

顶点软件（603383）

金融信创拐点机遇，以点带面弯道超车

买入（首次）

2023年07月27日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 李康桥

执业证书：S0600523050004

likq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	625	790	1,020	1,300
同比	24%	26%	29%	27%
归属母公司净利润（百万元）	166	232	310	397
同比	21%	40%	34%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.97	1.36	1.81	2.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	56.93	40.74	30.50	23.80

关键词：#市占率上升

投资要点

- 公司概况：国内领先的平台型金融IT服务商：**公司成立于1996年，聚焦金融科技行业，主要为证券、期货、大资管、银行、信托、要素市场等提供信息化业务。公司基于自主研发的3大平台，在集中运营、CRM领域处于行业领先，近年来在交易系统关键领域的信创方面进展也引领行业。公司近年营业收入与利润增长趋势持续，在控人控费的管理下，人均创收、人均创利显著提升，盈利能力有望进一步释放。
- 行业趋势：金融科技投入强化，公司成长空间显著：**2023年6月中证协《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》要求券商金融科技平均投入金额不少于2023年至2025年平均净利润的10%或平均营业收入的7%。据中证协，2021年证券业IT投入总金额为338.20亿元（yoy+28.7%），IT投入营收占比由2018年4.9%提升至2021年6.7%。目前IT投入规模前十名的券商只有3家IT投入/营收占比超过6%，其他基本在3%左右，头部机构IT投入提升仍有空间。未来，业务环境变化、政策机制变化有望进一步催化金融机构加强IT投入实现转型。
- 变革加速：金融信创进入深水区，实质性推进箭在弦上：**2027年是信创全面替代的关键节点，替换比例（23年50%+IT投入信创）和替换内容（实质性核心系统替换）要求不断深化，金融信创2025年有望实现显著进展。金融信创已进入深水区，重要系统的实质替换关键在于数据库的换代升级，集中交易系统更依赖数据库的性能和高可靠数据存储。
- 拐点机遇：十年磨一剑，信创弯道超车：**信创变局下，公司凭借先发优势和技术路线优势有望弯道超车。1) **先发优势：**顶点2013年开始自行研发内存数据库HyperDB，2015年联合东吴证券进行全信创的A5交易系统的研发，2020年6月全面上线至今已顺利运行3年时间；目前A5还在东海证券、华宝证券、麦高证券上线，信创案例全行业最多。2) **技术路线：**公司确立分布式路线较早，内存路线也已打磨14年时间，存算分离架构弱化数据库作用，交易期间的性能部分由内存数据库替代，交易结束后的查询等存储功能由国产信创数据库替代，较好地解决了数据库性能和可靠性的问题。目前顶点在核心交易系统信创领先优势显著，有望以点带面切入新客户替换，弯道超车带动全业务信创落地。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到金融信创的带动以及证券IT行业的快速发展，我们预测公司2023-2025年收入7.9/10.2/13.0亿元；归母净利润2.3/3.1/4.0亿元，yoy+39.7%/+33.6%/28.2%。分别对应EPS 1.36/1.81/2.32元，对应41/31/24倍PE。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游行业压缩IT开支；市场竞争加剧；信创推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.89
一年最低/最高价	22.96/62.18
市净率(倍)	6.89
流通A股市值(百万元)	9,438.06
总市值(百万元)	9,569.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.11
资产负债率(%，LF)	18.26
总股本(百万股)	171.22
流通A股(百万股)	168.87

相关研究

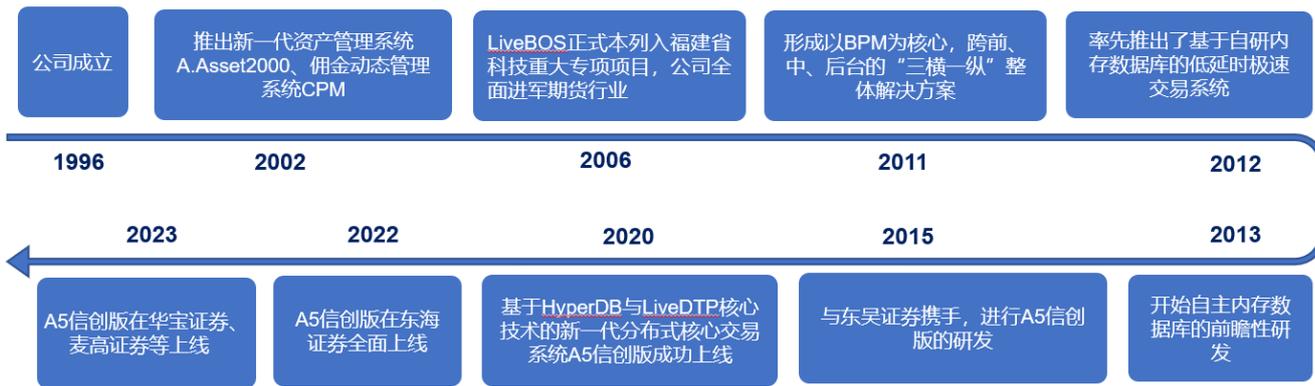
内容目录

1. 公司概况：国内领先的平台型金融 IT 服务商	5
1.1. 基本概况：国内领先的平台型金融 IT 服务商.....	5
1.2. 股权架构及激励情况.....	6
1.3. 经营情况：营收利润稳步增长，控费有望进一步提升盈利.....	8
2. 行业趋势：金融科技投入强化，公司成长空间显著	10
2.1. 金融科技重视程度自上而下不断提升.....	10
2.2. “3+1”平台技术底座扎实，迎来金融科技变革红利.....	14
3. 拐点机遇：十年磨一剑，金融信创弯道超车	19
3.1. 金融信创全面替代箭在弦上.....	19
3.2. 先发优势+技术路线优势，助力信创弯道超车.....	21
4. 盈利预测和估值	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 顶点软件业务布局.....	5
图 2: 顶点软件全国"3+3+N"战略发展布局.....	5
图 3: 公司发展历程.....	5
图 4: 截至 2023 年第一季度公司股权架构.....	6
图 5: 公司近年来股权激励摊销费用.....	7
图 6: 2018 年-2022 年公司营业收入及增速 (亿元)	8
图 7: 公司扣非归母净利润及增速 (亿元)	8
图 8: 2019 年-2022 年公司分业务营业收入 (亿元)	8
图 9: 2019 年-2022 年公司分业务毛利率	8
图 10: 2018 年-2022 年公司销售净利率、销售毛利率	9
图 11: 2018 年-2022 年公司费用率	9
图 12: 2018 年-2022 年公司研发费用及增速	9
图 13: 2018 年-2022 年公司研发人员数量及占比	9
图 14: 2017-2022 年公司人均创收及同比增速	10
图 15: 2017-2022 年公司人均创利及同比增速	10
图 16: 2018 年-2021 年证券行业营业收入及净利润	12
图 17: 2018 年-2021 年证券行业营业收入及净利润增速	12
图 18: 证券业 IT 投入 (亿元) 及收入占比.....	12
图 19: 证券业 IT 人员总数及增速 (人)	12
图 20: 2021 年证券公司 IT 投入额分段数量 (家)	13
图 21: 2020 年国际领先金融机构 IT 投入占营收比例 (%)	13
图 22: A5 信创版曾获荣誉.....	16
图 23: HTS 极速交易系列拥有多个版本.....	17
图 24: HTS 技术在交易控制、接入、通道上完全独立.....	17
图 25: LiveBOS 由软件集成开发环境、运行支持环境与业务运维管理工具三部分组成.....	17
图 26: 公司通过 Live5 中台形成“1+N”能力架构.....	18
图 27: 信创产业体系全景图.....	19
图 28: 金融行业整体的信创应用层级.....	20
图 29: 金融信创已进入深水区.....	20
图 30: 国产集中式和分布式数据库厂商部分列举.....	21
图 31: 顶点软件先发布局信创已有十年.....	22
图 32: 2020 年 6 月 A5 交易系统在东吴证券全面上线.....	22
图 33: A5 核心交易系统在东吴证券全面上线运行 3 年.....	22
图 34: A5 信创版打破金融核心系统对国外商用数据库的依赖.....	23
图 35: 分布式数据库路线逐渐获得共识.....	23
图 36: 顶点软件 A5 交易系统技术路线.....	23
图 37: 顶点软件的分布式内存数据库路线.....	24
图 38: 顶点核心交易系统信创的实现路径.....	24
图 39: 平台信创先行, 带动应用全面信创.....	25
图 40: 核心突破带动全面信创.....	26

表 1:	公司管理层简介.....	6
表 2:	公司历次股权激励情况.....	7
表 3:	近年证券行业金融科技领域相关重要法规.....	11
表 4:	相关政策规定对证券公司 IT 投入的考核或要求.....	11
表 5:	券商 2021 年信息投入金额前十名、信息投入占营业收入比例前十名.....	13
表 6:	部分证券公司 2022 年金融科技相关战略.....	14
表 7:	顶点软件证券期货行业业务布局	15
表 8:	公司在大资管等其他领域业务布局	15
表 9:	2023 年初公司 LiveData 平台相关订单.....	18
表 10:	应用软件信创实现路径.....	20
表 11:	顶点软件盈利预测（百万元）	26

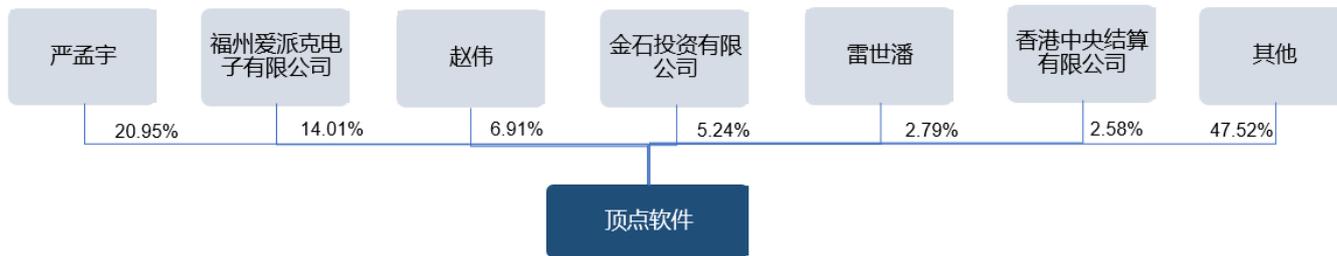


数据来源：公司官网新闻资讯，公司公众号，东吴证券研究所

1.2. 股权架构及激励情况

公司控股股东、实控人为严孟宇，职位为公司董事长兼总经理，截至 2023 年 Q1 持股比例为 20.95%。公司董事兼副总经理赵伟、雷世潘分别持有 6.91%、2.79%股份。股东金石投资有限公司是中信证券的直接投资机构。公司参股或控股子公司共 12 家。

图4：截至 2023 年第一季度公司股权架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：公司管理层简介

姓名	职务	任职日期	简介
严孟宇	董事长, 董事, 总经理	2014/8/4	严孟宇先生, 第六届董事会董事长, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1969 年生, 毕业于北京理工大学机械设计与制造专业, 工学学士, 曾任福建拖拉机(集团)公司软件开发员, 福州海天计算机网络技术公司软件事业部经理, 1996 年 7 月参与创立顶点有限, 全面负责公司的运营管理工作
赵伟	副董事长, 董事, 副总经理, 董事会秘书	2014/8/4	赵伟先生, 第六届董事会董事, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1972 年生, 理学学士, 清华大学计算机技术工程硕士, 中欧国际工商管理学院 EMBA, 曾任福州海天计算机网络技术公司软件事业部副经理, 顶点软件研发中心经理, 副总经理, 1996 年 7 月参与创立顶点有限, 分管公司财务, 行政及董事会秘书事务
雷世潘	董事, 副总经理	2014/8/4	雷世潘先生, 第六届董事会董事, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1969 年生, 毕业于中南民族学院电子技术专业, 曾任福州市无线电二厂技术人员, 福建顶点软件股份有限公司技术部经理, 副总经理, 现分管公司市场营销及软件开发业务

表1: 公司管理层简介

姓名	职务	任职日期	简介
黄义青	董事,副总经理	2021/5/13	黄义青先生,第六届董事会董事,中国国籍,无境外永久居留权,1970年生,毕业于北方工业大学工业自动化仪表专业,工学学士,新加坡南洋理工大学高级工商管理硕士学位,曾任职于福建省电子联合发展有限公司,北京达因力合科技发展股份有限公司福州分公司,北京达因博达系统集成技术有限公司,北京融汇兴业网络技术有限公司,2002年任福建顶点软件股份有限公司市场总监,主持公司证券行业市场营销工作
朱瑜	副总经理	2022/7/1	中国国籍,无境外永久居留权,1972年生,金融学硕士,四川大学计算机软件学士,香港中文大学 FMBA. 曾任博时基金管理有限公司系统分析员,鹏华基金管理有限公司信息技术部总经理等.2022年6月加入顶点软件
董凤良	财务总监	2017/7/10	董凤良先生,1976年生,毕业于武汉理工大学会计专业,专科,中国注册会计师,曾任国脉科技股份有限公司财务部总经理等职,2010年至今任福建顶点软件股份有限公司财务部经理

数据来源: 公开信息, 东吴证券研究所

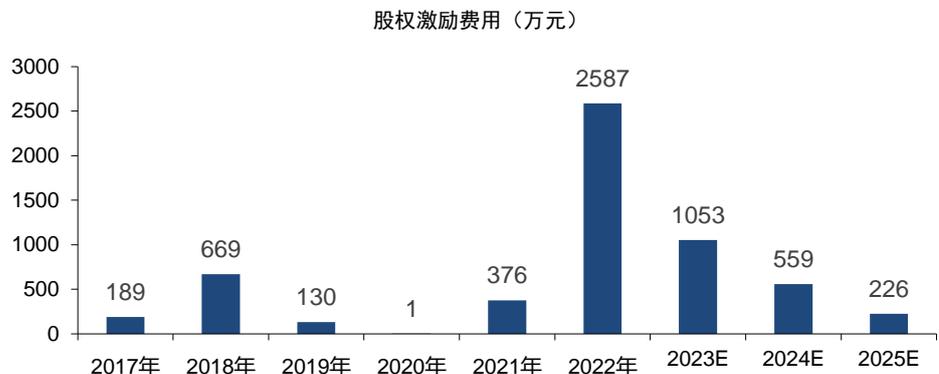
公司 2017 年、2021 年分别进行过两次限制性股票激励计划, 2021 年激励计划目标为: 2021-2024 年净利润增长以 2020 年净利润为基数增长不低于 20%、30%、40%、50%, 未来 2023-2025 年预计股权激励费用摊销 1053 万元、559 万元、226 万元。

表2: 公司历次股权激励情况

时间	激励计划	股本占比	激励对象	公司层面行权条件	进度
2017 年	限制性股票激励计划	1.99%	共 134 人, 中高管+核心技术(业务)人员	以 2016 年净利润为基数, 2017-2019 年净利润增长率分别不低于 20%/ 30%/40%。	已全部解锁
2021 年	限制性股票激励计划	1.91%	416 人, 高管+中管+技术(业务)骨干	以 2020 年净利润为基数, 2021 年-2024 年净利润增长率分别不低于 20%/30%/40%/50%。	已完成第一期解锁

数据来源: 东吴证券研究所

图5: 公司近年来股权激励摊销费用

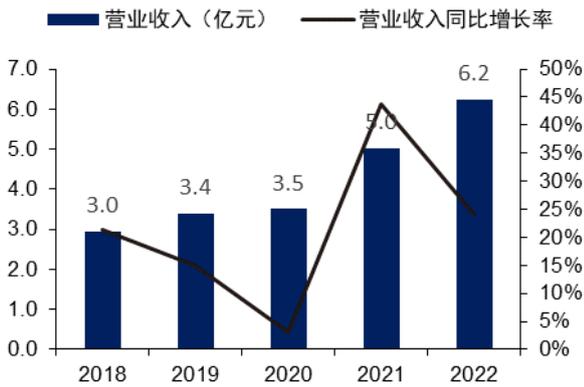


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 经营情况：营收利润稳步增长，控费有望进一步提升盈利

公司近年营业收入与利润增长趋势持续，经营态势良好。2018-2022 年公司营业收入稳定增长，年均复合增长率到达 20.57%，2022 年达 6.2 亿元。扣非归母净利润在 2020 年有所波动，主要系疫情导致企业、教育信息化等领域营收增速减缓，部分项目验收迟滞，2021-2022 年利润恢复快速增长趋势。伴随金融信创、大资管、财富管理转型等浪潮，公司收入有望保持较快增长。

图6：2018年-2022年公司营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司扣非归母净利润及增速（亿元）

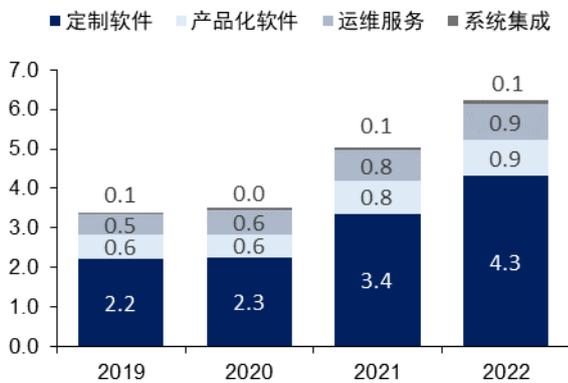


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看，定制软件业务占公司收入比重最高。2020年-2022年，定制软件业务营收从 2.3 亿上涨至 4.3 亿，年复合增长率 37.90%，定制软件业务占总营收比例从 65% 上升至 69%。

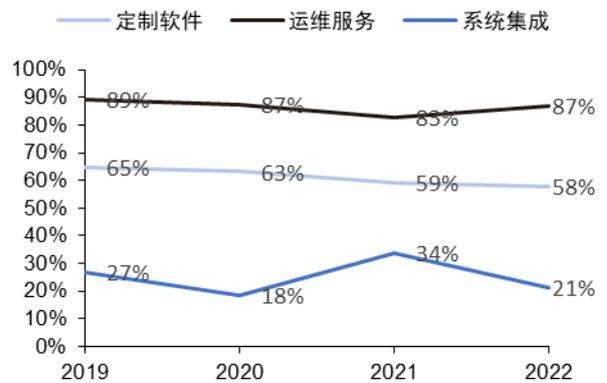
毛利率方面，定制软件业务毛利率在 60% 左右，主要系近年人工成本增加；系统运维由于业务属性毛利率相对较高，2022 年为 87%；产品化软件毛利率保持在 100%。

图8：2019年-2022年公司分业务营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2019年-2022年公司分业务毛利率

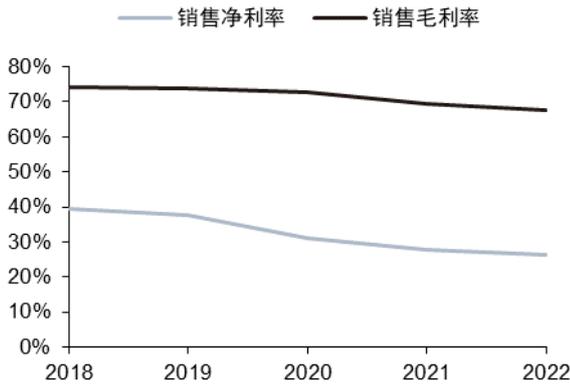


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司盈利能力良好。2018-2022年，公司销售毛利率、销售净利率分别在70%与30%上下，近年利润率整体稳中带降，主要系项目人工成本增加以及业务结构变化导致。

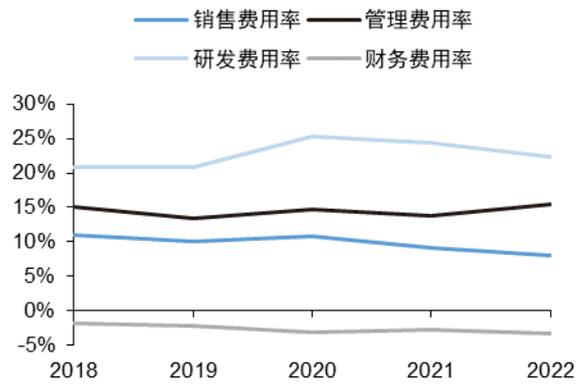
除股权激励费用外，公司整体费用率持续下降。管理、销售、研发费用率分别在15%、10%、20%左右，整体呈下降趋势。2022年管理费用率上升主要系股权激励费用（2587万元，较2021年增加2211万元）。

图10：2018年-2022年公司销售净利率、销售毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2018年-2022年公司费用率



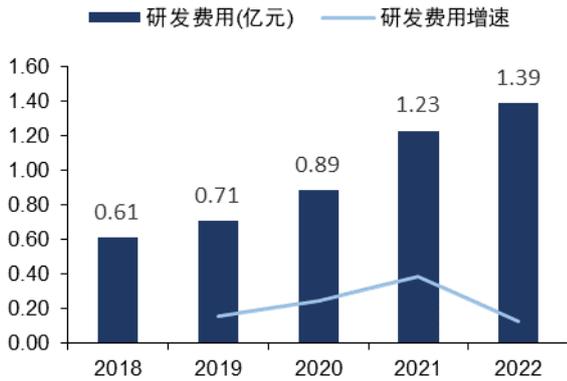
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司重视研发投入，2022年起“控人控费”。公司拥有自主研发的“3+1”基础技术平台和优秀的人员团队，建立了一整套满足按需定制的研发、交付和服务体系。2022年公司研发人员数量为675人，占全部员工比例35%。2020年研发费用率提升源于公司加大研发、新产品数量增加较多，2022年达22%。出于公司经营战略考量，2022年起公司加强了人员数量的管控和费用管理，整体费用率有望下行。

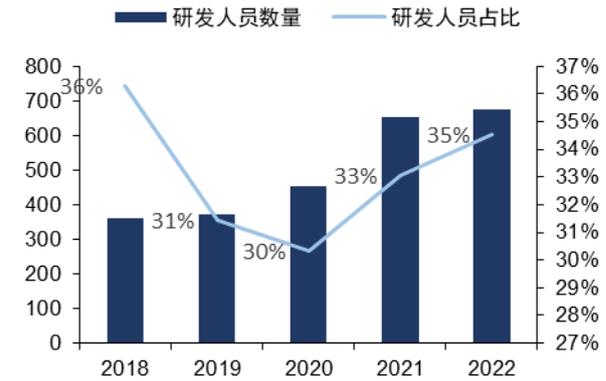
据上海证券报，以与东吴证券联合研发的A5信创版交易系统为例，公司相关研发投入每年超2000万元、持续5年，而公司2018-2020年每年研发费用在6000万~9000万元区间，体现出公司对战略性业务研发的重视程度。

图12：2018年-2022年公司研发费用及增速

图13：2018年-2022年公司研发人员数量及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

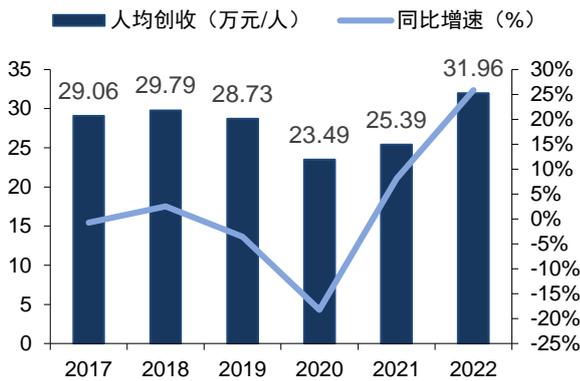


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从人均创收、创利角度看，公司控费取得显著成效，盈利有望持续回升。2020-2021年，疫情、增员使得公司人均创收/创利显著下降；之后公司开始加强控费管理，2022年底人均创收达到31.96万元的新高，同比增长25.88%；人均创利增长到8.5万元，同比增长22.48%。在有效控制成本和人员增长的情况下，公司的盈利能力将进一步加强。

图14: 2017-2022 年公司人均创收及同比增速

图15: 2017-2022 年公司人均创利及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业趋势：金融科技投入强化，公司成长空间显著

2.1. 金融科技重视程度自上而下不断提升

金融科技领域相关政策不断出台，重视程度自上而下提升。2022年1月央行发布《金融科技发展规划（2022-2025年）》，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，同时更加强调“数据”在金融科技中的重要地位，提出从“立柱架梁”到“积厚成势”的发展目标，力争到2025年实现整体水平与核心竞争力跨越式提升。

表3: 近年证券行业金融科技领域相关重要法规

日期	法规名称	发布机构	主要内容
2020.04	《证券公司分类监管规定(征求意见稿)》	证监会	在风控能力、合规状况及市场竞争力等多个维度修改证券公司评级打分标准,降低公司重大风险和提升金融科技水平
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	推动产业互联网融通应用,培育供应链金融、服务型制造等融通发展模式,以数字技术促进产业融合发展
2022.01	《银行业金融科技标准化规范(2021版)》	银保监会	EAST5.0正式发布,标志着EAST制度发展为防范金融风险、促进银行数据治理和合规发展的核心监管能力
2022.01	《金融科技发展规划(2022-2025年)》	央行	要坚持“数字驱动、智慧为民、绿色低碳、公平普惠”的发展原则,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
2023.06	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》	中证协	提出建立科学合理的科技投入机制,要求行业合理加大科技资金投入

数据来源: 公开信息, 东吴证券研究所

多项政策中提及 IT 投入、IT 营收占比的定量要求。中国证监会分别于 2017 年与 2020 年两次公布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》,修改内容包含优化信息技术投入评价方式,鼓励更多券商加大信息技术投入占总营业收入的比例;《网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》中规定:券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 10%或平均营业收入的 7%,较征求意见稿有较大幅度提升。

表4: 相关政策规定对证券公司 IT 投入的考核或要求

发布日期	法规名称	信息技术投入内容
2017.07	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》	“信息技术投入考核值”指标排名首次纳入年度统计,计算信息系统投入金额、信息技术人员薪酬、信息技术投入考核值三项的绝对数指标; 其中信息技术投入考核值计算公式为:本年信息技术投入+本年信息技术人员薪酬×120%-上年专项合并营业收入×3%
2020.07	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》	“证券公司信息技术投入金额位于行业平均数以上,且投入金额占营业收入的比例位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的,分别加 2 分、1 分、0.5 分” 券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 8%或平均营业收入的 6%,其中网络和信息安全投入不低于信息科技投入的 7%;
2023.01	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》征求意见稿	信息科技专业人员不低于公司员工总数的 6%,网络和信息安全专业人员不低于信息科技专业人员的 3%且不应少于 4 人 券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 10%或平均营业收入的 7%;
2023.06	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》	鼓励有条件的券商逐步提升信息科技专业人员比例至企业员工总数的 7%,其中信息安全专业人员比例至信息科技专业人员总数的 3%并且不少于 2 人

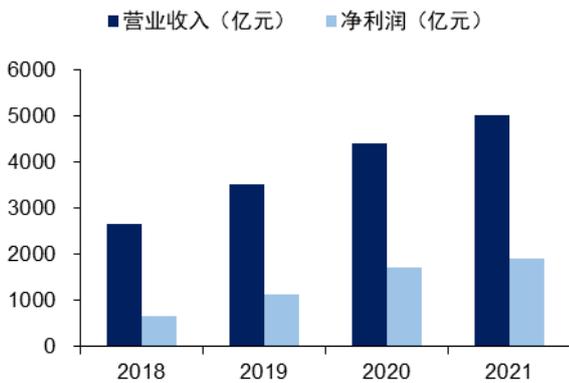
数据来源：证监会、中证协等，东吴证券研究所

证券业 IT 投入增长显著，市场规模不断扩大。

证券业 IT 投入增速显著高于营收和净利润增速。根据中证协，2021 年全行业 140 家证券公司实现营业收入 5024.10 亿元(yoy+12.0%)，实现净利润 1911.19 亿(yoy+21.3%) 元。2021 年证券业 IT 投入总金额为 338.20 亿元(yoy+28.7%)，IT 投入营收占比由 2018 年 4.9%提升至 2021 年 6.7%。截至 2023 年 5 月，有 49 家证券公司年报披露了 2022 年信息技术资金投入数据，约 80%的证券公司 IT 投入高于 2021 年。

证券业 IT 人员增速显著高于行业人员增速。人员方面，2021 年证券行业登记从业 人员数量为 35.98 万人(yoy+3.75%)，证券公司 IT 人员总数为 30952 人(yoy+19.7%)。 在 96 家披露了 IT 人员规模证券公司中，超 70%证券公司 IT 人员保持增长。

图16: 2018 年-2021 年证券行业营业收入及净利润



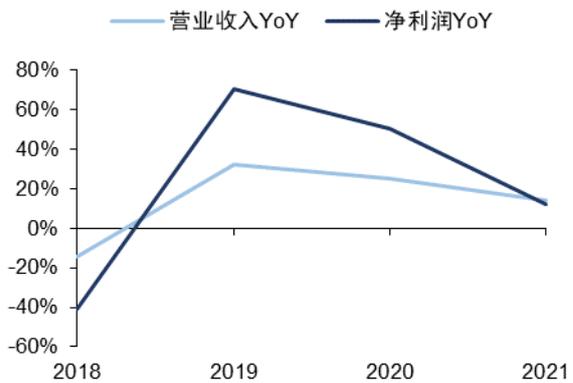
数据来源：中证协，东吴证券研究所

图18: 证券业 IT 投入 (亿元) 及收入占比



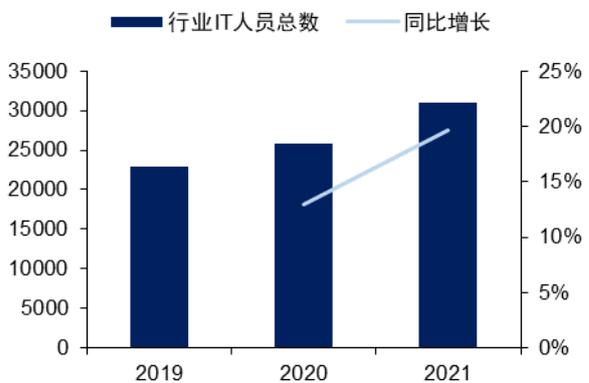
数据来源：中证协，东吴证券研究所

图17: 2018 年-2021 年证券行业营业收入及净利润增速



数据来源：中证协，东吴证券研究所

图19: 证券业 IT 人员总数及增速 (人)

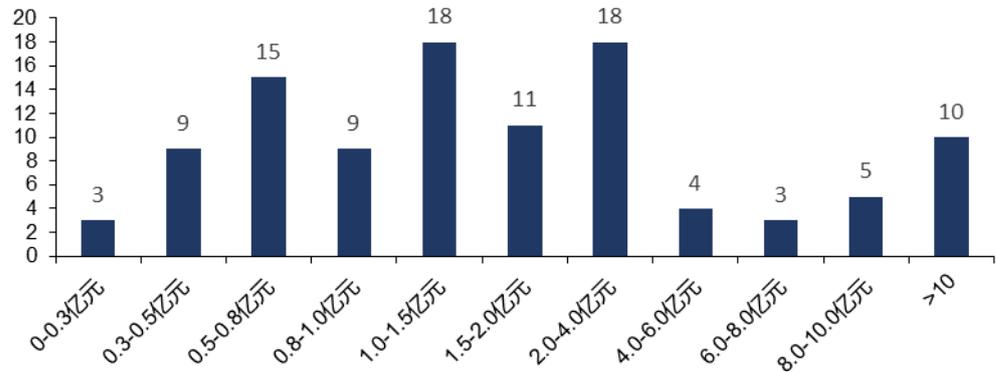


数据来源：中证协，东吴证券研究所

中型券商的 IT 投入占比相对头部券商更高。从券商 IT 投入绝对值看，2021 年有 10 家证券公司 IT 投入额超过十亿元，分别为华泰证券、中金公司、中信证券等。

家券商的 IT 投入占营收比重在 3%~6%之间。从券商 IT 投入占营收比重看，2021 年占比超过 10%的有华林证券、华鑫证券等 7 家，最高的为华林证券、华鑫证券（25.2%、24.3%）。

图20: 2021 年证券公司 IT 投入额分段数量 (家)



数据来源: 中证协, 东吴证券研究所

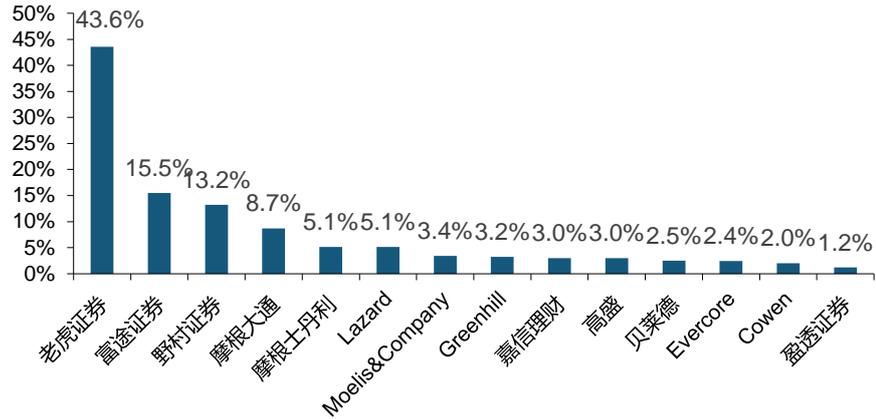
表5: 券商 2021 年信息投入金额前十名、信息投入占营业收入比例前十名

信息投入金额前十名			信息投入占营业收入比例前十名	
名称	金额	IT 投入占比	名称	比例
华泰证券	23.38 亿元	6.17%	华林证券	25.17%
中金公司	18.56 亿元	6.17%	华鑫证券	24.33%
中信证券	17.36 亿元	2.27%	东方财富	14.26%
国泰君安	15.35 亿元	3.59%	中金公司	11.82%
招商证券	12.78 亿元	4.35%	平安证券	11.11%
海通证券	12.09 亿元	2.80%	华泰证券	11.01%
中信建投	11.64 亿元	3.90%	中泰证券	11.01%
广发证券	10.74 亿元	3.14%	安信证券	9.40%
银河证券	10.69 亿元	2.97%	国金证券	8.38%
平安证券	10.11 亿元	7.54%	财通证券	8.12%

数据来源: 中证协, 公司公告, 东吴证券研究所

根据华锐金融科技研究所, 观察 2020 年国际领先金融机构 IT 投入占比, 10%以上的有老虎证券、附图证券、野村证券, 摩根大通、摩根士丹利、Lazard 也均高于 5%。对标国内头部券商的 IT 投入营收占比, 除个别 6%左右占比的券商以外, 多数券商的 IT 投入占比还有显著提升空间。

图21: 2020 年国际领先金融机构 IT 投入占营收比例 (%)



数据来源：华锐金融科技研究所，东吴证券研究所

自上而下的导向下，各券商持续加强信息技术建设能力，积极落实金融科技战略规划，稳步推动信创改造工作，强化金融科技风险防范，提升金融科技自主可控水平。

表6: 部分证券公司 2022 年金融科技相关战略

证券公司	2022 年金融科技相关战略
中金公司	中金财富 APP9.0 版本升级 7×24 小时服务、升级资产全景视图、升级统一账户体系，迎来首位“数字员工”Jinn；投顾平台 E-SPACE 焕新，上线中国 50 及全账户四步法
国泰君安	行业内首家完成新一代信创核心交易系统的全面切换，稳步推进道合销售通、多空收益互换系统、券源通 3.0 以及企业客户 CRM 等重点项目建设，持续优化以君弘 APP 为核心的数字化财富管理平台和以道合 APP 为核心的机构客户综合服务平台
东方证券	推进人工智能、区块链等创新技术中台建设，公司东方雨燕极速交易系统 OST 技术实现纳秒级穿透时延，东证期货完成繁微智能投研平台 3.0 大版本迭代
首创证券	发布一站式综合金融服务平台“番茄财富 APP”5.0 版本，全年注册用户数同比增长 45%
东北证券	在数字化基础设施方面，完成了全栈敏态云、容器云、信创云、云管平台的落地，初步形成了支撑未来发展“云网一体化”的新 IT 基础架构

数据来源：各公司公开信息，东吴证券研究所

环境变化、政策变化进一步催化金融机构 IT 投入。未来，公募基金管理费率下降、券商交易佣金下降等行业环境变化，或倒逼证券业进一步通过 IT 手段降本增效，同时向财富管理等业务转型，持续为证券、资管 IT 领域带来建设改造需求；另外，注册制、T+0 等政策机制变革也有望持续催化行业需求。

2.2. “3+1” 平台技术底座扎实，迎来金融科技变革红利

公司产品与解决方案覆盖证券、期货、大资管、银行、信托、要素交易市场。根据公司 2022 年业绩交流会，公司来自证券、期货行业的收入占比约 75%（其中交易业务约占 1/3，证券零售业务、机构业务约 1/3）；大资管、银行、信托占比约 20%；其他企

业、教育信息化 5%。

表7: 顶点软件证券期货行业业务布局

领域	业务内容	公司产品	落地情况及展望
新交易体系	践行“新交易体系”创新理念，以一个开放的交易体系替代一套封闭大而全的集中交易系统，满足多样、多态的交易需求，实现传统集中交易解耦、分布式部署、多活业务持续可用、多态持续可迭代	A5 信创版，HTS 极速交易系统	A5 信创版加速证券行业的应用代际升级，将实现大规模落地应用
机构业务	通过业务研究与数据结合驱动新理念，为机构业务的创新与发展提供技术支持，在机构的客户经营、信用业务、销售业务以及各类创新业务上提供数字化整体解决方案，同时围绕金融产品的供给、全生命周期管理等提供综合产品与技术服务	系列专业机构交易、产品中心、机构 CRM、机构专项业务、机构理财业务等	应用于多家头部券商，并取得了较好的市场占有率
证券 财富管理	覆盖财富与零售客户的客户经营、公募投顾、资产配置、财富管理、员工展业、员工效能、企业绩效等前、中、后多个领域	C6 平台、财富管理服务体系 W5、E5 等	公司零售财富系列产品在全业务、全链条的绩效考核系统保持领先优势
投资银行	提供股权、债权、新三板、并购、ABS 等涵盖投行全业务，覆盖全生命周期、全业务流程的数字化支持。支持涉及项目、质控、内核、合规和风控、工作底稿等"大投行一体化"解决方案	i5 数智投行平台	i5 数智投行平台已在数家券商使用
数字投研	为金融机构提供资讯数据整合服务，实现可视化数据分析，挖掘数据价值，赋能财富、投资业务	一体化投研业务支撑平台、一站式投研数据赋能平台	目前都已应用于多家券商和基金公司
智慧运营	为证券公司提供集中运营、智慧运营、统一账户、集团运营等产品与解决方案，推动行业运营业务数字化转型	智慧运营系统	业务保持较快增长
期货	提供期权交易、期权做市交易、期权极速交易、客户经营、营销服务、业务运营等全面产品解决方案，助力期货数字化转型。在期货领域实现全市场、全品种的全业务覆盖，并在个股期权交易、营销服务等领域处于市场领先地位	超低时延股票期权做市柜台 HTS_mini 版，F5 系统产品、C5 期货综合运营平台	在交易系统信创方面，和客户共同完成了行业首家现货交易柜台的信创改造，对期货行业核心交易系统的自主可控具有里程碑意义

数据来源：公司官网、招股书、年报，东吴证券研究所

表8: 公司在大资管等其他领域业务布局

业务领域	业务内容	公司产品	落地情况及展望
大资管	为公募基金、私募基金、证券资管、保险资管、银行理财子等金融机构，提供营销、运营、投研等一体化产品与解决方案，助力大资管行业数字化转型	营销服务中台、产品运营业务中台	产品运营管理平台公司已同多家基金及证券资管、保险资管、银行理财子等资管机构达成合作。买方中台系统的建设需求有望提升
银行	基于 LiveBOS 灵动业务架构平台和 LiveData 灵动数据平台，将低代码开发与数据服务技术优势与中小银行业务特色融	客户建档与预授信系统、客户营销管理系统、精准营销系统、绩	中小银行信息化持续聚焦智能化信贷以及数智营销等系统建设，大资

	合，整合数字营销、信贷辅助、风控预警与数字化运营等多场景应用，为中小银行的管理者、员工进行科技赋能	效管理系统、产业链客户管理系统、客户经理工作平台	管、大财富解决方案在中小银行取得突破
信托	聚焦行业高端财富管理转型与升级，提供客户生态链接、财富管理、家族信托、营销服务一体化、产品运营一体化解决方案；助力信托机构了解客户、赋能员工、精准决策、资产配置、掌控风险	销售管理系统、综合营销服务平台、家族信托管理系统	在资管新规、业务三分类的背景下，进行了重新规划与定位，特别是信托核心底座系列：客户中心 ECIF、资金中心都有实际落地
要素交易市场	服务区域性股权、国有产权、金融资产、文化产权、农村产权、环境能源、生态产品等要素交易机构的数字化转型，持续引领要素交易市场的信息化、数字化建设	核心交易系统	预计在区域性股权交易市场的市场份额继续保持优势，与多家其他要素市场客户进行多轮、深度的技术和业务合作

数据来源：公司官网、招股书、年报，东吴证券研究所

公司以三大平台为技术底座自主研发“3+1”基础技术平台：3指分布式&低延时交易技术平台 LiveDTP、灵动数据平台 LiveData、灵动业务架构平台 LiveBOS；1指公司自主研发的飞驰内存数据库 HyperDB。

(1) 交易技术平台 LiveDTP

作为公司自主研发的分布式、低时延、跨平台的新一代交易技术平台，LiveDTP 全面去“IOE”，全栈自主可控。同时基于此构建的 A5、HTS 等交易型应用，全面实现全市场、全业务的核心交易应用，全面适配国产信创服务器、基础软件、国密通信等。

分布式核心交易系统 A5 信创版：

公司与东吴证券合作开发的 A5 信创版于 2020 年 6 月全面上线，是行业唯一全面上线运行、全业务的分布式核心交易系统，实现以国产自研“飞驰”内存数据库 HyperDB 全面替代国外商业数据库，并让投资者交易速度全面跃入微秒级。

图22: A5 信创版曾获荣誉



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

HTS 系列领航专业低延时交易：

HTS 极速交易系列基于分布式、自主创新的飞驰数据库，可满足普通经纪业务、自

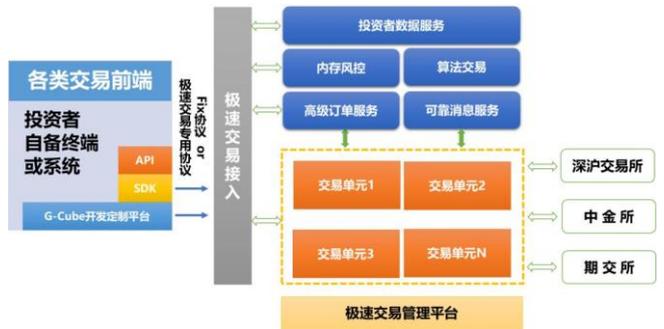
营、期权做市以及机构风控的极速交易需求，HTS 技术在交易控制、接入、通道上完全独立，可以实现微秒级的订单处理速度，便于个性化交易需求响应。客户包括中信证券、华泰证券、国泰君安、银河证券等等。

图23: HTS 极速交易系列拥有多个版本



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

图24: HTS 技术在交易控制、接入、通道上完全独立



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

(2) 业务架构平台 LiveBOS

LiveBOS 灵动业务架构平台，是面向对象的业务支撑平台与建模工具，在 LiveBOS 支持下，用户只需要基于业务和管理的层面，而非技术的层面来理解、设计、构架和集成企业的信息系统，就可以实现各类基于 WEB 的高层次信息化应用。

图25: LiveBOS 由软件集成开发环境、运行支持环境与业务运维管理工具三部分组成



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

(3) 灵动数据平台 LiveData

LiveData 于 2022 年正式上线，助力金融机构基于此平台快速构建数据架构，实现

数据驱动各类应用的快速开发，构建数据服务中台、血缘管理、数据资产管理以及面向各类主题的数据服务。依托该平台在数据应用的强大核心技术底座支撑能力，公司在 2023 年年初接连在政府、教育与要素交易市场上承接项目。

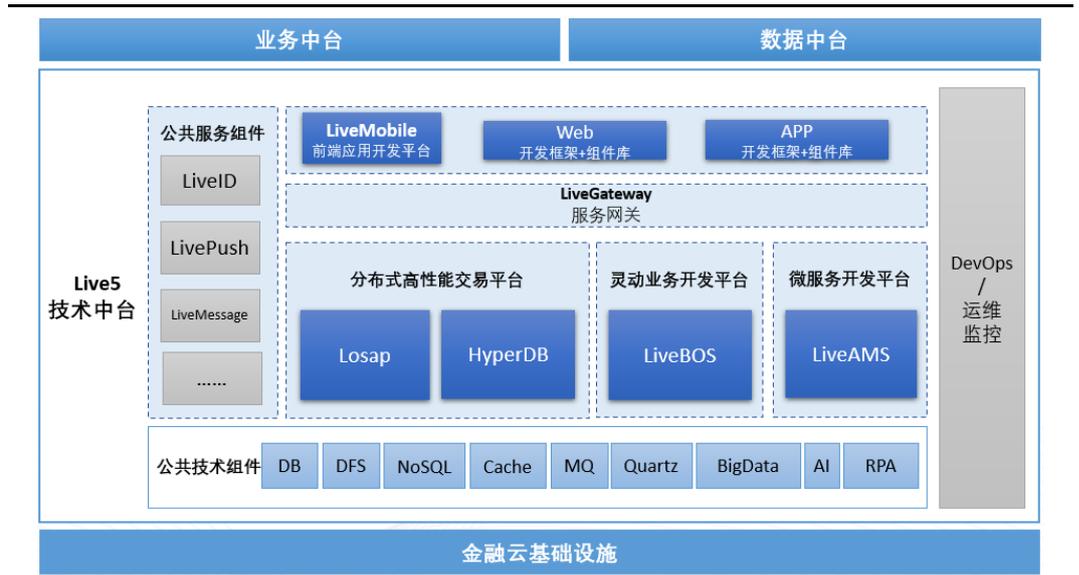
表9: 2023 年初公司 LiveData 平台相关订单

项目类型	订单金额	内容
某数智城市项目	超过 1600 万元	大数据驱动，构建城市数字底座，实现城市事务一网统管，打造敏捷、韧性、高效数智城市
某数字校园项目	超过 1300 万元	将数据与校园教学、科研、管理、服务业务深度融合，实现校园数字化水平跨越式升级
某产权数字化项目	近 1000 万元	携手某产权交易所，打造产权交易领域的第一个企业级数据中台

数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

除三大系统外，公司还取得了 Live5 灵动技术中台套件等自主可控的重要成果。Live 技术中台为金融信创提供了一整套自主可控的成熟解决方案，从系统框架、开发技术栈、开发方法、开发平台、成熟功能组件、系统发布运维等多个方面提供支持。

图26: 公司通过 Live5 中台形成“1+N”能力架构



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

(4) 飞驰内存数据库 HyperDB

HyperDB 飞驰内存数据库是顶点软件自主研发的核心基础技术产品。HyperDB 面向实时交易应用领域，采用领先的低延时、高性能算法、内存管理等关键技术，为大并发、低延时实时计算打开无限可能，以完备的高可靠机制、完整的数据管理能力为全面内存交易提供核心支撑，支持国产信创软硬件平台。目前 HyperDB 已面市 8 年+运行、部署于数十家金融机构的数百个关键低延时交易应用节点，历经多次大行情考验，在高可靠、高性能、高容量等方面得到充分验证。

伴随证券、期货、大资管等行业的科技化升级浪潮，公司基于扎实的技术平台底座和相对全面的解决方案布局，有望进一步凸显核心竞争力。

3. 拐点机遇：十年磨一剑，金融信创弯道超车

3.1. 金融信创全面替代箭在弦上

信创产业大势所趋，新一轮全面替换箭在弦上。《“十四五”数字经济规划》指出，着力提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备的供给水平，强化关键产品自给保障能力。2020-2022 年，以党政为代表的领域率先完成市级以上综合办公软件的国产化替代，信创产业进入高速发展期；2023-2027 年，包括金融领域在内的行业信创和党政区县信创将开启更大一轮全面替换周期。

图27：信创产业体系全景图



数据来源：东吴证券研究所

政策节奏：2027 年是全面替代节点，金融信创 2025 年有望取得显著进展。以金融行业为例，2020 年第一批金融机构信创试点 IT 投入信创占比约 5~8%，2022 年第三批试点 IT 投入信创占比在 25%以上，2023 年要达到 50%以上（部分有条件的要到 60%以上），2025 年信创支出占 IT 投入比重或达 100%。可见金融信创试点范围不断扩大、金额投入占比不断提升，并且对于实质性的业务系统自主可控能力也有进一步要求。我们预计 2025 年金融行业核心业务系统替换会取得显著进展。

从金融行业整体的信创应用实践进展来看，在外围应用、一般应用以及核心应用三

个层级的信创实践均已实际推进。

图28: 金融行业整体的信创应用层级



数据来源: 顶点软件公众号, 东吴证券研究所

应用软件实现信创的路径主要有两条: 迁移适配和换代升级。在迁移适配路径方面, 信创底座的兼容性和性能需重点关注; 在换代升级路径方面, 信创必须与数字化转型进行有机结合, 包括选择采用分布式架构、采用融合计算架构或云原生架构方式应对。

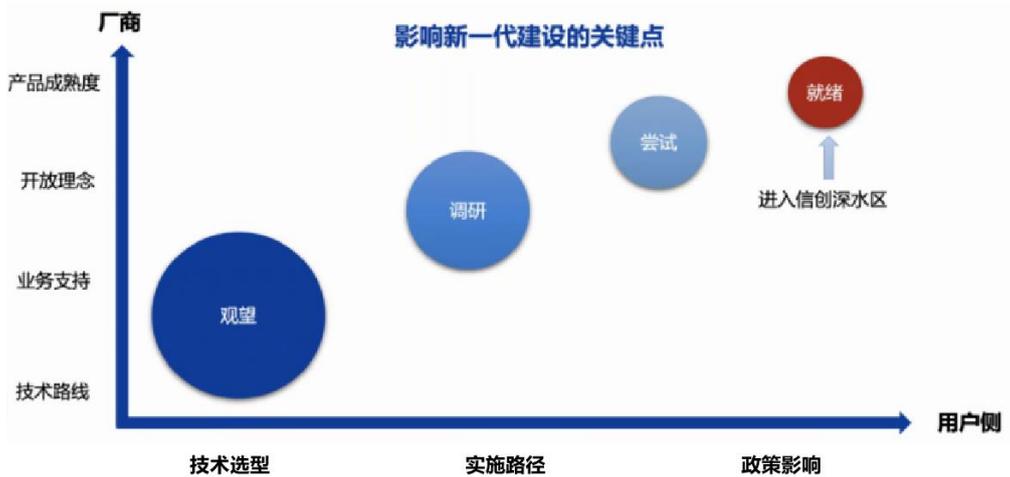
表10: 应用软件信创实现路径

信创路径	适用场景	典型应用
迁移适配	业务成熟稳定, 系统基本满足近期发展需求; 快速满足信创比例合规要求	办公系统 (OA、邮件、财务管理、人力资源管理); 一般业务系统(CRM、合规管理、监管报送、账户管理、综合运营等)
换代升级	业务快速发展, 现有系统本身面临重大升级换代需求; 信创基础软硬件在性能和功能等方面难以满足业务处理要求	核心业务系统(核心交易系统、统一清算系统等)

数据来源: 金证股份公众号, 东吴证券研究所

金融信创已进入深水区, 重要系统的实质性替换面临复杂性、挑战性。目前证券公司已从政策观望、项目准备为主, 逐渐向细分领域尝试验证转变, 部分证券公司已实现自主可控核心系统的全面上线。伴随信创实质性要求进一步深化落地, 金融领域信创深水区实践会越来越多。

图29: 金融信创已进入深水区



数据来源：顶点软件 2023 年券商核心系统攻关论坛，东吴证券研究所

数据库是核心系统自主可控的关键，集中交易系统等重要系统依赖数据库的性能和高可靠数据存储。在新的核心交易系统建设过程中，数据库层面去“O”是关键，也是信创的基础。过去国内约有 90% 以上的集中交易系统采用 Oracle 数据库，目前在信创趋势下，越来越多的金融机构将外围系统的数据库替换为腾讯 TDSQL、达梦、Oceanbase 等国产数据库，但在核心系统的替换方面，数据库环节存在较大挑战。

可以说，数据库是目前核心系统信创领域最关键的痛点环节之一。

图30：国产集中式和分布式数据库厂商部分列举



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 先发优势+技术路线优势，助力信创弯道超车

先发优势和技术路线优势助力顶点软件信创弯道超车。

先发优势：顶点软件 10 年信创布局，标杆案例已成功运行 3 年。2013 年在去 IOE 的金融业自主可控目标下，顶点软件决定自行研发“飞驰”内存数据库 HyperDB，验证内存数据库的性能与可靠性；2015 年顶点软件开始规划新一代核心交易系统的建设，几

大核心特征包括去 IOE、分布式、内存数据库、低延时、多活等，去 IOE 是目标之一；同年，顶点软件与东吴证券进行 A5 信创版的联合开发，开启了持续 5 年、每年投入近 2000 万的研发周期。

图31: 顶点软件先发布局信创已有十年



数据来源：顶点软件公众号，东吴证券研究所

2017 年底，A5 系统完成研发与测试，2018 年 6 月开始在东吴证券进行实盘交易的试运行，2019 年中期开始进行量化交易、公募交易、个股期权的上线与迁移，2020 年 5 月完成 2 家先锋营业部的切换，2020 年 6 月底完成 A5 交易系统的整体切换，实现了零售、机构经纪、期权、量化交易、公募交易等业务的无感迁移。截至 2023 年 7 月，A5 核心交易系统在东吴证券已全面上线运行 3 年时间。

图32: 2020 年 6 月 A5 交易系统在东吴证券全面上线



数据来源：顶点软件公众号，东吴证券研究所

图33: A5 核心交易系统在东吴证券全面上线运行 3 年



数据来源：顶点软件公众号，东吴证券研究所

“A5 信创版”是全行业上线的首个支持全业务的极速交易、全内存处理的集中交易系统。相比上一代交易系统，新系统交易实测平均延迟从原有 10 毫秒提升至 1 毫秒以内，单节点业务并发量从 3 万笔每秒提升到至少 10 万笔每秒，能够支持千万级交易委托。

目前，顶点软件分布式核心交易系统 A5 已在东吴证券、东海证券、华宝证券、麦高证券上线。预计 2023 年还会有数家券商全面上线。A5 信创版确立了公司在新一代的分布式核心交易系统中的先锋领导地位，多年研发投入已进入收获期。

图34: A5 信创版打破金融核心系统对国外商用数据库的依赖



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

技术路线：内存路线 10 余年打磨，领军新一代分布式核心交易系统。

多年来我国证券行业集中交易系统在技术架构上对美国大型 IT 公司依赖程度较高，核心是对国外商业数据库、特定商业硬件平台的高度依赖。信创数据库的可靠性和性能是业内担忧的关键，而分布式内存数据库路线有效解决了这一难题，既提升可靠性，又避免软件性能带来的延时问题。

图35: 分布式数据库路线逐渐获得共识



数据来源：东吴证券研究所绘制

顶点软件 A5 核心交易系统技术路线：分布式、低延时、内存化，基于内存数据库 HyperDB 以及分布式 DCN 平台 LiveDTP 来构建。

图36: 顶点软件 A5 交易系统技术路线

- 分布式架构：** 灵活部署，按客户、业务分配到不同交易节点
- 内存数据库HyperDB：** 配合高速交易中间件，为零售客户带来低时延体验
- 存算分离交易架构：** 在中间件和内存数据库中完成计算，弱化数据库作用

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

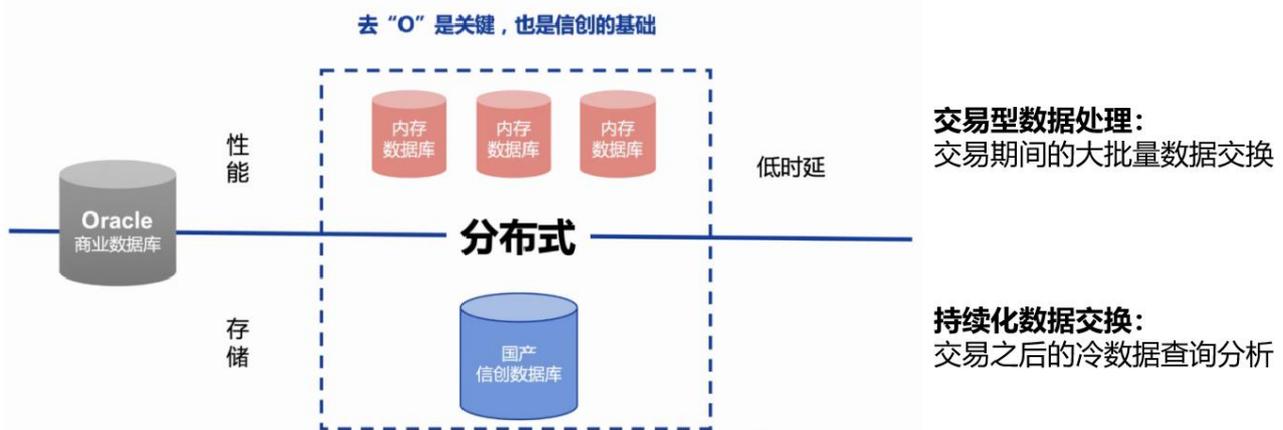
首先是分布式架构，公司的分布式交易体系可以支持灵活的部署，可以按客户、业务分配到不同的交易节点。公司在分布式数据库的路线上布局已久，过去 90%机构都是选用 Oracle 集中式数据库搭建交易系统。

内存路线公司已打磨 14 年时间，存算分离架构弱化数据库作用。公司 2009 年开始内存路线基础技术的创新性研究，2010 年推出全行业首家基于内存的极速交易系统，并于 2012 年在华泰证券上线。2013 年公司决定自主研发“飞驰”内存数据库 HyperDB。

内存路线即内存数据库路线，是将交易期间的性能部分由内存数据库来替代，交易结束后的查询等存储功能由国产信创数据库或其他开源数据库来替代，用技术架构手段降低了对单体数据库的性能要求，也基于分布式数据库降低了系统的崩溃风险。

顶点 A5 架构针对证券交易的特点，采用了存算分离交易架构，在中间件和内存数据库中完成计算，弱化了数据库的作用，仅作为落地存储使用，将数据存储设计分为交易型数据处理和持久化数据存储两部分，分别使用顶点自研的 HyperDB 内存数据库与开源关系型数据库。计算核心采用自主可控的内存数据库，业务处理使用顶点软件自主研发的中间件，辅助存储数据库与操作系统均使用开源产品。

图37: 顶点软件的分布式内存数据库路线



数据来源：顶点软件 2023 年券商核心系统攻关论坛，东吴证券研究所

内存数据库方案上，HyperDB 突出数据访问的低延迟存取以及数据并发处理能力，使用场景为日间实时的交易节点。关系型数据库为内存交易数据库提供异步高可靠保障的同时，对分布式管控数据采用读写分离与高可用主备同步技术。历史数据库采用了数据库中间件平台实现分布式海量数据的存储与集中存取。

图38: 顶点核心交易系统信创的实现路径

应用	交易 A5零售、HTS机构、场外	风控 阻断、旁路	接入 极速、统一
平台	LiveDTP		
数据库	内存化	HyperDB 飞驰内存交易数据库	
	持久化	信创 TDSQL\高斯DB\TiDB\GoldenDB	开源 MySQL\PostgreSQL
操作系统	信创 麒麟、欧拉	开源 CentOS	商用 RedHat & Windows
基础设施	存储 NVMe	计算 x86 & ARM	网络 低时延交换

数据来源：顶点软件 2023 年券商核心系统攻关论坛，东吴证券研究所

基础技术平台 LiveDTP 信创先行，带动应用全面信创。 LiveDTP 分布式交易平台，是基于顶点软件在交易领域的长期技术积累，自主研发的分布式、低时延、跨平台的新一代交易技术平台。LiveDTP 以低时延运行核心、HyperDB 内存数据库为基础核心，结合开发平台、运维平台与测试平台构建完整的 LiveDTP 应用体系。平台兼容主流的国产软硬件，适配 x86、arm 等多种基础指令架构，全面支持核心交易的信创化。

图39：平台信创先行，带动应用全面信创



数据来源：顶点软件 2023 年券商核心系统攻关论坛，东吴证券研究所

2023 年 6 月，中国证券业协会印发《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》，鼓励有条件的券商积极推进新一代核心系统的建设，根据不同客户群开展核心系统技术架构的转型升级工作。顶点的技术路线与《安全提升计划》的新一代核心系统建设指导思想（交易、账户、清算与运营分离，从集中式专有架构向分布式、低延时、开放架构转型）高度契合。

目前顶点在最关键的核心交易系统信创方面领先优势显著，有望以点带面切入新客

户替换，弯道超车带动全业务系统信创落地。公司已在核心交易、账户运营、清算资金等最核心的领域进行了突破，未来在财富管理、大数据服务、投研产品以及其他金融领域的信创有望进一步落地。

图40: 核心突破带动全面信创



数据来源：顶点软件 2023 年券商核心系统攻关论坛，东吴证券研究所

4. 盈利预测和估值

考虑到金融信创的带动以及证券 IT 行业的快速发展，我们预测公司产品化软件业务有望成为未来几年增长最快的业务，2023-2025 年收入预计 1.4/2.0/2.5 亿元，毛利率维持 100%；软件运维服务业务收入对应 1.0/1.2/1.5 亿元，毛利率保持在 87%；定制化软件业务收入预计 5.5/7.0/8.7 亿元，伴随业务变革不断深化，毛利率 58%/60%/60%。

综上，我们预测公司 2023-2025 年收入 7.9/10.2/13.0 亿元，yoy+26.5%/+29.1%/+22.6%；归母净利润 2.3/3.1/4.0 亿元，yoy+39.7%/+33.6%/28.2%。分别对应 EPS 1.36/1.81/2.32 元，对应 41/31/24 倍 PE。

表11: 顶点软件盈利预测 (百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	502.93	624.59	790.00	1,020.00	1,300.00
Yoy	43.68%	24.19%	26.48%	29.11%	22.55%
营业成本	154.24	203.27	244.00	295.60	379.50
毛利	348.69	421.32	546.00	724.40	920.50
毛利率	69.33%	67.46%	69.11%	71.02%	70.81%
归母净利润	137.43	166.04	232.01	309.93	397.25

Yoy	26.65%	20.82%	39.73%	33.58%	28.17%
EPS	0.74	0.97	1.36	1.81	2.32
P/E	74.62	56.93	40.74	30.50	23.8

数据来源：WIND，东吴证券研究所

5. 风险提示

证券、资管等下游行业压缩 IT 开支。当前环境下金融机构面临交易佣金、管理费率下降的风险，或导致相关公司降低 IT 开支。

市场竞争加剧。证券、资管 IT 过去多年竞争格局相对稳定，若竞争对手取得关键技术突破，或公司未拿下关键标杆案例，或导致竞争格局变化。

信创推进不及预期。金融领域信创推进要求持续深化，若节奏发生变化，或引起下游业务推进减慢。

顶点软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,588	1,810	2,213	2,778	营业总收入	625	790	1,020	1,300
货币资金及交易性金融资产	1,390	1,546	1,905	2,386	营业成本(含金融类)	203	244	296	380
经营性应收款项	53	57	73	99	税金及附加	8	11	14	17
存货	130	190	215	271	销售费用	50	62	78	98
合同资产	0	0	0	0	管理费用	96	115	146	182
其他流动资产	15	18	20	22	研发费用	139	170	219	280
非流动资产	192	248	280	294	财务费用	(20)	0	0	0
长期股权投资	41	53	68	77	加:其他收益	23	36	43	54
固定资产及使用权资产	96	106	121	125	投资净收益	4	18	16	19
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	10	9	10	9	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	8	9	11	14	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	174	243	327	417
其他非流动资产	37	69	69	69	营业外净收支	0	2	2	2
资产总计	1,780	2,058	2,493	3,072	利润总额	174	245	329	419
流动负债	407	585	709	892	减:所得税	10	12	18	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	164	233	310	396
经营性应付款项	7	8	9	12	减:少数股东损益	(2)	0	1	(1)
合同负债	274	421	503	635	归属母公司净利润	166	232	310	397
其他流动负债	126	156	197	245	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.97	1.36	1.81	2.32
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	149	245	329	419
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	160	258	344	435
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.46	69.11	71.02	70.81
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	26.58	29.37	30.39	30.56
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	24.19	26.48	29.11	27.45
负债合计	407	585	709	892	归母净利润增长率(%)	20.82	39.73	33.58	28.17
归属母公司股东权益	1,362	1,461	1,771	2,168					
少数股东权益	11	12	12	12					
所有者权益合计	1,374	1,473	1,783	2,180					
负债和股东权益	1,780	2,058	2,493	3,072					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	196	338	390	490	每股净资产(元)	7.95	8.53	10.34	12.66
投资活动现金流	(45)	(49)	(30)	(10)	最新发行在外股份(百万股)	171	171	171	171
筹资活动现金流	(88)	(133)	0	0	ROIC(%)	10.67	16.34	19.07	20.00
现金净增加额	64	156	359	481	ROE-摊薄(%)	12.19	15.88	17.50	18.32
折旧和摊销	11	13	16	16	资产负债率(%)	22.85	28.43	28.46	29.05
资本开支	(5)	(23)	(30)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	56.93	40.74	30.50	23.80
营运资本变动	30	113	81	99	P/B(现价)	6.94	6.47	5.34	4.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>