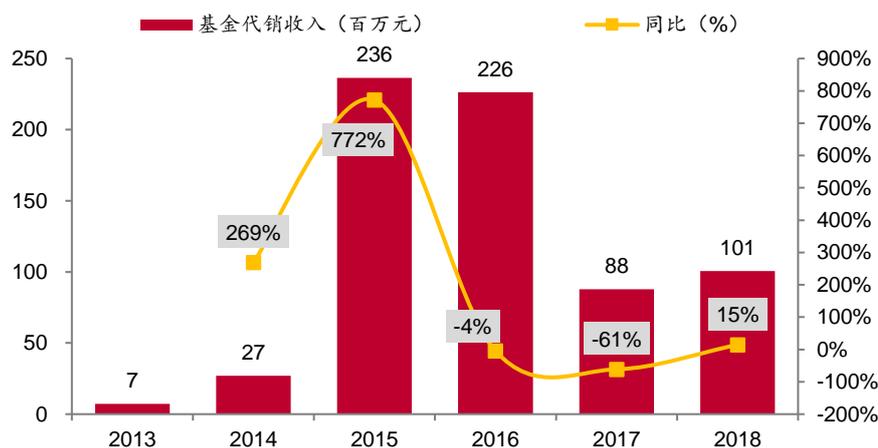


资料来源：易观国际，华泰证券研究所

基金销售业务

目前除银行代销基金外，用户还可以通过基金公司官网、第三方基金销售平台、电商等购买基金，基金销售竞争越来越激烈。目前各家基金第三方销售平台处于发展初期。公司利用客户资源优势大力宣传和推广第三方基金销售服务业务。2018年，同花顺基金代销相关业务收入为1.01亿元，同比增长15.0%。2019年上半年，该业务收入为0.75亿元，同比增长80.3%。

图表23：基金销售业务收入



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

基金产品丰富。2013年6月，同花顺上线基金公司数仅23家（同期东方财富为51家），上线基金产品数383只（同期东方财富为995只）。根据公司中报，2019年上半年，同花顺和东方财富上线基金公司数分别为141和133家，上线基金产品数分别为7830和7179只。

盈利预测与投资建议

同花顺业务主要包括：电信增值业务、广告及互联网业务、基金代销业务和软件维护业务等。我们对主要几个业务的判断如下。

1、电信增值业务

电信增值业务主要包括：PC 端和移动端的交易行情软件，以及相关的功能模块等。这个业务的下游客户主要以 C 端客户为主。我们认为，影响这个业务的变量包括付费用户和 ARPU 值等。

我们认为，同花顺的流量用户数量有望逐步增加，流量优势依然比较明显。2016-2018 年，电信增值业务收入分别为 9.98 亿元、8.60 亿元、8.23 亿元，同比增速分别为 22.7%、-13.8%、-4.3%。19H1 该业务收入增速为 8.5%。

我们认为，由于电信增值业务是 2C 收费，采用预收的模式。因此对该业务收入的预测，我们可以参考下预收款的变化情况。19Q1 预收款出现拐点向上，环比增长 15%，19Q2 预收款环比增长 11%。同时，电信增值业务的直接相关的变量是市场活跃度，而这个指标难以量化，我们采用市场交易量来代替。市场交易量越高，市场活跃度越高，2C 购买意愿和力度也就越高。而从 19H1 市场交易量来看，同比 18H1 增长 40%左右。我们认为，同花顺 2C 业务产生的潜在收入增长幅度也有望达到对应的程度。

而从未来 2-3 年维度来看，我们认为，该业务的驱动因素一方面来自于市场活跃度的提升，另一方面更重要的来自于付费用户的转化和产品线的增加。我们看到，2019 年同花顺 2C 的产品线已经多达 30 余款，目前产品数量仍在不断增长。所以，在假设明年交易量保持平稳情景下，公司有望依靠付费用户数的提升以及产品矩阵的扩张，来进一步保证该业务的增长。

基于以上判断，我们认为，2019-2021 年，该业务收入增速分别为：35%、30%、30%。

毛利率方面，该业务历史毛利率稳定在 90%左右，交易软件产品已较为成熟，后续升级维护开支有限，因此我们预计未来毛利率仍将保持稳定，预计 2019-2021 年毛利率分别为 89.34%、88.75%、88.62%。

2、广告及互联网业务

广告及互联网业务主要是为券商的导流开户业务。这个业务的影响因素主要包括：股票市场的活跃度、对接券商的数量等。2016-2018 年，广告及互联网业务收入分别为 3.96 亿元、3.15 亿元、3.20 亿元，同比增速分别为 35.2%、-20.4%、1.7%。

目前，同花顺对接的券商数量也在逐步增加，这些都有望为该业务的增长提供驱动。19H1，广告及互联网业务收入增速为 75%，主要推动因素来自于市场活跃度的提升以及对接券商数量的增加。我们认为，这一增长趋势有望延续至全年。

从未来 2-3 年维度来看，我们认为，这个业务的核心驱动主要来自两个方面，1) 网上销户的实施，降低了个人切换券商的成本。2019 年上半年网上销户开始实施，加快了个人投资者在不同券商之间的流动性。而切换券商流动性的增加，流量转化效率的提升。根据易观国际数据，2018 年同花顺的月度活跃用户大概在 3600 万左右，网上切换券商成本降低，使得导流开户客户群体从拓展增量到挖掘存量迁移，增长空间有望打开。2) 随着券商之间竞争加剧，券商对同花顺流量依赖性提升。因此，同花顺对接券商数量有望增加，导流费用有望提升，进而促进广告及互联网业务增长。

基于以上假设，我们预计，2019-2021年，该业务的收入增速分别为70%、35%、30%。

毛利率方面，该业务历史毛利率较高，2016-2018年在97%以上。考虑到券商对同花顺导流依赖性提升，同花顺掌握导流费用率话语权，具有一定议价空间。因此我们预计2019-2021年该项目毛利率保持稳定，分别为97.50%、97.57%、97.45%。

3、基金代销业务

基金代销业务的主要影响因素包括：销售基金的规模、销售费率等。2016-2018年，基金代销业务收入分别为2.26亿元/0.88亿元/1.01亿元，同比增速分别为-4.3%、-61.2%、14.6%。19H1基金代销业务收入增速为88%。基金代销业务下游需求也与市场活跃度有关，2019年三季度市场交投依旧活跃，且叠加流动性边际宽松和外资投资额度放开等利好因素，2019年基金代销业务高增速有望延续。目前A股市场投资者结构与香港、美国市场差距仍大，放眼长期，机构投资者占比提升是大势所趋。未来两年，随着金融改革开放的深化，机构投资者占比有望进一步提升，基金代销业务有望保持增长。基于以上假设我们认为，基金代销相关业务，2019-2021年的收入增速分别为85%、40%、35%。

毛利率方面，历史上该业务毛利率稳定在93%左右，预计未来三年仍将保持平稳，2019-2021年该业务毛利率保持稳定，分别为93.50%、93.07%、93.38%。

4、软件销售和维护

软件销售和维护业务主要是指同花顺在2012年推出的iFinD，主要是针对机构户销售软件，并每年收取服务费。不同于项目型订单，服务费逐年确认，因此相对比较稳定。2016-2018年，该业务收入分别为1.14亿元、1.47亿元、1.43亿元，同比增速分别为22.7%、-13.8%、-4.3%。19H1软件销售和维护收入增速为25.0%。目前，存量市场中竞品Wind市占率高。未来两年，随着金融改革开放的深化，新增金融机构释放采购需求，iFinD有望凭借性价比优势取得销售突破。我们预计，2019-2021年，该业务收入增速分别为25%、20%、20%。

毛利率方面，iFinD产品化程度较高，2018年受行业竞争影响，售价有一定下调，目前已恢复。市场格局趋于稳定，我们预计未来三年有望保持平稳，并恢复至2018年前的水平，预计2019-2021年分别为87.48%、87.48%、86.64%。

图表24：同花顺主要业务收入

收入（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增值电信业务	997.8	860.3	823.2	1111.3	1444.8	1878.2
同比增长（%）		-13.79%	-4.31%	35.00%	30.00%	30.00%
广告及互联网	395.7	315.1	320.4	544.6	735.2	955.8
同比增长（%）		-20.37%	1.68%	70.00%	35.00%	30.00%
电子商务及其他	226.3	87.8	100.6	186.1	260.6	351.8
同比增长（%）		-61.20%	14.59%	85.00%	40.00%	35.00%
软件销售与维护	113.9	146.6	142.7	178.4	214.1	256.9
同比增长（%）		28.69%	-2.63%	25.00%	20.00%	20.00%
合计	1733.7	1409.7	1386.9	2020.5	2654.6	3442.6
同比增长（%）		-18.69%	-1.62%	45.68%	31.39%	29.68%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25: 同花顺毛利率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率(%)	91.8	90	89.47	90.68	90.27	90.28
增值电信业务	91.11	89.15	87.77	89.34	88.75	88.62
软件销售与维护	90.31	87.16	84.96	87.48	87.48	86.64
基金代销服务及其他	93.19	92.83	94.31	93.50	93.07	93.38
广告及互联网业务推广服务	97.3	97.94	97.27	97.50	97.57	97.45
电子商务及其他	86	74.49	84.87	81.79	80.38	82.35

资料来源: Wind、华泰证券研究所

费用率方面, 公司销售渠道已搭建完成, 未来三年销售费用率有望保持稳定, 预计2019-2021年销售费用率与2018年保持一致, 为10.68%。管理费用率方面, 考虑到公司B端软件业务扩张还需进行一定团队扩充, 预计未来三年管理费用率高于2018年水平, 预计保持在12.6%的水平。研发费用率方面, 目前公司主要产品线均已完成开发, 未来研发费用率有望企稳, 鉴于公司对人工智能等新技术研发投入较大, 预计公司2019-2021年研发费用率分别为24%、20%、20%。

图表26: 同花顺费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	5.59%	8.77%	10.68%	10.68%	10.68%	10.68%
管理费用率	23.61%	7.89%	7.60%	12.60%	12.60%	12.60%
研发费用率		24.79%	28.56%	24.00%	20.00%	20.00%

注: 2016年管理费用率中包含研发费用

资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们认为, 同花顺的产品矩阵更加齐全, 相对客户的议价能力有望逐步提升。我们预计, 公司2019-2021年, 收入分别为20.20亿元、26.55亿元、34.43亿元, 同比增速分别为45.68%、31.39%、29.68%。归母净利润分别为9.31亿元、13.33亿元、17.16亿元, 同比增速分别为46.99%、43.06%、28.74%, 对应的EPS分别为1.73元、2.48元、3.19元, 对应PE70、49、38倍。可比公司2019年平均市盈率70倍, 考虑到公司龙头地位, 互联网流量优势有望带来长期变现潜力, 给予公司2019年73-78倍目标PE, 对应目标价126.29-134.95元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表27: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
		2019/9/12	亿元								
600570.SH	恒生电子	82.07	659.14	0.80	1.18	1.45	1.87	102	70	57	44
300377.SZ	赢时胜	12.77	94.78	0.24	0.30	0.42	0.50	53	42	30	26
300059.SZ	东方财富	16.55	1,111.43	0.14	0.25	0.33	0.42	116	66	49	40
603383.SH	顶点软件	88.30	106.12	1.00	1.25	1.53	1.90	89	71	58	47
600446.SH	金证股份	24.89	212.36	-0.14	0.24	0.37	0.54	-183	105	68	46
	平均		436.77	0.41	0.64	0.82	1.04	35	71	52	40
300033.SZ	同花顺	120.85	649.69	1.18	1.73	2.48	3.19	102	70	49	38

注: 同花顺EPS为华泰预测, 其他公司为Wind一致预期

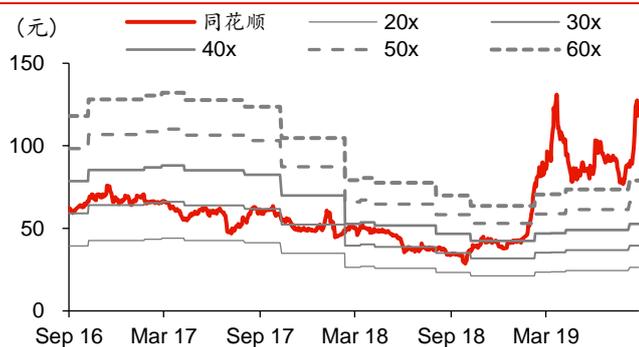
资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1、流量变现低于预期的风险，流量变现低于预期影响公司收入规模；
- 2、市场交易量下降的风险，市场交易活跃度下降影响公司广告和互联网业务及基金代销业务；
- 3、付费用户数量增加低于预期的风险，付费用户增速低于预期影响公司电信增值业务收入增长。

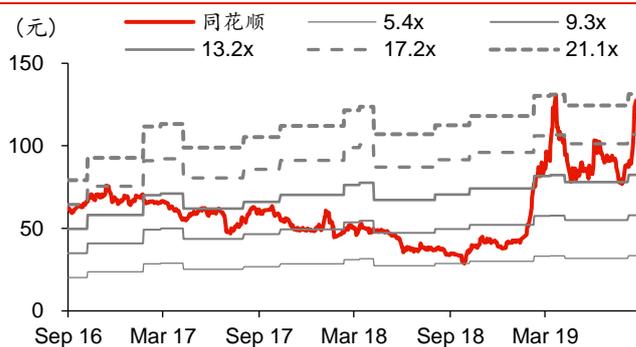
PE/PB – Bands

图表28: 同花顺历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表29: 同花顺历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,744	3,599	4,617	5,779	7,114
现金	3,507	3,435	4,394	5,545	6,853
应收账款	11.85	12.75	15.76	22.47	29.21
其他应收账款	50.63	29.07	58.82	75.94	90.20
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	174.59	122.26	148.43	135.34	141.88
非流动资产	466.97	531.59	599.20	713.75	878.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	361.92	395.19	391.69	373.71	348.49
无形资产	79.77	79.21	75.44	71.98	68.36
其他非流动资产	25.29	57.19	132.06	268.06	461.30
资产总计	4,211	4,131	5,217	6,492	7,992
流动负债	1,036	786.37	1,203	1,529	1,852
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	33.70	36.34	49.62	64.68	85.05
其他流动负债	1,003	750.02	1,154	1,465	1,767
非流动负债	5.83	4.48	5.00	4.35	4.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.83	4.48	5.00	4.35	4.26
负债合计	1,042	790.84	1,208	1,534	1,856
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	537.60	537.60	537.60	537.60	537.60
资本公积	356.78	356.78	356.78	356.78	356.78
留存公积	2,288	2,438	3,112	4,066	5,239
归属母公司股东权益	3,169	3,340	4,009	4,959	6,136
负债和股东权益	4,211	4,131	5,217	6,492	7,992

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	582.73	528.20	1,157	1,451	1,762
净利润	725.65	633.93	931.81	1,333	1,716
折旧摊销	38.73	38.10	32.28	33.81	34.46
财务费用	(61.01)	(71.41)	(162.07)	(205.74)	(256.63)
投资损失	(42.80)	(9.45)	(22.27)	(22.27)	(22.27)
营运资金变动	(135.49)	(152.13)	355.27	313.61	293.28
其他经营现金	57.64	89.15	22.12	(1.30)	(2.67)
投资活动现金	22.15	(49.69)	(96.61)	(123.71)	(172.40)
资本支出	27.89	105.30	100.00	150.00	200.00
长期投资	0.00	(2.70)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	50.04	52.91	3.39	26.29	27.60
筹资活动现金	(483.84)	(483.84)	(101.13)	(177.01)	(281.96)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(483.84)	(483.84)	(101.13)	(177.01)	(281.96)
现金净增加额	96.23	15.05	959.39	1,150	1,308

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,410	1,387	2,020	2,655	3,443
营业成本	141.01	146.08	188.27	258.26	334.51
营业税金及附加	21.01	20.38	29.13	38.95	50.25
营业费用	123.68	148.18	215.88	283.63	367.82
管理费用	111.28	105.45	254.65	334.58	433.90
财务费用	(61.01)	(71.41)	(162.07)	(205.74)	(256.63)
资产减值损失	0.03	19.34	45.84	45.84	45.84
公允价值变动收益	0.00	0.00	(20.00)	3.30	4.40
投资净收益	42.80	9.45	22.27	22.27	22.27
营业利润	806.58	683.37	995.93	1,433	1,845
营业外收入	0.12	0.09	9.69	3.30	4.36
营业外支出	0.52	0.68	2.02	1.07	1.26
利润总额	806.18	682.78	1,004	1,436	1,848
所得税	80.52	48.85	71.80	102.71	132.24
净利润	725.65	633.93	931.81	1,333	1,716
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	725.65	633.93	931.81	1,333	1,716
EBITDA	784.30	650.06	866.14	1,262	1,623
EPS (元, 基本)	1.35	1.18	1.73	2.48	3.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(18.69)	(1.62)	45.68	31.39	29.68
营业利润	(37.76)	(15.27)	45.74	43.94	28.73
归属母公司净利润	(40.11)	(12.64)	46.99	43.06	28.74
获利能力 (%)					
毛利率	90.00	89.47	90.68	90.27	90.28
净利率	51.48	45.71	46.12	50.21	49.85
ROE	22.90	18.98	23.25	26.88	27.97
ROIC	(199.01)	(615.83)	(202.02)	(195.33)	(206.47)
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.74	19.15	23.16	23.62	23.22
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.61	4.58	3.84	3.78	3.84
速动比率	3.61	4.58	3.84	3.78	3.84
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.33	0.43	0.45	0.48
应收账款周转率	122.28	107.03	134.57	131.84	126.45
应付账款周转率	3.67	4.17	4.38	4.52	4.47
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	1.18	1.73	2.48	3.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.98	2.15	2.70	3.28
每股净资产(最新摊薄)	5.90	6.21	7.46	9.22	11.41
估值比率					
PE (倍)	89.53	102.49	69.72	48.74	37.86
PB (倍)	20.50	19.45	16.21	13.10	10.59
EV_EBITDA (倍)	78.46	94.66	71.04	48.78	37.91

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 16.55
合理价格区间(元): 17.50~18.75

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

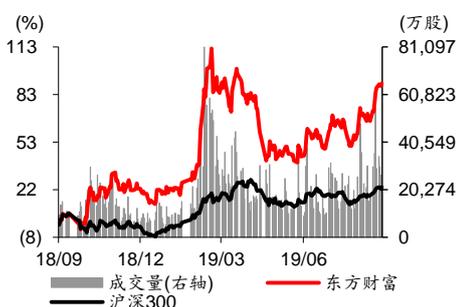
许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

周钊 执业证书编号: S0570517070006
研究员 010-56793958
zhouzhao@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

东方财富: 打造财富管理平台

东方财富(300059)

东方财富: 打造财富管理平台

东方财富是国内领先的垂直领域的互联网公司。对于东财而言,经历了从软件公司向互联网公司的转变,而且随着公司互联网流量的积累,通过券商相关金融业务牌照的获得,不断将自身积累沉淀的流量进行商业化变现。从业务结构来看,东财主要包括证券业务、金融电子商务业务、金融数据服务和互联网广告业务。我们预计,2019-2021年,公司EPS分别为0.25元、0.33元、0.41元。目标价17.50-18.75元,首次覆盖,给予“增持”评级。

证券业务市占率有望继续提升

东财积累的流量优势,有望在存量竞争的时代,赋予东财更多的竞争优势。根据易观国际数据,东财的市占率仍在快速提升。2018年底,东方财富移动端的月度活跃用户数量大概在1200万左右。在所有交易行情软件移动端APP中,排名第二。大量的月活为东财经纪业务的市占率的提升奠定了基础。

基金销售业务: 流量优势明显

2017年左右第三方基金销售市场开始出现价格竞争,蚂蚁财富、陆金所、雪球等也进入到基金销售领域。价格竞争的结果是,第三方基金销售市场的收费价格出现大幅降低。在第三方基金销售渠道价格竞争的背后,实际是平台运营成本和专业化竞争的体现。第三方基金销售平台各自的战略和主打类型并不一样。我们认为,东财在专业性和高流量方面都具备一定优势。

关注“天天基金”平台商业模式的升级

从商业模式角度来看,我们认为天天基金网在东财中的角色定位有望逐步提升。这其中很重要的一个因素就是,东方财富基金公募牌照的获得,东财可以销售自己的基金产品。“天天基金网”的角色也有望从单纯的基金销售平台,逐步向基金理财平台演进。

首次覆盖给予“增持”评级

我们认为,东财是一家互联网公司,金融业务只是公司互联网流量变现的方式和工具。东财的流量优势有望继续在金融垂直领域得到变现。我们预计,2019-2021年,东财收入分别为46.5亿元、60.6亿元、78.1亿元,同比增速分别为48.9%、30.3%、28.8%;归母净利润分别为16.7亿元、22.2亿元、27.8亿元,同比增速分别为74%、33%、26%;EPS分别为0.25元、0.33元、0.41元,对应PE67、50、40倍。可比公司2019年平均市盈率71倍,给予公司70-75倍目标PE,对应目标价17.50-18.75元,首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示: 市场交易量收缩的风险,公司经纪业务市占率提升进度低于预期的风险,基金理财平台的建设进度低于预期的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,716
流通A股(百万股)	5,435
52周内股价区间(元)	10.16-22.22
总市值(百万元)	111,143
总资产(百万元)	54,447
每股净资产(元)	3.01

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

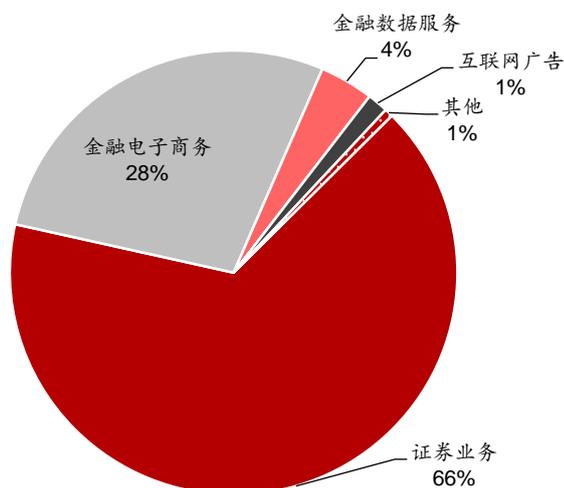
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,547	3,123	4,652	6,062	7,806
+/-%	8.29	22.64	48.93	30.31	28.77
归属母公司净利润(百万元)	636.90	958.70	1,665	2,218	2,784
+/-%	(10.77)	50.52	73.72	33.15	25.57
EPS(元,最新摊薄)	0.09	0.14	0.25	0.33	0.41
PE(倍)	174.51	115.93	66.74	50.12	39.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

东方财富：互联网理财平台

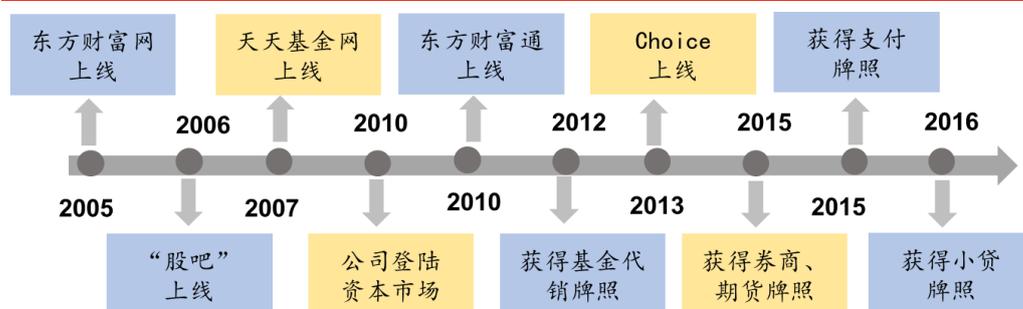
东方财富：打造财富管理平台。东方财富是国内领先的垂直领域的互联网公司。对于东财而言，经历了从软件公司向互联网公司的转变，而且随着公司互联网流量的积累，通过券商相关金融业务牌照的获得，不断将自身积累沉淀的流量进行商业化变现。从目前公司业务结构来看，其主要包括证券业务、金融电子商务业务、金融数据服务和互联网广告业务。

图表30：东方财富 2019 上半年收入构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

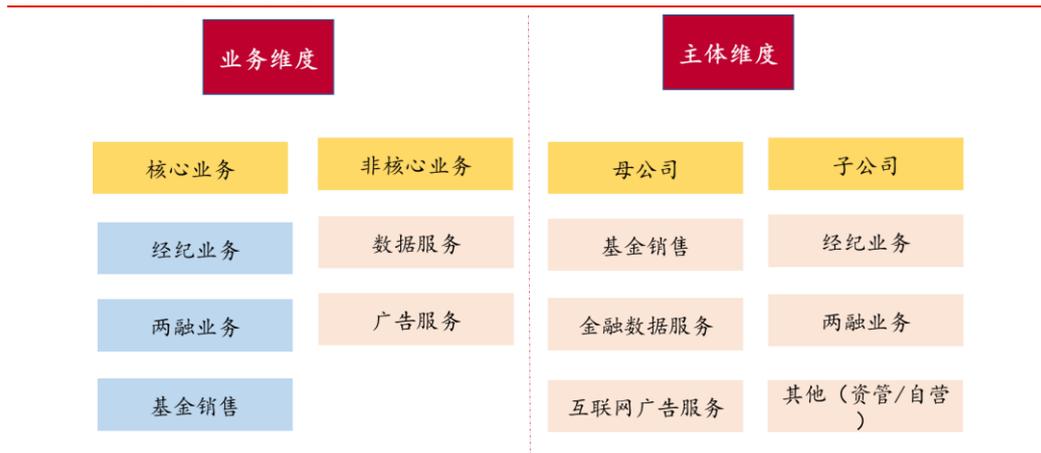
图表31：东方财富的发展路径



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

收入结构虽然发生变化，但公司基因未变。在公司商业模式发生变化的过程中，公司的业务结构也发生了变化。目前公司的券商业务占到收入的 60% 左右，这是否意味着公司的业务本质发生了变化？我们认为，东财的所有商业模式的基础都是公司在 PC 端和移动端积累了庞大的用户流量。这是公司业务开展的基础。即使在证券业务中，东财的业务也主要以经纪和两融业务为主，始终定位“平台”，发挥流量优势。

图表32：公司业务划分和承载主体



注：主体维度：主要是从开展业务的主体来看：母公司或者子公司

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表33：东方财富股权结构图（截至2019年中报）

其实 (董事长)	沈友根	陆丽丽	中央汇金	鲍一青 (监事)	西藏自治区投资 有限公司	史佳 (副董事长)	香港中央结算有限公司 (陆股通)	其他股东
21.99%	2.29%	2.63%	1.45%	1.12%	1.09%	0.98%	1.14%	69.60%

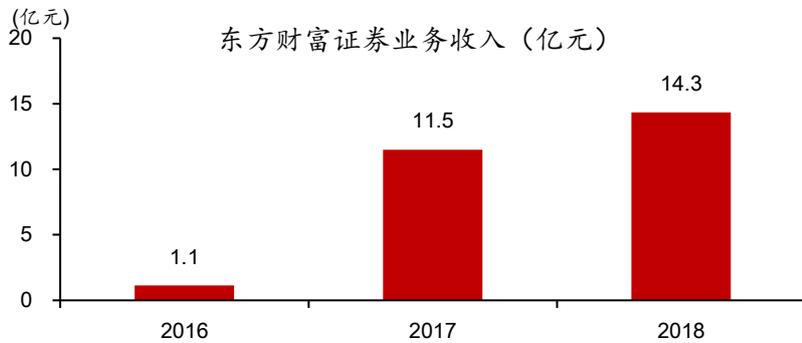
东方财富

资料来源：Wind、华泰证券研究所

证券业务：市占率有望继续提升

自 2016 年收购西藏同信证券 100% 股权之后，东财的证券业务快速发展，无论是收入还是利润都得到了快速增长和提升。

图表34：东方财富证券业务收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

证券业务市占率有望继续提升。目前传统券商之间的竞争日益加剧。在传统的经纪业务方面，传统券商面临的压力也越来越大，主要来自于互联网平台（券商）的冲击。

1) 线下获取新客户的成本越来越大。之前券商还可以通过赠送礼品的形式来激励线下开户的积极性，但目前线下获取客户成本较高，线上开户已经成为主流。

2) 东财经纪业务的崛起。东方财富依靠自身的流量优势，经纪业务市占率在快速提升，对传统券商市占率带来一定挤压。

3) 网上销户的实施，使得 C 端用户切换券商的成本降低。C 端用户在不同券商之间迁移的活跃度增强，线上开户更成为各家券商必争之地。

可以看出，东财积累的流量优势，有望在存量竞争的时代，赋予东财更多的竞争优势。根据易观国际数据，2018 年底，东方财富移动端的月度活跃用户数量大概在 1200 万左右。在所有交易行情软件移动端 APP 中，排名第二。大量的月活为东财经纪业务的市占率的提升奠定了基础。

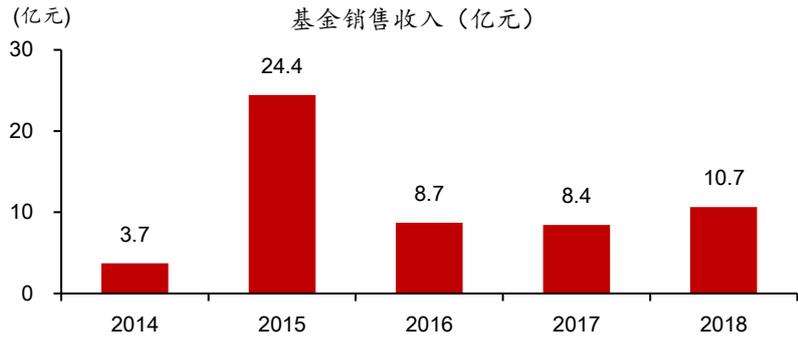
基金销售业务

东财的基金销售业务：流量优势明显。东财的基金销售业务是公司在互联网转型过程中，最先实现流量变现的业务。2015 年该业务达到 24.4 亿元的收入体量。而在 2016 年及之后的两年中，资本市场活跃度和市场交易量出现明显回落，该业务也随之波动。

另外，2017 年左右第三方基金销售市场开始出现价格竞争，蚂蚁财富、陆金所、雪球等也进入到基金销售领域。价格竞争的结果是，第三方基金销售市场的收费价格出现大幅下降。根据目前银行 APP 和第三方基金销售渠道 APP 的官方价格数据，目前主流第三方基金销售平台的基金销售价格大概约为传统基金销售渠道的 10% 左右。

在第三方基金销售渠道价格竞争的背后，实际是平台运营成本和专业化竞争的体现。第三方基金销售平台各自的战略和主打类型并不一样。从行业未来发展趋势来看，第三方基金销售规模在整个基金销售规模中的占比还有提升空间（根据前瞻网数据，2016 年，银行和券商渠道的占比在 73.5% 左右），其规模占比有望逐步提升。而在这个过程中，流量大小只是影响行业竞争格局的一个因素。

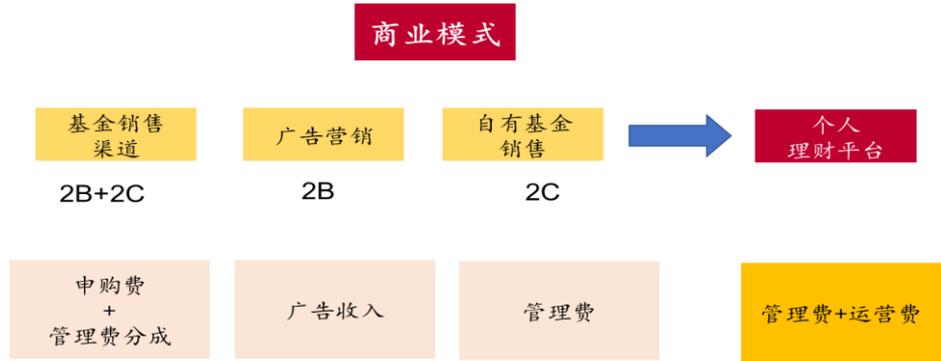
图表35：东财基金销售收入



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

天天基金网流量优势。根据公司2019年半年报数据，“天天基金网”网站2019年半年度日均页面浏览量为357.28万，其中，交易日日均页面浏览量为493万，非交易日日均页面浏览量为101.9万；“天天基金网”2019年半年度用户日均使用时长为15分钟；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为124万，其中，交易日日均活跃访问用户数为153万，非交易日日均活跃访问用户数为64.9万。

图表36：“天天基金”商业模式可能的演化路径



资料来源：易观国际，华泰证券研究所

从商业模式角度来看，我们认为天天基金网在东财中的角色定位有望逐步提升。这其中很重要的一个因素就是，东方财富基金公募牌照的获得，东财可以销售自己的基金产品。“天天基金网”的角色也有望从单纯的基金销售平台，逐步向基金理财平台演进。

从具体功能来看，天天基金网过去承担的功能，主要体现为公募基金产品的销售平台，此时的商业模式，主要是基金销售收入（包括申购费和管理费分成），这种收入模式与一般的基金渠道方的收入完全一样。而随着东财自己基金产品的发行和销售，其商业模式有望变为：收取管理费和运营费。这种收入模式就不再是渠道的角色和模式。

图表37：东方财富的用户转化逻辑



资料来源：易观国际，华泰证券研究所

盈利预测与估值

1、经纪业务

东财的经纪业务收入主要与两个变量相关：市场交易量和市占率，费率一般保持稳定。2018年A股市场日均交易量为3600亿元左右，我们预计2019年日均交易量有望维持在5000亿元以上，2019年的日均交易量有望同比放大40%左右。

对于市占率，我们认为，东财经纪业务市占率有望进一步提升。根据东财2019年上半年情况，19H1经纪业务收入同比增长60%。我们认为，这其中一方面包括交易量放大带来的增长，另一方面，更重要的是，东财经纪业务市占率的逐步提升。因此我们假设2019年底，东财经纪业务市占率有望达到3.6%左右。

随着金融改革开放的扩大，A股入摩比例提升，QFII投资限额取消，2020-2021年市场交易量有望保持增长态势。

基于以上分析，我们预计，2019-2021年，经纪业务收入增速为78.4%、26.8%、10.7%。

2、两融业务

东财两融业务收入主要与两个变量相关：两融业务规模和息差。近几个季度，东财两融余额规模保持向上趋势，根据公司季度财报数据，18Q2-19Q2，东财两融余额规模分别为：98亿元、88亿元、82亿元、118亿元、128亿元。由于经纪业务与两融业务保持一定的相关性，在东财经纪业务市占率快速提升的前提下，我们认为，东财两融余额规模有望继续保持增长。两融的息差主要取决于市场利率环境，证金转融通利率和整体供给需求变动，影响因素较为复杂。参考历史水平和我国金融市场导向，我们预计未来两年息差保持稳定。

基于以上分析，我们预计，2019-2021年，两融及相关业务收入增速为32.4%、35.4%、32.5%。2020-2021年增速高于经纪业务收入增速的原因主要是公司上半年发行了新一期可转债，募资73亿元，其中65亿元用来发展两融业务。我们认为这有望进一步提升公司两融业务的规模。

3、基金销售业务

基金销售业务收入主要与东财平台上的基金销售规模相关，分为前端基金销售收入和后端管理费分成。2015-2018年，东财基金销售业务收入分别为24.4亿元、8.7亿元、8.4亿元、10.7亿元，2019年上半年基金销售业务实现收入5.6亿元。基金销售业务面临着价格竞争的压力，但目前已经缓和。未来更多依靠基金管理费分成带来收入增长。管理费分成一方面依赖前端基金销售，另一方面受费率、股票市值变化和新增基金规模影响。截至9月12日，上证综指年内上涨21.55%，股票整体市值变动或成2019年主导变量。2020-2021年，随着A股入摩比例提升和资本市场对外开放扩大，新设基金数量和新增基金规模有望加速增长，有望支撑公司基金销售业务增长。

基于以上分析，我们预计，2019-2021年，基金销售业务收入增速为35.0%、37.0%、35.0%。

4、金融数据服务和广告服务业务

东财的金融数据服务主要包括以Choice为主的金融数据终端业务。目前在2B的金融数据终端市场，仍以Wind、iFinD、Choice三家竞争为主。其中Wind具有先发优势，Choice如果要改变现有的市场格局还有些难度。我们预测，该业务未来两年呈现稳定增长态势，驱动因素主要来自于对私募、银行、QFII等机构客户的拓展。增量市场不存在软件路径依赖问题，2019年银行理财子公司陆续成立，资本市场对外开放程度扩大，新增QFII数量有望提升，对于由此带来的增量需求，公司有望凭借性价比优势获得更大市场份额。我们预计，2019-2021年，金融数据业务收入增速为10.0%、12.0%、12.0%。

广告服务业务，在公司收入占比较小。2017、2018年广告服务收入同比小幅下滑的原因主要是市场活跃度低迷，叠加前期基数较大。从今年市场活跃度来看，付费客户转化或将

同比增加，我们认为，未来随着公司流量优势的增强，投放精准度提升。广告业务有望拐头向上增长。根据 iUserTracke 数据，东方财富网 2018 年覆盖人数和有效浏览时间在主流财经网站中排名第一，是国内投资者互动首选平台，流量优势明显。互联网马太效应明显，我们认为公司头部地位有望巩固，流量优势有望增强。另一方面，公司在营业活动中积累了大量用户数据，包括用户区域分布、年龄学历、投资方式、收入规模、支付手段等，广告投放有望更加精准有效。基于此我们预计，2019-2021 年，广告服务业务收入增速有望由负转正，并恢复到 2016 年左右的收入水平，增速分别为 10.0%、15.0%、15.0%。

图表38：东方财富各业务收入（预测）

收入（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
证券业务	1149	1434	1813	2945	3805	4822
同比增长（%）		24.90%	26.40%	62.40%	29.20%	26.70%
金融电子商务服务	871	844	1065	1438	1970	2660
同比增长（%）		-3.00%	26.20%	35.00%	37.00%	35.00%
金融数据服务	220	169	160	176	197	220
同比增长（%）		-23.00%	-5.60%	10.00%	12.00%	12.00%
广告服务	98	79	71	78	90	103
同比增长（%）		-19.10%	-10.10%	10.00%	15.00%	15.00%
其他主营业务	15	20	14	15	16	16
同比增长（%）		33.10%	-29.10%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	2352	2547	3123	4652	6062	7806
同比增长（%）		8.30%	22.60%	48.90%	30.30%	28.80%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

毛利率方面，金融电子商务服务业务主要指基金代销，产品和渠道均已成熟，毛利率有望保持稳定，预计公司金融电子与商业服务业务毛利率稳定在 90% 以上。公司金融数据业务、广告业务目前还处于亏损状态，这两项业务在市场拓展阶段预计仍将保持较低定价，影响短期毛利率，预计未来三年毛利额为负。综合各项业务毛利情况，预计 2019-2021 年整体毛利率分别为 90.53%、91.60%、92.15%。

图表39：东方财富各业务毛利和毛利率（由于会计目录的不同，这里不包括证券业务）

毛利（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
金融电子商务服务	786.17	766.51	971.80	1305.54	1791.70	2419.94
毛利率（%）	90.3%	90.8%	91.2%	90.8%	90.9%	91.0%
金融数据服务	50.64	(52.53)	(35.66)	(39.23)	(43.94)	(49.21)
毛利率（%）	23.0%					
广告服务	32.20	(12.52)	(4.81)	(5.30)	(6.09)	(7.00)
毛利率（%）	33.0%					
其他主营业务	73.08	69.49	53.84	53.84	53.84	53.84
毛利率（%）	73.1%	69.5%	53.8%	53.8%	53.8%	53.8%
合计	2028.77	2149.79	2752.11	4211.09	5552.63	7192.89
毛利率（%）	86.26%	84.41%	88.11%	90.53%	91.60%	92.15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

销售费用率方面，公司产品渠道较为成熟，我们预计 2019-2021 年销售费用率与 2018 年持平，保持 8.32%。管理费用率方面，预计公司管理费用率保持稳定，2019-2021 年分别为 33.65%、33.15%、32.65%。研发费用率方面，2019 年上半年公司加大研发力度，研发投入同比增长 62%。我们认为公司有望逐步在互联网流量平台、AI 技术研发和产品化拓展等方面继续加大投入，预计 2019-2021 年分别为 20%、19%、18%。

图表40：费用率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	11.31%	12.40%	8.32%	8.32%	8.32%	8.32%
管理费用率	47.35%	43.24%	38.15%	33.65%	33.15%	32.65%
研发费用率			8.01%	20.00%	19.00%	18.00%

注：2017年以前研发费用包含在管理费用中

资料来源：Wind，华泰证券研究所

基于以上假设，我们认为，2019-2021年，东财收入分别为46.5亿元、60.6亿元、78.1亿元，同比增速分别为48.9%、30.3%、28.8%；归母净利润分别为16.7亿元、22.2亿元、27.8亿元，同比增速分别为74.0%、33.0%、25.6%；EPS分别为0.25元、0.33元、0.41元，对应PE67、50、40倍。可比公司2019年平均市盈率71倍，给予公司70-75倍目标PE，对应目标价17.50-18.75元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表41：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 2019/9/12	总市值 亿元	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH	恒生电子	82.07	659.14	0.80	1.18	1.45	1.87	102	70	57	44
300377.SZ	赢时胜	12.77	94.78	0.24	0.30	0.42	0.50	53	42	30	26
300033.SZ	同花顺	120.85	649.69	1.18	1.73	2.48	3.19	102	70	49	38
603383.SH	顶点软件	88.30	106.12	1.00	1.25	1.53	1.90	89	71	58	47
600446.SH	金证股份	24.89	212.36	-0.14	0.24	0.37	0.54	-183	105	68	46
	平均		344.42	0.62	0.94	1.25	1.60	33	71	52	40
300059.SZ	东方财富	16.55	1,111.43	0.14	0.25	0.33	0.41	116	66	49	40

注：东方财富EPS为华泰预测，其他公司为Wind一致预期

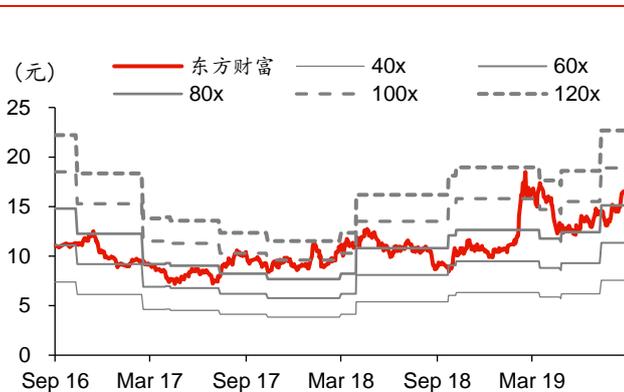
资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场交易量收缩的风险；
- 2、公司经纪业务市占率提升进度低于预期的风险；
- 3、基金理财平台的建设进度低于预期的风险。

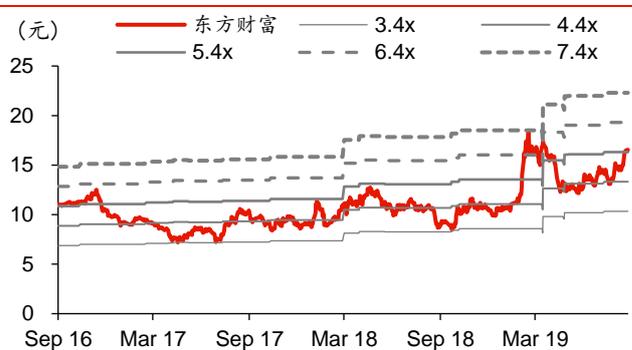
PE/PB – Bands

图表42：东方财富历史PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表43：东方财富历史PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	36,340	34,372	33,162	36,539	38,669
现金	12,080	11,334	14,532	14,307	15,841
应收账款	329.33	257.91	511.20	650.28	780.06
其他应收账款	2,480	3,101	4,154	5,778	7,386
预付账款	56.67	64.11	77.01	83.21	104.38
存货	142.25	145.71	171.61	193.56	237.44
其他流动资产	21,251	19,469	13,716	15,528	14,320
非流动资产	5,505	5,439	5,380	5,387	5,429
长期投资	410.44	444.79	489.27	538.19	592.01
固定投资	1,761	1,716	1,567	1,416	1,262
无形资产	69.20	77.32	56.04	35.66	14.83
其他非流动资产	3,264	3,201	3,268	3,397	3,560
资产总计	41,845	39,811	38,542	41,926	44,098
流动负债	21,744	19,289	16,364	17,445	17,120
短期借款	297.99	213.06	194.87	235.31	214.41
应付账款	81.97	105.51	122.92	130.64	167.49
其他流动负债	21,364	18,970	16,046	17,079	16,738
非流动负债	5,420	4,827	4,817	4,817	4,817
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5,420	4,827	4,817	4,817	4,817
负债合计	27,164	24,116	21,181	22,262	21,937
少数股东权益	2.58	0.00	(3.32)	(7.78)	(11.96)
股本	4,289	5,168	6,716	6,716	6,716
资本公积	6,244	5,504	4,471	4,471	4,471
留存公积	2,934	3,807	5,369	7,407	9,953
归属母公司股东权益	14,678	15,695	17,364	19,672	22,173
负债和股东权益	41,845	39,811	38,542	41,926	44,098

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(6,160)	2,667	(465.30)	(892.63)	1,320
净利润	634.84	958.22	1,662	2,213	2,780
折旧摊销	216.08	247.13	208.60	209.83	209.55
财务费用	(32.30)	156.45	(472.72)	(533.42)	(559.78)
投资损失	(200.61)	(211.24)	(211.24)	(211.24)	(211.24)
营运资金变动	(7,219)	984.66	(1,722)	(2,634)	(983.14)
其他经营现金	441.16	532.12	70.06	62.78	84.19
投资活动现金	(69.64)	(1,176)	5,737	(10.49)	(34.61)
资本支出	249.24	197.72	100.00	150.00	200.00
长期投资	32.16	458.51	44.48	48.93	53.82
其他投资现金	211.76	(519.64)	5,881	188.43	219.21
筹资活动现金	8,894	(1,806)	(2,073)	677.32	249.35
短期借款	224.41	(84.93)	(18.18)	40.43	(20.89)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	730.46	879.51	1,547	0.00	0.00
资本公积增加	(582.96)	(739.85)	(1,034)	0.00	0.00
其他筹资现金	8,522	(1,860)	(2,569)	636.88	270.24
现金净增加额	2,650	(304.73)	3,198	(225.80)	1,535

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,547	3,123	4,652	6,062	7,806
营业成本	397.00	371.34	440.66	509.29	613.08
营业税金及附加	26.89	31.03	65.95	70.06	92.81
营业费用	315.82	259.78	410.14	564.79	766.31
管理费用	1,101	1,192	1,565	2,010	2,549
财务费用	(32.30)	156.45	(472.72)	(533.42)	(559.78)
资产减值损失	81.45	11.91	36.84	36.84	36.84
公允价值变动收益	(21.79)	49.21	49.21	49.21	49.21
投资净收益	200.61	211.24	211.24	211.24	211.24
营业利润	681.99	1,131	1,952	2,595	3,260
营业外收入	0.58	0.17	0.17	0.30	0.21
营业外支出	3.48	9.93	7.61	7.01	8.18
利润总额	679.08	1,121	1,944	2,589	3,252
所得税	44.24	162.62	282.07	375.58	471.84
净利润	634.84	958.22	1,662	2,213	2,780
少数股东损益	(2.06)	(0.48)	(3.32)	(4.46)	(4.18)
归属母公司净利润	636.90	958.70	1,665	2,218	2,784
EBITDA	865.76	1,534	1,687	2,272	2,910
EPS (元, 基本)	0.15	0.19	0.25	0.33	0.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.29	22.64	48.93	30.31	28.77
营业利润	2.18	65.78	72.62	32.99	25.61
归属母公司净利润	(10.77)	50.52	73.72	33.15	25.57
获利能力 (%)					
毛利率	84.41	88.11	90.53	91.60	92.15
净利率	25.01	30.69	35.80	36.58	35.67
ROE	4.34	6.11	9.59	11.27	12.56
ROIC	7.46	19.55	17.76	18.41	22.14
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.92	60.58	54.96	53.10	49.75
净负债比率 (%)	1.10	3.40	0.92	1.06	0.98
流动比率	1.67	1.78	2.03	2.09	2.26
速动比率	1.66	1.77	2.02	2.08	2.24
营运能力					
总资产周转率	0.07	0.08	0.12	0.15	0.18
应收账款周转率	7.76	9.87	11.20	9.66	10.12
应付账款周转率	4.10	3.96	3.86	4.02	4.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.14	0.25	0.33	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.92)	0.40	(0.07)	(0.13)	0.20
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.34	2.59	2.93	3.30
估值比率					
PE (倍)	174.51	115.93	66.74	50.12	39.92
PB (倍)	7.57	7.08	6.40	5.65	5.01
EV_EBITDA (倍)	116.96	66.01	60.01	44.57	34.80

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 12.77
合理价格区间(元): 14.08~15.36

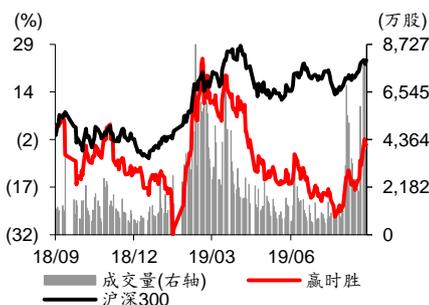
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

赢时胜：产品化能力突出

赢时胜(300377)

赢时胜：国内知名的金融系统供应商

赢时胜一直紧随金融行业的发展，专注于金融行业信息系统的研究、开发及服务。公司目前拥有 300 多家各类金融行业客户，公司客户涵盖银行、基金公司、证券公司、保险公司、信托公司、财务管理公司、全国社保等。公司目前主要专注于金融机构资产管理和资产托管业务系统的应用软件及服务，在国内市场占有率在九十左右。公司产品化能力强，推动客户快速拓展，有望成为持续成长驱动力。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.32、0.41、0.50 元，目标价 14.08-15.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。

资管和托管产品线较为齐全

赢时胜作为金融行业资产管理业务和资产托管业务整体信息化建设解决方案的应用软件及增值服务提供商，拥有丰富的产品系列和功能，能满足行业不同客户不同层次的需要。目前的主要产品主要分为四类，投资交易类产品、风险管理及绩效类产品、清算及估值类产品以及银行金融资产托管类。

公司业绩有望迎来边际改善

2018 年净利负增长主要受外部因素影响。2018 年，受宏观经济增速放缓、资本市场下行和政策性需求减少等影响，控股子公司上海赢量金融服务有限公司、上海赢保商业保理有限公司经营规模有所收缩，导致业绩下滑。从行业需求来看，我们认为，随着科创板、银行理财子公司新规的逐步落地，下游需求有望快速释放，公司业绩有望迎来边际改善。

首次覆盖给予“买入”评级

资产管理业务领域，公司正从资产管理后端系统切入，从后端往前端发展，目前可提供覆盖资产管理大部分业务流程的一体化 IT 系统。我们预计公司 2019-2021 年分别实现净利润 2.36、3.02、3.74 亿元，同比增长 33%、28%、24%。对应 EPS 0.32、0.41、0.50 元，对应 PE 40、31、25 倍。2019 年可比公司平均市盈率为 76 倍，公司市盈率 40 倍。我们看好公司产品化能力带来的市场拓展潜力，行业需求扩容也为公司带来发展机遇，但与可比公司相比，公司规模较小，不享有龙头溢价，给予公司 2019 年 44-48 倍目标 PE，对应目标价 14.08-15.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济整体下行的风险；金融去杠杆带来的信用紧缩风险；中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险；行业竞争加剧的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	742.21
流通 A 股 (百万股)	522.11
52 周内股价区间 (元)	9.07-16.55
总市值 (百万元)	9,478
总资产 (百万元)	3,226
每股净资产 (元)	3.67

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

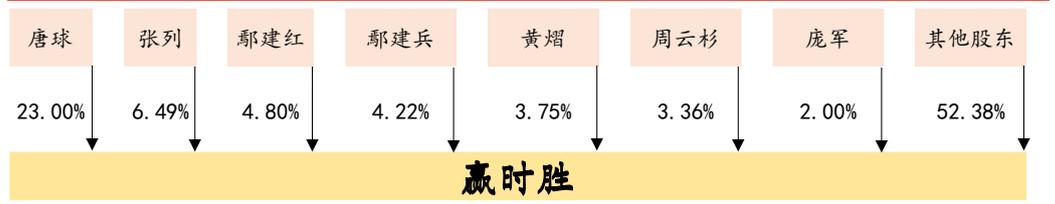
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	537.02	639.10	795.36	988.76	1,236
+/-%	53.08	19.01	24.45	24.32	25.00
归属母公司净利润 (百万元)	208.46	177.78	236.04	302.00	374.05
+/-%	72.23	(14.72)	32.77	27.94	23.86
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.24	0.32	0.41	0.50
PE (倍)	45.47	53.31	40.15	31.38	25.34

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

赢时胜：国内知名金融系统解决方案供应商

赢时胜：赢时胜是国内知名的金融行业系统解决方案供应商。公司目前拥有 300 多家各类金融行业客户，公司客户涵盖银行、基金公司、证券公司、保险公司、信托公司、财务管理公司、全国社保等。公司主要专注于金融机构资产管理和资产托管业务系统的应用软件及服务。

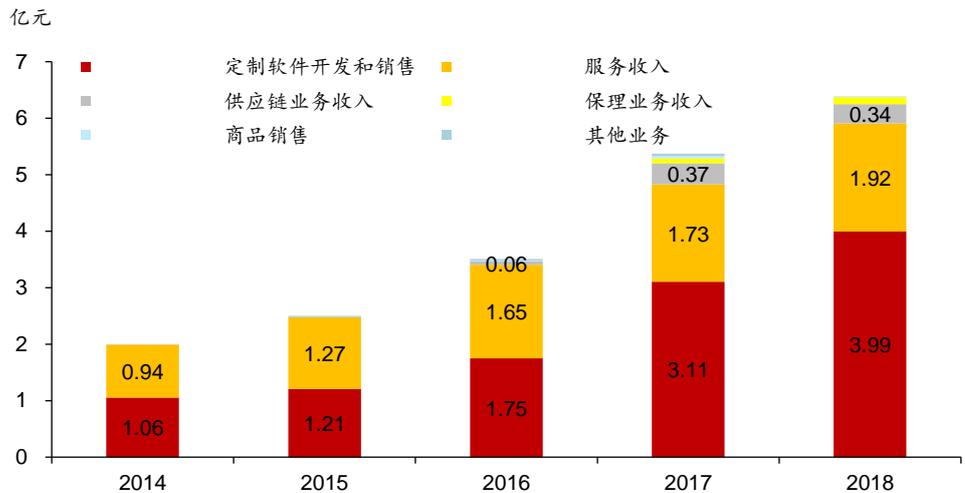
图表44：赢时胜股权结构（截至 2019 年中报）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

收入结构：定制软件开发和销售和服务收入。2018 年定制软件开发和销售，收入占比 62%，2) 服务业务：收入占比 30%；3) 供应链业务：收入占比 5%；4) 保理业务：收入占比 2%，5) 商品销售：收入占比 1%。从赢时胜的收入结构变化可以看出，占公司收入主导地位的是定制软件开发和销售，服务收入占次席。公司仍然以金融软件开发和销售为公司的主要发展方向。

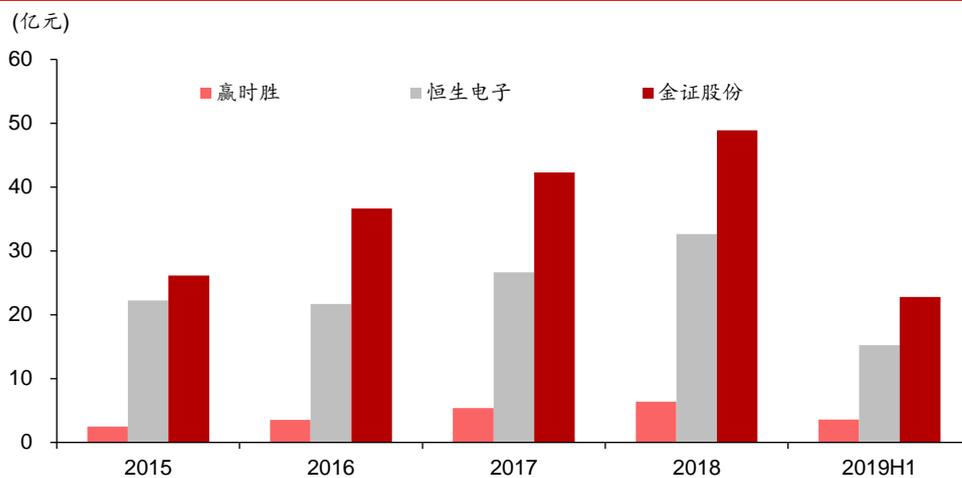
图表45：公司业务收入结构



资料来源：wind，华泰证券研究所

公司与恒生电子和金证股份在产品形态和客户构成方面具有较多相似性，业务可比较程度较高。三家公司中赢时胜收入规模最小，我们认为主要是因为赢时胜优势产品多集中于资管和托管领域，而恒生电子和金证股份业务覆盖面更为广泛，涵盖券商经纪业务、机构业务等领域，因此，收入规模的简单相比并不能够完全体现出公司之间产品市占率的差异。

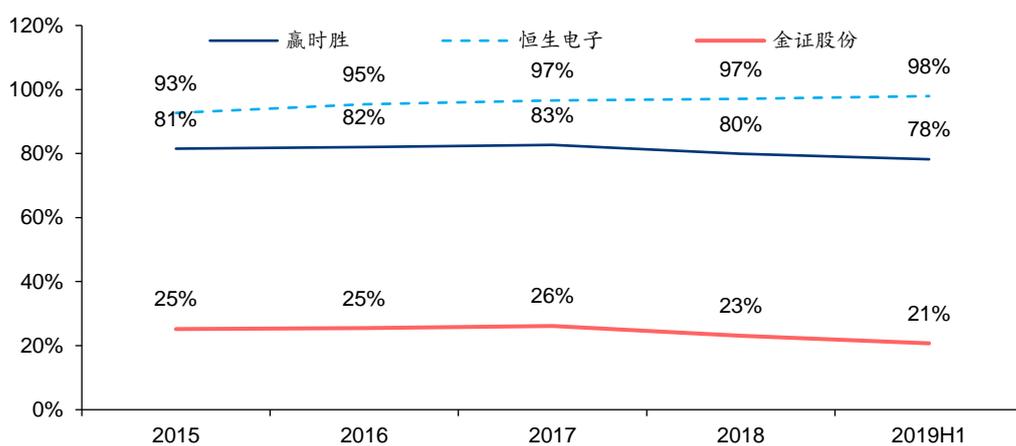
图表46： 证券 IT 公司收入规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从毛利率来看，恒生电子和赢时胜毛利率较高，金证股份毛利率较低。我们认为原因在于产品化程度不同。恒生电子产品化程度高，提出中台战略，沉淀产品模块，提升代码复用性，研发费用率常年保持 30%左右。赢时胜产品化程度同样较高，研发费用率在 30%以上。我们认为产品化是证券 IT 厂商未来成长路径之一，产品化程度高，为灵活配置产品，快速满足客户通用性需求打下基础，有利于客户覆盖范围拓展。

图表47： 证券 IT 公司毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

资管和托管业务产品线较为齐全

赢时胜作为金融行业资产管理业务和资产托管业务整体信息化建设解决方案的应用软件及增值服务提供商，拥有丰富的产品系列和功能，能满足行业不同客户不同层次的需要。目前的主要产品主要分为四类，投资交易类产品、风险管理及绩效类产品、清算及估值类产品以及银行金融资产托管类。

投资交易类产品

赢时胜投资交易管理平台 V4.5。产品适应对象：保险公司，中大型资产管理公司，基金管理公司，证券公司，信托公司，财务管理公司等。

功能介绍：1) 风险及投资决策管理：应用于投资前的资产负债管理、风险预算、量化分析等投资前的决策分析。2) 投资交易管理：负责对投资的整个过程管理，包括了各种业务指令的下达到整个流程的管理、投资过程实时的合规检查和内控管理、实时的资产估值以及产生各种台帐报表，以及对各种交易所、证券公司、中金所、银行间市场的实时交易通道的建立3) 估值财务管理：对投资结果日终的估值核算、帐务处理。包括自动财务凭证的产生、各种财务报表、包括保监会报表的产生、与托管行的对账等4) 风险及绩效评估：包括对风险的计量、对投资绩效的归因等。

风险管理及绩效类产品

赢时胜组合管理、投资决策分析、投资风险一体化解决方案。组合管理、决策分析及投资风险一体化系列产品包括：

1) **保险资产负债管理系统**，为保险公司提供针对负债和资产匹配管理的整体系统，满足保险公司产品设计、现金流预测管理、资产和负债的匹配以及负债和资产系列产品的敏感性参数分析，以及在压力测试情况下的资金变动分析，以及对资产负债的配置分析。2) **风险预算系统**，实现对投资的预算决策分析，包括对投资政策的构建、投资资金的配置以及对投资经理组合优化配置，风险限额跟踪等，辅助投资决策委员会去建立 SAA 和 TAA 的配置，和投资决策优化。3) **固定收益投资决策分析**，辅助资产管理公司投资人员对固定收益（债券）类产品的投资决策分析，实现包括收益率曲线分析、定价、组合配置及优化的分析。4) **权益投资数量化分析系统**，辅助资产管理公司投资人员对权益类产品的投资决策分析，包括实现对信息的挖掘，财务之比分析，组合优化分析，预测分析等功能。5) **市场风险系统**，提供风险管理平台和风险计算引擎，满足客户对投资风险评估和限额管理，功能实现包括敏感性分析、风险价值计量等。6) **信用风险系统**，为投资信用债和企业债建立相应的信用评级和信用违约计量等功能，协助资产管理部门人员对信用系列产品的定价及相应的价差分析。7) **绩效管理管理系统**，从多维度（部门、产品、行业等）实现投资组合和单券的回报分析，整体绩效分析、归因分析等和风险预算、风险计量一起实现对投资决策一体化的管理。

清算及估值类产品

赢时胜资产财务估值系统 V2.5。赢时胜资产财务估值系统 V2.5 是基于服务国内数百家不同类型的投资管理公司，长达十多年的实际运作，提供后台软件整体解决方案，并且与公司的前台、中台软件进行良好的结合。

估值系统 + 财务系统，主要功能：数据管理、业务核算、资产估值、分析报表。

产品使用范围：国内诸多投资管理公司，如：基金管理公司、信托公司、保险公司、证券公司、资产管理公司。

产品优势：兼容多种资产，简化手工操作，集中业务处理，精细权限管理。

银行金融资产托管

赢时胜托管银行清算系统 V3.0。银行清算系统是专为托管银行设计、开发的多币种资金清算系统。它集汇划、对账、清算、查询查复、监控等多项功能于一体，资金汇划与清算同步进行，具有快捷、安全、方便的特点。银行清算系统是 B/S 结构，基于 J2ee 架构的 Web 应用，数据库设计为开放结构，可选用 Oracle/IBM DB2 或其它大型数据库。

产品功能简介：帮助银行结算。

产品应用范围：银行清算系统适用于托管银行，适用的资产包括：基金、社保、保险、年金、理财、信托、QFII、QDII 等。系统已经被多家托管银行采用。

赢时胜金融资产管理系统 V3.0。金融资产管理系统 V3.0 是一套国内领先，市场占有率最高的多币种财务核算和资产估值系统。

产品功能介绍：

1. **无限层次组合架构。**金融资产管理系统 V3.0 支持无限层次的组合架构，支持用户完全按照自己的需要自定义组合的架构层次，如：按照不同品种、管理人、受托人等；完美支持 QFII、年金等资产的组合架构层次。
2. **接口丰富。**金融资产管理系统 V3.0 支持接口丰富、多样；支持国内所有交易市场的自动读入；支持国内所有 TA 接口的数据自动读入。金融资产管理系统 V3.0
3. **支持多组合之间跨组合的业务处理，**根据用户的需要多个组合一次性的进行业务处理，同时也可把多个组合设定为一个客户组，支持按客户组批量处理各种业务。
4. **数据管理。**实现全球数据管理，提供第三方厂商标准数据上传功能。
5. **估值处理。**支持多种权益数据的处理，支持多种债券计息方式、多种实际利率计算公式，能够自动计提债券利息、准确计算债券实际利率。支持多种费用的承担方式。
6. **账本管理。**支持普通账簿、日记账簿等多种账簿，所有账簿均支持穿透式查询。
7. **财务报表。**提供大量的标准报表和自定义报表。

产品应用范围：

金融资产管理系统 V3.0 适用于托管银行、保险公司等。主要用于托管、管理，证券投资基金（ETF 基金、LOF 基金、货币基金、创新封闭式基金、分级基金）、信托计划、资产计划（集合理财、专户理财）、社保基金（回购组合、债券组合、股票组合）、券商自营等资产。系统已经被多家托管银行、保险公司采用。

银行理财子公司为各产品线带来增量需求

2018 年 10 月 19 日，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》，进一步规定商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务。银行理财子公司的建立有利于银行理财作为银行资管产品与券商、基金、保险等资管产品竞争。这也意味着，金融 IT 系统有望迎来新一批增量客户。

赢时胜的投资交易类产品、风险管理及绩效类产品、清算及估值类产品均属于新设银行理财子公司所必须要采购的 IT 基础设施。

产品化能力驱动客户拓展

我们认为，赢时胜具备较强的产品化能力，这是我们这篇报告强调的重点，同时也是市场对赢时胜有较大认知偏差的地方。公司不仅具备较强的产品化能力，产品延展能力也较强，推动了公司客户的快速拓展。通过近二十年的发展，产品类型愈加丰富，客户数量已超过 350 家，业务发展较为迅速。未来，公司有望凭借产品化能力获得持续发展的动力。

自成立至今，公司产品线不断拓展。产品拓展历程可分为三大发展阶段：（1）2001-2014 年，公司围绕“资管”和“托管”两条产品线进行产品拓展；（2）2014-2015 年，从两条产品线拓展至互联网金融；（3）2016 年至今，产品拓展加速。目前，公司产品可广泛应用于金融行业研究、分析、投资、交易、风控、监督、清算、核算估值、绩效评估、存托管、数据整合等业务环节。

公司资产托管业务的拓展逻辑是：基于业务流程全覆盖的优势，逐步优化产品性能并扩大用户渗透率；公司资产管理业务的拓展逻辑是：从后端系统切入，逐步往前端拓展，由非核心系统逐步往核心系统拓展。

产品化能力是客户拓展的前提，成立以来公司客户类型和数量不断拓展。我们认为，公司成立至今客户拓展历程可分为两大发展阶段：

2001-2012 年，客户类型和范围不断拓展

- （1）2001 年，公司客户主要是银行和基金。
- （2）2003 年，拓展到保险行业和信托行业。
- （3）2004 年，拓展到证券公司。
- （4）2006 年，公司签约香港客户，进入国际市场。
- （5）2012 年，进入商业银行理财业务市场。

2013 年至今，客户数量和渗透率逐步提升

- （1）截至 2013 年 6 月底，公司客户超过 200 家。
- （2）2014 年，公司客户规模扩展到 286 家。
- （3）2015 年，公司客户规模扩展到 300 余家。
- （4）2016 年，公司客户达 346 家。
- （5）2017 年，公司客户已超过 350 家。

综上所述，2001-2012 年，公司客户类型和范围不断拓展；2013 年至今公司客户数量和渗透率逐步提升（200 家提升到 350 家）。截至 2019 年上半年，公司拥有 350 多家各类金融行业客户，公司客户涵盖银行、基金公司、证券公司、保险公司、信托公司、财务管理公司、全国社保等。

盈利预测和投资建议

1. 定制软件开发和销售业务：考虑到下游需求随着科创板、银行理财子公司行业机遇的出现而回暖，公司 2019-2021 年软件业务收入有望保持平稳增长。预计 2019-2021 年软件业务增速分别为 30%、27%、27%。毛利率方面，考虑到公司产品化率提升，产品复用率提升，业务拓展单位成本下降，因此毛利率有望相比于 2018 年水平有所提升，预计 2019 为 87.61%，2020-2021 年考虑人力成本的提升，预计毛利率分别为 86.68%、86.97%。
2. 服务收入：公司服务收入一般为客户合同中后续运维费部分，因此，运维费会随着客户规模和业务规模的增长而持续增长。预计 2019-2021 年公司服务收入增速分别为 15%、20%、20%。毛利率方面，考虑到人力成本上升，假设 2019-2021 年服务收入毛利率分别为 68.47%、68.40%、66.52%。
3. 供应链业务和保理业务：公司供应链业务和保理业务的客户群体主要为 A 股上市公司及其核心供应商、新三板上市企业及国家级农业龙头企业，其信用风险可控。两项业务体量均较小，预计 2019-2021 年供应链业务收入分别增长 10%、15%、20%，保理业务维持 35% 的增速。毛利率方面，此类业务成本构成变动较小，预计供应链业务和保理业务 2019-2021 年毛利率与 2018 年保持一致。
4. 商品销售：公司商品销售收入占比小。预计 2019-2021 年公司商品销售业务维持 5% 的增速，毛利率保持 5%。

图表48： 赢时胜盈利预测

(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	350.81	537.02	639.10	795.36	988.76	1235.94
定制软件开发和销售	175.21	310.52	399.35	519.16	659.33	837.35
服务收入	165.50	172.66	191.64	220.38	264.46	317.35
供应链业务收入	6.02	37.22	34.06	37.47	43.09	51.71
保理业务收入		8.34	12.01	16.21	21.88	29.54
商品销售	1.19	4.02	2.04	2.15	2.25	2.37
收入同比增速 (%)	40.26	53.08	19.01	24.45	24.32	25.00
定制软件开发和销售		77.23	28.61	30.00	27.00	27.00
服务收入		4.33	10.99	15.00	20.00	20.00
供应链业务收入		518.36	-8.48	10.00	15.00	20.00
保理业务收入			44.03	35.00	35.00	35.00
商品销售		237.08	-49.15	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	81.99	82.70	79.94	80.87	80.48	80.18
定制软件开发和销售		85.82	86.61	87.61	86.68	86.97
服务		74.34	62.60	68.47	68.40	66.52
供应链业务		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
保理业务		98.53	91.48	91.48	91.48	91.48
商品销售			-0.07	5	5	5

资料来源：Wind、华泰证券研究所

销售费用率方面，公司历史销售费用率在 3% 左右，预计 2019-2021 年保持稳定，与 2018 年销售费用率保持一致，为 3%。

管理费用率方面，我们认为随着股权激励摊销费用的下降和控费力度的提升，公司管理费用率有望下降。2016年公司实施股权激励计划，2016-2020年每年需摊销费用为970.6万元、2086.79万元、1504.43万元、922.07万元和339.71万元，大部分股权激励费用摊销发生在2017、2018年。另一方面，从2019年中报可以看出，公司正加大控费力度，中报管理费用中差旅费同比下降57%，会务费同比下降92%，培训费同比下降93%。因此我们预计2019-2021年管理费用率相比于2018年的水平下降幅度较大，分别为5%、5%、4%。

研发费用率方面，公司2017、2018年研发费用率均为36%，处于计算机行业公司中较高水平。我们认为这与公司产品化战略有关。以项目实施为主要经营方式的公司，大部分软件开发费用和人员工资计入成本，而以产品研发为主要经营方式的公司，软件开发人员薪酬和投入计入研发费用。2019-2021年，我们预计公司继续扩充产品线，提升产品化率，研发费用率保持较高水平，预计2019-2021年分别为40%、39%、38%。

图表49： 费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	3%	3%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	49%	10%	13%	5%	5%	4%
研发费用率		36%	36%	40%	39%	38%

注：2016年管理费用包含研发费用

资料来源：华泰证券研究所

我们预计，2019-2021年公司业绩有望迎来边际改善。

2018年净利负增长主要受外部因素影响。2018年，受宏观经济增速放缓、资本市场下行和政策性需求减少等影响，控股子公司上海赢量金融服务有限公司、上海赢保商业保理有限公司经营规模有所收缩，导致业绩下滑。

从行业需求来看，我们认为，随着科创板、银行理财子公司新规的逐步落地，下游需求有望快速释放，公司业绩有望迎来边际改善。

在面对未来金融IT产品一体化方面。资产托管业务领域，公司可提供覆盖资产托管全业务流程的一体化IT系统。资产管理业务领域，公司正从资产管理后端系统切入，从后端往前端发展，目前可提供覆盖资产管理大部分业务流程的一体化IT系统。基于对金融科技应用发展趋势的分析，我们认为，未来有能力提供集中一体化金融IT系统的企业或将占据更大竞争优势。

综上，我们预计公司2019-2021年分别实现营业收入7.95、9.89、12.36亿元，分别同比增长24%、24%、25%，分别实现净利润2.36、3.02、3.74亿元，同比增长33%、28%、24%。对应EPS0.32、0.41、0.50元，对应PE40、31、25倍。2019年可比公司平均市盈率为76倍，公司市盈率40倍。我们看好公司产品化能力带来的市场拓展潜力，行业需求扩容也为公司带来发展机遇，但与可比公司相比，公司规模较小，不享有龙头溢价，给予公司2019年44-48倍目标PE，对应目标价14.08-15.36元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表50: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH	恒生电子	82.07	659.14	0.80	1.18	1.45	1.87	102	70	57	44
300033.SZ	同花顺	120.85	649.69	1.18	1.69	2.18	2.65	102	71	55	46
300059.SZ	东方财富	16.55	1,111.43	0.14	0.25	0.33	0.42	116	66	49	40
603383.SH	顶点软件	88.30	106.12	1.00	1.25	1.53	1.90	89	71	58	47
600446.SH	金证股份	24.89	212.36	-0.14	0.24	0.37	0.54	-183	105	68	46
	平均		547.75	0.60	0.92	1.17	1.47	45	76	57	44
300377.SZ	赢时胜	12.77	94.78	0.24	0.32	0.42	0.50	53	40	30	26

注: 赢时胜 EPS 为华泰预测, 其他公司为 Wind 一致预期

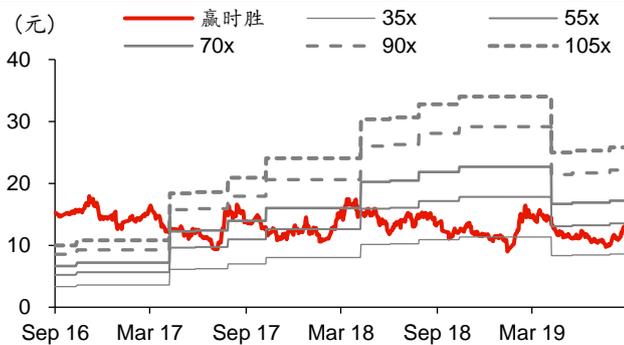
资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 宏观经济整体下行的风险, 宏观经济整体下行影响金融活动活跃性;
2. 金融去杠杆带来的信用紧缩风险, 金融去杠杆影响金融机构资本开支力度;
3. 中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险, 中美贸易摩擦影响整体市场情绪, 金融 IT β 属性较高或受影响。
4. 行业竞争加剧的风险, 行业竞争加剧影响公司产品定价, 进而影响收入规模和毛利率。

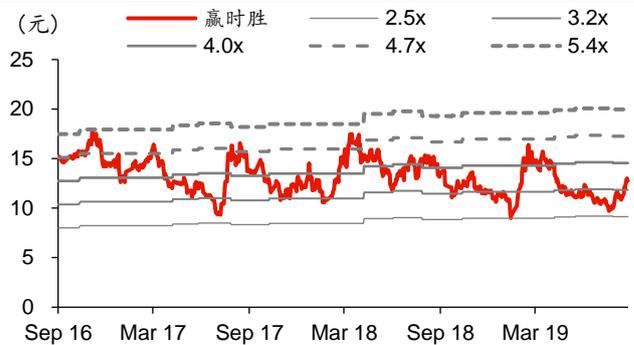
PE/PB – Bands

图表51: 赢时胜历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表52: 赢时胜历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,475	1,633	1,694	1,887	2,171
现金	786.98	372.22	613.82	372.22	372.22
应收账款	348.31	538.31	529.50	710.75	917.20
其他应收账款	262.98	366.45	289.20	470.43	582.32
预付账款	1.93	7.01	6.51	7.61	11.18
存货	2.30	1.67	3.80	4.01	4.76
其他流动资产	72.88	347.59	251.19	322.29	283.31
非流动资产	1,463	1,577	1,606	1,782	2,015
长期投资	586.02	618.74	680.61	748.68	823.54
固定投资	521.85	815.84	774.16	732.47	690.79
无形资产	1.10	1.33	1.18	1.02	0.86
其他非流动资产	354.36	140.76	149.60	299.83	500.26
资产总计	2,939	3,210	3,300	3,669	4,186
流动负债	164.51	368.74	244.88	401.60	662.61
短期借款	0.00	235.00	78.33	224.84	476.21
应付账款	6.43	2.03	7.08	8.47	8.67
其他流动负债	158.08	131.71	159.47	168.29	177.73
非流动负债	14.66	6.44	10.71	10.37	9.17
长期借款	4.96	4.24	4.24	4.24	4.24
其他非流动负债	9.70	2.20	6.47	6.12	4.93
负债合计	179.17	375.18	255.59	411.96	671.78
少数股东权益	61.49	121.08	127.77	138.58	149.15
股本	742.38	742.21	742.21	742.21	742.21
资本公积	1,596	1,541	1,541	1,541	1,541
留存公积	405.38	471.85	633.67	837.12	1,085
归属母公司股东权益	2,698	2,714	2,916	3,119	3,366
负债和股东权益	2,939	3,210	3,300	3,669	4,186

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(117.35)	(49.04)	494.78	(83.37)	157.95
净利润	220.78	181.36	242.73	312.81	384.63
折旧摊销	15.46	30.20	42.48	42.46	42.47
财务费用	(19.52)	(5.45)	(8.32)	(8.70)	11.16
投资损失	(34.80)	(4.66)	(4.66)	(4.66)	(4.66)
营运资金变动	(328.87)	(287.34)	217.26	(434.08)	(295.68)
其他经营现金	29.61	36.84	5.29	8.80	20.03
投资活动现金	(101.18)	(480.66)	(70.39)	(214.04)	(270.90)
资本支出	219.05	114.99	100.00	150.00	200.00
长期投资	(107.25)	367.87	(25.42)	68.06	74.87
其他投资现金	10.62	2.20	4.19	4.02	3.96
筹资活动现金	(77.13)	114.76	(182.79)	55.81	112.96
短期借款	0.00	235.00	(156.67)	146.51	251.37
长期借款	(2.06)	(0.72)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	445.37	(0.17)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(441.56)	(54.88)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(78.88)	(64.48)	(26.12)	(90.70)	(138.41)
现金净增加额	(295.66)	(414.95)	241.60	(241.60)	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	537.02	639.10	795.36	988.76	1,236
营业成本	92.90	128.19	152.14	193.05	244.90
营业税金及附加	7.05	4.59	7.60	9.84	11.00
营业费用	16.32	21.55	26.81	33.33	41.67
管理费用	51.65	82.69	43.25	48.83	54.85
财务费用	(19.52)	(5.45)	(8.32)	(8.70)	11.16
资产减值损失	3.91	28.41	12.36	12.36	12.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.80	4.66	4.66	4.66	4.66
营业利润	242.74	192.68	266.37	343.54	422.36
营业外收入	0.04	0.55	0.55	0.38	0.49
营业外支出	0.11	0.02	0.12	0.08	0.07
利润总额	242.67	193.20	266.80	343.83	422.77
所得税	21.90	11.84	24.07	31.03	38.15
净利润	220.78	181.36	242.73	312.81	384.63
少数股东损益	12.31	3.58	6.69	10.81	10.58
归属母公司净利润	208.46	177.78	236.04	302.00	374.05
EBITDA	238.68	217.43	300.54	377.30	475.99
EPS (元, 基本)	0.28	0.24	0.32	0.41	0.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	53.08	19.01	24.45	24.32	25.00
营业利润	100.20	(20.62)	38.25	28.97	22.94
归属母公司净利润	72.23	(14.72)	32.77	27.94	23.86
获利能力 (%)					
毛利率	82.70	79.94	80.87	80.48	80.18
净利率	38.82	27.82	29.68	30.54	30.26
ROE	7.73	6.55	8.09	9.68	11.11
ROIC	15.42	9.02	13.11	13.11	14.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	6.10	11.69	7.75	11.23	16.05
净负债比率 (%)	3.92	63.96	32.31	55.61	71.52
流动比率	8.97	4.43	6.92	4.70	3.28
速动比率	8.95	4.42	6.90	4.69	3.27
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.21	0.24	0.28	0.31
应收账款周转率	1.92	1.37	1.41	1.51	1.44
应付账款周转率	18.82	30.29	33.40	24.84	28.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.24	0.32	0.41	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.16)	(0.07)	0.67	(0.11)	0.21
每股净资产(最新摊薄)	3.64	3.66	3.93	4.20	4.53
估值比率					
PE (倍)	45.47	53.31	40.15	31.38	25.34
PB (倍)	3.51	3.49	3.25	3.04	2.82
EV_EBITDA (倍)	36.52	40.09	29.01	23.10	18.31

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 19.13
合理价格区间(元): 20.59~22.04

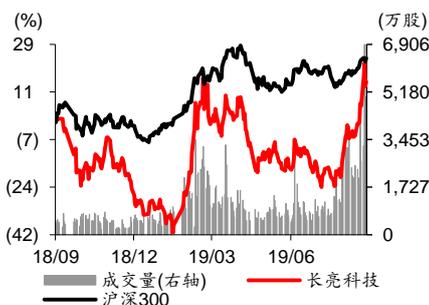
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

金兴
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

长亮科技：业务的扩张

长亮科技(300348)

金融信息化服务商，业务边界不断拓展

公司自成立以来不断拓展业务边界，从最初的商业银行业务系统厂商发展为金融信息化服务商，2015年以来通过泛金融、海外战略不断拓宽业务边界，与腾讯的合作进一步打开了互联网金融的成长空间。我们预计，2019-2021年，公司EPS分别为0.29元、0.40元、0.50元。目标价20.59-22.04，首次覆盖，给予“增持”评级。

从银行IT系统厂商到金融信息化服务商

公司大力投入研发，通过不断深化银行产品线形成了银行业务系统方面的优势，与时俱进升级核心业务系统巩固了这一优势，此外通过泛金融策略将产品线延伸到保险、基金等非银行金融机构以及大数据分析等新领域。而未来我国金融信息化投入有望进一步增长，面对分散的竞争格局，公司有望享受新领域细分市场进一步增长的红利。

积极布局海外市场，打开新成长空间

公司自2015年开始国际化布局，起步于香港市场，瞄准东南亚，并辐射至中东。通过输出银行业务核心系统以及互联网金融系统，满足了东南亚银行数字化转型的需求，并接连获得CIMB联昌银行、泰国大城银行等重要客户，公司的海外收入也随着海外业务的稳步推进快速增长。

联手腾讯，业务进一步拓展

公司于2017年与腾讯云展开战略合作，合作内容包括打造金融专有云等。于2018年合作银户通项目，该项目于2019年3月正式上线，旨在构建全新的金融门户，推动银行的互联网营销。该项目将公司的业务优势与腾讯的云化技术优势结合，有望进一步打开公司的成长空间。此外，2019年上半年公司与腾讯合作推出业务中台，致力于满足银行业务复杂化带来的快速创新需求。随着双方合作进一步深入，公司有望受益于云时代下金融企业数字化转型带来的红利。

首次覆盖给予“增持”评级

我们认为，长亮科技在产品 and 下游客户方面，存在一定的可扩展能力。产品线从银行核心系统向非核心系统延伸，下游客户从国内向海外延伸。我们预计，公司2019-2021年归母净利润分别为1.41亿元、1.90亿元、2.42亿元，对应的EPS分别为0.29元、0.40元、0.50元，对应PE65、48、38倍。行业可比公司2019年平均市盈率71倍，考虑到公司海外业务拓展有望超预期，给予公司2019年71-76倍目标PE，对应目标价20.59-22.04元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求低于预期的风险，海外客户拓展低于预期的风险，互联网核心系统推广低于预期的风险，与腾讯的合作低于预期的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	481.81
流通A股(百万股)	345.29
52周内股价区间(元)	12.61-29.26
总市值(百万元)	9,217
总资产(百万元)	2,295
每股净资产(元)	2.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	879.65	1,087	1,403	1,816	2,333
+/-%	35.16	23.63	29.01	29.44	28.46
归属母公司净利润(百万元)	87.69	56.45	141.02	190.45	241.64
+/-%	(13.40)	(35.62)	149.80	35.05	26.88
EPS(元, 最新摊薄)	0.18	0.12	0.29	0.40	0.50
PE(倍)	105.11	163.27	65.36	48.40	38.14

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

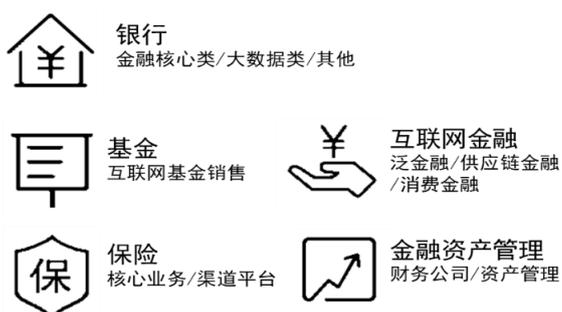
长亮科技：从银行 IT 系统厂商到金融信息化服务商

长亮科技：金融信息化服务商

公司创立于 2002 年，深耕商业银行综合业务系统，2015 年起，公司开始推行泛金融化、国际化的策略，不断拓展产品线，逐渐形成了以银行核心系统为核心，覆盖互联网金融、基金、保险、金融资产管理公司的全方位信息化解决方案。

从收入结构看，软件开发始终是公司最主要的收入来源，并且自 2015 年公司开启泛金融化、国际化战略以来，软件收入迅速增长，进而带动公司总体收入迅速增长。

图表53：长亮科技的产品



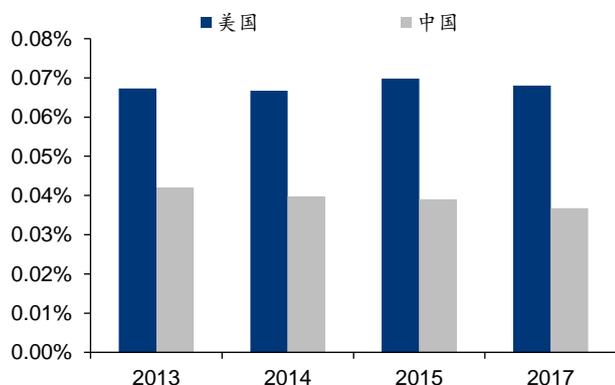
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

金融信息化市场：市场有成长空间，竞争格局分散

公司所处的金融信息化市场，近年来规模迅速增长，并且具有竞争格局较为分散的特点。市场规模角度，根据 IDC 中国银行业 IT 投资规模，银行业 IT 投资自 2013 以来增速逐渐提升，并稳定在 10% 左右，中国银行业信息化市场正稳定增长。而将中美金融业投资占金融业资产规模进行对比可见，中国金融业 IT 投资较美国仍然具有较大的差距，中国金融信息化市场未来也仍有成长空间。

竞争格局角度，根据赛迪顾问《2018 中国银行业 IT 解决方案市场年报》，银行业 IT 解决方案公司市场占有率为 4.33%，仅次于文思海辉（8.14%）、宇信科技（8.07%）、神州信息（5.55%），行业 CR10 为 45.22%，竞争格局分散。

图表54：中美金融业 IT 投资/金融业资产规模



资料来源：celent、IDC、美联储、央行、华泰证券研究所

图表55：中国银行业 IT 投资规模 (亿元)



资料来源：IDC、华泰证券研究所

产品：银行产品线纵向深化，泛金融化横向拓展

公司所处行业市场增长空间大，行业竞争格局分散，从公司的产品线变革来看，通过推出新产品不断切入新的细分市场，享受行业增长红利。

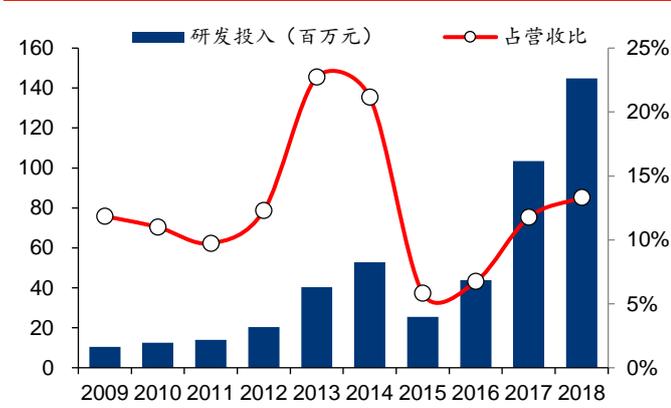
公司银行产品线包括核心系统升级改造，以及向非核心系统延伸两大方向。根据新的监管合规需求以及客户售前 POC 需求，公司不断利用新技术优化升级银行核心系统，巩固核心产品竞争力；此外，公司还拓展出信用卡管理、商业汇票、绩效管理等其他系统作为银行核心系统的补充。

此外，公司推行泛金融化策略等方式进行横向拓展，将产品线从银行延伸至其他非银行金融机构，并且延伸至企业管理、大数据分析等领域。形成了包含金融类解决方案、互联网类解决方案、大数据类解决方案及平台的完整产品线。

进入第二波研发高投入期，泛金融化策略下大数据与金融产品共同推进

公司 2012-2014 年为第一波研发高投入期，这一阶段的研发重点主要是金融业务系统相关产品。2017 年至今为第二波研发高投入期，这一阶段的特点是加入了对大数据类、企业信息化产品及海外版本的投入，从研发支出占收入情况看，公司在这两个时间段内投入力度均高于行业平均水平，从第二波研发的投入重点看，公司持续推进泛金融、国际化策略。

图表56：长亮科技研发费用及费用率（百万元，%）



注：2017 及之前的数据来自费用化的研发投入

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表57：研发总投入占总收入比



注：行业平均取南天信息、润和软件、中科金财、银之杰、高伟达、安硕信息、宇信科技、科蓝软件、神州信息平均

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表58：长亮科技研发投入重点

	银行核心系统	其他金融业务系统类	企业信息化	大数据类	平台
2012	JAVA 核心、配套报表、后台管理	卡系统类、IC 卡、信用卡相关		商业智能、数据治理、综合监管	架构平台、开发工具
2013		管理类新应用			系统底层平台、渠道类统一 WEB 平台、流程平台、移动支付平台
2014	JAVA 版核心	信用卡业务系统、综合前端		银行商业智能系统	
2015	新一代核心业务系统				
2016	核心业务系统优化升级、海外基础版	互联网金融产品、产品定价管理系统			互联网金融基础平台
2017	核心业务系统升级、海外核心业务系统基础版本	互联网金融核心产品基础版、消费金融核心产品、保险核心业务系统	企业经营价值核算与管理系统、基于大数据的应用升级、集团信息化统一平台 BOSS 系统		开发平台及中间件
2018	核心业务系统 V8	互联网核心 V2.0、零售贷款管理平台 V5.0、保险核心业务系统 V2.0、海外 iCORE 系统	资产核心综合管理平台 V1.0、监管平台 V5、BOSS 系统	全面价值观里数据集市 TVM 系统 V1.0、数据管控产品 V3.0	云应用开发平台及中间件

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

积极布局海外市场

国际化布局始于 2015，覆盖香港及东南亚

公司自 2015 年底设立长亮控股（香港）起开始进行国际化布局，通过设立子公司、收购兼并等方式进行海外布局，子公司位于香港、东南亚地区。随着公司的国际化布局推进，海外订单逐渐增加，其中 2017 年为 CIMB 联昌银行提供整体的数字银行解决方案，2018 年中标泰国大城银行(Bank of Ayudhya)的互联网核心系统项目为海外业务的重大突破。

图表59：长亮科技海外子公司

时间	海外布局	地点
2016	长亮控股	香港
	乾坤烛	香港
	长亮国际	香港
	Cedar Plus	马来西亚
	长亮国际（马来）	马来西亚
2018	Sunline Technology（Thailand） Limited	泰国
2019H	长亮领臻	印度尼西亚
	Comet Wave	新加坡

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

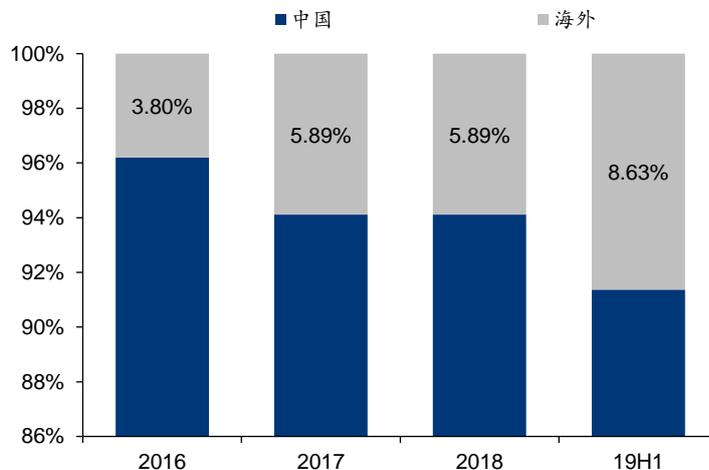
海外产品类型丰富

从研发投入项目看，公司海外产品日益丰富，输出产品由最初的核心系统扩展到互联网金融解决方案。

核心系统海外版不断升级。2016 年研发核心系统基础版；2017 年在外汇处理、活期透支等方面进一步升级并搭建海外核心 V1.0 版本，同时开始海外 ICOR 系统研发；2018 年进行海外 iCore 系统 V1.5、长亮科技海外研发核心产品 V1.0 的研发。

互联网+带来新机遇。互联网+金融使海外银行的信息需求更加复杂。2018 年，公司中标大城银行互联网核心系统项目，体现出公司的互联网核心产品帮助海外银行实现互联网化转型的能力。

图表60：长亮科技海外收入占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

联手腾讯，业务进一步拓展

公司与腾讯展开战略合作，2017 年与腾讯签署战略合作协议，就打造金融专有云，构建泛金融行业联盟等展开合作，随后公司与腾讯的合作逐渐深入，相继推出了针对消费者的统一金融门户“银户通”、新一代分布式金融业务服务框架 TDBF。公司与腾讯的合作有助于结合技术优势和业务优势，利于公司进一步打开增长空间。

图表61： 腾讯持有长亮科技 6.65%的股权（数据日期 2019 年 7 月 5 日）

王长春 (董事长)	腾讯	屈鸿京	郑康 (董事)	包海亮	魏锋 (董事)	徐江	其他股东
15.74%	6.65%	2.19%	2.12%	1.94%	1.80%	1.77%	67.79%

长亮科技

资料来源：Wind、华泰证券研究所

银户通：构建全新门户，助力银行进行互联网营销

2018 年公司与合作腾讯合作银户通项目，该平台旨在提供金融门户入口，通过专门的应用程序（小程序、App），方便消费者能够从单个应用程序中查询多个银行账户。该平台有助于优化用户体验，通过服务平台享受银行服务，对银行则有助于提升渠道端服务的使用率，帮助银行进行互联网营销。该系统于 2019 年 3 月正式上线，根据公司 2019 中报，银户同已接入 11 家银行，并与 30 余家签订合同，与 70 余家签订协议。

图表62： 银户通产品特色

传统银行生态问题	银户通
渠道服务入口多、碎片化	银行门户入口云化，统一金融门户
APP 使用率低	融合腾讯权益体系及会员成长体系，激励用户持久活跃
对互联网客户触达手段单一、获客难	依托腾讯生态资源，精准营销
金融场景单一	金融商城云服务、金融专卖店
客户分析能力欠缺	基于用户标签信息，精准营销
缺乏应对互联网欺诈交易的经验	智能反欺诈能力、风控模型建设策略

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

开发银行业务中台系统，满足快速创新需求

中台即通过制定标准及规范，提升业务互通性，从而使开发、维护更加方便，有助于推动业务的快速创新。而随着银行业务复杂度提升，快速创新的需求日益增长，中台的重要性提升。公司顺应这一趋势，于 2019 年上半年，与腾讯云联合推出了新一代分布式金融业务服务框架 TDBF，将腾讯云化技术基础优势与公司业务系统优势进一步结合。

盈利预测与投资建议

公司的业务主要包括：金融核心类解决方案、大数据类解决方案、互联网金融类解决方案等。我们对以上几个业务未来发展的判断如下。

1、银行核心系统解决方案

该业务是长亮科技整体业务的核心，长亮以银行的核心系统起家。2017-2018 年的收入体量分别为 4.79 亿元、5.89 亿元，2019H1 该业务收入增速为 30.2%，增速比较快。我们认为，这主要与下游需求和竞争格局的改善有关。

对于公司 2019-2021 年收入增速判断的基础，主要包括：1) 海外市场拓展带来新的需求。近两年，长亮加快出海的步伐，以自身优势产品-核心业务系统，首先拓展东南亚市场，并不断获得订单的落地。我们认为，未来国际化趋势有望继续演化。通过拓宽区域，来增加产品新的需求。2) 市场竞争格局的优化。在银行核心系统领域，市场集中化程度在提升。国内中小厂商竞争者增速明显放缓，头部企业优势逐步显现。我们认为，这也将增加未来长亮核心系统收入增长的驱动。

基于以上分析，我们认为，2019-2021 年长亮的核心系统收入增速有望维持 2019 年上半年的增速水平。我们预计，银行核心系统方面，2019-2021 年的收入增速分别为 35%、32%、30%。

毛利率方面，银行核心系统解决方案 2018 年略有提升，我们认为这主要是市场竞争格局优化的结果，价格压力相对减轻，预计 2019 年毛利率有望保持持续上升。2020-2021 年，考虑到公司海外市场拓展加速，或造成一定毛利率压力。预计 2019-2021 年毛利率分别为 54.03%、53.26%、53.44%。

2、大数据类解决方案

该业务也是公司增速比较快的业务，2018 年该业务收入体量为 2.43 亿元，同比增长 35.2%。2019 年上半年该业务收入为 1.02 亿元，同比增长 14.3%。根据公司半年报信息，2019 年上半年，公司中标了平安银行信用卡核心项目、泰国中小型企业发展银行核心项目、桂林银行新一代核心系统项目、Livi VB Limited 分布式核心银行系统项目（香港首批虚拟银行之一）、联通集团财务有限公司核心系统项目、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等多个重要项目。

未来 2-3 年，我们认为大数据类解决方案业务的增长逻辑主要如下。大数据在加强风险控制、精细化管理、业务创新等业务转型中将起到重要作用。2017 年公司募集资金对大数据类解决方案进行投入建设。研发的产品主要是基于大数据的管理模块，具体包括：银行大数据应用平台、银行管理会计系统和银行风险管理系统。目前，从公司公开披露的项目落地来看，我们认为，公司大数据类解决方案逐步成熟，有望逐步为公司贡献新的增量收入。

基于以上分析和判断,我们认为,2019-2021年该业务收入增速分别为25%、30%、30%。

毛利率方面,2018年大数据业务毛利率略有下降。我们认为业务拓展早期,产品化程度有一个提升的过程。2017年公司才开始对大数据业务募资建设,投入期毛利率波动属于正常现象。2019-2021年,随着大数据类解决方案的成熟,毛利率有望回升并保持平稳,预计分比为46.65%、46.65%、46.23%。

3、互联网银行核心系统

互联网银行核心系统是长亮具备核心竞争优势的领域。2019年上半年,公司已中标辽宁省农村信用社新一代核心系统项目,这是公司中标的首个省级农村信用社核心系统。印度尼西亚金光银行核心系统项目是公司在印度尼西亚中标的首个项目。2018年该业务收入增速为16.2%,2019H1该业务收入增速为3.2%。

我们认为,互联网银行核心系统的增长逻辑主要包括:1)产品逐步获得市场地位。在互联网金融领域,公司目前已经在微众银行、百度金融、包商银行完成了互联网金融产品的初步实践,占据了一定的市场、技术先发优势。2)海外的扩张。长亮的互联网核心系统在海外市场具备较强的竞争力。这主要与国内互联网环境为长亮的互联网核心系统奠定了良好的产品开发和应用环境。相比海外其他竞争对手,长亮的产品具备一定领先优势。我们认为,互联网核心系统有望逐步获得海外客户的认可,或将在后续订单中逐步体现。

基于以上分析,我们认为,2019-2021年,互联网银行核心系统收入增速分别为20%、25%、25%,呈现出增速上行的趋势。

毛利率方面,我们认为公司互联网银行核心系统解决方案已较为成熟,落地微众银行、百度金融等行业头部客户,技术领先性有望使毛利率保持稳定。其他解决方案业务收入占比较小,预计毛利率保持平稳。我们预计互联网金融类解决方案毛利率和其他解决方案2019-2021年毛利率与2018年保持一致,分别保持51.52%与46.64%。

图表63: 长亮科技收入、毛利率预测

(百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	650.81	879.65	1087.50	1402.94	1815.91	2332.64
金融核心类解决方案		479.14	588.59	794.59	1048.86	1363.52
大数据类解决方案		179.48	242.56	303.20	394.16	512.41
互联网金融类解决方案		177.75	206.83	248.20	310.25	387.81
其他类解决方案		43.28	49.52	56.95	62.64	68.91
收入同比增速(%)	49.18	35.16	23.63	29.01	29.44	28.46
金融核心类解决方案			22.84	35.00	32.00	30.00
大数据类解决方案			35.15	25.00	30.00	30.00
互联网金融类解决方案			16.36	20.00	25.00	25.00
其他类解决方案			14.41	15.00	10.00	10.00
毛利率(%)	52.35	53.16	50.75	49.80	49.69	49.96
金融核心类解决方案		52.73	53.03	54.03	53.26	53.44
大数据类解决方案		47.91	45.39	46.65	46.65	46.23
互联网金融类解决方案		58.52	51.52	51.52	51.52	51.52
其他类解决方案		57.64	46.64	46.64	46.64	46.64

资料来源: Wind、华泰证券研究所

费用率方面，我们预计公司 2019-2021 年销售费用率保持 8% 的水平，因为公司国内销售渠道成熟，海外布局也已基本完成前期团队组建和业务拓展，投入有望进入平稳期。2018 年公司管理费用率较高的原因是海外业务拓展投入较大所致，随着海外业务团队运作日渐成熟，泰国中小型企业发展银行等重点客户的成功拓展，管理费用率有望回落，预计 2019-2021 年分别为 21%、21%、20%。研发费用率方面，公司大数据类解决方案产品是过去两年重点研发领域，随着产品日渐成熟，未来研发投入有望趋于平稳。我们预计 2019-2021 年研发费用率分别为 7%、6%、7%。

图表64：长亮科技费用率假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	10%	9%	8%	8%	8%	8%
管理费用率	27%	21%	28%	21%	21%	20%
研发费用率		8%	9%	7%	6%	7%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

基于以上，我们认为，长亮科技在产品 and 下游客户方面，存在一定的可扩展能力。产品线从银行核心系统向非核心系统延伸，下游客户从国内向海外延伸。我们预计，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.41 亿元、1.90 亿元、2.42 亿元，对应的 EPS 分别为 0.29 元、0.40 元、0.50 元，对应 PE65、48、38 倍。行业可比公司 2019 年平均市盈率 71 倍，考虑到公司海外业务拓展有望超预期，给予公司 2019 年 71-76 倍目标 PE，对应目标价 20.59-22.04 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表65：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 2019/9/12	总市值 亿元	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
600570.SH	恒生电子	82.07	659.14	0.80	1.18	1.45	1.87	102	70	57	44
300377.SZ	赢时胜	12.77	94.78	0.24	0.30	0.42	0.50	53	42	30	26
300033.SZ	同花顺	120.85	649.69	1.18	1.73	2.48	3.19	102	70	49	38
603383.SH	顶点软件	88.30	106.12	1.00	1.25	1.53	1.90	89	71	58	47
600446.SH	金证股份	24.89	212.36	-0.14	0.24	0.37	0.54	-183	105	68	46
300059.SZ	东方财富	16.55	1,111.43	0.14	0.25	0.33	0.41	116	66	49	40
	平均		472.26	0.54	0.83	1.10	1.40	47	71	52	40
300348.SZ	长亮科技	19.13	92.17	0.12	0.29	0.40	0.50	163	65	48	38

注：长亮科技 EPS 为华泰预测，其他公司为 Wind 一致预期

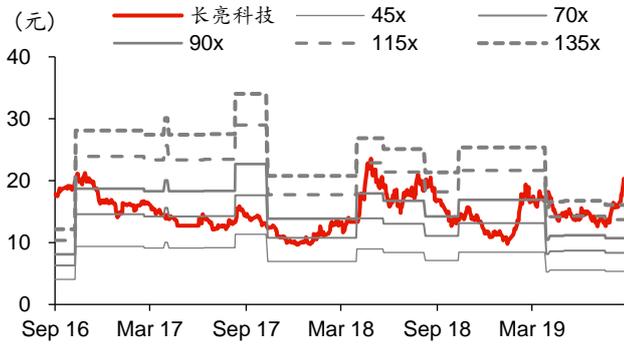
资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1) 宏观经济整体下行的风险，宏观经济整体下行影响金融活动活跃性；
- 2) 金融去杠杆带来的信用紧缩风险，金融去杠杆影响金融机构资本开支力度；
- 3) 中美贸易摩擦对于经济贸易的不确定性带来的风险，中美贸易摩擦影响整体市场情绪，金融ITβ属性较高或受影响。
- 4) 海外业务拓展风险，海外业务拓展如果低于预期影响公司业务边界扩张。

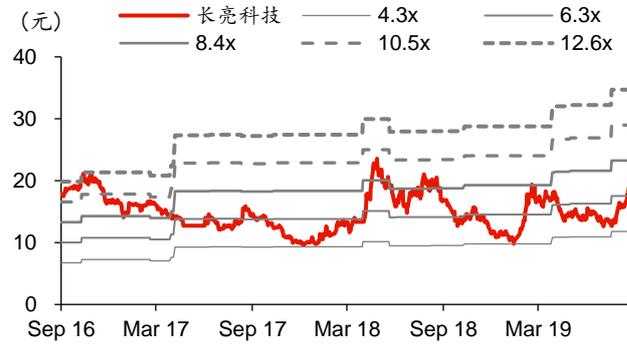
PE/PB – Bands

图表66：长亮科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表67：长亮科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	933.52	1,251	1,448	1,705	2,043
现金	384.60	549.93	549.93	549.93	549.93
应收账款	521.85	682.43	837.95	1,101	1,424
其他应收账款	22.28	17.04	52.70	47.43	61.54
预付账款	3.40	1.58	4.50	5.36	5.92
存货	0.81	0.19	2.20	1.66	2.06
其他流动资产	0.59	0.01	0.30	0.15	0.23
非流动资产	533.88	571.87	666.48	811.08	1,008
长期投资	2.87	5.12	5.63	6.19	6.81
固定投资	254.89	269.83	279.49	288.42	296.61
无形资产	57.94	49.20	42.68	26.69	15.43
其他非流动资产	218.18	247.73	338.68	489.79	689.29
资产总计	1,467	1,823	2,114	2,516	3,052
流动负债	291.08	303.24	506.01	834.08	1,281
短期借款	100.00	150.00	330.27	630.51	1,052
应付账款	16.64	11.59	15.50	25.59	27.88
其他流动负债	174.44	141.65	160.23	177.98	201.16
非流动负债	89.37	279.40	53.37	52.95	52.98
长期借款	59.80	52.33	52.33	52.33	52.33
其他非流动负债	29.57	227.08	1.04	0.63	0.66
负债合计	380.45	582.65	559.37	887.03	1,334
少数股东权益	7.64	9.73	13.45	18.62	27.48
股本	299.30	321.52	481.81	481.81	481.81
资本公积	478.54	767.05	606.29	606.29	606.29
留存公积	321.00	359.50	452.29	522.27	601.21
归属母公司股东权益	1,079	1,231	1,541	1,611	1,690
负债和股东权益	1,467	1,823	2,114	2,516	3,052

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(8.40)	18.00	(211.57)	6.99	7.92
净利润	87.66	58.14	144.73	195.62	250.49
折旧摊销	27.10	34.55	25.72	27.82	27.88
财务费用	5.55	8.30	0.15	18.09	45.05
投资损失	10.53	(0.75)	(0.75)	(0.75)	(0.75)
营运资金变动	(163.89)	(190.40)	(175.69)	(251.38)	(341.24)
其他经营现金	24.65	108.14	(205.74)	17.58	26.48
投资活动现金	(92.58)	(60.03)	(126.17)	(168.08)	(222.20)
资本支出	81.83	56.35	120.00	170.00	220.00
长期投资	1.77	33.33	0.51	0.56	0.62
其他投资现金	(8.98)	29.65	(5.66)	2.48	(1.58)
筹资活动现金	196.31	205.70	337.74	161.09	214.27
短期借款	58.55	50.00	180.27	300.24	421.58
长期借款	(47.35)	(7.47)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	7.11	22.22	160.29	0.00	0.00
资本公积增加	179.28	288.50	(160.76)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1.28)	(147.55)	157.93	(139.15)	(207.31)
现金净增加额	93.32	164.35	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	879.65	1,087	1,403	1,816	2,333
营业成本	412.03	535.61	704.30	913.53	1,167
营业税金及附加	3.54	5.14	5.23	7.55	9.81
营业费用	76.37	86.70	111.85	144.77	185.97
管理费用	186.75	307.67	298.70	377.55	473.32
财务费用	5.55	8.30	0.15	18.09	45.05
资产减值损失	19.21	24.05	18.78	18.78	18.78
公允价值变动收益	0.32	2.51	2.51	2.51	2.51
投资净收益	(10.53)	0.75	0.75	0.75	0.75
营业利润	101.61	36.16	165.89	226.12	289.51
营业外收入	0.06	0.12	1.94	0.71	0.92
营业外支出	0.06	0.11	0.06	0.08	0.08
利润总额	101.60	36.18	167.76	226.75	290.35
所得税	13.95	(21.96)	23.03	31.13	39.86
净利润	87.66	58.14	144.73	195.62	250.49
少数股东损益	(0.03)	1.69	3.71	5.17	8.86
归属母公司净利润	87.69	56.45	141.02	190.45	241.64
EBITDA	134.26	79.02	191.76	272.03	362.44
EPS (元, 基本)	0.29	0.18	0.29	0.40	0.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	35.16	23.63	29.01	29.44	28.46
营业利润	(7.26)	(64.41)	358.71	36.31	28.03
归属母公司净利润	(13.40)	(35.62)	149.80	35.05	26.88
获利能力 (%)					
毛利率	53.16	50.75	49.80	49.69	49.96
净利率	9.97	5.19	10.05	10.49	10.36
ROE	8.12	4.59	9.15	11.82	14.30
ROIC	10.33	6.74	10.77	12.39	13.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.93	31.96	26.46	35.25	43.72
净负债比率 (%)	52.94	36.65	68.40	76.98	82.78
流动比率	3.21	4.13	2.86	2.04	1.60
速动比率	3.20	4.13	2.86	2.04	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.66	0.71	0.78	0.84
应收账款周转率	1.84	1.67	1.71	1.74	1.71
应付账款周转率	46.09	37.95	51.99	44.47	43.66
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.12	0.29	0.40	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.02)	0.04	(0.44)	0.01	0.02
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.55	3.20	3.34	3.51
估值比率					
PE (倍)	105.11	163.27	65.36	48.40	38.14
PB (倍)	8.54	7.49	5.98	5.72	5.45
EV_EBITDA (倍)	65.88	111.93	46.12	32.51	24.40