

通达海(301378)

报告日期: 2023年03月30日

智慧法院赋能者，进一步加强智能化产品

——通达海深度报告

投资要点

- 公司是法院信息化领军企业，客户覆盖全国，业绩增长稳健**
 深耕法院信息化领域近三十年，在智慧执行领域，公司的执行案件管理系统市场占有率全行业第一。在智慧审判领域，公司的审判流程管理系统市场占有率全行业第二。公司客户涵盖最高人民法院以及全国 25 个地区的近 3000 家法院。公司业绩增长稳健，2018-2021 年的收入 CAGR 为 38.3%，归母净利润 CAGR 为 40.5%，2022 年受疫情影响增速下降，疫情影响消除后，业绩有望维持较高增速。
- 智慧法律：GPT 在法律行业替代性强，全球应用加速落地**
 GPT 赋能法律相关工作，AI+法律在业界加速落地。OpenAI 论文显示 GPT 对法律相关职业冲击较大，侧面论证 AI 在法律行业落地的可信性。全球已有在法院应用 ChatGPT 辅助的法律判决的实践案例，全球知名律所 A&O 布局产生示范效应，A&O 开发出基 ChatGPT 的聊天机器人，为律师提供建议和预测，给客户提供解决方案。基于 ChatGPT 等 AI 技术的法律相关软件产品快速增加，产品端开始普及。
- 公司持续发力智能化，赋能智慧法院建设**
 作为法院信息化领军企业，公司持续发力智能化，引领智慧法院建设。一方面，讯飞投资是公司十大股东之一，强强联合赋能智慧法院建设。另一方面，公司通过多个募投项目对智能化产品进行升级，顺应下游市场发展需求。目前，公司通过软件+硬件构建智能化产品体系，已经具备打造智慧法院全流程解决方案的能力。
- 盈利预测与估值**
 我们预计 2022-2024 年营收为 4.63/5.94/7.56 亿元 (+2.78%/28.39%/27.28%)，归母净利润分别达到 0.88/1.15/1.49 亿元 (-9.48%/+31.34%/+29.71%)，对应 EPS 为 1.91/2.50/3.25 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**
 智能化产品落地不及预期的风险；地方财政预算不及预期；下游客户需求不及预期的风险；市场格局变化的风险。

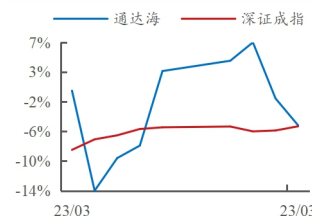
投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀
 执业证书号：s1230523020002
 liuwenshu03@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 106.11
总市值(百万元)	4,881.06
总股本(百万股)	46.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	450	463	594	756
(+/-) (%)	33.71%	2.78%	28.39%	27.28%
归母净利润	97	88	115	149
(+/-) (%)	10.52%	-9.48%	31.34%	29.71%
每股收益(元)	2.11	1.91	2.50	3.25
P/E	50.35	55.62	42.35	32.65

资料来源：浙商证券研究所

重点推荐

● 一句话推荐

公司是全国性的智慧法院领先企业，赋能法院智慧升级，估值有望重塑。

● 超预期驱动因素

AI+法律应用有超市场预期可能

1)驱动因素和驱动机理：市场预期法院信息化增速和一般政务信息化增速一致，约为10%-20%，因为政府预算相对紧张，所以公司增速会相对较低。我们根据公司历史增速和对行业的判断，认为公司的增速区间在25%-30%之间，主要驱动因素来自公司法院执行过程中对接银行的信息系统等新业务的拓展、以及公司市占率的提升。超预期数额约为10-15个百分点

2)如何检验：

- OpenAI 论文显示 GPT 对法律相关职业冲击较大，侧面论证 AI 在法律行业落地的可信性。
- 行业整体情况：法律工作中有大量的文书浏览和理解，很适合应用目前类似 GPT 的大语言模型来进行智能化处理。全球已有在法院应用 ChatGPT 辅助的法律判决的实践案例，全球知名律所 A&O 布局产生示范效应，A&O 开发出基于 ChatGPT 的聊天机器人，为律师提供建议和预测，给客户解决提供方案。基于 AI 技术的法律相关软件产品快速增加，产品端开始普及。
- 我国行业情况：国家对法院信息化建设高度重视，智慧法院建设进入快车道。公司已有产品都在不断进行智能化模块改造。
- 公司情况：公司 IPO 的募投资金建设方向为智能化司法办案和智能化司法服务方向。并且公司的前十大股东中有科大讯飞，有 AI 龙头对 AI 能力加持。

3)如何体现：主要体现在公司的估值提升上。目前 AI 行情带动下，同类 AI 行业信息化公司的估值均提升，可比公司估值区间如下，因此我们判断通达海的估值有望提升至 23 年 59X，对应股价空间 39%。

4)如何跟踪：跟踪通达海 AI 产品落地情况；跟踪国内外大模型的进展。

5)短期催化剂：中国各厂家的大模型不断发布。美国 AI+法律应用不断落地。

● 现行股价位置

公司在 3 月 20 日发行上市，发行价 95 元，对应 23 年估值是 38X，目前相比发行价上涨了 12%。公司业务和未来 AI 可落地方向尚未被市场认知，尚有向上空间。

● 研究价值

与众不同的认识：1、对景气度的认识不同；2、人工智能在法律行业大有可为。

与前不同的认识：现在我们更新了对 AI 技术的认识，大模型 AI 在自然语言处理上表现突出，适用于文书工作占比大的法律行业。

● 盈利预测和估值

预计 2022-2024 年营收为 4.63/5.94/7.56 亿元 (+2.78%/28.39%/27.28%)，归母净利润达到 0.88/1.15/1.49 亿元 (-9.48%/+31.34%/+29.71%)。当前估值水平对应 23-24 年的市盈率为 42/33X。

● 目标价及现价空间

公司 23 年的合理估值为 59X，对应目标市值为 68 亿，空间为 39%。

● 风险因素

智能化产品落地不及预期的风险；地方财政预算不及预期；下游客户需求不及预期的风险；市场格局变化的风险。

正文目录

1 法院信息化建设领军企业，科技赋能司法行业.....	5
1.1 历程：深耕法院信息化，业务布局不断完善.....	5
1.2 财务分析：业绩表现良好，盈利能力突出.....	6
1.3 业务拆分：公司业务专注于司法领域.....	7
2 智慧法律：法律行业 GPT 替代性强，全球应用落地快速增加.....	9
2.1 OpenAI 论文显示 GPT 对法律相关职业冲击较大.....	9
2.2 “GPT+法律”应用全球落地加速.....	11
3 持续发力智能化，引领智慧法院建设.....	13
3.1 讯飞为投资前十大股东，AI 龙头赋能公司业务发展.....	13
3.2 募投项目助力智能化产品升级，顺应下游市场发展需求.....	14
3.3 软件+硬件构建智能化产品体系，打造智慧法院全流程解决方案.....	16
4 盈利预测与估值.....	17
5 风险提示.....	19

图表目录

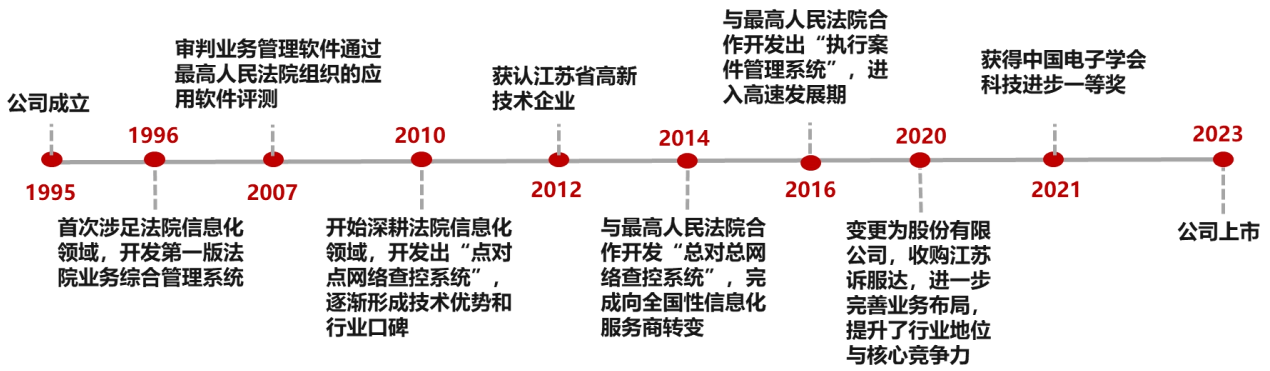
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 智慧执行产品图.....	5
图 3: 智慧审判产品图.....	5
图 4: 公司产品矩阵.....	6
图 5: 公司营收情况 (单位: 亿元)	6
图 6: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图 7: 公司毛利率和净利率情况 (单位: %)	7
图 8: 公司三费情况 (单位: %)	7
图 9: 公司分行业营收构成 (单位: %)	8
图 10: 公司分业务营收构成 (单位: %)	8
图 11: 公司 2021 年分产品营收构成 (单位: %)	9
图 12: 人类打分下工资水平对 GPT 的暴露变化.....	9
图 13: 模型打分下工资水平对 GPT 的暴露变化.....	9
图 14: ChatGPT 在法律行业的主要应用场景.....	11
图 15: 全球首个 ChatGPT 辅助的法律判决书中相关部分截图.....	11
图 16: Harvey 关于法律的人工智能产品.....	11
图 17: 我国法官人均办案量显著提升 (单位: 件)	12
图 18: 信息化深入司法工作.....	12
图 19: 公司股权结构图.....	14
图 20: 募投资金项目分布情况 (单位: 万元)	15
图 21: 募投项目内容.....	15
图 22: 公司典型案例.....	15
图 23: 公司主要软件产品图.....	16
图 24: 公司主要智能设备介绍.....	17
表 1: 公司分行业业务介绍.....	8
表 2: 以律师为代表的高学历要求职业更容易受到 GPT 冲击.....	10
表 3: 模型打分下暴露最高的 5 个职业.....	10
表 4: 部分接入基于 chatGPT 等 AI 技术的法律行业工具.....	12
表 5: 部分接入基于 ChatGPT 等 AI 技术的法律行业工具.....	13
表 6: 盈利预测表 (单位: 百万元)	18
表 7: 可比公司估值.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 法院信息化建设领军企业，科技赋能司法行业

1.1 历程：深耕法院信息化，业务布局不断完善

南京通达海科技股份有限公司成立于1995年，总部在南京，主要从事司法信息系统研发和信息技术服务，是全国法院信息化建设的先行者。公司成立以来，深耕法院信息化领域二十八年，逐步形成技术优势和行业口碑，同时和最高人民法院多次合作，业务从地方拓展至全国。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书，浙商证券研究所

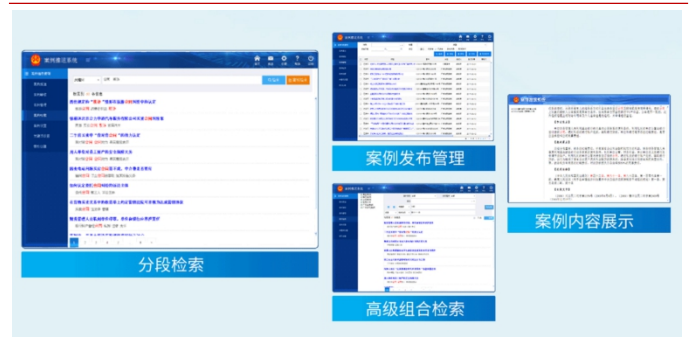
公司是全国覆盖的法院信息化公司，客户从最高院延伸至地方法院，部分产品市占率行业领先。在智慧执行领域，公司总计覆盖了全国2,749家法院，占法院总数的78.45%，市场占有率全行业第一。在智慧审判领域，公司总计覆盖了全国989法院，占法院总数的28.22%，市场占有率全行业第二。

图2：智慧执行产品图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图3：智慧审判产品图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司在司法领域的产品序列完备，为未来拓展更广阔的市场做储备。公司的核心业务软件产品开发主要包括“智慧审判”、“智慧执行”、“智慧服务”、“智慧管理”等相关产品，形成了较为完善的产品序列。

图 4：公司产品矩阵

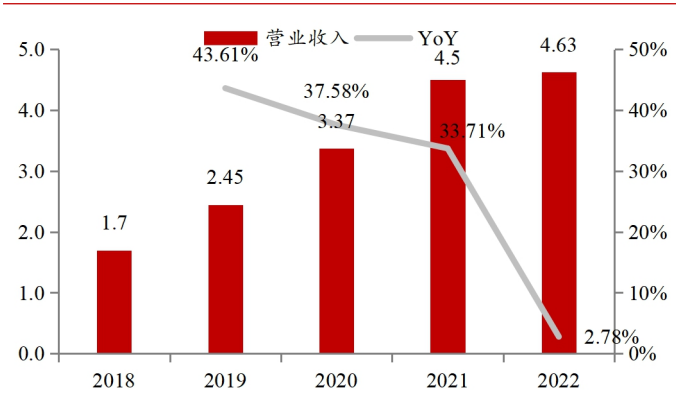
智慧审判	智慧执行	智慧服务	智慧管理
<ul style="list-style-type: none"> 诉讼材料收转系统 纸质文档智能交换系统 文书智能制作系统 要素式审判系统 案例智能推送系统 裁判文书智能检索系统 	<ul style="list-style-type: none"> 执行流程节点管理系统 网络司法查控系统 司法执行评估平台 案款管理系统 信用惩戒系统 执行公开与服务平台 质效评估系统 执行动态可视化 诉讼保全管理系统 分段集约执行系统 移动执行办案终端 	<ul style="list-style-type: none"> 网上诉服 <ul style="list-style-type: none"> (1) 司法公开网 (2) 诉讼服务网 线下诉服 <ul style="list-style-type: none"> (1) 窗口服务 (2) 自动化服务 (3) 多元化纠纷解决 掌上诉服 语音诉服 业务融合 <ul style="list-style-type: none"> (1) 法官综合处理平台 综合送达管理系统 	<ul style="list-style-type: none"> 静默化监督管理系统 案件质量评查系统 “四类案件”监督管理系统 院庭长监督管理系统 结案智能巡查系统 数字审委会系统 审判质效管理系统 涉案财物管理系统 执行质效管理系统 廉政风险防控系统 办公自动化管理系统 督查督办管理系统

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 财务分析：业绩表现良好，盈利能力突出

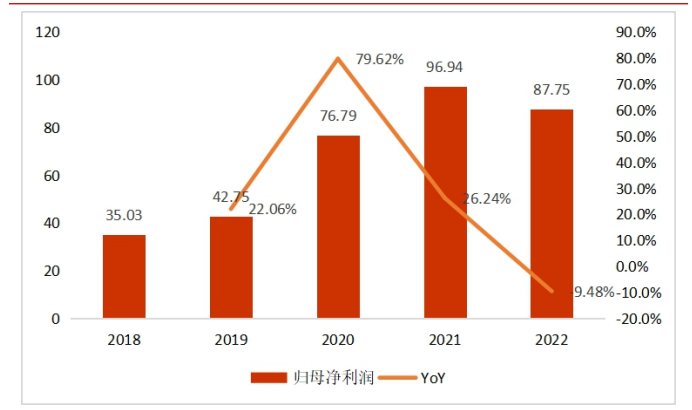
公司的业绩在 18-22 年维持较高增长，十分稳健，净利润增速高于收入增速。公司 2022 年收入规模达到 4.63 亿元，归母净利润达到 0.88 亿元。公司 2018-2021 年的收入 CAGR 为 38.3%，公司 2022 年收入增速下滑，主要是因为 2022 年下半年疫情影响，下半年收入下滑 9.2%，上半年仍然维持 28.1% 的收入增速。利润方面，2018-2021 年的归母净利润 CAGR 为 40.5%，2022 年受疫情影响净利润下滑 8.28%。公司 2022 年下半年营收和归母净利润增速下降，主要系由于受到新冠疫情影响，从长期来看，对公司业绩影响较小。

图 5：公司营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

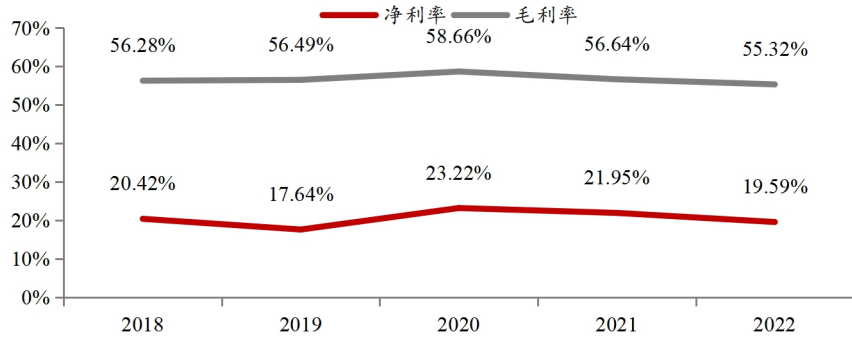
图 6：公司归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司毛利率和净利率保持较高水平，盈利能力强。公司近年来毛利率一直保持在 55% 以上，净利率保持在 17% 以上，相比于同行业公司处于较高水平，主要原因是公司收入规模相对较小，且主要来源于高毛利率的软件产品开发收入，随着公司软件产品市占率提升和成熟度提高，软件产品开发收入的增速高于成本增速。

图 7：公司毛利率和净利率情况（单位：%）

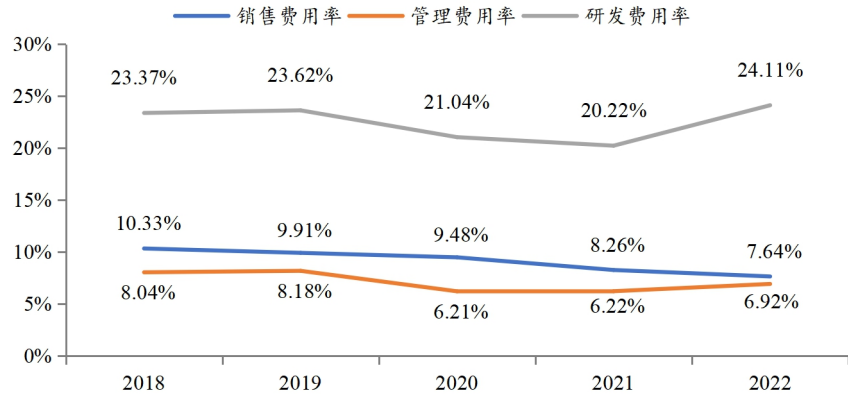


资料来源：公司招股说明书、Wind，浙商证券研究所

销售费用、管理费用整体较为稳定。公司 2020-2022 年销售费用率分别为 9.48%/8.26%/7.64%，管理费用率分别为 6.21%/6.22%/6.92%，表现出稳中有降和稳中有升态势。另一方面，由于公司正处于快速发展期，随着经营规模的扩大，公司销售人员和管理人员人数随之增加，导致公司销售费用和管理费用总额有所增加。

公司高度重视研发投入，研发费用率保持在 20% 以上。公司 2020-2022 年研发费用分别为 0.71/0.91/1.12 亿元，不断加大对研发相关的资金投入，不断完善新产品研究开发机制，并培养了一支既精通信息技术，又熟悉法院业务的复合型研发团队，具有较强的研发功底。

图 8：公司三费情况（单位：%）



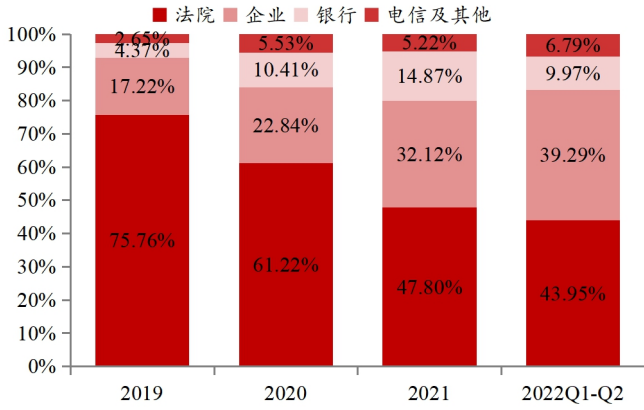
资料来源：公司招股说明书、Wind，浙商证券研究所

1.3 业务拆分：公司业务专注于司法领域

从业务来说，公司主要收入来自于法院的信息化建设，2019-2021 年法院客户贡献收入占比达 75.76%、61.22%和 47.80%。在 2020 年公司收购了诉服达公司 60% 股权，业务拓展至司法辅助服务。

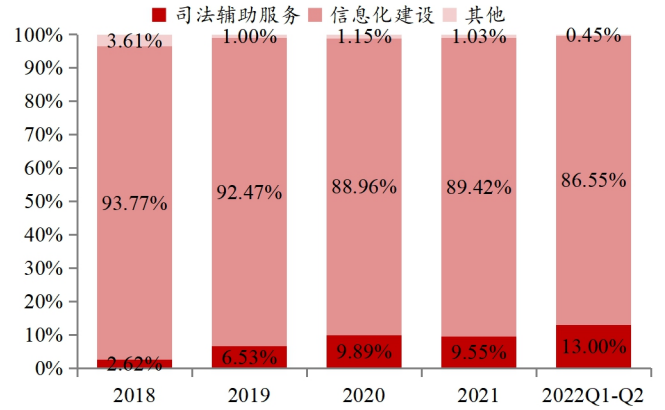
从客户来说，公司的直接客户有法院、企业、银行、运营商等，但主要销售的产品均和司法类相关。这里面企业和运营商客户主要为法院项目的总包集成商，公司作为分包商，银行客户购买的是和法院执行相关的信息化解决方案。

图 9：公司分行业营收构成（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 10：公司分业务营收构成（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

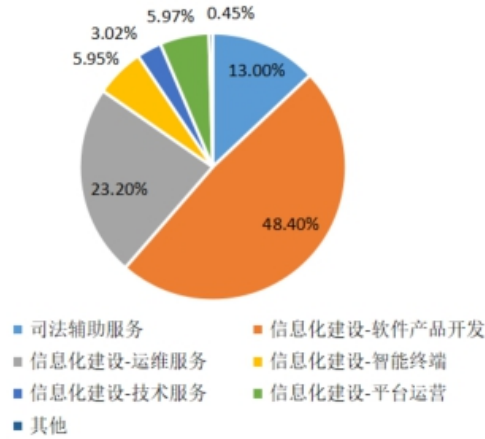
表 1：公司分行业业务介绍

行业	代表客户	提供的产品或服务
法院	涵盖国内大部分法院，如江苏省高级人民法院、辽宁省高级人民法院	提供信息化建设及司法辅助服务
企业	主要系国内软件及电子信息企业，包括阿里云计算有限公司、浪潮软件科技有限公司、北京华宇软件股份有限公司等	公司接受该类客户委托，为其提供软件产品开发等，并最终由法院等终端客户使用
银行	公司银行客户涵盖国内大部分大中型商业银行，包括中国交通银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国银行股份有限公司等	公司主要向银行客户提供案款管理系统相关的软件产品及运维服务
电信	主要系国内大型通信企业，如中国移动通信集团有限公司、中国电信集团有限公司等	该类客户主要向公司采购智慧法院相关软件及硬件产品
其他	主要系政法委、纪检委等机构和事业单位	提供政法领域的信息化服务

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

产品端，与信息化建设相关的软件产品开发是营收的主力军。2019 年至 2022 年上半年，公司信息化建设收入分别为 2.26/3.00/4.03/1.62 亿元，占主营业务收入的比例保持在 85%以上。对信息化建设进一步拆分后，软件产品开发是公司最主要的业务收入来源，收入分别为 1.77/1.98/2.89/0.91 亿元，占主营业务收入的比例分别为 72.29%/58.94%/64.12%/48.40%，收入呈逐年增长的趋势。

图 11：公司 2022 年 1-6 月分产品营收构成（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2 智慧法律：法律行业 GPT 替代性强，全球应用落地快速增加

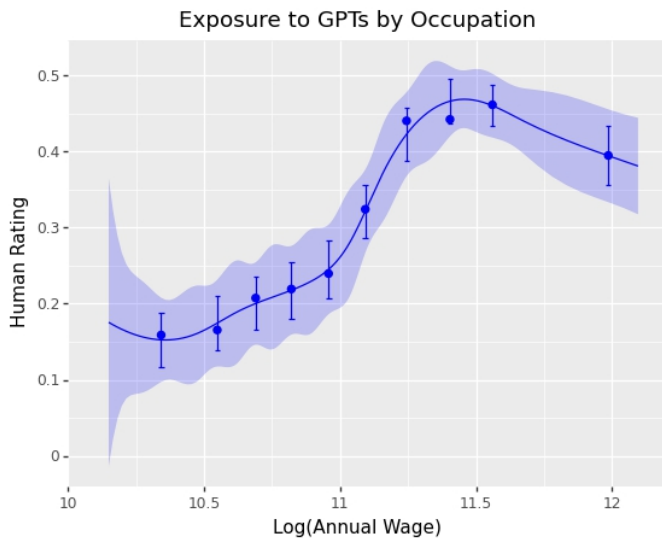
2.1 OpenAI 论文显示 GPT 对法律相关职业冲击较大

研究显示 GPT 对大多数职业产生了剧烈冲击。2023 年 3 月 23 日，OpenAI 发布论文《GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models》，分别从人类打分（人工归类并打分）和模型打分（使用早期版本 GPT-4 模型进行归类并打分）两个角度研究了 GPT 大模型对于美国劳动力市场的潜在影响，结果发现：大约 80% 的工人有至少 10% 的任务会受到 GPT 的较大冲击、约 19% 有至少 50% 的任务受到较大冲击，可能会对经济、社会和政策产生显著影响。

OpenAI 的论文通过进一步分析，主要得出如下结论：

工资水平越高受到冲击程度越强。从整体趋势上看，两种打分模式下都表现出职业的工资越高，受到 GPT 影响的程度会增加；但不同就业水平下 GPT 的影响没有显著差异。

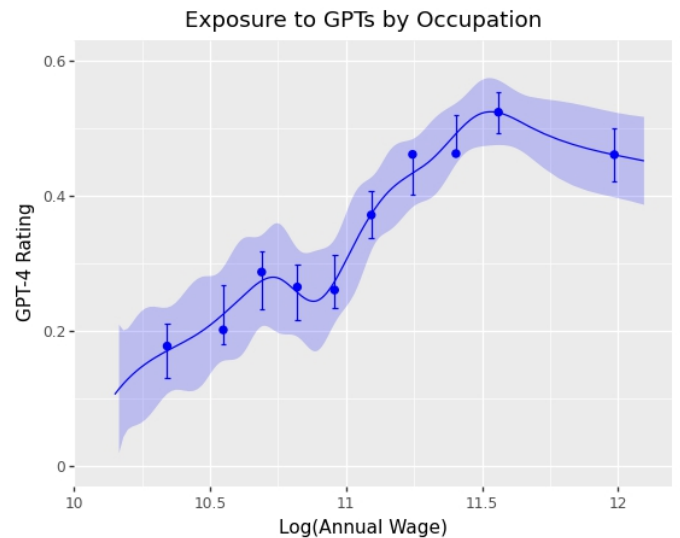
图 12：人类打分下工资水平对 GPT 的暴露变化



资料来源：《GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models》，浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

图 13：模型打分下工资水平对 GPT 的暴露变化



资料来源：《GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models》，浙商证券研究所

2) **拥有科学和批判性思维技能的职业受冲击较小。**通过分析职业技能和 GPT 的影响暴露之间的关系中发现，科学和批判性思维技能与暴露表现出强烈的负相关；但编程和写作技能则是强正相关，即涉及该技能的职业受到 GPT 的冲击较大。

3) **学历要求高、在职培训时间短更容易受冲击。**文章以“工作区 (Job Zone)”概念，按所要求的教育水平、相关经验和在职培训程度等进入壁垒对不同职业进行归类，结果发现：学历要求高、在职培训时间短的职业更容易受到 GPT 的冲击。

表 2：以律师为代表的高学历要求职业更容易受到 GPT 冲击

工作区	所需准备年限	所需学历	代表职业	人类 α	人类 β	人类 ξ	模型 α	模型 β	模型 ξ
1	没有或极少(0-3个月)	高中或 GED(Optional)	保洁	0.03	0.04	0.06	0.06	0.09	0.08
2	少数(3-12个月)	高中	客户服务代表	0.07	0.12	0.16	0.2	0.24	0.27
3	中等(1-2年)	职业学校、在职培训或副学士	电工	0.11	0.14	0.26	0.32	0.41	0.51
4	较多(2-4年)	学士	数据库管理员	0.23	0.18	0.47	0.51	0.71	0.85
5	大量(4年及以上)	硕士及以上	律师	0.23	0.13	0.43	0.45	0.63	0.76

资料来源：《GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models》，浙商证券研究所

4) **数学家、会计审计等职业受冲击最大。**文章还给出了人类打分和模型打分情况下受到 GPT 冲击最大的几个职业，其中人类打分下有 15 项职业被标记为“完全暴露”(暴露值为 100%)，如数学家、报税员等；模型打分下有 86 项职业被标记为“完全暴露”，如审计和会计、新闻记者等。

法律行业相关职业被 GPT 替代的可能性高。文章还特别指出，以律师为代表的一些学历门槛高(一般硕士及以上)、需 4 年以上准备要求的职业在两种打分模式下表现出高暴露，容易受到 GPT 较大冲击。此外，法庭记录员、法律秘书等职位也在打分中表现出极高的暴露，在模型打分中进入了前五，受 GPT 的影响较大。

表 3：模型打分下暴露最高的 5 个职业

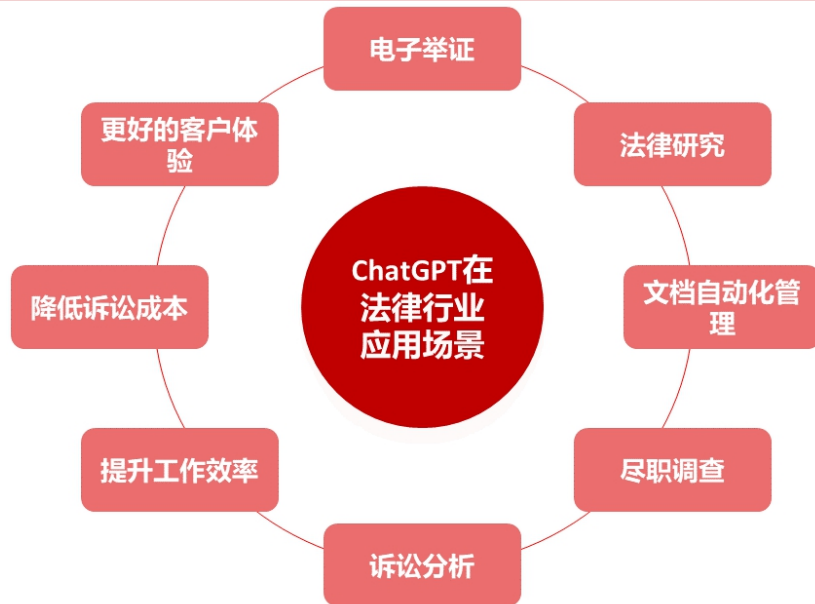
分组	暴露最高的 5 个职业	暴露值 (%)
模型 α	数学家	100
	通信员	95.2
	区块链工程师	94.1
	法庭记录员、同声传译员	92.9
	校对员和抄写员	90.9
模型 β	数学家	100
	区块链工程师	97.1
	法庭记录员、同声传译员	96.4
	校对员和抄写员	95.5
模型 ξ	通信员	95.2
	会计和审计	100
	新闻记者和分析员	100
	法律秘书、行政助理	100
	临床数据管理员	100
	气候变化政策分析师	100

资料来源：《GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models》，浙商证券研究所

2.2 “GPT+法律”应用全球落地加速

ChatGPT可以有效协助法律相关工作，应用场景众多。目前法律行业已经开始使用 chatGPT 等人工智能工具，人工智能在电子举证、法律研究、文档自动化管理、尽职调查、诉讼分析、提升重复工作效率、降低成本、提升客户体验等方面具备充足的应用场景和空间。2023 年初，美国明尼苏达大学四位教授通过让 ChatGPT 参加法学院考试，发现 ChatGPT 已经具备了取得法学学位的能力。

图 14：ChatGPT 在法律行业的主要应用场景



资料来源：clio 官网，浙商证券研究所

全球首个 ChatGPT 辅助的法律判决诞生。2023 年 1 月 30 日，哥伦比亚的法官 Juan Manuel Padilla Garcia 通过 ChatGPT 咨询了“自闭症未成年人是否可以免除支付治疗费用？”这一问题，以辅助一件关于保险公司是否应当向一位自闭症未成年人支付治疗费用案件的裁决，这被认为是全球首个 ChatGPT 辅助的法律判决。

A&O 布局产生示范效应，有望带动行业发展。全球最大的律所之一的 Allen & Overy (A&O)与 Harvey 合作开发了一款基于 ChatGPT 的聊天机器人，为公司超过 3500 名律师提供服务。该款机器人应用于合同分析、尽职调查、诉讼和监管合规等方面，基于大数据分析提供建议和预测，帮助为客户提供更快、更智能、更具成本效益的解决方案。

图 15：全球首个 ChatGPT 辅助的法律判决书中相关部分截图

<https://chat.openai.com/chat>

Se hicieron en el aplicativo las siguientes preguntas.

¿Menor autista esta exonerado de pagar cuotas moderadoras en sus terapias?

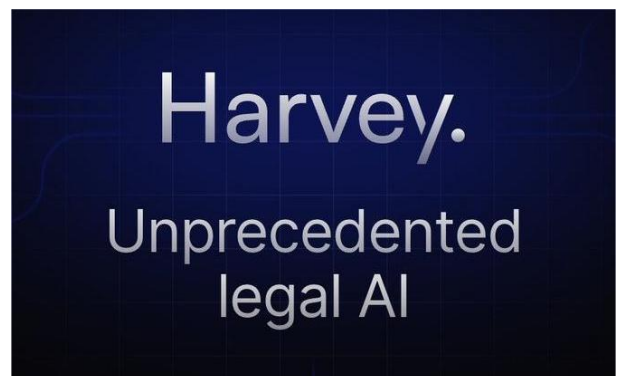
La respuesta del aplicativo IA:

Sí, es correcto. De acuerdo con la normativa en Colombia, los menores con diagnóstico de autismo están exonerados de pagar cuotas moderadoras en sus terapias. Este beneficio está regulado por la Ley 1753 de 2015 y se aplica a todas las instituciones prestadoras de servicios de salud públicas o privadas que reciban recursos del sistema general de seguridad social en salud.

资料来源：diariojudicial，浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

图 16：Harvey 关于法律的人工智能产品



资料来源：腾讯网，Harvey 官网，浙商证券研究所

基于 chatGPT 等 AI 技术的法律相关软件产品快速增加。自 2022 年 11 月底 ChatGPT 发布以来，世界许多法律技术公司在问题回答、法律分析、提取摘要等方面开发了一系列基于 ChatGPT 等人工智能技术的产品。这些产品有望提升法律行业基础工作的效率，并进一步优化客户体验。

表 4：部分接入基于 chatGPT 等 AI 技术的法律行业工具

平台/公司名称	介绍
Smith.ai	使用“虚拟接待员”为律师和律所接听电话，并在决定如何记录和路由呼叫时使用人工智能及其聊天机器人功能；
Gideon	人工智能聊天机器人，能学习如何有效地回答潜在问题并确定潜在客户，一些情况也可以用简单对话取代长对话；
Casetext	一个基于 AI 的法律研究平台，可以帮助律师快速找到并分析相关案件；
Diligen	使用机器学习的方法审查合同中的具体条款、规定或变更，帮助进行尽职调查，并快速输出摘要；
Lexion	提供了一个基于 ChatGPT 技术的 Microsoft Word 插件，帮助用户起草、磋商和总结合同条款，以及创建条款语言，生成带红线的文档等；
DocketAlarm	发布了基于 chatGPT 的集成，可以让客户通过悬停在 DocketAlarm 的案卷记录表上而获得相应的三点式摘要；

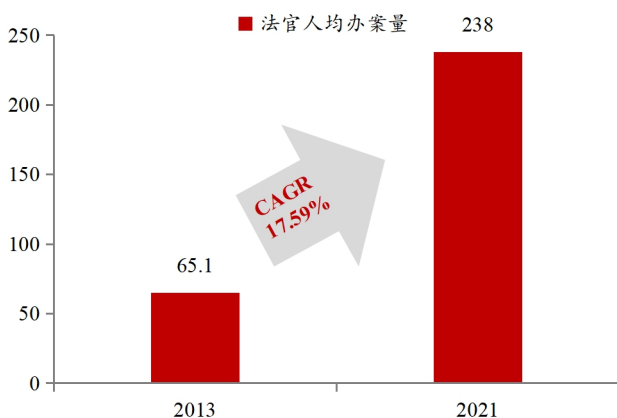
资料来源：clio 官网，abajournal，浙商证券研究所

全球“GPT+法律”应用落地加速，国内市场潜力十足。伴随着 GPT-4 大模型的推出，预计全球“GPT+法律”应用落地情况将继续加快；目前国内相关产品尚处于初级阶段，类似业务有望借此东风实现快速发展。

智慧法院依托人工智能，助力司法效率提升。智慧法院概念由最高法于 2016 年提出，是指“依托现代人工智能，围绕司法为民、公正司法，坚持司法规律、体制改革与技术变革相融合，以高度信息化方式支持司法审判、诉讼服务和司法管理，实现全业务网上办理、全流程依法公开、全方位智能服务的人民法院组织、建设、运行和管理形态”。

法院审理案件数量不断上升，对高效处理案件的能力提出了更高要求。从 2013 年到 2021 年，法官人均办案量从 65.1 件增至 2021 年的 238 件，案件压力持续增大。而根据 2021 年《最高人民法院工作报告》，信息化和智能化能有效提升案件处理效率，在线庭审用时节约 2/3，案件平均审理周期缩短 1/4。

图 17：我国法官人均办案量显著提升（单位：件）



资料来源：最高人民法院，光明网，浙商证券研究所

图 18：信息化深入司法工作



资料来源：2021 年《最高人民法院工作报告》、浙商证券研究所

国家对法院信息化建设高度重视，智慧法院建设进入快车道。国家近年来推出一系列政策大力支持法院信息化建设，为法院信息化市场的未来发展提供有力政策保障。在政策推动下，部分省高院和中院迎来了信息化系统升级改造的密集期，基层法院也将加紧信息化系统建设，法院信息化市场规模有望得到进一步扩大。2020年，人民法院信息化3.0版建成，智慧法院全面深化，司法效率得到显著提升。

表 5：部分接入基于 ChatGPT 等 AI 技术的法律行业工具

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2013年2月	国家发改委	《关于加强和完善国家电子政务工程建设管理的意见》	提出电子政务项目建设的思路 and 原则，强化电子政务项目“一把手”负责制，统筹推进电子政务共建项目的建设，充分重视电子政务项目的需求分析，大力推进跨部门信息共享，加强电子政务项目的质量管理，保障电子政务项目安全可控，推动电子政务项目建设改革创新。
2016年7月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家信息化发展战略纲要》	将信息化贯穿我国现代化进程始终，加快释放信息化发展的巨大潜能，以信息化驱动现代化，加快建设网络强国。
2016年12月	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	电子政务应用进一步深化，网络互联、信息互通、业务协同稳步推进。
2017年4月	最高人民法院	《关于加快建设智慧法院的意见》	要深刻领会建设智慧法院的重大意义，加快建设智慧法院是落实“四个全面”战略布局和五大发展理念的必然要求，是国家信息化发展战略的重要内容，是人民法院适应信息化时代新趋势、满足人民群众新期待的重要举措。
2018年12月	最高人民法院	《最高人民法院关于开展2018年全国智慧法院建设评价工作的通知》	发布智慧法院建设评价指标体系(2018年版)，部署全国四级法院评价工作。
2019年2月	最高人民法院	《关于深化人民法院司法体制综合配套改革的意见——人民法院第五个五年改革纲要(2019-2023)》	指出要全面推进智慧法院建设，推动建立跨部门大数据办案平台，促进语音识别远程视频、智能辅助、电子卷宗等科技创新手段深度运用，有序扩大电子诉讼覆盖范围，推动实现审判方式、诉讼制度与互联网技术深度融合，构建中国特色社会主义现代化智慧法院应用体系。
2019年4月	最高人民法院	《人民法院信息化建设五年发展规划(2019-2023)》	提出努力攻克以智慧法院人工智能技术为标志的一批关键技术，推动全国法院全面实现电子卷宗随案同步生成和深度应用，建成覆盖全国各级法院的执行指挥平台，推动电子诉讼和移动电子诉讼的部署应用，要加大人才和资金保障力度，推进智慧法院建设不断取得新的成效。
2019年6月	最高人民法院	《关于深化执行改革健全解决执行难长效机制的意见——人民法院执行工作纲要(2019-2023)》	坚定不移加强执行信息化建设，以信息化实现执行模式的现代化；继续加强执行规范化建设，对消极执行等不规范执行行为“零容忍”；深入推进执行改革，激发体制机制活力；加强执行队伍建设，打造新时代“执行铁军”。
2020年4月	最高人民法院	《全国法院智慧审判系统建设参考(2020版)》	针对智慧审判应具备的功能和应达标的状态，发布建设参考供各级人民法院在智慧法院的建设过程中进行参照，并拟于2020年下半年以此为依据组织对智慧审判建设情况进行测试工作。
2020年6月	国家市场监督管理总局等六部门	《国家电子政务标准体系建设指南》	提出加强电子政务领域标准化顶层设计，推动电子政务标准体系建设，支撑电子政务实施应用。
2021年5月	最高人民法院	《人民法院信息化建设五年发展规划(2021—2025)》	确定全国法院信息化指导思想、建设目标、重点任务、实施路线，推动全国法院建设全方位智能化、全系统一体化、全业务协同化、全时空泛在化、全体系自主化的人民法院信息化4.0版。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

3 持续发力智能化，引领智慧法院建设

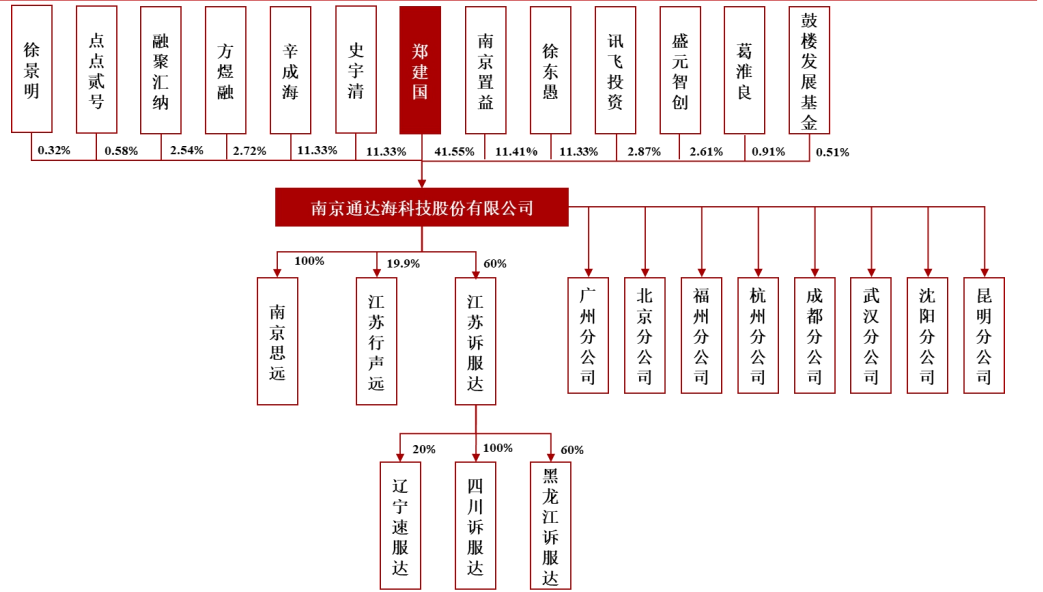
3.1 讯飞为投资前十大股东，AI 龙头赋能公司业务发展

公司实际控制人为郑建国，合计控股 52.96% 的股份，讯飞投资是十大股东之一，持有公司 2.87% 的股份。郑建国先生直接持有公司 41.55% 的股份，通过南京置益间接控制公司 11.41% 的股份，合计控制公司 52.96% 的股份，为公司的控股股东和实际控制人。郑建

国先生曾于1989年至1995年任交通部三航局三公司工程师；1995年9月至今任河海大学讲师，具备丰富的技术知识与实践经验。

在排名前十的股东中，讯飞投资占有一席，持股比例为2.87%。根据招股书披露的信息，讯飞投资的实际控制人徐景明曾任科大讯飞的董事会秘书，讯飞投资的合伙人刘庆峰系上市公司科大讯飞的董事长，持有讯飞投资40.85%的股份。

图 19： 公司股权结构图



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

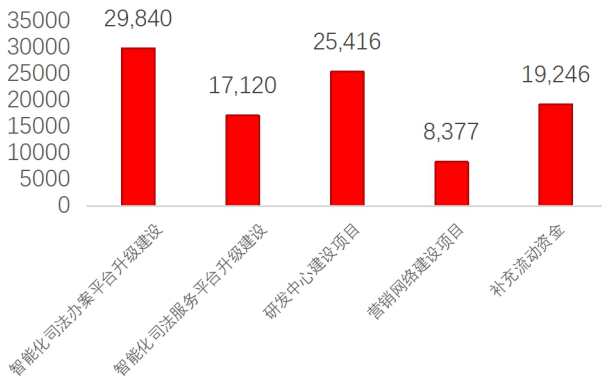
科大讯飞是公司供应商之一，为公司提供运维服务和软件产品开发。科大讯飞是中国人工智能产业的先行者，在法院信息化领域积累已久。在法院领域，科大讯飞是智慧法院大脑知识服务名录的技术厂商，截止到2022年上半年，已经实现了26个省级行政区共1,700多家法院的覆盖。作为人工智能领域的龙头厂商，有望助力公司智慧法院相关业务的进一步建设。

3.2 募投项目助力智能化产品升级，顺应下游市场发展需求

公司所募集的资金，主要用于智能化产品的升级和提升技术研发实力。在募投的五个项目中，有2个项目涉及智能化项目，总计投入约4.7亿元，有1个项目涉及研发中心建设，拟投入约2.5亿元。“智能化司法办案平台升级建设项目”、“智能化司法服务平台升级建设项目”，都是对公司现有的智能化产品进行的升级，以提高产品性能，增加产品功能，丰富产品系列。

公司的基础业务是法院信息化业务，通过不断满足下游法院客户的需求，通过目前在国内电子政务领域已经拥有较强的技术水平和行业口碑。此次IPO系列募投项目的落实，可以助力提升公司在智慧法院领域的核心竞争力和市场地位。公司进一步加码智慧审判、智慧执行、智慧服务、智慧管理业务等产品，完善“智慧法院”业务体系，加强在智能化产品方面的技术储备，为后续智慧法院业务发展蓄力。

图 20: 募投资金项目分布情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 21: 募投项目内容

项目名称	募集资金 (万)	目的	项目内容
智能化司法办案平台升级建设项目	29840.1	升级智能化司法办案平台, 进一步巩固公司在法院行业的地位	项目新建办公用房为智能化司法办案平台的开发及升级的相关人员提供办公场所, 总建筑面积为 8,400 平方米
智能化司法服务平台升级建设项目	17120.2	升级智能化司法服务平台, 进一步巩固公司在法院行业的地位	项目新建办公用房为智能化司法服务平台的开发及升级的相关人员提供办公场所, 总建筑面积为 4,600 平方米
研发中心建设项目	25415.8	提升自身技术水平, 加强科研能力, 为公司业务的发展提供技术支持	拟新建综合楼一幢, 作为研发中心投入使用, 总建筑面积为 2,000 平方米
营销网络建设项目	8377.44	搭建营销网络	拟在南京、成都、武汉、北京、广州、沈阳、西安分别设立营销中心, 并于杭州、合肥、福州、济南、昆明、贵阳等 15 个城市设立营销网点
补充流动资金	19246.5	补充公司日常运营及发展所需的流动资金	

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

升级智能化司法办案平台, 进一步巩固在法院行业的地位。“智能化司法办案平台升级建设项目”通过建设和升级“立案风险智能预警系统”、“执行实体化运行系统”、“静默化监督管理系统”等系统, 对发行人现有的智慧审判、智慧执行、智慧管理、智慧服务业务进行升级, 提升现有技术水平。通过打造“智慧法院”生态体系, 通过电子卷随案同步生成与深度应用打造智能立案、智能送达、智能阅卷、智能裁判、数字化执行、智慧服务、智慧管理等办案新模式, 积极助力法院推进应用智能化, 将有效提升法院的智能化建设水平, 推动法院各项工作变革和提升, 并进一步巩固公司在法院行业的地位。

升级智能化司法办案平台, 顺应了当前下游市场发展的需要: 1) 全国法院深入推进智慧法院建设, 不断完善智慧审判、智慧执行、智慧服务、智慧管理, 推动诉讼服务和审判辅助智能化, 下游对于相关智能化产品的需求日益提升。2) 新兴技术在法院信息化领域应用越来越广泛, 客户对于人工智能、云计算、区块链等技术的接受程度越来越高。

图 22: 公司典型案例



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

升级智能化服务平台, 加码现有智慧服务业务, 力司法服务行业发展。“智能化司法服务平台升级建设项目”通过建设升级“网上诉讼服务系统”、“线下诉讼服务系统”、“自助诉讼服务系统”, 进一步加码发行人现有的智慧服务业务, 提升现有技术水平。





司法服务涉及普通民众的需求，和司法办案属于不同的业务范畴。近年来，随着人工智能、云计算等新兴信息技术的不断发展，信息化、智能化已经在社会、经济、生活等多个层面发挥重要作用，推动着相关行业的发展。司法服务的智能化是司法服务行业发展的重要方向，行业需求将不断提升。“智能化司法服务平台升级建设项目”为各级法院、诉讼当事人、各类关联机构提供便捷的集约化、一体化的司法综合服务平台，推动公司司法服务平台的技术升级，助力我国司法服务行业发展。

3.3 软件+硬件构建智能化产品体系，打造智慧法院全流程解决方案

公司同时覆盖软件端与硬件端，打造了完整的产品体系。公司围绕“智慧法院”进行产品建设，形成了较为完善的产品序列，主要产品及服务涵盖软件产品开发、智能终端、技术服务、运维服务、平台运营以及司法辅助服务。公司在为客户开发相应行业应用软件的同时，也为其配套提供服务器、存储、网络安全设备等硬件，帮助其实现全业务流程的信息化。

软件产品开发为公司的核心业务，覆盖司法办案全流程。面对客户的不同需求，公司开发出“智慧审判”、“智慧执行”、“智慧服务”、“智慧管理”四类产品，主要针对法官在诉讼案件审判过程中的信息化需求、案件执行相关的信息化需求、诉讼参与人在办案过程中的信息化需求以及客户在日常业务管理中的信息化需求。在这四大类产品之下，公司研发出了金融纠纷一体化办案平台、破产案件一体化管理平台、速裁快审系统、要素式审判系统、电子质证系统、签章管理平台、智辅通系统等创新产品，覆盖包括诉讼服务、审判业务、执行业务、审判监督管理、政务管理等大部分法院办案办公流程。


图 23： 公司主要软件产品图

智慧审判	智慧执行
审判流程管理系统、电子卷宗智能服务系统、辅助事务集约化管理平台、破产案件一体化服务平台、金融案件一体化服务平台、要素式审判系统、电子质证系统等 	执行案件管理系统、网络查控系统软件、执行指挥中心实体化运行平台、执行标的物精细化管理系统、信用惩戒管理系统、执行通系统、执行调度管理系统等 
智慧服务	智慧管理
移动微法院、诉讼材料收转系统、网上诉讼服务平台、“12368”热线服务、全域诉讼服务平台、综合送达系统、涉诉涉执信访管理系统等 	档案管理系统、办公自动化管理系统、数据可视化平台系统、审判质效评估系统、执行质效评估系统、绩效考核系统、案件评查管理系统、督查督办系统等 

资料来源：公司官网、招股说明书、浙商证券研究所

在软件产品的基础上，智能终端提供硬件设备。公司委托供应商生产智能终端硬件部分，并嵌入公司专有软件产品。公司智能设备主要包括智能送达服务终端、智慧阅卷服务终端、智慧执行服务终端、智慧诉讼服务终端、智慧全功能服务终端、智能审验捺签终端以及电子卷宗阅卷本，应用于法院诉服中心/大厅、看守所/监狱、律所/社区以及金融机构等，全方位助力“智慧法院”生态系统发展。

图 24：公司主要智能设备介绍

智慧送达服务终端	智慧阅卷服务终端	智慧执行服务终端
实现送达文书的自助领取和打印，使法律文书送达工作从“有形、人工、单一”的窗口服务，转变为“无形、自助、多元”的智能服务	通过对身份认证的智能识别、采集、分析，为当事人、委托代理人、公安及检察机关等查询人提供预约申请、自助阅卷、卷宗打印等一体机功能，实现一键申请、一键浏览档案、卷宗	进行初次访谈、访谈笔录生成、电子签名入卷、线索举报、材料补充、执行立案申请、材料打印等多样化的执行自助服务
		
智慧诉讼服务终端	智慧多功能服务终端	智能审验捺签终端设备
集成第二代身份证读卡器、扫描仪、摄像头等电子数码一体化设备，具有自助立案、诉讼引导、案件查询、司法公开、自助缴费等功能	改变传统的人工窗口服务的工作模式，创新推动诉讼服务更加科学化、智能化、个性化、真正为人民群众提供“一站式”的司法自助服务	通过身份核验、电子签名、指纹捺印等方式，核验采集申请人的现场照片、指纹信息和手写签名，实现了各类服务事项办理过程的无纸化、智能化
		

资料来源：公司官网、浙商证券研究

4 盈利预测与估值

营业收入：公司在司法领域的产品序列完备，核心业务软件产品开发主要包括“智慧审判”、“智慧执行”、“智慧服务”、“智慧管理”等相关产品，形成了较为完善的产品序列。我们预测公司 2022-2024 年营收持续提升，增长率分别为 2.78%、28.39%和 27.28%，对应营收分别为 4.63 亿元、5.94 亿元和 7.56 亿元。

信息化项目建设：2022 年下半年受疫情影响影响严重，业务进度被拖累。随着疫情影响消除，业务进展有望加速，并且募投项目投入使用后，有望贡献收入增量。我们预测公司 2022-2024 年信息化项目建设营收增长率分别为 2.99%、28.20%和 26.95%，对应营收分别为 4.15 亿元、5.32 亿元和 6.75 亿元；

司法辅助服务：司法辅助业务是信息化建设的衍生业务，与信息化建设业务具有较强的协同作用，我们认为该业务有望随着信息化项目建设业务增长而增长，预计 2022-2024 年营收增速分别为 1.66%/30%/30%，对应营收为 0.44/0.57/0.74 亿元；

其他业务收入：其他收入主要系公司应客户需求，为其提供硬件采购的收入等，我们认为随着疫情影响消除，下游客户的信息化需求将拉动硬件采购需求的上升，该业务有望随着信息化项目建设业务增长而增长。预计 2022-2024 年营收增速分别为-5.25%/30%/30%，对应营收分别为 4.40/5.72/7.44 百万元；

毛利率：公司销售规模、盈利能力不断增强，行业整体形势较好，公司业务规模扩大，而公司成本主要以人工成本为主，相对较为稳定，我们认为随着收入规模的增长，毛利率将稳步增长。预计 2022-2024 毛利率为 55.32%/55.59%/55.80%；

费用率：我们认为随着收入规模的扩大和运营能力的提升，销售、管理、研发费用率有望得到控制，预计 2022-2024 年销售费用率为 9.71%/9.15%/8.74%，管理费用率为 7.12%/6.52%/6.41%，研发费用率为 24.11%/22.19%/21.67%；

表 6：盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	450.24	462.75	594.12	756.17
YOY	33.71%	2.78%	28.39%	27.28%
信息化项目建设	402.60	414.64	531.57	674.86
YOY	34.41%	2.99%	28.20%	26.95%
其中：软件产品开发	288.70	297.36	386.57	494.81
YOY	45.46%	3.00%	30.00%	28.00%
运维服务	68.26	70.31%	89.99	115.19
YOY	30.62%	3.00%	28.00%	28.00%
智能终端	18.06	18.78%	20.66	22.73
YOY	-47.98%	4.00%	10.00%	10.00%
技术服务	11.03	11.47	12.62	13.88
YOY	-20.30%	4.00%	10.00%	10.00%
平台运营	16.55	16.72	21.73	28.25
YOY	6520.00%	1.00%	30.00%	30.00%
司法辅助服务	43.00	43.71	56.83	73.88
YOY	29.17%	1.66%	30.00%	30.00%
其它业务收入	4.64	4.40	5.72	7.44
YOY	-70.96%	-5.25%	30.00%	30.00%
整体毛利率	56.65%	55.32%	55.59%	55.80%
销售费用率	8.26%	9.71%	9.15%	8.74%
管理费用率	6.22%	7.12%	6.52%	6.41%
研发费用率	20.22%	24.11%	22.19%	21.67%

资料来源：wind，浙商证券研究所

我们选取 AI+行业应用公司金桥信息、拓尔思、嘉和美康和科大讯飞作为可比公司进行相对估值，2023 年可比公司平均 59.14 倍 PE，考虑目前 AI 行情带动下，AI 行业信息化公司估值均有望获得提升，公司估值存在较大提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
603918.SH	金桥信息	54.79	12.16	15.30	1.04	1.38	52.72	39.73
300229.SZ	拓尔思	231.11	15.99	19.73	4.09	5.16	56.47	44.77
688246.SH	嘉和美康	63.82	10.65	13.86	1.19	1.66	53.71	38.49
002230.SZ	科大讯飞	1365.28	264.78	341.21	18.53	26.13	73.67	52.25
			平均				59.14	43.81
301378.SZ	通达海	48.81	5.94	7.56	1.15	1.49	42.35	32.65

资料来源：wind，浙商证券研究所（注：截至 2023 年 3 月 30 日）

5 风险提示

- 1、智能化产品落地不及预期的风险：**公司在布局智慧法院整体解决方案产品服务中，可能存在技术迭代不及预期，导致产品服务落地进程低于预期，进而影响公司业绩。
- 2、地方财政预算不及预期：**公司下游客户以法院为主，法院的信息化建设方面受地方政策和地方财政的影响较大，若地方财政预算有所削减，会导致下游客户对公司智能化产品需求降低，影响公司业绩表现。
- 3、下游客户需求不及预期的风险：**公司下游客户包含企业、银行、邮政等，未来若客户对公司法院信息化等智能产品投入增长放缓，需求下降，将影响公司营收；
- 4、市场格局变化的风险：**公司所处赛道竞争对手有华宇软件、榕基软件等，未来竞对公司产品及技术迭代有可能影响市场格局，若公司自身技术优势和市场份额受到挑战，将会影响公司营收和业绩表现。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	592	630	788	988
现金	100	174	285	448
交易性金融资产	293	269	281	275
应收账款	80	85	100	126
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	4	4	5	7
存货	31	49	59	69
其他	85	48	57	63
非流动资产	24	20	21	20
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4	2	3	3
固定资产	2	2	2	2
无形资产	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0
其他	17	15	15	15
资产总计	616	650	808	1008
流动负债	234	172	211	258
短期借款	0	0	0	0
应付款项	28	34	40	53
预收账款	0	0	0	0
其他	206	138	171	205
非流动负债	15	10	11	12
长期借款	0	0	0	0
其他	15	10	11	12
负债合计	249	181	222	270
少数股东权益	5	7	9	12
归属母公司股东权	362	461	577	726
负债和股东权益	616	650	808	1008

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	88	22	106	141
净利润	99	89	117	152
折旧摊销	2	1	1	1
财务费用	(1)	(2)	(3)	(5)
投资损失	(5)	(17)	(14)	(11)
营运资金变动	(35)	(30)	8	7
其它	30	(19)	(3)	(4)
投资活动现金流	(77)	42	1	17
资本支出	(1)	0	0	0
长期投资	(4)	2	(1)	0
其他	(72)	40	2	16
筹资活动现金流	(6)	10	4	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(6)	10	4	6
现金净增加额	6	74	111	163

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	450	463	594	756
营业成本	195	207	264	334
营业税金及附加	4	4	5	7
营业费用	37	45	54	66
管理费用	28	33	39	48
研发费用	91	112	132	164
财务费用	(1)	(2)	(3)	(5)
资产减值损失	9	1	7	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	17	14	11
其他经营收益	13	14	14	14
营业利润	106	94	125	162
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	106	94	125	162
所得税	7	5	8	10
净利润	99	89	117	152
少数股东损益	2	2	2	3
归属母公司净利润	97	88	115	149
EBITDA	107	94	123	158
EPS (最新摊薄)	2.11	1.91	2.51	3.25

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	33.71%	2.78%	28.39%	27.28%
营业利润	11.44%	(11.28%)	32.78%	29.72%
归属母公司净利润	10.52%	(9.48%)	31.34%	29.71%
获利能力				
毛利率	56.65%	55.32%	55.59%	55.80%
净利率	21.95%	19.33%	19.77%	20.15%
ROE	30.51%	21.00%	21.87%	22.58%
ROIC	26.19%	18.89%	19.71%	20.15%
偿债能力				
资产负债率	40.36%	27.91%	27.52%	26.74%
净负债比率	1.92%	0.88%	0.96%	1.05%
流动比率	2.53	3.67	3.73	3.83
速动比率	2.40	3.38	3.44	3.57
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.73	0.81	0.83
应收账款周转率	6.21	5.58	6.13	6.13
应付账款周转率	7.33	6.70	7.13	7.17
每股指标(元)				
每股收益	2.11	1.91	2.51	3.25
每股经营现金	1.92	0.48	2.31	3.05
每股净资产	10.50	10.03	12.54	15.79
估值比率				
P/E	50.35	55.62	42.35	32.65
P/B	10.11	10.58	8.46	6.72
EV/EBITDA	(3.54)	47.50	35.17	26.42

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>