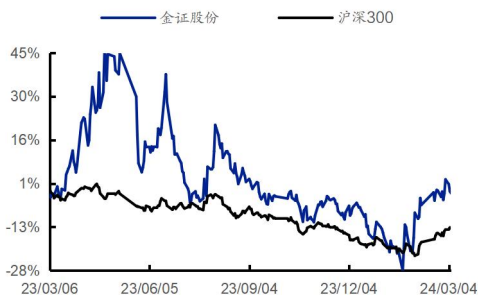


研究所:
 证券分析师: 刘熹 S0350523040001
 liux10@ghzq.com.cn

“双基石”战略转型，AI 驱动金融科技新未来

——金证股份（600446）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/06

表现	1M	3M	12M
金证股份	8.7%	7.4%	-1.8%
沪深 300	7.2%	4.5%	-13.6%

市场数据

2024/03/06

当前价格(元)	12.82
52 周价格区间(元)	9.42-19.93
总市值(百万)	12,115.99
流通市值(百万)	12,115.99
总股本(万股)	94,508.50
流通股本(万股)	94,508.50
日均成交额(百万)	468.42
近一月换手(%)	8.06

核心逻辑:

公司证券 IT+资管 IT 双基石架构调整顺利推进，核心产品持续迭代并不断打造标杆客户案例。2023 年公司发布 K-GPT 金融大模型，涵盖投顾、投研及合规等多场景，有望实现对公司业务&产品的深度赋能。

投资要点:

■ 金融 IT 行业保持多重需求共振，维持高增长韧性

金融 IT 行业增长韧性强，迎来资本市场改革、金融科技化、高质量发展等政策催生的旧业务系统升级和新系统建设需求。此外，金融信创持续深化，2024-2025 年头部金融机构将迎来信创的关键验收期，金融信创对 IT 服务商的业绩驱动力有望增强。

■ 深耕金融 IT 30 年，产品持续迭代&客户端加速落地

1) 证券 IT: 公司证券 IT 业务长期引领核心交易系统技术变革，保持客户覆盖率领先优势。2016 年推出 FS1.0 实现了客户前中后端业务的全覆盖，FS2.0 版本实现分布式、低时延等新技术能力升级，2023H1，进一步推出 FS2.0 信创版，各子系统加速推广至多家头部券商。当前 FS2.5 版本已蓄势待发，实现业技融合等多重技术升级。

2) 资管 IT: 公司资管领域从外围向核心系统拓展产品纵深，早期联合中信证券推出支撑万亿级资管规模的 A6 投资交易系统，并逐步实现全产品线的补齐。当前公司资管解决方案拥有 230 余家总部级客户、基金公司覆盖率超 70%、证券公司覆盖率超 30%等，在细分领域形成明显的头部优势，新一代投资交易系统 A8 也将迎来架构、信创能力的全面升级。

■ 发布金融大模型 K-GPT，赋能投顾、投研及合规等场景

2024 年金融垂类大模型有望进入金融场景全面应用的加速通道，从偏外沿场景向 To B 场景拓展应用纵深，加速步入应用成熟期。2018 年公司着手研究 AI 在金融领域的应用，2023 年公司发布了自主研发的金融大模型 K-GPT 及工具集，依托于底层庞大的金融知识库，K-GPT 核心优势包括懂金融、数据准确、可验证及支持调用 Agents 等。

■ 创新类业务协同公司主业发展，融合 AI 焕发多行业新生

公司创新业务包括智能投资、RPA、融合通信、人工智能、区块链、监管科技等，主要负责前沿技术转化与落地。其中金微蓝推出多模态模型智能助手金微蓝 AI 运维专家，可实现多业务流程的自动化；金智维是国内 RPA+AI 龙头，2022 年在 RPA+AI 领域以市占率 10.9%，排名第一。

- **盈利预测和投资评级：** 公司是国内领先的金融 IT 服务商，同时深耕企业数字化转型等创新业务。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.89/4.92/6.20 亿元，EPS 分别为 0.41/0.52/0.66 元/股，当前股价对应 PE 分别为 31.16/24.62/19.53X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 信创推进不及预期、宏观经济不景气影响下游 IT 投入，市场竞争加剧、产品技术迭代风险、下游客户加大自研投入。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6478	7002	8004	9236
增长率(%)	-3	8	14	15
归母净利润（百万元）	269	389	492	620
增长率(%)	8	44	27	26
摊薄每股收益（元）	0.28	0.41	0.52	0.66
ROE(%)	7	10	11	12
P/E	35.97	31.16	24.62	19.53
P/B	2.60	2.96	2.66	2.35
P/S	1.49	1.73	1.51	1.31
EV/EBITDA	26.62	29.66	21.55	17.26

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、老牌金融科技服务商，战略调整蓄势启航.....	6
1.1、深耕金融科技 30 年，创始人掌舵稳定战略方向.....	6
1.2、以金融科技为核心，发力证券+资管双基石业务.....	6
1.3、财务情况：部门架构改革进展顺利，业绩拐点向上.....	11
2、证券 IT：多重需求共振，行业增长韧性较高.....	13
2.1、客户粘性高，头部供应商优势明显.....	13
2.2、资本市场改革驱动存量系统改造和增量系统需求.....	14
2.3、金融信创：2024 年有望全面加速.....	16
3、双基石业务稳固基本盘，K-GPT 大模型全面赋能.....	17
3.1、证券 IT：产品更新迭代，持续打造行业标杆案例.....	17
3.2、资管 IT：补齐全产品线，后发先至实现快速发展.....	19
3.3、发布金融大模型，实现多业务&场景赋能.....	22
4、创新类业务协同主业发展，深耕行业数字化转型.....	25
5、盈利预测与评级.....	28
5.1、盈利预测.....	28
5.2、可比公司估值.....	29
6、风险提示.....	30

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2024/2/2)	6
图 3: 公司金融科技+数字经济两大战略方向	7
图 4: 双基石业务一体化管理	7
图 5: 公司五大业务板块	7
图 6: 公司金融科技架构	8
图 7: 公司数字经济生态圈	10
图 8: 公司跨界赋能智慧城市	10
图 9: 石家庄循环化工园区	10
图 10: 金证数字经济创新研究院揭牌	10
图 11: 公司营收及增速	11
图 12: 公司归母净利润及增速	11
图 13: 公司金融科技+数字经济收入 (单位: 亿元)	11
图 14: 公司金融科技+数字经济收入结构	11
图 15: 公司毛利率及净利率情况	12
图 16: 公司加大销售和研发投入	12
图 17: 公司证券、资管业务毛利率大幅领先	12
图 18: 证券 IT 系统架构	13
图 19: 资管 IT 系统架构	13
图 20: TOP5 证券 IT 解决方案市场份额 (2021)	14
图 21: TOP5 证券核心交易系统市场份额 (2021)	14
图 22: 中国信创市场发展阶段分析	16
图 23: 证券信创改造路径及进展	16
图 24: 我国金融信创市场规模 (亿元)	17
图 25: 证券 IT 支出规模及增速	17
图 26: 公司证券 IT 及核心产品发展历史	18
图 27: 公司证券 IT 产品精选案例	18
图 28: 公司国密改造方案	18
图 29: 公司提供国密改造的方式	18
图 30: FS2.5 实现业技融合	19
图 31: FS 2.5 遵循“三分离、四整合”架构	19
图 32: 公司针对不同产品采用不同信创推进模式	19
图 33: 公司资管 IT 发展历程	20
图 34: 公司资管 IT 解决方案在金融各细分领域覆盖率 (截至 2023/12)	21
图 35: 公司资管 IT 精选案例	21
图 36: A8 支持全场景覆盖	21
图 37: A8 支持全栈信创	21
图 38: 中台化+组件化设计思路构建 A8 的八大核心业务组件	22
图 39: 金融大模型落地路径与能力对比	23
图 40: 公司金融垂类大模型研发历程	24
图 41: 公司金融大模型 K-GPT	24
图 42: 公司智能投资平台	24
图 43: 公司智能投行平台	24
图 44: 公司智能营销平台	24

图 45: 公司智能客服平台	24
图 46: 金微蓝自动化运维流程	25
图 47: 金微蓝自动化报表与数据分析	25
图 48: 金智维产品服务矩阵	25
图 49: 金智维数字员工解决方案	26
图 50: K-RPA 软件机器人管理系统核心技术	26
图 51: K-Pine 青松低代码开发平台	26
图 52: 2022 年国内 RPA+AI 市场份额	27
图 53: 国内 RPA 厂商竞争矩阵	27
图 54: 国内 RPA 市场规模及增速	27
图 55: RPA 需求锚点与增长因素	27
表 1: 金融科技主要业务板块内容	9
表 2: 创新类业务结构及对应子公司	9
表 3: 我国资本市场改革持续推进	14
表 4: 注册制全面改革深入及取得成效	15
表 5: 金融科技持续保持高市场关注度	15
表 6: 公司在公募基金、互联网金融以及第三方基金销售中取得快速发展	20
表 7: 海外流行的金融大模型	22
表 8: 国内金融大模型百花齐放	23
表 9: 公司盈利预测	29
表 10: 可比公司	29

1、老牌金融科技服务商，战略调整蓄势启航

1.1、深耕金融科技 30 年，创始人掌舵稳定战略方向

公司是金融科技全领域服务商，深度布局“大证券、大资管、大银行、大数字、创新类”五大业务板块。公司成立于 1998 年，2003 年在上交所上市，是国内领军金融科技全领域服务商，有近 20 家分子公司，员工达到 10000+人。

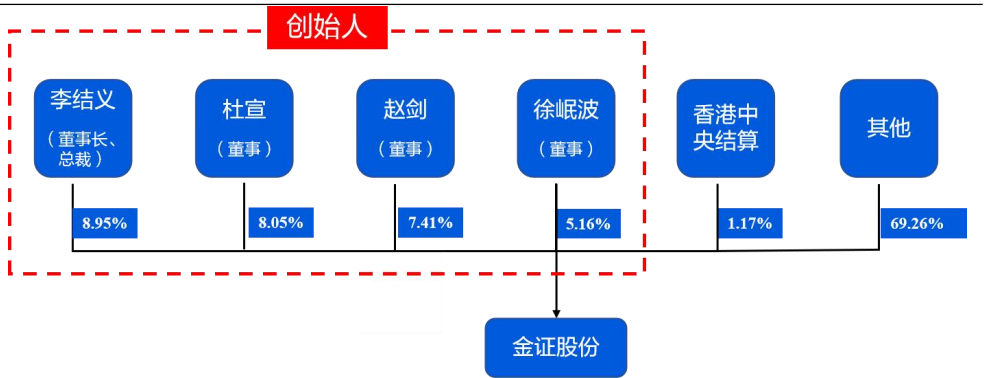
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国海证券研究所

公司前四名股东均为公司创始人，有利于公司对整体股权结构和整体战略方向的把控。公司董事长李结义，董事杜宣、赵剑、徐岷波为公司创始人，分别持股 8.95%、8.05%、7.41%和 5.16%，公司无实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2024/2/2）



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、以金融科技为核心，发力证券+资管双基石业务

公司确立“金融科技+数字经济”两大发展战略，深度聚焦金融科技，为证券、基金、银行、期货、信托、交易所、监管机构等行业客户提供全技术栈、全产品线解决方案，同时与政府机关、互联网公司合作开展包括智慧城市在内的数字经济业务。

图 3：公司金融科技+数字经济两大战略方向



资料来源：公司公告

公司五大业务板块：大证券、大资管、大银行、大数字、创新类，其中大证券和大资管为双基石业务。1) 大证券以证券交易解决方案为核心，在财富管理、资产管理、机构服务、自营投资、投资银行等领域为证券公司提供全方位的技术赋能解决方案,同时在中台业务与技术、金融云平台等方面为证券公司提供全面、专业的技术支持和服务。2) 大资管为资管行业客户提供交易结算系统、投资管理系统、TA 系统、投决系统等核心软件产品。

双基石业务改革，推动一体化管理。2023 年公司实施双基石组织架构深化改革，通过回购子公司金证财富少数股权实现对其 100%控股，对大证券+大资管业务统一化管理，整合公司相关营销资源，构建集研发、测试、营销、交付、服务于一体的双基石事业部。

图 4：双基石业务一体化管理



资料来源：公司公告

图 5：公司五大业务板块

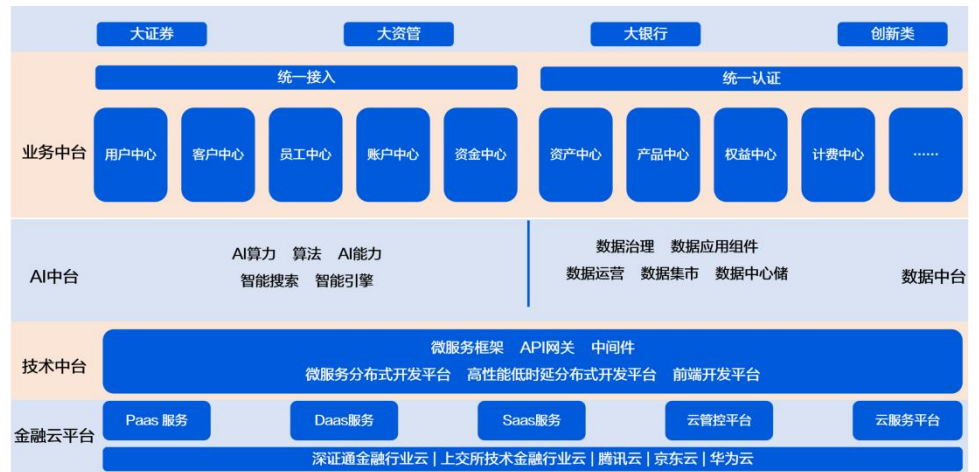


资料来源：公司公告

(1) 金融科技类业务：

公司金融科技架构涵盖业务中台、AI 中台&数据中台、技术中台及金融云平台，覆盖证券、资管、银行及创新类四大主要方向，同时提供综合金融软件业务及定制化服务。

图 6：公司金融科技架构



资料来源：公司官网、国海证券研究所

■ 双基石业务——公司大证券（证券 IT）业务

公司证券 IT 业务以“软件+服务”为主要经营模式，为证券行业提供覆盖前中后台业务的全方位技术赋能解决方案，为行业数字化转型打造全面金融科技能力。公司作为行业领先的证券交易结算系统提供商，深耕证券行业三十年，为证券行业客户提供覆盖前中后台业务的全方位技术赋能解决方案，全面满足财富管理、机构服务以及数字化运营等多元化业务诉求，推动证券公司在数智化和信创化转型双期叠加之际，把握新一轮发展机遇，孵化差异化竞争优势。

■ 双基石业务——公司大资管（资管 IT）业务

资管 IT 从行业增量和存量市场切入，争取对行业新筹备设立机构、存量机构新增业务或系统升级等项目机会。①核心产品方面加大 A8 研发投入，定位新一代投资交易系统；②在保险行业的首个投资交易系统项目顺利实施完成零的突破；③在公募基金领域成功拓展一家新筹基金客户联博基金，同时凭借实时 TA 的产品优势推进银华基金、申万菱信基金等项目；④在信托领域成功中标陕国投信托新一代 TA 系统项目；⑤银行理财业务领域，2023 年上半年公司围绕建信金科大资管家，交银理财及中邮理财三大国有银行及理财子，资管投资核心业务持续推动迭代开发。

■ 银行软件业务

在银行业务领域，公司以支付结算解决方案为核心，包含支付工具、支付受理、支付运营的全支付产品体系，并为客户提供营销系统、手机银行及智能运营等解决方案，客户涵盖特许清算组织、国有银行、股份制银行、城商行、省级农信、外资银行等。2023 年签约四川农信收单项目和安永中国数字化能力提升项目，同时积极开拓创新，基于物联网基础平台，在已有证物管理产品的基础上研发了财物管理产品并签约了两家银行客户。

■ 综合金融软件业务

公司在综合金融软件领域，主要为金融监管机构、金控集团、普惠金融机构（含融资租赁公司）、泛交易所等机构提供 IT 服务解决方案。2023 年上半年中标上交所 G4 架构交付及新期权信创跟账项目；在普惠金融领域聚焦资源融资租赁行业，为融资租赁企业提供核心业务管理、资金管理、资产管理等系统及服务的整体解决方案。2023 年上半年中标江南金租核心业务管理系统升级项目、横琴金投融资租赁管理系统等项目。

■ 定制化服务

公司主要围绕金融主赛道，跟进落点金融机构、中国结算、交易所及大型国企等行业领域。2023 年上半年公司开拓新客户 30 余家，其中包括建行总行、中国人寿海外、银联国际、南方电网、中科云谷等重点客户。

表 1: 金融科技主要业务板块内容

业务内容	核心产品	主要客户
大证券	FS2.0（证券综合业务平台）	平安证券、广发证券、国投证券、申万宏源证券、中金财富等
大资管	A6（投资交易系统）、A8（新一代投资交易系统）、TA 系统	中信证券、国泰君安证券、银河证券、粤开证券等
大银行	网络支付清算平台控制中心、大收单平台等	邮储银行、建信金科、建设银行等
综合金融软件	/	上交所、江南金租
定制化软件	/	建行总行、中国人寿海外、银联国际等

资料来源：公司官网、公司公告、公司公众号、国海证券研究所

■ 创新类业务

创新类业务协同公司主业发展，同时也是负责前沿技术转化与落地的载体。公司多年来积极推行平台化战略，坚持平台化发展理念，通过技术创新、业务创新及平台建设发展规划，孵化创新业务，打造创新平台。

鉴于近年来对创新业务的孵化，公司现已全面布局智能投资、RPA、融合通信、人工智能、区块链、监管科技等创新业务领域。创新类业务正逐步与双基石业务产生良好的协同效应，同时也成为公司向 Fintech 2.0 业务模式和 Fintech 3.0 业务模式转型的突破口。

表 2: 创新类业务结构及对应子公司

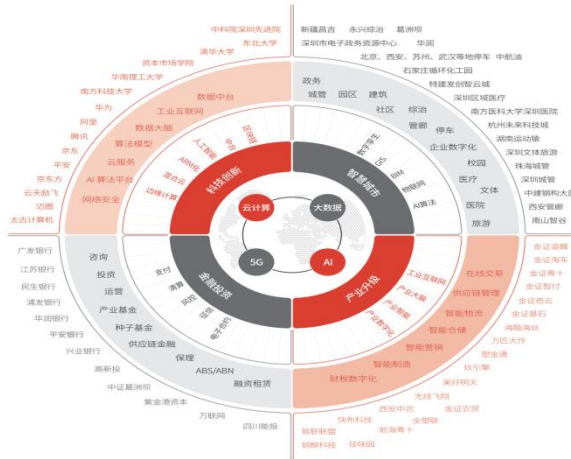
业务结构	子公司	持股比例	业务内容
RPA	金智维	12.14%	依托“RPA+AI+大数据”等数字技术融合，在国内率先推出具有自主知识产权的企业级 RPA 机器人软件(K-RPA)；根据不同应用场景，推出的新产品包括安全领域的数字反诈警察（支付助手），税务领域金智维 K-iTAX 税务数字员工及平台，教育领域金智维课易等。
智能投行、智能风控	金证优智	27%	主要为客户建立智能风险预警系统项目，2023 年上半年中标国内某大型会计师事务所；与公司合作开发金融 AI 大模型及配套应用，开展优化模型训练，进一步完善 AI 产品。
智能投资、机构服务	丽海弘金	24.57%	涵盖数据准备、因子计算、策略构建、策略回测、策略执行和策略评价的全生命周期一体化解决方案，全面赋能资管机构数字化转型。2023 年上半年 FICC 策略平台相继中标中金公司、国泰君安、财通证券等券商客户，且 FICC 策略平台已适配国产主流基础软硬件。
融合指挥、智能客服	星网信通	21.94%	核心产品为融合指挥、智能客服及企业统一通信解决方案。2023 年上半年在政府应急、交通轨道、海关、园区等领域项目落地；智能客服产品在银行、保险等行业取得突破。

资料来源：公司公告、公司公众号、国海证券研究所

(2) 非金融业务板块:

公司数字业务板块，围绕数字园区、数字城市等提供全生命周期的数字化解决方案。公司以金融级核心底层技术赋能数字经济领域，围绕城市数字化、产业数字化，在数字新基建、数字园区、数字政府、数字城市、产业互联 / 数字金融、数字“一带一路”等领域积极布局，提供覆盖全生命周期的场景化数字赋能解决方案，着力打造“科技+产业+金融”开放式跨界创新生态，推动实体经济数字化转型。

图 7：公司数字经济生态圈



资料来源：公司官网

图 8：公司跨界赋能智慧城市



资料来源：公司官网

公司打造的石家庄循环化工园区智慧园区成为国内最大的化工园区应急信息化建设案例。石家庄循环化工园区智慧园区项目建设充分利用大数据、云计算、物联网和 5G 等技术，整合并优化园区现有基础设施、系统平台等信息化资源，将智慧园区建设成为充分践行国家新基建、大应急体系、安全生产保障战略的先进示范园区。

图 9：石家庄循环化工园区



资料来源：搜狐新闻

图 10：金证数字经济创新研究院揭牌



资料来源：腾讯网

1.3、财务情况：部门架构改革进展顺利，业绩拐点向上

2023Q4 业绩显著改善，部门架构改革进展顺利。根据公司 2023 年业绩预告测算，2023Q4 公司归母净利润为 3.09-3.76 亿元，同增 135%~186%。2023 年前三季度，公司营收 40.48 亿元，同比下降 7.29%；归母净利润 0.41 亿元，同比下降 70.19%。主要原因是公司深化证券 IT 和资管 IT 双基石业务改革，部分项目交付滞后从而影响业务收入，而当前公司已经对各业务线的项目进行梳理，同时积极加大项目交付验收力度，推动 2023Q4 净利润实现大幅反弹。

业绩保持长期稳定增长，发展态势良好。2017-2022 年公司收入 5 年 CAGR 为 9%，归母净利润 5 年 CAGR 为 15%；2018 年出现亏损的主要原因是公司的收购行为形成商誉计提减值以及项目应收账款不确定性而计提的坏账准备。

图 11：公司营收及增速

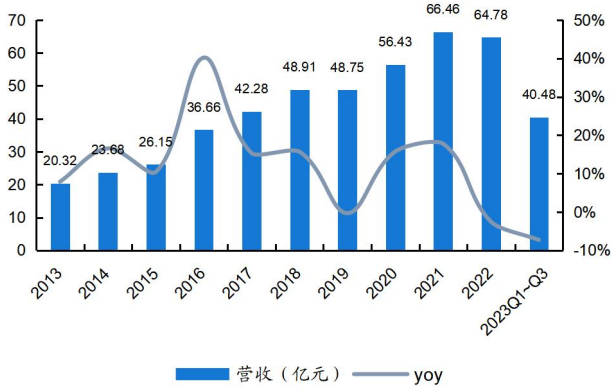
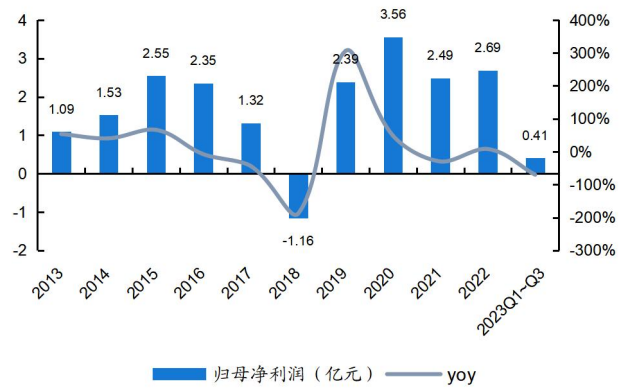


图 12：公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD、国海证券研究所

资料来源：iFinD、国海证券研究所

公司金融科技+数字经济两大方向业务稳定发力。公司金融科技板块业务结构中，定制服务业务、证券经纪业务及银行软件业务占比较高，2023 年前三季度分别占公司金融科技业务收入 40%、28%和 24%，证券+资管业务稳定占金融科技业务收入 35%上下。2023 年前三季度公司双基石业务中证券经纪业务收入 4 亿元，资管机构业务收入 0.9 亿元；非金融领域数字经济业务收入 1.9 亿元。

图 13：公司金融科技+数字经济收入（单位：亿元）

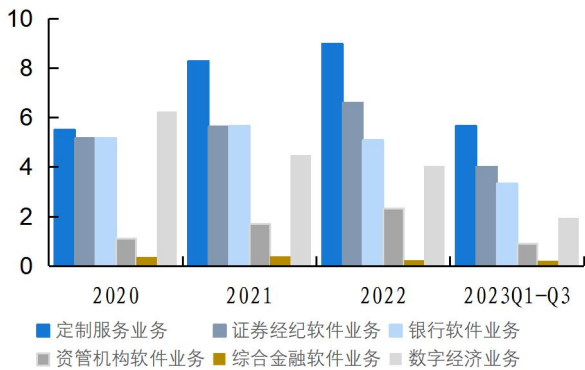
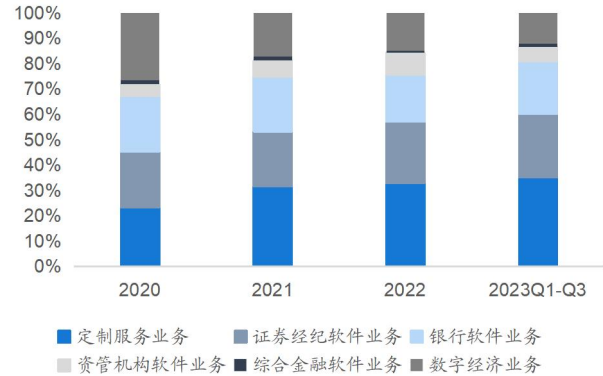


图 14：公司金融科技+数字经济收入结构



资料来源：公司公告、iFinD、国海证券研究所

资料来源：iFinD、国海证券研究所

公司近年持续加大销售和研发投入。公司 2023 年前三季度毛利率为 20.2%，同比上升 0.57pct；净利率为 0.3%，同比下滑 2.31pct；公司 2021 年毛利率出现波动的主要原因是受到会计政策变更的影响。费用端，2021-2023 年前三季度销售费用逐步从 2.7% 提升至 3.9%，研发费用率从 8.9% 提升至 10.9%，2020 年研发费用率下滑的主要原因是公司对定制软件开发项目的项目开发、实施、测试人员费用归结至合同履行成本所致。

图 15: 公司毛利率及净利率情况

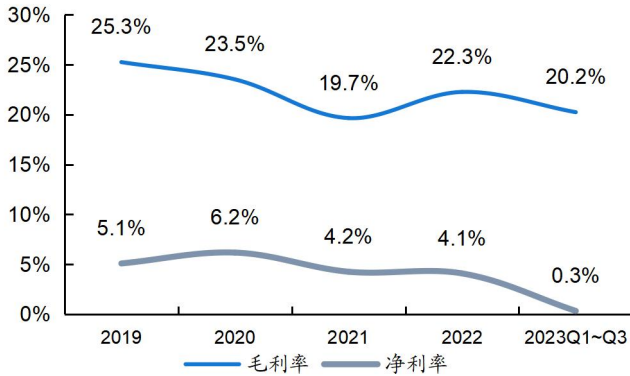
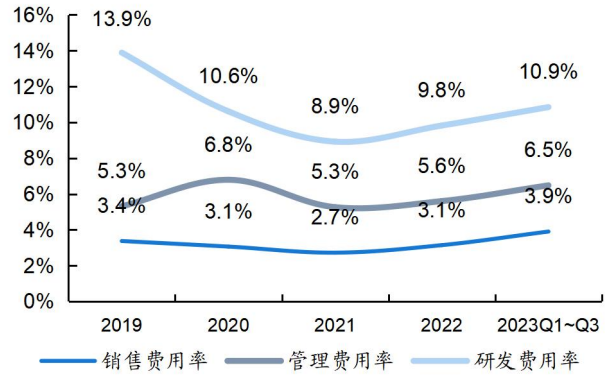


图 16: 公司加大销售和研发投入

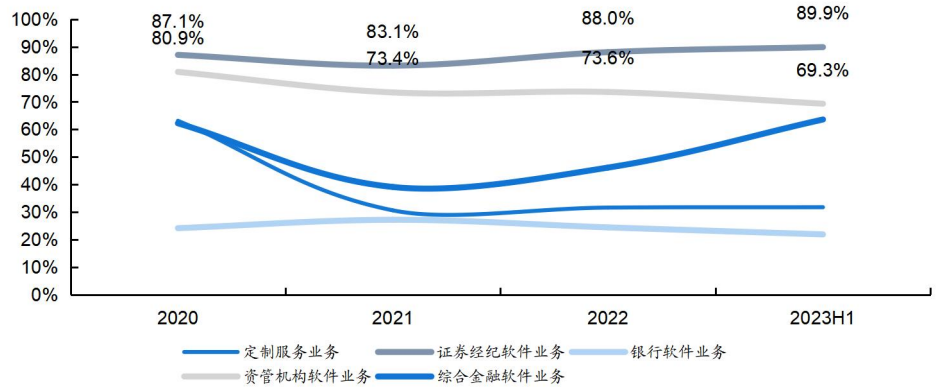


资料来源: iFinD、国海证券研究所

资料来源: iFinD、国海证券研究所

公司证券业务毛利率维持在 80% 以上且仍有提升趋势，资管业务毛利率近年维持在 70% 左右，银行类业务及定制化软件业务毛利率相对较低，我们认为，主要原因是证券和资管类软件业务标准化程度较高，而银行类软件业务定制化程度较高导致边际成本较高，证券+资管双基石业务快速发展利于公司整体毛利率的持续提升。

图 17: 公司证券、资管业务毛利率大幅领先



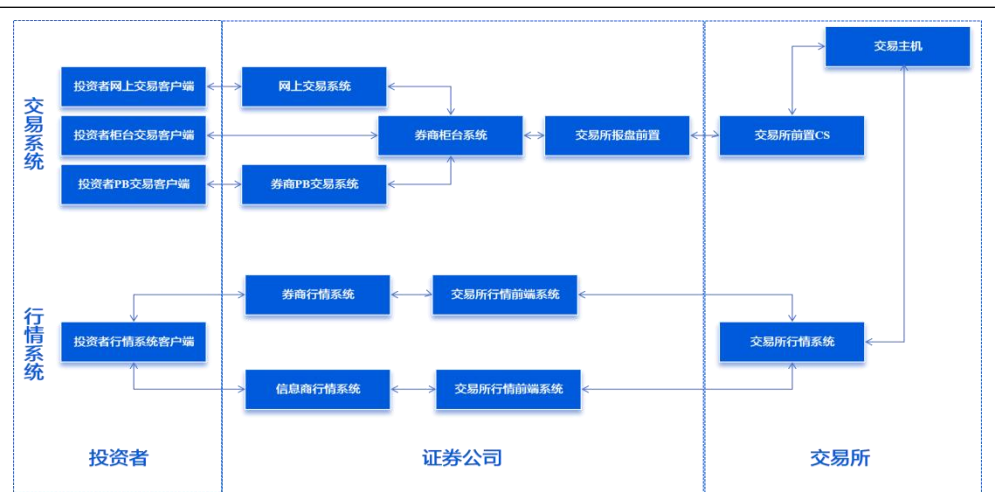
资料来源: iFinD、国海证券研究所

2、证券 IT：多重需求共振，行业增长韧性较高

2.1、客户粘性高，头部供应商优势明显

证券 IT 是指在证券市场和金融机构中应用信息技术为证券公司和资管机构提供 IT 系统搭建、软件开发和系统集成服务等相关企业。证券 IT 提供自动化的交易系统 and 软件工具，支持证券买卖的执行、确认和销售。

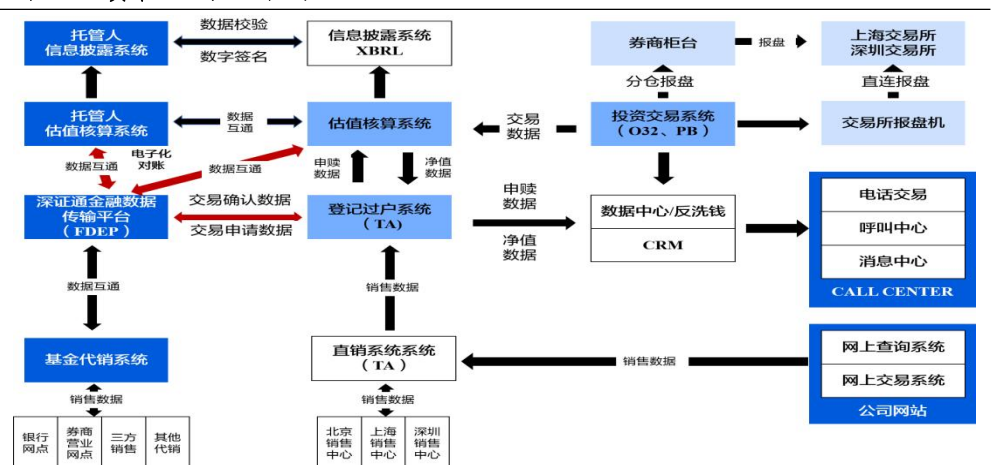
图 18：证券 IT 系统架构



资料来源：中国产业经济信息网、国海证券研究所

随着近年来资管规模的扩展，资管 IT 系统重要性直线上升。资管 IT 系统主要包括 1) 投资交易系统：投资经理、交易员等业务人员进行基金投资、指令分发、交易管理、风险监控及统计的交易平台；2) 估值核算系统：负责基金产品的清算、产品净值计算及会计核算；3) 登记过户系统：管理投资者开放式基金账户，记录持有人份额，进行基金的份额登记、过户、权益分配等处理；4) 基金直销系统：基金公司面向客户销售管理的业务系统；5) 网上交易系统：提供网上交易渠道，投资者通过此系统发起基金开户、申购、赎回等交易。

图 19：资管 IT 系统架构



资料来源：云毅网络科技有限公司公众号，国海证券研究所

国内主要的证券 IT 系统供应商包括恒生电子、金证股份、顶点软件、金仕达、赢时胜和华锐技术等，根据 IDC 数据，恒生电子、金证股份市场份额靠前处于第一梯队。我们认为，客户在选择系统后进行替换的成本较高，客户粘性较高，市场格局长期保持相对稳定；头部厂商长期在系统架构升级、信创替换等方面更具研发优势与客户合作优势，具备较强的长期竞争力。

图 20: TOP5 证券 IT 解决方案市场份额 (2021)

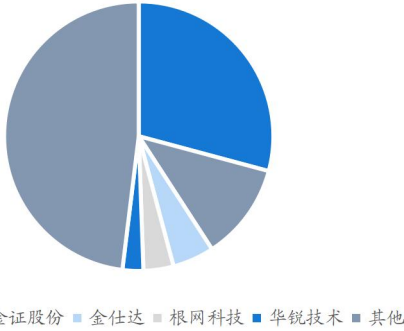
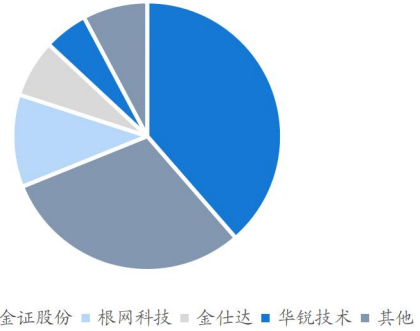


图 21: TOP5 证券核心交易系统市场份额 (2021)



资料来源: IDC、国海证券研究所

资料来源: IDC、国海证券研究所

《安全提升计划》要求证券科技投入不少于平均利润的 10% 和平均收入的 7%，加强证券 IT 行业的发展韧性。2023 年 6 月 9 日，中国证券业协会正式印发《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》（简称《安全提升计划》），明确了六大类 31 项主要任务，其中，鼓励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%；鼓励有条件的券商结合自身实际情况逐步提升信息科技专业人员比例至企业员工总数的 7% 等。

2.2、资本市场改革驱动存量系统改造和增量系统需求

全面注册制改革、北交所设立等资本市场改革不断驱动现存 IT 系统产生改造需求。全面实行注册制意味着对现有 IT 系统进行大规模改造，并持续带动业务机构对数字化产品的建改需求，推动金融 IT 市场持续迎来新的成长周期。据公司公众号引用的测算数据，北交所带来的行业增量约 15-20 亿元，主板市场涉及投资者更多、投资规模更大，全面实行注册制预计释放更大的增量改造需求。

表 3: 我国资本市场改革持续推进

改革政策	推进程度
基金投顾试点持续扩大	2019 年 10 月份，证监会启动基金投资顾问业务试点。数据显示，截至 2023 年 3 月底，共有 60 家机构纳入试点，服务资产规模 1464 亿元，客户总数 524 万户。
全面注册制改革	从 2018 年至今的 5 年多，科创板、创业板、北交所先后试点注册制，2023 年，注册制推广到全市场。同时，“深改 12 条”以注册制改革为龙头，一揽子推进资本市场新一轮全面深化改革；下一步，证监会将坚持市场化、法治化的改革方向，进一步全面深化改革资本市场改革开放。
北交所改革	截至 2024 年 1 月，已有十余家券商向北交所提交申请材料，其中多家券商已通过北交所评估测试并已进入资质核准申请材料报会阶段。其他符合资质的券商也在积极与北交所沟通，持续推进做市制度和技术准备。

资料来源: 证券日报之声、央视网、同花顺、国海证券研究所

全面注册制改革深入，驱动机构投资者持股比例提升，市场回报率逐步回暖，利于市场加速扩容和实现高质量发展。从2023年4月注册制推广到全市场以来，落地已超9个月，相关制度安排运转平稳有序，推动机构资金量高速增长，以及实现投资者回报率持续增强。我们认为，围绕全面注册制改革的持续深入，金融机构业务有望呈现新一轮增长，强化金融IT系统的投入需求。

表 4：注册制全面改革深入及取得成效

改革方面	成效
融资融券	截至2024年1月，融券余额较新规实施之初降幅达23.4%；战略投资者出借余额降幅更大，达到35.7%。此外，新规发布后存在高管战略投资者的新股上市，上市初期均未发生出借。
减持	按当前指标测算，沪深共有近2300家公司控股股东、实际控制人减持受到限制。一些控股股东、实际控制人还主动终止减持计划，
培育稳定的长期投资力量	数据显示，公募基金、养老金、保险等中长期资金合计持有A股流通市值从6.4万亿元增长至15.9万亿元，增幅超1倍，持股占比从17%提升至23%；权益类基金从2.3万亿元增长至7万亿元，占公募基金规模比例从18%提升至26%；北上资金持A股流通市值从0.7万亿元增长至2万亿元；个人投资者持有A股流通市值从10.8万亿元增长至22.1万亿元；资本市场投融资两端总体保持平衡发展；与此同时，投资者回报持续增强，近五年A股累计分红8.4万亿元，分红金额超过当期融资额；公募基金累计盈利2万亿元，分红2.2万亿元。

资料来源：iFinD、国海证券研究所

高度重视金融科技作为金融高质量发展的底座能力，驱动新增IT系统建设需求。2023年11月，中央金融委员会审议推动金融高质量发展，提出围绕科技金融等发展方向行稳致远；2023年12月，中国信通院发布《中国金融科技生态白皮书（2023年）》，其核心观点认为，金融业对数字化技术应用需求不断提升，金融科技“工具箱”将进一步丰富。

表 5：金融科技持续保持高市场关注度

时间	相关部门/机构	内容
2024/1/23	深圳证监局	据深圳证监局1月23日消息，深圳证监局就深圳资本市场金融科技创新试点相关试点项目方案公开征求意见。按照中国证监会统一部署，前期遴选的试点项目现已通过批准，拟纳入深圳第一批资本市场金融科技创新试点。
2024/1/17	中关村互联网金融研究院发布《中国金融科技和数字金融发展报告（2024）》	《报告》认为，从全球范围看，中国金融科技继续全球领先，金融科技市场规模、投融资规模持续扩大。各大城市纷纷出台政策，不断加大金融科技支持力度，促进金融科技发展。
2024/1/10	北京市西城区两会新闻发布会	北京将以打造具有全球竞争力的金融科技中心为目标，在金融科技产业、金融科技体验和金融科技生态三个方面持续发力，着力优化金融科技产业布局、打造金融科技产业良好生态、完善金融科技“北京品牌”、构筑金融科技人才高地。
2023/12/30	中国信通院发布《中国金融科技生态白皮书（2023年）》	白皮书核心观点：金融业对数字化技术应用需求不断提升，金融科技“工具箱”进一步丰富。数字原生理念在金融业逐步深化，算力能力成为金融业数智化发展的新焦点，大模型、数据智能技术加速金融业数据要素价值释放，金融信创走向深水区，助力金融应用现代化转型。
2023/12/26	央行公示重庆第6批金融科技创新应用	该批次金融科技创新应用申请机构包括重庆银行、重庆三峡银行，涉及大数据、人工智能等技术，聚焦科创型小微企业融资、客户精准营销、个人“碳账户”管理等服务场景。
2023/11/20	中央金融委员会会议审议推动金融高质量发展相关重点任务分工方案	11月20日中央金融委员会会议审议通过了推动金融高质量发展相关重点任务分工方案。会议强调，要着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，在保持货币政策稳健性的基础上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，抓紧研究出台具体政策和工作举措，把握好时机、节奏和力度，扎实推动金融业开放行稳致远，促进金融业更好发展壮大。

资料来源：iFinD、上海证券报、中国新闻网、中国金融新闻网等、国海证券研究所

2.3、金融信创：2024 年有望全面加速

截至 2023 年金融信创三批试点工作已完成，替换路径从外围系统向核心系统深入。2018 年以来，各产业积极响应国家“2+8+N”三步走战略，布局信创转型与建设。金融行业作为“8”大关键行业之一，有着较为良好的数字化基础，为社会经济的核心领域。如果将 2020 年看作金融信创建设的元年，直至 2023 年，金融各子行业在政策、监管和行业协会等各方引领下，代表机构先行完成部分三批试点工作，替换路径从外围边缘系统向内部核心系统逐渐深入，进入全面建设阶段。

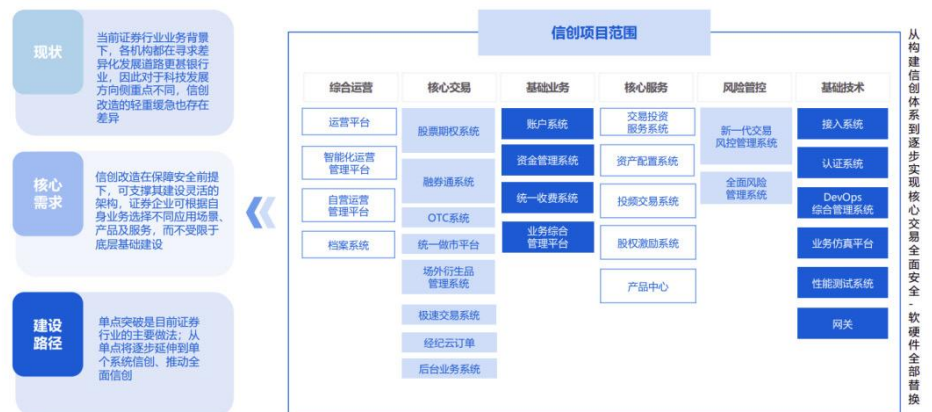
图 22：中国信创市场发展阶段分析



资料来源：艾瑞咨询、国海证券研究所

证券行业信创路径多为单点突破，由外向内、由点到面延伸。证券行业受差异化发展推动，改造路径多为单点突破，从单点逐步延伸到单个系统信创，而后推动全面信创。当前行业处在信创改造的前中期，头部企业的先发优势明显，行业平均改造率在 30%-40%，仍有较大的持续改造空间。

图 23：证券信创改造路径及进展

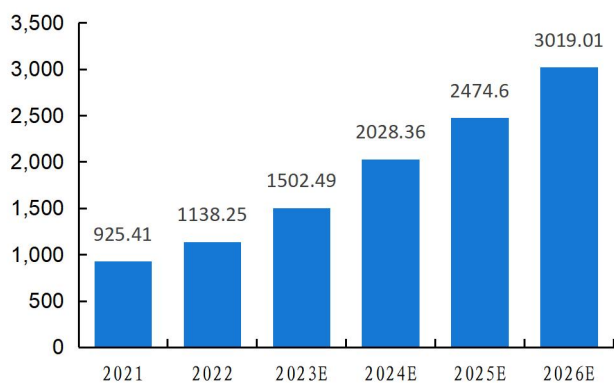


资料来源：亿欧智库、国海证券研究所

我国金融信创市场维持稳定增长，2024 年证券 IT 投入或好于市场预期。信创试点加速金融机构 IT 投入力度，亿欧智库预计 2024 年金融信创市场规模达到 2028 亿元，同比增长 35%；从下游投入上看，头豹研究院认为 2024 年证券 IT 投入

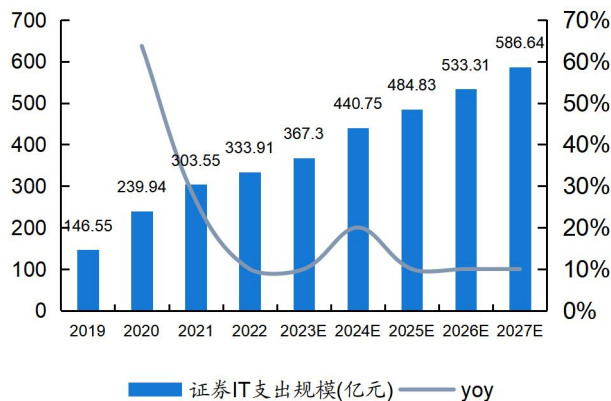
规模为 441 亿元，同比增速达 20%，高于 2023 年 10% 的同比增速。

图 24：我国金融信创市场规模（亿元）



资料来源：亿欧智库、国海证券研究所

图 25：证券 IT 支出规模及增速



资料来源：头豹研究院、国海证券研究所

我们认为，2025 年或是头部金融机构全面信创的验收关键期，因此 2024-2025 年信创应用系统建设会成为行业 IT 供应商业绩的重要助推剂，信创整体推进节奏将持续加速。

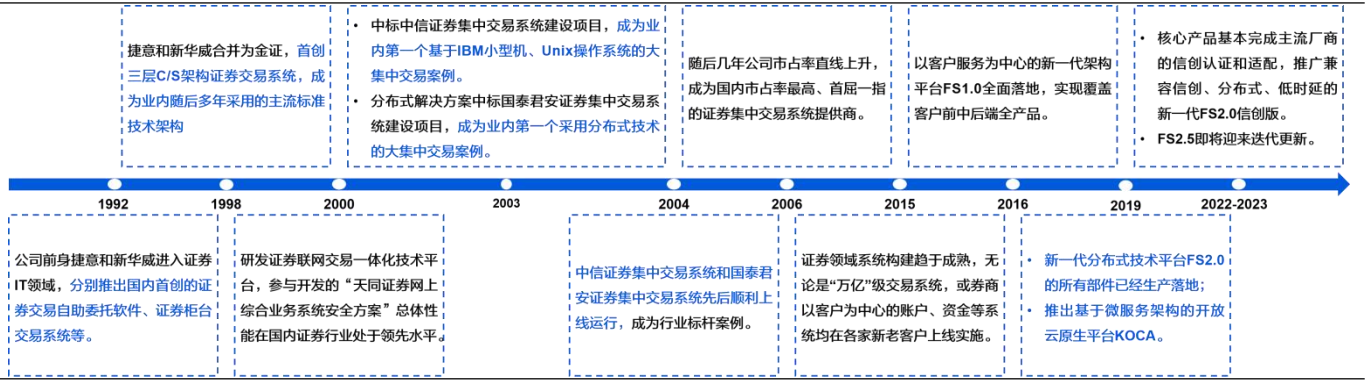
3、双基石业务稳固基本盘，K-GPT 大模型全面赋能

3.1、证券 IT：产品更新迭代，持续打造行业标杆案例

公司证券 IT 业务诞生于资本市场设立伊始，长期引领核心交易系统技术升级迭代。1992 年公司进入证券 IT 领域，推出国内首创的证券交易自助委托软件以及证券柜台交易系统，拉开中国证券交易无纸化进程的帷幕。1998 年公司率先引入中间件技术，首创三层 C/S 架构证券交易系统，成为行业随后多年采用的主流标准技术架构。2003 年中标中信证券集中交易系统建设项目，成为业内第一个基于 IBM 小型机、Unix 操作系统的大集中交易案例。在分布式技术领域顺利中标国泰君安证券项目，成为业内第一个采用分布式技术的大集中交易案例。

核心产品顺应行业发展持续迭代升级。公司致力于为行业提供全套系统解决方案，面向客户前中后台业务布局情况，推出以客户服务为中心的证券业务综合服务平台 FS1.0。2017 年公司开始探索技术创新，在 2019 年成功实现新技术、新架构的分布式技术平台 FS2.0 全面落地。为满足信创政策要求，2022 年公司基本完成核心业务系统的信创适配和认证，并全面推广兼容信创、分布式、低时延的证券综合业务平台 FS2.0。

图 26: 公司证券 IT 及核心产品发展历史



资料来源：公司公告、公司公众号、国海证券研究所

截至 2023 年上半年，FS2.0 已在多家核心客户加速推广。1) FS2.0 订单系统在平安证券上线，部分客户已完成迁移；2) FS2.0 认证系统在广发证券部署；3) 其他多家核心柜台客户，也正以核心部件方式分批推进 FS2.0 系统建设，涵盖经纪、订单、后台业务、账户、资金、综合运营平台、接入等系统。

图 27: 公司证券 IT 产品精选案例



资料来源：公司官网、国海证券研究所

核心产品 FS2.0 已启动国密改造，同时公司具备向行业输出国密改造的能力。随着监管对金融行业网络安全的要求再度提升，公司紧跟国家国密政策要求，在行业内率先启动国密算法改造，并已建立了一套合规、先进的国密改造解决方案。目前，公司已为国元证券等多家券商提供国密改造解决方案。

图 28: 公司国密改造方案

方案	具体内容
通道算法改造	在终端系统部署符合国家、行业标准的 SSL 应用安全网关，通过基于国产密码算法的可信证书建立安全 HTTPS 加密通道，保障数据传输安全。
加强终端用户身份认证	在原有用户名口令、用户指纹等校验方式基础上，新增基于国产商用密码算法的协同签名平台提高身份认证的强度。
保障关键数据的安全	支持对重要、机密、隐私数据国密算法加密，保障数据机密性和完整性。

资料来源：公司公众号、国海证券研究所

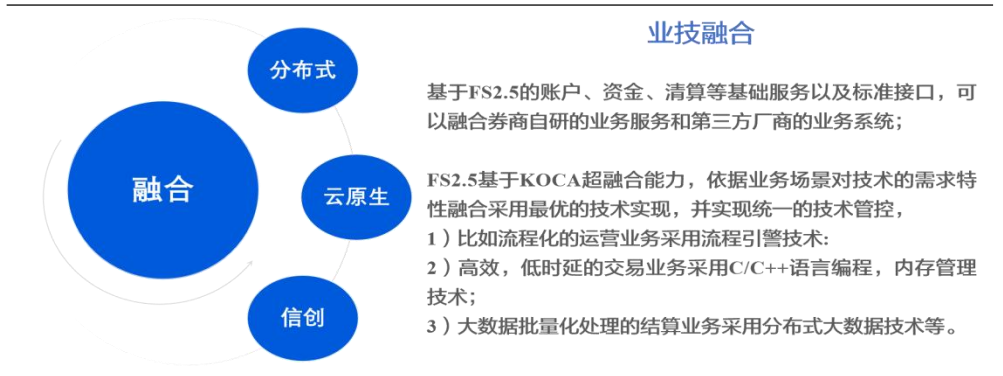
图 29: 公司提供国密改造的方式

模式	具体内容
模式 1: 咨询服务+技术方案	公司联合行业内丰富经验的密评服务机构、密码硬件厂商，为券商提供覆盖全流程的咨询服务和技术改造方案服务，包括沟通洽谈、现状调研、信息收集、方案设计、方案测评、方案建设、现场测评、项目验收、运维支持等服务流程。
模式 2: 纯技术方案	金融机构需自主与厂商联系、进行密评研究工作。公司提供技术相关方案的支持，改造方案满足国密评测要求，包括登录用户的身份鉴别；访问控制信息的完整性；传输链路的完整性、机密性保护；存储的重要数据的完整性、机密性保护等。

资料来源：公司公众号、国海证券研究所

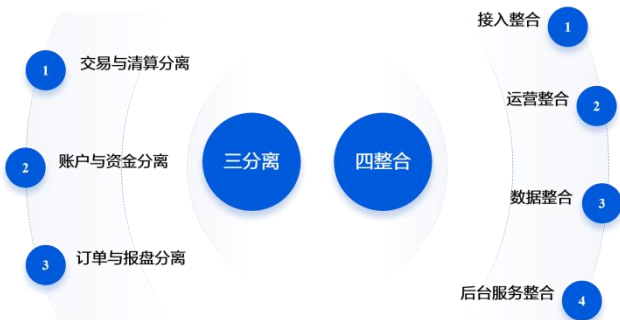
FS2.5 版本迭代更新，在 FS2.0 的基础上实现业技融合升级。FS2.5 遵循 FS2.0 “三分离、四整合”的概念，维持稳态和敏态设计，对系统架构进行解耦，构建“稳态”的小核心系统，确保核心业务系统安全稳定运行；在信创方面，FS2.0 在 2023 年上半年的项目中就已经以信创的方式开展，FS2.5 完成与市场主流的基础硬件、操作系统、数据库、中间件等信创软硬件产品适配和优化，满足券商多元化选型建设要求，可以根据券商数字化转型进度，对不同产品特点采用不同推进模式。

图 30: FS2.5 实现业技融合



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 31: FS 2.5 遵循“三分离、四整合”架构



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 32: 公司针对不同产品采用不同信创推进模式



资料来源：公司官网、国海证券研究所

基于近 30 年在证券行业的沉淀与发展，公司证券 IT 产品和解决方案现已完整覆盖券商前中后台业务体系。在证券期货市场上，为超 100 家行业客户提供专业、成熟的技术产品和服务支持；在经纪业务 TOP20 券商中，金证核心交易系统的市场占有率超过 50%，全业务、全场景产品和解决方案渗透率接近 100%，并在证券创新业务领域、监管与数据应用领域始持行业领先优势。

3.2、资管 IT：补齐全产品线，后发先至实现快速发展

公司资管领域从销售、TA 系统逐步切入到核心系统拓展业务纵深。2009 年新设基金政策放开带来客户和业务快速增长，公司抽调资源从销售系统和 TA 系统切入，集中研发基金核心系统，相继获得了天弘基金、信达基金、南方基金等前

期客户。2010年取得突破性进展，推出包括新一代LofTA系统、基金销售系统、基金代销系统、信托综合业务系统，开始为基金、信托等行业提供核心系统解决方案，将业务发展推向纵深。

推出投资交易系统A6，支撑万亿级资管规模。2011年资管行业迅速扩容，催生资管核心系统需求。2012年公司中标中信证券资管交易系统项目，双方联手打造全资产、全业务的A6投资交易系统，稳定支撑中信证券万亿级的资产管理规模发展。在A6的基础上，公司在国泰君安、广发证券、招商证券等孵化了PB、QFII等投资交易系统，形成了集产品销售和前中后台的整体解决方案。

表 6: 公司在公募基金、互联网金融以及第三方基金销售中取得快速发展

发展契机	公司拓展情况
公募基金	2012年红塔红土基金获批成立，成为公司第一家新筹基金整体解决方案的落地案例，至此公司完成了除估值系统外公募基金的核心业务系统全产品线建设。此后，公司连续拿下北上深地区多家新筹基金总包项目，至2016年公司总包基金客户已经突破30家，实现了在新筹基金IT解决方案的领先地位。
互联网金融	“余额宝”的核心技术系统是一套由公司专门定制并嵌入支付宝的创新直销系统，余额宝平台承载的峰值资产规模早已超过万亿级，每日处理笔数峰值达上亿笔，公司系统的创新能力与技术实力被持续验证。往后，公司与腾讯、京东建立合作关系，与腾讯打造微信“理财通”项目，先后与银联商务、苏宁易购合作推出“天天富”、“零钱宝”等互联网金融产品，成为互联网金融领域领先的IT解决方案提供商。
第三方基金销售	2012年，第三方基金代销获批，众多获得牌照的基金代销机构涌入市场，公司借此推出第三方基金代销解决方案，服务了200多家第三方理财机构，市场份额近50%。

资料来源：公司公众号、国海证券研究所

补齐产品短板，具备了一条龙式交钥匙筹建能力：2018年公司与博时基金合作，对标国际领先投研平台阿拉丁打造“新一代投资决策支持平台”，填补国内资管行业投研一体化平台空白。通过该项目公司孵化估值核算、绩效评估、合规风控三大标准化产品，估值核算系统在鹏扬基金进行了打磨和完善，并在基金、证券、信托和银行等十多家客户上线，补齐了最后一块产品短板。**2020年公司成为兴华基金总包筹建项目的整体服务商，为其打造开业必备的12套核心业务系统，标志着公司具备了一条龙式的交钥匙筹建能力。**

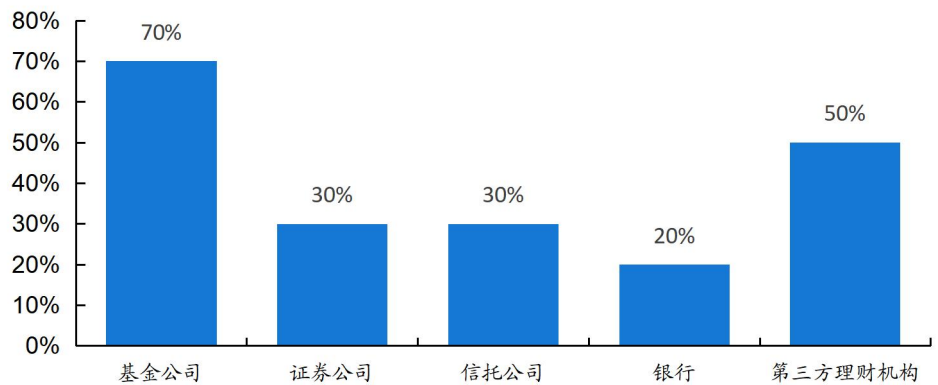
图 33: 公司资管 IT 发展历程



资料来源：公司公众号、国海证券研究所

截至目前，公司在资管IT业务领域实现资管、财管、运营全产品线覆盖，可为公募基金、证券资管、银行理财、信托、保险资管、私募基金等大资管行业客户提供全产品线资管IT解决方案。资管IT解决方案现已拥有230余家总部级客户，其中基金公司覆盖率超70%、证券公司覆盖率超30%、信托公司覆盖率超30%、银行覆盖率超20%、第三方理财机构覆盖率超50%，并在银行理财子和信托领域形成明显的头部优势。

图 34: 公司资管 IT 解决方案在金融各细分领域覆盖率 (截至 2023/12)



资料来源: 公司公众号、国海证券研究所

图 35: 公司资管 IT 精选案例

国泰君安证券 QFII 投资交易系统	银河证券 全业务注册登记系统	银华基金 综合理财系统	南方基金 综合资金服务系统	弘康人寿 投资交易系统
支付宝、天弘基金 余额宝实时 TA 系统	博时基金 智能服务中心、融资融券清算系统	华润信托 OP 与运营管理系统	中信信托、五矿信托、陕田投信托 新一代信托 TA 系统	重庆信托、山西信托 标品信托业务系统总包
红塔红土基金 基金核心业务系统总包	鹏华基金 IBOR 数据底座	国有大行 投资交易系统	国有大行 集中交易系统	

资料来源: 公司官网、国海证券研究所

A8 通过模块解耦实现以交易为核心，定位为大资管一体化投资交易底座，并支持全栈信创。公司在 A6 的基础上，以服务化治理的手段将指令、交易、清算、风控等各模块进行拆分解耦、功能优化与技术升级，打造以“交易”为核心的服务集群——A8 新一代投资交易系统。A8 定位为服务大资管行业的一体化投资交易底座，支持全栈信创、高可用的系统架构，为客户提供贯穿投前、投中、投后全流程的投资交易管理平台和数据底座。

图 36: A8 支持全场景覆盖

交易市场	产品类型	交易品种	技术平台	信创底座	基础设施
<ul style="list-style-type: none"> 沪深北交易市场 沪深港通交易市场 全国股转系统 期货交易市场 银行间交易市场 机构间交易市场 场外交易市场 	<ul style="list-style-type: none"> 公募基金 社保基金 集合理财 自营投资 资管计划 信托资产计划 	<ul style="list-style-type: none"> 股票 基金 存款 期货 期权 债券 权证 回购 商品期货 期货期权 	<ul style="list-style-type: none"> KOCA 云原生技术平台 (K G M S、H A R E) 	<ul style="list-style-type: none"> 华为 Gauss DB、腾讯 TDSQL 华为 鲲鹏服务器 麒麟 V10 金证 KWAS 	<ul style="list-style-type: none"> 物理机 虚拟机 公有云 私有云

资料来源: 公司官网、国海证券研究所

图 37: A8 支持全栈信创

A8 基于自研 HARE 高速消息总线构建极速交易能力，中台化+组件化思路提供快速迭代、稳定内核能力。针对核心交易场景，A8 基于公司自主研发的 HARE 高速消息总线，构建极速交易场景，支撑未来算法、量化、高频等更丰富的场景，保证交易的高效执行，支撑机构单日百万级交易，单产品每秒并发 10000 笔的

交易峰值。结构上采用中台化+组件化设计思路，通过八大核心业务组件构建敏态中台、稳态内核和基础服务。

截至 2023 年中报，A8 多个子系统已完成研发，合规风控已在中信证券上线。其子系统资产中心、合规风控、极速订单已完成研发，其中合规风控已在中信证券生产并行，其他各子系统按计划正常推进中。

图 38：中台化+组件化设计思路构建 A8 的八大核心业务组件

敏态中台	指令中台 <ul style="list-style-type: none"> 指令管理全线上化 贯穿投前、投中、投后全业务流程 全市场、全业务、全品种覆盖 	合规风控 <ul style="list-style-type: none"> 跨系统联合风控 全场景风控覆盖 灵活配置、扩展自研 	计量中心 <ul style="list-style-type: none"> 覆盖全品种的资金头寸和持仓头寸 多维度、多场景 支持全方位数据聚合
	极速订单 <ul style="list-style-type: none"> 极速性能 安全可靠易扩展 开放多元 运维简单 	资产中心 <ul style="list-style-type: none"> 全场景头寸覆盖 多维度资产处理 极速性能支持 	协同服务 <ul style="list-style-type: none"> 大统一交易接口 全渠道统一报单 插件式交易网关 外围协同服务灵活支撑
稳态内核			
基础服务	运营中心 <ul style="list-style-type: none"> 统一归口管理 运营流程模板化配置 运营数据统一监控 	统一清算 <ul style="list-style-type: none"> 全方位一站式运营 全天候自动化处理 多种清算模式 多种维度簿记 	

资料来源：公司官网、国海证券研究所

3.3、发布金融大模型，实现多业务&场景赋能

金融机构依赖于数据资产的有效整合和分析，并以此增强业务运作的价值，是天然适配大模型落地的良好土壤。大模型实时处理和大数据分析能力，能够为金融行业提供大规模数据的高效管理和利用，对数据密集型的金融服务形成有效支撑。海外方面，Bloomberg、Morgan Stanley、Lemonade 等知名金融公司均已开发出金融大模型，并实现广泛应用于业务场景中。

表 7：海外流行的金融大模型

	模型介绍	主流用例
BloombergGPT	500 亿参数大模型，由 Bloomberg 使用其专有的金融数据和通用数据的组合来处理特定于金融行业的 NLP 任务	财务分析、研究、自动财务报告、财务数据处理和财务情绪分析。
FinBERT	预先训练的开源 NLP 模型，通过在金融领域进一步训练 BERTlanguage 模型来构建的	分析金融文本情绪
FinGPT	采用以数据为中心的方法，为研究人员和从业者提供可访问且透明的资源来开发他们的金融大模型	机器人顾问、金融情绪分析、信用评分、欺诈检测、投资组合优化、风险管理和量化交易等。

资料来源：KMS SOLUTIONS、国海证券研究所

据 CAICT 数据，截至 2023 年 11 月国内已有 14 个金融垂类大模型，产业呈现百花齐放的态势。金融科技企业的垂类大模型与其业务领域有关，金证股份、恒生电子作为证券金融科技的领军企业，专注于投资咨询、投资研究等细分方向，有望通过大模型强化业务能力及提高产品价值空间。

表 8: 国内金融大模型百花齐放

企业类型	开发企业	模型名称	主要业务领域
互联网公司	华为	盘古金融大模型	智能营销、智能运营、智能风控、智能办公等金融全场景应用。
	星环科技	无涯 Infinity	理解和生成关于股票、债券、基金、商品等各类市场事件的分析。
	拓尔思	拓天大模型	研报摘要自动生成等功能
	奇富科技与 360 智脑	奇富 GPT	获客、运营、风控、贷后服务等业务环节。
金融科技企业	金证股份	K-GPT	智能投研、智能投顾、智能投行、智能合规和智能客服等领域。
	恒生电子	Light-GPT	投顾、投研等核心金融场景。
	宇信科技	金融行业大模型应用产品和解决方案	软件开发、数据安全、信贷、营销等场景。
	蚂蚁集团	蚂蚁金融大模型	理财侧：理财选品、产品评测、行情解读、资产配置等 6 大类服务。保险侧：产品解读、家庭配置、智能核保、智能理赔等 10 多个智能服务。
	度小满	轩辕大模型	通过增强对金融知识的理解来提供专业、精确的金融服务。
	马上消费	天镜大模型	零售金融领域。
金融机构	中国工商银行	基于昇腾 AI 的金融行业通用模型	客服、营销、运营和风控等主要业务环节。
	兴业银行	ChatCIB	反洗钱能力、债券交易智能询价
	中国农业银行	ChatABC	知识理解能力、内容生成能力以及知识问答能力。
	平安银行	BankGPT 平台	图标头像、节日海报、个性化营销内容创作、交互式数据分析、非结构化数据洞察等场景。

资料来源：CAICT 金融科技、公司官网、国海证券研究所

金融垂类大模型有望引领行业变革，为垂直领域带来效率质变。金融大模型作为将行业专业知识与大模型能力结合的行业大模型应用体系，将改变金融科技范式，重塑金融机构工作方式与金融服务生态。就当前行业近况来看，金融大模型已在金融资讯、产品介绍、内容及图片文本生成、虚拟客服在线交互等方面得到实际应用。

图 39: 金融大模型落地路径与能力对比



资料来源：艾瑞咨询

我们认为，2024 年金融垂类大模型有望开启金融场景全面应用的加速通道。当前金融大模型的应用场景仍处于偏外沿地带，且主要以 To C 场景为主，To B 场景尤其是金融业的应用纵深方面存在较大开拓空间。我们认为，2024 年随着 AIGC 从模型层走向应用层，首批大模型增强的金融机构会进入应用成熟期，且逐步带动金融业 AIGC 的规模化应用。

■ 公司金融大模型 K-GPT 及工具集。

2023 年公司联合金证优智成功发布了自主研发的金融领域特定场景大语言模型体系。公司联合金证优智自主研发的金融大模型 K-GPT 由金融认知智能技术、搜索技术和金融智能文档处理技术共同打造，其中金融认知智能技术成功实现了从专业小型模型到专业大模型转变，搜索技术实现了从金融搜索到金融语义搜索的跨越。模型工具集主要包括 K-GPT、金融语义搜索、智能文档处理、金融知识库、精细调整和评估。

图 40：公司金融垂类大模型研发历程



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 41：公司金融大模型 K-GPT



资料来源：公司官网、国海证券研究所

基于公司大模型的场景解决方案涵盖智能投研、智能投顾、智能投行、智能合规和智能客服等领域。K-GPT 基于 Transformer 架构，结合领域预训练及场景化精调，与懂金融的语义检索引擎和由智能文档处理平台（IDP）高效搭建的金融知识库形成完整联动，核心优势在于懂金融、数据准确、可验证及支持调用 Agents。

图 42：公司智能投资平台



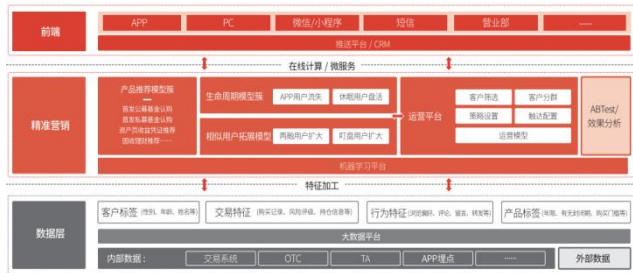
资料来源：公司官网

图 43：公司智能投行平台



资料来源：公司官网

图 44：公司智能营销平台



资料来源：公司官网

图 45：公司智能客服平台

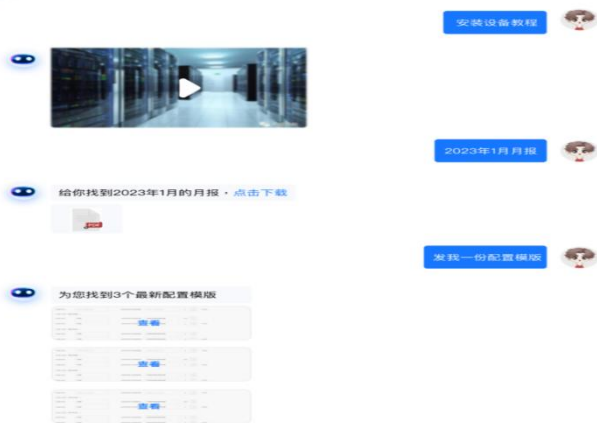


资料来源：公司官网

4、创新类业务协同主业发展，深耕行业数字化转型

创新类业务中，子公司金微蓝推出的 AI 运维专家，能够实现多业务流程的自动化处理。金微蓝成立于 2015 年，是公司旗下专注于互联网及云业务的子公司，主要提供金融机构互联网化解决方案，实现互联网+金融的跨界链接。金微蓝 AI 运维专家能够在运维管理系统中自动化处理客户咨询、智能故障排除、自动化流程管理、自动化报表生成等任务。我们认为，基于金微蓝 AI 运维专家的功能及运用场景，其天然是大模型落地的绝佳土壤，大模型有望赋能实现产品力的多维度提升。

图 46：金微蓝自动化运维流程



资料来源：公司公众号

图 47：金微蓝自动化报表与数据分析



资料来源：公司公众号

■ 金智维为国内 RPA 龙头，RPA+AI 领域保持领先优势

金智维成立于 2016 年，是公司旗下专注 RPA 业务的子公司，由 IT 领域资深专家、金融交易的全栈开发骨干以及 AI 领域研发团队组成。

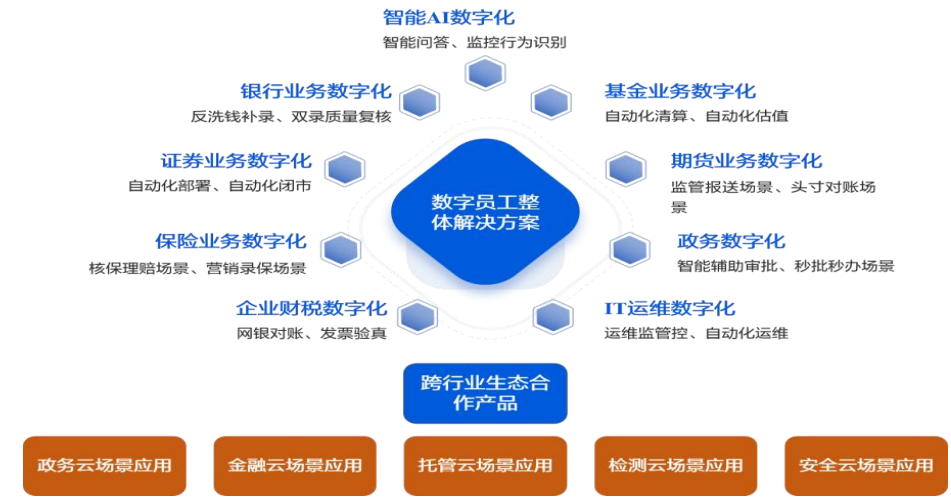
依托十余年企业级技术与服务理念沉淀，子公司 RPA 业务当前为全行业提供超 100 万名数字员工，签约客户数量超 1200 家。依托“RPA+AI+大数据”等数字技术融合，金智维在国内率先推出具有自主知识产权的企业级 RPA 机器人软件(K-RPA)，行业解决方案上覆盖银行、证券、基金、期货、保险、政务、电力、制造等；通用领域上覆盖财税管理、人力资源和运维管控等领域。

图 48：金智维产品服务矩阵



资料来源：金智维官网、国海证券研究所

图 49: 金智维数字员工解决方案



资料来源: 金智维官网、国海证券研究所

在产品端金智维以 RPA+X 的形式提供产品套件, 包括 K-RPA 软件机器人管理系统、K-AOM 自动化运维系统、K-Pine 低代码系统等。

- ✓ **K-RPA 软件机器人管理系统**是基于软件机器人(数字员工)来实现全面运营和监控, 主要用于实现业务流程自动化。在不改造现有系统的情况下, K-RPA 软件机器人管理系统可通过软件机器人(数字员工)自动处理大量重复性、规则性的工作流程任务, 实现降本增效。
- ✓ **K-Pine 青松低代码开发平台**: 无论用户是否具有编程能力, 都可以通过拖拉拽、可视化配置的方式快速搭建各类管理系统, 为用户降低开发成本, 旨在提高企业 IT 系统对业务变化以及系统灵活度的适配要求。

图 50: K-RPA 软件机器人管理系统核心技术



资料来源: 金智维官网

图 51: K-Pine 青松低代码开发平台

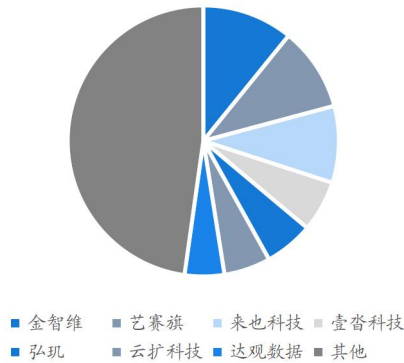


资料来源: 金智维官网

公司在国内 RPA+AI 市场份额中排名第一, 深耕 AI+RPA 建立领先优势。当前, AI 技术逐步应用到复杂的工作场景中, 我们认为 RPA+AI 逐步确立未来的自动化方向, 在 RPA+AI 赛道抢占领先地位的厂商也将更加具有竞争力, 因此一定程

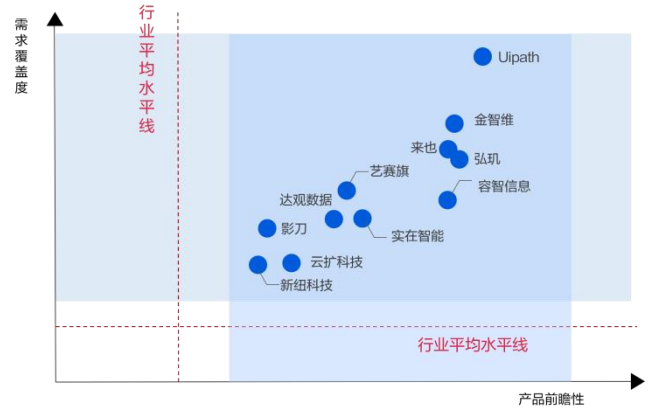
度上 RPA+AI 的竞争格局与传统 RPA 格局保持一致。根据 IDC 的报告显示,2022 年国内 RPA+AI 的市场份额中,金智维以 10.9%的市场份额排名第一。

图 52: 2022 年国内 RPA+AI 市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院、国海证券研究所

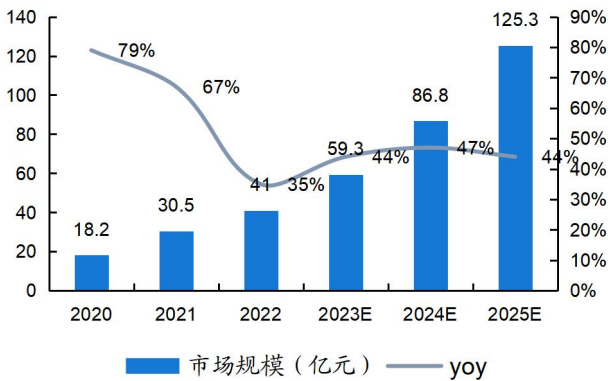
图 53: 国内 RPA 厂商竞争矩阵



资料来源: 亿欧智库

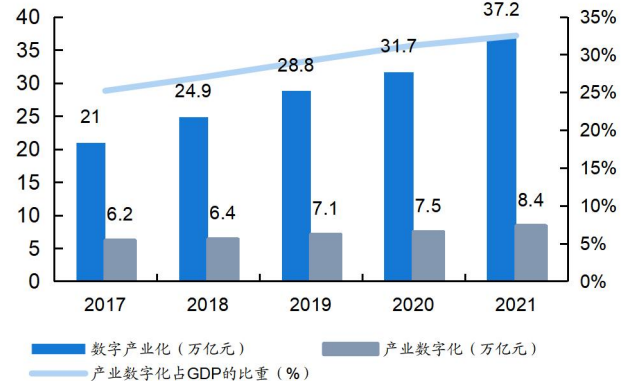
2024 年预计国内 PRA 市场规模达到 87 亿元, 2025 年破百亿。2022 年受疫情影响国内 PRA 行业增速回落到 35%, 整体规模在 41 亿元, 基于国内企业对 ROI、IT 系统标准化长周期以及信创、系统安全的考量, 叠加 RPA+AI 模式渗透, 艾瑞咨询预计 2023-2025 年整体市场增速仍将保持在 40% 以上, 2025 年市场破百亿, 并且集中度进一步提高。

图 54: 国内 RPA 市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询、国海证券研究所

图 55: RPA 需求锚点与增长因素



资料来源: 艾瑞咨询、国海证券研究所

5、盈利预测与评级

5.1、盈利预测

金融科技板块

1) 证券经纪业务: 受全面注册制等资本市场改革不断驱动, 叠加金融科技政策频出, 金融信创来到关键时间节点, 公司证券经纪业务有望持续受益, 给予公司 2023-2025 年收入预测为 7.7/10.2/13.1 元, 毛利率为 89.5%/88.7%/88.7%。

2) 资管业务: 受益于资管市场不断扩容, 公司新一代资管产品 A8 逐步推出, 公司资管业务持续在客户端加速渗透, 给予公司 2023-2025 年收入预测为 2.5/3.3/4.3 亿元, 毛利率为 74.8%/74.8%/75.1%。

3) 银行软件业务: 公司以支付结算解决方案为核心, 2023 年相继签约四川农信收单项目和安永中国数字化能力提升项目, 给予公司 2023-2025 年收入预测为 5.9/6.7/7.5 亿元, 毛利率为 23.4%/22.6%/21.1%。

4) 综合金融软件业务: 公司 2023 年相继中标江南金租核心业务管理系统升级项目、横琴金投融资租赁管理系统等项目, 给予公司 2023-2025 年收入预测为 0.3/0.5/0.8 亿元, 毛利率为 45.2%/45.3%/45.8%。

4) 定制服务业务: 公司定制服务业务有望持续受益于金融机构数字化转型推动, 给予公司 2023-2025 年收入预测为 10.4/13.0/16.4 亿元, 毛利率为 33.8%/30.7%/26.7%。

非金融业务板块

数字经济业务: 包括数字园区、数字城市建设等, 给予 2023 年公司数字经济业务收入预测为 4.2/5.0/6.2 亿元, 毛利率为 15.3%/16.8%/17.3%。

表 9： 公司盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
证券经纪软件业务	659.7	769.7	1019.2	1309.5
Yoy	16.8%	16.7%	32.4%	28.5%
毛利率	88.1%	89.5%	88.7%	88.7%
资管机构软件业务	233.0	249.5	325.2	429.7
Yoy	35.8%	7.1%	30.3%	32.1%
毛利率	73.6%	74.8%	74.9%	75.1%
银行软件业务	508.8	586.3	667.1	748.7
Yoy	-10.0%	15.2%	13.8%	12.2%
毛利率	24.4%	23.4%	22.6%	21.1%
综合金融软件业务	24.7	34.5	50.0	75.1
Yoy	-35.8%	39.8%	44.8%	50.3%
毛利率	46.1%	45.2%	45.3%	45.8%
定制服务业务	898.8	1036.7	1297.1	1637.4
Yoy	8.6%	15.3%	25.1%	26.2%
毛利率	31.6%	33.8%	30.7%	26.7%
数字经济业务	405.8	415.3	500.1	617.4
Yoy	-9.5%	2.3%	20.4%	23.5%
毛利率	14.9%	15.3%	16.8%	17.3%
科技园租赁业务	78.8	88.4	132.8	176.5
Yoy	-8.6%	12.1%	50.2%	32.9%
毛利率	68.6%	60.2%	55.2%	50.3%
IT 设备分销	3650.7	3821.2	4012.6	4241.7
Yoy	-7.2%	4.7%	5.0%	5.7%
毛利率	4.3%	4.5%	3.6%	3.1%

资料来源：Wind、国海证券研究所

5.2、可比公司估值

公司是国内领先的金融 IT 服务商，同时深耕企业数字化转型等创新业务。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.89/4.92/6.20 亿元，EPS 分别为 0.41/0.52/0.66 元/股，当前股价对应 PE 分别为 31.16/24.62/19.53X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10： 可比公司

股票代码	公司名称	归母净利润（亿元）			市值（亿元） 截止 2024/3/6	PE		
		2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
600570.SH	恒生电子	16.66	20.63	25.41	458.09	27.50	22.21	18.02
603383.SH	顶点软件	2.37	3.14	4.14	68.74	28.98	21.87	16.59
平均值						28.24	22.04	17.31
600446.SH	金证股份	3.89	4.92	6.20	121.16	31.16	24.62	19.53

资料来源：Wind、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) **信创推进不及预期。**信创是驱动证券 IT 行业需求的重要动力，信创推动不及预期可能影响公司下游客户需求。
- 2) **宏观经济不景气影响下游 IT 投入。**宏观经济不景气可能影响证券行业收入情况，导致缩减 IT 投入。
- 3) **市场竞争加剧。**行业存在多家友商参与竞争，竞争加剧或造成公司盈利能力下降。
- 4) **产品技术迭代风险。**产品涉及复杂技术，技术迭代风险或影响公司后续收入。
- 5) **下游客户加大自研投入：**下游金融 IT 公司加大自研投入，可能降低对公司产品需求，影响公司后续收入。

附表：金证股份盈利预测表

证券代码:	600446				股价:	12.82	投资评级:	增持		日期:	2024/03/06
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E		
盈利能力					每股指标						
ROE	7%	10%	11%	12%	EPS	0.29	0.41	0.52	0.66		
毛利率	22%	24%	25%	26%	BVPS	3.96	4.32	4.82	5.46		
期间费率	9%	10%	10%	11%	估值						
销售净利率	4%	6%	6%	7%	P/E	35.97	31.16	24.62	19.53		
成长能力					P/B	2.60	2.96	2.66	2.35		
收入增长率	-3%	8%	14%	15%	P/S	1.49	1.73	1.51	1.31		
利润增长率	8%	44%	27%	26%							
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
总资产周转率	0.97	0.95	0.95	0.98	营业收入	6478	7002	8004	9236		
应收账款周转率	6.86	7.11	8.41	9.25	营业成本	5035	5334	5983	6795		
存货周转率	5.30	4.76	5.52	5.29	营业税金及附加	26	27	32	37		
偿债能力					销售费用	203	245	280	349		
资产负债率	42%	42%	44%	44%	管理费用	363	434	543	636		
流动比	1.81	1.83	1.83	1.90	财务费用	21	2	6	-7		
速动比	1.12	1.13	1.22	1.25	其他费用/(-收入)	636	723	836	996		
					营业利润	246	419	535	676		
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	46	4	4	4		
现金及现金等价物	2025	2379	3407	3975	利润总额	292	423	539	680		
应收款项	953	989	967	1007	所得税费用	28	35	47	60		
存货净额	1223	1472	1450	1746	净利润	264	389	492	620		
其他流动资产	763	818	943	1040	少数股东损益	-5	0	0	0		
流动资产合计	4963	5659	6767	7768	归属于母公司净利润	269	389	492	620		
固定资产	60	51	42	33							
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
无形资产及其他	1056	1055	1043	1036	经营活动现金流	230	99	747	271		
长期股权投资	591	609	609	609	净利润	269	389	492	620		
资产总计	6670	7373	8461	9446	少数股东损益	-5	0	0	0		
短期借款	893	1173	1446	1723	折旧摊销	68	76	81	79		
应付款项	728	642	930	836	公允价值变动	-6	0	0	0		
预收帐款	0	14	16	18	营运资金变动	-171	-288	257	-336		
其他流动负债	1127	1255	1309	1504	投资活动现金流	-273	47	88	107		
流动负债合计	2748	3084	3701	4081	资本支出	-18	-35	-26	-30		
长期借款及应付债券	10	15	15	15	长期投资	-275	-45	-31	-29		
其他长期负债	23	21	21	21	其他	21	128	144	166		
长期负债合计	33	36	36	36	筹资活动现金流	-67	208	192	190		
负债合计	2781	3121	3738	4117	债务融资	204	281	274	277		
股本	941	945	945	945	权益融资	5	1	0	0		
股东权益	3889	4252	4723	5329	其它	-277	-74	-81	-86		
负债和股东权益总计	6670	7373	8461	9446	现金净增加额	-110	355	1028	568		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因、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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。