

投资评级 优于大市 维持

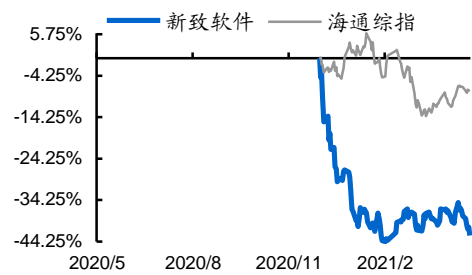
股票数据

05月07日收盘价(元)	15.63
52周股价波动(元)	14.98-33.60
总股本/流通A股(百万股)	182/37
总市值/流通市值(百万元)	2845/578

相关研究

《金融IT解决方案综合服务商》2020.12.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.6	-7.8	3.5
相对涨幅(%)	-7.1	-4.0	11.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨蒙

Tel: (0755)23617756

Email: ym13254@htsec.com

毛利率提升, 高复购率下积极构建 PaaS 生态

投资要点:

- 疫情下抗风险能力强, 2020年毛利率水平提升; 2021Q1 营收回暖, 重回高增长态势。**根据公司公告, 公司2020年实现营业收入10.74亿元, 同比下降3.88%, 这主要是受新型冠状病毒肺炎疫情影响, 公司承接客户的项目进度略有延迟, 部分开发项目进度延缓所致; 公司归母净利润为8161万元, 同比增长2.55%; 扣非后归母净利润为6461万元, 同比下降0.25%。值得注意的是, 公司2020年毛利率水平出现了全面提升; 2020年公司毛利率为32.56%, 同比增长2.06pct; 细分来看, 保险行业、银行及其他金融行业和企服行业毛利率均出现增长, 分别同比增长4.41、1.63和1.99pct。此外, 公司经营活动产生的现金流量净额表现良好, 2020年为2960万元, 同比增长178.38%, 由负转正。2021年第一季度公司实现营收2.53亿, 同比增长24.54%; 归母净利润同比扭亏, 实现1099.37万元; 同时, 2021年第一季度毛利率达32.10%, 同比提升3.2pct。我们认为, 2021年公司营收回暖明显, 伴随行业需求恢复, 公司未来营收增速有望持续回升。
- 云服务提升保险行业毛利率, 银行业生态构建推进中。**分行业来看, 2020年, 公司保险行业实现营收4.19亿元, 同比减少8.91%; 银行及其他金融行业实现营收2.77亿元, 同比增加7.07%; 企服行业实现营收2.65亿元, 同比增加0.09%。公司在2020年持续保持了在保险行业IT解决方案市场的竞争优势, 市占率位列前三, 同时, 在云服务方面, 积极推广如销售回溯平台、自主分析平台等针对保险行业深度业务需求的云服务解决方案, 推动毛利率提升。公司银行及其他金融行业业务发展良好, 公司在银行行业领域的IT解决方案中, 针对银行信息系统的支付、清算与托管、风险控制系统及金融市场代客交易系统, 具有先进的技术能力和完善的解决方案能持续跟进监管要求和客户管理要求; 此外, 公司在服务大中型银行客户中的积累的软件产品开发能力, 进一步向中小银行输出, 外加日益增加的市场需求, 推动2020年实现了较好的收入增长。
- 发展 PaaS 生态, 大客户复购率维持高位。**公司的客户复购率持续提升, 对客户的粘性持续提高, 从2018年到2020年, 公司前100大客户收入占比维持在89%水平, 同时前100大客户的年复购率为87%、87%、94%。我们认为, 复购率是IT服务公司的核心指标之一, 公司大客户90%的复购率已经在行业内处于领先地位, 而且在数年内都保持在一个较为稳定的高位水平, 说明公司现有优质客户粘性较高, 能给公司提供较为稳定的收入。公司目前的业务发展规划中, 构建PaaS平台生态是重要方向。公司计划开展PaaS平台产品及服务, 并引领行业的IT结构变革, 积极构建相应生态。我们认为, 公司现有的优质客户的粘性和稳定的高复购率, 将会成为公司PaaS平台发展的重要助力, 打开公司新的成长空间。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1118	1074	1383	1759	2229
(+/-)YoY(%)	12.5%	-3.9%	28.7%	27.2%	26.7%
净利润(百万元)	80	82	106	134	171
(+/-)YoY(%)	31.1%	2.6%	29.4%	27.1%	27.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.44	0.45	0.58	0.74	0.94
毛利率(%)	30.5%	32.6%	33.0%	33.8%	34.6%
净资产收益率(%)	14.3%	7.8%	9.1%	10.4%	11.7%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

高研发拓宽公司产品体系，增强 PaaS 生态竞争力。2020 年，公司研发投入为 1.01 亿元，同比增长 10.36%，研发人员总数 396 人，同比增长 15.79%；提交专利申请 38 项，其中发明专利 35 项；获批软件著作权共 85 项。公司基于为行业客户提供从开发到运营的一体化 IT 服务的思路，搭建了 Newtouch One 项目管控平台和 Newtouch X 资源管控平台。我们认为，公司在研发上不断加大投入，有望维持自身技术优势，而新产品的推出将有助于配合公司 PaaS 平台的发展，对客户实现生态赋能，进一步提升行业综合竞争力。

盈利预测与投资建议。我们认为，公司已形成一定的行业地位和积累一定的客户资源，并且所在行业景气度有望持续；在资金充足、疫情逐渐好转的情况下，各业务发展有望提速。同时，公司在现有高覆盖产品优势和高复用率的客户优势之上，积极构建 PaaS 生态，探索多种新商业模式，未来有望进一步打开市场空间。我们预测，公司 2021-2022 EPS 分别为 0.58/0.74 元；2021-2022 年营业收入分别为 13.83/17.59 亿元。参考可比公司，我们采取 PE 和 PS 两种方式对公司进行估值：（1）给予 2021 年动态 PE38-42 倍，对应 6 个月合理价值区间为 22.05-24.37 元；（2）给予 2021 年动态 PS 3.0-3.2 倍，对应 6 个月合理价值区间为 22.79-24.31 元。综上所述，公司 6 个月合理价值区间为 22.05-24.37 元，维持“优于大市”评级。

风险提示。海外业务发展不及预期，行业需求不及预期。

表 1 公司分业务收入

收入（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
金融-保险行业	460	419	545	697	893
同比增长（%）		-8.9%	30.0%	28.0%	28.0%
金融-银行及其他金融行业	259	277	347	437	555
同比增长（%）		7.1%	25.0%	26.0%	27.0%
企服行业	264	265	339	427	534
同比增长（%）		0.1%	28.0%	26.0%	25.0%
海外行业	133	112	151	196	245
同比增长（%）		-16.0%	35.0%	30.0%	25.0%
其他	1.05	1.41	1.84	2.31	2.89
同比增长（%）		34.9%	30.0%	26.0%	25.0%
合计	1118	1074	1383	1759	2229
同比增长（%）		12.5%	-3.9%	28.7%	26.7%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司分业务毛利

毛利（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
金融-保险行业	144	150	196	255	330
毛利率（%）	31.3%	35.7%	36.0%	36.5%	37.0%
金融-银行及其他金融行业	92	103	128	164	211
毛利率（%）	35.4%	37.0%	37.0%	37.5%	38.0%
企服行业	73	78	102	132	171
毛利率（%）	27.6%	29.6%	30.0%	31.0%	32.0%
海外行业	32	18	30	43	59
毛利率（%）	23.9%	16.6%	20.0%	22.0%	24.0%
其他		0.73	0.92	1.16	1.45
毛利率（%）		52.0%	50.0%	50.0%	50.0%
营业毛利合计	321	350	456	594	771
毛利率（%）	28.7%	32.6%	33.0%	33.8%	34.6%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 可比 A 股公司估值表

证券简称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2019	2020	2021E	2019	2020	2021E
长亮科技	300348.SZ	17.82	128.57	0.30	0.34	0.43	59	53	41
宇信科技	300674.SZ	28.76	118.88	0.69	1.13	1.16	42	25	25
银信科技	300231.SZ	7.27	32.14	0.32	0.39	0.48	23	19	15
恒生电子	600570.SH	87.00	908.36	1.76	1.27	1.46	49	69	60
平均				0.77	0.78	0.88	43	41	35

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 05 月 07 日收盘价

表 4 可比 A 股公司估值表

证券简称	证券代	股价(元)	市值(亿元)	总营收(亿元)			PS (倍)		
				2019	2020	2021E	2019	2020	2021E
长亮科技	300348.SZ	17.82	128.57	13.05	15.43	19.80	10	8	6
宇信科技	300674.SZ	28.76	118.88	26.37	29.68	37.92	5	4	3
银信科技	300231.SZ	7.27	32.14	15.39	23.11	25.42	2	1	1
恒生电子	600570.SH	87.00	908.36	38.25	41.18	52.54	24	22	17
平均							10	9	7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 05 月 07 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	1074	1383	1759	2229
每股收益	0.45	0.58	0.74	0.94	营业成本	724	927	1166	1458
每股净资产	5.76	6.34	7.08	8.02	毛利率%	32.6%	33.0%	33.8%	34.6%
每股经营现金流	0.16	0.69	-0.32	-0.26	营业税金及附加	5	7	8	11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	60	87	119	150
P/E	34.86	26.94	21.19	16.63	营业费用率%	5.6%	6.3%	6.8%	6.7%
P/B	2.71	2.46	2.21	1.95	管理费用	65	88	113	145
P/S	2.65	2.06	1.62	1.28	管理费用率%	6.1%	6.4%	6.4%	6.5%
EV/EBITDA	23.64	18.44	15.06	12.11	EBIT	118	129	164	220
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	26	21	24	39
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.5%	1.5%	1.3%	1.7%
毛利率	32.6%	33.0%	33.8%	34.6%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利率	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%	投资收益	0	1	1	1
净资产收益率	7.8%	9.1%	10.4%	11.7%	营业利润	91	120	152	193
资产回报率	4.0%	5.1%	5.5%	5.8%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	6.1%	6.7%	7.2%	8.1%	利润总额	90	119	151	192
盈利增长 (%)					EBITDA	142	139	180	240
营业收入增长率	-3.9%	28.7%	27.2%	26.7%	所得税	5	7	9	11
EBIT 增长率	-0.7%	9.0%	27.5%	33.7%	有效所得税率%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
净利润增长率	2.6%	29.4%	27.1%	27.4%	少数股东损益	4	7	8	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	82	106	134	171
资产负债率	41.6%	37.2%	41.4%	44.8%					
流动比率	2.21	2.47	2.21	2.03	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.97	2.18	1.93	1.75	货币资金	873	800	830	860
现金比率	1.07	1.09	0.84	0.67	应收账款及应收票据	703	776	1042	1343
经营效率指标					存货	197	210	271	355
应收账款周转天数	238.43	204.42	215.62	219.49	其它流动资产	28	34	36	42
存货周转天数	99.41	82.68	84.79	88.96	流动资产合计	1801	1821	2178	2600
总资产周转率	0.53	0.67	0.72	0.76	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	9.33	10.87	11.34	11.08	固定资产	115	127	155	201
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	1	4	10	19
					非流动资产合计	226	241	275	330
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	2027	2062	2453	2930
净利润	82	106	134	171	短期借款	619	492	678	894
少数股东损益	4	7	8	9	应付票据及应付账款	16	16	22	28
非现金支出	46	10	16	20	预收账款	0	8	8	8
非经营收益	27	46	48	64	其它流动负债	179	220	279	352
营运资金变动	-128	-43	-264	-312	流动负债合计	814	736	986	1282
经营活动现金流	30	125	-58	-47	长期借款	25	25	25	25
资产	-43	-26	-51	-76	其它长期负债	5	5	5	5
投资	19	0	0	0	非流动负债合计	30	30	30	30
其他	0	1	1	1	负债总计	844	766	1016	1312
投资活动现金流	-24	-25	-50	-75	实收资本	182	182	182	182
债权募资	701	-127	186	217	归属于母公司所有者权益	1049	1154	1289	1460
股权募资	433	0	0	0	少数股东权益	134	141	149	158
其他	-566	-46	-48	-64	负债和所有者权益合计	2027	2062	2453	2930
融资活动现金流	568	-173	138	152					
现金净流量	573	-73	30	30					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业
洪琳 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 易华录,四维图新,佳都科技,创业慧康,京北方,广联达,用友网络,银江股份,金溢科技,锐明技术,中控技术,拉卡拉,捷顺科技,恒华科技,鼎捷软件,中电兴发,优刻得-W,金山办公,道通科技,中望软件,中孚信息,万兴科技,云从科技,海康威视,启明星辰,长亮科技,金蝶国际,久远银海,京东数科,美亚柏科

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。