

中科软(603927)

报告日期: 2023年05月02日

稳占保险 IT 行业龙头, “数据要素+AI 赋能”共同发力

——中科软深度报告

投资要点

□ 中科软多年稳居保险 IT 龙头地位

中科软作为保险 IT 龙头, 客户覆盖度高, 行业地位稳固。公司十多年来稳居中国保险 IT 解决方案市场第一, 据赛迪顾问数据显示, 2021 年中科软保险 IT 市场占有率达 40.11%; 2022 年中科软净利润 6.39 亿, 增速达 10.58%, 近 16 年年复合增长率达 24%, 展现出极强韧性; 利润结构持续优化, 2022 年中科软软件开发及服务收入 50.97 亿元, 毛利率达 35%, 收入规模在国内软件公司排名前列; 公司覆盖 98% 的保险机构客户, 凭借“相似复用”理念, 加强行业核心应用软件参考模型及产品线研发及建设, 不断提升组织、开发效率, 提升毛利率, 同时积极响应客户信息化需求, 使得客户粘性不断增强。作为最早开发保险 IT 并拥有完善产品矩阵的企业, 中科软有望在数据要素与 AI 赋能趋势浪潮中独占鳌头。

□ “保险+” 战略深入布局, IT 建设覆盖金融、医疗、政务、科教文等领域

公司凭借保险领域开发经验和工程能力, 依托良好股东背景, 长期具备丰富且优质的客户资源, 通过“保险+”战略将业务拓展至大健康、大交通、大消费等领域, 打开增量客户群体和服务需求空间, 通过综合用户资源帮助保险客户与其他行业联动, 拓展“保险+”业务。2022 年公司因实施“保险+”战略带来的直接业务收入 8344.05 万元, 同比增长 31.52%。

□ 把握数据要素化, 构建高一体化、高联动性软件服务平台

面对数据要素化的政策背景与保险 IT 需求多元化、竞争日益激烈的状况, 中科软携手龙头互联网厂商出台云服务解决方案, 以数据治理应对“保险产品重塑”、“运营模式重塑”、“商业模式重塑”的三重挑战, 进一步推动保险 IT 技术的成熟与完善, 使其朝着构建高一体化、高联动性的软件服务平台迈进。

□ AI 大模型赋能各业务齐头并进

公司推出云服务解决方案, 联合华为打造保险云里程碑以迎合保险科技多元化需求, 以数据治理助力“保险产品重塑”、“运营模式重塑”、“商业模式重塑”, 通过“保险+”的战略及 AI 大模型持续赋能公司各业务实现数据贯通, 为公司提供更大的发展前景。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 75.53/86.75/99.94 亿元, 同比增速 12.66%/14.85%/15.20%; 2023-2025 年归母净利润分别为 8.17/9.63/10.86 亿元, 同比增速 27.90%/17.97%/12.72%, 对应 2023 年 P/E 28.32 倍, 给予公司 2023 年行业平均 42 倍 PE, 首次覆盖予以“买入”评级。

□ 风险提示

保险 IT 投入不足, 效果不及预期; “保险+”战略及 AI 大模型应用不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: s1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 郑毅

zhengyi@stocke.com.cn

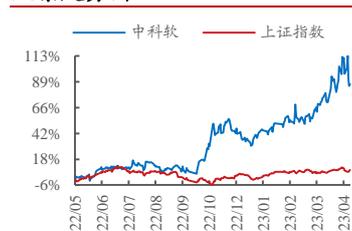
基本数据

收盘价 ¥ 38.96

总市值(百万元) 23,126.66

总股本(百万股) 593.60

股票走势图



相关报告

财务摘要

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 6704.71 | 7553.32 | 8674.79 | 9993.52 |
| (+/-) (%) | 6.74% | 12.66% | 14.85% | 15.20% |
| 归母净利润 | 638.59 | 816.75 | 963.48 | 1086.01 |
| (+/-) (%) | 10.58% | 27.90% | 17.97% | 12.72% |
| 每股收益(元) | 1.08 | 1.38 | 1.62 | 1.83 |
| P/E | 36.22 | 28.32 | 24.00 | 21.30 |

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 关键假设

- 1)数据要素产业化大时代正在开启
- 2)公司背靠国资委和中科院软件研究所维持优势地位
- 3)公司持续推进“保险+”战略及 AI 大模型的应用

● 我们与市场的观点的差异

【市场担忧—保险 IT 行业成长性不及预期】

受疫情影响以及中国保险业的成熟态势，中国保险原保费的规模增速在逐年下降，市场担忧企业缺乏足够的资金进一步投入保险科技的研发，以致保险 IT 行业的成长性不足，缺乏源动力。

我们认为继续大力投资 IT 技术的发展才是打破现有僵局的有效办法：利用大数据、人工智能、云计算、区块链等技术革新保险业务的各个环节，并结合当下数据的流通与交易，保险行业才能破除原有的行业的缺陷，提升产品定位的准确性、营销环节的独特性、核保反诈的高效性和理赔支付的及时性，从而达到降本增效的结果。因此，我们认为保险 IT 的发展之路是保险行业从高数量阶段走向高质量阶段的必经之路。

数据要素有望助力保险 IT 的投入研发：数据要素持续放开之后，保险公司可以获得更多的有效数据，并结合自身累计大量数据，通过技术的赋能从而研发出更多新的、定制化产品。我们认为，数据要素未来的高流通性、高交易性会加速保险 IT 的投入，进而挖掘数据要素的最大价值。

【市场担忧—AI 大模型助力软件开发的能力有限】

市场担忧各类 AI 技术对软件开发改革的加持有限，存在信息错误、合规等风险。

我们认为 AI 助力成熟企业软件开发能力的进步：虽然目前的 AI 技术已经足够拟人化，可根据用户的输入，以人类的思考方式，生成诸多内容，但客观来说，AI 仍然缺乏批判性思维、战略决策和创造力等基本技能，且其输出的内容很大程度上取决于提问方式。尽管 AI 仍存在些许不足，我们认为成熟保险公司在发展保险科技的领域存在优势，即大量累积的保险数据，这极大地助力了 AI 的训练，为其准确性提供保障。

中科软高研发投入打造 AI 大模型：作为成熟的软件开发商，公司已对 AI 进行布局。公司抓住 AI 大模型对于软件开发带来的变革机遇，重点推进各行业应用领域垂直 MaaS 平台的研发，利用最新 AI 模型，以行业应用软件领域知识进行专门训练，同时迁移通用 AI 大平台能力，打造垂直领域 AIGC 平台。AI 大模型的布局有望降低营销、审核等环节发生的人工成本，实现高效赋能。

● 股价上涨的催化因素

数据二十条开启数据要素产业化大时代；
保险公司对保险 IT 的投入持续增大，数据要素对保险公司的业务刺激持续增强；

● 风险提示

保险 IT 投入不足，效果不及预期；“保险+”战略及 AI 大模型应用不及预期。

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 1 依托中国科学院，中科软立足保险 IT 并逐步扩大业务 | 5 |
| 1.1 保险 IT 龙头，业务涵盖多个领域..... | 5 |
| 1.2 始于保险，逐步扩张至政务、科教文、医疗卫生等领域..... | 6 |
| 1.3 营收高速增长，研发投入不断提升..... | 6 |
| 2 保险科技解决行业痛点，中科软助力行业降本增效 | 8 |
| 2.1 保险市场规模增速下降，需向高质量发展迈进..... | 8 |
| 2.2 保险科技赋能各环节，有望解决行业痛点..... | 9 |
| 2.3 中科软深耕保险业务多年，稳坐市场第一把交椅..... | 12 |
| 3 中科软“保险+”战略打造行业协同效应，助力公司跻身新赛道 | 14 |
| 3.1 “保险+”战略拓宽业务边界，打造未来增长曲线..... | 14 |
| 3.2 数据要素赋能公司传统业务发展..... | 16 |
| 4 云服务+AI 助力中科软业务更上一层楼 | 17 |
| 4.1 公司携手龙头互联网厂商，打造保险云服务平台..... | 17 |
| 4.2 探索人工智能的应用，“保险+AI”有望优先落地..... | 19 |
| 5 盈收预测与估值 | 20 |
| 5.1 盈利预测..... | 20 |
| 5.2 投资建议与估值..... | 21 |
| 6 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 中科软历史沿革..... | 5 |
| 图 2: 中科软股权图(截至 2023 年 4 月 24 日) | 5 |
| 图 3: 公司营业收入结构(按行业分-金融(保险)、金融(非保险)、教科文、医疗卫生、政务, 通讯媒体及其他) | 6 |
| 图 4: 公司近 16 年归母净利润及年复合增长率情况 | 7 |
| 图 5: 中科软软件开发与服务业务毛利率 | 7 |
| 图 6: 公司近六年销售、管理、研发费用率 | 8 |
| 图 7: 中国保险原保费收入及增速(亿元, %) | 9 |
| 图 8: 传统核心系统局限性及当前市场需求 | 10 |
| 图 9: 保险科技在各个环节的主要应用 | 10 |
| 图 10: 中国保险 IT 投入规模、增速及占比(亿元, %) | 11 |
| 图 11: 中国保险 IT 各业务占比(%) | 12 |
| 图 12: 中国保险 IT 解决方案汇总 | 12 |
| 图 13: 保险 IT 领域主要产品线 | 13 |
| 图 14: 2021 年中国保险业 IT 解决方案市场前五名厂商收入、排名及市场占有率 | 14 |
| 图 15: 保险+带来的增量客户和服务空间 | 16 |
| 表 1: “保险+战略”重点关注领域 | 15 |
| 表 2: 公司营收预测拆分(单位: 亿元, %) | 21 |
| 表 3: 公司估值对比(其余公司数据来自 wind 一致预期) | 22 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 23 |

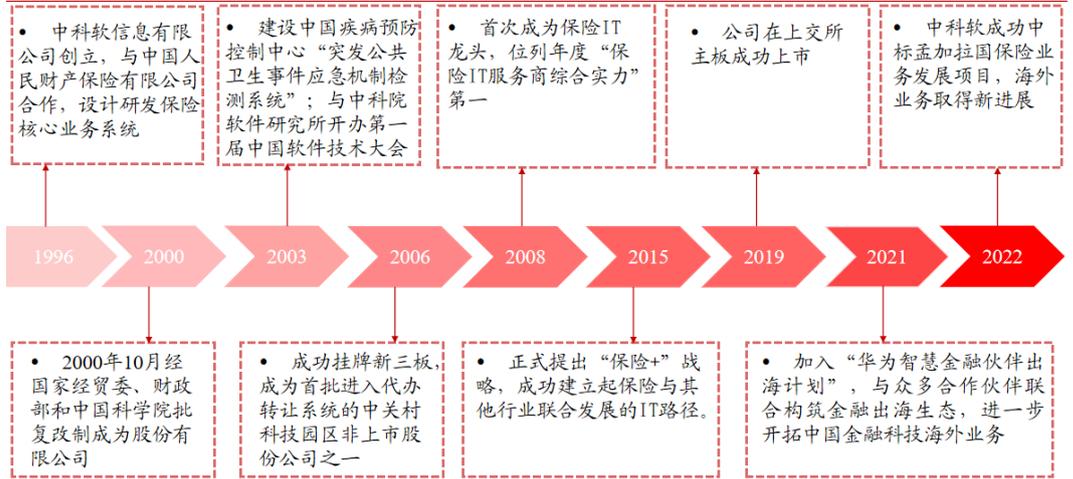
1 依托中国科学院，中科软立足保险 IT 并逐步扩大业务

1.1 保险 IT 龙头，业务涵盖多个领域

■ **公司背景：** 中科软创立于 1996 年 5 月，2000 年 10 月经国家经贸委、财政部和中国科学院批复改制成为股份有限公司，是从事计算机软件研发、应用、服务的大型专业化高新技术企业。其业务涵盖应用软件、支撑软件、系统集成等应用层次、覆盖保险、政务、科教文卫等领域，可为客户提供大型行业应用解决方案。

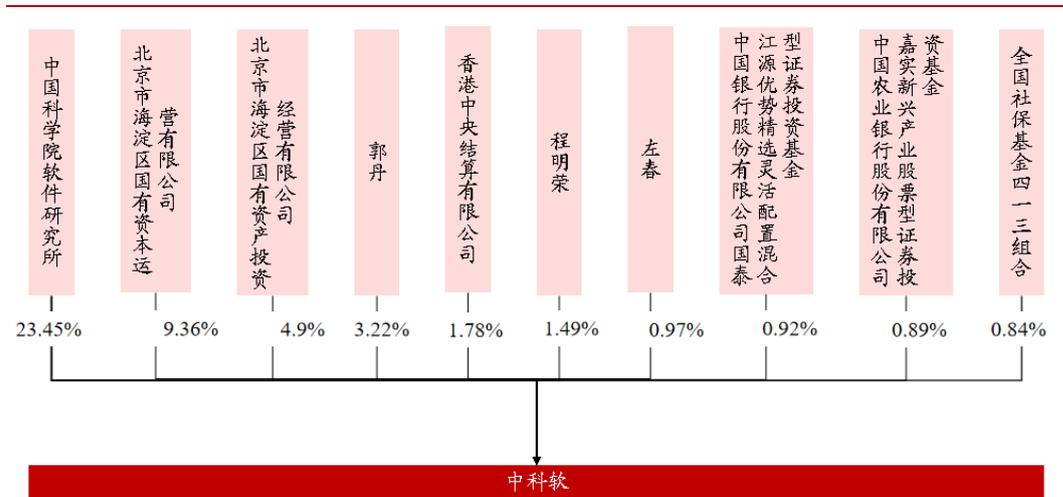
公司作为国内保险行业 IT 解决方案市场份额第一，依托“保险+战略”从传统业务管理向外延伸，客户覆盖度高，已经为中国境内 95% 的保险公司提供产品、解决方案及服务。2021 年，公司在保险 IT 领域实现收入超 500 万元的客户共 141 家。作为最早开发保险 IT 并拥有完善产品矩阵的企业，有望在数据要素+AI 赋能的行业浪潮中继续独占鳌头。

图1： 中科软历史沿革



资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

图2： 中科软股权图(截至 2023 年 4 月 24 日)



资料来源：ifind，浙商证券研究所

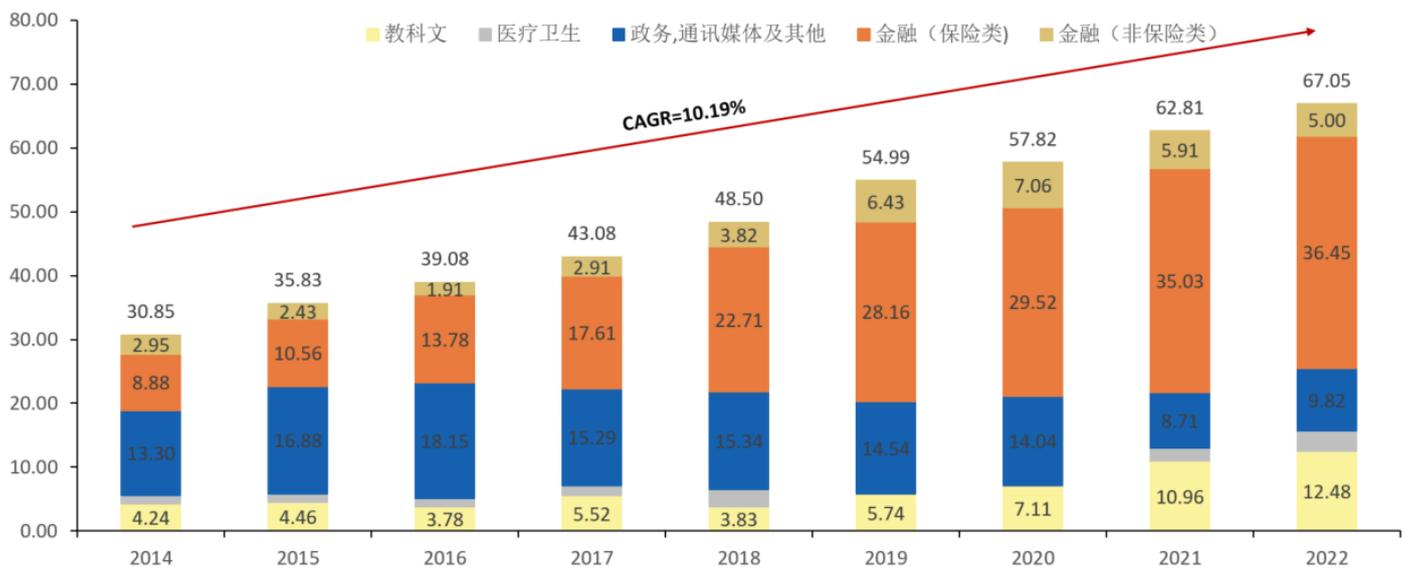
1.2 始于保险，逐步扩张至政务、科教文、医疗卫生等领域

- 公司不断巩固保险 IT 市场龙头地位，深入推进“保险+”战略。中科软以行业应用软件开发为核心，并将业务布局至保险、非保险金融、医疗、政务等领域，其应用层次涵盖软件开发、软件产品、系统集成及其服务。经过多年的发展，公司可为大型企业、政府、事业单位等客户提供软件产品销售、软件开发及服务、系统集成及其服务，在政务信息化行业应用领域已有众多成熟方案。

公司营收以保险 IT 为主体，逐步扩大业务领域。保险 IT 作为中科软的重点业务，其收入近年来持续增长，2022 年实现收入 36.45 亿元。金融 IT 业务主要内容覆盖银行 IT、证券 IT、汽车金融 IT 及消费金融 IT，收入规模以及其在总营收中占比近年来由于疫情影响波动较大，2022 年实现收入 5 亿元。

除保险 IT 外，公司重点布局为政务、科教文、医疗卫生等领域，为其提供软件开发及信息化支持，近年来收入总体保持稳定。

图3： 公司营业收入结构（按行业分-金融（保险）、金融（非保险）、科教文、医疗卫生、政务，通讯媒体及其他）

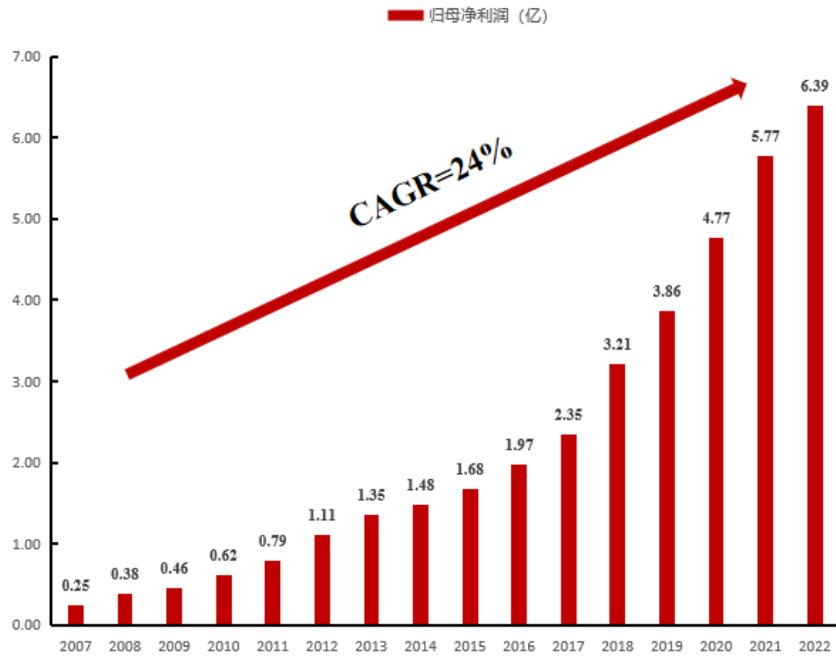


资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 营收高速增长，研发投入不断提升

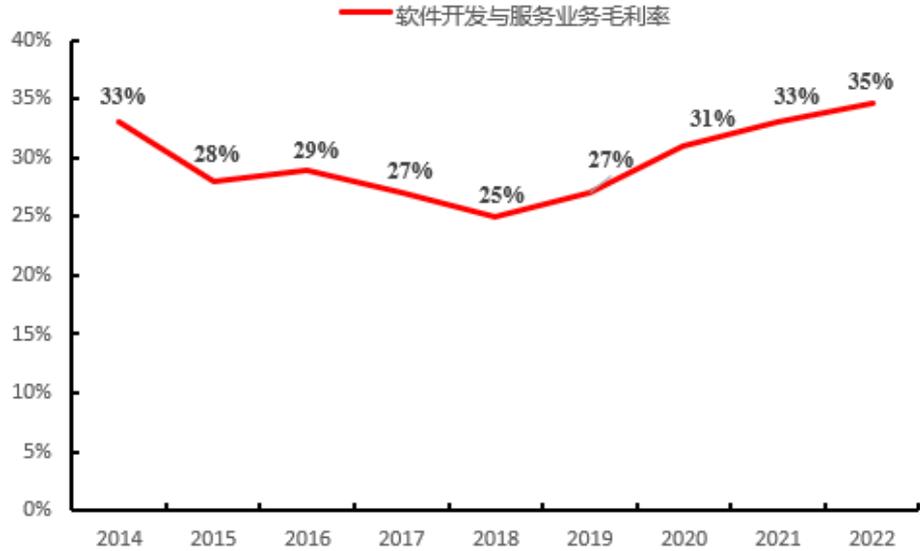
- 长期增长能力强，利润结构持续优化：2022 年，公司实现归母净利润 6.39 亿元，增速为 10.58%，在疫情极端环境中展现出了极强的增长能力；2007 年至 2022 年间，公司归母净利润年复合增长率高达 24%；公司重视长期增长能力，把业务重心放在高毛利的软件开发与服务业务上，2022 年中科软软件开发与服务业务毛利率达 35%，盈利能力强。

图4: 公司近 16 年归母净利润及年复合增长率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

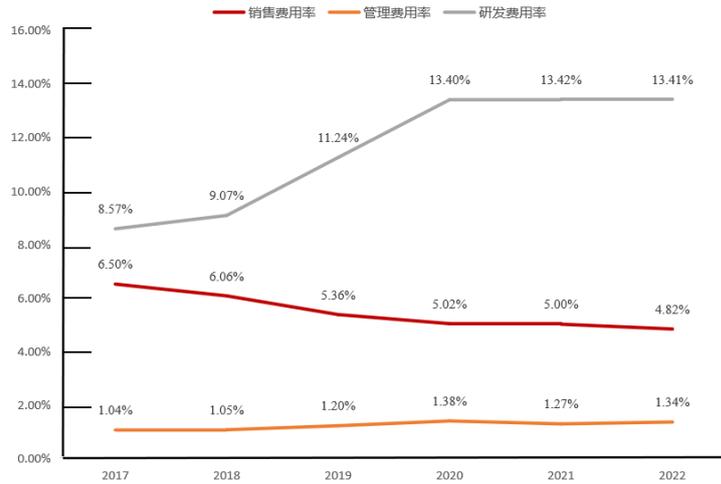
图5: 中科软软件开发与服务业务毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

- **持续加大市场开拓与研发投入, 研发费用率保持稳定:** 近年来, 随着“保险+”战略与海外业务的扩张, 公司研发费用率继 3 年的高增长后保持平稳, **2022 年研发费用率为 13.41%**, 研发投入涵盖保险、政务、医疗卫生等行业应用产品线; 跨领域复用产品线; 通用技术平台等。2022 年公司新增软件著作权 112 项, 公司技术实力进一步提升。同时, 公司通过加强各项管理, 近年来销售费用率及管理费用率等各项经营指标不断向好, 稳中有降。

图 6: 公司近六年销售、管理、研发费用率



资料来源: ifind, 浙商证券研究所

2 保险科技解决行业痛点，中科软助力行业降本增效

保险业务中产品研发、营销、核保、理赔等环节长期以来存在诸多痛点、难点，产品不适合、营销不对路、核保不高效、理赔不及时等问题始终是保险业及消费者关注的问题。

近年来迅猛发展的保险科技正在不断实现与保险各个环节的深度融合，有效缓解了理赔工作中的各类痛点。

随之产生的保险 IT 解决方案等软件产品及服务有效地整合了各环节的中包括云计算、大数据、AI、区块链等保险科技的应用，极大地提高了保险业务从产品研发到后续理赔这一流程的效率及准确度。

中科软深耕保险信息化市场多年，常年位居行业龙头低位。公司客户覆盖率高、粘性大，产品矩阵日渐完善。通过完善的产品体系和持续精进的技术为客户提供一流的解决方案。

2.1 保险市场规模增速下降，需向高质量发展迈进

- **万亿保险市场规模，增速下降，人口红利逐渐减弱：**过去几十年，随着中国经济高速增长，国民收入不断提高，居民保险消费稳步增长，中国的人口红利为保险业提供了广阔的发展空间，保险企业大多通过粗放式的发展模式快速抢占市场实现规模扩张。据中国保监会统计数据，中国保险业保费收入由 2015 年 24,283 亿元提高至 2022 年 46,957 亿元，年复合增长率达 9.88%，年增长率呈现逐年下降的趋势。

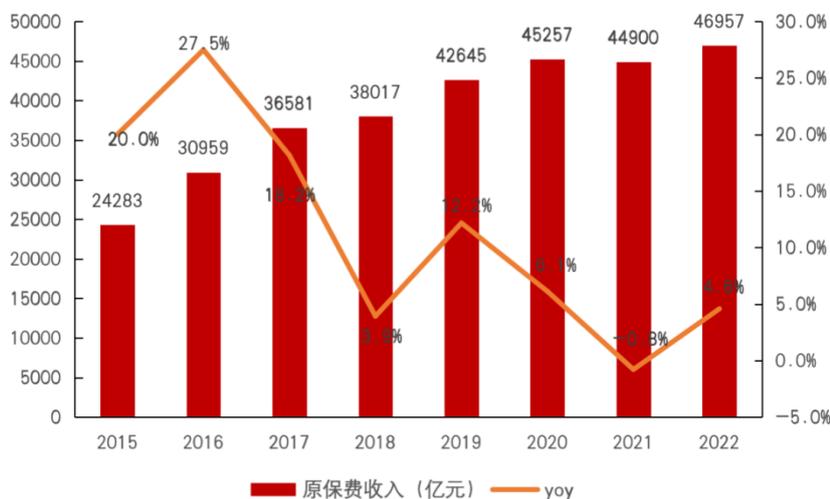
我们认为，尽管在整体上保险行业的发展是稳定增长的，但增长率的逐年下滑显示了依靠人口红利的跑马圈地发展模式已逐渐出现疲软的态势，20%以上的高增速的现象或难以达到，中国保险行业需考虑从高速增长向高质量发展迈进，而在这一转型进程中，如何解决行业内长期存在的痛点是亟待解决的核心问题。具体来看：

- **2017-2018 年**，银保监会出台了一系列政策引导保险行业回归保障本源，对中短存续期产品加强了管控力度，而行业也由此经历了短暂的转型阵痛，2018 年保费增速下滑至 3.9%。
- **2019 年**，保险公司通过科技创新手段提高保险供给体系的质量和效率，增强保险

行业的创新能力和服务能力。在业务转型逐渐完成，风险充分释放，行业又重新回归稳健增长趋势，2019年中国保险行业保费收入达42,645亿元，增速重回“两位数”。

- **2020年-至今**，受到疫情的影响，保险市场增速维持低位，难以突破两位数，甚至在2021年出现负增长的情形。伴随疫情所带来的不确定性因素逐渐消除，保费收入有望逐步回暖。

图7：中国保险原保费收入及增速（亿元，%）



资料来源：艾瑞咨询、中国银行保险监督管理委员会、浙商证券研究所

2.2 保险科技赋能各环节，有望解决行业痛点

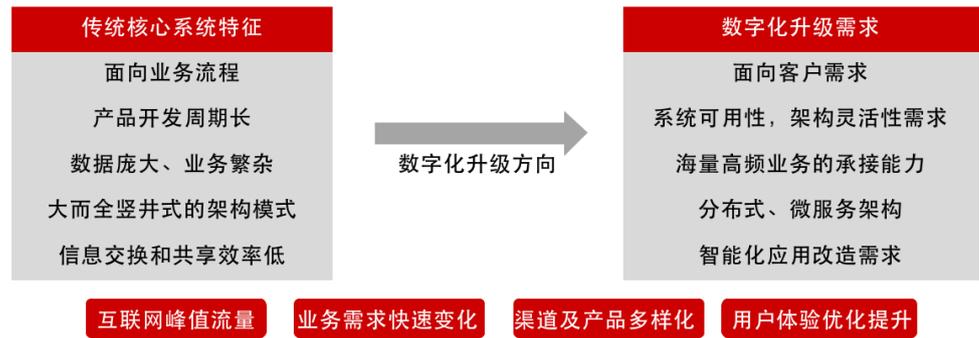
- **保险科技赋能应运而生，赋能业务各个环节**：保险业务主要包括产品研发、营销、核保承保和理赔四个环节。

传统的保险业务开展主要依托于保险销售人员，但由于数据不完善、信息不对称等问题阻碍，保险业务很难高效开展。

- 用户端存在**理赔体验差、销售误导现象、核保流程繁琐、条款晦涩难懂**等痛点。
- 企业端则存在**盈利能力弱、产品同质化、保险欺诈率高、远离用户需求、系统能力有限**等痛点和弊端。
- 双侧的问题严重影响了整个**保险业务流程的效率**。

在数据要素市场大爆发的背景下，云计算、大数据、物联网、人工智能、区块链、基因检测等技术的蓬勃发展有助于保险行业更深入的了解用户需求、识别业务风险，从而在产品定制、精准营销、理赔等方面**重塑保险价值链**。

图 8: 传统核心系统局限性及当前市场需求



资料来源: 艾瑞咨询、浙商证券研究所

云计算、大数据、人工智能、区块链等关键技术的日益成熟为保险行业各环节价值链的重塑再造带来机遇:

实际应用方面, 保险科技在产品研发环节主要是在大数据分析的基础上辅助精算师进行风险定价以及定制化产品开发;

- 在营销环节, 以 AI 技术为核心的智能化服务平台有望**替代传统的保险代理人推销模式**, 同时借助大数据分析能力实现精准营销。同时, 以随身保典为例的 APP, 为保险代理人提供一个知识共享的在线社区, 成为保险代理人的“智库”, 用知识和科技为保险从业人员赋能, 为展业技能的提升与学习提供支持;
- 在核保和理赔环节, 保险科技的价值在于帮助企业提升风控能力, 通过区块链技术急性唯一性检验, 实现多平台整合化模式, 同时大数据匹配功能实现自动核保, 进行反欺诈识别, 识别成功后, **智能合约与自动赔付的操作极大地提升了后续理赔的效率。**

图 9: 保险科技在各个环节的主要应用

| | 产品研发环节 | 营销环节 | 核保承保环节 | 理赔环节 |
|------|---|-----------------------------|-------------------------|----------------------|
| 云计算 | 缩短业务上线周期、碎片化业务的设计和承接 | 快速对接分销渠道支持互联网流量接入 | / | / |
| 大数据 | 合理定价; 定制化产品开发; 产品快速迭代 | 精准营销、交叉销售、KYC 赋能代理人展业 | 自动核保、反欺诈 | 数据关联分析、欺诈风险识别 |
| 物联网 | UBI 精准定价、可穿戴设备建立被保险人实时数据库, 并制定个性化健康管理方案 | / | 智能传感、提前预防风险 | / |
| 人工智能 | 智能定价 | 智能客服、智能保顾、分销管理(培训/考核)、智慧营业厅 | 智能核保引擎、身份认证、智能双录 | 智能定损、移动理赔、声纹/人脸识别反欺诈 |
| 区块链 | 创新产品开发区块链保单、相互保险 | / | 唯一性检验简化核保流程 | 智能合约、自动赔付、反欺诈联盟标的溯源 |
| 基因检测 | 依据风险高低进行更精准的定价, 提供针对性的后续健康管理服务 | / | 进行个性化体验和预防治疗, 选择适合的保险产品 | / |

资料来源: 艾瑞咨询、浙商证券研究所

- **政策利好, 科技赋能转型是保险行业发展趋势:** 2020 年 5 月发布的《关于推进财产保险业务线上化发展的指导意见》中指出, 到 2022 年, 车险、农险、意外险、短期健康险、家财险等业务领域线上化率达到 80% 以上, 其他领域线上化水平显著提高。

2020 年 8 月, 《推动财产保险业高质量发展三年行动方案(2020-2022 年)》明确指出, 支持财产保险公司制定数字化转型战略, 鼓励财产保险公司利用大数据、云计

算、区块链、人工智能等科技手段，对传统保险操作流程进行更新再造，提高数字化、线上化、智能化建设水平。

2021年12月29日发布的《保险科技“十四五”发展规划》首次以行业共识的方式发布保险科技领域中长期专项规划，并制定具有可操作性的落实目标。

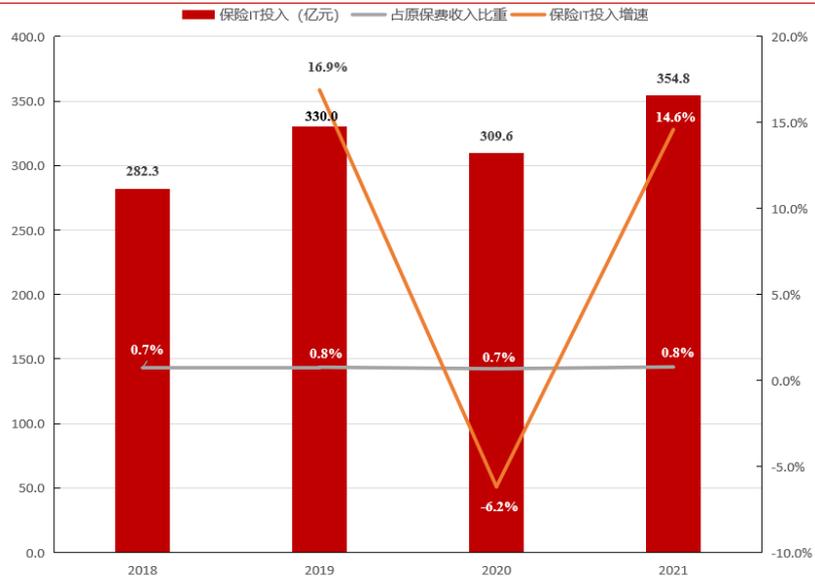
- 在科技投入方面，提出推动行业实现信息技术投入占比超过 1%、信息科技人员占比超过 5%的目标；
- 在服务能力方面，提出推动行业实现业务线上化率超过 90%、线上化产品比例超过 50%、线上化客户比例超过 60%、承保自动化率超过 70%、核保自动化率超过 80%、理赔自动化率超过 40%的目标；
- 在创新应用方面，提出推动行业专利申请数量累计超过 2 万个的目标。

本次规划的出台，进一步指导和明确了今后一个阶段保险科技发展方向，将有助于保险机构确定自身发展路径，推动数字化转型，创新业务模式，提高服务质效，切实提升服务国家战略、服务社会需求、服务民生保障的能力。

- **保险 IT 投入逐年递增，但占原保费收入比重较低，故存在较大投入空间：**2018 年至 2021 年，中国保险 IT 投入从 282.3 亿元增长至 354.8 亿元，实现年复合增长率 7.9%。2020 年受疫情的影响，保险 IT 投入下降，但 2021 年实现了 14.6% 的增速，未来保险 IT 的投入有望提升。同时，从保险 IT 投入占原保费收入的比重来看，4 年来处于 0.7% 至 0.8% 的低位，占比较低。

我们认为，随着保险科技对保险行业各环节的改善优势逐渐彰显，以及政策对保险科技发展的支持，中国保险 IT 投入存在较大的增长空间，随之带来的技术升级、产业数字化的前景指日可待。

图 10：中国保险 IT 投入规模、增速及占比（亿元，%）

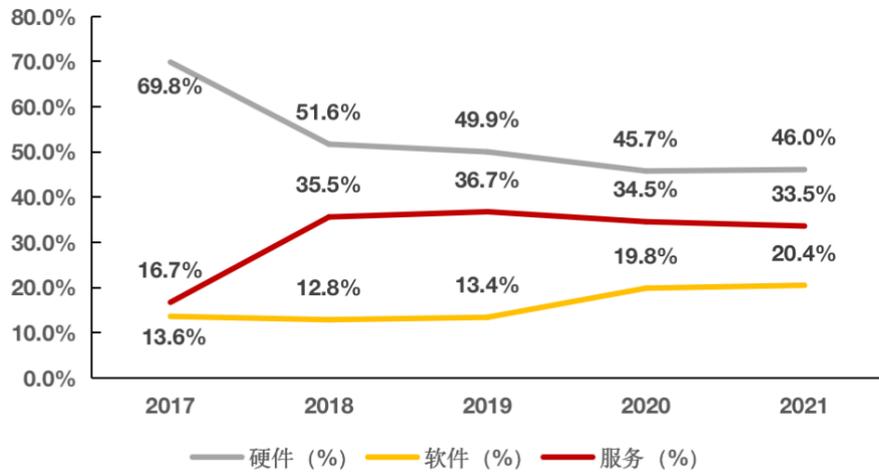


资料来源：IDC、华经产业研究院、浙商证券研究所

- **中国保险业 IT 支出规模中，软件与服务占比逐年升高，平台应用与服务开发增强：**据 IDC 统计，2017 年至 2021 年，中国保险业 IT 支出规模中，硬件的占比最大，但逐年降低，而软件与服务的投入占比在逐年升高，2021 年二者的总支出占比已经超过硬件的开发，达 53.9%。我们认为，以保险 IT 解决方案为重点的软件与服务平台

开发在逐渐成为保险 IT 发展的重点，这得益于“保险+”战略及生态的大力发展及构建。

图 11: 中国保险 IT 各业务占比 (%)



资料来源: IDC、浙商证券研究所

- **保险 IT 解决方案在企业内外实现“链接、全域数字化”，提升业务效能，优化产业链条：**原有保险企业信息化系统最大的问题在于没有建立企业与客户、企业与企业间以及企业内部各业务的链接，导致业务低效、成本高、增长动力不足等问题。

保险数字化升级旨在通过保险 IT 解决方案的提出，搭建保险 IT 一体化平台，提供包括**核心业务类解决方案、业务支持类解决方案、渠道与客服类解决方案、管理类解决方案**等信息软件产品，连通被保险人、保险公司、再保险公司及外部数据方等各方使用者，整合各方数据资源并使其在企业内外部获得高效流通，实现数字资源利用最大化，从而化解原有保险信息系统的一系列问题。

图 12: 中国保险 IT 解决方案汇总

| 中国保险业 IT 解决方案市场 | | | | |
|-----------------|-----------|------------|----------|--------|
| 核心业务类解决方案 | 业务支持类解决方案 | 渠道与客户类解决方案 | 管理类解决方案 | 其他解决方案 |
| 寿险核心系统 | 产品管理和精算系统 | 销售渠道类管理系统 | 企业资源管理系统 | |
| 财险核心系统 | 单证影像类关系系统 | 电子商务系统 | 财务管理系统 | |
| 车险核心 | 数据智能类系统 | 客户服务系统 | 风险合规类系统 | |
| 非车险核心 | | 银保系统 | | |
| 农险核心 | | | | |
| 再保险核心系统 | | | | |
| 意健险核心系统 | | | | |
| 资管业务整体解决方案 | | | | |

资料来源: IDC、浙商证券研究所

2.3 中科软深耕保险业务多年，稳坐市场第一把交椅

- **公司背景奠定了良好的企业形象与信用基础：**公司背靠国资委和中国科学院软件研究所，依托中国科学院强大的研发实力与技术背景，承接各类政府、企事业单位项目。经过多年发展，公司积累了中国人保、中国人寿、国家开发银行等大型金融机构；中

宣部、中纪委、网信办等政府部门；国家疾控中心、卫健委等医疗卫生机构等大量优质客户资源。

截至 2022 年底，公司国内保险公司客户覆盖率超过 98%，国内保险公司核心业务系统覆盖率高达 80%。

- 国内 88 家财产保险公司中有 87 家为公司客户，其中有 72 家财产保险公司采用公司自主研发的财险核心业务系统；
- 国内 92 家人寿保险公司（含筹备）中有 90 家为公司客户，其中有 75 家人寿保险公司采用公司自主研发的寿险核心业务系统。

■ **产品矩阵日益完善持续服务各类客户：**中科软自成立之初即深耕保险 IT 领域，是最早开发保险 IT 的数商之一，具备多项自主研发的保险 IT 解决方案。

在保险信息化领域，公司拥有多项核心产品，以自主研发“财险领域参考系统平台”、“寿险领域参考系统平台”等行业参考模型为核心，已打造了集“核心业务管理”、“销售渠道与客户服务”、“财务管理和风险管理”、“审计及监管报送”、“数据管理与应用支持”五大产品线为主体的保险 IT 解决方案产品矩阵，能够支持保险公司全险种、全流程、全组织、全核算的业务处理和管理，满足保险公司在业务管理、营销管理、客户管理、合规管理、财务管理、风险管理等各方面的信息化需求。

同时，公司还为**监管机构、再保险公司、保险经纪、保险代理、互保协会等**保险领域各类主体提供各类软件产品及服务。

图 13：保险 IT 领域主要产品线



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

■ **公司市占率稳居行业龙头：**根据 IDC 的报告，公司连续十多年稳居保险 IT 解决方案市场份额第一。具体来看，根据赛迪顾问报告统计，2021 年中科软在保险行业 IT 解决方案的收入端市场份额 47.23 亿元，市场占有率为 40.11%，以极大的优势占据榜首，稳居该行业龙头地位。受益于主营业务的进一步发展，公司行业地位及市场影响力进一步提升，公司在 2022 年 IDC 全球金融行业科技公司百强榜单中排名第 32 位，较去年同期提升 10 位。

图 14: 2021 年中国保险业 IT 解决方案市场前五名厂商收入、排名及市场占有率

| 排名 | 厂商名称 | 收入（百万元） | 市场占有率 |
|----|--------------------|---------|--------|
| 1 | 中科软科技股份有限公司 | 4723 | 40.11% |
| 2 | 软通动力信息技术（集团）股份有限公司 | 803.3 | 6.82% |
| 3 | 上海新致软件股份有限公司 | 403.5 | 3.43% |
| 4 | 易保网络技术（上海）有限公司 | 310 | 2.63% |
| 5 | 中软国际有限公司 | 255 | 2.17% |

资料来源：赛迪顾问、浙商证券研究所

- **保险 IT 领域的大额收入的客户数持续提升：**2021 年，中科软在保险 IT 领域实现收入超 500 万的客户共 141 家；2022 年，中科软保险 IT 领域实现收入超 500 万的客户共 149 家，公司在该领域的主要客户粘性进一步增强。

3 中科软“保险+”战略打造行业协同效应，助力公司跻身新赛道

保险行业具有行业融合性，能够嵌入到各行业的应用场景中，从而创造丰富多元的产品和服务。中科软凭借保险领域开发经验和工程能力，深化“保险+”的战略布局，将业务拓展至大健康、大交通、大消费等领域，打开增量客户群体和服务需求空间，公司业务的发展具有较大的前景。

3.1 “保险+”战略拓宽业务边界，打造未来增长曲线

- **广泛的行业布局助力“保险+”战略开展：**随着保险行业需求的外延，保险信息化的需求也逐渐从传统的内部管理向外部的业务协同演进，因此公司有望紧抓核心保险客户，向外将信息化服务延伸至保险公司和各行业场景之间的系统对接和业务建设，从而帮助保险客户实现更高的价值，也将为公司开启新一轮的成长。

公司“保险+”战略未来将重点发掘保险信息化与其他行业领域信息化之间的业务协同：

- **在非保险金融信息化领域，**公司业务涵盖银行、证券、资管等各类金融机构。其中，**在银行领域，**公司为各类银行机构提供同办公管理、行政及事务管理、业务管理与运营分析、风险及合规性管理、渠道服务及保障管理、平台支撑与基础工具、数据治理和数据分析、年金受托管理等数个领域的银行应用软件产品和解决方案；**在证券领域，**公司解决方案涉及证券公司经纪业务、固定收益、PB 业务、数据仓库及商业智能、财务管理等多个领域；**在汽车金融及消费金融领域，**公司产品线涵盖客户产品营销、授信审批、风险控制、财务核算、贷后管理等各个业务环节，公司已与超过 15 家车企下属子公司建立业务合作，并逐渐由汽车金融产品线向 ERP、数据分析等产品线方向拓展。
- **在医疗卫生信息化领域，**公司服务于公共卫生、医疗服务、区域卫生、基层卫生、中医信息化、应急救援等六大主要产品线，致力于为各级卫生管理单位、疾控中心、医疗机构、基层卫生服务机构、药品监管单位等相关部门提供全面的信息化支撑服务。

- **在政务领域**，公司专注为客户提供专业化的软件开发、技术服务以及系统集成建设，为众多政府机构、公用事业客户提供专业技术服务。先后参与了“金财”、“金宏”等多个国家重点政务工程的建设，成功实施了外交签证、环境保护、交通管理、财政决策、智慧城市等政务信息化项目。
 - **在教科文领域**，公司为各级学校、科研单位、教育主管部门、文化演出单位提供涉及智慧校园、资学助学、科研信息化、数据中心、票务营销、办公管理等方向的系统建设及服务。
- **中科软“保险+”战略仍在进行时**：公司将利用技术手段建立保险公司与上下游关联企业之间的数据互通、业务互联，延展保险价值链，实现保险与各行各业在风险管理和客户服务方面相融合。

公司继续践行“保险+”战略，不断探索新的业务模式和发展方向。公司重点关注“保险+大健康”、“保险+大交通”、“保险+大消费”、“保险+大安全”四大领域的应用场景融合，加强保险与卫生管理部门、社保、交通管理部门、出行服务商、汽车厂商、餐饮、旅游、能源、气象多个相关部门、机构等客户的对接。

以医疗服务为例，公司协助省市级医疗保障机构推进医保信息平台的建设工作，依托“保险+医疗”场景，公司能够为商业保险公司利用医疗数据进行系列业务，从而持续为保险公司挖掘商业价值。公司已有为上海保险交易所、北京金融资产交易所等交易所客户提供服务的经验，未来将努力抓住机会拓展数据交易所客户。

2022年，公司因实施“保险+”战略带来的直接业务收入 8,344.05 万元，同比增长 31.52%。我们认为，公司利用行业深耕的经验背景，有望在保险、医疗以及政务方面实现数据贯通，从而为公司提供更大的发展前景。

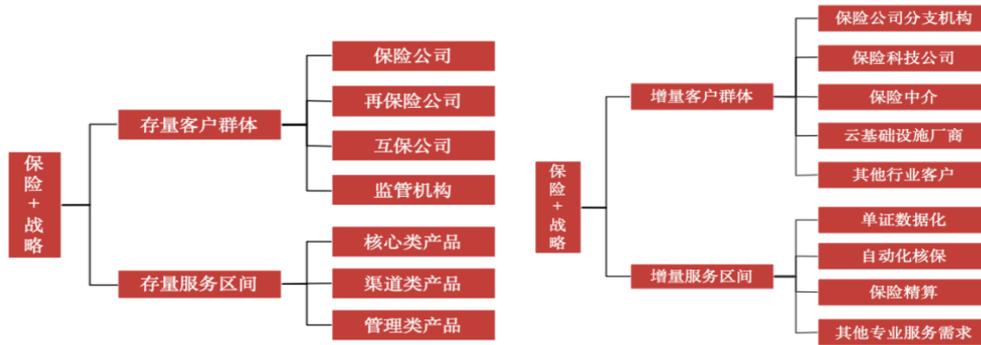
表1: “保险+战略”重点关注领域

| | 应用场景 | 对接客户 |
|----------|---------------------------------|----------------------------------|
| “保险+大健康” | 公共卫生、健康管理、医疗、养老等 | 卫生管理部门、健康产品/服务商、医院、社保、养老机构等客户 |
| “保险+大交通” | 出行、公共交通、城市管理、汽车销售、自动驾驶、汽车后服务市场等 | 交通管理部门、出行服务商、运输、汽车厂商、车载应用产品/服务商等 |
| “保险+大消费” | 餐饮、教育、电商、旅游灯光新兴零售业态 | 相关领域客户 |
| “保险+大安全” | 居民财产安全、农业/工商生产安全、公司商业安全、网络安全等 | 燃气、能源、电力、气象、安全产品/服务商等客户 |

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

未来，公司依靠保险 IT 的投入，实现保险产品的拓销，带动保险领域及跨行业收入的增长。与此同时，自动核保系统、保险精算等技术方面的增量服务空间可以有效降低人工成本、渠道成本等投入。公司将在不断巩固保险 IT 竞争优势，实现存量业务稳定增长的基础上，通过“保险+”战略，扩大业务辐射范围，创造新的盈利点。

图 15: 保险+带来的增量客户和服务空间



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

3.2 数据要素赋能公司传统业务发展

- **数据二十条发布，数据要素产业化时代来临：**2022年4月9日，中共中央、国务院印发的《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次将数据作为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素。2022年12月1日，财政部办公厅发布《关于征求<企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）>意见的函》，明确将数据作为资产处置。数据要素市场已经由过去的巨量数据积累阶段，发展到数据被确认为资产、并被升格为生产要素的全新战略高度。

2022年12月19日，《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（“数据二十条”）对外发布，从数据产权、流通交易、收益分配、安全治理等方面构建数据基础制度，提出20条政策举措，更好构建完善我国数据基础制度体系。

我们认为，数据资源被确认为资产和数据市场体系的建立，本质上反映出政策对于数据产业的大力扶持态度，借此契机数据要素有望正式开启产业化大时代，深度赋能数字经济下的国民产出。

- **数据要素化深化保险 IT 技术：**虽然保险业一直是数据集中型行业，但传统保险企业很少将数据放在非常基础和重要的位置，而是将更多的精力放在了产品和营销等环节上。数据要素化的提出是将包含信息的数据作为一种关键的生产要素来进行生产并产生收益，使数据成为企业资产负债表中的一项能够产生利润的资产。

借此，企业需要在每一个生产环节考虑数据要素的对决策的影响，甚至要放在比其他要素更重要的位置来进行决策。

- 从成本消耗的角度来看，数据的集中能够更加准确地开发产品、精准营销、快速定损，并将一些环节进行智能化升级，有效控制成本。
- 从资产定价的角度来看，数据作为能够产生利润的虚拟资产，应该在合理定价以后被纳入资产负债表。数据要素化代表着保险与科技的结合已经从单纯的技术革新发展到了行业思维革新的新层次。

数据的非竞争性的特征决定了它可以同时被多个主体所使用，也决定了它可以在不同主体间进行流动而不损害其价值。因此，当数据成为各家公司都重视的一种资产时，

它在不同行业、不同主体、不同市场间的流动就不可避免，从而将保险市场与其他市场更加广泛和紧密地联系在了一起，保险行业的系统重要性也随之提升。通过保险 IT 系统的搭建，数据要素可以高效、快捷地在各生产者与使用者之间流通。

所以我们认为，随着数据要素政策落地，数据要素市场的高前景性有望进一步推动保险 IT 技术的成熟与完善。公司作为保险 IT 解决方案行业的龙头，有望实现保险与泛政府行业的数据打通，打造更广阔的价值空间，朝着构建高一体化、高联动性的软件服务平台迈进。

4 云服务+AI 助力中科软业务更上一层楼

面对保险科技需求多元化、竞争日益激烈的状况，公司携手龙头互联网厂商出台了新的**保险行业云服务解决方案**，以数据治理应对“保险产品重塑”、“运营模式重塑”、“商业模式重塑”的三重挑战。

面对人工智能技术的爆发式应用，在数据要素的背景下，公司抓住 AI 大模型带来的机会，打造垂直领域 AIGC 平台，形成新的业务机会。

4.1 公司携手龙头互联网厂商，打造保险云服务平台

- **适应监管要求，优化成本结构，进一步迎合中小客户需求：**截至 2020 年底，保险行业采用云计算的比率为 76.79%，中国保险行业协会此前发布的《保险科技“十四五”发展规划》（以下简称《规划》）中，云计算被列为强化保险科技价值赋能的重点之一。《规划》提出，推进企业采用云计算，从业务需求出发，充分发挥行业云、金融云在安全性、资源利用率、成本效益等方面的优势。

在实现上云后，相较于购买大型服务器和一般的物理硬件，公司的成本将会显著降低。同时降低了技术开发成本，帮助中小企业显著减少非必要的支出。

- **适应线上化背景下保险行业的创新需求，有效开拓高并发业务。**《规划》中提到，要充分利用新型 IT 架构的承载技术，建设敏捷高效可复用云计算平台底座，打造数字化基础能力。借助以容器、微服务等为主的云原生技术，提升资源效能、研发和交付效能，快速响应场景化业务需求，更好地支持瞬时高并发、多频次、大流量的互联网渠道业务发展，为保险服务提质增效。

随着保险业务线上化率的进一步提升，越来越多的业务出现了转化成高频次的需求。相比原有的原有的基于低频和代理人模式这种人工出单审核的架构，云服务能帮助公司在处理高频次业务时更加得心应手。另外，上云后大量数据来源于原始，采用分布式结构可以有效缓解原始数据的高并发特点，降低算力消耗，相比原先模式下需要整体模块的运转，在上云和分布式结构下只需要部分模块的运转。

- **涉足云计算和保险 AI，开启云服务 1.0 时代：**云计算正在以澎湃之势席卷各行各业，保险业借此也大力推行系统上云。其中，大型保险公司更倾向于购买私有云，而中小保险公司受制于成本和技术的局限，希望以购买公共云服务的形式开展业务。

中科软与云途腾以中小保险公司为目标客户群体，联合推出了**金融托管云**。通过金融云，中小保险公司可以在满足监管要求、控制成本的同时加快业务上线。该保险金融混合云解决方案已经开始在长城保险、内蒙古农信等保险客户进行试运用，而且中科软自身的业务应用开发测试平台也会迁移到金融托管云上。
- **2018 年 7 月，中科软和灵雀云达成战略合作。**目前，中科软已经基于灵雀云容器 PaaS 平台为某知名保险公司成功交付了核心业务系统。这次合作是中科软为企业提供私有云的一次成功尝试，为保险客户提供容器云平台 and 全方位的云服务。
- **同年，中科软战略投资企业级软件服务商环信，将与环信现有的即时通讯云、客户互动云和环信人工智能领域深度合作，围绕保险客户提供 AI 方案。**此后，环信正式发布了机器人 4.0，结合中科软多年的保险业务经验，针对产寿险的保险智能客服、智能 IVR、智能外呼、产品推荐、代理人支持等领域，致力于为保险业提供开箱即用的 AI 方案。
- **创新保险代销，联合华为打造保险云里程碑：**自 2019 年起，中科软和华为开启了一系列突破性的合作。
 - **2019 年：中科软联合华为推出云银保平台解决方案，**该平台可以无缝对接国内 80% 的保险公司端的系统，并以 SaaS 服务的方式提供银保通系统，大幅缩短产品上线周期。

此外，云银保平台突破了以往单个项目制或者私有化的模式，采用“按需付费”的方式，商业银行在保险代销业务前期的基本零投入，随着业务的开展及创收的不断增长，才需要给到平台一定的管理费。

云银保平台的推广有效提高了银行与保险公司合作的效率，同时大大降低了银行开展保险代销业务的后顾之忧。
 - **2020 年：中科软携手华为发布了中科软-华为云鲲鹏云服务保险行业解决方案，**在全系统实现国产化的基础上提升云计算算力和数据挖掘能力，更好地把握用户需求。

在应用层，该系统重点解决产品销售渠道和手段的改造，方案下的“云手机 SCRM”客户信息管理系统，通过与微信、微博等社交平台的打通，让消费者更容易接触到保险产品；

在数据层，通过华为 GaussDB 分布式数据系统、统一 AI 平台融合构建新数据核心；

在核心层，融合 X86、ARM、Atlas 不同算力基础，其中，华为 Atlas 900 处理速度位居全球第一。这样强大的系统能够更加高效的挖掘保险行业数据价值，以支持灵活多变的保险产品。

中科软-华为云鲲鹏云服务保险行业解决方案是国内保险 IT 云方案的里程碑。该方案实现了底层架构和 PaaS 体系全部国产化，在提升保险 IT 数据治理能力的同

时，有效保证保险公司面对政策风险时，能通过使用国产核心系统来规避由于技术禁令带来的损失，大大提高了险企对抗环境风险的能力。

目前，中科软通过一系列业务调整，积极部署保险云计算、托管云和人工智能等领域，连续多年夯实国内保险 IT 龙头的地位。

4.2 探索人工智能的应用，“保险+AI”有望优先落地

- **AI 模型为保险各环节创造价值：**目前，国外的保险公司、数字医疗公司甚至是等都在尝试将 ChatGPT 应用在不同环节，ChatGPT 可在客户服务、理赔、风控等环节为保险行业创造价值。

微软的语音识别子公司 Nuance Communications 前不久发布了 **Dragon Ambient eXperience (DAX) Express**，这是一款由人工智能支持的医疗保健人员临床笔记应用程，旨在通过在患者就诊后几秒钟内，自动生成临床记录草稿，帮助减轻临床医生的行政负担。具体的例子包括微软、苏黎世保险公司以及瑞士保险公司 Helvetia，它们致力于将 ChatGPT 应用于转录医患对话并形成临床记录、探索在理赔和数据挖掘方面的应用以及推进客户服务。

法国数字健康初创公司 Nabla 于 3 月中旬推出了基于 GPT-3 的工具 Copilot，用作 Chrome 扩展，用于转录患者与临床医生的对话，并创建不同的端点，例如处方、后续预约和咨询摘要。目前，该工具的早期版本被美国和法国的 20 家数字和线下诊所使用。

苏黎世保险公司对 ChatGPT 的应用则更加接近于保险环节。目前，该公司正在测试如何在理赔和建模等领域使用 ChatGPT 人工智能技术，旨在应对初创企业和更大竞争对手带来的挑战。

瑞士保险公司 Helvetia 正在测试利用 ChatGPT 推进客户服务。该公司声称是世界上第一家推出基于 ChatGPT 技术的直接客户联系服务的上市保险公司。该保险公司目前正在通过其聊天机器人 Clara 进行现场实验，用户可以通过它获得有关保险、养老金和房屋所有权的答案。

- **公司抓住 AI 大模型带来的软件开发变革机遇：**公司对于软件开发带来的变革机遇，重点推进各行业应用领域垂直 MaaS (Model as a Service) 平台的研发，利用最新 AI 模型，以行业应用软件领域知识 (词根表、蓝图结构、样本程序等) 进行专门训练，同时迁移通用 AI 大平台能力，打造垂直领域 AIGC 平台 (MaaS 平台)。
 - 在开发端，公司利用 AI 为客户提供软件开发过程中自动生成程序、文档、代码检索等服务，进一步提升软件开发工程的效率、优化功能，加强对客户业务的支撑作用，从而使得客户更加重视保险 IT，加大投入，形成正向反馈。
 - 在应用端，公司力求形成更加智能化的应用系统群，从而进一步推进行业应用软件向智能化迈进，赋能客户场景应用。力争在未来，以公司垂直 MaaS

平台和行业应用软件参考模型（领域知识）为核心，打造智能化领域软件集成开发平台（AI-IDE）。

通过对 AI 智能语音客服进行垂直训练，不断强化 AI 智能客服的应用场景与服务水平，能够减少人力资本投入，进一步提升公司在行业应用软件开发领域的技术竞争力。

5 盈收预测与估值

5.1 盈利预测

■ **保险业务：**2022 年受疫情、宏观经济等综合因素的影响，保险业务增速放缓。2022 年该业务板块营收为 36.45 亿元，增速为 4.06%。但随着海外业务的开展以及疫情形势的好转，预计 2023 年保险业务增速将接近 15% 的增速水平，2024-2025 年业务增速将进一步提升。由此，我们预测 2023-2025 年公司保险业务增速分别为 15%、18%、18%，对应营收分别为 41.92 亿元、49.46 亿元和 58.37 亿元。

金融（非保险）：2020 年至 2022 年，作为公司的重要业务之一，金融（非保险）营业收入分别为 7.05 亿元、5.91 亿元和 5.00 亿元。预计 2023 年整个行业业务增速回暖，回到 2020 年 10% 的增速情况。由此，我们预测 2023-2025 年公司金融（非保险）业务将稳定增长，增长率分别为 11%、13%、15%，对应营收分别为 5.55 亿元、6.27 亿元和 7.21 亿元。

教科文：随着“保险+”战略的推进，教科文业务成为公司的第二大业务，公司教科文业务 2019-2022 增速分别为 49.7%、24.01%、54%、13.89%，随着新冠疫情的逐步好转、线下教学的广泛恢复，“保险+”所覆盖的教科文信息化业务增长将放缓，预计 2023 年至 2025 年维持 10% 的增长，业务收入为 13.73 亿元、15.10 亿元、16.61 亿元。

医疗卫生：2020-2022 年受疫情影响，医疗卫生领域对信息化建设业务的需求激增，公司在医疗卫生领域的业务收入增长显著。2022 年该业务板块的营收为 3.16 亿元，增速为 53.66%。随着疫情因素的减弱，预计 2023 年至 2025 年，医疗医保业务增速将分别为 12%、14%、16%，对应营收分别为 3.53 亿元、4.03 亿元和 4.67 亿元。

政务、通讯媒体及其他：2020-2022 年受到疫情影响及其他外部环境原因，针对政务、通讯媒体及其他业务在验收节奏上受到耽误较大，公司营收增速起伏波动显著。但 2023 年随着疫情影响因素的减小以及其他外部环境因素相对稳定，2023-2025 年业务增速将保持在 10%，对应营收为 10.8 亿元、11.89 亿元、13.07 亿元。

■ **毛利率：**2020-2022 年公司的毛利率分别为 28.02%、29.52%和 29.29%。公司业务近年虽受疫情影响，但是毛利率依旧呈上升态势。随着未来公司研发能力的不断增强和持续积累，研发产品将逐渐进入变现阶段，疫情不确定性减少，我们预估公司 2023-2025 年毛利率分别为 29.67%、30.05%、30.11%。

■ **费用率：**销售费用率方面，2020-2022 年分别为 5.02%、4.99%、4.82%，考虑到公司业务渠道已经较为成熟，预计 2023-2025 年的销售费用率分别为 4.94%、4.92%、4.90%；管理费用率方面，2020-2022 年的管理费用率分别为 1.38%、1.27%、1.34%，由于整体费率方面均保持相对稳定的增长路径，所以我们预测 2023-2025 年的管理费

用率分别为 1.33%、1.31%、1.33%；研发费用率方面，2020-2022 年的研发费用率分别为 13.40%、13.42%、13.41%，由于公司研发投入一直比较稳定，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 13.41%、13.41%、13.41%。

表2: 公司营收预测拆分(单位: 亿元, %)

| 业务领域 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总营业收入 | 67.05 | 75.53 | 86.75 | 99.94 |
| YOY | 6.74% | 12.66% | 14.85% | 15.20% |
| 金融(保险业务) | 36.45 | 41.92 | 49.46 | 58.37 |
| YOY | 4.06% | 15.00% | 18.00% | 18.00% |
| 营收占比 | 54.37% | 55.50% | 57.02% | 58.41% |
| 金融(非保险) | 5.00 | 5.55 | 6.27 | 7.21 |
| YOY | -15.44% | 11.00% | 13.00% | 15.00% |
| 营收占比 | 7.46% | 7.35% | 7.23% | 7.22% |
| 教科研 | 12.48 | 13.73 | 15.10 | 16.61 |
| YOY | 13.89% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营收占比 | 18.61% | 18.17% | 17.40% | 16.62% |
| 医疗卫生 | 3.16 | 3.53 | 4.03 | 4.67 |
| YOY | 53.66% | 12.00% | 14.00% | 16.00% |
| 营收占比 | 4.71% | 4.68% | 4.64% | 4.68% |
| 政务, 通讯媒体及其他 | 9.82 | 10.81 | 11.89 | 13.07 |
| YOY | 12.76% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营收占比 | 14.65% | 14.31% | 13.70% | 13.08% |

资料来源: 公司招股书、浙商证券研究所

5.2 投资建议与估值

- 估值方面，使用市盈率对公司进行估值。可比公司以行业相关性为标准，选取了恒生电子、长亮科技、金证股份、顶点软件、宇信科技，五家可比公司收入皆以软件产品开发为主，业务不仅围绕金融 IT 发展运行，亦皆是我国数据要素市场迈入成熟期阶段的最直接受众，恒生电子主要围绕 IT 布局，中间三者围绕金融科技布局，宇信科技聚焦于银行 IT 解决方案市场，结合可比公司的财务数据，最终得到 2023/2024/2025 年可比公司的平均 PE 为 42.04/31.49/26.39 倍。
- 考量政策与行业趋势共同推进的效果、公司长期耕耘保险领域形成的渠道优势，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 75.53/86.75/99.94 亿元，同比增速 12.66%/14.85%/15.20%；2023-2025 年归母净利润分别为 8.17/9.63/10.86 亿元，同比增速 27.90%/17.97%/12.72%。现价对应 PE 为 28.32、24.00、21.30 倍，给予公司 2023 年行业平均 42 倍 PE，首次覆盖予以“买入”评级。

表3: 公司估值对比 (其余公司数据来自 wind 一致预期)

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 (亿) | 营业收入 (亿) | | | 净利润 (亿) | | | PE (2023E) | PE (2024E) | PE (2025E) |
|-----------|------|--------|----------|-------|--------|---------|-------|-------|------------|------------|------------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | | | |
| 600570.SH | 恒生电子 | 938.60 | 80.29 | 97.68 | 117.15 | 18.36 | 22.84 | 27.39 | 51.13 | 41.09 | 34.27 |
| 300348.SZ | 长亮科技 | 85.51 | 24.08 | 30.15 | 34.49 | 1.82 | 2.79 | 3.39 | 47.06 | 30.66 | 25.24 |
| 600446.SH | 金证股份 | 177.91 | 84.27 | 99.92 | 107.69 | 4.26 | 5.45 | 5.94 | 41.77 | 32.63 | 29.95 |
| 603383.SH | 顶点软件 | 91.22 | 8.24 | 10.63 | 13.31 | 2.35 | 3.11 | 3.99 | 38.76 | 29.31 | 22.87 |
| 300674.SZ | 宇信科技 | 131.19 | 52.50 | 63.58 | 75.69 | 4.17 | 5.52 | 6.68 | 31.47 | 23.76 | 19.64 |
| | 均值 | | | | | | | | 42.04 | 31.49 | 26.39 |
| 603927.SH | 中科软 | 231.27 | 75.53 | 86.75 | 99.94 | 8.17 | 9.63 | 10.86 | 28.32 | 24.00 | 21.30 |

资料来源: Wind、截至 (2023/04/29)、浙商证券研究所

6 风险提示

- 保险 IT 投入不足, 效果不及预期:** 研发投入的流通和变现高度取决于下游应用领域对于软件服务的需求, 这对企业研发提出了很大的挑战。公司“相似复用”的研发理念在面对相似需求时拥有极大优势, 但同时也存在难以应对新型业务、需求的难题。
- “保险+” 战略及 AI 大模型应用不及预期:** 我国软件与信息技术服务业开放程度较高, 市场需求持续增长, 国内外同行业企业的竞争愈发激烈。随着互联网技术不断发展, 用户对软件与信息技术服务的需求不断增长, 新技术、新产品不断推陈出新, 存在潜在竞争者参与行业竞争的可能性, 如果公司“保险+”战略及 AI 大模型应用不及预期可能面临新进入竞争者的冲击。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 6493 | 7888 | 9225 | 10684 |
| 现金 | 3057 | 4425 | 5206 | 6272 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 1083 | 1219 | 1412 | 1591 |
| 其它应收款 | 111 | 145 | 159 | 180 |
| 预付账款 | 552 | 662 | 811 | 873 |
| 存货 | 537 | 582 | 690 | 784 |
| 其他 | 1153 | 854 | 947 | 984 |
| 非流动资产 | 336 | 292 | 312 | 301 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 142 | 140 | 139 | 133 |
| 无形资产 | 7 | 5 | 3 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 186 | 147 | 170 | 166 |
| 资产总计 | 6829 | 8180 | 9538 | 10985 |
| 流动负债 | 4052 | 4401 | 4798 | 5161 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1654 | 1794 | 2070 | 2393 |
| 预收账款 | 7 | 2 | 4 | 6 |
| 其他 | 2391 | 2605 | 2725 | 2763 |
| 非流动负债 | 18 | 30 | 27 | 25 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 18 | 30 | 27 | 25 |
| 负债合计 | 4070 | 4431 | 4825 | 5186 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 2759 | 3749 | 4713 | 5799 |
| 负债和股东权益 | 6829 | 8180 | 9538 | 10985 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 281 | 1141 | 729 | 985 |
| 净利润 | 639 | 817 | 963 | 1086 |
| 折旧摊销 | 29 | 14 | 14 | 15 |
| 财务费用 | (46) | (53) | (69) | (83) |
| 投资损失 | 0 | (1) | (1) | (2) |
| 营运资金变动 | (416) | 406 | (61) | 32 |
| 其它 | 75 | (41) | (116) | (63) |
| 投资活动现金流 | (33) | 9 | (23) | (2) |
| 资本支出 | 2 | (7) | (8) | (4) |
| 长期投资 | 5 | 18 | (14) | 3 |
| 其他 | (40) | (1) | (1) | (0) |
| 筹资活动现金流 | (526) | 218 | 75 | 83 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (526) | 218 | 75 | 83 |
| 现金净增加额 | (278) | 1368 | 781 | 1066 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 6705 | 7553 | 8675 | 9994 |
| 营业成本 | 4741 | 5312 | 6068 | 6984 |
| 营业税金及附加 | 34 | 40 | 46 | 52 |
| 营业费用 | 323 | 373 | 427 | 489 |
| 管理费用 | 90 | 100 | 114 | 132 |
| 研发费用 | 899 | 1013 | 1164 | 1340 |
| 财务费用 | (46) | (53) | (69) | (83) |
| 资产减值损失 | 73 | (11) | (2) | 31 |
| 公允价值变动损益 | (1) | 2 | (0) | 0 |
| 投资净收益 | (0) | 1 | 1 | 2 |
| 其他经营收益 | 47 | 43 | 44 | 45 |
| 营业利润 | 637 | 824 | 973 | 1094 |
| 营业外收支 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 642 | 830 | 979 | 1100 |
| 所得税 | 4 | 13 | 16 | 14 |
| 净利润 | 639 | 817 | 963 | 1086 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 639 | 817 | 963 | 1086 |
| EBITDA | 626 | 789 | 922 | 1030 |
| EPS (最新摊薄) | 1.08 | 1.38 | 1.62 | 1.83 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 6.74% | 12.66% | 14.85% | 15.20% |
| 营业利润 | -11.21% | 29.42% | 18.10% | 12.41% |
| 归属母公司净利润 | 10.58% | 27.90% | 17.97% | 12.72% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.29% | 29.67% | 30.05% | 30.11% |
| 净利率 | 9.52% | 10.81% | 11.11% | 10.87% |
| ROE | 23.76% | 25.10% | 22.77% | 20.66% |
| ROIC | 21.20% | 20.22% | 18.83% | 17.19% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 59.60% | 54.17% | 50.59% | 47.21% |
| 净负债比率 | 0.58% | 0.34% | 0.42% | 0.38% |
| 流动比率 | 1.60 | 1.79 | 1.92 | 2.07 |
| 速动比率 | 1.47 | 1.66 | 1.78 | 1.92 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.98 | 1.01 | 0.98 | 0.97 |
| 应收账款周转率 | 6.42 | 6.65 | 6.72 | 6.70 |
| 应付账款周转率 | 3.06 | 3.13 | 3.18 | 3.18 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.08 | 1.38 | 1.62 | 1.83 |
| 每股经营现金 | 0.47 | 1.92 | 1.23 | 1.66 |
| 每股净资产 | 4.65 | 6.32 | 7.94 | 9.77 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 36.22 | 28.32 | 24.00 | 21.30 |
| P/B | 8.38 | 6.17 | 4.91 | 3.99 |
| EV/EBITDA | 23.27 | 23.74 | 19.47 | 16.40 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>