



2022-01-25

公司深度报告

买入/维持

神州信息(000555)

昨收盘: 15.69

计算机

金融信创与数字人民币双轮驱动公司发展

■ 走势比较

报告摘要

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	980/971
总市值/流通(百万元)	15,378/15,231
12 个月最高/最低(元)	16.22/11.07

相关研究报告:

证券分析师: 曹佩

电话: 13122223631

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

- 国内领先的银行 IT 核心系统提供商。神州信息成立于 1984 年, 1987 年进入金融信息化领域, 始终保持敏锐洞见并引领行业趋势。2007 年率先在银行业推广 SOA 架构, 2013 年登陆深交所主板, 2016 年在业内首发“新一代分布式银行核心系统”, 2018 年推出“区块链技术平台”, 2019 年发布“企业级微服务平台”, 2021 年发布“企业级 AI 金融平台”。
- 金融信创全栈服务, 订单高速增长。公司拥有从金融基础设施到金融行业应用全栈金融服务能力, 形成信创架构规划及设计、银行系统信创解决方案、信创全适配服务、信创云和分布式基础设施、信创集成和运维服务五大业务体系。2021 年第三季度公司中标多家国有大行、政策性银行、股份制银行、城商行、农商行及证券、保险在内的金融机构信创订单, 前三季度累计中标 4.41 亿, 较去年全年取得近十倍增长。
- 打造互联互通的数字人民币银行解决方案。2020 年公司发布区块链平台 Sm@rtGAS 和数字钱包解决方案。截止 2021 年 10 月, 公司已实现帮助建设银行、广发银行、北京银行、广州银行、贵州银行在内的近 20 家机构, 完成数币相关系统不同阶段的建设, 并尝试数币在预付卡、物流、供应链金融等多领域场景中的创新应用, 已推出基于智能合约技术的“预付式消费服务平台”。公司开发完善基于数字人民币各类功能模块的新型解决方案, 包括数字人民币互联互通系统, 基于企业钱包、商户钱包和个人钱包的相关解决方案。
- 投资建议: 公司是银行核心系统的领先企业。金融信创和数字人民币的落地有助于公司的未来发展。预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.72 元和 0.95 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 数字人民币落地不及预期; 行业竞争加剧

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10685.98	11754.57	14105.49	16926.59
(+/-%)	5.32%	10.00%	20.00%	20.00%
净利润(百万元)	475.67	548.64	710.12	925.94
(+/-%)	26.64%	15.34%	29.43%	30.39%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.56	0.72	0.95
市盈率(PE)	30	26	20	15

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、深耕行业三十余年的银行 IT 领先者	5
(一) 银行核心系统解决方案服务商，行业领跑者	5
(二) 营收增长稳健，毛利率保持稳定	5
(三) 股权相对分散，研发投入有所上升	8
二、需求为锚，政策催化金融 IT 行业迎来拐点	9
(一) 金融科技与数字经济相关政策催化行业发展	9
(二) 银行 IT 解决方案赛道广阔，投资景气度向上	13
(三) 去“IOE”下，分布式是必然趋势，信创产业将持续发展	14
三、核心业务系统不断外延，信创与应用场景加速落地	16
(一) 银行核心业务系统全面领先	16
(二) 需求拉动场景业务落地进程加速	18
(三) 信创合作生态日益完善	20
(四) 人效水平具有比较优势	21
(四)、投资建议	22
(五)、风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 2017-2020 年营收 CAGR 6.89%	6
图表 3: 2017-2020 年经营性现金流及归母净利润	6
图表 4: 2017-2021 年前三季度利润率	6
图表 5: 各项费用率有所回落	6
图表 6: 2018-1H21 公司主营业务拆分	7
图表 7: 2018-1H21 公司主营业务毛利率	7
图表 8: 公司前十大股东排名 (截止 2021 年三季度)	8
图表 9: 研发投入有所上升	9
图表 10: 《金融科技发展规划 (2022-2025 年)》重点	9
图表 11: 年初至今数字人民币相关进展	10
图表 12: 年初至今数字人民币相关进展	11
图表 13: 数字人民币产业链主体	12
图表 14: 2015-2021 年银行 IT 投资 CAGR 为 10.21%	13
图表 15: 2019 年中国银行业 IT 需求结构	13
图表 16: 2017-2020 银行 IT 解决方案 CAGR 13.94%	14
图表 17: 银行 IT 解决方案市场格局	14
图表 18: 分布式为银行 IT 架构趋势	15
图表 19: 金融级云原生分布式架构	15
图表 20: SM@RTENSEMBLE 部署架构图	16
图表 21: SM@RTENSEMBLE 核心系统	16
图表 22: 神州信息 MODELB@NK5.0 银行架构整体解决方案	17
图表 23: 公司场景金融应用框架	18
图表 24: 公司农业农村场景金融产品体系	19
图表 25: 智能合约的优势与应用	20
图表 26: 公司金融信创生态	21
图表 27: 公司人均创收与创利能力具有比较优势	21

一、深耕行业三十余年的银行 IT 领先者

(一) 银行核心系统解决方案服务商，行业领跑者

银行 IT 行业领先者。神州信息成立于 1984 年，1987 年进入金融信息化领域，始终保持敏锐洞见并引领行业趋势。2007 年率先在银行业推广 SOA 架构，2013 年登陆深交所主板，2016 年在业内首发“新一代分布式银行核心系统”，2018 年推出“区块链技术平台”，2019 年发布“企业级微服务平台”，2021 年发布“企业级 AI 金融平台”。公司经历了中国数字金融行业从电算化到信息化再到数字化的发展历程，是国内场景金融云平台引领者。公司聚焦“科技+数据+场景”模式创新，业务主要布局场景金融、金融信创、数据智能、云原生数字安全底座四个领域，为金融及各行业数字化转型赋能。公司连续 3 年位居 IDC 全球金融科技百强榜中国上榜企业第一，2020 年位列全球第 34 名，并领跑包括基础业务、核心业务、开放银行、渠道管理等银行 IT 解决方案多细分市场。

图表 1：公司发展历程

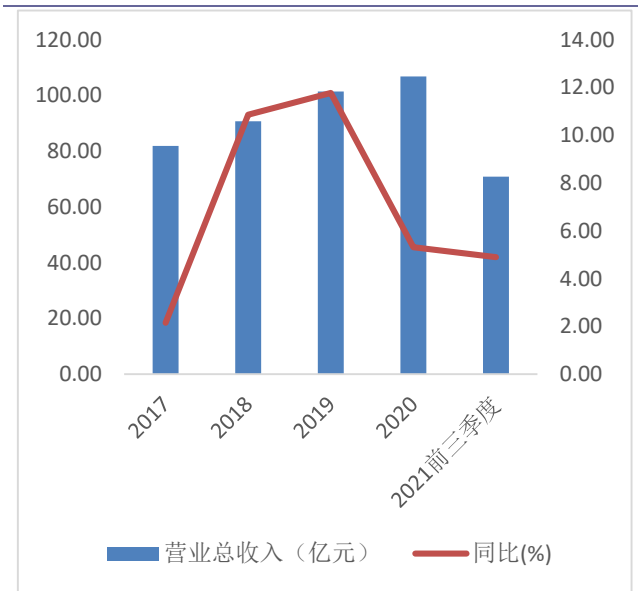


资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

(二) 营收增长稳健，毛利率保持稳定

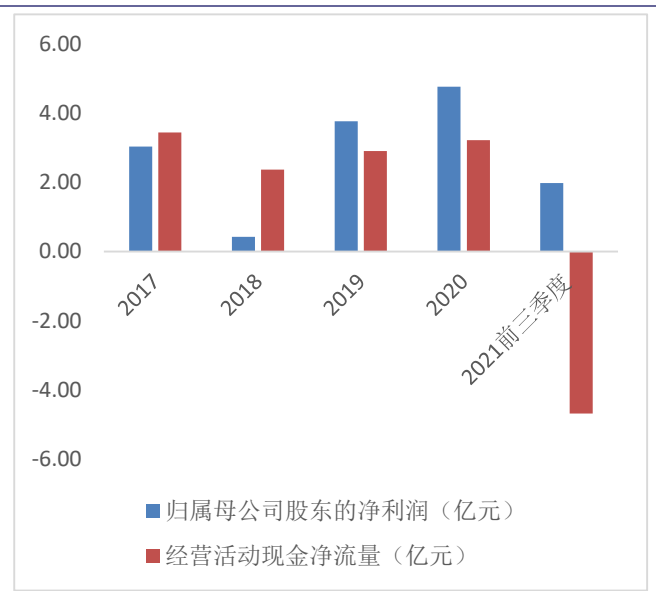
营收增长稳健，毛利率保持稳定。2017-2020 年公司营收 CAGR 为 6.89%，2021 年前三季度实现营收 70.92 亿元，同比增长 4.90%。应收账款周转情况有所改善，2017-2021 前三季度应收账款周转率分别为 2.81/2.93/3.22/4.07/3.22，同期存货周转率分别为 4.17/4.21/4.57/3.79/2.12。毛利率较为稳定，各项费用率有所下降。

图表 2：2017-2020 年营收 CAGR 6.89%



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

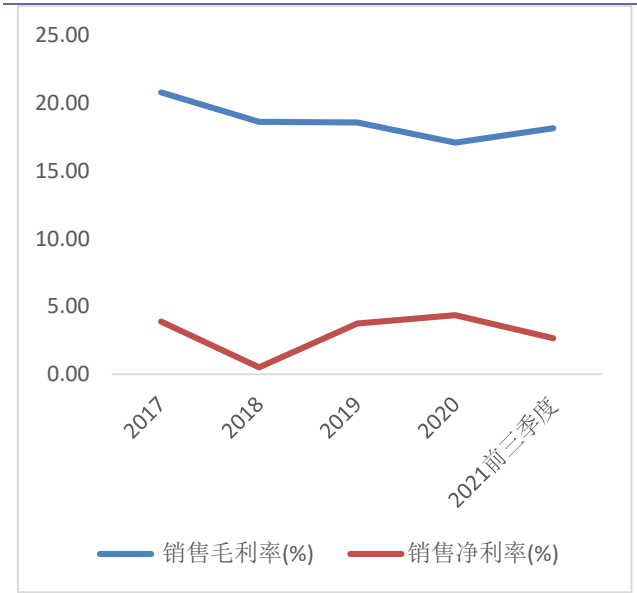
图表 3：2017-2020 年经营性现金流及归母净利润



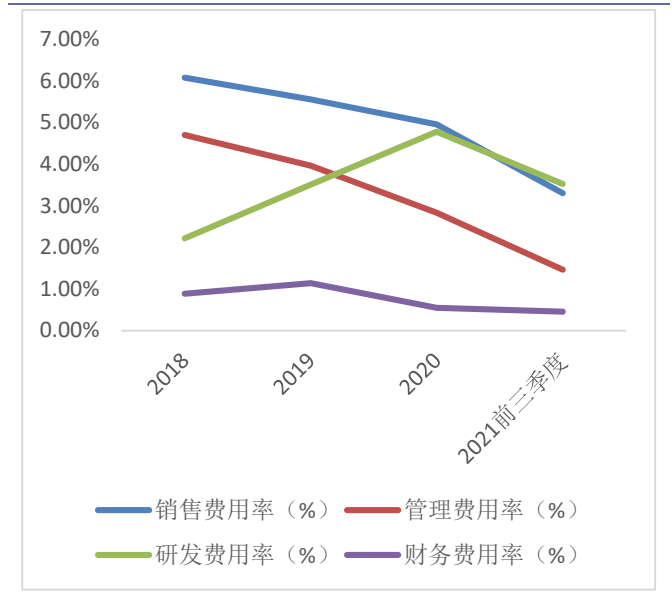
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 4：2017-2021 年前三季度利润率

图表 5：各项费用率有所回落



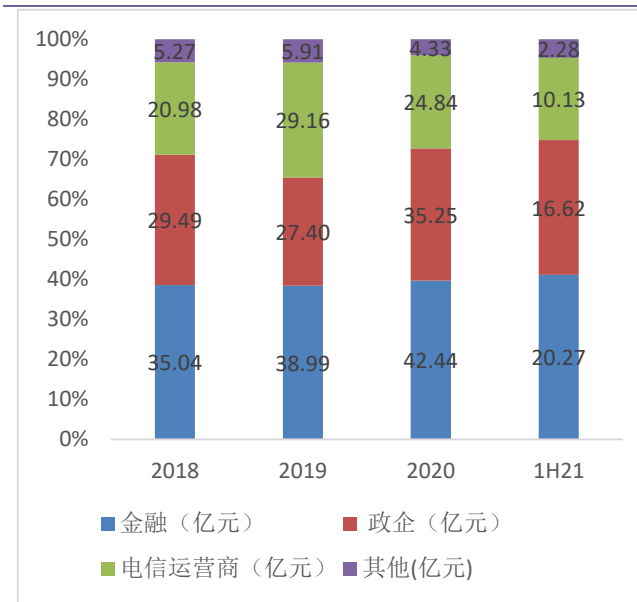
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



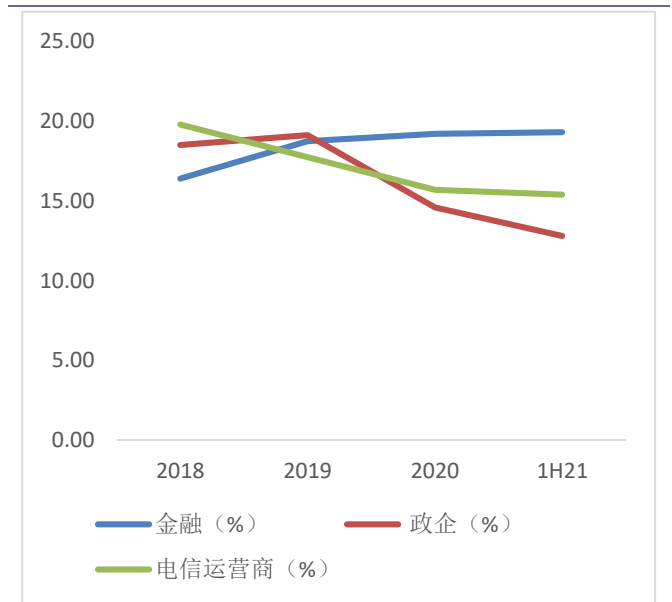
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

分业务来看, 各行业营收占比稳定, 金融行业毛利率最高。1H21 金融/政企/电信运营商的收入占比分别为 41.12%/33.71%/20.55%; 毛利率分别为 19.30%/12.79%/15.39%, 金融行业毛利率较为稳定, 政企与运营商毛利率分别下降 1.78%与 0.30%。

图表 6: 2018-1H21 公司主营业务拆分



图表 7: 2018-1H21 公司主营业务毛利率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

(三) 股权相对分散, 研发投入有所上升

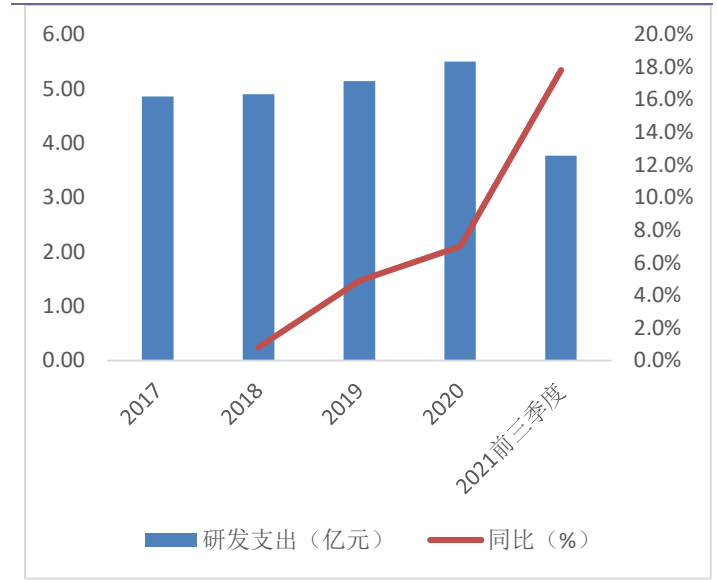
坚持自主研发, 研发投入有所上升。公司具备专业、稳定的研发团队, 在西安、北京、广州、合肥等地设立多个研发中心。其中, 西安研发中心是国内成立最早、规模最大的金融行业应用软件开发基地之一。公司与国家金融与发展实验室、鹏城实验室、清华大学五道口金融学院、中科大国际金融研究院、北京航空航天大学、西南财经大学等国家级实验室、高等院校深度合作, 不断拓宽前瞻技术领域的布局, 研发支出有所上升。

图表 8: 公司前十大股东排名 (截止 2021 年三季报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	神州数码软件有限公司	389,540,110	39.7600
2	中新苏州工业园区创业投资有限公司	64,675,937	6.6000
3	昆山市申昌科技有限公司	49,708,280	5.0700
4	Infinity I-China Investments (Israel), L.P.	13,130,434	1.3400
5	程艳云	8,465,822	0.8600
6	吴冬华	7,635,638	0.7800
7	王宇飞	6,794,300	0.6900
8	香港中央结算有限公司	5,329,364	0.5400
9	贺胜龙	3,565,000	0.3600
10	大西部丝绸之路 1 号集合资金信托计划	2,346,499	0.2400

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 9：研发投入有所上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

二、需求为锚，政策催化金融 IT 行业迎来拐点

(一) 金融科技与数字经济相关政策催化行业发展

金融科技发展规划为近 3 年金融 IT 发展奠基。2022 年 1 月 4 日，央行印发《金融科技发展规划（2022-2025 年）》，指出以加强金融数据要素应用为基础，以深化金融供给侧结构性改革为目标，以加快金融机构数字化转型、强化金融科技审慎监管为主线，将数字元素注入金融服务全流程，将数字思维贯穿业务运营全链条，注重金融创新的科技驱动和数据赋能，推动我国金融科技从“立柱架梁”全面迈入“积厚成势”新阶段，力争到 2025 年实现整体水平与核心竞争力跨越式提升并提出 8 各方面重点任务。

图表 10：《金融科技发展规划（2022-2025 年）》重点

目标	重点内容
强化金融科技治理	全面塑造数字化能力，健全多方参与、协同共治的金融科技伦理规范体系，构建互促共进的数字生态。
全面加强数据能力建设	在保障安全和隐私前提下推动数据有序共享与综合应用，充分激活数据要素潜能，有力提升金融服务质效。
建设绿色高可用数据中心	架设安全泛在的金融网络，布局先进高效的算力体系，进一步夯实金融创新发展的“数字底座”。
深化数字技术金融应用	健全安全与效率并重的科技成果应用体制机制，不断壮大开放创新、合作共赢的产业生态，打通科技成果转化“最后一公里”。
健全安全高效的金融科技创新体系	搭建业务、技术、数据融合联动的一体化运营中台，建立智能化风控机制，全面激活数字化经营新动能。
深化金融服务智慧再造	搭建多元融通的服务渠道，着力打造无障碍服务体系，为人民群众提供更加普惠、绿色、人性化的数字金融服务。
加快监管科技的全方位应用	强化数字化监管能力建设，对金融科技创新实施穿透式监管，筑牢金融与科技的风险防火墙。
扎实做好金融科技人才培养	持续推动标准规则体系建设，强化法律法规制度执行，护航金融科技行稳致远。

资料来源：中国政府网，太平洋证券研究院

数字经济加速渗透，构筑“十四五”期间发展主旋律之一。2022年1月13日，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，预计数字经济核心产业增加值占GDP的比重将由2020年的7.8%增至2025年的10%，2020年我国数字经济核心产业增加值为7.5万亿元，占数字经济比重为19.1%。政策明确了我国数字经济发展方向的同时，对各项指标加以明确的节奏规划，预计数字经济将加速渗透，产业数字化规模也将随之提升。

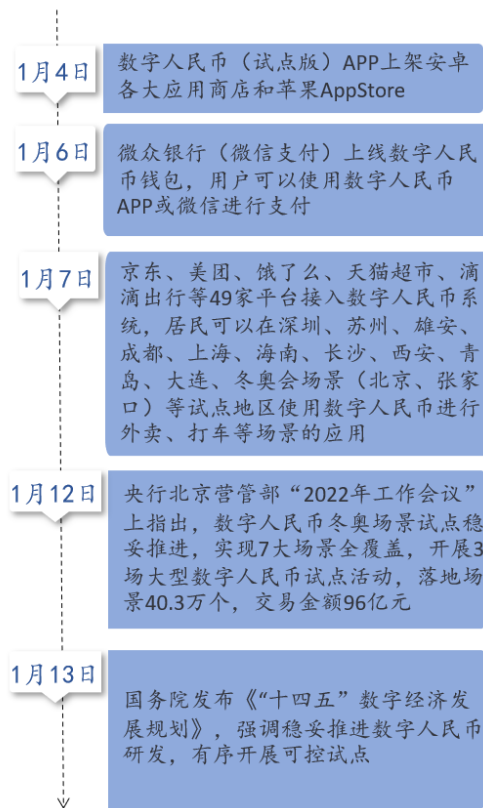
图表 11：年初至今数字人民币相关进展

指标	2020 年	2025 年	属性
数字经济核心产业增加值占 GDP 的比重	7.8	10	预期性
IPv6 活跃用户数 (亿户)	4.6	8	预期性
千兆宽带用户数 (万户)	640	6000	预期性
软件和信息技术服务业规模 (万亿元)	8.16	14	预期性
工业互联网平台应用普及率 (%)	14.7	45	预期性
全国网上零售额 (万亿元)	11.76	17	预期性
电子商务交易规模 (万亿元)	37.21	46	预期性
在线政务服务实名用户规模 (亿)	4	8	预期性

资料来源：中国政府网，太平洋证券研究院

数字经济相关应用领域中，数字人民币布局进程按下“加速键”。1月4日至今，数字人民币 APP 上架安卓各大应用商店与苹果 AppStore、微信支付上线数字人民币钱包、多家互联网平台接入数字人民币系统，相关试点及支付应用场景正逐步落地。1月12日，央行北京资管部“2022年工作会议”上指出，数字人民币冬奥场景试点稳妥推进，实现7大场景全覆盖，开展3场大型数字人民币试点活动，落地场景40.3万个，交易金额96亿元。1月13日，国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》，指出将稳妥推进数字人民币研发，有序开展可控试点。数字人民币作为数字经济的基础设施之一，未来将会持续扩张相关应用场景，银行存量设备改造与增量系统建设相关业务将为银行 IT 相关技术厂商带来广阔的空间。

图表 12：年初至今数字人民币相关进展



资料来源：公开信息，太平洋证券整理

图表 13：数字人民币产业链主体



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券研究院

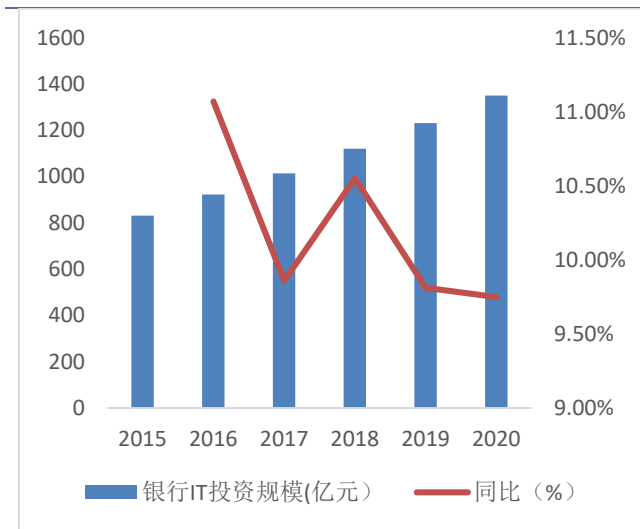
(二) 银行 IT 解决方案赛道广阔，投资景气度向上

我国银行业 IT 投资规模景气度向上。2017 年突破千亿后，2018 年达到 1121 亿元，2015-2021 年 CAGR 为 10.21%。在需求侧，2019 年大型国有商业银行投资占比最大，占全行业总体 IT 投资的 45.7%；城市商业银行和省农信、农商、农合等农村金融机构等的 IT 投资占到银行业总体投资的 31.2%；股份制商业银行的 IT 投资占全行业的 20.9%；此外，以外资银行、政策性银行为代表的其它银行机构投资比例达到 2.2%。

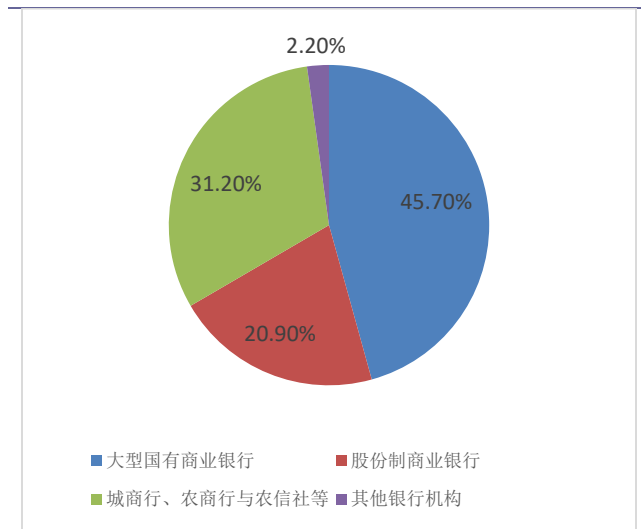
2025 年中国银行 IT 解决方案市场规模将突破千亿。根据 IDC 数据，2020 年，我国银行 IT 解决方案市场规模为 502.4 亿元，同比增长 18.0%，预计 2021-2025 年的 CAGR 为 14.64%，至 2025 年，中国银行业 IT 解决方案市场规模将达到 1185.6 亿元。目前，银行 IT 解决方案竞争格局仍较分散，CR5 市占率为 21%，分别为中电中信(5.9%)、宇信科技(4.3%)、神州信息(4.1%)、南天信息(3.8%)、长亮科技(2.9%)。

图表 14: 2015-2021 年银行 IT 投资 CAGR 为 10.21%

图表 15: 2019 年中国银行业 IT 需求结构

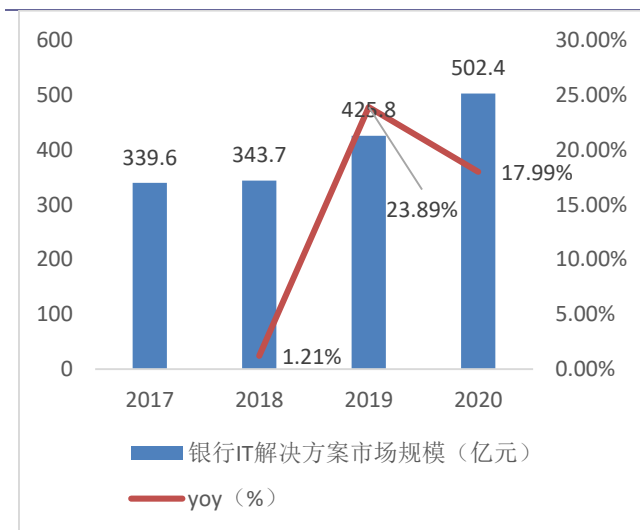


资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院



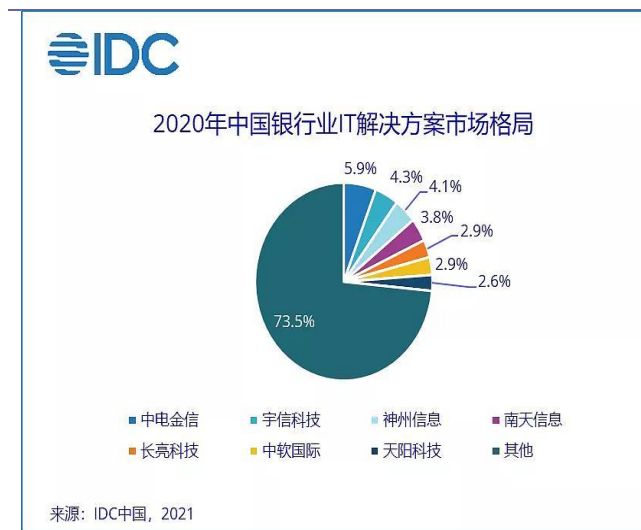
资料来源：IDC，太平洋证券研究院

图表 16: 2017-2020 银行 IT 解决方案 CAGR 13.94%



资料来源：IDC，太平洋证券研究院

图表 17: 银行 IT 解决方案市场格局



来源：IDC中国，2021

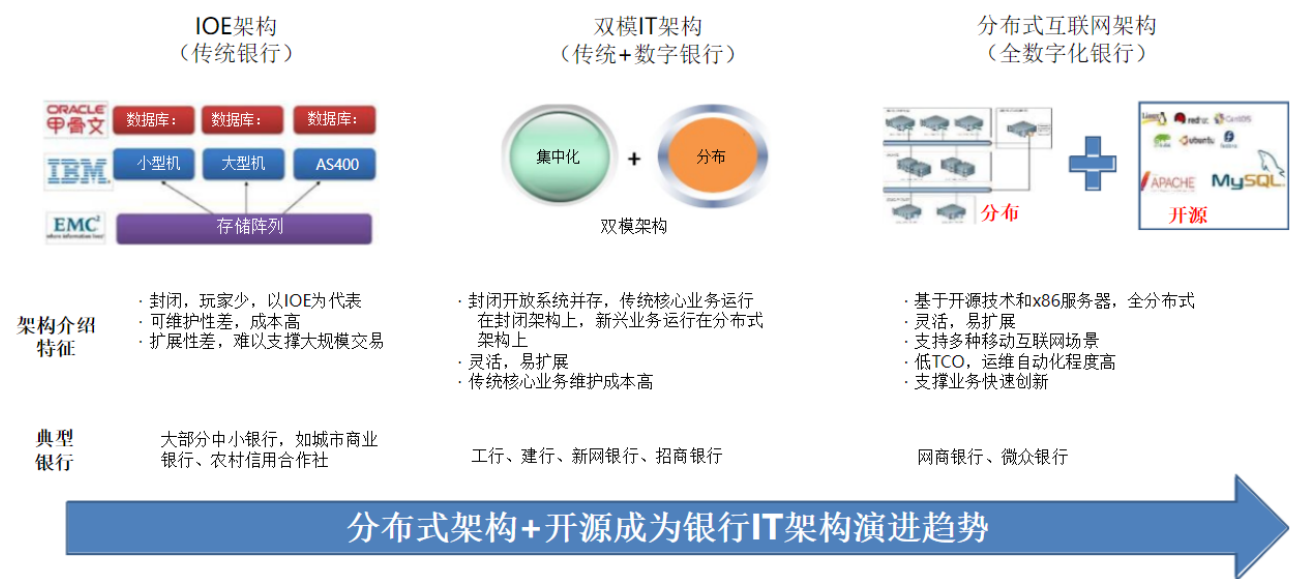
资料来源：IDC，太平洋证券研究院

(三) 去“IOE”下，分布式是必然趋势，信创产业将持续发展

银行核心系统评估与改造将推动银行 IT 新一轮周期建设。2022 年 1 月 20 日，银保监会发布《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》，《意见》中强调提高科技架构支撑能力。推进传统架构向分布式架构转型，主要业务系统实现平台化、模块化、服务化。加快数据库、中间件等通用软件技术服务能力建设，支持大规模企业级技术应用。

分布式架构资源处理能力和扩展能力更强、业务更灵活。分布式架构，是指将不同服务器模块部署在多台服务器上，用一组计算机集群对一个大型服务器进行替换，集群之间完成协作的部署架构。与集中式相比，分布式架构具备低延时、高灵活性、高并发、灵活横向拓展的优势。随着应用架构的不断演进，云原生，微服务成为主要模式。与传统的单体架构相比，微服务架构注重满足高并发、高性能、高可用，其能够帮助企业内部 IT 建设沿着可用的方向发展、支持灵活拓展、降低运维成本、快速响应业务变化。

图表 18：分布式为银行 IT 架构趋势



资料来源：《金融行业分布式架构转型与发展趋势》，太平洋证券研究院

图表 19：金融级云原生分布式架构



资料来源：阿里云，太平洋证券研究院

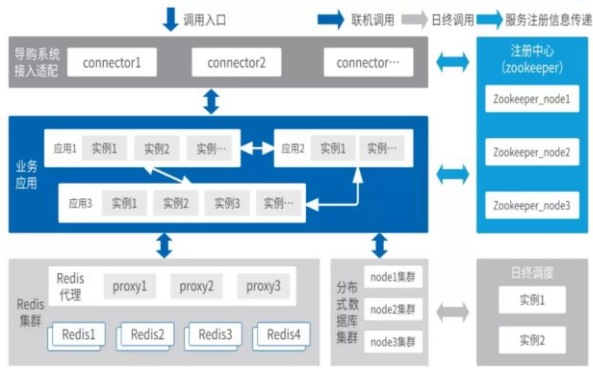
三、核心业务系统不断外延，信创与应用场景加速落地

(一) 银行核心业务系统全面领先

持续优化新一代银行核心业务系统，连续7年市场排名第一。新一代分布式银行核心业务系统 Sm@rtEnsemble 包括客户中心、业务核心(存款业务、贷款业务等)、会计核心、营运管理以及风险管理等独立的业务服务模块。这些业务模块的参数通过统一平台管理，并通过金融产品工厂形成各类金融产品，通过规范接口对外提供各类银行核心业务处理功能。Sm@rtEnsemble 先后落地广发银行、邮储银行等大行及股份制银行，并签约、中标泉州银行、顺德农商、苏州农商、浦发硅谷银行、海外银行等多家银行核心系统建设项目。

图表 20: Sm@rtEnsemble 部署架构图

图表 21: Sm@rtEnsemble 核心系统



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券研究院

ModeIB@nk5.0 银行架构整体解决方案具备独创的五层架构体系，以技术中台、数据中台以及金融超脑为支柱围绕“场景建设”、“旅程服务”、“能力输出”、“资源积累”、“组织管理”五个层次的业务发展提供清晰的数字化支撑能力，支撑数字金融可持续发展。

图表 22：神州信息 ModeIB@nk5.0 银行架构整体解决方案



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

(二) 需求拉动场景业务落地进程加速

公司聚焦于农村金融、小微企业金融与数字货币三大金融应用场景。通过金融科技与行业数字化业务融合，探索场景金融服务的创新模式。

图表 23：公司场景金融应用框架



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

农业金融领域，公司通过“数字农业农村”、“金融赋能三农”与“数字化运营服务”三大体系，提供“平台+数据+服务”一体化解决方案。数字农业农村平台体系通过数字化赋能“三农”促进金融下乡，金融赋能三农通过“银农直连”、“农保直连”加速农业发展，通过数字化运营实现线上与线下的联动，从而布局整个农业农村场景。根据公司官网披露数据，截止目前公司已实现累计打造 16 个国家级平台、55 个省级平台、5000 余个农业信息化项目，市场广泛覆盖全国 31 省市、2000 多个区县、64 万余个村组、80 万用户全体；与包括中国银行、建设银行、华夏银行、恒丰银行、农业银行、中国邮储银行在内的 100 余家金融机构达成战略合作。

图表 24：公司农业农村场景金融产品体系

产品体系	产品/平台	产品/平台介绍
数字农业农村产品体系	智慧乡村云平台	农村土地承包经营权应用管理系统/农村土地流转抵押系统/宅基地及农房一体化应用管理系统/农村集体资产管理系统/农村阳光村务综合管理系统/农村综合产权交易系统/涉农及扶贫资金阳光监管系统/农业新型经营主体管理系统/农村基层党建监督管理系统/农村人居环境整治管理系统
	智慧农业云平台	农产品质量安全追溯平台/天空地一体化数据农业云平台/农业物联网管理平台/智慧渔业管理平台/农业社会化服务平台/农业应用技能培训服务平台/农产品供销服务平台/农产品电商服务平台/农业乡村旅游服务平台/农业调度管理平台
	农业农村大数据	农业农村大数据平台/农业农村一张图平台/单品种全产业链大数据平台/中小微企业场景金融
金融赋能三农产品体系	三农金融科技服务平台	“银农直连” “农保直连”
	三农金融数据服务平台	数据采集（MOBG）/数据整合与数据存储/数据加工与数据利用（大数据+AI）/数据输出

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

中小微企业场景金融领域，公司针对中小微企业金融服务需求，构建中小微企业场景金融产品体系。包括银税直连解决方案、区块链银税解决方案、税务 SaaS 金融服务解决方案以及信用评估、风险监控等服务。

针对数字货币应用场景，公司在 2020 年领先市场发布区块链平台 Sm@rtGAS 和数字钱包解决方案。截止 2021 年 10 月，公司已实现帮助建设银行、广发银行、北京银行、广州银行、贵州银行在内的近 20 家机构，完成数币相关系统不同阶段的建设，并尝试数币在预付卡、物流、供应链金融等多领域场景中的创新应用，已推出基于智能合约技术的“预付式消费服务平台”。

2021 年 12 月 8 日，成立神州方圆子公司，致力于研发与推广区块链及数字人民币场景应用。凭借自身 30 余年深耕税务信息化的经验优势，公司达成与工商银行、缴税机具生产商合作，21 年 11 月成功落地北京首笔税务缴税数字人民币试点

业务。

图表 25：智能合约的优势与应用

数字身份	数字记录	证券	金融贸易	物联网	供应链
<ul style="list-style-type: none"> 可以让用户拥有和控制自己的数字身份，构建以用户为中心的个人网络 	<ul style="list-style-type: none"> 可以实现合规性的自动化，提高数据透明度，降低服务费用，实现记录的自动处理 	<ul style="list-style-type: none"> 实现数字化端到端的工作流程 	<ul style="list-style-type: none"> 推动简化全球商品转移，带来更高资产流动性 	<ul style="list-style-type: none"> 利用智能合约在设备之间创建服务市场、创建分散性、共享性的经济应用程序，兼顾隐私性和数字资产的价值性，促进服务和资源的共享 	<ul style="list-style-type: none"> 为供应链的每一个环节提高更高的可见性，与物联网设备进行协调，跟踪被管理的资产和产品

资料来源：CSDN，太平洋证券研究院

(三) 信创合作生态日益完善

信创领域，积极布局大型金融机构核心业务系统的改造和下移。公司拥有从金融基础设施到金融行业应用全栈金融服务能力，形成信创架构规划及设计、银行系统信创解决方案、信创全适配服务、信创云和分布式基础设施、信创集成和运维服务五大业务体系。完成浦发银行、天津银行、北京银行、百信银行等客户核心系统与国产分布式数据库的适配，其中天津银行打造了业内首个规模城商行全套分布式应用案例。重庆银行等多家城商行分布式核心系统顺利上线，为客户服务、产品创新、运行效率、数据质量、安全保护带来飞跃性提升。

公司构建了金融业规模最大的信创生态体系。包括入驻国家、省级的信创园区及示范基地；与产业生态伙伴形成信创联盟、战略伙伴关系，推进联合解决方案落地；以及与金融机构成立联合实验室，进行技术产品创新等。目前，公司分布式应用系统已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。

图表 26：公司金融信创生态



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

(四) 人效水平具有比较优势

银行 IT 定制化项目较多，较难产生规模效应，因此我们采用人均创收/创利指标与人均薪酬对比各公司的人效水平，可以看出神州信息在行业内人均创收/创利能力较高，对应的人均薪酬处于行业平均水平，人效方面具有比较优势。

图表 27：公司人均创收与创利能力具有比较优势

公司	指标	2017	2018	2019	2020	2021 前三 季度
神州信息	人均创收 (万元)	82.35	98.80	99.38	82.85	54.99
	人均创利 (万元)	3.20	0.51	3.74	3.61	1.46
	人均薪酬 (万元)	27.69	17.68	18.44	15.13	14.05
宇信科技	人均创收 (万元)	23.63	27.89	26.30	26.82	18.47
	人均创利 (万元)	2.75	2.57	2.71	4.07	1.31
	人均创收 (万元)	26.85	26.35	27.37	27.81	13.95
长亮科技	人均薪酬 (万元)	31.85	18.47	19.26	18.83	16.11
	人均创利 (万元)	2.68	1.41	2.92	4.27	0.36
	人均薪酬 (万元)	15.96	15.22	14.87	16.31	14.63

资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院

四、投资建议

公司是银行核心系统的领先企业。金融信创和数字人民币的落地有助于公司的未来发展。预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.72 元和 0.95 元，维持“买入”评级。

五、风险提示

数字人民币落地不及预期；行业竞争加剧

利润表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10685.98	11754.57	14105.49	16926.59
营业成本	8859.60	9638.75	11495.97	13710.54
营业税金及附加	44.46	152.81	183.37	220.05
销售费用	450.07	470.18	564.22	677.06
管理费用	287.02	352.64	423.16	507.80
财务费用	38.60	-12.42	-2.00	-19.53
资产减值损失	-292.03	35.00	30.00	30.00
投资收益	309.33	45.00	45.00	45.00
公允价值变动损益	-5.97	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1147.94	634.89	810.48	1059.35
其他非经营损益	-630.48	14.00	6.33	9.79
利润总额	517.46	648.89	816.81	1069.14
所得税	51.08	103.84	110.29	146.80
净利润	466.38	545.04	706.52	922.34
少数股东损益	-9.29	-3.60	-3.60	-3.60
归属母公司股东 净利润	475.67	548.64	710.12	925.94
资产负债表(百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1941.31	2350.91	2821.10	3385.32
应收和预付款项	2053.36	3205.47	3644.94	4268.08
存货	2784.10	3053.06	3663.95	4393.38
其他流动资产	2541.27	755.27	756.32	757.59
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	13.63	13.63	13.63	13.63
固定资产和在建 工程	453.06	418.34	382.95	346.90
无形资产和开发 支出	1675.20	1645.24	1615.28	1585.33
其他非流动资产	302.77	293.65	293.65	293.65
资产总计	12051.86	12022.74	13478.99	15331.03
短期借款	722.28	2052.15	2079.58	2191.09
应付和预收款项	3608.55	3829.82	4607.40	5497.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2035.17	56.79	56.79	56.79
负债合计	6366.00	5938.75	6743.77	7745.01
股本	975.77	979.74	979.74	979.74
资本公积	2406.15	2402.18	2402.18	2402.18
留存收益	2264.44	2765.15	3419.99	4274.38
归属母公司股东 权益	5585.14	5986.87	6641.70	7496.09

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	466.38	545.04	706.52	922.34
折旧与摊销	99.26	83.80	75.34	76.01
财务费用	38.60	-12.42	-2.00	-19.53
资产减值损失	-292.03	35.00	30.00	30.00
经营营运资本变动	118.53	1380.25	-275.59	-465.20
其他	-108.87	-91.94	-73.24	-73.89
经营活动现金流净额	321.86	-820.77	461.03	469.73
资本支出	153.41	-10.00	-10.00	-10.00
其他	378.79	45.00	45.00	45.00
投资活动现金流净额	532.20	35.00	35.00	35.00
短期借款	-230.20	1329.87	27.43	111.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	95.56	0.00	0.00	0.00
支付股利	-37.84	-47.93	-55.28	-71.55
其他	-249.71	-86.57	2.00	19.53
筹资活动现金流净额	-422.20	1195.37	-25.85	59.49
现金流量净额	429.67	409.60	470.18	564.22
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	5.32%	10.00%	20.00%	20.00%
营业利润增长率	61.74%	-44.69%	27.66%	30.71%
净利润增长率	22.23%	16.87%	29.63%	30.55%
EBITDA 增长率	43.95%	-45.07%	25.14%	26.25%
获利能力				
毛利率	17.09%	18.00%	18.50%	19.00%
期间费率	12.04%	11.89%	11.99%	11.88%
净利率	4.36%	4.64%	5.01%	5.45%
ROE	8.20%	8.96%	10.49%	12.16%
ROA	3.87%	4.53%	5.24%	6.02%
ROIC	20.09%	8.67%	9.79%	11.27%
EBITDA/销售收入	12.03%	6.01%	6.27%	6.59%
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.98	1.11	1.18
固定资产周转率	22.65	26.98	35.21	46.38
应收账款周转率	4.07	4.76	4.40	4.56
存货周转率	3.60	3.16	3.30	3.30
销售商品提供劳务收到现金/ 营业收入	105.23%	—	—	—

少数股东权益	100.72	97.12	93.52	89.92	资本结构				
股东权益合计	5685.87	6083.99	6735.23	7586.02	资产负债率	52.82%	49.40%	50.03%	50.52%
负债和股东权益合计	12051.86	12022.74	13478.99	15331.03	带息债务/总负债	11.35%	34.56%	30.84%	28.29%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.48	1.59	1.63	1.67
EBITDA	1285.79	706.27	883.83	1115.83	速动比率	1.04	1.07	1.08	1.09
PE	30.15	26.14	20.20	15.49	每股指标				
PB	2.52	2.36	2.13	1.89	每股收益	0.49	0.56	0.72	0.95
PS	1.34	1.22	1.02	0.85	每股净资产	5.80	6.21	6.87	7.74
EV/EBITDA	9.22	18.17	14.02	10.70	每股经营现金	0.33	-0.84	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liy@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。