



# 中科软 (603927.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 保险 IT 龙头，积极布局多元成长极

### 投资逻辑：

公司是国内保险 IT 领域龙头，拥有明显先发优势和 know-how 积累。公司于 1996 年由中科院软件所出资成立，目前已形成包括保险核心、渠道、管理系统的丰富产品矩阵，覆盖超过 98% 的保险公司，并为 80% 的险企提供核心系统。2018~2022 年公司保险 IT 业务营收 CAGR 为 12.6%；据 IDC 统计，2005 年至今公司市场份额始终保持保险科技行业第一。

**保险公司科技提效需求及金融信创预计带来近年系统集中更新。**我国保险深度、保险密度均低于国际平均水平，对标海外成熟市场，保费收入至少有一倍增长空间。通过复盘我国保险发展史，我们发现继依靠险种扩充、险企数量增长、从业人数增长后，现阶段保险公司更关注通过科技赋能实现人效提升。根据《保险科技“十四五”发展规划》的要求进行测算，预计 2022~2025 年保险科技投入有望实现 CAGR 14.6%。此外，公司作为行业内最早进行信创适配的厂商，有望充分受益于信创带来的系统更新需求。

**出海+行业拓展+AI 赋能，公司积极布局多领域商机。**国内保险科技市场之外，公司也积极布局多个业务增长点：1) 出海：亚洲其他地区信息系统较为老旧，属于蓝海市场；根据 Bain 和 Temasek 的测算，东南亚地区 2022~2025 年保费收入预计增速为 31.0%。公司目前海外业务集中在东南亚及香港地区，2018-2022 年来自大陆以外地区营收 CAGR 为 33.0%。2) 行业拓展：2015 年公司提出“保险+”战略，旨在借助保险 IT 的优势拓展更多行业的信息化建设，拓展下一增长曲线。3) AI：公司正在打造面向各行业垂域的 AIGC MaaS 平台，为用户提供程序开发和应用交互服务。AI 技术可赋能保险等行业全业务流程，有望为公司打开增量空间。

**精细化管理带动人效逐年提升，ROE 处于行业第一梯队。**公司采用“阿米巴”管理模式，事业部以净利润和现金流为核心考核指标。截至 2022 年末，公司员工人数为 19,912 人，2016~2022 年人均创利逐年提升，CAGR 为 9.3%。2022 年公司 ROE 和股利支付率均处于计算机行业前列。

### 盈利预测：

我们预计 2023~2025 年公司实现营业收入 69.7/80.4/92.7 亿元，同比增长 4.0%/15.3%/15.3%；归母净利润 7.7/9.8/12.1 亿元，同比增长 21.0%/26.7%/23.5%；当前公司股价对应 PE 为 27.57x、21.76x、17.62x。我们采用市盈率法进行估值，选取 3 家金融 IT 可比公司，给予公司 2023 年 38 倍 PE 估值，目标价 49.46 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

保费收入及保险 IT 投入不及预期；“保险+”战略推进不及预期；AIGC 赋能效果不及预期；高管及大股东减持风险。

### 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

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.88 元

目标价 (人民币)：49.46 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,281	6,705	6,973	8,038	9,270
营业收入增长率	8.65%	6.74%	4.00%	15.27%	15.33%
归母净利润(百万元)	577	639	773	979	1,209
归母净利润增长率	21.15%	10.58%	20.98%	26.67%	23.53%
摊薄每股收益(元)	0.973	1.076	1.301	1.649	2.037
每股经营性现金流净额	0.58	0.47	1.68	1.90	2.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.07%	23.15%	23.07%	24.83%	25.53%
P/E	28.12	27.52	27.57	21.76	17.62
P/B	6.21	6.37	6.36	5.40	4.50

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 保险 IT 行业龙头，沿产业链持续扩张.....	4
2. 保险 IT 投入稳健增长，信创带来大规模系统更新需求.....	5
2.1 保费提升空间较高，监管强调保险 IT 投入考核.....	5
2.2 龙头地位稳固，信创带来系统集中升级需求.....	7
3. 积极布局海外、“保险+”与 AIGC，增长空间持续打开.....	7
3.1 出海打开蓝海市场，营收保持增长势头.....	7
3.2 “保险+”战略打通已有业务，持续布局多元化商机.....	8
3.3 AI 赋能提升险企经营效率，MaaS 平台打开增量空间.....	8
4. 精细化管理助力人效提升，ROE 处于行业前列.....	9
5. 盈利预测与投资建议.....	11
6. 风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1： 2021 年公司保险 IT 市占率达 33.9%.....	4
图表 2： 公司实现了核心、渠道、管理系统全覆盖.....	4
图表 3： 保险 IT 占比持续提升（亿元）.....	4
图表 4： 其他信息化领域，公司保持平稳增长（亿元）.....	4
图表 5： 公司产品矩阵更全、覆盖客户更广.....	5
图表 6： 公司保险 IT 毛利率保持行业较高水平.....	5
图表 7： 2022 年我国保险密度约为 550 美元/人.....	5
图表 8： 2022 年我国保险深度约为 3.9%.....	5
图表 9： 我国保险行业发展将更依赖科技赋能.....	6
图表 10： 《保险科技“十四五”发展规划》提出多项考核指标.....	6
图表 11： 保险行业集中度较高，IT 投入与净利润之比与银行相近.....	6
图表 12： 公司信创生态建设成熟.....	7
图表 13： 东南亚国家保费有望迎来高速增长.....	8
图表 14： 海外营收保持平稳快速增长.....	8
图表 15： 公司沿着保险行业产业链进行“保险+”战略布局.....	8
图表 16： AIGC 可赋能保险业务全流程.....	9
图表 17： 公司 MaaS 平台示意图.....	9
图表 18： 公司毛利率、净利率呈上升趋势.....	10
图表 19： 公司费用率持续优化.....	10
图表 20： 公司人均创利逐年提升.....	10



图表 21: 公司 ROE 及 ROIC 水平处于行业前列 .....	11
图表 22: 公司股利支付率在 50%左右 .....	11
图表 23: 盈利预测核心假设 .....	12
图表 24: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	12

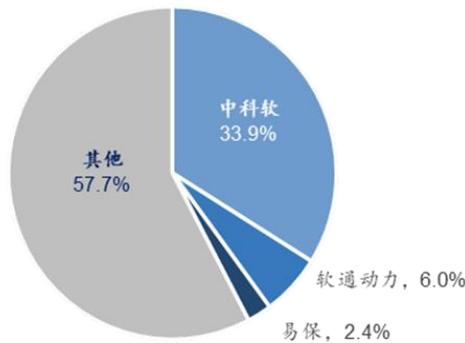


## 1. 保险 IT 行业龙头，沿产业链持续扩张

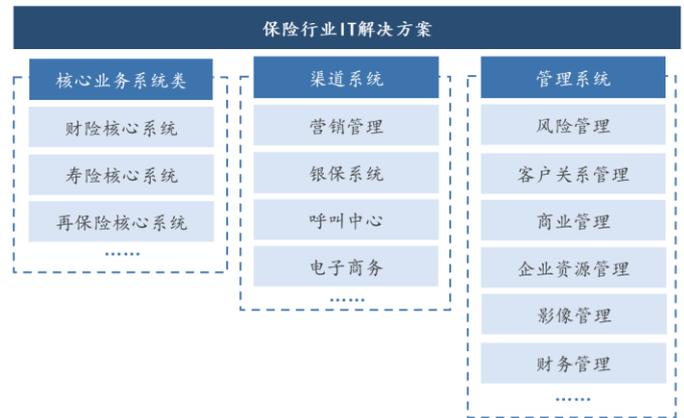
公司是我国保险科技龙头企业，于 1996 年由中国科学院软件所出资设立，2006 年成为首批新三板挂牌公司，2019 年登陆上交所。根据 IDC 统计，2021 年公司在国内保险行业 IT 解决方案市场份额为 33.9%，约为行业 Top2~4 份额总和的 3 倍。

公司覆盖保险公司全品类系统，在核心业务系统中的市占率尤为突出。保险公司所需的系统可分为核心业务系统、渠道系统和管理系统 3 类，分别约占保险 IT 投入的 50%、30%、20%。公司成立之初便自主研发了国内第一个保险综合核心业务系统“保险业务综合管理系统”，目前覆盖超过 80% 的国内保险核心业务系统：88 家国内财产保险公司中有 72 家采用公司自主研发的财险核心业务系统，市占率达 81.8%；92 家国内人寿保险公司（含筹备）中有 75 家采用公司自主研发的寿险核心业务系统，市占率达 81.5%。此外，公司也在向保险渠道、管理系统方向拓展。

图表 1：2021 年公司保险 IT 市占率达 33.9%



图表 2：公司实现了核心、渠道、管理系统全覆盖

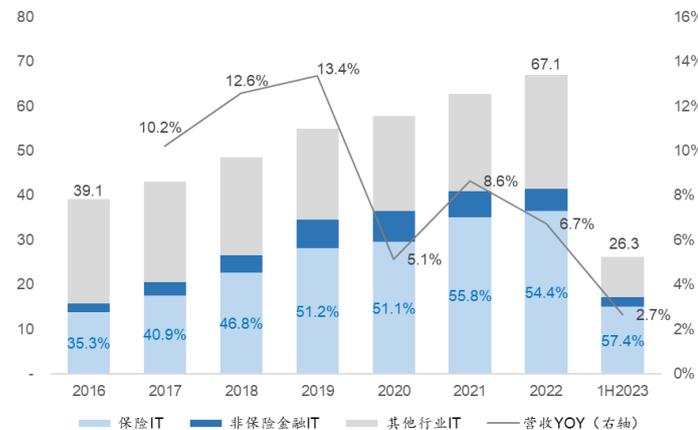


来源：IDC，国金证券研究所

来源：赛迪股份，国金证券研究所

公司业务可以拆分为保险 IT、非保险金融 IT、以及其他行业信息化 3 大板块；其中保险 IT 业务是公司经营增长的压舱石，非保险金融 IT 以及其他行业信息化为公司未来的增长动能。受益于保险公司对科技的持续投入，公司 2016~2022 年保险 IT 业务营收 GAGR 为 17.6%，2023 年上半年保险 IT 营收为 15.1 亿元，同比增长 3.3%，占营收比重达 57.4%。非保险金融 IT 方面，公司近年追求高质量发展、压缩集成业务占比，虽然表现营收增速放缓，但毛利率持续提升，2016~2022 年非保险金融的毛利额 CAGR 达 24.7%。其他行业信息化方面，公司也在政务、医疗、教科文等领域持续深耕，近年也向能源电力、交通、通信等领域拓展。

图表 3：保险 IT 占比持续提升（亿元）



图表 4：其他信息化领域，公司保持平稳增长（亿元）



来源：iFind，公司招股书及年报，国金证券研究所

说明：保险 IT 柱状图中的百分比为保险 IT 业务营收占比；柱状图上方数字为公司总营收

来源：公司年报，国金证券研究所

由于核心系统相较渠道、管理等系统标准化程度较高，而公司在核心系统领域市占率处于领先地位，因此公司 2022 年保险 IT 毛利率达到 33.7%，处于同业较高水平。

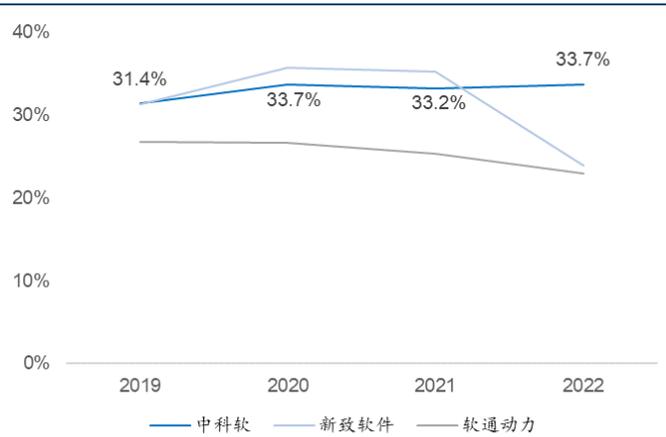


图表5: 公司产品矩阵更全、覆盖客户更广

公司名称	产品定位
中科软	覆盖寿险、财险的核心、渠道、风险管理、行业监管、平台支撑等全业务系统, 覆盖 200 余家险企
软通动力	以核心业务系统为基础, 覆盖渠道、中介、平台工具等, 为中华联合保险、永诚保险、安诚保险等提供核心业务系统, 为 50 余家保险公司提供软件服务
新致软件	专注于渠道类和管理类系统, 渠道解决方案已部署在超过 20 家保险机构的信息系统中, 对全行业保险销售人员的覆盖率超过 40% 2022 年开拓新加坡市场, 2022 年海外营收占比 5.5%
易保网络	主要产品包括寿险核心业务系统、产险核心业务系统、销售平台系统, 重点开拓海外市场, 在 30 余个国家拥有客户 200 余家

来源: iFind, 各公司年报及官网, IDC

图表6: 公司保险 IT 毛利率保持行业较高水平



来源: 公司年报, 国金证券研究所

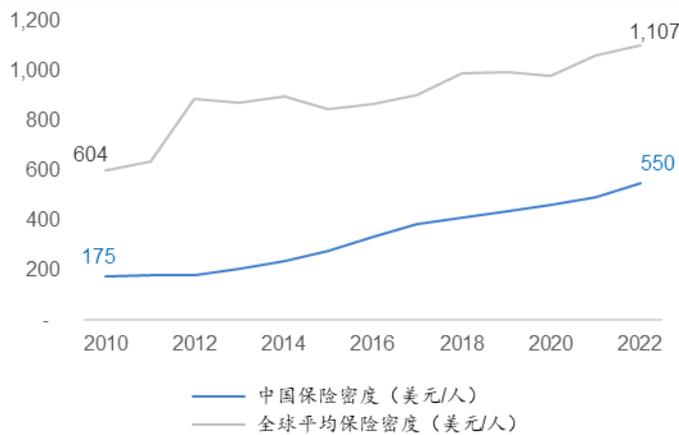
展望未来, 公司的增长短期受益于保险行业 IT 占比提升、信创带来系统更新需求; 中长期受益于向海外、政务/医疗/教科文等“保险+”行业的持续拓展。此外, 公司的精细化管理也使得公司利润增长持续高于营收增长。

## 2. 保险 IT 投入稳健增长, 信创带来大规模系统更新需求

### 2.1 保费提升空间较高, 监管强调保险 IT 投入考核

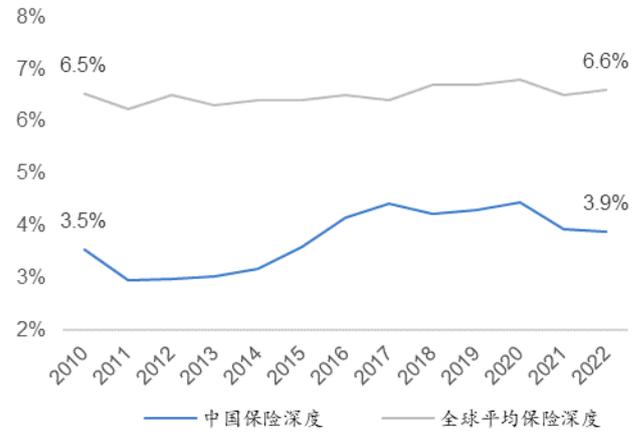
目前我国保险行业处于成长阶段, 保险密度(保费/总人口)、深度(保费/GDP)与海外发达国家相比仍有较大提升空间。2022 年我国保险密度为 550 美元/人, 约为国际平均水平 1,107 美元/人的一半; 2022 年我国保险深度为 3.9%, 而美国约为 7.8%, 我国台湾地区约为 19%。对标海外成熟市场, 我国保费收入长期来看至少有一倍增长空间。

图表7: 2022 年我国保险密度约为 550 美元/人



来源: 中国保险年报, 中南大风险管理研究中心公众号, 国金证券研究所

图表8: 2022 年我国保险深度约为 3.9%



来源: 中国保险年报, 中南大风险管理研究中心公众号, 国金证券研究所

我国保险行业的发展根据保费收入增长的驱动力可划分为 3 个阶段:

- 2010 年及之前, 主要依赖险种扩充及险企数量增长。此阶段先后推出投资连结保险、万能险、分红保险等; 2006 年“国十条”发布, 助力农业险、健康险、责任保险加速发展。此外, 保险公司数量增长也驱动行业快速发展, 截至 2010 年我国保险机构共 136 家, 2000~2010 年保险公司数量 CAGR 达 19.4%。
- 2011-2017 年, 展业渠道发展促进保费增长。2015 年《中华人民共和国保险法》正式取消保险销售人员资格核准, 同时伴随电销和网销渠道快速发展, 2013~2017 年保险行业从业人数 CAGR 达 29.2%, 截至 2017 年共有从业人员 807 万人。
- 2018 年至今, 随着监管趋严, 保险公司更加注重人效提升。2018 年后我国保险行业牌照发放趋严, 2018~2022 年保险公司数量 CAGR 仅为 1.7%。近年宏观经济对线下展业产生影响, 从业人员数量下滑明显, 截至 2022 年末从业人员共 571 万人, 较 2018 年峰值下滑 37.4%。同时我们观察到, 2018~2022 年 A 股上市险企人均创收



CAGR 为 17.0%，高于营收 5.3% 的 CAGR。保险公司人效提升的根本动因是业务线上化率和自动化率的增长，因此我们认为未来保险行业的发展将更依赖于科技赋能。

图表9：我国保险行业发展将更依赖科技赋能



来源：保险行业协会，原保监会，iFind，中国保险年报，中南大风险管理研究中心公众号，国金证券研究所

除了保险行业自身的发展，政策也是行业加大 IT 投入的重要动因。2021 年 12 月，保险行业协会发布《保险科技“十四五”发展规划》(下文简称“发展规划”)，要求至 2025 年行业信息科技投入占营收比重提升至 1.0%，同时强调提升业务线上化率及自动化率。根据《发展规划》要求，我们假设保险科技投入占比逐年线性增长、保费增速参考 2018~2022 年复合增速 5.4%，则 2022~2025 年保险科技投入有望实现 CAGR 14.6%。随着宏观经济恢复，我国保险市场已呈现复苏态势，2023 年 1~6 月保费收入同比增长 12.5%，保险科技投入增速可能比我们的测算更加乐观。

图表10：《保险科技“十四五”发展规划》提出多项考核指标

指标	2020 年	2025 年目标
行业平均信息科技投入占营收比重	0.63%	1.00%
其中：大中型保险公司信息科技投入占比	0.56%	1.00%
小微型保险公司信息科技投入占比	1.59%	1.80%
IT 人员占比	2.51%	5.00%
指标	具体内容	2025 年目标
业务线上化率	通过线上渠道与公司主动交流互动的保单占比	>90%
承保自动化率	全部由系统自动处理完成的承保业务占比	>70%
核保自动化率	全部由系统自动处理完成的核保业务占比	>80%
理赔自动化率	全部由系统自动处理完成的理赔业务占比	>40%

来源：中国保险行业协会，国金证券研究所

自研影响方面，我们认为保险行业与银行类似，行业集中度较高，IT 投入占净利润的比重约为 3% 左右。类比银行 IT，2022 年上市银行自有信息技术人员占比达 5.6%，且头部银行均已于 2020 年前后成立金融科技子公司，但并未出现明显挤占第三方 IT 公司份额的情况，更多是自研团队与第三方 IT 公司协同发展、共同合作。

图表11：保险行业集中度较高，IT 投入与净利润之比与银行相近

指标	保险	银行	券商
从业公司数	241	4,602	133
2022 年行业净利润 (亿元)	3,987	23,029	1,423
Top10 净利润合计 (亿元)	3,501	17,044	645
Top10 净利润贡献占比	87.8%	74.0%	45.3%
行业 IT 解决方案投资规模 (亿元)	107.6	648.8	338.2



行业 IT 解决方案投入与净利润之比	2.7%	2.8%	23.8%
--------------------	------	------	-------

来源：金融监督管理总局，中国证券业协会，IDC，国金证券研究所；

说明：1) 券商 IT 投入为 2021 年数据，证券业协会暂未披露 2022 年数据；2) 保险行业净利润为 Wind 上公布财务数据 175 家险企数据合计，考虑到行业尾部公司亏损情况，实际净利润可能略低

## 2.2 龙头地位稳固，信创带来系统集中升级需求

我国保险 IT 市场最初以 CSC、科比亚、IBM 等海外 IT 厂商为主，缺乏成熟国产竞品。2003 年起主流险企开始推动企业数据处理集中化，并进行核心业务系统建设选型；相较于海外产品，公司的系统与国内保险市场业务更加契合、二次开发成本较低，得以快速抢占市场份额。截至 2018 年，市场份额最高的海外公司为 IBM，市占率也已不足 4%。公司深耕行业 20 余年积累业务 know-how，市场份额保持高位；且由于核心业务系统替换难度较高，客户黏性较强，行业龙头地位难以颠覆。

本轮核心系统更新换代的需求主要由与国产基础软硬件适配的需求产生。公司是最早进行保险 IT 系统信创适配的厂商之一，已与华为、达梦、浪潮等厂商建立合作，有望充分受益于底层国产软硬件更新带来的上层应用改造需求。

图 12：公司信创生态建设成熟



来源：公司官网，南大通用公众号，金仓数据库公众号，华为中国政企解决方案伙伴俱乐部公众号，国金证券研究所

## 3. 积极布局海外、“保险+”与 AIGC，增长空间持续打开

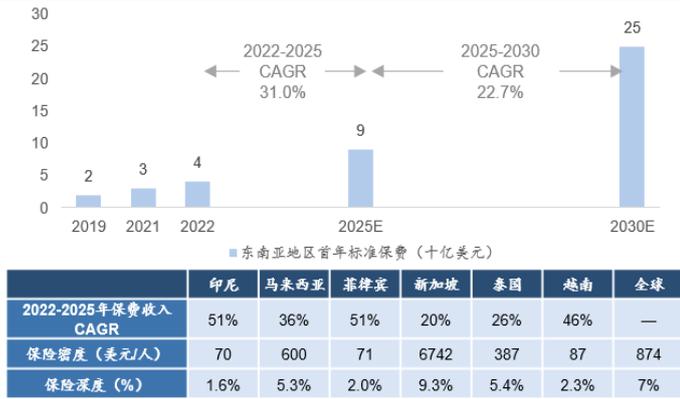
### 3.1 出海打开蓝海市场，营收保持增长势头

亚洲其他市场保费收入有望迎来高增，技术+成本双重优势助力公司快速出海。以东南亚地区为例，根据 Bain 和 Temasek 的测算，东南亚地区 2022~2025 年保费收入 CAGR 有望达到 31.0%，其中保险深度、密度较低的印尼、菲律宾、越南等国家增速更高。亚洲其他国家或地区在保险 IT 领域依赖欧美技术，信息化水平较低、系统较为老旧；而公司的产品在国内市场已打磨成熟，相较欧美同业架构先进、成本低、交付周期短，有明显竞争优势。

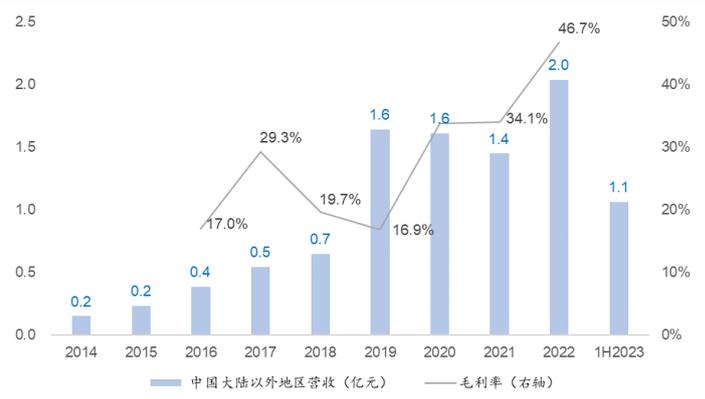
公司在亚洲其他国家或地区的营收、毛利率保持增势，标杆项目的签订有助于进一步打响知名度。公司 2010 年开始出海，2021 年加入华为智慧金融伙伴出海计划，目前已布局中国香港、中国台湾、日本、印尼、泰国、韩国等国家或地区。2014~2022 年大陆以外地区的营收 CAGR 达 38.4%，2022 年营收为 2.0 亿元，占公司总营收的 3.0%；毛利率也持续提升，2022 年达 46.7%，高于国内保险业务毛利率 33.7%。2022 年公司新签孟加拉国保险业务发展项目，项目金额 1.47 亿元，有望进一步提升在一带一路国家中的知名度，促进“国际化战略”成果加速显现。



图表 13: 东南亚国家保费有望迎来高速增长



图表 14: 海外营收保持平稳快速增长



来源: Bain, TEMASEK, Google, iFind, 国金证券研究所  
说明: 保险密度、保险深度均为 2021 年数据

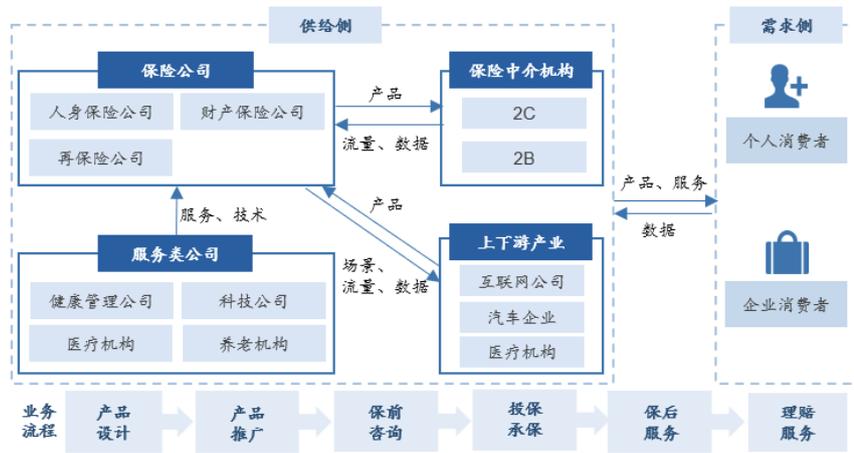
来源: iFind, 公司招股说明书、年报及半年报, 国金证券研究所

### 3.2 “保险+”战略打通已有业务，持续布局多元化商机

公司于 2015 年提出“保险+”战略，旨在借助保险 IT 领域的优势，拓展非保险金融、政务、教科文卫等领域。

- 公司沿着保险行业产业链进行布局，2022 年来自保险中介机构、保险科技公司、云基础设施厂商等的保险 IT 相关收入为 3.4 亿元，同比增长 19.4%，高于来自传统险企的收入增速 2.7%。
- 公司采用“相似复用”理念，目前已布局“保险+大健康”、“保险+大交通”、“保险+大消费”、“保险+大安全”等方向；2022 年公司来自非保险领域的营收为 30.6 亿元，占总营收的 45.6%。公司非保险业务营收保持相对稳定，通过参与多领域信息化建设，能够快速洞察各行业 IT 需求变化，有利于把握后续增长机遇。

图表 15: 公司沿着保险行业产业链进行“保险+”战略布局



来源: 保险行业协会, 国金证券研究所

23 年 H1, 公司非保险业务合计实现营业收入 11.2 亿元, 与上年同期基本持平。其中, 非保险金融 IT 实现营收 2.1 亿元, 同比增长 25.3%, 主要系公司上年集成业务有所收缩, 目前相关影响已减弱; 上半年教科文及其他领域实现收入 4.6 亿元, 同比增长 21.7%, 主要受益于下游客户信息化需求增长及在手订单顺利验收; 政务、医疗业务分别实现营收 3.3 亿元、1.2 亿元, 同比下降 18.3%、20.5%, 主要系上年同期基数较高所致, 目前公司相关行业在手订单充足, 有望支持全年业务收入稳定增长。

### 3.3 AI 赋能提升险企经营效率，MaaS 平台打开增量空间

AIGC 可赋能保险“市场渠道-定价核保-理赔”等全业务流程, 目前海外已有将 AI 大模型技术与险企核心渠道、管理系统融合的落地案例。根据麦肯锡 23 年 3 月测算, 使用 AIGC 可帮助保险公司实现 5%~15% 的新业务增长、交叉销售与向上销售提升 5~10 倍、退保率下降 10%~20%。



图16: AIGC 可赋能保险业务全流程



来源: 麦肯锡, 保观科技公众号, 众安科技《AIGC/ChatGPT 保险行业应用白皮书》, 保观公众号, 国金证券研究所

公司目前正在打造面向各行业垂直领域的 AIGC MaaS 平台。在程序开发端, 公司为险企等客户提供自动程序生成、文档生成等服务; 在应用交互端, 公司可将大模型能力封装到现有业务系统中, 支持客户私域部署。公司是“腾讯云行业大模型生态计划”首批合作伙伴, 与华为、百度、阿里等公司均保持紧密合作, 有望借助大厂模型性能的提升持续完善自身方案。

图17: 公司 MaaS 平台示意图



来源: 中国寿险科技应用高峰论坛, 国金证券研究所

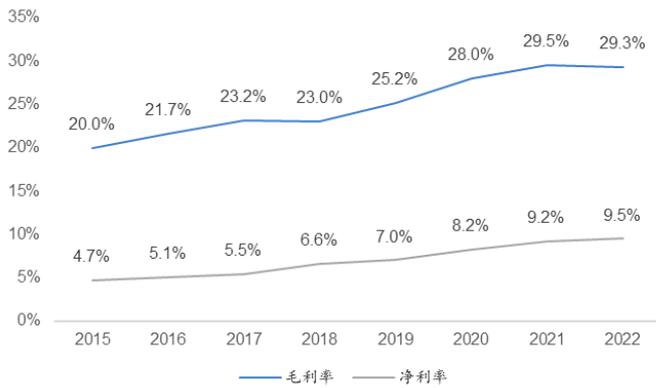
#### 4. 精细化管理助力人效提升, ROE 处于行业前列

公司采用“事业群-子事业群-事业部”三层架构, 并依靠内部孵化及裂变扩张事业部数量。截至 2022 年末, 公司员工人数为 19,912 人, 事业部数量超过 400 个。公司采用“阿米巴”管理模式, 通过细小组织管理提升员工自驱力, 以事业部为基本考核单元, 以净利润和现金流为核心考核指标。

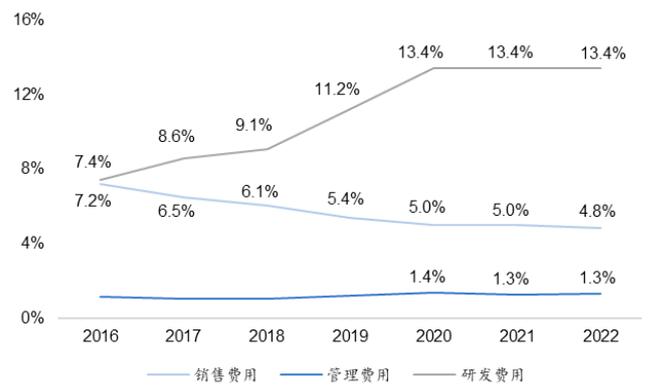
受益于精细化管理, 公司毛利率、净利率呈上升趋势。2023 年上半年公司毛利率为 33.5%, 较上年同期提升 1.5pct; 归母净利率为 8.0%, 较上年同期提升 1.6pct; 公司近年销售、管理、研发费用率近年保持平稳, 23 年上半年分别同比变动 0.02pct、-0.03pct、0.76pct。



图表18: 公司毛利率、净利率呈上升趋势



图表19: 公司费用率持续优化

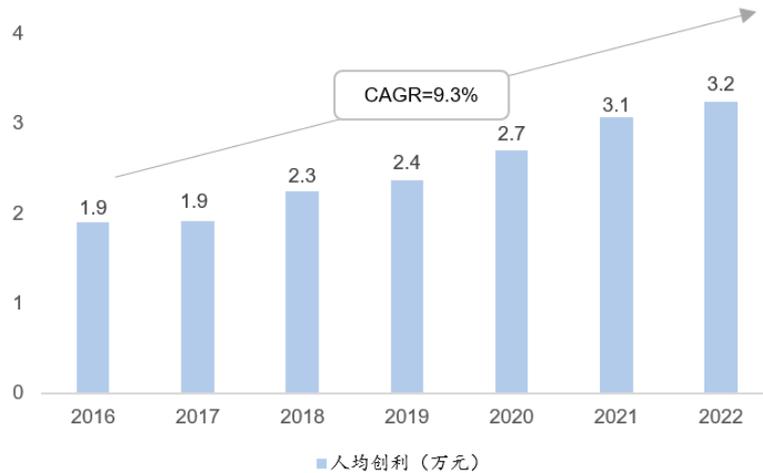


来源: iFind, 公司招股说明书及年报, 国金证券研究所

来源: iFind, 公司招股说明书及年报, 国金证券研究所

公司人均创收保持稳定, 人均创利逐年提升。2022 年公司人均创收为 34.1 万元, 近年人均创收较为平稳, 主要系公司主动收缩集成业务所致; 2022 年人均创利为 3.2 万元, 2016~2022 年人均创利 CAGR 为 9.3%, 近年一直保持增长势头, 主要系公司高毛利的保险 IT 业务持续增长、且阿米巴管理模式持续优化公司整体运转效能。2023 年 2 月, 公司发布员工持股计划, 覆盖 9 名高管及上千名中层管理人员、核心技术及业务骨干, 占员工总数的 15.1%, 有望进一步激发员工积极性、使员工利益与股东利益保持一致。

图表20: 公司人均创利逐年提升



来源: 公司年报及招股说明书, 国金证券研究所

说明: 人均创利=归母净利润/年平均员工人数

公司 ROE 水平处于行业前列。2014~2022 年公司 ROE 均保持在 20% 以上, 2022 年为 23.8%, 在计算机行业 336 家公司中排名前 2%。公司主板上市后股利支付率保持在 50% 左右, 也处于行业较高水平。

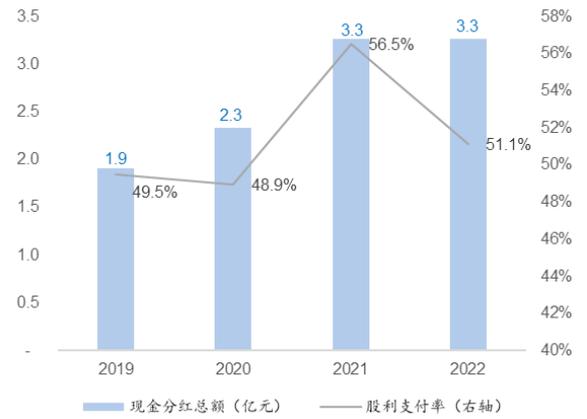


图表21: 公司 ROE 及 ROIC 水平处于行业前列

公司名称	领域分类	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数	ROIC
中科软	保险IT	23.8%	9.5%	1.0	2.5	14.0%
新致软件	保险IT	-4.3%	-3.5%	0.6	1.7	-2.8%
宇信科技	银行IT	7.7%	5.9%	0.8	1.5	6.1%
长亮科技	银行IT	1.5%	1.3%	0.8	1.7	1.1%
天阳科技	银行IT	2.7%	3.0%	0.6	1.4	2.2%
京北方	银行IT	13.2%	7.5%	1.4	1.2	13.0%
恒生电子	券商IT	17.4%	17.2%	0.5	1.7	11.2%
顶点软件	券商IT	12.7%	26.3%	0.4	1.3	10.6%

来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 公司股利支付率在 50%左右



来源: iFind, 国金证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### ■ 核心假设:

#### 1) 营收及毛利率:

- 保险 IT: 根据《保险科技“十四五”发展规划》, 我们假设保险科技投入占比从 2020 年的 0.63% 逐年线性提升至 2025 年的 1%, 保费增速参考 2018~2022 年复合增长 5.4%, 则 2022~2025 年保险 IT 行业有望实现 14.6% 的复合增速。由于保险 IT 投入与项目实施交付之间可能存在时间差, 同时考虑到 2023 年上半年公司保险 IT 营收增长 3.3%, 我们预计 2023 年公司保险 IT 营收增长 5%。

2022 年 9 月国资委下发“79 号文”要求国资央企于 2027 年底前完成信创改造工作, 目前已有头部险企推进核心系统信创改造, 预计 2024~2025 年相关订单进一步放量。由于公司是保险科技龙头公司, 预计公司营收增速略快于行业增速, 我们预计公司 2024~2025 年保险 IT 营收增速均为 16%。保守假设毛利率与历史水平持平, 2023~2025 年均为 34.0%。

- 非保险金融 IT: 2022 年公司非保险金融 IT 营收同比下滑 15.4%, 主要系集成营收下滑 55.4%, 但软件营收依然保持 14.5% 的增长。2023 年上半年, 随着业务结构基本完成调整, 且银行、证券软件类业务持续增长, 该业务增长 25.3%。考虑到公司服务边界持续拓展, 且集成业务影响减弱, 预计 2023~2025 年非保险金融业务营收增速分别均为 20%。

随着软件占非保险金融 IT 业务比重稳健提升, 我们假设 2023~2025 年毛利率有所提升, 均为 37.0%。

- 政务 IT: 2023 年上半年公司政务 IT 营收同比下滑 18.3%, 主要系 2022 年上半年营收基数较高、部分项目延迟验收确认所致。2022 年下半年政务 IT 增长基数较低, 预计 2023 年下半年恢复增长, 假设政务 IT 2023 年营收与 2022 年持平。

参考公司 2020~2022 年政务业务平均增速为 9.5%, 叠加宏观经济运行预期稳定, 预计 2024~2025 年政务 IT 营收增速维持 10.0%, 毛利率维持 23.0%。

- 医疗卫生 IT: 2023 年上半年公司医疗卫生 IT 营收同比下滑 20.5%, 主要系 2022 年上半年医疗信息化建设需求激增、基数较高所致。我们预计 2023~2025 年相关业务需求或将有所回落, 假设营收增速分别为 0%、15%、15%; 毛利率均维持 33%。

- 教科文及其他: 2023 年上半年教科文及其他 IT 同比增长 21.7%, 主要系 2022 年上半年基数较低、下游客户信息化需求增加所致。考虑到线下教学恢复及“保险+”战略在能源、通信、交通等领域的持续推进, 假设 2023~2025 年营收增速分别为 0%、15%、15.0%, 毛利率均为 20.0%。

- 2) 销售费用: 公司已覆盖保险行业超过 98% 的客户, 并借助保险行业客户资源向上下游相关客户拓展延伸, 叠加公司“阿米巴”精细考核模式, 我们认为公司销售费用增速将慢于营收增速, 2023~2025 年销售费用率分别为 4.8%、4.4%、4.0%。



- 3) 管理费用：公司 2020 年及之后员工人数增速明显放缓，管理费用率保持稳定。我们预计 2023~2025 年将延续员工人数较低增长，管理费用率维持在 1.3% 水平。
- 4) 研发费用：公司目前在积极推动 AIGC MaaS 平台建设，但考虑到公司过往业务中已应用大量 AI 技术，有较为成熟的数据和技术积累，因此我们预计 2023~2025 年研发效率持续提升，分别为 13.4%、12.9%、12.5%。

■ 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 69.7/80.4/92.7 亿元，同比增长 4.0%/15.3%/15.3%；预计归母净利润为 7.7/9.8/12.1 亿元，同比增长 21.0%/26.7%/23.5%，对应 EPS 为 1.30/1.65/2.04 元。

图表 23：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	62.8	67.0	69.7	80.4	92.7
YOY	8.6%	6.7%	4.0%	15.3%	15.3%
毛利率	29.5%	29.3%	30.2%	30.3%	30.3%
——保险	35.0	36.5	38.3	44.4	51.5
YOY	18.6%	4.1%	5.0%	16.0%	16.0%
毛利率	33.2%	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
——非保险金融	5.9	5.0	6.0	7.2	8.6
YOY	-16.2%	-15.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	27.6%	36.6%	37.0%	37.0%	37.0%
——政务	8.7	9.8	9.8	10.8	11.9
YOY	4.5%	12.8%	0.0%	10.0%	10.0%
毛利率	24.3%	21.2%	23.0%	23.0%	23.0%
——医疗卫生	2.1	3.2	3.2	3.6	4.2
YOY	-0.1%	53.7%	0.0%	15.0%	15.0%
毛利率	35.7%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
——教科文及其他	11.0	12.5	12.5	14.3	16.5
YOY	1.8%	13.9%	0.0%	15.0%	15.0%
毛利率	21.0%	18.3%	20.0%	20.0%	20.0%
销售费用率	5.0%	4.8%	4.8%	4.4%	4.0%
管理费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用率	13.4%	13.4%	13.4%	12.9%	12.5%

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 3 家金融 IT 公司恒生电子、宇信科技、顶点软件作为可比公司，考虑到公司在保险 IT 领域的长期龙头地位，给予公司 2023 年 38 倍 PE 估值，目标价 49.46 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：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
600570.SH	恒生电子	35.98	1.40	0.75	1.07	1.40	1.64	44.33	54.16	33.50	25.63	21.89
300674.SZ	宇信科技	18.74	0.96	0.38	0.55	0.69	0.84	24.87	36.68	34.20	27.08	22.28
603383.SH	顶点软件	65.97	0.82	0.97	1.45	1.93	2.50	43.94	44.94	45.47	34.22	26.43
平均数								37.71	45.26	37.72	28.97	23.53
603927.SH	中科软	35.88	0.97	1.08	1.30	1.65	2.04	28.12	27.52	27.57	21.76	17.62

来源：wind，国金证券研究所



说明： 1) 以 2023 年 8 月 30 日收盘价计算现价对应 PE； 2) 3 家可比公司使用国金研究所盈利预测

## 6. 风险提示

### ■ 保费收入及保险 IT 投入不及预期

若保险行业整体收入复苏不及预期、或保险信创节奏放缓，可能会使得公司实际增速慢于我们的预测。

### ■ “保险+”战略推进不及预期

公司政务、医疗、教科文等业务受到宏观环境影响较为明显，若外部不确定性增加，会对既有业务领域收入产生不利影响。

### ■ AIGC 赋能效果不及预期

公司正在积极与大模型厂商合作推动 AIGC MaaS 平台建设，但 AI 大模型相关的产品形态、商业模式以及客户认可程度尚存在较大的不确定性。

### ■ 高管及大股东减持风险

2023 年 4 月 27 日，公司发布股东及高级管理人员减持股份计划公告，公司股东郭丹、高管张志华、王欣、蔡宏计划在公告之日起 3 个交易日后的 6 个月内分别减持不超过 616.7 万股、106.5 万股、77.6 万股、73.4 万股，减持比例不超过 1.04%、0.18%、0.13%、0.12%，目前减持尚未完成。

截至 23 年 7 月 26 日，王欣女士已减持公司股份 77 万股，减持比例为 0.13%，减持后持股比例为 0.39%，减持量已过半。

截至 23 年 8 月 5 日，郭丹女士已减持公司股份 53.87 万股，减持比例为 0.09%，减持后持股比例为 0.95%，目前减持时间已过半。2020 年 9 月至今，郭丹女士已累计减持公司股份 2,089.93 万股，减持比例达 3.81%。

2022 年 11 月至今，公司股东北京市海淀区国有资本运营有限公司累计减持公司股份 1,186.19 万股，减持比例为 2.00%，目前持股比例为 8.11%。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>5,782</b>	<b>6,281</b>	<b>6,705</b>	<b>6,973</b>	<b>8,038</b>	<b>9,270</b>	货币资金	3,339	3,343	3,057	3,830	4,533	5,459	
增长率	5.1%	8.6%	6.7%	4.0%	15.3%	15.3%	应收款项	1,026	1,140	1,194	1,019	1,175	1,355	
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,162</b>	<b>-4,427</b>	<b>-4,741</b>	<b>-4,870</b>	<b>-5,607</b>	<b>-6,458</b>	存货	404	524	537	523	602	694	
%销售收入	72.0%	70.5%	70.7%	69.8%	69.8%	69.7%	其他流动资产	981	1,542	1,705	1,679	1,935	2,230	
<b>毛利</b>	<b>1,620</b>	<b>1,854</b>	<b>1,964</b>	<b>2,103</b>	<b>2,431</b>	<b>2,812</b>	流动资产	5,749	6,549	6,493	7,052	8,245	9,738	
%销售收入	28.0%	29.5%	29.3%	30.2%	30.2%	30.3%	%总资产	95.2%	95.2%	95.1%	95.8%	96.4%	97.0%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-30</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>	<b>-35</b>	<b>-40</b>	<b>-46</b>	长期投资	53	119	113	113	113	113	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	212	144	142	143	142	136	
<b>销售费用</b>	<b>-290</b>	<b>-314</b>	<b>-323</b>	<b>-335</b>	<b>-354</b>	<b>-371</b>	%总资产	3.5%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	1.4%	
%销售收入	5.0%	5.0%	4.8%	4.8%	4.4%	4.0%	无形资产	6	7	8	13	17	19	
<b>管理费用</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>	<b>-90</b>	<b>-91</b>	<b>-104</b>	<b>-121</b>	非流动资产	292	332	336	310	309	304	
%销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	4.8%	4.8%	4.9%	4.2%	3.6%	3.0%	
<b>研发费用</b>	<b>-775</b>	<b>-843</b>	<b>-899</b>	<b>-934</b>	<b>-1,037</b>	<b>-1,159</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,042</b>	<b>6,882</b>	<b>6,829</b>	<b>7,362</b>	<b>8,555</b>	<b>10,042</b>	
%销售收入	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	12.9%	12.5%	短期借款	0	22	24	24	25	25	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>446</b>	<b>583</b>	<b>618</b>	<b>708</b>	<b>896</b>	<b>1,115</b>	应付款项	1,503	1,588	1,749	1,628	1,873	2,156	
%销售收入	7.7%	9.3%	9.2%	10.2%	11.1%	12.0%	其他流动负债	2,228	2,623	2,280	2,350	2,707	3,120	
<b>财务费用</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>46</b>	<b>42</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	流动负债	3,730	4,233	4,052	4,002	4,605	5,301	
%销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-29</b>	<b>-63</b>	<b>-73</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	其他长期负债	39	33	18	11	8	6	
公允价值变动收益	-3	1	-1	0	0	0	负债	3,769	4,266	4,070	4,013	4,613	5,307	
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,273</b>	<b>2,616</b>	<b>2,759</b>	<b>3,349</b>	<b>3,942</b>	<b>4,735</b>	
%税前利润	n.a	1.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	424	594	594	594	594	594	
<b>营业利润</b>	<b>479</b>	<b>591</b>	<b>637</b>	<b>788</b>	<b>999</b>	<b>1,234</b>	未分配利润	1,050	1,343	1,643	2,059	2,652	3,445	
营业利润率	8.3%	9.4%	9.5%	11.3%	12.4%	13.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,042</b>	<b>6,882</b>	<b>6,829</b>	<b>7,362</b>	<b>8,555</b>	<b>10,042</b>	
<b>税前利润</b>	<b>485</b>	<b>596</b>	<b>642</b>	<b>788</b>	<b>999</b>	<b>1,234</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	8.4%	9.5%	9.6%	11.3%	12.4%	13.3%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>	<b>-4</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	每股收益	1.124	0.973	1.076	1.301	1.649	2.037	
所得税率	1.7%	3.1%	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	每股净资产	5.360	4.407	4.648	5.642	6.640	7.977	
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>577</b>	<b>639</b>	<b>773</b>	<b>979</b>	<b>1,209</b>	每股经营现金净流	1.757	0.575	0.473	1.680	1.896	2.321	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.550	0.550	0.550	0.600	0.650	0.700	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>477</b>	<b>577</b>	<b>639</b>	<b>773</b>	<b>979</b>	<b>1,209</b>	<b>回报率</b>							
净利率	8.2%	9.2%	9.5%	11.1%	12.2%	13.0%	净资产收益率	20.97%	22.07%	23.15%	23.07%	24.83%	25.53%	
							总资产收益率	7.89%	8.39%	9.35%	10.49%	11.44%	12.04%	
							投入资本收益率	19.26%	21.41%	22.06%	20.58%	22.13%	22.96%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	5.14%	8.65%	6.74%	4.00%	15.27%	15.33%	
							EBIT增长率	18.30%	30.91%	5.91%	14.67%	26.48%	24.50%	
							净利润增长率	23.57%	21.15%	10.58%	20.98%	26.67%	23.53%	
							总资产增长率	17.81%	13.90%	-0.77%	7.80%	16.21%	17.38%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	64.2	55.1	56.8	47.0	47.0	47.0	
							存货周转天数	30.1	38.2	40.9	40.0	40.0	40.0	
							应付账款周转天数	108.8	117.5	119.3	115.0	115.0	115.0	
							固定资产周转天数	7.8	8.3	7.7	7.5	6.4	5.4	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-146.90%	-126.96%	-109.94%	-113.67%	-114.38%	-114.76%	
							EBIT利息保障倍数	-17.3	-27.4	-13.3	-16.9	-18.6	-20.1	
							资产负债率	62.38%	61.98%	59.60%	54.51%	53.93%	52.85%	

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



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究