

顶点软件(603383)

报告日期: 2023年08月09日

信创先发优势显著, 三期叠加迎来机遇

——顶点软件深度报告

投资要点

□ 聚焦金融科技的平台型数字服务商

公司致力于为金融行业提供信息化解决方案, 客户遍布证券、期货、资管、银行、信托、要素市场等行业。2018-2022年公司营业收入从2.96亿元增至6.25亿元, CAGR达20.6%; 归母净利润从1.20亿元增至1.66亿元, CAGR达8.5%。公司已形成“3+1”基础平台, 并采用“平台+业务模型产品+个性化服务定制”商业模式, 形成以BPM为核心, 跨前、中、后台的“三横一纵”整体解决方案。

□ 信创、数字化转型与资本市场改革三期叠加, 金融IT迎来广阔发展机遇

1) 信创进入“深水区”, 行业信创成为下一个阶段发力点。在实施路径上, 分布式架构推动国产化自主可控, 摆脱对服务器、数据库巨头的依赖。中国人民银行市场监管总局、银保监会、证监会共同印发《金融标准化“十四五”发展规划》特别提到要支持构建分布式和集中式并存的双核架构格局。

2) “二十大”提出加快建设网络强国、数字中国, 数字经济快速发展, 证券、资管公司掀起数字化转型浪潮。中国证券业协会统计, 2018-2021年证券公司软件投入从28.6亿元增至59.8亿元, CAGR达27.9%。中国证券业协会6月发布《证券公司网络和信息安全三年提升计划》鼓励证券公司在2023-2025三个年度金融科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的10%或平均营业收入的7%, 相较于年初发布的《征求意见稿》而言, IT投入占净利润比重上调2%, 占营业收入比重上调1%。

3) 资本市场改革提升券商利润和资管公司管理规模。2023年7月24日, 中央政治局召开会议提出“活跃资本市场, 提振投资者信心”。证监会从年初至今不断推动投资端改革, 引导长线资金入市。

□ 未雨绸缪布局分布式, 十年一剑功成在今朝

公司率先践行开放式交易体系, 分布式部署的技术路线。2013年, 公司着手研发自己的内存数据库, 以替代Oracle数据库。2015年, 携手东吴证券联合研发A5核心交易系统, 国产替代落地。公司开放的交易体系高度契合中国证券业协会《三年提升计划》中提出的“分布式、低时延、开放技术架构转型”的技术路径, 成为行业信创重要参照对象。

核心交易系统是证券、资管、期货等行业信息化的核心, 壁垒最高、客户转换成本最大, 一经确立便不会轻易更改供应商。掌握基于核心国产系统的厂家可以以点带面推广周边软件。当下顶点软件市场占有率相对较小, 在行业信创进度加快的背景下, 公司以核心交易系统为代表的产品在信创领域率先布局并落地, 有望为公司以点带面拓展客户。

□ 盈利预测与估值

我们预计2023-2025年公司营业收入达到8.36/11.03/14.11亿元, 同比增速+33.81%/+32.01%/+27.91%; 2023-2025年归母净利润分别为2.39/3.23/4.13亿元, 同比增速+44.21%/+35.06%/+27.70%, 对应49.32/36.52/28.59倍PE。首次覆盖予以“增持”评级。

□ 风险提示

信创进展不及预期; 行业竞争风险; 金融公司加大自研IT投入; 宏观经济与资本市场风险

投资评级: 增持(首次)

分析师: 刘雯蜀

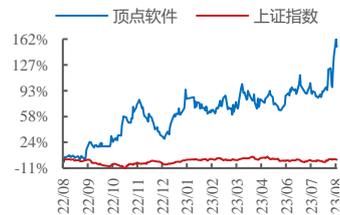
执业证书号: s1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 72.71
总市值(百万元)	12,449.21
总股本(百万股)	171.22

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	624.59	835.7	1103.2	1411.2
(+/-) (%)	24.19%	33.81%	32.01%	27.91%
归母净利润	166.04	239.4	323.4	413.0
(+/-) (%)	20.82%	44.21%	35.06%	27.70%
每股收益(元)	0.97	1.40	1.89	2.41
P/E	71.12	49.32	36.52	28.59

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 关键假设

- 1) 信创节奏加快之下，金融公司将优先考虑具备落地产品的公司
- 2) 公司信创产品相较于市场上其他对手保持领先优势
- 3) 核心交易系统切入客户后，客户购买周边软件的意愿加强

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：核心交易系统是公司的主要优势和业务增量。

我们认为：由于A股市场机构占比大幅提升、券商机构客户越发重要，证券公司将越发偏好一体化解决方案。顶点软件一旦能够从核心交易系统切入新客户，以点带面开拓周边业务具备清晰的逻辑支撑，确定性与业务增量将超出市场预期。

市场认为：公募基金费率改革和券商佣金下降将降低基金和券商营业收入，致使信息化投入减少。

我们认为：由于规模增长，公募基金费率改革短空长多；由于券商收入总量上升、结构调整，经纪业务佣金下降的损失有望被自营、做市、资管、投行业务弥补。

● 股价上涨的催化因素

如果公司招投标进入新客户、公司在已经购买公司核心交易系统客户当中中标新业务较多，则有望催化股价上涨

● 风险提示

信创进展不及预期；行业竞争风险；金融公司加大自研 IT 投入；宏观经济与资本市场风险

正文目录

1 聚焦金融科技的平台型数字服务商	6
1.1 基于“3+1”平台，实现金融全覆盖	6
1.2 业绩修复，增长趋势良好	9
2 三期叠加推动金融信息化	12
2.1 信创进度加快，已进入深水区	12
2.2 金融数字化转型正当时	14
2.3 资本市场改革提升金融信息化投入意愿，费率调整短空长多	16
3 未雨绸缪布局分布式，十年一剑功成在今朝	20
3.1 核心交易系统转换难度大，塑造客户粘性壁垒	20
3.2 行业信创加速，分布式交易系统有望改变市场格局	20
3.3 核心交易系统升级带动周边产品	22
3.4 顺应大资管趋势，着力开拓资管客户	23
4 盈利预测和估值	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司业务经历了 3 个阶段发展, 实现金融行业全覆盖	6
图 2: 公司股权结构	6
图 3: LiveData 在基金公司应用案例	8
图 4: LiveData 在证券公司应用案例	8
图 5: IDS 应用案例	9
图 6: LiveBOS 灵动业务架构平台发展历程	9
图 7: 顶点软件产品服务营收占比	10
图 8: 顶点软件产品服务毛利率	10
图 9: 2018-2022 顶点软件营业收入 (亿元)	10
图 10: 2018-2022 顶点软件归母净利润 (亿元)	10
图 11: 2018-2022 顶点软件毛利率及净利率	11
图 12: 2018-2022 顶点软件研发、销售、管理费用率	11
图 13: 定制软件员工成本占公司营业收入比重快速上升	11
图 14: 2018-2022 顶点软件员工人均薪酬增速	11
图 15: 信创发展历程	12
图 16: 金融行业信创实践层次	14
图 17: 证券公司 IT 投入提升空间 (满足净利润或营收占比)	14
图 18: 证券公司 IT 投入提升空间 (满足净利润和营收占比)	14
图 19: 2021 年中国营收前 5 公司信息化投入情况 (亿元)	15
图 20: 2021 年美国头部证券公司信息化投入情况 (亿美元)	15
图 21: 2013-2021 证券公司软件投入金额及增速	15
图 22: 证券公司 IT 投入分布	16
图 23: 证券公司 IT 人员数量分布	16
图 24: 2021 年 CS 证券板块证券公司净利润 (亿元, 从大到小)	17
图 25: 2022 年 CS 证券板块公司净利润 (亿元, 从大到小)	17
图 26: 2014-2022 中美公募基金规模对比	18
图 27: 2016-2022 中美公募基金规模增速	18
图 28: 中国公募基金 2023 年 1 月管理费率分布直方图	18
图 29: 中国公募基金最新管理费率分布直方图	18
图 30: 美国共同基金费率 (%)	19
图 31: 2012 和 2022 年美国各种类型基金净资产 (万亿美元)	19
图 32: 2013-2022 中信证券主营业务各部分收入占比	19
图 33: 2013-2022 高盛主营业务各部分收入占比	19
图 34: 公司 A5 交易系统获得了多项荣誉	21
图 35: 历时多年, 公司新一代核心交易系统终上线	22
图 36: 2021 证券公司代理机构客户买卖证券交易额直方图 (排名前 52 家)	22
图 37: 一个核心中间件可支撑多种业务系统	23
图 38: 2015-2022 资产管理规模 (万亿元)	23
图 39: 2015-2022 基金数量 (只)	23
图 40: 2019-2022 银行理财子公司数量	24
图 41: 2016-2022 银行理财产品资金余额	24
图 42: 顶点软件为资管行业提供一体化解决方案	24

表 1: 顶点软件主要产品及服务覆盖多行业, 跨前、中、后台	7
表 2: 顶点软件多个基础技术平台赋能应用	7
表 3: 2022 年信创支持政策	12
表 4: 金融行业信息技术支持政策	13
表 5: 近期资本市场改革重大事项	17
表 6: 2021 年分布式与前沿技术在证券公司各业务领域的应用案例分布	21
表 7: 盈利预测 (百万元, %)	26
表 8: 公司估值对比 (其余公司数据来自 2023.8.1 wind 一致预期, 总市值按照 2023.8.08 收盘价计算)	26
表附录: 三大报表预测值	27

1 聚焦金融科技的平台型数字服务商

1.1 基于“3+1”平台，实现金融全覆盖

平台型数字服务商，深耕金融IT行业。顶点软件成立于1996年，2017年在上海证券交易所主板上市。公司是一家平台型数字服务商，主要致力于为金融证券行业提供以业务流程管理（BPM）为核心的信息化解决方案，同时也为非金融行业提供信息化服务。客户遍布在证券、期货、资管、银行、信托、要素市场等行业。

从创立以来，顶点软件一直敏锐捕捉行业趋势，逐步成长为金融行业全面、全域的平台型数字服务商。公司成立初期致力于证券交易系统业务，结合国际先进经验，采用了C/S架构交易系统。之后，公司意识到证券行业大集中趋势，开发出超大规模证券业务处理平台A.BOSS。此阶段公司迅速成为证券行业交易系统的三家主要供应商之一，同时公司也成为证券CRM产品的龙头。

2006年公司推出灵动业务架构平台LiveBOS，赋能业务类软件开发。LiveBOS平台可开发CRM应用、综合统计报表应用、灵动人力资源系统、OA、IT资源管理等企业管理应用等产品。现在公司除了交易软件，所有的应用软件均基于该平台开发。

2011年公司开始业务转型，形成BPM为核心的整体解决方案。结合过往经验和市场需求，公司采用“平台+业务模型产品+个性化服务定制”商业模式，形成以BPM为核心，跨前、中、后台的“三横一纵”整体解决方案。

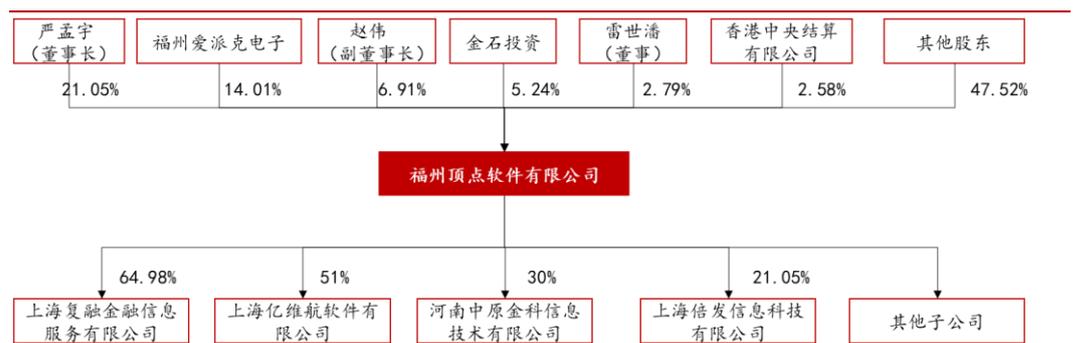
图1：公司业务经历了3个阶段发展，实现金融行业全覆盖



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

股权结构相对集中。前五大股东持股接近50%。其中福州爱派克电子控股股东为实际控制人严孟宇之岳父。

图2：公司股权结构



资料来源：天眼查，浙商证券研究所

公司业务围绕三种业务类型展开：(1) 交易驱动的业务，如交易业务线目前主要提供：A5 新创版（新一代分布式核心交易系统）、HTS 专业交易体系和专业交易配套系列等。(2) 流程驱动的业务，如证券零售业务线、智慧运营业务线等提供产品与服务。(3) 数据驱动的业务。

表1：顶点软件主要产品及服务覆盖多行业，跨前、中、后台

细分行业	解决方案	主要产品及服务
证券业	前台服务渠道与作业支持信息化解决方案	网上产品商城、业务受理终端、微信客户服务系统、移动展业 APP
	中台流程信息化解决方案	业务集中运营管理系统（如业务运营中台）、客户管理系统、营销服务一体化系统（如 CRM 营销服务一体化平台） 产品中心系统、财富管理业务支持系统、机构客户管理系统、经纪人管理系统、投资顾问业务支持系统、其它专项业务支持系统
	后台基础运营支持系统解决方案	大规模集中交易系统（含 A、B 股，三板，港股通，融资融券等全品种交易系统）、期货交易系统、快速内存交易系统、私募产品业务支持系统、资金支付平台、后台支持系统（资金、账户、支付、理财）、综合理财账户管理系统
电子交易市场	电子交易市场信息化解决方案	股权交易与登记托管系统、金融资产交易综合业务系统、现货大宗商品交易系统、产权综合业务系统、电子交易综合业务系统
银行业	银行综合经营管理信息化解决方案	客户建档与预授信系统、客户营销管理系统、精准营销系统、绩效管理系统、产业链客户管理系统、客户经理工作平台
教育	数字化校园流程管理信息化解决方案	招生与迎新系统、教务管理系统、收费管理系统、教师管理与考核系统
大中型企业	企业流程管理信息化解决方案	业务流程管理系统、财务预算管理系统、项目过程管理系统、人力资源管理系统

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

经过多年积累，公司已形成了“3+1”基础平台。3 大基础技术平台：分布式、低延时交易技术平台 LiveDTP、灵动数据平台 LiveData 和灵动业务架构平台 LiveBOS。1 个数据库：公司自主研发的飞驰内存数据库 HyperDB。

表2：顶点软件多个基础技术平台赋能应用

基础技术平台	介绍
 LiveDTP 交易技术平台	<p>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。</p>
 LiveData 灵动数据平台	<p>企业级数据资产管理与数据相关应用开发平台，助力金融机构快速构建 Data Fabric 数据架构，适用于企业级的数据资产管理，可以作为数据驱动各类应用的开发工具和数据技术中间件。基于 LiveData 可以构建数据服务中台、血缘管理、数据资产管理以及面向各类主题的数据服务。</p>
 LiveBOS 灵动业务架构平台	<p>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（基于业务层面是指开发人员只需描述企业的组织机构、业务流程、业务信息、业务资源、业务逻辑、业务事件等业务内容，而不考虑技术层面的东西），就可以实现各类基于 WEB 的高层次信息化应用。</p>
 HyperDB	<p>HyperDB 飞驰内存数据库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。</p>

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

LiveDTP 是分布式、低时延、跨平台新一代交易技术平台，基于 LiveDTP 公司构建多个交易形应用。包括面向经纪业务的 A5，面向机构的快速交易 HTS，还有 SWAP-DMA、场外 OTC 等交易型应用。

LiveData 灵动数据平台，是顶点软件面向数字化转型推出的核心数据技术底座。LiveData 可作为企业级数据技术中台及开发平台、数据资产管理平台和数据存算资源整合平台。在券商、资管领域和政府、教育、数据要素等领域均有应用。

资管领域，LiveData 可以深化客户画像，产品画像，员工画像、渠道画像在各个业务领域的应用建设。

图3：LiveData 在基金公司应用案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

券商领域，LiveData 对接包含运营、营销在内的各种业务，进行统一的数据采集管理

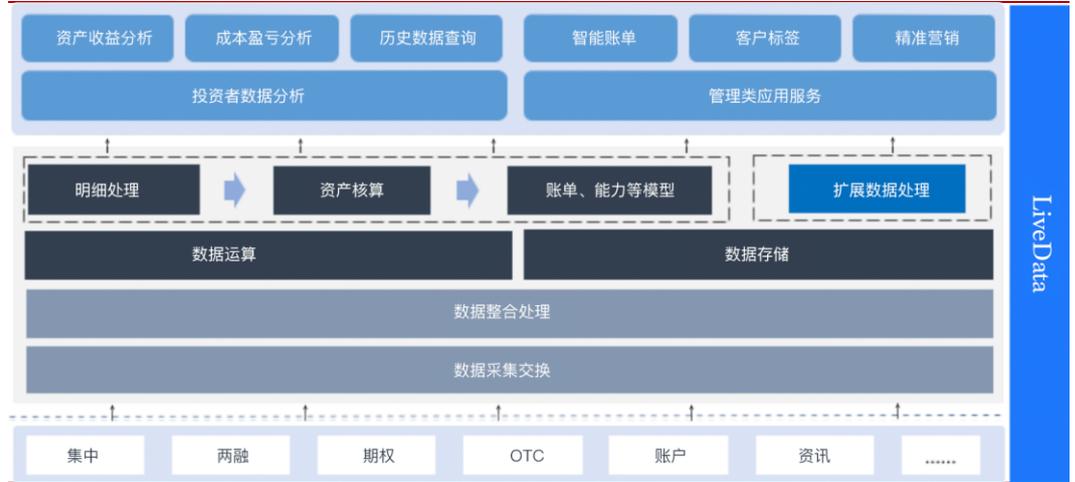
图4：LiveData 在证券公司应用案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

顶点通过 LiveData 打造顶点软件投资者数据服务 (IDS)，通过深度挖掘投资者交易与行为数据，提升券商在客户账户服务、公募投顾、精准营销等领域的数据应用与服务能力。该产品已在东兴证券、华宝证券等 20 多家券商得到广泛应用。

图5: IDS 应用案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

LiveBOS 助力敏捷开发。在公司业务架构平台 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（基于业务层面是指开发人员只需描述企业的组织机构、业务流程、业务信息、业务资源、业务逻辑、业务事件等业务内容，而不考虑技术层面的东西），就可以实现各类基于 WEB 的高层次信息化应用。

图6: LiveBOS 灵动业务架构平台发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 业绩修复，增长趋势良好

公司业务类型包括定制软件、产品化软件、软件运维服务和系统集成业务。其中，定制软件为根据客户需求为其开发定制的软件。产品化软件主要为发行人向客户销售的成套软件，如港股通交易系统软件、A.BOSS 新一代证券综合运营支撑平台系统、转融通系统

等。软件运维服务业务主要指公司为存量客户提供的常年软件系统运营和维护服务。系统集成业务是指根据用户需要将整个系统中的外购软件、硬件按照合理的方式进行集成，将各个分离的子系统连接成为一个完整可靠和经济有效整体的业务。

定制软件是公司主要的收入来源，各业务营收占比保持稳定。作为 B 端的信息化服务提供商，公司开发的软件需要和客户的业务紧密契合，定制软件是公司开展业务的主要形式，占收入比重最高。

毛利率从低到高分别是：系统集成设备、定制软件、软件运维服务、产品化软件。系统集成设备则还需要外购设备，因此毛利率最低。公司将定制软件和运维服务投入的人力成本计入的营业成本，将产品化软件成本计入研发费用。

图7：顶点软件产品服务营收占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：顶点软件产品服务毛利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司收入恢复良好增长态势。2018-2022 年公司营业收入从 2.96 亿元上升至 6.25 亿元，CAGR 为 20.6%。2020 年受到疫情冲击，收入增长大幅度放缓，出现亏损。2021、2022 年公司业务恢复和发展势头良好。

归母净利润修复。2018-2022 年公司归母净利润从 1.20 亿元增长至 1.66 亿元，CAGR 达 8.5%。根据公司的半年度业绩预告，2023 年 H1 公司预计实现归属于母公司所有者的净利润 5,850 万元到 6,250 万元，同比增长 65.37%到 76.68%。假设取平均数 6000 万元，则可以推算出 2023 Q2 实现净利润为 3790 万元，同比增长 13.8%。

图9：2018-2022 顶点软件营业收入（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

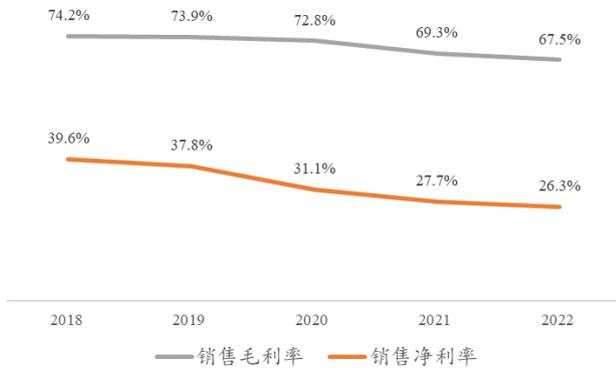
图10：2018-2022 顶点软件归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

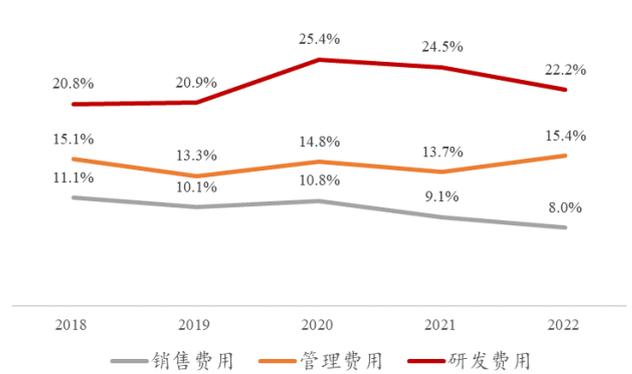
毛利率、净利率逐年下降。2018-2022年，公司毛利率从74.2%下降至67.5%，累计下降6.7pp。净利率从39.6%下降至26.3%，累计下降13.3pp。研发费用率、管理费用率有所上涨。

图11：2018-2022 顶点软件毛利率及净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：2018-2022 顶点软件研发、销售、管理费用率



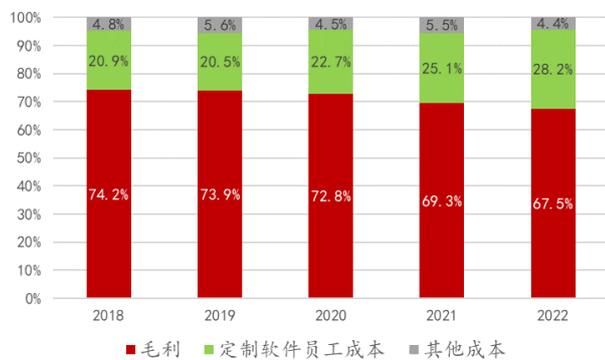
资料来源：Wind，浙商证券研究所

定制化软件毛利率下降，是毛利率下降的主要原因。2018-2022年，软件运维服务和系统集成设备业务毛利率上下波动，定制软件业务毛利率下降致使公司整体毛利率下降。

人均创收下降叠加员工薪酬上涨，是定制化软件毛利润率下滑的主要原因。一方面，人均创收从2018年的高位29.8万元逐年下降至2021年25.4，CAGR-5.19%。与此同时，员工薪酬保持上涨趋势，人均薪酬从2018年14.17万元上升至2021年15.5万元，CAGR 3.15%。公司85%以上员工为技术人员，而定制软件开发为公司主要成本项，因而人力成本上涨和人效下降最终导致了定制软件毛利率下降，以及公司整体的毛利率和净利率下降。

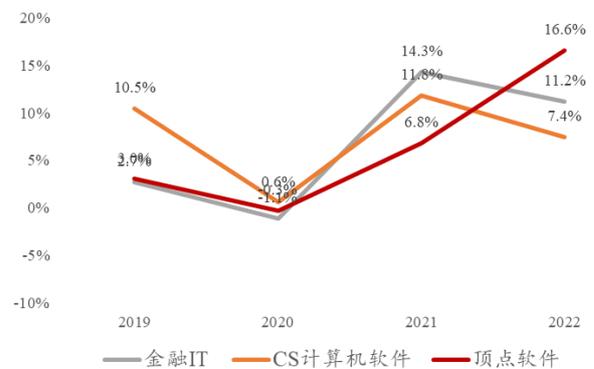
人力成本上涨是行业趋势。CS 计算机软件板块上市公司、金融IT相关企业的员工人均薪酬近年来均保持增长。IT公司主要的员工为掌握C++、Java、大数据等技能的技术人员，具有一定的通用性，因而即使是不同细分板块的公司，在人才上也有一定的竞争。未来在人工智能、企业数字化转型等利好因素的驱动下，我们认为计算机行业对人才的需求依旧保持旺盛，因而行业人力成本上涨的可能依然存在。

图13：定制软件员工成本占公司营业收入比重快速上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2018-2022 顶点软件员工人均薪酬增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 三期叠加推动金融信息化

信创、数字化转型与资本市场改革三期叠加。1) 信创进入“深水区”，行业信创成为下一阶段发力点，国产替代从应用软件向基础软件和基础硬件深化。2) 金融行业数字化转型如火如荼。“二十大”提出加快建设网络强国、数字中国，数字经济快速发展，数据要素重要性越发显著。3) 从近期出台的资本市场相关政策看，活跃资本市场、推动投资端改革，引导中长期资金入市，将为行业带来深刻变革。预计金融IT行业发展将走上快车道。

2.1 信创进度加快，已进入深水区

信创进入全面推广阶段。近年来，国际局势逐渐动荡，产业链安全、信息安全的重要性逐渐提升。为保障信息安全，解决核心技术关键环节“卡脖子”问题，信创已成为国家战略。

图15：信创发展历程



资料来源：艾瑞咨询研究院，浙商证券研究所

信创支持政策层出不穷。近年来，为了推动国产信息技术软硬件自主可控，从国家顶层设计到金融行业监管层，都出台了一系列文件，助力金融信创发展。

表3：2022年信创支持政策

时间	发文机构	政策名称	相关内容
2022年6月	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	提高自主可控水平。加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平。
2022年3月	国务院	《“十四五”国家信息化规划》	规划指出，以开源生态构建为重点，打造高水平产业生态；以软件价值提升为抓手，推动数字产业能级跃升；以科技创新为核心，推动网信企业发展壮大。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	规划指出，要加快推动数字产业化，增强关键技术创新能力，提升核心产业竞争力。提升核心产业竞争力方面，要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
2022年1月	发改委	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	到2025年，政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段，跨部门、跨地区、跨层级的技术融合、数据融合、业务融合成为政务信息化创新的主要路径。

资料来源：中国政府网，数字化讲习所，零壹智库，浙商证券研究所

金融监管部门推动金融 IT 自主可控。近年来，各大监管部门近年来相继发文，强调自主可控。其中，2022 年 2 月中国人民银行、市场监管总局、银保监会与证监会印发四部门印发《金融标准化“十四五”发展规划》，提出推进金融业信息化核心技术安全可控标准建设，**支持构建分布式和集中式并存的双核架构格局。**

表4：金融行业信息技术支持政策

时间	发文机构	政策名称	相关内容
2023 年 6 月	中国证券业协会	《证券公司网络和信息安全三年提升计划》	鼓励有条件的证券公司在 2023-2025 三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的 10%或平均营业收入的 7%，并保持稳定的资金投入。 鼓励有条件的证券公司结合自身实际情况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。
2022 年 4 月	中国人民银行	《中华人民共和国金融稳定法(草案征求意见稿)》	强调金融基础设施安全，强调自主可控趋势下的金融 IT 产业链。
2022 年 4 月	证监会	《证券期货业网络安全管理办法(征求意见稿)》	提出“核心机构和经营机构应当加强自主研发能力建设，持续提升自主可控能力，并按照国家及中国证监会有关要求开展信息技术应用创新相关工作。”“行业协会应当鼓励、引导网络安全技术创新与应用，增强自主可控能力男
2022 年 2 月	中国人民银行、市场监管总局、银保监会、证监会	《金融标准化“十四五”发展规划》	推进金融业信息化核心技术安全可控标准建设。 支持构建分布式和集中式并存的双核架构格局。
2022 年 1 月	中国人民银行	《金融科技(FinTech)发展规划(2022-2025 年)》	提出“打造新型数字基础设施、深化关键核心技术应用”等八个方面的重点任务。
2022 年 1 月	银保监会	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	提高新技术应用和自主可控能力。密切持续关注金融领域新技术发展和应用情况，提升快速安全应用新技术的能力。鼓励有条件的银行保险机构组织专门力量，开展前沿技术研究，探索技术成果转化路径，培育金融数字技术生态。坚持关键技术自主可控原则，对业务经营发展有重大影响的关键平台、关键组件以及关键信息基础设施，要形成自主研发能力，降低外部依赖、避免单一依赖。加强自主研发技术知识产权保护。加强技术供应链安全管理，鼓励科技领先的银行保险机构向金融同业输出金融科技产品与服务。
2021 年 10 月	证监会	《证券期货业科技发展“十四五”规划》	强调“加强信创规划与实施”作为证券行业重点建设任务之一。

资料来源：政府网站，青云价值研究院，浙商证券研究所

金融行业对信息安全要求高，信创需求天然存在。金融企业上关经济稳定，下关投资者财产安全。现在的交易和结算大多通过计算机完成，因此信息系统的稳定性、安全性对金融行业而言至关重要。信息安全、自主可控是金融行业对于信息化软硬件的天然要求。

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16：金融行业信创实践层次



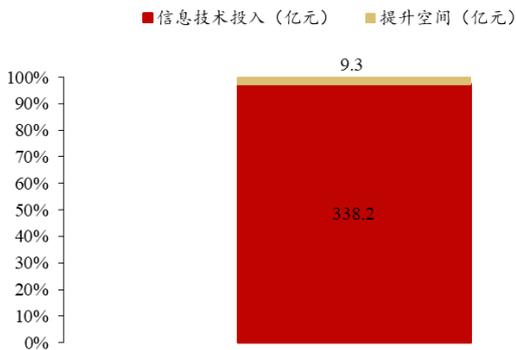
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.2 金融数字化转型正当时

《三年计划》定稿上调证券公司IT投入占比。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》，鼓励有条件的证券公司在2023-2025三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的10%或平均营业收入的7%，并保持稳定的资金投入。投入标准相较于年初发布的《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)(征求意见稿)》而言有所上调，占净利润比重从8%上调至10%，占营业收入比重从6%上升至7%。

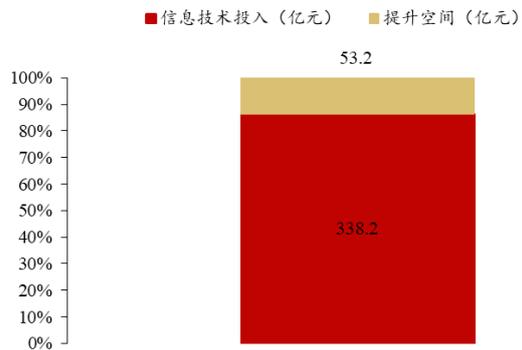
《三年计划》带来IT投入提升空间。基于2021年中国证券业协会统计的证券公司经营数据，如果要使得统计到的105家证券公司净利润或营业收入其一指标满足《三年计划》的要求，则当年需要额外增加9.3亿元，带来2.74%增量。如果要使得所有证券公司同时满足IT占营收和净利润的比例，则需要投入53.2亿元，带来15.74%增量

图17：证券公司IT投入提升空间（满足净利润或营收占比）



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

图18：证券公司IT投入提升空间（满足净利润和营收占比）



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

虽然证券公司IT投入占收入比重并不低，但由于收入有限，因此信息化投入依然处在较低水平。对比中美两国头部券商的信息化投入占比，可以发现中国证券公司信息化投入占比并不低。但是从绝对数量看，营收前5公司中信息化投入金额最高的华泰证券2021年IT投入也只有23.4亿元，大约只有高盛的1/5。从信息化的需求端看，信息化需求更多

与业务的拓展情况和金融科技的先进水平有关，和营收本身关系相对较小，因此更需关注绝对数额。因此国内证券公司的投入水平依然处在相对落后的情况，未来上升空间巨大。

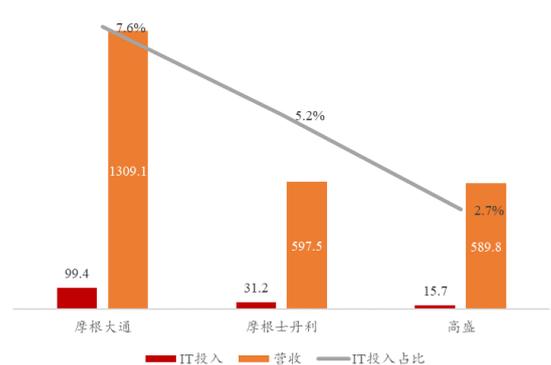
营业收入的提升支撑证券公司进行更多信息化投入，以满足信息化需求。2022年中国证券业协会统计的全行业140家证券公司营业收入只有3949亿元，而同年美国证券行业营收约为3510亿美元，是中国的6倍以上。2022年美国GDP为254,627亿美元，中国为174,095亿美元，美国GDP为中国的146.3%。因此，国内证券行业收入占GDP比重依然较低，资本市场仍有较大的发展空间。伴随着证券行业收入提升，信息化投入将随之提升，以满足信息化需求。

图19：2021年中国营收前5公司信息化投入情况（亿元）



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

图20：2021年美国头部证券公司信息化投入情况（亿美元）



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

金融数字化转型持续升温，券商维持高额IT投入。2019年以来，在以科创板上线为代表的资本市场改革以及企业数字化转型浪潮之下，各大券商纷纷加码金融科技，加大了金融IT、金融软件的投入，数字化转型成为行业共识。根据中国证券业协会统计数据，2018-2021年证券公司软件投入金额从28.6亿元上升至2021年的59.8亿元，CAGR为27.9%。

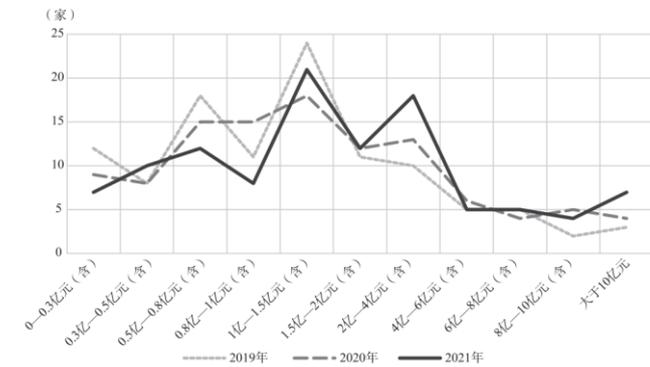
图21：2013-2021年证券公司软件投入金额及增速



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

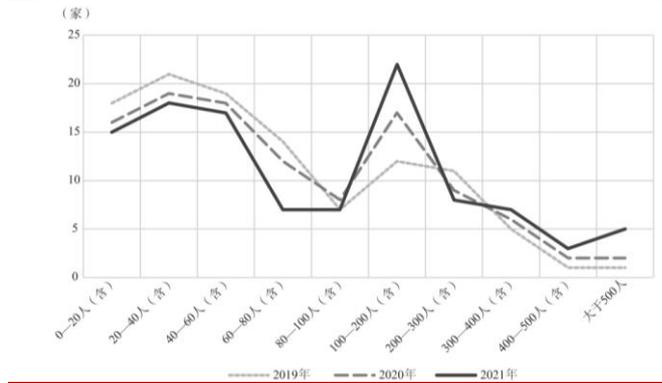
大多数证券公司数字化能力有限，外购软件将仍然是主要 IT 投入形式。各家证券公司总部 IT 人员数量有限，如下图所示，在专项调查的证券公司中，2021 年 IT 人员数量很少有超过 500 人的，而金融 IT 企业的员工数有数千人之多。券商难以通过自研完成数字化转型，外购与合作研发仍将长期成为券商 IT 投入的主要形式。

图22：证券公司 IT 投入分布



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

图23：证券公司 IT 人员数量分布



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

2.3 资本市场改革提升金融信息化投入意愿，费率调整短空长多

宏观政策有望带来业绩修复，费率调整后证券基金行业短空长多。政策端，政府部门将打好宏观政策“组合拳”，推动国民经济恢复和投资者信心恢复。公募基金费率变革短期内影响券商及基金公司收入，但是长期看，伴随着券商和基金规模扩大、收入结构转型，未来行业整体仍将健康发展，并为金融 IT 创造更多市场空间。

政治局会议释放积极信号提振投资者信心。7月24日政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，并在稳增长、化风险等方面做出政策指引，这是多年来首次提出。7月24日至25日，中国证监会召开2023年系统年中工作座谈会，贯彻中央政治局会议精神，并提出下半年要“扎实推进投资端改革和监管转型”。

降费措施引导资金入市。党的二十大报告指出，要“多渠道增加城乡居民财产性收入”。2023年2月，证监会召开2023年系统工作会议，表示将推动投资端改革，引导更多中长期资金入市。7月8日，证监会发布公募基金费率改革工作安排，降低主动权益类基金费率水平和公募基金证券交易佣金费率。

我们认为，投资端改革将提升市场成交量和资产管理规模。1) 对证券公司而言，如果资本市场成交量上升，将导致利润修复，信息化投入意愿增加将加快信创进程。2) 对公募基金为代表的资管公司而言，长期资金入市导致管理规模扩大，更多的资管公司有望壮大，带来信息化建设增量需求。

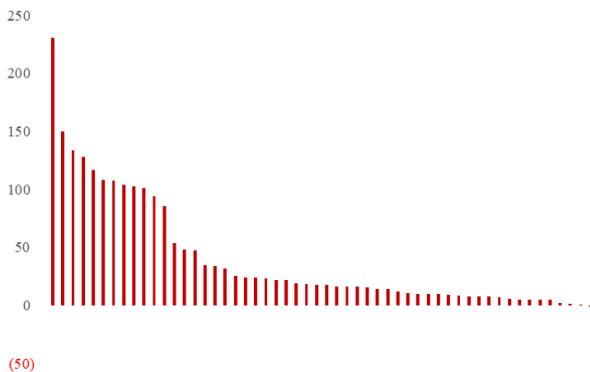
表5：近期资本市场改革重大事项

时间	机构	事项	相关内容
2023.07.25	证监会	系统年中工作座谈会	进一步深化资本市场改革开放。推动注册制改革走深走实， 扎实推进投资端改革和监管转型 。高质量建设北交所，一体强化新三板市场培育功能，打造服务创新型中小企业主阵地。统筹开放和安全，做好境外上市备案管理工作，推出更多“绿灯”案例。
2023.07.24	中央政治局	召开会议分析研究当前经济形势和经济工作	会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 要活跃资本市场，提振投资者信心。
2023.07.08	证监会	发布基金费率改革工作方案	坚持以固定费率产品为主，推出更多浮动费率产品；降低主动权益类基金费率水平；降低公募基金证券交易佣金费率；规范公募基金销售环节收费；完善公募基金行业费率披露机制等内容。 主动权益类基金的管理费率、托管费率将统一降至不超过1.2%、0.2% ，此外，从即日起，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过1.2%、0.2%。
2023.02.02	证监会	2023年系统工作会议	在统筹推动提高上市公司质量和投资端改革方面，会议表示，深入实施新一轮推动提高上市公司质量三年行动方案，推动权益类基金高质量发展， 引导更多中长期资金入市。

资料来源：政府网站，青云价值研究院，浙商证券研究所

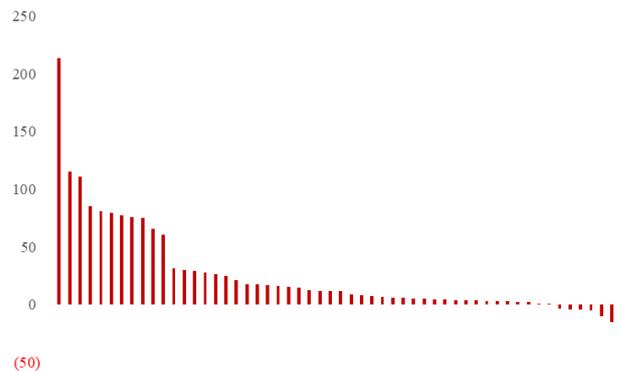
伴随资本市场活跃，券商盈利有望迎来修复。2022年，券商盈利下降，且在CS证券板块的54家证券业上市公司中，6家出现亏损，占比11%。我们预计，未来随着活跃资本市场、提振投资者信息的一系列政策出台和实施，盈利能力薄弱的券商利润将得到修复，从而有更多资金投入金融信创当中。

图24：2021年CS证券板块证券公司净利润（亿元，从大到小）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：2022年CS证券板块公司净利润（亿元，从大到小）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资管行业天花板高，国内资管快速发展。投资端，中国居民财富主要集中在房地产、银行，资管规模相对较小。以公募基金为例，2022年中国公募基金规模只有26万亿元，是美国共同基金规模的16.9%。但是伴随着地产价格上涨趋缓，以及居民理财意识提升，公募基金规模近年来开始快速增长。2014-2022年，中国公募基金规模从4.5亿元增长至26.0亿元，CAGR达24.40%。另一方面，基金管理行业天花板高，即使在美国这样的成熟市场，公募基金依然能保持较快增长。2014-2022年美国共同基金规模从98.4亿元（已按照历史汇率换算为人民币）增长至153.7亿元，CAGR达5.73%。

图26：2014-2022 中美公募基金规模对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

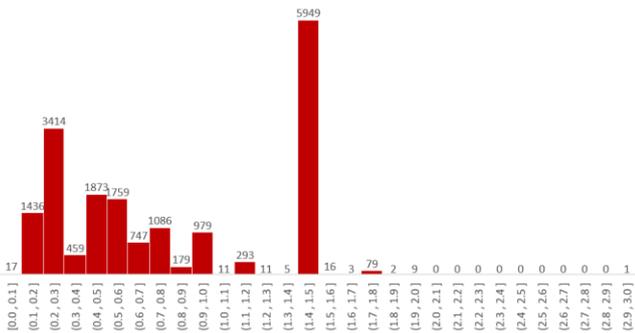
图27：2016-2022 中美公募基金规模增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

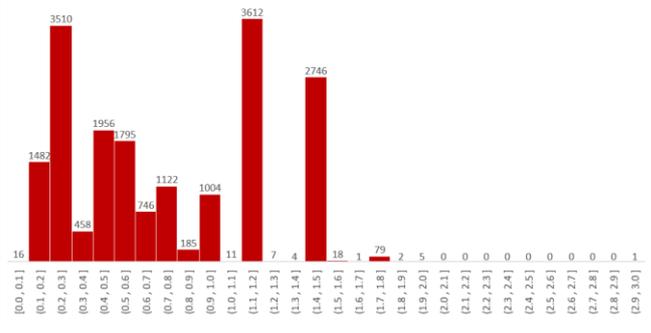
公募基金费率改革下调影响有限。此次费率改革限制公募基金管理费率不得超过1.2%。经我们测算，市场上约有净值占10.6%的公募基金产品管理费高于1.2%，将直接导致2023年管理费下降约7.3%。从长期来看，我国基金管理规模仍然处于高速增长期，规模的增长将很快弥补费率下降带来的损失。

图28：中国公募基金2023年1月管理费率分布直方图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图29：中国公募基金最新管理费率分布直方图

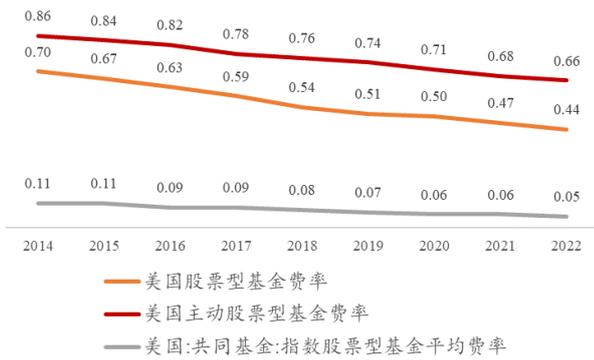


资料来源：Wind，浙商证券研究所

伴随管理规模扩大和市场竞争，公募基金费率下降是行业发展规律，费率改革只是顺水推舟。以主动管理的股票型基金为例，当前的中国公募基金的管理费率大多为1.2%和1.5%，而2022年美国主动型股票基金平均管理费率只有0.66%，且多年来费率稳步下滑。随着市场逐渐成熟和有效，主动管理基获得超额收益的难度加大，共同基金费率逐年下滑。我们认为伴随市场机构化和有效性提升，主动管理型基金费率下降大势所趋。

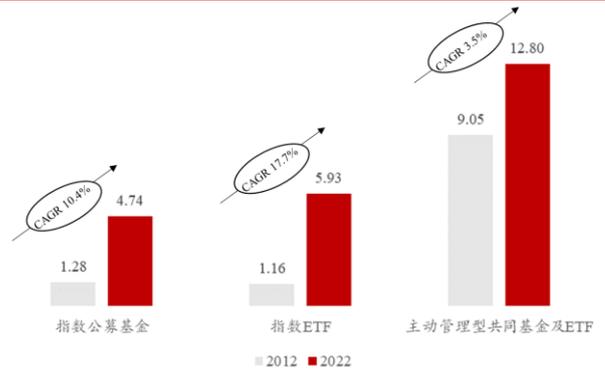
与此同时指数基金等多种产品将迎来增长。以美国基金市场为例，从2012年到2022年，指数公募基金、指数ETF净资产合计值从2.44万亿美元增至10.67万亿美元，共增长8.23万亿美元，CAGR达15.9%。而主动管理型公募基金净资产从9.05万亿美元增长至12.80万亿美元，共增长3.75万亿美元，CAGR仅为3.5%。

图30：美国共同基金费率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

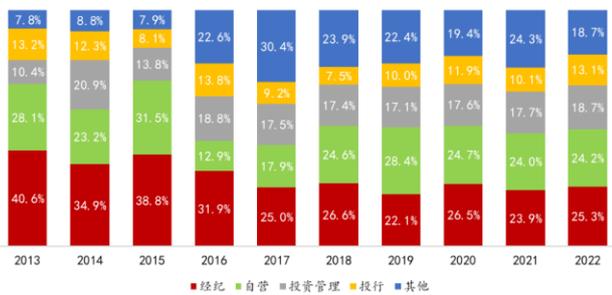
图31：2012和2022年美国各种类型基金净资产（万亿美元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

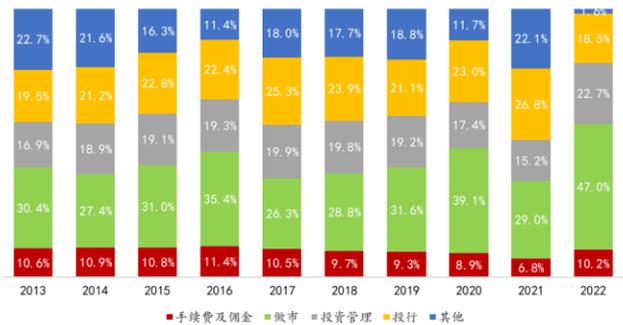
券商端，根据历史趋势和参考国际案例，佣金在收入构成中的比重有望下降，长期看佣金降费影响有限。对比中国和外国证券行业的龙头中信证券与高盛，可以发现：1) 两个公司的经纪业务占比都呈现下降趋势，其中中信证券的下降速度更快。2) 中信证券经纪业务占比高于高盛。2022年中信证券经纪业务占比25.3%，而高盛只有10.2%。我们认为，伴随着做市业务开闸、注册制改革以及券商资管获得公募牌照等因素影响，未来中国的证券公司在做市、资管、投行等业务的收入和收入占比有望提升，从而弥补经纪业务收入减少带来的损失。

图32：2013-2022 中信证券主营业务各部分收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图33：2013-2022 高盛主营业务各部分收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

行业竞争虽然可能致使券商、基金利润下降，但由IT投入意愿加强，金融IT投入总量仍将提升。伴随行业竞争激烈加剧，金融科技的投入越来越成行业共识。

资本市场制度、业务规则变更持续推动券商信息化需求。券商信息系统建设围绕业务展开，每当监管政策改变或者新业务产生时，券商需要购买新系统或升级原有系统，以适应业务需求。复盘2015年历史，在“互联网+”的背景下，自然人投资者开立A股账户上限由一人一户提升至最多20户，彻底打破证券账户流动的藩篱。各大券商为了获取份额纷纷快速布局移动互联网，网上开户占比从2014年的50%骤增至2015年的92%。证券公司当年的软件投入达到22.3亿元，较上年同期增长58.9%之多。

从券商业务拓展和监管要求等维度看，仍将产生大量的信息化需求。未来中国资本市场持续深化改革、扩大开放，监管规则的调整、新业务的产生，有望为金融IT公司带来源源不断的订单。

3 未雨绸缪布局分布式，十年一剑功成在今朝

3.1 核心交易系统转换难度大，塑造客户粘性壁垒

核心交易系统形成“3+1”格局。提供证券核心交易系统的主要厂商顶点软件、恒生电子、金证股份和新进入者华锐技术。其中恒生电子、金证股份市场占有率高。华锐技术成立于2016年，管理层有互联网公司和深交所背景。华锐技术研发了世界级分布式低时延消息中间件AMI，在应用分布式交易系统为机构提供的极速交易领域已经取得了一定的成果。

核心交易系统壁垒深厚，体现在技术和客户转换成本上。技术上，核心交易系统需要在安全可靠的同时保障低时延等问题，且需要将数据库、网络等底层技术与具体的交易场景相适配，因此对开发者要求高，需要具备计算机技术背景的同时深入理解业务逻辑。对于公司而言，也需要具备行业经验，深入了解业务需求，以及能够保障系统稳定。

核心交易系统客户转换成本高，转换难度大。由于交易系统需要在每个交易日稳定运行，更新换代的时间有限。另一方面，各家交易系统之间的架构不尽相同，存在着转换成本，甚至需要对方厂商的技术配合。出于转换成本和信任的考虑，券商一般不会轻易更换其核心交易系统的供应商。此外，交易系统一旦运行出现问题，导致无法交易，将造成重大问题，券商也会受到监管处罚。因此客户粘性好，很少轻易更换供应商。

3.2 行业信创加速，分布式交易系统有望改变市场格局

信创先发优势有望打破客户粘性壁垒。证券公司与核心系统供应商关系密切，一般不会因为技术更新而轻易更换供应商。然而在信创任务越发紧迫的当下，信创落后的厂商可能由于无法及时实现信创要求而丢失客户。为了实现国产化要求，以分布式、云原生等为代表的去“IOE”的核心交易系统技术路线成为实现信创必选项，先发厂商优势显著。

证券公司多为国企央企，在信创节奏加快的背景之下，面临时间挑战。我们认为头部券商需要率先步入信创深水区，以较快的节奏完成对包括基础交易系统在内的一系列核心基础软件，以及配套硬件的国产化适配，彻底实现“去IOE化”，保障自主可控。结合《证券公司网络和信息安全三年提升计划》对2023-2025年券商信息化投入的鼓励，以及对于分布式架构的支持，我们认为2023-2025年将有更多券商投入到分布式系统的建设当中，实现核心交易系统的信创升级。

分布式技术是实现“去IOE化”的实现路径。为了实现交易的安全稳定，近年来行业开始去“IOE”化，尤其是部署分布式数据库以替代以外国巨头Oracle为代表提供的商业集中式数据库。分布式数据库通过使用多个廉价服务器节点进行数据存储与备份的方式替代了昂贵的、由国外巨头把持的商用数据库。一方面解决了数据存储稳定安全的问题，另一方面也降低了对数据库服务器本身性能与质量的要求，从而实现了国产替代与降低成本。

分布式技术成为行业趋势。从2019年开始，证券行业核心系统迎来大变局，应用分布式技术构建证券公司核心业务系统成为行业发展新趋势。2021年，各大券商纷纷开展分布式系统的建设。根据中国证券业协会2021年的专项调查，在参与调查的108家证券公司中，共有72家证券公司反馈开展了分布式、高性能、低延时等前沿技术的应用，涉及案例209个，其中有191个于2021年投产或者在建。

表6：2021年分布式与前沿技术在证券公司各业务领域的应用案例分布

业务领域	全部外购	合作研发	自主研发	总计	占比(%)
证券经纪业务	77	31	25	133	63.64
资产管理	1	3	0	4	1.91
自营投资	4	9	9	22	10.53
投资银行	1	1	0	2	0.96
信用业务	1	0	0	1	0.48
中后台	9	10	7	26	12.44
IT运营	1	7	13	21	10.05
总计	94	61	54	209	100.00
占比	44.98%	29.19%	25.84%	100%	

资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

公司率先践行开放式交易体系，分布式部署。在交易技术路线选择上，公司以一个开放的交易体系替代传统的基于“IOE”的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。

交易技术平台 LiveDTP 通过摒弃依赖数据库的传统架构设计，全面去“IOE”，全栈自主可控，原生信创支持。分布式核心交易系统 A5 信创版、HTS 系列领航专业低延时交易基于 LiveDTP 平台全面实现全市场、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。

图34：公司 A5 交易系统获得了多项荣誉



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司早在 2013 年便开始了去“IOE”方面的布局，致力于实现核心交易系统全面自主可控。金融行业的数据处理经历了文件系统时代、大型数据库集中交易系统时代，现在正在步入分布式交易系统时代。在过去，长期以来我国的金融企业在软件开发和交易处理上严重依赖以 Oracle 为代表的国外大型数据库。出于金融行业对于安全性和供应稳定性的严格要求，已经出现了去“IOE”的诉求。

早在 2013 年，顶点软件就将最核心的“去 O”作为重点，着手研发自己的内存数据库。两年后，由顶点软件自主研发的“飞驰”内存数据库成形，可以满足速度更快、容量更大、可靠性更高的交易需求。在此基础上，2015 年，顶点软件与东吴证券携手，从前瞻性、战略性角度开发新一代证券核心交易系统。

图35： 历时多年，公司新一代核心交易系统终上线



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

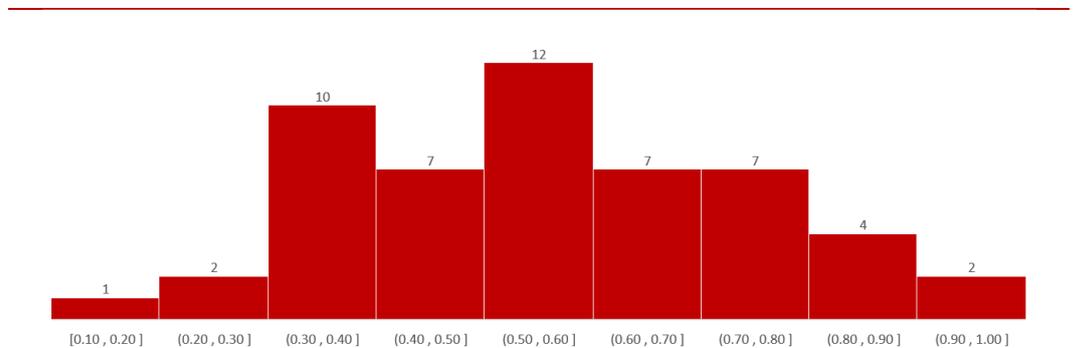
分布式技术契合行业趋势与监管要求。公司研发并上线国内首各实现核心交易系统全自主的产品A5，同时公司所采取的分布式、全内存、多活架构技术路线的成功也将引领行业技术路线。在2023年6月份中国证券业协会发布的《证券公司网络和信息三年提升计划（2023-2025）》中提出：“积极从集中式专有技术架构向分布式、低时延、开放技术架构转型，具备高可用、高性能、低时延、易扩展及松耦合等特性”。这与公司的分布式技术路线相契合。

3.3 核心交易系统升级带动周边产品

核心交易系统切入客户后，以点带面逻辑清晰。我们认为，在机构客户越发壮大的当下，为了更好地服务机构客户，证券公司需要具备提供一站式解决方案的能力，落脚到信息系统上，则偏好同一家供应商提供一体化系统。因此，当核心系统更换后，配套系统将有很大的可能随之更换；当新券商从零开始建设信息系统时，也将更加偏好一站式解决方案。

机构客户是证券公司的重要客户组成部分。伴随着居民资产配置结构改变，公募、私募、资管、银行理财等机构成为资本市场重要组成，为证券公司贡献收入占比越来越大。2021年，根据中国证券业协会数据，在目前已经有的49家证券公司代理机构业务客户买卖证券交易额占交易额30%以上，32家证券公司占50%以上。

图36： 2021 证券公司代理机构客户买卖证券交易额直方图（排名前52家）



资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所

机构客户的综合需求推动证券公司对一站式解决方案的偏好。除了交易外，各种类型的机构客户拥有者多元、个性、综合的需求：量化基金对交易速度要求较高；公募基金对

于基金代销有诉求；部分私募客户会选择私募 PB 一揽子解决方案，由证券公司提供交易、清算、结算、融资、技术支持等一站式服务支持。证券业正在从以业务为中心向以客户为中心演变，未来需要多条业务线协同从而为客户创造价值。其中数字化转型推动组织变革在其中扮演着重要的角色。通过数字中台，整合服务资源，生成多种应用从而服务客户，需要将多种系统进行整合。同一家供应商的系统在数据共享方面更加便捷，我们认为证券公司将更加偏向整体解决方案。

一旦核心交易系统切入客户，技术中台、围绕技术中台衍生的各种应用都将成为公司的潜在业务拓展领域。当今的券商信息系统多基于平台化开发，交易系统离不开中间件和数据库等基础设施的支持。核心交易系统的更换往往意味着中间件、数据库等一系列产品的替换。因而切入新客户后有望实现证券、期货、OTC 等多种交易系统的一并替换。同时同一家供应商的与交易系统相关的其他系统，在使用时往往也更加便利。

图37：一个核心中间件可支撑多种业务系统



资料来源：华锐技术官网，浙商证券研究所

3.4 顺应大资管趋势，着力开拓资管客户

近年来我国资管行业快速成长，管理资产规模不断扩大，发行产品增多。其中，公募基金、私募基金产品的管理数目与规模增长最为显著。2015-2022 年，全国资产管理总规模从 38.2 万亿元增至 66.7 万亿元，CAGR 8.30%。其中公募基金管理规模从 8.4 万亿元上升至 26.0 万亿元，CAGR 17.54%；私募基金从 5.2 万亿元增至 20.3 万亿元，CAGR 21.43%。

在管理基金产品数量上，同样呈现高速增长趋势。2015-2022 年，公募基金产品数量从 2722 增至 10576，CAGR 21.40%；私募基金产品数量从 14533 增至 92604，CAGR 30.26%。产品规模和数量的增加将推动资管行业信息化建设需求。

图38：2015-2022 资产管理规模（万亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图39：2015-2022 基金数量（只）



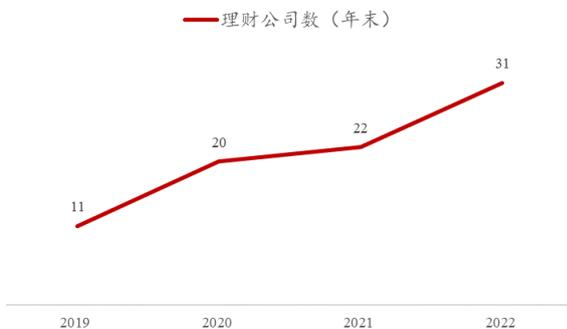
资料来源：Wind，浙商证券研究所

资管新规之后，银行纷纷设立理财子公司。为了防范金融风险，2018年，人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，要求金融机构开展资产管理业务时打破刚性兑付、资管产品净值化管理、禁止资金池业务。各大银行设立理财子公司承接原有银行理财产品。2018年12月，银保监会发布商业银行理财子公司管理办法，对理财子公司的准入条件、业务规则、风险管理等方面做出具体规定，进一步规范了理财子公司的设立与管理。

2019年开始，各大银行相继设立理财子公司，理财子公司数量从2019年末的11家上升至2022年末的31家，同时银行理财产品资金余额在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》出台后经历了回调后的恢复，2018-2022年，银行理财产品资金余额从22.0万亿元上升至27.7万亿元，CAGR 5.83%。

我们认为，伴随着公募基金、私募基金的蓬勃发展，以及理财子公司的设立，由此衍生出基金/理财产品管理需求、金融公司整体的信息系统建设需求，将扩大资管信息化市场。

图40：2019-2022 银行理财子公司数量



资料来源：中国理财网，浙商证券研究所

图41：2016-2022 银行理财产品资金余额



资料来源：Wind，浙商证券研究所

顶点已将资管业务作为公司核心战略发展方向之一，近年来公司持续加大对资管业务产品的研发和资源投入，致力于为行业带来创新性、变革性的产品和解决方案。在基金/资管领域，顶点软件拥有深厚的技术积累与经验沉淀。

目前，顶点软件已与广发基金、南方基金、富国基金、国君资管、太平洋保险资管等50余家机构达成合作，为银行理财子、证券资管、保险资管、公募基金等资管机构提供最前沿的投、研、销、管、控数字化服务。

图42：顶点软件为资管行业提供一体化解决方案



资料来源：顶点软件官网，浙商证券研究所

投资倍发科技、上海复融，完善资管业务布局。2021年，公司投资倍发科技，与倍发科技联合推出“新一代智能财富管理平台 W5”，帮助财富管理机构进行财富数字化升级。同年，公司投资控股上海复融，为券商、基金、资管等金融机构投资研究领域提供投研整体数据整合及一体化投资研究业务支撑软件产品及信息化服务。目前已推出两大核心产品：一体化投资研究业务支撑平台、一站式投研数据赋能平台。

4 盈利预测和估值

我们采取自上而下的方法预测公司的未来业绩。经过2022年收入下降，在“活跃资本市场”的背景下，未来证券公司营业收入有望反弹。IT投入占比方面，《三年计划》将促进证券公司提升IT投入占比。同时，行业信创刚刚起步，未来对于软硬件的投入将得到提升。考虑到公司在核心系统信创方面具备多年积累，具备信创先发优势，这有望提高公司的市场占有率。综上所述，预计2023-2025年公司营业收入达到8.39/10.93/13.68亿元（+34.4%/+30.2%/+25.2%）：

（1）定制软件，我们认为公司核心交易系统产品实现国产化，在信创政策之下有望以点带面，增加市场份额的同时推动一系列周边软件销售。预计2023-2025年营收分别为5.82/7.56/9.45亿元（+35.0%/+30.0%/+25.0%）。

（2）产品化软件，公司形成了“3+1”基础平台，将极大赋能产品化软件开发。预计2023-2025年营收分别为1.25/1.63/2.03亿元（+35.0%/+30.0%/+25.0%）。

（3）软件运维服务，随着更多软件在客户端的使用，产品运维随之提升。预计2023-2025年营收分别为1.17/1.52/1.89亿元（+30.0%/+30.0%/+25.0%）。

（4）系统集成设备，公司已基本支持国产生态，信创趋势下设备国产化更新有望带动收入提升。预计2023-2025年营收分别为0.16/0.22/0.30亿元（+40.0%/+40.0%/+35.0%）。

毛利率：伴随着薪资结构调整完成，以及行业薪资提升增速有所缓解，叠加公司提升产品质量，聚焦高毛利业务，预计毛利率下降趋势将得到缓解。预计2023-2025年整体毛利率为68.9%/71.2%/71.8%。

费用率：伴随收入增长，规模效应逐步体现。预计2023-2025年销售费用率6.9%/5.9%/5.4%、管理费用率13.5%/13.5%/13.5%、研发费用率22.0%/22.0%/22.0%。

归母净利润：归母净利润分别为2.42/3.23/4.00亿元（+45.7%/+33.5%/+23.9%）。

表7: 盈利预测 (百万元, %)

	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	624.6	835.7	1103.2	1411.2
YOY	24.2%	33.8%	32.0%	27.9%
1、定制软件	430.9	589.1	782.3	991.9
YOY	28.3%	35.0%	30.0%	25.0%
2、产品化软件	92.6	126.6	168.2	213.2
YOY	9.5%	35.0%	30.0%	25.0%
3、软件运维服务	89.7	105.1	132.3	182.0
YOY	18.4%	30.0%	30.0%	25.0%
4、系统集成设备	11.4	14.9	20.5	24.0
YOY	68.6%	40.0%	40.0%	35.0%
整体毛利率	67.5%	68.7%	70.9%	71.8%
销售费用率	8.0%	6.9%	5.9%	5.4%
管理费用率	15.4%	13.5%	13.5%	13.5%
研发费用率	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%
归母净利润	166.0	239.4	323.4	413.0
YOY	20.8%	44.2%	35.1%	27.7%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们以同行业公司恒生电子、金证股份为可比公司, 考虑到顶点软件率先在核心交易系统实现信创落地, 有望扩大市场份额。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表8: 公司估值对比 (其余公司数据来自 2023.8.1 wind 一致预期, 总市值按照 2023.8.08 收盘价计算)

	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600570.SH 恒生电子	786.60	10.91	18.20	22.67	27.62	72.09	43.22	34.69	28.48
600446.SH 金证股份	144.32	2.69	3.60	4.78	6.03	53.61	40.06	30.17	23.92
						平均值	41.64	32.43	26.20
603383.SH 顶点软件	118.09	1.66	2.39	3.23	4.13	71.12	49.32	36.52	28.59

资料来源: Wind、各公司公告、浙商证券研究所, 注: 顶点软件使用本报告预测值

5 风险提示

信创进展不及预期: 如果金融信创进展缓慢, 则公司信创产品竞争优势将减弱。

行业竞争风险: 如果竞争对手推出具备竞争力的信创产品, 或者行业出现新进入者, 则有可能会抢占公司市场份额。

金融公司加大自研 IT 投入: 部分券商等公司致力于实现核心技术自研, 可能会使得市场总需求减少。

宏观经济与资本市场风险: 公司下游客户主要属于金融行业, 宏观经济、资本市场变化会造成金融行业公司业绩变化, 进而影响其信息化投入意愿。

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	1,588	1,904	2,371	2,929
现金	1,030	1,263	1,674	2,178
交易性金融资产	360	360	360	360
应收账款	50	70	98	110
其它应收款	5	2	3	3
预付账款	3	3	3	4
存货	130	196	223	265
其他	10	10	10	10
非流动资产	192	193	177	200
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41
固定资产	96	89	82	111
无形资产	10	7	9	6
在建工程	0	0	0	0
其他	45	56	45	43
资产总计	1,780	2,097	2,548	3,130
流动负债	407	617	745	914
短期借款	0	0	0	0
应付款项	7	7	9	11
预收账款	0	0	0	0
其他	399	610	736	903
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	407	617	745	914
少数股东权益	11	11	11	11
归属母公司股东权益	1,362	1,468	1,792	2,205
负债和股东权益	1,780	2,097	2,548	3,130

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	196	394	411	538
净利润	164	239	323	413
折旧摊销	11	10	10	14
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(4)	(4)	(6)	(6)
营运资金变动	30	128	71	114
其它	(5)	21	11	3
投资活动现金流	(45)	(28)	0	(35)
资本支出	(5)	(0)	(5)	(40)
长期投资	2	0	0	0
其他	(42)	(28)	6	6
筹资活动现金流	(88)	(133)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(88)	(133)	0	0
现金净增加额	64	233	411	503

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	625	836	1103	1411
营业成本	203	261	321	397
营业税金及附加	8	12	16	20
营业费用	50	58	65	77
管理费用	96	113	149	191
研发费用	139	184	243	310
财务费用	(20)	(21)	(25)	(33)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	4	4	6	6
其他经营收益	23	25	28	28
营业利润	174	258	368	483
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	174	257	367	483
所得税	10	18	44	70
净利润	164	239	323	413
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司净利润	166	239	323	413
EBITDA	160	247	352	464
EPS (最新摊薄)	0.97	1.40	1.89	2.41

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	24.19%	33.81%	32.01%	27.91%
营业利润	17.39%	47.97%	42.61%	31.39%
归属母公司净利润	20.82%	44.21%	35.06%	27.70%
获利能力				
毛利率	67.46%	68.73%	70.89%	71.84%
净利率	26.58%	28.65%	29.31%	29.26%
ROE	12.19%	16.31%	18.05%	18.73%
ROIC	10.23%	14.89%	16.70%	17.34%
偿债能力				
资产负债率	22.85%	29.42%	29.23%	29.19%
净负债比率	29.61%	41.69%	41.29%	41.23%
流动比率	3.91	3.09	3.18	3.21
速动比率	3.55	2.75	2.87	2.90
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.43	0.48	0.50
应收账款周转率	16.06	13.94	13.16	13.58
应付账款周转率	35.25	35.92	39.70	39.82
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.40	1.89	2.41
每股经营现金	1.15	2.30	2.40	3.14
每股净资产	7.96	8.58	10.46	12.88
估值比率				
P/E	71.12	49.32	36.52	28.59
P/B	8.67	8.04	6.59	5.36
EV/EBITDA	40.28	42.71	28.75	20.77

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>