

AIGC 赋能创新发展 保险 IT 国内领先

——新致软件（688590.SH）首次覆盖报告

计算机/软件开发

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

我们看好新致软件在多重催化因素的大背景下，公司作为保险 IT 的领军企业，未来发展值得期待。

我们认为从短中长期来看整个保险行业在当前的时点上均有催化，当前正处于行业的 U 型底部，伴随着新业务的回暖，行业经营层面的改善，数字化进程加速，后续行业有望乘势而上，具备较大的空间。

- ◆ **短期：**行业经营情况的扭转带动行业估值提升，改善宏观经济预期政策频出，行业有望顺势而上。我们认为在政策的催化下悲观情绪对市场估值的压制将逐渐消除，当前整个保险行业估值相较于上证 50/沪深 300 而言尚处于低位，仍具备较大空间；
- ◆ **中期：**各保司在过去几年经历“清虚”与“增优”后，保险代理人团队人员削减带来的负面影响正逐渐减弱，整体的转型探索已初见成效。根据 21 世纪经济报道数据，6 家上市保险公司旗下人身险子公司 2023 年 1-5 月共揽保费收入 10078.69 亿元，同比增速达 4.06%；
- ◆ **长期：**代理人转型持续兑现是新业务价值增速向上的核心动力，AIGC 的出现进一步推动保险的数字化转型。过去几年重疾险等业务由于依靠代理人规模的扩张增长，整体较为粗放，因此产品仅覆盖了保险意识较高的人群，而代理人的转型叠加人工智能的引入则能够通过精准营销的模式与用户实现更高效的互动，进一步满足更为广泛客户的用户需求，带来更大程度上的效能提升。

公司 2023 年三季度实现营收 11.2 亿元，增速为 32.8%，实现归母净利润 0.44 亿元，同比增速为 149.05%。我们认为随着公司相关产品在各个重点市场的积极开拓，使得营业收入稳步增长；另一方面，公司加大市场整体投入，积极推进精益化管理，推行降本增效、产品创新等举措，从而推动盈利能力逐步恢复。

- ◆ **保险领域：**在保险 IT 发展重心逐渐由核心业务系统逐渐向渠道与客服类转移的背景下，随着公司“新致 AI”平台在保险智能营销场景的应用落地，我们认为公司凭借在保险行业产品+客户+技术三大能力上的优势，有望确立公司在保险渠道与客户类的地位，从而在保险行业重新实现高增。
- ◆ **银行领域：**在宏观经济承压的态势下，银行 IT 的竞争较为激烈，我们认为公司需进一步在技术层面拓宽能力边界，找到银行 IT 行业新的增长点。
- ◆ **企服领域：**公司依靠保险领域深厚的技术积累和服务经验最终在企服行业实现了横向行业拓展，而企服客户的不断增加又进一步提升公司在企服行业的 know-how 能力及技术水平，我们认为未来伴随着公司大模型+知识库+机器人能力在企服行业的落地，将成为公司另一增长极。

盈利预测与投资建议：预计新致软件 2023-2025 年营业收入分别为 17.3 亿元、22.7 亿元、29.6 亿元，同比增加 31.9%、30.8%、30.6%，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.74 元、1.02 元，归母净利润分别为 1.3 亿元、1.8 亿元、2.4 亿元，同比增加 341.4%、41.0%、37.1%。参考可比公司，预计新致软件 2023 年目标市值 56.4 亿元，对应目标价格 23.6 元，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：人力成本过高的风险；宏观环境风险；商誉减值风险等。

评级

买入（首次）

2023 年 10 月 26 日

曹旭特

分析师

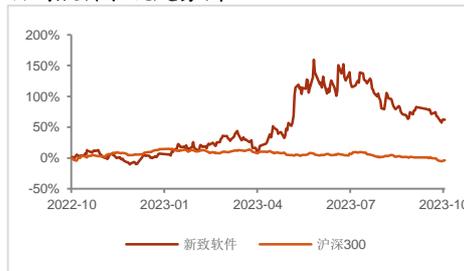
SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2023.10.26

总市值/流通市值（亿元）	39.74/26.79
总股本（万股）	23,880.81
资产负债率（%）	39%
每股净资产（元）	4.64
收盘价（元）	16.64
一年内最高价/最低价（元）	27.38/9.01

公司股价表现走势图



资料来源：iFind，申港证券研究所

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1282.48	1315.42	1734.92	2269.27	2964.07
增长率 (%)	19.38%	2.57%	31.89%	30.80%	30.62%
归母净利润 (百万元)	141.22	-51.94	125.39	176.82	242.41
增长率 (%)	73.04%	-136.78%	341.42%	41.01%	37.10%
净资产收益率 (%)	12.21%	-4.08%	9.14%	11.70%	14.23%
每股收益(元)	0.59	-0.22	0.53	0.74	1.02
PE	28.14	-76.51	31.69	22.47	16.39
PB	3.44	3.67	3.37	3.01	2.63

资料来源: iFind, 申港证券研究所
注: 数据截至 2023 年 10 月 26 日

内容目录

1. 多领域软件服务提供商 金融保险领域地位国内领先	4
2. 保险行业处于 U 型底部 短中长期均有上升动力	9
3. 横向布局拓展行业边界 前瞻布局 AI 新产品	12
3.1 保险 IT 横向对比占比偏低 具备提升空间	13
3.2 企服行业打造行业知识库 银行 IT 细分市场具备优势	16
3.3 盈利预测	18
3.3.1 关键假设	18
3.3.2 业绩预测	19
3.4 估值与评级	19
4. 风险提示	20

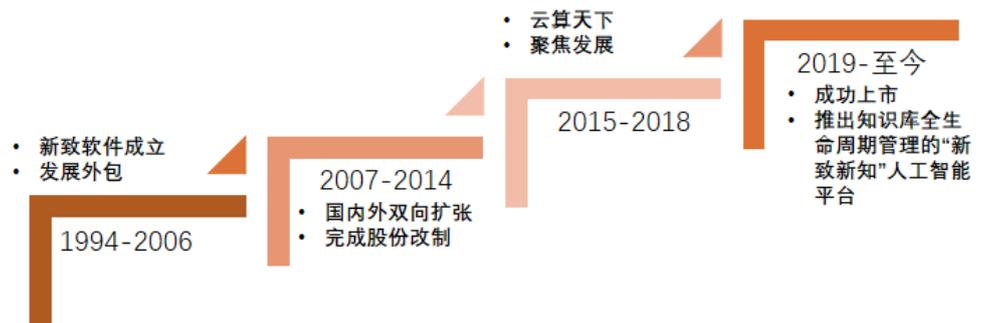
图表目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司股权架构	4
图 3: 新致软件营收恢复高增 (单位: 亿元)	5
图 4: 新致软件归母净利润迎来拐点 (单位: 亿元)	5
图 5: 2020-2023Q3 公司单季度营收 (单位: 亿元)	6
图 6: 新致软件分产品收入比例	7
图 7: 2023H1 新致软件分产品收入结构	7
图 8: 2018-2023H1 国内业务营收占比逐年升高	7
图 9: 公司各项业务毛利率	8
图 10: 新致软件与中科软保险业务毛利率对比	8
图 11: 新致软件各项现金流情况 (单位: 亿元)	8
图 12: 新致软件控费情况良好	9
图 13: 申万保险指数自 2023 年 1 月 6 日至今跑赢上证 50/沪深 300	9
图 14: 申万保险指数相较于上证 50/沪深 300 尚处于低位	9
图 15: 近十年保险代理人数量变化趋势 (单位: 万人)	10
图 16: 国务院下发《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》	10
图 17: 2015-2021 重疾险保费规模及增速 (单位: 亿元)	10
图 18: 长期健康保障型寿险新业务价值逐年下降	11
图 19: 公司保险、银行及其他金融、企服行业营收情况 (单位: 亿元)	12
图 20: 2018-2022 保险 IT 解决方案市场规模 (单位: 亿元)	14
图 21: 2019 年保险行业 IT 解决方案市场份额	14
图 22: 新致软件保险 IT 发展历程	14
图 23: 公司推出新致 AI 平台	15
图 24: AI 赋能保险销售	15
图 25: 中国银行业解决方案	16
图 26: 公司知识库实现多领域覆盖	17
表 1: 部分保险公司绩优代理人计划	11
表 2: 代理人产能及收入	12
表 3: 2022 年 IT 投入占比 (单位: 亿元)	13
表 4: 公司核心技术简介	15
表 5: 智能培训机器人	17
表 6: 新致软件营收及毛利率预测	19
表 7: 可比公司估值情况	19
表 8: 公司盈利预测表	21

1. 多领域软件服务提供商 金融保险领域地位国内领先

新致软件是国内金融领域国内领先的软件服务提供商，为客户提供 IT 解决方案、IT 运维服务以及软件项目分包服务。公司成立于 1994 年，以外包业务起家，凭借其 20 余年金融行业服务经验，在中国保险业、银行业细分 IT 解决方案市场份额中占据领先地位。2007 年起，公司开始国内外双向扩张，将服务拓展至电信、医疗、汽车等诸多领域，2020 于科创板上市。

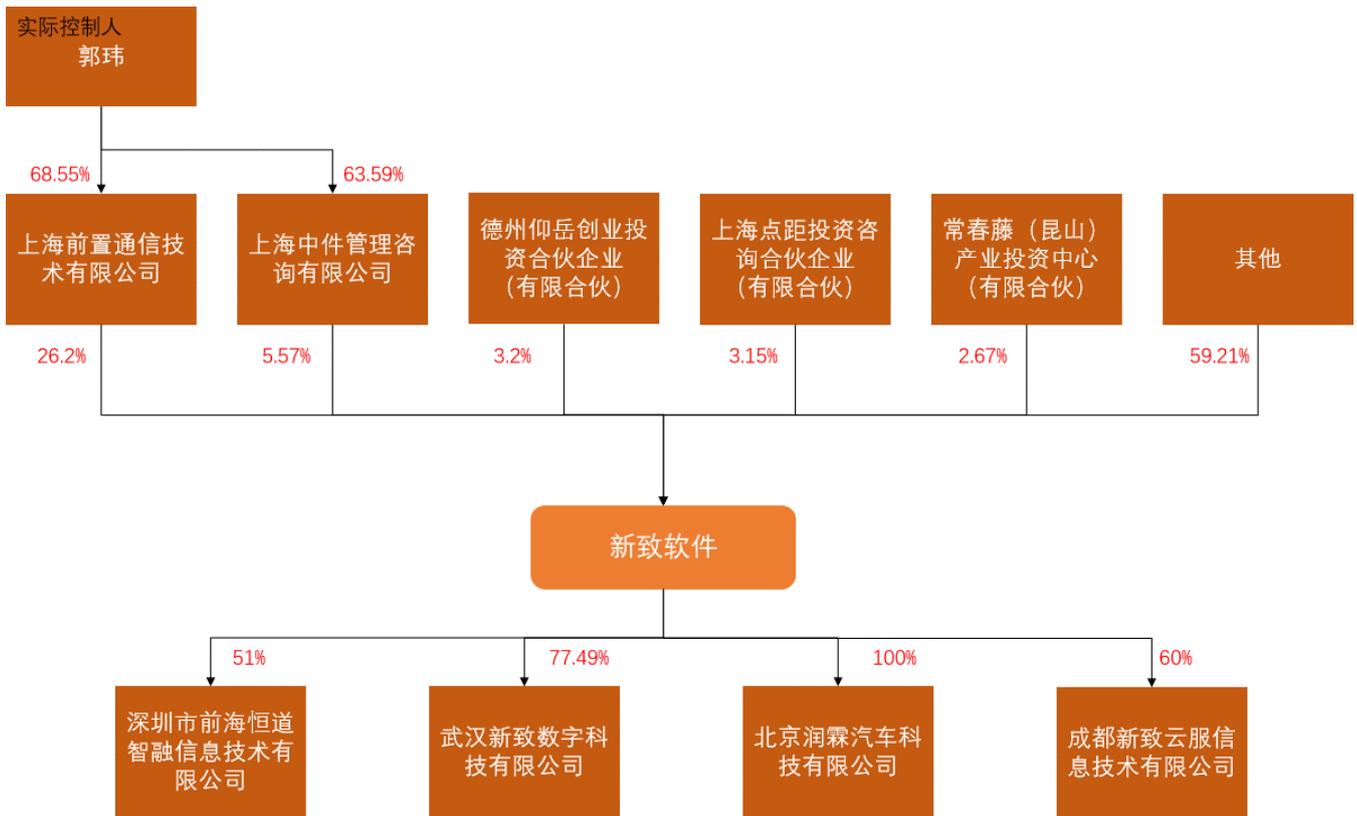
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司招股书，公司 2023 中报，申港证券研究所

公司股权架构清晰，技术背景团队领导公司。截至 2023 年中报，公司实控人郭玮先生通过上海前置通信技术有限公司以及上海中件管理咨询有限公司间接持股约 21.5%，具备理工科背景，系中国软件业协会理事，上海信息化领域杰出企业家，在业内具有多年的经验，稳定性强，为新致奠定了深厚的技术实力。

图2：公司股权架构



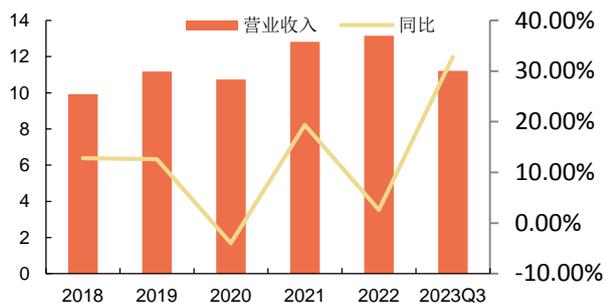
资料来源：iFind，公司招股书，公司2023中报，申港证券研究所
 注：数据截至公司2023年三季度

公司2018、2019年营收保持较高增速，20、22年增速有所下降，23年三季度恢复高增。公司2023年三季度实现营收11.2亿元，增速为32.8%，实现归母净利润0.44亿元。

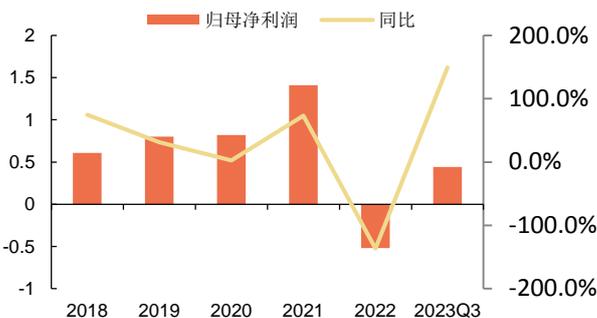
- ◆ **从营收上看：**2020年以前公司营收保持较高增速的主要原因在于公司包括太平人寿、泰康保险、平安银行、浦发银行、中国银联等大客户的营收增速较快，公司多以人员技术服务的方式为大客户提供IT服务。
- ◆ 2020、2022年公司受不可抗力影响等方面因素的影响，大量项目因工程师无法到岗推迟实施，普遍出现延期交付、验收推迟的情况，整体营收增速相较于前一年同期均出现一定程度下滑。
- ◆ **从归母净利润看：**2018-2021年，公司归母净利润稳定增长，2022年实现归母净利润-0.52亿元，较去年同期减少1.93亿元，其主要原因在于2022年项目延期以及成本追加投入导致了IT解决方案营业收入下降6.5%，毛利率下滑11.03%，从而影响了公司该年盈利。
- ◆ 2023Q3实现收入11.2亿元，同比增加32.8%；归母净利润0.44亿元，同比149.05%。我们认为随着公司相关产品在各个重点市场的积极开拓，使得营业收入稳步增长；另一方面，公司加大市场整体投入，积极推进精益化管理，推行降本增效、产品创新等举措，从而推动盈利能力逐步恢复。

图3：新致软件营收恢复高增（单位：亿元）

图4：新致软件归母净利润迎来拐点（单位：亿元）



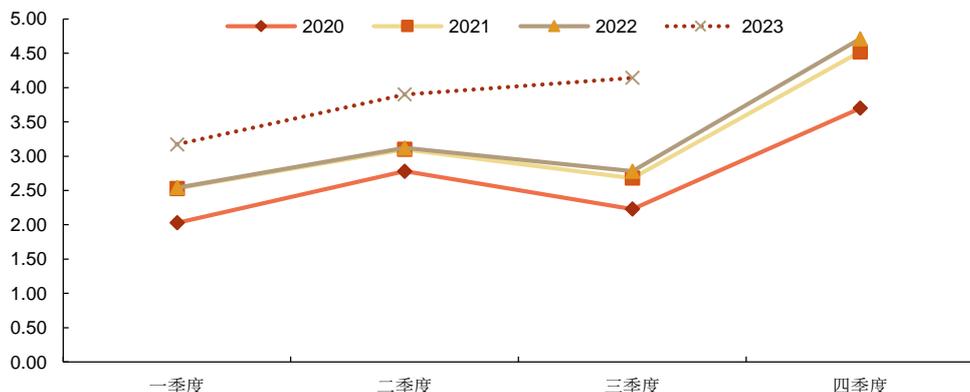
资料来源：iFind，申港证券研究所



资料来源：iFind，申港证券研究所

公司营收存在一定的季节性，与公司大客户采购流程有关。我们认为其主要原因在于公司客户集中在保险、银行、电信等国有企业，受春节假期及国企内部流程的影响，该类客户通常会在一季度制定全年的信息化采购计划并在随后的季度进行项目的商务谈判、合同流转及项目执行等工作，而年底则集中开展对供应商开发的系统验收，使得公司第四季度收入较高。

图5：2020-2023Q3 公司单季度营收（单位：亿元）



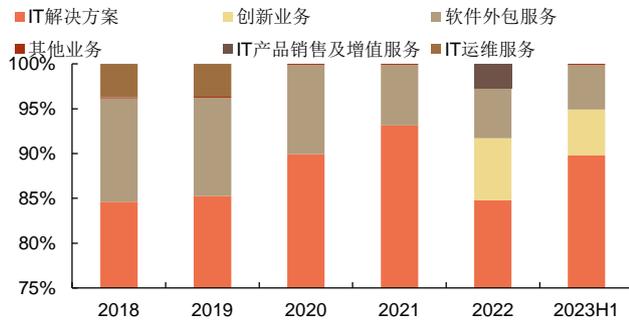
资料来源：iFind，申港证券研究所

按产品拆分，公司主营业务主要来自于 IT 解决方案。公司 2023 年上半年营业收入中 IT 解决方案营收占比约为 90%，创新业务占比约为 5%，软件外包占比约为 5%。

- ◆ **IT 解决方案是指应用软件及其相关 IT 服务。**应用软件包括解决方案供应商自有的应用软件与应用开发软件，而 IT 服务则包括咨询、实施、运行管理、支持、测试以及培训在内的与解决方案软件相关的服务。2023 年该项业务上半年实现营收 6.36 亿元，占整体营收近 90%，我们认为该项业务增长的主要原因一方面在于公司于保险领域保持了竞争优势，另一方面公司在电信及汽车领域的投入取得了较大成果。
- ◆ 2022 年公司创新业务取得了较大的突破成果，首次实现营收 0.91 亿元，创新业务是指公司针对金融机构的需求开发的线上金融生态平台，利用公司自身行业大数据分析、AI 能力和云原生体系等技术为客户提高业务效率、拓宽业务渠道，我们认为该项业务充分发挥了公司在金融行业深耕多年积累的行业 know-how 优势，结合客户的实际需求，在技术发展的背景下或将成为公司第二增长曲线。
- ◆ 软件外包服务是指一级软件承包商将软件开发业务中部分模块通过项目委托的

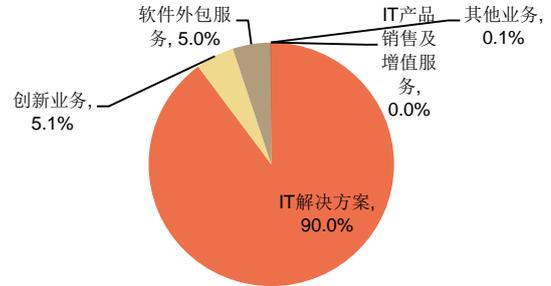
方式交付给公司实施，由公司按约定的进度与质量要求将软件模块交付给一级软件承包商，该业务整体占比较小，主要来自于公司以项目订单的方式从日本、欧美等地区的一级软件接包商获取最终用户的软件分包项目，主要涵盖通讯、汽车、医疗等重要行业。

图6：新致软件分产品收入比例



资料来源：iFind，申港证券研究所

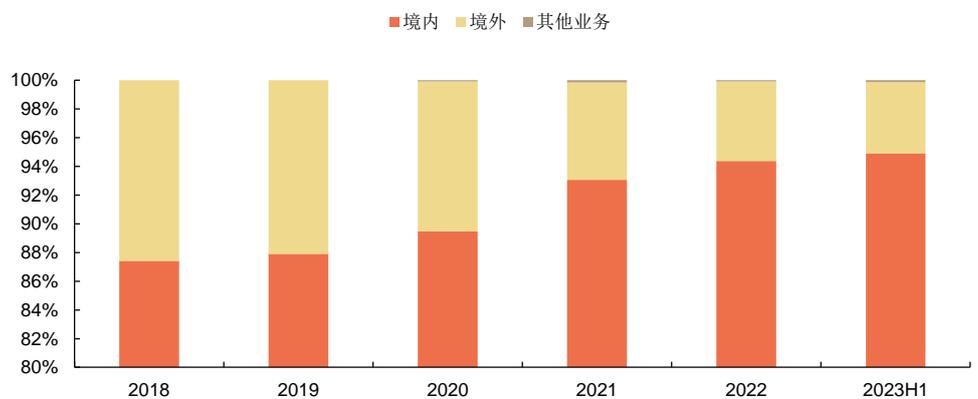
图7：2023H1 新致软件分产品收入结构



资料来源：iFind，申港证券研究所

按地区拆分，公司境内业务营收占比逐年升高。其原因在于公司海外业务主要集中在日本，业务收入以日元计价，2022 年全年实现收入 13.88 亿日元，较 2021 年基本持平，但由于 2022 年度日元汇率下降，导致换算后人民币收入出现下降。实现收入 7,258.82 万元，同比下滑 16.87%。

图8：2018-2023H1 国内业务营收占比逐年升高



资料来源：iFind，申港证券研究所

公司 2022 年前毛利率稳中有升，2022 年面临经济放缓压力略有下降，总体毛利率为 20.04%，2023 年上半年毛利率修复至 28.4%。

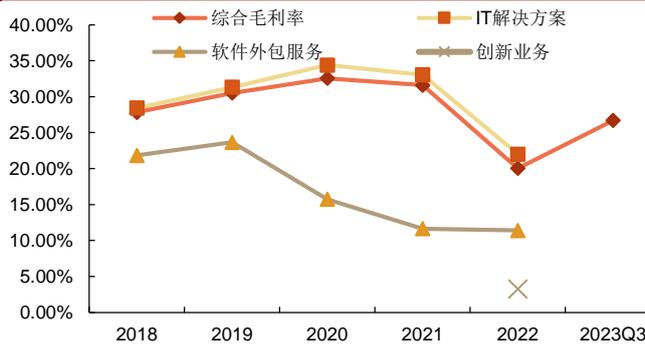
- ◆ 2018-2020 年，公司毛利率分别为 27.8%、30.5%、32.56%，整体稳中有升，主要得益于公司在大数据、人工智能和区块链等技术的研发初见成效，同时结合公司在 IT 解决方案模块的积累，使得公司在金融领域的功能模块软件开发和平台解决方案能力有所强化，推动公司毛利率有效提升。
- ◆ 2022 年公司毛利率下滑明显，主要系 IT 解决方案毛利率同比下滑 11.03%，一方面由于公司大量项目因工程师无法到岗推迟实施等客观原因，另一方面由于公司创新业务尚处于发展初期，需要一定投入拓展渠道、完善产品，整体创新业务毛利率低于公司平均水平，从而拉低了整体毛利率。

- ◆ 2023Q3 公司整体毛利率 26.69%，整体仍未达到 21 年前水平，原因在于公司在

宏观经济形势下行的背景下，加大了研发投入，通过对项目管理系统的进一步改造，提升了项目的精益管理能力，导致毛利率恢复较为缓慢。

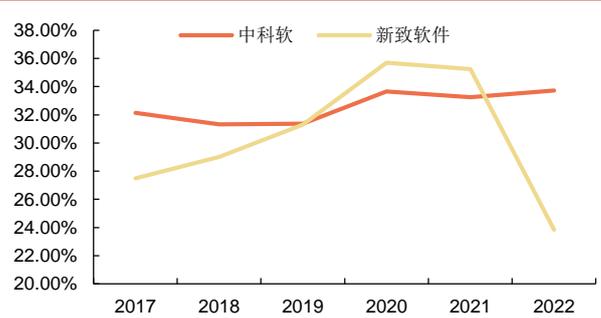
- ◆ 公司收入构成中金融保险行业仍占据较大比例，2022 年保险行业仍占公司收入最大比重，约为 32.02%，我们选取保险 IT 领域龙头中科软作为可比公司，可以看出 2022 年以前随着公司技术水平和能力的提高，两者业务能力之间的差距在逐渐缩小，2021 年公司毛利率已略高于中科软，但 2022 年受宏观因素影响下，公司毛利率有所下滑，可以看出公司抗风险能力与中科软相比仍有一定差距。

图9：公司各项业务毛利率



资料来源：iFind，申港证券研究所

图10：新致软件与中科软保险业务毛利率对比

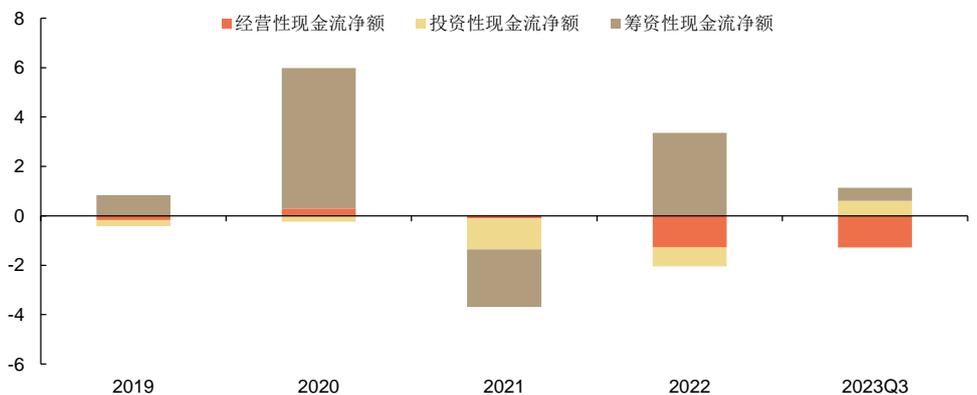


资料来源：公司招股书，iFind，申港证券研究所

公司经营性现金流为负，部分回款晚于预期。

- ◆ 2023Q3 经营活动产生的现金流量净额为-1.28 亿元，较去年同期增加 2.11 亿元，主要是 2022 年公司受外部环境变化影响，年底部分项目回款晚于预期，2023 上半年公司加强了催收力度，督促客户及时结算和款项支出，对个别恶意拖欠及拖欠时间较长的应收账款，通过仲裁、诉讼等方式加强了销售催款管理，导致经营活动产生的现金流量净额增长。
- ◆ 公司 2023Q3 投资性现金流为-0.6 亿元，变动的主要原因是上半年为提高盈余资金使用效率，购买理财产品。
- ◆ 2023Q3 公司筹资性现金流为-0.53 亿元，主要原因是公司上半年加强资金管理，归还了部分银行贷款。

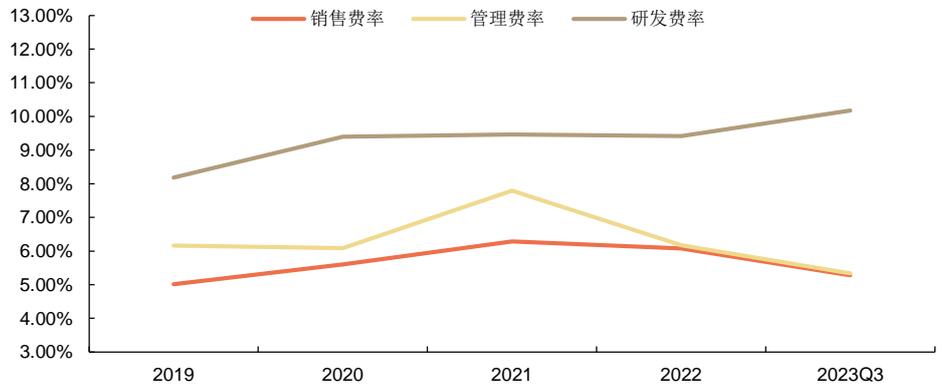
图11：新致软件各项现金流情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，申港证券研究所

公司整体控费情况良好，研发费率稳中有升，销售、管理费率略有下降。公司高度重视产品技术研发与创新，一方面公司加大了生成式人工智能在行业应用中的投入；另一方面公司紧跟信创政策趋势，加大在信创领域的研发投入与多家主流软硬件厂商设备及操作系统的信创产品进行适配认证，我们认为随着公司技术能力的提升，最终会在产品力上有所体现，占据更高的市场份额。

图12：新致软件控费情况良好

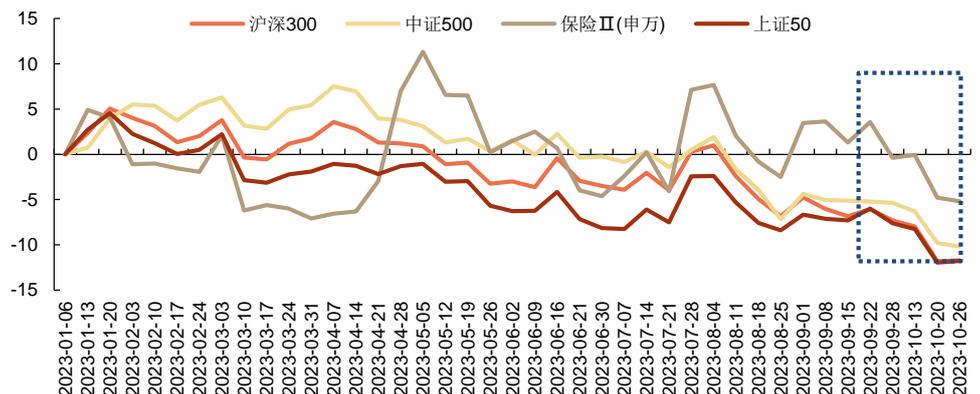


资料来源：iFind，申港证券研究所

2. 保险行业处于 U 型底部 短中长期均有上升动力

从短期来看，行业经营情况的扭转带动行业估值提升。根据申万保险指数自 2023 年 1 月 6 日起仍跑赢上证 50/沪深 300 +6.59%/+6.52%，保险板块整体取得了较为明显的超额收益，我们认为这是由于各大保司行业经营情况的表现好于预期，在证券市场表现低落的情况下整体行业估值仍有所提升。

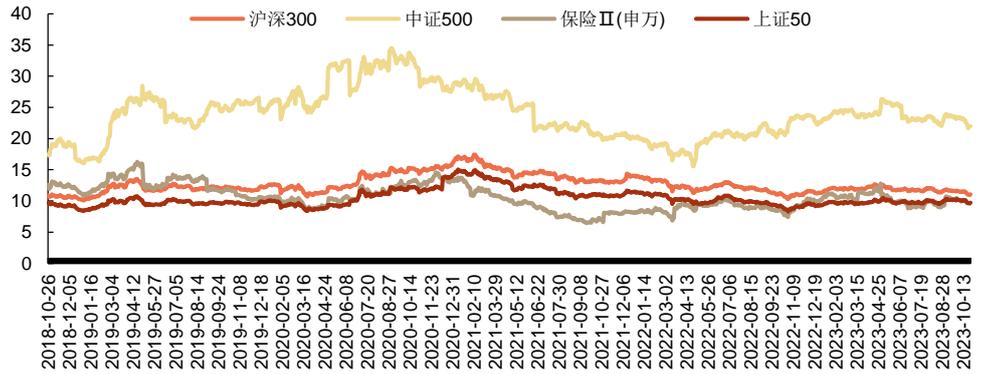
图13：申万保险指数自 2023 年 1 月 6 日至今跑赢上证 50/沪深 300



资料来源：Wind，申港证券研究所
注：数据截至 2023 年 10 月 26 日

近期改善宏观经济预期政策频出，行业有望顺势而上。纵观 2023 上半年，整个市场对宏观经济的判断整体偏悲观，但自 9 月起，整体对宏观经济支持的政策频繁发出，悲观情绪逐渐改善，我们认为在政策的催化下悲观情绪对市场估值的压制将逐渐消除，当前整个保险行业估值相较于上证 50/沪深 300 而言尚处于低位，仍具备较大空间。

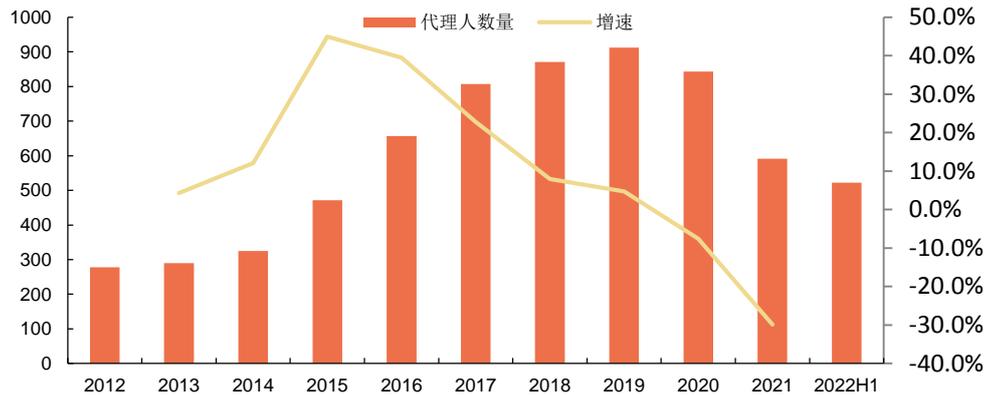
图14：申万保险指数相较于上证 50/沪深 300 尚处于低位



资料来源: Wind, 申港证券研究所
注: 数据截至 2023 年 10 月 13 日

在中期维度上, 保险代理人团队人员削减带来的负面影响正逐渐减弱。在过去十年里, 保险代理人团队经过了两个阶段, 第一个阶段保险代理人规模快速扩张, 由 2012 年的 278 万增长至 2019 年的 912 万, 第二个阶段则快速回落, 由 2019 年的 912 万降至 2022 年上半年的 522 万。

图15: 近十年保险代理人数量变化趋势 (单位: 万人)



资料来源: 中国保险会计研究中心《2022 年保险业行业总体财务数据分析》, 申港证券研究所

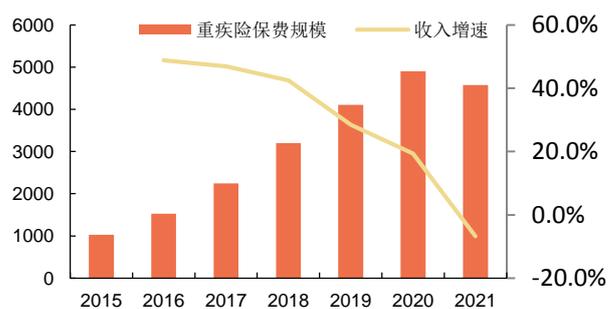
- ◆ 第一阶段, 在监管上保监会放松了对保险代理的从业资格审批, 2015 年下发了《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》, 大幅降低了保险代理人的入门槛, 同时由于医保体系在大额保费上的空缺使得重疾险一度是较为重要的承保利润来源, 其保费收入增长迅速。

图16: 国务院下发《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》



资料来源: 保监会, 国务院《中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》, 申港证券研究所

图17: 2015-2021 重疾险保费规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 银保监会, 中再寿险, 慧保天下《重疾险“五连降”, 新单跌出千亿元体量, 打开寿险潘多拉魔盒》, 申港证券研究所

- ◆ 第二阶段，自 2019 年后，受外部环境冲击，保险代理人的市场开拓受到较大影响，通过人员扩张推动保费增长的模式难以为继，《21 世纪经济报道》发布的《2023 年中国保险代理人职业发展趋势报告》指出自 2019 年后“清虚”与“增优”逐渐成为人身险行业改革转型的焦点，行业亦由单纯靠人力扩张的“规模扩张周期”，开始进入依靠代理人产能提升的“效率提升周期”。

优秀的保险代理人是保险市场成功发展的重要因素。在这样的背景下，绩优代理人成为企业、市场、消费者的共同选择，各家保险公司均提出绩优代理人概念，加大“精英”团队建设力度。

表1：部分保险公司绩优代理人计划

公司	优增/培训计划	计划简介	日期
1 平安人寿	2022 “优+人才”招募计划	培养专业化、职业化的销售精英/保险团队管理者	2022 年 7 月
2 太保寿险	“长航合伙人”全球招募计划	代理人队伍职业化、专业化、数字化转型	2021 年 11 月
3 太平人寿	鸪计划	吸引一批优秀的绩优新人，并将其作为团队未来核心主管的有力储备	2022 年 1 月
4	山海计划	扩团队、提技能、抓赋能	2022 年 3 月
5 新华保险	新华有 WE 来—优计划	聚焦年轻化、专业化、城市化三化人群	2022 年 4 月
6 泰康人寿	大健康事业合伙人超级体验式招募	超级体验式营销、超级体验式增员、超级体验式培训	2022 年 7 月

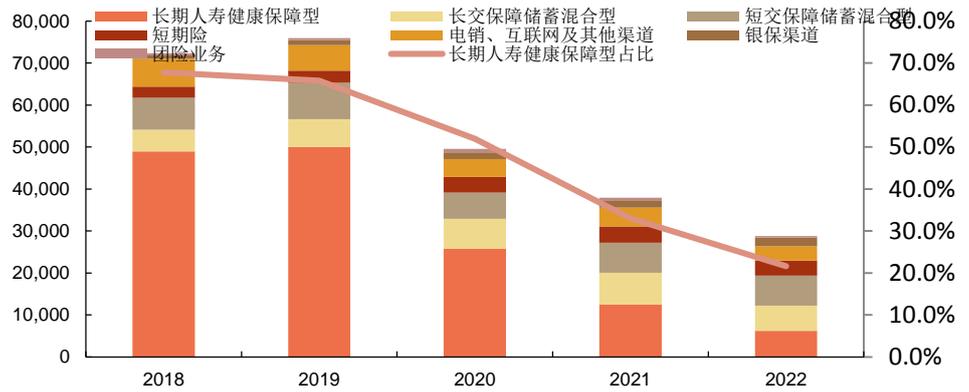
资料来源：慧保天下《精英代理人争夺战再升级！16 家险企推 20 项优增计划，津贴、基本法、培训体系卷起来》，申港证券研究所

我们认为各保司在过去几年经历“清虚”与“增优”后，保险代理人团队人员削减带来的负面影响正逐渐减弱，整体的转型探索已初见成效。根据 21 世纪经济报道数据，6 家上市保险公司旗下人身险子公司 2023 年 1-5 月共揽保费收入 10078.69 亿元，同比增速达 4.06%，其中：

- ◆ 平安人寿：实现保费收入 2452.62 亿元，同比增长 6.6%；
- ◆ 中国人寿：实现保费收入 3986 亿元，同比增长 5.12%；
- ◆ 太保寿险：实现保费收入 1248.89 亿元，同比减少 1.93%；
- ◆ 新华保险：实现保费收入 882.17 亿元，同比增长 1.66%；
- ◆ 人保寿险：实现保费收入 696.34 亿元，同比增长 3.85%。

以中国平安为例，代理人态度大幅改善的同时，重疾险在新业务的占比已跌至较低水平。2023 年上半年，代理人渠道产能大幅提升，人均新业务价值同比增长 94.3%，长期健康保障型寿险的新业务价值占比由 2018 年的 67.7% 降至 2022 年的 21.6%。

图18：长期健康保障型寿险新业务价值逐年下降



资料来源: 中国平安 2019-2020, 2022 年报, 中港证券研究所

注: 长期保障型指终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等; 长交保障储蓄混合型指交费期为 10 年及以上的两全险、年金险等; 短交保障储蓄混合型指交费期为 10 年以下的两全险、年金险等。

表2: 代理人产能及收入

	2022	2023	同比 (%)
代理人渠道新业务价值	16,434	21,303	29.6%
代理人渠道新业务价值 (基数重述)	14,895	21,303	43.0%
月均代理人数量 (万人)	51.4	37.9	-26.3%
代理人人均新业务价值 (元/人均每半年)	31,958	56,281	76.1%
代理人人均新业务价值 (基数重述, 元/人均每半年)	28,967	56,281	94.3%
代理人活动率 (%)	55.4	54.1	-2.3%
代理人收入 (元/人均每月)	7,957	10,887	36.8%
其中: 寿险收入 (元/人均每月)	6,373	8,668	36.0%

资料来源: 中国平安 2023 中报, 中港证券研究所

注: 代理人活动率=当年各月出单代理人数量之和/当年各月在职代理人数量之和

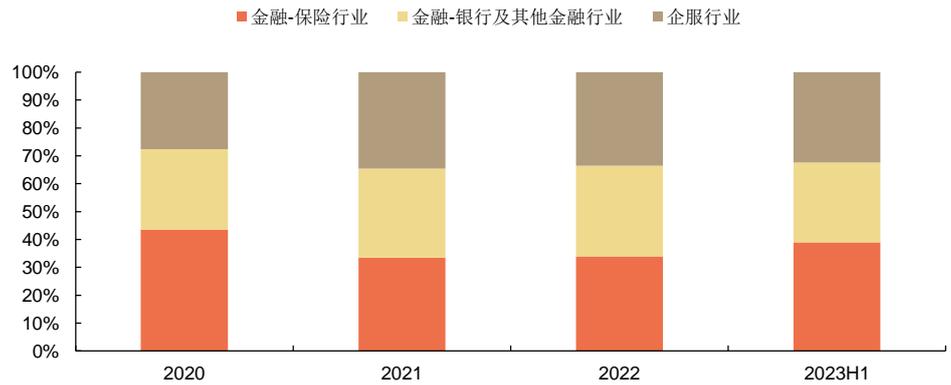
在长期维度上, 代理人转型持续兑现是新业务价值增速向上的核心动力, **AIGC** 的出现进一步推动保险的数字化转型。过去几年重疾险等业务由于依靠代理人规模的扩张增长, 整体较为粗放, 因此产品仅覆盖了保险意识较高的人群, 而代理人的转型叠加人工智能的引入则能够通过精准营销的模式与用户实现更高效的互动, 进一步满足更为广泛客户的用户需求, 带来更大程度上的效能提升。

我们认为从短中长期来看整个保险行业在当前的时点上均有催化, 当前正处于行业的 U 型底部, 伴随着新业务的回暖, 行业经营层面的改善, 数字化进程加速, 后续行业有望乘势而上, 具备较大的空间。

3. 横向布局拓展行业边界 前瞻布局 AI 新产品

公司业务主要集中在保险行业, 但近几年公司横向拓展了行业边界, 在企服与银行两个领域营收占比有所提高。2023 年上半年, 公司在保险、银行及其他金融领域、企服领域实现营收分别为 2.62 亿元、1.92 亿元、2.18 亿元, 增速分别为 49.71%、-1.82%、40.65%。

图19: 公司保险、银行及其他金融、企服行业营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 公司2023中报, 申港证券研究所

3.1 保险 IT 横向对比占比偏低 具备提升空间

当前我国保险 IT 业务系统主要分为核心业务系统、渠道系统、管理系统等, 华经产业研究院数据显示, 2021 年保险 IT 投入规模约为 354.8 亿元, 我们假定 2022 年 IT 投入的增速为 2017-2021 年的复合增速 12.06%, 则我们估计 2022 年保险 IT 投入约为 398 亿元, 又根据财联社推算, 2022 年券商 IT 投入约为 400 亿元。根据表 3 数据, 与国内同为金融子领域的证券和银行业数据对比, 2022 年证券行业 IT 投入占比约 10.13%, 银行 IT 投入占比约 2.38%。

整体来看, 保险 IT 投入占比较低, 整体提升空间较大, 根据我们测算至 2025 年保险 IT 投入占比每提升 0.1%, 则市场规模相应增加 54 亿元。2022 年保险行业原保费为 4.7 万亿, 同比增速为 4.6%, 我们假定至 2025 年原保费增速按照 2018-2022 年的平均增速 5% 持续增长, 则 2025 年保险行业原保费预计将达到 5.4 万亿元; 又假定保持 0.9% IT 投入不变, 则 2025 年保险 IT 预计将达到 489.3 亿元; 经测算, 保险 IT 投入占比每提升 0.1%, 则保险 IT 的市场规模相应增加 54 亿元, 整体提升空间较大。

表3: 2022 年 IT 投入占比 (单位: 亿元)

	IT 投入	原保费收入/行业收入	IT 投入占比
保险	398	46957	0.85%
银行	1446	60880	2.38%
证券	400	3950	10.13%

资料来源: 华经产业研究《2022 年中国保险 IT 发展历程、主要产业政策及行业全景产业链分析》, IDC, 金融界《IDC 预测: 2027 年中国银行业 IT 解决方案市场规模将达到 14, 29.15 亿元, 年复合增长率为 17.1%》, 安永《中国上市银行 2022 年回顾及未来展望》, 财联社《券商“含科量”最新排名: 8 家 IT 投入超 10 亿, 华泰 27 亿居首, 5 家 IT 人数超千人, 投入重心各在哪里?》, 界面新闻《140 家券商 2022 年“成绩单”出炉, 营收净利双双下滑超两成》, 申港证券研究所注: 2022 年保险 IT 投入与证券 IT 投入为预估数据

保险 IT 解决方案在保险 IT 市场占据较高比重, 根据智通财经引用的 IDC 数据显示 2022 年保险 IT 解决方案市场规模达到 107.6 亿元, 同比增长 6.3%。2020 年保险 IT 增速下滑明显, 我们认为其主要原因是保险行业细分险种的调整导致保费收入下降, 但是伴随着数字化转型的驱动下, 2021 年增速仍维持了较为稳定的增长。

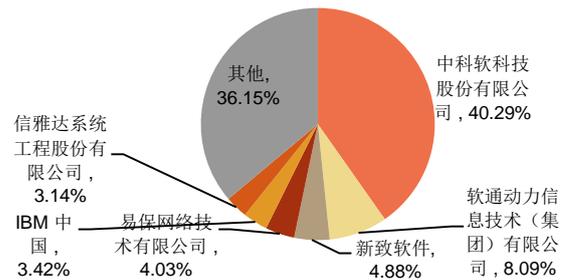
在保险 IT 解决方案领域, 公司的地位较为突出。根据公司招股书引用的赛迪顾问《2019 中国保险行业 IT 解决方案市场份额分析报告》, 新致软件在 2019 年度中国保险行业 IT 解决方案市场上位居第三名, 占整体市场份额的 4.88%。

图20: 2018-2022 保险 IT 解决方案市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 华经产业研究院《2022 年中国保险 IT 发展历程、主要产业政策及行业全景产业链分析》, 智通财经《IDC: 预计到 2027 年中国银行业 IT 解决方案市场规模将达到 1429.15 亿元 年复合增长率为 17.1%》, 申港证券研究所

图21: 2019 年保险行业 IT 解决方案市场份额



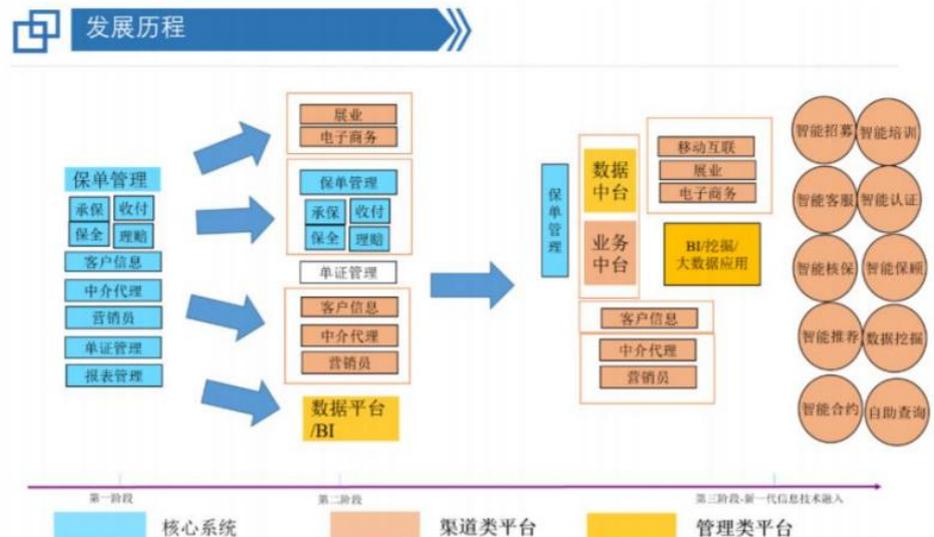
资料来源: 赛迪顾问《2019 中国保险行业 IT 解决方案市场份额分析报告》, 公司招股书, 申港证券研究所

保险 IT 发展重心逐渐由核心业务系统逐渐向渠道与客服类转移。根据 IDC 数据, 2022 年 60%左右的保险机构已经完成核心业务系统的分布式改造, 而渠道与客服类是 2022 年增速较高的细分市场之一, 其中增速最高的是智能营销与服务类市场。我们认为主要原因一方面在于当前保险机构对于核心业务系统的改造已占据较高的比重, 提升空间有限, 另一方面则是各大保司在具备数据与 IT 能力、代理人团队“清虚”与“增优”的背景下, 对客户的精准触达与高质量服务愈发重视。

公司一直以来均专注于渠道与管理类系统, 积累了大量的行业经验。

- ◆ 产品角度, 公司陆续推出了保险渠道解决方案中的保险精准营销系统、保险云核保平台以及保险核心类解决方案中的互联网保险核心系统等。公司招股书显示, 公司保险渠道解决方案已部署在超过 20 家保险机构的信息系统中, 对全行业保险销售人员的覆盖率超过 40%, 有超过 300 万名保险销售人员在该平台开展业务, 其中, 对大型保险机构销售团队的覆盖率均超过 95%。

图22: 新致软件保险 IT 发展历程



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

- ◆ 客户角度, 对公司客户覆盖面较广, 包含了寿险、财险等多种类别的险种公司。截至 2019 年 12 月 31 日, 新致软件向国内 91 家人寿保险公司 (含开业和筹建) 中的 43 家提供了渠道及管理类 IT 解决方案、向国内 88 家财产保险公司中 (含开业和筹建) 的 26 家提供了渠道及管理类 IT 解决方案。从订单层面看, 根据天

眼查招投标数据, 经我们不完全统计, 截至 2023 年 9 月 25 日公司新签订单的保险类主要客户包括中国人保、中国太保、建信人寿、光大永明、华夏人寿等, 约占整体订单数量近 39%。

- ◆ **技术角度, 公司通过自身行业 know-how 的积累, 构建了保险行业数据大模型。** 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。

表4: 公司核心技术简介

专有技术	简介
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、扩展性较高的保险行业数据模型, 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。
保险知识图谱技术	随着业务场景的丰富和产品复杂性的提高, 保险行业要处理的信息量呈爆发式增长, 保险公司需要相应的技术手段来高效处理这些信息, 公司以保险专业知识为核心, 结合保险业务和行业的通用知识, 构建了满足保险行业多层次服务需求的知识图谱, 该知识图谱产品面向多个垂直行业进行拓展, 基于公司在保险客户的积累, 首先推向了保险行业。

资料来源: 公司 2022 年年报, 申港证券研究所

- ◆ 另一方面, 公司基于知识开放平台+软件机器人平台推出新致 AI 平台, 并且利用 AI 赋能了智能营销场景。我们认为, **准确触达 C 端用户群体并推出满足用户需求的产品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足够的知识, 导致无法对客户实现精准营销, AI 赋能后的保险营销产品比翼满足了这一实际需求, 解决了销售渠道端的这一痛点。**

图23: 公司推出新致 AI 平台



资料来源: 公司 2023 中报, 申港证券研究所

图24: AI 赋能保险销售



资料来源: 新致新知公众号《AI 赋能保险销售》, 申港证券研究所

在保险 IT 发展重心逐渐由核心业务系统逐渐向渠道与客服类转移的背景下, 随着公司“新致 AI”平台在保险智能营销场景的应用落地, 我们认为公司凭借在保险行业产品+客户+技术三大能力上的优势, 有望确立公司在保险渠道与客户类的地位, 从而在保险行业重新实现高增。

3.2 企服行业打造行业知识库 银行 IT 细分市场具备优势

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，细分领域具备优势。根据公司招股书引用的《2020 中国银行业 IT 解决方案市场份额分析报告》，2019 年新致软件银行业解决方案收入排名为行业第二十六位，其中，支付清算系统市场排名为第七位，中间业务解决方案市场排名为第三位，信用卡解决方案市场排名为第七位。

从客户层面上看，银行业的客户涵盖国内大中型商业银行，包括交通银行、建设银行、中国银行、平安银行、浦东发展银行、中国银联等。国有商业及政策制银行占银行及其他金融行业整体收入由 2017 年的 56.8% 下降至 2020H1 的 40.24%，其他商业银行及金融机构占银行及其他金融行业整体收入的占比从 2017 年的 43.21% 提升至 59.76%。我们认为，在银行业 IT 市场中，公司的银行客户已经从大中型机构向中小银行渗透，覆盖面愈发广泛。

但在订单层面，根据天眼查招投标数据不完全统计，截至 2023 年 9 月 25 日公司银行及其他金融机构新签订单约占总新签订单数量的 22%，整体占比较 2022 年基本持平。在宏观经济承压的态势下，银行 IT 的竞争较为激烈，我们认为公司需进一步在技术层面拓宽能力边界，找到银行 IT 行业新的增长点。

图25：中国银行业解决方案



资料来源：公司官网，申港证券研究所

在企服领域公司主要优势在于电信、汽车行业，近年来营收占比逐年提升。

- ◆ 在电信领域，除加深原有管理系统的技术优势外，公司保持与电信运营商的密切沟通，积极参与电信行业政企业务拓展，从而实现了电信业务的快速增长。
- ◆ 在汽车领域，得益于智能网联汽车系统快速发展，公司主要向整车厂及产业链下游参与者提供软件技术服务，包括了后市场信息系统、经营管理系统等细分领域的数字化系统建设。

在技术层面，构建超大规模知识库，渗透至千行百业。公司通过构建行业超大知识图谱，助力 AI 开阔视野，同时通过“知识+区块链”的方式实现数字资产确权，让技术可以更加灵活、安全、高效的为业务赋能，为企业服务。

图26：公司知识库实现多领域覆盖



资料来源：公司官网，申港证券研究所

另一方面，公司针对企业的培训痛点，推出智能培训机器人，强化销售人员的知识能力。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5：智能培训机器人

适用场景	产品特性
新人培训 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。	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。
销售培训 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、合同签订、门店导购，产品线下推广等场景。	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。
客服培训 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。	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。
	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。

资料来源：新致新知公众号《新致 AI 发布 TalkAI-「智能培训机器人」：打造您的数字员工》，申港证券研究所

从客户层面，公司在汽车领域与法国标致雪铁龙集团、上海汽车集团股份有限公司、上汽大通汽车有限公司等保持合作，在电信领域则包含了中国电信、中国移动、中国联通等众多客户。从订单上看，根据天眼查招投标数据不完全统计，截至 2023 年 9 月 25 日公司企服行业新签订单占比约为新签订单总数的 39%。

公司依靠保险领域深厚的技术积累和服务经验最终在企服行业实现了横向行业拓展，而企服客户的不断增加又进一步提升公司在企服行业的 know-how 能力及技术水平，我们认为未来伴随着公司大模型+知识库+机器人能力在企服行业的落地，将成为公司另一增长极。

3.3 盈利预测

3.3.1 关键假设

金融-保险行业：保险行业 IT 解决方案可分为核心业务系统类、渠道类与管理类等三大类解决方案，其中公司主要专注于渠道类和管理类，形成了针对保险公司信息系统的移动展业、智能机器人服务、客户自助应用、智能客服、智能推介等功能的一系列解决方案。根据我们测算，23-25 年该项业务营收同比增速预计为 49.4%、36.1%、27.5%，成本同比增速预计为 47.8%、35%、25%，毛利率预计为 36.0%、36.5%、37.7%。

- ◆ **传统 IT 解决方案：**公司在原有的渠道类解决方案上保持优势，基于金融行业对数据安全与处理性能的高要求，公司开发了多款数据类业务的产品，但我们认为从整体上看保险行业智能化程度已较高，我们预计未来该项业务后续整体增速将有所下降，我们假定其 23-25 年营收的增速分别为 30%、25%、20%。
- ◆ **创新业务：**该项业务是利用公司自身在大数据分析、AI 能力和云原生体系的技术优势，针对国内金融机构的实际需求所搭建的线上化平台，以帮助金融机构拓展获客渠道、提高业务效率、拓宽客户覆盖面。我们判断该业务在 AIGC 的赋能下 2023 年或有较高的增速，24-25 年在高基数的基础上略有下滑，但整体仍有较高增速，我们预计 23-25 年创新业务的增速分别为 120%、60%、40%。
- ◆ **成本：**公司业绩对人工成本的变动较为敏感，成本主要为职工薪酬，我们预计 23-25 年该项业务成本占比约为 94%；公司业务主要以人员派遣的方式提供 IT 服务，客户要求采购软硬件的情况较少，假定 23-25 年其成本占比约为 0.4%；公司业务与业务运用了公司拥有自主知识产权的软件模块及技术，需要对外采购的技术服务的情况较少，我们假定 23-25 年其成本占比约为 1.8%；执行费用 23 年以前逐年下降的主要原因一方面在于公司将自用的服务器分批从上海迁移至贵安新区，IDC 机房托管费用有所下降，另一方面在于部分项目采用了远程交付的方式，使得差旅费下降，我们假定该项成本未来几年将保持稳定，成本占比约为 2%；房租及折旧近几年保持稳定，假定该项成本 23-25 年为前三年均值 1.8%。

金融-银行及其他金融行业：公司主要向银行及其他金融客户提供支付、清算与托管系统、信用卡系统、中间业务系统、金融市场代客交易和金融风控预警监控 IT 解决方案及后续运维服务。我们认为随着银行业深化改革和各项政策举措相继出台并实施落地，以及金融信创的稳步推进和金融行业数字化转型建设，整体增速稳中有升，我们预计 23-25 年公司营收增速分别为 12%、15%、18%，成本端以人工薪酬为主，预计增速为-13.7%、15%、15%，未来三年毛利率预计为 35.3%、35.3%、37.0%。

企服行业：公司在企服行业正加大在电信、汽车等优势领域的投入，在电信领域，保持与电信运营商的密切沟通，积极参与电信行业政企业务拓展；在汽车领域，公司主要向整车厂及产业链下游参与者提供软件技术服务，2023H1 企服行业增速恢复较快达 40.7%，我们认为随着公司通过并购逐步渗透至企服下游行业，整体增速会进一步上升。预计 23-25 年公司企服行业增速，其营收增速分别为 40%、42%、45%，成本增速为 41%、35%、40%，根据营收与成本测算出其未来三年毛利率预计为 21.2%、25.1%、27.6%。

海外行业：公司海外行业销售的主要国家为日本及欧美，主要集中在日本，模式为软件分包，近年来该项业务逐年下滑，其原因一方面受日元汇率影响，另一方面境外贸易保护主义抬头，欧洲部分国家限制了部分离岸服务外包企业，我们认为在日本核废水排海事件的影响下，贸易或进一步受到影响，我们预计23-25年公司海外外行业增速或进一步下滑，其营收增速分别为-5%、-8%、-10%，成本端以人工薪酬为主，成本增速分别为-9%、-4%、-8%，根据营收与成本测算出其未来三年毛利率预计为14.9%、11.2%、9.2%。

其他：公司其他业务占整体业务比重较小，我们认为随着公司未来业务分类逐渐清晰，该部分业务收入将被归入其他行业，整体增速呈下降趋势。假定未来三年收入增速为20%、15%、10%；假定未来三年毛利率分别为24.6%、25.2%、21.8%。

表6：新致软件营收及毛利率预测

业务	业绩指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体业务	营收（百万元）	1,282.5	1,315.4	1,734.9	2,269.3	2,964.1
	同比增长	19.4%	2.6%	31.9%	30.8%	30.6%
	毛利率	31.6%	20.0%	30.0%	31.3%	32.9%
金融-保险行业	营收（百万元）	399.2	421.0	628.9	856.0	1,091.1
	同比增长	-4.8%	5.5%	49.4%	36.1%	27.5%
	毛利率	35.2%	23.8%	36.0%	36.5%	37.7%
金融-银行及其他金融行业	营收（百万元）	380.9	404.5	453.0	521.0	614.7
	同比增长	37.3%	6.2%	12.0%	15.0%	18.0%
	毛利率	35.0%	16.1%	35.3%	35.3%	37.0%
企服行业	营收（百万元）	413.4	416.0	582.3	826.9	1,199.0
	同比增长	56.2%	0.6%	40.0%	42.0%	45.0%
	毛利率	29.1%	21.5%	21.2%	25.1%	27.6%
海外行业	营收（百万元）	87.3	72.6	69.0	63.4	57.1
	同比增长	-21.8%	-16.9%	-5.0%	-8.0%	-10.0%
	毛利率	11.6%	11.4%	14.9%	11.1%	9.2%
其他业务	营收（百万元）	1.7	1.4	1.7	1.9	2.1
	同比增长	21.6%	-18.9%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	44.7%	34.4%	24.6%	25.2%	21.8%

资料来源：iFind, 申港证券研究所

3.3.2 业绩预测

根据相关假设，综合各项业务，我们预计新致软件2023-2025年营业收入分别为17.35亿元、22.7亿元、29.64亿元，对应PE估值分别为31.7、22.5、16.4。

3.4 估值与评级

针对新致软件的估值，我们选取相关国内金融IT软件类公司科蓝软件、长亮科技、宇信科技、中科软作为可比公司，2023年可比公司PE水平分别为131.83、51.35、29.70、22.86。

表7：可比公司估值情况

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
科蓝软件	300663.SZ	73.1	0.12	0.25	0.48	131.83	63.28	32.96

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
长亮科技	300348.SZ	75.1	0.20	0.31	0.45	51.35	33.13	22.82
宇信科技	300674.SZ	120.3	0.57	0.77	1.00	29.70	21.99	16.93
中科软	603927.SH	184.6	1.36	1.69	2.06	22.86	18.40	15.09
平均						58.94	34.20	21.95
新致软件	688590.SH	39.7	0.53	0.74	1.02	31.69	22.47	16.39

资料来源：iFind，申港证券研究所

注：数据截至日期为 2023 年 10 月 26 日，除新致软件外其他公司 EPS 均为 iFind 一致预期

我们认为，公司正逐渐形成领先的行业地位，客户资源方面也在不断扩张，在保险行业趋势反转、人工智能技术加持的背景下，业务发展有望提速。从 PE 上看，2023 年可比公司 PE 均值为 58.94，新致软件 PE 为 31.7，较可比公司明显低估，PE 估值处于低位。保守估计，我们给予公司 2023 年 45 倍 PE 的估值，对应目标市值 56.4 亿元，对应目标价格 23.6 元，首次覆盖给与“买入”评级。

4. 风险提示

人力成本过高的风险：公司主要从事软件开发业务，根据公司成本分析表可以看到公司营业成本中职工薪酬项占营业成本的比例较高，因此公司业绩对人工成本的变动较为敏感，如果未来人均成本增速大于人均创收增速，则公司的毛利率水平将会有下降的风险，将对公司盈利水平产生较大影响。

宏观环境风险：公司超过半数的客户集中在保险业和银行业，整体集中度较高，而金融行业与宏观经济紧密相关，对宏观经济波动的敏感度较高。尽管目前宏观经济稳步发展，保险业和银行业发展较为稳定，但若宏观经济出现较大波动或增速减慢会影响金融机构盈利能力，从而迫使金融机构降低信息系统建设预算，将影响公司下游客户的业务需求，从而对公司盈利能力产生重大不利影响

商誉减值风险：公司软件分包业务主要集中在日本市场，2022 年末公司合并资产负债表中的日本亿蓝德商誉的账面价值为 1,419.47 万元，在日本核废水排海事件的影响下，宏观经济、政治环境变得较为复杂，这一外部因素发生了重大不利变化，若公司未能适应前述变化，则可能对公司的持续经营产生不利影响，进而使公司面临商誉减值的风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

业绩敏感性分析：

- ◆ 若公司营收增速较预计值每下降 1pct，保持各项费用值不变，则 2023 年归母净利润减少约 0.01 亿元 (-0.5%)。
- ◆ 若公司综合毛利率每下降 1pct，则 2023 年归母净利润减少约 0.16 亿元 (-14.2%)。

表8: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1282.48	1315.42	1734.92	2269.27	2964.07	流动资产合计	1792	2027	1859	2394	3085
营业成本	877.17	1051.81	1214.81	1558.24	1988.34	货币资金	488	618	173	227	296
营业税金及附加	7.70	8.04	9.65	12.62	16.48	应收账款	830	955	1172	1534	2003
营业费用	80.70	80.00	97.16	124.81	160.06	预付款项	1	1	2	2	3
管理费用	99.95	81.13	91.95	120.27	157.10	其他应收款	13	13	17	22	29
研发费用	121.29	123.92	173.49	238.27	326.05	存货	235	303	336	430	549
财务费用	20.92	22.63	24.31	23.85	38.33	其他流动资产	224	136	159	179	205
资产减值损失	-1.09	-2.46	-2.37	-3.11	-4.06	非流动资产合计	201	353	349	337	327
信用减值损失	-12.25	-26.02	-27.98	-36.60	-47.81	固定资产	85	118	115	112	110
公允价值变动收益	0.14	1.35	0.00	0.00	0.00	在建工程	0	0	0	0	0
投资净收益	90.90	3.72	31.53	31.53	31.53	无形资产	14	35	32	28	24
营业利润	168.85	-59.17	142.79	201.08	275.44	长期待摊费用	5	4	2	0	0
营业外收入	0.73	0.69	0.69	0.69	0.69	其他非流动资产	95	169	172	169	165
营业外支出	2.17	0.26	1.34	1.34	1.34	资产总计	1992	2380	2208	2732	3413
利润总额	167.42	-58.74	142.15	200.44	274.80	流动负债合计	668	635	436	893	1454
所得税	22.46	-13.33	19.88	28.03	38.43	短期借款	449	409	139	511	965
净利润	144.96	-45.41	122.27	172.41	236.37	应付票据及账款	7	31	24	30	39
少数股东损益	3.74	6.53	-3.12	-4.40	-6.04	其他流动负债	212	195	274	352	450
归属母公司净利润	141.22	-51.94	125.39	176.82	242.41	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EBITDA	225.61	-2.30	177.70	236.10	323.47	非流动负债合计	41	326	256	188	121
EPS (元)	0.59	-0.22	0.53	0.74	1.02	长期借款	37	319	249	181	114
主要财务比率						应付债券	39	4	7	7	7
2021A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	708	961	693	1080	1575
2022A	2022A	2023E	2024E	2025E		少数股东权益	128	147	144	139	133
2023E	2023E	2024E	2025E			实收资本(或股本)	182	239	239	239	239
2024E	2024E	2025E				资本公积	537	502	502	502	502
2025E	2025E					未分配利润	437	532	631	772	964
成长能力						归属母公司股东权益合计	1157	1272	1372	1512	1704
营业收入增长	19.38%	2.57%	31.89%	30.80%	30.62%	股东权益合计	1284	1419	1515	1651	1837
营业利润增长	84.89%	-135.04%	341.32%	40.83%	36.98%	负债和股东权益合计	1992	2380	2208	2732	3413
归属于母公司净利润增长	73.04%	-136.78%	341.42%	41.01%	37.10%	现金流量表					
获利能力						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
毛利率(%)	31.60%	20.04%	29.98%	31.33%	32.92%	经营活动现金流	-11	-128	-78	-212	-253
净利率(%)	11.30%	-3.45%	7.05%	7.60%	7.97%	净利润	145	-45	80	130	194
净利润增长率(%)	70.29%	-131.33%	369.25%	41.01%	37.10%	折旧摊销	37	34	11	12	10
ROE(%)	12.21%	-4.08%	9.14%	11.70%	14.23%	财务费用	21	23	24	24	38
偿债能力						投资损失	-91	-4	-32	-32	-32
资产负债率(%)	35.55%	40.38%	31.37%	39.55%	46.16%	营运资金变动	-148	-156	-206	-397	-515
流动比率	2.68	3.19	4.26	2.68	2.12	投资活动现金流	-125	-77	23	23	23
速动比率	2.21	2.65	3.34	2.10	1.67	资本支出	40	70	0	-0	0
营运能力						长期投资	-192	-7	0	0	0
总资产周转率	0.64	0.55	0.79	0.83	0.87	其他投资现金流	107	-0	23	23	23
应收账款周转率	1.55	1.38	1.48	1.48	1.48	筹资活动现金流	-233	336	-390	242	300
应付账款周转率	134.11	34.13	51.38	51.38	51.38	短期借款	-170	-40	-270	371	455
每股指标(元)						长期借款	12	282	-69	-69	-67
每股收益(最新摊薄)	0.59	-0.22	0.53	0.74	1.02	普通股增加	0	57	0	0	0
每股现金流(最新摊薄)	-0.04	-0.54	-0.33	-0.89	-1.06	资本公积增加	-7	-36	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	4.84	4.53	4.94	5.53	6.34	现金净增加额	-369	132	-445	53	69
估值比率											
P/E	28.14	-76.51	31.69	22.47	16.39						
P/B	3.44	3.67	3.37	3.01	2.63						
EV/EBITDA	15.22	-1095.85	24.51	19.71	15.57						

资料来源: iFind, 申港证券研究所

数据更新至 2023 年 10 月 26 日

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）