

聚焦金融科技，竞争优势明显

买入|首次推荐

报告要点:

● 聚焦金融科技领域，扣非归母净利润高速增长

公司是一家聚焦于金融科技领域的金融软件公司，为客户提供全方位的软件服务，业务涵盖证券、保险、银行、信托等领域，近四年 80% 以上的收入来源于对日软件业务。2016-2020 年，公司营业收入的 CAGR 为 19.05%，扣非归母净利润的 CAGR 为 39.86%，经营性现金流净额的 CAGR 为 37.54%。2020 年，在新冠肺炎疫情的背景下，公司实现营业收入 6.30 亿元，同比增长 5.61%，实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比增长 14.73%。

● 日本 IT 人才资源日益匮乏，对日软件开发服务市场将稳定增长

由于 IT 市场人才需求快速增长和日本市场人口老龄化的日趋严重，日本 IT 人才资源日益匮乏，根据日本经济产业省的预测，到 2030 年日本 IT 人才短缺规模将达到约 59 万人，因此日本离岸软件开发服务市场需求将不断增长。公司于 2004 年起与野村综研合作，目前是野村综研软件开发服务的最大供应商之一。公司在日本市场已经拥有诸多优质的一级承包商客户和最终行业客户，对日业务将保持稳定增长。2020 年，公司对日软件开发业务收入达到 5.29 亿元，毛利率达到 47.49%，占营业收入的比例达到 83.97%。

● 导入日本金融行业经验，国内业务厚积薄发

依靠在日本金融行业多年丰富的业务经验和软件开发经验，2010 年起公司逐步开拓国内证券市场软件解决方案业务，截至 2020 年底，已拥有包括中信证券在内的 70 多家证券公司客户，10 多家基金公司和资产管理公司客户。2020 年，国内行业应用软件解决方案实现收入 1.01 亿元，毛利率高达 49.57%，同比增加 10.03 个百分点。根据中商产业研究院的数据，预计 2021 年我国金融 IT 解决方案市场规模达 1440 亿元。在市场、政策的双重利好下，我国金融科技行业将进一步发展，公司在国内市场迎来更大发展空间。

● 投资建议与盈利预测

公司业务以对日软件开发服务为主，同时为国内证券业提供金融软件解决方案，逐渐在技术、软件开发服务能力、成本控制、人才、培训和客户资源等方面形成优势，成长空间较为广阔。预测公司 2021-2023 年营业收入为 7.94、9.75、11.78 亿元，归母净利润为 2.60、3.23、3.93 亿元，EPS 为 0.65、0.81、0.98 元/股，对应 PE 为 30.54、24.59、20.22 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 40-140 倍之间，考虑到公司的成长性，给予公司 2021 年 50 倍的目标 PE，目标价为 32.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；汇率风险；依赖日本市场的风险；技术人员流失的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	596.62	630.09	794.09	975.02	1178.16
收入同比 (%)	27.74	5.61	26.03	22.78	20.83
归母净利润(百万元)	149.84	200.75	260.42	323.36	393.22
归母净利润同比 (%)	64.04	33.97	29.72	24.17	21.61
ROE (%)	22.04	16.73	17.81	19.46	20.69
每股收益 (元)	0.37	0.50	0.65	0.81	0.98
市盈率(P/E)	53.07	39.61	30.54	24.59	20.22

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：19.88 元/32.50 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：52.65 / 18.95

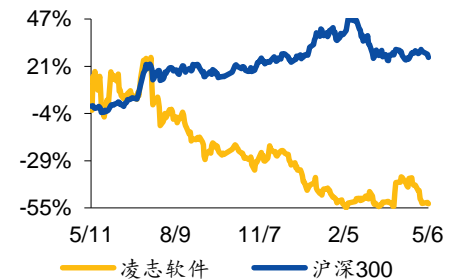
A 股流通股 (百万股)：251.90

A 股总股本 (百万股)：400.01

流通市值 (百万元)：5007.79

总市值 (百万元)：7952.20

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 聚焦金融科技，对日业务领先.....	4
1.1 股权结构稳定，重视员工激励.....	4
1.2 经营业绩高增长，对日业务占主导.....	5
1.3 聚焦新兴技术，打造自研产品.....	7
1.3.1 以软件定制开发为主的对日业务.....	7
1.3.2 以提供解决方案为主的国内业务.....	8
2. 赋能日本数字化转型，领跑对日 IT 服务业.....	11
2.1 深耕金融科技，积累竞争优势.....	11
2.2 日本企业数字化转型，中国供应商机遇不断.....	11
2.2.1 日本人口老龄化加剧 IT 人才资源短缺.....	11
2.2.2 软件和信息技术出口业务高质量发展.....	13
2.3 对日业务独立承接，软件开发优势显著.....	14
3. 抓住机遇开拓市场，国内业务厚积薄发.....	17
3.1 金融创新加速推进，IT 服务模式升级.....	17
3.2 对日经验导入国内，国内份额有望提升.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：营业收入及增长情况.....	5
图 4：扣非归母净利润及增长情况.....	5
图 5：分业务收入情况.....	6
图 6：分业务毛利率情况.....	6
图 7：经营性现金流净额和扣非归母净利润对比.....	6
图 8：研发支出情况.....	6
图 9：公司产品概况.....	7
图 10：对日软件开发服务业务概况.....	8
图 11：国内行业应用软件解决方案业务概况.....	9
图 12：公司竞争优势.....	11
图 13：2019 年全球各国老龄化程度排行榜 TOP10.....	12
图 14：日本 IT 人才供给和平均年龄趋势.....	12
图 15：日本 IT 人才短缺规模及预测.....	12
图 16：中国软件业务出口情况.....	13
图 17：离岸/在岸服务外包执行金额及占比.....	14
图 18：中国离岸服务外包业务结构.....	14
图 19：软件开发“微笑”曲线.....	15

图 20: 公司对日软件开发服务客户资源.....	16
图 21: 我国软件业务收入及增长率情况.....	17
图 22: 我国金融 IT 解决方案市场规模统计及预测.....	17
图 23: 国内证券行业部分客户	18
图 24: 凌志软件上市以来 PE-Band	22
表 1: 代表性产品介绍与客户情况	10
表 2: 公司对日软件开发服务在开发阶段各项工作量占比.....	15
表 3: 公司人员利用率	16
表 4: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	21
表 5: 可比公司估值情况.....	21

1. 聚焦金融科技，对日业务领先

2003年1月，苏州工业园区联创国际科技有限公司在苏州成立，2012年6月，更名为苏州工业园区凌志软件股份有限公司，2020年5月在科创板成功上市。公司是一家金融软件公司，致力于新兴技术在金融行业的应用，为客户提供咨询、设计、开发、维护等全方位的软件服务，业务范围涵盖了证券、保险、银行、信托、资产管理等金融领域，80%以上的收入来源于对日软件开发服务。公司以“诚信负责、成就客户、造就员工”的经营理念，按照“诚信为本、客户至上、以顾客为中心、服务于全球”的经营方针，持续保持研发投入，引进和培养人才，不断进行技术和管理创新，力争成为中国具有国际先进水平的骨干企业和知名品牌。公司的愿景是“成为金融科技的领航者”。

图 1：发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

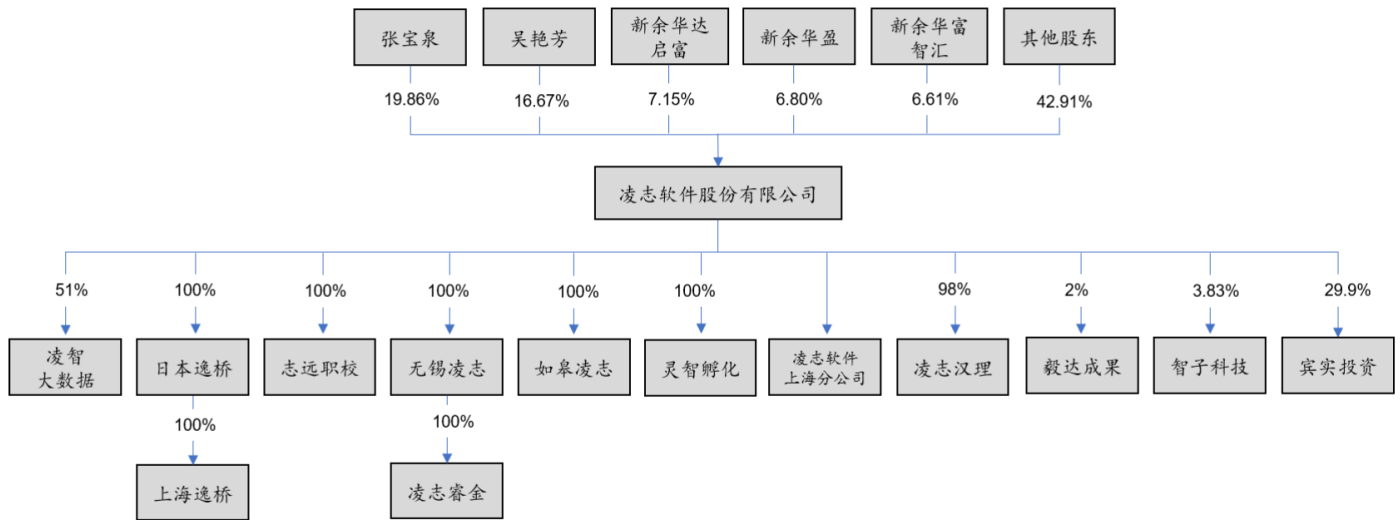
公司在金融科技领域拥有较强的竞争优势，通过重点加大对云计算、大数据、人工智能等新兴技术领域的研发投入，形成相应产品和技术解决方案。公司从2004年起与全球顶尖金融服务技术供应商野村综研合作，参与构筑了大量重要的金融核心系统，掌握了海量数据处理技术，已在日本金融业高端软件开发服务领域取得了很高的市场地位和口碑，同时，在国内市场，公司将其掌握的大数据、云计算、人工智能、移动互联网等新兴软件技术与金融业领域渗透融合，为我国各大证券公司提供创新型金融软件解决方案。

1.1 股权结构稳定，重视员工激励

张宝泉、吴艳芳夫妇为公司的第一、第二大股东和实际控制人，2020年底，张宝泉持股比例达19.86%，吴艳芳持股比例达16.67%。公司控股多家子公司，包括：凌智大数据、日本逸桥、灵智孵化等。公司一直非常重视与员工分享公司的经营成果，

为了增强员工对公司的归属感,实现员工与公司未来利益的一致性,公司一共设立了新余华达启富、新余华盈、新余华富智汇、新余富汇、新余汇达、新余富盈 6 个持股平台,同时,公司第一期员工持股计划持有公司股份 2.30%。

图 2: 公司股权结构

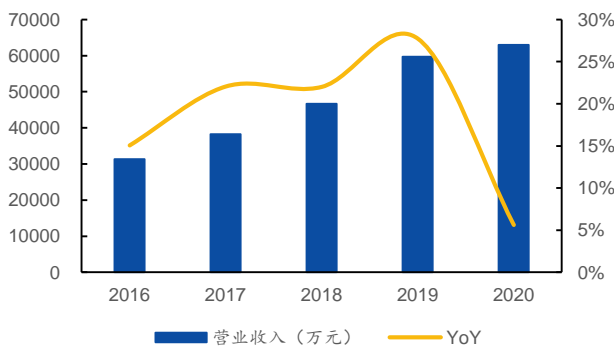


资料来源: 公司公告, 公司资料, 国元证券研究所

1.2 经营业绩高增长, 对日业务占主导

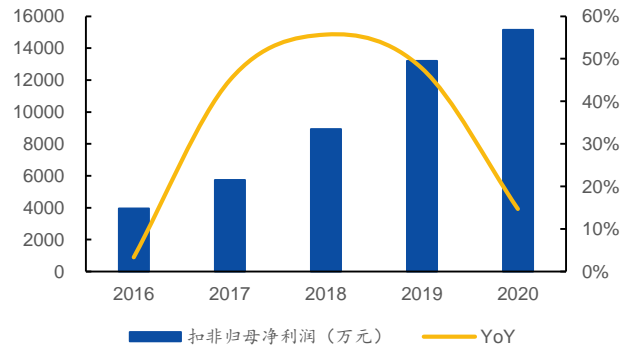
2016-2020 年, 公司的营业收入持续增长, CAGR 为 19.05%, 2020 年, 公司实现营业收入 6.30 亿元, 同比增长 5.61%。2016-2020 年, 公司的扣非归母净利润迅速增长, CAGR 为 39.86%, 2020 年, 公司实现扣非归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 14.73%。

图 3: 营业收入及增长情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4: 扣非归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

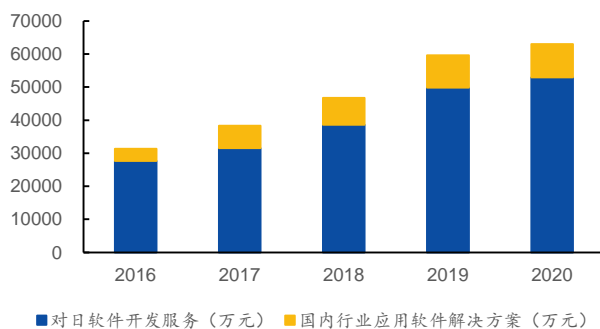
公司主营业务以对日软件开发服务为主, 同时为国内证券业提供金融软件解决方案。2018-2020 年, 对日软件开发服务业务的收入占总营业收入的比重分别为 82.63%、83.54%、83.97%。2016-2020 年, 对日软件开发服务收入的 CAGR 为 17.62%, 2020 年, 该业务实现营业收入 5.29 亿元, 毛利率为 47.49%, 同比增加 1.87 个百分点。在对日软件开发服务中, 公司提供的绝大部分为定制软件开发服务, 另外也存

在少数软件售后服务项目以及极少量为客户提供人员派驻的软件服务。定制软件开发项目平均价格比较平稳，随着项目数量不断增加，销售收入相应增长。

国内行业应用软件解决方案业务以自有产品基础上的定制软件开发为主。2016-2020年，该业务的收入迅速增长，CAGR达28.34%，2020年，该业务实现营业收入1.01亿元，毛利率为49.57%，同比增加10.03个百分点。

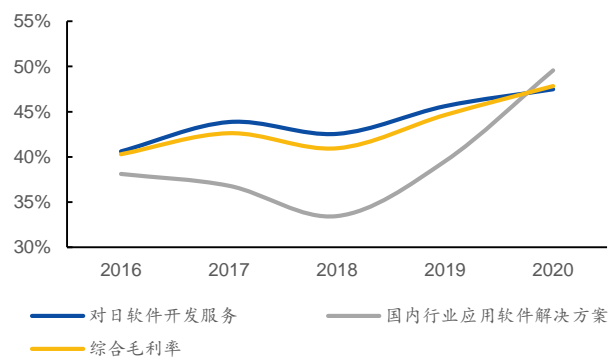
公司综合毛利率比较平稳，2016-2019年对日软件开发服务毛利率较高，对公司综合毛利率的贡献最多；2020年，国内行业应用软件解决方案的毛利率首次高于对日软件开发的毛利率。公司对日软件开发服务和国内行业应用软件解决方案的毛利率整体呈现上升趋势，带动公司主营业务毛利率呈上升趋势。

图 5：分业务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：分业务毛利率情况

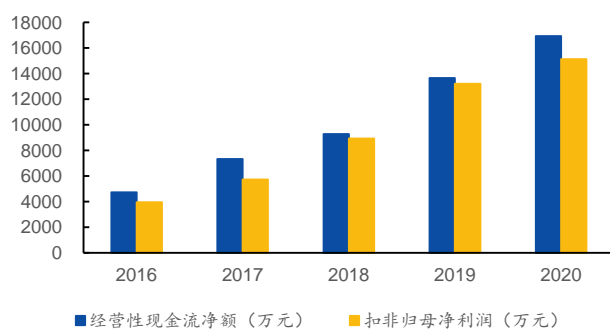


资料来源：Wind，国元证券研究所

日本客户大部分是按月验收并付款，因此公司的经营性现金流净额较高。2016-2020年，经营性现金流净额高速增长，CAGR为37.54%。2016-2020年，公司的经营性现金流净额持续大于扣非归母净利润，反映出较高的经营质量。

2016-2020年，公司研发支出逐年增长，CAGR为13.39%，且均无资本化研发支出。根据公司公告，截至2020年12月31日，公司研究和开发团队共1586人，占公司员工总数的90.84%；其中研发人员合计268人，占公司员工总数的比重为15.35%，较去年上升2.26个百分点。2020年底，公司累计获得4项发明专利，177项软件著作权。

图 7：经营性现金流净额和扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：研发支出情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 聚焦新兴技术，打造自研产品

作为一家金融软件公司，公司在大数据、人工智能、云计算、互联网应用和移动终端等技术领域进行深度布局，积累了诸多自研的产品和服务。

图 9：公司产品概况

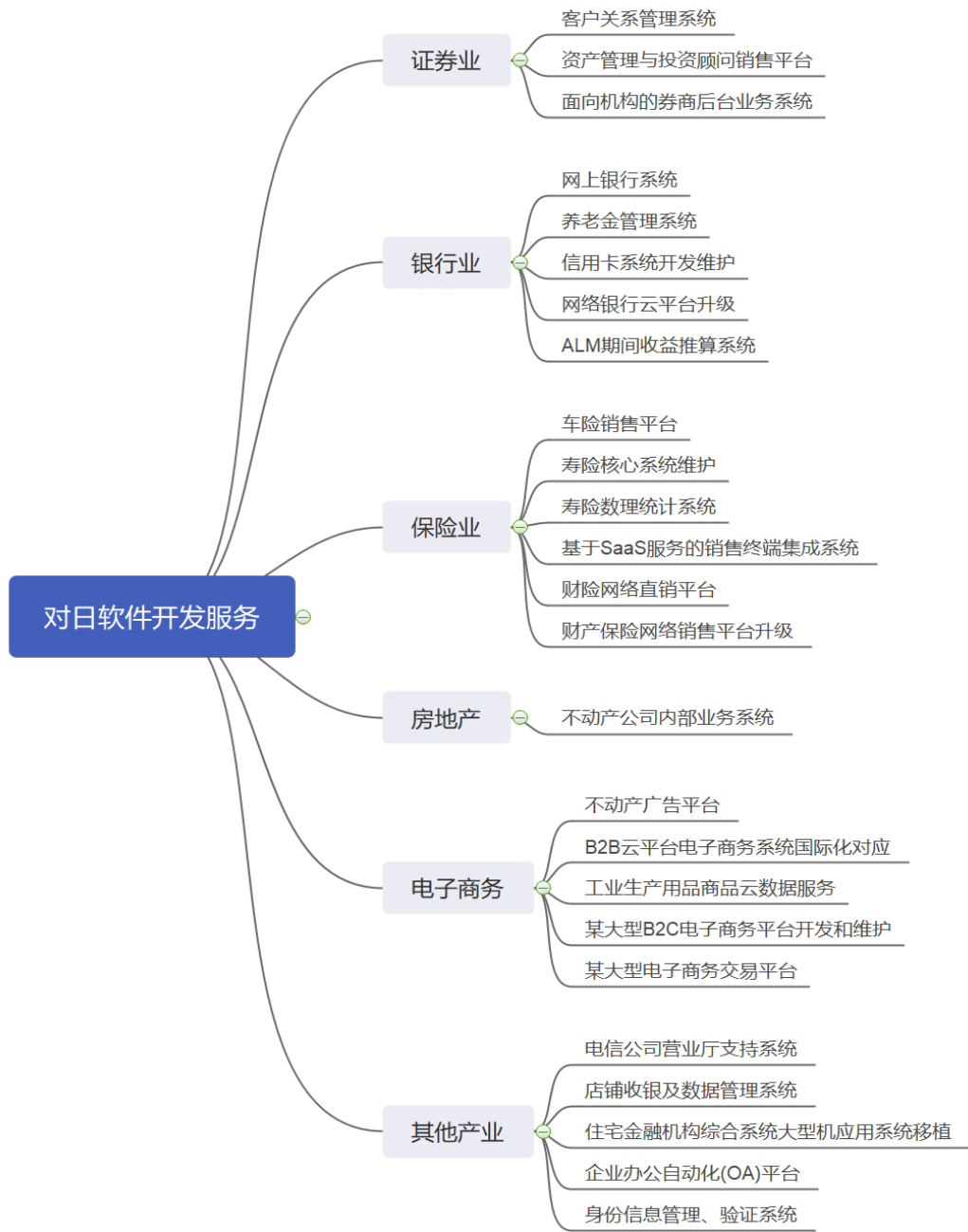


资料来源：公司资料，国元证券研究所

1.3.1 以软件定制开发为主的对日业务

在对日软件开发业务方面，公司为日本主要金融机构开发了众多核心业务系统。在证券业，公司为日本多家证券公司构筑了包括股票、债券、基金等经纪业务的核心交易系统、融资融券交易系统、投资银行业务系统和财富管理系统等；在银行业，公司开发的网银系统、债券交易、资产管理等核心业务系统支撑着多家商业银行的日常运营；在保险业，公司为多家知名保险公司开发的系统实现了保险业务流程和商品全覆盖，其中包括损保核心系统、寿险核心系统、网络直销平台；在资产管理业，公司为知名信托机构重新构筑了日本租赁物件市场保有量第一的房地产租赁平台系统。

图 10：对日软件开发服务业务概况

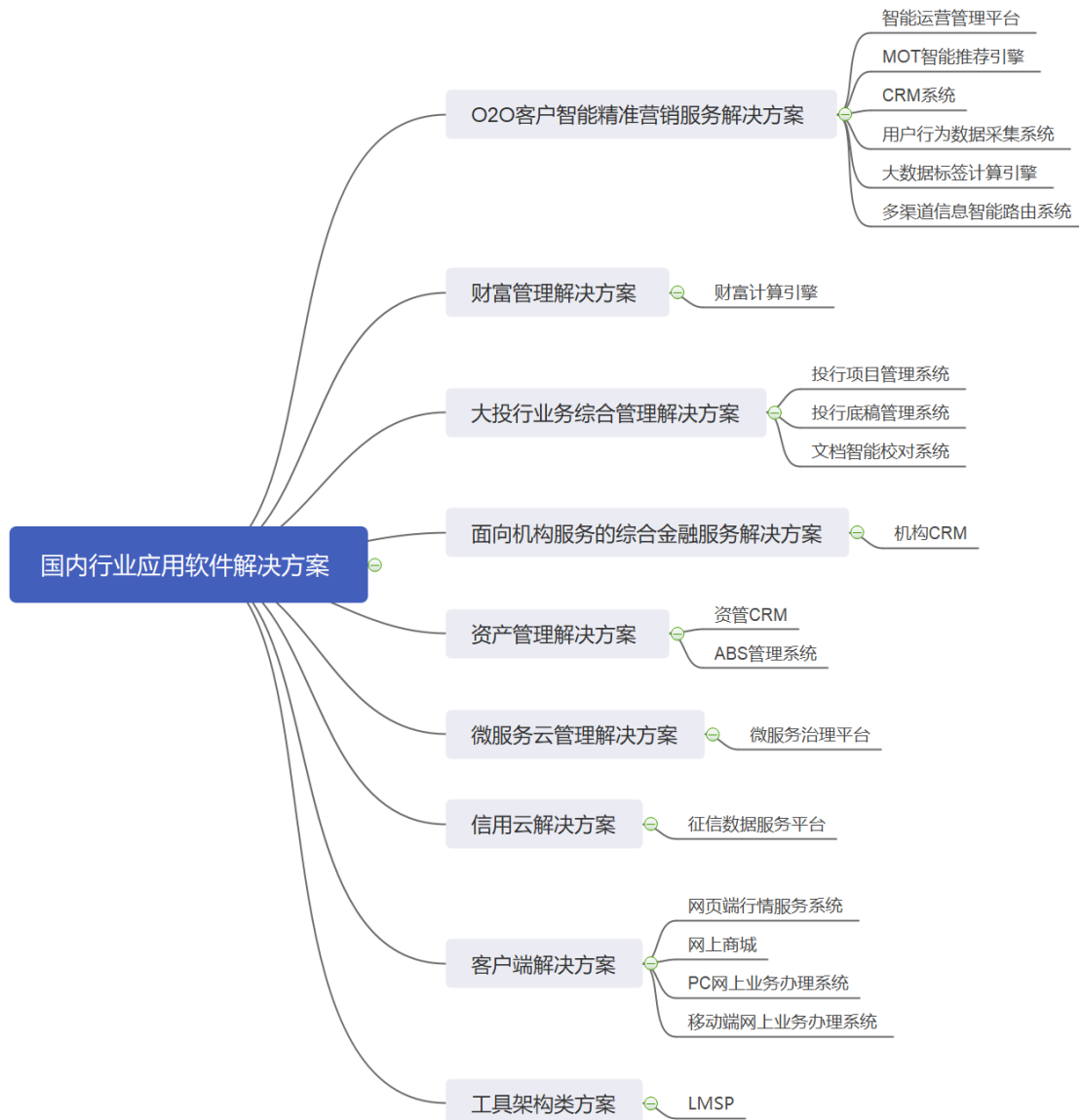


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3.2 以提供解决方案为主的国内业务

公司国内业务主要采取面向金融行业以产品为基础提供解决方案的服务模式。公司依托多年对日软件开发服务积累的丰富经验，经过近几年的产品研发及国内市场特别是证券市场开拓，为国内证券公司提供包括 O2O 客户智能精准营销服务解决方案、财富管理解决方案、大投行业务综合管理解决方案、微服务云管理解决方案、资产管理解决方案和数据中台等各类金融行业软件业务解决方案及相关产品，为公司的长期发展打下了基础。

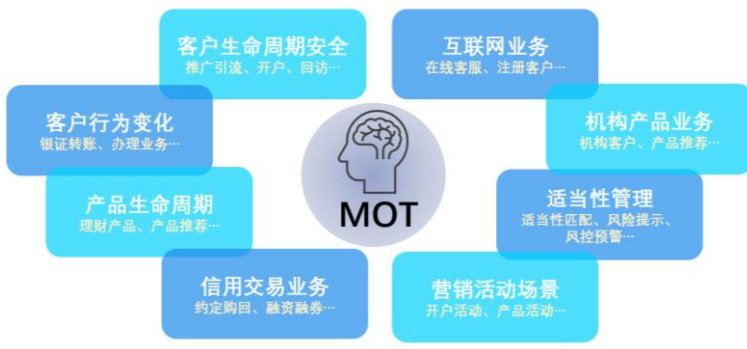

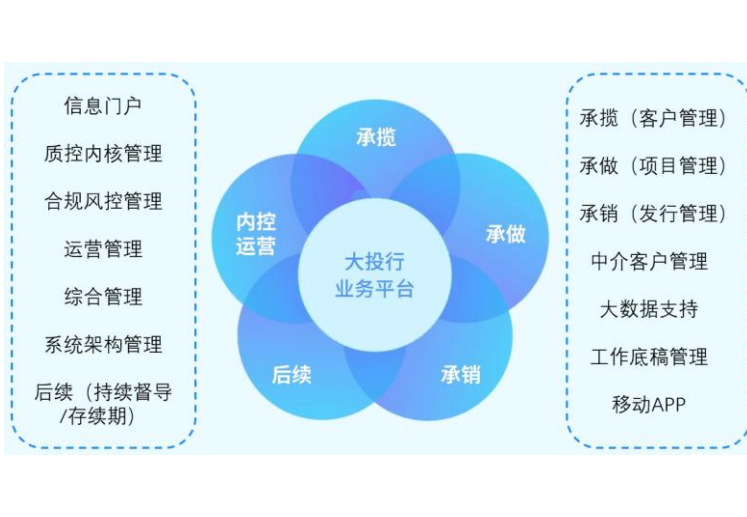

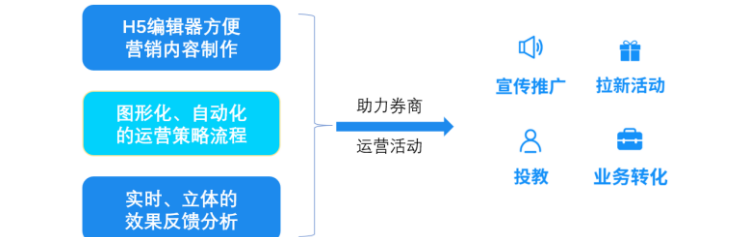



图 11：国内行业应用软件解决方案业务概况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

国内市场每年新业务、新技术的应用场景层出不穷，反向输出大数据分析、移动互联网等技术和应用解决方案给日本客户，极大地丰富了公司的整体业务生态，从而让公司在国际上走向更高的价值链环节。

表 1: 代表性产品介绍与客户情况

名称	产品介绍	券商用户
凌志 MOT 引擎产品	 <p>客户生命周期安全 推广引流、开户、回访...</p> <p>互联网业务 在线客服、注册客户...</p> <p>客户行为变化 银证转账、办理业务...</p> <p>机构产品业务 机构客户、产品推荐...</p> <p>产品生命周期 理财产品、产品推荐...</p> <p>适当性管理 适当性匹配、风险提示、风控预警...</p> <p>信用交易业务 约定购回、融资融券...</p> <p>营销活动场景 开户活动、产品活动...</p>	
大投行业务平台	 <p>信息门户 质控内核管理 合规风控管理 运营管理 综合管理 系统架构管理 后续 (持续督导/存续期)</p> <p>承揽 (客户管理) 承做 (项目管理) 承销 (发行管理) 中介客户管理 大数据支持 工作底稿管理 移动APP</p>	
凌志数字化运营平台产品 ATOM	 <p>H5编辑器方便营销内容制作</p> <p>图形化、自动化的运营策略流程</p> <p>实时、立体的效果反馈分析</p> <p>助力券商运营活动</p> <p>宣传推广 拉新活动</p> <p>投教 业务转化</p>	
凌志微服务平台 LDSF	 <p>01 API网关 功能特点: 服务转发、流量控制、API熔断、客户端鉴权、oauth2.0</p> <p>02 注册中心 功能特点: 服务注册、服务发现、服务路由、容错限流降级</p> <p>03 消息中心 功能特点: 支撑异步消息、消息队列监控</p> <p>04 配置中心 功能特点: 可视化配置、动态热发布、远程集中配置</p> <p>05 监控中心 功能特点: 服务实时监控、服务运维、集中配置</p> <p>06 日志中心 功能特点: 服务日志收集、日志集中储存、日志应对分析</p>	

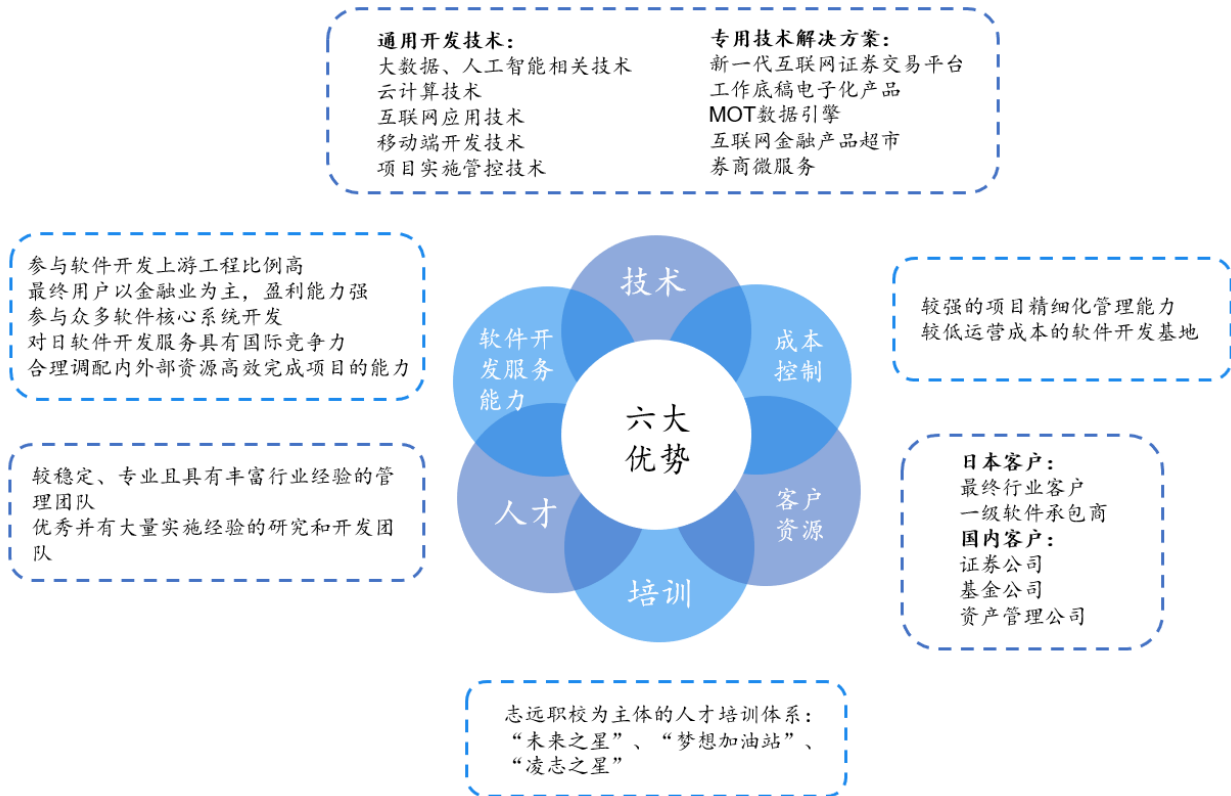
资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

2. 赋能日本数字化转型，领跑对日 IT 服务业

2.1 深耕金融科技，积累竞争优势

公司在金融科技服务领域深耕多年，积累了诸多项目经验，也在技术、软件开发服务能力、成本控制、人才、培训、客户资源等方面形成竞争优势。

图 12：公司竞争优势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2.2 日本企业数字化转型，中国供应商机遇不断

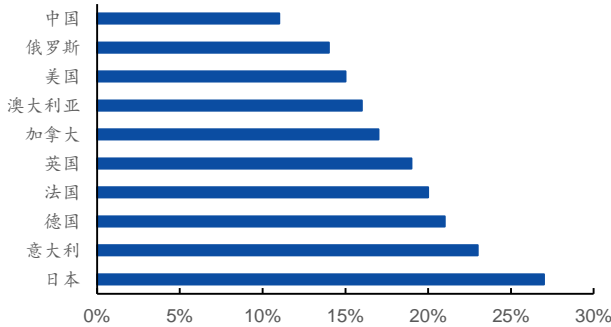
2.2.1 日本人口老龄化加剧 IT 人才资源短缺

随着技术的进步和数字化进程的加深，越来越多的日本企业开始致力于数字化转型，大大拓展了 IT 技术的应用纵深，人才需求也就随之水涨船高。

日本金融机构 IT 投资预算高，核心业务系统升级及数字化转型的需求大。根据公司招股说明书，目前很多日本企业的核心业务系统使用时间较长，尤其是金融机构和大型企业还在继续使用已构建多年的核心业务系统，其中使用 21 年以上的核心业务系统占比为 20%，到 2025 年将高达 60%，这些系统大部分使用大型机或旧的技术架构，维护费用高，数字化转型进展缓慢。因此，近年来日本企业在战略性目的和业务转型方面的 IT 投资有增加的趋势，根据野村综研的预计，很多日本企业将以 2025 年为目标，希望通过使用新技术，解决其系统升级问题；同时希望通过使用云计算等新兴技术来降低 IT 系统的构筑及运营成本，实现数字化转型。预计这些金融机构和大

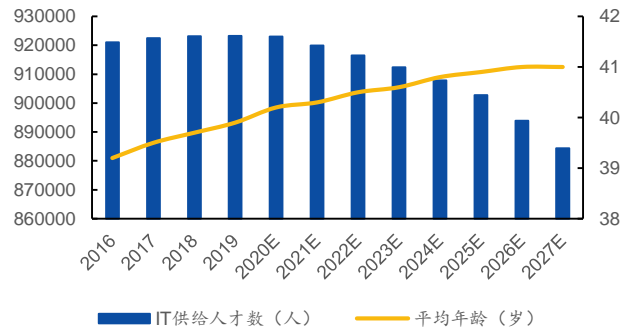
型企业对于数字化转型的IT投资比例将从2017年的10%提高到2025年的40%。根据IDC Japan的预测,日本国内IT服务市场规模持续增长,2023年将达到60408亿日元规模。

图 13: 2019 年全球各国老龄化程度排行榜 TOP10



资料来源: 世界银行, 艾媒数据中心, 国元证券研究所

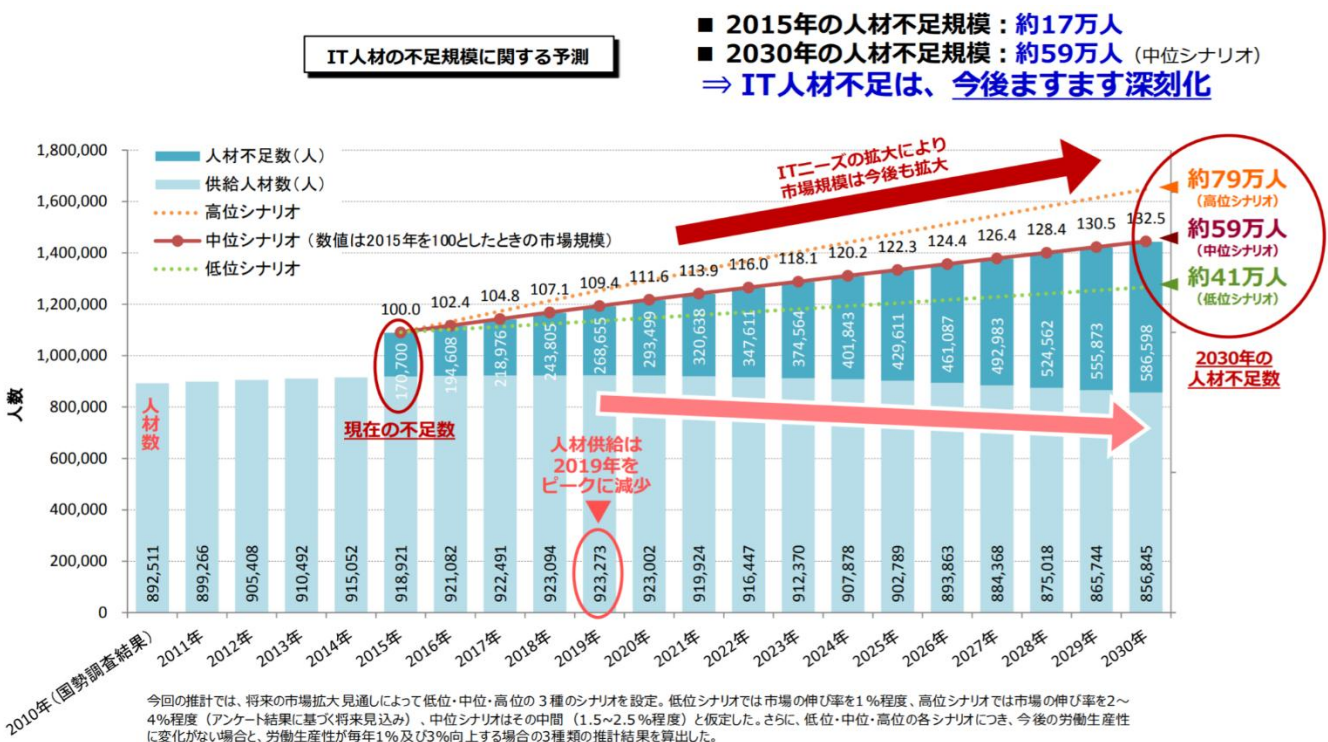
图 14: 日本 IT 人才供给和平均年龄趋势



资料来源: 日本经济产业省, 国元证券研究所

日本是全球人口老龄化最严重的国家,人口已连续12年自然减少。根据日本厚生劳动省发布的数据,2020年,日本新生儿出生数为872683人,较上年减少25917人。根据日本总务省在2020年9月发布的数据,日本65岁以上的老年人口数量达3617万人,占总人口的28.7%。根据日本厚生劳动省下属的研究机构国立社会保障人口问题研究所的预测,2060年日本的老龄化率将达到39.9%。随着人口危机不断深化,未来几十年日本人口可能继续下降。

图 15: 日本 IT 人才短缺规模及预测



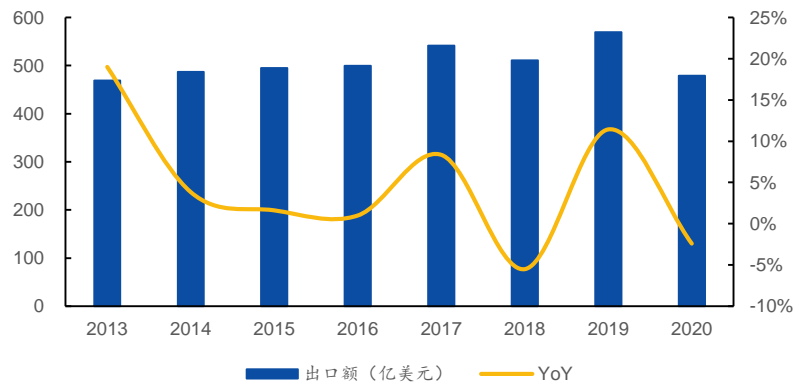
资料来源: 日本经济产业省, 国元证券研究所

IT 市场人才需求快速增长和日本市场人口老龄化的日趋严重，导致日本 IT 人才资源日益匮乏。根据日本经济产业省的数据，日本的 IT 人才缺口在 2015 年已经达到 17 万人，预计 2021 年日本 IT 行业的人才短缺超过 32 万人，并且这个缺口会一直扩大，到 2030 年，人才短缺规模按照中位预测为 59 万人，按照高位预测则会达到 79 万人。日本的劳动人口逐渐呈下降趋势，这将直接加剧日本 IT 人才不足的态势，同时使得日本离岸软件开发服务市场需求不断增长。中国作为日本最主要的发包地，预计未来对日软件开发服务市场规模将稳定增长。

2.2.2 软件和信息技术出口业务高质量发展

根据工信部的数据，全国软件和信息技术服务业出口额由 2013 年的 469.0 亿美元上升至 2019 年的 569.4 亿美元，2020 年，受新冠疫情影响，全国软件和信息技术服务业实现出口 478.7 亿美元，同比下降 2.4%。根据公司公告，2020 年 6 月，公司入选中国软件和信息服务网评选的 2019 中国软件出口企业排行榜第 4 名。

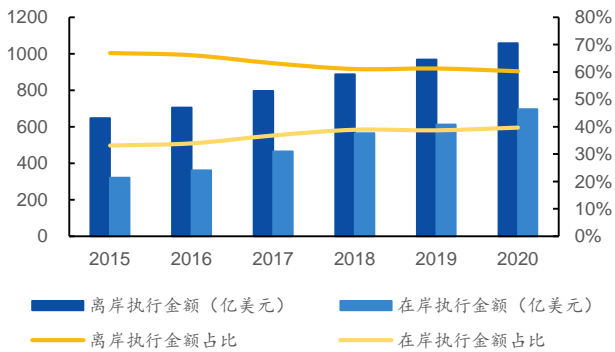
图 16：中国软件业务出口情况



资料来源：工信部，国元证券研究所

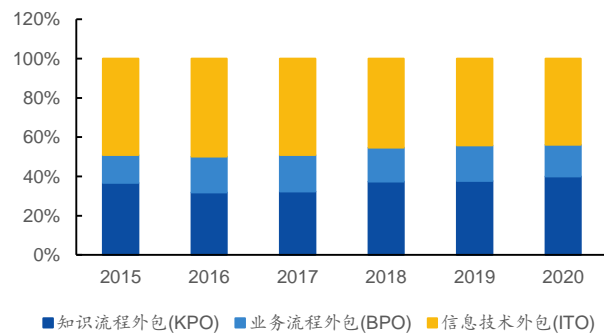
中国服务外包产业正在迈向高质量发展阶段。由依赖人工转向依托技术进步，由单一的服务转向深入行业的综合解决方案服务，因此技术研发服务、工程技术、检验检测等为代表的高端生产性服务外包业务快速健康发展。根据商务部的数据，2015-2020 年，我国服务外包业务执行额的 CAGR 为 12.6%，离岸外包在我国服务外包业务执行额中所占比重较大，我国承接离岸服务外包执行额的 CAGR 为 10.4%，2020 年，我国承接离岸服务外包执行额为 1057.8 亿美元，首次超过千亿美元，同比增长 9.2%，带动服务出口提升 3.8 个百分点。从地区看，2020 年长三角区域承接离岸服务外包执行额 3678.6 亿元，同比增长 13.3%，占全国 50.4%。

图 17：离岸/在岸服务外包执行金额及占比



资料来源：商务部，国元证券研究所

图 18：中国离岸服务外包业务结构



资料来源：商务部，国元证券研究所

外包服务主要包括：信息技术外包(ITO)、业务流程外包(BPO)和知识流程外包(KPO)三大类别，2015-2020年，信息技术外包连续占有较大比重。2016-2020年，我国离岸服务外包中，信息技术外包占比逐渐减少，知识流程外包占比逐渐增加。离岸服务外包的结构日益优化，服务外包与垂直产业的融合逐渐加深。

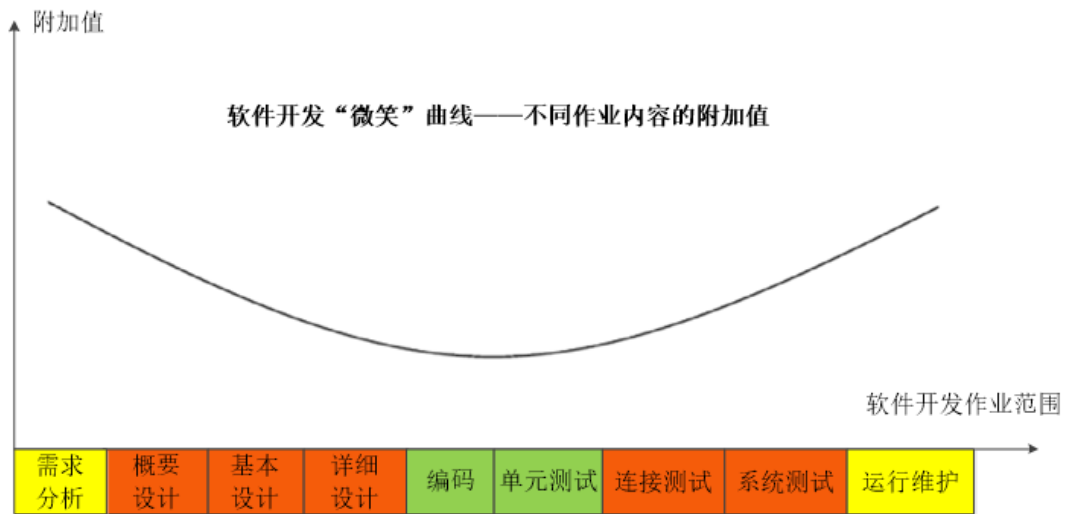
2.3 对日业务独立承接，软件开发优势显著

日本企业间特有的“金字塔型”结构关系，形成了一级承包商与最终客户企业间稳固的“关系契约”。最终用户在发包时重视一级承包商的业务咨询能力、资金抗风险能力和在日本本地承担法律责任的能力，因此一级承包商一般都是本地规模较大的企业，在日本只有 30 多家。一级承包商在完成需求分析、概要设计等前端业务流程之后，再将其余软件开发业务委托给合作伙伴。

由于文化、语言因素及地理位置的相近性，中国软件企业成为了日本一级接包商最主要的分包合作商。根据公司招股说明书，日本的离岸软件开发业务的 70%发到了中国，中国对日软件外包行业模式较多采用的是离岸开发和在岸开发相结合的定制软件开发模式。日本一级软件接包商通过实施离岸软件开发的战略，能有效降低成本。全球顶尖金融服务技术供应商野村综研也是日本往中国市场发包最多的企业之一，根据野村综研 2019 年年报披露的数据，其软件发包金额占其生产成本的 47.8%，对中国离岸软件开发需求金额从 2004 年的 64.59 亿日元增加至 2019 年的 285.14 亿日元，CAGR 为 10.41%。在日本离岸软件开发服务市场中，中国的软件企业一般只能接到第三、第四层级的工作，利润率不高，而一旦进入第二级接包商行列，项目规模和利润率都将大幅提升。

公司对日软件业务主要客户群体为一级软件开发承包商和行业最终用户，其中来自一级软件承包商的收入占比约为 90%。公司在与日本一级软件承包商合作过程中，积累了丰富的金融、房地产、电信、电子商务等行业经验，在客户中赢得良好的口碑。其次，公司直接承接了日本大型企业大东建托的核心 IT 咨询业务。这意味着公司对日软件开发服务业务承接和交付能力、管理能力得到了日本大型企业的认可，有利于公司今后继续获得日本市场的核心 IT 业务。

图 19：软件开发“微笑”曲线



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

软件开发中连接测试和系统测试工作属于高端工程的一部分。设计工程和测试工程呈现一一对应关系：单元测试对应详细设计，连接测试对应基本设计，系统测试对应概要设计。连接测试和系统测试工作区别于单元测试，有着较高的实施难度，需要较高的技能才能完成。一级承包商负责的概要设计是用户需求收集整理后的展现，而公司通过基本设计，把最终客户需求变成可通过软件工程进行具体实现的设计文档，构成了系统开发的基础，基本设计的工作量一般是概要设计的 3-5 倍。

表 2：公司对日软件开发服务在开发阶段各项工作量占比

软件开发阶段	需求分析/概要设计	基本设计	详细设计	编码	单元测试	连接测试	系统测试	系统上线
工作量占比	6%	20%	15%	8%	14%	17%	20%	-
责任方	一级承包商	公司	公司	公司	公司	公司	公司	一级承包商

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司处于软件开发服务产业链上游，参与软件开发上游工程的比例较高，存在较高准入门槛，一方面导致业务附加值较高。公司对日软件开发项目采用的是瀑布式开发模型，在整个软件开发项目执行过程中负责软件开发环节，涵盖了从基本设计到系统测试的具体环节，部分项目公司也会参与需求分析、概要设计等，公司承担的业务大部分都不属于低端软件代码编写和软件测试的范畴。根据公司招股说明书，公司从事附加值较低的编码和单元测试的工作量占比并不高（约 22%），大部分工作量（约 72%）主要花费在具有较高附加值的基本设计、详细设计、连接测试和系统测试上。另一方面也便于预测和安排人手，保持较高的人员利用率。根据公司招股说明书，2017-2019 年，公司对日软件开发服务的人员利用率为 94.45%、92.28%和 99.52%。公司凭借较强的软件交付能力和项目精细管理能力，有效降低运营成本。

表 3：公司人员利用率

项目	2017 年	2018 年	2019 年
A=实际交付能力（人月）	12213	14524	17825
B=最大交付能力（人月）	12930	15739	17910
C=A/B=人员利用率	94.45%	92.28%	99.52%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

对日软件开发服务中形成了知识产权，具有创新机会。公司研发部门将开发经验中具有创新性、通用性、高可移植性的技术进行抽离、整合、优化、封装，形成新的技术解决方案，从而形成相关软件著作权。新的技术解决方案通过在多个项目中运用，不断改善升级，从而保持公司核心技术解决方案的先进性。根据公司公告，截至 2020 年底，公司拥有包括“金融衍生品交易系统”、“MOT 管理系统及其实现方法”、“一种资讯研究报告自动生成系统”和“一种基于 FLEX 构建 3D 柱状图的方法”在内的 4 项发明专利、177 项软件著作权。

以志远职校为主体，建立集中式人才培训基地。志远职校主要对公司员工进行入职前培训和在职人员的后续培训，提高员工的技术能力、日语技能和职业能力，建立拥有跨文化沟通能力的高技术复合型人才队伍。针对不同的入职对象，建立了“未来之星”、“梦想加油站”和“凌志之星”的人才培训体系，确保公司人力资源的稳定。

公司在日本市场积累了许多头部客户资源，业务稳定可持续。公司在日本一级软件承包商客户多为大型金融机构，例如野村综研等。野村综研是国际领先的咨询服务及系统解决方案供应商，公司连续多年获得野村综研评选的多个奖项，包括“最优秀项目奖”、“优秀合作伙伴奖”等，于 2017 年 4 月被野村综研授予“e-Partner”称号。公司与野村综研保持了长期稳定的合作关系，且已成为野村综研软件开发最大的供应商之一。此外，公司还拥有优质的最终行业客户，例如大东建托、三菱信托等。

图 20：公司对日软件开发服务客户资源



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 抓住机遇开拓市场，国内业务厚积薄发

3.1 金融创新加速推进，IT 服务模式升级

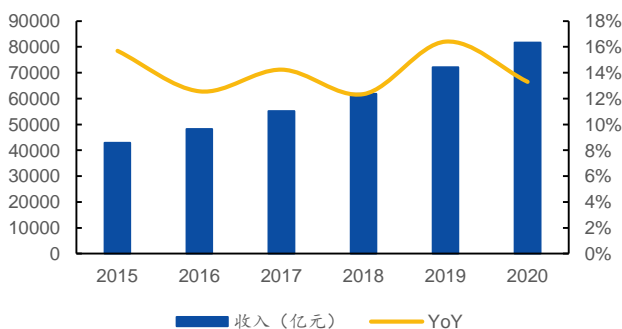
金融科技在证券行业大有可为。在国内外围绕技术路线主导权、价值链分工、产业生态的竞争日趋激烈的背景下，证券行业对金融科技的重视程度逐渐提升，各家证券公司不断加大信息技术和科技创新投入。根据中国证券业协会的数据，2019年，我国证券行业的信息技术投入达205.01亿元，同比增长10.49%，目前券商数字化转型已经进入到智慧券商阶段，但国内券商对新科技在行业内的应用仍然不够深入，与国外存在较大差距。未来深度挖掘数据价值、提高财富管理智能化水平以及发挥类区块链技术的功能将是我国智慧券商发展的主要方向。多家券商均提出，科技已经成为驱动券商数字化转型的重要力量。在此背景下，券商依据各自禀赋，选择了自主研发、引入外脑和集团赋能等多条科技发展道路。

政策利好推动金融科技快速发展。2020年是金融科技强监管元年，2021年，一方面会延续强监管的态势，尤其是在风险防范和反垄断方面；另一方面，金融科技试点仍将深化，为创新保留一定的弹性探索空间。同时，金融开放政策将稳步推进，从而促进国内金融业科技的加速发展。目前，我国已彻底取消了银行、证券、基金、期货、寿险领域外资股比限制，国际金融机构纷纷进入中国，从而带来竞争的“鲑鱼效应”。

“十四五”规划提出稳妥发展金融科技，加快金融机构数字化转型，强化监管科技运用和金融创新风险评估，探索建立创新产品纠偏和暂停机制。2021年在金融新基建、自主创新能力、技术标准制定上，均会进一步深化。

我国软件行业尚处成长期，软件业务收入和利润均保持增长。根据工信部的《2020年软件和信息技术服务业统计公报》，2016-2020年，软件业务收入的CAGR为14.05%，2020年，全国软件和信息技术服务业规模以上企业超4万家，累计完成软件业务收入81616亿元，同比增长13.3%；2020年软件和信息技术服务业实现利润总额10676亿元，同比增长7.8%。2020年，信息技术服务实现收入49868亿元，同比增长15.2%，增速高出全行业平均水平1.9个百分点，占全行业收入比重为61.1%。

图 21：我国软件业务收入及增长率情况



资料来源：工信部，国元证券研究所

图 22：我国金融 IT 解决方案市场规模统计及预测



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

我国 IT 服务行业由传统的模式向软件服务模式升级，综合 IT 解决方案逐渐成为

为 IT 服务商的竞争优势。根据艾瑞咨询的数据，近几年来我国 IT 服务市场规模的增长率每年均超 10%，预计 2023 年，我国整体 IT 服务市场规模达到 12273.7 亿元。国内的 IT 服务商在渠道建设、行业理解、服务响应等方面具备优势，IT 服务领域国内厂商的比例进一步提高。根据中商产业研究院的数据，中国金融 IT 解决方案的市场规模由 2015 年 446 亿元增至 2019 年 953 亿元，CAGR 为 20.9%。随着金融行业内部不断推进信息化进程，中国金融 IT 解决方案的市场规模将于 2021 年达 1440 亿元。

3.2 对日经验导入国内，国内份额有望提升

公司依靠在日本金融行业多年丰富的业务经验和软件开发经验，2010 年起逐步开拓国内证券市场软件解决方案业务，将对日软件开发服务的技术和业务经验导入国内，积极推动国内证券信息服务系统的转型与升级，是业内知名 IT 供应商。

公司已经在国内证券市场取得了一定的影响力，积累了较多国内优质的证券公司客户资源。2020 年，公司着力开拓新客户，新增了日本证券科技株式会社、QUALICA Inc.、SORAMICHI 株式会社、恒泰证券、国盛证券、国海证券、国联证券、中天证券、长城国瑞证券、星展银行、光证资管和嘉实基金等客户。截至 2020 年底，拥有 70 多家证券公司客户，同时积累了 10 多家基金公司和资产管理公司客户，为公司今后继续开拓国内资本市场软件解决方案业务奠定了客户基础。公司凭借在金融科技领域取得的战略发展及创新艺术成果，多次获得“中国软件行业最具影响力企业”称号。

图 23：国内证券行业部分客户



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司一直坚持为客户提供安全的产品与服务。公司于 2010 年 9 月首次通过软件能力成熟度模型 CMMI5 认证，并于 2013 年 9 月、2016 年 9 月、2019 年 8 月连续通过 CMMI5 复评，之后还通过了 ISO27001 信息安全体系认证，获得了中国软件行业协会颁发的企业信用等级 AAA 级证书，并于 2020 年 12 月完成了在中国证券监督管理委员会的信息技术系统服务机构备案。

经过多年开拓，结合国内市场的应用场景，将海量数据处理技术应用于国内市场，针对国内不同类型的金融机构开启定制化服务，在通用和专用技术方面均形成优势。公司自 2004 年承接日本顶级证券公司的千万级账户管理系统以来，专注于数据处理领域，掌握了包括数据采集、数据仓库、数据标签、数据计算、数据洞察等方面的先

进技术，支持实时、海量数据的高速处理，从而为客户提供数据相关的开发服务，相关解决方案和产品在国内金融市场落地。智能化数据服务中台(DMP)产品基于金融行业大数据技术发展的趋势，从数据应用场景出发，充分利用大数据技术，高效、便捷地协助客户进行数字化建设，从而帮助客户实现数字驱动转型创新的全新发展模式，在我国多家大中型券商实施落地，取得了良好的应用效果，被评为“2020年中国软件行业优秀解决方案”。根据公司官网，凌志 MOT 引擎产品已帮助 34 家券商实现了线上自动化服务、线下员工赋能，重新建立了新型零售客户服务模式，在证券行业实现了营销服务知识共享。华泰证券依托公司的 MOT 引擎打造了数字化营销平台，支撑累计下载装机量超过 4500 万、月活跃用户数超过 700 万的交易 APP 的营销服务，构建了“千人千面”的数字化营销体系，目前在证券行业应用领域排名前列。

对日软件开发服务下公司的业务可复制，共性的解决方案可以推广应用，在十余年对日服务中积累了丰富的金融行业经验可以复制到新用户、新业务上。CRM 系统和 MOT 关键时刻服务管理系统是公司基于多年对日本金融业的软件开发服务经验，将日本先进证券营销服务和管理理念引入国内并结合国内证券市场实际情况成功研发的产品。公司通过向国内证券公司传输日本先进的证券客户营销和服务理念，逐渐改变国内证券公司传统的营销和服务理念，并逐步得到国内证券公司的认可。另外，公司软件产品已经进入国内的基金行业和信用增进行业。2020 年，公司 MOT 引擎产品成功签约某知名基金公司，用于建设其数字化转型下的线上自动化运营体系，支持其基金投顾业务的开展，实现其用户的促活以及交易目标，完成其业务的增长，标志着公司 MOT 引擎产品进入了新的业务领域。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

尽管软件企业数量不断增加，但公司处于软件开发服务产业链上游，存在较高准入门槛，主要提供高技术和高附加值的软件开发服务，业务范围涵盖了咨询、设计、后续软件维护等，目前竞争尚不激烈。从事产业链上游软件开发服务业务、拥有较为稳定的客户资源、较高的业务技术成熟度、较大的接单能力的企业将有较大发展空间。未来公司将发挥在云计算、大数据、人工智能等新兴技术领域的优势，聚焦于金融科技领域，大力开拓国外市场，不断提升公司在国际产业链中的层次和水平；进一步研发新兴技术与金融科技领域高度融合的软件产品，不断加大国内金融行业应用软件市场份额，服务我国金融业信息服务体系的转型与升级。目前，公司的收入主要由三大部分构成：对日软件开发服务、国内行业应用软件解决方案、其他业务。我们按照这三个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 对日软件开发服务：**日本离岸软件开发服务市场维持稳定增长、公司 CMMI5 认证通过标志其交付管理水平和质量管理能力跻身全球软件业前列，此外，公司在开发应用中广泛使用云计算，日本的云计算需求对公司来说也是发展的一大机遇。公司的对日业务广泛应用了基于亚马逊云平台 AWS 的云计算技术，承接了财险车险的销售和理赔、证券的投资顾问服务、银行智能客服等一系列的项目开发，形成了深厚的云计算技术储备。2019-2020 年，该业务的营业收入增速分别为 29.15%、6.15%，预测 2021-2023 年的增速分别为 26.12%、22.69%、20.89%。2019-2020 年，该业务的毛利率分别为 45.62%、47.49%，预测未来三年将保持在 2020 年水平，维持在 47-48% 的区间。
- 2. 国内行业应用软件解决方案：**证券行业正处于全面对外开放和深化改革的窗口期，数字化建设需求旺盛，随着“十四五”规划提出加强云计算系统、软件核心技术一体化研发，进一步催生传统及新兴行业的信息化改造需求，国内 IT 服务需求持续增长。公司自研的 MOT 智能推荐引擎、大数据标签计算引擎、资产配置引擎、智能化大数据服务平台 DMP 等在我国多家大中型券商实施落地，技术及模式创新将带来大量新增需求订单。预计随着国内证券公司信息化建设和创新业务的进一步推进，公司将获得更大的市场发展机遇，同时也计划将国内市场逐步扩展到基金、期货、私募、银行理财子公司等资本市场领域。2019-2020 年，该业务的营业收入增速分别为 20.75%、2.92%，预测 2021-2023 年的增速分别为 25.58%、23.31%、20.56%。2019-2020 年，该业务的毛利率分别为 39.53%、49.57%，预测未来三年将保持在 2020 年水平，维持在 49-50% 的区间。
- 3. 其他业务：**2017 年至 2018 年，公司营业收入全部为主营业务收入，2019 年起新增少量其他业务收入，是凌志大厦地下停车库租金收入。预测 2021-2023 年该业务的收入增速分别为 5.31%、4.83%、4.56%，毛利率将保持在 2020 年的水平，都是 100%。

表 4：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
对日软件开发服务					
收入	498.43	529.09	667.29	818.70	989.73
增长率	29.15%	6.15%	26.12%	22.69%	20.89%
毛利率	45.62%	47.49%	47.61%	47.81%	47.96%
国内行业应用软件解决方案					
收入	97.97	100.83	126.62	156.13	188.23
增长率	20.75%	2.92%	25.58%	23.31%	20.56%
毛利率	39.53%	49.57%	49.68%	49.77%	49.87%
其他业务					
收入	0.23	0.17	0.18	0.19	0.20
增长率	-	-24.05%	5.31%	4.83%	4.56%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计					
收入	596.62	630.09	794.09	975.02	1178.16
增长率	27.74%	5.61%	26.03%	22.78%	20.83%
毛利率	44.64%	47.83%	47.95%	48.14%	48.28%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股上市公司中，博彦科技、润和软件、京北方都面向金融行业提供软件和信息技术相关服务，与公司所从事的行业较为接近，同时，博彦科技与润和软件的国际软件开发业务都覆盖日本市场，与公司的对日软件开发业务有一定的可比性，因此，我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值的角度来看，公司的估值水平高于可比公司的平均水平，这可能与公司较好的经营性净现金流和较高的净利润率有关。目前，计算机（申万）指数的 PE TTM 为 48.6 倍，公司的估值水平低于这一水平，参考可比公司的估值水平，我们认为公司目前的 PE 估值水平是合理的，具备较好的长期投资价值。

表 5：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002649.SZ	博彦科技	9.37	49.87	43.10	52.34	63.96	-	14.49	12.44	9.23	-
300339.SZ	润和软件	8.76	69.77	24.80	-	-	-	46.67	-	-	-
002987.SZ	京北方	45.41	72.96	22.93	30.70	38.63	-	27.78	19.05	14.86	-
	平均	-	-	-	-	-	-	29.65	15.75	12.05	-
688588.SH	凌志软件	19.88	79.52	6.30	7.94	9.75	11.78	39.61	30.54	24.59	20.22

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2021 年 5 月 7 日

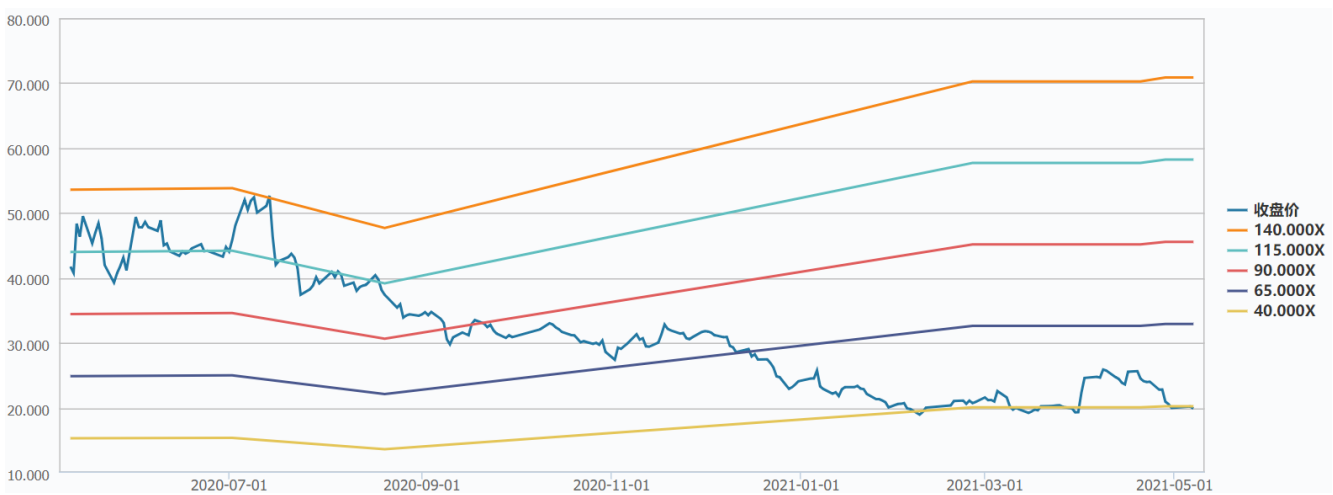
投资建议：

公司深耕日本金融市场十几年，积累经验技术并创新应用于国内金融市场，助力

国内证券市场的转型与升级，使得公司国内业务得到进一步开拓。公司掌握了核心的通用技术和专用技术解决方案，逐渐形成核心竞争优势，未来将以核心技术为基础，结合各行业、各领域实际业务需求，探索新兴技术在软件开发项目上的融合应用，从而进一步提高公司的竞争力。稳定的日本市场需求和优质的国内客户资源，使得公司未来业务持续成长无忧。

综上，预测公司 2021-2023 年营业收入为 7.94、9.75、11.78 亿元，归母净利润为 2.60、3.23、3.93 亿元，EPS 为 0.65、0.81、0.98 元/股，对应 PE 为 30.54、24.59、20.22 倍。目前，计算机（申万）指数 PE TTM 为 48.6 倍，上市以来，公司 PE 主要运行在 40-140 倍之间，考虑到公司的成长性，给予公司 2021 年 50 倍的目标 PE，目标价为 32.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 24：凌志软件上市以来 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

5.风险提示

1. **新冠肺炎疫情反复:**全球疫情防控形势仍不容乐观,有进入常态化防控的趋势,新冠肺炎疫情的反复有可能会影响下游客户的业务需求和支付能力,可能会对公司业务造成一定冲击,且疫情后续影响具有不确定性,可能对公司生产经营带来不确定性。
2. **汇率风险:**公司营业收入主要以日元结算,而大部分成本和费用则以人民币结算,公司的利润水平与日元汇率存在较强的关联性。未来随着对日软件开发服务业务规模不断扩大,公司存在因汇率变动而导致经营业绩波动的风险。
3. **依赖日本市场的风险:**公司的业务收入主要来自于日本市场,未来对日软件开发服务仍将是公司重点发展的业务,如果日本经济、政治、社会、法制状况等出现不利变化,影响到日本市场对软件开发服务的需求,将对公司经营业绩和业务发展产生不利影响。
4. **技术人员流失的风险:**公司属于知识密集型企业,产品的研发及技术创新依赖技术人员,随着行业的发展,技术人才的需求增加,维持技术人员队伍稳定和吸引优秀人才是公司能够保持竞争优势的主要因素之一,在激烈的人才竞争下,公司存在技术人员流失的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	488.74	953.69	1200.06	1386.71	1611.13
现金	391.89	455.54	659.15	785.69	950.07
应收账款	76.24	82.87	105.39	130.17	158.59
其他应收款	4.07	3.90	4.84	5.85	6.83
预付账款	5.80	2.65	3.31	3.94	4.63
存货	8.63	6.09	7.56	9.15	10.91
其他流动资产	2.10	402.64	419.81	451.90	480.10
非流动资产	301.55	350.04	366.89	391.48	421.04
长期投资	53.32	95.46	103.28	114.56	126.73
固定资产	210.60	200.43	205.48	214.04	226.02
无形资产	6.67	5.85	6.15	6.94	7.93
其他非流动资产	30.96	48.30	51.97	55.93	60.36
资产总计	790.29	1303.73	1566.95	1778.18	2032.17
流动负债	104.58	93.57	94.52	105.99	120.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	17.07	12.15	15.21	18.46	22.00
其他流动负债	87.52	81.42	79.31	87.53	98.34
非流动负债	4.66	8.69	8.97	9.33	9.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.66	8.69	8.97	9.33	9.69
负债合计	109.25	102.26	103.49	115.32	130.03
少数股东权益	1.33	1.32	1.29	1.25	1.21
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	6.72	351.75	351.75	351.75	351.75
留存收益	310.60	431.34	691.76	890.12	1128.13
归属母公司股东权益	679.71	1200.15	1462.17	1661.61	1900.93
负债和股东权益	790.29	1303.73	1566.95	1778.18	2032.17

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	136.57	169.32	201.96	269.93	335.10
净利润	149.51	200.73	260.39	323.32	393.18
折旧摊销	10.39	10.97	12.37	13.30	14.56
财务费用	-12.45	6.61	-5.49	-7.14	-8.59
投资损失	-15.73	-44.32	-36.53	-38.47	-41.76
营运资金变动	-3.45	-5.75	-18.57	-20.72	-21.87
其他经营现金流	8.30	1.08	-10.22	-0.36	-0.41
投资活动现金流	-17.53	-407.99	-5.59	-26.74	-25.56
资本支出	14.68	9.79	15.46	19.85	24.37
长期投资	0.00	401.36	11.40	15.10	16.38
其他投资现金流	-2.85	3.16	21.28	8.21	15.19
筹资活动现金流	-72.00	308.30	7.24	-116.65	-145.16
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	40.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	345.04	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-72.00	-76.74	7.24	-116.65	-145.16
现金净增加额	55.03	63.65	203.61	126.54	164.38

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	596.62	630.09	794.09	975.02	1178.16
营业成本	330.29	328.70	413.33	505.69	609.39
营业税金及附加	2.42	2.53	3.18	3.90	4.71
营业费用	31.67	26.47	32.40	39.59	47.48
管理费用	47.62	40.48	47.72	58.21	69.98
研发费用	54.07	59.36	63.48	67.68	74.32
财务费用	-12.45	6.61	-5.49	-7.14	-8.59
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.10	1.21	1.32	1.43
投资净收益	15.73	44.32	36.53	38.47	41.76
营业利润	163.37	222.59	286.98	356.27	433.10
营业外收入	0.03	0.02	0.03	0.04	0.05
营业外支出	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04
利润总额	163.37	222.60	286.99	356.28	433.11
所得税	13.86	21.87	26.60	32.96	39.93
净利润	149.51	200.73	260.39	323.32	393.18
少数股东损益	-0.33	-0.02	-0.03	-0.04	-0.04
归属母公司净利润	149.84	200.75	260.42	323.36	393.22
EBITDA	161.31	240.18	293.86	362.43	439.06
EPS (元)	0.42	0.50	0.65	0.81	0.98

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	27.74	5.61	26.03	22.78	20.83
营业利润 (%)	65.42	36.25	28.93	24.14	21.57
归属母公司净利润 (%)	64.04	33.97	29.72	24.17	21.61
获利能力					
毛利率 (%)	44.64	47.83	47.95	48.14	48.28
净利率 (%)	25.11	31.86	32.79	33.16	33.38
ROE (%)	22.04	16.73	17.81	19.46	20.69
ROIC (%)	64.46	67.71	77.72	88.46	98.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.82	7.84	6.60	6.49	6.40
净负债比率 (%)	2.91	1.67	1.80	1.72	1.64
流动比率	4.67	10.19	12.70	13.08	13.39
速动比率	4.59	10.13	12.62	13.00	13.30
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.60	0.55	0.58	0.62
应收账款周转率	8.75	7.81	8.21	8.06	7.95
应付账款周转率	15.39	22.50	30.22	30.04	30.13
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.50	0.65	0.81	0.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	0.42	0.50	0.67	0.84
每股净资产 (最新摊薄)	1.70	3.00	3.66	4.15	4.75
估值比率					
P/E	53.07	39.61	30.54	24.59	20.22
P/B	11.70	6.63	5.44	4.79	4.18
EV/EBITDA	43.62	29.30	23.95	19.42	16.03

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188