



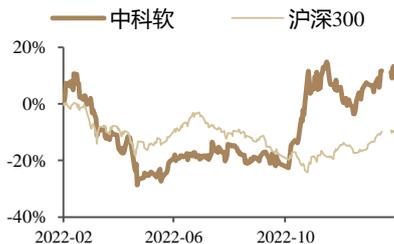
买入（首次）

所属行业：计算机
当前价格(元)：32.52
合理区间(元)：48.00-50.00

证券分析师

赵伟博
资格编号：S0120521090001
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.67	8.25	5.18
相对涨幅(%)	-0.33	0.24	-8.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

中科软（603927.SH）：布局广泛的保险IT龙头，“保险+”和海外业务助力业绩突破，利润增长加速可期

投资要点

- 公司作为保险IT龙头，客户覆盖度高，行业地位稳固，可充分抓住保险IT持续发展的行业机遇，实现保险IT基石业务的稳定增长。中科软自成立之初即深耕保险IT领域，具备多项自主研发的保险IT解决方案，根据IDC的报告，从2014-2021年稳居保险IT解决方案市场份额第一的位置。公司覆盖95%的保险机构客户，且对保险领域主要客户粘性增强，2021年公司保险IT收入超500万元的客户较2020年增长13家。2019年以来公司的保险行业客户收入占比超过50%，构成公司基石业务。线上化转型带来的架构升级需求、信创等多项因素将持续提升保险机构的IT投入。公司作为保险IT领域稳固的龙头，凭借高覆盖度的客户资源和较完备的产品与服务能力，有望充分抓住行业机遇，维持基石业务的稳定增长。

“相似复用”开发理念提高软件业务毛利率，良好的组织管理与考核保持费用率稳中有降，人均创利持续提升，2023年开始利润有望加速释放。公司采用“相似复用”的开发理念，不断提升开发及服务效率，使得公司软件开发及服务毛利率近年来呈现稳定增长趋势，2022年H1在受到疫情影响的情况下，公司的软件类业务毛利率依然达到35.80%，在2021年全年的软件类业务毛利率基础上提升了1.62%。同时公司通过加强各项管理与重视利润的考核指标，近年来销售费用率与管理费用率保持稳中有降，人均创利提升趋势明显。在收入稳步增长、毛利率持续提升和费用率控制良好的前提下，预计从2023年开始，公司将在利润端加速释放。

- “保险+”和海外业务成为公司业绩实现突破的关键抓手。公司实施“保险+”战略，打开增量客户群体和增量服务需求空间，同时海外业务取得关键进展，两项业务增速和毛利率均高于公司整体平均水平，成为公司业绩突破的关键抓手。公司在巩固保险IT市场地位的同时，将行业应用软件产品和解决方案应用扩展至众多行业领域，在医疗卫生、社会保障、教育、农业、气象、能源、电力等领域进行广泛布局，不仅能充分抓住各行业的数字化转型机会，还能形成公司深入推进“保险+”战略的良好基础。2021年“保险+”的直接业务收入为6344万元，同比增长101%，毛利率达到44.55%。2022年9月，公司海外业务取得关键突破，海外业务毛利率在2021年达到34.06%。“保险+”与海外业务的毛利率均高于公司整体毛利率。未来随着“保险+”和海外业务规模的扩大和占比的持续提升，有利于拉动公司整体的收入增速和毛利率水平，成为业绩实现突破的关键抓手。

我们认为公司2023年市值可达287-295亿元，目标价48-50元。预计公司2023-2024年营收为78.23/92.16亿元，净利润为8.20/10.69亿元。

风险提示：“保险+”的商业模式探索和生态建设进程不及预期；下游保险IT投入不及预期力度不及预期；集成业务验收进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	593.60		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	593.60	营业收入(百万元)	5,782	6,281	6,458	7,823	9,216
52 周内股价区间(元):	20.09-32.32	(+/-)YOY(%)	5.1%	8.6%	2.8%	21.1%	17.8%
总市值(百万元):	18,656.85	净利润(百万元)	477	577	637	820	1,069
总资产(百万元):	6,236.88	(+/-)YOY(%)	23.6%	21.2%	10.2%	28.8%	30.3%
每股净资产(元):	4.09	全面摊薄 EPS(元)	0.80	0.97	1.07	1.38	1.80
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	28.0%	29.5%	29.8%	30.7%	31.6%
		净资产收益率(%)	21.0%	22.1%	19.6%	20.1%	20.8%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 保险 IT 龙头，同时布局多行业的头部 ISV	5
1.1. 深耕保险 IT 多年，稳坐龙头地位	5
1.2. 布局多个与保险密切相关的领域，可全面抓住多行业信息化建设机遇	5
1.3. 国资背景，高管持股，回购股票做员工激励体现管理层信心	7
1.4. 产品能力与管理效率提升，毛利率与费用率改善，人均创利走高	8
2. 保险 IT 投入具备持续增长空间	10
2.1. 保险公司线上化转型带来一系列系统改造建设机遇	10
2.1.1. 百万代理人消失，传统线下渠道作用减弱，需要加强线上建设	10
2.1.2. 线上化的加强带来整体系统架构改造需求	10
2.2. 保险 IT 远期空间巨大	12
2.2.1. 我国保险深度、保险密度提升空间广阔，形成对 IT 能力的配套建设需求	12
2.2.2. 保险 IT 支出在原保费收入的占比有待持续提升	12
3. “保险+”与海外业务构成业绩加速发展的支撑	13
3.1. “保险+”构成公司增量业务，可提升公司远期发展空间和毛利率	13
3.1.1. 广泛的行业布局为“保险+”的开展提供坚实基础，形成边际增量	14
3.1.2. 抓住保险公司分支机构快速增长的业务机会，深化公司在保险机构的渗透率	15
3.2. 成为华为出海伙伴，海外业务取得标志性突破	15
4. 估值与盈利预测	16
4.1. 营收与毛利率预测	16
4.2. 费用率和净利润预测	17
4.3. 估值预测	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 中科软业务领域.....	6
图 3: 中科软主营业务收入构成 (单位: 亿元)	6
图 4: 中科软股权机构 (截至 2022 年 9 月 30 日)	7
图 5: 公司人员增长情况	8
图 6: 公司收入与归母净利润增速.....	8
图 7: 2016-2021 中科软人均创收及增速.....	8
图 8: 2016-2021 中科软人均创利及增速.....	8
图 9: 中科软各类业务营收占比	9
图 10: 中科软软件开发及服务业务毛利率.....	9
图 11: 各项费用率情况.....	9
图 12: 2019-2021 保险代理制销售人员数量.....	10
图 13: 传统核心系统局限性及数字化升级方向	11
图 14: 我国原保费收入及增速.....	12
图 15: 2017-2018 我国保险 IT 投资	13
图 16: “保险+”带来的客户及需求增量.....	14
图 17: 打造“保险+”战略的产品生态、服务生态、业务生态.....	14
图 18: 海外业务收入及毛利率.....	16
表 1: 上市险企系统改造进程与规划不完全统计.....	11
表 2: 2021 年银行、保险、证券 IT 投入占营收比例.....	13
表 3: “保险+”战略重点关注领域	15
表 4: 中科软收入与毛利率预测 (单位: 百万元)	16
表 5: 中科软费用率及净利润预测 (单位: 百万元)	17
表 6: 可比公司 PE (市值基于 2023 年 2 月 2 日收盘价)	18

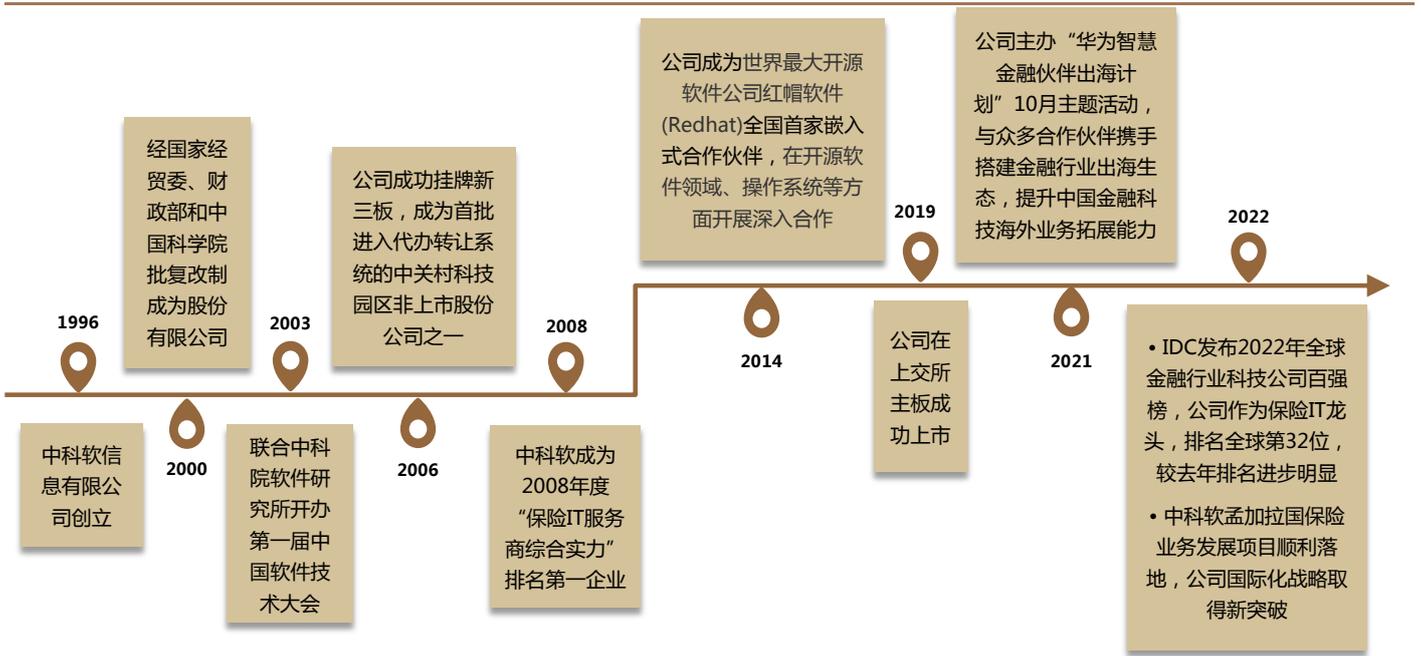
1. 保险 IT 龙头，同时布局多行业的头部 ISV

1.1. 深耕保险 IT 多年，稳坐龙头地位

中科软创立于 1996 年 5 月，前身为北京中科软信息系统有限公司，总部设立在北京，是从事计算机软件研发、应用、服务的大型专业化高新技术企业。公司依托中国科学院的人才优势和科研成果，以行业应用软件开发为核心，业务涵盖应用软件、支撑软件、系统集成等应用层次，可为客户提供大型行业应用解决方案。中科软国内首创险种管理齐全的“保险业务综合管理信息系统”，自主研发产品内容，成为中国领先的保险行业 IT 解决方案提供商。

根据全球著名科技市场研究机构 IDC (International Data Corporation) 于 2022 年 8 月 24 日发布的《中国保险业 IT 解决方案市场份额，2021：短期增速回升，变革在酝酿》报告，中科软在中国保险业 IT 解决方案市场份额中依然保持着龙头地位，连续多年排名第一。同时在 IDC 于 2022 年 9 月 13 日发布的 2022 年全球金融行业科技公司百强榜单 (IDC FinTech Rankings Top 100) 中，中科软作为中国领先的金融行业 IT 解决方案及服务提供商再次入围，排名全球第 32 位，较 2021 年的第 42 位排名进步明显。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

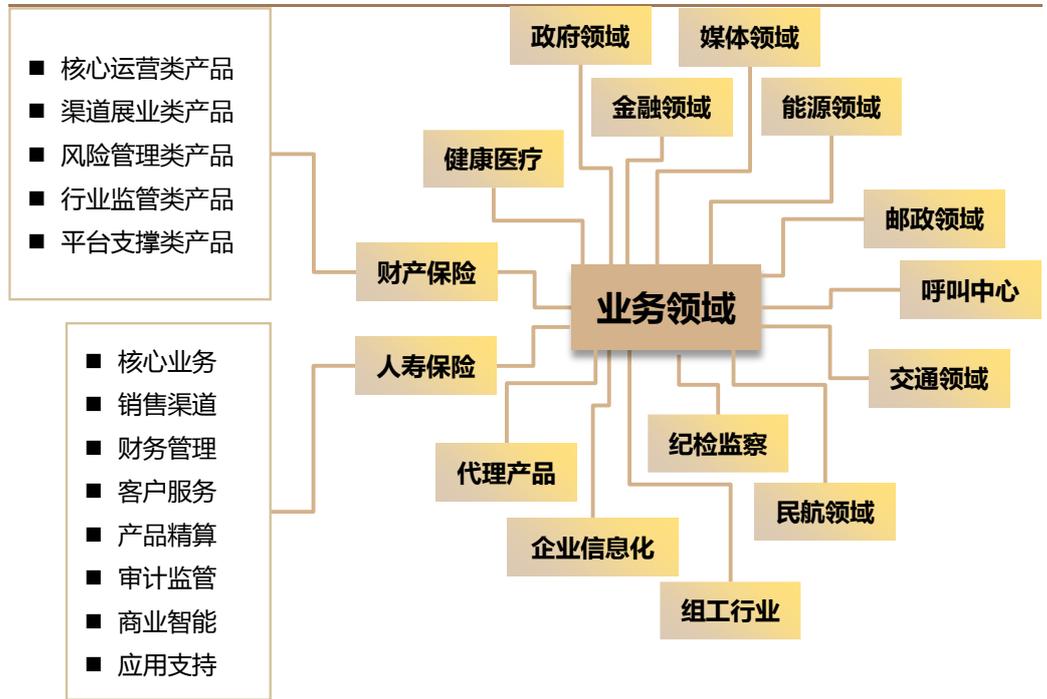
2014 年-2021 年中科软公司在国内保险行业 IT 解决方案市场中市场份额连续排名第一。公司客户覆盖度高，已经为中国境内 95% 的保险公司提供产品、解决方案及服务。公司始终坚持增强保险公司客户粘性，与保险公司建立长期合作关系。2021 年，公司对保险领域主要客户粘性进一步增强，保险 IT 领域实现收入超 500 万元的客户共 141 家，较 2020 年增长 13 家。

1.2. 布局多个与保险密切相关的领域，可全面抓住多行业信息化建设机遇

公司在巩固保险 IT 市场地位的同时，将行业应用软件产品和解决方案应用扩

展至众多行业领域，在医疗卫生、社会保障、教育、农业、气象、能源、电力等领域进行业务布局，构成了深入推进“保险+”战略的良好基础。经过多年的发展，公司已在公共卫生信息化行业细分应用领域形成领先优势，在政务信息化行业应用领域具有丰富经验。

图 2：中科软业务领域

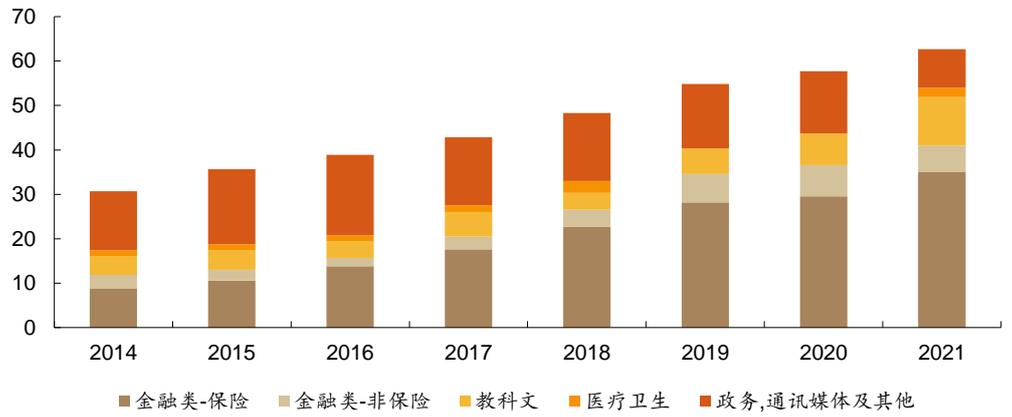


资料来源：公司官网，德邦研究所

分行业看，公司营业收入主要来自金融 IT，包含保险 IT 与非保险金融 IT 部分，保险 IT 为主要构成部分。保险 IT 是中科软最重要的业务领域，其收入近年来持续增长，在总营收中占比也保持上升趋势，2021 年实现收入 35.03 亿元，占比达 55.8%。非保险金融 IT 主要包括银行 IT、证券 IT、汽车金融 IT 及消费金融 IT 等领域，其收入及在总营收中占比近年来较为波动，2021 年实现收入 5.91 亿元，在总营收中占比为 9.4%。

在非金融行业，公司为政务、医疗卫生、科教文、交通、通信、能源、电力及其他等领域提供信息化建设服务，近年来其总体收入占比较为稳定。2021 年公司在非金融行业实现收入 21.87 亿元，占比为 34.8%。2022 年上半年，公司在政务 IT、医疗卫生 IT 等领域营收分别同比增长 41.5%、82.4%。

图 3：中科软主营业务收入构成（单位：亿元）

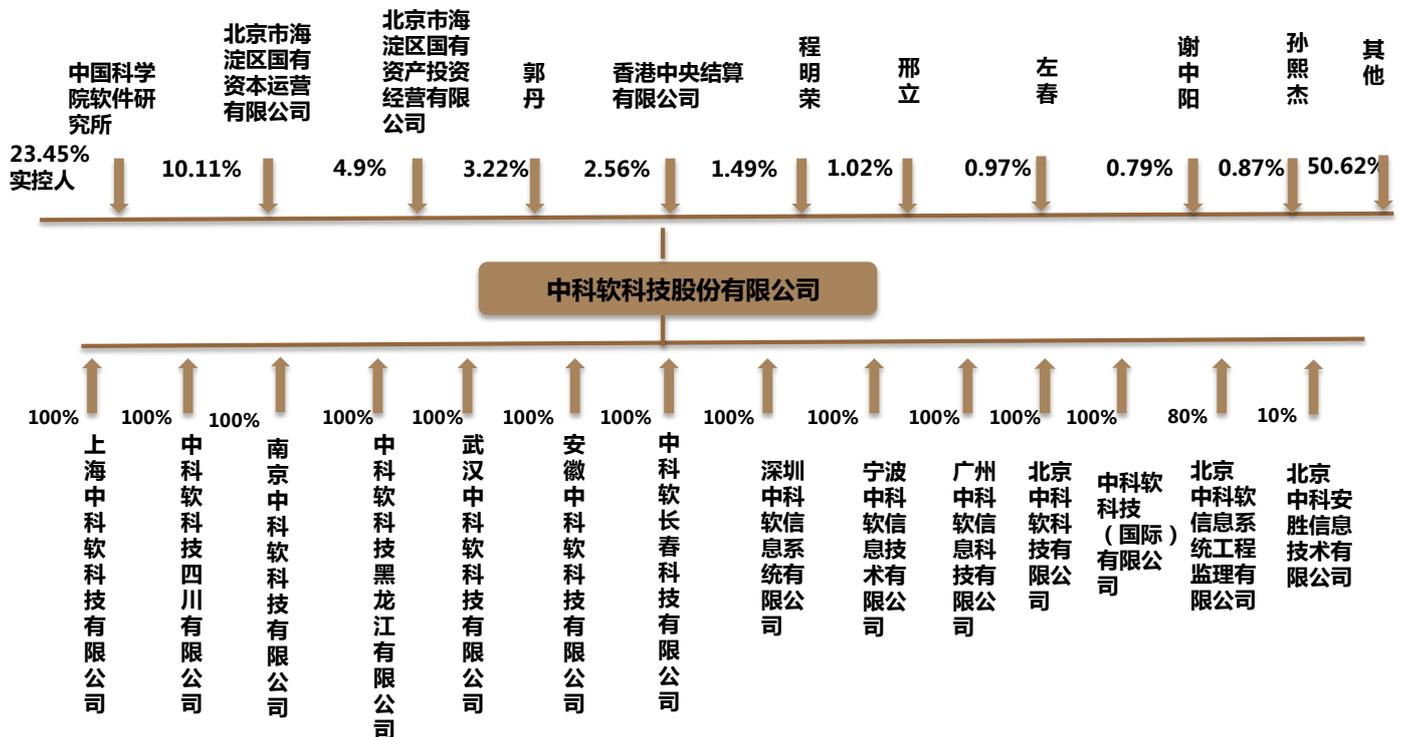


资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

1.3. 国资背景, 高管持股, 回购股票做员工激励体现管理层信心

国资控股, 股权结构相对分散, 股权绑定激励员工。中科软第一大股东为中科院软件所, 持股比例为 23.45%, 第二大股东为北京市海淀区国有资本运营有限公司, 持股比例 10.11%。截至 22 年 9 月 30 日, 前十大股东中公司高管人员邢立、左春、孙熙杰分别持股 1.02%、0.97%、0.87%。

图 4: 中科软股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

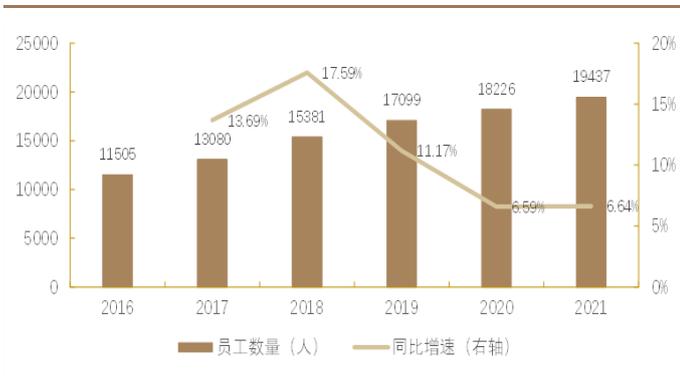
公司管理层专业背景厚实, 董事会专业背景突出, 学历均为硕士及以上。公司董事长左春曾任中国科学院软件研究所博士生导师, 2015 年荣获“中国软件和信息服务十大领军人物”, 其余董事及高管均为具有多年工作经历的专业杰出人才, 有利于及时把握市场充分调度公司资源并持续提高公司的技术研发水平。

为吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理团队和核心骨干的积极性，2022年6月公司公告称公司拟出资1.5亿元-3亿元回购公司股份，用于后续实施员工持股计划。2022年6月7日，公司以集中竞价交易方式实施了首次回购，2022年11月30日，公司回购股份期限已届满，回购方案已实施完成，回购股份数量总计7,690,822股。该举措进一步提升公司价值，实现股东利益最大化，有利于公司建立、健全长效激励机制，充分调动公司员工积极性，为公司未来发展创造良好条件。

1.4. 产品能力与管理效率提升，毛利率与费用率改善，人均创利走高

公司近年来人员增长有所放缓，2019年人员增速为11%，2020、2021两年人员增速稳定在不到7%。而从收入与归母净利润的增速情况来看，公司利润增速近年来均高于收入增速。

图 5：公司人员增长情况



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 6：公司收入与归母净利润增速



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

公司人均创收水平稳定，人均创利提升明显。长时间以来，中科软人均创收稳定在32万元左右规模，2021年小幅上升；人均创利则保持较大增速，由2016年的1.71万元稳步增长至2021年的2.97万元。由公司年报可知，自2017年以来，公司净利润增长率始终保持在20%水平，并在2018年达到了36%的增长率，高于人员数量增速，使人均创利逐年提升。

图 7：2016-2021 中科软人均创收及增速



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 8：2016-2021 中科软人均创利及增速



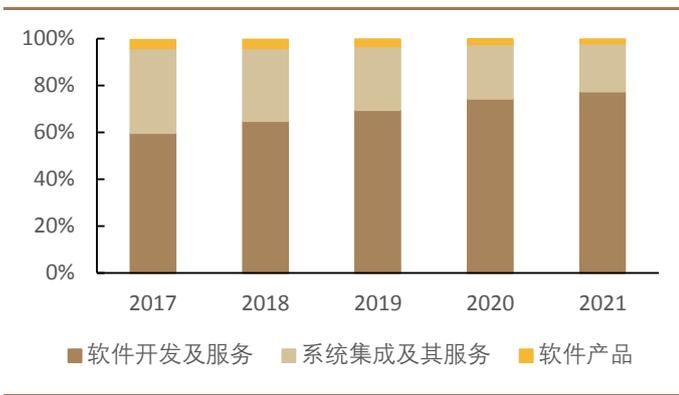
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

随着公司内部管理制度的不断完善，公司近年来毛利率、销售费用率及管理费用率等各项经营指标向好，使净利率不断上升。

公司通过“相似复用”的开发理念，保持软件开发及服务业务的毛利率稳步提升。公司主营业务为软件类业务和系统集成及服务业务，其中软件类业务可以分为软件开发及服务、软件产品等业务。软件开发及服务业务为公司第一大业务，且其营收占比在持续提高，在2021年达到48.68亿元，占比达77.5%。

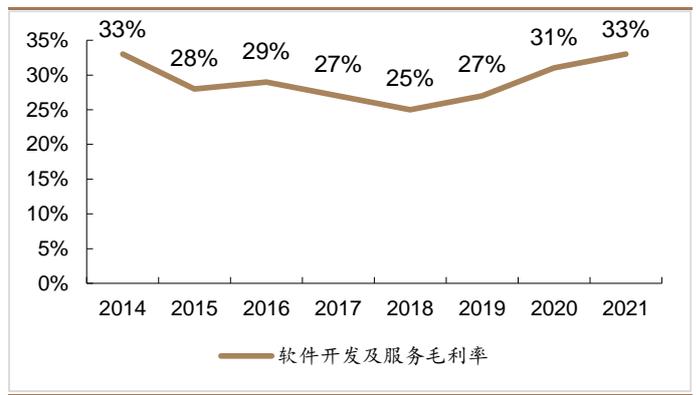
公司软件开发及服务毛利率近年来呈现稳定增长趋势。在产品及服务层面，公司继续坚持“相似复用”软件开发理念，以自主研发的行业参考模型为核心，依托丰富的软件产品线，为客户提供各类软件产品及开发服务，一方面能够使公司产品更好地结合客户IT需求进行快速迭代，通过快速响应机制赋能客户业务发展，不断增强公司客户粘性；另一方面在参考模型下，公司大量积累的样本程序、技术文档、知识图谱、领域知识，以及项目管理、实施及质量控制等经验，使得公司近年来软件开发效率不断提升。

图 9：中科软各类业务营收占比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 10：中科软软件开发及服务业务毛利率



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

公司通过加强各项管理，近年来销售费用率与管理费用率保持稳中有降。在业务拓展方面，公司强调各业务领域协同作战，形成横向机制，关注客户满意度，不断增强客户粘性。在组织管理方面，公司实行事业群-子事业群-事业部的分层架构，采用阿米巴管理模式。在管理上，公司注重通过各项规章制度规范事业部的日常运作；在考核上，公司不断建立并完善以“集约化”为原则的考核体系，以“实现了现金流的净利润”为核心考核指标，促进各事业部持续、稳定、快速发展；在协同上，公司通过内部共管、PMO、NGO 等组织规则，强化各部门之间的协同作战。随着公司内部管理制度的不断完善，公司近年来销售费用率及管理费用率等各项经营指标不断向好。

图 11：各项费用率情况



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

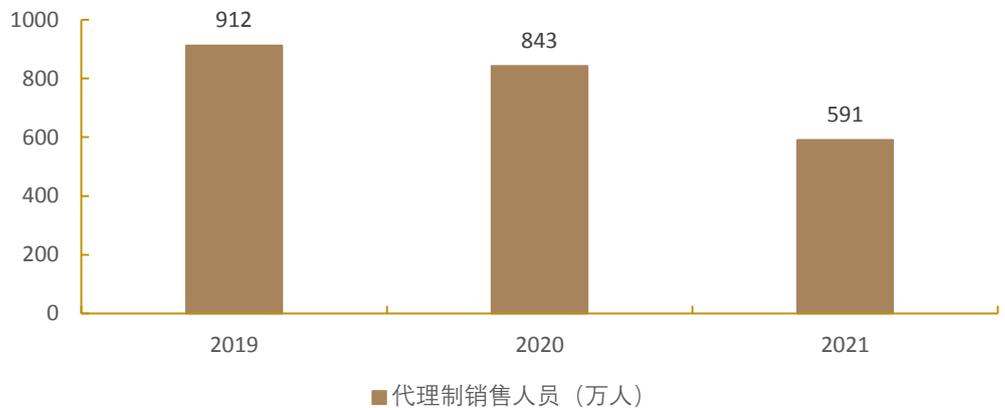
2. 保险 IT 投入具备持续增长空间

2.1. 保险公司线上化转型带来一系列系统改造建设机遇

2.1.1. 百万代理人消失, 传统线下渠道作用减弱, 需要加强线上建设

自疫情之后, 很多保险代理人的事业进入下坡路, 各家保险公司的代理人都有所流失, 甚至出现难得一见的“增员难”、“用工荒”等情况。截至 2021 年 12 月 31 日, 全国保险公司在保险中介监管信息系统执业登记的销售人员 641.9 万人。代理制销售人员 590.7 万人, 数据与上年末的 842.8 万人相比, 缩减 252.1 万人。

图 12: 2019-2021 保险代理制销售人员数量



资料来源: 银保监会官网, 德邦研究所

从销售人员合同类型看, 代理制销售人员占比 92.0%, 是保险销售环节的重要组成部分, 而保险保费订单增速放缓以及日益严格的监管, 尤其对下游中介企业行业违规经营的严加管控, 都使得基础保险从业人员流失成为保险行业的现状, 不利于线下保险业务开展。因此, 在保险公司线下代理人渠道减弱的趋势下, 保险业务线上化系统建设能力亟待加强。

2.1.2. 线上化的加强带来整体系统架构改造需求

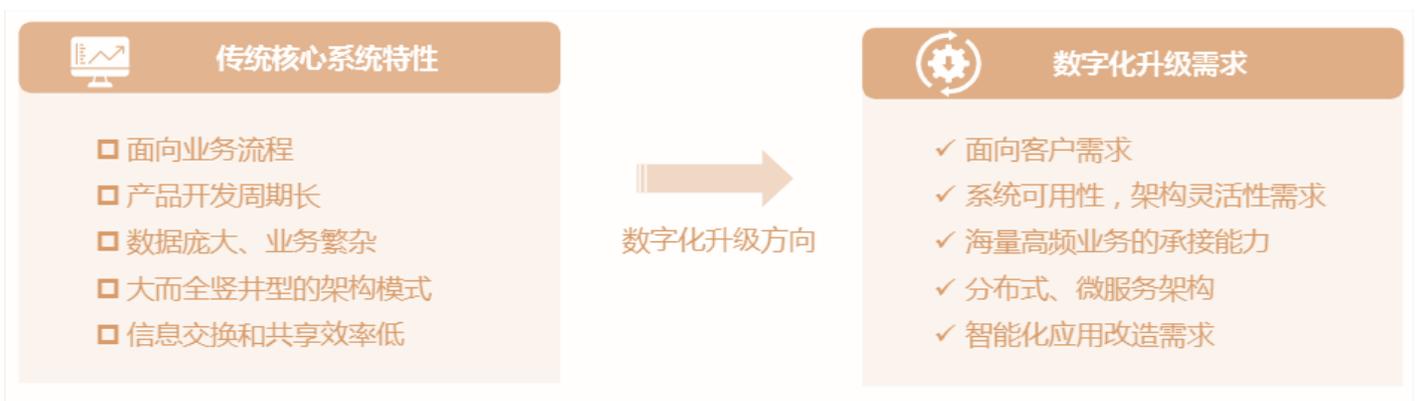
近年来, 多项指导保险数字化转型政策发布, 为保险业线上业务发展、风险防范、科技基础建设及业务线上化率等各个层面、多个细节提供明确依据与导向。2020 年 5 月, 银保监会发布《关于推进财产保险业务线上化发展的指导意见》, 提出到 2022 年, 车险、农险、意外险、短期健康险、家财险等财险业务线上化率达到 80% 以上, 鼓励具备条件的公司探索保险服务全流程线上化。2021 年 12 月, 中国保险业协会发布《保险科技“十四五”发展规划》, 提出推动行业实现业务线上化率超过 90%、线上化产品比例超过 50%、线上化客户比例超过 60%、承保自动化率超过 70%、核保自动化率超过 80%、理赔自动化率超过 40% 等一系列具有可操作性的具体落实目标。

在环境、政策双因素驱使下, 线上化成为了保险行业核心转型动力, 同时也带来了业务系统的数字化升级改造需求。随着保险行业线上化业务的快速发展阶

段对保险科技提出更高要求，如何做到新技术与多场景的技术融合，线上渠道和线下渠道的互动融合，及线上全流程服务响应能力的优化，成为推动保险行业提升精准服务能力进而实现高质量发展的关键因素。

当前国内的保险 IT 存在架构升级、中台化建设的持续改造与投入机遇。底层系统技术架构大多根据上层业务需求来设计，以往保险公司都是以线下为主的业务逻辑，相应的传统保险核心系统强调的是集中性和稳定性，而在面对新型数字化业务时便体现出数据处理缺乏灵活性、信息共享困难等方面的短板。当前保险系统改造方向聚焦于中台系统建设。保险中台系统能够在后台核心系统稳定不变的前提下快速响应前台，满足多样化、个性化的线上业务场景需求，有效地提高了业务效率。此外，中台系统还可实现数据资产化、管理运营化、开放服务化，从而促进保险业务的创新发展。

图 13：传统核心系统局限性及数字化升级方向



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

为响应政策，同时提升企业在数字时代的核心竞争力，近年来各大保险机构进一步加大科技建设投入，加快系统建设改造进程，积极完成保险线上化转型。以上市险企为例，中国人寿科技架构全面升级换代，依托国寿混合云的强大算力和开放兼容的数字化平台，实现全部核心系统从计算、存储、数据库、中间件到应用软件的分布式架构革新，科技应变能力大幅提升。中国人保扎实推进核心系统优化升级，完善“中国人保”APP,综合电商门户，人保 e 通等线上化，一体化触面平台，优化 ToC、ToB、ToE 等用户触面运营，为各级机构线上化发展转型赋能。中国太保坚持以客户需求为导向，持续推进核心系统转型升级，加速大数据体系以及四大中台建设，首次实现集团全域数据统一归集，科技赋能保险主业能级进一步提升。中国太平加大数字化建设力度，以新一代核心系统为抓手切实开展各项工作，太平财险意健险核心重塑上线，太平澳门核心改造全面完成，寿险、养老等业务板块功能优化稳步实施，同时深入实施数据治理，费控、投资、人事、培训、风控、经营分析六大数字化管理平台全部上线。

表 1：上市险企系统改造进程与规划不完全统计

上市险企	保险系统改造进程与规划
中国人寿	科技架构全面升级换代，依托国寿混合云的强大算力和开放兼容的数字化平台，实现全部核心系统从计算、存储、数据库、中间件到应用软件的分布式架构革新
中国人保	推进核心系统优化升级，完善“中国人保”APP,综合电商门户，人保 e 通等线上化，一体化触面平台，优化 ToC、ToB、ToE

等用户触点运营，为各级机构线上化发展转型赋能

中国太保	推进核心系统转型升级，加速大数据体系以及四大中台建设，首次实现集团全域数据统一归集，科技赋能保险主业能级进一步提升
中国太平	加大数字化建设力度，以新一代核心系统为抓手切实开展各项工作，太平财险意健险核心重塑上线，太平澳门核心改造全面完成，寿险、养老等业务板块功能优化稳步实施，同时深入实施数据治理，费控、投资、人事、培训、风控、经营分析六大数字化管理平台全部上线

资料来源：各公司年报，德邦研究所

2.2. 保险 IT 远期空间巨大

2.2.1. 我国保险深度、保险密度提升空间广阔，形成对 IT 能力的配套建设需求

受转型发展窗口期和疫情双重因素的影响，我国 2021 年相比 2020 年原保费收入略有下降，但保险行业稳步向好的总体趋势不变，具有长期发展潜力。在人身险方面，中国中等收入群体规模不断扩大、民众健康和养老意识提升以及疫情带来的民众保险意识提升，都将使人身险市场需求持续增大；财产险方面，随着车险综合改革逐步深化及一系列细分险种监管新规的出台，财产保险行业经营的专业化、精细化、集约化水平将稳步提升，车险和非车险业务结构有望更加均衡，行业经营效益预计将得到明显改善。

图 14：我国原保费收入及增速



资料来源：银保监会，德邦研究所

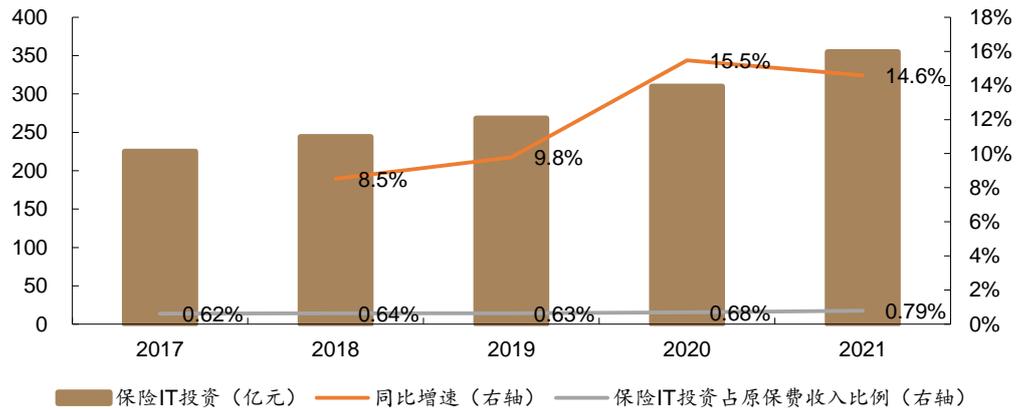
从保险密度和保险深度来看，中国保险业存在广阔发展空间。2021 年，我国保险深度（保费收入/国内生产总值）和保险密度（保费收入/总人口）分别为 3.9% 和 3180 元/人；2020 年，世界保险密度平均水平为 818 美元，保险深度平均水平为 7.23%。保险深度与保险密度衡量了保险业在国民经济中的重要程度和保险普及程度，就数据比较而言，我国保险深度和保险密度与世界水平仍存在较大距离，存在广阔的提升空间。在保险线上化趋势下，保险行业未来对数字化配套建设的需求也会持续上升。

2.2.2. 保险 IT 支出在原保费收入的占比有待持续提升

我国保险 IT 投入占保费比例远低于发达国家水平。据 IDC 报告，2021 年我国保险行业 IT 投资额为 354.8 亿，较 2020 年增长 15%，但同年原保费收入规模为 44900 亿，IT 支出仅占 0.8%。我国保险 IT 支出占原保费收入比例保持在 1% 以下的低水平，而同期欧美国家的保险 IT 支出能够占到保费收入的 5% 左右。可见，

与发达国家相比，我国保险 IT 支出规模仍存在巨大的提升空间。

图 15: 2017-2018 我国保险 IT 投资



资料来源：中国银保监会、IDC，德邦研究所

从行业比较来看，2021 年我国保险行业 IT 投入占原保费收入比例远低于银行、证券行业的投入水平。未来随着保险行业业务规模的扩大和业务规范化的发展，保险 IT 的投入上升空间广阔。

表 2: 2021 年银行、保险、证券 IT 投入占营收比例

	收入 (亿元)	IT 投入金额 (亿元)	IT 投入占收入比
银行 (上市银行)	60527	1557.1	2.57%
保险	44900	354.8	0.79%
证券	5024.1	303.55	6.04%

资料来源：中国证券业协会、银保监会、安永官微、IDC 官微，德邦研究所

注：2021 年银行业整体营收数据未找到权威披露来源，因此采用 59 家上市银行营收数据进行分析。据安永《中国上市银行 2021 年回顾及未来展望》报告统计，上市银行总资产占全国商业银行的比重达到 83%，因此采用上市银行总收入具备较大行业代表性。

3. “保险+”与海外业务构成业绩加速发展的支撑

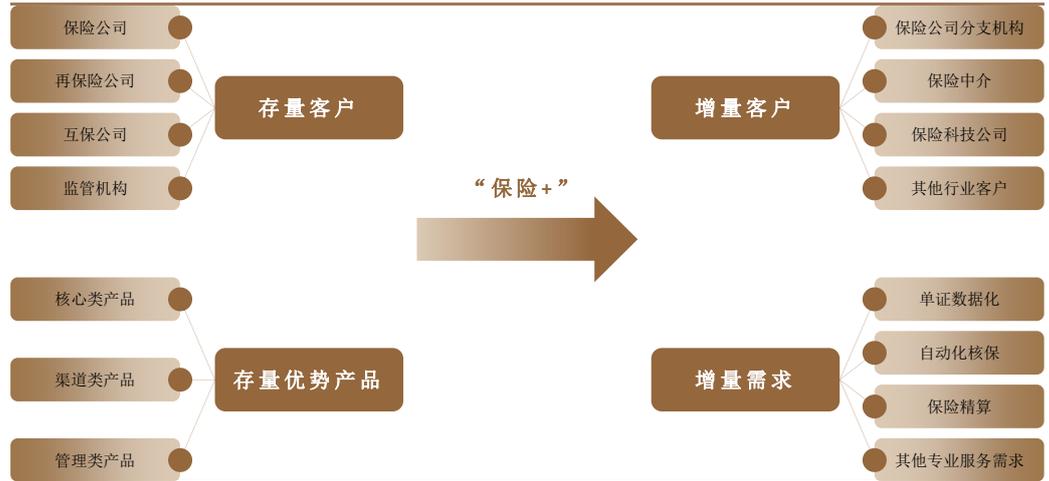
3.1. “保险+”构成公司增量业务，可提升公司远期发展空间和毛利率

在保险行业创新和业务转型大趋势下，保险服务依托科技手段嵌入各行业，利用保险的定价、风控能力充分发挥保障作用，提高商业活动和社会生活的运行效率，创造更为丰富的产品和服务，这已成为国内保险行业高质量发展的重要方向，“保险+”将成为保险行业重要的创新分支。

公司提出的“保险+”战略，旨在为保险行业与各行各业融合提供技术赋能，通过保险行业，与其他行业建立 IT 系统，成为保险与其他行业的“信息桥梁”。该战略一方面借助公司在保险 IT 领域的竞争优势切入与保险行业关系密切的其他领域，积极在医疗卫生、社会保障、教育、农业、气象、能源、电力等领域进行业务布局；另一方面与保险客户（含保险公司分支机构）合作，共同探索保险行业通过技术手段嵌入多种应用场景，提供数字化保障的业务机会，协助保险产品及服务创新，助力保险公司的业务开拓。

“保险+”战略的实施为公司从客户到需求都带来了新的增量。公司以“保险+”战略为核心，抓住保险公司分支机构、保险中介、保险科技公司、其他行业客户保险 IT 相关需求快速增长的业务机会，拓展新业务、推广新产品，实现保险 IT 增量业务的快速增长。

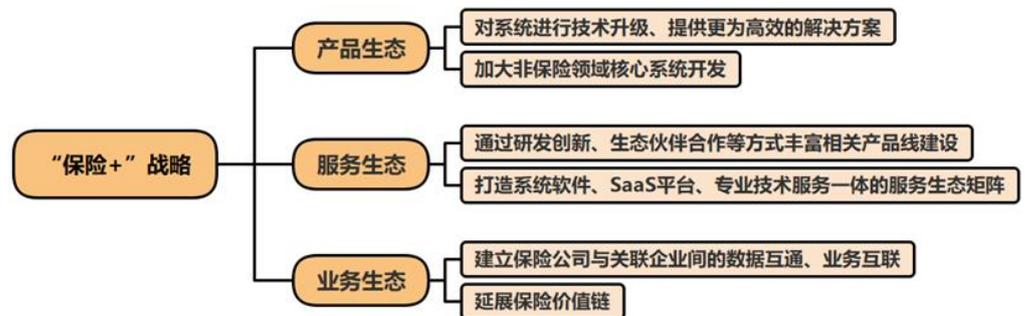
图 16: “保险+”带来的客户及需求增量



资料来源:公司公告,德邦研究所

为促进“保险+”战略快速发展、保障业务顺利落地,公司于产品生态、服务生态、业务生态等多方面正不断优化完善。产品生态上不断优化“保险+”战略的产品线,融入大数据、云计算、人工智能等技术,为保险机构提供更高效率的业务解决方案,同时加大对非保险领域行业核心系统的研发,为保险服务嵌入奠定技术基础。服务生态上公司将通过研发创新、生态伙伴合作等方式不断丰富相关产品线建设,打造系统软件、SaaS平台、专业技术服务为一体的服务生态矩阵,提供更多专业化服务。业务生态上,公司将利用技术手段建立保险公司与上下游关联企业之间的数据互通、业务互联,延展保险价值链,实现保险与各行各业在风险管理和客户服务方面相融合。

图 17: 打造“保险+”战略的产品生态、服务生态、业务生态



资料来源:公司公告,德邦研究所

“保险+”战略带来的业绩增长迅猛,毛利率水平可观。2021年“保险+”战略为公司带来的直接业务收入为6344万元,同比增长101%,涵盖健康管理、汽车后市场服务、燃气安全、医疗商保等领域,涉及系统建设及对接、营销服务、自动化核保及理赔等多个方面,毛利率达到44.55%,明显高于公司整体毛利率。而未来随着“保险+”战略的深入发展和公司对这一增量业务投入的持续加大,其收入占公司营业总收入比重也有望进一步提高,对公司整体毛利率的上升也有望产生更有力的拉动作用。

3.1.1. 广泛的行业布局为“保险+”的开展提供坚实基础,形成边际增量

公司为其他行业客户进行保险IT软件开发及系统建设,也为后续“保险+”的落地奠定基础。公司“保险+”战略未来将重点发掘保险信息化与其他行业领域信息化之间的业务协同。公司在医疗卫生、社保、教育、农业等领域进行主动业务

布局的同时，与保险客户合作，积极探索“保险+”创新应用场景，助力保险产品 & 服务的创新以及信息化业务的开拓。

目前，中科软的“保险+”战略仍在耕耘阶段，其中公司重点关注“保险+大健康”、“保险+大交通”、“保险+大消费”、“保险+大安全”四大领域的应用场景融合，加强保险与卫生管理部门、社保、交通管理部门、出行服务商、汽车厂商、餐饮、旅游、能源、气象多个相关部门、机构等客户的对接。

表 3：“保险+”战略重点关注领域

应用场景	对接客户
“保险+大健康” 公共卫生、健康管理、医疗、养老	卫生管理部门、健康产品/服务商、医院、社保、养老机构
“保险+大交通” 出行、公共交通、城市管理、汽车销售、自动驾驶、汽车后市场服务	交通管理部门、出行服务商、运输、汽车厂商、车载应用产品/服务商
“保险+大消费” 餐饮、教育、电商、旅游	相关领域客户
“保险+大安全” 居民财产安全、农业/工商生产安全、公司商业安全、网络安全、宠物安全	燃气、能源、电力、气象、安全产品/服务商

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.1.2. 抓住保险公司分支机构快速增长的业务机会，深化公司在保险机构的渗透率

公司 2021 年在保险公司、再保险公司、互保公司、监管机构等传统保险客户实现收入 32.19 亿元，同比增长 14.88%，相关保险 IT 收入的持续增长为公司保险 IT 业务夯实根基。为进一步提高核心类、渠道类、管理类等优势产品线在保险机构中的渗透率，近年来公司加大对大型保险公司各地分公司业务的开拓。

保险分支机构在保险向各类应用场景嵌入的过程中扮演重要角色，也是公司“保险+”战略的重要一环，是公司“保险+”生态建设中重要的合作伙伴。公司以“保险+”战略为核心，抓住保险公司分支机构快速增长的业务机会，拓展新业务、推广新产品，实现保险 IT 增量业务的快速增长。

近年来公司加大对大型保险公司各地分公司业务的开拓，2021 年公司保险分公司分支机构实现收入 7,920 万元，同比增长 35.40%。若未来保险分支机构的业务收入继续保持快速增长，则有望为公司保险 IT 业务增速注入新的活力。

3.2. 成为华为出海伙伴，海外业务取得标志性突破

中科软从 2010 年起便开始拓展海外市场，并将国际化作为核心战略。公司已为东亚、东南亚、南亚等地保险客户提供包括核心系统在内的重要产品以及服务。

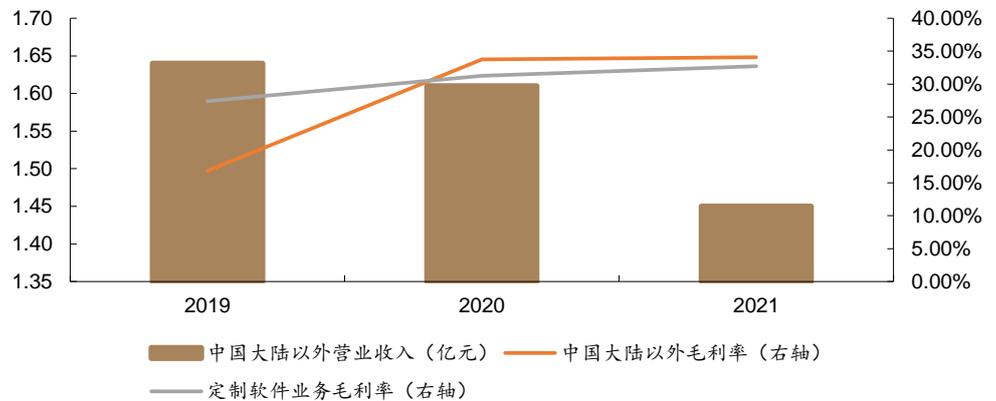
2021 年，公司作为首批 7 家理事成员单位之一，加入“华为智慧金融伙伴出海计划” (FPGGP)，与合作伙伴一道构建联合的场景化解决方案，结合华为在全球各地的销售、交付、维护资源，进一步拓展海外客户，为海外客户提供优质的产品 & 技术服务。

中科软以特定行业为突破口，采用行业应用软件分步进入国际市场模式。公司利用在行业应用软件领域的优势，通过做好细分行业内有影响力的大客户和典型客户的全套方案，增加典型案例，进而扩大公司在该行业的品牌影响力和竞争力。同时学习和借鉴 CSC、SAP、GUIDEWIRE 等国外上市公司在开拓国际市场上的经验和案例，制定低成本、灵活多变的战略，以一个行业业务为突破口，带动其他相关行业进入国际市场。

海外业务毛利率提升明显，近两年开始高于公司的整体定制软件收入毛利率，有利于带动整体毛利率的提升。2019-2021 年，中国大陆以外业务毛利率为 16.85%/33.75%/34.06%，实现显著提升。受海外疫情持续蔓延等因素的影响，公司在大陆以外市场业务在项目实施、客户开拓方面出现一定停滞，但业务部

门仍积极发挥主观能动性通过远程办公、远程交付等方式积极满足客户需求，公司持续为中银保险集团、中国太平保险（香港）、苏黎世保险、台湾人寿等客户提供服务。

图 18：海外业务收入及毛利率



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

国际化战略实现新突破，孟加拉项目助力进一步开拓海外市场。2022 年 9 月，公司的国际化战略实现新突破。公司成功中标 BISDP（孟加拉国保险业务发展项目）项目中 G10 及 G23 两个核心标段的软件系统建设项目。本次项目涉及公司寿险核心系统、财险核心系统、CRM、监管核心系统、商业智能系统等产品线。该项目是中科软科技践行国家“一带一路”战略的重要项目，也是中国国有金融软件及科技服务出海的又一成功突破，是公司实施国际化战略的一项重要成果，体现了公司产品及服务在国际市场上的竞争力及巨大潜力，为公司未来进一步深入开拓国际市场奠定了基础。

4. 估值与盈利预测

4.1. 营收与毛利率预测

预计公司 2022-2024 年收入为 64.58/78.23/92.16 亿元，毛利率为 29.8%/30.7%/31.6%。

在收入层面，公司在 2022 年由于疫情及其他外部环境因素影响，预计收入增速下降。随着信创的持续推进和公司在多行业的广泛布局，以及“保险+”和海外业务的占比持续提升，公司的总收入增速在 2023-2024 年有望持续向好。

- 2022 年受到疫情影响及其他外部环境原因，针对政务部门的集成业务在验收节奏上受到耽误较大，公司的商品集成与服务收入同比下降。但 2023 年随着疫情影响因素的减小以及其他外部环境因素相对稳定，2022 年积压的部分预计有望在 2023 年加速确认，因此集成业务在 2023 年预计可达到相对较高的同比增速。
- 公司的定制软件业务在 2022 年同样受到疫情等相关因素的影响，相关收入增速降低。但由于公司的软件业务以保险行业为基石，布局广泛，韧性较强，因此预计全年软件业务收入依然保持小幅增长。

在毛利率层面，公司继续坚持“相似复用”开发理念，不断提升开发及服务效率，产品及服务的毛利率水平进一步提升。预计公司的软件业务毛利率总体将持续保持稳步上升态势。

表 4：中科软收入与毛利率预测（单位：百万元）

2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
------	------	------	------	-------	-------	-------

总收入	4,850	5,499	5,782	6,281	6,458	7,823	9,216
yoy		13%	5%	9%	2.8%	21.1%	17.8%
毛利	1,116	1,384	1,620	1,854	1,925	2,402	2,915
毛利率	23.0%	25.2%	28.0%	29.5%	29.8%	30.7%	31.6%
定制软件	3,147	3,822	4,305	4,869	5,258	6,310	7,572
yoy		21%	13%	13%	8%	20%	20%
毛利	794	1,048	1,345	1,594	1,730	2,177	2,688
毛利率	25.2%	27.4%	31.2%	32.7%	32.9%	34.5%	35.5%
商品集成与服务	1,511	1,500	1,342	1,290	1,097	1,426	1,568
yoy		-1%	-11%	-4%	-15%	30%	10%
毛利	134	164	144	141	110	157	173
毛利率	8.9%	10.9%	10.7%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
软件产品	175	164	127	107	85.5	68.4	54.7
yoy		-6%	-23%	-16%	-20%	-20%	-20%
毛利	175	164	127	107	86	68	55
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务	17	13	9	15	16.8	18.5	20.4
yoy		-23%	-33%	80%	10%	10%	10%
毛利	12	8	5	12	11	12	14
毛利率	72.9%	63.0%	55.6%	78.0%	67.0%	67.0%	67.0%

资料来源: wind, 德邦研究所测算

4.2. 费用率和净利润预测

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.37/8.20/10.69 亿元, 费用率基本稳定。

在良好的组织管理和考核制度下, 公司在费用率上保持基本稳定。2022 年因疫情影响, 一定程度上影响了差旅出行。随着疫情的放开, 2023 年公司差旅出行恢复正常, 预计差旅费用相比 2022 年会有相关提升。长期来看, 随着公司收入增速的恢复, 公司在继续保持良好的管理与考核制度下, 各项费用率将基本保持稳中有降趋势。

在净利润层面, 随着 2023 年开始公司收入增速的回升以及费用率的基本稳定, 净利润有望实现较高增速。

表 5: 中科软费用率及净利润预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	(295)	(290)	(314)	(310)	(383)	(452)
占收入%	5.4%	5.0%	5.0%	4.8%	4.9%	4.9%
管理费用	(66)	(80)	(80)	(84)	(102)	(111)
占收入%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
研发费用	(618)	(775)	(843)	(865)	(1,056)	(1,244)
占收入%	11.2%	13.4%	13.4%	13.4%	13.5%	13.5%
归属母公司所有者净利润	386	477	577	637	820	1,069
净利润率 %	7.0%	8.2%	9.2%	9.9%	10.5%	11.6%
增长率%	20%	24%	21%	10%	29%	30%

资料来源: wind, 德邦研究所测算

4.3. 估值预测

考虑到中科软在保险 IT 的龙头地位，选取在银行 IT 的细分领域龙头长亮科技和证券 IT 龙头恒生电子作为可比公司。参考可比公司 2023 年的平均 PE 值，给予中科软 2023 年 35-36 倍 PE，则预计公司 2023 年市值可达 287-295 亿元，目标价为 48-50 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司 PE（市值基于 2023 年 2 月 2 日收盘价）

	市值 (百万)	归母净利润 (百万)			PE		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
长亮科技	8,909.32	174.55	250.16	327.91	51.04	35.61	27.17
yoy		38%	43%	31%			
恒生电子	89,718.30	1454	1897	2433	61.70	47.29	36.88
yoy		-1%	30%	28%			
可比公司平均 PE					56.37	41.45	32.02
中科软	18,923.97	636.59	819.96	1,068.56	29.73	23.08	17.71
yoy		10%	29%	30%			

资料来源：wind，德邦研究所

注：长亮科技归母净利润预测采用万德盈利预测数据，恒生电子净利润采用德邦证券预测数据

5. 风险提示

“保险+”的商业模式探索和生态建设进程不及预期；公司的下游保险 IT 投入不及预期力度不及预期；集成业务验收进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.07	1.38	1.80
每股净资产	3.83	4.41	5.48	6.86
每股经营现金流	1.26	0.58	1.34	2.32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	32.77	29.73	23.08	17.71
P/B	8.33	7.23	5.82	4.65
P/S	3.01	2.93	2.42	2.05
EV/EBITDA	34.55	26.85	24.38	18.55
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.5%	29.8%	30.7%	31.6%
净利润率	9.2%	9.9%	10.5%	11.6%
净资产收益率	22.1%	19.6%	20.1%	20.8%
资产回报率	8.9%	8.8%	9.7%	10.4%
投资回报率	22.4%	19.8%	20.5%	20.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.6%	2.8%	21.1%	17.8%
EBIT 增长率	28.8%	7.8%	29.2%	28.6%
净利润增长率	21.2%	10.2%	28.8%	30.3%
偿债能力指标				
资产负债率	62.0%	56.8%	56.2%	54.2%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.5
现金比率	0.8	0.9	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	58.9	63.6	59.5	60.7
存货周转天数	43.2	34.5	37.7	38.5
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.0
固定资产周转率	47.0	23.2	13.6	0.0

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	577	637	820	1,069
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	46	44	73	101
非经营收益	-27	-25	-29	-36
营运资金变动	-343	139	516	296
经营活动现金流	342	794	1,379	1,429
资产	-78	-323	-391	-461
投资	-1	0	0	0
其他	6	6	6	6
投资活动现金流	-72	-317	-385	-455
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-257	19	23	30
融资活动现金流	-257	19	23	30
现金净流量	12	497	1,017	1,005

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 2 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,281	6,458	7,823	9,216
营业成本	4,427	4,532	5,421	6,300
毛利率%	29.5%	29.8%	30.7%	31.6%
营业税金及附加	34	35	42	50
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	314	310	383	452
营业费用率%	5.0%	4.8%	4.9%	4.9%
管理费用	80	84	102	111
管理费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
研发费用	843	865	1,056	1,244
研发费用率%	13.4%	13.4%	13.5%	13.5%
EBIT	627	676	873	1,123
财务费用	-21	-19	-23	-30
财务费用率%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	20	20	25	29
投资收益	6	6	6	6
营业利润	591	652	841	1,098
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	596	657	846	1,103
EBITDA	654	720	946	1,224
所得税	19	21	26	34
有效所得税率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	577	637	820	1,069

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,343	3,840	4,857	5,862
应收账款及应收票据	1,020	1,133	1,283	1,541
存货	524	422	553	657
其它流动资产	834	834	834	834
流动资产合计	6,549	6,914	8,366	9,934
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	144	414	737	1,099
在建工程	0	8	3	1
无形资产	6	7	8	8
非流动资产合计	332	611	930	1,290
资产总计	6,882	7,525	9,295	11,223
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,490	1,415	1,765	2,047
预收账款	2,028	2,085	2,526	2,976
其它流动负债	106	106	106	106
流动负债合计	4,233	4,239	5,190	6,049
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	33	33	33	33
非流动负债合计	33	33	33	33
负债总计	4,266	4,272	5,222	6,082
实收资本	594	594	594	594
普通股股东权益	2,616	3,253	4,073	5,141
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	6,882	7,525	9,295	11,223

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。