

## Q3 归母表现亮眼，静待需求释放

### 投资要点

- 事件：**公司发布2024年三季度业绩报告，24年前三季度实现营收41.9亿元，同比-4.1%；实现归母净利润4.5亿元，同比-26.6%；实现扣非归母净利润2.7亿元，同比-50.3%。单Q3实现营收13.5亿元，同比-12.3%；实现归母净利润4.2亿元，同比+159.2%，主要系有及处置其他非流动金融资产的公允价值变动损益增加所致；扣非归母净利润1.3亿元，同比-51.7%。
- 企金保险核心业务表现亮眼，新一代核心产品推进顺利。**24年前三季度公司在财富科技/资管科技/运营与机构科技/风险与平台科技/数据服务/创新/企金、保险核心与金融基础设施科技业务分别实现营收8.0/10.1/7.9/3.1/2.5/3.7/4.7亿元，同比分别-20.3%/-3.4%/-6.5%/-2.8%/-0.3%/-0.01%/+16.7%。根据官方公众号，三季度以来公司在新一代核心业务系统取得良好进展：UF3.0在东方证券两融业务实现全客户上线切换；与联储证券携手开启新一代UF3.0建设；O45在招商信诺资管实现一次性全账户切换上线等。
- 积极推进管理侧改革，费用端延续改善趋势。**24年前三季度公司毛利率同比-2.58pp至69.3%，扣非后净利润率同比-5.93pp至6.4%。公司持续坚持优化管理效率，将项目化业务转移到新成立的子公司中，资源投入更加敏捷有效，24年前三季度销售/管理/研发费用率分别同比-0.22pp/+0.95pp/-0.60pp至12.0%/14.7%/40.2%。现金流来看，受金融机构决策及验收流程拉长，24年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比下滑6.0%至37.3亿元；合同负债较二季度末增长1.3%至22.7亿元。
- 金融信创全面推进，静待需求释放。**公司积极投入提升新一代信创产品竞争力，UF3.0、O45等多个核心产品通过全栈信创适配验证。从下游需求来看，信创等增量的刚性需求仍有较大释放空间。此外，公司9月发布智能投研平台升级版WarrenQ 2.0，大模型加速迭代，将进一步颠覆金融机构业务形态，更好满足金融业务多场景需求。
- 盈利预测与投资建议：**9月24日以来，资本市场交投持续火热，下游金融机构盈利端修复。考虑到公司多年领先的技术优势，未来有望在新一轮选型中提升在核心业务系统的市占率；叠加下游信创刚性需求释放，预计2024-2026年EPS分别为0.77/0.85/0.98元，当前股价对应的PE为40/36/31倍，给予45倍PE，对应目标价为38.25元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**政策推进不及预期风险；产品上线不及预期风险；金融资产公允价值波动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7281.20	7364.76	8062.38	8874.37
增长率	11.98%	1.15%	9.47%	10.07%
归属母公司净利润(百万元)	1424.32	1458.04	1619.70	1863.09
增长率	30.54%	2.37%	11.09%	15.03%
每股收益EPS(元)	0.75	0.77	0.85	0.98
净资产收益率ROE	16.32%	14.81%	14.29%	14.28%
PE	41	40	36	31
PB	7.19	6.34	5.46	4.71

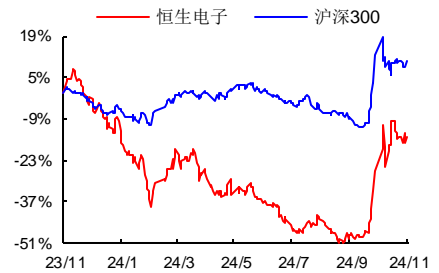
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
电话：0755-26671517  
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：罗紫莹  
执业证号：S1250524070003  
电话：0755-26671517  
邮箱：lzyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.94
流通A股(亿股)	18.94
52周内股价区间(元)	15.34-33.8
总市值(亿元)	577.48
总资产(亿元)	134.14
每股净资产(元)	4.34

### 相关研究

- 恒生电子（600570）：UF3.0内存版本正式发布，Q3费用端持续改善（2023-11-02）

## 盈利预测

### 关键假设：

**1) 财富科技业务：**金融信创将稳步推进，公司核心系统 UF3.0 在各客户的各节点陆续上线，且前三季度新签多家客户。我们预测 2024-2026 年该业务收入分别同比增长 -2%/10%/11%。

**2) 资管科技业务：**资管科技业务核心产品多元化，O45、投资管理新一代产品 Fusion China 银行资金管理系统 Summit 实现重点突破，信创稳步推进下，下游订单数量有望迎来加速释放，我们预测 2024-2026 年该业务收入分别同比增长 1%/11%/12%。

**3) 运营与机构科技服务：**运营与机构科技主要产品为登记过户系统、估值核算与资金清算系统、资管运营管理平台等。上半年业务签约上线顺畅：TA 产品签约 30 家客户，17 家竣工；新一代 TA 在多家头部客户完成并轨测试，将在年内逐步上线；估值产品签约 12 家客户，中标率明显提升。我们预测 2024-2026 年该业务收入分别同比增长 -2%/7%/8%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
财富科技	收入	1733.5	1698.8	1868.7	2074.3
	增速	4.3%	-2.0%	10.0%	11.0%
	毛利率	77.3%	78.0%	79.0%	79.5%
资管科技	收入	1711.6	1728.7	1918.9	2149.2
	增速	9.3%	1.0%	11.0%	12.0%
	毛利率	83.6%	85.0%	86.0%	86.5%
运营与机构科技	收入	1436.3	1407.6	1506.1	1626.6
	增速	14.3%	-2.0%	7.0%	8.0%
	毛利率	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%
风险与平台科技	收入	508.9	503.8	524.0	550.2
	增速	19.1%	-1.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	70.3%	70.5%	70.6%	70.7%
数据服务	收入	385.1	385.1	408.2	440.9
	增速	19.3%	0.0%	6.0%	8.0%
	毛利率	66.8%	68.0%	70.0%	72.0%
创新业务	收入	556.2	556.2	600.7	648.8
	增速	12.5%	0.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	83.5%	85.0%	86.0%	87.0%
企业、保险核心与金融基础设施	收入	700.4	840.5	991.7	1140.5
	增速	23.1%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	36.4%	37.0%	37.5%	38.0%
合计	收入	7281.2	7364.8	8062.4	8874.4
	增速	12.0%	1.1%	9.5%	10.1%
	毛利率	74.8%	74.9%	75.3%	75.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 73.6 亿元（+1.1%）、80.6 亿元（+9.5%）和 88.7 亿元（+10.1%），归母净利润分别为 14.6 亿元（+2.2%）、16.2 亿元（+11.1%）、18.6 亿元（+15.0%），EPS 分别为 0.77 元、0.85 元、0.98 元，对应动态 PE 分别为 40 倍、36 倍、31 倍。

## 相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及金融 IT 领域的金证股份、顶点软件和长亮科技 3 家可比公司进行估值比较：

**表 2：可比公司 PE 估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600446.SH	金证股份	154	16.29	0.39	0.42	0.50	0.61	30	39	33	27	
603383.SH	顶点软件	86	42.19	1.36	1.18	1.42	1.74	36	36	30	24	
300348.SZ	长亮科技	142	17.67	0.04	0.10	0.17	0.25	234	142	104	71	
<b>平均值</b>									<b>72</b>	<b>56</b>	<b>41</b>	
600570.SH	恒生电子	577	30.49	0.75	0.77	0.85	0.98	35	40	36	31	

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2025 年行业平均估值为 56 倍，公司 PE 为 36 倍。9 月 24 日以来，资本市场交投持续火热，下游金融机构盈利端修复。考虑到公司多年领先的技术优势，未来有望在新一轮选型中提升在核心业务系统的市占率；叠加下游信创刚性需求释放，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.77/0.85/0.98 元，当前股价对应的 PE 分别为 40/36/31 倍，给予 45 倍 PE，对应目标价为 38.25 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7281.20	7364.76	8062.38	8874.37	净利润	1443.21	1473.04	1634.70	1878.09
营业成本	1831.65	1850.21	1992.13	2164.36	折旧与摊销	165.18	222.10	247.79	266.89
营业税金及附加	81.88	83.34	91.40	100.41	财务费用	-14.63	-5.14	-11.44	-18.23
销售费用	590.39	567.09	604.68	647.83	资产减值损失	-102.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	953.17	3586.64	3910.25	4259.70	经营营运资本变动	-1151.03	844.21	119.64	218.45
财务费用	-14.63	-5.14	-11.44	-18.23	其他	920.73	-230.78	-159.24	-118.43
资产减值损失	-102.14	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1261.32</b>	<b>2303.42</b>	<b>1831.46</b>	<b>2226.76</b>
投资收益	313.84	50.00	50.00	50.00	资本支出	-233.41	-250.00	-270.00	-270.00
公允价值变动损益	-157.27	150.00	120.00	120.00	其他	-1269.36	64.19	237.85	176.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1502.77</b>	<b>-185.81</b>	<b>-32.15</b>	<b>-93.51</b>
<b>营业利润</b>	<b>1451.94</b>	<b>1482.62</b>	<b>1645.34</b>	<b>1890.31</b>	短期借款	250.78	-2.78	-1.00	0.00
其他非经营损益	0.66	0.00	0.00	0.00	长期借款	22.02	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1452.60</b>	<b>1482.62</b>	<b>1645.34</b>	<b>1890.31</b>	股权融资	168.61	-196.33	0.00	0.00
所得税	9.39	9.59	10.64	12.22	支付股利	-246.83	-142.43	-145.80	-161.97
净利润	1443.21	1473.04	1634.70	1878.09	其他	-197.23	-43.40	11.44	18.23
少数股东损益	18.89	15.00	15.00	15.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2.64</b>	<b>-384.94</b>	<b>-135.37</b>	<b>-143.74</b>
归属母公司股东净利润	1424.32	1458.04	1619.70	1863.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-243.78</b>	<b>1732.68</b>	<b>1663.94</b>	<b>1989.52</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2422.00	4154.68	5818.61	7808.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1199.45	1165.00	1287.34	1417.78	销售收入增长率	11.98%	1.15%	9.47%	10.07%
存货	595.12	612.75	684.11	730.31	营业利润增长率	29.18%	2.11%	10.97%	14.89%
其他流动资产	1853.44	1694.21	1699.48	1753.05	净利润增长率	28.88%	2.07%	10.97%	14.89%
长期股权投资	1685.28	1685.28	1685.28	1685.28	EBITDA 增长率	22.94%	6.06%	10.71%	13.67%
投资性房地产	140.46	140.46	140.46	140.46	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1875.82	1922.04	1965.37	1992.40	毛利率	74.84%	74.88%	75.29%	75.61%
无形资产和开发支出	1627.17	1610.19	1590.41	1567.84	三费率	21.00%	56.33%	55.86%	55.09%
其他非流动资产	2954.99	2953.65	2952.30	2950.96	净利率	19.82%	20.00%	20.28%	21.16%
<b>资产总计</b>	<b>14353.73</b>	<b>15938.24</b>	<b>17823.39</b>	<b>20046.21</b>	ROE	16.32%	14.81%	14.29%	14.28%
短期借款	305.78	303.00	302.00	302.00	ROA	10.05%	9.24%	9.17%	9.37%
应付和预收款项	1606.31	1700.91	1814.32	1976.58	ROIC	60.41%	48.89%	60.26%	67.10%
长期借款	137.86	137.86	137.86	137.86	EBITDA/销售收入	22.01%	23.08%	23.34%	24.10%
其他负债	3459.06	3849.26	4133.10	4477.55	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5509.01</b>	<b>5991.03</b>	<b>6387.28</b>	<b>6893.98</b>	总资产周转率	0.53	0.49	0.48	0.47
股本	1900.01	1894.14	1894.14	1894.14	固定资产周转率	4.57	4.32	4.28	4.57
资本公积	610.91	420.45	420.45	420.45	应收账款周转率	5.74	5.42	5.70	5.69
留存收益	5703.72	7019.33	8493.23	10194.34	存货周转率	3.08	2.92	3.01	3.02
归属母公司股东权益	8028.90	9116.39	10590.29	12291.40	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.84%	—	—	—
少数股东权益	815.82	830.82	845.82	860.82	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8844.72</b>	<b>9947.21</b>	<b>11436.11</b>	<b>13152.23</b>	资产负债率	38.38%	37.59%	35.84%	34.39%
负债和股东权益合计	14353.73	15938.24	17823.39	20046.21	带息债务/总负债	8.05%	7.36%	6.89%	6.38%
					流动比率	1.16	1.34	1.56	1.77
					速动比率	1.05	1.23	1.44	1.66
					股利支付率	17.33%	9.77%	9.00%	8.69%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.75	0.77	0.85	0.98
					每股净资产	4.24	4.81	5.59	6.48
					每股经营现金	0.67	-0.46	0.84	1.02
					每股股利	0.13	0.08	0.08	0.09
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1602.49	1699.59	1881.69	2138.97					
PE	40.55	39.65	35.82	31.23					
PB	7.19	6.34	5.46	4.71					
PS	7.93	7.84	7.16	6.51					
EV/EBITDA	32.09	30.85	27.15	23.10					
股息率	0.43%	0.25%	0.25%	0.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---