



买入（首次）

所属行业：计算机/软件开发
当前价格(元)：37.22

证券分析师

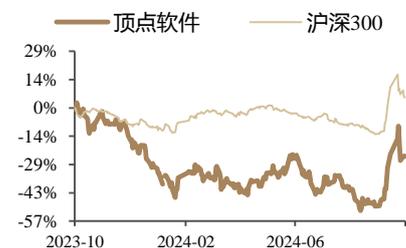
陈涵泊

资格编号：S0120524040004

邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 50.26 | 29.82 | 28.66 |
| 相对涨幅(%) | 28.98 | 15.30 | 19.13 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

顶点软件：证券IT黑马，信创有望带来α机遇

投资要点

- 深耕证券IT二十余年，全面拓展业务。**公司成立于1996年，从国内集中交易系统的初步探索阶段便开始扎根证券IT，产品线丰富，券商领域产品包含基础支撑类（交易类等）、业务运营类（运营流程数字化等）、营销服务类、机构产品线等。公司打造“1+3”自研基础技术平台，是核心业务代际升级、全域信创的重要基石。近三年，受益于信创推广与公司的领先布局，公司成长性开始显现，基本面α显著，营收业绩增速明显高于同行业可比公司。
- 信创布局领先，主要券商核心交易系统代际升级之际，有望扩大市场份额，实现弯道超车。**中政协发三年计划推动券商的数字化转型，提出券商金融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%，并明确鼓励券商核心系统架构向分布式转型。当下证券行业正进入到新一代核心交易系统更新迭代的关键时间节点：业务扩容叠加自主可控，分布式架构转型是必然趋势。公司信创布局在行业中领先，是行业内首家实现信创化全栈适配并全面上线案例的厂商。2023年10月，携手东吴证券实现A5全面信创上线，在行业中率先实现全栈上线、全业务覆盖、全客户迁移，成为首个实现代际升级的核心交易系统的成功信创实践。2023年，A5中标某头部券商第三代核心系统建设项目，成为替换友商最关键客户的案例。根据相关节奏，我们预期今年下半年开始到明年，券商核心系统升级等相关POC及招投标或有望密集开启。目前公司核心交易系统市场占有率较低，在此轮核心交易系统代际升级中具备技术布局和案例试点的先发优势，有望在后续更换中抢占更多市场份额，实现弯道超车。
- 紧抓券商资管转型机遇，财富/投行/资管等全面发力。**围绕核心交易系统的更换，紧抓资本市场改革、券商/资管转型机遇，周边系统也有望迎来发展契机。财富+方面，公司早期在CRM（营销侧）和集中运营（业务运营）领域积累了市场和品牌优势，市占率高；契合券商财富管理转型的机遇，以CRM为基础推出一系列以客户运营和管理为中心的“财富+”产品体系，C5、C6、W5、E5等产品快速推广，与多家头部券商达成合作，并将优势扩展到银行、信托、期货、基金等全域金融。投行&投研方面，收购西点信息和上海复融，分别开展投行、投研业务线；发布新一代i5数智投行平台。非券商方向也在同步发力：期货方面，推出新一代期货数智平台F5，已在多家期货上线；大资管方面，公司在资管行业营销CRM、产品运营领域保持领先地位，与40多家资管机构就资管营销数字化开展合作。
- 投资建议：**深耕证券IT领域，信创布局领先，在券商核心系统代际升级过程中，有望借助先发优势扩大市场份额。盈利预测如下：预计2024-2026年营业收入为8.0/9.3/11.0亿元，归母净利润分别为2.5/3.0/3.6亿元，对应10月16日收盘价37.22元，PE分别为30/25/21倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**信创推进不及预期、核心产品推广不及预期、金融机构预算缩减、市场竞争风险。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总股本(百万股): | 205.44 | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流通 A 股(百万股): | 203.79 | 营业收入(百万元) | 625 | 744 | 802 | 930 | 1,099 |
| 52 周内股价区间(元): | 23.67-50.45 | (+/-)YOY(%) | 24.2% | 19.1% | 7.9% | 16.0% | 18.1% |
| 总市值(百万元): | 7,646.34 | 净利润(百万元) | 166 | 233 | 254 | 304 | 362 |
| 总资产(百万元): | 1,616.55 | (+/-)YOY(%) | 20.8% | 40.5% | 8.7% | 19.9% | 19.0% |
| 每股净资产(元): | 6.61 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.81 | 1.14 | 1.23 | 1.48 | 1.76 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 67.5% | 69.2% | 69.3% | 69.0% | 68.8% |
| | | 净资产收益率(%) | 12.2% | 15.6% | 16.4% | 19.0% | 21.6% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 深耕证券 IT 二十余年，高成长性显现..... | 5 |
| 1.1. 扎根证券 IT，全面拓展业务..... | 5 |
| 1.2. 财务情况：近三年成长性优于同行业..... | 9 |
| 2. 信创布局领先，有望实现弯道超车..... | 12 |
| 2.1. 证券数字化转型是长期趋势..... | 12 |
| 2.2. 当下证券核心交易系统处于代际升级的关键节点..... | 15 |
| 2.2.1. 新一代核心系统向分布式架构转型..... | 15 |
| 2.2.2. 金融信创步入深水区，核心系统替换加速..... | 15 |
| 2.3. 公司信创布局领先，有望获取更大市场份额..... | 17 |
| 3. 紧抓券商资管转型机遇，财富/投行/资管全面发力..... | 20 |
| 4. 盈利预测..... | 25 |
| 4.1. 盈利预测与假设..... | 25 |
| 4.2. 估值分析..... | 26 |
| 5. 风险提示..... | 26 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 顶点软件公司成长历程..... | 5 |
| 图 2: 顶点软件股权结构图 (截至 2024Q2) | 6 |
| 图 3: 公司下游客户及相应产品 | 7 |
| 图 4: 公司“1+3”基础技术平台 | 9 |
| 图 5: 公司营业收入及增速 | 10 |
| 图 6: 同行业公司营业收入 (亿元) 及增速..... | 10 |
| 图 7: 证券 IT 投入及占营收比例..... | 12 |
| 图 8: 证券行业营收规模及 IT 投入占去年营收比 | 12 |
| 图 9: 证券行业利润规模及 IT 投入占净利润比..... | 12 |
| 图 10: 40 家证券公司 2023 年信息化投入情况 | 13 |
| 图 11: 2023 年信息技术投入增速超过 10% 的证券经营机构..... | 13 |
| 图 12: 2020-2023 年信息技术投入 CAGR>10% 的证券经营机构..... | 13 |
| 图 13: 2020-2022 年国际经营机构信息技术投入占营收比 | 14 |
| 图 14: 2022 年国际经营机构信息技术投入及占营收比..... | 14 |
| 图 15: 2020 年国际领先经营机构 IT 投入占营收比例 | 14 |
| 图 16: 分布式架构的优势 | 15 |
| 图 18: 金融信创推广路径..... | 16 |
| 图 19: 2021-2023 年 10 月中国金融信创采购中标产品类目占比分布情况 | 16 |
| 图 20: 证券 IT 信创项目范围..... | 17 |
| 图 21: 顶点软件 A5 信创版研发及推广历程..... | 17 |
| 图 22: 东吴证券 A5 全栈信创上线过程 | 18 |
| 图 23: A5 实现全栈信创适配..... | 18 |
| 图 24: A5 信创架构..... | 19 |
| 图 25: 2021 年中国 Top5 证券 IT 解决方案市场份额 | 20 |
| 图 26: 2021 年中国 Top5 证券业核心交易系统市场份额 | 20 |
| 图 27: 顶点 CRM 客户需求与金融产品撮合..... | 21 |
| 图 28: 公司 C5 新零售业务支撑系统..... | 21 |
| 图 29: 顶点软件 CRM、C5、C6 产品发展历程 | 21 |
| 图 30: 顶点机构理财平台双端赋能 | 22 |
| 图 31: 顶点公募基金投顾业务支撑平台 | 22 |
| 图 32: 基金投顾试点资格获批机构 | 22 |
| 图 33: 顶点信托财富中台 C5 特点 | 23 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 34: 顶点期货 F5 多家上线..... | 23 |
| 图 35: 顶点员工效能分析..... | 23 |
| 图 36: 机构 CRM 与大头行系统对接..... | 24 |
| 图 37: 公司大资管业务..... | 24 |
| 图 38: 营收拆分及预测..... | 25 |
| | |
| 表 1: 首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标..... | 6 |
| 表 2: 公司主要产品及客户案例..... | 7 |
| 表 3: 2020-2022 年证券行业资本性支出各业务占比情况..... | 14 |
| 表 4: A5 信创推广情况..... | 18 |
| 表 5: 同业其他厂商信创适配进程..... | 20 |
| 表 6: 可比公司估值比较..... | 26 |

1. 深耕证券 IT 二十余年，高成长性显现

1.1. 扎根证券 IT，全面拓展业务

聚焦证券 IT 28 年，全面拓展业务。公司成立于 1996 年，跟随证券交易系统的发展变化，公司整体成长路线可分为三个阶段。

(1) 2001-2007 年：集中交易系统奠基阶段。国内证券公司从 2001 年开始了集中交易系统的初步探索，在此背景下，公司 2001 年中标西北证券集中交易项目合同并成功上线，后续又成功上线了东海证券、上海证券、德邦证券等集中交易项目。

(2) 2008-2019 年：券商业务进一步丰富，开拓其他金融/非金融领域。2008 年，绝大部分证券公司已基本实现集中交易，公司一方面顺应互联网、大数据等新技术变革继续开拓证券产品，2014 年推出新一代互联网金融交易服务平台，客户经营平台 CRM4 正式发布，2017 年上交所主板上市，2019 年推出新一代极速交易系统 HTS；另一方面开始布局信托、私募、要素交易等领域，将核心能力向外拓展。

(3) 2019-至今：超前布局信创，在信创领域实现突破。2019 年，LiveBOS 麒麟版上线；2020 年应用“飞驰”内存数据库、实时多活架构、智能化服务治理等一系列核心自主技术而构建的新一代分布式交易系统 A5 信创版全面上线，在硬件平台（鲲鹏芯片、泰山服务器）、操作系统适配上均可实现去 IOE 国产或自研的要求，在整体技术生态上实现了自主可控，开行业之先河。信创替换有望成为公司新一轮发展契机。

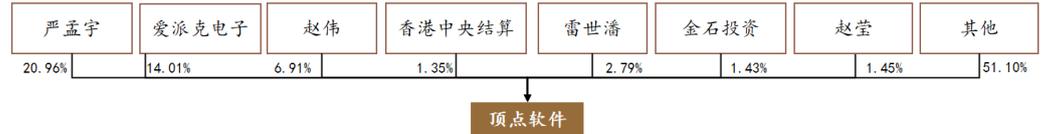
图 1：顶点软件公司成长历程



资料来源：公司官网，顶点软件公众号，德邦研究所

股权结构稳定，创始人多为工科背景。截至 2024 年 6 月底，公司实控人为董事长严孟宇先生，是公司的创始人之一，持股 20.96%，毕业于北京理工大学机械设计与制造专业，工学学士，曾任福建拖拉机（集团）公司软件开发员，福州海天计算机网络技术公司软件事业部经理，1996 年 7 月参与创立顶点有限。爱派克为员工持股平台，由严孟宇之岳父控制并担任法人。赵伟先生直接持股 6.91%，为公司创始人之一，现任公司董事、副总经理、董事会秘书，清华大学计算机技术工程硕士，中欧国际工商学院 EMBA 学位。雷世潘先生直接持股 2.79%，现任公司董事、执行总经理，毕业于中南民族学院电子技术专业。

图 2：顶点软件股权结构图（截至 2024Q2）



资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

发布股权激励，有利于留住核心人才。公司于 2017、2021 年分别发布股权激励计划。2021 年限制性股票激励计划首次授予的激励对象人数为 445 人，包括高级管理人员、中层管理人员、技术（业务）骨干，拟授予的限制性股票数量 324.10 万股，授予价格为 15.11 元。2023 年 12 月，公司同意对符合 2021 年限制性股票激励计划首次授予部分第二个解除限售期解除限售条件的 360 名激励对象的 592,500 股限制性股票办理解除限售。2024 年 9 月，公司同意对符合 2021 年限制性股票激励计划预留授予部分第二个解除限售期解除限售条件的 41 名激励对象的 185760 股限制性股票办理解除限售。

表 1：首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标

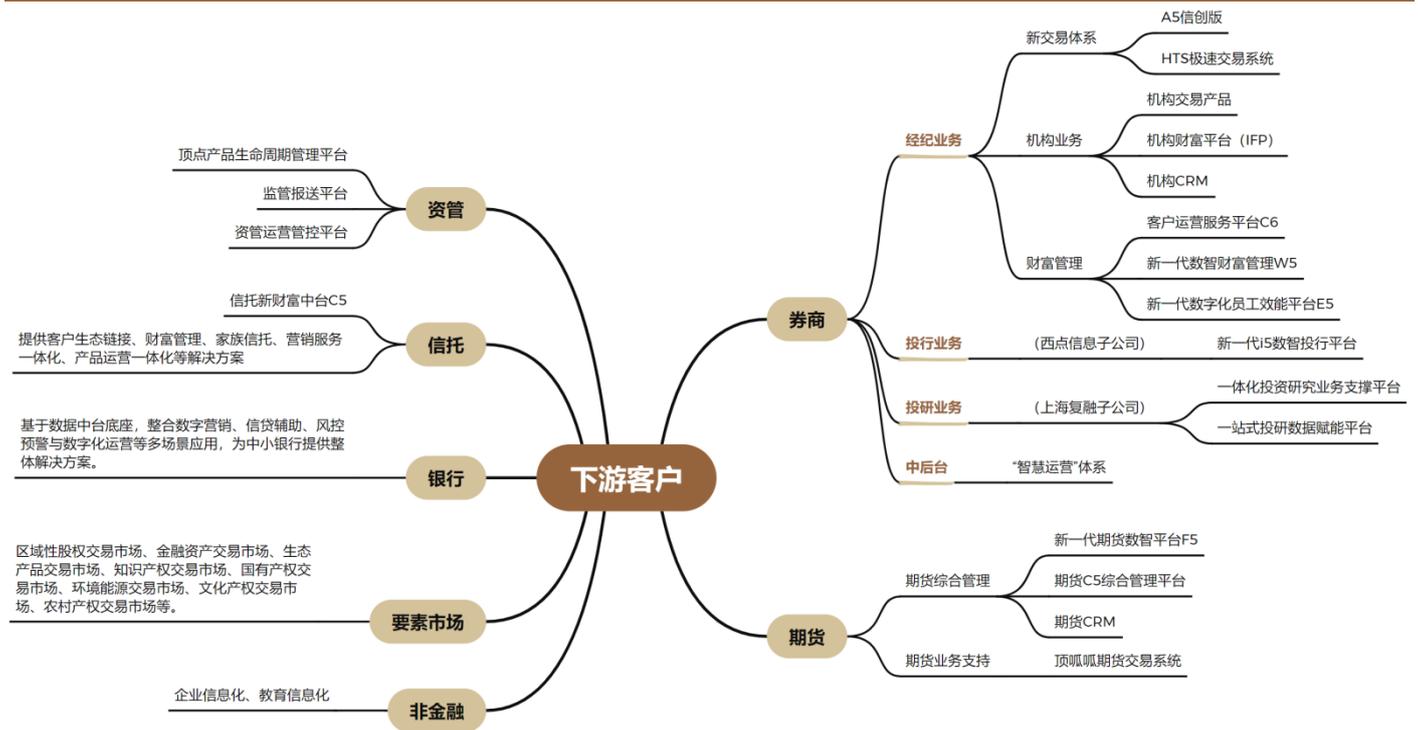
| 解除限售期安排 | 业绩考核目标 |
|----------|-------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%。 |
| 第二个解除限售期 | 以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%。 |
| 第三个解除限售期 | 以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 40%。 |
| 第四个解除限售期 | 以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%。 |

注：“净利润”以不计算股份支付费用的归母净利润为计算依据，2020 年归母净利润为 1.09 亿元。

资料来源：福建顶点软件股份有限公司 2021 年限制性股票激励计划（草案），德邦研究所

证券 IT 产品线丰富，服务于券商的各个部门，并在银行、期货、资管、信托及非金融领域拓展业务。在券商领域，公司产品包含基础支撑类（交易类等）、业务运营类（运营流程数字化等）、营销服务类、机构产品线等，另外通过子公司西点信息和上海复融，分别开展投行、投研业务线；在其他金融领域方面，公司的下游客户还包括期货、大资管、银行、信托及要素市场的相关机构；在非金融领域，公司通过 2 个控股子公司，分别专注企业信息化与教育信息化业务，采取“平台型应用软件”的积极扩张发展战略，在各自的市场积极拓展。

图 3: 公司下游客户及相应产品



资料来源: 公司官网, 顶点软件公众号, 公司 2023 年报等公告, 德邦研究所绘制

面向客户需求不断迭代升级, 不断推出新产品服务, 并与多家头部券商保持紧密合作关系。证券领域, 交易类产品方面, 核心交易系统信创进程行业领先, 截至 2023 年 7 月, HTS2 在专业交易市场的用户数量与交易量占比全面领先, 两融、期权做市交易量占比 70%+; 资管领域, 公司在资管行业营销 CRM、产品运营领域保持领先地位。

表 2: 公司主要产品及客户案例

| 主要产品 | 产品介绍 | 客户及进展 |
|--------------|---|---|
| A5 信创版 | 自主研发的核心交易系统 | 2023 年 10 月, 东吴证券 A5 全面信创上线, 在行业中率先实现全栈上线、全业务覆盖、全客户迁移, 成为首个实现代际升级的核心交易系统的成功信创实践。另外, 在东海证券实现业务全面上线, 在麦高证券实现成功上线运行, 华宝证券、华鑫证券等也在切换过程中。2023 年, 中标中信证券第三代核心系统建设项目, 并与 3 家战略合作客户签署 A5 升级合同。 |
| HTS 极速交易系统 | 提供高并发、低时延、微秒级的交易服务 | 2021 年 12 月, HTS2.0 在光大证券首次上线。2022 年 5 月, 顶点 HTS 极速交易系统市占率已行业领先, 并已于多家头部券商大规模使用。2023 年, 中信证券、中金公司、国泰君安证券、银河证券、长城证券等 8 家老客户签约完成了 HTS2 升级以及新交易节点扩容, 与中信证券、国泰君安、中金公司等头部券商在 HTS 方面的合作进一步深化, 新增国新证券、华源证券等多家合作伙伴, HTS2 全面领航专业交易市场, 用户数量与交易量占比全面领先, 全市场生产节点 300+, 两融、期权做市交易量占比 70%+。 |
| HMS 超低延时行情系统 | 基于 FPGA 硬件, 具有纳秒级行情延时, 为专业投资者提供定制化的行情服务 | 2024 年 1 月, HTS+FPGA 全链路低延时整体解决方案上为某头部券商提供交易全链路调优服务。 |
| 客户运营服务平台 C6 | 致力于促进财富管理业务发展 | 2023 年 3 月, 顶点软件正式发布了新一代财富客户数字运营平台 C6。2024 年 4 月, 员工一站式服务平台 C6 在中万宏源成功上线投产 |
| 新一代数智财富管理 W5 | 为各类机构投资者提供综合财富管理服务 | 2021 年 4 月, 顶点与倍发科技共同发布 W5。2022 年, 推出 W5 系列的全新产品“机构理财平台”, 3 月在某头部券商实现行业首家上线。截至 2023 年, 公司已与东方证券、国金证券、招商证券、海通证券、兴业证券、光大证券、华泰证券、长江证券、申万宏源、上海证券、国投证券、 |

| | | | |
|-------------------|---------------------------|--|---|
| | | | 中信证券、信达证券等券商就机构理财平台达成合作。2023 年，顶点携手海通证券、国信证券打造智能投顾平台 W5。 |
| 数字化员工效能平台 E5 | 员工管理、销售绩效考核等 | | 2021 年，华泰证券、海通证券、申万宏源证券、银河证券、光大证券、东方证券、安信证券等七十余家券商已经选择顶点产品销售绩效考核系统（W5 的重要组成部分）。2023 年新增多家 AUM 管理平台（如广发证券等）、绩效考核头部券商客户，同时已实现全面信创方案。 |
| 产品中心 P6 | 产品全生命周期管理、数字化营销支持、全流程管控 | | 2022 年 8 月升级发布，保持领先地位；携手头部券商进行了合作深化与升级，并与西南证券、华福证券达成了金融产品服务体系的新合作。 |
| 机构 CRM | 为机构业务全联接生态赋能 | | 招商、海通、国信等，60% 头部券商的选择（2021 年 9 月数据）。 |
| 新一代 i5 数智投行平台 | 致力于投行全业务场景应用 | | 2022 年，债券存续期风险预警及后督管理系统（i5 重要组成部分）已在东方证券、财达证券、浙商证券等多家证券上线使用。2023 年，基于 i5 的证券智能投行系统正式上线安信证券，西点信息已同海通证券、东方证券、浙商证券、国元证券等多家机构，就“i5 数智投行”系列达成合作；携手银河证券与国投证券，以全新理念打造新一代 i5 数智投行一站式业务平台。 |
| 一体化投资研究业务支撑平台 | 打造研究业务的智能一体化工作平台 | | 2022 年，顶点投研平台已与中信建投证券、东兴证券、国盛证券等券商达成深度合作。目前 2 大产品都已应用于多家一线券商和基金公司。 |
| 一站式投研数据赋能平台 | | | |
| 资管 | | | |
| 顶点产品生命周期管理平台 | 服务产品各生命周期运营阶段 | | 2022 年 8 月，顶点产品生命周期管理平台接连中标南银理财、华宝证券、大成基金、财通基金、中信建投基金。截至 2022 年 12 月，在产品运营管理平台上，已同中金资管、中银基金、国君资管、太平洋保险资管、南银理财、兴业基金、中信期货等 20 多家资管机构达成合作，金融行业合作案例已超 80 家。 |
| 监管报送平台 | 提供完整的报送所需功能体系 | | 截至 2023 年 4 月，顶点监管报送平台已在包括太平洋保险资管、百年保险资管、开源证券资管、中欧基金等众多资管机构落地实施，满足不同监管主体的监管报送需求。 |
| 信托 | | | |
| C5 | 为信托数智化财富管理业务赋能 | | 2020 年已为华润信托、中航信托、五矿信托、爱建信托等十多家信托公司建设 CRM 系统；2021 年，江西某头部信托公司选择信托新财富中台 C5。 |
| 信托统一营销服务平台 | 以统一的数据标准构建客户关系管理中台 | | 截至 2020 年 12 月，信托统一营销服务平台已在五矿信托、中航信托、华润信托、百瑞信托等多家信托机构成功上线。 |
| 期货 | | | |
| 新一代期货数智平台 F5 | 打造期货中台运营的一站式解决方案 | | 截至 2024 年 3 月，顶点期货 F5 已在中信期货、中泰期货、中粮期货、光大期货、国元期货、金元期货、江海汇鑫期货等 40 多家机构落地。 |
| 期货 C5 综合管理平台 | 为期货公司提供全面的数字化转型方案 | | 2020 年 12 月助力英大期货在行业内率先开展期货 C5 综合管理平台升级。2021 年 11 月，顶点 C5 期货业务中台接连中标鲁证期货、东海期货。 |
| 银行 | | | |
| 商业银行股权转让信息发布及议价平台 | 让用户浏览所有商业银行买卖意向、股权融资需求等信息 | | 2020 年 12 月，顶点软件为海峡兴业金融搭建的“商业银行股权转让信息发布及议价平台”已正式上线运营。 |
| 营销、信贷、财富管理、运营管理等 | | | 2020 年为禾城农商银行承建涵盖营销、管理等多方面应用的小银行平台；打造扬州农商行信贷全流程系统；福州农商行“数字金融运营管理平台一期”成功上线。目前已与民生银行、厦门国际银行等在财富管理达成合作。 |

要素市场 区域性股权交易市场、金融资产交易市场、生态产品交易市场、知识产权交易市场、国有产权交易市场、环境能源交易市场、文化产权交易市场、农村产权交易市场等

2020年，与重庆农村土地交易所加深合作，二期系统成功上线，在农村要素市场信息化建设上处于行业领先地位。2020年顶点成功切换青海股权交易中心和青岛蓝海股权交易中心的核心系统；上海联合产权交易所、浙江产权交易所和珠海产权交易中心的核心交易系统成功上线，顶点已成为头部产权交易机构的核心供应商。2022年，携手上海联合产权交易所，构建新一代交易服务平台。2023年，携手上海联合产权、广东交易控股集团依托 LiveData 赋能交易所数据能力建设；北京产权交易所率先实现全业务无纸化改造；安徽产权、山西产权、武汉光谷联合产权的新一代产权交易系统全面上线运行；联合广东交易控股集团，依托“粤交易”建设覆盖粤港澳大湾区的统一大市场。

非金融

公司通过 2 个控股子公司，分别专注企业信息化与教育信息化业务。2023年，在企业信息化领域，政企数字化业务增长较快，特别是在央企、地方国资和政府信息化方面取得了显著进展。

资料来源：公司官网，顶点软件公众号，公司 2023 年报等公告，德邦研究所

公司打造“1+3”基础技术平台，是核心业务代际升级、全域信创的重要基石。“1”是自主研发的飞驰内存数据库 HyperDB；“3”分别是面向分布式、低延时的 LiveDTP 交易技术平台、面向低代码的流程管理平台 LiveBOS 灵动业务架构平台和面向异构数据编织的 LiveData 灵动数据平台。基于“1+3”基础技术平台，顶点软件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，实现国产替代降本 30% 的成果。在新一代交易技术路线上，顶点创新性实践的“内存数据库+分布式中间件”技术线路，已成为行业与厂商的共同选择。基于“HyperDB+LiveDTP”的新一代核心交易技术框架，实现了核心交易的代际升级。

图 4：公司“1+3”基础技术平台

LiveDTP
交易技术平台



LiveDTP 交易技术平台

顶点软件2008年开始自主研发的分布式、低时延、跨平台的新一代交易技术平台，全面去“IOE”，全栈自主可控。

基于此构建的A5、HTS、SWAP-DMA、场外OTC等交易型应用，在性能上均实现质的飞跃。

HyperDB
飞驰内存管理数据库



HyperDB

公司自主研发的内存数据库，面向实时交易应用领域，采用领先的内存管理、高性能算法为全面内存交易提供核心支撑。

公司2012年开始前瞻性研发内存数据库路线，HTS系列与A5均基于全新的分布式架构及自主研发的飞驰数据库HyperDB构建。

LiveBOS
灵动业务架构平台



LiveBOS
灵动业务架构平台

公司自主研发的以业务对象建模为核心的业务中间件及其集成开发工具。2008年投入使用，2019年3月发布LiveBOS麒麟版。

基于此构建的新一代i5智能投资银行平台和数字员工效率平台E5等业务应用，其应用效能得到了显著提升。

LiveData
灵动数据平台



LiveData 灵动数据平台

公司自主研发的企业级数据资产管理与数据相关应用开发平台，适用于企业级的数据资产管理，于2022年发布。

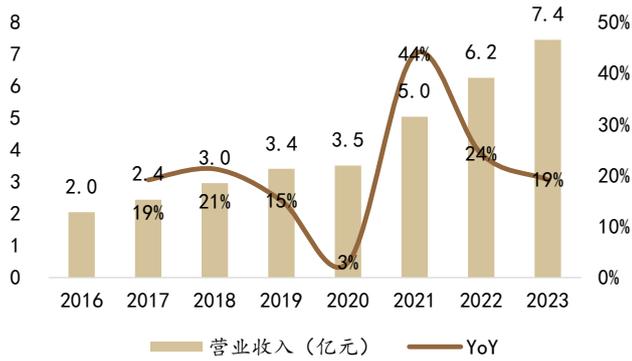
在企业级数据中台的构建、IDS等数据专项应用的开发、业务数据应用的赋能等场景得到广泛应用。

资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 财务情况：近三年成长性优于同行业

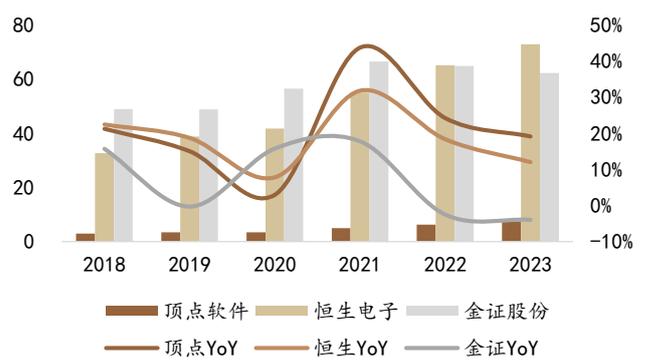
近三年收入增速明显高于同业。公司 2023 年实现营业收入 7.4 亿元，同比+19%；2024 年一季度，公司实现营业收入 1.38 亿元，同比+5%。与同业的恒生电子、金证股份相比，三者营收增速整体趋势比较接近，受行业影响较大；2021 年起公司收入增速明显高于同行业。

图 5: 公司营业收入及增速



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 同行业公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: iFind, 各公司公告, 德邦研究所

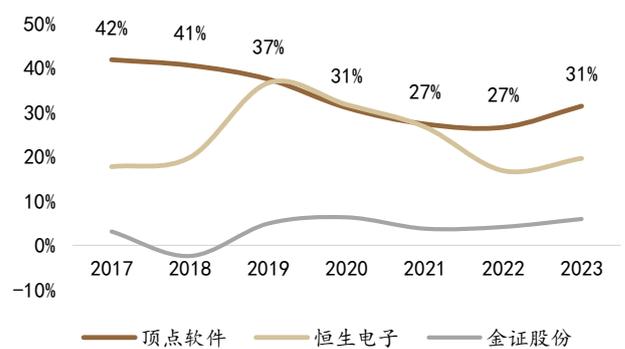
2023 年业绩实现快速增长, 近三年领先同行业。2023 年公司实现归母净利润 2.33 亿元, 同比+40%, 实现扣非归母净利润 2.17 亿元, 同比+39%。同业公司中, 公司近三年归母净利率及增速均领先于同行业, 2023 年恒生电子、金证股份和顶点软件的归母净利率分别为 19.6%、5.9%和 31.4%。

图 4: 公司归母净利润及增速



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

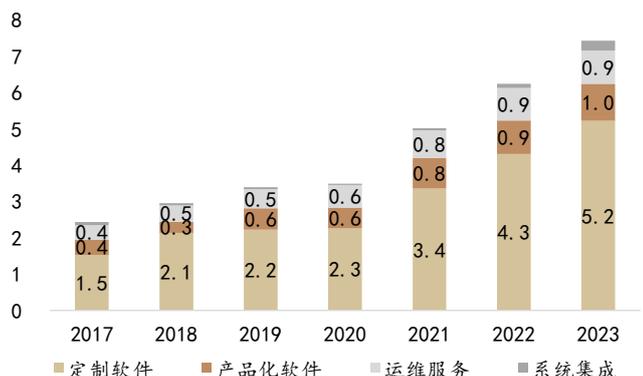
图 5: 公司及同行业公司归母净利率对比情况



资料来源: iFind, 各公司公告, 德邦研究所

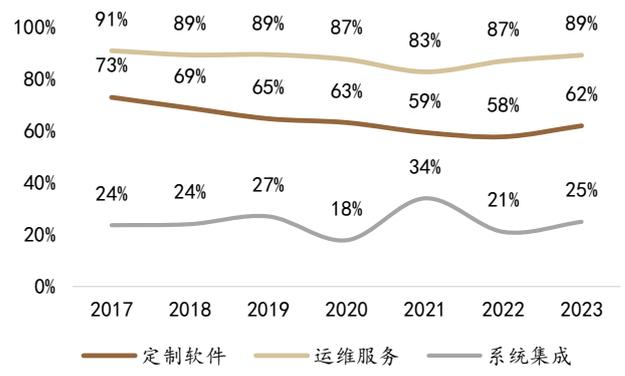
公司主要收入来源为定制软件。2023 年公司定制软件业务实现营业收入 5.22 亿元, 同比+21%, 占营收的比例为 70%; 产品化软件业务实现营业收入 1.02 亿元, 同比+10%, 占比 14%; 软件运维业务实现营业收入 9249 万元, 同比+3.15%, 占比 12%。毛利率方面, 产品化软件毛利率为 100%, 近几年定制软件业务毛利率在 60%上下波动, 软件运维服务毛利率保持在 80%以上。

图 6: 公司主营业务收入结构 (亿元)



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

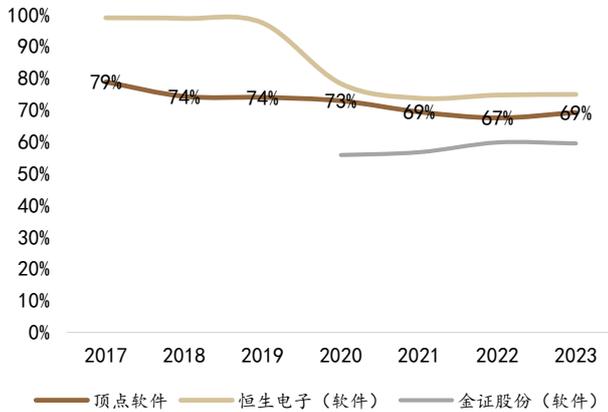
图 7: 公司主营业务毛利率



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

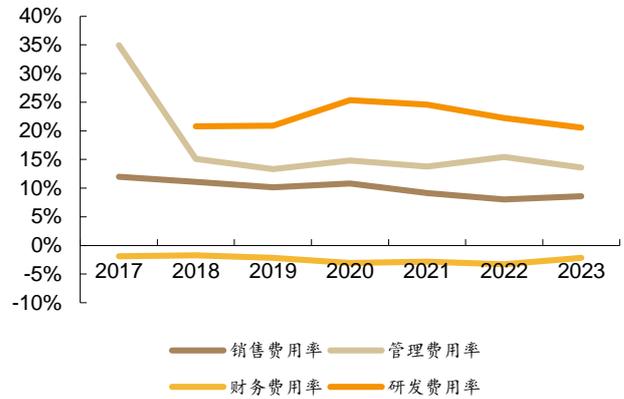
盈利能力良好，毛利率有所回升。2017-2023 年公司毛利率始终保持 65% 以上，2021-2022 年出现小幅下降，主要是由于人工成本上升和业务应用开发支出加大造成，2023 年毛利率有所回升，达到 69.2%，同比+1.7%。同业公司中，2023 年恒生电子(软件业务)、金证股份(软件业务)和顶点软件毛利率分别为 74.9%、59.5%和 69.2%。费用率方面，公司 2023 年销售/管理费用率分别为 8.6%/13.6%，同比分别+0.6/-1.8pct。

图 8：公司及同业毛利率对比情况



资料来源：iFind，各公司公告，德邦研究所

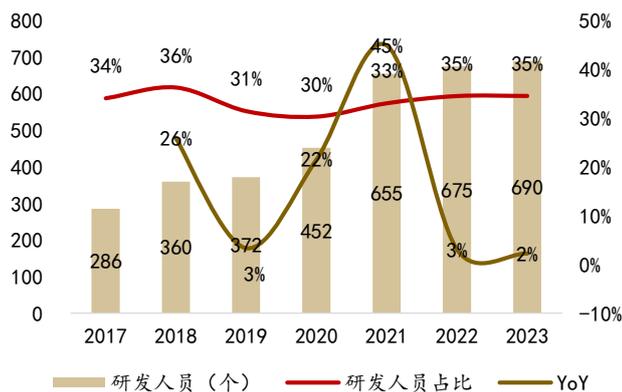
图 9：公司期间费用率情况



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

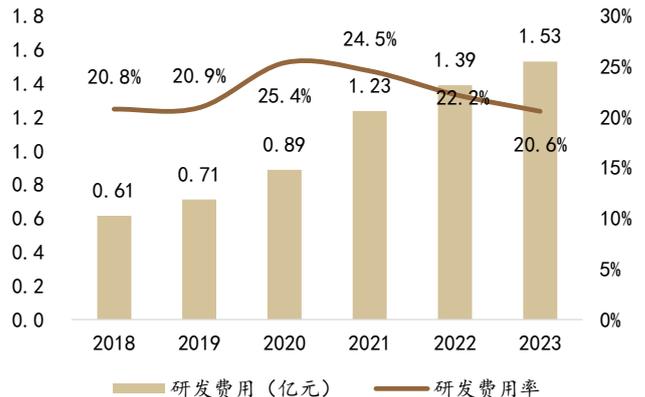
重视研发，前期高研发投入逐渐取得成效。2023 年公司研发费用 1.53 亿元，研发费用率为 20.6%，较前期有所下降。2020-2021 年研发人员快速扩张，2021 年后增速放缓；截至 2023 年末公司研发人员 690 人，占总员工的比例达到 35%。公司坚持基础研发和信创路线，持续创新和研发形成了诸多领域的核心技术突破，包括“1+3”基础技术平台等一大批自主知识产权和专利的基础技术和开发平台。2023 年，顶点软件、恒生电子及金证股份的研发费用率分别为 21%/37%/9%。

图 10：公司研发人员情况 (个)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

图 11：公司研发费用及研发费用率



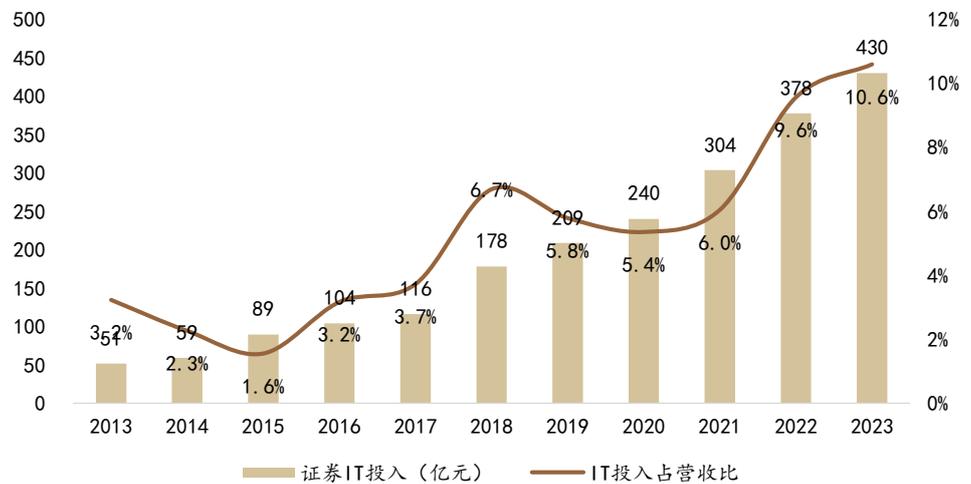
资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

2. 信创布局领先，有望实现弯道超车

2.1. 证券数字化转型是长期趋势

2013年以来，我国证券IT投入实现长期增长。2023年，我国证券IT市场规模达到430亿元，过去五年CAGR达到19.3%。增长的主要驱动来源于：一是券商业务规模的扩张，二是主要来源于信息投入在券商营收中的占比提升。根据中国证券业协会公布的数据口径计算，近两年IT投入占券商总营收的比例大幅度增长，这主要是由于券商行业总收入下降，但IT投入规模绝对值并未出现下滑；2023年证券IT市场规模增速为13.86%。证券IT投入的加大符合证券业数字化转型的趋势与方向，一方面业务的扩容需要IT技术的不断更新与支持，有利于降低运营成本、提升管理效能、增强风险控制和信息披露能力，另一方面行业竞争加剧，加大IT投资以推动和契合差异化创新，有利于充分发挥数据价值，推动客户服务、业务拓展和内部管理的创新，提供更加多元化的产品与服务。

图7：证券IT投入及占营收比例



资料来源：Wind，中国证券业协会《2022年中国证券业信息技术与服务发展综述》，德邦研究所

图8：证券行业营收规模及IT投入占去年营收比



资料来源：Wind，中国证券业协会，德邦研究所

图9：证券行业利润规模及IT投入占净利润比



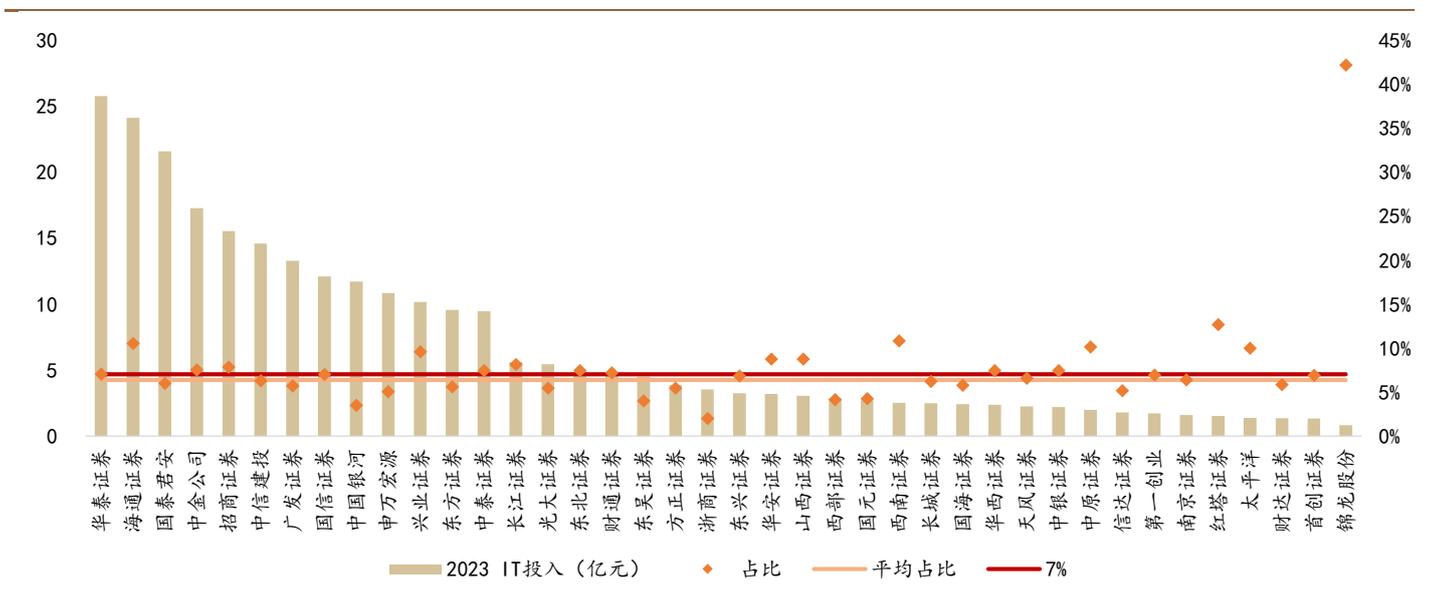
资料来源：Wind，中国证券业协会，德邦研究所

中政协发布三年计划推动证券业数字化转型。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）》，明确提出，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%。

我们认为大部分券商仍没有达到中政协鼓励的信息化投入占营收比 7% 的要求。我们对 2023 年年报中披露了信息化投入的 40 家券商进行统计, 有过半数(22 家) 信息化投入不足营收的 7%, 40 家券商的平均 IT 投入比例在 6.4% 左右。根据我们的统计, 信息技术投入金额在 6 亿元左右出现比较明显的分水岭, 在信息化投入高于 6 亿元的 13 家机构中, IT 投入比例距离营收的 7% 还有一定差距的有 6 家, 占据约半数。另外, 规模较小的券商在 IT 投入占比上普遍较高, 除了锦龙股份表现较为突出外, 西南证券、中原证券、红塔证券、太平洋证券等券商 IT 投入占自身营收的比例均超过 10%, 表明小券商或希望通过加大 IT 投入, 在激烈的市场竞争中提升自身技术优势和服务能力。

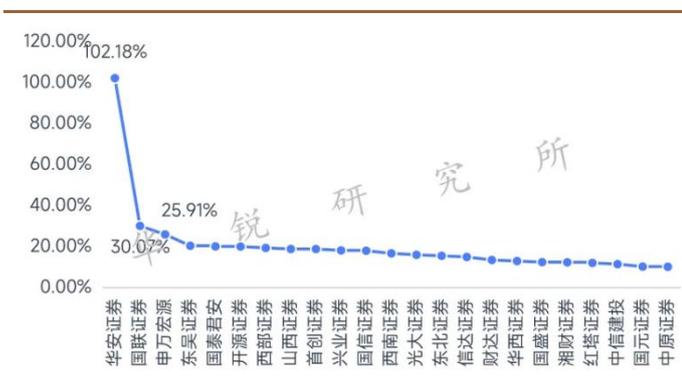
就去年数据而言, 绝对值方面, 华泰证券、海通证券、国泰君安、中金和招商证券较为领先; 增速方面, 华安证券、国联证券、申万宏源、东吴证券和国泰君安较为领先。

图 10: 40 家证券公司 2023 年信息化投入情况



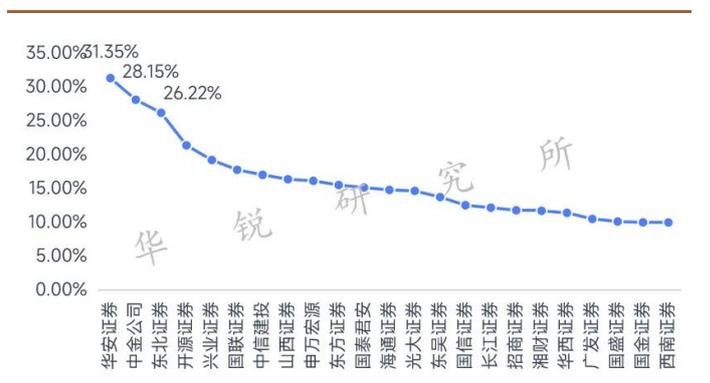
资料来源: 各公司年报, 德邦研究所

图 11: 2023 年信息技术投入增速超过 10% 的证券经营机构



资料来源: 华锐金融科技研究所, 德邦研究所

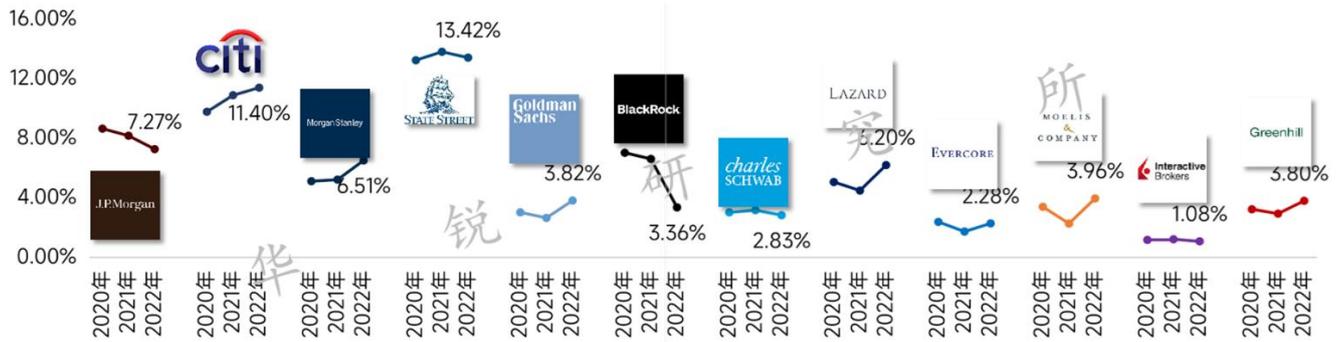
图 12: 2020-2023 年信息技术投入 CAGR > 10% 的证券经营机构



资料来源: 华锐金融科技研究所, 德邦研究所

国际对比来看, 国外部分头部经营机构 IT 投入占营收的比例能达到 10% 以上。从信息技术投入占当年营业收入的比例来看, 2022 年道富银行、花旗集团、摩根大通的投入占比较高, 分别达到 13.42%/11.40%/7.27%。

图 13：2020-2022 年国际经营机构信息技术投入占营收比



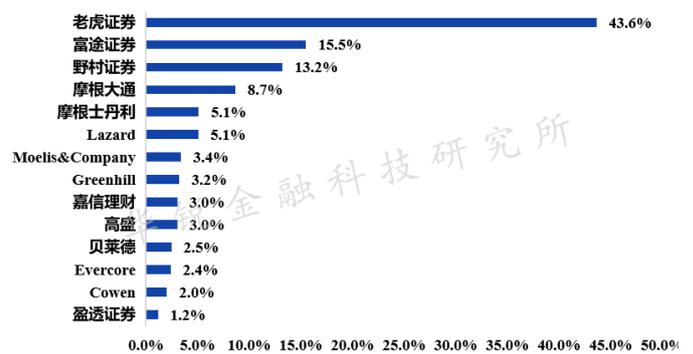
资料来源：华锐金融科技研究所，德邦研究所

图 14：2022 年国际经营机构信息技术投入及占营收比



资料来源：华锐金融科技研究所，德邦研究所

图 15：2020 年国际领先经营机构 IT 投入占营收比例



资料来源：华锐金融科技研究所，德邦研究所

从投向看，证券 IT 支出主要集中在经纪业务和中后台系统。根据中政协的统计，2022 年经纪业务投入金额为 42.06 亿元，占比 34.36%，中后台系统投入金额为 52.75 亿元，占比 43.1%；其他业务板块中，投资业务和资管业务的投入表现出较为明显的增长趋势，融资业务投入在 2022 年有所下降。

表 3：2020-2022 年证券行业资本性支出各业务占比情况

| 年份 | 类别 | 经纪业务 | 投行业务 | 资管业务 | 融资业务 | 投资业务 | 中后台 | 其他业务 |
|------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 2020 | 金额 (亿元) | 31.4 | 1.7 | 3.5 | 1.8 | 3.8 | 30.3 | 7.3 |
| | 投入占比 | 39.4% | 2.1% | 4.4% | 2.2% | 4.7% | 38.0% | 9.1% |
| 2021 | 金额 (亿元) | 38.2 | 1.8 | 4.9 | 1.9 | 5.0 | 40.7 | 7.4 |
| | 投入占比 | 38.2% | 1.8% | 4.9% | 1.9% | 5.0% | 40.7% | 7.4% |
| | YoY | 21.6% | 7.3% | 37.9% | 7.0% | 32.6% | 34.1% | 1.7% |
| 2022 | 金额 (亿元) | 42.1 | 2.4 | 5.0 | 1.6 | 6.4 | 52.8 | 12.1 |
| | 投入占比 | 34% | 2% | 4% | 1% | 5% | 43% | 10% |
| | YoY | 10.1% | 32.4% | 3.6% | -15.7% | 27.9% | 29.6% | 63.8% |

资料来源：中国证券业协会，德邦研究所

受监管趋严等因素影响，证券行业业绩短期承压。根据上市券商 2024 年一季度披露情况，业绩继续全面承压，行业竞争加剧。43 家上市券商一季度合计实现营业收入 1058 亿元，同比-21.6%；合计实现归母净利润 294 亿元，同比-31.7%。具体来看，投行业务收入下滑最多，43 家上市券商一季度投行业务手续费净收入合计 67 亿元，同比下滑 35.9%；其中，11 家券商降幅超过五成。长期看，在“培育一流投资银行和投资机构”的方向指引下，我们认为行业经过一定时间的出清后，会逐渐恢复增长。

2.2. 当下证券核心交易系统处于代际升级的关键节点

2.2.1. 新一代核心系统向分布式架构转型

当下证券行业正进入到新一代核心交易系统更新迭代的关键时间节点：业务扩容叠加自主可控，分布式架构转型是必然趋势。分布式架构具有两方面优势：

(1) 业务层面，具有高可靠、易拓展、低时延、松耦合等特性，能够帮助金融机构在业务扩容的背景下实现平台化、水平扩展、快速扩容，实现高可靠、高可用、高性能、低时延；(2) 信创层面，中国厂商已具备构建自主创新 IT 基础架构的实力，其成果和经验在行业内及产业上下游的软硬件国产化替代方面均具有较强的示范带动效应，分布式架构转型可以带动产业上下游技术和产品迅速优化成熟，促进上下游厂商快速做大做强做优。

图 16：分布式架构的优势



资料来源：睿江云计算微信公众号，德邦研究所

《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》明确鼓励券商向分布式架构转型。根据证券业协会去年 6 月发布的计划，明确鼓励有条件的券商积极推进新一代核心系统的建设，根据不同客户群开展核心系统技术架构的转型升级工作。积极从集中式专有技术架构向分布式、低时延、开放技术架构转型。

2.2.2. 金融信创步入深水区，核心系统替换加速

2023 年，金融信创进入全面推广期，从外围系统替换到核心系统替换加速迈进。2020 年为金融信创元年，金融信创在各类政策指引下正式启动，央行联合产业各方成立了金融信创生态实验室，助推下金融信创开始试点推广。2020 年 8 月、2021 年 5 月及 2022 年 5 月分别启动三期试点，在试点机构数量、投入金额及替代范围等方面持续扩大，试点机构要求的信创采购额占 IT 采购总额的比例从 5%-8% 提升到 15%-18%，替换系统从办公、邮件等外围系统到一般公文系统、财务人事系统等周边业务系统。2023 年，金融信创已从试点推广期进入全面建设提速期，并从外围办公系统和周边业务系统开始向核心系统替换加速迈进。

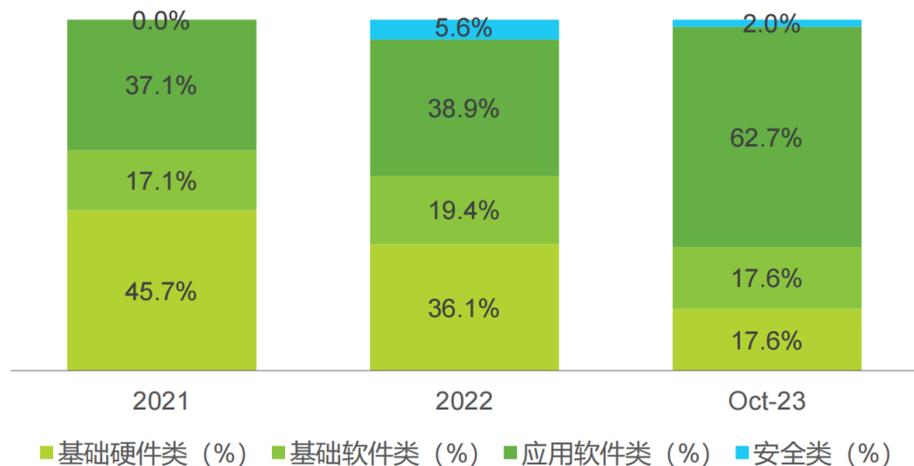
图 17: 金融信创推广路径



资料来源: 艾瑞咨询, 金融信创生态实验室, 德邦研究所

以业务系统为代表的应用软件类采购量明显增加, 从 2022 年的 38.9% 占比增至 2023 年 1-10 月的 62.7%。根据艾瑞咨询, 截至 2023 年 11 月, 基础硬件包含外围设备的采购量有下降趋势, 采购份额多被应用软件类的采购需求所承接; 其中, 又以各业务系统占据多数。业务系统的信创系统升级、改造需求大幅度增加, 主要来源于: 1) 前期信创试点完成后, 为满足监管信创验收要求, 需在应用业务系统上完成相应地适配与调整; 2) 数字化转型加速, 信创与新业务诉求的变更, 导致分部门、分业务系统地依次进行采购与适配, 需求长期存在。

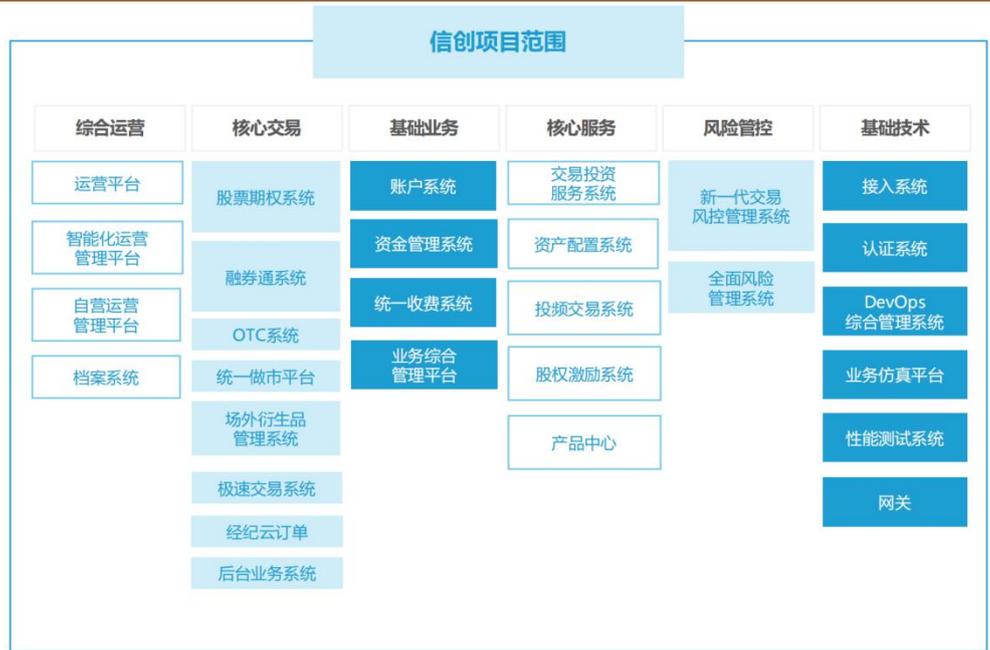
图 18: 2021-2023 年 10 月中国金融信创采购中标产品类目占比分布情况



资料来源: 艾瑞咨询, 招标网, 各公司招标官方公示渠道, 知了标讯, 德邦研究所

证券 IT 信创改造路径多为单点突破, 处在信创改造前中期, 行业平均改造率达 30-40%。当前证券行业业务背景下, 各机构都在寻求差异化发展道路更甚银行业, 因此对于科技发展方向侧重点不同, 信创改造的轻重缓急也存在差异; 单点突破是目前证券行业的主要做法, 从单点突破逐步延伸到单个系统信创, 从构建信创体系到逐步实现核心交易全面安全, 最终推动软硬件全部替换。

图 19：证券 IT 信创项目范围



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

根据信创实施节奏，我们预计今年下半年至明年，相关招标有望加速。2023 年金融各子行业代表机构先行完成部分第三批试点工作，替换路径从外围边缘系统向内部核心系统逐渐深入，将提速进入全面建设阶段。根据国资委 2022 年 79 号文要求，预计 2027 年央国企率先完成信创全面替换的节奏；我们预期今年下半年开始，证券 IT 等相关 POC 招投标或有望密集开启。

2.3. 公司信创布局领先，有望获取更大市场份额

公司信创布局在行业中领先，是行业内首家实现信创化全栈适配并全面上线案例的厂商。公司自 2012 年起便开启自主可控的“飞驰”内存数据库和分布式交易中间件的研发，2015 年东吴证券携手开启“证券新一代交易系统 A5”的联合研发，到 2019 年 3 月 A5 信创版实现了零售经纪、量化交易、公募交易、个股期权等业务上线运行，2020 年 6 月 A5 信创版实现整体业务的全面上线运行，并完成验收。2023 年 10 月，东吴证券 A5 全面信创上线，在行业中率先实现全栈上线、全业务覆盖、全客户迁移，成为首个实现代际升级的核心交易系统的成功信创实践。

图 20：顶点软件 A5 信创版研发及推广历程



资料来源：公司公众号，德邦研究所

目前 A5 在除在东吴证券实现全面信创上线外，在东海证券实现业务全面上线，在麦高证券实现成功上线运行，华宝证券、华鑫证券等也在切换过程中。2023 年，A5 中标某头部券商第三代核心系统建设项目，成为替换友商最关键客户的案例，与 3 家战略合作客户签署 A5 升级合同，A5 的用户快速扩大。

表 4: A5 信创推广情况

| 券商 | 主要进展 |
|------|---|
| 东吴证券 | 2020 年 6 月，A5 信创版在东吴证券成功全面上线，实现了零售、机构经济、量化交易、公募交易等业务的无感迁移。 2023 年 10 月，东吴证券 A5 全面信创上线，在行业中率先实现全栈上线、全业务覆盖、全客户迁移，成为首个实现代际升级的核心交易系统的成功信创实践。 |
| 东海证券 | 2022 年初，A5 开始在东海证券进行部署测试与试运行，并分批次陆续完成了期权、量化、公募等上线切换，在短期内实现了零售、机构经纪、期权、量化交易、公募交易等业务的无感迁移。 2022 年 8 月，顶点软件分布式核心交易系统 A5 在东海证券全面上线。东海证券成为行业第二家在核心交易系统中全面下架国外大型数据库的券商。 |
| 中信证券 | 2023 年中标中信证券新一代核心交易系统，成为替换友商最关键客户的案例；充分证明了 A5 系统在行业中的领先性。 |
| 麦高证券 | 2023 年 4 月，A5 分布式核心交易系统在麦高证券成功上线运行；仅耗时 1 个月完成 A5 的 A 股、银证等相关平台上线。 |
| 其他 | 2022 年，A5 在 华宝证券 上线两融、转融通业务应用。在 国融证券、首创证券、中航证券、华鑫证券、南京证券、上海证券 等多家券商实现券结等模块的落地应用。2023 年与 3 家战略合作客户签署 A5 升级合同。 2024 年 5 月，新一代 A5 场外交易系统在 海通证券 成功上线。 |

资料来源：公司公众号，公司 2023 年年报，德邦研究所

A5 实现了从基础设施层的服务器、网络存储、操作系统，到国产数据库、交易的技术平台层，再到上层应用系统的全面自主可控。

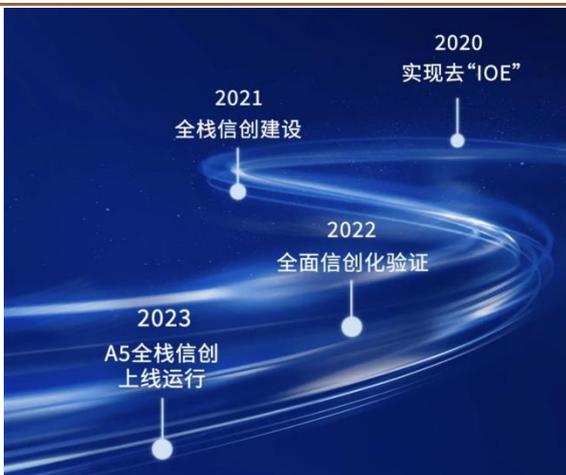
基础层：与华为、中科做合作，实现了服务器、网络设备的信创验证，也推动了行业关键网络设备的适配。操作系统：通过调优全面适配麒麟与华为欧拉等操作系统。

数据库：考虑到整个核心交易的特性，分为面向实时交易的内存数据库和面向管理的持久化的关系数据库，内存数据库以顶点自研的 HyperDB 飞驰内存数据库作为交易核心，完全适配现有的信创环境，在性能、高可靠上都得到了验证。夯实数据库的合作生态，与国内主流数据库厂商，如腾讯 TDSQL、华为 GaussDB、TiDB 及 GoldenDB 等技术团队保持实质性合作。

平台层：自研分布式 DCN 交易平台 LiveDTP，作为 A5 核心交易系统的技术底座，适配主流国产信创基础设施，包括鲲鹏、海光等。

应用层：在 LiveDTP 技术平台上屏蔽了架构的差异，使整个应用层（A5 交易、风控、接入等）实现了全栈的信创。

图 21: 东吴证券 A5 全栈信创上线过程



资料来源：公司公众号，德邦研究所

图 22: A5 实现全栈信创适配



资料来源：公司公众号，德邦研究所

技术层面，A5 核心交易系统基于内存数据库 HyperDB 以及分布式 DCN 平台 LiveDTP 来构建，分为核心交易域、基础业务域和技术支撑域三部分。

(1) 核心交易域：面向客户，以分布式内存数据库为基础，采用双活架构，为用户提供高可靠、低时延的交易体验。

(2) 基础业务域：为客户提供资金清算、认证、数据服务以及管理等基础业务服务。

(3) 技术支撑域：包括配置中心、队列服务、管控平台等，实现了子系统之间互联互通以及运维管理的需求。由于目前信创 CPU 架构的多样性，比如存在海光的 x86 架构和鲲鹏的 arm 两大架构，券商基于自主选择性的需要，可以选择混合信创多轨运行。

前瞻性布局存算分离技术路线，自主研发 HyperDB 飞驰内存数据库，成为实现信创替换的基础。在金融信创去“IOE”过程中，去“O”是关键。传统上业内的普遍做法是为金融机构提供一套大而全的系统，来解决所有交易订单业务。但核心交易业务系统既要保证稳定，又要满足多种业务快速响应的要求，对传统系统提出了挑战。顶点采用解耦分离稳态、敏态业务处理的新理念，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，让 Oracle 下架。存算分离即在核心交易系统的数据库架构上，将性能部分由内存数据库来替代，存储部分由国产信创数据库来替代，围绕存算分离，顶点软件做了大量实践：2012 年起，公司将最核心的去“O”作为重点，着手研发自己的内存数据库；如今，顶点软件研发的 HyperDB 飞驰内存数据库已突破瓶颈，存算分离的新交易体系走向全面落地；2020 年 6 月，公司与东吴证券合作打造的分布式核心交易系统 A5 信创版全面上线运行，成为业内唯一实现去 Oracle、真正基于国产核心数据库的交易系统。公司创新性选择的“内存数据库+分布式中间件”技术线路，已成为行业与厂商的共同选择。

A5 支持从核心交易域开始到基础支撑域的全面替换。面向客户的核心交易域是一个具有典型性的关键场景，可以首先进行信创实践，再逐步扩大到接入平台、基础业务服务域，到最终的基础支撑域。

图 23：A5 信创架构

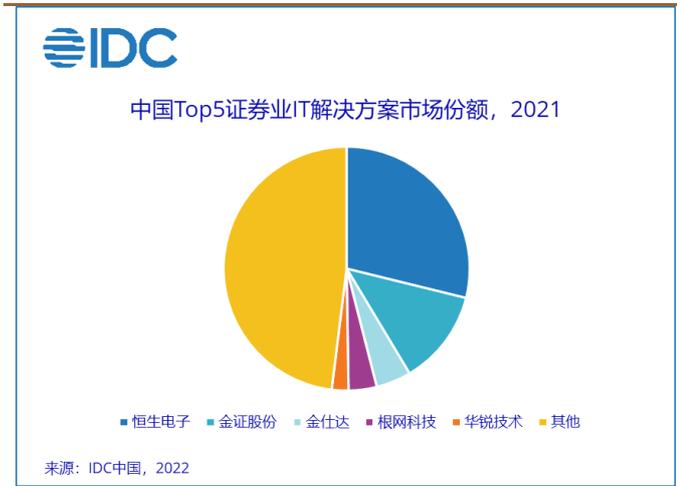


资料来源：公司公众号，德邦研究所

目前公司核心交易系统市场占有率较低，有望在此轮代际升级中获取更大市场分额。根据 IDC 的统计，2021 年，证券业 IT 解决方案市场规模约为 45 亿元，证券核心交易系统市场规模约为 11.72 亿元，市占率前五的厂商均为恒生电子、

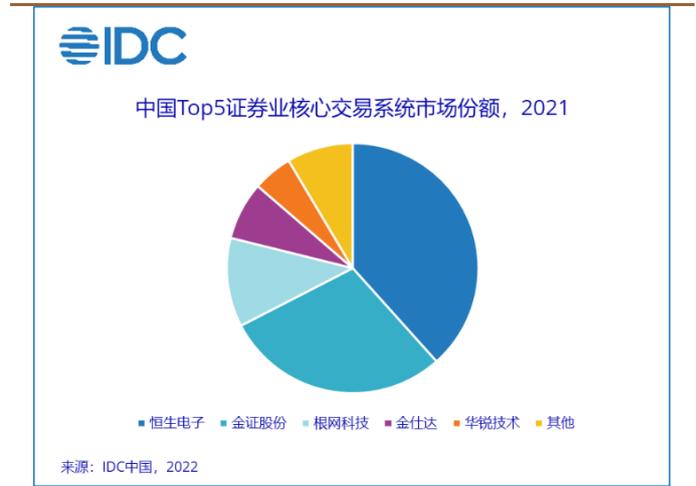
金证股份、金仕达、根网科技和华锐技术，公司未进入前五之列。我们认为公司在此轮核心交易系统代际升级中分布式技术及信创落地案例领先于行业，有望在后续更换中抢占更多市场份额。

图 24：2021 年中国 Top5 证券 IT 解决方案市场份额



资料来源：IDC，德邦研究所

图 25：2021 年中国 Top5 证券业核心交易系统市场份额



资料来源：IDC，德邦研究所

表 5：同业其他厂商信创适配进程

| 公司 | 产品 | 进展 |
|------|------------------|--|
| 恒生电子 | UF3.0 核心交易系统 | 2023 年在深圳头部券商完成交易信创全链路试点上线工作，进入信创批量上线阶段。2024 年 4 月，东方证券 UF3.0 子系统场外交易订单系统完成全客户、全业务、全链路的信创适配。 |
| | 045 资产管理系统 | 2023 年完成全栈信创研发。 |
| 金证股份 | FS2.0 证券业务综合服务平台 | 2023 年，FS2.0 信创版底座在中信建投、中金财富证券投产；FS2.0 信创版认证系统在广发证券部署。 |
| 华锐技术 | ATP 核心交易平台 | 2022 年 8 月，国泰君安证券新一代信创分布式低延时交易平台 (NGTP) 全量经纪业务客户切换上线成功。 |

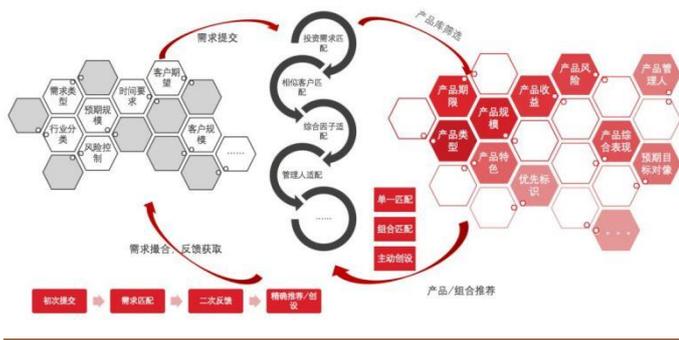
资料来源：各公司微信公众号，恒生电子、金证股份 2023 年年报，德邦研究所

3. 紧抓券商资管转型机遇，财富/投行/资管全面发力

公司在证券 IT 领域产品线布局丰富，围绕核心交易系统的更换，同时紧抓资本市场改革、券商/资管转型机遇，周边系统也有望迎来发展契机。

公司早期在 CRM（营销侧）和集中运营（业务运营）领域积累了市场和品牌优势。根据公司招股书，截至 2016 年末，公司主要产品应用于国内 78 家证券公司，用户数量占当时证券公司总家数的 60.47%；其中，营销服务流程管理系统（机构 CRM）应用于国内 71 家证券公司，基础运营支持系统（指交易类，如大规模集中交易、快速内存交易及配套系统）应用于国内 38 家证券公司。根据公司 2021 年发布的公众号披露，60%的头部券商选择公司的 CRM 系统。

图 26: 顶点 CRM 客户需求与金融产品撮合



资料来源: 公司公众号, 德邦研究所

图 27: 公司 C5 新零售业务支撑系统



资料来源: 公司公众号, 德邦研究所

营销服务类产品契合券商业务发展模式, 向以客户运营和管理为中心的财富+零售方向发展, 陆续推出新一代客户运营管理平台 C5 和新一代财富客户数字运营平台 C6。公司 2003 年, 推出顶点 CRM 系统, 2008 年设“CRM 产品部”, 持续深耕行业综合营销服务; 2018 年, “CRM 产品部”更名为“零售事业部”, 结合线上线下融合的新零售理念, 推出全新一代客户运营管理平台 C5; 2023 年, 面对财富管理转型带来的变化, 公司发布了新一代财富客户数字运营平台 C6, 以数据为核心, 全面驱动财富管理业务发展。

图 28: 顶点软件 CRM、C5、C6 产品发展历程



资料来源: 公司公众号, 德邦研究所

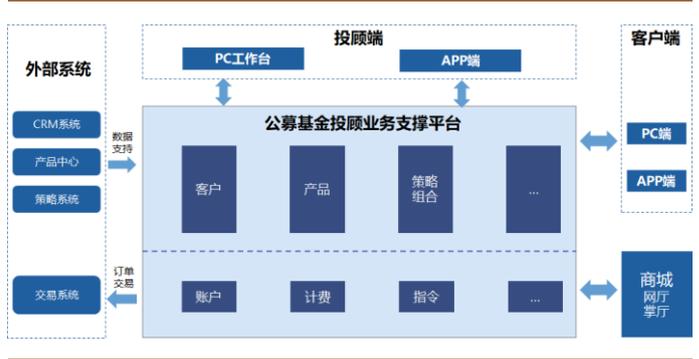
抓住券商财富管理转型的机遇, 构建“财富+”体系, 推出新一代数智财富管理平台 W5 系列产品。2021 年公司投资倍发科技, 成为核心股东, 充分发挥倍发科技在智能资产配置与基于因子投研的优势, 共同发布了新一代数智财富管理平台 W5 系列产品。W5 平台由“投、顾、销、管、端”五大方面构成, 可实现更精准的客户财富管理需求与优质资产的链接, 以科技赋能投顾。2022 年, 资管新规正式落地, 财富管理转型进一步加速, 顶点软件推出 W5 系列的全新产品“机构理财平台”, 可为全市场各类机构投资者提供涵盖高效开户、投前研究、资产配置、交易运营、投后管理、风险合规等场景于一体的综合财富管理服务, 为财富机构开拓机构理财市场赋能。2022 年 3 月, 顶点机构理财平台已在某头部券商实现行业首家上线。截至 2023 年, 公司已与东方证券、国金证券、招商证券、海通证券、兴业证券、光大证券、华泰证券、长江证券、申万宏源、上海证券、国投证券(原安信证券)、中信证券、信达证券等券商就机构理财平台达成合作。2023 年, 顶点携手海通证券、国信证券打造智能投顾平台 W5。

图 29: 顶点机构理财平台双端赋能



资料来源: 公司公众号, 德邦研究所

图 30: 顶点公募基金投顾业务支撑平台



资料来源: 公司公众号, 德邦研究所

2023 年 6 月, 证监会出台《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》, 指出基金投顾业务试点已基本具备转常规条件, 财富管理及投顾系统需求有望进一步扩容。公司在“财富+”领域持续发力, 并将从证券的市场领先优势扩展到了银行、信托、期货、基金等全域金融, 与民生银行、厦门国际银行、国投泰康信托、中粮信托等达成了深度合作。

图 31: 基金投顾试点资格获批机构

| 批次 | 获批时间 | 公司类型 | 获批数量 | 公司名称 |
|-----|-------------|----------|------|---|
| 第一批 | 2019年10月25日 | 基金及基金子公司 | 5 | 易方达基金、南方基金、嘉实基金、华夏基金、中欧基金 |
| | 2019年12月13日 | 第三方销售机构 | 3 | 腾安基金(腾讯旗下)、盈米基金、先鋒领航投顾(蚂蚁集团) |
| | 2020年2月29日 | 商业银行 | 3 | 工商银行、招商银行、平安银行 |
| | | 证券公司 | 7 | 国泰君安证券、中信建投证券、银河证券、中金公司、国联证券、申万宏源证券、华泰证券 |
| 第二批 | 2021年6月25日 | 基金及基金子公司 | 10 | 工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金 |
| | | 证券公司 | 7 | 兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券 |
| | 2021年7月2日 | 基金及基金子公司 | 7 | 建信基金、景顺长城基金、华泰柏瑞基金、万家基金、申万菱信基金、民生加银基金、富国基金 |
| | | 证券公司 | 11 | 平安证券、光大证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中银证券、中泰证券、华泰证券、国金证券、东方财富证券、财通证券 |
| | 2021年7月9日 | 基金及基金子公司 | 2 | 国泰基金、国海富兰克林基金 |
| | | 证券公司 | 2 | 华宝证券、华西证券 |
| 补充 | | 基金及基金子公司 | 1 | 农银汇理基金 |
| | | 证券公司 | 2 | 华创证券、渤海证券 |

资料来源: 证监会, 《投顾业务的全球实践与中国展望》, 德邦研究所
注: 截至 2022 年 7 月

在信托领域, 顶点软件已发布了信托新财富中台 C5 产品, 通过整合不同产品和业务的交易流程, 以订单为中心, 创建了一套灵活且可扩展的系统, 实现了全渠道的高效运营, 提供一站式服务, 目前已有英大信托、厦门国际信托、西藏信托、百瑞信托、国投泰康信托、中粮信托、财信信托、陕国投信托等一系列客户。在期货领域, 顶点软件推出了新一代期货数智平台 F5, 期货 C5 综合管理平台以及期货 CRM 等产品。其中, 新一代期货数智平台 F5 以客户为中心, 形成了一套以业务为核心导向、全面支撑期货中台运营的一站式解决方案, 已在光大期货、中泰期货、中粮期货、国元期货、金元期货、江海汇鑫期货等正式上线; 期货 C5 综合管理平台在客户管理、数字营销、绩效考核、数字报表、企业运营等

领域进行布局，为期货公司提供全面的数字化转型方案，已在英大期货率先开展期货 C5 综合管理平台升级。

图 32：顶点信托财富中台 C5 特点



资料来源：公司公众号，德邦研究所

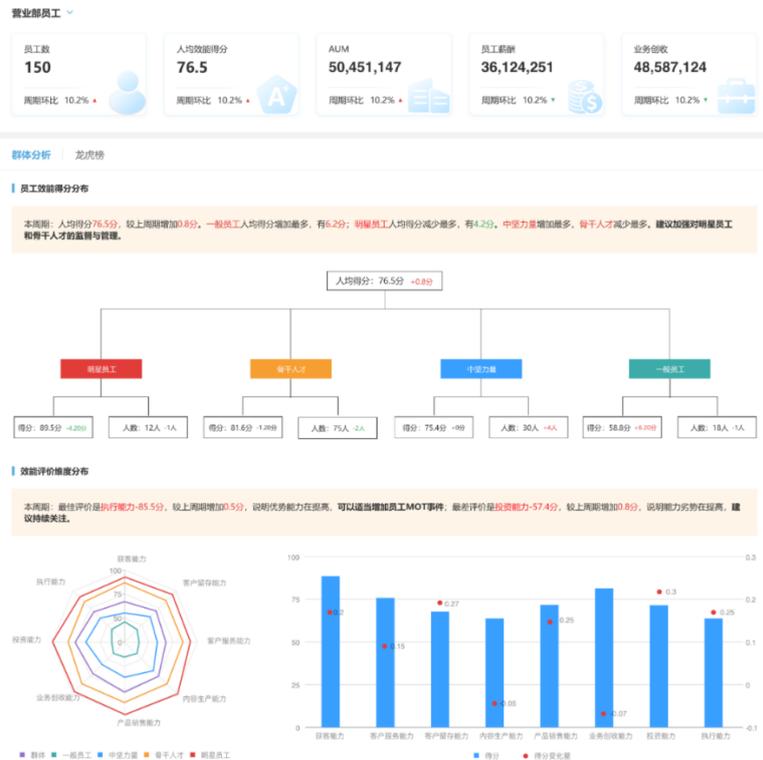
图 33：顶点期货 F5 多家上线



资料来源：公司公众号，德邦研究所

聚焦产品销售绩效考核，推出数字化员工效能平台 E5。顶点产品销售绩效考核系统是顶点新发布的新一代数智财富管理平台——W5 中重要的组成部分，在华泰证券、海通证券、申万宏源证券、银河证券、光大证券、东方证券、安信证券等七十余家券商落地使用。E5 产品有助于券商更公正客观评价员工的绩效，激发员工的工作积极性，2023 年新增多家 AUM 管理平台（如广发证券等）、绩效考核头部券商客户，同时已实现全面信创方案。

图 34：顶点员工效能分析



资料来源：公司公众号，德邦研究所

收购西点信息，发力大投行业务线，发布新一代 i5 数智投行平台。2019 年公司投资控股西点信息，作为公司旗下大投行信息化产品及解决方案的专业子公司。2022 年西点信息发布新一代 i5 数智投行平台，覆盖智慧尽调、智慧辅导、智慧内控、智慧发行、智慧督导、智慧运营六个投行全业务场景应用，实现全业

务、全周期的数字赋能，并全面支持金融信创。2022年，安信证券、中邮证券等相继选择 i5 平台；2023年 i5 新签约 5 家券商，如银河证券、国投证券，国元证券 i5 数智投行系统信创版成功上线；同时携手招商证券、东方投行、大和证券、招商基金等机构进行智慧督导、智慧运营、智慧发行等项目建设。

图 35: 机构 CRM 与大头行系统对接



资料来源：公司公众号，德邦研究所

资管方面，公司在资管行业营销 CRM、产品运营领域保持领先地位。

资管营销：基金 CRM 功能涵盖全部基金业务，包括机构业务、渠道业务等，先后与南方基金、华安基金、上投摩根、海富通基金、兴业基金、安信基金、华夏理财等就基金 CRM 建立合作；截至 2024 年 2 月，同易方达基金、广发基金、富国基金、太平洋保险资管等 40 多家资管机构就资管营销数字化开展合作。

产品运营：推出顶点产品生命周期管理平台，定位为公司级产品运营业务中枢，纵向链接产品创设、审批、存续、清盘等产品各生命周期运营阶段事务，横向连接产品、运营、风控、市场等运营管理人员，实现各类产品业务统一管理。截至 2022 年 8 月，已同中金资管、国君资管、民生加银基金、兴业基金、太平洋保险、南银理财等 20 多家基金及资管机构达成合作。2023 年，在太平洋资管、信达证券资管完成产品生命周期管理系统信创改造。

图 36: 公司大资管业务



资料来源：公司官网，德邦研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测与假设

根据公司年报，公司营收可拆分为定制软件、产品化软件、运维服务及系统集成设备四部分。

1) 定制软件：我们预计 2023 年受下游预算的影响，收入增速将有所承压，但信创推进及核心系统代际升级需求下，25-26 年相关招标有望持续落地，我们认为公司软件市场份额有望提升，伴随行业需求恢复，增速将回升。我们预计 2024-2026 年公司定制化软件收入增速分别为 8%/18%/20%，预计毛利率将有小幅提升。

2) 软件运维服务：收入主要来自于已实施项目的存量客户，随业务规模扩大有望稳步提升，预计公司 2024-2026 年软件运维服务收入增速分别为 6%/10%/12%，预计毛利率将有小幅提升。

3) 产品化软件：自研“1+3”基础技术平台，为核心业务代际升级、全域信创打下坚实基础，公司产品化能力不断增强，产品化收入有望持续增长，预计公司 2024-2026 年产品化软件收入增速分别为 9%/12%/14%。

4) 系统集成设备：信创推进及核心系统代际升级需求下，系统集成设备需求也将有所提升，预计公司 2024-2026 年系统集成设备收入增速分别为 7%/12%/14%，预计毛利率将有小幅提升。

我们预计 2024-2026 年公司主营业务收入分别为 8.0/9.3/11.0 亿元，预计收入增速分别为 8%/16%/18%，预计公司 2024-2026 年毛利率将维持在 69%左右。

图 37：营收拆分及预测

| 单位：百万元 | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 定制软件 | 收入 | 226.6 | 335.8 | 430.9 | 522.4 | 564.2 | 665.8 | 799.0 |
| | yoy | | 48% | 28% | 21% | 8% | 18% | 20% |
| | 成本 | 83.6 | 136.7 | 182.5 | 199.2 | 214.6 | 252.6 | 302.3 |
| | 毛利率 | 63% | 59% | 58% | 62% | 62% | 62% | 62% |
| 软件运维服务 | 收入 | 62.2 | 75.7 | 89.7 | 92.5 | 98.0 | 107.8 | 120.8 |
| | yoy | | 22% | 18% | 3% | 6% | 10% | 12% |
| | 成本 | 7.8 | 13.1 | 11.8 | 10.1 | 10.6 | 11.5 | 12.8 |
| | 毛利率 | 87% | 83% | 87% | 89% | 89% | 89% | 89% |
| 产品化软件 | 收入 | 56.7 | 84.6 | 92.6 | 102.1 | 111.3 | 124.6 | 142.1 |
| | yoy | | 49% | 9% | 10% | 9% | 12% | 14% |
| | 成本 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | 毛利率 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 系统集成设备 | 收入 | 4.5 | 6.7 | 11.4 | 26.9 | 28.8 | 32.2 | 36.8 |
| | yoy | | 50% | 69% | 137% | 7% | 12% | 14% |
| | 成本 | 3.7 | 4.5 | 8.9 | 20.2 | 21.6 | 24.1 | 27.5 |
| | 毛利率 | 18% | 34% | 21% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| 合计 | 收入 | 350.0 | 502.9 | 624.6 | 743.9 | 802.3 | 930.5 | 1098.6 |
| | yoy | | 44% | 24% | 19% | 8% | 16% | 18% |
| | 成本 | 95.1 | 154.2 | 203.3 | 229.5 | 246.7 | 288.2 | 342.5 |
| | 毛利率 | 73% | 69% | 67% | 69% | 69% | 69% | 69% |

资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所预测

4.2. 估值分析

选取恒生电子、金证股份为可比公司，可比公司 PE 比较接近，根据 2024 年 10 月 16 日股价，2024-2026 年平均 PE 预计分别为 32/27/23 倍，预计公司 2024-2026 年 PE 分别为 30/25/21 倍。考虑到公司信创布局的领先性，未来有可能扩大市场份额，成长性较强。

表 6: 可比公司估值比较

| 代码 | 股票简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600570.SH | 恒生电子 | 485 | 14.2 | 14.7 | 17.7 | 20.5 | 33 | 27 | 24 |
| 600446.SH | 金证股份 | 125 | 3.7 | 4.0 | 4.8 | 5.8 | 31 | 26 | 22 |
| 平均值 | | | | | | | 32 | 27 | 23 |
| 603383.SH | 顶点软件 | 76 | 2.3 | 2.5 | 3.0 | 3.6 | 30 | 25 | 21 |

资料来源: iFind, 各公司公告, 德邦研究所预测

注: 顶点软件数据来自于德邦预测, 其余可比公司数据来自于 iFind 一致预期, 数据截止日期为 2024/10/16

公司深耕证券 IT 领域，信创布局领先，在券商核心系统代际升级过程中，有望借助先发优势扩大市场份额。盈利预测如下：预计 2024-2026 年营业收入为 8.0/9.3/11.0 亿元，归母净利润分别为 2.5/3.0/3.6 亿元，对应 2024 年 10 月 16 日收盘价 37.22 元，PE 分别为 30/25/21 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

信创推进不及预期的风险：金融信创推进节奏有可能不及预期，则公司产品先发优势可能减弱。

核心产品推广不及预期的风险：若 A5 信创产品试点推广不及预期，则示范效应可能减弱。

金融机构预算缩减的风险：公司客户主要为金融机构，收入利润承压可能导致金融机构 IT 预算下降。

市场竞争风险：同行业信创追赶、竞争加剧的风险等。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.38 | 1.23 | 1.48 | 1.76 |
| 每股净资产 | 8.72 | 7.52 | 7.80 | 8.14 |
| 每股经营现金流 | 1.35 | 1.58 | 1.61 | 1.98 |
| 每股股利 | 1.10 | 1.00 | 1.19 | 1.42 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 35.72 | 30.16 | 25.15 | 21.14 |
| P/B | 5.65 | 4.95 | 4.77 | 4.57 |
| P/S | 11.35 | 9.53 | 8.22 | 6.96 |
| EV/EBITDA | 32.10 | 26.48 | 21.79 | 17.86 |
| 股息率% | 2.2% | 2.7% | 3.2% | 3.8% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 69.2% | 69.3% | 69.0% | 68.8% |
| 净利润率 | 31.6% | 31.7% | 32.7% | 33.0% |
| 净资产收益率 | 15.6% | 16.4% | 19.0% | 21.6% |
| 资产回报率 | 12.4% | 12.5% | 14.1% | 15.6% |
| 投资回报率 | 13.9% | 14.3% | 16.7% | 19.3% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 19.1% | 7.9% | 16.0% | 18.1% |
| EBIT 增长率 | 49.2% | 6.5% | 21.0% | 20.5% |
| 净利润增长率 | 40.5% | 8.7% | 19.9% | 19.0% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 20.2% | 23.4% | 24.8% | 27.0% |
| 流动比率 | 4.4 | 3.8 | 3.6 | 3.3 |
| 速动比率 | 3.0 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |
| 现金比率 | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 25.7 | 25.8 | 25.0 | 24.9 |
| 存货周转天数 | 206.1 | 209.8 | 207.4 | 203.2 |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 固定资产周转率 | 8.0 | 8.9 | 10.4 | 12.7 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 233 | 254 | 304 | 362 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 非现金支出 | 13 | 12 | 12 | 13 |
| 非经营收益 | -13 | -10 | -11 | -13 |
| 营运资金变动 | -4 | 68 | 24 | 45 |
| 经营活动现金流 | 231 | 325 | 330 | 407 |
| 资产 | -38 | -15 | -10 | -10 |
| 投资 | -160 | -4 | 0 | -1 |
| 其他 | 14 | 8 | 11 | 13 |
| 投资活动现金流 | -183 | -10 | 1 | 2 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 其他 | -138 | -205 | -245 | -292 |
| 融资活动现金流 | -138 | -202 | -245 | -292 |
| 现金净流量 | -90 | 112 | 85 | 117 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 744 | 802 | 930 | 1,099 |
| 营业成本 | 229 | 247 | 288 | 342 |
| 毛利率% | 69.2% | 69.3% | 69.0% | 68.8% |
| 营业税金及附加 | 9 | 10 | 11 | 13 |
| 营业税金率% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 营业费用 | 64 | 69 | 79 | 92 |
| 营业费用率% | 8.6% | 8.6% | 8.5% | 8.4% |
| 管理费用 | 101 | 109 | 126 | 148 |
| 管理费用率% | 13.6% | 13.6% | 13.6% | 13.5% |
| 研发费用 | 153 | 165 | 188 | 220 |
| 研发费用率% | 20.6% | 20.6% | 20.2% | 20.0% |
| EBIT | 222 | 237 | 286 | 345 |
| 财务费用 | -16 | -33 | -37 | -40 |
| 财务费用率% | -2.1% | -4.1% | -4.0% | -3.6% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 10 | 10 | 11 | 13 |
| 营业利润 | 250 | 270 | 323 | 385 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 250 | 270 | 323 | 385 |
| EBITDA | 234 | 249 | 299 | 358 |
| 所得税 | 15 | 16 | 19 | 22 |
| 有效所得税率% | 5.8% | 5.8% | 5.8% | 5.8% |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司所有者净利润 | 233 | 254 | 304 | 362 |

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 940 | 1,053 | 1,138 | 1,255 |
| 应收账款及应收票据 | 56 | 59 | 70 | 82 |
| 存货 | 132 | 155 | 177 | 210 |
| 其它流动资产 | 541 | 542 | 543 | 546 |
| 流动资产合计 | 1,670 | 1,809 | 1,928 | 2,093 |
| 长期股权投资 | 38 | 41 | 42 | 43 |
| 固定资产 | 89 | 91 | 88 | 85 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 9 | 8 | 7 | 6 |
| 非流动资产合计 | 216 | 224 | 222 | 220 |
| 资产总计 | 1,886 | 2,032 | 2,150 | 2,313 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 17 | 13 | 17 | 20 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 363 | 461 | 517 | 605 |
| 流动负债合计 | 380 | 475 | 533 | 625 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债总计 | 380 | 475 | 533 | 625 |
| 实收资本 | 171 | 205 | 205 | 205 |
| 普通股股东权益 | 1,493 | 1,544 | 1,603 | 1,672 |
| 少数股东权益 | 13 | 14 | 14 | 15 |
| 负债和所有者权益合计 | 1,886 | 2,032 | 2,150 | 2,313 |

信息披露

分析师与研究助理简介

陈涵泊：德邦证券计算机行业首席分析师，上海交通大学信息安全本科，电子与通信工程硕士，曾任职于中信证券研究部、天风证券研究所，多年计算机行业研究经验，具备成熟的计算机研究框架、自上而下产业前瞻视野，云计算领域深入研究。2022-2023 年新财富最佳分析师入围（团队），2023 年新浪金麒麟最佳分析师第五名（团队）。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。