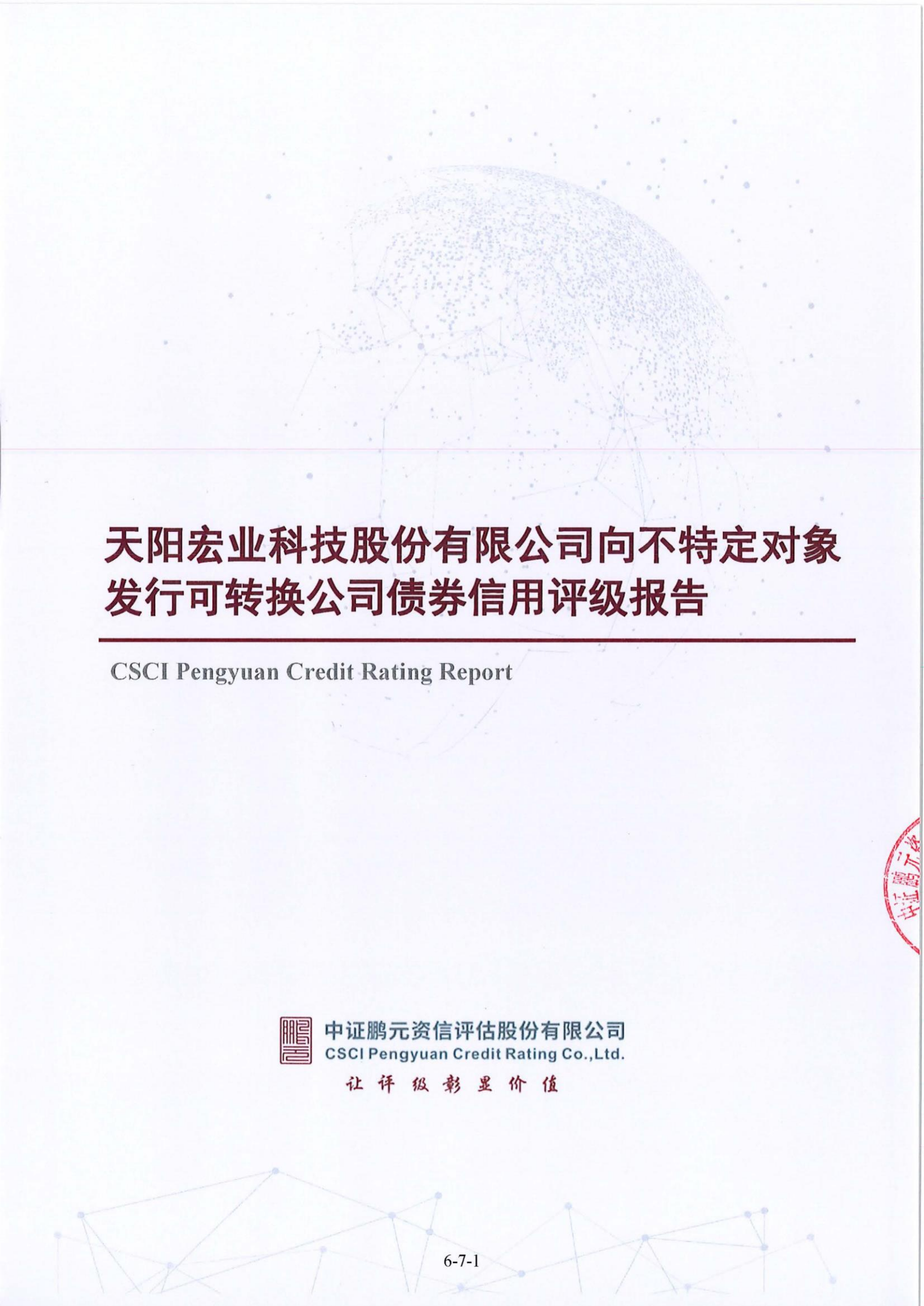




天阳宏业科技股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

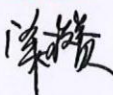
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





天阳宏业科技股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-07-26

评级观点

- 中证鹏元评定天阳宏业科技股份有限公司（以下简称“天阳科技”或“公司”，股票代码“300872.SZ”）本次拟向不特定对象发行不超过 10.90 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司有一定的研发优势，主要客户为综合性较强的大中型银行等金融机构，近年营业收入持续增长，公司上市提升了资本实力并有助于拓宽融资渠道；同时中证鹏元也关注到，公司面临技术创新风险，业务盈利能力持续减弱，募投项目存在进度及综合效益不达预期的风险，以及面临一定营运资金短缺风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 10.90 亿元（含）
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金并支付最后一年利息
发行目的：投资建设金融业云服务解决方案升级项目、数字金融应用研发项目及补充流动资金

未来展望

- 公司所处行业市场需求扩大，政策不断利好，凭借研发实力、丰富的行业经验及较为优质的客户群体，公司经营有望保持稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	31.42	29.76	27.24	13.44
归母所有者权益	23.82	23.02	22.07	9.44
总债务	4.58	3.54	2.80	2.10
营业收入	4.45	17.76	13.15	10.62
EBITDA 利息保障倍数	--	14.42	12.67	13.51
净利润	0.06	1.02	1.33	1.10
经营活动现金流净额	-2.90	-2.31	-1.94	-0.21
销售毛利率	31.31%	31.62%	35.78%	36.06%
EBITDA 利润率	--	6.91%	14.85%	14.37%
总资产回报率	--	3.88%	7.57%	10.64%
资产负债率	23.78%	22.22%	18.74%	29.21%
净债务/EBITDA	--	-3.82	-4.34	0.32
总债务/总资本	16.05%	13.27%	11.24%	18.08%
FFO/净债务	--	-4.24%	-12.45%	156.29%
速动比率	3.06	3.52	4.43	2.42
现金短期债务比	1.22	2.49	4.24	0.89

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

宋晨阳

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

马琳丽

联系电话：0755-82872897



优势

- 公司有一定的研发优势。公司在银行 IT 解决方案领域积累了丰富的产品研发、实施服务和技术创新经验，在部分细分领域提出了完整的一体化行业解决方案，占有相对稳固的市场份额并树立了较好的品牌形象。
- 公司主要客户为综合性较强的大中型银行等金融机构，近年营业收入持续增长。公司累计已与三百多家金融行业客户建立良好的合作关系，目前公司业务涵盖了包括政策性银行、国有银行、股份制银行、城市商业银行和农村信用合作社在内的层次完整的银行业客户体系，客户结构不断优化。受益于此，近年公司营业收入逐年保持增势。
- 公司上市提升了资本实力并有助于拓宽融资渠道。2020 年公司成功上市，资本实力大幅提升，融资渠道随之拓宽。

关注

- 需关注公司可能面临的技术创新风险。软件行业具有技术密集型特征，研发情况对公司业务发展影响重大。经过多年发展，银行业 IT 解决方案市场格局已相对成熟，厂商之间的市场竞争日益激烈，如果误判技术趋势或研发产出效益不达预期，将对公司发展产生不利影响，需关注公司可能面临的技术创新风险。
- 公司业务盈利能力持续减弱。受行业竞争加剧及人工成本上升影响，近年公司销售毛利率持续下降，叠加人工费用上升影响，公司净利润存在波动。
- 募投项目存在建设进度及综合效益不达预期的风险。本期债券募投项目投资规模较大，受市场环境、产业政策变化、资金到位情况及人才储备等因素的影响，上述项目能否按期完工并实现预期综合效益存在一定不确定性。
- 面临一定的营运资金短缺风险。随着公司业务规模不断扩大，公司应收账款增长较快，截至 2022 年 3 月末，公司应收账款占流动资产的比例接近 50%，对营运资金形成了较大的占用。由于主营业务回款较差，近年公司经营活动产生的现金持续表现为净流出，表现不佳。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	-3
	业务多样性	4		盈利状况	中
业务状况评估结果			财务状况评估结果	盈利趋势与波动性	中等
				盈利水平	3
指示性信用评分					aa-

调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	无	无



一、发行主体概况

公司前身为北京天阳宏业软件技术有限公司（以下简称“天阳有限”），成立于2003年，设立时注册资本为1,000万元，由北京义驰美迪技术开发有限责任公司、孙永吉、欧阳建平、李东彦共同出资设立，出资比例分别为73.40%、14.40%、9.20%及3.00%。2010年初，公司曾整体转让予柯莱特信息技术有限公司（以下简称“柯莱特”），2014年，公司实际控制人欧阳建平又将天阳有限从柯莱特购回。2015年8月，天阳有限整体变更为股份公司。2016年1月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌，2017年6月，公司在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。2020年8月3日，经中国证券监督管理委员会《关于同意天阳宏业科技股份有限公司首次公开发行股票注册的批复》（证监许可[2020]1653号），公司首次向社会公众公开发行不超过56,200,000股人民币普通股（A股），发行价格为21.34元/股，扣除发行费用后实际募集资金净额为112,917.57万元。2020年8月24日公司在深圳证券交易所创业板上市，公司股本增至224,682,030.00元。

截至2022年3月末，公司注册资本和股本为224,682,030.00元，欧阳建平直接持有公司48,947,697股股份，持股比例为21.79%，为公司控股股东及实际控制人，其持有公司股份均未质押。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

	股东名称	持股数量	持股比例
1	欧阳建平	48,947,697	21.79%
2	北京天阳宏业投资管理合伙企业(有限合伙)	33,361,176	14.85%
3	李青	20,574,859	9.16%
4	北京时间投资合伙企业(有限合伙)	11,697,005	5.21%
5	杭州鼎晖新趋势股权投资合伙企业(有限合伙)	5,753,198	2.56%
6	珠海时间创业投资合伙企业(有限合伙)	4,193,549	1.87%
7	光大资本投资有限公司	3,810,482	1.70%
8	北京华睿互联创业投资中心(有限合伙)	3,510,626	1.56%
9	谢建龙	1,619,700	0.72%
10	华元金控资本管理(上海)有限公司	1,555,283	0.69%
	合 计	135,023,575	60.11%

资料来源：公司2022年第一季度报告，中证鹏元整理

公司专注为金融行业客户提供IT解决方案和服务，主要提供金融IT服务、金融信息服务和金融运营服务。截至2022年3月末，纳入公司合并报表范围内子公司共16家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：天阳宏业科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过10.90亿元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金并支付最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，持有公司本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

债券赎回条款：在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者未转股余额不足3,000.00万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；

本期债券最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会或深圳证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司，持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请公司股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过10.90亿元（含），扣除发行费用后的募集资金投向明细如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
金融业云服务解决方案升级项目	39,506.34	39,506.34	100%
数字金融应用研发项目	39,500.26	39,500.26	100%
补充流动资金	-	30,000.00	-
合计	-	109,006.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）金融业云服务解决方案升级项目

1、项目基本情况

该项目实施主体为公司，项目基于公司原有的云服务产品进行升级与改进，建成后将主要通过提供IaaS解决方案、PaaS解决方案、SaaS-中小微银行全线产品解决方案、云安全解决方案等实现收益，以进一步完善云服务产品系统功能。

2、项目投资

项目计划建设期为3年。计划总投资额为39,506.34万元，全部来自本期债券募集资金。

3、项目经济效益

根据深圳大象投资顾问有限公司出具的《天阳宏业科技股份有限公司金融业云服务解决方案升级项目可行性研究报告》，该项目计算期6年，在计算期内该项目可累计实现营业收入28.01亿元，净利润

2.85亿元，所得税后内部收益率为16.88%。

（二）数字金融应用研发项目

1、项目基本情况

该项目实施主体为公司，项目拟通过在信创、数字货币、金融科技、绿色金融、隐私计算这五个研发方向，针对金融应用信创适配技术研发、数字货币应用场景研发、统一数字监管平台研发、绿色碳金融产品研发平台、同态加密金融隐私计算安全应用研发、分布式数字金融底座平台研发、农业数字信贷产品平台研发这七大专项课题进行研究，建立相应的产品体系。

2、项目投资

项目计划建设期为3年，计划总投资额为39,500.26万元，全部来自本期债券募集资金。

3、项目经济效益

根据深圳大象投资顾问有限公司出具的《天阳宏业科技股份有限公司数字金融应用研发项目可行性研究报告》，该项目是对公司现有产品进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展，研发成功后的产品实现的效益是公司对该产品历史累计投入的结果，无法单独核算因本期债券募集资金使用而产生的效益。

值得注意的是，公司所处行业升级换代迅速、市场竞争激烈，若市场环境、产业政策等出现重大不利变化、资金不能及时到位、人才储备不足或核心人才流失等，将可能导致上述项目建设进度及综合效益存在不及预期的风险。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表



现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

我国软件和信息技术服务业快速发展，行业收入规模持续增长，叠加政策持续利好，未来将迎来行业发展红利期；但目前技术实力相对薄弱，且地缘政治因素对行业发展产生一定影响

我国软件和信息技术服务业快速发展，行业收入规模持续增长。随着我国产业结构的不断升级调整，我国软件和信息技术服务业发展迅速，近年信息传输、软件和信息技术服务业生产总值持续增长，2021 年达 4.40 万亿元，增速为 14.94%，显著高于同期国内生产总值增速。近年我国软件和信息技术服务业规模以上¹企业数量有所增加，2021 年超过 4 万家，累计完成软件业务收入 9.50 万亿元，增速小幅上升；实现利润总额 1.19 万亿元，同比增长 7.6%，两年复合增长率为 7.7%。从业人员方面，近年我国软件和信

¹规模以上指主营业务收入 500 万元以上的软件和信息技术服务企业。

技术服务业从业人员不断增加，2021年末增至809万人，同比增长7.4%。

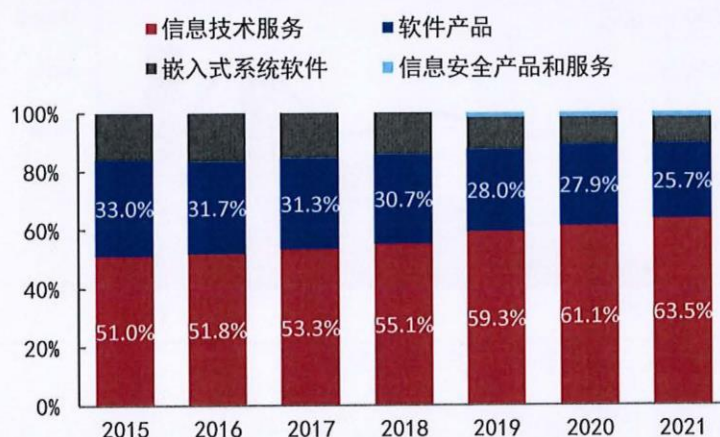
图1 我国软件业务收入持续增长



资料来源：2021年软件和信息技术服务业统计公报，中证鹏元整理

分领域来看，随着产业向服务化、云化演进，以在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等为代表的信息技术服务收入规模及其在整体行业收入中占比持续提升。2021年信息技术服务业务实现收入6.03万亿元，同比增长20.0%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为63.5%，较上年增加2.4个百分点。其中，云服务、大数据服务共实现收入7,768亿元，同比增长21.2%，占信息技术服务收入的12.9%，占比较上年同期提高4.6个百分点；集成电路设计收入2,174亿元，同比增长21.3%；电子商务平台技术服务收入10,076亿元，同比增长33.0%。

图2 我国软件和信息技术服务业收入集中在信息技术服务和软件产品



资料来源：工信部，中证鹏元整理

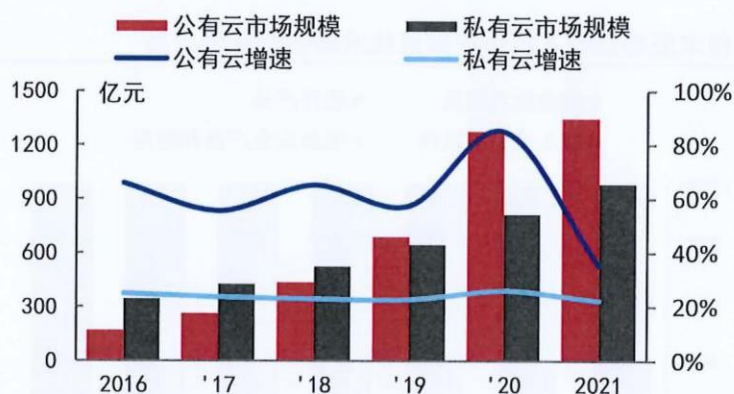
我国软件和信息技术服务业政策持续利好。近年我国政府在产业规划、税收优惠、财政支出、软件著作权保护等方面出台多项政策及指导性文件（详见附录五），鼓励和支持软件及信息技术服务业发展。根据国发〔2020〕8号文，我国在软件和信息技术服务业的财税、投融资、研究开发、进出口、知识产权等方面给予行业企业相关优惠政策。随着相关利好政策的出台以及软件和信息技术服务业“十四五”

发展规划布局的启动，叠加2020年11月《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的正式签署，我国软件和信息技术服务业将进入自主创新、融合应用、协同突破的新时期，国际化拓展迎来崭新蓝图，“双循环”发展新格局将进一步清晰，未来几年将迎来行业发展红利期。同时需关注，我国软件及信息技术服务业面临重硬轻软、投入不足、产用脱节、生态薄弱、人才结构性短缺等突出问题，目前我国软件与信息技术服务业技术实力相对薄弱，尤其是中美贸易摩擦使得美国在部分关键领域限制技术出口，一定程度上对我国部分产业构成影响。

我国云计算市场规模持续增长，IaaS细分领域集中度较高，且多云布局成趋势；此外，云计算的发展带动中国云安全市场快速发展

我国云计算市场规模持续增长，且行业发展空间较大。云计算是推动信息技术能力实现按需供给、促进信息技术和数据资源充分利用的全新业态，是信息化发展的重大变革和必然趋势，全球IT企业都在不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。作为云计算的先行者，北美地区占据云计算市场的主导地位，以中国为代表的亚洲云计算市场发展潜力较大。近年中国云计算市场规模呈现稳定增长态势，2021年增至2,330.6亿元，其中公有云市场规模占比为57.80%。伴随中国人工智能和边缘计算等高新技术的迅速发展及5G等前沿科技的落地，叠加我国出台了一系列行业利好政策，国内云计算行业发展空间较大。

图3 中国云计算市场规模持续增长，2021年公有云市场规模增速有所下降



资料来源：中国信息通信研究院、艾媒数据中心，中证鹏元整理

中国云计算IaaS细分领域马太效应明显，集中度较高，且多云布局成趋势。据中国信息通信研究院调查统计，2020年中国公有云IaaS市场份额²前五厂商分别为阿里云、天翼云、腾讯云、华为云、移动云，占比分别为35.6%、13.3%、10.5%、9.7%和7.2%，市场集中度较高。在公有云PaaS方面，阿里云、腾讯

²因为IaaS和CDN是两种业态，需要分别获得互联网资源协作服务业务牌照和内容分发网络业务牌照，所以IaaS市场统计不包含CDN（云分发）收入，只统计计算、存储、网络（不包含CDN）、数据库等纯基础资源服务的收入。

云、百度云和华为云位于市场前列。在政策、经济、社会等因素推动下，中国云计算发展较快，但基于企业能力、支出成本、行业现状、安全隐私等多种因素的考量，传统IT与云并存、多种云部署模式并存、多家云厂商并存的混合复杂企业云环境，将是短期内中国云计算发展的一大趋势。

目前我国正迎来金融科技发展浪潮，金融与科技融合发展已经成为行业趋势，银行业 IT 解决方案市场受政策规划、信息技术发展和产业内力等多轮因素驱动，未来发展前景广阔

2021 年中国银行业 IT 解决方案市场继续呈现出旺盛的增长态势。根据赛迪顾问于 2021 年 6 月权威发布的《2020 中国银行业 IT 解决方案市场份额分析报告》，2020 年中国银行业 IT 解决方案市场的整体规模达到 384.6 亿元人民币，比 2019 年增长 25.20%，创下历史新高。预计到 2025 年中国银行业 IT 解决方案市场规模将突破一千亿元，达到 1,181.2 亿元，2021-2025 年的年均复合增长率为 25.10%。

2022 年初中国人民银行印发了《金融科技发展规划（2022-2025 年）》、中国银保监会办公厅印发了《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》，将会极大地推动整个金融行业，尤其是银行业的数字化转型，银行业的数字化转型正演变成一种势不可挡的趋势。然而中小银行由于其自身科技投资的不足、专业人才的短缺、以及现有组织机制无法满足数字化转型对组织敏捷性的要求，这些都导致了中小银行不可能采取同大型国有银行及股份制银行一样的银行科技自建模式来实现其数字化转型，采用云化的数字化方式，在场景端、数据端、技术端和运营端的开放合作，是中小银行数字化转型的一个必由之路。

“十四五”期间我国将建设现代央行制度完善现代金融监管体系，中国银行业发展将持续向好，银行以分布式架构转型与信创作为新支点，将持续引发新一轮的软硬件等 IT 基础设施的升级与重塑，由此带动银行 IT 投资进一步保持高速增长，智能化与数字化建设将成为重中之重。

图4 2016-2020 年中国银行业 IT 解决方案市场规模



资料来源：2020 中国银行业 IT 解决方案市场份额分析报告，中证鹏元整理

A 股从事银行业 IT 解决方案的上市公司主要有长亮科技、安硕信息、科蓝软件和宇信科技 4 家，公司与这 4 家公司在行业分类、主营业务、客户行业领域、主要客户基本接近，在主要细分产品/服务方面存在较大的相似度，具有一定可比性，与上述 4 家上市公司相比，2021 年公司总资产、营业收入、净利润排名中游，资产负债率低于可比公司，但销售毛利率方面表现较弱。



表3 行业内可比公司 2021 年财务指标情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总资产	营业收入	净利润	销售毛利率	资产负债率
300674.SZ	宇信科技	44.53	37.26	3.95	34.15%	37.86%
300872.SZ	天阳科技	29.76	17.76	1.02	31.62%	22.22%
300348.SZ	长亮科技	23.65	15.72	1.28	42.15%	36.64%
300663.SZ	科蓝软件	22.87	12.98	0.38	34.74%	48.91%
300380.SZ	安硕信息	8.26	7.55	0.11	33.86%	39.68%

资料来源：wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所创业板上市的公司，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》以及中国证券监督管理委员会、深圳证券交易所有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序。

近三年公司前十大股东较稳定，2022年3月末前十大股东持股情况如表1所示。截至2022年3月末，欧阳建平直接持有公司48,947,697股股份，持股比例为21.79%，为公司控股股东及实际控制人。

公司董事会由7名董事组成，其中董事长1人，独立董事3人。公司董事会设立审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会。

公司设监事会，由3名监事组成，其中职工监事一名。公司董事、经理和其他高级管理人员均不得兼任监事。监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或建议。公司设总经理1名，副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘，总经理可以列席董事会会议。

组织架构方面，为规范日常经营活动，公司设立了销售条线、金融服务事业群、金融科技事业群、数字金融事业群、研究院和职能条线等内部管理部门（组织结构图详见附录三），并制定了相应的决策机制、信息安全管理方法和财务管理制度等内部控制制度。

人员素质方面，伴随业务的不断拓展，公司员工人数持续增加，2022年3月末公司拥有员工8,101人。近年公司技术人员持续增长，占员工总人数的比重均超过95%。从学历构成来看，2022年3月末公司员工基本都具有本科（大专）及以上学历。总体来看，公司技术人员数量较多，符合行业发展特性。但值得注意的是，行业内中高端技术人才相对匮乏，未来随着市场竞争的加剧，行业内企业对人才的争夺将日益激烈，人员流动也将更频繁，存在核心技术人才流失的风险。

表4 公司人员构成情况（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数的比例
销售人员	93	1.15%
技术人员	7,760	95.79%

财务人员	40	0.49%
行政人员	208	2.57%
合 计	8,101	100.00%
学历	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	139	1.72%
本科（大专）	7,917	97.73%
高中及以下	45	0.55%
合 计	8,101	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是国内规模较大的银行IT 解决方案提供商之一，服务于以银行为主的金融行业客户，近年公司主营业务收入保持增长，以技术开发类、技术服务类收入为主。此外，公司持续推进云计算产品、服务及解决方案的研发及升级，系统集成类业务收入有所增长。

毛利率方面，近年公司主营业务毛利率总体呈下降趋势，一方面公司所处的软件和信息技术服务行业发展日趋成熟，行业竞争充分，行业毛利率水平有所下降；此外，公司员工薪酬水平尤其是软件技术人才薪酬水平不断提高，使得成本有所上升，进而导致公司主营业务毛利率水平下降。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
技术开发类	3.00	31.31%	11.46	32.89%	8.82	35.54%	6.96	36.35%
技术服务类	1.35	30.48%	4.48	31.93%	3.91	34.85%	2.92	33.86%
咨询服务类	0.08	50.07%	0.58	53.64%	0.31	52.31%	0.53	46.15%
系统集成类	0.02	16.96%	1.21	9.27%	0.12	41.48%	0.21	31.72%
合计	4.45	31.31%	17.74	31.62%	13.15	35.78%	10.62	36.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕金融IT领域，行业经验相对丰富，通过持续的技术创新和研发投入，不断提升产品竞争力，但公司在建及拟建项目尚需投资仍有一定规模，公司仍面临一定资金压力，此外需持续关注项目建设进度及建成后综合效益实现情况

公司在银行IT解决方案领域积累了丰富的产品研发、实施服务和技术创新经验，在部分细分领域提出了完整的一体化行业解决方案并积累了众多的成功案例。公司为高新技术企业，拥有1项发明专利、464项软著权，拥有CMMI5级认证、软件测试成熟度模型集成（TMMi）3级认证、ISO9001质量管理体系认证、ISO20000信息技术服务管理体系认证、ISO27001信息安全管理体系统认证、ISO22301业务联系性管理体系、CCRC信息安全服务资质认证（软件安全开发和安全运维方向）等资质。



公司现已形成了“研究院和专业事业部”两级研发体系，研究院承担公司基础技术平台产品和工具研发，专业事业部承担金融行业中的业务领域应用产品和解决方案的研发，确保了公司的技术支撑能力、业务创新能力的可持续性。近年公司持续加大研发投入，重点在银行IT技术平台、技术工具、业务组件和可重用的技术方面，并向云计算领域进行拓展。近年研发投入规模持续增长，同时研发投入占营业收入的比例持续提升。人员方面，公司研发人员数量持续增长，2021年末合计占员工总数的比重增至12.30%。

表6 公司研发投入情况

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
期末研发人员数量（人）	934	588	525
期末研发人员数量占比	11.74%	8.64%	10.13%
研发投入金额（亿元）	2.55	1.44	1.11
研发投入占营业收入比例	14.38%	10.93%	10.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司在建项目主要是其IPO募投项目，包括新一代银行业IT解决方案建设项目、产业链金融综合服务平台升级项目和研发中心升级项目，尚需投资规模不大；公司拟建项目为本期债券募投项目，计划总投资7.90亿元，尚需投资仍有一定规模，公司仍面临一定资金压力，此外需持续关注项目建设进度及建成后综合效益实现情况。

表7 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	已投资	建设起止年月	建设内容
1	新一代银行业IT解决方案建设项目	20,976.53	12,446.60	2020年9月至2022年8月	项目基于既有项目经验、在线运行系统和前期研究基础，通过开发网络化授信业务管理系统、开放式信用卡业务核心系统、数字化风控应用服务平台、大数据综合营销服务平台四大关键产品，进一步完善系统功能，提高公司产品整体质量，从而更好地满足银行业的业务和管理需求，进一步提升公司在银行业IT解决方案领域的竞争力
2	产业链金融综合服务平台升级项目	6,161.02	3,695.77	2020年9月至2022年8月	项目通过建设产业链金融综合服务平台，对业务部门贸易融资相关金融业务予以系统化的支持，完成线下业务向线上业务的转移，并且根据目前产业链金融业务的发展情况，完善银行业务条线，从而推进产业链业务的全流程在线电子化，更好地支撑产业链金融业务的全面发展，构筑产业金融生态圈
3	研发中心升级项目	1,930.87	969.59	2020年9月至2022年8月	进一步完善研发部门职能，建设先进研发环境，加大研发设备及优秀研发人才的投入，进行大量前瞻性技术研发并实现科研成果产业化，保证公司产品技术的领先和新产品的开发，有效提升公司的技术实力，巩固行业地位
合计		29,068.42	17,111.96	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户为综合性较强的大中型银行等金融机构，客户较为优质，近年营业收入持续增长，其中技术开发类收入增速较快，但由于客户处于相对强势地位及其内部流程较多、付款周期较长，导致公司整体回款进度较慢，应收账款余额持续增加

公司专注于银行主要业务相关的系统建设，包括银行资产（信贷、交易银行和供应链金融）、风险管理、信用卡和零售金融、运营管理（包括商业智能、监管报送、客户关系管理、营销、绩效）等业务，利用包括云计算和分布式计算、大数据、人工智能、区块链技术、移动应用、流程引擎和规则引擎、测试和IT运维监控等在内的新一代金融科技，为客户提供咨询、开发、测试、运维和系统集成等服务。上述业务具有对金融科技依赖性强、业务规模大、投资增长速度快等特点。公司销售模式全部为直销。公司以银行为主的金融机构为目标客户，向其直接销售软件产品及服务。针对客户的招标，公司设立了专门部门及人员对招标信息进行收集，在通过内部销售支持系统完成项目机会中标概率评估后进行投标。公司以自主软件为核心，根据客户的特殊需求对软件进行二次开发，同时为客户提供咨询、方案设计、系统实施及相关技术服务。截至2022年6月末，公司与多家大客户签订了框架协议，与中小客户的订单总额超过1.6亿元，总体来看在手订单较为充足。

2019-2021年公司主营业务收入保持增长，技术开发类收入是最主要的收入来源，其中2021年公司主营业务收入17.74亿元，同比增长34.90%，技术开发类收入11.46亿元，增长29.93%，个性化软件需求是银行等金融机构的重要业务需求，公司技术开发业务基于客户指定的平台和产品，以满足银行等金融机构个性化需求软件开发为主，公司该类业务收入逐年增加，业务呈现出较好的成长性。

近年公司确认收入的前5大项目以技术开发类为主。未来随着公司核心竞争力的逐步增强，以银行为主的金融机构对相关软件产品的个性化需求等将有助于公司技术开发收入持续增长。

分区域来看，公司收入主要集中在华东及华北区域，近年此两个区域贡献的收入合计占公司营业收入的比重均在70%以上。

表8 近年公司收入分区域构成情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	1.72	38.69%	6.85	38.56%	5.40	41.06%	3.62	34.09%
华北地区	1.43	32.18%	6.30	35.46%	4.50	34.21%	4.08	38.39%
华南地区	0.53	11.89%	1.86	10.46%	1.46	11.06%	1.02	9.56%
西南地区	0.18	4.06%	0.95	5.34%	0.61	4.67%	0.63	5.95%
华中地区	0.32	7.25%	0.72	4.04%	0.46	3.46%	0.40	3.81%
西北地区	0.14	3.25%	0.51	2.88%	0.41	3.10%	0.47	4.39%
东北地区	0.12	2.67%	0.46	2.61%	0.32	2.41%	0.40	3.79%
港澳台地区	0.00	0.01%	0.12	0.65%	0.00	0.03%	0.00	0.02%
合计	4.45	100.00%	17.76	100.00%	13.15	100.00%	10.62	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来，公司累计已与三百多家金融行业客户建立良好的合作关系，基本覆盖国内主要银行，客户结构不断优化。近年公司对银行类金融机构销售收入占比均在85%以上，其中又以股份制商业银行、国



有大型商业银行、城市商业银行为主。此类客户较为优质，对公司提供的产品及服务需求量较大，随着公司与此类客户的不断深入合作与发展，公司业务规模有望逐渐扩大，为公司业务的可持续发展提供良好的条件与保证。

客户集中度方面，近年公司前五大客户销售金额占比在30%以上。结算方面，软件销售业务通常约定合同生效后、验收合格后或系统稳定运行一定时间后分别支付合同总额一定比例的款项。公司客户主要为大型银行类金融机构，客户处于相对强势地位，同时银行类客户内部管理规范，风险控制意识强，控制环节繁多，合同签订、验收和付款流程偏长，银行客户付款周期普遍较长，回款缓慢，使得公司期末应收账款余额较高，2021年末公司应收账款增至12.53亿元，较2019年末增幅达到70%。

表9 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户	收入	当期占总收入比重
2021 年	客户一	28,713.98	16.17%
	客户二	12,941.91	7.29%
	客户三	8,622.10	4.85%
	客户四	7,982.60	4.49%
	客户五	5,954.81	3.35%
	合计	64,215.41	36.15%
2020 年	客户一	28,383.19	21.58%
	客户二	9,316.90	7.08%
	客户三	6,670.87	5.07%
	客户四	6,538.92	4.97%
	客户五	4,508.98	3.43%
	合计	55,418.86	42.13%
2019 年	客户一	17,195.43	16.19%
	客户二	6,824.58	6.43%
	客户三	4,044.11	3.81%
	客户四	3,946.03	3.72%
	客户五	3,531.67	3.33%
	合计	35,541.82	33.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要业务是自主实施的技术开发、技术服务和技术咨询，主要成本是直接人工成本和项目直接费用，对外采购占成本比重较小，直接人工成本上升对公司形成一定成本压力

公司主营业务成本由直接材料、直接人工、直接费用、技术服务费构成，公司主要业务是自主实施的技术开发、技术服务和技术咨询，主要成本是直接人工成本和项目直接费用，平均占比达 85%以上。直接人工成本方面，公司员工薪酬水平尤其是软件技术人员薪酬水平不断提高，2021年公司人工成本增加至9.50亿元，较2019年增幅达62.95%。

表10 公司主要营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接人工	9.50	78.19%	7.20	85.27%	5.83	85.83%
直接费用	0.90	7.37%	0.76	8.99%	0.71	10.46%
技术服务费	0.63	5.18%	0.41	4.90%	0.09	1.40%
直接材料	1.10	9.03%	0.07	0.84%	0.16	2.30%

注：2021 年公司直接材料成本大幅增加，主要受业务结构调整影响。

资料来源：公司 2020-2021 年年报，中证鹏元整理

公司对外采购主要包括硬件采购、软件采购及外包服务三类，其中，硬件采购主要为计算机设备、服务器、存储设备等；软件采购主要为软件工具、系统软件、应用软件开发等，这两类采购主要是根据与客户签订的合同内容为公司代为客户采购，均为项目所需，最终用户为公司客户；外包服务采购主要系因公司人员结构性紧缺及项目交付周期因素，部分项目工作通过人员外包提供服务的方式来完成，采购成本在营业成本中所占比例平均不足10%，而其中的技术服务采购占比更小。

公司硬件及软件采购均为根据客户项目需要进行，不同时期不同客户采购内容均存在较大差异，公司会根据相应采购内容来选择不同的供应商；公司技术开发与技术服务以自主实施为主，外包服务采购主要根据项目人员及实施周期情况需要去选择供应商，并非固定供应商；上述因素使得公司供应商在各年度有所变化，各供应商采购金额也因项目具体情况不同而存在差异。2019-2021年公司前五大供应商采购金额占比较为集中，但整体金额不大。采购结算方面，硬件采购公司在收到货物并验收合格后，向供应商支付相关货款；软件及外包服务采购依合同约定执行。

表11 公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额的比重
2021 年	第一名	3,076.04	16.13%
	第二名	2,963.81	15.54%
	第三名	1,640.65	8.60%
	第四名	972.96	5.10%
	第五名	515.28	2.70%
	合计	9,168.75	48.07%
2020 年	第一名	566.04	8.44%
	第二名	550.49	8.21%
	第三名	470.51	7.02%
	第四名	379.45	5.66%
	第五名	366.63	5.47%
	合计	2,333.12	34.80%
2019 年	第一名	318.36	10.22%
	第二名	311.45	9.99%



第三名	297.17	9.54%
第四名	231.71	7.44%
第五名	220.78	7.08%
合计	1,379.47	44.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020年、2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司纳入合并范围的子公司无变化，2020年新增1家，2021年新增5家，减少1家，2022年1-3月新增3家，截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司为16家。

表12 公司合并报表范围内子公司变化情况

	公司名称	变动方向	取得方式或处置方式
2022年1-3月	上海华融瑞科技有限公司	增加	新设全资子公司
	武汉昊天睿阳科技有限公司	增加	新设全资子公司
	海南昊天睿阳科技有限公司	增加	新设全资子公司
2021年	深圳昊天睿阳科技有限公司	增加	投资设立
	长沙湘瓴睿阳科技有限公司	增加	投资设立
	西藏天阳华瑞科技有限公司	增加	投资设立
	天阳胜合科技（北京）有限公司	增加	投资设立
	北京同创安胜咨询服务中心（有限合伙）	增加	投资设立
	香港卡洛其咨询有限公司	减少	注销
	香港卡洛其咨询有限公司	增加	投资设立

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司近年资产总额持续增长，以流动资产为主，但应收款项占资产总额的比例近年持续增长

随着IPO融入大额资金及经营业绩积累等，公司资产总额持续增长。从资产构成来看，公司资产主要由货币资金、应收账款等构成，以流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.39	7.60%	8.66	29.10%	10.13	37.20%	1.86	13.85%



交易性金融资产	3.10	9.87%	0.00	0.00%	1.44	5.29%	0.00	0.00%
应收账款	15.04	47.87%	12.53	42.11%	9.12	33.47%	7.37	54.78%
存货	2.80	8.92%	2.78	9.34%	2.17	7.96%	1.37	10.22%
流动资产合计	25.50	81.16%	25.83	86.80%	24.48	89.85%	10.88	80.91%
其他权益工具投资	2.33	7.41%	0.26	0.86%	0.22	0.81%	0.02	0.15%
长期股权投资	0.55	1.76%	0.68	2.29%	0.11	0.42%	0.12	0.86%
固定资产	1.20	3.82%	1.22	4.11%	1.05	3.86%	1.09	8.14%
商誉	1.23	3.93%	1.23	4.15%	1.23	4.53%	1.23	9.18%
非流动资产合计	5.92	18.84%	3.93	13.20%	2.76	10.15%	2.57	19.09%
资产总计	31.42	100.00%	29.76	100.00%	27.24	100.00%	13.44	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2021年末受限货币资金0.14亿元，占当期末货币资金账面价值的比重较小，主要为承兑汇票保证金、履约保证金等。2022年3月末，公司交易性金融资产3.10亿元，系使用闲置募集资金购买的理财产品等。近年公司应收账款显著增长，账龄一年以内的占比较高；但需要关注的是，虽然公司应收账款对象绝大部分为银行客户，信誉度较高、资金较为雄厚，且公司与主要客户保持长期业务合作关系，该部分账款的坏账风险总体不高，但该类银行等金融机构的验收和付款审核程序复杂，付款审批周期长，回款缓慢。公司存货主要是在开发的项目成本，近年存货有所增加，主要是业务规模扩大，在执行项目已投入待结转成本大幅增加所致。

其他权益工具投资系公司持有的北京艾秀信安科技有限公司、北京技德系统技术有限公司及航天信德智图（北京）科技有限公司三家公司的股权。2022年3月末，公司其他权益工具投资较2021年末增加20,722.66万元，系公司认购上市公司非公开发行股票所致，2022年1月19日，公司与北京首都在线科技股份有限公司（以下简称“首都在线”）签订《关于北京首都在线科技股份有限公司向特定对象发行A股股票之股份认购协议》，公司以自有资金139,150,076.00元，按照每股人民币13.00元认购首都在线非公开发行的A股股份10,703,852股。公司长期股权投资系持有的北京和顺恒通科技有限公司等公司的股权，其中2021年公司确认权益法下投资收益-242.04万元。

公司为轻资产企业，固定资产规模较小，2021年末固定资产中1.00亿元为公司自有房产；其他主要为服务器等测试设备。2021年末，公司商誉系购买三家公司产生，其中北京卡洛其咨询有限公司的商誉账面价值为1.05亿元；截至2021年末，公司购买北京卡洛其咨询有限公司股权时其原股东做出的业绩承诺已完成。但考虑到公司账面商誉仍有一定规模，若未来被购买企业经营业绩表现不佳，仍可能使公司面临一定商誉减值风险。

盈利能力

近年公司营业收入持续增长，但业务盈利能力持续减弱，叠加人工费用上升影响，净利润存在一



定波动

受益于金融服务业务的不断拓展等，近年公司营业收入持续增长，虽然销售毛利率均维持在30%以上，但受行业竞争加剧及人工成本上涨等因素的影响，近年销售毛利率有所下降。

选取从事银行业 IT 解决方案的长亮科技、安硕信息、科蓝软件和宇信科技四家上市公司作为可比公司。近年行业可比公司的销售毛利率总体亦呈下降趋势，主要原因在于软件和信息技术服务行业发展日趋成熟，行业竞争充分；劳动力层面，员工薪酬水平尤其是软件技术人才薪酬水平不断提高，使得行业成本有所上升。公司销售毛利率水平低于同行业可比公司平均水平，主要原因有：（1）长亮科技软件开发业务占比在 90%以上，其自主研发投入一直处于较高水平，持续的高研发投入使得其产品差异化程度较高，相应的其毛利率高于同行业其他可比公司，拉升了同行业可比公司整体毛利率平均值；（2）公司事业部管理人员发生的支出，因属于项目管理成本，因此公司将其分配计入项目成本中核算，同行业可比公司中部分公司将事业部管理人员费用支出归集在管理费用，有一定核算差异，使得公司销售毛利率低于同行业可比公司平均值；同时销售净利率表现中等。

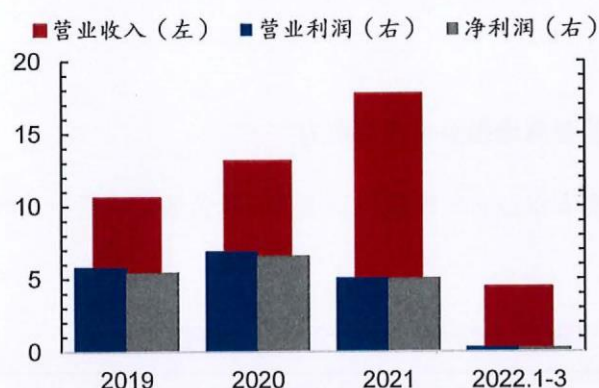
表14 公司与行业可比公司的销售毛利率对照情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
科蓝软件	39.61%	34.74%	42.71%	42.25%
长亮科技	40.08%	42.15%	50.27%	51.71%
宇信科技	37.61%	34.15%	35.15%	35.00%
安硕信息	38.56%	33.86%	40.62%	37.27%
平均值	38.97%	36.23%	42.19%	41.56%
天阳科技	31.31%	31.62%	35.78%	36.06%

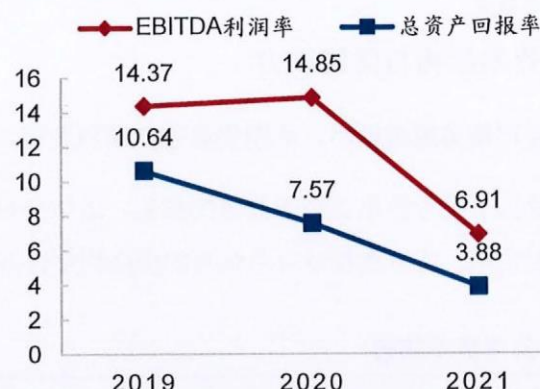
数据来源：wind，中证鹏元整理

近年公司研发费用占同期营业收入的比重均在10%以上，且持续提升；销售费用率、管理费用率整体较为稳定。近年公司持续获得注册地拉萨市政府给予的产业扶持专项资金等补贴，对盈利具有一定补充。此外，2019-2021年公司信用减值损失与资产减值损失合计分别为-1,456.24万元、-3,648.06万元、-2,369.23万元，对公司利润形成一定影响。

综合来看，公司收入规模增长较快，但销售毛利率有所下降，叠加人工费用上升影响，公司净利润存在波动，2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均显著下降。

图5 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

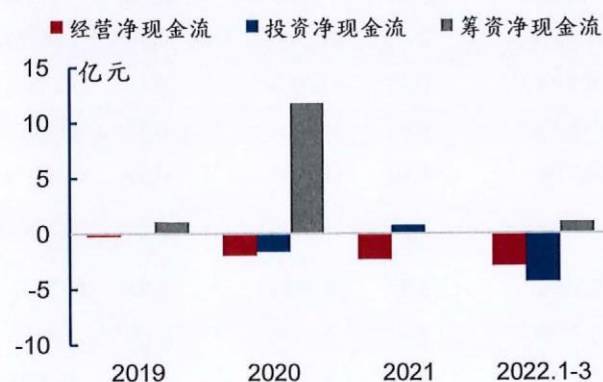
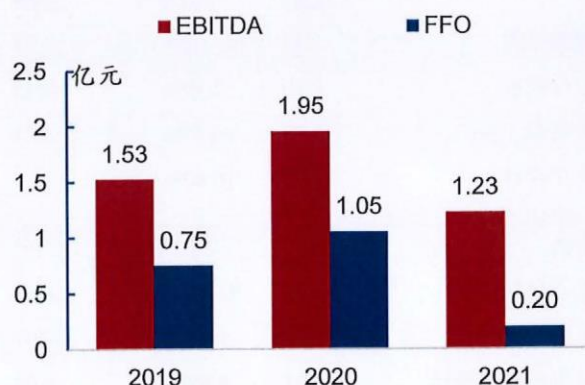
现金流

公司业务获现能力及经营活动现金流表现不佳，需关注公司营运资金短缺风险

公司产品销售主要面向银行客户，客户较为强势，结算周期较长，近年公司业务获现能力较差。由于主营业务收入持续增长但回款较差，近年公司经营活动产生的现金持续表现为净流出。2021年公司销售毛利率小幅下降，叠加人工费用大幅增加，FFO显著下降。因产品销售及回款具有季节性、原材料备货及支付奖金等，2022年1-3月公司经营活动现金表现为净流出，且流出规模较大。

投资活动方面，公司与投资活动相关的现金流入流出规模均不大，2019-2021年公司投资活动产生的现金均表现为净流出。2022年一季度公司投资活动产生的现金净流出4.35亿元，系公司认购首都在线非公开发行股票及购买理财产品所致。

筹资活动方面，2020年公司筹资活动产生的现金大幅净流入，主要来源于发行股票；除此之外，公司筹资活动产生的现金主要是取得借款的流入，规模均不大。

图7 公司现金流结构

图8 公司 EBITDA 和 FFO 情况




资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模较小，本期债券若能顺利发行，则将显著增加公司债务压力

受益于发行股票及经营业绩的积累，近年公司所有者权益有所增长。近年公司总负债规模较小，产权比率较低，所有者权益对总负债的保障程度较高。

图9 公司资本结构

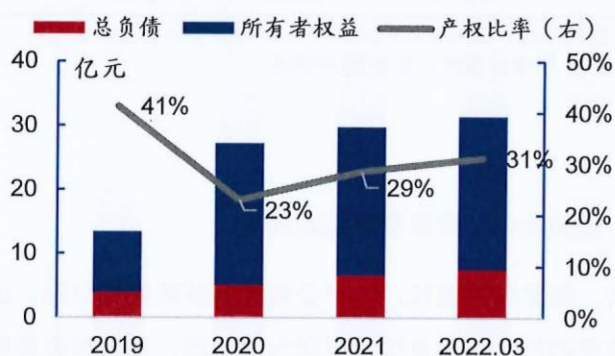
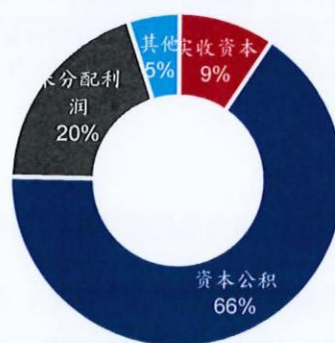


图10 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以流动负债为主，非流动负债规模很小。公司短期借款主要是保证借款及保证+抵押借款。公司应付账款系外采设备及应付的外包服务款，随着业务持续扩张，近年应付账款余额有所增长。公司为知识密集型企业，应付职工薪酬处于较高水平。公司应交税费主要为增值税及个人所得税。一年内到期的非流动负债为一年内到期的租赁负债。公司租赁负债系租赁房屋建筑物产生，2021年末规模较小。

表15 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.48	59.95%	3.38	51.10%	2.53	49.54%	2.10	53.47%
应付账款	0.19	2.49%	0.45	6.81%	0.15	3.03%	0.13	3.33%
应付职工薪酬	1.27	16.95%	1.24	18.82%	0.98	19.24%	0.74	18.79%
应交税费	1.26	16.80%	1.11	16.71%	0.96	18.77%	0.79	20.03%
一年内到期的非流动负债	0.04	0.47%	0.04	0.67%	0.20	3.97%	0.00	0.00%
流动负债合计	7.41	99.11%	6.54	98.89%	5.03	98.60%	3.93	100.00%
租赁负债	0.06	0.86%	0.07	1.05%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	0.07	0.89%	0.07	1.11%	0.07	1.40%	0.00	0.00%

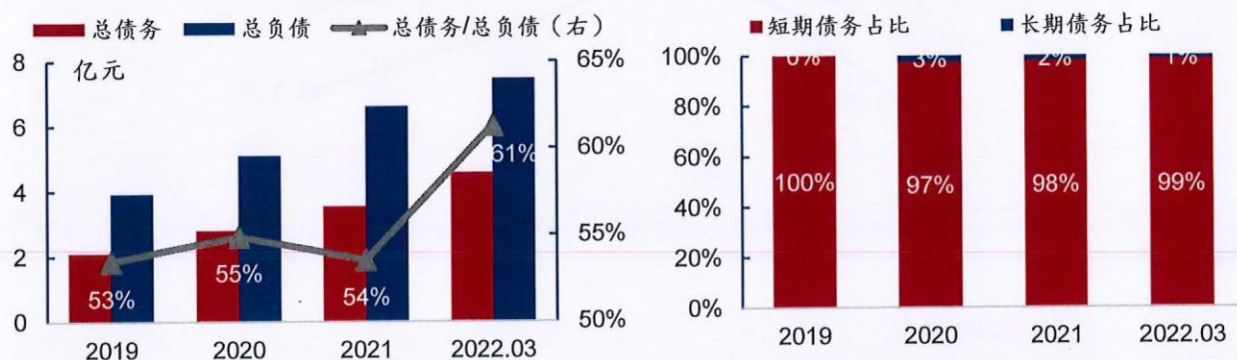
负债合计	7.47	100.00%	6.61	100.00%	5.11	100.00%	3.93	100.00%
------	------	---------	------	---------	------	---------	------	---------

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总债务余额为4.58亿元，规模较小，除少量租赁负债外，均为短期债务。

图11 公司债务占负债比重

图12 公司长短期债务结构



资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，近年公司资产负债率整体处于较低水平；2020-2021年净债务均为负数，总债务/总资本处于较低水平，公司债务压力较小。但我们也关注到，本期债券募集资金合计不超过10.90亿元（含），为公司2022年3月末总负债的1.46倍，若能顺利发行，将较大程度增加公司债务压力。

表16 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	23.78%	22.22%	18.74%	29.21%
净债务/EBITDA	--	-3.82	-4.34	0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	14.42	12.67	13.51
总债务/总资本	16.05%	13.27%	11.24%	18.08%
FFO/净债务	--	-4.24%	-12.45%	156.29%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

公司资产主要由货币资金、应收账款构成，近年速动比率均在1.00以上。现金短期债务比方面，公司较为依赖短期借款，2022年3月末该指标显著下降至1.22，但仍表现较好。公司为创业板上市公司，资本市场融资渠道通畅，2022年3月末未使用银行授信仍有一定规模，具备一定的融资弹性。

图13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月20日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

九、抗风险能力分析

从行业来看，我国金融科技领域正值加速发展期，行业市场需求扩大，且政策不断利好。公司在IT金融领域行业经验较为丰富，具有一定研发实力。公司业务涵盖了包括政策性银行、国有银行、股份制银行、城市商业银行和农村信用合作社在内的层次完整的银行业客户体系，客户结构不断优化。公司成功上市后资本实力大幅提升，融资渠道随之拓宽。但软件行业具有技术密集型特征，研发情况对公司业务发展影响重大，需关注公司可能面临的技术创新风险。受行业竞争加剧及人工成本上升影响，近年公司毛利率持续下降，业务盈利能力持续减弱，随着公司业务规模不断扩大，营业收入持续增加，公司应收账款增长较快，对营运资金形成了较大的占用。由于主营业务回款较差，近年公司经营活动产生的现金持续表现为净流出，经营现金流表现不佳。目前公司债权融资规模较小，偿债压力较轻，但本期债券如顺利发行，则公司债务压力将显著上升。此外，受市场环境、产业政策变化、资金到位情况及人才储备等因素的影响，募投项目存在建设进度及综合效益不达预期的风险。总体来看，凭借研发实力、丰富的行业经验及较为优质的客户群体，公司经营将保持稳定，抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于公司经营性业务产生的收益。近年公司营业收入持续增长，2021年为17.76亿元，2019-2021年复合增长率为29.31%。但中证鹏元也关注到，人工费用的上升对公司的盈利水平产生了一定不利影响，近年公司净利润存在一定波动；公司主营业务回款较差，应收账款增长较快，经营活动产生的现金持续表现为净流出，面临一定的营运资金短缺风险。

此外，本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。



跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

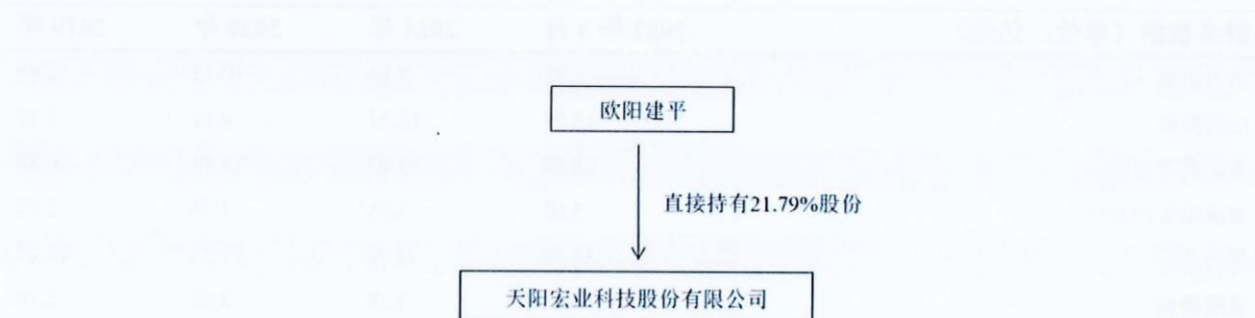
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	2.39	8.66	10.13	1.86
应收账款	15.04	12.53	9.12	7.37
流动资产合计	25.50	25.83	24.48	10.88
非流动资产合计	5.92	3.93	2.76	2.57
资产总计	31.42	29.76	27.24	13.44
短期借款	4.48	3.38	2.53	2.10
应付职工薪酬	1.27	1.24	0.98	0.74
应交税费	1.26	1.11	0.96	0.79
一年内到期的非流动负债	0.04	0.04	0.20	0.00
流动负债合计	7.41	6.54	5.03	3.93
非流动负债合计	0.07	0.07	0.07	0.00
负债合计	7.47	6.61	5.11	3.93
总债务	4.58	3.54	2.80	2.10
归属于母公司的所有者权益	23.82	23.02	22.07	9.44
营业收入	4.45	17.76	13.15	10.62
净利润	0.06	1.02	1.33	1.10
经营活动产生的现金流量净额	-2.90	-2.31	-1.94	-0.21
投资活动产生的现金流量净额	-4.35	0.73	-1.61	0.01
筹资活动产生的现金流量净额	1.02	0.07	11.77	1.07
财务指标	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	31.31%	31.62%	35.78%	36.06%
EBITDA 利润率	--	6.91%	14.85%	14.37%
总资产回报率	--	3.88%	7.57%	10.64%
产权比率	31.20%	28.57%	23.06%	41.27%
资产负债率	23.78%	22.22%	18.74%	29.21%
净债务/EBITDA	--	-3.82	-4.34	0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	14.42	12.67	13.51
总债务/总资本	16.05%	13.27%	11.24%	18.08%
FFO/净债务	--	-4.24%	-12.45%	156.29%
速动比率	3.06	3.52	4.43	2.42
现金短期债务比	1.22	2.49	4.24	0.89

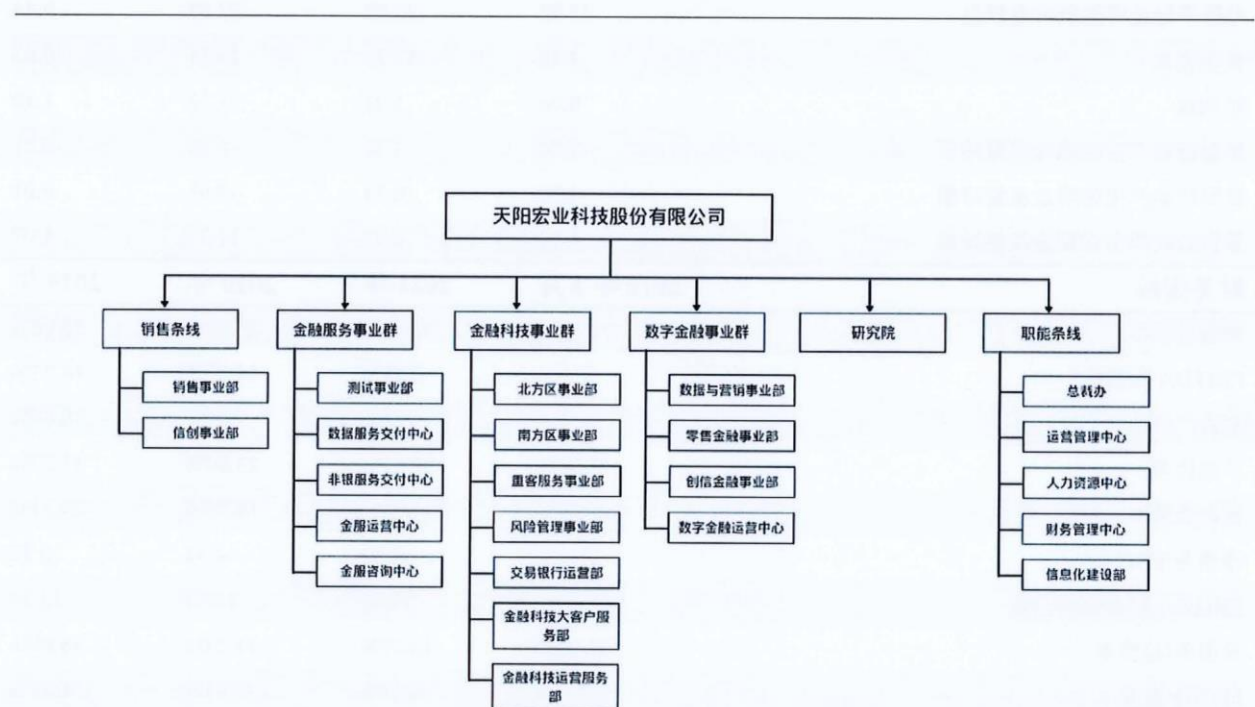
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
厦门赞扬丰硕软件技术有限公司	100%	1,000.00	信息技术	同一控制下企业合并
无锡天阳宏业软件技术有限公司	100%	1,000.00	信息技术	投资设立
北京银恒通电子科技有限公司	100%	15,000.00	信息技术	非同一控制下企业合并
北京鼎信天威科技有限公司	100%	1,040.82	信息技术	非同一控制下企业合并
北京卡洛其咨询有限公司	100%	5,000.00	信息贸易咨询	非同一控制下企业合并
北京天阳融信科技有限公司	50.98%	204.00	信息技术	投资设立
北京天阳融数科技有限公司	51%	204.08	信息技术	投资设立
卡洛其（天津）企业管理咨询有限公司	100%（间接）	1,000.00	贸易咨询	投资设立
深圳昊天睿阳科技有限公司	100%	1,000.00	信息技术	投资设立
长沙湘瓴睿阳科技有限公司	100%	1,000.00	信息技术	投资设立
西藏天阳华瑞科技有限公司	68%	1,000.00	信息技术	投资设立
天阳胜合科技（北京）有限公司	45.01%（间接 0.01%）	1,000.00	信息技术	投资设立
北京同创安胜咨询服务中心（有限合伙）	0.07%（间接）	150.00	咨询服务	投资设立
海南昊天睿阳科技有限公司	100%	2,000.00	信息技术	投资设立
武汉昊天睿阳科技有限公司	100%	1,000.00	信息技术	投资设立
上海华融瑞科技有限公司	100%	1,000.00	信息技术	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 近年我国软件和信息技术服务业主要政策情况

时间	政策颁发机构	政策名称	主要内容
2021年11月30日	工业和信息化部	《“十四五”大数据产业发展规划》	坚持目标导向和问题导向，培育壮大企业主体，优化大数据公共服务，推动产业集群化发展，完善数据安全保障体系，推动数据安全产业发展，为产业高质量发展提供全方位支撑。
2021年11月30日	工业和信息化部	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	持续深化信息化与工业化融合发展，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业新业态新模式，加速制造业数字化转型，持续做好两化深度融合。
2021年11月15日	工业和信息化部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	围绕推动软件产业链升级、提升产业基础保障水平、强化产业创新发展能力、激发数字化发展新需求、完善协同共享产业生态部署5项主要任务。设置了关键基础软件补短板、新兴平台软件锻长板、信息技术服务应用示范、产业基础能力提升、“软件定义”创新应用培育、工业技术软件化推广、开源生态培育和软件产业高水平集聚8个专项行动，以及健全组织实施机制、加大财政金融支持、打造一流人才队伍、强化安全服务保障、深化国际开放合作5项保障措施。
2021年3月11日	十三届全国人大四次会议	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加快推动数字化产业化：培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。
2020年7月27日	国务院	《国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》（国发〔2020〕8号）	为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，我国在财税、投融资、研究开发、进出口、知识产权等方面给予行业企业相关优惠政策。
2020年9月21日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》（国办发〔2020〕32号）	坚定实施扩大内需战略，以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，加快新型消费基础设施和服务保障能力建设，努力实现新型消费加快发展，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2017年1月17日	工业和信息化部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）的通知》	“十三五”期间培育软件和信息技术服务收入百亿级企业达20家以上，产生5家到8家收入千亿元级企业，产业收入超千亿元的城市20个以上，行业产业年均增速定为13%以上，到2020年，产业业务收入突破8万亿元。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。