

中科软 (603927)

证券研究报告

2023年06月14日

稀缺的高成长保险 IT 龙头，GPT 有望推动行业再发展

保险 IT 龙头，阿米巴管理架构下业绩稳步增长

- (1)公司深耕行业 20 余年，1996 年就与中国人保财险设计研发保险核心业务系统，是国内最早为保险业开发核心业务处理系统的软件企业。截止 2022 年年底，公司国内保险公司客户覆盖超 98%，国内保险公司核心业务系统覆盖超 80%。(2)2022 年公司实现营业收入 67.05 亿元，保险类业务实现营收 36.45 亿元，占比 54%。盈利能力上一方面公司注重高毛利率的软件业务，另一方面公司坚持“相似复用”软件开发理念不断提升软件产品化能力，推动公司净利率持续上行。管理模式上公司实行阿米巴管理架构，精细化管理下人均创利 5 年增长 79%，管理优势利好公司内部活力与积极性，ROE 持续维持高位稳定。

行业粗放式增长时代结束，IT 赋能精细化管理趋势明确

- 受益于过去 10 年政策驱动和人口红利带来的保险代理人规模粗放式增长时代已经结束，由大模型引发的 AI 技术革命让 IT 全链路赋能保险行业成为可能，保险业来到行业需求+技术拐点前夕。2026 年我国保险业 IT 解决方案市场规模有望达到 239.5 亿元，2022-2026 年 CAGR 为 15.8%，行业成长空间广阔。

前瞻布局 AI 的同时横向扩张行业布局“保险+”，联手华为加速全球化布局

- 得益于保险系统全流程覆盖的先发优势，公司有望在 AIGC 浪潮下将新技术落地于行业，全面赋能保险核心、渠道、管理系统。此外，“保险+”将保险销售嵌入多场景的战略下有望催生更多保险业务系统需求，公司凭借保险 IT 龙头地位叠加多领域建设经验，有望在建立保险公司与上下游关联企业之间的数据互通、业务关联，延展保险价值链能力上发挥显著优势。
- 公司作为 FPGGP 7 家理事成员单位之一，是华为金融出海计划的最早参与者，保险核心系统持续赋能一带一路沿线国家。公司从 2010 年开始进军海外市场，目前已经在中国香港、中国台湾、新加坡、泰国、印尼、日本等国家和地区有落地案例，2022 年孟加拉 BISDP 项目顺利落地，标志着公司保险 IT 产品首次进入南亚市场。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 74.99/86.63/103.48 亿元，同增 11.84%/15.53%/19.44%；2023-2025 年归母净利润为 8.3/10.67/13.44 亿元，同增 30%/28.49%/25.97%，对应 2023/2024/2025 年 PE 28X/22X/17X。基于公司保险 IT 龙头地位，前瞻性布局 AI 且多领域拓展，给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 62.89 元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：行业竞争风险加剧；公司“保险+”战略推进不及预期；保险 IT 行业增长不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,281.49	6,704.71	7,498.87	8,663.42	10,347.66
增长率(%)	8.65	6.74	11.84	15.53	19.44
EBITDA(百万元)	1,479.08	1,558.77	839.31	1,067.13	1,335.43
归属母公司净利润(百万元)	577.48	638.59	830.18	1,066.68	1,343.72
增长率(%)	21.15	10.58	30.00	28.49	25.97
EPS(元/股)	0.97	1.08	1.40	1.80	2.26
市盈率(P/E)	40.70	36.80	28.31	22.03	17.49
市净率(P/B)	8.98	8.52	7.07	6.15	5.26
市销率(P/S)	3.74	3.51	3.13	2.71	2.27
EV/EBITDA	8.61	9.21	23.97	18.78	14.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	39.59 元
目标价格	62.89 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	593.60
流通 A 股股本(百万股)	593.60
A 股总市值(百万元)	23,500.62
流通 A 股市值(百万元)	23,500.62
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	58.50
一年内最高/最低(元)	45.97/21.69

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中科软：稀缺的长线慢牛保险 IT 行业龙头.....	4
1.1. 保险 IT 龙头，依托科学院强大研发和技术背景夯实发展基础	4
1.2. 人均创利 5 年提升 79%，阿米巴架构催生公司内生成长动力	6
2. 行业复盘：保险粗放式增长时代结束，IT 赋能精细化管理趋势明确.....	9
2.1. 历经完整涨跌周期，粗放式增长时代结束.....	9
2.1.1. 阶段一：入行资格放松，保险公司数量及规模迅速扩张.....	9
2.1.2. 阶段二：短期储蓄保险产品下线，代理人增长势头扭转.....	11
2.1.3. 阶段三：外部环境冲击下代理人规模回归期初水平，险企开启代理人质量转型.....	11
3. 如何破局？人口红利消退，技术驱动代理人产能提升或是解法.....	13
3.1. 保险 IT 投入占收入比例仅 0.79%，行业投入提升空间大.....	13
3.2. 技术拐点来临，AI 打开保险 IT 长期成长空间.....	14
4. 前瞻布局 AI 的同时横向扩张行业布局保险+，中科软龙头地位稳固.....	17
4.1. 多领域布局 IT 业务，剑指保险+	17
4.2. 携手华为全球化布局，保险核心系统赋能一带一路沿线国家.....	19
5. 盈利预测与估值.....	21
6. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：1996 年与中国人民保险公司合作开发保险核心业务系统，至今已深耕行业 20 余年.....	4
图 2：中国科学院软件研究所为最大股东，持股比例 23.45%（截至 2023/4/27）.....	5
图 3：保险 IT 收入占比加速提升，22 年达 54%.....	6
图 4：保险 IT 贡献主要毛利，22 年占比 63%.....	6
图 5：公司重视研发投入，同时销售、管理费用率稳中有降.....	6
图 6：22 年软件业务毛利率达 34.62%，推动净利率稳步上行.....	7
图 7：软件业务收入占比稳步上升，22 年达 76%.....	7
图 8：公司归母净利润稳步上升，净利润增速稳定大于营收增速.....	7
图 9：2017-2022 人均薪酬 CAGR 8%.....	8
图 10：2017-2022 人均创利 CAGR 12.3%.....	8
图 11：2017-2022 年公司 ROE 稳定处于高位，22 年达 23.76%.....	8
图 12：近三年六家上市险企寿险代理人数量出现腰斩式下降（万人）.....	9
图 13：《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》下发，取消保险营销员资格考试10	
图 14：监管放松之初重疾险保费收入增长迅速.....	10
图 15：我国保险公司数量在 13~17 年间迅速提升.....	11
图 16：《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》下发，5 年内的短期储蓄保险被禁止销售.....	11

图 17: 2017-2022 年我国劳动人口数量持续下降	13
图 18: 2014-2021 年我国险企 NBV 价值率并未有明显增长	13
图 19: 2018 年起六家上市险企保费收入增速下滑趋势明显	13
图 20: 2021 年保险 IT 投入占收入比为金融子领域最低, 仅为 0.79%	14
图 21: 2026 年预计保险 IT 解决方案市场规模达到 239.5 亿元	14
图 22: 大模型在保险行业落地场景覆盖产品研发、渠道营销、运营管理与客户服务等 ..	15
图 23: 我国保险 IT 解决方案主要分为核心、渠道、管理三类	17
图 24: 中科软核心系统 LIS 寿险管理平台示意图	17
图 25: 公司重点关注“保险+大健康”、“保险+大交通”、“保险+大消费”、“保险+大安全”四大领域	19
图 26: 22 年公司中国大陆以外地区营收增速出现明显修复 (亿元)	19
图 27: 中国大陆以外地区毛利率相对更高, 22 年达 46.68%	19
表 1: 技术导向企业基因浓厚, 公司管理层多为技术出身	5
表 2: 2022 年国内六家上市险企 NBV 同比下滑明显	9
表 3: 各险企推动代理人质量提升举措	12
表 4: 碎片化场景叠加精细化营销可带来多重保险销售优势	17
表 5: 公司不断优化非保险金融、政务、医疗卫生、教科文等领域布局	18
表 6: 公司 22 年末成功签约孟加拉 BISDP 项目, 全球化进程加速	19
表 7: 公司收入拆分 (亿元)	21
表 8: 可比公司估值	22

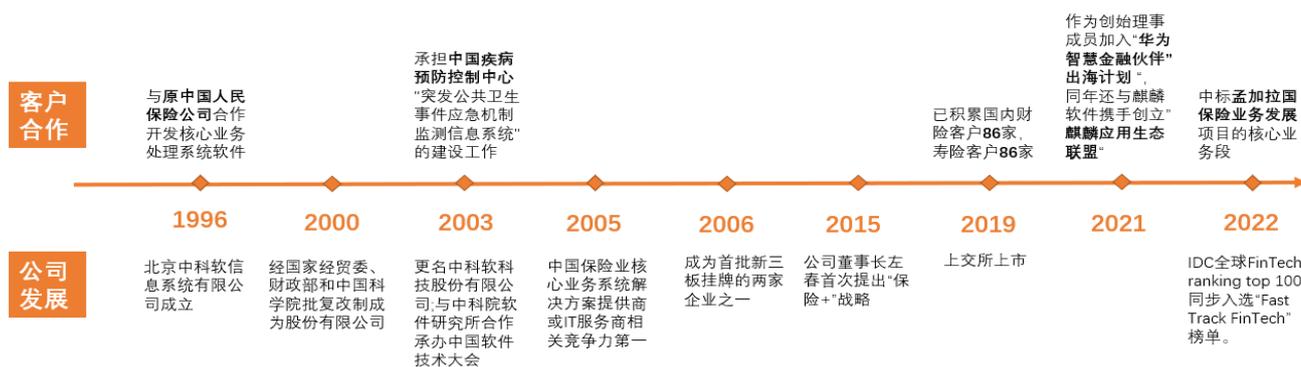
1. 中科软：稀缺的长线慢牛保险 IT 行业龙头

1.1. 保险 IT 龙头，依托科学院强大研发和技术背景夯实发展基础

公司发展历史：公司成立于 1996 年，2000 年经国经贸委、财政部和中国科学院批复改制成为股份有限公司，2006 年成为新三板首批挂牌的两家企业之一，2019 年于上交所上市。公司集行业解决方案设计、自主软件产品研发、大型行业应用软件开发、系统集成与服务、技术支持和培训一体，主要通过产品化软件销售、定制化项目开发以及云服务三种模式向客户提供产品或服务，近年来公司坚持“相似复用”软件开发理念，业务向产品化方向演绎，有望基于保险 AI 业务向多行业实现快速延伸。

深耕保险行业 20 余年，国内保险 IT 解决方案市场份额排名第一。公司“保险核心业务处理系统”在国内保险行业信息建设中处于领先地位，早在 1996 年公司成立之初就与中国入保财险设计研发保险核心业务系统，是国内最早为保险业开发核心业务处理系统的软件企业。截止 2022 年年底，公司国内保险公司客户覆盖超 98%，国内保险公司核心业务系统覆盖超 80%；2022 年保险 IT 领域实现收入超 500 万元的客户共 149 家，较 2021 年增长 8 家，客户粘性进一步增强。

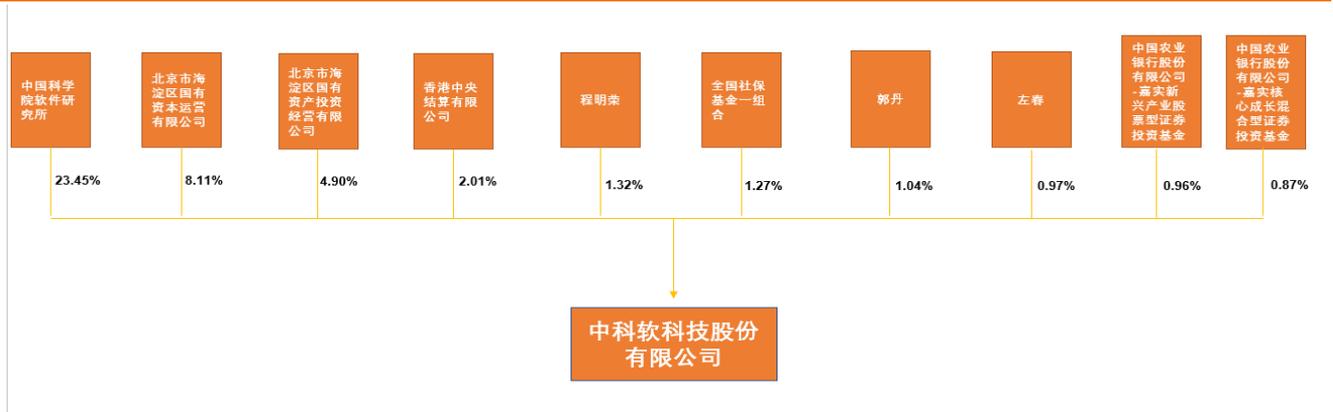
图 1：1996 年与中国人民保险公司合作开发保险核心业务系统，至今已深耕行业 20 余年



资料来源：招股书，公司公告，IDC 咨询，中国证券报公众号等，天风证券研究所

依靠中国科学院强大的研发和技术背景，为公司承接各类政府、企事业单位项目奠定了良好的企业形象与信用基础。公司实控人为中国科学院软件研究所，持股比例为 23.45%，第二大股东为北京市海淀区国有资本运营有限公司，持股比例为 8.11%。中国科学院软件研究所是中国科学院直属的事业单位，致力于计算机科学理论和软件高新技术的研究与发展，具备以多个国家重点实验室、国家工程研究中心为龙头的基础前沿研究、软件高技术研究 and 软件应用研究三大科研体系。

图 2：中国科学院软件研究所为最大股东，持股比例 23.45%（截至 2023/4/27）



资料来源：Wind，天风证券研究所

董事会及高管团队多为硕博学历，深耕行业多年从业经验丰富。公司董事长左春为硕士学历，曾任博士生导师，1988 年至 1996 年任中国科学院软件研究所研究室副主任。其余董事会及高管团队多为硕博学历且有多年从业经验，专业化团队有助于公司及时把握行业方向，强化公司战略稳固龙头地位。

表 1：技术导向企业基因浓厚，公司管理层多为技术出身

姓名	学历	当前公司职务	曾获荣誉
左春	硕士	董事长、总经理	研究员，博士生导师；1988 年 8 月至 1996 年 7 月任中国科学院软件研究所研究室副主任；1997 年荣获中国科学院科技进步奖二等奖；2015 年荣获“中国软件和信息服务业十大领军人物”；
梁剑	博士	公司董事	高级经济师；2016 年 2 月至 2018 年 1 月，任海淀区国资委科长；2018 年 1 月至今担任北京市海淀区国有资本运营有限公司总经理助理；
孙熙杰	硕士	公司董事、副总经理	2011 年荣获北京市科学技术奖三等奖；2016 年荣获北京市科学技术奖二等奖；1997 年 7 月加入公司，历任工程师、项目经理、部门经理、副总经理；
武延军	博士	公司董事	研究员，博士生导师；2012 年 7 月至 2017 年 12 月，任中国科学院软件研究所正高级工程师；2022 年 11 月至今担任中国科学院软件研究所副所长、总工程师；
邢立	硕士	公司董事、副总经理	高级工程师；1997 年荣获中国科学院科技进步二等奖；1991 年 7 月至 1992 年 10 月就职于北京软件行业协会，任助理工程师；1992 年 10 月至 1996 年 5 月就职于中国科学院软件研究所，任工程师；1996 年 5 月加入公司，历任部门经理、副总经理；
张琰	硕士	公司董事	高级工程师；2007 年 5 月至 2015 年 3 月，任中国科学院软件研究所工程师；2015 年 3 月至今，任中国科学院软件研究所高级工程师；2022 年 8 月至今担任中国科学院软件研究所产业发展处处长；

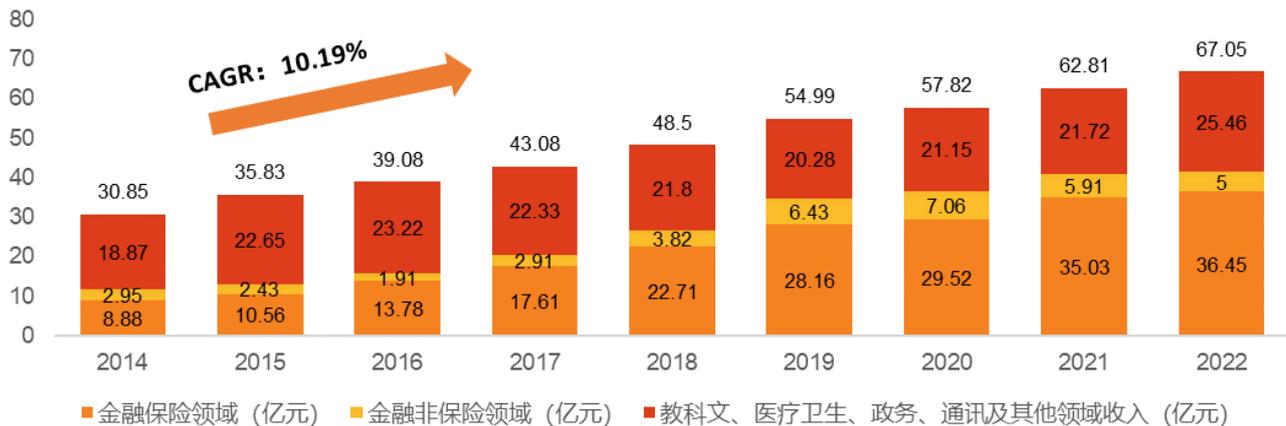
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 人均创利 5 年提升 79%，阿米巴架构催生公司内生成长动力

2022 年公司实现营业收入 67.05 亿元，保险业务实现营收 36.45 亿元，占比 54%，为最主要收入来源。2014-2022 年公司营收 CAGR 为 10.19%，保险业务收入 CAGR 为 19.31%。此外公司积极优化在银行、证券、基金、消费金融、汽车金融等非保险金融行业的业务布局，2022 年实现收入 5 亿元。

加深多领域布局，2022 年公司在政务/医疗卫生/教科文及其他领域收入 9.82/3.16/12.48 亿元。多领域的广泛布局使公司能够紧跟各行业 IT 建设的发展趋势，抓住行业快速发展带来的业务机会，保障公司业务增长的稳定性和持续性。

图 3：保险 IT 收入占比加速提升，22 年达 54%

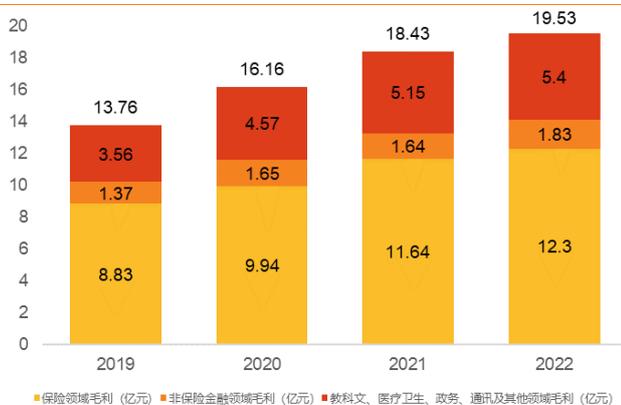


资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年公司保险类业务毛利 12.3 亿元，占比 63%。其余教科文、医疗卫生、政务等领域均贡献 1-2 亿毛利。受益于公司市场地位和影响力持续提升，2022 年 IDC 全球金融行业科技公司百强榜单中排名 32 位，较 21 年同期上升 10 位。

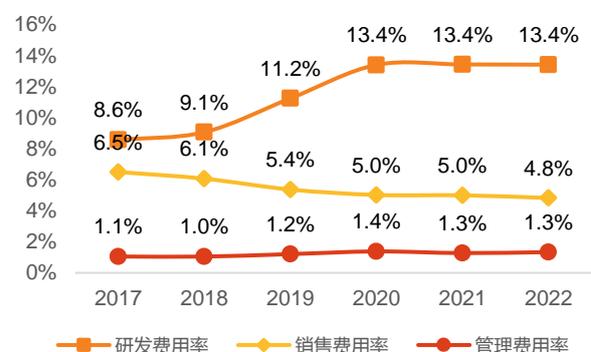
研发费用率稳中有升，2020-2022 年维持在 13.4%，同时销售&管理费用率逐步下降。2018-2020 年公司研发费用率历经快速上升阶段，2022 年达 13.4%，研发费用 8.99 亿元，同增 6.62%。2022 年公司新增软件著作权 112 项，涵盖保险、政务、医疗卫生等行业应用产品线；跨领域复用产品线；通用技术平台等。此外公司加强其他各项费用管理，销售/管理费用率保持稳中有降。

图 4：保险 IT 贡献主要毛利，22 年占比 63%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司重视研发投入，同时销售、管理费用率稳中有降

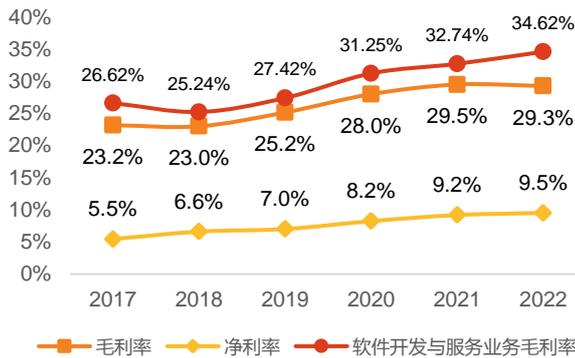


资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年公司毛利率/净利率分别为 29.3%/9.5%，软件开发与服务业务占比提升，叠加软件产品化能力加强带动公司净利率上行。2017-2022 年公司毛利率&净利率稳步提升，其主要原因我们认为系 1) 公司侧重高毛利的软件业务，2022 年软件业务毛利率 34.6%，业务收入占比达 76%，且占比近年维持增长态势。2) 公司软件产品化能力提升，近年来公司坚持“相似复用”软件开发理念，产品标准化程度提升，规模效应逐渐显著，推动公司净利率

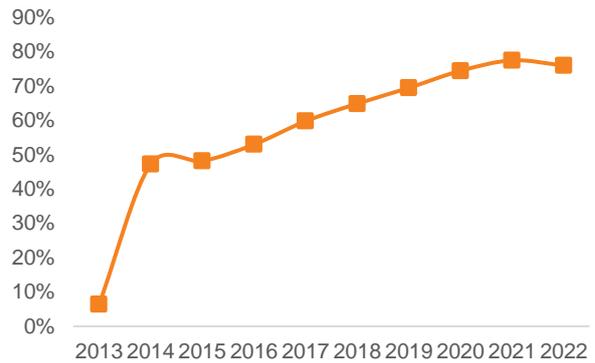
稳步上行。

图 6：22 年软件业务毛利率达 34.62%，推动净利率稳步上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

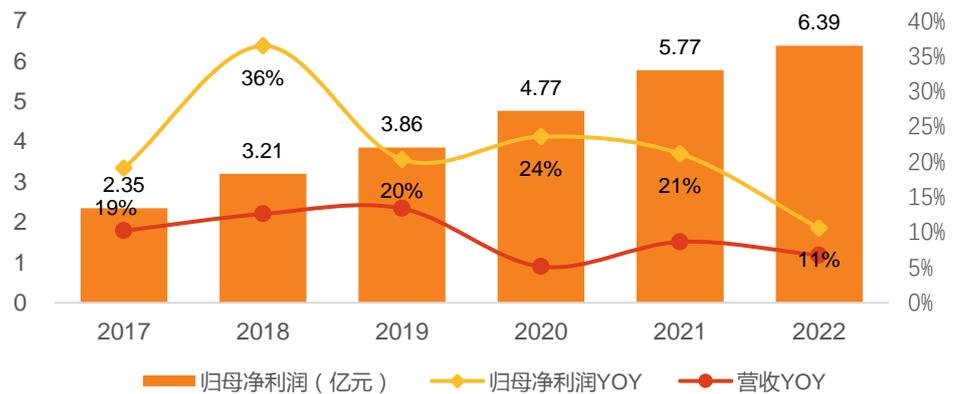
图 7：软件业务收入占比稳步上升，22 年达 76%



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司归母净利润增速始终大于营收增速，可见公司重视长期增长能力。2022 年公司实现归母净利润 6.39 亿元，2017-2022 年 CAGR 22.14%。2022 年公司归母净利润增速下滑的原因我们认为主要受到了疫情的影响，金融 IT 板块作为产品化与定制化需求结合的板块，疫情导致人员调度、项目交付等成本增长，公司利润增速出现短期承压。

图 8：公司归母净利润稳步上升，净利润增速稳定大于营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

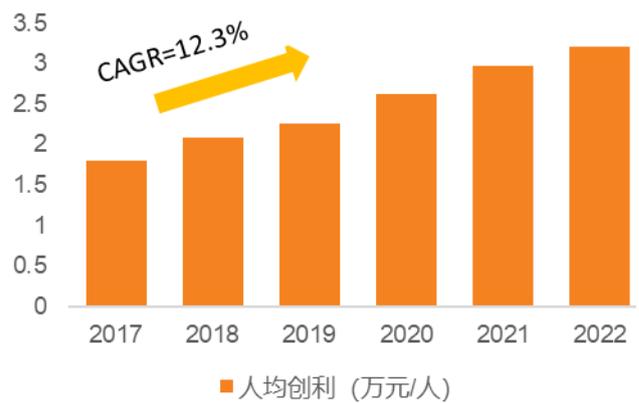
2017-2022 年人均薪酬 CAGR 8%，而人均创利 CAGR 达到 12.3%，业务结构优化叠加谨慎且高效的管理推动净利率上升。我们认为公司在架构上维持谨慎且精细化的管理，一方面控制人均薪酬成本稳定确保公司的长期发展，另一方面团队对市场保持高度敏感和积极性，在行业增速放缓时公司也能保证人均薪酬成本稳定且人均创利有意识提高，有效推动公司净利率上升。

图 9：2017-2022 人均薪酬 CAGR 8%



资料来源：Wind，天风证券研究所

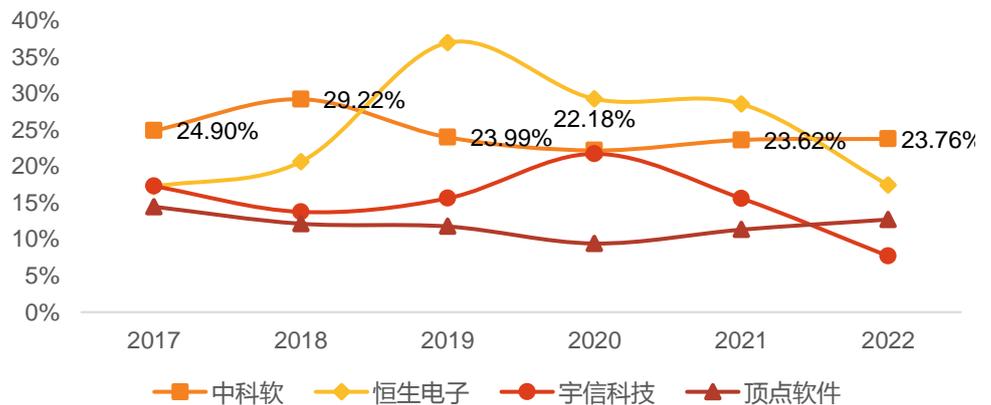
图 10：2017-2022 人均创利 CAGR 12.3%



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 2017-2022 年 ROE 维持在 22%-30%之间，具有较强的稳定性，阿米巴管理模式优势充分体现。2022 年公司 ROE 23.76%，高于可比公司（恒生电子、宇信科技、顶点软件）。得益于公司实行阿米巴管理模式，公司形成事业群-子事业群-事业部的分层架构，同时以“实现现金流的净利润”作为核心考核指标，管理上的优势使得公司内部具备足够的活力与积极性，运营效率提升且资产周转高效。最后在公司近年来资产负债率逐步下滑的趋势下，公司杜邦分析的三大指标均迎来修复，助力公司 ROE 维持高位稳定。

图 11：2017-2022 年公司 ROE 稳定处于高位，22 年达 23.76%



资料来源：Wind，天风证券研究所

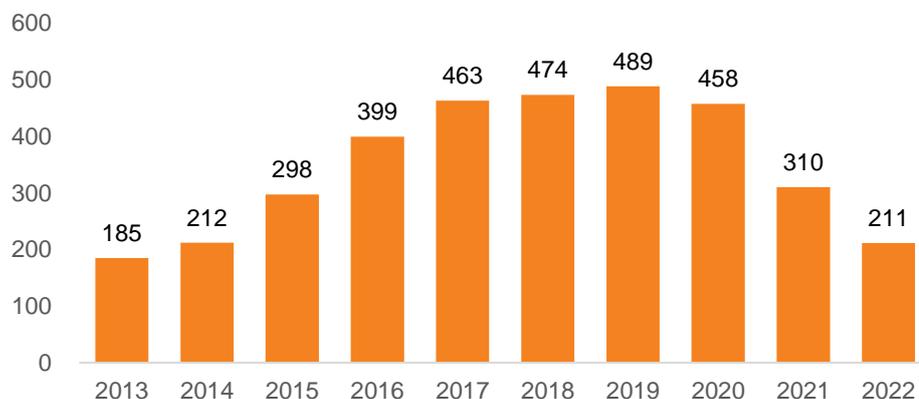
2. 行业复盘：保险粗放式增长时代结束，IT 赋能精细化管理趋势明确

想了解中科软后续发展如何演绎，需要对其下游做出判断。结论上看，我们认为，保险行业过去 10 年受益于宏观经济与政策红利，通过规模扩张实现了较快增长。但时代变迁，我们判断仅依靠人力扩张推动的粗放式增长时代结束，展望未来 IT 辅助背景下，保险业有望通过精细化管理实现成长趋势明确。同时，在当前时点，由大模型引发的 AI 技术革命让 IT 全链路赋能保险行业成为可能。在此背景下，我们认为行业需求+技术拐点，当前或已是保险 IT 重要性加速提升的拐点前夕。

2.1. 历经完整涨跌周期，粗放式增长时代结束

近十年，寿险行业保险代理人数量和新业务价值(NBV)规模经历上升到回落的完整周期，代理人规模目前近乎处于 10 年前周期起点位置。周期前半段，保险代理人规模快速扩张的同时 NBV 实现快速上行，周期的后半段随着保险代理人数量出现断崖式回落 NBV 同样下滑明显。因而我们认为或是代理人粗放式增长驱动了这轮周期变化，在代理人效率并没有提高的情况下，一旦代理人规模扩张的势头扭转，新业务价值就会出现急转直下。

图 12：近三年六家上市险企寿险代理人数量出现腰折式下降（万人）



资料来源：各公司公告（平安保险、人寿保险、太保保险、新华保险、中国人保、太平保险），天风证券研究所

表 2：2022 年国内六家上市险企 NBV 同比下滑明显

	2022 年新业务价值 (亿元)	同比	2019 年新业务价值 (亿元)	较 2019 年增速
国寿寿险	360.04	-19.60%	587	-38.66%
平安寿险及健康险	288.2	-24%	759.45	-62.05%
太保寿险	92.05	-31.40%	245.97	-62.58%
人保寿险	26.69	-17.30%	61.88	-56.87%
新华保险	24.23	-59.50%	97.79	-75.22%
太平人寿	66.62	-10.50%	94	-29.13%

资料来源：慧保天下公众号，天风证券研究所

2.1.1. 阶段一：入行资格放松，保险公司数量及规模迅速扩张

监管放松取消资格考试，代理人规模大幅扩张。在监管层面，2015 年原保监会下发《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》，取消了对保险销售/代理从业资格审批，入行门槛降低小白代理人也能上岗。在保险产品层面，重疾险一定程度上缓解了大众对日益走高的大额医疗费用支出的焦虑；此外重疾险对寿险公司来说是最大的承保利润来源；对代理人来说代表着稳定和可观的收入，是帮助代理人留存的主力产品线。在该背景下六大上市

保险公司（中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保和中国太平）大规模扩张代理人，代理人规模从 2014 年 212 万人迅速膨胀到 2017 年 463 万人，实现翻倍以上增长。

图 13: 《关于保险中介从业人员管理有关问题的通知》下发，取消保险营销员资格考试

中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知

中央政府门户网站 www.gov.cn 2015-08-18 14:47 来源: 保监会网站

【字体: 大 中 小】 打印本页 分享▼

中国保监会关于保险中介从业人员管理有关问题的通知

保监中介〔2015〕139号

各保监局，中国保险行业协会，各保险公司，各保险中介机构：

2015年4月24日，全国人民代表大会常务委员会第十四次会议对《中华人民共和国保险法》部分条款作出了修改，取消了保险销售（含保险代理）、保险经纪从业人员资格核准审批事项。为确保新旧制度平稳过渡，现将有关事项通知如下：

一、各保监局不得受理保险销售（含保险代理）、保险经纪从业人员资格核准审批事项，并依法妥善做好后续工作。

二、根据《国务院审改办关于严肃纪律巩固行政审批制度改革成果的通知》（审改办发〔2015〕2号）相关要求，我会决定废止《关于保险公估从业人员资格考试有关工作的通知》（保监中介〔2014〕74号），不再委托中国保险行业协会组织保险公估从业人员资格考试，请各相关单位依法妥善做好后续工作。

三、保险中介从业人员执业前，所属公司应当为其在中国保监会保险中介监管信息系统进行执业登记，资格证书不作为执业登记管理的必要条件。

四、保险公司、保险中介机构应当按照修改后的保险法第111条和第122条规定，规范从业人员准入管理，认真对从业人员进行甄选，加强专业培训，确保从业人员品行良好，具有相应的专业能力。

五、保监局要认真督促辖内保险公司和保险中介机构严把准入关，加强风险监控。对于把关不严，造成客户投诉率、保单退保率等风险指标异常的机构，保监局应采取相关监管措施。

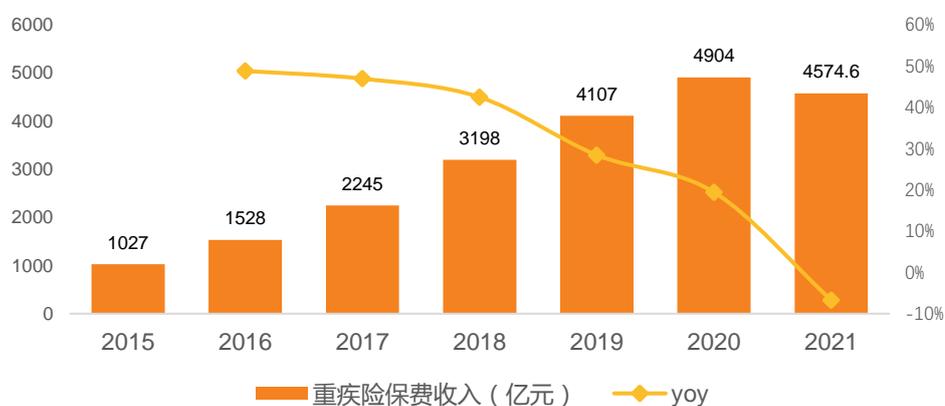
请各保监局将本通知内容及时转至辖内各有关单位，切实贯彻保险中介从业人员资格核准审批制度改革工作，在放开前端的同时，严格管控后端，做到无缝对接。中国保监会将尽快制定完善保险中介从业人员相关管理制度，具体事项另行通知。

中国保监会

2015年8月3日

资料来源：原中国保监会，中国政府网，天风证券研究所

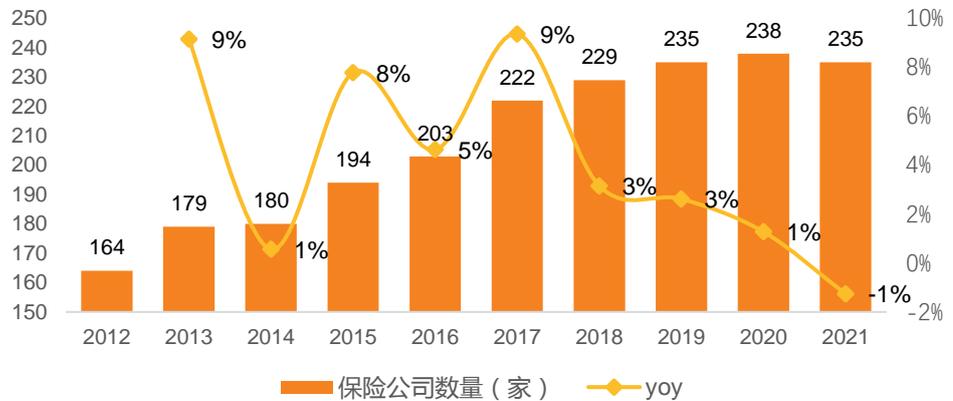
图 14: 监管放松之初重疾险保费收入增长迅速



资料来源：13个精算师公众号，天风证券研究所

监管放松下保险公司数量迅速膨胀。2013 年 4 月保监会发文修订《保险公司股权管理办法》第四条，允许保险公司单个股东（包括关联方）出资或者持股比例可达到 51%，此后在监管放松的 2013-2017 年间我国新增保险公司数如雨后春笋般涌现。保险牌照热潮中的乱象使得监管在 2018 年收紧了审批，随后机构对设立保险公司的热情出现拐点。

图 15：我国保险公司数量在 13~17 年间迅速提升



资料来源：保险大学公众号，天风证券研究所

2.1.2. 阶段二：短期储蓄保险产品下线，代理人增长势头扭转

短期储蓄类保险产品被禁止销售，代理人规模增长势头停止。2017 年保监会发布《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》，保单期限在 5 年内的短期储蓄类保险产品被禁止销售。我们认为短期储蓄险形式较为简单，或是最适合缺少相关知识的代理人销售的险种，因而在通知下达的次年，代理人规模迅速增长势头停止，但此时仍有重疾险为代理人规模维持起支撑作用，2017-2019 年六家上市险企代理人规模维持在 450-500 万人之间小幅增长。

图 16：《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》下发，5 年内的短期储蓄保险被禁止销售

中国保险监督管理委员会文件

保监人身险〔2017〕134 号

中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知

各人身保险公司：

为落实《中国保监会关于弥补监管短板 构建严密有效保险监管体系的通知》（保监发〔2017〕44 号）要求，做好新形势下人身保险产品监管工作，规范保险公司产品开发设计行为，切实发挥人身保险产品的保险保障功能，回归保险本源，防范经营风险，现就有关事项通知如下：

（二）保险公司开发的长期年金保险产品，应重点服务于消费者长期生存金、长期养老金的积累，并为消费者提供长期持续的生存金、养老金领取服务。

（三）保险公司开发的健康保险产品，应重点服务于消费者看病就医等健康保障规划，并不断提高保障的覆盖面和保障的针对性。

（四）保险公司为特定人群开发的专属保险保障产品，应重点服务于支持国家实体经济发展、国家脱贫攻坚战略等国家发展重大领域。

三、保险公司开发设计的保险产品应当符合以下要求：

（一）两全保险产品、年金保险产品，首次生存保险金给付应在保单生效满 5 年之后，且每年给付或部分领取比例不得超过

资料来源：原中国保监会，天风证券研究所

2.1.3. 阶段三：外部环境冲击下代理人规模回归期初水平，险企开启代理人质量转型

外部环境冲击下代理人规模出现腰斩式下降，六家上市险企代理人规模从 2020 年 458 万人迅速下降到 2022 年 211 万人。从 2020 年开始受外部环境冲击，保险代理人活动受到严重影响，保险公司以粗放式人员扩张推动行业增长的方式难以为继。

粗放式规模增长无法维持行业增长的情况下，险企开始注重保险代理人质量的提升。例如中国平安推出的“优+”计划；中国太保推出“长航行动”；中国人寿推出“众鑫计划”等，其内核均是对保险代理人专业化、职业化能力提出要求，推动保险代理人实现从规模到质量的转型。

表 3：各险企推动代理人质量提升举措

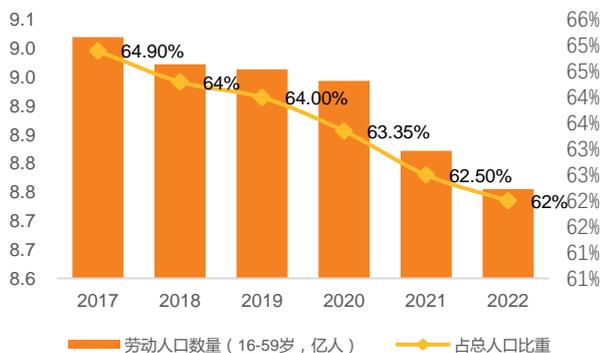
		理念	学历要求	年龄要求
中国平安	优+计划	专业化、职业化的销售精英	大专及以上	25-45
中国太保	长航行动	聚焦客户体验、升级营销队伍、高质量发展	-	-
中国人寿	众鑫计划	打造专业化、职业化销售团队	大专及以上	25-45

资料来源：平安随行公众号，中国人寿公众号、慧保天下公众号，天风证券研究所

3. 如何破局？人口红利消退，技术驱动代理人产能提升或是解法

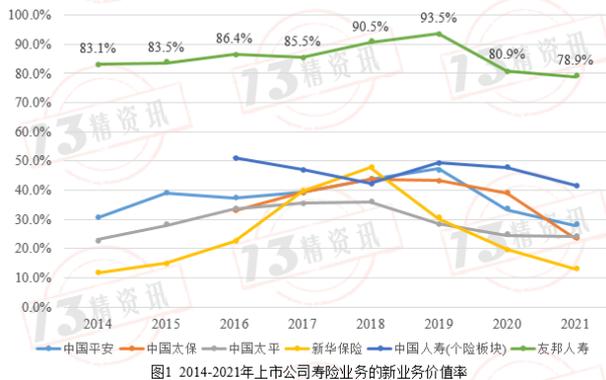
十年行业周期由代理人规模驱动，但代理人产能并未有明显增长。在中国尚有人口红利的高峰期，保险代理人行业可以不断依靠人口红利维持粗放式增长；而当近年来人口红利衰退、劳动力供给下滑，保险代理人行业粗放式增长的模式难以为继，提升代理人效率和产能或成为行业下一个周期的主旋律。

图 17：2017-2022 年我国劳动人口数量持续下降



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 18：2014-2021 年我国险企 NBV 价值率并未有明显增长



资料来源：13 个精算师公众号，天风证券研究所

国内六家上市险企合计保费收入增速下滑明显，新会计准则下保费收入更加透明，倒逼险企注重产品本身。从历史近十年保费增速看，我们认为随着保险客户渗透率不断加深，后续的增长来源于较少新增客户以及老客户的重复购买，保费收入增速或将维持低增长。此外，中国版 IFRS17 财务准则于 2023 年 1 月 1 日开始实施，IFRS17 剔除了保险公司保费收入计算中的投资成分，并对长期险保费进行权责发生制确认，该准则将挤掉保费收入中的“泡沫”，真实反映出险企保费收入水平，倒逼其回归保险产品本身。

图 19：2018 年起六家上市险企保费收入增速下滑趋势明显



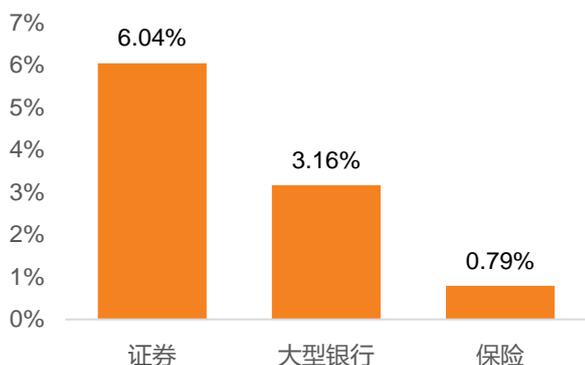
资料来源：各公司公告（平安保险、人寿保险、太保保险、新华保险、中国人保、太平保险），天风证券研究所（太平保险数据为根据最新港币汇率计算）

3.1. 保险 IT 投入占收入比例仅 0.79%，行业投入提升空间大

2021 年保险 IT 投入占收入比仅 0.79%，为金融子领域中最低，行业提升空间广阔。2021 年金融三大子领域证券、大型银行、保险行业 IT 投入占收入比分别为 6.04%、3.16%、0.79%。我们认为，证券公司在面对海量 C 端增量用户需求，以及证监会《安全提升计划》的下发，对信息化需求存在较大空间；而保险业过去主要依靠保险代理人规模粗放式增长驱动，对信息化要求相对较低，因而 IT 投入占比为金融子领域最低。

根据赛迪顾问统计数据，2026 年我国保险业 IT 解决方案市场规模有望达到 239.5 亿元，2022-2026 年 CAGR 为 15.8%。2020 年保险 IT 解决方案市场规模增速出现明显下滑，其主要原因是受到行业深度调整导致保费收入下降的影响，但是数字化转型与自主创新的大力推动下，2021 年增速仍维持了相对稳健的增长。在人口红利消退使得保险代理人人大进大出的模式无法维继，同时在未来一段时间宏观经济缓增长的主基调下，我们认为代理人或将维持低增长且更注重高质高效，保险业精细化管理实现降本增效将成为未来行业发展刚需。

图 20：2021 年保险 IT 投入占收入比为金融子领域最低，仅为 0.79%



资料来源：中国证券业协会，国家金融监督管理总局，IDC，199it，天风证券研究所（中国大型银行 IT 投入占比根据 11 家股份制商业银行与 6 家国有大型银行年报披露数据测算得到）

图 21：2026 年预计保险 IT 解决方案市场规模达到 239.5 亿元



资料来源：赛迪顾问，华经产业研究院，天风证券研究所

3.2. 技术拐点来临，AI 打开保险 IT 长期成长空间

我们认为，保险行业作为注重服务体验，且业务开展过程中长文本的理解与表述为展业核心场景的行业，是天然适合 ChatGPT 落地的场景。而蚂蚁保、水滴等保险科技公司陆续在 AI 介入保险业务的进度，也验证出了行业需求侧的积极性。

根据众安保险发布的白皮书表述“随着人工智能和自然语言处理技术的不断发展，AIGC 已成为保险行业中备受瞩目的技术之一”。类似 ChatGPT 和 MidJourney 等基于 AIGC 的技术应用，具备高度的自然语言识别和写作能力，能够根据特定的对话指令快速生成多种类型和风格的内容，包括纯文本、图文、视频等。此外，它们还能够支持多轮对话，并随着对话的深入更好地理解意图，从而生成更加精准的内容。因此，如果充分利用这些 AIGC 的优势特点，它们可以为保险行业客户在保险产品、营销、运营和客服等多个领域提供深度技术赋能，同时还可以应用于日常办公、研发提效等多个方面。

我们系统梳理了大模型可赋能保险的业务场景，包括产品研发、渠道营销、运营管理与客户服务。其中渠道营销我们认为具备最高商业化价值，具体论述可见报告《金融 GPT 系列二：挖掘垂直场景数据，2B 金融 GPT 是一片新蓝海》

图 22：大模型在保险行业落地场景覆盖产品研发、渠道营销、运营管理与客户服务等

降本增效	产品研发	痛点	数据收集、数据分析、风险评估等相关环节中，存在大量人工检索，人工计算及依赖个人经验的步骤		
		应用场景	数据收集和预处理	世界知识整合、保险产品文档生产 大语言模型结合搜索引擎、本地知识库，提高在常识性知识方面的获取和理解效率。	
			结果可视化和解释	将复杂的数据信息和模型结果进行可视化解释，例如生成自然语言摘要，说明模型的预测结果和变量重要性等。	
			风险评估和预测	分析健康险相关数据，识别出潜在的风险因素，有助于理解不同客户的风险特征并制定相应的保险策略。	
	应用案例	某再保险公司利用 AIGC 辅助产品设计与定价	某再保险公司将利用 AIGC 能力，结合其他相关科技产品，计划研发智能保险产品平台，帮助制定更加精准的保险方案和定价策略。		
	渠道营销	痛点	提升代理人营销服务水平和服务效能和自营模式下营销素材的产能效率、提高售后服务水平的客户体验标准和一致性		
		应用场景	智能客户需求分析	代理销售辅助	AIGC 技术可以帮助保险代理人通过自然语言交互，分析客户的需求、偏好、风险承受能力等信息
			智能化的产品推荐	智能化的客户服务	构建智能化的保险产品推荐机器人，为客户提供个性化的保险产品推荐和购买建议。
			智能化的客户服务	产品营销素材设计	构建智能化的客户服务机器人，提供快速、便捷的保险产品咨询和客户服务。
			产品营销素材设计	跨渠道推荐	利用 AIGC 生成文案，比如广告语、口号、邮件、短信、微信公众号文章等，以更好地推广产品。
营销素材设计			新产品推荐	根据客户在不同渠道的行为和偏好，生成跨渠道的保险产品推荐方案	
保险产品咨询			智能客服场景	分析市场数据和客户需求、社交媒体上的行为和偏好、客户的情感状态，生成新产品推荐方案，支持多语言分析和推荐	
应用案例	Lemonade 利用 AIGC 技术打造销售辅助机器人	智能问答回复	通过自然语言理解和生成技术，客户可以与机器人进行自然、流畅的对话		
应用案例	众安在线利用 AIGC 技术快速生成各类营销素材、加速产品上线	智能问答回复	通过对客户提出的问题进行智能分析和解答，提高客户的满意度和忠诚度		
运营管理	痛点	(1) 成本压力增大：保险公司需要在不断提高服务质量和客户满意度的同时，保持成本的控制和管理。 (2) 风险管理和安全性要求提高：保险公司需要确保其运营服务系统的安全性和稳定性，避免出现安全漏洞和系统故障等风险。			
	应用场景	自动核保	核保	通过学习保险公司的核保规则和策略，自动对客户提交的保单进行核保。	
		风险评估	异常检测	根据客户提交的保单信息，结合外部数据源和模型对保单的风险进行评估。	
		决策支持	决策支持	学习保险公司的核保规则和历史数据，对异常保单进行检测和识别。	
		自动化理赔申请处理	自动化理赔申请处理	根据保险公司的历史数据和分析结果，提供决策支持和建议。	
	自动化索赔处理	自动化索赔处理	自动处理理赔申请，包括收集并整理理赔文件、核实文件信息的真实性、审核理赔申请的准确性等。		
自动化索赔处理	自动化索赔处理	自动处理索赔信息，包括对索赔请求的解析和响应。			

		自动化理赔评估	通过机器学习和数据分析技术，根据保险条款、索赔信息和历史数据等因素自动计算理赔金额。
		自动化理赔审核	自动审核理赔申请，包括核对保单信息、理赔申请信息的真实性和准确性等。
		自动化理赔结算	自动结算理赔款项，包括将理赔款项转账到客户账户、生成理赔结算单据等。
		舆情分析	对聊天内容、可能出现异常的系统列表等整段文本信息的分析总结，判断和筛选负面情绪，进行运营问题排查。
	应用案例	苏黎世保险 AIGC 助力理赔及数据挖掘	苏黎世保险公司正在测试如何在理赔和建模等领域使用 AIGC 人工智能技术，旨在应对初创企业和更大竞争对手带来的挑战
客户服务	痛点	客户对保险公司提供的服务和体验的期望越来越高，不仅需要简单、快速、个性化服务，还要求能够在不同渠道和平台上实现一致性的体验。	
	应用场景	企微自动回复	在客服工作台的侧边栏接入 AIGC，当客户提问时 AIGC 可给出回复建议，客服甄别后快速回复客户。
		实时话术推荐	借助 AIGC 在客服人员工作台实时展示最优推荐话术，提升客户满意度。
		AI 笔记、复盘和质检	利用 ASR 技术进行实时语音识别，输出 AI 笔记和整体复盘结论，对每天的语音做全量质检。
	应用案例	好事达保险 AIGC 自动化客服系统	美国好事达保险公司就采用了名为“ABIE”的 AIGC 智能客服系统，旨在提高中小型企业主对商业保险的理解和知识，并为其提供快速、准确的保险方案建议。
系统开发 赋能	痛点	在前端开发中，开发者需要花大量时间和精力编写 HTML、CSS 和 JavaScript 代码，且需要花时间定位和修复代码错误以及生成检测和测试用例。	
	应用场景	开发代码自动补全	AIGC 可以分析开发者的代码和库，给出更加精确的代码补全建议，减少开发者的记忆和查阅文档的负担，提高编码效率。
		前端代码优化	组件优化、样式优化、性能检测、代码重构
		后端自动优化	SQL 优化、代码重构、性能提升、设计优化
		前端测试用例生成	生成组件快照测试用例、生成接口测试用例、生成异常场景测试用例
		后端测试用例生成	生成服务测试用例、生成 SQL 测试用例、生成算法测试用例、生成安全测试用例
	痛点	在企业内部 DevOps 团队往往工作负担过重，有大量的重复性脚本工作和问题亟须处理，很难有时间去处理各种高优先级的任务	
	应用场景	脚本生成	利用 AIGC 的能力自动生成脚本文件填充到场景中。
		模拟造数	AIGC 场景下不需要集成多种外部工具，通过 ChatBot 和 Prompts 的形式就可以完成自动造数和数据填充的能力。
		异常分析	借助 AIGC 快速实现问题原因分析。
告警分析		根据告警异常情况，利用 AIGC 进行异常情况分析自动给出解决建议方案。	
需求分析		利用需求描述作为 Prompts 自动进行分析，将分析结果提供给业务分析人员或者产品经理	
	知识协作	利用 AIGC 的能力构建 DevOps 场景下的知识问答助手，可以帮助用户快速获取精确的知识内容。	

资料来源：众安保险、众安科技《AIGC/ChatGPT 保险行业应用白皮书》，天风证券研究所

4. 前瞻布局 AI 的同时横向扩张行业布局保险+，中科软龙头地位稳固

公司在年报中已重点指明当前研发重点，在于迁移 AI 大平台能力，赋能行业垂直 AIGC 平台。公司当前正重点推进各行业应用领域垂直 MaaS (Model as a Service) 平台的研发，利用最新 AI 模型，以行业应用软件领域知识 (词根表、蓝图结构、样本程序等) 进行专门训练，同时迁移通用 AI 大平台能力，打造垂直领域 AIGC 平台 (MaaS 平台)。

具体应用场景主要有 1) 在开发端，为客户提供软件开发过程中自动生成程序、文档等服务，进一步提升软件开发工程能力；2) 在应用端，形成更加智能化的应用系统群，从而进一步推进行业应用软件向智能化迈进，赋能客户场景应用。

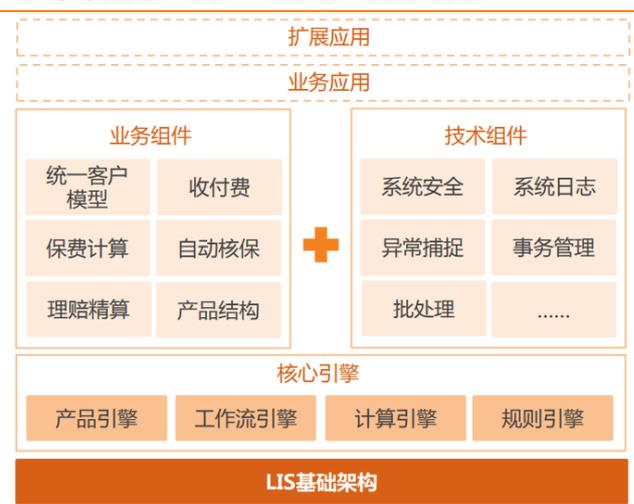
我们认为，公司作为保险 IT 行业龙头，得益于在保险系统全流程覆盖先发优势，在 AIGC 浪潮下有望将新技术落地于行业，全面赋能保险核心、渠道、管理系统。

图 23：我国保险 IT 解决方案主要分为核心、渠道、管理三类



资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

图 24：中科软核心系统 LIS 寿险管理平台示意图



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

4.1. 多领域布局 IT 业务，剑指保险+

碎片化场景和精细化营销或将是未来保险发展的新主题。保险是分散和转移风险的工具，而风险存在于各行各业中，因而保险具备融入各行各业的总趋势。互联网+的应用扩展公式可以总结为自身行业+资源平台+其他行业，对应到保险+模式，“自身行业”就是商业保险，“资源平台”包括通讯平台、社会环境，“其他行业”就是保险外的各行各业。当“资源平台”和“其他行业”两个要素都具备时，保险行业本身的变革成为其渗透到各行各业的关键要素。我们认为，当前财险、寿险都已经到了科技转型的时间节点，未来市场的发展趋势将会以碎片化场景和精细化营销为主，届时保险科技将成为重要生产力。

表 4：碎片化场景叠加精细化营销可带来多重保险销售优势

碎片化保险四大优势	
销售更精确	相对传统“人海战术”带来的高昂的人力成本，依托保险科技的碎片化营销打破时间和空间限制，实现全方位、立体化的精准营销，大大降低渠道营销成本
产品更个性	碎片化保险产品更加简介且通俗易懂，更能吸引大众注意力，契合当下消费者消费习惯
选择更加多元	碎片化保险为投保人提供了多元化选择，投保人可自行组合、选择保额、保险期限等，最大限度满足客户的主动选择权
理赔更加便捷	保险公司可借助软件进行理赔支持，例如车险领域可以借助相关 app 自行上

传照片及资料完成理赔操作，相关部门可及时查看处理进度，大大提高理赔效率

资料来源：互联网保险大会公众号，天风证券研究所

公司以保险 IT 业务为基础，加深多领域业务布局。我们认为，一方面保险碎片化场景和精细化营销的趋势下有望催生大量保险公司对于保险核心业务系统的增量需求，另一方面保险公司对于嵌入细分领域需要足够信息数据以降低赔付率。公司刚好处在双重需求驱动的关键节点上，一方面公司深耕保险 20 余年且常年位居国内保险 IT 解决方案市场份额第一名，另一方面公司在银行、证券、汽车金融等非保险金融领域以及政务、医疗卫生、科教文等非金融领域均有广泛布局。因而我们认为，保险 IT 龙头地位叠加多领域布局有助于公司在建立保险公司与上下游关联企业之间的数据互通、业务关联，延展保险价值链能力上发挥显著优势，“保险+”有望迅速成为公司新的增长极。

表 5：公司不断优化非保险金融、政务、医疗卫生、科教文等领域布局

行业领域	公司业务内容
非保险金融领域	<p>银行领域：公司为客户提供协同办公管理、行政及事务管理、业务管理与运营分析、风险及合规性管理、渠道服务及保障管理、平台支撑与基础工具、数据治理和数据分析、年金受托管理等数个领域的银行应用软件产品和解决方案</p> <p>证券领域：公司加大客户拓展，为客户提供的解决方案涉及经纪业务、固定收益、PB 业务、数据仓库、数据集市、商业智能、智能营销、财务管理、风险管理等多个领域。公司产品线涵盖客户产品营销、授信审批、风险控制、财务核算、贷后管理等各个业务环节，公司已与超过 15 家车企下属子公司建立业务合作，并逐渐由汽车金融产品线向 ERP、数据分析等产品线方向拓展。</p> <p>汽车金融及消费领域：公司先后参与多个国家重点电子政务工程的建设，包括“金财”、“金盾”、“金宏”等，公司政府信息化业务涵盖网络安全、行政办公、纪检监察、司法公安、环境保护、交通管理、财政决策、智慧城市、外事外交、应急管理等诸多领域；客户涵盖中央及地方党政机关下属的宣传、纪检、司法、公安、外交、财政、工信、交通、发改等各类管理部门。</p>
非金融领域	<p>政务领域：公司继续推进在公共卫生、医疗服务、区域卫生、基层卫生、中医信息化、急救救护等六大主要产品线的客户拓展，致力于为各级卫生管理单位、疾控中心、医疗机构、基层卫生服务机构、药品监管单位等相关部门提供全面的信息化支撑服务。</p> <p>医疗卫生领域：公司为各级学校、科研单位、教育主管部门、文化演出单位提供涉及智慧校园、资学助学、科研信息化、数据中心、票务营销、办公管理等方向的系统建设及服务。</p> <p>科教文领域：公司为客户提供在办公管理、资源调度与管理、数据分析、工业互联网、智能制造等方面提供专业软件开发及技术服务。</p> <p>能源、电力领域：公司为客户提供交通指挥、路网管理、应急救援、安全管理、运营管理、环境治理等方面的软件开发、系统集成服务。</p> <p>交通领域：</p>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

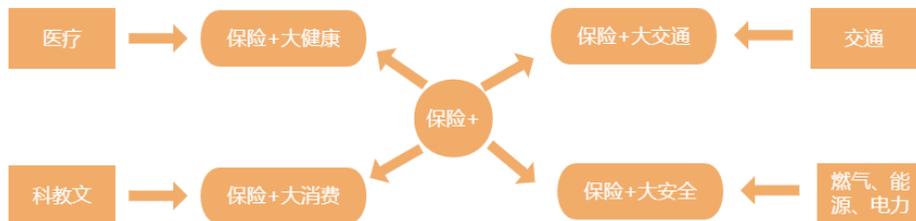
公司 2022 年因实施“保险+”战略带来的业务收入 8,344.05 万元，同比增长 31.52%。当前公司“保险+”战略集中四大重点业务领域。

- “保险+大健康”：关注保险与公共卫生、健康管理、医疗、养老等应用场景的融合，对接卫生管理部门、健康产品/服务商、医院、社保、养老机构等客户。
- “保险+大交通”：关注保险与出行、公共交通、城市管理、汽车销售、自动驾驶、汽车后服务市场等应用场景的融合，对接交通管理部门、出行服务商、运输、汽车厂商、车载应用产品/服务商等客户。
- “保险+大消费”：关注保险与餐饮、教育、电商、旅游等各类新兴零售业态线下各种

应用场景的融合，对接相关领域客户。

- “保险+大安全”：关注保险与居民财产安全、农业/工商生产安全、公司商业安全、网络安全、宠物安全等应用场景的融合，对接燃气、能源、电力、气象、安全产品/服务商等客户。

图 25：公司重点关注“保险+大健康”、“保险+大交通”、“保险+大消费”、“保险+大安全”四大领域

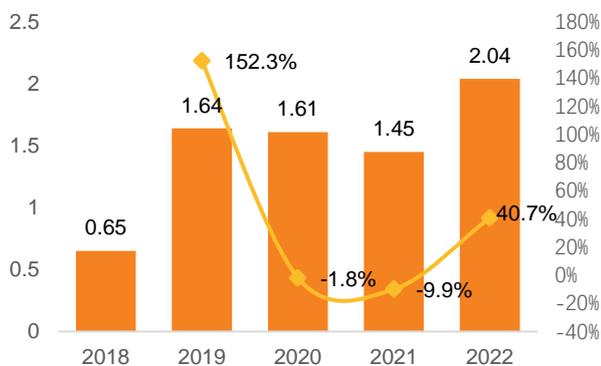


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 携手华为全球化布局，保险核心系统赋能一带一路沿线国家

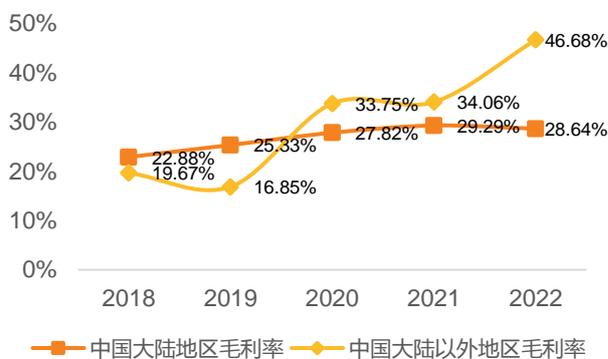
受益于国际化客户进一步增加，2022 年公司对中国大陆以外客户实现营业收入 2.04 亿元，同增 41%。2019 年中国大陆以外客户实现营收 1.64 亿元，同增 152%；2020-2021 受疫情影响增速出现下滑；2022 年增速修复明显，我们判断主要是因为海外需求恢复推动项目陆续签订。从毛利率上看，中国大陆以外地区毛利率在 2020-2022 年间从 33.75% 提升至 46.68%，显著高于中国大陆地区毛利率，公司加速出海有利推动整体毛利率上行。

图 26：22 年公司中国大陆以外地区营收增速出现明显修复（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：中国大陆以外地区毛利率相对更高，22 年达 46.68%



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司作为华为金融出海计划最早参与者，有望率领保险核心系统赋能一带一路沿线 65 个国家及地区。2021 年 6 月的华为智慧金融峰会 2021 上，华为宣布启动华为智慧金融伙伴出海计划 (FPGGP)。中科软作为华为 FPGGP 7 家理事成员单位之一，是赋能“一带一路”的关键参与者。公司作为国内保险 IT 行业龙头企业，从 2010 年开始进军海外市场，目前已经在中国香港、中国台湾、新加坡、泰国、印尼、日本等国家和地区有落地案例。

2022 年 11 月孟加拉 BISDP (孟加拉保险业发展) 项目顺利落地，标志着公司保险 IT 产品首次进入南亚市场。孟加拉项目是公司与华为合作金融出海计划后成功落地的首单项目，公司与孟加拉 BISDP 完成了项目中 G10 及 G23 两个核心标段的软件系统建设项目合同签订，主要涉及孟加拉保险发展和监管局 (IDRA)、孟加拉保险学院 (BIA)、孟加拉国有寿险公司 (JBC)、孟加拉国有财险公司 (SBC) 新一代的业务系统的建设。

表 6：公司 22 年末成功签约孟加拉 BISDP 项目，全球化进程加速

时间	地点	项目内容
2022.11.10	孟加拉	中标孟加拉 BISDP 项目中 G10 及 G23 核心标段；项目周期预计 2 年；合同金额约人民币 1.47 亿元。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

2022 年保险领域收入 36.45 亿元，增速 4%。2022 年受到外部环境不确定性因素的影响保险业务增速有所下降，2023 年随着外部环境得到修复，以及公司积极拓宽海外业务布局带来的增长空间，**预计公司 2023-2025 年保险行业实现收入 40.59/47.89/59.87 亿元，对应增长率为 11%/18%/25%。**

2022 年非保险金融领域实现营收 5 亿元，同比下降 15%，主要是受到非保险金融客户集成业务收入下降影响。2023 年随着公司进一步加大在非保险金融领域的业务拓展，努力提升客户覆盖数量及优化产品结构，**我们看好公司 2023-2025 年非保险金融领域实现营收 5.5/6.32/7.27 亿元，对应增长率为 10%/15%/15%。**

2022 年教科文、医疗卫生、政务通讯媒体及其他领域实现营收 12.48/3.16/9.82 亿元，同增 14%/54%/13%。随着外部环境不确定性因素逐步缩减，叠加公司持续优化各领域布局为保险 + 战略推进奠定基础，**预计 2023-2025 年公司在教科文领域实现收入 13.86/15.25/16.77 亿元，对应增长率 11%/10%/10%；在医疗卫生领域实现收入 4.42/5.96/7.75 亿元，对应增长率 40%/35%/30%；在政务、通讯媒体及其他领域实现收入 10.45/10.97/11.52 亿元，对应增长率 6%/5%/5%。**

表 7：公司收入拆分（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	67.05	74.99	86.63	103.48
YoY	6.74%	11.84%	15.53%	19.44%
金融类	41.45	46.09	54.22	67.14
YoY	1%	11%	18%	24%
保险领域	36.45	40.59	47.89	59.87
YoY	4%	11%	18%	25%
非保险金融领域	5.00	5.50	6.32	7.27
YoY	-15%	10%	15%	15%
教科文	12.48	13.86	15.25	16.77
YoY	14%	11%	10%	10%
医疗卫生	3.16	4.42	5.96	7.75
YoY	54%	40%	35%	30%
政务、通讯媒体及其他	9.82	10.45	10.97	11.52
YoY	13%	6%	5%	5%
其他	0.14	0.17	0.23	0.29
YoY	-7%	20%	35%	25%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 74.99/86.63/103.48 亿元，对应增长率为 11.84%/15.53%/19.44%； 毛利率为 31%/32%/32%，测算得到公司归母净利润为 8.30/10.67/13.44 亿元，对应 PE 为 28.31/22.03/17.49X。

根据公司主营业务，我们选取同样从事金融 IT 的恒生电子、顶点软件、宇信科技作为可比公司，2024 年可比公司 PE 均值为 31.66X。在 AI 赋能浪潮下公司进行前瞻性行业布局，同时“保险+”战略驱动公司加深多领域建设，**我们看好公司保险 IT 龙头地位持续巩固，选择 2024 年 35X 作为目标估值，目标市值 373.34 亿元，对应目标价 62.89 元，首次覆盖予以“买入”评级。**

表 8：可比公司估值

股票代码	公司名称	归母净利润（亿元）			总市值（亿元）		PE		
		2023E	2024E	2025E	截止 2023/6/14	2023E	2024E	2025E	
600570.SH	恒生电子	18.28	22.74	27.36	834.10	45.62	36.68	30.49	
603383.SH	顶点软件	2.35	3.14	4.12	96.34	41.02	30.71	23.39	
300674.SZ	宇信科技	3.89	5.16	6.56	142.35	36.63	27.60	21.70	
平均值						41.09	31.66	25.19	
603927.SH	中科软	8.30	10.67	13.44	235.01	28.31	22.03	17.49	

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期）

6. 风险提示

行业竞争加剧风险：我国软件与信息技术服务业开放程度较高，市场需求持续增长，国内外同行业企业的竞争愈发激烈。随着互联网技术不断发展，用户对软件与信息技术服务的需求不断增长，新技术、新产品不断推陈出新，存在潜在竞争者参与行业竞争的可能性，可能面临新进入竞争者的冲击。

公司“保险+”战略推进不及预期：随着疫情好转，外部环境不确定性因素下降，各行业恢复线下活动的同时可能使得 IT 业务需求出现疲软。

保险 IT 行业增长不及预期：保险行业 IT 投入占收入比为金融领域最低，保险行业精细化转型不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,343.42	3,056.77	3,297.61	3,353.81	3,600.05
应收票据及应收账款	1,020.01	1,082.85	1,361.23	1,367.75	1,924.76
预付账款	707.98	552.19	710.34	789.19	992.69
存货	524.13	537.13	590.79	713.24	820.20
其他	135.49	126.71	1,250.35	1,637.51	1,797.35
流动资产合计	5,731.03	5,355.65	7,210.33	7,861.50	9,135.05
长期股权投资	0.88	0.87	0.62	0.61	0.53
固定资产	143.67	141.54	127.07	113.49	95.87
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6.23	7.28	1.88	3.18	4.43
其他	181.49	186.39	204.88	230.27	242.98
非流动资产合计	332.27	336.08	334.46	347.55	343.81
资产总计	6,881.75	6,828.77	7,544.78	8,209.05	9,478.87
短期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	1,490.08	1,654.44	1,797.69	2,128.76	2,526.17
其他	714.41	795.50	2,292.22	2,130.07	2,362.20
流动负债合计	2,204.49	2,449.94	4,189.91	4,358.83	4,988.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.82	17.83	29.75	26.80	24.79
非流动负债合计	32.82	17.83	29.75	26.80	24.79
负债合计	4,265.51	4,069.98	4,219.66	4,385.63	5,013.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	593.60	593.60	593.60	593.60	593.60
资本公积	394.22	394.22	394.22	394.22	394.22
留存收益	1,627.33	1,939.45	2,336.31	2,834.60	3,476.88
其他	1.08	(168.47)	1.00	1.00	1.00
股东权益合计	2,616.23	2,758.79	3,325.13	3,823.42	4,465.70
负债和股东权益总计	6,881.75	6,828.77	7,544.78	8,209.05	9,478.87
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	577.48	638.59	830.18	1,066.68	1,343.72
折旧摊销	26.55	29.13	28.82	22.38	22.35
财务费用	1.23	6.12	(36.90)	(43.96)	(58.32)
投资损失	(6.00)	0.01	(1.62)	(2.54)	(1.38)
营运资金变动	(262.27)	(438.09)	(426.20)	(428.30)	(399.01)
其它	4.53	44.87	(1.14)	(0.46)	(0.97)
经营活动现金流	341.53	280.64	393.13	613.80	906.40
资本支出	(34.04)	42.06	(2.97)	13.04	7.99
长期投资	0.23	(0.01)	(0.25)	(0.01)	(0.09)
其他	(38.36)	(74.74)	(22.14)	(46.20)	(24.94)
投资活动现金流	(72.16)	(32.70)	(25.35)	(33.17)	(17.03)
债权融资	43.25	48.17	136.90	43.96	58.32
股权融资	(327.20)	(496.04)	(263.84)	(568.38)	(701.45)
其他	27.33	(78.40)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(256.61)	(526.26)	(126.94)	(524.42)	(643.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12.76	(278.32)	240.84	56.20	246.24

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,281.49	6,704.71	7,498.87	8,663.42	10,347.66
营业成本	4,427.31	4,740.91	5,204.70	5,919.81	7,018.12
营业税金及附加	34.11	34.17	40.72	47.04	56.18
销售费用	313.71	323.34	343.55	377.06	427.85
管理费用	79.96	89.55	95.15	104.43	118.49
研发费用	843.21	899.06	1,004.85	1,172.51	1,414.46
财务费用	(21.28)	(46.35)	(36.90)	(43.96)	(58.32)
资产/信用减值损失	(63.33)	(72.74)	(0.20)	(0.20)	(0.20)
公允价值变动收益	1.05	(1.30)	(1.14)	(0.46)	(0.97)
投资净收益	6.00	(0.01)	1.62	2.54	1.38
其他	70.16	101.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	590.59	636.83	847.08	1,088.41	1,371.10
营业外收入	6.15	6.18	0.07	0.07	0.09
营业外支出	0.63	0.55	0.03	0.04	0.04
利润总额	596.12	642.46	847.12	1,088.45	1,371.15
所得税	18.64	3.87	16.94	21.77	27.42
净利润	577.48	638.59	830.18	1,066.68	1,343.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	577.48	638.59	830.18	1,066.68	1,343.72
每股收益(元)	0.97	1.08	1.40	1.80	2.26
主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	8.65%	6.74%	11.84%	15.53%	19.44%
营业利润	23.18%	7.83%	33.01%	28.49%	25.97%
归属于母公司净利润	21.15%	10.58%	30.00%	28.49%	25.97%
获利能力					
毛利率	29.52%	29.29%	30.59%	31.67%	32.18%
净利率	9.19%	9.52%	11.07%	12.31%	12.99%
ROE	22.07%	23.15%	24.97%	27.90%	30.09%
ROIC	-48.29%	-66.19%	-172.39%	-1919.12%	354.05%
偿债能力					
资产负债率	61.98%	59.60%	55.93%	53.42%	52.89%
净负债率	-126.96%	-109.94%	-95.45%	-84.48%	-77.84%
流动比率	1.55	1.60	1.72	1.80	1.83
速动比率	1.42	1.47	1.58	1.64	1.67
营运能力					
应收账款周转率	6.55	6.38	6.14	6.35	6.29
存货周转率	13.54	12.64	13.30	13.29	13.50
总资产周转率	0.97	0.98	1.04	1.10	1.17
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.08	1.40	1.80	2.26
每股经营现金流	0.58	0.47	0.66	1.03	1.53
每股净资产	4.41	4.65	5.60	6.44	7.52
估值比率					
市盈率	40.70	36.80	28.31	22.03	17.49
市净率	8.98	8.52	7.07	6.15	5.26
EV/EBITDA	8.61	9.21	23.97	18.78	14.81
EV/EBIT	8.76	9.38	24.83	19.18	15.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com