

天阳科技 (300872.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

优化业务结构，聚焦更高质量的增长

公司介绍：

公司是银行 IT 领军企业，在信用卡、交易银行等多个细分领域保持市场份额领先。目前公司拥有大中小型银行客户 300 余家，其中来自大型银行收入占比逐年提升。公司 2023 年 3 月发行可转债募集资金 9.75 亿元，初始转股价格为 14.92 元/股，用于金融业云服务解决方案升级、数字金融应用研发及补充流动资金。

投资逻辑：

1、银行 IT 市场规模保持稳健增长，根据智研咨询预测，2021-2025 年市场规模 CAGR 为 14.6%。目前银行 IT 行业竞争格局仍较为分散，但由于银行供应商管理、信创适配等因素，已呈现集中化趋势。公司市场份额持续提升，根据赛迪顾问统计，已由 2018 年的 2.3%、行业第六，提升至 2021 年的 3.3%，位列行业第四。

2、公司在多个重点赛道保持较高市场份额。根据赛迪顾问数据，2021 年公司在信用卡、交易银行解决方案细分市场位列第一，在信贷管理、风险管理等解决方案连续三年位列前三。其中，在信用卡领域，公司 2019-2022 年营收 CAGR 为 32%，已合作多家信创厂商实现方案落地；交易银行产品已服务超 60 家相关银行，对接 400 余家产业链客户；信贷管理领域 2022 年新签合同近 2 亿元，为公司未来 3-5 年业务可持续发展奠定基础。

3、公司聚焦大型客户，为营收可持续增长提供有力保障。我们统计了国有六大行以及部分股份制银行 IT 投入情况，发现 2019-2022 年其信息系统投入占营收比重均逐年提升。大型银行在信用卡、信贷管理等核心系统改造方面推动也更加积极。公司与邮储银行、光大银行、兴业银行等合作规模持续增长，来自大型银行（资产规模超万亿）的收入占比逐年提升，2022 年比重达 64.9%。与大型银行合作有助于提升公司自身技术能力，保障营收稳定增长。面向中小银行客户，公司于 2022 年提出云战略，有望以 SaaS 方式满足更多长尾客户 IT 需求。

盈利预测：

我们预测，2023-2025 年公司实现营业收入 22.9/26.7/31.1 亿元，同比增长 16.1%/16.3%/16.4%；归母净利润 1.2/1.5/1.8 亿元，同比增长 95.9%/24.7%/23.5%，对应 EPS 为 0.29/0.37/0.45 元。我们采用市盈率法对公司进行估值，选取 4 家可比公司，给予公司 2023 年 59 倍 PE 估值，目标价 17.36 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

银行业 IT 支出不及预期；行业竞争加剧风险；解禁风险；大股东质押风险。

计算机组

分析师：王倩雯 (执业 S1130522080001)

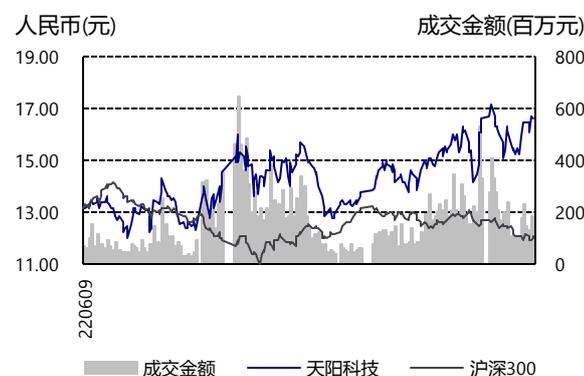
wangqianwen@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.64 元

目标价 (人民币)：17.36 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,776	1,975	2,294	2,669	3,107
营业收入增长率	35.03%	11.22%	16.12%	16.34%	16.41%
归母净利润(百万元)	99	61	119	148	183
归母净利润增长率	-26.01%	-38.64%	95.86%	24.67%	23.48%
摊薄每股收益(元)	0.441	0.150	0.294	0.367	0.453
每股经营性现金流净额	-1.03	-0.54	0.08	0.13	0.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.30%	2.67%	3.58%	4.35%	5.20%
P/E	75.72	86.09	56.40	45.24	36.64
P/B	3.26	2.30	2.02	1.97	1.90

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 业务及客户边界持续扩展，注重发展质量.....	3
1.1 持续的外延并购拓宽了公司的业务和客户边界.....	3
1.2 2023 年公司重视控费，聚焦利润及现金流.....	4
2. 多个细分领域优势显著，大客户战略助力稳健增长.....	5
2.1 银行 IT 市场规模增长稳健，竞争格局有望进一步优化.....	5
2.2 聚焦银行关键业务领域，细分市场份额有望持续扩大.....	7
2.3 锚定大客户保障营收增长，云战略助力触达长尾市场.....	10
3. 盈利预测与投资建议.....	11
4. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1：公司发展历经三个阶段.....	3
图表 2：技术开发及服务贡献主要营收（单位：百万元）.....	4
图表 3：公司近年毛利率呈下滑趋势.....	4
图表 4：2022 年公司各项费用率均同比下降.....	4
图表 5：2022 年公司扣非归母净利润有所承压.....	5
图表 6：公司发行可转债进行金融云和数字金融相关研发.....	5
图表 7：中国银行 IT 解决方案市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 14.6%.....	6
图表 8：银行 IT 解决方案行业竞争格局较为分散.....	6
图表 9：公司营收增速处于同业较高水平.....	7
图表 10：公司毛利率变动趋势与行业其他头部同业一致.....	7
图表 11：公司聚焦多个银行 IT 业务关键赛道.....	7
图表 12：公司分布式信用卡核心方案架构示意图.....	8
图表 13：公司交易银行系统架构示意图.....	9
图表 14：公司在多个细分领域拥有领先优势.....	9
图表 15：公司通过对外投资拓展业务布局.....	10
图表 16：2019-2022 年大型银行信息系统投入占营收比重逐年提升.....	10
图表 17：公司来自大型银行的营收占比呈上升趋势.....	11
图表 18：盈利预测核心假设.....	12
图表 19：可比公司估值比较（市盈率法）.....	12

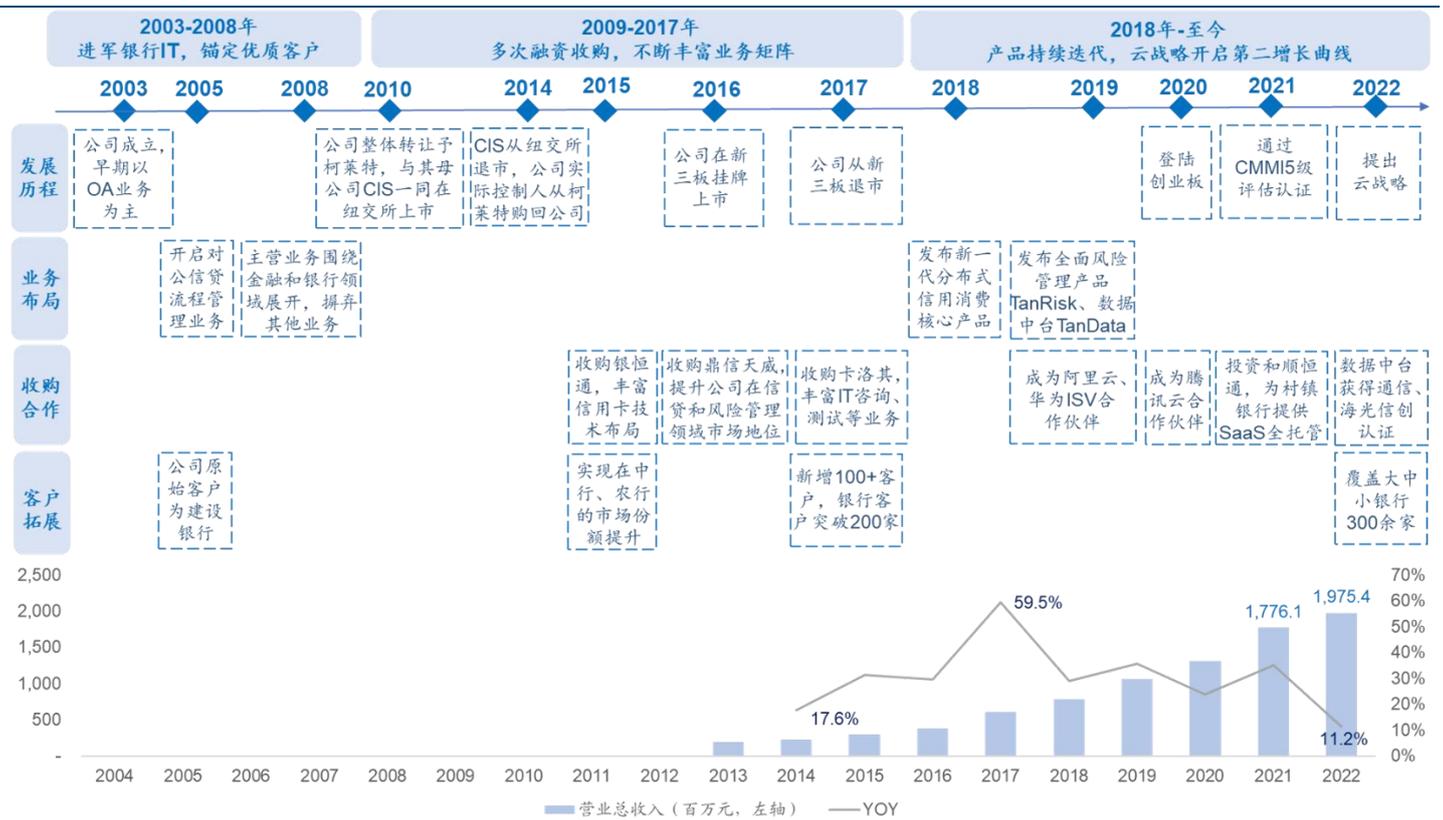
1. 业务及客户边界持续扩展，注重发展质量

公司深耕银行 IT 20 年，在信用卡、交易银行、信贷管理、测试、咨询服务等细分领域均处于市场领先地位。目前公司已覆盖 300 多家银行，其中资产规模超过万亿的大型银行贡献了近 65% 的营收，未来客户结构仍将持续优化。

1.1 持续的外延并购拓宽了公司的业务和客户边界

公司发展大致可分为 3 个阶段，每个阶段都伴随着产品、客户及资本的演进：

图表 1：公司发展历经三个阶段



来源：Wind，公司官网，公司招股说明书及年报，公司公众号，国金证券研究所

- 第一阶段（2003年~2008年）：**逐步聚焦银行IT赛道。公司于2003年成立，早年以OA业务为主。2005年公司与建行合作对公信贷流程管理业务，正式进入银行IT领域。2008年公司将业务聚焦于银行IT领域，同年成立测试事业部，为之后的技术服务业务奠定基础。
- 第二阶段（2010年~2017年）：**多次通过外延并购丰富业务矩阵。2009年公司并入柯莱特，并于2010年在纽交所上市。借助母公司的协同优势，公司进一步夯实了银行IT开发与测试运维的基础。受东南融通事件影响，柯莱特于2014年完成私有化退市并进行业务收缩。同年，公司董事长欧阳建平向柯莱特购回天阳有限，开启二次创业历程，2016-2017年公司在新三板挂牌上市。

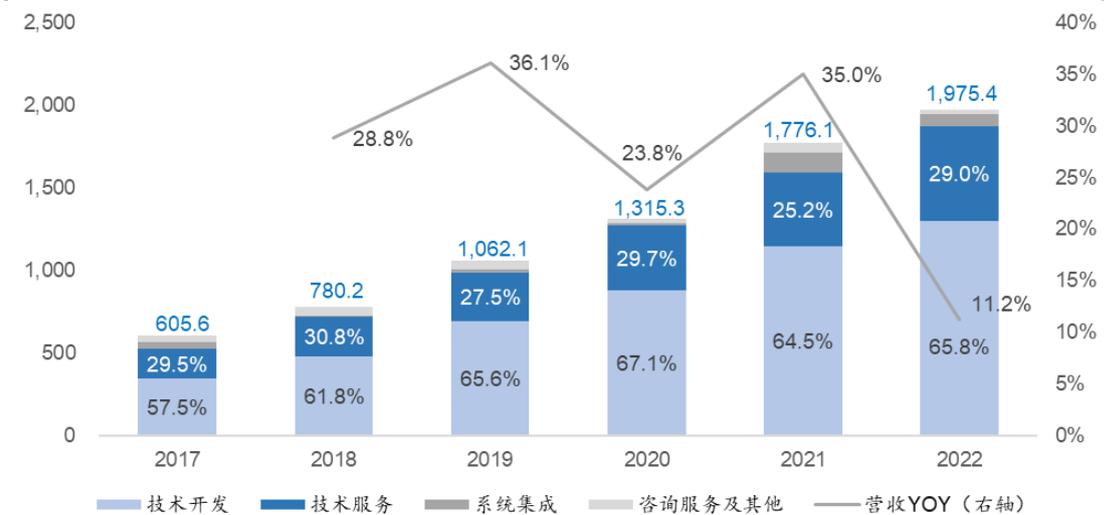
在此阶段，公司连续收购银恒通、鼎信天威和卡洛其，在信用卡、信贷、风险管理、咨询测试等业务领域持续拓展；也帮助公司带来了中国银行、农业银行、邮储银行等大型客户。至2017年，公司银行客户突破200家。
- 第三阶段（2018年至今）：**产品持续迭代，云战略开启第二增长曲线。公司于2018年发布新一代分布式信用消费核心产品，2019年推出全面风险管理产品TanRisk（探睿）、数据中台TanData（探道）等产品。2020年公司登陆创业板，进一步借力资本市场。2022年3月，公司发布云战略，IaaS层与首都在线、腾讯云等建立合作关系，同时在PaaS层和SaaS层为金融行业客户提供金融云、产融云及数据云解决方案。2021年投资的和顺恒通也能为村镇银行提供SaaS全托管模式。2022年天阳云产生了一些新的订单，但整体规模目前还较小。

1.2 2023 年公司重视控费，聚焦利润及现金流

公司营收保持较高增速，2017-2022 年营收 CAGR 为 26.7%。2022 年，公司实现营收 19.8 亿元，同比增长 11.2%，增速高于同期国有六大行 IT 投入增速 8.4%，以及股份制银行的 IT 投入增速 7.8%。2023 年一季度公司营收为 4.8 亿元，同比增长 8.1%。

公司拥有四大主要业务板块，其中技术开发、技术服务业务贡献主要营收。技术开发业务主要包括信贷管理、交易银行、信用卡和零售金融、风险管理、大数据和营销、技术平台等几大方向。2022 年技术开发业务实现营收 13.0 亿元，同比增长 13.3%，占公司总营收的 65.8%；技术服务主要围绕测试服务业务和运维服务展开，测试服务主要针对银行核心项目群、信贷项目群、保险核心项目群等提供专业测试方案。2022 年技术服务收入为 5.7 亿元，同比增长 27.8%。

图表2：技术开发及服务贡献主要营收（单位：百万元）



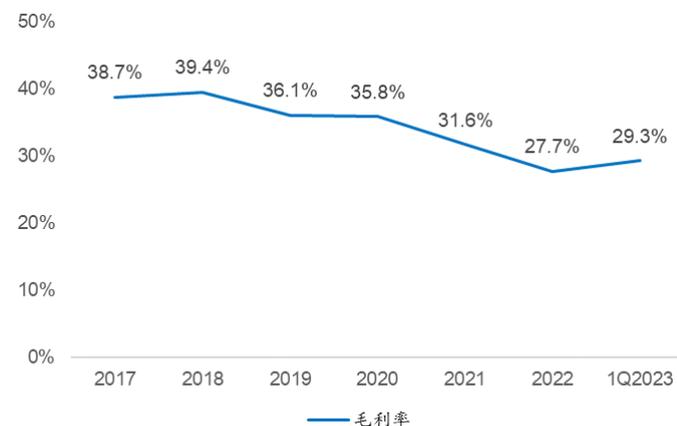
来源：iFind，公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

说明：柱状图内的百分比为各业务占营收比重，柱状图上方数字为公司当年营收，单位为百万元

公司近年毛利率有所下滑，主要系随银行信创落地加速，集成业务占营收有所提升。此外，2022 年行业人工成本上升，且项目交付效率有所下滑，因此营业成本增幅略高于营收增速，使得 2022 年公司毛利率为 27.7%，较上年同期下降 3.9pct。2023 年一季度公司毛利率为 29.3%，较上年同期下降 2.1pct。

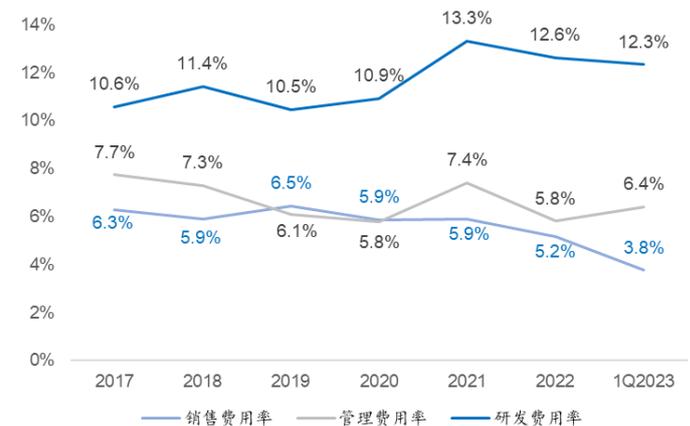
2022 年公司销售、管理、研发费用率较上年同期均有所下降。其中，销售费用、管理费用分别为 1.0 亿元、1.2 亿元，同比下降 3.0%、12.7%，主要系员工差旅及招待费用减少、股份支付费用金额下降所致。2022 年公司研发费用为 2.7 亿元，同比增长 5.5%，研发费用率为 12.6%，较上年下降 0.7pct，主要投入方向包括金融云、产融云、数据云等方向。2023 年一季度公司销售费用率为 3.8%，较上年同期略增长 0.04pct，管理费用率、研发费用率较上年同期分别下降 1.6pct、4.8pct，控费效果进一步显现。

图表3：公司近年毛利率呈下滑趋势



来源：iFind，公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

图表4：2022 年公司各项费用率均同比下降



来源：iFind，公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

公司 2022 年扣非归母净利润为 0.16 亿元，同比下降 67.6%，主要系毛利率下降、计提信用减值准备 0.50 亿元所致。公司 2023 年一季度已实现扣非归母净利润 0.27 亿元，同比扭亏；主要系公司进行严格费用管控，管理费用、研发费用分别同比下降 13.4%、22.2% 所致。

图表5：2022 年公司扣非归母净利润有所承压



来源：iFind，公司年报，公司招股说明书，国金证券研究所

现金流方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金流与营收增速基本匹配。2022 年为 17.5 亿元，同比增长 14.5%，略高于营收增速；经营活动现金流净额为-2.2 亿元，较上年同期经营性现金缺口略有缩窄。公司持续完善应收账款管理制度及业务线回款考核制度，2023 年一季度销售商品、提供劳务收到的现金为 4.3 亿元，同比增长 129.2%；经营活动现金流净额为-1.4 亿元，较上年同期缺口缩窄 1.5 亿元，经营活动现金流净额已明显改善。

2023 年 3 月公司发行可转债募集资金 9.75 亿元，初始转股价格为 14.92 元/股。募集资金将用于金融业云服务解决方案升级、数字金融应用研发及补充流动资金。两个研发项目均预计在 3 年内完成，其中金融云服务项目完成后 6 年内有望为公司带来 28.0 亿元增量收入；数字金融应用研发主要包括信创适配、数字货币、统一数字监管平台、绿色碳金融产品、同态加密金融隐私计算等应用领域。

图表6：公司发行可转债进行金融云和数字金融相关研发

序号	项目名称	募集资金拟投入金额 (万元)
1	金融业云服务解决方案升级项目	39,506.34
2	数字金融应用研发项目	39,500.26
3	补充流动资金	18,493.40
合计		97,500.00

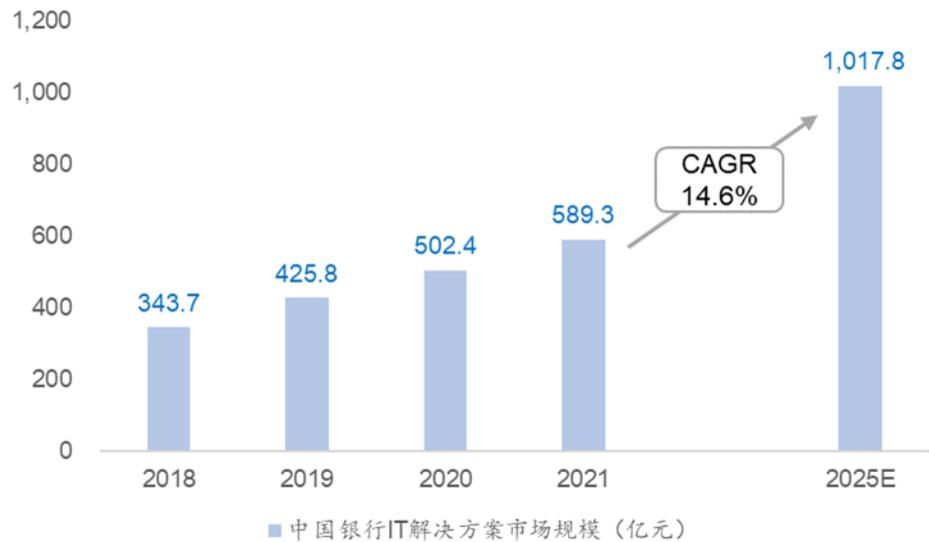
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

2. 多个细分领域优势显著，大客户战略助力稳健增长

2.1 银行 IT 市场规模增长稳健，竞争格局有望进一步优化

银行 IT 市场规模保持稳健增长，景气度有望回暖提升。根据 IDC 统计，2021 年银行 IT 解决方案市场规模为 589.3 亿元，同比增长 17.3%；预计银行 IT 解决方案市场规模至 2025 年将达到 1,017.8 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 14.6%。

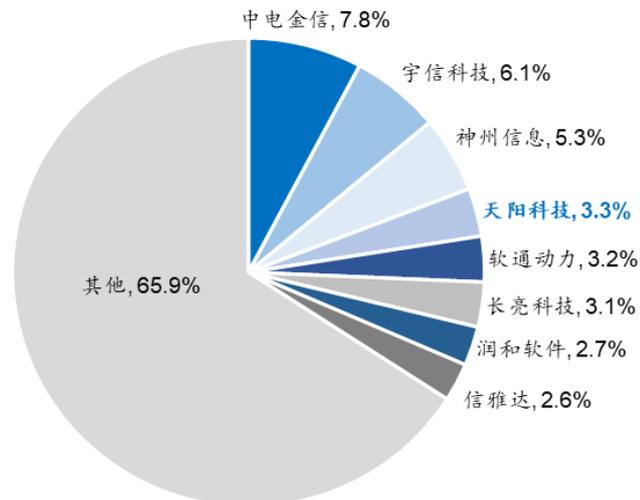
图表7：中国银行IT解决方案市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 14.6%



来源：IDC，智研咨询，国金证券研究所

银行 IT 行业格局较为分散，公司市场份额呈上升趋势。根据赛迪顾问报告，2021 年中国银行业 IT 解决方案市场 CR5 为 25.7%，行业竞争格局较为分散；其中公司市场份额为 3.3%，位列行业第四；较 2018 年的市场份额 2.3%、行业第六已有明显提升。

图表8：银行IT解决方案行业竞争格局较为分散



来源：赛迪顾问公众号，国金证券研究所

说明：市场份额数据为 2021 年数据

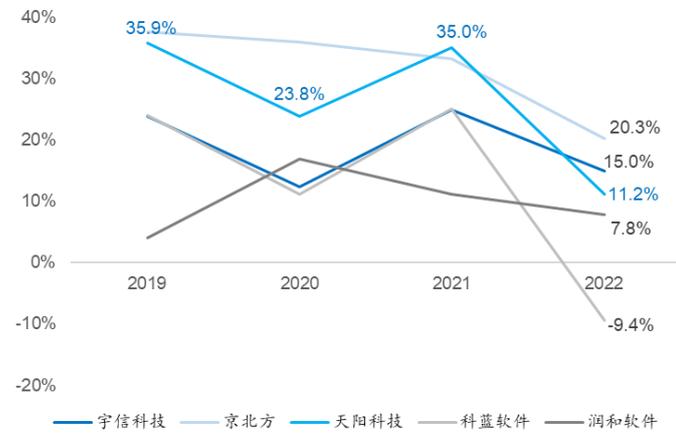
银行 IT 市场竞争格局已呈现集中化趋势，中国银行 IT 市场 CR3 和 CR5 已由 2018 年的 12.9%、17.8%，分别提升至 2021 年的 19.2%、25.7%。出于银行供应商管理及国产软硬件适配等维度考虑，银行 IT 行业竞争格局有望进一步优化：

- 从供应商管理角度看，由于银行 IT 系统与银行自身网络数据安全、信息技术风险等密切相关，各类银行均倾向于选择拥有成熟落地案例、行业知名度较高的 IT 解决方案供应商合作；此外，面临过于分散的供应商或将增加银行的管理成本。
- 目前各银行均在积极推进信创落地，银行 IT 上层应用系统需要与国产芯片、服务器、数据库、操作系统等进行兼容适配。广泛的适配需求对银行 IT 厂商的产品兼容性、生态合作能力提出更高要求，中小型厂商面临市场出清，市场份额将进一步向头部厂商集中。

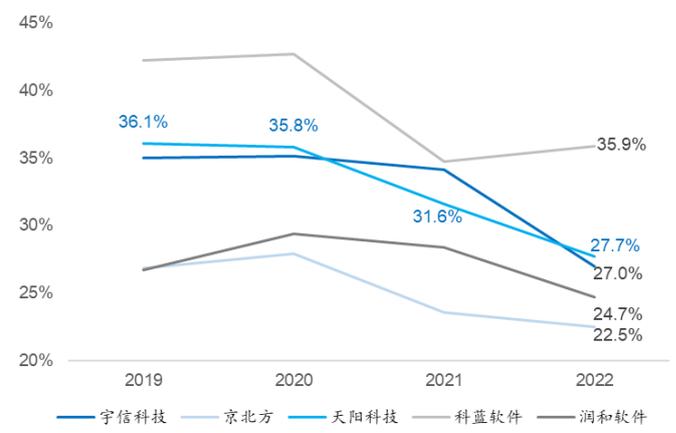
与银行 IT 其他头部企业相比，公司 2019-2022 年营收增速处于同业较高水平。随信创推

进，银行 IT 供应商系统集成类业务占比提升，因此 2020 年后行业头部企业毛利率均有所下滑，2022 年公司毛利率为 27.7%，略低于科蓝软件，高于同业宇信科技、润和软件和京北方。

图表9：公司营收增速处于同业较高水平



图表10：公司毛利率变动趋势与行业其他头部同业一致



来源：iFind，各公司年报，国金证券研究所

来源：iFind，各公司年报，国金证券研究所

2.2 聚焦银行关键业务领域，细分市场份有望持续扩大

在银行金融科技产品中，信贷风险管理、交易银行、信用卡、零售金融、大数据和营销等领域，是银行 80%左右收入来源，也是银行数字化转型的主战场。公司在上述重点领域深耕多年并拥有较高市场份额：根据赛迪顾问数据，2021 年公司在信用卡、交易银行解决方案两个细分市场均位列第一，信用卡解决方案已连续 4 年稳居榜首。同时，公司信贷管理系统、风险管理、客户关系管理等解决方案连续三年位居市场前三。

图表11：公司聚焦多个银行 IT 业务关键赛道



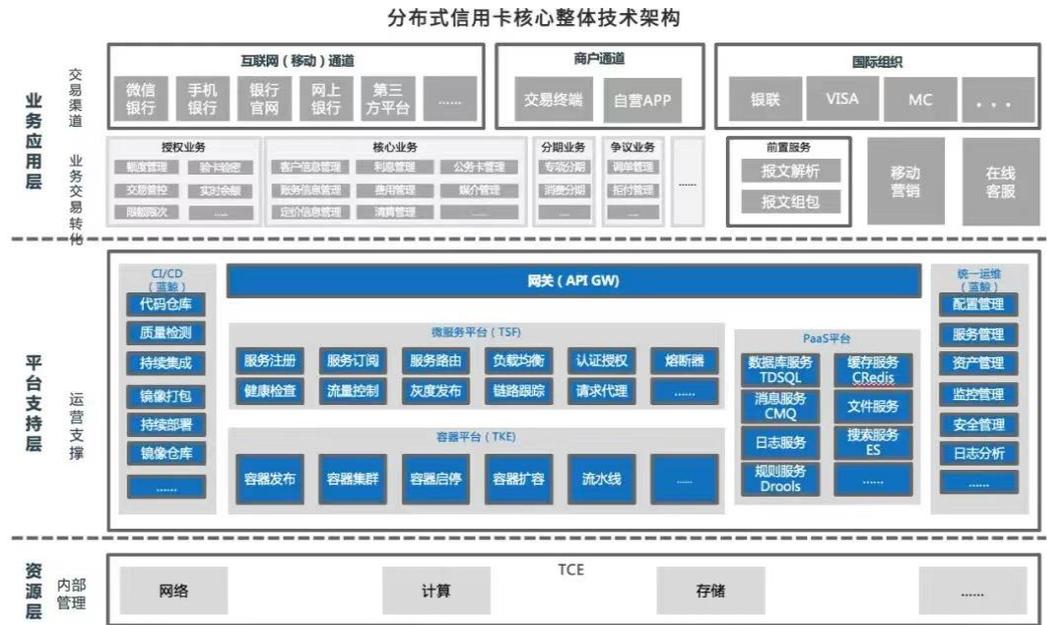
来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

- 信用卡核心系统：公司 2019-2022 年在信用卡领域保持份额第一，营收 CAGR 超过 32%。银行向零售转型是近年来主要趋势。公司在信用卡领域布局较早，并于 2015 年收购银恒通，进一步丰富在信用卡领域的技术布局，同时成功切入中国银行和农业银行两大客户，市占率明显提升。公司于 2020 年推出分布式新一代云架构信用卡核心业务系——IDER CreditX 系统，产品基于开放平台容器、支持双向弹性扩展，分布式微服务架构支持每日亿级交易处理、支持亿级账户规模容量。2022 年公司 CreditX 顺利完成某国有银行及某大型股份制商业银行的信用卡新一代核心系统上线，持续为超过 3.5 亿客户提供日常消费保障。

在信创合作方面，公司 CreditX 产品与 OceanBase、腾讯 TDSQL、华为鲲鹏等进行适配。相关方案已在多家头部银行投入实践，其中在某国有大行信用卡分布式核心主

机下移重构项目中，已实现每年运维成本降低 3/4、批量处理时间缩短 50%以上等显著收益。

图12：公司分布式信用卡核心方案架构示意图



来源：公司公众号，国金证券研究所

- **风险管理领域：**2008 年金融危机后，国际会计准则理事会于 2014 年发布了《国际财务报告准则第 9 号-金融工具》(IFRS 9) 新会计准则。公司在 2016 年开始进行产品预研，后通过建设银行、中信银行的项目积累了实施经验，打磨完成天阳 IFRS 9 产品。2017 年 3 月财政部发布类似准则，并要求境外、境内上市企业及其他非上市企业分别于 2018、2019 及 2021 年 1 月 1 日施行新会计准则。公司产品迅速占领市场，奠定龙头地位。据公司官网显示，其 IFRS 9 系列产品已覆盖多家国内大中型银行及部分非银金融机构，2022 年公司还承建境外银行 IFRS 9 减值估值系统及零售内评系统，客户范围有望持续拓宽。
- **交易银行领域：**交易银行通过轻资产、低利润、高频率、强黏性等特点嵌入客户交易全流程，是在银行业产品高度趋同背景下，各银行等金融机构重点发展的业务领域之一。公司早在 2005 年便参与对公信贷流程管理业务系统的开发，于 2009 年切入票据领域，目前交易银行中台已形成包含支付结算、现金管理、供应链管理、跨境金融、托管等在内的一揽子金融服务体系，可帮助银行重构账户、支付、融资、风控、数据等核心能力。截至 2022 年底公司服务超 60 家业务相关银行，并为其对接 400 余家产业链客户。

图表13：公司交易银行系统架构示意图



来源：公司公众号，国金证券研究所

- 公司在数据、营销、信贷管理等业务领域均已推出成熟产品，市场份额有望进一步提升。其中，信贷管理领域 2022 年新签合同金额近 2 亿元，为后续 3-5 年业务可持续发展奠定基础；数据业务拥有 TanData 数据中台、TanEasy 数据资产体系等产品，2022 年完成近 100 个数据资产项目；TanWin 营销云化产品主要面向中小微银行，是公司云战略的重要组成部分。

图表14：公司在多个细分领域拥有领先优势

产品领域	具体情况
信贷管理	<ul style="list-style-type: none"> 公司 2022 年实现国有银行、股份制银行的布局和突破，全年新签约客户及项目数 20 余个，总合同金额近 2 亿元，保证了未来 3-5 年的业务持续性； 公司已完成新一代信贷平台“天元”的研发，可支撑业务数字化转型，实现一体化协同服务，2023 年将面向所有新客户进行推广
数据业务	<ul style="list-style-type: none"> 公司基于 TanData 探道数据中台的数据资产组件开始进入体系化，逐渐形成了 TanEasy 探易数据资产、数据安全体系，涵盖数据资产咨询规划、数据资产梳理、数据资产平台建设、数据安全咨询规划、数据安全平台建设的全链路服务能力； 2022 年公司为数百家银行完成近 100 个数据资产项目
营销业务	<ul style="list-style-type: none"> TanWin 探赢为金融客户提供 CRM/SCRM、营销平台、标签平台、权益平台等产品； 公司积极部署 TanWin 营销云化产品，截至 2022 年末，基于云架构的 SaaS 中小微银行全线产品、运营管理产品占比接近 50%

来源：iFind，公司年报，公司公众号，国金证券研究所

此外，公司还积极通过并购、参股设立公司等方式拓展业务版图。2022 年 2 月，公司收购和顺恒通 26.3% 股权，拓展村镇银行云托管模式。2022 年 3 月，公司参股设立金实宏成，为企业提供应用基础平台及技术服务。同时，公司参股设立天阳胜合，以 SaaS 的模式为金融机构提供面向个人或中小微企业的场景金融运营服务，协助金融机构实现精准营销、智能定价、智慧风控等。2023 年 5 月公司向上海数喆数据增资 7,000 万元，持股比例提升至 6.4%，在数据要素领域进一步布局。

图表 15: 公司通过对外投资拓展业务布局

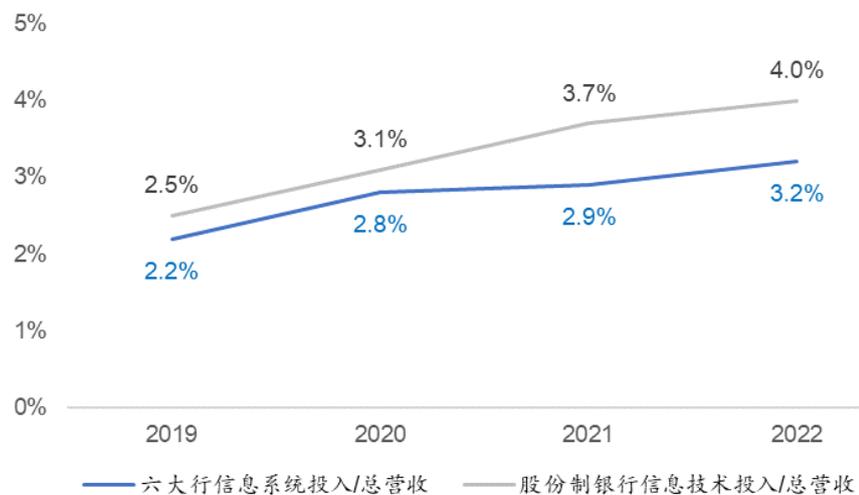
时间	投资标的	主要业务	投资金额 (万元)	持股比例
2023.05	上海数喆数据	· 在数据要素行业有超 10 年的系统研发经验, 可提供数据生产、数据治理、数据分析、数据挖掘、数据流转等服务	7,000	6.4%
2022.07	厦门创翼数字	· 面向通信、新能源、物流、生物医药等行业的核心企业提供一体化供应链金融解决方案	878	40%
2022.06	航天信德智图	· 提供农林遥感影响服务的农业大数据	300	6%
2021.04	西藏天阳华瑞	· 提供信创相关咨询、技术和集成服务	680	68%
2021.03	北京金实宏成	· 协助金融机构应用快速上云, 打造 aPaaS 技术平台	1,500	40%
2021.02	北京和顺恒通	· 为村镇银行提供 IT 系统托管、应用软件定制开发、银行 IT 应用系统培训和银行系统集成及运维服务等服务	4,420	26%
2020.11	北京技德系统	· 面向行业头部客户和党政军客户的场景需求, 提供融合操作系统行业发行版	2,000	5%

来源: iFind, 公司公告, 国金证券研究所

2.3 锚定大客户保障营收增长, 云战略助力触达长尾市场

我们统计了国有六大行及 10 家披露近 4 年 IT 投入数据的股份制银行情况: 国有六大行在金融科技领域投入体量较大, 2022 年投入金额合计为 1,165.5 亿元, 同比增长 8.4%, 2019-2022 年信息系统投入占营收比重由 2.2% 提升至 3.2%; 10 家股份制银行 2022 年金融科技投入合计为 648.2 亿元, 同比增长 7.8%, 2019-2022 年信息系统投入占营收比重由 2.5% 提升至 4.0%, 占比提升速度更快。

图表 16: 2019-2022 年大型银行信息系统投入占营收比重逐年提升

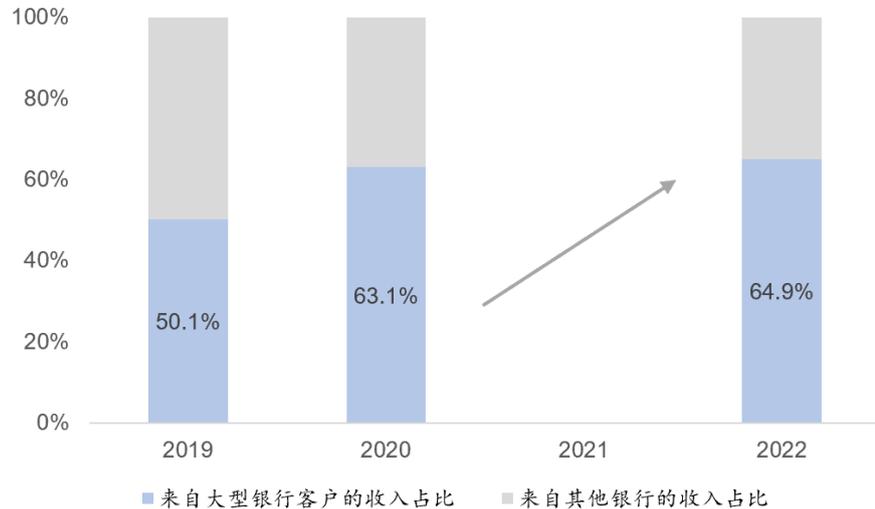


来源: iFind, 各上市银行年报, 国金证券研究所

大型银行 IT 系统投入具有较强增长韧性, 2022 年国有六大行及 10 家股份制银行营收仅同比增长 0.3%、0.1%, 而科技投入分别同比增长 8.4%、7.8%。目前信用卡、信贷管理、传统账务核心系统等改造均在国有银行、排名靠前的股份制银行以及大型城商行中积极推进, 而中小银行由于业务规模较小、科技投入有限, 相关系统改造落地速度较慢。

大型银行贡献公司主要营收，为营收稳定增长提供保障。公司 2005 年进入银行 IT 领域时即与建设银行合作，目前已经实现国内主要银行 100%覆盖，与邮储银行、光大银行、兴业银行、中信银行、工商银行等合作规模持续增长。2022 年公司来自资产规模超万亿的大型银行客户的业务收入占比为 64.9%，较 2018 年的 50.1%提升 14.8pct。公司与大行合作有助于提升自身的技术服务能力和品牌影响力；同时大型银行 IT 投入稳步提升，锚定大客户可为公司营收增长提供重要保障。

图 17：公司来自大型银行的营收占比呈上升趋势



来源：iFind，公司年报，公司公众号，国金证券研究所

说明：资产规模超万亿的定义为大型银行；公司未披露 2021 年大型银行营收占比数据

面向中小银行客户，公司主要采用云战略进行产品推广。根据公司测算，目前国内资产规模 2,000 亿元以下的中小银行中尚有 86%“未开展”或“初起步”数字化转型。公司于 2022 年 3 月提出天阳云 TANSUN Cloud 战略，在 IaaS、PaaS 和 SaaS 领域为银行提供数字化转型全栈式解决方案，面向中小银行提供增值服务。其中，SaaS 层面包括金融云、产融云、数据云三大模块，分别帮助银行解决内部数字化转型、整合行业数字化厂商、构筑合规数据资产。云战略的实施有望帮助公司以较低成本触达更多长尾客户，实现客户结构的优化均衡。

3. 盈利预测与投资建议

■ 核心假设：

1) 营收及毛利率：

- 技术开发类：2022 年公司该业务营收增速为 13.4%，主要受宏观经济影响，交付效率有所降低。2023 年一季度，30 家上市银行 IT 公司营收同比增长 8.2%，较去年同期提升 2.1pct。我们预测公司技术开发业务将呈逐步修复态势，2023~2025 年营收增速均为 15.0%。我们保守预测公司毛利率将介于 2021~2022 年间，2023~2025 年毛利率均为 30.0%。
- 技术服务类：公司技术服务类业务包括测试服务和运维服务两部分，营收增速较为平稳，2021~2022 年营收增速平均值为 21.3%，我们认为技术服务业务同样遵循行业修复态势，保守预计 2023~2025 年公司技术服务业务增速均为 20.0%，毛利率均为 30.0%。
- 系统集成类：该业务受到银行信创落地节奏影响，预计 23 年营收将有所回暖。我们假设该业务 2023~2025 年营收增速均为 15.0%，毛利率均为 12.0%。
- 咨询服务类：根据公司招股说明书披露数据，公司咨询服务合同数量及合同单价收入波动较大，我们保守假设该业务 2023~2025 年营收增速均为 0.0%，毛利率均为 50.0%。

2) 销售费用：公司销售费用主要由人员薪酬组成，2022 年受宏观经济影响，公司人员增速同比下降 9.2pct，综合考虑人员成本及业务推广情况，我们预计 2023~2025 年销售费用率均为 4.6%。

3) 管理费用：2023 年一季度，公司管理费用率较上年同期下降 1.6pct，考虑到公

司 2023 年进行股权激励，预计 2023~2025 年需摊销费用分别为 3,019.9 万元、2,031.8 万元、341.7 万元。综合考虑控费效果和股权激励影响，我们假设 2023~2025 年管理费用率分别为 6.0%、5.8%、5.6%。

4) 研发费用：考虑到公司在金融云服务、数字金融领域的研发投入，我们假设 2023~2025 年研发费用率与上年同期基本一致，均为 12.6%。

■ 盈利预测：

基于上述假设，我们预计公司 2023~2025 年公司实现营业收入 22.9/26.7/31.1 亿元，同比增长 16.1%/16.3%/16.4%；归母净利润 1.2/1.5/1.8 亿元，同比增长 95.9%/24.7%/23.5%，对应 EPS 为 0.29/0.37/0.45 元。

图表 18：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17.7	19.7	22.9	26.7	31.1
YOY	34.9%	11.2%	16.1%	16.3%	16.4%
毛利率	31.7%	27.8%	29.5%	29.5%	29.5%
——技术开发	11.5	13.0	14.9	17.5	20.8
YOY	29.9%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.9%	28.3%	30.0%	30.0%	30.0%
——技术服务	4.5	5.7	6.9	8.4	10.4
YOY	14.8%	27.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	31.93%	27.44%	30.0%	30.0%	30.0%
——系统集成	1.2	0.8	0.9	1.0	1.2
YOY	947.9%	-37.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	9.3%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
——咨询服务	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
YOY	88.2%	-58.4%	0%	0%	0%
毛利率	53.6%	61.3%	50.0%	50.0%	50.0%
销售费用率	5.9%	5.2%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用率	7.4%	5.8%	6.0%	5.8%	5.6%
研发费用率	13.3%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%

来源：iFind，国金证券研究所

■ 投资建议及估值：

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取银行 IT 板块对标公司京北方、润和软件、宇信科技、科蓝软件作为可比公司。给予公司 2023 年 59 倍 PE 估值，目标价 17.36 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 19：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
002987.SZ	京北方	22.37	1.03	0.88	0.85	1.12	1.44	21.72	25.42	26.39	19.92	15.53
300339.SZ	润和软件	25.51	0.23	0.13	0.45	0.65	0.64	110.91	196.23	57.06	39.40	39.76
300674.SZ	宇信科技	17.75	0.61	0.37	0.60	0.80	1.01	29.10	47.97	29.58	22.33	17.50
300663.SZ	科蓝软件	14.62	0.08	0.05	0.12	0.25	0.48	182.75	292.40	120.63	58.76	30.57
平均数								86.12	140.51	58.41	35.10	25.84
300872.SZ	天阳科技	16.64	0.44	0.15	0.29	0.37	0.45	37.82	110.93	56.57	45.37	36.75

来源：wind，国金证券研究所

说明：1) 以 2023 年 6 月 9 日收盘价计算现价对应 PE；2) 京北方、润和软件、科蓝软件的盈利预测按照 wind 一致预期，宇信科技数据为国金研究所预测

4. 风险提示

■ 银行业 IT 支出不及预期

银行 IT 支出虽然呈现一定需求刚性，但若宏观经济复苏不及预期，影响银行自身经营，可能会进一步影响其对信息系统的投入规模和推进节奏，使得盈利预测不及我们预期。

■ 行业竞争加剧风险

虽然正文中判断行业竞争格局有改善趋势，但不排除新竞争者的进入对当前竞争格局的扰动；以及公司在进入新客户、新业务领域时可能会遇到新的竞争挑战。

■ 解禁风险

公司有 1.48 亿股首发原股东限售股份将于 2023 年 8 月 24 日上市流通，预计占解禁前流通股的 57.81%，占解禁后流通股的 36.63%，占总股本的 36.63%，该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

■ 大股东质押风险

截至 2023 年 4 月 28 日，公司控股股东欧阳建平及其一致行动人天阳合伙合计持有公司股份 1.5 亿股，持股比例为 36.6%；累计质押股份数量为 0.6 亿股，占其所持公司股份的 38.5%，占公司总股本的 14.1%。目前股份质押比例较低，但若欧阳建平偿债能力及资信状况大幅恶化，且个人无法履约，可能会对公司控制权产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,315	1,776	1,975	2,294	2,669	3,107
增长率		35.0%	11.2%	16.1%	16.3%	16.4%
主营业务成本	-845	-1,214	-1,428	-1,617	-1,881	-2,191
%销售收入	64.2%	68.4%	72.3%	70.5%	70.5%	70.5%
毛利	471	562	548	677	787	916
%销售收入	35.8%	31.6%	27.7%	29.5%	29.5%	29.5%
营业税金及附加	-10	-13	-14	-16	-19	-22
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-77	-105	-102	-106	-123	-143
%销售收入	5.9%	5.9%	5.2%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	-76	-132	-115	-138	-155	-174
%销售收入	5.8%	7.4%	5.8%	6.0%	5.8%	5.6%
研发费用	-144	-237	-250	-289	-336	-391
%销售收入	10.9%	13.3%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
息税前利润 (EBIT)	163	76	67	129	155	186
%销售收入	12.4%	4.3%	3.4%	5.6%	5.8%	6.0%
财务费用	-18	-3	-15	-18	-21	-25
%销售收入	1.3%	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-36	-24	-51	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	9	8	8	8
%税前利润	2.6%	5.1%	17.6%	6.5%	5.2%	4.2%
营业利润	139	102	49	124	154	191
营业利润率	10.6%	5.8%	2.5%	5.4%	5.8%	6.1%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	139	102	48	124	154	191
利润率	10.5%	5.7%	2.5%	5.4%	5.8%	6.1%
所得税	-6	0	10	-5	-6	-8
所得税率	4.1%	0.3%	-20.7%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	133	102	58	119	148	183
少数股东损益	-1	3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	134	99	61	119	148	183
净利率	10.2%	5.6%	3.1%	5.2%	5.6%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	133	102	58	119	148	183
少数股东损益	-1	3	-2	0	0	0
非现金支出	42	38	68	48	48	48
非经营收益	11	-17	-7	26	-8	-8
营运资金变动	-380	-354	-337	-160	-135	-115
经营活动现金净流	-194	-231	-217	33	53	108
资本开支	-1	-31	-5	0	0	0
投资	-164	96	-183	0	0	0
其他	4	8	8	8	8	8
投资活动现金净流	-161	73	-180	8	8	8
股权募资	1,145	4	0	975	0	0
债权募资	43	85	154	476	0	0
其他	-11	-82	-47	-48	-59	-73
筹资活动现金净流	1,177	7	107	1,404	-59	-73
现金净流量	821	-151	-290	1,445	2	43

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,013	866	604	2,047	2,048	2,090
应收款项	927	1,288	1,576	1,645	1,734	1,804
存货	217	278	274	319	360	420
其他流动资产	290	151	178	186	202	219
流动资产	2,448	2,583	2,633	4,197	4,345	4,533
%总资产	89.9%	86.8%	83.4%	89.7%	90.1%	90.7%
长期投资	33	94	196	196	196	196
固定资产	105	122	113	107	102	96
%总资产	3.9%	4.1%	3.6%	2.3%	2.1%	1.9%
无形资产	127	148	173	171	169	167
非流动资产	276	393	525	483	475	467
%总资产	10.1%	13.2%	16.6%	10.3%	9.9%	9.3%
资产总计	2,724	2,976	3,157	4,679	4,820	5,000
短期借款	273	342	496	0	0	0
应付款项	28	64	99	86	100	116
其他流动负债	202	247	274	288	327	382
流动负债	503	654	869	374	426	498
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	8	980	978	977
负债	511	661	878	1,353	1,405	1,475
普通股股东权益	2,207	2,302	2,277	3,323	3,412	3,522
其中：股本	225	225	404	404	404	404
未分配利润	417	464	500	571	660	770
少数股东权益	7	13	3	3	3	3
负债股东权益合计	2,724	2,976	3,157	4,679	4,820	5,000

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.595	0.441	0.150	0.294	0.367	0.453
每股净资产	9.824	10.244	5.630	8.217	8.437	8.709
每股经营现金净流	-0.864	-1.030	-0.538	0.083	0.132	0.266
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.118	0.147	0.181
回报率						
净资产收益率	6.06%	4.30%	2.67%	3.58%	4.35%	5.20%
总资产收益率	4.91%	3.33%	1.92%	2.54%	3.08%	3.66%
投入资本收益率	6.30%	2.84%	2.91%	2.87%	3.38%	3.96%
增长率						
主营业务收入增长率	23.84%	35.03%	11.22%	16.12%	16.34%	16.41%
EBIT增长率	25.77%	-53.66%	-11.48%	92.01%	20.04%	20.09%
净利润增长率	23.54%	-26.01%	-38.64%	95.86%	24.67%	23.48%
总资产增长率	102.63%	9.25%	6.08%	48.20%	3.00%	3.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	228.7	222.5	257.8	262.0	242.0	220.0
存货周转天数	76.5	74.4	70.6	72.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	6.2	9.1	11.7	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	29.2	25.2	20.9	17.1	13.9	11.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.94%	-22.63%	-4.71%	-32.24%	-31.42%	-31.62%
EBIT利息保障倍数	9.2	24.1	4.3	7.0	7.2	7.5
资产负债率	18.74%	22.22%	27.80%	28.92%	29.14%	29.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806