

顶点软件（603383）

顶点软件的估值研究

买入（维持）

2024年05月31日

证券分析师 王紫敬

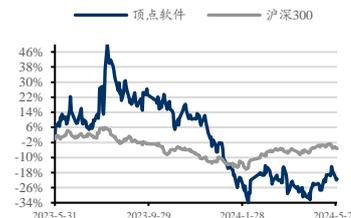
执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	624.59	743.91	835.00	1,000.00	1,190.00
同比（%）	24.19	19.10	12.24	19.76	19.00
归母净利润（百万元）	166.04	233.26	270.67	335.16	385.68
同比（%）	20.82	40.49	16.04	23.83	15.07
EPS-最新摊薄（元/股）	0.81	1.14	1.32	1.63	1.88
P/E（现价&最新摊薄）	39.74	28.29	24.38	19.69	17.11

股价走势



投资要点

- **A5 中标某头部券商第三代核心系统建设项目，成为最关键客户的标杆替换案例。** 除此外，2023 年与 3 家战略合作客户签署 A5 升级合同，A5 的用户快速扩大，同时东吴证券 A5 完成了 100%国产化设备与基础系统软件的国产化替代，成为业内首个信创化单轨运行，100%完成国产替代的案例。
- **先发优势：**顶点 2013 年开始自行研发内存数据库 HyperDB，2015 年联合东吴证券进行全信创的 A5 交易系统的研发，2020 年 6 月全面上线至今已顺利运行 3 年时间；目前 A5 还在东海证券、华宝证券、麦高证券上线，信创案例全行业最多。
- **技术路线：**公司确立分布式路线较早，内存路线也已打磨 14 年时间，存算分离架构弱化数据库作用，交易期间的性能部分由内存数据库替代，交易结束后的查询等存储功能由国产信创数据库替代，较好地解决了数据库性能和可靠性的问题。目前顶点在核心交易系统信创领先优势显著，有望以点带面切入新客户替换，弯道超车带动全业务信创落地。
- **顶点在竞标过程中有明显优势。**招标方在选型过程中尤其重视产品的成熟度和标杆案例，而顶点软件目前具备了在证券 IT 领域中较成熟的产品和强有力的标杆案例。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到金融信创的带动以及证券 IT 行业的信息化推进节奏，我们维持公司 2024-2026 年收入 8.35/10.0/11.9 亿元，归母净利润 2.7/3.35/3.86 亿元，对应 EPS 1.32/1.63/1.88 元，对应 PE 24/20/17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**证券、资管等下游行业压缩 IT 开支、市场竞争加剧、信创推进不及预期。

市场数据

收盘价(元)	32.12
一年最低/最高价	31.40/75.87
市净率(倍)	3.64
流通 A 股市值(百万元)	6,539.92
总市值(百万元)	6,598.62

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.83
资产负债率(% ,LF)	15.12
总股本(百万股)	205.44
流通 A 股(百万股)	203.61

相关研究

《顶点软件(603383): 2023 年报&2024 年一季报点评: 业绩稳定增长，信创替换在即》

2024-04-28

《顶点软件(603383): 2023 年中报点评: 业绩符合预期，A5 渗透与金融信创加速共振》

2023-08-25

内容目录

1. 顶点软件的市场占有率会伴随信创事业的推进而提高	4
2. 市场空间	4
3. 风险提示	5

图表目录

图 1: 顶点软件估值测算.....	5
--------------------	---

1. 顶点软件的市场占有率会伴随信创事业的推进而提高

A5 中标某头部券商第三代核心系统建设项目，成为最关键客户的标杆替换案例。除此外，2023 年与 3 家战略合作客户签署 A5 升级合同，A5 的用户快速扩大，同时东吴证券 A5 完成了 100%国产化设备与基础系统软件的国产化替代，成为业内首个信创化单轨运行，100%完成国产替代的案例。

先发优势：顶点 2013 年开始自行研发内存数据库 HyperDB，2015 年联合东吴证券进行全信创的 A5 交易系统的研发，2020 年 6 月全面上线至今已顺利运行 3 年时间；目前 A5 还在东海证券、华宝证券、麦高证券上线，信创案例全行业最多。

技术路线：公司确立分布式路线较早，内存路线也已打磨 14 年时间，存算分离架构弱化数据库作用，交易期间的性能部分由内存数据库替代，交易结束后的查询等存储功能由国产信创数据库替代，较好地解决了数据库性能和可靠性的问题。目前顶点在核心交易系统信创领先优势显著，有望以点带面切入新客户替换，弯道超车带动全业务信创落地。

顶点在竞标过程中有明显优势。招标方在选型过程中尤其重视产品的成熟度和标杆案例，而顶点软件目前具备了在证券 IT 领域中较成熟的产品和强有力的标杆案例。

2. 市场空间

2025 年是信创事业全面替代的关键节点，替换比例和替换内容要求不断深化，金融信创有望实现显著进展。金融信创已进入深水区，重要系统的实质替换关键在于数据库的换代升级，集中交易系统更依赖数据库的性能和高可靠数据存储。

我们预期证券公司的全面信创有望于 2027 年之前完成，未来三年分别会有一些数量的证券公司被要求进行核心业务系统的全面替代，为顶点软件带来庞大的增量市场。

一旦核心业务系统替代完成，那么一般业务系统后续也将采用顶点软件的产品，从而带来单客户价值量的巨大提升。

而且核心业务系统的用户粘性非常强，可以为顶点软件带来稳定的市场份额。

顶点软件的业务布局并不局限在券商系统，在资管、银行等其他方向也都会有重大突破。

科学估值：

1. 根据调研数据，我们保守假设头部的 20 家券商每年在业务系统方面的支出均值为 0.6 亿元，其他规模分类券商分别达到 0.3 亿元和 0.15 亿元。

2. 我们基于顶点软件的信创产品优势和案例优势,预期在各规模券商的市场份额将会提升 30%以上。

3. 到 2027 年,券商行业的信创事业进入收官阶段,顶点软件的市场份额已有质变提升。除券商外,其他行业也将带来更多市场份额和业绩贡献。

图1: 顶点软件估值测算

【东吴计算机】顶点软件的科学估值研究							
2024 年主业安全边际市值 (亿)							
	2022A 收入	利润	2023A 收入	2023A 利润	2024E 收入	2024E 利润	2024E 市值
交易业务	1.5	0.5	1.8	0.6	2.1	0.7	22
其他业务	4.7	1.4	5.6	1.6	6.3	2.0	60
合计	6.3	1.9	7.4	2.3	8.3	2.7	82
关键假设	2024 年交易业务收入增长 16%, 其他业务收入增长 11%						
	2024 年净利率 33%						
	估值给予 30 倍 PE						
2027 年远期增量市值 (亿)							
	证券公司排名	数量	贡献年收入预期	中性份额增加	乐观份额增加	中性	乐观
交易及延	1~20	20	0.6	30%	60%	3.6	7.2
展系统收	21~50	30	0.3	30%	60%	2.7	5.4
入增量	51~140	90	0.15	30%	60%	4.1	8.1
	合计收入增量					10.4	20.7
	净利率					30%	32%
	净利润					3.1	6.6
	估值 PE 倍数					30	30
	2027 年远期市值增量					93	199
2024 年合计市值空间 (亿)							
	折现率					10%	10%
	2024 年增量市值折现					68	145
	2024 年合计市值空间					150	227

数据来源: 东吴证券研究所测算

3. 风险提示

证券、资管等下游行业压缩 IT 开支。当前环境下金融机构面临交易佣金、管理费率下降的风险,或导致相关公司降低 IT 开支。

市场竞争加剧。证券、资管 IT 过去多年竞争格局相对稳定,若竞争对手取得关键技术突破,或公司未拿下关键标杆案例,或导致竞争格局变化。

信创推进不及预期。金融领域信创推进要求持续深化,若节奏发生变化,或引起下游业务推进减慢。

顶点软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,670	2,118	2,538	3,051	营业总收入	744	835	1,000	1,190
货币资金及交易性金融资产	1,090	1,486	1,863	2,318	营业成本(含金融类)	229	251	293	345
经营性应收款项	61	60	76	87	税金及附加	9	11	13	16
存货	132	182	209	255	销售费用	64	67	80	95
合同资产	0	0	0	0	管理费用	101	113	135	161
其他流动资产	387	389	390	392	研发费用	153	167	200	238
非流动资产	216	248	264	285	财务费用	(16)	0	0	0
长期股权投资	38	53	62	74	加:其他收益	36	43	54	51
固定资产及使用权资产	89	105	110	118	投资净收益	10	16	19	21
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	9	9	8	8	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	8	10	13	15	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	250	285	351	407
其他非流动资产	73	71	71	71	营业外净收支	0	2	2	0
资产总计	1,886	2,365	2,802	3,337	利润总额	250	287	353	407
流动负债	380	586	688	837	减:所得税	15	16	19	22
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	235	271	334	386
经营性应付款项	17	8	10	11	减:少数股东损益	2	0	(1)	0
合同负债	250	412	488	601	归属母公司净利润	233	271	335	386
其他流动负债	113	166	190	225	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.14	1.32	1.63	1.88
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	222	287	353	407
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	234	301	368	424
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	69.16	69.96	70.70	71.05
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.36	32.42	33.52	32.41
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	19.10	12.24	19.76	19.00
负债合计	380	586	688	837	归母净利润增长率(%)	40.49	16.04	23.83	15.07
归属母公司股东权益	1,493	1,766	2,101	2,487					
少数股东权益	13	14	13	13					
所有者权益合计	1,506	1,779	2,114	2,500					
负债和股东权益	1,886	2,365	2,802	3,337					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	231	426	386	472	每股净资产(元)	8.72	8.60	10.23	12.10
投资活动现金流	(183)	(32)	(10)	(17)	最新发行在外股份(百万股)	205	205	205	205
筹资活动现金流	(138)	2	0	0	ROIC(%)	14.54	16.51	17.18	16.73
现金净增加额	(90)	396	376	455	ROE-摊薄(%)	15.63	15.33	15.95	15.51
折旧和摊销	11	14	15	16	资产负债率(%)	20.16	24.77	24.55	25.09
资本开支	(38)	(30)	(20)	(26)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.29	24.38	19.69	17.11
营运资本变动	(4)	155	58	91	P/B(现价)	3.68	3.74	3.14	2.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>