

顶点软件 (603383.SH) 夯实基础, 有望进入加速成长期

2021年11月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

闫宁 (联系人)

chenbaojian@kysec.cn

yanning@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790121050038

日期	2021/11/25
当前股价(元)	37.10
一年最高最低(元)	39.55/23.81
总市值(亿元)	62.42
流通市值(亿元)	62.42
总股本(亿股)	1.68
流通股本(亿股)	1.68
近3个月换手率(%)	89.99

● 金融 IT 细分领域龙头, 首次覆盖给予“买入”评级

顶点软件是金融 IT 行业 CRM 和运营类领域龙头, 金融行业高景气推动 IT 投入增长, 公司将充分受益。2021 年公司开启千人招聘, 加大在资管、基金行业布局, 未来增长可期。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别 1.43、1.92、2.50 亿元, 对应 EPS 分别为 0.85、1.14、1.49 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 43.8、32.5、24.9 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 2021 年前三季度业绩加速增长, 有望进入加速成长期

2021 年前三季度, 公司实现收入 3.17 亿元, 同比增长 39.7%, 实现归母净利润 0.76 亿元, 同比增长 23.1%, 实现加速增长。分业务来看, (1) 营销类: 公司 CRM 产品保持较高市占率, 贡献主要现金流, 同时毛利率较高的运维服务将持续贡献利润; (2) 交易类: 公司自研新交易体系在 2020 年全面落地, 在国产替代大势下先下一城, 同时将推动产品化软件收入占比提升; (3) 运营类: 公司的业务集中运营解决方案行业领先, 利用 AI 技术赋能, 积极推动集中运营向智慧运营转型。公司三类产品在细分领域具有领先优势, 未来高增长可期。

● 下游行业高景气推动 IT 投入增长, 公司将充分受益

公司下游客户主要为证券、期货、基金等金融公司, 2020 年证券和基金公司整体资产规模增速在 20% 以上。金融行业高景气推动 IT 投入增长, 公司将充分受益。2021 年公司开启千人招聘计划, 推动两大方向转型: (1) 从卖方到买方: 过去公司客户主要集中在证券和期货领域, 其中证券市场客户超 80 家, 公司在细分市场占有率保持在较高的水平, 未来计划加大在资管、基金、私募领域布局。(2) 从外围到核心: 公司过去业务主要为 CRM 系统, 在资管、基金、私募等领域建立了一定客户基础。在现有客户基础上, 公司计划将产品从 CRM 系统到资金管理再到交易系统, 逐渐外围向核心拓展。

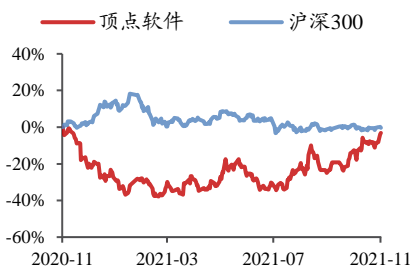
● 风险提示: 产品推广不及预期; 行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	340	350	481	628	821
YOY(%)	15.0	3.0	37.4	30.6	30.7
归母净利润(百万元)	127	109	143	192	250
YOY(%)	6.2	-14.7	31.4	34.7	30.4
毛利率(%)	73.9	72.8	72.3	72.3	72.4
净利率(%)	37.4	31.0	29.6	30.6	30.5
ROE(%)	11.3	9.2	11.3	13.9	16.0
EPS(摊薄/元)	0.76	0.64	0.85	1.14	1.49
P/E(倍)	49.1	57.5	43.8	32.5	24.9
P/B(倍)	5.5	5.3	5.0	4.5	4.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、 金融 IT 细分领域龙头	4
1.1、 公司简介：金融 IT 行业 CRM 和运营类细分领域龙头	4
1.2、 核心能力：基于 Live5 技术中台，形成“1+N”横向拓展能力	4
1.3、 财务分析：2021 年前三季度业绩加速增长	6
2、 多条线业务布局，有望进入加速成长期	7
2.1、 营销类：CRM 产品贡献主要现金流，运维服务有望持续贡献收入	7
2.2、 交易类：自研新交易体系全面落地，产品化软件收入占比有望提升	9
2.3、 运营类：公司处于领先地位，AI 赋能向智慧运营转型	11
3、 开启千人招聘计划，布局资管、数据类新业务	12
3.1、 下游行业高景气增长，公司将充分受益	12
3.2、 开启千人招聘，加大资管、基金布局	13
4、 盈利预测与估值	15
4.1、 关键假设	15
4.2、 盈利预测与估值	15
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 公司下设 18 个业务条线	4
图 2： 2020 年 10 月公司推出新一代技术中台 Live5	4
图 3： Live5 中台封装的公共应用组件	5
图 4： LiveBOS 平台缩减开发时间	5
图 5： 通过 Live5 中台，公司形成“1+N”能力架构	5
图 6： 2021Q1-Q3 公司收入同比增长 39.7%	6
图 7： 2021Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 23.1%	6
图 8： 2020 年公司毛利率小幅下滑	6
图 9： 2020 年公司期间费用率有所改善	6
图 10： 公司 C5 平台通过大数据可以提供上百个用户画像	7
图 11： 公司新一代期货 CRM 系统采用中台架构，实现全业务覆盖	8
图 12： 运维服务收入持续增长（万元）	9
图 13： 运维服务毛利率在 90%左右	9
图 14： 公司与东吴证券合作开发 A5 信创版于 2020 年 6 月全面上线	9
图 15： 公司 HTS 极速交易系列产品已经应用于部分头部券商	10
图 16： 股票期权极速交易系统具有更低延时、更高并发、更大容量的性能	10
图 17： 2020 年公司产品化收入为 5670 万元	11
图 18： 2020 年公司产品化收入贡献 22.2% 的毛利润	11
图 19： 公司业务集中运营解决方案构成	11
图 20： 公司智慧运营平台业务流程	12
图 21： 2020 年证券公司总资产规模达 8.9 万亿元	12
图 22： 2020 年证券公司整体营收达 4485 亿元	12
图 23： 2020 年公募基金规模增速为 34.4%	13

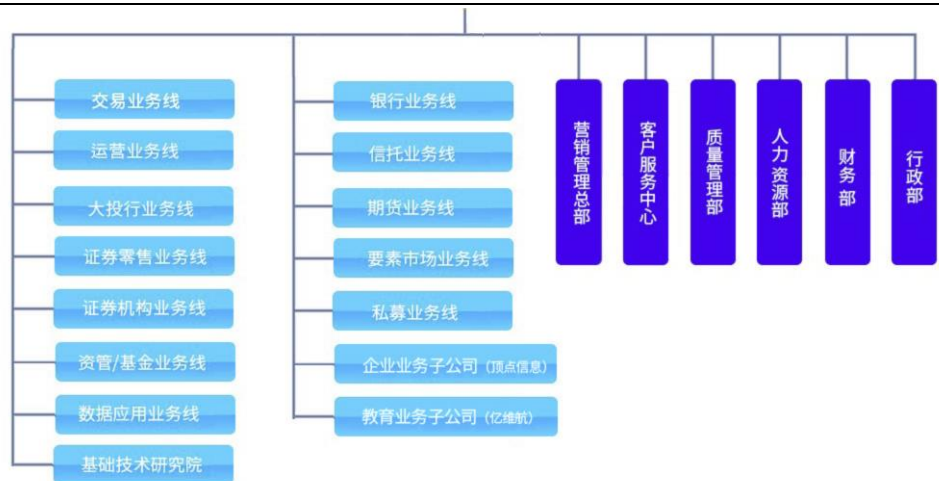
图 24: 2020 年私募基金规模增速为 23.8%.....	13
图 25: 预计 2023 年金融机构技术总投入达 2945 亿元.....	13
图 26: 预计 2023 年金融科技投入占比达 23.5%.....	13
图 27: 2020 年公司员工人数同比增长 26%.....	14
图 28: 2020 年公司人均收入有所下滑	14
表 1: 公司下游客户包括证券、期货、资管、银行等公司.....	7
表 2: 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	15

1、金融 IT 细分领域龙头

1.1、公司简介：金融 IT 行业 CRM 和运营类细分领域龙头

顶点软件是国内金融 IT 行业 CRM 和运营类细分领域龙头。顶点软件成立于 1996 年，于 2017 年在上交所主板上市。公司下设 18 个业务条线，产品主要包括交易类、营销类、营销类等软件，公司在 CRM 和运营类细分领域处于领先地位。公司客户涵盖证券、期货、银行、信托、基金和资管等多个行业，证券和期货贡献公司主要收入。

图1：公司下设 18 个业务条线



资料来源：公司官网

1.2、核心能力：基于 Live5 技术中台，形成“1+N”横向拓展能力

灵动技术中台（Live5）是以业务对象建模为核心的业务架构中间件及其集成开发工具，适用于各类基于 WEB 的应用软件和行业应用的开发，可以实现“模型即软件、建模即开发”。Live5 涵盖应用开发的多个方面，包括分布式高性能交易平台、LiveBOS 灵动业务开发平台、LiveAMS 微服务开发平台、LiveMobile 平台。

图2：2020 年 10 月公司推出新一代技术中台 Live5



资料来源：公司公众号

Live5 开发历史: 公司自 2004 年开始研究基于对象化业务直接建模软件，于 2006 年正式推出灵动业务架构平台 LiveBOS。2020 年 10 月，公司发布全新一代技术中台 Live5。除交易软件外，公司所有应用软件均基于 LiveBOS 开发平台。

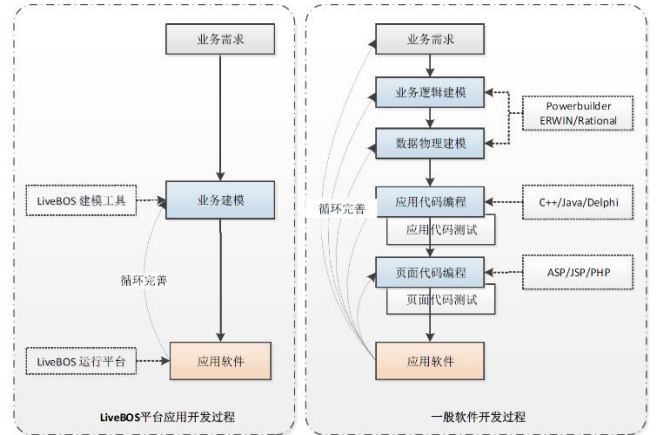
Live5 开发流程: (1) **平台完成重复工作:** LiveBOS 技术中台为应用开发提供底层支撑,同时封装多个企业级公共应用组件,将开发中的数据物理建模、应用代码编程及代码测试、页面代码编程及代码测试等重复工作交由平台完成。(2) **开发人员可根据需求灵活添加应用:**此外,对于无法自动识别的特殊业务流程,开发人员可以通过数据库建模、代码编写的方式添加具体应用功能,具有灵活性。(3) **开放体系协助客户打造差异化方案:**目前已经在财富中台、机构中台、运营中台、多端应用上有大量实践。

图3: Live5 中台封装的公共应用组件



资料来源: 公司公众号

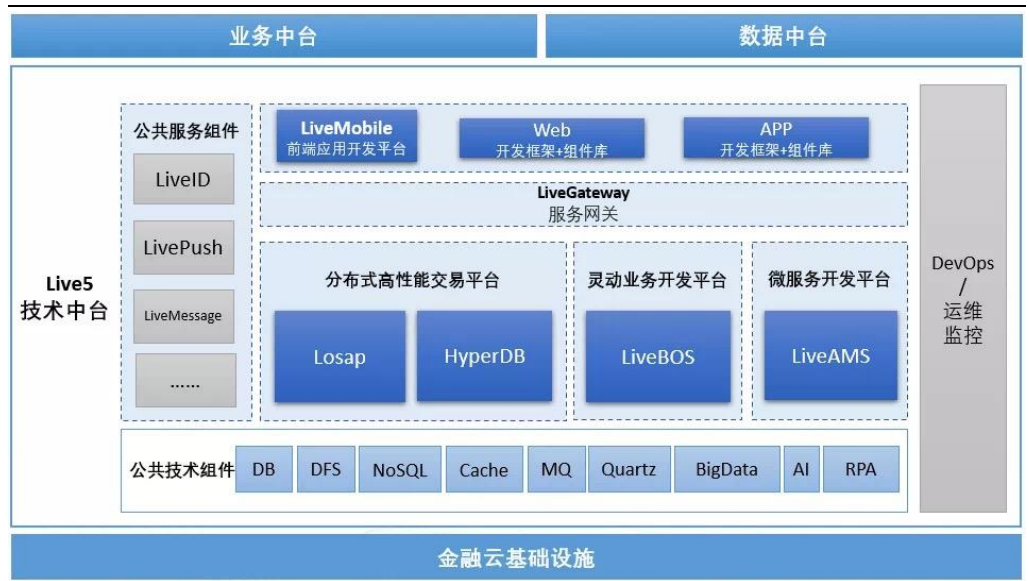
图4: LiveBOS 平台缩减开发时间



资料来源: 公司招股书

Live5 开发优势: (1) **节省开发成本和人员投入:** 减少重复性开发工作,当客户需求改变时,只需要对业务模型进行修改,即可完成应用软件修改。(2) **公司形成“1+N”能力架构:**在同一技术中台下,可以开展多条业务线的研究与开发,实现业务横向拓展。(3) **客户不同部门可以无缝协同:**公司软件符合“用户、流程、接口、认证、日志”统一的协同要求,对于分阶段信息化的客户,可以实现各部门系统无缝协同。

图5: 通过 Live5 中台, 公司形成“1+N”能力架构



资料来源: 公司公众号

1.3、财务分析：2021 年前三季度业绩加速增长

2021 年前三季度公司收入和利润大幅增长。（1）2020 年公司实现收入 3.50 亿元，同比增长 3.0%，实现归母净利润 1.09 亿元，同比下滑 14.7%。2020 年公司金融领域收入恢复较好，但因疫情影响，部分项目验收迟滞导致收入确认有所延迟。（2）2021 年前三季度，公司实现收入 3.17 亿元，同比增长 39.7%，实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 23.1%，实现加速增长。

图6：2021Q1-Q3 公司收入同比增长 39.7%

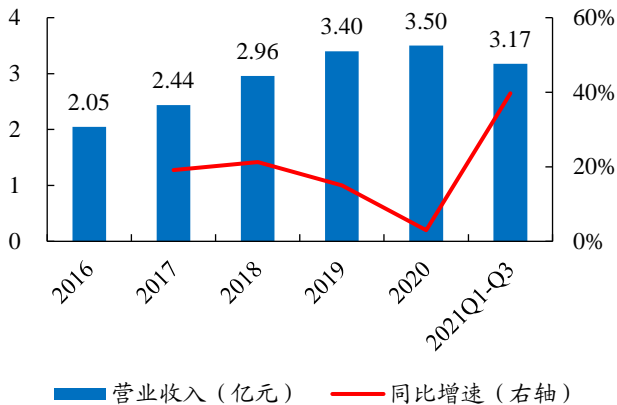
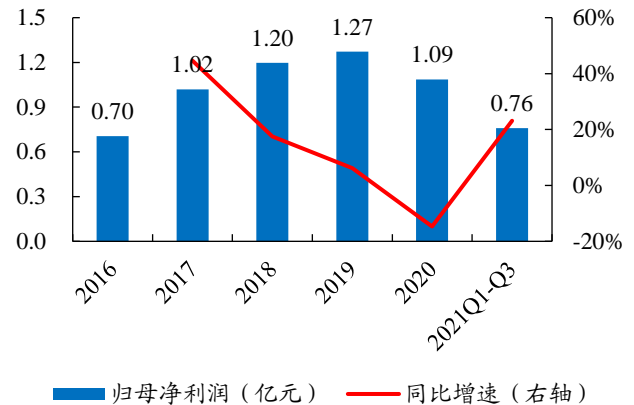


图7：2021Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 23.1%

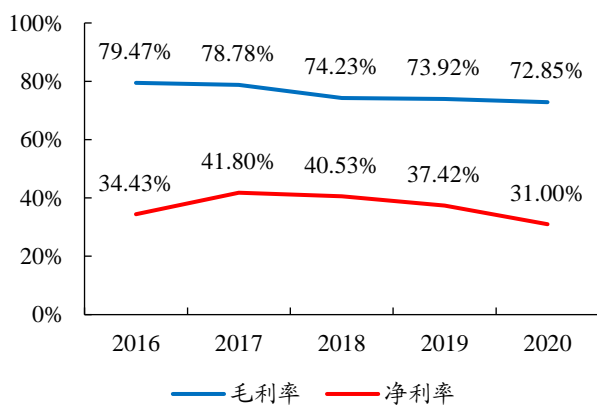


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

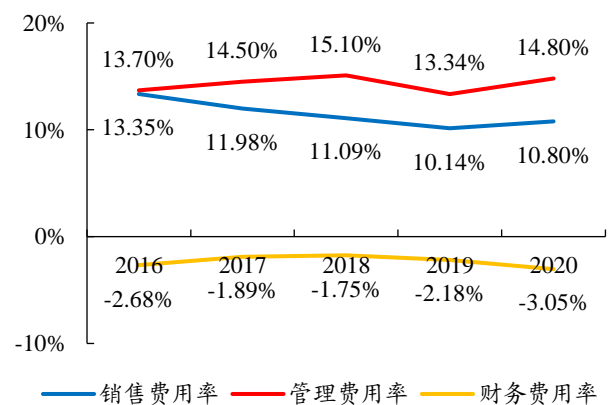
公司深耕细分领域，毛利率保持在 70% 以上。（1）**利润率方面**，2020 年公司毛利率为 72.85%，公司毛利率长期保持在 70% 以上，反映公司在金融 IT 中台系统的龙头地位。2020 年公司净利率为 31.00%，较 2019 年有所下滑，主要系加大了人员招聘叠加收入滞后所致。（2）**费用率方面**，2020 年公司销售、管理、财务费用率分别为 10.80%、14.80%、-3.05%，销售和管理费用率分别提升 0.66、1.46 个百分点，主要由于公司下半年业务增长和人员扩张所致。

图8：2020 年公司毛利率小幅下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020 年公司期间费用率有所改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、多条线业务布局，有望进入加速成长期

(1) **按业务划分**：公司产品分为运营类（运营流程和业务管理系统）、营销类（CRM）、交易类（集中交易和快速交易）、数据类等产品，运营和营销类业务定制化程度相对较高，交易和数据类业务产品化程度较高。(2) **按客户划分**：公司业务分为证券（证券和期货）、大资管（信托、基金和资管）、银行以及要素市场。

表1: 公司下游客户包括证券、期货、资管、银行等公司

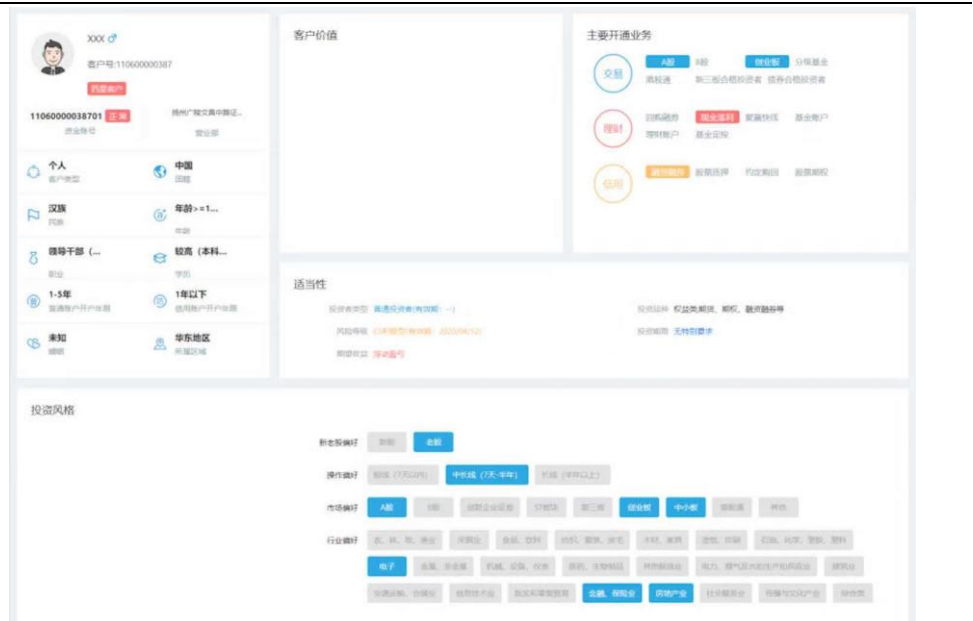
业务领域	公司产品	代表客户	
证券	HTS 极速交易	HTS 标准经纪版、HTS 融资融券版、HTS 股票期权版	华泰证券、国泰君安、中信证券
	智慧运营	VTM、智慧运营系统	海通证券、兴业证券
	数据与 AI	数据综合治理	广大证券、东吴证券、东方证券
大投行	涵盖股、债、并购、新三板业务管理、底稿管理的投行综合解决方案	中金公司、广发证券、申万宏源	
信托	销售管理系统、综合营销服务平台、家族信托管理系统	五矿信托、华润信托、广大信托	
基金、资管	营销服务中台、产品业务中台	富国基金、嘉实基金、国君资管、长江资管	
银行	预授信、精准营销、绩效管理解决方案，全流程系统等	扬州农商行、福州农商行	
要素市场	核心交易系统	青海股权交易中心、上海联合产权交易中心、重庆农村土地交易所	

资料来源：公司网站、开源证券研究所

2.1、营销类：CRM 产品贡献主要现金流，运维服务有望持续贡献收入

公司在 CRM 领域领先，证券 CRM 贡献公司主要现金流。公司 CRM 软件主要为证券、期货公司提供客户信息集成、客户分析、营销服务流程标准化、工作管理与绩效考核等服务。公司在 CRM 软件领域具有领先优势，证券行业客户达 80 余家，期货行业市占率超 40%，证券 CRM 软件贡献了公司主要现金流。

图10: 公司 C5 平台通过大数据可以提供上百个用户画像



资料来源：公司公众号

公司在 CRM 细分赛道深耕 18 年，组织架构持续升级。2003 年，公司设立“证券二部”，推出 CRM 系统，深耕证券市场经纪业务营销服务平台。2008 年，“证券二部”更名为“CRM 产品部”。2018 年，“CRM 产品部”更名为“零售事业部”，并在 CRM4.0 系统上推出全新客户运营管理平台 C5。2020 年，公司携手中金财富、东吴证券、平安证券等机构成立“数字财富生态圈”，共同打造数字化运营系统。2021 年 3 月，“零售事业部”更名为“财富管理与零售事业部”，打造“零售+财富”新生态。公司在 CRM 细分赛道深耕 18 年，目前是证券业持续服务时间最长的综合营销服务平台

CRM 产品持续迭代，保持领先优势。（1）**证券 CRM 方面**，2019 年，推出第五代客户运营管理平台 C5 系统，构建零售、机构、财富系列应用集群。C5 系统将线下服务转移到线上，可以利用线上大数据帮助客户实现数字化精细营销。目前，上海证券、海通证券、华安证券、平安证券、恒泰证券等多家券商已采用公司 C5 架构。（2）**期货 CRM 方面**，2020 年，公司推出新一代期货 CRM 系统，新系统采用中台架构，实现对账户管理、客户服务、反洗钱等业务全覆盖，客户包括中粮期货、广发期货等公司。

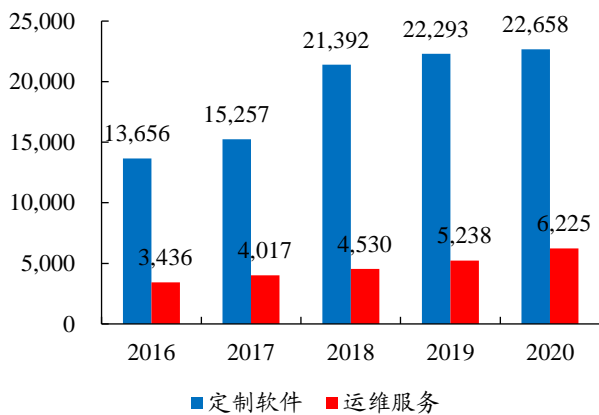
图 11: 公司新一代期货 CRM 系统采用中台架构，实现全业务覆盖



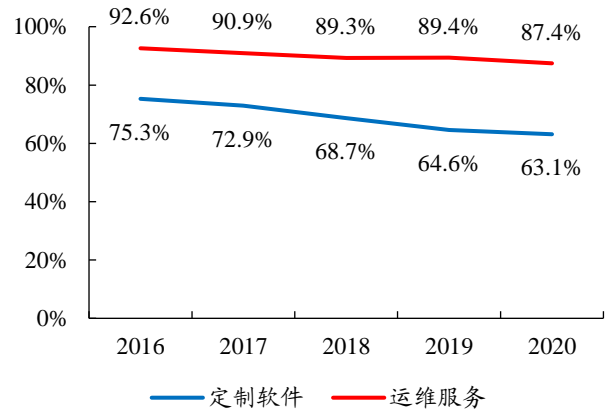
资料来源：公司公众号

公司定制软件毛利率为 63.1%，运维服务持续贡献增量收入。（1）由于需要匹配证券公司个性化的管理制度，CRM 软件定制化程度较高，考虑到公司在细分领域的领先优势，公司仍保持了较高的毛利率，2020 年公司定制软件毛利率为 63.1%。

（2）公司软件产品并非一次性收费，还包括后续运维服务，通常根据存量合同金额比例按年收费。根据公司招股书披露，2014-2016 年公司运维服务在手订单分别为 34、45、63 个，呈现持续增长趋势；2016-2020 年公司运维服务收入符合增速达 16%，保持持续增长。运维服务毛利率在 90%左右，预计未来能为公司持续贡献营业利润。

图12: 运维服务收入持续增长 (万元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 运维服务毛利率在 90%左右


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、交易类: 自研新交易体系全面落地, 产品化软件收入占比有望提升

2020 年公司新交易系统全新落地。公司交易类业务主要为证券公司、期货公司提供集中交易和快速交易等软件。2020 年公司新交易体系全面落地, 包括 A5 信创版分布式核心交易系统、HTS 极速交易系列产品以及交易配套系列产品。A5 核心交易系统在东吴证券全面上线, HTS 极速交易产品在几大头部券商和期货公司上线, 同时也在中小券商实现推广。

(1) A5 信创版分布式核心交易系统

2015 年, 公司联手东吴证券进行 A5 信创版的开发。历经 5 年, 经过系统研发、测试、试运行再到分节点上线与迁移, A5 信创版于 2020 年 6 月实现整体切换, 实现零售、机构经济、期权、量化交易、公募交易等业务的无感迁移。

图14: 公司与东吴证券合作开发 A5 信创版于 2020 年 6 月全面上线

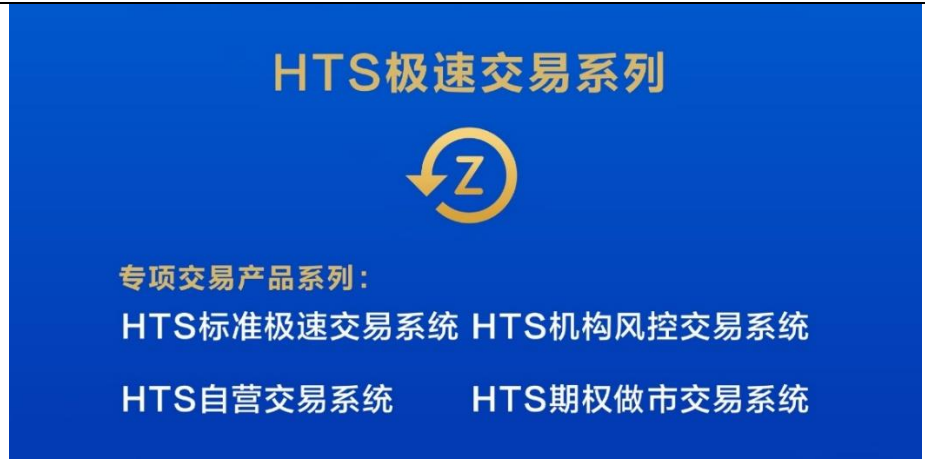

资料来源: 公司官网

公司自主研发“飞驰”内存数据库, 在国产替代大势下先下一城。2010 年公司就率先推出基于自主内存数据库技术的快速交易系统。经过 10 年的技术积累, A5 信创版采用公司自主研发“飞驰”内存数据库 HyperD8, 首次实现对国外商业数据库的替代, 在硬件平台和操作系统适配上可以满足去“IOE”的要求。2020 年 12 月, 公司 A5 信创版荣获“第七届证券期货业科学技术奖二等奖”, 获得业界认可。

(2) HTS 极速交易系列产品

HTS 极速交易系列基于分布式、自主创新的飞驰数据库，可以满足普通经纪业务、自营、期权做市以及机构风控的极速交易需求，目前已经应用于中信证券、华泰证券、国泰君安、银行证券等头部券商。

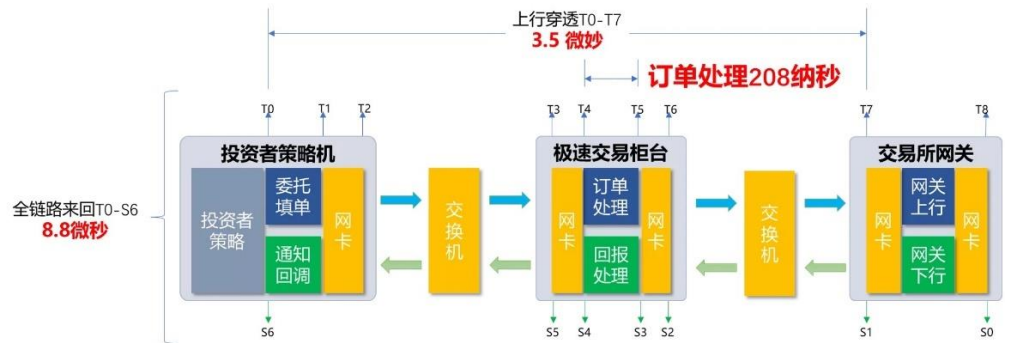
图15: 公司 HTS 极速交易系列产品已经应用于部分头部券商



资料来源：公司公众号

2021 年，公司发布 HTS 极速交易新产品——顶呱呱股票期权极速交易系统，具有业务全覆盖、极速架构、极致性能三大特性，可以满足高端程序化和量化投资者需求。性能方面，交易系统可以实现更低延时（订单处理 208 纳秒、全链路来回 8.8 微秒）、更高并发（单节点每秒委托并发量达 10 万笔、秒）、更大容量（单节点订单容量达 3000 万笔）。

图16: 股票期权极速交易系统具有更低延时、更高并发、更大容量的性能

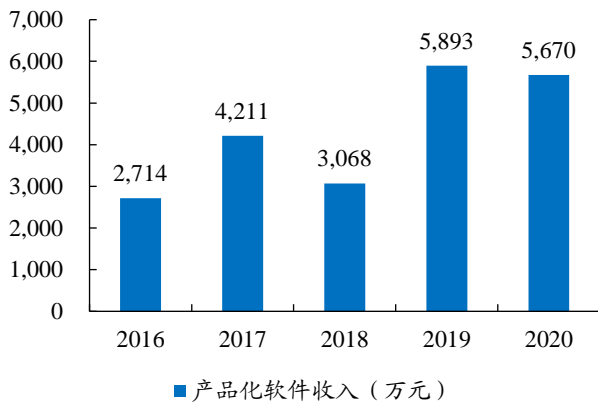


资料来源：公司公众号

交易类产品标准化程度更高，产品化软件毛利率高达 100%。相比营销类产品，交易类产品标准化程度更高，投入的人数相对较小，毛利率高达 100%。公司产品化软件包括港股通交易系统软件（2014）、A.BOSS 新一代证券综合运营支撑平台系统（2015）、转融通系统（2012）等。公司产品化软件客户主要为证券公司，根据招股书披露，2014-2016 年证券客户销售占比在 85%以上。

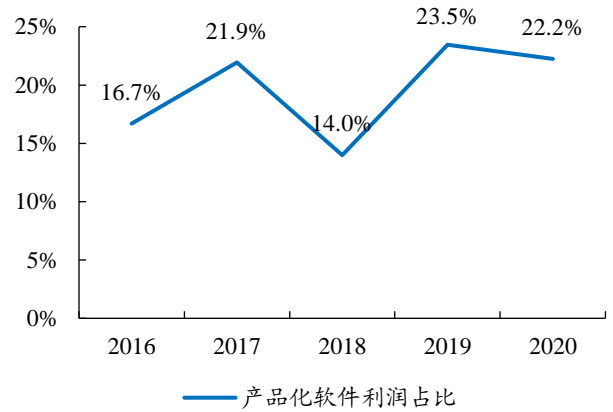
新交易体系落地有望推动产品化收入占比提升。2016-2020 年，公司产品化软件收入由 2714 万元增长至 5670 万元，整体保持增长趋势，在营业利润中占比由 16.7% 增长至 22.2%。未来，随着产品化程度较高的新交易系统的推广，公司产品化收入有望持续增长。

图17: 2020 年公司产品化收入为 5670 万元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 2020 年公司产品化收入贡献 22.2% 的毛利润



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3、运营类: 公司处于领先地位, AI 赋能向智慧运营转型

公司的业务集中运营解决方案处于行业领先地位。业务办理功能早期为集中交易系统的一个模块, 随后公司提出将交易和业务运营分开, 推出业务集中运营解决方案。业务集中运营中台可以将客户、渠道、产品相关的前、后台系统串接起来, 帮助证券公司疏通业务逻辑、提高运营效率。公司产品主要包括业务流程和运营管理系统, 下游客户主要为证券公司, 公司在该领域处于领先地位。

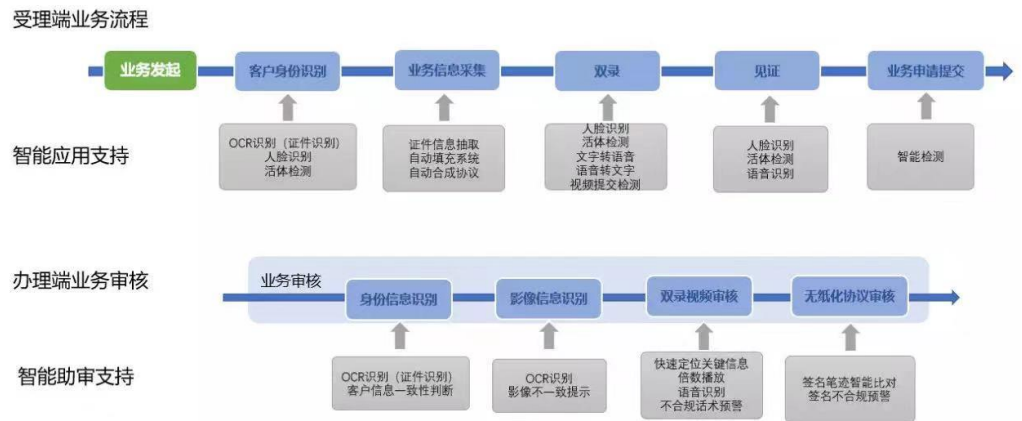
图19: 公司业务集中运营解决方案构成



资料来源: 公司官网

利用 AI 等新技术赋能,推动集中运营向智慧运营转型。公司基于集中运营平台,结合第三方 AI 开放平台技术能力,积极布局智慧运营平台。智慧运营平台应用的技术包括人脸识别、活体检测、OCR、TTS 实时语音合成、ASR 语音识别等,已应用于智能采集、智能双录、智能见证、智能助审等场景。目前,已有国泰君安、招商证券、兴业证券等多家券商采用了顶点智慧运营解决方案。

图20: 公司智慧运营平台业务流程



资料来源: 公司公众号

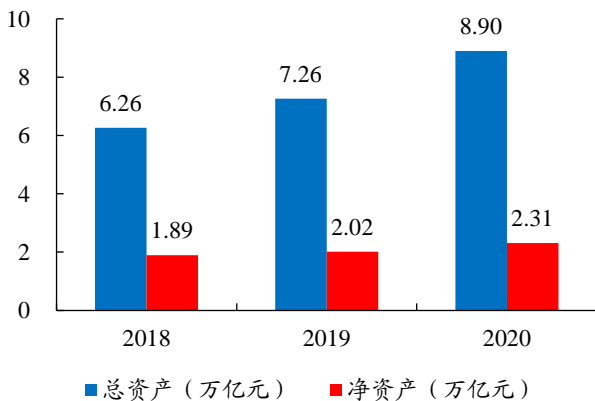
3、开启千人招聘计划, 布局资管、数据类新业务

3.1、下游行业高景气增长, 公司将充分受益

公司下游金融行业高景气, 资产和收入规模快速增长:

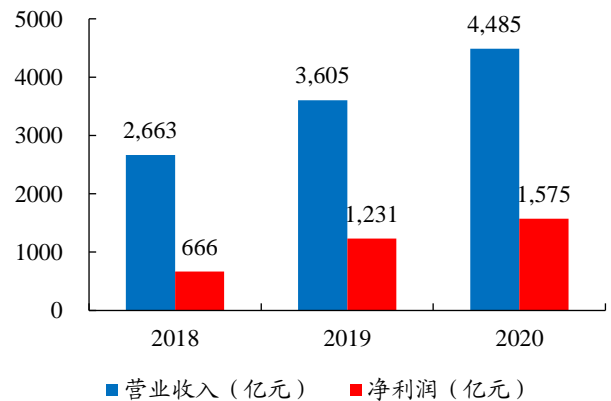
(1) 2020 年证券公司收入同比增长 24.4%。公司下游客户主要为各类金融机构, 主要客户群体为券商和期货。根据证券业协会数据, 2020 年证券公司总资产规模达 8.9 万亿元, 同比增长 22.6%, 净资产规模 2.3 万亿元, 同比增长 14.4%; 2020 年整体营收为 4485 亿元, 同比增长 24.4%, 净利润为 1575 亿元, 同比增长 28.0%。

图21: 2020 年证券公司总资产规模达 8.9 万亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

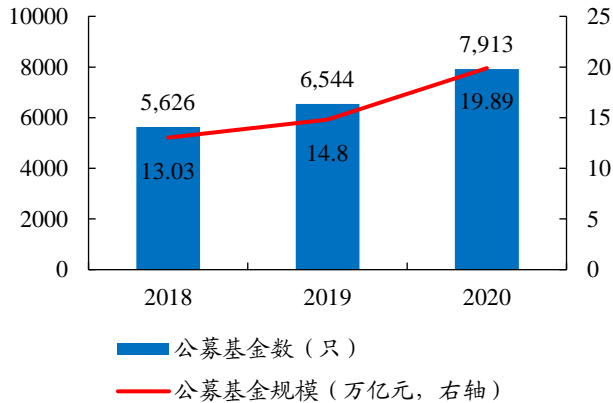
图22: 2020 年证券公司整体营收达 4485 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

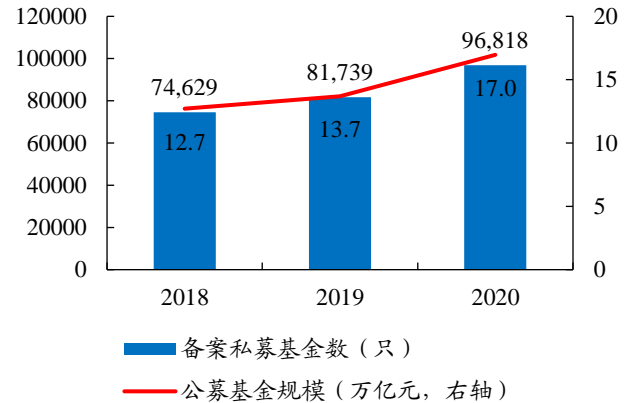
(2) 2020年公募、私募管理规模增速分别为34.4%、23.8%。根据中国证券投资基金业协会数据,截至2020年底,公募基金规模约19.89万亿元,同比增长34.4%,私募基金管理规模约16.96万亿元,同比增长23.8%。

图23: 2020年公募基金规模增速为34.4%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

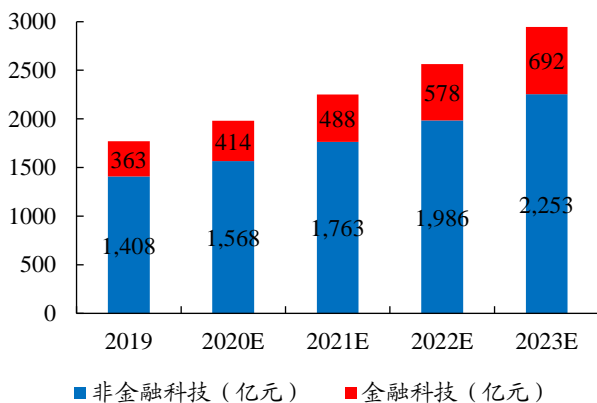
图24: 2020年私募基金规模增速为23.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

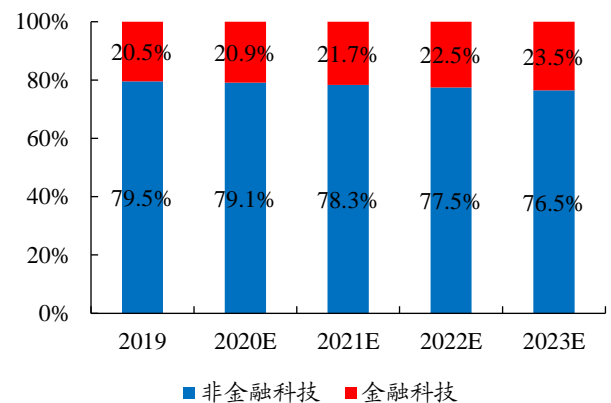
金融机构技术资金投入持续增长,公司充分受益。根据艾瑞咨询数据,预计2023年金融机构技术总投入达2945亿元,2019-2023年复合增速为13.6%;其中,金融科技投入达692亿元,占比达23.5%。未来,全域数字化、新一代核心系统及数字中台建设将是技术投入的主要方向。公司深耕金融科技领域,积极打造全面国产化和自主可控的软件平台,在数字化浪潮下,公司将充分受益。

图25: 预计2023年金融机构技术总投入达2945亿元



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图26: 预计2023年金融科技投入占比达23.5%

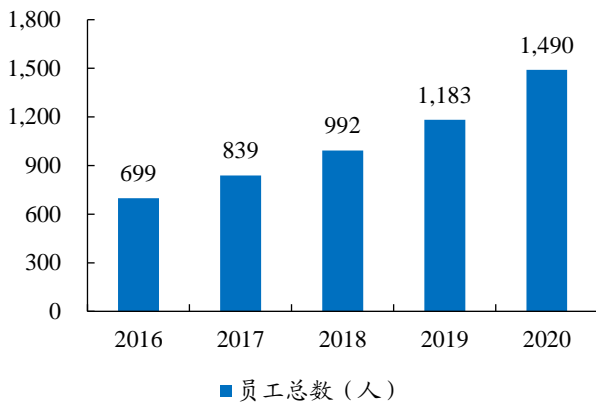


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、开启千人招聘,加大资管、基金布局

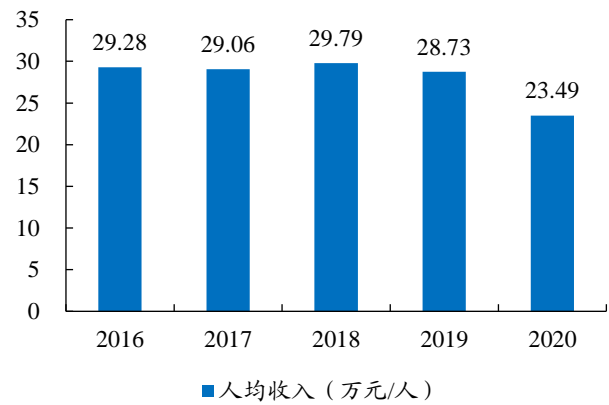
公司从2020年开始加大人员招聘。2020年4月公司开启战略布局,2020年公司员工数较2019年增长26%,达1490人,其中技术人员增加306人(研发80人,开发226人)。2021年2月,公司发布千人招聘计划,预计招聘软件研发、软件测试、技术支持200、40、220人。由于公司人员的快速扩张,叠加2020年收入的递延,导致公司人均收入较2019年有所下滑。

图27: 2020年公司员工人数同比增长26%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图28: 2020年公司人均收入有所下滑



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司未来主要有两大战略布局: (1) **从卖方到买方:** 过去公司客户主要集中在证券和期货领域, 其中证券市场客户超 80 家, 公司在细分市场占有率已经保持在较高的水平。公司计划未来加大在资管、基金、私募领域布局。(2) **从外围到核心:** 公司过去业务主要为 CRM 系统, 在资管、基金、私募等领域建立了一定客户基础。在现有客户基础上, 公司计划将产品从 CRM 系统到资金管理再到交易系统, 逐渐外围向核心拓展。

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设

(1) **营销类软件**: 公司在 CRM 细分赛道深耕 18 年, 产品持续迭代, 保持较高市占率。未来运维服务将持续贡献利润。公司软件产品并非一次性收费, 还包括后续运维服务, 通常根据存量合同金额比例按年收费。随着公司新产品的推广, 公司定制软件收入以及后续运维服务收入有望持续增长。

(2) **交易类软件**: 2020 年公司新交易体系全面落地, 在国产替代大势下先下一城。考虑到交易类软件产品化程度较高, 我们预计未来将在头部证券和期货公司持续推广, 收入有望进入快速成长期。

4.2、盈利预测与估值

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别 1.43、1.92、2.50 亿元, 对应 EPS 分别为 0.85、1.14、1.49 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 43.8、32.5、24.9 倍。我们选取恒生电子、宇信科技、长亮科技作为可比公司, 恒生电子是证券 IT 龙头, 宇信科技和长亮科技是银行 IT 领域可比公司, 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2021/11/25	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600570.SH	恒生电子	833.1	15.83	19.57	23.14	52.6	42.6	36.0
300674.SZ	宇信科技	135.5	4.74	6.20	8.07	28.6	21.9	16.8
300348.SZ	长亮科技	99.6	2.95	3.88	5.10	33.7	25.7	19.5
	行业平均	356.0	7.84	9.88	12.10	45.4	36.0	29.4
603383.SH	顶点软件	62.4	1.43	1.92	2.50	43.8	32.5	24.9

数据来源: Wind、开源证券研究所 (恒生电子盈利预测来自开源证券研究所, 宇信科技、长亮科技盈利预测来自 Wind 一致预期)

5、风险提示

产品推广不及预期; 行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1202	1333	1540	1438	1971
现金	701	634	879	716	1176
应收票据及应收账款	25	22	43	42	69
其他应收款	4	4	11	7	16
预付账款	3	3	6	5	9
存货	67	88	110	152	192
其他流动资产	402	582	491	516	508
非流动资产	130	148	159	178	198
长期投资	6	6	7	9	10
固定资产	52	50	62	71	81
无形资产	10	8	9	10	9
其他非流动资产	62	84	81	88	99
资产总计	1332	1481	1699	1615	2169
流动负债	198	296	440	227	607
短期借款	0	6	3	4	4
应付票据及应付账款	3	3	4	5	7
其他流动负债	195	288	433	219	597
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	198	297	440	228	608
少数股东权益	6	7	6	7	7
股本	120	168	168	168	168
资本公积	450	406	406	406	406
留存收益	568	603	674	771	896
归属母公司股东权益	1127	1177	1253	1381	1554
负债和股东权益	1332	1481	1699	1615	2169

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	121	162	278	-79	521
净利润	128	109	142	193	251
折旧摊销	6	7	7	8	10
财务费用	-7	-11	-13	-11	-12
投资损失	-17	-16	-18	-19	-26
营运资金变动	5	71	155	-249	299
其他经营现金流	6	2	6	-1	-0
投资活动现金流	180	-178	24	-31	4
资本支出	10	13	17	16	19
长期投资	177	-180	-2	-1	-1
其他投资现金流	367	-344	39	-17	22
筹资活动现金流	-61	-54	-58	-52	-65
短期借款	0	6	-3	1	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	48	0	0	0
资本公积增加	11	-44	0	0	0
其他筹资现金流	-71	-64	-55	-53	-65
现金净增加额	241	-70	245	-163	460

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	340	350	481	628	821
营业成本	89	95	133	174	227
营业税金及附加	5	6	7	10	13
营业费用	34	38	50	64	82
管理费用	45	52	71	87	111
研发费用	71	89	121	143	185
财务费用	-7	-11	-13	-11	-12
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	15	20	19	18	19
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资净收益	17	16	18	19	26
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	137	113	147	200	261
营业外收入	3	0	1	2	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	140	113	148	201	261
所得税	12	4	6	8	10
净利润	128	109	142	193	251
少数股东损益	1	0	-1	1	0
归母净利润	127	109	143	192	250
EBITDA	125	101	132	185	243
EPS(元)	0.76	0.64	0.85	1.14	1.49

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.0	3.0	37.4	30.6	30.7
营业利润(%)	8.5	-17.5	30.0	35.5	30.6
归属于母公司净利润(%)	6.2	-14.7	31.4	34.7	30.4
获利能力					
毛利率(%)	73.9	72.8	72.3	72.3	72.4
净利率(%)	37.4	31.0	29.6	30.6	30.5
ROE(%)	11.3	9.2	11.3	13.9	16.0
ROIC(%)	9.7	7.7	9.6	12.3	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	14.9	20.0	25.9	14.1	28.0
净负债比率(%)	-61.8	-53.0	-69.6	-51.3	-75.1
流动比率	6.1	4.5	3.5	6.3	3.2
速动比率	5.5	3.2	2.7	4.7	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	14.5	14.9	14.8	14.8	14.8
应付账款周转率	39.3	33.2	39.1	37.1	37.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.64	0.85	1.14	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.96	1.65	-0.47	3.10
每股净资产(最新摊薄)	6.70	7.00	7.45	8.21	9.24
估值比率					
P/E	49.1	57.5	43.8	32.5	24.9
P/B	5.5	5.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	41.5	52.6	38.6	28.3	19.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn