



京北方 (002987.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

优化业务结构，稳固核心客户

投资逻辑：

公司是国内领先的金融IT综合服务提供商，主要向以银行为主的金融机构提供信息技术服务及业务流程外包服务。2023年上半年，公司营收达20.2亿元，信息技术服务和业务流程外包分别占比64.8%和35.2%。这两大板块协同发展、客户高度一致，形成了相对完整的服务供应链。

信息技术服务是公司未来发展的主要动能，也使得公司营收增速自2019年以来在银行IT同业中持续领先。2023年上半年信息技术服务营收达13.1亿元，同比增长21.6%；在执行合同金额达77.87亿元，同比增长38.8%，为公司未来2~3年的持续稳健发展奠定了坚实基础。未来，客户在信创、数据要素、人工智能和数字人民币等方面的研发投入均有望为公司的信息技术服务业务带来新的增长点。公司于2023年6月公告拟向不特定对象发行可转债，募集不超过人民币11.30亿元（含发行费用）用于盘庚测试云建设项目、金融数字化解决方案研发及迭代项目、数智创新技术中心建设项目以及补充流动资金。我们预计2023~2025年信息技术服务营收增速分别为24.5%/20.3%/20.7%。

业务流程外包是公司经营发展的压舱石。2016至2022年复合增速为14.6%，2023年上半年业务流程外包营收达7.1亿元，同比增长9.5%，主要由于当前居民消费意愿不高，银行的信用卡消费、信用卡分期等业务受到冲击，影响了客户服务及数字化营销业务。根据公司公告，目前该产品线订单储备情况向好，预计第四季度收入端能看到显著改善。业务流程外包使公司与客户之间形成较强的业务黏性，且对理解客户业务逻辑、准确把握客户软件开发需求起到重要作用。我们预计2023~2025年业务流程外包营收增速分别为5.2%/9.5%/9.7%。

公司的客户策略是巩固核心银行基本盘，并以通用产品及解决方案突破其他客户。国有大行及股份制银行需求稳定、回款及时，因此公司始终将国有六大行作为其最主要的业务对象，并大力拓展股份制银行业务。2016年至2023年上半年，核心客户营收占比始终保持在80%左右。随着公司产品及解决方案标准化程度提升，公司也基于集中运营等优势产品向中小银行、非银金融机构、非金融机构（重点为政府机构和央企）加速渗透。未来也有望通过并购重组、产品创新等方式开拓新的市场空间。

盈利预测：

我们预计2023~2025年公司实现营业收入43.1/50.3/59.1亿元，同比增长17.4%/16.7%/17.3%；预计归母净利润为3.5/4.2/5.0亿元，同比增长27.6%/17.3%/20.4%；当前公司股价对应PE为23.1x、19.7x、16.3x。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29倍PE估值，目标价23.23元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

银行IT投入不及预期；行业竞争加剧风险；资金募集不及预期；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）

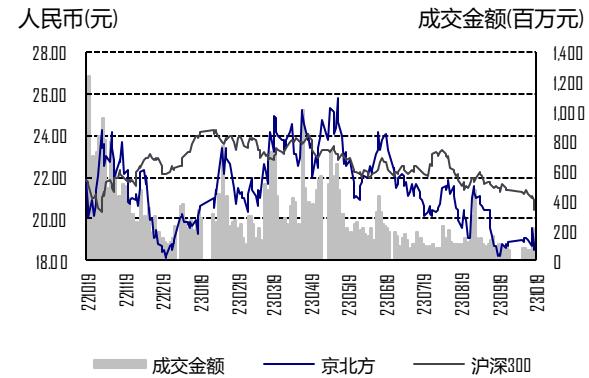
mengcan@gjzq.com.cn

联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.46元

目标价（人民币）：23.23元





内容目录

1. 业务结构向信息服务转型，增长领跑同业.....	3
1.1 信息技术服务是公司未来发展的主要动能	3
1.2 业务流程外包是公司经营的压舱石	6
1.3 业务结构变化带来了毛利率和现金流的改善	7
2. 巩固核心银行基本盘，拓展其他机构客户.....	8
3. 盈利预测与投资建议.....	10
4. 风险提示.....	12

图表目录

图表 1：信息技术服务与业务流程外包双轮驱动公司增长	3
图表 2：2019 年以来，公司营收增速处于同业前列	4
图表 3：2023 年上半年信息技术服务营收占比达 64.8%	4
图表 4：2023 年上半年软件产品与解决方案同比增长 33.3%	5
图表 5：信息技术服务增速超过大行 IT 支出增速.....	5
图表 6：信息技术服务人均创收稳步增长	5
图表 7：公司在银行新的科技布局方面进行了充分的技术储备	5
图表 8：公司发行可转债进行测试云和数字金融相关研发（单位：万元）	6
图表 9：客户服务及数字化营销是业务流程外包板块的增长驱动力	7
图表 10：毛利率由于信息技术服务营收占比提升而上升	7
图表 11：毛利率相较同业仍有进一步提升的空间	7
图表 12：公司应收账款周转天数相对同业较短	8
图表 13：2022 年经营性现金流量净额转正	8
图表 14：2016~2023H1，核心客户营收占比保持在 80%左右	8
图表 15：国有六大行科技投入保持增长	9
图表 16：股份制银行科技投入也呈现韧性	9
图表 17：国有六大行是公司经营的压舱石	9
图表 18：公司近年大力拓展股份制银行业务	9
图表 19：中小银行保持平稳快速增长	10
图表 20：非银行业客户 2023H1 营收增长有所承压	10
图表 21：公司销售费用率低于同业、且呈现下滑趋势	11
图表 22：公司管理费用率低于同业、也呈现下滑趋势	11
图表 23：公司研发费用率持续提升、但相较同业仍有一定提升空间	11
图表 24：股权激励计划对 2023~2025 年的业绩考核	11
图表 25：盈利预测核心假设	11
图表 26：可比公司估值比较（市盈率法）	12



1. 业务结构向信息服务转型，增长领跑同业

公司是国内领先的金融 IT 综合服务提供商，主要向以银行为主的金融机构提供信息技术服务及业务流程外包服务。信息技术服务和业务流程外包服务这两大板块各包含 30 多个产品，且两大板块协同发展、客户高度一致，形成了相对完整的服务供应链。

- 信息技术服务是公司未来发展的主要动能，包含软件产品与解决方案、软件及数字化转型服务、IT 基础设施服务等板块。2016 至 2022 年复合增速为 44.5%，2023 年上半年信息技术服务营收达 13.1 亿元，同比增长 21.6%。信息技术服务目前处于快速增长期，为公司未来 2~3 年的持续发展奠定了坚实基础。
- 业务流程外包是公司经营发展的压舱石，包含数据处理及业务处理、客户服务及数字化营销等板块。2016 至 2022 年该业务复合增速为 14.6%，2023 年上半年业务流程外包营收达 7.1 亿元，同比增长 9.5%。业务流程外包使公司与银行客户之间形成较强的业务黏性、合同续签率超过 95%，且对深入理解客户业务逻辑、在软件开发过程中准确把握客户需求起到重要作用。

图表1：信息技术服务与业务流程外包双轮驱动公司增长

大类	主营业务	业务内容
信息技术服务	软件产品与解决方案	<ul style="list-style-type: none"> • 通用解决方案，占比约 32.1%，包括企业信息管理、云测试管理平台； • 金融应用解决方案，占比约 67.9%，包括核心系统(约占比 10%)、运营管理、监管报送、中间业务、资产管理等。
	软件及数字化转型服务	<ul style="list-style-type: none"> • 基于客户数字化转型需求而实施的软件开发和测试服务。
	IT 基础设施服务	<ul style="list-style-type: none"> • 包括软硬件技术支持、设备安装、IT 机房监控及桌面运维等服务。
业务流程外包	数据处理及业务处理	<ul style="list-style-type: none"> • 包括档案类/后台类数据处理、现金类业务、大堂业务及财务共享等。
	客户服务及数字化营销	<ul style="list-style-type: none"> • 包括电话客服、业务受理与支持、电话回访、投诉处理、商品营销等。

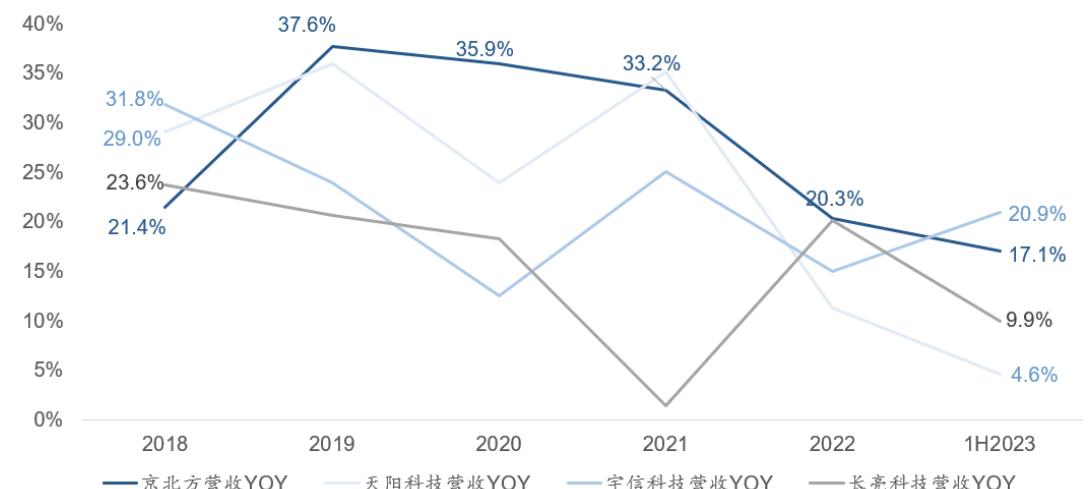
来源：公司招股说明书及公告，国金证券研究所

1.1 信息技术服务是公司未来发展的主要动能

自 2019 年以来，公司营收增速在银行 IT 同业中持续领先，这主要得益于信息技术服务业务的高速增长。2023 年上半年，公司营业收入为 20.2 亿元，同比增长 17.0%。其中业务流程外包受到客户服务及数字化营销业务的影响，同比增长仅为 9.5%；而信息技术服务受到软件产品与解决方案的促进，营收增速达 21.6%，在宏观经济承压的情况下依然保持稳定增长。至 2023 年上半年，信息技术服务在执行合同金额达 77.87 亿元，同比增长 38.8%；2023 年上半年信息技术服务净新签合同额达 15.89 亿元，同比增长 46.2%，为公司未来营收的持续增长奠定基础。



图表2：2019年以来，公司营收增速处于同业前列

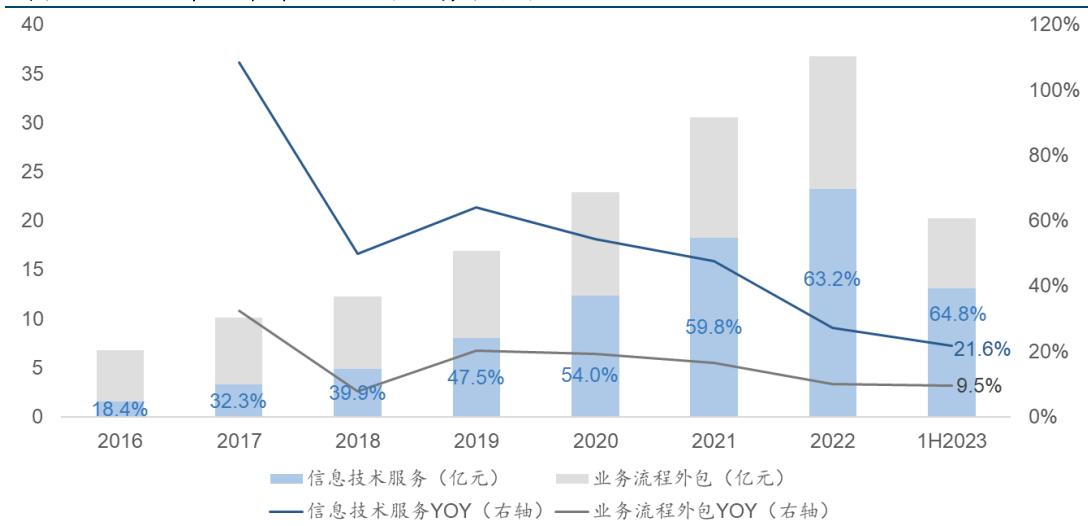


来源：iFind，各公司招股说明书及公告，国金证券研究所

公司成立至今经历过两次重大的业务转型，目前仍然处于信息技术服务业务的拓展期。

- 第一次重大的业务转型是 2005 年公司成立 BPO 业务部，开始由计算机硬件产品贸易向流程外包服务转型。
- 第二次重大的业务转型是公司是基于业务流程服务中掌握的客户需求，2015 年开始向信息技术服务领域进行拓展。至 2020 年，公司信息技术服务营收达 12.4 亿元，占公司整体营收比重首次超过 50%；至 2023 年上半年，信息技术服务营收达 13.1 亿元，占公司营收比重进一步提升至 64.8%。

图表3：2023年上半年信息技术服务营收占比达 64.8%



来源：iFind，公司招股说明书及公告，国金证券研究所

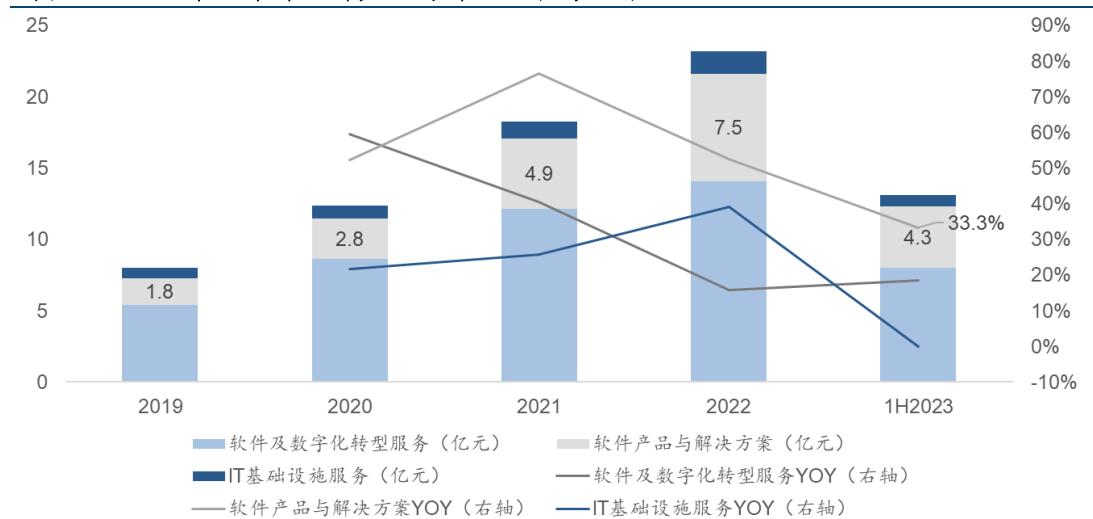
说明：信息技术服务柱状图中的百分比为信息技术服务的营收占比。

信息技术服务业务中，软件产品与解决方案增速相对较快，占信息技术服务的比重也逐年提升。2023年上半年，软件产品与解决方案营收为 4.3 亿元，同比增长 33.3%，占信息技术服务的比重达 32.7%，在宏观经济承压的情况下依然展现出旺盛的增长势头。

- 2022 年，公司软件产品与解决方案营收达 7.5 亿元，同比增长 52.6%，超过国有六 大行及股份制银行 8.2% 的科技投入增速；主要系公司持续研发优势产品、与同业进 行差异化竞争。此外，公司还以集中运营等优势产品及解决方案为突破口，向中小 银行、非银金融机构、非金融机构客户（重点为政府机构和央企）进行输出。
- 软件及数字化转型服务主要受到金融信创的驱动，2022 年营收达 14.1 亿元，同 比增长 15.7%，也高于同期国有六 大行及股份制银行 8.2% 的科技投入增速。



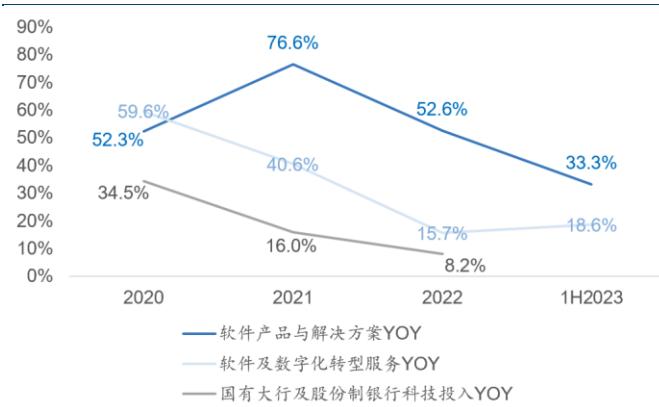
图表4：2023年上半年软件产品与解决方案同比增长33.3%



来源：iFind，公司招股说明书及公告，国金证券研究所

随着软件产品与解决方案营收增长，公司在提升项目管理效率方面加大投入，这也使得信息技术服务人均创收自2018年的16.9万元提升至2022年的23.3万元，期间复合增长8.4%。2022年，公司推出了自研的企业数字化管理系统3.0版本(EDM系统)，可对所有项目进行实时监控和全生命周期管理、对每个项目的各项指标进行分析；且“总部一体化管理、区域落地实施”的矩阵式管理架构也有利于公司持续提升项目经营管理整体效率。

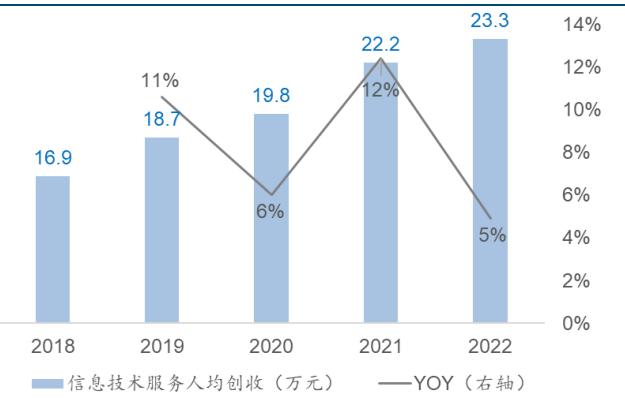
图表5：信息技术服务增速超过大行IT支出增速



来源：iFind，公司公告，各银行年报及官网，国金证券研究所

说明：由于渤海银行及浙商银行在2019~2022年间科技投入数据披露不完整，因而进行股份制银行科技投入统计时剔除了这两家银行。

图表6：信息技术服务人均创收稳步增长



来源：iFind，公司招股说明书及公告，国金证券研究所

除了银行传统的数字化升级需求之外，公司也对创新的业务机会点进行了提前布局。银行等机构在金融信创、数据要素、人工智能和数字人民币等方面的研发投入均有望为公司的信息技术服务业务带来新的增长点。公司在这些创新领域进行了相应的研发储备，这也为信息技术服务的持续增长提供动能。

图表7：公司在银行新的科技布局方面进行了充分的技术储备

新的科技方向	公司技术储备
金融信创	<ul style="list-style-type: none"> 金融信创目前正从大行到股份制再到中小银行渐次推广和布局。公司自有的优势产品和解决方案已完成全线信创适配，获得信创适配认证证书353项。
数据要素	<ul style="list-style-type: none"> 数据资产入表政策在2024年1月1日生效，公司目前已经形成了数据资产管控平台、数据治理平台、历史数据查询平台等成熟的数据类解决方案，承接了多家银行的数据类项目。2023年以来，公司也在数据管理和精准营销领域取得了多项关联解决方案的重大突破。
人工智能	<ul style="list-style-type: none"> 公司现有的拳头解决方案——集中运营平台，通过引入RPA、



	<ul style="list-style-type: none"> • NLP 技术，减少人工处理环节，降低业务处理风险； • 公司研发的基于 NLP 的智能推荐平台，目前正在供应链金融服务平台、同业合作平台上进行试点落地，可为平台客户提供精准快速的业务撮合建议，加快业务发展； • 公司目前已与文心一言对接，正在探索实质性合作；同时公司也在与另外两家公司申请接入，认为在数字化营销和内部研发方面有望较快落地。
数字人民币	<ul style="list-style-type: none"> • 公司已形成了数字人民币统一接入系统、智慧运管平台和收单系统这三个相对成熟的解决方案；并参与了多家国有大行的数字人民币生态系统、智能合约平台、货币桥等系统的建设。随着数字人民币国际化战略的推进，有望为公司带来更多业务机会。

来源：iFind, 公司公告, 国金证券研究所

当前，公司信息技术服务持续深化发展，未来有望从“IT 产品+服务”向“咨询+产品+服务”的模式转型。此外，公司还将继续加大研发投入，探索并布局通用产品上云，有望构成公司未来的第三增长曲线。

公司于 2023 年 6 月公告拟向不特定对象发行可转债，募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 11.30 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于盘庚测试云建设项目、金融数字化解决方案研发及迭代项目、数智创新技术中心建设项目以及补充流动资金：

- 通过盘庚测试云建设项目的实施，公司将积极推进成熟产品全面上云，为全行业客户打造一站式数智化测试服务云平台，帮助用户降低 IT 运维压力和人力成本；
- 金融数字化解决方案研发及迭代项目的建设有助于公司逐步建立并完善相应的解决方案和产品体系以及服务范围，提升公司业务交付能力及盈利能力；
- 数智创新技术中心建设有望提升公司的自主创新能力，增强公司整体数智化水平。

图表8：公司发行可转债进行测试云和数字金融相关研发（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	盘庚测试云建设	8,797.16	6,997.16
2	金融数字化解决方案研发及迭代	71,555.08	60,555.08
3	数智创新技术中心建设	36,190.67	29,190.67
4	补充流动资金	16,257.09	16,257.09
合计		132,800.00	113,000.00

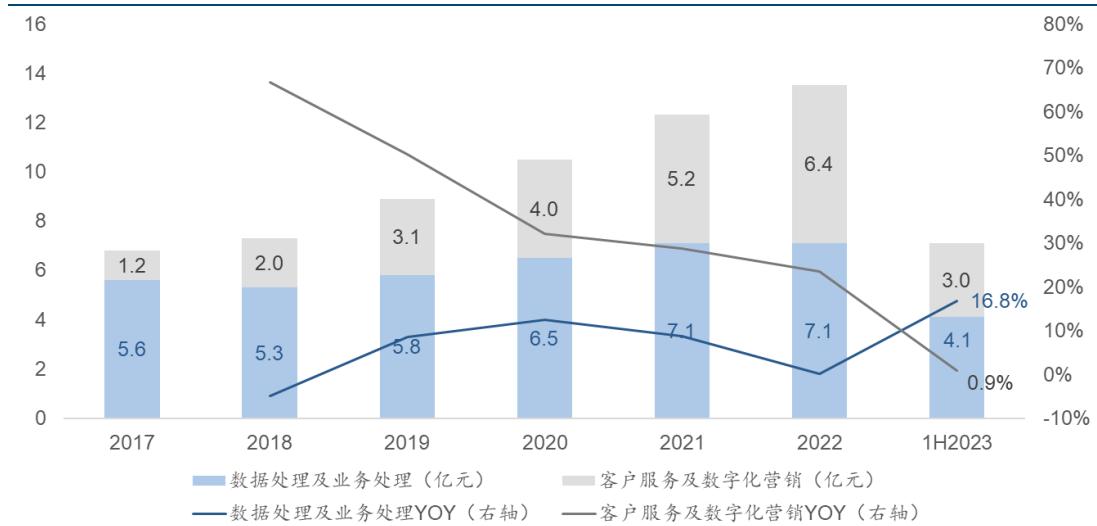
来源：iFind, 公司公告, 国金证券研究所

1.2 业务流程外包是公司经营的压舱石

业务流程外包经营较为稳健，近年主要受到客户服务及数字化营销业务的增长驱动。传统的数据处理及业务处理业务近年增长相对趋缓，2017~2022 年复合增速仅为 4.8%；客户服务及数字化营销增长相对较快，2017~2022 年复合增速达 39.4%。2023 年上半年，客户服务及数字化营销板块上半年仅增长 0.9%，其中单二季度出现了一定程度的下滑，主要系当前居民消费意愿不高，银行的信用卡消费、信用卡分期等业务受到冲击。根据公司公告，目前该产品线第三季度订单储备情况向好，预计到第四季度收入端能看到显著改善。



图表9：客户服务及数字化营销是业务流程外包板块的增长驱动力



来源：iFind，公司招股说明书及定期报告，国金证券研究所

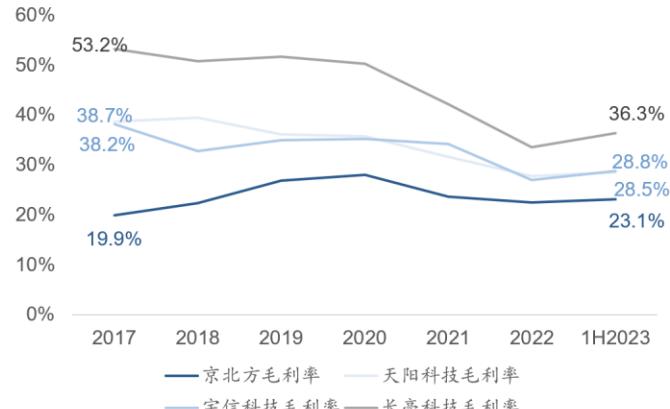
1.3 业务结构变化带来了毛利率和现金流的改善

公司整体业务结构的变化以及精益经营也带来了毛利率、现金流的改善：

- 毛利率方面：由于毛利率较低的业务流程外包在公司整体营收中占据相当比重，因此公司过往毛利率在同业中处于偏低水平。2020年，国家出台减税降费等利好政策，因而公司毛利率阶段性提升。2021年开始，受到公司大力储备信息技术服务人才、行业需求高增致使行业员工薪酬增长等因素的影响，公司与银行IT同业的毛利率均呈现略微下滑的趋势。近年随着毛利率较高的信息技术服务占比提升，公司毛利率较同业降幅趋缓。根据公司公告，至2022年第三季度末，公司基本消化掉人力成本上涨过快等因素带来的不利影响，因而2023年上半年毛利率略回升至23.1%。

图表10：毛利率由于信息技术服务营收占比提升而上升

图表11：毛利率相较同业仍有进一步提升的空间



来源：iFind，公司招股说明书及公告，国金证券研究所

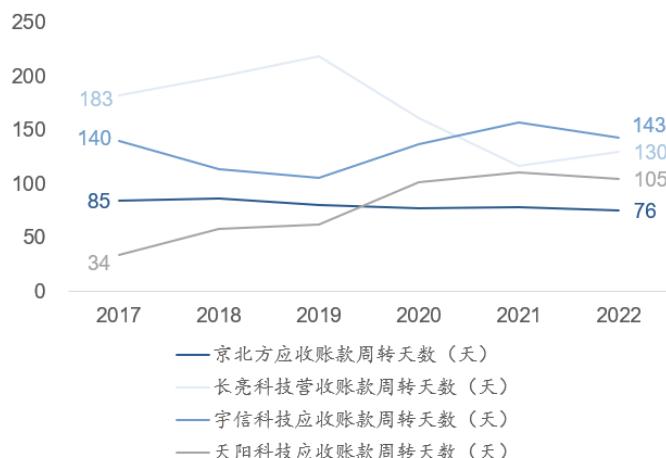
来源：iFind，各公司招股说明书及公告，国金证券研究所

- 现金流方面：业务流程外包基本都是按月付款、少部分按季度付款，回款周期较短、为公司带来及时稳定的现金流。信息技术服务相对付款周期较长，随着信息技术服务占总营收的比重增加，预计未来应收账款和经营性现金流的管理压力也可能随之增大。

目前，公司应收账款管理情况良好，周转天数由2017年的84.5天降至2022年的75.9天。同时，由于公司严格落实回款措施，2022年经营性现金流量净额达1.3亿元，较2021年转正；这也使得公司2022年第四季度的信用减值损失少计提3,126万元，对全年净利润产生积极影响。



图表12：公司应收账款周转天数相对同业较短



来源：iFind, wind, 各家公司公告, 国金证券研究所

图表13：2022年经营性现金流量净额转正

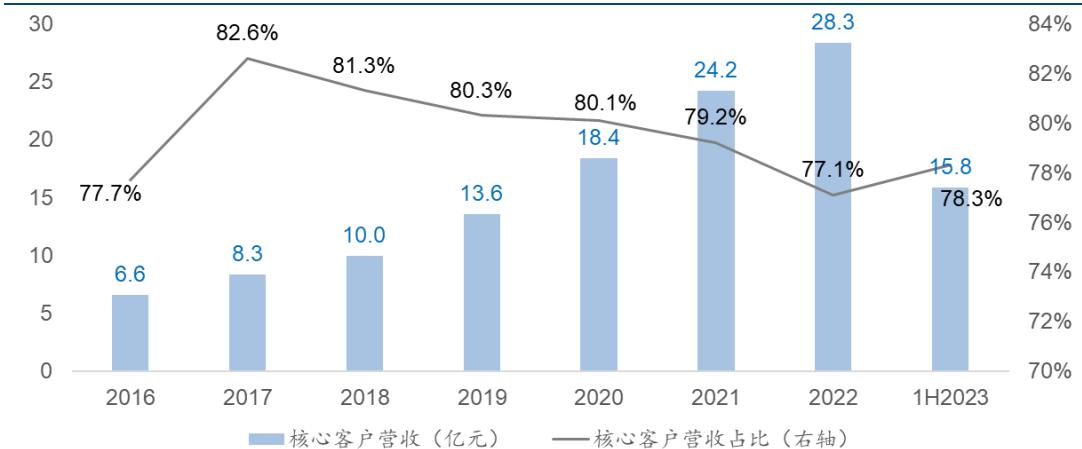


来源：iFind, 公司招股说明书及公告, 国金证券研究所

2. 巩固核心银行基本盘，拓展其他机构客户

公司的客户结构较为稳定，以大行为主的客户结构则使得公司拥有较强的抗风险能力。未来的客户策略是巩固核心银行基本盘，并以通用产品及解决方案为突破口，向中小银行、非银金融机构、非金融客户（重点为央国企和发达地区的政府）加速渗透。由于国有六大行的IT投入占行业整体比重达40~45%、股份制银行占比25~30%，因而公司将国有六大行及十二家股份制银行定义为核心客户，并重点经营；2016年至2023年上半年，核心客户营收占比始终保持在80%左右。

图表14：2016~2023H1，核心客户营收占比保持在80%左右



来源：iFind, 公司招股说明书及年报, 国金证券研究所

说明：公司将国有六大行（中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行）及十二家股份制银行（招商银行、浦发银行、中信银行、中国光大银行、华夏银行、中国民生银行、广发银行、兴业银行、平安银行、浙商银行、恒丰银行、渤海银行）定义为核心客户。

国有大行及股份制银行的科技投入显示出一定韧性，即使在经营承压的情况下，依然能够保持增长。我们统计了国有六大行及十家披露近4年科技投入数据的股份制银行情况：2020年是金融信创元年，因而科技投入均出现较快增长；2022年在国有六大行及10家股份制银行营收仅同比微增0.3%、0.1%的情况下，其科技投入依然分别保持8.4%、7.8%的增速。

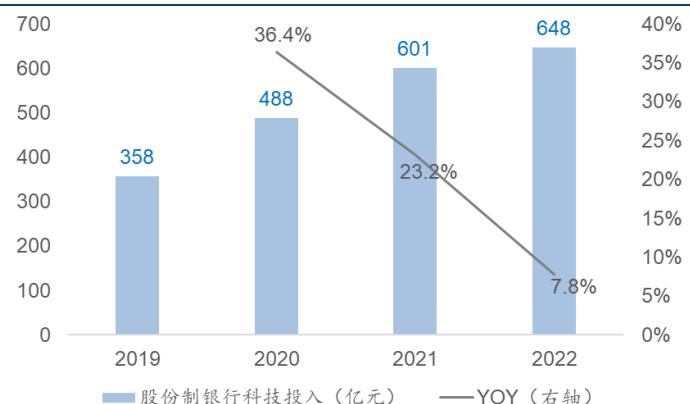


图表15：国有六大行科技投入保持增长



来源：iFind，各银行年报及官网，国金证券研究所

图表16：股份制银行科技投入也呈现韧性



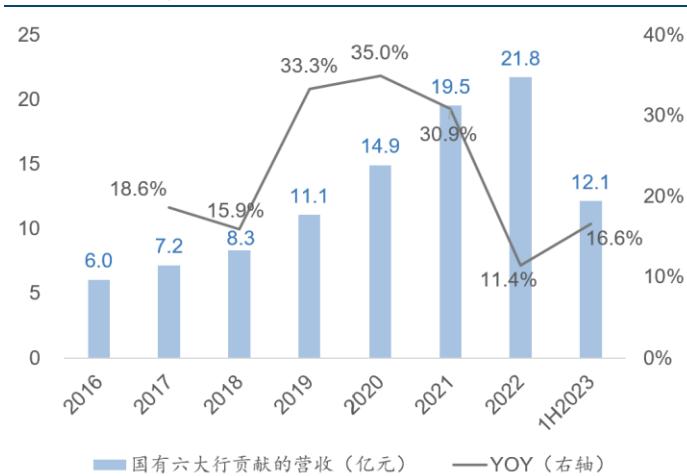
来源：iFind，各银行年报及官网，国金证券研究所

说明：由于渤海银行及浙商银行在2019~2022年间科技投入数据披露不完整，因而进行股份制银行科技投入统计时剔除了这两家银行。

由于国有大行及股份制银行需求稳定、资信良好、回款及时，因此公司始终将国有六大行作为其最主要的业务对象，并大力拓展股份制银行业务。2023年上半年，公司来自国有六大行的营收为12.1亿元，同比增长16.6%，占总营收比重达60.0%；来自股份制银行的营收为3.7亿元，同比增长25.3%，占营收比重达18.3%。

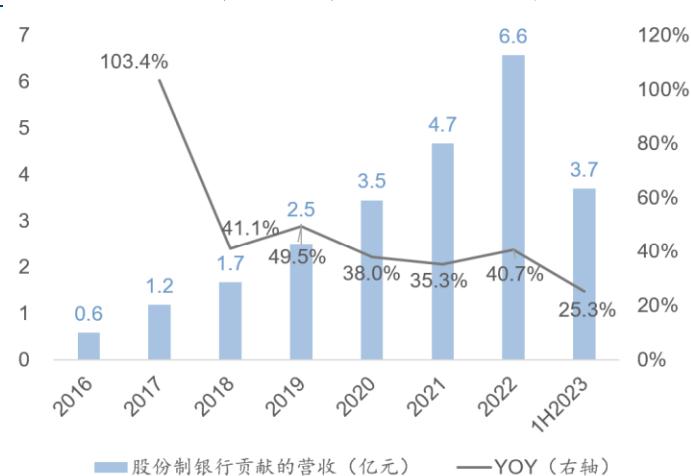
公司与大行的合作包含软件和解决方案开发、测试及基础运维服务，在大行的客户服务人员以中高端人员为主，人均创收、人均创利和毛利率在同业公司中均具备竞争优势。除了与总行合作之外，公司也与大行的分行、子公司、金融科技子公司寻求更深层次的合作，目前仍有较大的增长空间。

图表17：国有六大行是公司经营的压舱石



来源：iFind，公司招股说明书及年报，国金证券研究所

图表18：公司近年大力拓展股份制银行业务



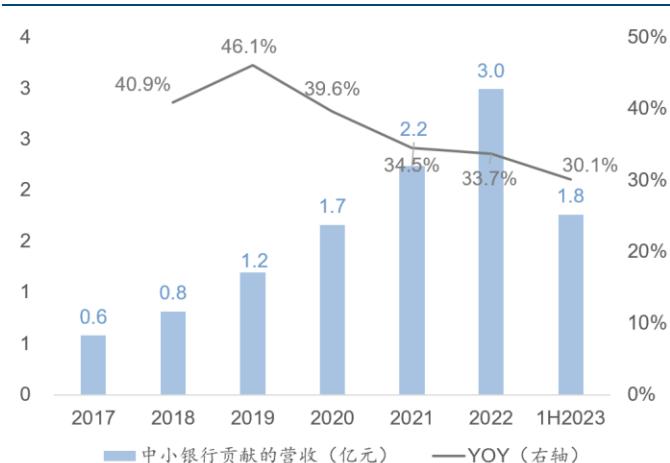
来源：iFind，公司招股说明书及年报，国金证券研究所

随着公司产品及解决方案标准化程度提升，公司也基于此向中小银行、非银金融机构、非金融机构（重点为政府机构和央企）加速渗透。在选择客户前，公司会对客户资信进行全面评估、重点关注央企等非金融机构数字化转型的业务机会，不排除通过并购重组、产品创新等方式开拓新的市场空间。

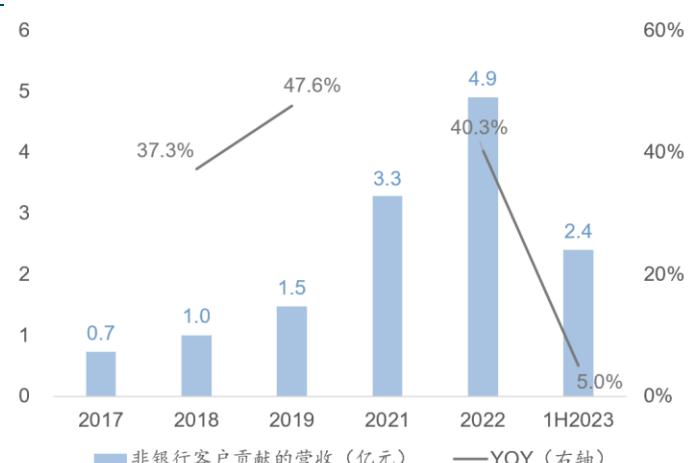
2023年上半年，公司来自中小银行的收入占比为8.7%，同比增长30.1%；中小银行的ODC远程开发管理能力相对偏弱，恢复进场实地开发后，中小银行的业务基本恢复正常。来自非银金融机构的收入占比为6.6%，同比增长22.2%；来自非金融机构的收入占比为5.2%，同比下滑5.2%。



图表19：中小银行保持平稳快速增长



图表20：非银行业客户 2023H1 营收增长有所承压



来源：iFind，公司招股说明书及年报，国金证券研究所

说明：中小银行营收=城市商业银行营收+民营银行营收+农商行、农合行及农信社营收。

来源：iFind，公司招股说明书及年报，国金证券研究所

说明：1) 非银行客户营收=非金融机构营收+非银行金融机构营收；2) 2020年相关营收没有披露，因而空缺。

3. 盈利预测与投资建议

■ 核心假设：

1) 营收及毛利率：

- 软件及数字化转型服务：根据公司公告，预计 2022~2026 年银行 IT 投资年复合增速预计不低于 15%。由于公司核心客户为国有大行及股份制银行，假设 2024~2025 年软件及数字化转型服务营收增速与行业整体增速相近，均为 15%。2023 年上半年，该业务营收同比增长 18.6%；考虑到 2022 年下半年该业务营收基数较低，预计 2023 年下半年增长快于上半年，因而假设 2023 年全年该业务营收同比增长 20%。假设 2023~2025 年软件及数字化转型服务毛利率均为 27%。
- 软件产品与解决方案：根据 2023 年半年报，软件产品与解决方案同比增长 33.3%。综合考虑公司 2023 年上半年信息技术服务在执行合同额同比增长 38.8%，且软件产品与解决方案有向非银行机构拓展的预期，假设 2023 年该业务同比增长 35%、2024~2025 年该业务营收均同比增长 30%；假设 2023~2025 年软件产品与解决方案毛利率均为 29%。
- IT 基础设施服务：根据 2023 年半年报，该业务同比营收下滑 0.1%、但毛利率提升 7.6pct，毛利额同比增长 30.9%。同时根据公司公告，预计 2022~2026 年银行 IT 投资年复合增速预计不低于 15%，我们假设 2023~2025 年 IT 基础设施服务营收增速与行业整体增速相近，同比均增长 15%，毛利率均为 30%。
- 数据处理及业务处理：根据 2023 年半年报，该业务营收同比增长 16.8%，预计主要系数据处理及业务处理等传统产品线需求恢复、且 2022 年上半年基数相对较低。由于该项业务并非公司现阶段发展的重点，假设 2023 年该业务营收同比增长 10%，2024~2025 年同比均增长 5%；2023~2025 年该业务毛利率均为 14%。
- 客户服务及数字化营销：根据 2023 年半年报及公司公告，该业务营收同比增长 0.9%、毛利额同比下滑 22.7%，主要受居民消费信心不足等宏观因素的影响，单二季度收入规模出现一定程度下滑。我们认为 2023 年该业务可能持续受到宏观经济的影响，因而假设 2023 年该业务营收同比持平；2024~2025 年随着居民消费意愿的回升，预计收入增速逐渐恢复，假设该业务营收均同比增长 15%。假设 2023~2025 年客户服务及数字化营销业务毛利率均为 14%。

- 2) 销售费用：公司已全面覆盖国有六大行及十二家股份制银行，2023 年上半年公司新增拓展 5 家中小银行、12 家非银机构、6 家非金融机构，但由于公司通过通用的产品及解决方案拓展新客户、销售效率较高，因而公司销售费用率整体呈现下滑态势，历年公司销售费用率也低于同业。假设 2023~2025 年公司销售费用率依然保持下滑趋势，分别为 1.7%、1.6%、1.5%。

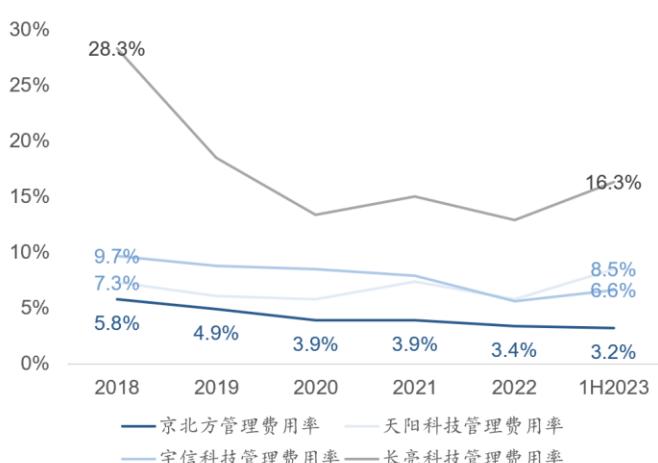


图表21：公司销售费用率低于同业、且呈现下滑趋势



来源：iFind，各公司招股说明书及年报，国金证券研究所

图表22：公司管理费用率低于同业、也呈现下滑趋势

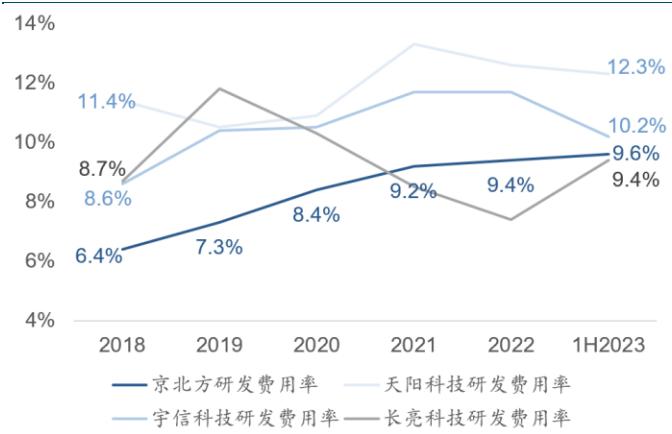


来源：iFind，各公司招股说明书及年报，国金证券研究所

3) 管理费用：公司重视项目管理，目前内部打造的数字化管理平台 EDM 已经迭代到了 3.0 版本，可对所有项目进行实时监控和全生命周期管理，对每个项目的各项指标进行分析；且“总部一体化管理、区域落地实施”的矩阵式管理架构也有利于公司持续提升项目经营管理效率。2023 年 7 月，公司发布股票期权与限制性股票激励计划，预计 2023~2025 年管理费用中分别计入 711 万元/1383 万元/734 万元股份支付费用。综合考虑管理效率提升及股份支付费用的影响，假设 2023~2025 年公司管理费用率分别为 3.3%、3.3%、3.2%。

4) 研发费用：由于公司将软件产品及解决方案业务作为后续增长的核心引擎，且公司公告表明研发投入的增速不会低于收入增速，与同业的研发费用率相比也有一定提升空间，因此我们假设 2023~2025 年公司研发费用率分别为 9.7%、10.0%、10.3%。

图表23：公司研发费用率持续提升、但相较同业仍有一定提升空间



来源：iFind，各公司招股说明书及年报，国金证券研究所

图表24：股权激励计划对 2023~2025 年的业绩考核

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	<ul style="list-style-type: none"> 以2022年营业收入或净利润为基数，公司2023年营业收入或净利润增长率不低于20%
第二个行权期	<ul style="list-style-type: none"> 以2022年营业收入或净利润为基数，公司2024年营业收入或净利润增长率不低于44%
第三个行权期	<ul style="list-style-type: none"> 以2022年营业收入或净利润为基数，公司2025年营业收入或净利润增长率不低于73%

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

说明：上述“净利润”、“净利润增长率”指标以激励成本摊销前归属于上市公司股东的净利润作为计算依据。

■ 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 43.1/50.3/59.1 亿元，同比增长 17.4%/16.7%/17.3%；预计归母净利润为 3.5/4.2/5.0 亿元，同比增长 27.6%/17.3%/20.4%，对应 EPS 为 0.80/0.94/1.13 元。

图表25：盈利预测核心假设

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30.5	36.7	43.1	50.3	59.1
YOY	33.2%	20.3%	17.4%	16.7%	17.3%
毛利率	23.6%	22.5%	23.2%	23.4%	23.8%



——信息技术服务	18.3	23.2	28.9	34.8	41.9
YOY	47.6%	27.1%	24.5%	20.3%	20.7%
毛利率	29.9%	27.8%	27.9%	27.9%	28.0%
其中：软件及数字化转型服务	12.2	14.1	16.9	19.4	22.3
YOY	40.6%	15.7%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	30.2%	26.7%	27.0%	27.0%	27.0%
其中：软件产品与解决方案	4.9	7.5	10.1	13.2	17.1
YOY	76.6%	52.6%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	28.7%	29.9%	29.0%	29.0%	29.0%
其中：IT基础设施服务	1.2	1.6	1.9	2.2	2.5
YOY	25.8%	39.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.4%	27.6%	30.0%	30.0%	30.0%
——业务流程外包	12.3	13.5	14.2	15.6	17.1
YOY	16.4%	10.0%	5.2%	9.5%	9.7%
毛利率	14.6%	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
其中：数据处理及业务处理	7.1	7.1	7.8	8.2	8.6
YOY	8.7%	0.1%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.9%	13.5%	14.0%	14.0%	14.0%
其中：客户服务及数字化营销	5.2	6.4	6.4	7.4	8.5
YOY	28.8%	23.5%	0%	15.0%	15.0%
毛利率	12.9%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
销售费用率	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%
管理费用率	3.9%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%
研发费用率	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%

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公司天阳科技、宇信科技、中科软作为可比公司，给予公司2023年29倍PE估值，目标价23.23元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表26：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
300872.SZ	天阳科技	13.40	0.44	0.15	0.25	0.32	0.40	39.52	89.33	53.60	42.01	33.75
300674.SZ	宇信科技	17.43	0.96	0.38	0.60	0.80	1.01	19.50	45.48	28.86	21.92	17.19
603927.SH	中科软	32.48	0.97	1.08	1.30	1.65	2.04	33.44	30.19	24.97	19.70	15.95
中位数								33.44	30.19	28.86	21.92	17.19
002987.SZ	京北方	18.46	1.03	0.88	0.80	0.94	1.13	23.31	20.98	23.05	19.65	16.29

来源：wind，国金证券研究所

说明：1) 以2023年10月19日收盘价计算现价对应PE；2) 3家可比公司均使用国金研究所盈利预测。

4. 风险提示

■ 银行IT投入不及预期

银行IT支出虽然呈现出一定需求刚性，但若宏观经济复苏不及预期、影响银行自身经营，可能会进一步影响其对信息技术或者客户服务及数字化营销的投入规模和推进节奏，使得公司实际增速慢于我们的预测。

■ 行业竞争加剧风险

公司在拓展产品矩阵和新客户时可能会遇到新的竞争者，现有产品也可能受到竞争格局



的挑战。若公司不能持续投入研发以增强竞争力，可能会使得公司实际增长慢于我们的预测。

■ 资金募集不及预期

2023年6月，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，拟募集不超过人民币11.30亿元用于盘庚测试云假设项目、金融数字化解决方案研发及迭代项目、数智创新技术研发中心建设项目及补充流动资金。

若上述资金募集不及预期，有可能会影响公司正常经营运转或后续新产品研发的持续投入，使得公司实际增速慢于我们的预测。

■ 高管及大股东减持风险

2023年5月，1.84亿股首发原股东限售股份上市流通，占解禁前流通股的150.7%、占解禁后流通股的60.1%、占总股本的58.5%，这部分股份若减持，可能会为公司股价带来扰动。

2023年1月，公司发布副董事长丁志鹏减持股份计划公告，拟于公告披露之日起15个交易日后的6个月内以集中竞价的交易方式、或于公告披露之日起6个月内以大宗交易方式减持不超过271.2万股，不超过公司总股本的0.86%。截至2023年8月14日，丁志鹏先生已减持69.6万股，占公司总股本的0.22%，目前已经减持期满。



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,293	3,054	3,673	4,313	5,034	5,905
增长率	5.1%	33.2%	20.3%	17.4%	16.7%	17.3%
主营业务成本	-1,652	-2,334	-2,847	-3,315	-3,854	-4,500
%销售收入	72.1%	76.4%	77.5%	76.9%	76.6%	76.2%
毛利	641	720	827	998	1,180	1,405
%销售收入	27.9%	23.6%	22.5%	23.1%	23.4%	23.8%
营业税金及附加	-15	-21	-26	-30	-35	-41
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-57	-68	-69	-73	-81	-89
%销售收入	2.5%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%
管理费用	-89	-120	-127	-142	-166	-189
%销售收入	3.9%	3.9%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%
研发费用	-193	-281	-346	-418	-503	-608
%销售收入	8.4%	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%
息税前利润(EBIT)	287	230	259	334	395	478
%销售收入	12.5%	7.5%	7.1%	7.7%	7.8%	8.1%
财务费用	1	1	-3	2	2	2
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-14	-27	-7	-6	-8	-9
公允价值变动收益	4	1	0	0	0	0
投资收益	5	12	9	9	9	9
%税前利润	1.6%	5.3%	3.3%	2.6%	2.2%	1.8%
营业利润	296	231	281	361	423	510
营业利润率	12.9%	7.6%	7.7%	8.4%	8.4%	8.6%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	296	231	281	361	423	510
利润率	12.9%	7.6%	7.7%	8.4%	8.4%	8.6%
所得税	-20	0	-4	-7	-8	-10
所得税率	6.9%	0.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	276	230	277	353	415	500
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	276	231	277	353	415	500
净利率	12.0%	7.6%	7.5%	8.2%	8.2%	8.5%

资产负债表（人民币百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	622	861	653	675	692	754
应收账款	581	802	809	1,052	1,296	1,602
存货	11	23	19	18	14	10
其他流动资产	793	599	1,106	871	1,037	1,245
流动资产	2,008	2,285	2,587	2,615	3,040	3,610
%总资产	96.1%	94.5%	95.8%	80.0%	80.9%	82.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	69	64	57	590	659	708
%总资产	3.3%	2.6%	2.1%	18.1%	17.5%	16.2%
无形资产	6	10	8	7	6	5
非流动资产	82	133	114	654	720	766
%总资产	3.9%	5.5%	4.2%	20.0%	19.1%	17.5%
资产总计	2,089	2,418	2,701	3,269	3,760	4,376
短期借款	0	16	14	200	239	296
应付账款	25	19	29	32	38	44
其他流动负债	288	372	408	480	561	662
流动负债	313	407	451	713	838	1,002
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	38	27	24	19	16
负债	317	445	478	737	857	1,017
普通股股东权益	1,772	1,971	2,223	2,532	2,903	3,359
其中：股本	161	225	315	441	441	441
未分配利润	499	674	897	1,206	1,577	2,033
少数股东权益	0	2	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,089	2,418	2,701	3,269	3,760	4,376

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.718	1.025	0.880	0.801	0.940	1.134
每股净资产	11.031	8.762	7.060	5.739	6.578	7.612
每股经营现金净流	0.345	-0.312	0.427	0.060	0.268	0.324
每股股利	0.200	0.110	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	15.58%	11.70%	12.46%	13.96%	14.28%	14.89%
总资产收益率	13.22%	9.54%	10.26%	10.81%	11.03%	11.43%
投入资本收益率	15.03%	11.54%	11.40%	11.96%	12.29%	12.80%
增长率						
主营业务收入增长率	35.90%	33.22%	20.27%	17.41%	16.72%	17.30%
EBIT增长率	49.09%	-19.70%	12.61%	29.01%	18.12%	21.16%
净利润增长率	58.03%	-16.47%	20.13%	27.58%	17.31%	20.64%
总资产增长率	134.68%	15.76%	11.70%	21.02%	15.01%	16.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.4	79.8	77.0	85.0	90.0	95.0
存货周转天数	2.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转天数	1.9	0.9	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转天数	11.0	7.6	5.6	7.6	11.5	12.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.17%	-57.07%	-54.72%	-25.72%	-21.71%	-18.90%
EBIT利息保障倍数	-192.4	-437.8	93.9	-193.7	-196.1	-202.5
资产负债率	15.17%	18.41%	17.70%	22.54%	22.79%	23.25%

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

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。

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

**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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**