

计算机行业深度研究报告

法律科技专题二：美股的“华宇软件”估值几何？

推荐（维持）

□ 导读：

关于华宇软件的估值，这一直是资本市场非常关注的问题。本篇报告通过分析海外可比公司泰勒科技，一方面研究华宇软件可能的成长路径，另外也探讨华宇软件的估值提升空间。华宇软件与泰勒科技都是稳健成长的白马企业，两家公司业务结构非常类似，并且在业务、财务、订单层面均展现出良好的成长潜力，但是无论从动态 PE 还是 19 年预测 PE 来说，华宇的估值远远低于泰勒。

□ 美股对标公司：总市值 82 亿美金、估值超过 50 倍的泰勒科技—美国专业的公共部门软件解决方案及服务提供商。泰勒业务涵盖财务/ERP、法院司法、公共安全、K12 教育等众多细分领域，客户群遍布全美 50 个州，加拿大，加勒比海，澳大利亚和其他国际地区的 15,000 多个地方政府机构。自 2002 年至今其收入和 EPS 年复合增长率分别达到 13% 和 22%，而且泰勒在手订单饱满，自由现金流稳定充足，SaaS 订阅收入占比快速提升，具有良好的成长潜力。正因如此，泰勒得到资本市场高度认可，股价 10 年上涨了逾 16 倍。

□ 多维度分析，华宇与泰勒科技均展现类似且稳健成长的特性。业务层面，华宇和泰勒都是政府 IT 领域的优质企业，司法业务都是其重要的业务线，并围绕政务 IT 布局教育信息化、ERP/OA、运维、公共安全等；财务层面，两者收入和现金流均呈现出稳健成长的态势，历史上的复合增速都较快；订单层面，两者在手合同饱满，为业绩持续快速成长提供支撑；此外，外延并购是加速成长的重要途径，两者在成长路径上都做了并购，当然，泰勒并购数量远远大于华宇，泰勒估值并没有因为并购而被拉低。

□ 综合来看，泰勒科技通过“内生+外延”全面布局政务 IT，且逐渐推出云产品，符合各个行业“上云”的趋势，而华宇推出了面向法律人的 SaaS 产品，且在法检、教育领域也积极推出商业模式创新的产品。拉长时间维度来看，华宇 30 倍的估值中枢远远低于泰勒 50 倍的估值中枢，且华宇处在行业景气度持续提升，业绩增速远高于泰勒科技的发展阶段，成长的天花板远未到来，同时 SaaS 云服务和产品创新前景值得期待，我们认为华宇软件估值存在较大的提升空间，强烈推荐。

□ 风险提示：订单增速下滑风险；市场竞争加剧；政策环境变动风险。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
华宇软件	21.41	0.66	0.81	0.99	32.44	26.43	21.63	4.36	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 11 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984

邮箱：chenbaojian@hcyjs.com

执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565

邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com

执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遙

电话：010-63214650

邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	203	5.64
总市值(亿元)	22,805.0	3.54
流通市值(亿元)	16,029.48	3.42

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.18	48.48	1.35
相对表现	-8.36	20.52	-0.15



相关研究报告

《计算机行业周报(20190325-20190329)：持续看好金融 IT 及自主可控》

2019-03-31

《法律科技专题：“从 1 到 N”的机会，智慧法院进入高景气周期》

2019-04-01

《计算机行业周报(20190401-20190404)：医疗 IT：创新助力，加速奔跑》

2019-04-07

目录

一、泰勒科技：稳健成长的全美公共部门软件解决方案及服务龙头.....	5
（一）泰勒科技是全美最大的公共部门软件解决方案及服务公司	5
1、营收持续稳定增长，现金流状况良好	6
2、商业模式优化，逐渐从 License 向订阅付费模式转变	8
3、迎政府软件升级机遇期，泰勒成长潜力巨大	9
（二）法院业务优势不断扩大，电子文档业务成为增长重要驱动力	11
1、美国法院信息化建设已相对完善，但投入仍在持续加大	11
2、泰勒在法院领域竞争力突出，产品创新和用户拓展延伸优势	12
3、电子文档业务有望成为公司法院业务成长的重要驱动力	15
（三）股价 10 年 16 倍，泰勒科技成长价值得到资本市场高度认可	16
二、对标泰勒科技，重新审视华宇软件的估值.....	17
（一）从三大维度分析，华宇软件与泰勒科技具有较好的可比性	17
1、业务层面：都是政府 IT 领域的优质企业，法律科技是重要业务线.....	17
2、财务层面：收入和现金流均呈现出稳健成长的态势	19
3、订单层面：在手合同饱满，为业绩成长提供支撑	19
（二）深耕“AI+法律服务”，华宇致力构造商业法律服务生态.....	20
1、2G 端：AI 赋能，法检行业智慧解决方案加速落地	21
2、2C 端：面向法律人的 SaaS 产品不断推出，打开更多想象空间.....	22
（三）对标泰勒科技，分析华宇软件的估值提升空间	25
三、风险提示.....	27

图表目录

图表 1	近三年来泰勒的并购事件	5
图表 2	泰勒主要的七大业务板块	5
图表 3	泰勒收入结构图	6
图表 4	2009-2018 年泰勒收入及增长率	7
图表 5	2009-2018 年泰勒净利润及增长率	7
图表 6	2009-2018 年末泰勒在手合同额	7
图表 7	2009-2018 年泰勒经营现金流量及增长率	8
图表 8	订阅模式有望给泰勒带来长期稳定的增长	8
图表 9	泰勒订阅服务收入比例不断上升	9
图表 10	泰勒自由现金流增速比收入更快	9
图表 11	政府软件升级的空间广阔	10
图表 12	泰勒面临巨大的市场机遇	10
图表 13	泰勒主要的竞争对手	11
图表 14	泰勒用户留存率高达 98%	11
图表 15	电子法庭建设正在迅速推广	12
图表 16	联邦司法机构的 IT 支出预测 (单位: 百万美元)	12
图表 17	泰勒在法院及司法领域主要有三大解决方案: Odyssey、Incode、Softcode	13
图表 18	美国前十县区法院中有 7 个是泰勒 Odyssey 的客户	13
图表 19	Odyssey 案件管理系统的主要功能	13
图表 20	Odyssey 案件管理系统用户界面	14
图表 21	Odyssey 新产品/解决方案	14
图表 22	泰勒法院司法解决方案覆盖美国 26 个州, 40% 的人口	15
图表 23	典型的电子文档实施流程	16
图表 24	泰勒电子文件文档业务收入 (单位: 万美元)	16
图表 25	泰勒近 10 年来股价走势	17
图表 26	华宇主要行业解决方案	18
图表 27	2017 年华宇收入结构	18
图表 28	2009-2018 年华宇收入及增长率	19
图表 29	2009-2018 年华宇归母净利润及增长率	19
图表 30	2009-2017 年华宇经营性现金流量	19
图表 31	华宇 2017Q1-2019Q1 订单数量与总额	20
图表 32	华宇人工智能认知平台——元典睿核	21

图表 33	新一代华宇智慧法院应用系统总体架构	22
图表 34	华宇智慧法检解决方案	22
图表 35	华宇 C 端产品及功能一览	23
图表 36	元典律师工作平台功能	24
图表 37	元典智库主要特色功能	24
图表 38	“法官怎么判” 主页	25
图表 39	2017 年至今泰勒估值 (PE【TTM】) 变动	25
图表 40	2017 年至今华宇估值 (PE【TTM】) 变动	26
图表 41	泰勒 2019 年收入及业绩指引	26
图表 42	华宇与泰勒的估值对比	27

一、泰勒科技：稳健成长的全美公共部门软件解决方案及服务龙头

（一）泰勒科技是北美最大的公共部门软件解决方案及服务公司

泰勒科技成立于 1966 年，1998 年以前泰勒是一家经营各种工业、零售和分销业务的多元化公司集团，1997 年开始着手一项多阶段成长计划，主要致力于解决全国范围内当地政府的信息化信息管理需求。1998 年，泰勒通过一系列战略性收购，迈入政府 IT 市场。自此公司并购步伐不断加速，据我们统计，泰勒科技自 1998 年以来总共收购收购了 32 家企业，不断完善自身在泛政府 IT 服务领域的布局。

图表 1 近三年来泰勒的并购事件

时间	收购公司	简介
2017.05	Modria	Modria 成立于 2011 年，总部位于加利福尼亚州圣何塞，主要为法院和财产税相关组织提供完整的在线争议处理（ODR）解决方案
2018.01	Radio 10-33	Radio 10-33 是音频和数字双向无线电通信技术服务商
2018.03	Socrata	Socrata 主要业务为数据洞察，公民参与和绩效优化
2018.05	Sage Data Security	Sage 是网络安全领先企业，支持网络安全全生命周期管理，包括程序开发，教育和培训，威胁检测，技术测试，咨询服务和数字取证。
2018.09	CaseloadPRO	CaseloadPRO 成立于 2009 年，为全国的缓刑和假释部门提供全面的监管解决方案，目前客户范围覆盖 23 个州的 110 个机构，拥有 5,000 名用户，其产品仅以 SaaS 模式提供
2018.10	MobileEyes	MobileEyes 成立于 2002 年，是一家火灾防控与检测、应急响应等公共安全解决方案提供商，以 SaaS 模式为消防部门，建筑部门，喷水灭火系统和报警承包商等 240 个客户提供服务，执行自定义检查，并生成专业报告，并快速将结果进行反馈
2018.12	SceneDoc	SceneDoc 成立于 2011 年，总部位于加拿大，当前员工数量为 18 人，是一家为执法机构提供移动优先、SaaS 服务软件的企业，可利用从智能手机、平板电脑或者其他可穿戴设备进行现场取证，具有安全的存储，而且可将信息上传到云端。
2019.02	MyCivic	MyCivic 是一家为市民与当地政府互动提供应用软件的企业，通过将市民与其所在城市提供的所有服务，资源和信息联系起来，主要功能包括账单支付、报告功能、活动日历和商业目录
2019.02	MicroPact (1.85 亿美元)	MicroPact 总部位于弗吉尼亚州，拥有 469 名员工，年收入超过 7000 万美元，是一家为政府提供专业领域案例管理和业务流程管理软件的领先供应商。它为 350 多个顶级公共部门客户提供服务，包括司法部、财政部、社会保障管理局和美国国家航空航天局、以及加州消费者事务部、田纳西州卫生部和佛罗里达州监管办公室等。

资料来源：维基百科，华创证券整理

目前泰勒科技已成为全美最大的专注于为公共部门、联邦机构、州和学区提供软件解决方案和技术服务的公司。其客户群包括遍布全美 50 个州，加拿大，加勒比海，澳大利亚和其他国际地区的 15,000 多个地方政府机构。2017 年，《福布斯》将泰勒列入“最具创新力成长型公司”名单，《财富》将泰勒列入“100 家增长最快的公司”名单。

图表 2 泰勒主要的七大业务板块

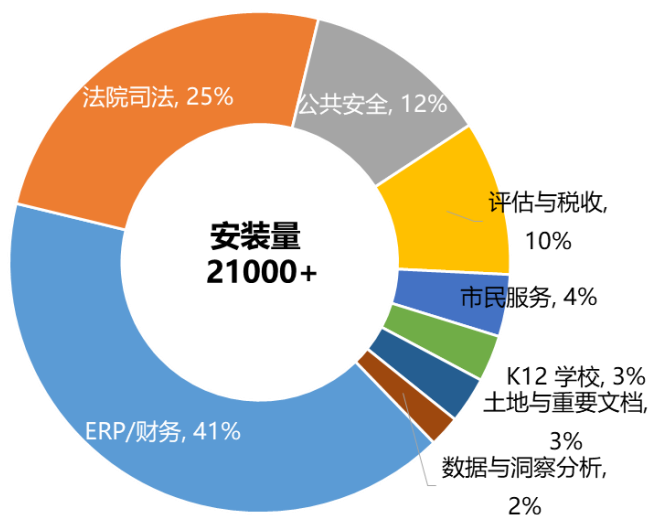
解决方案	功能模块
财务管理与教育解决方案	定制化基金会会计系统、公共事业支付系统、学校财务管理系统、K-12 学校学生信息系统、学生交通方案
法院及司法解决方案	法院案件管理系统、法院执法系统、检察信息系统、庭前/缓刑监督管理系统
公共安全解决方案	911/CAD 解决方案、安全档案管理解决方案、执法/消防移动解决

解决方案	功能模块
	方案、监狱管理解决方案、民事处理解决方案
资产评估及税务解决方案	记录保存、批量评估、查询和抗议跟踪、评估和税收生成、税务报表处理、状态级别报告。
规划、监管和维护解决方案	-
土地及重要档案管理解决方案	-
数据及洞察分析解决方案	-

资料来源：公司公告、华创证券

财务/ERP 与法院业务是泰勒科技最主要的收入来源。从收入结构来看，泰勒最大的收入来源为财务/ERP 系统，占比为 41%；其次是法院司法系统，占比为 25%；公共安全、资产评估与税收的收入占比分别为 12% 和 10%。

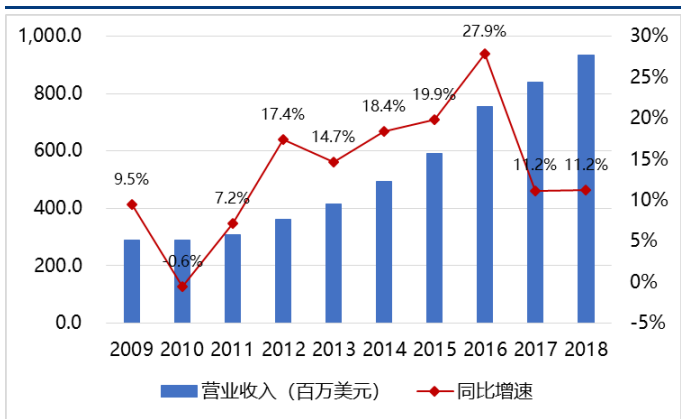
图表 3 泰勒收入结构图



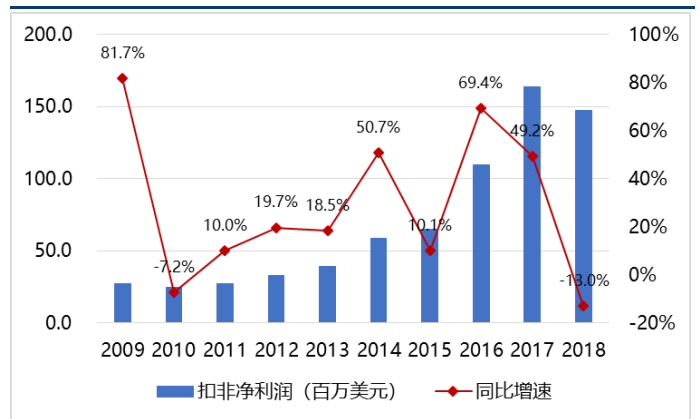
资料来源：泰勒科技官网、华创证券

1、营收持续稳定增长，现金流状况良好

收入和净利润持续保持稳健增长。1) 泰勒 2009-2018 年收入复合增长率达 13.9%，2018 年收入达到 9.4 亿美元，同比增长 11.2%；而且收入中 65% 的比例都是经常性收入（包括软件维护及 SaaS 服务收入）。2) 泰勒 2009-2018 年净利润复合增长率达 20.8%，2018 年净利润达到 1.47 亿美元，同比下降 13.0%。

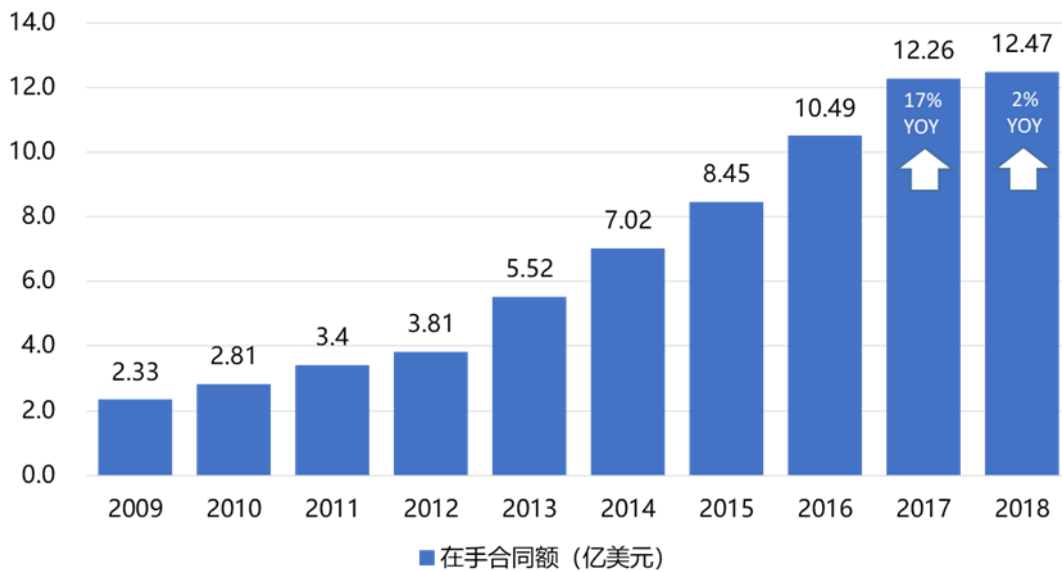
图表 4 2009-2018 年泰勒收入及增长率


资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 2009-2018 年泰勒净利润及增长率


资料来源: Wind, 华创证券

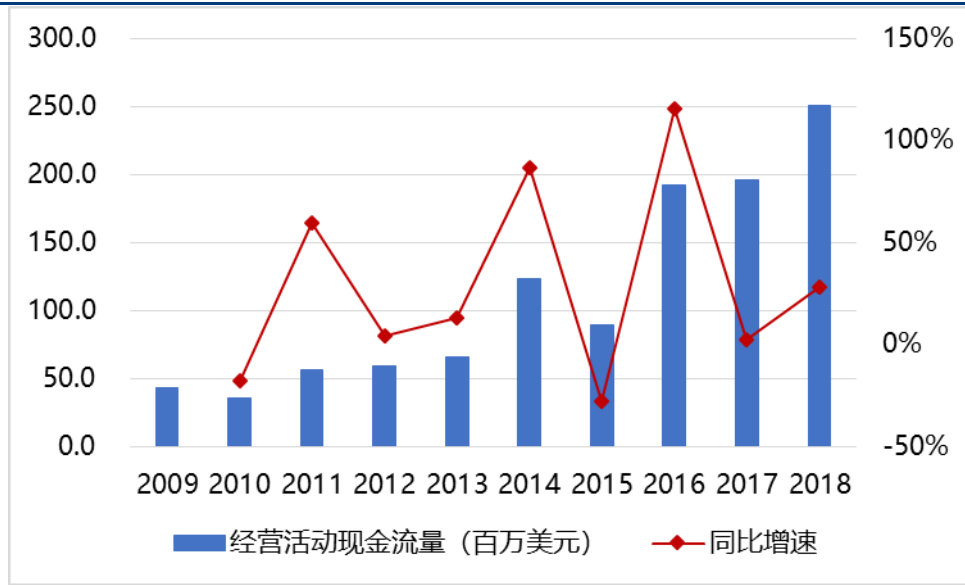
订单快速增长, 为泰勒收入高速增长奠定坚实基础。泰勒客户数量快速增长, 平均每周增加 15 个新客户; 而且泰勒在手合同额也在快速增长, 截止 2018 年底在手合同总额为 12.47 亿美元。

图表 6 2009-2018 年末泰勒在手合同额


资料来源: 泰勒科技官网, 华创证券

强劲的现金流也为泰勒成长提供充足动力。2014-2018 年泰勒累计经营现金流量为 9.15 亿元, 约为其累计收入 (Non-GAAP) 的 1.4 倍。凭借良好的现金流, 泰勒才得以有足够的资金来提升股东价值, 具体表现为: **1) 战略收购**。泰勒自 2006 年起进行了 29 起收购, 不断扩大经营范围, 拓展业务, 加强竞争实力。其中对 Socrata 的收购使其成为了公共部门数据共享和分析领域的市场领导者。**2) 商业投资**。投资也为泰勒带来了巨大收益, 预计在 2019 年带来 5400 万-5600 万美元的收入。**3) 股权回购**。用充分的闲置基金进行股权回购, 展现了其对自身发展和股权价值的信心。

图表 7 2009-2018 年泰勒经营现金流量及增长率

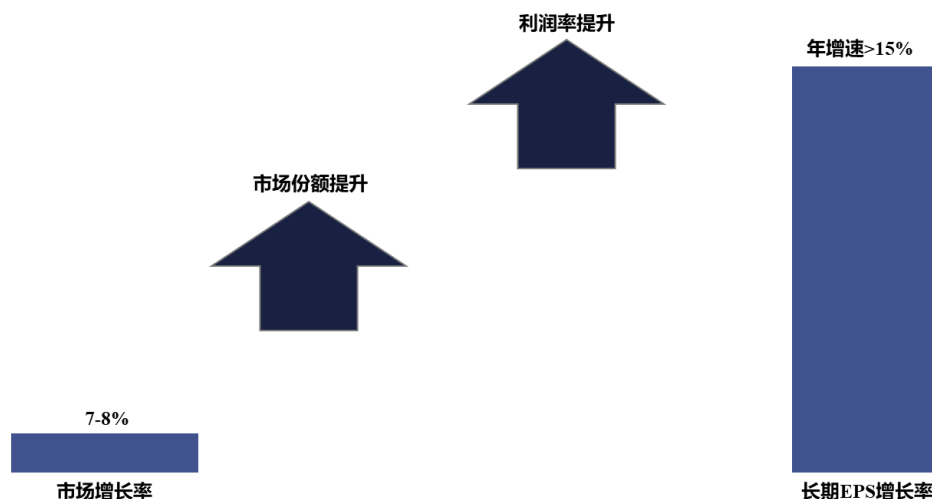


资料来源: Wind、华创证券

2、商业模式优化，逐渐从 License 向订阅付费模式转变

订阅式收费有望给泰勒带来长期稳定的增长。1) 对于一次性付费客户，泰勒通常根据标准的永久许可协议向客户提供软件服务，如财务管理、教育、房产评估和税务产品领域。2) 对于不希望维护、更新系统，或者不希望为技术预先进行资本支出的客户，则通过泰勒云为他们提供 SaaS 服务。客户将软件和客户数据托管在泰勒的数据中心或第三方数据中心，通常与泰勒签订多年的订阅服务合同。订阅式收费不但为客户提供了更好的产品和服务体验，提高客户满意度，而且增加了单量产品的收费金额，带来稳定的可持续收入与现金流。

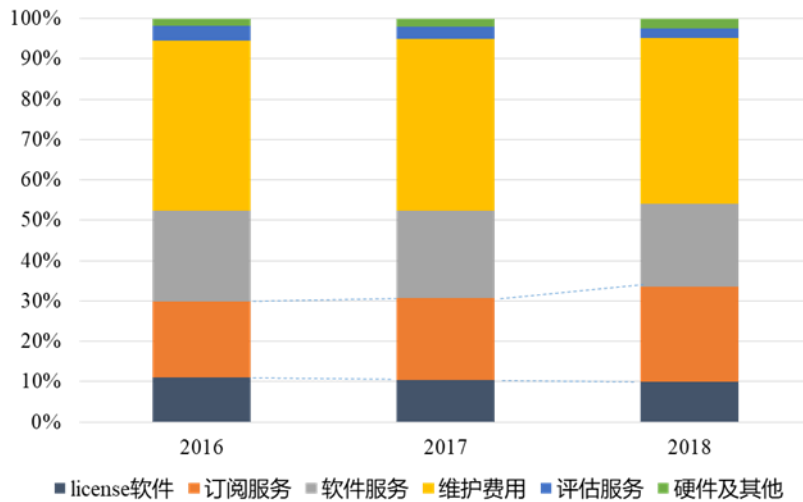
图表 8 订阅模式有望给泰勒带来长期稳定的增长



资料来源: 泰勒科技官网、华创证券

依托于坚实的 License 产品及客户基础，泰勒订阅模式快速发展。一方面，2018 订阅收入同比增长 27%，在总收入中的比例已达到 23.6%。另一方面，在新的软件项目中，有 30%-50%是订阅服务，整体趋势向上。

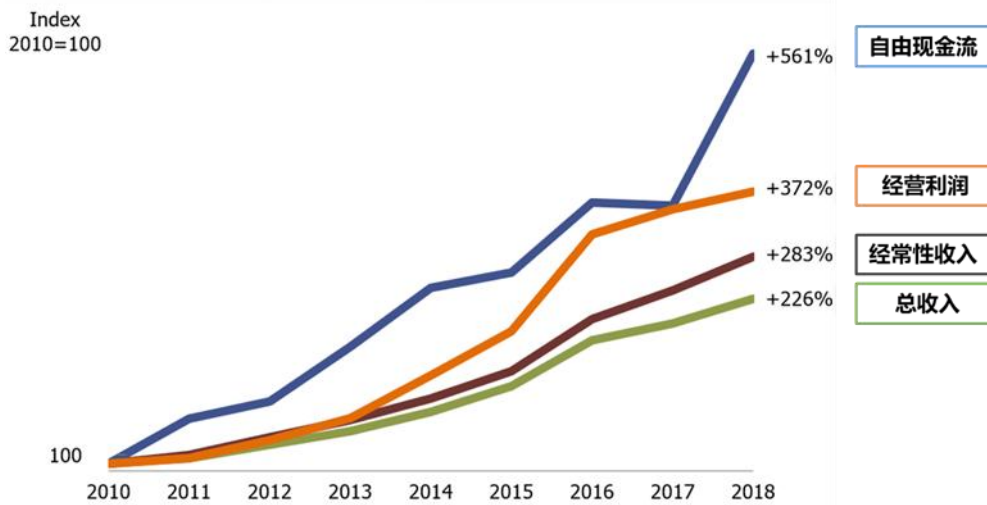
图表 9 泰勒订阅服务收入比例不断上升



资料来源: Wind、华创证券

此外，泰勒收入与自由现金流的稳定快速增长，也彰显其向订阅收费模式转型成效显著。

图表 10 泰勒自由现金流增速比收入更快

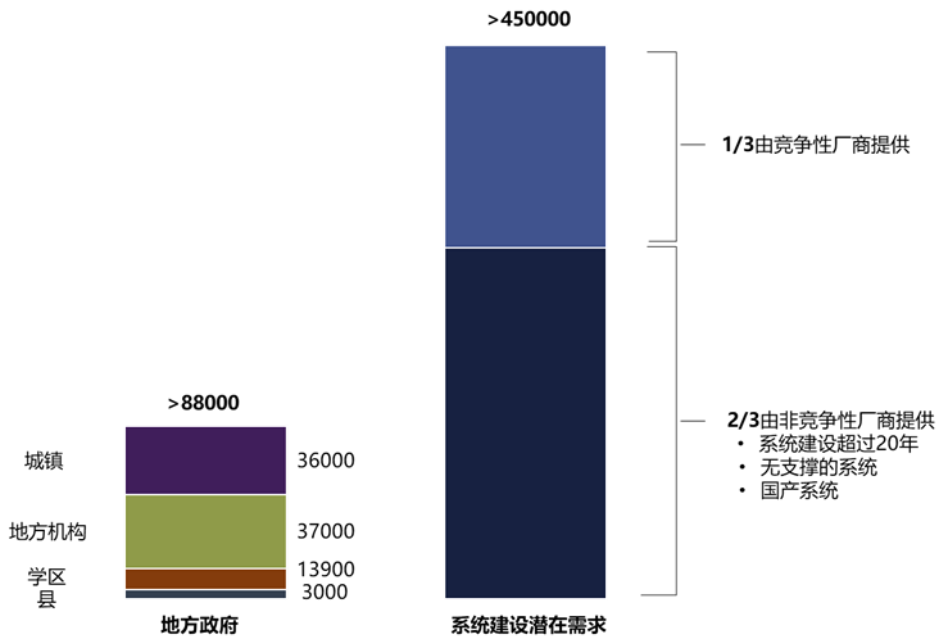


资料来源: 泰勒科技官网、华创证券

3、迎政府软件升级机遇期，泰勒成长潜力巨大

行业迎来政府软件升级的重大机遇。州和地方政府是美国最大和最分散的信息技术市场之一，由 50 个州、大约 3000 个县、36000 个城镇和 13900 个学区组成。这个市场还包括大约 37000 个特别行政区和其他机构，每个机构都有专门的授权职责和独特的信息管理要求。传统上，地方政府机关和机构只负责履行国家职责，包括财产评估、记录保存、道路维护、执法、选举和司法职能的管理以及提供福利援助等。现在刑事司法和惩戒、行政和财政、公共安全、卫生和人力服务、规划等领域对信息化有更迫切的需求，同时地方政府越来越认识到新技术能使政府更有效地运作，行业迎来政府软件升级的重大机遇。

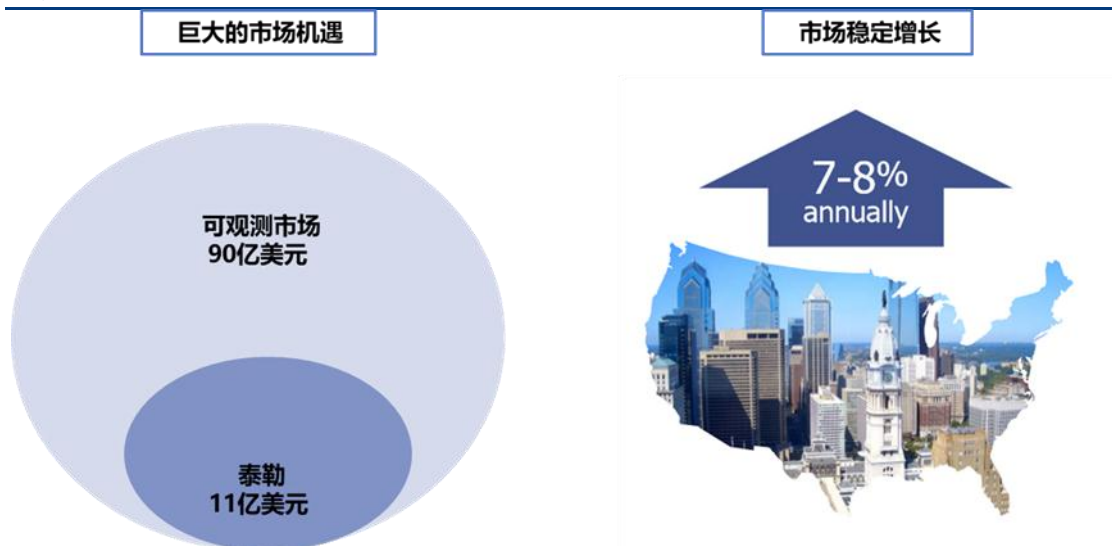
图表 11 政府软件升级的空间广阔



资料来源：泰勒科技官网、华创证券

据 Gartner 预测，1) 美国州政府和地方政府的应用软件和垂直领域专用软件支出将从 2019 年的 161 亿美元增加到 2022 年的 196 亿美元；专业支持与服务市场预计将从 2019 年的 316 亿美元扩大到 2022 年的 352 亿美元。2) 预计中小学教育软件市场将从 2019 年的 28 亿美元增至 2022 年的 36 亿美元，而专业支持与服务预计将从 2019 年的 19 亿美元增至 2022 年的 22 亿美元。而根据泰勒预测，其所面向的政府 IT 市场可达 90 亿美元，而且未来市场将保持 7%-8% 的增速稳定增长。

图表 12 泰勒面临巨大的市场机遇

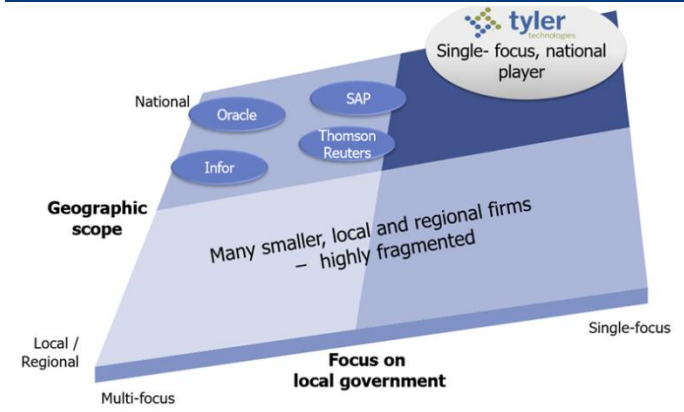


资料来源：泰勒科技官网、华创证券

与竞争对手相比，泰勒优势也非常突出。泰勒主要的竞争对手包括几类：一是规模较小的地方性企业；二是甲骨文、Infor、SAP、Workday 等全球性公司；三是一些咨询和集成类公司，这些公司主要为较大的政府机构开发定制化系统。与小规模企业相比，泰勒在产品、技术已经覆盖范围上更有优势，与甲骨文等全球性公司相比，泰勒的优势在

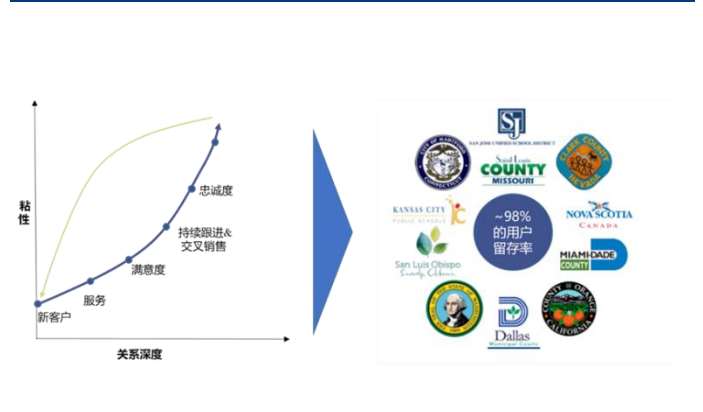
于在政府领域的业务做得更专注，可为地方政府设计定制化的解决方案，高专注度也是公司维持高续约率的重要原因。

图表 13 泰勒主要的竞争对手



资料来源：泰勒科技官网、华创证券

图表 14 泰勒用户留存率高达 98%



资料来源：泰勒科技官网、华创证券

泰勒发展思路清晰，长期成长潜力巨大。根据公司发展思路，未来 4-6 年公司将 1) 持续提升市场份额和利润率；2) 通过收购/内部发展扩充产品线；3) 持续向 SaaS 模式转型；4) 继续大力发展电子文档业务；5) 继续进行战略并购；6) 发展国际业务。随着公共部门对新产品需求的释放及原有软件逐步更新换代，美国地方政府 IT 市场仍有望保持稳定增长。而泰勒持续深耕地方政府 IT 市场，竞争优势突出，发展思路清晰，未来发展潜力巨大。

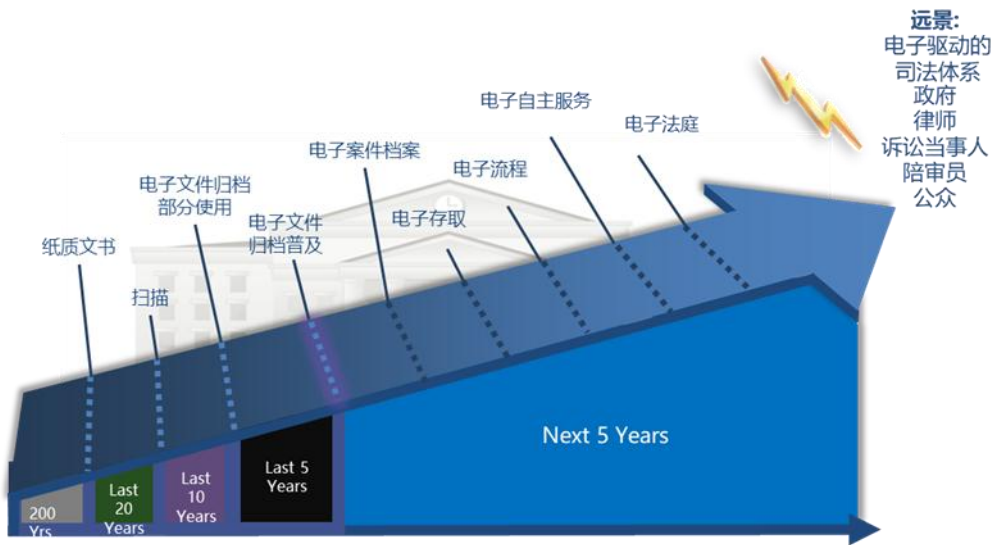
(二) 法院业务优势不断扩大，电子文档业务成为增长重要驱动力

1、美国法院信息化建设已相对完善，但投入仍在持续加大

美国法院信息化建设已经较为完善。在法院层面，美国在上世纪 60 年代便将信息技术应用于诉讼程序中。目前，在法院工作中，信息化技术应用已成常态。在内容上，信息技术的应用领域既涵盖了诉讼程序、卷宗等法院司法工作，也涵盖了法院人事、财务等行政工作。例如，在电子文档管理等 面有案件管理/电子卷宗系统、缓刑与审前案件追踪系统，在行政管理层面有财务管理系统、司法盘存系统等。在主体层面，信息技术的面向对象既包括法院的司法人员和其他工作人员，也包括社会公众。

美国法院司法领域新系统的建设以及原有系统的更新替代在持续推进。例如，1) 缓刑和审前案件跟踪系统目前已发展成为美国缓刑和审前服务人员不可或缺的监督和调查工具，系统的更换预计将在未来几年分阶段完成，而预选活动预计将在 2018 年年底完成。2) 美国司法机构综合财务管理系统(JIFMS)的部署已经完成，目前正在整个司法机构使用，以支持核心会计和采购职能。目前的工作重点是取代民事/刑事会计模块，该模块支持地区法院的民事和刑事债务管理职能。开发工作已经完成，计划于 2018 年开始实施。此外，司法机构正在建立一个自动收集和接收系统，以取代地区、破产和上诉法院使用的各种系统，并将与 JIFMS 集成。

图表 15 电子法庭建设正在迅速推广



资料来源：泰勒科技官网、华创证券

尽管建设程度已经比较高，美国在司法领域的信息化投入仍在持续加大。美国最新发布的“2019 至 2023 年度联邦司法部门信息技术长期规划”预测，2019-2023 年联邦司法机构的 IT 支出仍将保持稳定增长。

图表 16 联邦司法机构的 IT 支出预测（单位：百万美元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
行政管理系统	78.1	74.9	76.2	78.3	77.2
案件管理系统	41.0	32.0	32.5	32.8	33.3
法院直接支付	83.3	83.4	92.7	94.0	95.4
法院支持资金	61.3	61.3	62.5	63.7	65.0
基础设施及协作工具	146.8	157.8	142.0	142.2	139.4
司法统计与报告	17.6	17.8	25.5	25.7	25.8
通讯费用	94.8	95.7	117.3	125.0	118.3
小计	522.9	522.9	548.7	561.7	554.4
公众获取法院信息的电子渠道建设	171.6	196.0	200.8	180.9	178.5
JITF 总资金需求	694.5	718.9	749.5	742.6	732.9

资料来源：美国 2019 至 2023 年度联邦司法部门信息技术长期规划、华创证券（注：美国的法院体系包括联邦法院体系及州法院体系，本预测只含联邦法院体系数据）

2、泰勒在法院领域竞争力突出，产品创新和用户拓展延伸优势

泰勒在法院及司法领域有超过 30 年的行业经验，为了确保与客户建立长期合作关系，其持续加大研发增强新技术和新产品的竞争力，法院及司法领域共有超过 150 名开发人员。

图表 17 泰勒在法院及司法领域主要有三大解决方案：Odyssey、Incode、Softcode

产品/解决方案	用途	主要功能模块
Odyssey	面向州县的案件管理系统	Case Management、Clerk Edition、Judge Edition、File & Serve、Financial Manager、Portal、Guide & File
Incode	面向市政法庭的案件管理系统	Incode Court Case Management、Incode Court Online
Softcode	民事处理软件	CivilServe、CivilMobile、CivilView、and SalesWeb

资料来源：泰勒科技官网、华创证券

1) Odyssey 是业界领先的案件管理系统

美国前十大区县法院中有 7 个是泰勒 Odyssey 案件管理系统 (CMS) 的客户。其中，在德克萨斯州和加利福尼亚州，公司的解决方案服务 70% 的人口。

图表 18 美国前十县区法院中有 7 个是泰勒 Odyssey 的客户

美国最大的 10 个县区	CMS 供应商
洛杉矶	泰勒科技
库克县	泰勒科技
哈里斯县	泰勒科技
马里科帕县	
奥兰治县	泰勒科技
圣地亚哥县	泰勒科技
国王郡	
迈阿密县	泰勒科技
达拉斯县	泰勒科技
皇后区	

资料来源：泰勒科技路演 PPT、华创证券

泰勒科技的 Odyssey 产品套件是一个全面的端到端法院和司法软件解决方案，助力法院实现现代化和自动化流程。该系统包含法院管理中，从电子文书归档到处置等各个流程所需的所有功能。Odyssey 案件管理系统是 Odyssey 产品套件的核心。

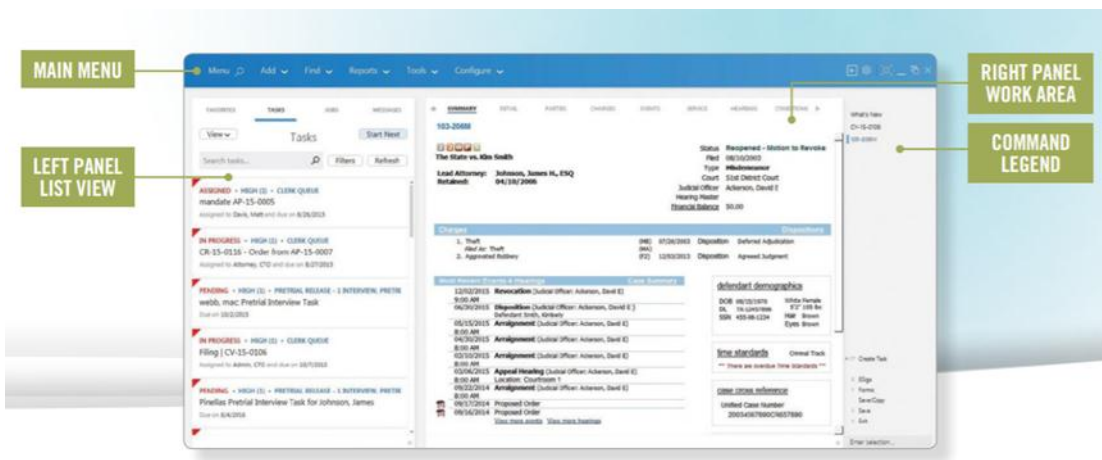
图表 19 Odyssey 案件管理系统的主要功能

功能	概述
电子文书文档	Tyler 电子文档解决方案、Odyssey File & Serve 改变了文件处理，文档和服务繁琐的流程，节省时间、增加便利性、并降低法院，律师和诉讼当事人的费用
法官 APP	可以直接、安全地从工作台获取关键案例信息，并可以使用触摸屏获取高级或详细视图
庭审会议记录	自动化生成法庭任务和组织信息，使职员能够在法庭上快速访问和输入关键数据
文档管理	Odyssey 的文档管理应用程序让数千个文档集中在应用程序，可以简化、组织和共享重要信息，降低成本，消除纸张和节省时间。而且支持远程办公的分布式文档存储，而图像一般被上传到中央服务器进行备份

功能	概述
公众获取渠道	Odyssey Portal™是一款基于 WEB 端的应用程序，司法合作伙伴、律师和公众可 24*7 小时地实时安全地从个人电脑、mac、平板电脑或智能手机获取法庭数据，从而提高了法庭效率。
财务管理	Odyssey Financial Manager™让用户能够跟踪账户、处理财务、确保管理交易安全有效。

资料来源：泰勒科技官网、华创证券

图表 20 Odyssey 案件管理系统用户界面



资料来源：泰勒科技官网、华创证券

2) 通过产品创新和用户拓展，泰勒不断扩大在法院领域的优势

一方面，凭借行业领先的产品优势，Odyssey 通过不断发布新产品。泰勒先后发布了电子签名（2008）、SaaS 服务（2009）、Odyssey Judge Edition（2009）、Odyssey File & Serve、（2011）、Odyssey Guide & File（2014）、Odyssey Jury（2016）和针对上诉法院的案件管理系统（2016）。

图表 21 Odyssey 新产品/解决方案

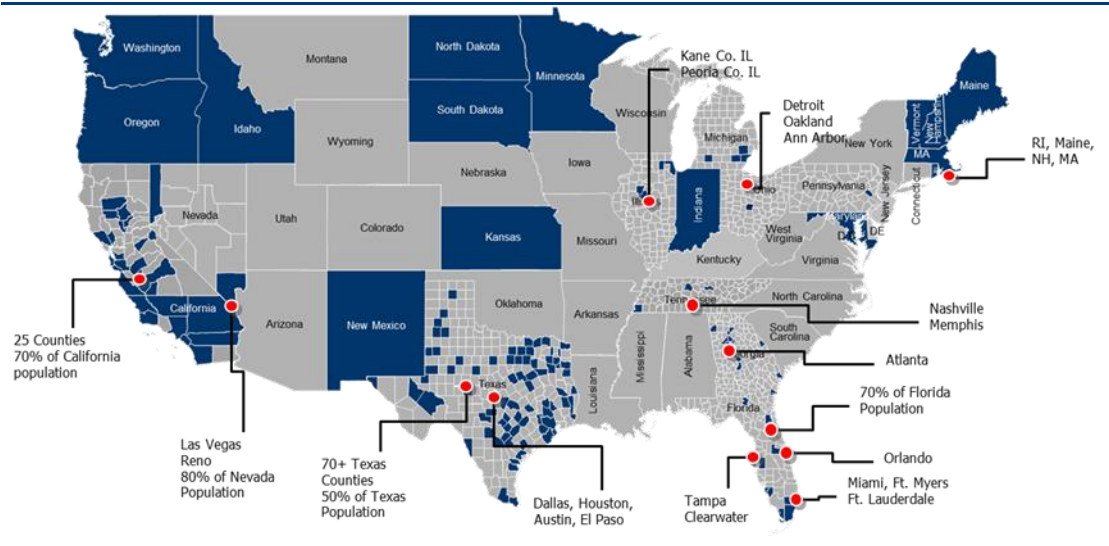
产品/解决方案名称	主要功能
Electronic Signatures	简化办公流程，实现轻松查看、注释和签署文档，用户能够方便快捷地将电子签名应用于向法院提交的文档以及 Odyssey 内部生成的文档
Odyssey File & Serve	通过安全的网络门户网站向法院提交电子文件，包括为法律界和诉讼当事人（SRL）提供在线申请服务，此外还可以实现在线审批和在线缴费等功能。
Odyssey Guide & File	可以指导诉讼当事人完成法庭表格和在线提交案件的过程，无需到法庭柜台办理。
Odyssey Judge Edition™	法官可以在开庭的时候，有效和安全地访问关键案件信息
Odyssey Jury	端到端的全州企业陪审团系统，它有效地组织和简化了州和县两级的陪审团甄选过程

资料来源：泰勒科技官网、华创证券

另外一方面，覆盖地理范围不断扩大。Odyssey 已经成为各州、县首选的法律平台，覆盖范围包括：明尼苏达州（2002）、印第安纳州（2005 年）、新墨西哥州（2005 年）、北达科他州（2008 年）、南达科他州（2008 年）、俄勒冈州（2008 年）、马里兰州（2011 年）、罗德岛（2011 年）、爱达荷州（2011 年）、华盛顿（2011 年）、德克萨斯州（2011

年)、伊利诺伊州(2016年)和缅因州(2017年)。

图表 22 泰勒法院司法解决方案覆盖美国 26 个州, 40% 的人口



资料来源: 泰勒科技官网、华创证券

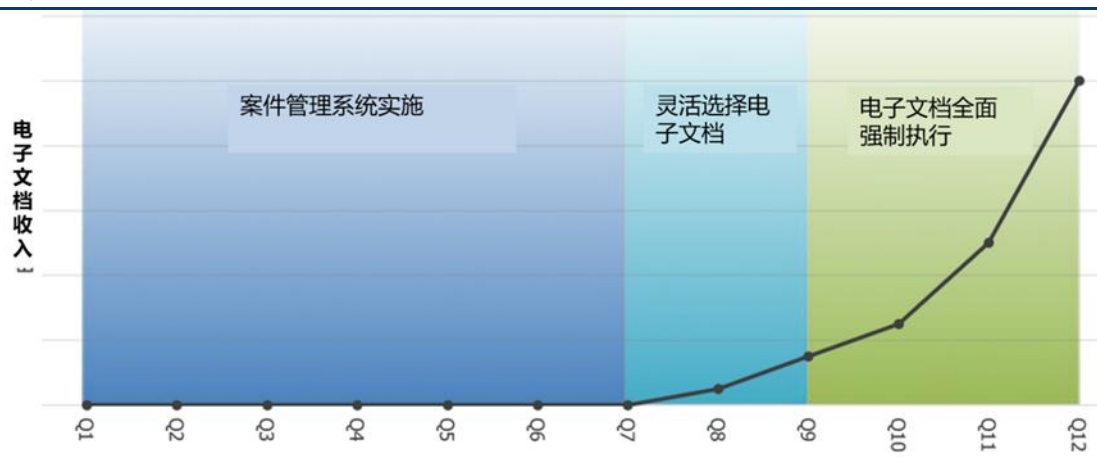
2018 年 8 月, 泰勒科技宣布已在澳大利亚北领地民事和行政法庭 (NTCAT) 扩展其 Odyssey® 案件管理解决方案。根据新协议, Tyler 将与 NTCAT 一起完成其 Odyssey 解决方案向最高法院和地方法院的推广和实施。除了在澳大利亚的客户外, Tyler 还为加拿大、加勒比海地区和其他国际地区的客户提供服务。当前 Odyssey 已为全球超过 1.3 亿的公民和居民提供服务。

3、电子文档业务有望成为公司法院业务成长的重要驱动力

美国司法机构正在向下一代案件管理和电子文档系统 (CM/ECF) 过渡, 给电子文件文档业务带来重要机遇。案件管理和电子文档系统 (CM/ECF) 使用标准的计算机硬件, 与互联网相连, 并且配有浏览器, 用户可以提交 PDF 格式的文件 (为了增强安全性以及更便于文档, 正计划要求文件提交者使用新的 PDF/A 格式)。该系统使用方便, 文件提交者用传统的文字处理软件准备好文件, 然后保存为 PDF 格式即可。在用法院派发的密码登录网站之后, 输入有关案件和要提交的文件的基本信息, 再附上文件, 即可完成提交。使用该系统通过互联网提交文件没有附加费用, 文件提交后, 系统会自动生成一份通知, 证明法院收到了文件, 并通过电子邮件寄给涉案的当事各方。在案件管理和电子文档系统 (CM/ECF) 下, 公众可以通过联邦法院的电子档案公共入口找到法院电子数据的入口, 进而通过互联网获取文件。诉讼当事人会收到一份免费的案件电子档案副本, 可以保存起来, 也可以打印出来。

下一代 CM/ECF 于 2014 年首次向一批试点法院发布, 其中两个法院于 2014 年 10 月开始现场运作(第二巡回上诉法院和第九巡回上诉法院)。根据美国“2019 至 2023 年度联邦司法部门信息技术长期规划”, 截止 2018 年底, 所有的上诉法院和 22 个破产法院已迁移至下一代案件管理/电子文档系统 (CM/ECF), 预计到 2021 年底所有的法院将迁移至下一代案件管理/电子文档系统 (CM/ECF)。

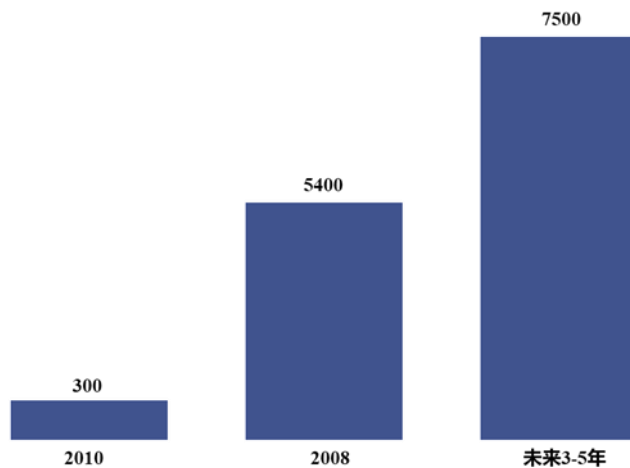
图表 23 典型的电子文档实施流程



资料来源：泰勒科技路演 PPT、华创证券

泰勒电子文档业务非常有竞争力，业务范围已经覆盖全国，收入金额已经超过了全国其他服务商的收入之和。2018 年底泰勒电子文档业务 ARR 为 5400 万美元，收入主要来源于交易费用和固定费用。1) 电子文档交易费主要涉及律师和其他第三方通过公司的文档服务向法院提交的文件和通过泰勒的查阅服务检索存档文件，据泰勒官网介绍，电子文档平台用户已超过 85 万名，这些用户每年在公司的平台上提交的文件超过 2800 万份。对于向法院提交的每一份文件，提交人通常向其支付交易费和法院备案费，由泰勒将部分交易费和备案费汇给法院，将交易费用记作收入，而汇入法院的交易费用则记作销售成本。2) 而在某些情况下，用户支付固定费用，泰勒在合同期间按比例确认收入。

图表 24 泰勒电子文件文档业务收入 (单位: 万美元)



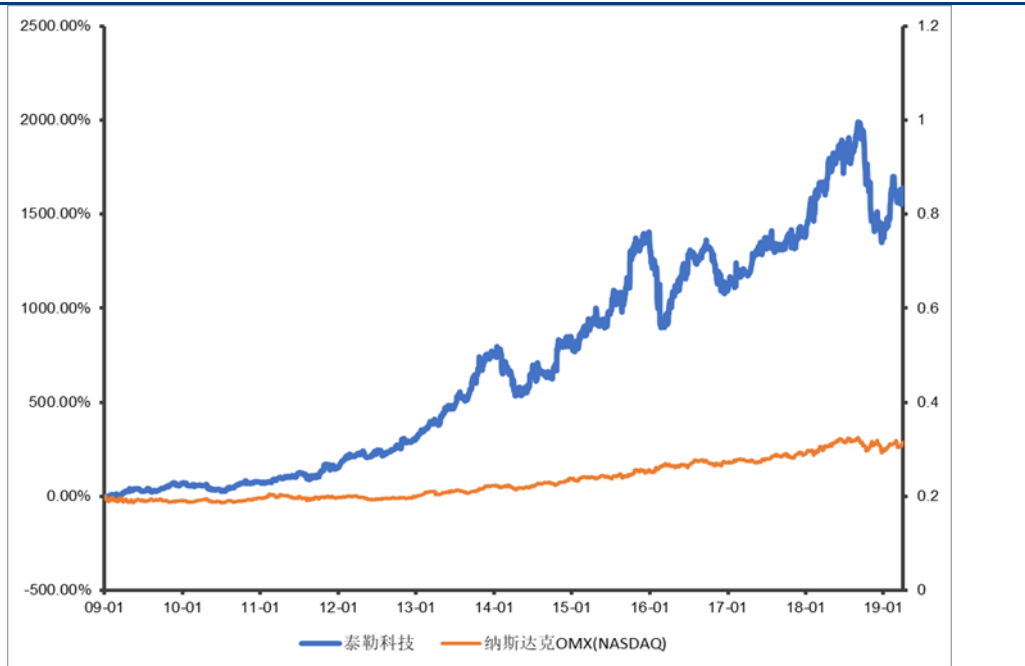
资料来源：Wind、华创证券

在司法机构向下一代 CME/ECF 迁移的浪潮下，泰勒将巩固现有客户同时拓展新客户，继续扩张产品线，有望实现业务快速发展，公司预测电子文档业务的总可寻址市场将达到 2.5-3 亿美元。

(三) 股价 10 年 16 倍，泰勒科技成长价值得到资本市场高度认可

10 年超 16 倍涨幅，彰显资本市场对公司长期成长价值的认可。在业务稳健成长的同时，公司市值也实现了稳健提升。自 2009 年初至今，公司股价上涨幅度超过 16 倍，充分说明公司稳健成长的价值得到了资本市场的认可。

图表 25 泰勒近 10 年来股价走势



资料来源: Wind、华创证券

二、对标泰勒科技，重新审视华宇软件的估值

(一) 从三大维度分析，华宇软件与泰勒科技具有较好的可比性

1、业务层面：都是政府 IT 领域的优质企业，法律科技是重要业务线

华宇是国内领先的电子政务解决方案和服务提供商，根据 IDC 中国电子政务研究报告，华宇自 2006 年至今连续 11 年位列中国电子政务 IT 解决方案供应商 10 强。在法院、检察院信息化建设领域，公司连续多年市场占有率第一，客户遍及全国。同时，公司在教育信息化、食品安全与市场监管、安全可靠等重要的软件服务市场积极外延布局，逐渐建立领先优势。整体来说，华宇和泰勒都是政府 IT 领域的优质企业。

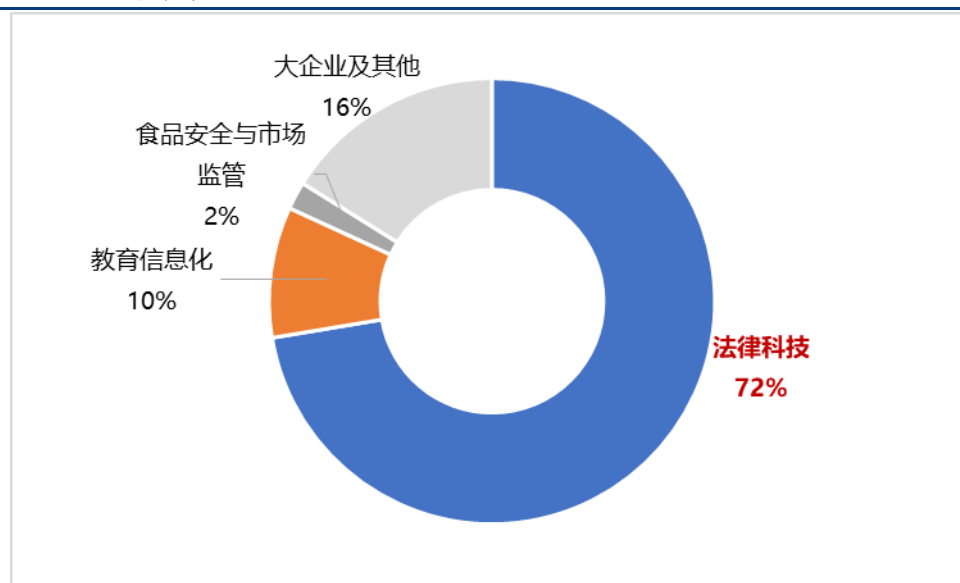
图表 26 华宇主要行业解决方案

行业解决方案	通用解决方案
<p>法院 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 法院信息化整体解决... 诉讼无忧云服务 司法信息分析平台解... 	<p>检察院 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 检察院信息化整体解... 基于大数据的检务分... 职务犯罪侦查信息化...
<p>监狱 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 监狱信息化整体解决... 监法互联解决方案 减刑假释网上协同办... 	
<p>政法委 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 政法委信息化解决方案 政法部门信息共享及... 	<p>政府 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 党政机关信息化整体... 纪检监察综合业务应...
<p>财税 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 营改增综合服务平台... 财政信息采集与综合... 企业税务信息综合管... 	
<p>食品安全 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 城市立体化食品安全... 基层政府食品安全社... 企业食品安全追溯解... 	<p>工商 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 工商行政管理一体化... 网络商品交易监管及...
<p>金融 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 银行业DW/BI整体解... 金融业非现场监管报... 银监会客户风险管理... 	
<p>卫生 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 卫生统计网络直报平... 卫生统计决策分析平... 卫生信息数据仓库解... 	<p>安监 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 安全生产监管解决方案
<p>其他 更多>></p> <ul style="list-style-type: none"> 海关风险监控平台解... 电信数据业务行为模... 劳动人事争议仲裁智... 	

资料来源：华宇软件官网、华创证券

法律科技板块是华宇软件最主要的收入来源。在法律科技领域，华宇业务范围涵盖全国五千余家法院、检察院、司法行政、各级党委和政府部门单位，客户已有核心业务软件市场占有率达 50%。并且公司业务已经扩展至面向律师、公司法务等法律人的商业法律服务领域，逐步布局构建未来法律服务生态。根据 2017 年年报，法律科技在华宇收入中占比为 72%。法院司法业务对于泰勒和华宇都是非常重要的业务板块，而在华宇业务中占比更大一些。

图表 27 2017 年华宇收入结构

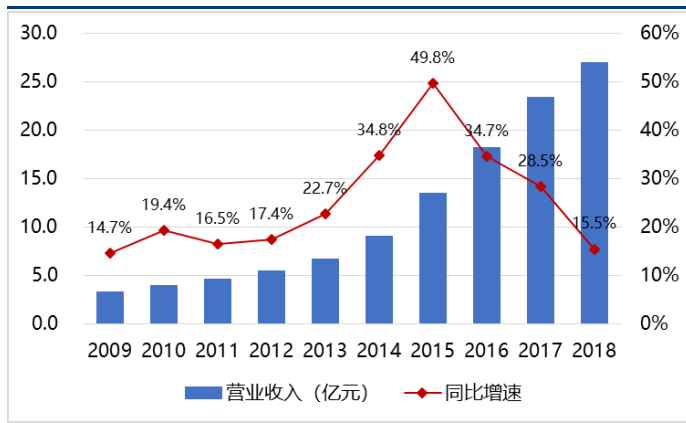


资料来源：Wind、华创证券

2、财务层面：收入和现金流均呈现出稳健成长的态势

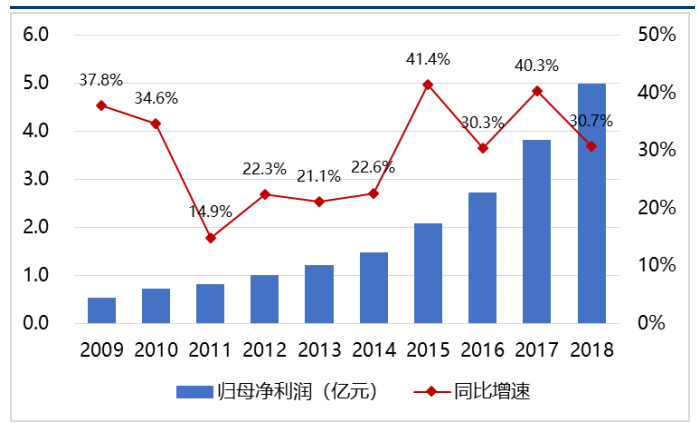
收入和净利润持续保持稳健增长。1) 华宇 2009-2018 年收入复合增长率达 26.14%，2018 年收入达到 27 亿元，同比增长 15.48%。2) 华宇 2009-2018 年净利润复合增长率达 28.54%，2018 年净利润达到 4.98 亿美元，同比增长 30.66%。无论从收入还是利润复合增长率来看，华宇的增速均高于泰勒。而且受益于国内智慧法院全面建设及教育信息化 2.0 的建设，华宇未来几年业务有望保持快速增长。

图表 28 2009-2018 年华宇收入及增长率



资料来源：Wind、华创证券

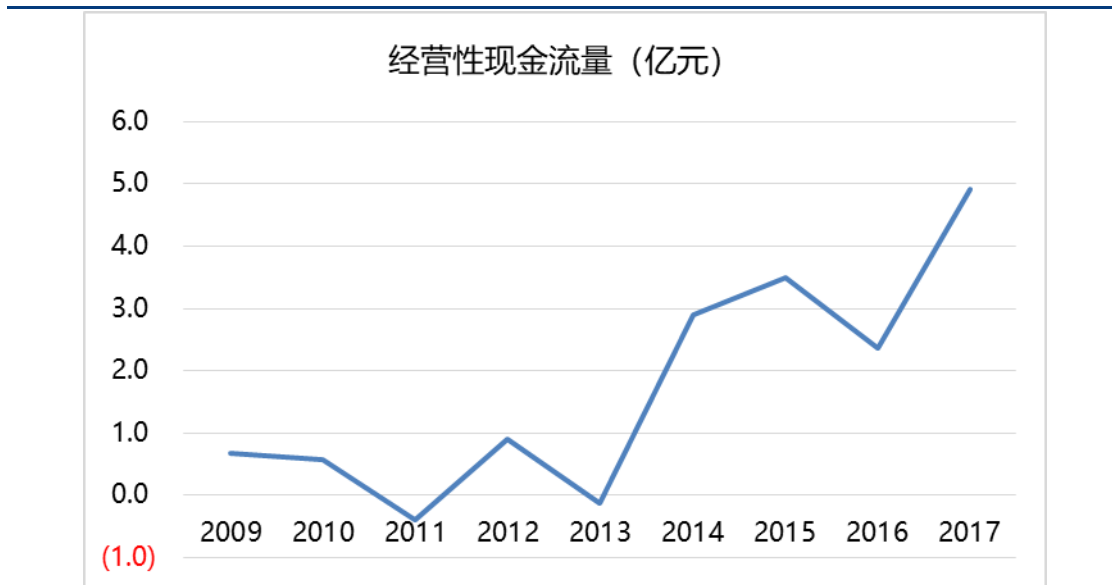
图表 29 2009-2018 年华宇归母净利润及增长率



资料来源：Wind、华创证券

经营现金流量实现快速增长。2017 年全年华宇经营现金流量为 4.92 亿元，约为净利润的 1.3 倍。由于国内政府业务的特殊性，收入和现金流往往存在一定的背离，但是我们可以看出华宇的现金流情况自 2013 年开始显著好转，实现稳定健康成长。

图表 30 2009-2017 年华宇经营性现金流量



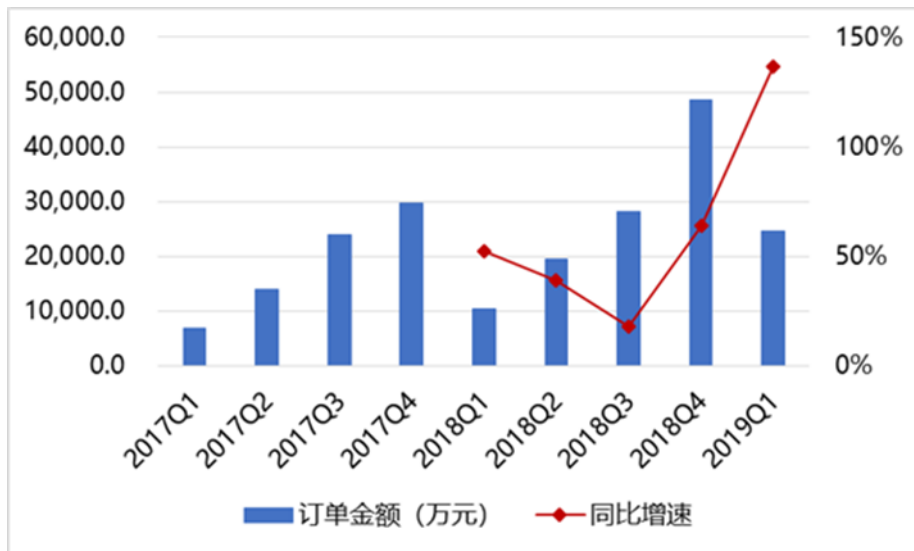
资料来源：Wind、华创证券

3、订单层面：在手合同饱满，为业绩成长提供支撑

新签订单及在手合同额快速增长。1) 根据华宇业绩快报，2018 年新签合同额 39.66 亿元，同比增长 40.39%；期末在手合同额 26.63 亿元，同比增长 53.20%。其中法律科技领域新签合同额同比增长 34.63%，期末在手合同额同比增

长 40.85%；教育信息化领域新签合同额同比增长 35.05%，期末在手合同额同比增长 96.03%。2) 根据我们对采招网订单数据统计，2018Q1 至 2019Q1，华宇软件法院信息化订单增速分别为 52.2%/39.4%/18.1%/63.9%/136.5%，可以看出自 2018Q3 开始，订单增长明显加速，特别是 2019Q1 订单增速更是大幅超出预期，订单的高速增长为后续业绩增长提供良好支撑。

图表 31 华宇 2017Q1-2019Q1 订单数量与总额



资料来源: Wind、采招网、华创证券

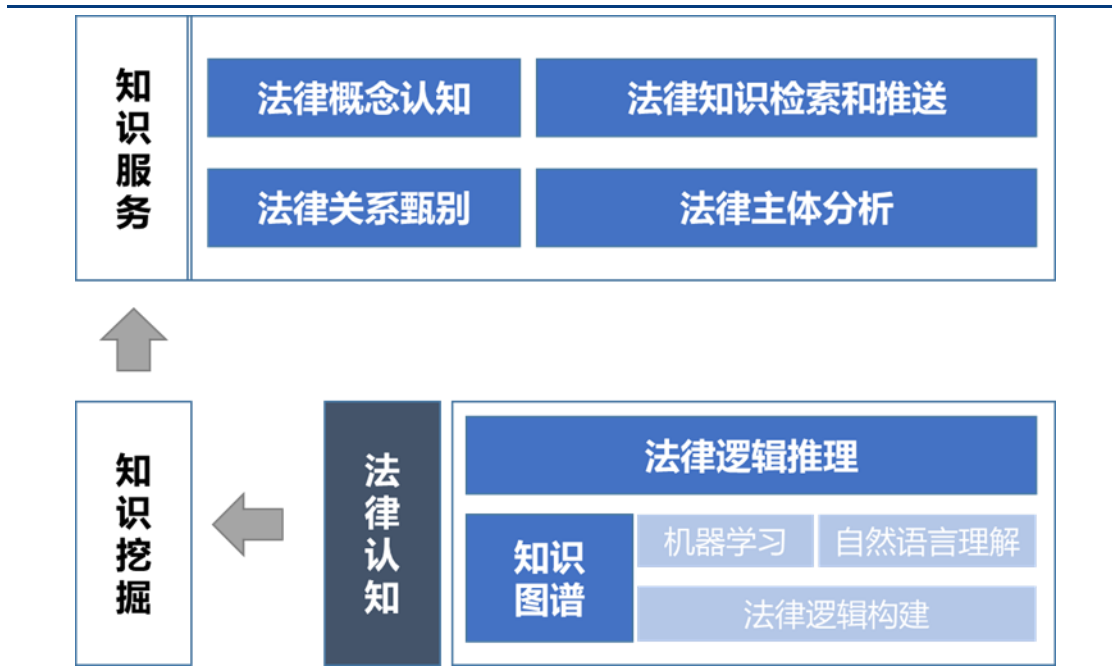
(二) 深耕“AI+法律服务”，华宇致力构造商业法律服务生态

华宇元典专注于法律智能领域，致力于为全法律生态圈研发智能辅助产品。2016年6月，华宇对外投资1,800万设立华宇元典公司，持股比例为37.5%，为第一大股东。元典与华宇密切合作，完成了在法院端、检察院端和律师端的产品链布局。无论是面向法院、检察院还是律师，这些产品都由元典审核作为智能底层，面向不同的业务场景提供强大支持。

2G 端：法院智能办案系统“睿法官”、检察院智能办案系统“晓督”、刑事案件办理工具“智能刑案助手”等产品在华宇的法检行业整体解决方案中发挥着重要作用。

2C 端：推出“元典律师工作平台”、“元典智库”、“法官怎么判”等法律人业务辅助工具，以 SaaS 模式提供服务，产品链布局不断完善。

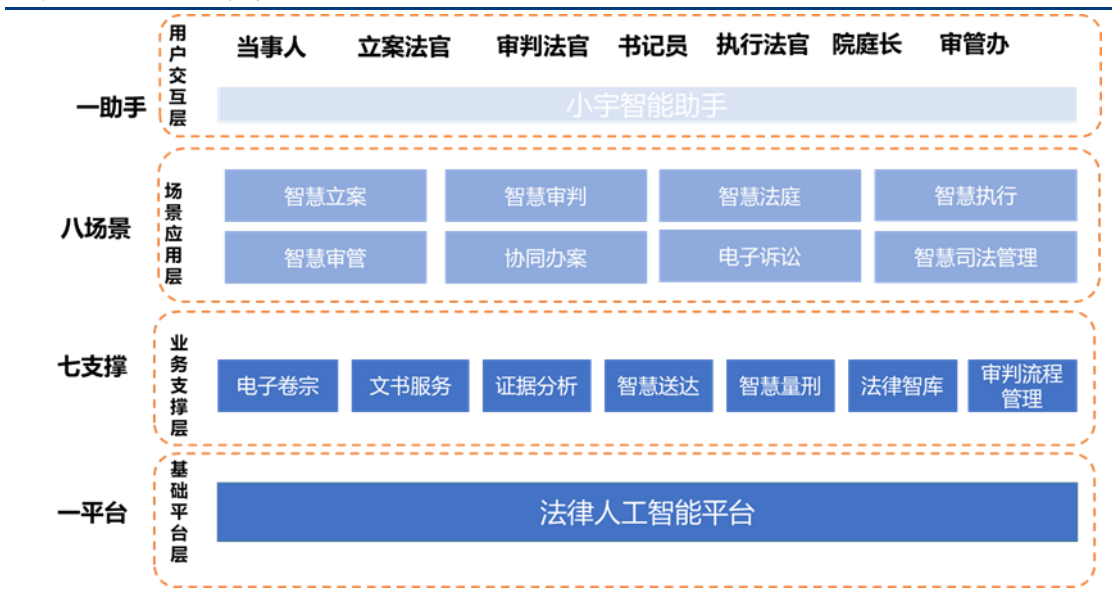
图表 32 华宇人工智能认知平台——元典审核



资料来源：华宇软件官微、华创证券

1、2G 端：AI 赋能，法检行业智慧解决方案加速落地

重磅推出新一代华宇智慧法院应用系统，构建从诉前调解、立案、审理、执行、审判管理的全新智慧法院产品和解决方案体系。华宇新一代智慧法院应用系统整体架构可以概括为“1871”，由“一助手、八场景、七支撑、一平台”组成。以法律人工智能平台为基础，整合了包括电子卷宗、文书服务、证据分析等七个法院行业通用的业务服务，为法院行业智慧立案、智慧审判、智慧法庭、智慧执行、智慧审管、协同办案、电子诉讼、智慧司法管理八个重点应用场景提供服务，最终通过小宇智能助手能够通过行为感知技术与用户进行语音、文字交流，及时为用户提供信息和工具帮助。借助这些智能化技术，可以有效地减少法官至少 75%的庭前阅卷时间、可以将案例推荐匹配度从 20% 提升到 90%，实现精准推荐效果；同时可以为法官提供超过 80%的量刑精准度分析、70%以上庭审文本的自动生成，大大提升工作效率。

图表 33 新一代华宇智慧法院应用系统总体架构


资料来源：华宇软件官微、华创证券

法检领域的智慧解决方案加速落地。面向智慧法院的“睿审”系统已在北京市高院成功实施，同时也在广西、甘肃、青海等十余个省市进行部署和应用；面向智慧检务的“晓督”系列产品已在贵州、浙江和北京等地成功落地，未来几年智慧法检有望在全国范围内加速推广和落地。

图表 34 华宇智慧法检解决方案

解决方案	业务环节	功能	应用状况
睿法官	审判执行	提供要素式审判辅助及办案规范、量刑分析信息，提高裁判文书编写效率，促进裁判尺度统一	已成功应用于北京市高级人民法院成功；成为“2016北京法院十大关键词”，获得广泛关注
晓督	检务决策	运用“实体识别”、“数据建模”等大数据技术，通过绘制“法律知识图谱”，建立案件数学模型，提高检察官办案质量和效率	目前“晓督”系列产品和解决方案已经在贵州、浙江、北京等地成功落地，取得了非常好的应用效果
智能刑案助手	刑事案件办理	精确类案参考、裁判偏好分析、裁判结果预测、辩护策略辅助等功能	司法机关版本已在全国多个省、地、市落地使用，收到广泛好评

资料来源：华宇软件官网、华创证券

国家监察委的成立带来了新的业务需求，华宇已中标北京市监察委信息化建设项目，形成行业标杆案例，有望形成新的业绩增长点。为了优化机构设置，打赢反腐败攻坚战，2016年11月，国家监察体制改革大幕正式拉开。2018年3月，国家监察委员会将依据新通过的宪法修正案正式成立，其中监察部、国家预防腐败局将正式并入，不再保留。监察委的成立带来监察体制的重构，同时带来了大量的信息化建设需求，市场空间广阔。华宇作为法检信息化领域龙头积累了大量经验，并且大数据和人工智能技术领先行业，具有难以替代的优势，2017年成功中标北京市监察委信息化建设项目进入监察委信息化市场。监察委信息化市场作为一片新兴的蓝海，有望成为公司下一个利润增长热点。

2、2C 端：面向法律人的 SaaS 产品不断推出，打开更多想象空间

随着“元典律师工作平台”、“元典智库”、“法官怎么判”等法律人业务辅助工具不断推出，当前华宇在商业模

式上也有了新突破，逐渐实现基础版本免费、高级版及更高版本按人/年收费的订阅服务模式。当前中国律师人数达到 30 多万人，律师事务所也达到了近 3 万家，未来这种订阅模式有望给公司带来可观的收入及稳定的现金流。

图表 35 华宇 C 端产品及功能一览

	版本及功能
元典律师工作平台	<ul style="list-style-type: none"> ● 免费版（适用于 5 人以下）：网页+微信即时同步、案件/项目管理、云端协作、日程管理、工时管理、知识管理、文档存储、案例检索、法规检索、打通法院诉讼服务、大数据智能支持 ● 高级版（599 元/人/年，适合小规模律所和团队）：免费版所有功能、客户管理、文书助手、法规检索、无罪案例库、量刑分析、检索报告、知识探索、项目协作人数无限 ● 团队版（适合律所或规模较大的团队）：高级版所有功能、团队空间、集成坚果云文档管理、分组查看组员工作进度、更多管理功能
元典智库	<ul style="list-style-type: none"> ● 免费版：案例检索（基础）、法规检索（基础）、开庭公告、法院公告、规范文件、法检文库、律师文库、机构地图、热点资讯、知乎回答、微信文章 ● 标准版（优惠价 199 元/人/年）：免费版所有功能、法规检索、无罪案例库、量刑分析、检索报告、知识探索 ● 自选版：标准版功能、专家观点、法学期刊、律师律所、法官怎么判、企业调查、裁判观点 ● 项目定制：支持产品灵活选购、支持自有数据接入、知识管理解决方案部署、其它定制化需求
法官怎么判	<ul style="list-style-type: none"> ● 免费版：通过拆解超 400 万份公开刑事裁判文书，寻找规律，以可视化的方式展现量刑裁判规律，为刑事实务提供参考。只需要输入一段案情，它就能在 1s 内，以图表的形式，呈现出同一地域的类似案件，法官是如何裁判的 ● VIP（399 元/人/年）：罪名名片、知识图谱、多维度检索、法律法规

资料来源：华宇元典官网、华创证券

➤ 元典律师平台——垂直化、轻量级的法律大数据实务 SaaS 平台

入驻法律团队过万，数据价值巨大。元典律师工作平台将数据支持、知识服务、智能辅助融入 workflow，提供团队云端自由协作、案件/项目流程管理、知识管理、文档存储等基础业务处理辅助模块，打通法院律师一体立案接口，集成企业工商数据自动匹配、法官同类案例快速检索、办案辅助等增值模块，为律师法律服务团队、企业法务、法律研究团队提供全方位标准化的办案全过程管理、业务协同和智能辅助。元典律师平台已经全面覆盖律师业务工作场景，上线以来用户稳定增长，目前已经有超过一万个法律团队在律师平台进行案件管理工作，人数超过任何一家律师事务所或者法律服务机构，占行业高频执业律师总人数的三分之一左右。基于互联网的粉丝营销，元典律师平台 CAC（客户获得成本）始终在同类竞争中保持优势。

图表 36 元典律师工作平台功能



资料来源：华宇元典官网

➤ 元典智库——法律数据检索更加精准和智能

结构拆分法律数据，人工智能引导数据检索。元典智库是一款法律数据检索、案例研判和知识管理平台，具备元典智库支持案例研判、法律法规以及裁判观点三大模块，并且与“元典律智平台”打通，极大提升律师工作效率。此外，元典智库提供 PC 端和微信小程序版多终端应用，用户数据云同步，使用灵活应用性强。

图表 37 元典智库主要特色功能



资料来源：华宇元典官网

➤ **法官怎么判——快速展现量刑裁判规律**

“法官怎么判”通过拆解超 400 万份公开刑事裁判文书，寻找规律，以可视化的方式展现量刑裁判规律，为刑事实务提供参考。只需要输入一段案情，它就能在 1s 内，以图表的形式，呈现出同一地域的类似案件，法官是如何裁判的。

图表 38 “法官怎么判” 主页



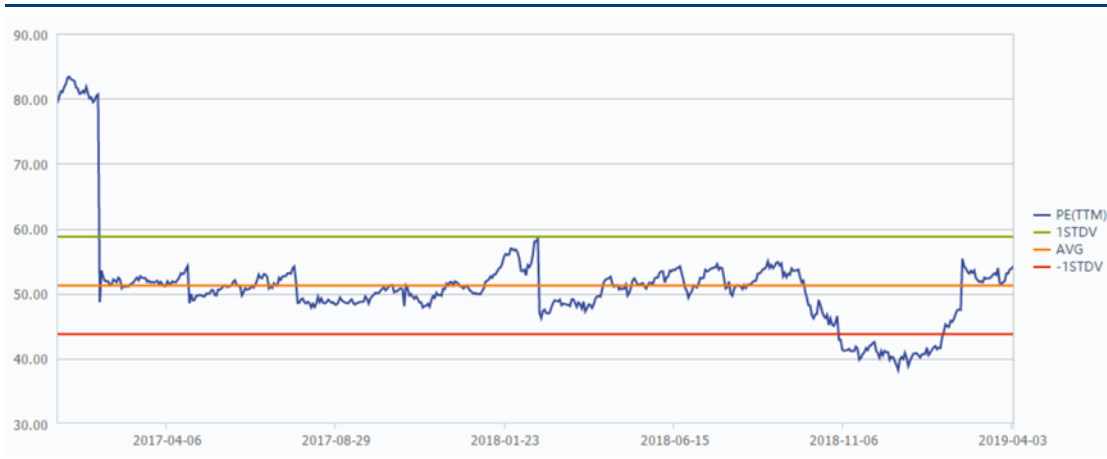
资料来源：华宇元典官网

(三) 对标泰勒科技，分析华宇软件的估值提升空间

➤ **动态 PE 维度**

泰勒科技：历史估值水平一直较高，并且呈现出较大的波动，近十年平均估值约为 65 倍。2017 年以来估值逐渐回归稳定区间，平均估值约为 51 倍。

图表 39 2017 年至今泰勒估值 (PE【TTM】) 变动



资料来源：Wind、华创证券

华宇软件：华宇软件近十年平均估值约为 42 倍，2017 年以来公司估值逐渐回归稳定区间，平均估值约为 35 倍。

图表 40 2017 年至今华宇估值 (PE【TTM】) 变动

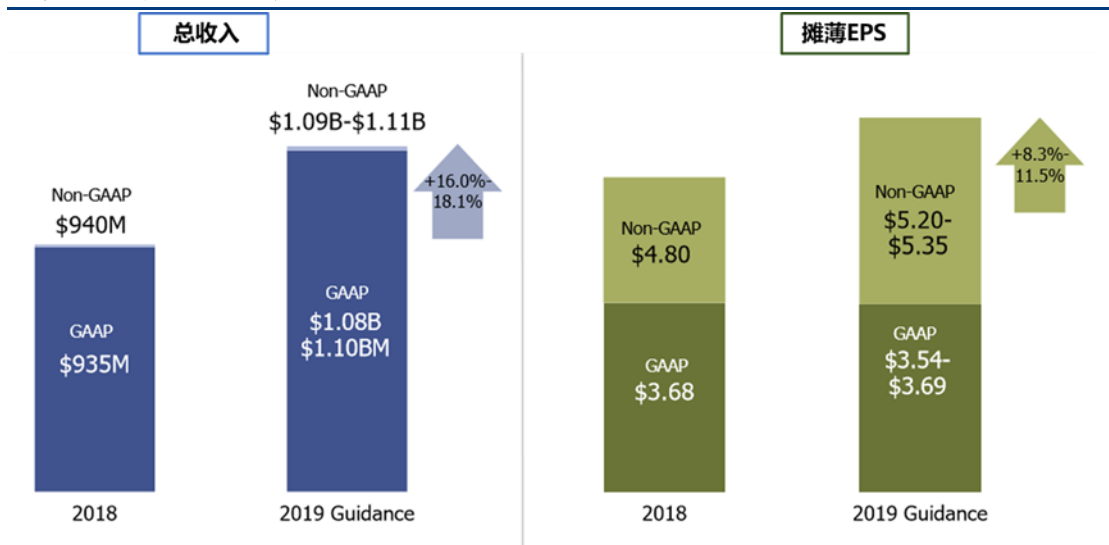


资料来源：Wind、华创证券

➤ 2019 年 PE 维度

泰勒科技：根据公司 19 年业绩指引，预计摊薄 EPS (GAAP) 区间为 \$5.20-\$5.35，对应 19 年 PE 为 39-40 倍。

图表 41 泰勒 2019 年收入及业绩指引



资料来源：泰勒科技官网、华创证券

华宇软件：根据我们对公司 19 年业绩的预测 6.13 亿元，对应 19 年 PE 为 28 倍。

通过比较分析，我们发现华宇和泰勒在业务上相似程度较高，而且考虑中美和美国政府信息化所属阶段不同，与泰勒相比，华宇未来几年有望保持更快速地增速。而从估值来看，1) 动态市盈率的维度，2017 年泰勒科技平均 PE(TTM) 为 51 倍，而华宇仅为 35 倍；2) 19 年 PE 维度，根据泰勒科技业绩指引，19 年 PE 约为 40 倍，而华宇仅为 28 倍，我们认为华宇是被低估的国内法律科技龙头，估值尚有较大的提升空间。

图表 42 华宇与泰勒的估值对比

	泰勒科技	华宇软件
PE (TTM)	51	35
PE (19E)	40	28

资料来源：华创证券整理

三、风险提示

订单增速下滑风险；市场竞争加剧；政策环境变动风险

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘道遥

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业泰勒投资评级体系(基准指数沪深 300)

泰勒投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司泰勒(以下简称“本泰勒”)的客户使用。本泰勒不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本泰勒不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本泰勒于发布本报告当日的判断。在不同时期,本泰勒可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本泰勒在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本泰勒对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本泰勒所有,本泰勒对本报告保留一切权利。未经本泰勒事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本泰勒许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500