

22年人效拐点向上,短中长期逻辑清晰

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报,2022年全年实现营收6.2亿元,同比+24.2%;实现归母净利润1.7亿元,同比+20.8%;实现扣非归母净利润1.6亿元,同比增长25.2%,整体符合预期。
- **剔除股权激励影响费用端管控良好,人均创利拐点向上。**2022年,销售费用率/管理费用率(剔除股权激励)/财务费用率分别同比-1.09pp/-1.73pp/-0.44pp至8.0%/11.3%/-3.3%。2018年以来,公司研发费用率维持在20%以上,持续高研发投入使得公司在行业内始终保持技术和产品领先地位。2022年公司研发费用为1.4亿元,同比增长12.4%,占营业收入比为22.2%。当前公司人效处于上行阶段,产品化充分释放业绩弹性。2022年,公司人均创收延续增长趋势,2022年实现32.0万元/人,同比增长25.9%;人均创利为8.5万元/人,同比增长22.5%,随着新品进入规模化推广阶段,人效持续增长可期。
- **行业技术变革引领者,三大平台成果显著。**2022年,公司基础技术和平台研发进展顺利,推出新一代LiveDTP分布式交易平台、LiveBOS灵动架构开发平台凤凰版重磅升级和LiveData灵动数据平台正式上线,三大平台助力公司业务拓展和产品性能提升:1)产品性能:基于LiveDTP构建的A5、HTS、SWAP-DMA、场外OTC等交易型应用,基于LiveBOS打造的新一代i5数智投行平台、数字化员工效能平台E5等业务应用,在性能上均实现质的飞跃。2)LiveData灵动数据平台正式上线,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、IDS等数据专项应用的开发以及业务数据应用的赋能等场景。
- **行业内率先落地核心交易系统A5信创版,信创加速下市占率有望提升。**2022年A5战绩频传:相继在东海证券实现全面上线,完成交易体系代际升级;全面切换东吴证券期权至鲲鹏信创节点,实现多轨信创混合部署;在华宝证券上线两融、转融通业务应用。此外,A5相继在首创证券、中航证券、华鑫证券等券商完成模块上线,凭借产品和技术优势,我们预计2023年公司核心交易系统A5信创版的有望随信创和分布式改革加速实现多个客户突破,市占率有望迎大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为1.39元、1.82元、2.31元,对应动态PE分别为38倍、29倍、23倍。考虑到金融信创进程加速推动分布式转型进程,公司技术平台和产品化优势明显,且目前机构核心业务系统A5信创版已于多家券商落地,其余新产品同样推广落地顺利,预计后续订单有望维持饱满状态,利润弹性值得期待。预计2023-2025年公司归母净利润复合增速达33.5%,高于可比公司平均水平,可给予一定估值溢价;同时参考公司近五年来PE中枢为36x,给予公司2024年35倍PE,对应目标价63.70元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 券商信息化投入不及预期、信创推进不及预期、新产品推广不及预期、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	624.59	797.64	1004.08	1244.06
增长率	24.19%	27.71%	25.88%	23.90%
归属母公司净利润(百万元)	166.04	237.81	311.51	395.26
增长率	20.82%	43.23%	30.99%	26.89%
每股收益EPS(元)	0.97	1.39	1.82	2.31
净资产收益率ROE	11.96%	15.98%	18.97%	21.58%
PE	55	38	29	23
PB	6.66	6.09	5.53	4.96

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:wxfj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

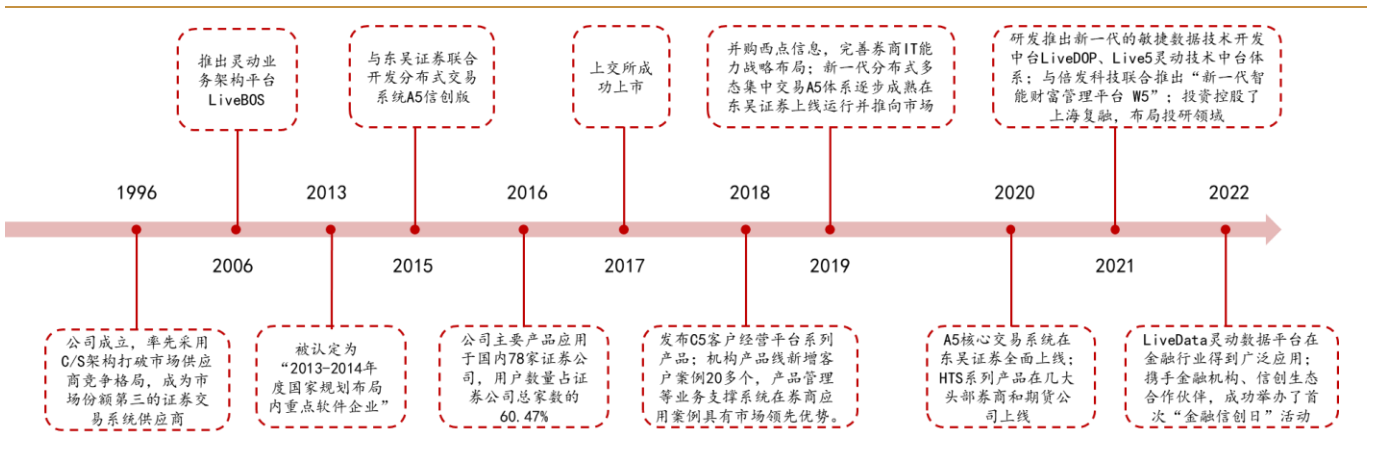
总股本(亿股)	1.71
流通A股(亿股)	1.69
52周内股价区间(元)	22.09-59.16
总市值(亿元)	90.76
总资产(亿元)	16.31
每股净资产(元)	7.32

相关研究

1 聚焦三大平台建设，信创+分布式助推市占率提升

顶点软件成立于 1996 年，是国内领先的专业化平台型软件及信息化服务提供商。20 多年来，公司敏锐把握金融行业发展趋势及行业动向，针对客户“互联网+”业务发展的需要，基于交易技术平台 LiveDTP、业务架构平台 LiveBOS、新一代的灵动数据中台 LiveData 三大技术平台，全面提升券商零售、财富、智慧运营、投研、投行等业务及银行、信托等金融机构的数据场景应用，逐步成为集中交易、CRM、投行等应用系统的龙头之一。目前顶点软件已形成以福州、武汉、西安为研发中心，以北京、上海、深圳为技术中心，以南京、广州、成都、沈阳、合肥、杭州等地为分技术中心的“3+3+N”战略发展布局。未来，公司继续加大研发投入，保持机构业务线持续增长的同时，积极向大资管业务拓展。

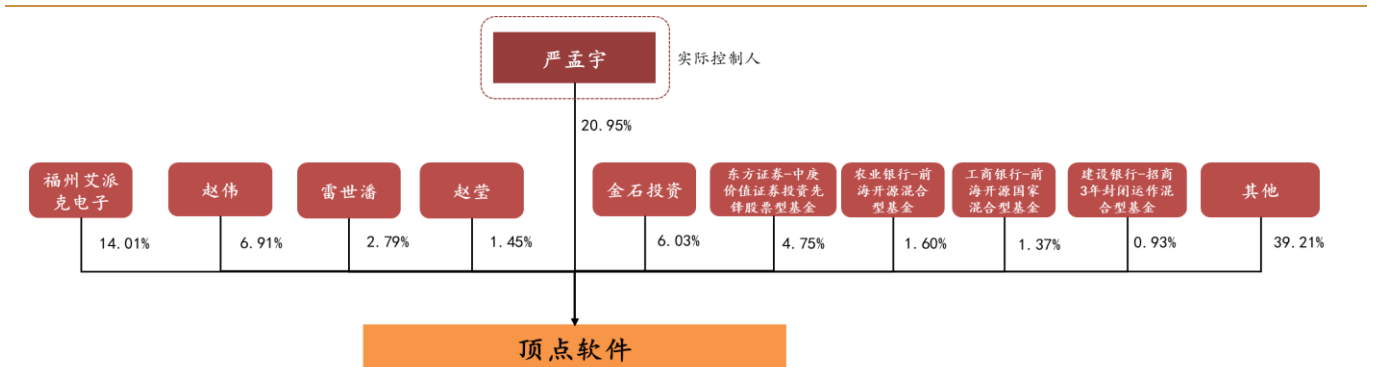
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权结构相对集中，多次股权激励持续赋能。公司创始人和实际控制人严孟宇先生持股 20.9%，股权结构相对集中。2021 年公司发布新一轮限制性股票激励计划，共授予限制性股票 321.3 万股，占公司截至该激励计划草案公告日股本比例约 1.9%，激励对象包括公司中高管以及业务骨干在内 460 人。考核目标为以 2020 年净利润为基数，2021 年-2024 年净利润每年增长率不得低于 20%/30%/40%/50%，目前第一期限限售已成功解除限售并上市；根据 22 年年报，22 年净利润较 2020 年增长 50.9%，限制性股票第二期解除限售条件也已达成。

图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司历次员工激励计划情况

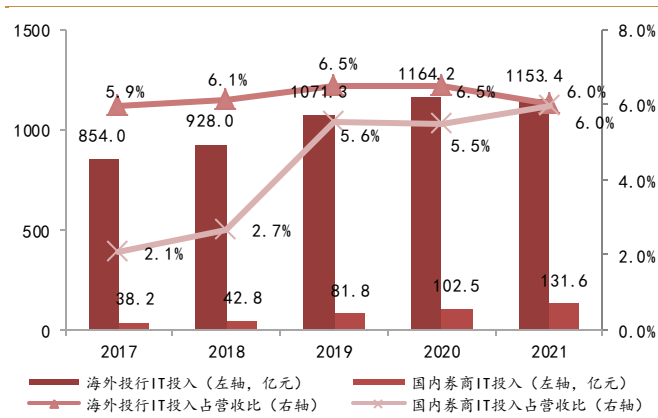
时间	激励计划	占股本比例	激励对象	公司层面行权条件	进度
2017 年	限制性股票激励计划	1.99%	共 134 人，中高管+核心技术(业务)人员	以 2016 年净利润为基数，2017-2019 年净利润增长率分别不低于 20%/30%/40%。	已全部解锁
2021 年	2021 年限制性股票激励计划	1.91%	416 人，高管+中管+技术(业务)骨干	以 2020 年净利润为基数，2021 年-2024 年净利润增长率分别不低于 20%/30%/140%/50%。	已完成第一期解锁

数据来源：公司公告，西南证券整理

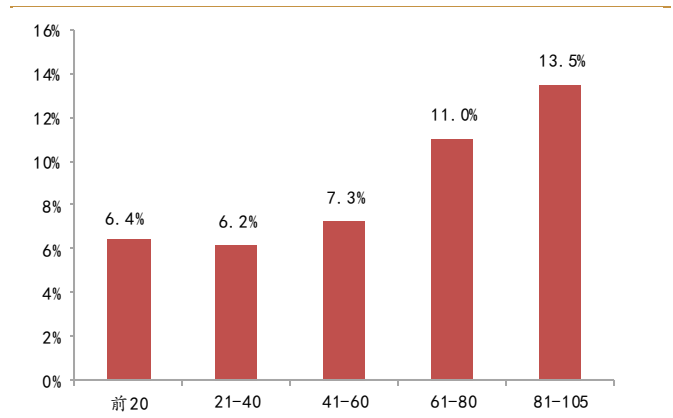
行业驱动因素一：对标海外，国内资本市场亟待完善，需求端持续扩容

对比海外，我国券商信息化投入仍有较大空间。从信息化投入占营收的比例来看，国内外 TOP9 证券机构的差距正在缩小，国内券商投入力度正向国际看齐。从绝对值来看，2021 年海外 TOP9 投行的信息化投入约为国内的 8.8 倍，差距显著，国内券商的 IT 投入仍有广阔提升空间。

我国中尾部券商加大 IT 投入力度，寻求差异化竞争突破口。TOP20 的券商信息化投入比例为 6.4%，而尾部券商的信息化投入比例达到 13.5%，中尾部信息化投入的力度加大，金融科技的重要性日渐凸显，正逐步成为其寻求差异化竞争的重要手段之一。

图 3：2017-2021 年规模前 9 海外投行与国内券商技术投入


数据来源：证券业协会，各公司公告，西南证券整理

图 4：2021 年国内券商技术占营收比


数据来源：证券业协会，西南证券整理

对标美国，国内资本市场亟待完善，金融机构 IT 能力有待提升。近年来国内推出融资融券、转融通以及股指期货等新制度和业务持续完善资本市场，但相较于海外，我国资本市场基础设施和投资工具亟待补充。随着多层次资本市场健全，业务深度和广度不断拓宽，券商和资管的综合服务能力将面临更大考验，IT 能力亟待提升。

表 2：对标美国，国内资本市场制度发展和产品类型值得期待

	美国	中国
发行市场	国际市场，发行规模十分大。除了 NYSE、NASDAQ、AMEX 三大交易所外，还有诸如 OTCBB 等市场	针对国内企业，B 股市场作为筹集外资的场所，一直与 A 股分割，较为冷清
发行管理制度	全面注册制	2023 年注册制全面放开
交易机制	允许卖空	不允许卖空，可通过融券卖空或股指期货实现卖空
	T+0	T+1
	手续费以交易笔数为基准	手续费以交易金额为基准

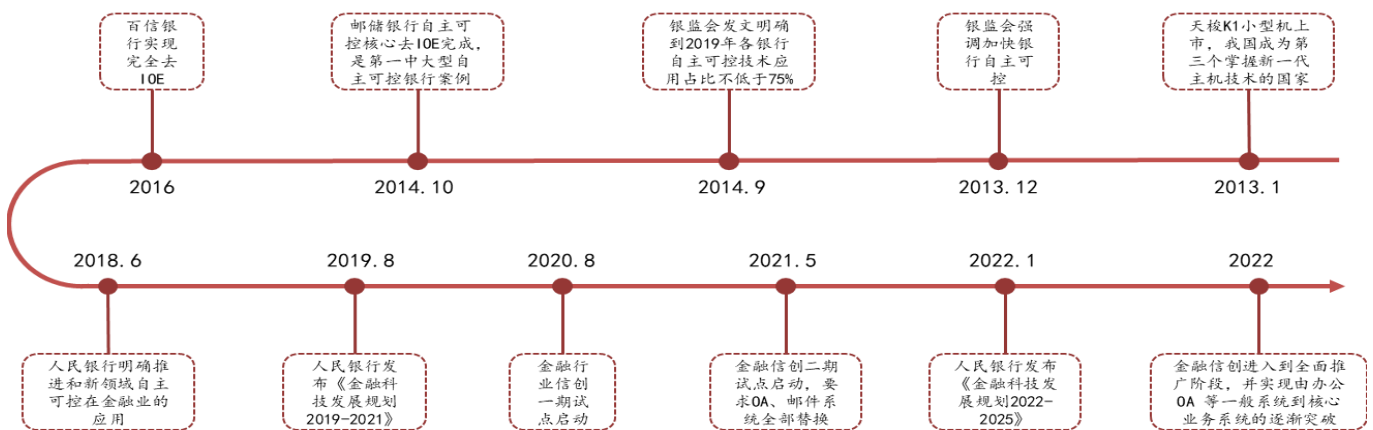
	美国	中国
退市机制	成熟的退市机制	退市标准单一
投资工具	REITs 已成熟	REITs 发展的机制环境正在建立
	丰富的期货产品在全球范围内开放交易	期货产品种类有限，境外交割区域有待扩宽
对外开放	外资进入基本没有限制	仅有 QFII/RQFII 和互联互通机制

数据来源：西南证券整理

行业驱动因素二：金融信创正当时，分布式转型进一步加速

金融信创深度进一步扩大，金融 IT 系统国产替换正当时。金融信创以“先试点，后全面”的推广方式进行，2020 年共有 47 家试点机构，主要包括头部银行、保险、证券、一行两会和交易所，项目多以 OA 办公系统为主，要求信创基础软硬件采购额占 IT 外采的 5-8%；2021 年试点机构扩容至 198 家，范围扩展到终端机具+管理软件+一般业务+关键业务，信创基础软硬件在 IT 外采中占比要求提高至 10-15%；2022 年逐渐进入规模推广阶段，广度、深度都进一步扩大，实现从办公 OA 等一般系统到核心业务系统的逐渐突破，信创软硬件投入占行业全年 IT 支出的 30%。基于金融信创有望进入全面推广阶段的判断，我们认为金融信创基础软硬件以及上层应用解决方案将迎来高景气发展。

图 5：金融信创发展历程



资料来源：零壹智库，亿欧，西南证券整理

金融信创加速，推动行业分布式架构转型进程。国内银行系统的构建、运营和维护服务长期被 IBM 等国际 IT 巨头所掌控；近年来，以 IBM 服务器、Oracle 数据库、EMC 存储为基础的 IOE 集中式架构，逐渐难以适应高并发、高迁移性、高兼容性的数字金融新业态。以 x86 计算机和分布式数据库搭建的分布式方案，凭借其良好的拓展性、低廉的边际成本以及强大的数据处理能力逐渐成为金融 IT 的发展转型方向。从技术上来看，相比集中式架构对于海外软硬件厂商的依赖，分布式架构在硬件层面能够实现国产化替代（普通 X86 服务器，各类国产自研的分布式数据库）。因此，分布式作为银行 IT 新一轮周期的技术支撑，与信创产业的国家战略共同驱动金融机构数字化转型升级和国产化进程加速，推动新一轮金融 IT 市场空间释放。

表 3：集中式架构和分布式架构的区别

	集中式架构	分布式架构	提升
技术特点	大型机/小型机+数据库+集中存储	标准服务器+高带宽低时延网络	垂直升级为水平扩展
交易速度	几十~几百毫秒	几~几十微妙	快 1000+倍
处理能力	几千~几万笔/秒	几万~几十万笔/秒	提高 10+倍
可靠性/可用性	单活高可用，分钟级切换，切换过程中可能有数据丢失	双活高可用，秒级切换，切换过程中零数据丢失	大幅提高
技术来源/可控性	单一设备供应商，进口封闭平台	多个设备供应商，开放平台，国产化成为可能	自主可控能力大幅提高
硬件成本	进口主机价格昂贵	标准服务器价格低廉	大幅降低 2/3

数据来源：华锐技术，西南证券整理

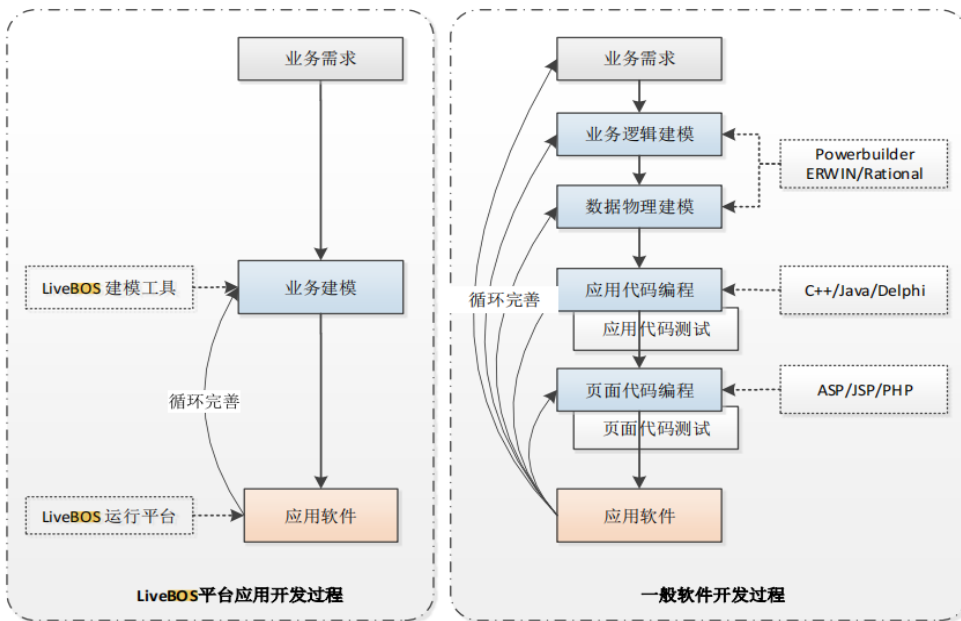
行业技术变革引领者，三大技术平台助推分布式和信创系统率先落地。2022 年，公司基础技术和平台研发进展顺利，LiveDTP 分布式交易平台、LiveBOS 灵动架构开发平台和 LiveData 灵动数据平台三大平台成果显著：

- **推出新一代交易技术平台——LiveDTP。**作为自主研发的分布式、低时延、跨平台的新一代交易技术平台，LiveDTP 全面去“IOE”，全栈自主可控。同时基于此构建的 A5、HTS、SWAP-DMA、场外 OTC 等交易型应用，在性能上均实现质的飞跃。
- **LiveData 灵动数据平台正式上线，助力金融机构基于 LiveData 快速构建数据架构，实现数据驱动各类应用的快速开发。**LiveData 灵动数据平台，是公司面向数字化转型推出的核心数据技术底座，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、IDS 等数据专项应用的开发以及业务数据应用的赋能等场景。2022 年 12 月，以 LiveData 为数据技术底座的投资者数据服务（IDS）获评“2022 年‘金信通’金融科技创新应用最具商业价值案例”。

图 6：LiveData 全链路赋能


资料来源：顶点软件资管科技线上峰会 2022，西南证券整理

- **LiveBOS 灵动业务架构平台凤凰版重磅升级，性能、响应速度及交互体验均得到大幅提升。**支持云端或容器化方式部署、国产软硬件信创适配，可快速实现低代码敏捷开发。基于此打造的新一代 i5 数智投行平台、数字化员工效能平台 E5 等业务应用，应用效能更上一层楼。

图 7：LiveBOS 缩减开发时间


资料来源：公司招股书，西南证券整理

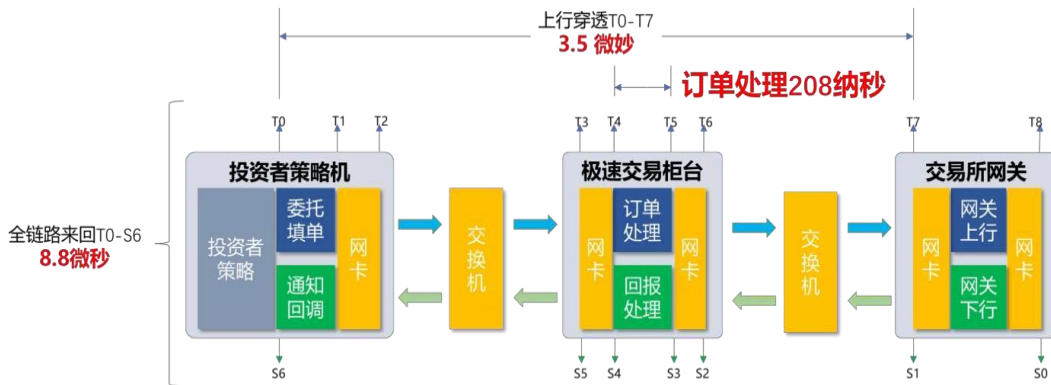
公司主要业务为金融行业信息化业务，主要下游客户包括证券、期货、大资管、银行、信托等。技术和产品优势凸显，短中长期逻辑清晰，**公司增长三大看点：**

（1）短期：机构业务优势明显，资管领域持续拓深

机构业务主要优势产品包括：系列专业机构交易、产品中心、机构 CRM、机构专项业务（如：股销业务、托管外包业务、证金业务、固收业务、收益互换业务）等，应用于多家头部券商，并取得了较高的市场占有率。

- **HTS 系列领航专业低延时交易成为众多头部券商服务专业投资者的核心平台。**基于顶点自研的 HyperDB 分布式、自主创新的飞驰数据库，HTS 低延时交易系列采用了智能化服务治理等自主研发的核心技术，对交易全链路业务、数据储存进行优化，成功实现低时延、高并发、智能化服务治理等性能的新突破，具有交易资源高效、交易节点易扩展等特性，能做到交易百纳秒级相应，目前已经应用于光大证券、华泰证券等多家券商。作为业内唯一提供从 FPGA 行情、极速交易到极速风控完整全链路产品的 IT 厂商，顶点 HTS 交易链路已超 200 条，以启林投资、灵均投资等百亿量化私募为代表，已有 100 多家量化私募接入。

图 8：HTS 股票期权极速交易系统延时表现示意图

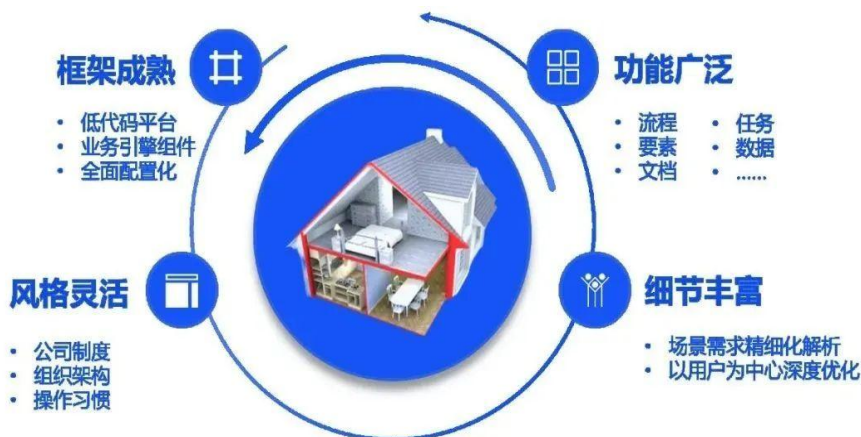


资料来源：公司公众号，西南证券整理

- **CRM 系统领先优势明显：**CRM 信息化解决方案定制化特点突出，需要根据证券公司各自的个性化管理制度打造配套的信息化系统，要求软件提供商具有较强的软件定制化及服务能力，由于公司 2006 年正式推出灵动业务架构平台（LiveBOS），个性化定制能力较强，拥有一整套客户需求定制的研发、交付和服务过程方法，且在业内拥有较多标杆项目，因此在 CRM 领域处于领先地位。截至 2021 年 9 月，包括招商、海通、国信在内的头部券商中有 60%选择公司的机构 CRM。

依托机构业务优势，大资管业务线积极深耕。公司**生命周期管理平台**纵向链接产品各生命周期运营阶段，横向连接各类运营管理人员，实现产品要素、产品文档、流程统一管理，助力资管机构打造一体化、规范化、精细化、智能化的产品运营业务中枢，为业务规模拓展、业务模式创新提供数字化的支撑。截至 2022 年年底，在产品运营管理平台上，公司已同中银基金、国君资管、太平洋保险资管、南银理财、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。

图 9：顶点产品生命周期管理平台



资料来源：公司公众号，西南证券整理

（2）中期：行业内率先落地核心交易系统 A5 信创版，信创加速下市占率有望提升

公司在业内率先提出并践行“新交易体系”创新理念，以一个开放的交易体系替代一套封闭大而全的集中交易系统，满足客户多样、多态的交易需求，实现传统集中交易解耦、分布式部署、多活业务持续可用、多态持续可迭代。A5 基于顶点软件自研的 HyperDB 内存数据库，采用了分布式架构、实时多活、智能化服务治理等一系列创新理念与技术构建，支持国产软硬件的全面适配，在核心技术自主可控上迈出了重要的一步。

- **A5 信创版加速证券行业的应用代际升级，以多轨信创混合部署，实现大规模落地应用。** 2022 年 A5 战绩频传：相继在东海证券实现全面上线，完成交易体系代际升级；全面切换东吴证券期权至鲲鹏信创节点，实现多轨信创混合部署；在华宝证券上线两融、转融通业务应用；券结业务在国融证券上线一年内规模突破 150 亿。此外，A5 相继在首创证券、中航证券、华鑫证券等券商完成模块上线，后续将逐步推进新一代分布式核心交易系统的全面切换。

（3）长期：财富管理打开公司成长天花板

财富管理爆发式增长，行业参与主体扩容。2022，资管新规正式落地，理财市场全面进入净值化时代。财富管理市场的爆发式增长，也带来了行业生态新的格局变化。**资金端：**资产配置结构调整、金融产品增配需求不断增长；**资产端：**资管新规落地后，刚性兑付打破、理财产品走向净值化，权益类资产需求迅速扩张，这对以权益类产品见长的券商来说，由经纪业务向财富管理业务转型和升级是大势所趋，而转型中金融科技赋能已成为不可或缺的发力点。

2022 年，公司零售财富业务线进展顺利：**1) 推出新一代财富管理数字运营平台——C6**，C6 围绕大平台、小系统、重体验、精数据，以数据为核心，全面驱动财富管理业务发展。**2) 财富管理服务体系 W5** 围绕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，W5 系列的机构理财平台 2022 年 3 月已在某头部券商实现行业首家上线，并与多家头部财富机构开展合作。**3) 基于多年员工管理、薪酬和绩效考核解决方案的建设经验，顶点打造了新一代员工效能平台 E5**，将企业发展战略、转型路径与员工的服务、AUM 管理能力相匹配，助力券商投顾管理全新升级。2022 年 3 月，广发证券数字化投顾人员管理、华西证券的“智慧+”员工数据洞察等平台已相继引入顶点新一代数字化员工效能平台。

图 10：新一代财富客户数字运营平台——C6



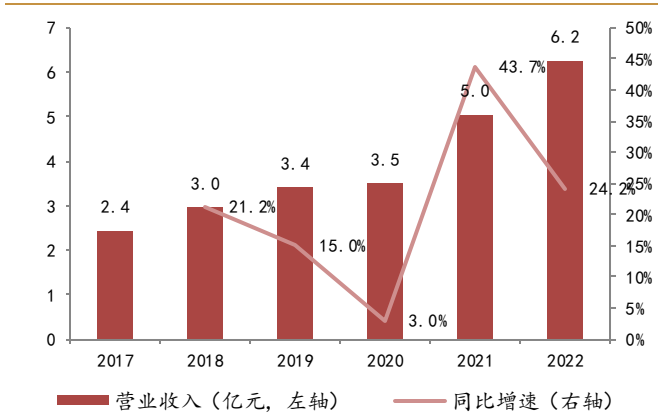
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：机构理财平台双端赋能

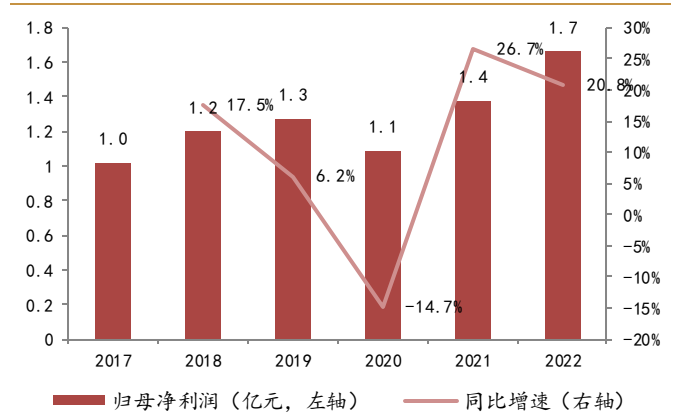


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2022 年公司实现营业收入 6.2 亿元，同比增长 24.2%；归母净利润同比增长 20.8% 至 1.7 亿元，若扣除股权激励计提费用 2587 万元，归母净利润同比增长 35.9%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比增长 25.2%。2022 年公司市场影响力有了较大提升，主营业务保持快速增长，在证券交易、机构业务、运营业务、大资管、数据应用业务等业务领域保持快速增长。

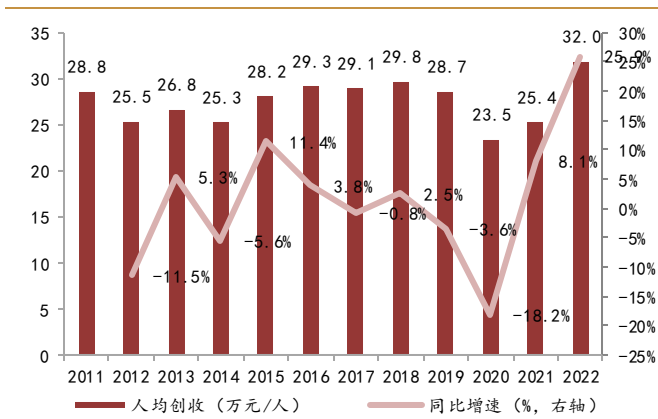
图 12：2017-2022 年公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

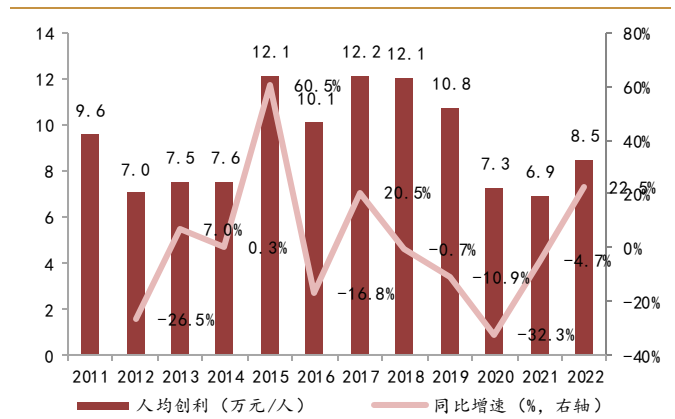
图 13：2017-2022 年公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

人效处于上行阶段，产品化充分释放业绩弹性。人均创收和人均创利快速增长。2020/2021 年公司人员增速分别为 26.0%/33.0%；2022 年公司注重人效提升，积极管控人员招聘，截至 2022 年底，公司员工人数约为 1954 人，较年初下降 1.4%。2022 年，人均创收和人均创利迎来较高速增长：1) 人均创收：公司人均创收延续增长趋势，2022 年人均创收 32.0 万元，同比增长 25.9%。2) 人均创利：2022 年人均创利 8.5 万元，同比增长 22.5%，随着新品持续落地，盈利能力持续增长可期。

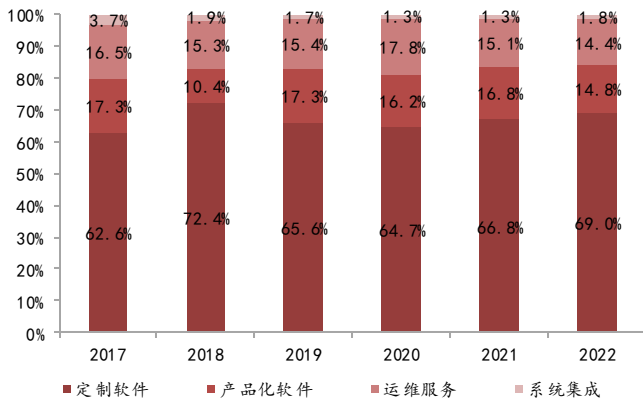
图 14：2017-2022 年公司人均创收及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

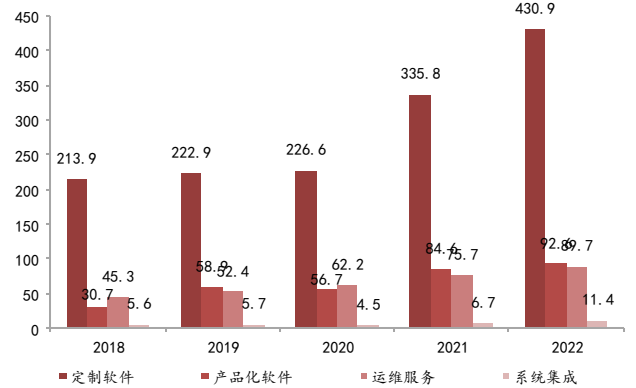
图 15：2017-2022 年公司人均创利及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

定制软件和运维服务实现高增，产品化软件占比相对稳定。从收入结构看，2022 年定制软件/产品化软件/运维服务/系统集成分别实现营收 4.3/0.9/0.9/0.1 亿元，分别同比增长 28.3%/9.5%/18.4%/68.6%。从收入占比来看，定制软件业务占比常年超 60%，是公司主要服务类型；2022 年产品化软件占比为 14.8%，较 2021 年略有下降，但整体占比维持相对稳定。

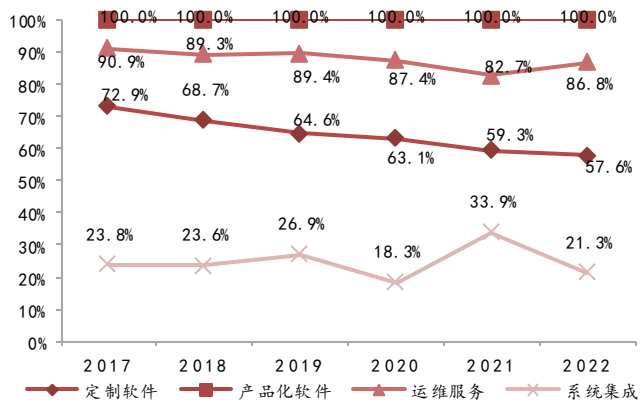
图 16：2017-2022 年公司分产品收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

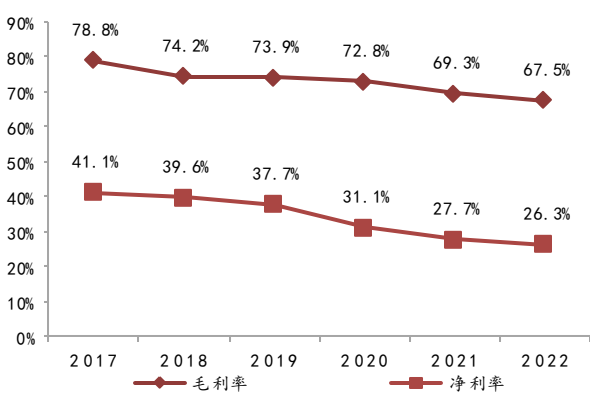
图 17：2017-2022 年公司分产品收入情况 (百万元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

成本端短期略受压制，产品规模推广下毛利率增长可期。2022 年，公司整体毛利率下降 1.87pp 至 67.5%。定制软件/运维服务毛利率分别同比 -1.66pp/+4.13pp 至 57.6%/86.8%；系统集成业务毛利率同比下滑 12.65pp 至 21.3%，但系统集成业务占比仅为 1.8%，对整体毛利率影响不大。2022 年成本端短期承压主要原因是定制化产品通常需要现场实施交付，疫情影响下现场实施交付人工成本提高。预计这一因素影响将逐渐消退，且伴随着新一代 C6 平台和 i5 数智投行平台规模推广，后续毛利率有望稳步回升。

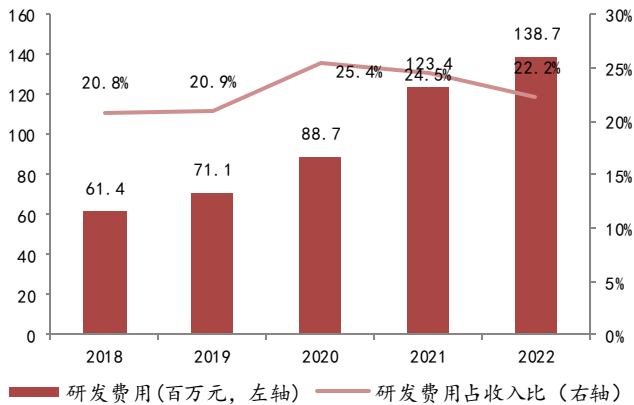
图 18：2017-2022 年公司主要业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

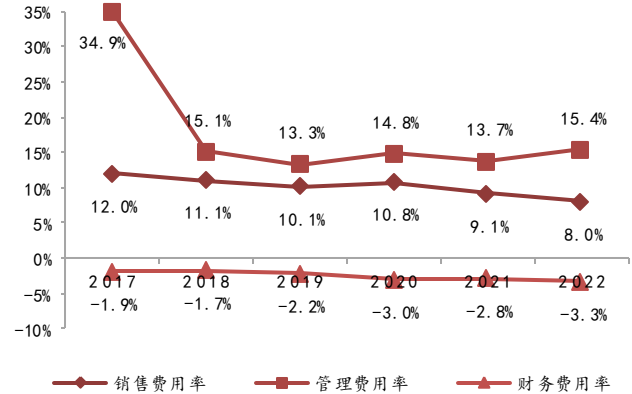
图 19：2017-2022 年公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

剔除股权激励影响费用端管控良好，持续高研发夯实技术和产品竞争力。剔除股权激励影响，2022 年公司整体费用端管控成效显著，销售费用率/管理费用率（剔除股权激励）/财务费用率分别同比 -1.09pp/-1.73pp/-0.44pp 至 8.0%/11.3%/-3.3%。2018 年以来，公司研发费用率维持在 20% 以上，持续高研发投入使得公司在行业内始终保持技术和产品领先地位。2022 年公司研发费用为 1.4 亿元，同比增长 12.4%，占营业收入比为 22.2%。公司保持在技术研发和业务应用开发方面的高研发投入：1) 在基础技术研发方面，公司继续加大“3+1”基础技术平台等研发投入；2) 在业务应用开发方面，对推进重点新产品的研发和主要业务线产品的升级迭代，提升公司整体产品的竞争力。

图 20：2017-2022 年公司研发费用情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2017-2022 年公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 定制软件：公司深耕证券 IT 业务，积极拓展资管客户，技术优势明显，业务类型广泛，未来将持续保持业务扩张步伐；且伴随公司“3+1”基础技术平台逐步完善，分布式架构体系应用顺畅，定制软件业务盈利能力将逐步增强，预计 2023-2025 年该业务项目数量增速分别为 28%/26%/23%，毛利率分别为 59%/61%/62%。

2) 产品化软件：随着国内资本市场配置逐步完善，全面注册制等改革持续落地；政策和需求端驱动信创和分布式改革加速，使得近年来证券公司信息化投入持续加大。2022 年，公司 A5 信创版等多个产品落地情况较好，随着下游需求持续扩张，该业务订单数量也将迎来快速增长，预计 2023-2025 年该业务订单数量分别增长 33%/30%/30%。

3) 运维服务：软件运维服务是指公司为客户提供的常年软件系统运营和维护服务，公司积极拓展战略版图，客户类型广泛，数量持续增长，随着客户数量增长和业务条线扩张，我们预计 2023-2025 年运维服务收入分别增长 18%/19%/20%。

4) 系统集成：金融信创加速向核心系统渗透，系统集成业务也将随之增长，预计 2023-2025 年系统集成业务项目数量分别增长 50%/35%/30%。

5) 公司积极采取降本增效措施，费用管控效果可持续，毛利率稳中有进。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
定制软件	收入	430.94	551.60	695.01	854.87
	增速	28.3%	28.0%	26.0%	23.0%
	毛利率	57.6%	59.0%	61.0%	62.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
产品化软件	收入	92.63	123.2	160.2	208.2
	增速	9.5%	33.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
运维服务	收入	89.66	105.8	125.9	151.1
	增速	18.4%	18.0%	19.0%	20.0%
	毛利率	86.8%	87.0%	87.5%	87.5%
系统集成	收入	11.36	17.0	23.0	29.9
	增速	68.6%	50.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	21.3%	23.0%	24.0%	26.0%
合计	收入	624.6	797.6	1004.1	1244.1
	增速	24.2%	27.7%	25.9%	23.9%
	毛利率	67.5%	68.3%	69.7%	70.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 8.0 亿元（+27.7%）、10.0 亿元（+25.9%）和 12.4 亿元（+23.9%），归母净利润分别为 2.4 亿元（+43.2%）、3.1 亿元（30.1%）、4.0 亿元（+26.9%），EPS 分别为 1.39 元、1.82 元、2.31 元，对应动态 PE 分别为 38 倍、29 倍、23 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取恒生电子、宇信科技、长亮科技作为同业可比公司进行估值比较。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600570.SH	恒生电子	951.71	50.09	0.57	0.96	1.16	1.40	70	52	43	36
30067.SZ	宇信科技	132.90	18.70	0.36	0.55	0.71	0.87	39	34	26	21
300348.SZ	长亮科技	100.94	13.80	0.03	0.28	0.42	-	332	49	33	-
平均值								147	45	34	29
603383.SH	顶点软件	90.76	52.99	0.97	1.39	1.82	2.31	55	38	29	23

数据来源：Wind, 西南证券整理（可比公司恒生电子和宇信科技估值来自于本团队预测值，长亮科技估值来自于 wind 一致预测）

从 PE 角度看，2024 年行业平均估值为 34 倍，公司 PE 为 29 倍，低于行业平均水平。考虑到金融信创进程加速推动分布式转型进程，公司技术平台和产品化优势明显，且目前机构核心业务系统 A5 信创版已于多家券商落地，其余新产品同样推广落地顺利，预计后续订单有望维持饱满状态，利润弹性值得期待。

预计 2023-2025 年公司归母净利润复合增速达 33.5%，高于可比公司平均水平，可给予一定估值溢价；参考公司近五年来 PE 中枢为 36x，给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 63.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

券商信息化投入不及预期、信创推进不及预期、新产品推广不及预期、行业竞争加剧等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	624.59	797.64	1004.08	1244.06	净利润	164.24	240.21	314.66	399.25
营业成本	203.27	253.04	304.28	365.87	折旧与摊销	11.06	12.19	14.87	18.07
营业税金及附加	7.94	10.82	13.28	16.49	财务费用	-20.36	-23.93	-30.12	-37.32
销售费用	50.14	62.22	77.31	95.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	96.28	271.20	336.37	410.54	经营营运资本变动	19.72	-314.70	-13.44	439.94
财务费用	-20.36	-23.93	-30.12	-37.32	其他	21.71	-27.81	-28.58	-27.74
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	196.37	-114.04	257.39	792.20
投资收益	3.75	30.00	30.00	30.00	资本支出	-6.79	-30.00	-40.00	-50.00
公允价值变动损益	1.25	0.81	0.99	0.98	其他	-37.91	24.97	25.72	25.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-44.70	-5.03	-14.28	-24.75
营业利润	174.29	255.11	333.95	423.66	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.24	-0.38	-0.35	-0.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	174.05	254.73	333.61	423.33	股权融资	34.09	0.00	0.00	0.00
所得税	9.82	14.52	18.95	24.07	支付股利	-94.01	-110.05	-159.31	-207.94
净利润	164.24	240.21	314.66	399.25	其他	-28.25	23.93	30.12	37.32
少数股东损益	-1.80	2.40	3.15	3.99	筹资活动现金流净额	-88.16	-86.12	-129.18	-170.62
归属母公司股东净利润	166.04	237.81	311.51	395.26	现金流量净额	63.51	-205.19	113.92	596.84
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1030.30	825.11	939.04	1535.87	成长能力				
应收和预付款项	57.73	65.52	83.27	104.58	销售收入增长率	24.19%	27.71%	25.88%	23.90%
存货	130.38	184.40	214.46	256.92	营业利润增长率	17.39%	46.37%	30.91%	26.86%
其他流动资产	369.99	384.42	385.99	394.30	净利润增长率	17.82%	46.26%	30.99%	26.89%
长期股权投资	41.01	41.01	41.01	41.01	EBITDA 增长率	14.07%	47.50%	30.95%	26.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	96.30	108.09	128.56	157.19	毛利率	67.46%	68.28%	69.70%	70.59%
无形资产和开发支出	17.07	23.14	27.86	31.21	三费率	32.43%	38.80%	38.20%	37.70%
其他非流动资产	37.50	43.29	48.50	54.17	净利率	26.30%	30.12%	31.34%	32.09%
资产总计	1780.27	1674.97	1868.68	2575.25	ROE	11.96%	15.98%	18.97%	21.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.23%	14.34%	16.84%	15.50%
应付和预收款项	88.78	118.40	141.12	644.98	ROIC	-220.41%	237.56%	102.22%	365.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.42%	30.51%	31.74%	32.51%
其他负债	317.98	52.89	68.53	79.92	营运能力				
负债合计	406.76	171.29	209.65	724.90	总资产周转率	0.37	0.46	0.57	0.56
股本	171.28	171.28	171.28	171.28	固定资产周转率	6.36	7.81	8.49	8.71
资本公积	480.83	480.83	480.83	480.83	应收账款周转率	13.89	13.16	13.73	13.45
留存收益	745.52	873.28	1025.49	1212.81	存货周转率	1.64	1.61	1.53	1.55
归属母公司股东权益	1362.10	1489.86	1642.07	1829.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.75%	—	—	—
少数股东权益	11.42	13.82	16.96	20.96	资本结构				
股东权益合计	1373.51	1503.68	1659.03	1850.34	资产负债率	22.85%	10.23%	11.22%	28.15%
负债和股东权益合计	1780.27	1674.97	1868.68	2575.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.91	8.52	7.74	3.16
					速动比率	3.59	7.45	6.72	2.81
					股利支付率	56.62%	46.28%	51.14%	52.61%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.39	1.82	2.31
					每股净资产	7.95	8.70	9.59	10.68
					每股经营现金	1.15	-0.67	1.50	4.63
					每股股利	0.55	0.64	0.93	1.21
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	165.00	243.37	318.70	404.41					
PE	54.66	38.16	29.14	22.96					
PB	6.66	6.09	5.53	4.96					
PS	14.53	11.38	9.04	7.30					
EV/EBITDA	46.36	32.25	24.25	17.62					
股息率	0.01	1.21%	1.76%	2.29%					

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。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn