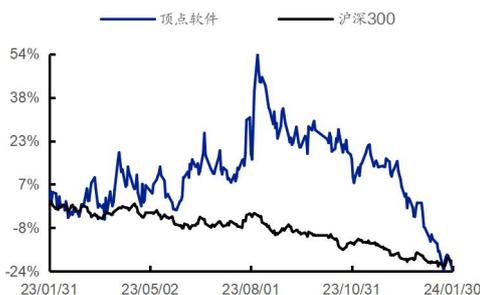


研究所：  
 证券分析师：孙嘉康 S0350523120002  
 sunjg@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘熹 S0350523040001  
 liux10@ghzq.com.cn

## 先发优势稳固，乘信创东风而起

### ——顶点软件（603383）公司深度研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/01/30

表现	1M	3M	12M
顶点软件	-24.5%	-35.6%	-29.9%
沪深 300	-5.4%	-9.5%	-22.8%

#### 市场数据

2024/01/30

当前价格(元)	37.22
52周价格区间(元)	37.07-75.87
总市值(百万)	6,371.95
流通市值(百万)	6,315.27
总股本(万股)	17,119.70
流通股本(万股)	16,967.42
日均成交额(百万)	73.48
近一月换手(%)	1.49

顶点软件是国内领先的 IT 供应商，聚焦证券行业，全域金融信创引领者。基于证券 IT 基本盘，把握核心业务系统信创替换发展机遇，充分发挥信创领先优势。

#### 公司概况：聚焦金融科技创新，提供证券行业 IT 解决方案

公司成立于 1996 年，并于 2017 年上市，作为领先的平台型数字服务提供商，基于证券 IT 市场，以定制软件为主要营收来源，自主打造研发“3+1”基础技术平台，立足传统优势业务 CRM，积极拓展后台核心业务系统市场，持续推进国产信创替换，开展全业务品种覆盖的数字化服务。

#### 行业概览：利好政策频出，金融信创建设促发展

证券 IT 市场包括前、中、后台业务市场，其中又以证券 IT 厂商为产业链中游核心参与者。近年来各部门不断出台相关行业利好政策，《证券公司网络和信息安全三年提升计划》明确鼓励提升证券公司信息科技平均投入金额，并鼓励有条件的公司积极推进新一代核心系统的建设。近年来证券公司 IT 支出占营收比例自 2018 年开始便稳定在 6% 左右。我们预计未来几年券商或将进入信创密集改造期，IT 支出占比有望进一步提升。

#### 投资价值：公司信创进度优势显著，兼具高发展潜力

证券 IT 行业集中度较高，根据 IDC 数据，2021 年行业 CR2 接近 50%，公司通过率先实现核心交易系统全域信创上线，先发优势显著，产品稳定性高，由此辐射公司全金融行业产品，有望实现市场份额持续提升。

(1) **后台业务：国产替换进入深水区，后台市场中短期有望迎来高增长。** 后台业务产品国产化替换需经历长时间测试，没有捷径可走。公司率先实现核心交易系统信创版全栈上线、全业务覆盖和全客户迁移，系统稳定运行超三年，信创进度遥遥领先。同时，成功中标中信证券核心交易系统一期项目，后续有望给行业带来较强示范效应，市占率有望大幅提升。

(2) **中台业务：蓝海市场，厂商将共同享受行业增量。** 券商将逐渐通过独特中台业务产品转型升级提质增效，预计中台占证券公司 IT 支出占比将持续提升。公司凭借灵动技术中台 Live5，有望实现差异化竞争，共享市场增量。

(3) **资管业务：资管信创可期，助力公司持续渗透市场。** 2022 年资管新规正式落地，理财市场全面进入净值化时代，金融行业财富管理的变革升级全面提速。同时，未来资管有望持续推进信创化改造，公司通过在信创领域的先发优势，有望持续渗透资管业务核心产品。

#### 盈利预测与估值

公司作为行业领先的金融 IT 解决方案提供商,率先实现核心业务系统全栈信创,信创领先优势显著,证券 IT 中后台业务市占率有望持续提升。因此我们上调盈利预测,预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.40/3.24/4.37 亿元, EPS 分别为 1.40/1.89/2.55 元/股,当前股价对应 PE 分别为 26.6/19.7/14.6X。因此,我们维持“增持”评级”。

**风险提示:** 市场竞争加剧、技术水平发展不及预期、监管合规风险、人力资源风险、税收优惠风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	625	813	1035	1371
增长率(%)	24	30	27	33
归母净利润(百万元)	166	240	324	437
增长率(%)	21	44	35	35
摊薄每股收益(元)	0.97	1.40	1.89	2.55
ROE(%)	12	16	18	20
P/E	44.08	26.60	19.66	14.59
P/B	5.49	4.31	3.54	2.85
P/S	11.97	7.84	6.16	4.65
EV/EBITDA	40.28	20.98	14.56	9.83

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 聚焦证券 IT 市场，引领信创改造 .....	5
1.1、 领先的证券 IT 供应商，金融信创先行者 .....	5
1.2、 股权结构稳定，高管技术背景雄厚 .....	6
1.3、 营收持续向好，自研技术平台全场景覆盖 .....	7
1.4、 公司股价：信创改造落地有望持续利好 .....	10
2、 立足证券 IT 产业链中游，金融信创引领新发展 .....	11
2.1、 提供全栈业务 IT 解决方案，证券 IT 核心参与者 .....	11
2.2、 证券 IT 利好政策频出，金融信创建设促发展 .....	12
3、 信创进度优势显著，兼具高发展潜力 .....	15
3.1、 证券 IT 市场集中度高，产品差异化 .....	15
3.2、 营收净利润稳健增长，财务指标稳中向好 .....	15
3.3、 提升后台市场份额，共享中台市场发展增量 .....	19
3.3.1、 后台业务：信创集中落地或将带来中短期业务高增长，顶点软件有望弯道超车 .....	19
3.3.2、 中台业务为蓝海市场，厂商将共同享受行业增量 .....	22
4、 把握市场需求发展，打开业绩增长空间 .....	23
5、 盈利预测与评级 .....	27
5.1、 盈利预测 .....	27
5.2、 估值分析与投资评级 .....	28
6、 风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 顶点软件发展历程	5
图 2: 顶点软件股权结构及主要参股公司情况 (截至 2023Q3)	6
图 3: 顶点软件营收结构 (万元)	7
图 4: 顶点软件分业务营收占比 (%)	7
图 5: 顶点软件“3+1”基础技术平台	8
图 6: 顶点软件股价变化	10
图 7: 证券 IT 业务应用场景	11
图 8: 中国证券 IT 产业链	12
图 9: 证券 IT 行业支出占比	14
图 10: 2021 年证券 IT 竞争格局	15
图 11: 顶点软件营业收入及增速	16
图 12: 同行业公司营业收入及增速	16
图 13: 2022 年同行业公司收入结构	16
图 14: 顶点软件各业务毛利率	17
图 15: 同行业公司毛利率	17
图 16: 顶点软件归母净利润及增速	17
图 17: 同行业公司归母净利率	17
图 18: 顶点软件各项费用率	18
图 19: 同行业公司软件业务研发费用率	18
图 20: 顶点软件研发人数及增速	18
图 21: 同行业公司人均创收	18
图 22: 顶点软件经营性现金流净额及净现比	19
图 23: 同行业公司净现比	19
图 24: 应用软件采购关键因素 TOP5	20
图 25: 顶点软件核心交易系统 A5 信创版发展历程	22
图 26: 顶点软件核心交易系统 A5 全栈信创版架构	24
图 27: 顶点软件 Live5 技术中台	25
图 28: 顶点软件“财富+”体系	25
图 29: 顶点软件公募投顾解决方案	25
表 1: 顶点软件管理层介绍 (截至 2022 年年报)	7
表 2: 顶点软件核心产品与所属业务	9
表 3: 中国证券 IT 行业相关政策	13
表 4: 信创相关政策	13
表 5: 部分券商新一代核心业务系统产品情况	21
表 6: 行业主要公司业务架构体系	23
表 7: 顶点软件目标市场份额测算	26
表 8: 顶点软件营收预测 (亿元)	28

# 1、聚焦证券 IT 市场，引领信创改造

## 1.1、领先的证券 IT 供应商，金融信创先行者

聚焦金融科技创新，提供证券行业 IT 解决方案。顶点软件是一家领先的平台型数字服务提供商，以证券 IT 市场为发展根基，持续开拓业务，为包括证券、期货、大资管、银行、信托、要素市场等全域金融行业提供 IT 服务，此外公司也积极开展非金融行业信息化业务。

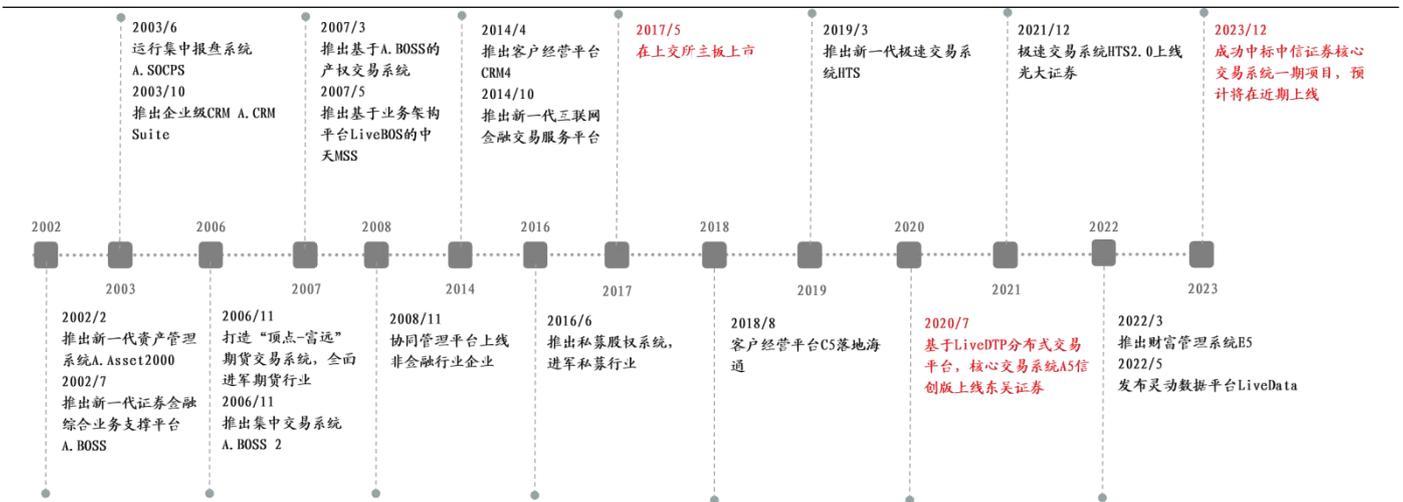
积极拥抱趋势，践行全域金融信创。顶点软件成立于 1996 年，并于 2017 年在上交所上市。从公司发展历程来看，主要可以分为三个阶段：

1) 发展初期（1996-2008 年）：主要聚焦金融行业 IT 市场，于 2002 和 2003 年先后发布资产管理系统 A.Asset2000、综合业务支撑平台 A.BOSS、集中报盘系统 A.SOCPS、企业级客户经营 A.CRM Suite，并于 2006 年进军期货行业。

2) 业务开拓期（2008-2020 年）：公司大力拓展金融和非金融行业业务，协同管理平台于 2008 年上线非金融行业企业，2014 年推出客户经营平台 CRM4，2017 年上交所主板上市，并于 2019 年推出新一代极速交易系统 HTS。

3) 信创突破期（2020 年至今）：公司于 2020 年 7 月推出基于 LiveDTP 分布式交易平台的核心交易系统 A5 信创版，在行业中首次成功实现以国产自研“飞驰”内存数据库 HyperDB 全面替代国外商业数据库，是公司信创招标能力的标志性体现。2021 年极速交易系统 HTS2.0 上线，2023 年 12 月宣布成功投得中信证券核心交易系统一期招标，替换了原先友商产品。这是顶点软件核心交易系统 A5 在头部券商的首位新客户，实现新的突破。

图 1：顶点软件发展历程

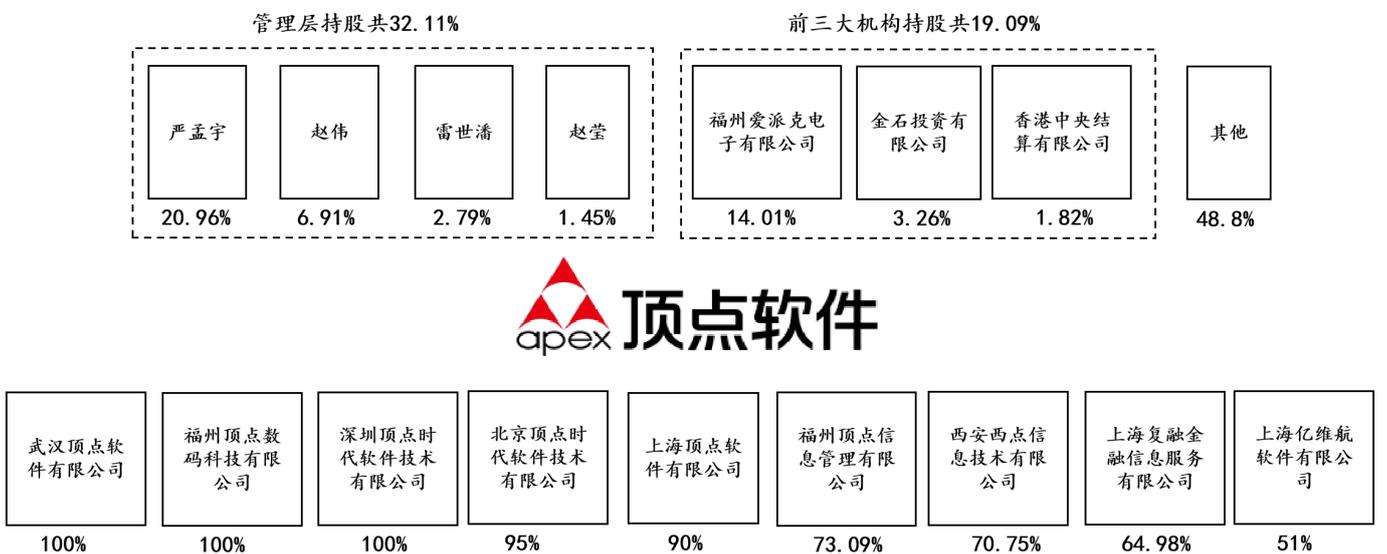


资料来源：公司官网、公司公众号、国海证券研究所

## 1.2、股权结构稳定，高管技术背景雄厚

管理层持股近三成，公司形成“3+3+N”战略布局。截至2023年Q3，公司管理层总持股比例为32.11%，前三大机构总持股比例为19.09%。其中，公司董事长兼总经理严孟宇为第一大股东，持股比例为20.96%；福州爱派克电子有限公司为第二大股东，持股比例为14.01%。在子公司方面，顶点软件拥有武汉顶点软件有限公司、福州顶点软件有限公司等子公司，形成以福州、武汉、西安为研发中心，北京、上海、深圳为技术中心，南京等地为分技术中心的“3+3+N”战略发展布局。

图 2：顶点软件股权结构及主要参股公司情况（截至 2023Q3）



资料来源：Wind、国海证券研究所

高管核心团队多为海内外名校毕业，技术背景较强。公司董事长严孟宇、副董事长赵伟、董事雷世潘、董事黄义青、董事李军分别毕业于北京理工大学机械设计与制造专业、清华大学计算机技术工程专业、中南民族学院电子技术专业、新加坡南洋理工大学和电子科技大学，具有较高的专业技术素养，奠定了公司科技创新的基调。

表 1: 顶点软件管理层介绍 (截至 2022 年年报)

姓名	职务	简介
严孟宇	董事长、总经理	现任公司董事长, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1969 年生, 毕业于北京理工大学机械设计与制造专业, 工学学士。1996 年 7 月参与创立顶点有限。全面负责公司的运营管理工作。
赵伟	副董事长、副总经理、 董事会秘书	现任公司副董事长、副总经理、董事会秘书, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1972 年生, 理学学士, 清华大学计算机技术工程硕士, 中欧国际工商学院 EMBA。1996 年 7 月参与创立顶点有限, 分管董事会办公室。
雷世潘	董事、副总经理	现任公司董事、执行总经理, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1969 年生, 毕业于中南民族学院电子技术专业。分管公司大金融行业的经营与管理工作。
黄义青	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1970 年生, 硕士, 毕业于新加坡南洋理工大学。2002 年起就职于福建顶点软件股份有限公司, 分管公司金融证券等市场与营销工作。
李军	董事	现任公司董事, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1967 年生, 研究生学历, 毕业于电子科技大学。曾任职于湖南省衡阳市南华大学、深圳华彤科技公司、国泰君安证券股份有限公司, 2000 年起就职于中信证券。现任公司董事及中信证券执行总经理 (ED)。

资料来源: 公司公告、Wind、国海证券研究所

### 1.3、营收持续向好，自研技术平台全场景覆盖

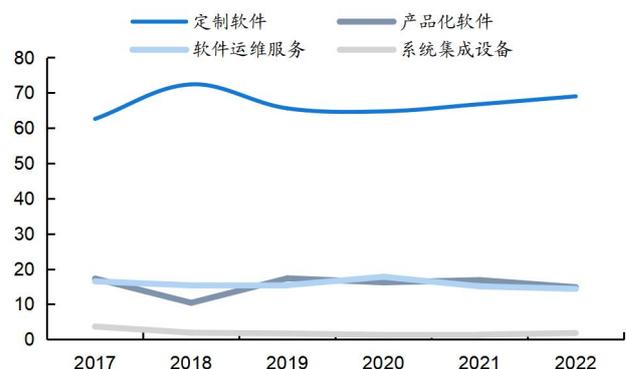
定制软件为主要营收来源，集中与稳定度较高。公司主营业务包括定制软件、产品化服务、软件运维服务和系统集中设备四个部分，2022 年该四部分营收占比分别为 69.0%，14.8%，14.4% 和 1.8%，定制软件占比最高为主要营收来源。从占比变化来看，各业务营收占比波动较小，比例较为稳定。

图 3: 顶点软件营收结构 (万元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 顶点软件分业务营收占比 (%)



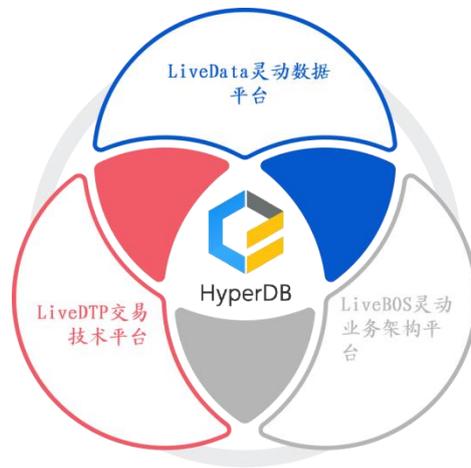
资料来源: Wind、国海证券研究所

打造“3+1”基础技术平台，实现国产替代降本增效。从底层技术平台来看，顶点软件以技术架构与业务架构的创新带动应用系统的全面信创，实现去“IOE”

化。其中“3”是指：（1）交易技术平台 LiveDTP。即交易驱动的业务，当前主要产品包括新一代分布式核心交易系统 A5 信创版、HTS 专业交易体系和专业交易配套系列等。（2）业务架构平台 LiveBOS。即流程驱动的业务，主要产品包括客户经营平台 C5、C6 等。（3）灵动数据中台 LiveData。即数据驱动的业务，主要产品包括企业级数据中台的构建、IDS 等数据专项应用（投资者数据服务）等。“1”是指自主研发的飞驰内存数据库 HyperDB。

以“3+1”基础技术平台为底座，公司和华为等国产软硬件厂商在数据库、存储、服务器、网络等方面进行了大量合作，快速推动交易驱动、业务驱动、数据驱动等应用的全面信创,加速在财富管理、机构业务、投研、基金、资管、投行、投资等业务及银行、信托等金融机构的场景应用落地，并实现了国产替代降本 30% 的成果。

图 5：顶点软件“3+1”基础技术平台



资料来源：公司官网、国海证券研究所

**推行全业务品种覆盖的数字化服务，聚焦证券 IT 市场。** 顶点软件的金融行业信息化业务主要包括证券、期货、大资管、银行、信托、要素市场等行业信息化业务。在这六大板块中，又以证券 IT 市场为主要目标市场。

从证券行业业务线来看，公司围绕五大业务线推出了多款核心产品：1）新交易体系，主要包括核心交易系统 A5 信创版、极速交易系统 HTS 和极速行情系统 FPGA；2）零售财富业务线，主要包括客户经营平台 C6 和财富管理服务体系 W5；3）期货业务线，主要包括股票期权做市柜台 HTS\_mini 版和 F5 系统产品；4）大投行业务线，主要包括新一代 i5 数智投行平台；5）投研业务线，主要包括一体化投资研究业务支撑平台和一站式投研数据赋能平台。

**立足传统优势业务 CRM，积极拓展核心和极速交易系统市场。** 其中，CRM 系统为顶点软件传统优势领域。据公司官方数据，截至 2021 年 9 月，约有 60% 的头部券商使用顶点软件 CRM。此外，公司在核心交易系统和极速交易系统方

面也有所突破，截至 2023 年 4 月，核心交易系统 A5 信创版已上线东海证券、华宝证券等 4 家券商，并在 2023 年 12 月宣布中标中信证券，实现前二十券商市占率突破。此外，截至 2023 年 7 月，包括中信证券、中金证券等九家券商已完成极速交易系统 HTS2.0 升级。

**表 2: 顶点软件核心产品与所属业务**

业务类别	系统类别	核心产品介绍	状态
新交易体系	核心交易系统 A5 信创版	首次成功实现以国产自研“飞驰”内存数据库 HyperDB 全面替代国外商业数据库，并让数百万投资者交易速度全面跃入微秒级，享受极速交易体验	2020 年 6 月于东吴证券首次全面上线；截至 2023 年 4 月，已上线东海证券、华宝证券等 4 家券商；2023 年 12 月宣布中标中信证券
	极速交易系统 HTS	在交易功能进行了专项突破和全面升级，基于自主知识产权的新一代内存数据库 HyperDB、采用全新的架构、通讯服务和业务流程	2019 年 3 月 HTS 1.0 首次发布；2021 年 12 月 HTS 2.0 在光大证券首次落地；截至 2023 年 7 月，中信证券、中金公司等 9 家券商完成 HTS 2.0 升级
	极速行情系统 FPGA	灵活的配置与管理，让运维更便捷。行情系统品种覆盖包括股票、债券、基金、指数、期权等品种	-
零售财富业务线	客户经营平台 C6	对接客户的数据中心、业务中台、AI 中心、IM、投研平台等后台，为一线员工，总部运营等多种角色打造客户运营的一站式工作平台	-
	财富管理服务系统 W5	以客户投资视角为核心，涵盖了产品销售、服务、配置和投后等。财富管理投资系统围绕机构理财、产品销售、公募投顾等多种投资场景，机构理财市场处于领先优势地位	-
期货业务线	股票期权做市柜台 HTS-mini 版	专注性能优化，内部穿透时延达到纳秒级别，是为专业机构投资者量身打造的交易利器，全面满足专业交易业务、风控要求。	2023 年 12 月在某头部券商全面上线
	F5 系统产品	提供 CRM、反洗钱适当性、员工 APP、居间人管理等一揽子解决方案	在多家期货公司落地
大投行业务	新一代 i5 数智投行平台（子公司西点信息）	该平台源于平台化，实现全业务、全周期的数字赋能、智能展业的新理念；采用场景驱动一站式集成服务，业务处理高效便捷的新设计	已在数家券商使用
投研业务线	一体化投资研究业务支撑平台和一站式投研数据赋能平台（子公司上海复融）	-	都已应用于多家券商和基金公司

资料来源：公司官网、公司公告、公司公众号、国海证券研究所

## 1.4、公司股价：信创改造落地有望持续利好

历史股价走强多伴随核心产品升级上线，信创集中落地有望利好公司股价。自2017年5月于上交所上市后，顶点软件股价主要经历了五次短时间内的较高行情，分别是：

- 1) 2018年3月16日-4月16日：涨幅为65.8%。3月27日公司召开了新一代极速交易研讨会；4月3日，公司发布2017年年报，归母净利润同比增长44.59%。
- 2) 2019年1月31日-4月9日：涨幅为289.3%。3月1日公司发布新一代极速交易系统HTS；4月2日，公司发布2018年年报，归母净利润同比增长17.53%；
- 3) 2020年5月25日-7月8日：涨幅为81.8%。6月29日，公司发布核心交易系统A5信创版。
- 4) 2022年7月5日-11月18日：涨幅为136.0%。8月22日，公司核心交易系统A5上线东海证券，9月21日公司宣布已中标包括海通证券、东方证券等六家券商的机构理财平台业务；8月30日，公司发布2022年中报，归母净利润同比下降19.12%。
- 5) 2023年7月14日-8月11日：涨幅为35.2%。7月12日，公司发布2023年中报业绩预告，预计归母净利润同比增长65.37%-76.68%；7月17日，公司宣布包括中信证券、中金公司等九家券商完成极速交易系统HTS2.0升级。

公司股价与券商指数走势具有一定关联度，同时股价走强多伴随核心产品升级上线，信创集中落地有望利好公司股价，同时业绩也有望持续保持较高增速。

图6：顶点软件股价变化



资料来源：Wind、公司官网、国海证券研究所

## 2、立足证券 IT 产业链中游，金融信创引领新发展

### 2.1、提供全栈业务 IT 解决方案，证券 IT 核心参与者

证券 IT 市场是指为证券公司等机构提供 IT 系统服务、软件开发等相关业务的应用技术市场。证券 IT 提供了自动化的交易系统和软件工具，支持证券买卖的执行、确认和结算，主要包括核心交易系统、客户关系管理系统等。按照业务应用领域，可主要划分为：1) 前台业务，即前台服务渠道，主要包括移动展业 APP、微信客户服务系统和业务受理终端等；2) 中台业务，即面向证券市场机构进行的信息业务，主要包括营销服务一体化系统、产品中心系统、业务集中运营管理等；3) 后台业务，即业务基础数据和信息的处理，主要包括大规模集中交易系统、期货交易系统、资金支付系统等。

图 7：证券 IT 业务应用场景



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

**证券 IT 厂商为产业链中游核心参与者。**从证券 IT 产业链来看，主要可分为：1) 上游基础设施供应商，包括硬件和软件供应商；2) 中游证券 IT 解决方案提供商，以证券 IT 厂商如恒生电子、金证股份、顶点软件为主；3) 下游证券 IT 应用方，包括各大证券公司。而在产业链中游厂商中，证券 IT 厂商作为市场核心参与者，深耕行业多年，已经形成较高的技术壁垒与声誉优势，具备较高的领先优势。

图 8: 中国证券 IT 产业链



资料来源：第一新声公众号、恒生电子官网、赢时胜官网、金仕达官网、金证股份官网、顶点软件官网、国海证券研究所

## 2.2、证券 IT 利好政策频出，金融信创建设促发展

严监管与促发展并行，驱动证券 IT 引领活跃资本市场。2022 年 1 月，中国人民银行发布《金融科技发展规划（2022-2025 年）》，明确金融机构数字化转型的发展方向；2023 年 2 月，中国证券监督管理委员会发布《全面实施股票发行注册制制度规划》，完善 A 股市场制度，提升投融资效率；2023 年 2 月，中国证券监督管理委员会发布《证券期货业网络和信息安全管理办法》，奠定证券期货业网络信息安全办法基调；2023 年 6 月，中国证券业协会发布《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》，强调科技资金投入和人才队伍建设重要性，明确鼓励提升信息科技投入比例，鼓励券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 10% 或平均营业收入的 7%。据中证协数据，2021 年券商信息科技投入资金占总营收比例为 6.0%，仍有一定提升空间。

**表 3: 中国证券 IT 行业相关政策**

发布日期	发布主体	相关政策	政策要点
2023.06	中国证券业协会	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》	加大科技资金投入,鼓励券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 10%或平均营业收入的 7%; 加强科技人才队伍建设,鼓励有条件的券商结合自身实际情况逐步提升信息科技专业人员比例至企业员工总数的 7%,其中信息安全专业人员比例至信息科技专业人员总数的 3%并且不少于 2 人
2023.02	中国证券监督管理委员会	《证券期货业网络和信息安全管理办法》	对于网络和信息安全管理、投资者个人信息保护、信息系统和网络通信设施保护等方面提出了相关要求
2023.02	中国证券监督管理委员会	《全面实施股票发行注册制制度规则发布》	精简优化发行上市条件、完善审核注册程序、优化发行承销制度等
2022.01	中国人民银行	《金融科技发展规划(2022-2025 年)》	坚持“数字驱动、智慧为民、绿色低碳、公平普惠”的发展原则,以加强金融数据要素应用为基础,以深化金融供给侧结构性改革为目标,以加快金融机构数字化转型、强化金融科技审慎监管为主线

资料来源:中国证券业协会、中国证券监督管理委员会、中国人民银行、每日新闻网、界面新闻、财联社、国海证券研究所

**持续强调自主可控,政策全方位支持。**信创,即信息技术应用创新发展,主要包括基础设施、基础软件、应用软件以及信息安全四大核心领域。近年来各部门不断出台相关政策,陆续出台了包括《证券期货业网络安全管理办法(征求意见稿)》、《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》等政策,对业内机构信息技术创新应用的建设与完善做出了相应的规划和要求。

**表 4: 信创相关政策**

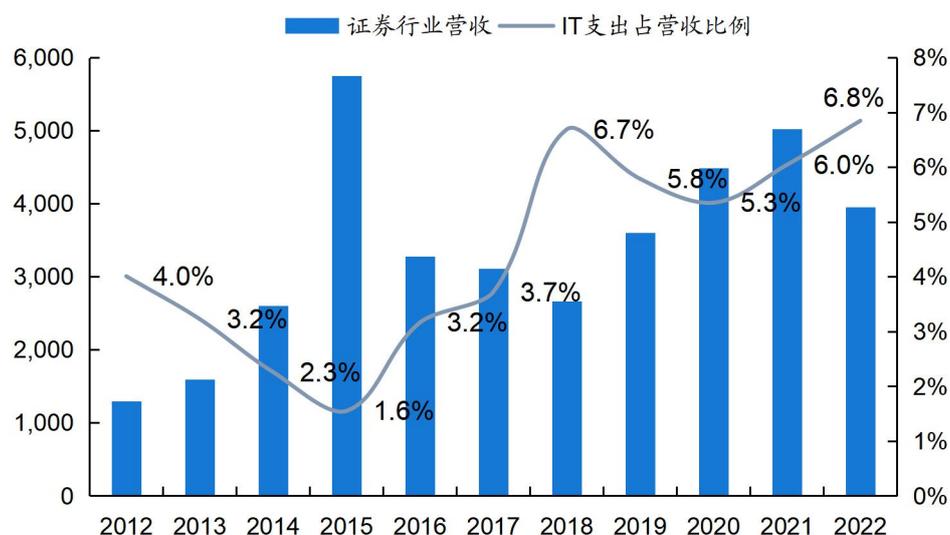
发布日期	发布主体	相关政策	政策要点
2022.01	银保监会	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	提高新技术应用和自主可控能力
2022.03	中国银联、国家金融科技测评中心、中国金融认证中心	《中国银联金融信息技术应用创新产品能力评估指引》	对金融信息技术应用创新产品在事前产品选型把关、强化关键技术提供方资质能力审核、前瞻性、可扩展性、稳定性等方面给予技术应用适配测试和安全评估指导,确保技术路径与需求高度匹配。
2022.04	证监会	《证券期货业网络安全管理办法(征求意见稿)》	要求核心机构和经营机构应当加强自主研发能力建设,持续提升自主可控能力,并按照国家及中国证监会有关要求开展信息技术应用创新相关工作。
2023.06	中证协	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》	推动证券公司加强网络与信息系统安全稳定运行保障体系和能力建设,提高资本市场网络和信息安全水平,防范化解网络与信息系统安全风险

资料来源:中央人民政府网、证监会、中国电子银行网、央广网、中证网、国海证券研究所

**试点持续推进，信创建设全面提速。**2020年，金融信创在各类政策指引下正式启动，在政策支持及自主驱动下，金融信创取得快速发展。试点分为三期：1) 2020年8月启动一期试点，包括银行、保险、券商在内的试点机构47家，要求信创基础软硬件采购额占IT采购总额的5%-8%；2) 2021年5月启动二期试点，试点机构扩容至198家，并要求各家信创投入不低于全年IT投入的15%，同步实现OA以及邮件等外围系统的替代；3) 2022年5月启动三期试点，指定信创试点机构数量增至390家，信创基础软硬件投入比例提高至15%-18%，同步实现一般公文系统、财务人事系统等周边业务的替换。随着试点的稳步推行，我国信创迈入全面建设提速期，朝着核心系统国产化替代阶段迈进。

**证券IT支出占比稳定，信创三期试点加速IT市场发展。**根据中国证券业协会数据显示，2012-2021年中国证券IT支出从51.88亿元增长到303.55亿元，2022年由于证券公司总营收大幅下滑而有所缩减，IT支出占营收比例自2018年开始便稳定在6%左右。此外，《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》指出鼓励有条件的公司积极推进新一代核心系统的建设，我们预计未来几年券商或将进入信创密集改造期，IT支出占比有望进一步提升。

图9：证券IT行业支出占比



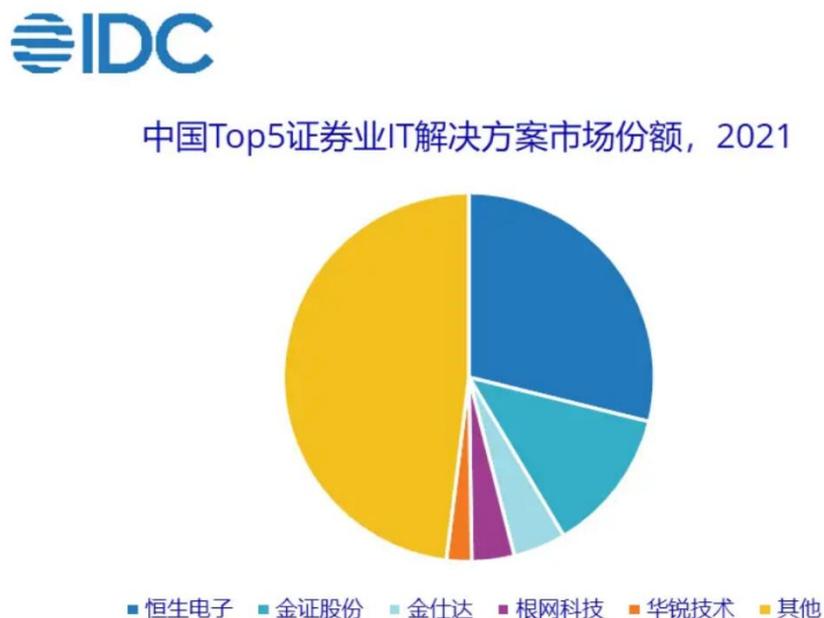
资料来源：中证协、Wind、券商中国、国海证券研究所

### 3、信创进度优势显著，兼具高发展潜力

#### 3.1、证券IT市场集中度高，产品差异化

当前行业集中度较高，恒生电子和金证股份优势明显。根据 IDC 数据，2021 年证券 IT 市场整体可以分为两大梯队：1) 证券 IT 龙头，即恒生电子和金证股份，先发优势和技术壁垒较高，市场地位领先，市场总份额接近 50%。2) 其他证券 IT 供应商，包括顶点软件、金仕达、华锐技术、根网科技等。

图 10：2021 年证券 IT 竞争格局

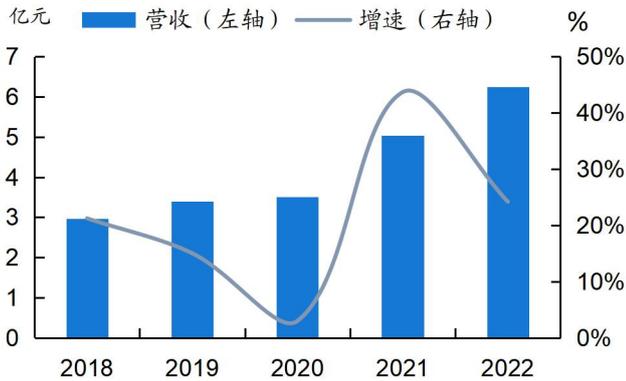


资料来源：IDC、199IT

#### 3.2、营收净利润稳健增长，财务指标稳中向好

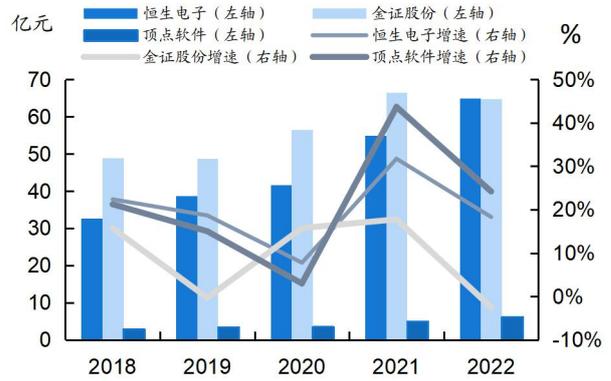
营收稳定向好，增速位于行业前列。2022 年公司营收 6.25 亿元，同比增长 24.2%，2023 年前三季度营收 4.57 亿元，同比增长 17.8%。公司自 2021 年恢复营收增速后，2022 和 2023 年前三季度依旧维持在接近 20% 的增速，稳中向好。在同业对比方面，营收增速整体趋势较为接近，受行业整体影响较大，2021、2022 年两年公司营收增速均位于三家公司之首。

图 11: 顶点软件营业收入及增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 12: 同行业公司营业收入及增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

以软件和证券业为主，同业收入结构差异化。从收入结构上来看，2022年顶点软件定制软件业务占总营收比例为69%，产品化软件、软件运维服务和系统集成设备占营收比例分别为15%、14%和2%。同行业公司中，恒生电子和顶点软件一样，以软件收入为主，其中又以大零售和大资管为主要收入来源，2022年占比分别为43%和24%；金证股份方面，IT设备分销业务为主要营收来源，2022年占总营收比例达到56%。2022年，金证股份金融行业业务占比达到35.6%，其中以定制服务业务、证券经纪软件业务和银行软件业务为主，占比分别为13.9%、10.2%和7.9%。

图 13: 2022 年同行业公司收入结构

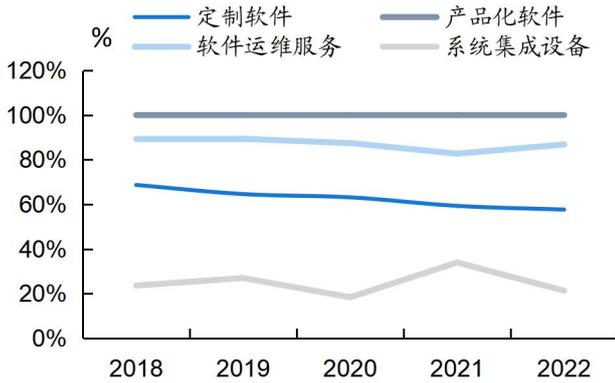


资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 或因四舍五入原因加总可能不为 100%

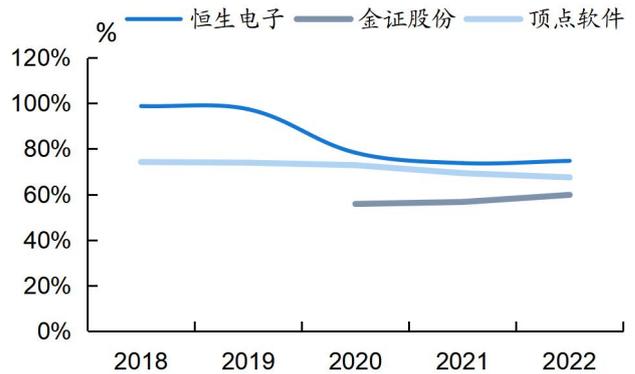
毛利率保持稳定，位居行业较高水平。2022 年公司毛利率为 67.5%，连续四年同比下降。2023 年前三季度毛利率为 70.52%，整体有所回升，我们预计将维持在 70% 水平左右。分业务来看，2022 年定制软件、产品化软件、软件运维服务、系统集成设备毛利率分别为 57.6%、100%、86.8% 和 21.3%。同行业公司中，2022 年恒生电子（软件业务）、金证股份（软件业务）和顶点软件毛利率分别为 74.7%、59.8% 和 67.5%，恒生电子软件业务毛利率具有一定优势。

图 14: 顶点软件各业务毛利率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15: 同行业公司毛利率

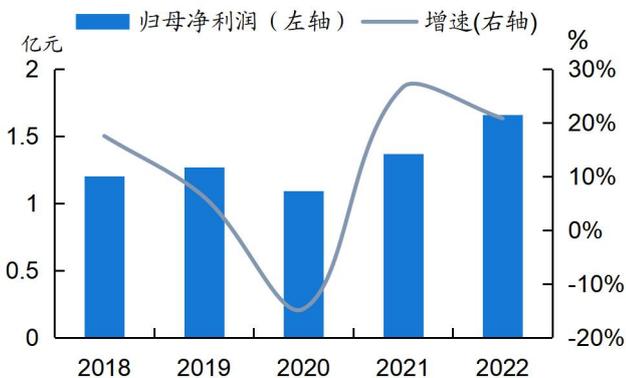


资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 恒生电子和金证股份为软件业务毛利率

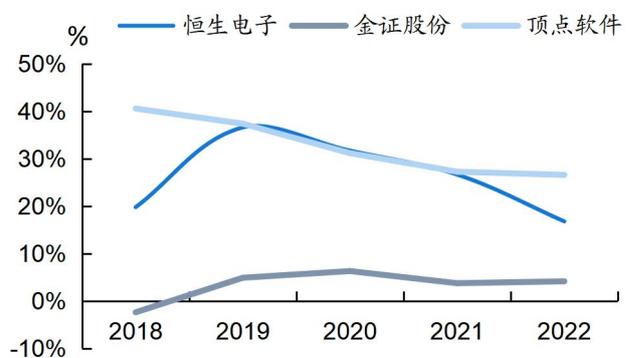
归母净利润高速增长，归母净利率行业领先。2022 年公司归母净利润为 1.66 亿元，同比增长 20.8%。2023 年前三季度归母净利润为 1.2 亿元，同比增长 63.31%。同行业公司中，2022 年恒生电子、金证股份和顶点软件的归母净利率分别为 16.8%、4.2% 和 26.6%，体现出公司较强的盈利能力。

图 16: 顶点软件归母净利润及增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

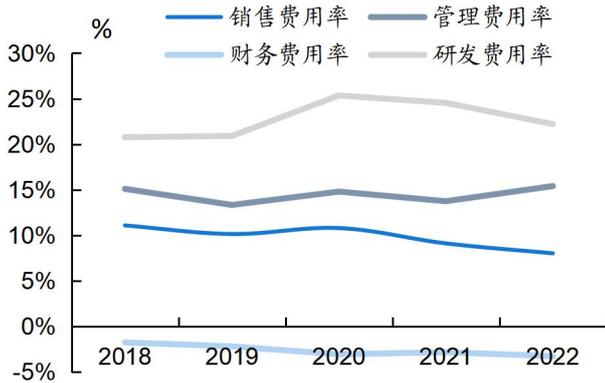
图 17: 同行业公司归母净利率



资料来源: Wind、国海证券研究所

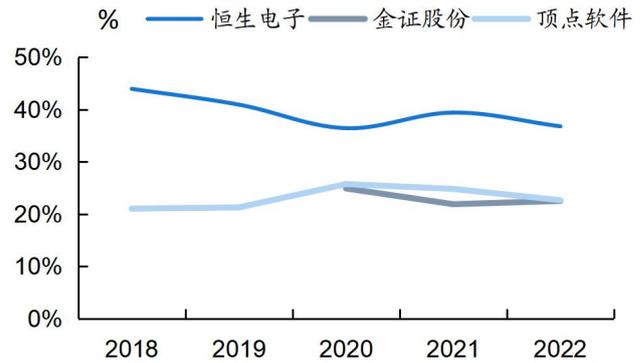
销售费用率持续下降，恒生电子研发投入占比较高。2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 8.0%、15.4%、-3.3%和 22.2%，其中销售费用率连续四年下降，体现出公司良好的销售费用管控能力。同行业公司中，2022 年恒生电子、金证股份和顶点软件在剔除硬件部分的营收后，研发费用率分别为 36.8%、22.5%和 22.6%，恒生电子研发投入占比领先。

图 18: 顶点软件各项费用率



资料来源: Wind、国海证券研究所

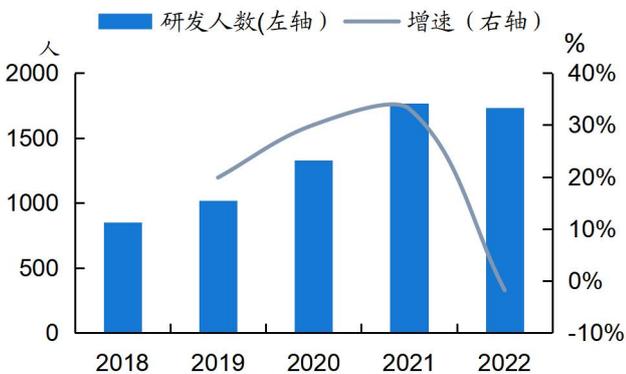
图 19: 同行业公司软件业务研发费用率



资料来源: Wind、国海证券研究所

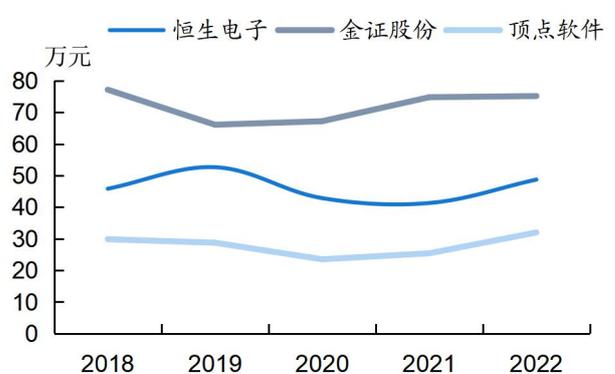
研发人数保持稳定，金证股份人效行业领先。2022 年公司研发人数为 1733 人，同比下降 1.8%；总员工人数为 1954 人，研发人数占比为 88.7%，同比下降 0.4pcts，整体保持稳定。同行业公司中，2022 年恒生电子、金证股份和顶点软件的人均创收分别为 48.72、75.13 和 31.99 万元，恒生电子和金证股份由于行业领先地位，拥有较高的定价权，同时金证股份在与恒生电子营收接近的情况下总员工人数较少，因此人效为三家公司中最高的。

图 20: 顶点软件研发人数及增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 21: 同行业公司人均创收



资料来源: Wind、国海证券研究所

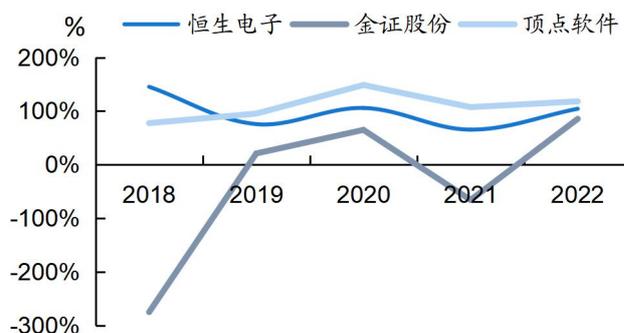
经营性现金流充裕，净现比行业领先。2022 年公司经营性现金流净额和净现比分别为 1.96 亿和 118.1%，盈利质量较高。同业公司中，2022 年恒生电子、金证股份和顶点软件的净现比分别为 104.3%、85.5%和 118.1%，顶点软件连续四年领先。

图 22：顶点软件经营性现金流净额及净现比



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 23：同业公司净现比



资料来源：Wind、国海证券研究所

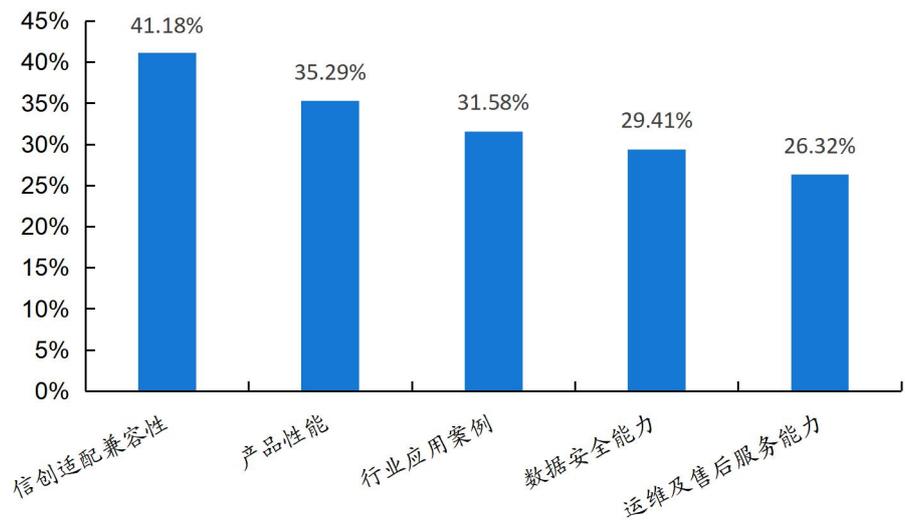
### 3.3、提升后台市场份额，共享中台市场发展增量

#### 3.3.1、后台业务：信创集中落地或将带来中短期业务高增长，顶点软件有望弯道超车

国产替换进入深水区，后台市场中短期迎来高增长。根据券商中国数据，2022 年证券 IT 行业支出规模约为 270.4 亿元，占证券总营收比例约为 6.8%。随着核心业务系统国产替换进入深水区，后台 IT 市场中短期或将迎来高增长，有望带动整体 IT 支出占比进一步提升。

信创适配、性能和应用案例为信创产品核心考量因素。根据第一新声调查研究，应用软件产品的采购核心考量因素包括信创适配兼容性、产品性能、行业应用案例、数据安全能力和运维及售后服务能力。而其中，将信创适配兼容性、产品性能和行业应用案例纳入考量因素的企业超过了 30%，为核心考量因素。

图 24: 应用软件采购关键因素 TOP5



资料来源：第一新声研究院、国海证券研究所

**信创带来新变量，竞争格局或将重新洗牌。**由于证券公司选择核心业务产品粘性较强，因此证券公司在未来几年对于新一代核心业务系统的选型结果将对证券IT市场竞争格局产生较大影响。我们选取部分头部券商数据，其中3家公司原先使用恒生电子核心业务系统，4家公司原先使用金证股份产品，3家公司使用金仕达产品，1家公司使用顶点软件产品。从行业案例来看，在新一代选型情况中，中信证券已经确定从选择恒生电子转向顶点软件，顶点软件此次中标的意义重大，如果之后顶点软件的系统产品经受住检验，那么将给行业带来较强的示范效应，或将完全改变当前后台核心业务的竞争格局，顶点软件市占率有望持续提升。

**表 5：部分券商新一代核心业务系统产品情况**

公司名称	2021 年信息技术投入 (亿元)	原有核心业务系统供应商	新核心业务系统供应商	进度	备注
中信证券	17.4	恒生	顶点	在建	预计一期项目将于近期上线
国泰君安	15.4	金证	华锐 (中间件)	上线	整体上线
招商证券	12.8	金仕达	恒生	上线	恒生全链路信创 UF3.0
华泰证券	23.4	恒生	恒生	在建	恒生 UF3.0
国信证券	9.7	金证	金证、华锐	在建	金证：核心交易系统清算中心软件 华锐：核心交易系统交易中心软件
海通证券	12.1	金仕达	顶点、华锐	在建	顶点：千万级客户上下场优化项目 华锐：自动化测试优化项目
东方财富	6.6	金证	金证	上线	金证 FS2.0
中泰证券	9.3	金证	金证	上线	金证 FS2.0
方正证券	5.6	恒生	恒生	在建	恒生 UF3.0
光大证券	6.4	金仕达	金仕达、恒生	在建	金仕达：核心交易系统 恒生：场外订单系统
东吴证券	3.4	顶点	顶点	上线	A5 全栈信创上线运行

资料来源：中证协、剑鱼标讯、华锐技术、金融界、中国证券报、零壹财经、宁波大学官网、Oceanbase、各公司官网、各公司官方公众号、国海证券研究所

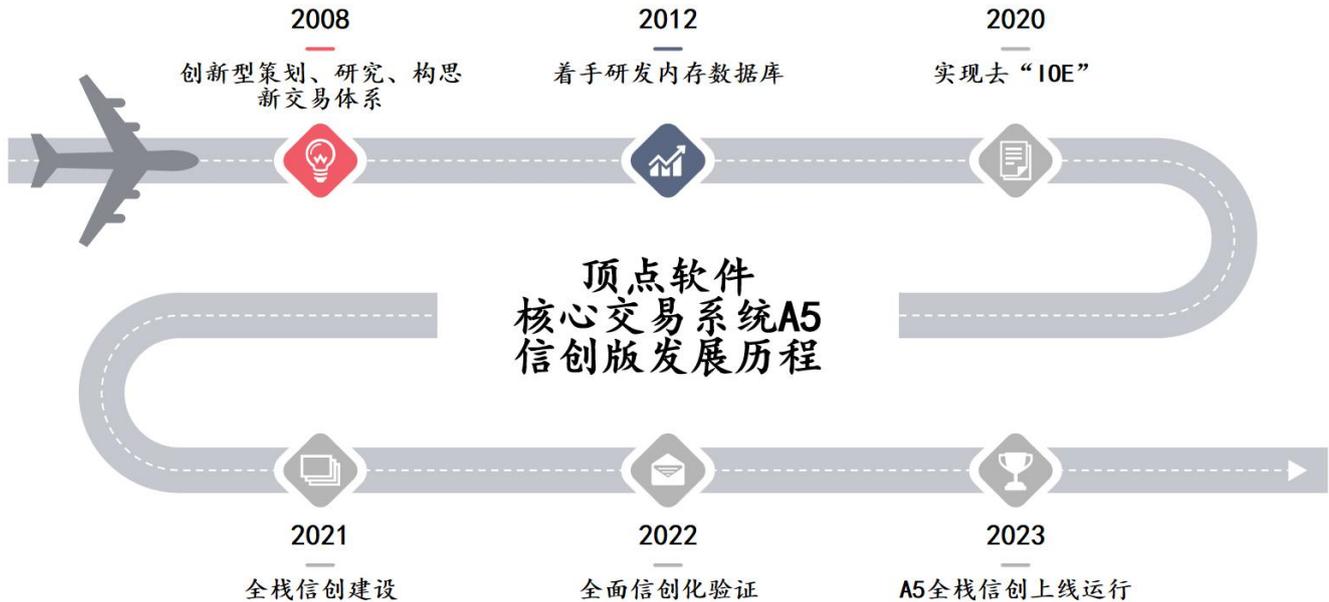
**性能属性差距较小，顶点软件信创进度领先。**核心交易系统和极速交易系统作为券商后台业务主要组成部分，按照应用软件信创主要考量因素进行对比：从性能角度考虑，各家公司都有较长时间的技术和经验积累，相对较为接近，因此这方面无法起到决定性的作用；从信创适配度考虑，顶点软件拥有较为领先的信创进度。在核心交易系统方面，2020 年顶点软件首次实现去“IOE”，2023 年核心交易系统 A5 实现全栈信创上线运行，成为全行业率先实现信创核心交易体系全栈上线、全业务覆盖、全客户迁移的公司。极速交易系统方面，顶点软件全站信创支持，从基础设施层、技术平台层到上层的应用系统全面适配国产软硬件，两融、期权做市交易量占比超过 70%。

**信创系统替换需要长时间测试，先发优势重要性高。**核心业务系统信创化替换需要时间进行系统部署、测试和优化，先发优势难以被高技术性磨平，例如近期便发生了部分券商出现客户交易委托单延迟报送以及系统宕机而被批评的情况，因此核心业务系统信创化替代前的测试较为重要。

**顶点软件布局早彰显高前瞻性，率先实现核心交易系统全面信创上线。**顶点软件早在 2008 年便着手进行新交易体系的策划与研究，通过解耦分离稳态、敏态业务处理，稳态业务用新的存算分离交易计算模式代替依赖国外大型数据库交易计算的传统模式，实现去“O (Oracle 数据库)”化。2023 年 6 月，核心交易系统 A5 信创版在上线运行三周年，期间经受多次万亿行情考验，稳定持续运行；同年 10 月，A5 全面信创上线，成为全行业第一家实现和新交易体系全栈上线、

全业务覆盖和全客户迁移的核心交易系统，彰显公司在核心业务系统信创化的领先与行业标杆地位。

图 25：顶点软件核心交易系统 A5 信创版发展历程



资料来源：公司官网、上海证券报、国海证券研究所

### 3.3.2、中台业务为蓝海市场，厂商将共同享受行业增量

**业务模式转型升级，前中台发展持续向好。**随着近年券商逐步实现核心交易系统信创版落地，为避免同质化竞争，我们认为券商业务有望转型升级，从传统服务中介转向以客户服务创新为目标，IT建设也将逐步转移建设重心至前中台。AIGC以及垂类大模型有望在前中台得到应用，智能中台或将加速建设，证券IT中台支出占比有望持续提升。

**自研业务架构体系为基石，中台产品各具特色。**恒生电子、金证股份和顶点软件在2019-2020年陆续推出了自己的业务架构平台，通过中台化、组件化、助推数字化时代的应用研发与交付，积极推进金融系统架构升级，为金融行业数字化转型赋能。1) 恒生电子金融数字化基础设施 Light: 推出十大技术栈满足金融行业对云原生、高性能、数智化的技术需求，实现构建数据中台、业务中台、技术中台为一体的大中台战略。2) 金证股份云原生平台 KOCA: 分为开放、运行、运维三大平台，共计17个具体细分平台，为行业的具体业务场景提供业务组件。3) 顶点软件灵动技术中台 Live5: 共计9个细分架构平台，不仅服务于顶点全业务线的开发运维一体化，还可根据需求将技术中台能力转移给金融机构合作伙伴，致力于与金融机构一起打造差异化的解决方案。三家行业领先公司在中台业务产品均有独特布局思路，面对未来一片蓝海的证券IT中台市场，有望实现差异化竞争，共享市场增量。

**表 6: 行业主要公司业务架构体系**

公司	恒生电子	金证股份	顶点软件	
架构体系	金融数字化基础设施 Light	开放云原生平台 KOCA	灵动技术中台 Live5	
发布时间	2020 年 5 月	2019 年 11 月	2020 年 10 月	
特点	十大技术栈	开放、融合、敏捷、安全	模型即软件、建模即开发	
细分平台数量	10	17	9	
细分平台	前端	Light-FE	KOCA-MXP	-
	微服务	Light-JRES	KOCA-CORE, API-GATEWAY	LiveAMS
	低延时	Light-LDP	KOCA-LDP	-
	效能	Light-DevOps	KOCA-DEVOPS	-
	低码	Light-ATOM	KOCA-LCP	-
	数据库	Light-DB	KOCA-MDB	HyperDB
	大数据	Light-DATA	KOCA-DIDA	-
	人工智能	LightGPT	KOCA-INSIGHT	-
	区块链	Light-HSL	KOCA-CHAIN	-
	分布式云原生底座	Light-CORE	KOCA-CMP	-
	中间件	-	KCXP, KCBP, KESB	Losap
	网关	-	KOCA-KGMS	LiveGateway
	其他	-	高速消息总线: KOCA-HARE 运维平台: KOCA-AMO	业务架构: LiveBOS 移动开发架构: LiveMobile 统一消息推送: LivePush 统一认证: LiveID 即时通信服务: LiveMessage

资料来源: 各公司官网、财联社、同花顺财经、金融界、国海证券研究所

## 4、把握市场需求发展，打开业绩增长空间

核心交易系统信创化替代重塑竞争格局，极速交易系统带来新增长。后台业务中，核心交易系统方面，随着近年券商将持续完成核心业务系统信创化替代，在中信证券头部券商的引领作用下，在东吴证券顶点 A5 全栈信创化上线的基础上，顶点软件有望进一步增强自身产品竞争力，获取更多市场份额；在极速交易系统方面，近年来，国内量化基金快速发展，程序化交易在市场的重要程度逐渐提升。2023 年 12 月上交所发布《关于进一步做好股票程序化交易报告工作有关事项的提示函》，有关程序化交易的监管体系也在日益完善。顶点软件在 2019 年推出新一代极速交易系统 HTS，截至 2023 年 7 月，已有中信证券、中金公司、国泰君安证券、银河证券、长城证券等 9 家证券公司签约完成了 HTS2 升级以及新交易节点扩容，业绩有望持续向好。

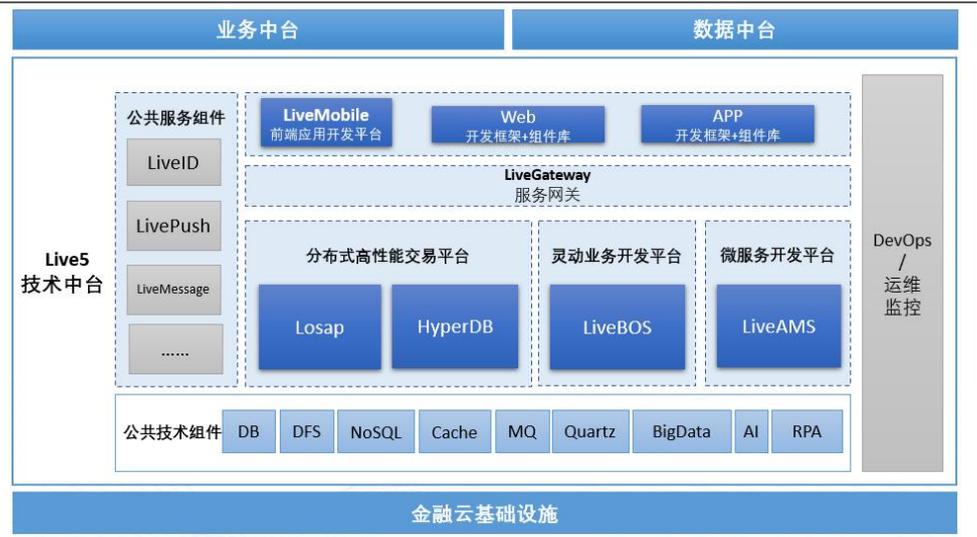
图 26: 顶点软件核心交易系统 A5 全栈信创版架构



资料来源: 公司公众号

中台业务发展潜力较大，顶点软件 CRM 市占率领先。中台业务方面，随着未来券商有望持续转移 IT 建设至前中台，市场整体一片蓝海。顶点软件作为证券行业集中运营和 CRM 产品的引领者，自主研发的 Live5 技术体系融合了系统框架、开发技术栈、成熟功能组件、系统发布运维等多个方面，包含微服务、灵动业务、灵动数据等三大技术平台，为行业信创提供高效的支持与成熟的完全自主可控的解决方案。据公司官方数据，截至 2021 年 9 月，约有 60% 的头部券商使用顶点软件 CRM，CRM 系统领先优势明显。顶点软件证券 IT 中台业务有着过去成功产品的案例，有望在未来潜力较大的中台业务中与其他友商差异化竞争，享受行业增量。

图 27: 顶点软件 Live5 技术中台



资料来源: 公司公众号

资管新规落地加快财富管理转型，资管 IT 业务需求不断增长。2022 年资管新规正式落地，理财市场全面进入净值化时代。随着财富管理市场的高增长，也带来了行业生态新的格局变化：金融行业财富管理的变革升级全面提速，业务模式从卖方销售的通道模式向买方投顾的服务模式转型是大势所趋。

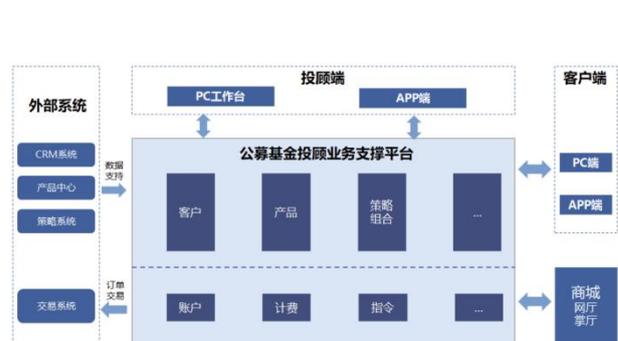
资管信创可期，助力公司持续渗透市场。未来资管有望持续推进信创化改造，顶点软件可以通过在信创领域的先发优势，持续渗透资管业务核心产品，例如交易估值投研等系统，发展潜力较大。截至 2023 年 9 月，顶点与民生银行、海通证券、广发基金、中粮信托、光大期货等财富机构在基金投顾、资产配置等领域建立了深度合作关系，这部分业务有望持续向好，发展空间较大。

图 28: 顶点软件“财富+”体系



资料来源: 公司官网

图 29: 顶点软件公募投顾解决方案



资料来源: 公司公众号

**市场份额与行业发展双轮驱动，公司营收有望大幅提升。**从证券行业来看，证券总营收 2022 年受行业景气度影响下滑明显后，2024 年开始或将得益于宏观环境向好与利好政策，我们预计 2025 年同比有望恢复至 2021 年水平；从证券 IT 市场来看，《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》鼓励券商信息科技平均投入金额不少于 2023 年至 2025 年平均净利润的 10%或平均营业收入的 7%，证券 IT 支出比例保持稳定；从顶点软件目标市场来看，受益于 2023 年中标中信证券核心交易系统，在头部券商示范作用下，市场份额有望在 2022 年基础上得到大幅提升，经我们测算可得，顶点软件 2023-2025 年营收预计同比将在 29%左右，增长趋势强劲。

**表 7：顶点软件目标市场份额测算**

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
证券行业总营收（亿元）	3113.3	2662.9	3604.8	4484.8	5024.1	3949.7	4147.2	4354.6	4877.1
证券行业总营收同比（%）	-5.1%	-14.5%	35.4%	24.4%	12.0%	-21.4%	5.0%	5.0%	12.0%
证券 IT 总支出占总营收比例（%）	3.7%	6.7%	5.8%	5.3%	6.0%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%
证券 IT 总支出规模（亿元）	115.9	178.1	208.5	239.9	303.6	270.3	290.3	313.5	360.9
顶点软件营收占证券 IT 总支出比例及预计比例（%）	2.1%	1.7%	1.6%	1.5%	1.7%	2.3%	2.8%	3.3%	3.8%
顶点软件营收（亿元）	2.4	3.0	3.4	3.5	5.0	6.3	8.1	10.3	13.7
顶点软件营收（预计）同比（%）	19.0%	21.3%	14.9%	2.9%	43.7%	24.3%	30.1%	27.3%	32.6%

资料来源：Wind、国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

### 5.1、盈利预测

#### 定制软件:

定制化软件作为公司的主要收入来源,公司 2023 年成功中标投得头部券商第一家新客户,随着 2025 年前券商后台核心业务系统信创化替代陆续落地,在头部证券的引领下,市场份额有望不断提升,并进一步带动其余定制化产品销售,业绩有望持续向好。我们预计公司 2023-2025 年定制软件营收 5.7/7.3/9.9 亿元, yoy+32%/+29%/+34%。

#### 产品化软件:

公司通过 3+1 技术平台,2022 年开始在金融行业得到广泛应用,包括企业级数据中台的构建等场景,赋能标准化产品开发,业绩有望进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年产品化软件营收 1.2/1.4/1.8 亿元, yoy+25%/+21%/+27%。

#### 运维服务:

运维服务业绩主要基于公司定制软件和产品化软件的销售情况,随着公司产品不断开拓市场,新产品持续落地,新客户逐渐增加,运维服务需求也有望持续上升。我们预计公司 2023-2025 年运维服务营收 1.2/1.4/1.8 亿元, yoy+29%/24%/28%。

#### 系统集成:

系统集成业务主要包括将整个系统中的外购软件、硬件按照合理的方式进行集成,这部分业务同样受公司主要产品销售情况影响,随着公司核心产品实现全栈信创化,有望持续带动集成系统业务协同发展。预计公司 2023-2025 年系统集成营收 0.1/0.2/0.2 亿元, yoy+6%/33%/38%。

表 8：顶点软件营收预测（亿元）

业务结构	类别	2022A	2023E	2024E	2025E
定制软件	收入	4.3	5.7	7.3	9.9
	YOY	28.3%	32.0%	29.1%	34.4%
产品化软件	收入	0.9	1.2	1.4	1.8
	YOY	9.5%	25.5%	21.1%	26.7%
运维服务	收入	0.9	1.2	1.4	1.8
	YOY	18.4%	28.9%	24.0%	28.1%
系统集成	收入	0.1	0.1	0.2	0.2
	YOY	68.6%	6.0%	32.9%	38.5%
合计	收入	6.2	8.1	10.3	13.7
	YOY	24.3%	30.1%	27.3%	32.6%

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 5.2、估值分析与投资评级

公司作为行业领先的金融 IT 解决方案提供商，率先实现核心业务系统全栈信创，信创领先优势显著，证券 IT 中后台业务市占率有望持续提升。因此我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.40/3.24/4.37 亿元，EPS 分别为 1.40/1.89/2.55 元/股，当前股价对应 PE 分别为 26.6/19.7/14.6X。因此，我们维持“增持”评级”。

## 6、风险提示

**市场竞争加剧。**随着行业持续发展，行业竞争或将面临持续加剧，来自潜在竞争者进入行业以及原有竞争者的威胁可能导致公司的市场份额有所下滑。

**技术水平发展不及预期。**对于金融 IT 市场，技术水平是较为重要的影响因素之一，公司如果不能及时跟踪技术的发展升级并开发符合市场需求的新产品，公司产品的竞争力可能出现不足。

**监管合规风险。**对于已进行业务合作的客户，如果相关客户受到处罚或公司的相关软件服务被暂停或终止开展，将对公司的经营产生不利影响。

**人力资源风险。**随着金融科技的高速发展，金融 IT 人力需求旺盛，其他公司若能提供较高的薪酬待遇，将对公司人才资源产生较大影响。

**无法持续享受税收优惠风险。**公司享受各类税收优惠，未来如果公司不满足税收优惠条件，将对公司业绩产生不利影响。

附表：顶点软件盈利预测表

证券代码:	603383				股价:	37.22				投资评级:	增持				日期:	2024/01/30			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	12%	16%	18%	20%	EPS	0.99	1.40	1.89	2.55										
毛利率	67%	70%	72%	73%	BVPS	7.95	8.64	10.53	13.08										
期间费率	20%	22%	21%	22%	<b>估值</b>														
销售净利率	27%	29%	31%	32%	P/E	44.08	26.60	19.66	14.59										
<b>成长能力</b>					P/B	5.49	4.31	3.54	2.85										
收入增长率	24%	30%	27%	33%	P/S	11.97	7.84	6.16	4.65										
利润增长率	21%	44%	35%	35%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.37	0.44	0.49	0.54	营业收入	625	813	1035	1371										
应收账款周转率	16.06	15.45	17.36	19.36	营业成本	203	243	291	370										
存货周转率	1.64	1.70	1.70	1.75	营业税金及附加	8	11	14	18										
<b>偿债能力</b>					销售费用	50	75	90	117										
资产负债率	23%	23%	21%	19%	管理费用	96	118	150	202										
流动比	3.91	3.81	4.34	4.83	财务费用	-20	-15	-18	-23										
速动比	3.55	3.43	3.92	4.36	其他费用/(-收入)	139	194	231	312										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	174	252	340	458										
现金及现金等价物	1390	1480	1809	2272	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	50	55	64	77	利润总额	174	251	340	458										
存货净额	130	156	186	237	所得税费用	10	14	19	26										
其他流动资产	18	18	20	23	净利润	164	237	321	432										
<b>流动资产合计</b>	<b>1588</b>	<b>1708</b>	<b>2079</b>	<b>2609</b>	少数股东损益	-2	-3	-4	-5										
固定资产	96	88	80	71	归属于母公司净利润	166	240	324	437										
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	55	86	84	83	经营活动现金流	196	247	307	420										
长期股权投资	41	53	44	16	净利润	166	240	324	437										
<b>资产总计</b>	<b>1780</b>	<b>1935</b>	<b>2287</b>	<b>2780</b>	少数股东损益	-2	-3	-4	-5										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	11	11	11	11										
应付款项	7	8	1	1	公允价值变动	-1	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	30	12	-11	-6										
其他流动负债	399	441	478	539	投资活动现金流	-45	35	22	43										
<b>流动负债合计</b>	<b>407</b>	<b>448</b>	<b>479</b>	<b>540</b>	资本支出	-5	-4	-1	-2										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-50	58	8	28										
其他长期负债	0	0	0	0	其他	11	-18	14	17										
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	筹资活动现金流	-88	-123	0	0										
<b>负债合计</b>	<b>407</b>	<b>448</b>	<b>479</b>	<b>540</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	171	171	171	171	权益融资	9	14	0	0										
股东权益	1374	1487	1808	2240	其它	-97	-137	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1780</b>	<b>1935</b>	<b>2287</b>	<b>2780</b>	现金净增加额	64	160	329	463										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【非银小组介绍】

孙嘉赓，非银金融与金融科技团队首席分析师，主要覆盖证券、保险、多元金融、金融科技等若干领域，专注中小市值成长股挖掘，善于开展差异化、特色化行业深度研究。

### 【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

### 【分析师承诺】

孙嘉赓，刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。