

# 新致软件（688590）

证券研究报告

2023年07月06日

## 保险 IT 领军企业，GPT 赋能重塑第二增长极

深耕软件服务领域二十余年，连续多年在中国保险 IT、银行 IT 解决方案市场份额中占据领先地位。公司实控人专业技术出身，2023 年回购增强公司发展信心。公司 2022 年实现营收 13.15 亿元，YoY+2.6%，归母净利润-0.52 亿元，受宏观环境影响项目进度延期，公司盈利短暂承压；2023 年 Q1 公司实现营收 3.17 亿元，YoY+24.8%，归母净利润 0.07 亿元，YoY+101%。

**行业增速与保费增长成正比，IT 投入占比低有成倍增长空间。**2020 年开始受到疫情影响保费收入承压进而压制了保险 IT 行业的成长。2021 年我国保险 IT 投入占保费比重为 0.78%，较国外 3%~5%的水平仍有较大差距，同时相较证券（6.04%）、银行（3.16%）两个金融子领域也有明显差距，我们预计长期仍有成倍的成长空间。

**短期需求拐点：疫情后下游需求快速反弹，叠加行业有望实现 IT 替代人力的增长模式转型。**2023 年一季度我国大陆 5 家上市险企营收增速实现快速反弹；2020 年 6 家上市险企代理人规模接近 500 万，按照 2 万/月的薪酬测算其接近万亿的年支出，远大于 2020 年保险 IT 310 亿的投入规模，人力薪酬高企有望推动行业发展模式转型。需求恢复+结构转变成为行业当下看点。

**长期技术拐点——AI 打开保险 IT 长期成长空间：**AIGC 技术对于自然语言的识别和对文本、图文、视频的输出生能力天然符合保险业务开展场景，能够为保险产品、营销、运营和客服等多个领域深度赋能。

**存量业务稳定增长，模型+知识库+机器人能力完成 AI 平台底层搭建。**公司沉淀保险、银行、企服领域，成功实现了多场景覆盖。在智能思维推动下公司构建起模型+知识库+机器人的技术能力，在模型能力上拥有包括保险行业数据模型等技术，在知识库能力上拥有知识开放平台，构建超大知识图谱；在机器人能力上构建公司软件机器人平台，拥有智能认知机器人、智能培训机器人等。

**推出 AI 平台，初步以保险智能营销为泛式打开后续想象空间。**公司基于新致 AI 平台，在保险营销场景落地保险比对产品+对练机器人，产品采用 SaaS 模式对终端用户规模分级收费，后续随着用户渗透率提高+保险经纪人规模恢复增长，公司第二增长极有望快速成型。

**盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 17.4/23.62/30.03 亿元，同增 32.28%/35.72%/27.15%；2023-2025 年归母净利润为 1.24/2.20/3.50 亿元，同增-339.45%/76.89%/59.24%。本报告采用分部估值法，给予公司目标市值 84 亿元，对应目标价 35.23 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

**风险提示：**行业增长不及预期，技术迭代风险，预测具有一定主观性，公司流通市值较小、股价波动风险

### 投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	21.25 元
目标价格	35.23 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	238.80
流通 A 股股本(百万股)	160.98
A 股总市值(百万元)	5,074.56
流通 A 股市值(百万元)	3,420.74
每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	36.24
一年内最高/最低(元)	26.60/8.57

### 作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,282.48	1,315.42	1,740.00	2,361.59	3,002.79
增长率(%)	19.38	2.57	32.28	35.72	27.15
EBITDA(百万元)	330.86	121.15	185.82	288.42	435.08
归属母公司净利润(百万元)	141.22	(51.94)	124.37	220.00	350.32
增长率(%)	73.04	(136.78)	(339.45)	76.89	59.24
EPS(元/股)	0.59	(0.22)	0.52	0.92	1.47
市盈率(P/E)	35.93	(97.70)	40.80	23.07	14.49
市净率(P/B)	4.39	3.99	3.36	2.88	2.32
市销率(P/S)	3.96	3.86	2.09	1.54	1.21
EV/EBITDA	9.87	19.09	16.89	13.19	5.61

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 多领域 IT 服务领军，深耕保险、汽车、银行等行业系统开发 .....	4
1.1. 深耕金融服务二十余年，公司技术基因浓厚 .....	4
1.2. 公司 2022 年盈利短暂承压，2023 年有望实现扭亏&业绩快速增长 .....	5
2. AI 拓宽软件能力边界，打开保险 IT 长期成长空间 .....	8
2.1. 保险 IT 投入占比逐年增高，其市场规模与保费收入正相关， .....	8
2.2. 需求拐点：下游行业复苏，IT 赋能行业降本提效 .....	9
2.3. 技术拐点——AI 打开保险 IT 长期成长空间 .....	11
3. 传统业务形成行业 knowhow，AI+保险有望持续打开想象空间 .....	14
3.1. 传统业务集中保险、银行、企服等领域解决方案，奠定公司发展基础 .....	14
3.2. 公司快速构建 AI 应用场景，初步打开保险智能营销市场 .....	17
3.2.1. 具备大模型+知识库+机器人三大能力，公司完成 AI 平台的底层构建 .....	18
3.2.2. 推出新致 AI 平台，应用端初步以智能营销为泛式打开后续空间 .....	19
3.3. 持续提升产品广度，实现多场景开拓 .....	21
4. 盈利预测与估值 .....	23
4.1. 盈利预测 .....	23
4.2. 估值假设 .....	23
5. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：深耕金融服务领域二十多年，连续多年在保险、银行 IT 解决方案市场份额中占据领先地位 .....	4
图 2：公司股权结构（截止 2023/6/27） .....	4
图 3：公司营收稳定增长 .....	5
图 4：2022 年公司创新业务取得实质性突破（亿元） .....	5
图 5：公司 2022 年毛利率短期承压，2023 年 Q1 出现修复趋势 .....	6
图 6：公司持续加大研发投入，同时控制其他费用率稳中有降 .....	6
图 7：2022 年公司净利率大幅下降，2023 年 Q1 出现明显修复 .....	6
图 8：2022 年公司归母净利润-0.52 亿元，2023 年 Q1 实现扭亏 .....	6
图 9：保险 IT 厂商保险行业收入增速和保费收入增速正相关 .....	8
图 10：我国保险 IT 投入占比相对仍较低 .....	8
图 11：2026 年预计保险 IT 解决方案市场规模达到 239.5 亿元 .....	8
图 12：2023 年一季度我国大陆五家上市险企营收增速出现大幅反弹 .....	9
图 13：2017-2022 年我国劳动人口数量持续下降 .....	9
图 14：六家上市险企寿险代理人规模呈现先增后降趋势（万人） .....	10
图 15：我国保险 IT 投入规模远不及代理人薪酬支出 .....	10
图 16：保险 IT 发展历程——重心逐渐从核心系统向渠道类系统转移 .....	10

图 17: 大模型在保险行业落地场景覆盖产品研发、渠道营销、运营管理与客户服务等	11
图 18: 公司三大行业收入情况 (亿元)	14
图 19: 公司保险领域解决方案	14
图 20: “磁石”车险理赔反欺诈产品	15
图 21: 公司银行领域解决方案	16
图 22: 公司企服解决方案	16
图 23: 知识库+大模型+机器人构建公司应对智能思维的需求	17
图 24: 公司知识库涵盖 100W+ 节点, 实现多领域覆盖	18
图 25: 新致 AI——基于知识开放平台和软件机器人平台的发展架构	20
图 26: 公司保险比对产品	20
图 27: 公司 OpenHIS 旨在通过底层技术开源解决中小医疗机构信息化难以落地问题, 助力中国普惠医疗数字化	21
表 1: 董事长为专业技术出身, 公司技术基因浓厚	5
表 2: 公司保险行业数据模型+异构大数据的一站式处理技术	18
表 3: 智能认知机器人面向企业多场景 AI 服务	19
表 4: 智能培训机器人	19
表 5: 公司在研汽车营销系统	21
表 6: 公司业务收入情况 (亿元)	23
表 7: 可比公司估值	23
表 8: 可比公司估值	23

## 1. 多领域 IT 服务领军，深耕保险、汽车、银行等行业系统开发

### 1.1. 深耕金融服务二十余年，公司技术基因浓厚

公司深耕金融服务领域二十余年，是国内领先的软件服务提供商。公司成立于 1994 年，主营业务是面向保险、银行及其他金融领域和企服领域的终端客户提供解决方案、IT 运维服务等，以及向一级软件承包商提供软件项目分包服务。基于云计算、大数据、人工智能、区块链四大基础研发能力，为金融客户提供包括渠道、核心、数据、管理等全面的信息化解决方案，连续多年在中国保险业、银行业 IT 解决方案市场份额中占据领先地位。同时公司相关产品及服务已经广泛应用于电信、医疗、汽车等其他领域。

图 1：深耕金融服务领域二十多年，连续多年在保险、银行 IT 解决方案市场份额中占据领先地位

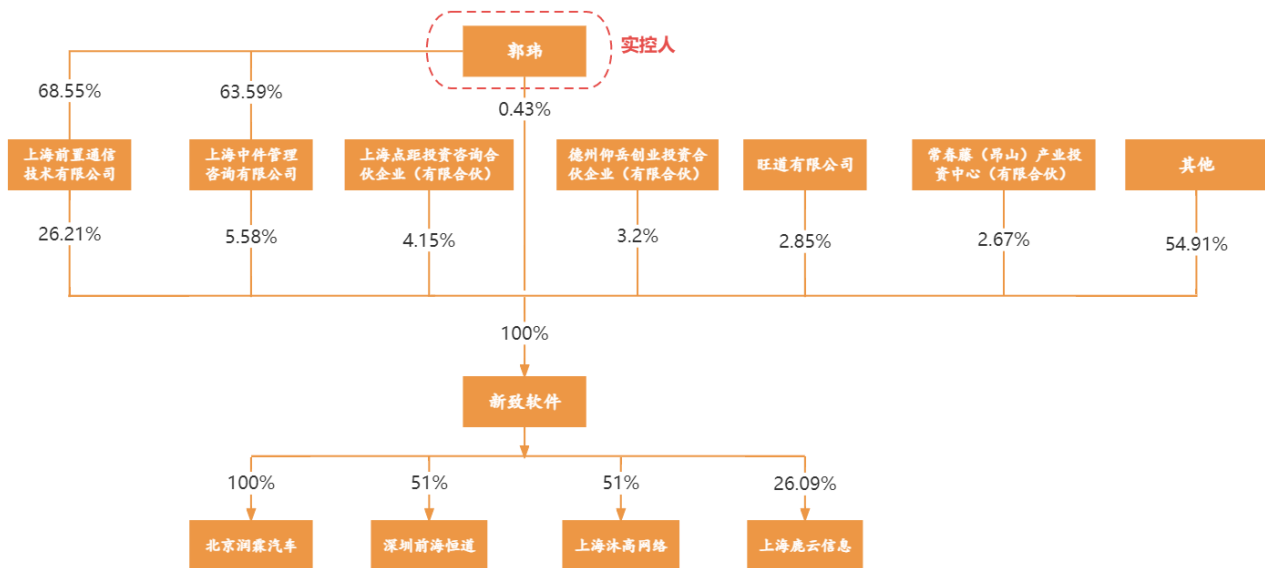


资料来源：公司招股书，公司官网，新致云公众号，天风证券研究所

**公司股权结构稳定。**公司实控人为董事长郭玮，截至 2023 年 6 月 27 日其直接持股 0.43%，通过上海前置通信技术有限公司和上海中件管理咨询有限公司间接持股 21.5%，合计持股约 22%，此外其余大股东持股份额基本保持稳定。

**通过战略投资，公司积极进行产品和区域布局。**公司在 2022 年通过并购国内汽车 DMS 系统领先厂商北京润霖汽车，公司在金融行业渠道管理及数据治理的项目经验与润霖汽车渠道管理系统的产品能力实现了优势互补，使得公司在汽车市场的交付上实现了国内重点厂商的全面覆盖；投资深圳恒道，借助其在交易及数字系统的技术沉淀，增加公司在华南地区金融领域的竞争力；投资沐高网络和鹿云信息，有助于公司提升云相关产业解决方案的落地能力。

图 2：公司股权结构（截止 2023/6/27）



资料来源：Wind，天风证券研究所（仅选择性列出公司部分战投子公司）

公司董事长为专业技术出身，公司技术基因浓厚。公司实控人兼董事长郭玮具备理工学科

背景，曾任中国软件业协会理事，1994 年创建公司并任董事长至今。其余董事及高管多为硕士学历，且具备多年从业经历。

表 1: 董事长为专业技术出身，公司技术基因浓厚

公司董事或高管	现职位	任职经历
郭玮	董事长	学士学位,毕业于上海科学技术大学(于 1994 年撤销并入上海大学)应用数学专业,中国软件业协会理事,上海信息化领域杰出企业家,曾任上海英业达有限公司开发部工程师职务,于 1994 年创立了新致软件,并担任公司董事长
章晓峰	董事、总经理	硕士学位,毕业于上海交通大学上海高级金融学院高级管理人员工商管理专业,曾任中国建设银行信用卡中心技术设备部科长助理、中国建设银行信用卡中心技术部负责人、上海瀚明科技有限公司总经理等职务,2008 年加入公司,现任公司董事、副总经理。
耿琦	董事	硕士学历,毕业于奥克兰商学院国际贸易和市场营销专业,曾任职于新西兰 Telcom 电信公司,上海够快网络科技股份有限公司,成都鲨云数字科技有限公司,2022 年加入公司,现任公司董事。
金铭康	董事、董秘	硕士研究生,毕业于复旦大学工商管理专业,中国注册会计师,曾任职于上海众华沪银会计师事务所有限公司,普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙),长江证券承销保荐有限公司,上海常春藤投资控股有限公司,2021 年加入公司,现任公司董事,董事会秘书

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**实控人回购，坚定发展信心。**公司实控人兼董事长郭玮于 2022 年 12 月 15 日到 2023 年 6 月 9 日累计增持公司约 103 万股，占公司总股数的 0.43%，其认购公司 2021 年限制性股票激励计划第一个归属期的限制性股票 17.3 万股，集中竞价累计增持 85.7 万股。

## 1.2. 公司 2022 年盈利短暂承压，2023 年有望实现扭亏&业绩快速增长

公司 2022 年实现营收 13.15 亿元，同比增长 2.6%。公司 IT 解决方案业务实现营收 11.16 亿元，同比下降 6.5%，下降的主要原因系软件开发业务受宏观环境影响项目进度延期、人员无法入场；而软件开发分包业务受日元汇率下降的影响，实现收入 0.73 亿元，同比下降 16.87%；公司创新业务实现营收 0.91 亿元，取得实质性突破，未来有望迅速成为公司的第二增长极。

图 3: 公司营收稳定增长

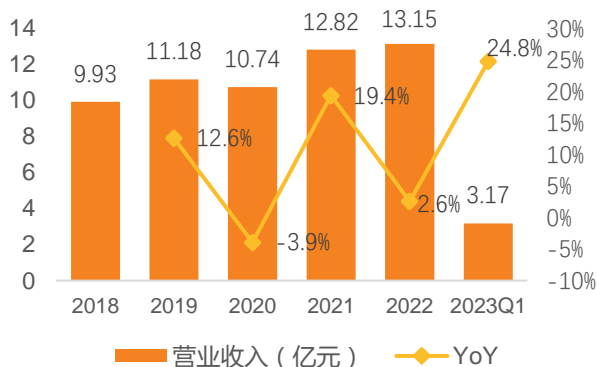
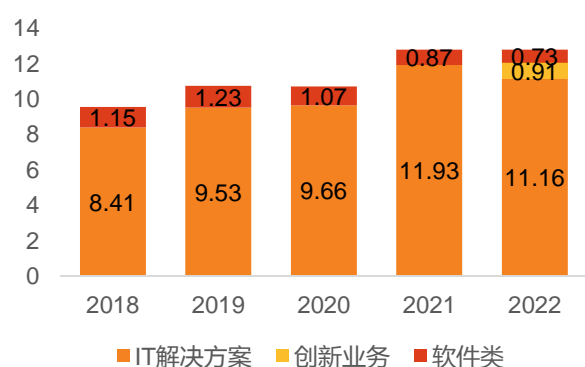


图 4: 2022 年公司创新业务取得实质性突破 (亿元)

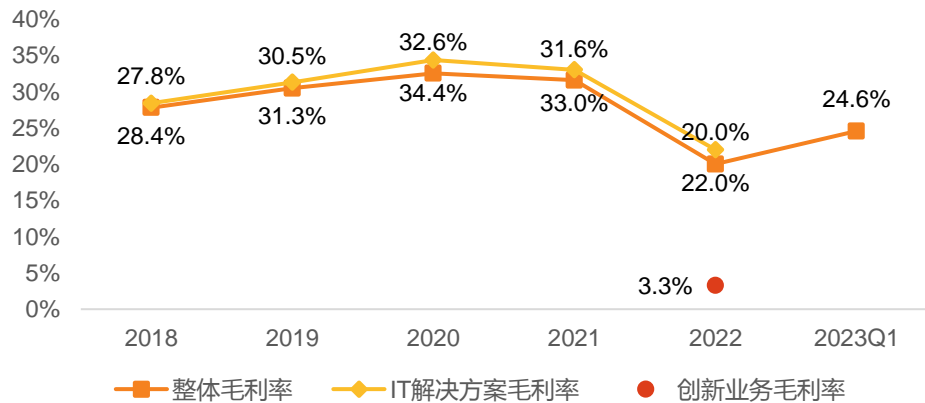


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 2022 年毛利率下滑明显的原因主要系宏观环境影响导致的项目交付推迟和成本追加投入。2022 年受到疫情、宏观经济增速放缓的影响，公司大量项目因工程师无法到岗而推迟实施，出现延期交付、验收推迟和人员投入增加导致项目延期或成本追加投入等情况发生。公司 IT 解决方案毛利率下滑 11.04%影响公司盈利；另一方面公司创新业务处于发展初期，需要一定的投入拓展渠道和完善产品，整体业务毛利率低于公司平均水平，拉低了公司整体毛利率。2023 年在疫情等负面影响逐渐消退的情况下，2023 年 Q1 公司整体毛利率修复到 24.6%。

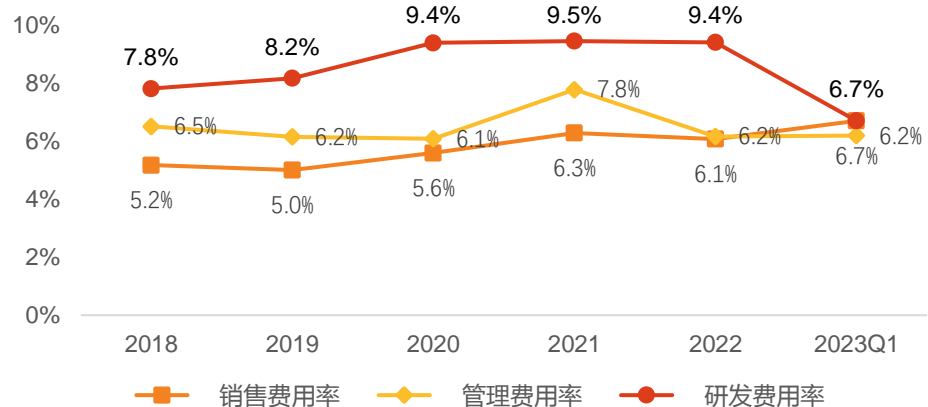
图 5：公司 2022 年毛利率短期承压，2023 年 Q1 出现修复趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司持续增加研发投入，强化战略思维。公司 2022 年研发投入 1.56 亿元，同比增长 5.72%，研发总人数 770 人，同比增长 10.95%，具有本科以上学历的研发人员 520 人；公司专利、软件著作权申请及核心技术不断突破，全年提交专利申请 30 项，发明专利 28 项；获批软件著作权共 43 项。公司严格控制各项费用，2022 年公司管理费用率出现明显下降，而销售费用率稳中有降。

图 6：公司持续加大研发投入，同时控制其他费用率稳中有降

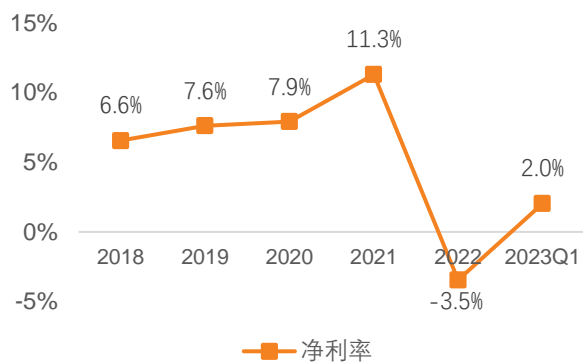


资料来源：Wind，天风证券研究所

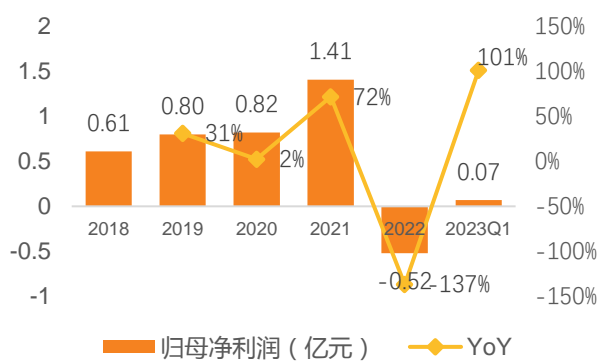
2022 年公司净利率-3.5%，归母净利润-0.52 亿元，同比下降-137%。公司 2022 年盈利能力承压的原因同上所述，主要是受到疫情+宏观经济增速放缓的影响，由此引发的项目推迟+成本投入增加。2023 年 Q1 随着疫情等不利因素逐渐消退，公司净利率恢复到 2%，实现归母净利润 0.07 亿元，同比增长 101%。

图 7：2022 年公司净利率大幅下降，2023 年 Q1 出现明显修复

图 8：2022 年公司归母净利润-0.52 亿元，2023 年 Q1 实现扭亏



资料来源: Wind, 天风证券研究所



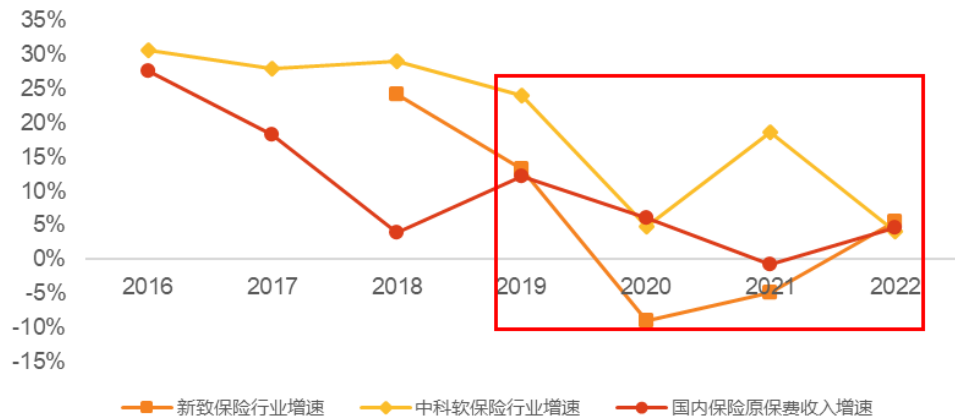
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. AI 拓宽软件能力边界，打开保险 IT 长期成长空间

### 2.1. 保险 IT 投入占比逐年增高，其市场规模与保费收入正相关，

**保险 IT 投入和行业收入增速正相关。**我们选取保险 IT 两家领军厂商新致软件和中科软，发现其在保险行业收入增速与国内保险原保费收入增速呈正相关。以 2020 年为例，国内保险行业保费收入承压，相应保险 IT 厂商相关行业收入增速受到压制。

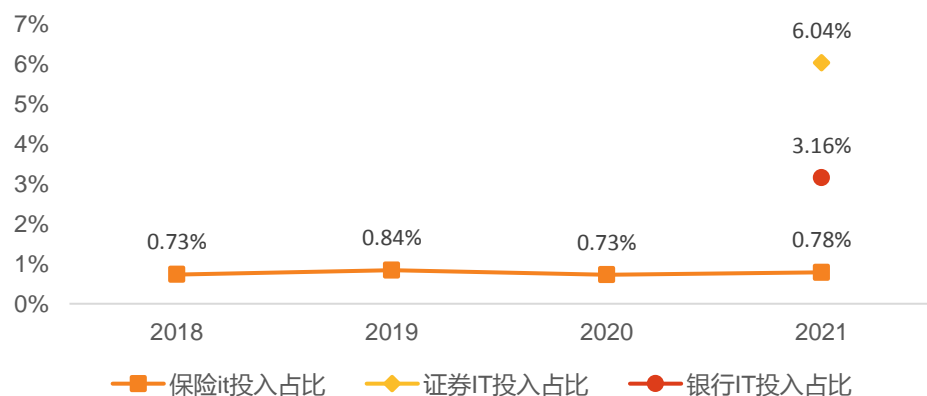
图 9：保险 IT 厂商保险行业收入增速和保费收入增速正相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

**我国保险 IT 投入占比较低，有 4-5 倍的增长空间。**从保险 IT 投入额占保费收入比重来看，2021 年占比仅为 0.78%。与国外保险行业数据对比来看，国外这一数值达到 3%-5%；与国内同为金融子领域的证券和银行业数据对比来看，2021 年证券行业 IT 投入占比约 6%，银行 IT 投入占比约 3%。综上，我国保险 IT 投入占比处于较低水平，目前看仍有 4-5 倍的提升空间。

图 10：我国保险 IT 投入占比相对仍较低

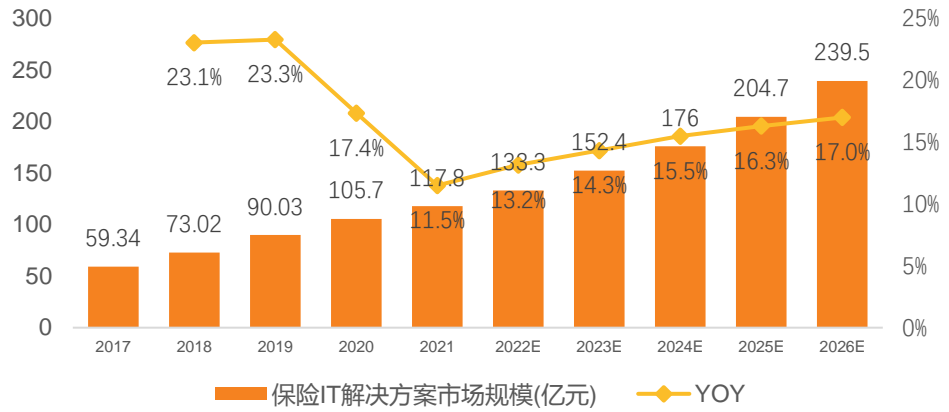


资料来源：国家金融监督管理局，艾瑞咨询，IDC 等，天风证券研究所

**2021 年保险 IT 解决方案市场规模约 118 亿元，17~21 年 CAGR 达 19%。**根据赛迪顾问统计数据，2026 年我国保险业 IT 解决方案市场规模有望达到 239.5 亿元，预计 2022-2026 年 CAGR 为 15.8%。2020 年保险 IT 解决方案市场规模增速出现明显下滑，我们判断主要是受到疫情叠加保险行业调整的影响，但在数字化转型与自主创新的大力推动下，2021 年增速仍维持了相对稳健的增长。

图 11：2026 年预计保险 IT 解决方案市场规模达到 239.5 亿元



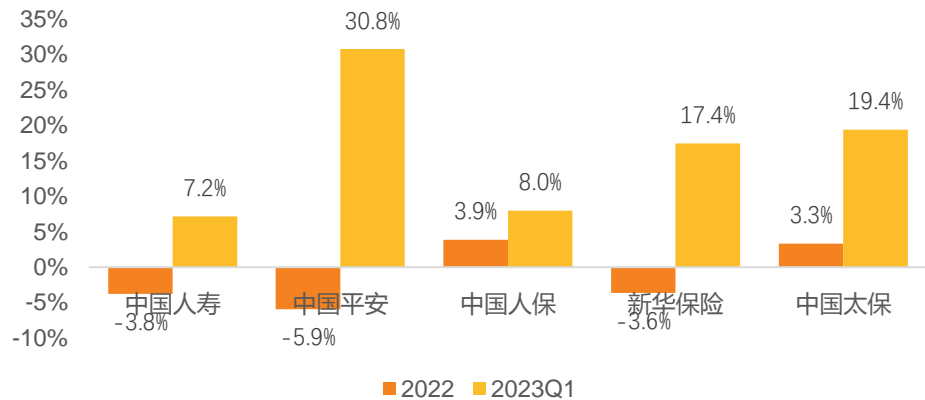


资料来源：赛迪顾问，华经产业研究院，天风证券研究所

## 2.2. 需求拐点：下游行业复苏，IT 赋能行业降本提效

**疫情后下游保险行业实现快速修复。**2023 年一季度我国大陆 5 家上市险企营收增长均较 2022 年实现较大修复，疫情同时也带来了居民保险意识的增强和保险需求释放，为我国保险行业实现增长提供了强力支撑。随着疫情等不利因素影响消退，全国各地生产、生活逐步回到正轨，2023 年政府工作报告给予 2023 年国内 GDP 目标 5%左右，宏观经济稳中向好利于居民长期信心和改善居民收入预期，为保险行业增长创造了良好的外部条件。

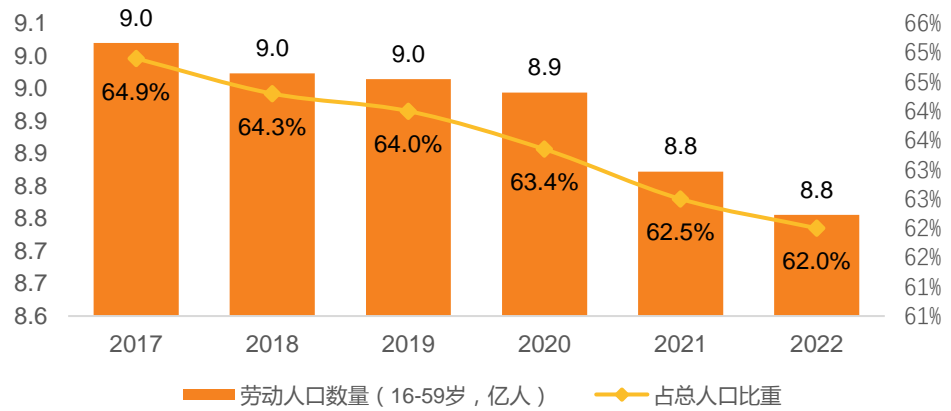
图 12：2023 年一季度我国大陆五家上市险企营收增速出现大幅反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

**人口红利逐步消退，我国保险行业增长模式或发生结构性变化。**2017-2022 年我国劳动人口数量持续下滑，我们认为保险代理人行业维持“大进大出”的模式需要劳动人口作为基础，在我国人口红利处于高峰期时保险代理人行业可以维持粗放式增长，当人口红利消退，同时面临其他行业对劳动力竞争加剧的情况下，行业依靠代理人规模驱动增长的方式亟待改变。

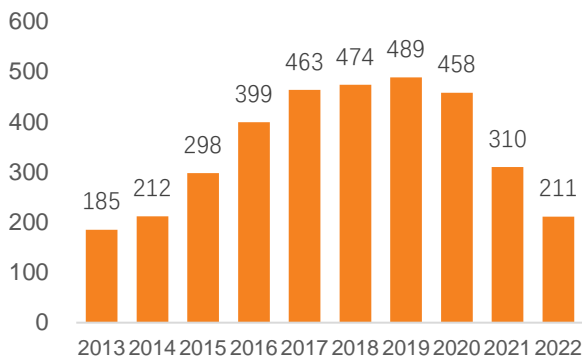
图 13：2017-2022 年我国劳动人口数量持续下降



资料来源: 统计局, 天风证券研究所

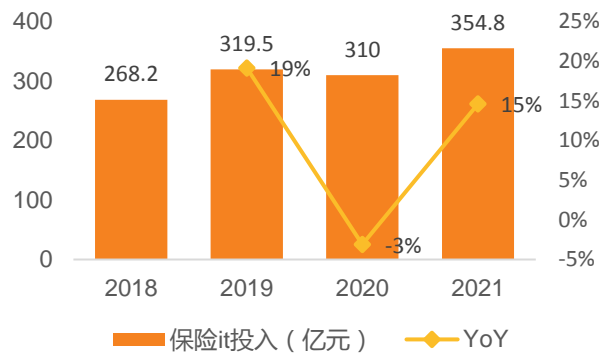
**保险行业人力薪酬支出高企, 加速部署 IT 实现人力替代或是行业发展最优选择。**我们统计我国六家上市险企寿险代理人规模 (平安、人保、太保、新华、太平、人寿), 2020 年这一数值达到 458 万人, 在不统计经纪人的情况下, 假设代理人薪酬均值为 2 万/月, 则每年代理人薪酬开支达万亿水平。对比我国保险 IT 投入规模在 2020 年仅有约 310 亿元, 高昂的代理人薪酬成本有望促使企业通过 IT 部署来实现人力替代。

图 14: 六家上市险企寿险代理人规模呈现先增后降趋势 (万人)



资料来源: 各公司公告, 天风证券研究所 (统计六家上市险企代理人数据)

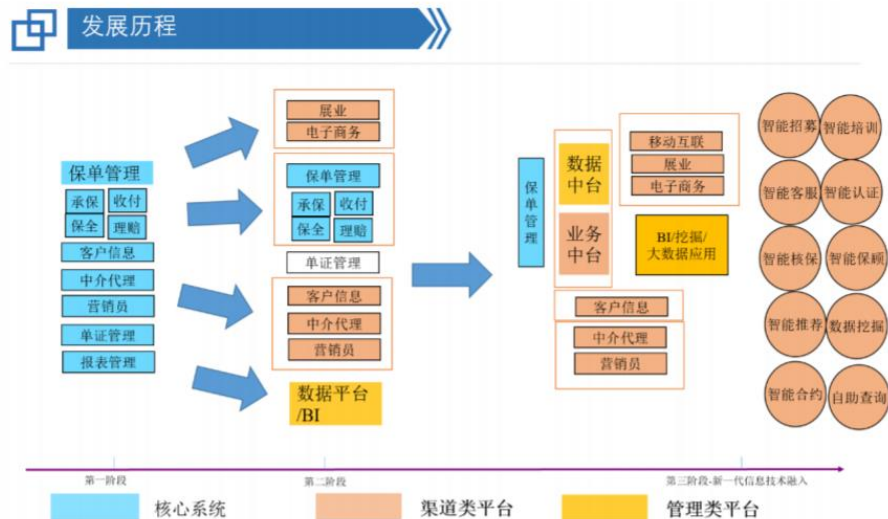
图 15: 我国保险 IT 投入规模远不及代理人薪酬支出



资料来源: 艾瑞咨询, IDC, 天风证券研究所

**保险场景化趋势增强+IT 能力扩张或将不断衍生出更大的市场投入需求。**随着保险公司开始重视降低客户维护、出单、核保、理赔等环节成本支出和提高服务质量, 核心系统架构成为保险公司的信息系统建设的主要方向; 另一方面, 保险系统智能化升级后客户数据获取途径拓宽和数据质量提升, 在具备数据与 IT 能力的条件下, 各大保险公司对渠道类系统的投入愈发重视。

图 16: 保险 IT 发展历程——重心逐渐从核心系统向渠道类系统转移



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 2.3. 技术拐点——AI 打开保险 IT 长期成长空间

我们认为，保险行业作为注重服务体验，且业务开展过程中长文本的理解与表述为展业核心场景的行业，是天然适合 ChatGPT 落地的场景。而蚂蚁保、水滴等保险科技公司陆续在 AI 介入保险业务的进度，也验证出了行业需求侧的积极性。

根据众安保险发布的白皮书表述“随着人工智能和自然语言处理技术的不断发展，AIGC 已成为保险行业中备受瞩目的技术之一”。类似 ChatGPT 和 MidJourney 等基于 AIGC 的技术应用，具备高度的自然语言识别和写作能力，能够根据特定的对话指令快速生成多种类型和风格的内容，包括纯文本、图文、视频等。此外，它们还能够支持多轮对话，并随着对话的深入更好地理解意图，从而生成更加精准的内容。因此，如果充分利用这些 AIGC 的优势特点，它们可以为保险行业客户在保险产品、营销、运营和客服等多个领域提供深度技术赋能，同时还可以应用于日常办公、研发提效等多个方面。

我们系统梳理了大模型可赋能保险的业务场景，包括产品研发、渠道营销、运营管理与客户服务。其中渠道营销我们认为具备最高商业化价值，具体论述可见报告《金融 GPT 系列二：挖掘垂直场景数据，2B 金融 GPT 是一片新蓝海》

图 17：大模型在保险行业落地场景覆盖产品研发、渠道营销、运营管理与客户服务等

降本增效	产品研发	痛点	数据收集、数据分析、风险评估等相关环节中，存在大量人工检索，人工计算及依赖个人经验的步骤	
		应用场景	数据收集和预处理	世界知识整合、大语言模型结合搜索引擎、本地知识库，提高在常识性知识方面的获取和理解效率。
		风险评估和预测	结果可视化和解释	将复杂的数据信息和模型结果进行可视化和解释，例如生成自然语言摘要，说明模型的预测结果和变量重要性等。
	应用案例	保险产品方案设计	风险因素识别	分析健康险相关数据，识别出潜在的风险因素，有助于理解不同客户的风险特征并制定相应的保险策略。
渠道营销	应用案例	某再保险公司利用 AIGC 辅助产品设计及定价	某再保险公司将利用 AIGC 能力，结合其他相关科技产品，计划研发智能保险产品平台，帮助制定更加精准的保险方案和定价策略。	
		痛点	提升代理人营销服务水平和服务效能和自营模式下营销素材的产能效率、提高售后服务水平的客户体验标准和一致性	
		应用场景	代理销售辅助	智能客户需求分析 AIGC 技术可以帮助保险代理人通过自然语言交互，分析客户的需求、偏好、风险承受能力等信息

		智能化的产品推荐	构建智能化的保险产品推荐机器人，为客户提供个性化的保险产品推荐和购买建议。	
		智能化的客户服务	构建智能化的客户服务机器人，提供快速、便捷的保险产品咨询和客户服务。	
		营销素材设计	产品营销素材设计	利用 AIGC 生成文案，比如广告语、口号、邮件、短信、微信公众号文章等，以更好地推广产品。
			跨渠道推荐	根据客户在不同渠道的行为和偏好，生成跨渠道的保险产品推荐方案
			新产品推荐	分析市场数据和客户需求、社交媒体上的行为和偏好、客户的情感状态，生成新产品推荐方案，支持多语言分析和推荐
		保险产品咨询	智能客服场景	通过自然语言理解和生成技术，客户可以与机器人进行自然、流畅的对话
			智能问答回复	通过对客户提出的问题进行智能分析和解答，提高客户的满意度和忠诚度
		应用案例	Lemonade 利用 AIGC 技术打造销售辅助机器人	Lemonade 将保险与科技相融合，构建一个人工智能机器人平台，从海量数据中挖掘信息，更好地服务客户和风险管理。
			众安在线利用 AIGC 技术快速生成各类营销素材、加速产品上线	通过 AIGC 的能力，赋能保险产品营销素材设计方面，开展了相关探索。
		运营管理	痛点	(1) 成本压力增大：保险公司需要在不断提高服务质量和客户满意度的同时，保持成本的控制和管理。 (2) 风险管理和安全性要求提高：保险公司需要确保其运营服务系统的安全性和稳定性，避免出现安全漏洞和系统故障等风险。
应用场景	核保		自动核保	通过学习保险公司的核保规则和策略，自动对客户提交的保单进行核保。
			风险评估	根据客户提交的保单信息，结合外部数据源和模型对保单的风险进行评估。
			异常检测	学习保险公司的核保规则和历史数据，对异常保单进行检测和识别。
			决策支持	根据保险公司的历史数据和分析结果，提供决策支持和建议。
	理赔		自动化理赔申请处理	自动处理理赔申请，包括收集并整理理赔文件、核实文件信息的真实性、审核理赔申请的准确性等。
			自动化索赔处理	自动处理索赔信息，包括对索赔请求的解析和响应。
			自动化理赔评估	通过机器学习和数据分析技术，根据保险条款、索赔信息和历史数据等因素自动计算理赔金额。
			自动化理赔审核	自动审核理赔申请，包括核对保单信息、理赔申请信息的真实性和准确性等。
			自动化理赔结算	自动结算理赔款项，包括将理赔款项转账到客户账户、生成理赔结算单据等。
		舆情分析	对聊天内容、可能出现异常的系统列表等整段文本信息的分析总结，判断和筛选负面情绪，进行运营问题排查。	
应用案例	苏黎世保险 AIGC 助力理赔及数据挖掘	苏黎世保险公司正在测试如何在理赔和建模等领域使用 AIGC 人工智能技术，旨在应对初创企业和更大竞争对手带来的挑战		
客户服务	痛点	客户对保险公司提供的服务和体验的期望越来越高，不仅需要简单、快速、个性化服务，还要求能够在不同渠道和平台上实现一致性的体验。		
	应用场景	企微自动回复	在客服工作台的侧边栏接入 AIGC，当客户提问时 AIGC 可给出回复建议，客服甄别后快速回复客户。	
		实时话术推荐	借助 AIGC 在客服人员工作台实时展示最优推荐话术，提升客户满意度。	
		AI 笔记、复盘和质检	利用 ASR 技术进行实时语音识别，输出 AI 笔记和整体复盘结论，对每天的语音做全量质检。	
应用案例	好事达保险 AIGC 自动化客服系统	美国好事达保险公司就采用了名为“ABIE”的 AIGC 智能客服系统，旨在提高中小型企业主对商业保险的理解和知识，并为其提供快速、准确的保险方案建议。		
系统开发	开发	痛点	在前端开发中，开发者需要花大量时间和精力编写 HTML、CSS 和 JavaScript 代码，且需要花时间定位和修复代码错误以	

赋能		及生成检测和测试用例。	
	应用场景	开发代码自动补全 前端代码优化 后端自动优化 前端测试用例生成 后端测试用例生成	AIGC 可以分析开发者的代码和库，给出更加精确的代码补全建议，减少开发者的记忆和查阅文档的负担，提高编码效率。 组件优化、样式优化、性能检测、代码重构 SQL 优化、代码重构、性能提升、设计优化 生成组件快照测试用例、生成接口测试用例、生成异常场景测试用例 生成服务测试用例、生成 SQL 测试用例、生成算法测试用例、生成安全测试用例
运维		<b>痛点</b>	<b>在企业内部 DevOps 团队往往工作负担过重，有大量的重复性脚本工作和问题亟须处理，很难有时间去处理各种高优先级任务</b>
	应用场景	脚本生成 模拟造数 异常分析 告警分析 需求分析 知识协作	利用 AIGC 的能力自动生成脚本文件填充到场景中。 AIGC 场景下不需要集成多种外部工具，通过 ChatBot 和 Prompts 的形式就可以完成自动造数和数据填充的能力。 借助 AIGC 快速实现问题原因分析。 根据告警异常情况，利用 AIGC 进行异常情况分析自动给出解决建议方案。 利用需求描述作为 Prompts 自动进行分析，将分析结果提供给业务分析人员或者产品经理 利用 AIGC 的能力构建 DevOps 场景下的知识问答助手，可以帮助用户快速获取精确的知识内容。

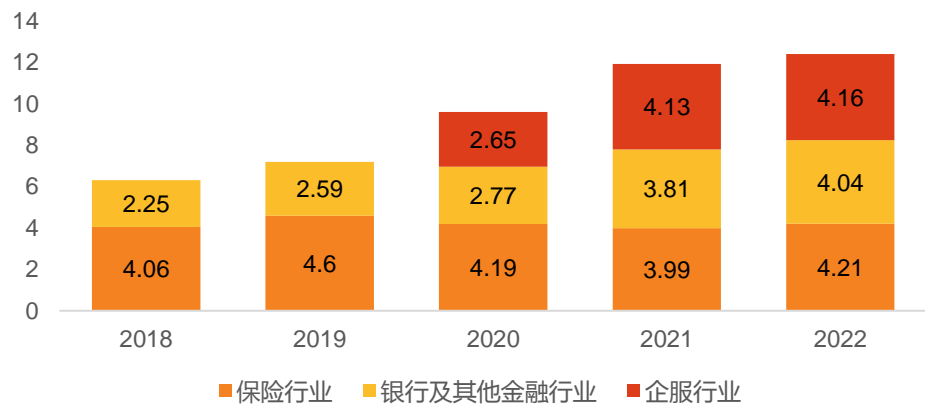
资料来源：众安保险、众安科技《AIGC/ChatGPT 保险行业应用白皮书》，天风证券研究所

### 3. 传统业务形成行业 knowhow，AI+保险有望持续打开想象空间

#### 3.1. 传统业务集中保险、银行、企服等领域解决方案，奠定公司发展基础

公司收入主要分布保险、银行和企服三大领域。2022 年公司在保险/银行及其他金融/企服行业实现营收 4.21/4.04/4.16 亿元，同比增长 5.47%/6.19%/0.63%(剔除 2021 年已出售子公司的收入，YoY 为 12.62%)。

图 18：公司三大行业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

深耕保险行业二十余年，沉淀行业标准解决方案和个性化定制方案。依托公司在保险领域的业务沉淀和对保险行业的创新能力，以及在“大数据”、“区块链”等技术领域的的积累，提供从销售管理、客户管理到全生态管理的解决方案。目前主要涵盖代理人移动展业、团险询报价、智能语音、微信展业、互联网渠道接入平台、智能风控、智能客服等场景应用方案。

图 19：公司保险领域解决方案

### 销售管理平台

销售人员管理平台是一套对保险公司各营销渠道的销售人员进行管理的软件系统。该系统从管理角度出发，为各营销渠道销售支持岗提供了针对保险销售人员的全生命周期管理，以及佣金结算、绩效考核等一系列完整的服务。

### 积分商城平台

积分商城平台方案依据目前前沿的移动商城建设模式，结合保险行业实际展业过程中，客户以及营销人员的需求，为保险公司提供一套完整的线上商城建设方案。方案不...

### 培训管理平台

通过AI语音处理、NLP处理、用户图谱分析等核心功能突破传统培训系统，使业务员能快速进行职业培训，可利用碎片化时间培训专业知识，高效便捷，减少公司培训人...

### 生态业务平台-互联网开放平台

构建开放平台门户网站，向第三方公开公司的服务能力，为商户入驻、申请服务接入提供全流程的服务管理，打造互联网接入平台，管理对外统一的服务标准，对外部合作方接入服务进行统一授权和管控。

### 理赔业务平台

系统提供PC、微信、小程序、接口和电话多种渠道报案，客户可以选择适合的渠道报案和查看案件的处理进度。可以通过自助端申请电子和纸质发票，对案件的处理情...

### 人工智能管控平台

解决方案为管控人脸识别、图像识别、语音识别、自然语言识别、实名认证等形成标准化输出的人工智能管理平台产品。产品由基础调度平台，配置管理平台，跟踪监控...

资料来源：公司官网，天风证券研究所

持续加强产品化能力，加大对数据类业务的产品投入。除了在原有渠道类解决方案上保持优势之外，公司基于金融行业对数据安全与处理性能的高要求，持续加大对数据类业务的产品投入，相继发布了车险理赔反欺诈产品“磁石”、“新致网络模型的大数据智能交易风险管理系统”、“大数据保险业务推荐服务系统”等产品。

图 20：“磁石”车险理赔反欺诈产品



资料来源：新致云公众号，天风证券研究所

公司在银行领域主要集中向大型国有银行和股份制银行提供完善的解决方案，帮助其持续跟进监管要求和客户管理要求。基于新致软件对银行业务场景的深刻理解和最佳实践，以及在“人工智能”、“云计算”、“大数据”等领域的顶尖技术积累，在强调监管合规、注重多层次安全防护的基础上，为银行客户提供安全、合规、注重体验的人性化服务，并在银行领域成功积累了丰富的业务风控、展业营销、智能客服等智慧办公场景应用。

图 21：公司银行领域解决方案

### 金融投资平台

新致金融投资平台是金融机构对经营的产品和服务进行整合，并通过与同业机构比如保险公司、证券公司、房地产公司等业务合作，向顾客提供一种涵盖了多种金融...

### 关联交易管理系统

新致关联交易管理系统对全生命周期持续性管理，充分解析关联交易的疑点和难点，按照事前、事中和事后三个阶段进行有针对性的模块化，覆盖各个监管机构的管理要求将各个监管机构的法律法规进行落地，保证所服务客户达到其面临的所有监管要求。明确关联方和关联交易的认定规则，并且根据对象的不同特征属性进行分类，为...

### 智能客服系统

新致智能客服系统软件是在大规模知识处理基础上发展起来的一项面向行业应用的大规模知识处理技术、自然语言理解技术、知识管理技术、自动问答系统、推理Web...

### 理财代销管理平台

新致理财代销管理平台是一款为银行、基金证券公司、新金融理财公司等金融机构提供代理理财业务体系的咨询、软件系统、项目实施等一系列的综合IT服务产品。新致...

### 智能投顾系统

新致智能客服系统软件是在大规模知识处理基础上发展起来的一项面向行业应用的大规模知识处理技术、自然语言理解技术、知识管理技术、自动问答系统、推理Web...

### 供应链金融系统

新致供应链金融系统面向金融机构的供应链融资业务，包括保理融资、厂商银、保兑仓、应收账款融资、商品融资、订单融资等标准化的供应链金融场景提供信息化的业务支撑。

### 资产托管平台

新致资产托管业务平台以托管业务为核心，面向银行资管部门，实现证券投资基金、社保基金、企业年金、银行理财、基金专户、委托资产、信托资产、股权基金、券商...

资料来源：公司官网，天风证券研究所

在企服领域公司集中于电信、汽车等优势赛道。基于企业数字化的总体建设目标，以及“云计算”、“SAAS 部署”等新兴技术的发展，新致软件在企服行业完成了智能化手段的革新。所有致力于办公的企业服务，可以根据个性化要求进行定制和开放，全面实现平台级管理，提升企业的经营能力，加强风险防范意识，降低企业管理成本。

图 22：公司企服解决方案



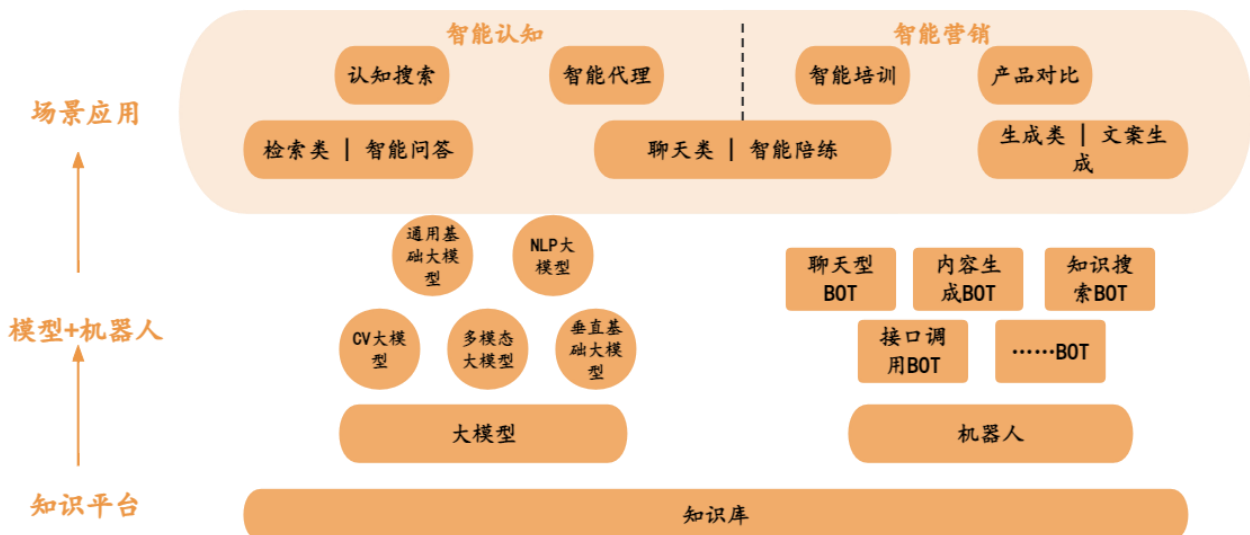


资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 公司快速构建 AI 应用场景，初步打开保险智能营销市场

我们认为，相较于传统流程思维推动的 AI 构建聚焦于既定业务，智能思维推动的 AI 构建对数据、大模型和场景搭建提出需求，公司打造知识库、大模型和机器人三大能力来应对智能思维的需求。

图 23：知识库+大模型+机器人构建公司应对智能思维的需求



资料来源：公司产品发布会，天风证券研究所

### 3.2.1. 具备大模型+知识库+机器人三大能力，公司完成 AI 平台的底层构建

**大模型能力——构建保险行业数据模型。**公司通过构建从基础云到 PaaS 云平台支撑了所有业务产品的统一底座，提供了包括 DevOps（开发运维一体化）、微服务平台、弹性计算平台等，该平台作为项目级技术底座已输出到多家金融机构及大型企业。同时依托多年行业 know-how，公司将技术积累和研发成果与客户的业务场景深度融合，行业属性显著增强，主要应用于保险行业的包括保险行业数据模型、异构大数据一站式处理技术等。

表 2：公司保险行业数据模型+异构大数据的一站式处理技术

公司专有技术	技术描述
保险行业数据模型	通过研究及整理国内保险业务流程和数据特征，研发出完备性、扩展性较高的（Nwetouch IDWM）保险行业数据模型，该模型在业务场景的覆盖范围、保险产品的覆盖范围、支持核心系统的种类以及管理数据量的上限等方面具有优势，在保险行业数据仓库、基础数据平台等实施项目中得到广泛应用
异构大数据的一站式处理技术	NBD 是公司自主研发的工具型技术，主要应用于大数据解决方案中，实现金融机构底层数据的一致性，并克服了大数据应用环节（主要包括数据采集、数据加工、深度学习以及数据可视化等）的数据差和异性及处理复杂性，同时解决了底层应用中存在的技术障碍，并通过分布式架构降低了数据处理成本。 <b>该技术广泛应用于保险行业大模型系统解决方案中且取得了显著效果。</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**知识库能力——构建公司知识开放平台：**致力于将行业多源异构数据转化为知识，以“知识+区块链”的方式对数据资产确权从而解决用户在使用过程中的安全、可信问题，通过构建行业超大知识图谱，赋能企业机器人底层能力构建；

**超过 100W+节点，公司知识库实现多领域覆盖。**公司知识库涉及金融、医疗、政务等领域，且具备海量知识节点。以保险知识图谱为例，能高效处理海量信息，以保险专业知识为核心，结合保险业务和行业的通用知识，满足保险行业多层次服务需求，主要应对保险业务场景丰富和产品复杂性的提高。此外公司还推出跨领域互联的融合图谱，能够实现保险到医疗条款的跨行业融合。

图 24：公司知识库涵盖 100W+节点，实现多领域覆盖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**机器人能力——构建公司软件机器人平台。**公司致力于将企业级数据和生成式 AI 模型相结合，通过机器人平台构建流程帮助企业快速构建机器人应用。

**智能认知机器人基于 LLM 的搜索模式，让企业所有的知识数据用自然语言即可进行智能搜索并实现自动分析。**面向企业场景的 AI 服务，智能认知机器人可应用于企业服务、智能客服、辅助销售等场景，旨在帮助企业构建满足自身业务诉求的对话机器人，从而减少企业人力成本或解决服务不及时的问题。

表 3: 智能认知机器人面向企业多场景 AI 服务

适用场景	
企业服务	企业人员以自然语言提出知识、数据需求，无需等待其他团队或者数据专家，即可通过知识问答机器人直接产生知识数据及分析结果。更高效地处理非结构化数据、创建数据可视化，以及进行数据归纳处理。
智能客服	帮助客户解决常见问题，提供产品购买、售后服务和支持，以企业自己的业务流程、场景作为响应基础，提供令人深刻的对话能力，对于同一个问题，不同的提问方式均能得到准确的回答，为企业降本增效。
辅助销售	辅助销售人员进行同类产品多款比对，解决客户在产品签单阶段的购买疑问，通过产品不同维度数据解读，提高营销人员产品解读专业性，减少与客户沟通中的信息差和不信任的问题，提高营销人员的成交率。

资料来源：新致新知公众号，天风证券研究所

**智能培训机器人借助 LLM 实现销售场景模拟，为企业业务人员营销提供沉浸式聊天体验。**根据销售、客户等不同员工角色设计不同知识点，利用 LLM 大语言模型和企业级数据结合，打造“人机对练+实时指导+多维评分”的一站式培训模式，拥有大量的场景化演练、人际互动对练，取代传统低效、固化的培训方式。

表 4: 智能培训机器人

适用场景	产品特性
新人培训	<p>企业招募新员工上岗培训，新人需要快速掌握业务知识和销售话术。</p> <p>零样本客户角色学习 借助大规模对话模型实现流畅且自然的多轮聊天，有效改善用户的沉浸式聊天体验。</p>
销售培训	<p>模仿业务场景对话演练，帮助新人快速提升专业能力，进入工作状态。例如：适用于商务谈判、合同签约、门店导购，产品线推广等场景。</p> <p>人机对练 支持各种角色设定、问答和情景对话，基于限定的角色完成真实场景的模拟，支持上万种销售场景，真人形象风格、口唇同步发音、识别面部情绪反应以及临场动作，实现真实化演绎场景，给予更真实的实训体验。</p>
客服培训	<p>客服岗前练习时间短，需要有更多练习的机会，提高对话术的熟练度。例如：电话客服、门店接待等场景。</p> <p>实时指导 每段话术可以进行“导师评价”，能够及时指导，在实训过程中及时地给出建议，成为员工实训中成长的良师益友。</p> <p>多维评分 针对员工输出的每段话术，进行多维度全方面考察员工亲和力、表达沟通能力、话术逻辑等，避免违规用语等重大失误，有利于员工发现自身不足并加以改进。</p>

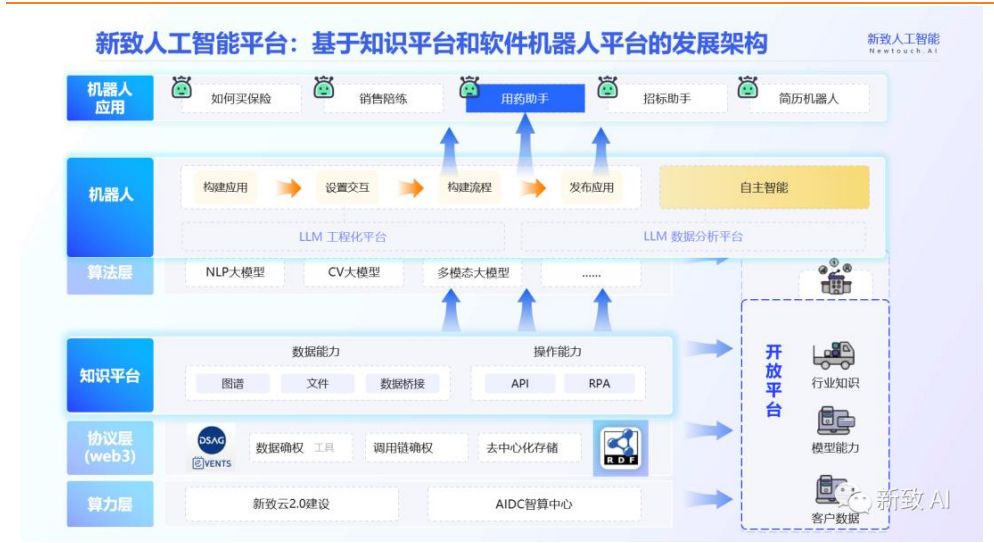
资料来源：新致新知公众号，天风证券研究所

### 3.2.2. 推出新致 AI 平台，应用端初步以智能营销为泛式打开后续空间

**公司基于知识开放平台+软件机器人平台推出新致 AI 平台。**2023 年 3 月公司正式上线“Newtouch.AI-新致新知”平台，其定位为借助大语言模型，快速创建 AI 应用场景，帮助

客户轻松将企业数据与生成式 AI 模型连接，以实现快速准确的机器人应用场景。

图 25：新致 AI——基于知识平台和软件机器人平台的发展架构



资料来源：新致新知公众号，天风证券研究所

### 智能营销场景下的应用落地

推出**保险比对产品**，作为**保险营销助手**赋能保险营销行业。我们认为，准确触达 C 端用户群体是营销行业长久的痛点，本质上或是中介在触达方式和产品知识储备上缺少过硬本领，无法打动客户。公司产品瞄准该行业痛点，面向保险经纪人市场，支持经纪公司渠道全部产品比较，详细对比条款中各项异同等。产品采用 SaaS 模式按照用户规模分级收费，经纪人规模有望在疫情后实现快速反弹，因而公司产品有望充分受益于经纪人规模上升的带动。

图 26：公司保险比对产品



资料来源：数科金云公众号，天风证券研究所

面向 B 端保险经纪公司培训成本高且效率低下的难题，公司落地销售对练机器人。其凭借零样本客户角色学习，借助大规模对话模型实现流畅且自然的多轮聊天，有效改善用户的沉浸式陪练式聊天体验。对练机器人采用 SaaS 模式，按照终端付费用户进行分成，目前终端用户之一为保险经纪人。

我们认为，公司凭借在保险行业深耕多年的数据和客户积累形成行业 know-how，叠加在保险模型+知识库+机器人三大能力上的技术补足，随着公司“新致 AI”平台在保险智能营销场景实现应用落地之后，公司有望实现 AI 更多领域赋能打开广阔应用空间，公司 AI+ 场景的增长极或将快速成型。

### 3.3. 持续提升产品广度，实现多场景开拓

公司旗下武汉新致医卫推出国内首款医疗 OpenHIS 解决方案，是国内首个真正开源、共享、合作的医疗软件。通过整合医疗全体系、全链条资源，提供全方位医疗服务的网络平台。OpenHIS 采用大型 web 动态应用技术的架构，做到业务的涵盖范围包括医生、医疗机构、患者、医保、健康管理、云药房等一系列环节。目前新致 OpenHIS 已经与多家三甲医院/二甲医院合作部署，一同针对产品展开开源化路径模块的检测和认证。OpenHIS 相较市面上同类别产品具备持续更新、快速部署和灵活配备等优势，解决了全国各地医疗机构研发困难、产品同质化和资金不足等问题。

图 27：公司 OpenHIS 旨在通过底层技术开源解决中小医疗机构信息化难以落地问题，助力中国普惠医疗数字化



资料来源：新致云公众号，天风证券研究所

随着车企数字化转型对于营销系统不断提出新的要求，公司持续加大对汽车营销系统的研发投入。公司当前在研技术包括新致全场景汽车试驾平台和新致汽车营销管理平台，汽车试驾平台已经完成了移动端首页、试驾、预约等功能的需求分析、需求确认及系统相关设计、建模等；营销管理平台完成了代办管理、线索管理、机会管理、客户报价等功能的需求分析、需求确认及系统相关设计、建模等。

表 5：公司在研汽车营销系统

项目名称	阶段性成果	技术水平	应用前景
新致全场景汽车试驾平台	借助数字化工具将传统营销方式的各个阶段进行升级，利用数据反馈、监测等方式对营销活动进行调控，将内部用户数据、购车、用车和汽车网联数据与外部媒体侧、市场行业数据和其他第三方数据沉淀到车企的数据中台，从而将数据分析结果反哺在营销的各个阶段，帮助厂商实现触达-销售-留存全流程数据驱动。	国内行业领先	有望为汽车行业的智能化发展注入新的动力，为用户提供便捷、高效、个性化的试乘试驾服务，推动整个汽车产业的健康、长足发展。
新致汽车营销管理	运营车联网技术优化汽车销售和服务的流程，将汽车品	国内行业	包含车联网技术的普及将加速

<p>平台</p>	<p>牌商，经销商，服务商和购车客户紧密结合多策共管、 领先 多措共施，从而实现整个汽车销售和服务生态系统的智 能化和数字化升级，提高客户体验和忠诚度。</p>	<p>汽车营销平台的发展，借助数 据分析提升广告投放和营销效 果，全渠道营销将进一步发展， 提供在线上和线下销售服务， 具有广阔市场前景。</p>
-----------	--	---

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

**传统业务收入：**2022 年公司存量业务收入 13.15 亿元，同增下滑至 2.57%，主要原因是受到疫情等不利因素影响导致人员无法入场和项目交付延期，2023 年随着疫情等不利因素消退，叠加公司产品化能力加强相继推出适配行业的新产品，预计公司 2023-2025 实现营收 17.1/21.4/26.5 亿元，同比增长 30%/26.1%/30%。

**AI-SaaS 收入：**AI-SaaS 业务属于公司新增业务板块，采用初期发放免费试用账户拓客后逐步转化为付费用户的策略。该业务面向保险营销市场，截止 2022 H1 保险经纪人规模大约在 500 万人，产品单价横向对比其他 To C 产品，我们按照公司一步步打开市场的节奏测算公司 AI-SaaS 业务收入规模，预计 2023-2025 年公司 AI-SaaS 业务实现营收 0.3/2.18/3.5 亿元，对应增长率为 625%/61%。

表 6：公司业务收入情况（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
存量业务收入	13.15	17.1	21.4	26.5
YOY	2.57%	30.0%	26.1%	30.0%
AI-SaaS 收入		0.3	2.176	3.5
YOY			625%	61%
合计收入	13.2	17.4	23.6	30.0
YOY	2.57%	32.28%	35.72%	27.15%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 估值假设

本报告采用分部估值

**传统行业：**对该部分采用 PE 估值方法，我们测算 2024 年公司传统业务实现归母净利润 1.72 亿元，参照可比公司估值，基于 2024 年 30x PE，对应目标市值 51.46 亿元。

表 7：可比公司估值

股票代码	公司名称	PE(截至 2023/7/6)		
		2023E	2024E	2025E
600570.SH	恒生电子	44.69	35.92	29.47
603383.SH	顶点软件	40.24	30.13	22.94
603927.SH	中科软	27.25	21.91	17.99
	平均值	37.39	29.32	23.47

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司数据为 Wind 一致预期）

**AI+SaaS 收入：**对该部分采用 PS 估值方法，我们测算得到 2024 年公司 AI+SaaS 领域实现营收 2.18 亿元，参照可比公司估值，基于 2024 年 15x PS，对应目标市值 32.64 亿元。

表 8：可比公司估值

股票代码	公司名称	PS(截至 2023/7/6)		
		2023E	2024E	2025E
300229.SZ	拓尔思	15.72	12.26	9.74
300033.SZ	同花顺	20.31	16.83	14.08
688365.SH	光云科技	10.14	8.55	7.43
	平均值	15.39	12.55	10.42

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司数据为 Wind 一致预期）

综上, 根据公司各方面估值, 给予公司目标市值 84 亿元, 对应目标价 35.23 元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。



## 5. 风险提示

**行业增长不及预期：**公司业务主要面向金融机构 IT 建设投入，若未来金融行业 IT 系统建设集中进入维护期，IT 投入下滑对公司营收产生不利影响。

**技术迭代风险：**政策监管和市场竞争推动行业信息系统建设的根本需求，需求再推动技术不断进步，软件服务商需要不断调整研发方向保持研发投入，若技术升级迭代失败会对公司经营产生不利影响。

**预测具有一定主观性：**所有相关预测具有一定的主观性。

**公司流通市值较小，可能存在股价波动风险。**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	487.69	618.39	760.47	0.00	1,171.79	营业收入	1,282.48	1,315.42	1,740.00	2,361.59	3,002.79
应收票据及应收账款	830.44	953.47	365.13	1,066.60	207.72	营业成本	877.17	1,051.81	1,224.96	1,469.28	1,633.18
预付账款	0.99	1.25	2.57	1.36	2.95	营业税金及附加	7.70	8.04	10.63	14.43	18.35
存货	235.22	303.25	183.37	366.06	192.77	销售费用	80.70	80.00	100.53	163.74	229.01
其他	237.25	150.48	165.15	180.55	177.19	管理费用	99.95	81.13	96.59	157.31	190.02
<b>流动资产合计</b>	<b>1,791.59</b>	<b>2,026.85</b>	<b>1,476.68</b>	<b>1,614.57</b>	<b>1,752.42</b>	研发费用	121.29	123.92	155.72	295.88	526.70
长期股权投资	2.04	27.35	27.35	27.35	27.35	财务费用	20.92	22.63	7.83	3.06	1.47
固定资产	75.57	94.28	84.51	74.75	64.98	资产/信用减值损失	(13.34)	(28.48)	(17.34)	(19.72)	(21.85)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.14	1.35	5.23	(2.62)	0.00
无形资产	29.12	54.92	41.34	27.76	14.18	投资净收益	90.90	3.72	4.00	5.00	4.24
其他	94.14	176.82	126.66	133.01	143.73	其他	(171.80)	30.46	0.00	0.00	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>200.88</b>	<b>353.36</b>	<b>279.85</b>	<b>262.86</b>	<b>250.24</b>	<b>营业利润</b>	<b>168.85</b>	<b>(59.17)</b>	<b>135.62</b>	<b>240.55</b>	<b>386.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,992.47</b>	<b>2,380.20</b>	<b>1,756.53</b>	<b>1,877.43</b>	<b>2,002.66</b>	营业外收入	0.73	0.69	0.69	0.71	0.70
短期借款	448.89	409.26	0.00	193.74	0.00	营业外支出	2.17	0.26	1.34	1.26	0.95
应付票据及应付账款	6.54	30.82	10.16	36.02	18.63	<b>利润总额</b>	<b>167.42</b>	<b>(58.74)</b>	<b>134.98</b>	<b>240.00</b>	<b>386.19</b>
其他	200.59	174.38	214.68	217.08	233.97	所得税	22.46	(13.33)	7.42	13.20	23.17
<b>流动负债合计</b>	<b>656.02</b>	<b>614.46</b>	<b>224.83</b>	<b>446.85</b>	<b>252.61</b>	<b>净利润</b>	<b>144.96</b>	<b>(45.41)</b>	<b>127.56</b>	<b>226.80</b>	<b>363.02</b>
长期借款	36.79	15.71	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.74	6.53	3.19	6.80	12.71
应付债券	0.00	290.35	290.35	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>141.22</b>	<b>(51.94)</b>	<b>124.37</b>	<b>220.00</b>	<b>350.32</b>
其他	4.00	19.61	9.58	11.06	13.42	每股收益(元)	0.59	(0.22)	0.52	0.92	1.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>40.79</b>	<b>325.66</b>	<b>299.93</b>	<b>11.06</b>	<b>13.42</b>						
<b>负债合计</b>	<b>708.34</b>	<b>961.07</b>	<b>524.76</b>	<b>457.91</b>	<b>266.02</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	127.58	146.97	149.50	155.13	166.23	<b>成长能力</b>					
股本	182.02	238.72	171.28	171.28	171.28	营业收入	19.38%	2.57%	32.28%	35.72%	27.15%
资本公积	537.05	501.51	468.36	468.36	468.36	营业利润	84.89%	-135.04%	-329.21%	77.37%	60.65%
留存收益	439.66	344.03	442.63	624.75	930.76	归属于母公司净利润	73.04%	-136.78%	-339.45%	76.89%	59.24%
其他	(2.18)	187.90	0.00	0.00	(0.00)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,284.13</b>	<b>1,419.13</b>	<b>1,231.77</b>	<b>1,419.52</b>	<b>1,736.64</b>	毛利率	31.60%	20.04%	29.60%	37.78%	45.61%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,992.47</b>	<b>2,380.20</b>	<b>1,756.53</b>	<b>1,877.43</b>	<b>2,002.66</b>	净利率	11.01%	-3.95%	7.15%	9.32%	11.67%
						ROE	12.21%	-4.08%	11.49%	17.40%	22.31%
						ROIC	18.60%	-2.62%	10.44%	39.67%	25.50%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	35.55%	40.38%	29.87%	24.39%	13.28%
						净负债率	0.61%	7.62%	-37.59%	14.31%	-66.94%
						流动比率	2.68	3.19	6.57	3.61	6.94
						速动比率	2.33	2.71	5.75	2.79	6.17
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.67	1.47	2.64	3.30	4.71
						存货周转率	5.93	4.89	7.15	8.60	10.75
						总资产周转率	0.64	0.60	0.84	1.30	1.55
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.59	-0.22	0.52	0.92	1.47
						每股经营现金流	-0.04	-0.54	3.79	-2.65	5.89
						每股净资产	4.84	5.33	6.32	7.38	9.17
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	35.93	-97.70	40.80	23.07	14.49
						市净率	4.39	3.99	3.36	2.88	2.32
						EV/EBITDA	9.87	19.09	16.89	13.19	5.61
						EV/EBIT	10.56	22.69	19.31	14.36	5.93

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	144.96	(45.41)	124.37	220.00	350.32
折旧摊销	25.79	22.33	23.34	23.34	23.34
财务费用	25.12	26.66	7.83	3.06	1.47
投资损失	(90.90)	(3.72)	(4.00)	(5.00)	(4.24)
营运资金变动	(162.26)	(214.53)	744.95	(879.31)	1,023.34
其它	46.68	86.62	8.42	4.19	12.71
<b>经营活动现金流</b>	<b>(10.61)</b>	<b>(128.05)</b>	<b>904.92</b>	<b>(633.72)</b>	<b>1,406.94</b>
资本支出	2.93	85.12	10.03	(1.48)	(2.35)
长期投资	(2.57)	25.30	0.00	0.00	0.00
其他	(124.90)	(187.00)	(20.94)	11.11	8.48
<b>投资活动现金流</b>	<b>(124.54)</b>	<b>(76.57)</b>	<b>(10.91)</b>	<b>9.62</b>	<b>6.13</b>
债权融资	(169.12)	208.38	(437.01)	(97.32)	(195.38)
股权融资	(51.69)	211.23	(314.92)	(39.05)	(45.91)
其他	(12.22)	(83.19)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(233.03)</b>	<b>336.42</b>	<b>(751.93)</b>	<b>(136.37)</b>	<b>(241.28)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(368.18)</b>	<b>131.80</b>	<b>142.07</b>	<b>(760.47)</b>	<b>1,171.79</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com