

# 凌志软件 (688588)

证券研究报告

2021年05月15日

## 对日软件开发空间广阔，国内金融 IT 增长可期

### 双轮驱动，优质增长

公司是国内领先的金融 IT 公司，在对日软件开发行业处于龙头地位。2020 年实现营收 6.30 亿元，同比增长 5.62%，实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比增长 15%。对日业务贡献营收 83.99%，2015-2020 年复合增速为 16.49%，国内业务营收 2015-2020 年复合增速达 31.28%。

### 对日业务：现有客户合作稳定，未来市场前景广阔

公司深耕日本软件开发市场十八年，涵盖证券、银行、保险等领域，与野村综研、三菱信托银行、索尼生命保险等大型公司保持长期合作，为其开发核心业务系统。受益于日本广阔的金融 IT 市场，以及与下游客户稳定的合作关系，公司对日业务有望持续稳定增长。

### 国内业务：厚积薄发，不断拓展

公司国内金融 IT 解决方案产品主要为券商销售与管理服务系统，细分市场份额较高。国内业务聚焦券商 IT 市场，相较于其他金融行业 IT 有更高的议价能力和利润空间。随着解决方案产品化，公司毛利率有望向其他券商 IT 友商靠拢。

### 管理优势：激励培训，持续赋能

公司控股股东持有股份 49.34%，高管及员工持股平台合计持股 64.03%，高度集中的股权结构和专业的管理团队为公司发展保驾护航。公司分梯度进行人才筛选培养，高效的管理体系及盈利能力较强的金融赛道使公司毛利率显著高于对日软件开发友商。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 8.11/10.33/13.02 亿元，同比增长 28.68%、27.39%、26.00%；毛利率分别为 48.31%、48.80%、49.28%。我们测算公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.57/3.20/3.97 亿元，对应 26.68/21.38/17.25 倍 PE。基于可比公司平均估值，考虑公司对日软件开发业务高盈利增速以及高盈利质量（扣非净利率），给予 21 年 40 倍 PE 作为目标估值，对应目标价 24.80 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：**1) 公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上；  
2) 疫情持续影响，金融行业系统更新替换进程低于预期；  
3) 5 月原股东限售股份解禁；  
4) 日元汇率剧烈波动产生的汇兑损益可能影响公司业绩表现

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.56 元
目标价格	24.80 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	251.90
A 股总市值(百万元)	6,120.15
流通 A 股市值(百万元)	4,231.92
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	6.16
一年内最高/最低(元)	54.60/14.92

### 作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com  
王倩雯 联系人  
wangqianwen@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	596.62	630.09	810.83	1,032.94	1,301.50
增长率(%)	27.74	5.61	28.68	27.39	26.00
EBITDA(百万元)	210.18	287.97	289.71	361.64	450.94
净利润(百万元)	149.84	200.75	256.56	320.16	396.86
增长率(%)	64.04	33.97	27.80	24.79	23.95
EPS(元/股)	0.37	0.50	0.62	0.77	0.96
市盈率(P/E)	44.21	33.00	26.68	21.38	17.25
市净率(P/B)	9.75	5.52	4.94	4.12	3.46
市销率(P/S)	11.10	10.51	8.44	6.63	5.26
EV/EBITDA	0.00	30.58	20.14	15.71	11.99

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 双轮驱动，优质增长	4
1.1. 立足对日软件开发，拓展国内金融 IT 市场	4
1.2. 业务稳定增长，经营指标向好	4
2. 对日业务：现有客户合作稳定，未来市场前景广阔	5
2.1. 日本金融 IT 市场空间广阔	6
2.1.1. 人口老龄化加剧，日本 IT 行业有望更加依赖中国离岸软件开发	6
2.1.2. 日本 IT 系统面临“2025 断崖”，更新需求有望推动市场放量	6
2.2. 日本金融 IT 市场空间广阔	7
2.2.1. 日本商业环境使合作高黏性、可预测、应收账款周转优于国内友商	7
2.2.2. 作为野村综研主要供应商之一，乘势 DX 战略增长可期	8
2.2.3. 经验积累助力市场开拓，客户集中度有所下降	8
2.3. 承担高端软件开发环节，双向技术交流赋能未来	9
3. 国内业务：厚积薄发，不断拓展	10
3.1. 专注券商销售、管理系统，细分领域市场份额较高	10
3.2. 基于自有产品定制开发，订单数量稳定增长	10
3.3. 国内券商 IT 需求高速增长，专注优质市场空间广阔	11
4. 管理优势：激励培训，持续赋能	12
5. 盈利预测与估值	14
6. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：2015-2020 年公司分业务营收表现（万元）	5
图 3：2015-2020 年公司分业务毛利及毛利率表现（万元）	5
图 4：2015-2020 年公司费用表现（万元）	5
图 5：2015-2020 年公司扣非后归母净利表现（万元）	5
图 6：公司对日软件开发解决方案	5
图 7：2014-2019 年 15-64 岁日本劳动人口及占比（万人）	6
图 8：2019-2030 年日本 IT 人才缺口情况（万人）	6
图 9：2017 年日本各行业 IT 系统老化情况（%）	6
图 10：2017-2019 年公司外协成本和人员利用率（万元）	7
图 11：2015-2020 年员工人均创收（万元）	7
图 12：与友商应收账款周转率比较	7
图 13：公司经营性现金流与净利润情况（万元）	7
图 14：2016-2020 年野村综研营收与软件定制开发情况（百万日元）	8
图 15：2016-2023 年野村综研 DX 相关收入情况（十亿日元）	8

图 16: 2015-2020 年公司客户集中度情况 (万元) .....	8
图 17: 公司对日软件开发服务业务流程 .....	9
图 18: 公司软件开发工作量分布及附加值情况.....	9
图 19: 公司融合新技术收入及占比 (万元) .....	9
图 20: 公司国内金融 IT 解决方案产品情况.....	10
图 22: 2017-2019 年国内金融 IT 解决方案营收 (万元) .....	11
图 23: 国内业务订单数量及平均价格 (万元) .....	11
图 24: 2017-2019 年我国证券行业信息技术投入情况 (亿元) .....	11
图 25: 2019 年金融行业 IT 系统投入情况.....	11
图 26: 公司股权架构.....	12
表 1: 2020 年公司国内业务毛利率与其他金融 IT 友商对比 .....	12
表 2: 公司前十大股东中员工持股平台情况.....	13
表 3: 公司人才培养项目情况 .....	13
表 4: 2020 年对日业务友商经营情况对比.....	13
表 5: 公司盈利预测及估值 (2021-2023 年, 百万元) .....	14
表 6: 可比公司估值 .....	14

## 1. 双轮驱动，优质增长

### 1.1. 立足对日软件开发，拓展国内金融 IT 市场

凌志软件是国内领先的金融 IT 公司，在对日软件开发行业处于龙头地位。我们复盘了凌志软件自 2003 年成立至今的发展历程，就业务范围而言，可将公司发展历程分为两个阶段：

**第一阶段（2003-2009 年）：主营对日软件开发业务。**2010 年之前，公司以野村综研为主开展对日软件开发业务。

**第二阶段（2010 年-至今）：对日软件开发与国内金融 IT 双轮驱动。**2010 年以后，公司凭借与野村综研的多年合作经验，在承接多样化对日业务的同时逐步拓展国内金融 IT 市场。目前对日业务涵盖证券、银行、保险等多个金融领域，国内客户累计达 80 余家。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，公司年报，天风证券研究所

### 1.2. 业务稳定增长，经营指标向好

对日软件开发服务稳中有升，国内金融 IT 业务高速扩张：

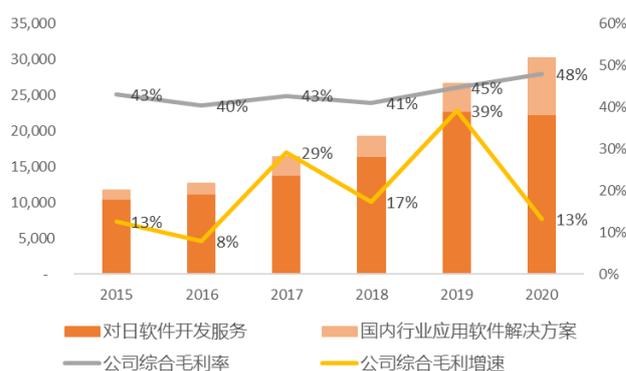
- 1) 营收方面：**公司 2020 年实现 6.30 亿元收入，同比增长 5.62%，主要是受到新冠疫情的影响。2015-2020 年复合增速达 18.24%，其中对日软件开发业务 2015-2020 年复合增速为 16.49%，2020 年占整体营收比重为 83.99%；国内业务处于快速扩张期，2015-2020 年复合增速达 31.28%。
- 2) 毛利方面：**公司综合毛利率在 40% 以上，2020 年对日业务及国内业务毛利率分别为 47% 和 50%，较 2019 年分别提升 2pct 和 10pct。
- 3) 费用率方面：**随着规模效应逐步显现，公司近年销售费用及管理费用率逐步下滑；为降低疫情对公司经营的影响，2020 年公司加大了研发投入，因而研发费用率有所提升。公司 2020 年实现扣非净利润 1.51 亿元，同比增长 15%，扣非净利率达 24.03%，同比增长 2pct，远超同类型银行 IT 公司，与金融科技龙头恒生电子相近。

图 2：2015-2020 年公司分业务营收表现（万元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 3：2015-2020 年公司分业务毛利及毛利率表现（万元）



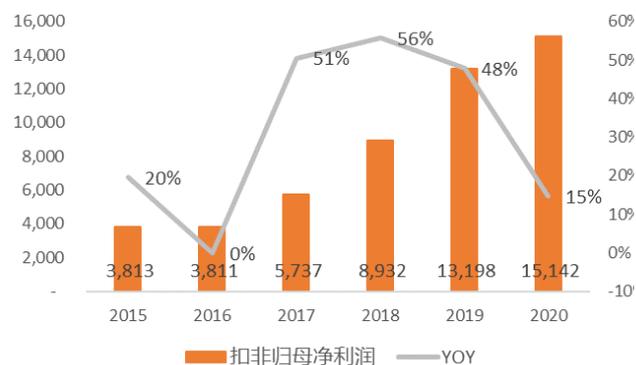
资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 4：2015-2020 年公司费用表现（万元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 5：2015-2020 年公司扣非后归母净利润表现（万元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

## 2. 对日业务：现有客户合作稳定，未来市场前景广阔

受益于日本广阔的金融 IT 市场，以及与下游客户稳定的合作关系，公司对日业务有望持续稳定增长。公司深耕日本软件开发市场十八年，涵盖证券、银行、保险等领域，已实现金融行业全面布局。目前公司与野村综研、三菱信托银行、索尼生命保险等大型公司保持长期合作，主要为其开发核心业务系统，同时也在电子商务、其他行业办公软件等领域进行积极业务探索。

图 6：公司对日软件开发解决方案



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

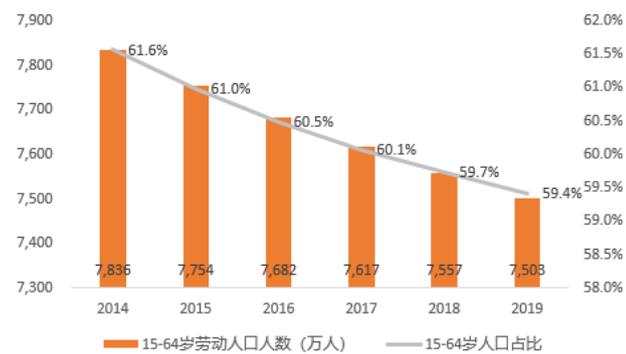
## 2.1. 日本金融 IT 市场空间广阔

### 2.1.1. 人口老龄化加剧，日本 IT 行业有望更加依赖中国离岸软件开发

日本人口老龄化加剧，IT 人才缺口日益严重。随着日本人均期望寿命的增长以及人口自然增长率的下降，人口老龄化问题愈加突出。2014-2019 年，日本劳动人口中 15-64 岁占比逐年下降，2020 年占比仅为 59.4%，呈现劳动人口数量、占比双降趋势。人口结构老龄化致使日本 IT 人才日益匮乏，2019 年日本 IT 人才缺口为 26.08 万人，到 2030 将达 54.51 万人。巨大的 IT 人才缺口使日本不得不选择离岸软件开发。

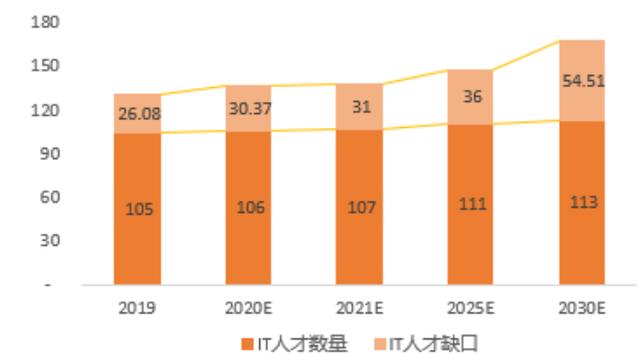
文化优势使得中国成为日本企业主要 IT 开发合作商。中国与日本文化、语言因素相似，在文字沟通等方面具有明显优势。当前，中国占据日本离岸软件开发业务 70% 的份额。

图 7：2014-2019 年 15-64 岁日本劳动人口及占比（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2019-2030 年日本 IT 人才缺口情况（万人）



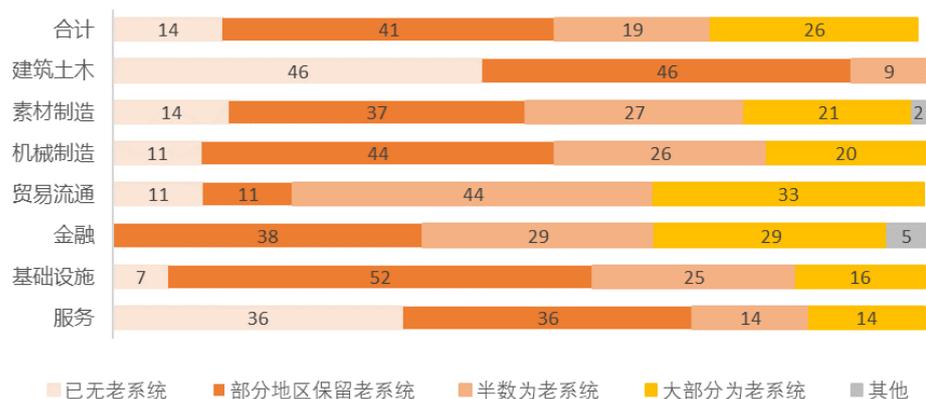
资料来源：日本经济产业省，天风证券研究所

### 2.1.2. 日本 IT 系统面临“2025 断崖”，更新需求有望推动市场放量

日本企业 IT 系统老化明显，预计 2025 年将进行大规模更新换代。目前日本企业核心 IT 系统使用时间较长，亟需更新。据日本经济产业省数据，若不进行 IT 系统更新，预计 2025 年后将面临每年最高 12 兆日元的经济损失（约合 7,145 亿元人民币，为 2018 年的三倍），称为“2025 断崖”。同时野村综研预计，很多日本企业以 2025 年为目标来解决系统升级问题，期间 IT 软件市场规模将显著扩大。

金融 IT 系统老化尤为严重，蕴藏广阔空间。据日本经济产业省数据，2017 年金融行业系统老化比例远高于其他行业。在金融机构和大型企业中，核心业务系统使用超过 21 年的比例高达 20%，预计到 2025 年该比例将达到 60%。此类企业的系统更新问题已经被提上议程，预计其数字化转型的 IT 投资比例将从 2017 年的 10% 提升到 2025 年的 40%。凌志软件的对日业务集中于金融领域，有望受益于 IT 系统更新浪潮。

图 9：2017 年日本各行业 IT 系统老化情况（%）



资料来源：日本经济产业省，天风证券研究所

## 2.2. 日本金融 IT 市场空间广阔

日本相对保守的商业环境以及对下游企业的法律保护使得公司与合作企业之间黏性较高、未来收入可预测、人员利用率较高、且应收账款周转率较高。公司依托于野村综研打开了日本软件开发的局面，业务范围拓展至证券、银行、保险、资管等诸多领域；且公司作为野村综研主要供应商之一，有望乘势野村综研 DX 战略，未来增长可期。

### 2.2.1. 日本商业环境使合作高黏性、可预测、应收账款周转优于国内友商

日本文化带来了商务合作关系的高黏性，公司与客户间拥有稳定的“关系契约”。受单一民族文化影响，日本上下游企业间形成了彼此依赖的稳固关系。客户为了避免与新企业合作的潜在风险，即使面临技术迭代，也更倾向于等待原有的供应商研发而非转向新企业。在保守的商业环境中，公司与客户之间的合作具有较高黏性。

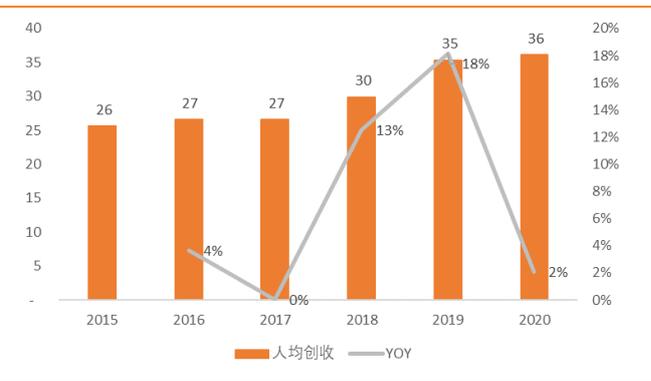
可预测的经营模式帮助提升人员利用效率。由于与客户合作稳定，公司可在年初对工作进行较为准确的预测，合理规划人力安排，2019 年公司人员利用率高达 99.52%。在交付能力不足时公司进行软件外协安排，公司外协成本较为稳定，2019 年外协成本占营业成本比为 15.59%。此外，公司人均创收保持较快增长，2020 年达 36.08 万元，2015-2020 年复合增速为 7.09%。

图 10：2017-2019 年公司外协成本和人员利用率（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

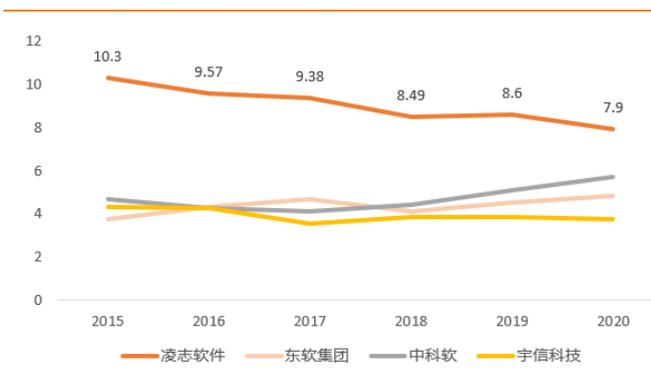
图 11：2015-2020 年员工人均创收（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

受益于日本《防止拖延支付法》，公司应收账款周转率高。日本规定“公司有义务在收领货物（服务）后 60 天以内的期间中支付费用”，若逾期“有义务按照 14.6% 的年利率，根据拖延时间支付拖延金额的利息”。因此，对日业务的客户一般按月下达订单并进行验收结算，而非按单个项目结算。2020 年公司应收账款周转率为 7.9，高于国内软件开发友商。由于回款迅速，公司经营活动现金流与归母净利润比值接近 100%，盈利质量较高。

图 12：与友商应收账款周转率比较



资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

图 13：公司经营性现金流与净利润情况（万元）



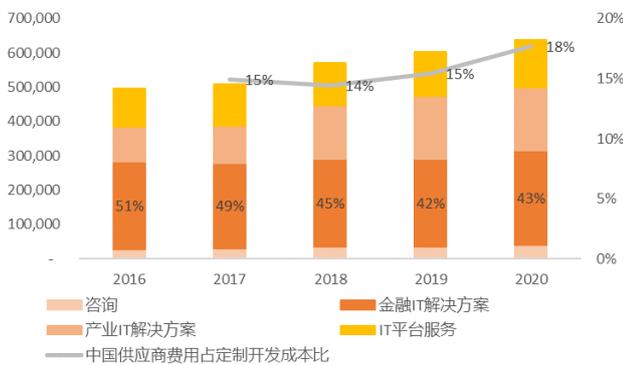
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 2.2.2. 作为野村综研主要供应商之一，乘势 DX 战略增长可期

十七年深度合作，公司成为野村综研主要供应商之一。野村综研是国际领先的咨询服务及系统解决方案供应商，连续 9 年进入 IDC 全球金融服务技术供应商 FinTech Ranking 排行榜前十名；金融 IT 解决方案是其贡献收入最大的业务，占比超过 40%。野村综研 2020 年支付给中国供应商的费用其占定制开发成本的 18%，且呈上升趋势。凌志软件自 2004 年与野村建立合作关系，目前已成为其最大的供应商之一，2016-2018 年公司来自野村的收入占同期野村对中国供应商费用的 13.83%、13.31%、14.88%。

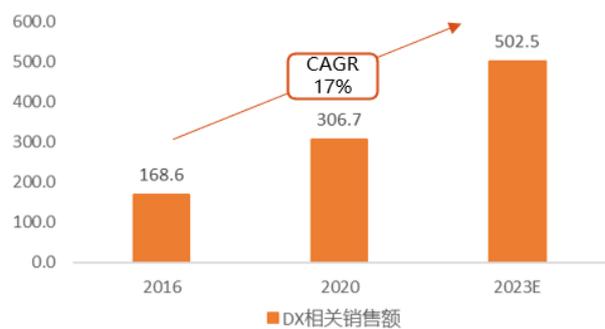
乘野村 DX 战略东风，公司未来收入增长可期。野村综研的 DX 战略是其三大主要战略之一，旨在帮助日本乃至国际企业实现数字化转型和系统更新升级。预计 2023 年野村将实现 5,025 亿日元（约合 300 亿元人民币）的 DX 战略相关收入，2016-2023 年复合增长率达 17%。凌志软件作为野村最大供应商之一，势必将受益于其 DX 相关业务的增长，获取更高收入。

图 14：2016-2020 年野村综研营收与软件定制开发情况（百万日元）



资料来源：野村综研年报，天风证券研究所

图 15：2016-2023 年野村综研 DX 相关收入情况（十亿日元）

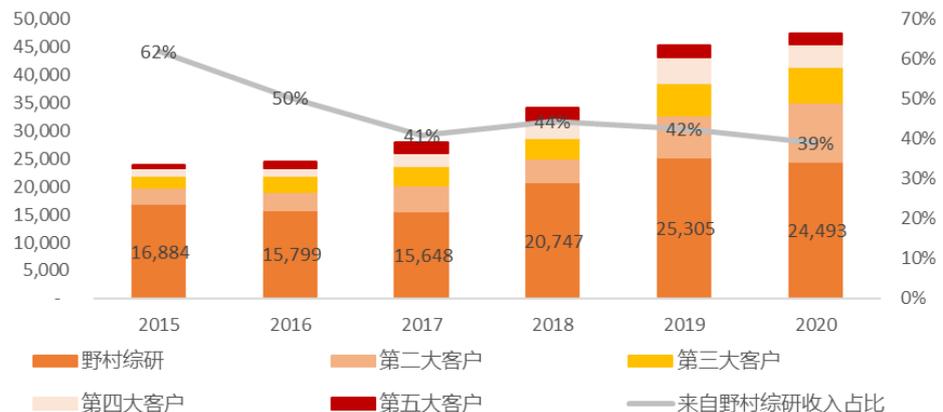


资料来源：野村综研年报，天风证券研究所

### 2.2.3. 经验积累助力市场开拓，客户集中度有所下降

公司积极拓展业务领域，逐步改善对单一客户的依赖。基于与野村综研合作的经验和声誉，公司先后与日本最大的租赁住宅资产管理公司大通建托、著名系统集成公司 TIS 等各行业顶尖企业达成长期合作，业务范围成功覆盖证券、银行、保险、资管等诸多领域。当前野村综研虽仍为公司最大客户，2020 年贡献营收 39%，但近年对公司营收贡献呈现下降趋势。

图 16：2015-2020 年公司客户集中度情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

### 2.3. 承担高端软件开发环节，双向技术交流赋能未来

公司通过最高级别 CMMI5 软件能力成熟度认证,对日业务超过 98%为定制软件开发服务,还有极少数软件售后服务项目和为客户提供人员派驻的软件服务。公司具备软件开发主导、以及参与开发全流程的技术实力。

图 17：公司对日软件开发服务业务流程

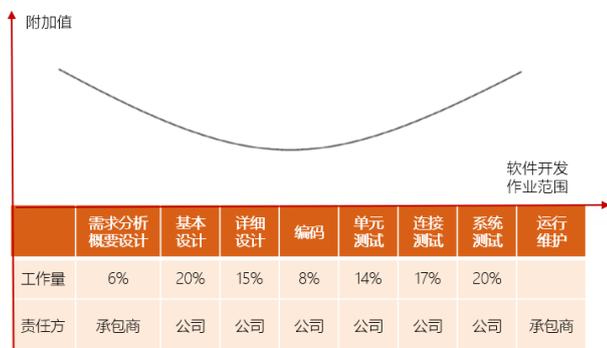


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司多承担范围广、难度大的开发环节，拥有较大自主权。公司对从基本设计到系统测试的各环节工作负责，约 72%的工作量投入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环节，从事附加值较低的编码和单元测试工作量占比仅为 22%。此外，由于对日业务客户不具备亲自管控公司项目成员的客观条件，公司对人员安排、进度控制、质量监控、技术方案选择等具有自主权。

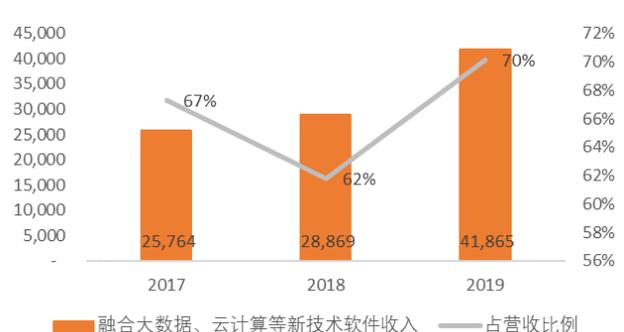
经验复制及国内反哺，技术积累打造竞争优势。对日软件开发为公司积累了大量可复制的技术经验，公司目前拥有 177 项软件著作权以及 4 项主要知识产权。此外，中国互联网行业规模远超日本，公司在国内市场接触到的 IT 技术也日益为日本客户青睐。目前公司拥有国内外领先的项目管控、大数据、云计算等核心技术，可为客户提供咨询、设计、开发、维护等全方位的软件服务。2019 年公司融合大数据、云计算等新一代技术的收入占比达 70%。

图 18：公司软件开发工作量分布及附加值情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 19：公司融合新技术收入及占比（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 3. 国内业务：厚积薄发，不断拓展

#### 3.1. 专注券商销售、管理系统，细分领域市场份额较高

公司国内金融 IT 解决方案产品主要为券商销售与管理服务系统。在销售类系统方面，公司的 O2O 智能精准营销服务解决方案主要为客户提供结合线上线下营销、覆盖各营销环节的一体化平台。在管理类产品方面，公司基于 LMSP 基础平台已开发出大投行业务综合解决方案、资产管理解决方案、面向机构服务的综合金融服务解决方案等金融信息化平台。

经过近几年的国内市场开拓，公司在国内证券业应用软件解决方案领域建立了良好的口碑，目前拥有包括国泰君安、华泰证券、中信建投、国信证券、申万宏源等在内的 70 余家券商及 10 余家基金公司和资管公司客户。其中，使用公司大投行综合管理平台的券商近 50 家，使用 MOT 关键时刻服务管理系统的 30 余家（规模排名前 20 的券商占 16 家），使用 CRM 营销服务一体化平台的近 20 家。根据 2019 年国内券商总数 133 家计算，三种系统客户数量占比分别为 37.59%、22.56%、15.04%，细分市场市场份额较高。

图 20：公司国内金融 IT 解决方案产品情况



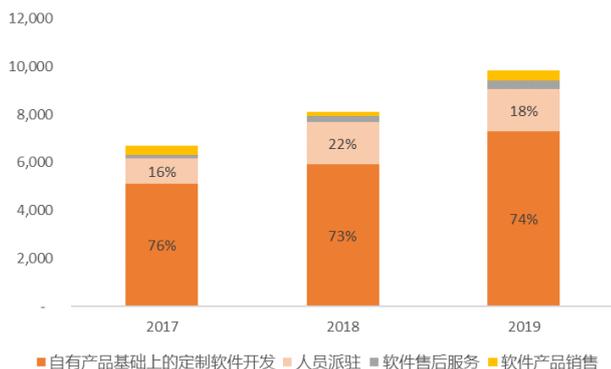
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

#### 3.2. 基于自有产品定制开发，订单数量稳定增长

基于自有产品的定制开发贡献营收最高，2017-2019 年复合增速达 20%。公司国内行业应用软件解决方案主要包括：在自有产品基础上的定制开发、人员派驻、软件售后服务及软件产品销售。其中，基于自有产品的定制开发 2019 年营收为 7,292 万元，贡献营收 74%，毛利率为 41.77%；人员派驻 2019 年贡献营收 18%，主要为满足部分客户及时应对市场变化的需求，按工作量进行结算，毛利率为 25.44%。2017-2019 年国内业务年复合增速达 21.00%，基于自有产品的定制开发增速 19.58%，人员派驻增速 27.55%。

定制软件订单数高速增长，增加人员派驻有望获得更多项目。国内业务一般就单个项目签订合同并验收结算。基于自有产品的定制软件开发订单数量保持高速增长，2017-2019 年复合增长率达 23.64%，平均价格保持稳定。为进一步深化与客户合作关系并挖掘定制软件开发业务机会，公司加大人员派驻规模，2017-2019 年人员派驻服务随订单数量虽未有显著增长，但订单平均价格年复合增长率达 20.65%。

图 21：2017-2019 年国内金融 IT 解决方案营收（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 22：国内业务订单数量及平均价格（万元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 国内券商 IT 需求高速增长，专注优质市场空间广阔

我国证券行业对信息系统技术要求较高，且随市场制度变化会产生大量系统升级维护需求。2019 年证券行业信息技术投入达 205.01 亿元，占营收比重达 5.82%，2017-2019 年复合增长率达 13.69%，市场规模增速较快。

与保险、银行相比，证券 IT 系统投入占净利润比重较高，2019 年达 16.7%。由于目前我国券商体量有限、行业集中度较低，部分头部公司进行 IT 系统自研，但大多选择从 IT 供应商处进行采购。相较于保险 IT、银行 IT 等买方市场，券商 IT 第三方软件公司拥有更高的议价能力和利润空间。

图 23：2017-2019 年我国证券行业信息技术投入情况（亿元）



资料来源：证券行业协会，天风证券研究所

图 24：2019 年金融行业 IT 系统投入情况

行业名称	从业公司数	IT系统投入 (亿元)	行业净利润 (亿元)	IT投入占比
保险	235	90.0	2,578	3.5%
银行	4,134	505.0	19,392	2.6%
券商	133	205.0	1,231	16.7%

资料来源：证券行业协会，银保监会，保险行业协会，赛迪顾问，观研报告网，wind，天风证券研究所

注：保险行业净利润按照 4 家上市公司及前 20 家人寿保险公司净利润计算

**国内业务聚焦券商 IT 优质市场，毛利率处于行业中上游水平。**我们选取国内保险 IT、银行 IT、券商 IT 的行业头部企业与公司国内业务进行对比。公司 2020 年国内业务毛利率为 49.57%，相比保险 IT、银行 IT 公司较高，一定程度上体现出券商 IT 行业的优越性。目前公司国内业务以定制软件开发为主，且集中于销售、管理类系统，随着解决方案产品化，公司毛利率水平有望向其他专注券商 IT 行业的友商靠拢。

表 1：2020 年公司国内业务毛利率与其他金融 IT 友商对比

公司名称	金融 IT 营收 (百万元)	金融 IT 毛利率	公司扣非 净利率	主营业务
中科软	2,952	34%	8%	保险 IT
新致软件	697	36%	6%	保险 IT
宇信科技	2,689	35%	10%	银行 IT
长亮科技	810	50%	14%	银行 IT
顶点软件	350	73%	26%	券商 IT
恒生电子	4,168	77%	18%	券商 IT
<b>凌志软件</b>	<b>101</b>	<b>50%</b>	<b>24%</b>	<b>券商 IT</b>

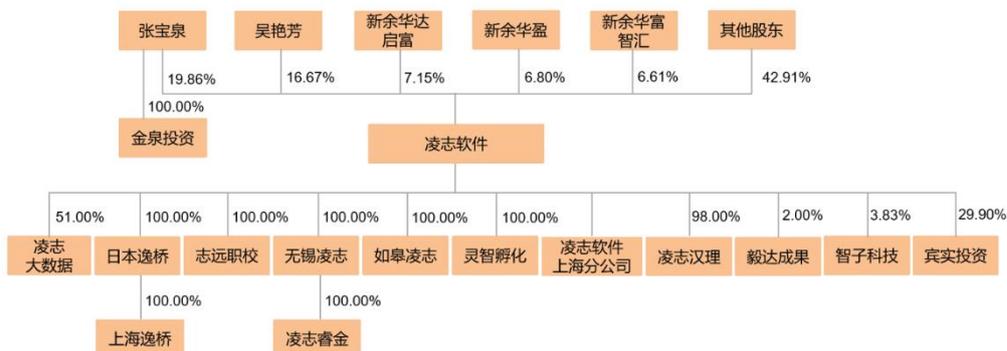
资料来源：各公司年报，天风证券研究所

注：长亮科技营收、毛利率为金融核心类解决方案数据，顶点软件、恒生电子均为公司整体数据

#### 4. 管理优势：激励培训，持续赋能

高度集中的股权结构和专业的管理团队为公司发展保驾护航。公司控股股东和实际控制人为张宝泉、吴艳芳夫妇，共持有公司股份的 49.34%。公司十大普通股股东中有 9 席属于高管或员工持股平台，合计持股 64.03%。公司管理团队对日本市场和软件行业有着深刻理解。张宝泉先生有十余年的日本工作经历和超过 19 年的本行业管理经验。除独立董事外，公司核心管理团队、开发部长等均有在日多年的工作经历和超过 10 年的软件行业管理经验。稳定的股权结构和专业的管理团队能够保证公司业务顺利推进。

图 25：公司股权架构



资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

通过员工持股的方式保持核心技术人员稳定。在改制为股份公司前，公司便通过新余华达启富、新余华盈和新余华富智汇 3 个员工持股平台实现了管理团队和核心技术人员持股；2014 年新增新余富汇、新余汇达和新余富盈 3 个员工持股平台；2015 年起实行第一期员工持股计划。目前共有 6 个持股平台和 1 个员工持股计划，其中有五个持股平台位列十大股东之列，约 16% 的员工持有公司股票。员工持股有助于保持核心团队稳定、提升工作效率。

表 2：公司前十大股东中员工持股平台情况

持股平台名称	持股比例	合伙人人数	成立时间
新余华达启富	7.15%	13	2011.09
新余华盈	6.80%	46	2011.11
新余华富智汇	6.61%	8	2011.09
苏州工业园区凌志软件股份有限公司——第一期员工持股计划	2.30%	258	2015.04
新余富汇	1.26%	-	2014
<b>合计</b>	<b>24.12%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

注：持股平台合伙人人数为截止至招股数据

**分梯度进行人才筛选和培养，保证人力资源稳定。**公司 2008 年成立苏州市志远职业培训学校，主要为公司内部员工提供培训服务。目前公司以志远职校为主体，建立了集中式的人才培训基地，每年针对不同入职对象举办“未来之星”、“梦想加油站”、“凌志之星”等培训项目，提供技术开发及日语培训，使员工成长为兼备软件与金融知识、精通日本文化的高素质复合型人才。阶梯式培养体系为公司的业务拓展筛选和储备了大量技术人员和管理人员，同时还有助于公司控制费用。

表 3：公司人才培养项目情况

培训项目	适用人员	时长	培训内容
未来之星	新入职人员	1 年	9 个月脱产+3 个月在岗培训，包括日语和软件技术知识
梦想加油站	工作 2-3 年初中级软件工程师	1 年	技术类课程（如 JAVA\NET\C++\COBOL 等）、日语及公司业务相关课程，为管理层的衔接做准备
凌志之星	高级软件工程师 项目经理	1 年	项目管理流程、沟通技巧等课程，为公司储备核心力量

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**高效管理体系使公司毛利率高于同业。**目前公司技术与研发人员占员工总人数的 90.84%，其中研发人员占总人数的 15.35%，本科及以上学历占比为 84.71%。我们选取同为主营对日软件开发且涉猎金融 IT 的博彦科技、华信股份、中和软件进行对比。在保持行业较高的本科及以上学历及以上人员比例的情况下，公司实现了远超同业的毛利率，体现出公司管理能力和人才培养体系的优越性。此外，公司最终客户以金融业为主，项目盈利能力较强，这也是公司毛利率高于友商的原因之一。

表 4：2020 年对日业务友商经营情况对比

公司名称	对日营收 (万元)	对日毛利率	公司扣非净利率	员工人数	本科及以上学历比例	业务领域
博彦科技	158,304.86	37%	7%	20,535	65%	高科技、金融、互联网
华信股份	161,614.18	35%	8%	10,032	84%	政府公共事业、金融、产业、通信
中和软件	28,626.62	19%	-	630	-	金融、产业、流通
凌志软件	52,909.26	47%	24%	1,746	85%	金融、电子商务、房地产

资料来源：凌志软件招股说明书，各公司年报，天风证券研究所

注：博彦科技、华信股份营收及毛利率为国外业务数据，中和软件为 2019 年数据

## 5. 盈利预测与估值

### 关键假设:

- 1) 2021 年公司对日软件开发业务从疫情影响之中恢复,此后在金融机构 IT 系统更新换代的需求推动、以及大客户野村综研 DX 战略影响下实现持续增长。
- 2) 国内行业应用软件解决方案向销售类、管理类之外延伸,并受国内金融机构 IT 投入持续增加所拉动。
- 3) 考虑到公司解决方案标准化程度提升,毛利率预期将进一步改善;同时随着近年来公司控费水平提升,净利率预期也将有所提升。

表 5: 公司盈利预测及估值 (2021-2023 年,百万元)

业务类别	2020	2021E	2022E	2023E
对日软件开发服务	529.09	687.82	880.41	1,109.32
YOY		30.0%	28.0%	26.0%
国内行业应用软件解决方案	100.83	123.01	152.53	192.19
YOY		22.0%	24.0%	26.0%
公司整体营业收入	630.09	810.83	1,032.94	1,301.50
YOY		28.7%	27.4%	26.0%
公司整体毛利率	47.83%	48.31%	48.80%	49.28%
对应 EPS (元/股)	0.50	0.62	0.77	0.96
对应 PE	47.78	38.72	31.03	25.03

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

**盈利预测:** 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 8.11/10.33/13.02 亿元, 同比增长 28.68%、27.39%、26.00%; 毛利率分别为 48.31%、48.80%、49.28%。我们测算公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.57/3.20/3.97 亿元, 对应 26.68/21.38/17.25 倍 PE。基于可比公司平均估值, 考虑公司对日软件开发业务高盈利增速以及高盈利质量 (扣非净利率), 给予 21 年 40 倍 PE 作为目标估值, 对应目标价 24.80 元。**首次覆盖, 给予“买入”评级。**

A 股同类可比公司如下:

表 6: 可比公司估值

公司名称	股票代码	2021E P/E	2022E P/E	2023E P/E
长亮科技	300348.SZ	42.34	32.77	25.7
恒生电子	600570.SH	58.61	47.86	39.2
金证股份	600446.SH	32.35	25.26	19.26
宇信科技	300674.SH	25.74	19.36	14.95
平均值		39.76	31.31	24.78

资料来源: wind, 天风证券研究所

说明: 表格中数据来源于 wind 一致预期

## 6. 风险提示

### 1) 公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上

根据凌志软件招股说明书，天风证券与凌志软件相关性如下：1) 天风证券为凌志软件发行保荐机构，其子公司天风创新投资有限公司通过参与 IPO 发行战略配售持有发行人股份，最终跟投比例为公开发行数量的 5%，最终跟投数量为 200.05 万股；2) 天风证券系凌志软件在全国股份转让系统做市交易的做市商之一，截至招股说明书签署日，天风证券做市专用证券账户持有凌志软件 2,222,974 股股份，占凌志软件发行前总股本的 0.62%

### 2) 日元汇率剧烈波动产生的汇兑损益可能影响公司业绩表现

公司当前与日本重要客户建立了价格调整机制，以应对可能出现的日元剧烈波动，并通过合理的外汇工具和外汇产品规避汇率波动的风险。但若公司针对日元汇率剧烈波动未能采取合理措施，则可能影响公司业绩表现。

### 3) 疫情持续影响，金融行业系统更新替换进程低于预期

2020 年开始的新冠疫情对日本经济活动正常运行以及员工到现场进行 IT 实施产生影响。若 2021 年疫情持续反复，或日本政府管控不力，则 2021 年疫情仍可能对公司对日业务产生影响，日本金融行业系统的更新替换进程可能因此低于预期。

### 4) 5 月原股东限售股份解禁

2021 年 5 月 11 日，2.14 亿股首发原股东限售股份将流通。尽管公司大部分股份由高管及员工持股平台等长期投资者持有，但解禁可能短期内对公司股价带来一定扰动。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	391.89	455.54	423.72	439.63	431.67
应收票据及应收账款	76.24	82.87	109.90	137.60	174.25
预付账款	5.80	2.65	11.83	3.13	16.35
存货	8.63	6.09	16.84	10.60	22.70
其他	6.17	406.54	357.17	364.46	381.72
<b>流动资产合计</b>	<b>488.74</b>	<b>953.69</b>	<b>919.45</b>	<b>955.42</b>	<b>1,026.69</b>
长期股权投资	53.32	95.46	95.46	95.46	95.46
固定资产	210.60	200.43	212.70	245.05	276.45
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	6.67	5.85	4.39	2.93	1.46
其他	30.96	48.30	26.87	34.87	35.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>301.55</b>	<b>350.04</b>	<b>375.42</b>	<b>447.91</b>	<b>481.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>790.29</b>	<b>1,303.73</b>	<b>1,536.29</b>	<b>1,774.36</b>	<b>2,159.60</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	17.07	12.15	37.79	21.80	48.77
其他	87.52	81.42	106.31	82.14	122.10
<b>流动负债合计</b>	<b>104.58</b>	<b>93.57</b>	<b>144.11</b>	<b>103.94</b>	<b>170.86</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.66	8.69	6.02	6.46	7.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.66</b>	<b>8.69</b>	<b>6.02</b>	<b>6.46</b>	<b>7.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>109.25</b>	<b>102.26</b>	<b>150.13</b>	<b>110.40</b>	<b>177.92</b>
少数股东权益	1.33	1.32	1.62	1.99	2.31
股本	360.00	400.01	413.37	413.37	413.37
资本公积	6.72	351.75	351.75	351.75	351.75
留存收益	317.32	783.10	971.17	1,248.60	1,566.00
其他	(4.32)	(334.71)	(351.75)	(351.75)	(351.75)
<b>股东权益合计</b>	<b>681.05</b>	<b>1,201.47</b>	<b>1,386.16</b>	<b>1,663.96</b>	<b>1,981.68</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>790.29</b>	<b>1,303.73</b>	<b>1,536.29</b>	<b>1,774.36</b>	<b>2,159.60</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	149.51	200.73	256.56	320.16	396.86
折旧摊销	10.39	10.97	13.19	15.51	17.91
财务费用	(5.54)	1.96	(4.62)	(6.04)	(4.12)
投资损失	(15.73)	(44.32)	(44.32)	(44.32)	(44.32)
营运资金变动	(15.43)	(88.75)	71.44	(68.10)	(12.47)
其它	13.38	88.73	0.30	0.37	0.32
<b>经营活动现金流</b>	<b>136.57</b>	<b>169.32</b>	<b>292.57</b>	<b>217.59</b>	<b>354.17</b>
资本支出	35.42	37.76	62.67	79.56	49.40
长期投资	29.27	42.14	0.00	0.00	0.00
其他	(82.23)	(487.88)	(78.35)	(115.24)	(55.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(17.53)</b>	<b>(407.99)</b>	<b>(15.68)</b>	<b>(35.68)</b>	<b>(5.68)</b>
债权融资	3.17	1.71	1.98	2.29	1.99
股权融资	15.72	393.08	0.94	6.04	4.12
其他	(90.89)	(86.49)	(70.20)	(44.71)	(81.75)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(72.00)</b>	<b>308.30</b>	<b>(67.28)</b>	<b>(36.39)</b>	<b>(75.63)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>47.04</b>	<b>69.64</b>	<b>209.60</b>	<b>145.52</b>	<b>272.86</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>596.62</b>	<b>630.09</b>	<b>810.83</b>	<b>1,032.94</b>	<b>1,301.50</b>
营业成本	330.29	328.70	419.10	528.92	660.08
营业税金及附加	2.42	2.53	3.04	4.07	5.08
营业费用	31.67	26.47	34.87	43.97	54.30
管理费用	47.62	40.48	50.27	62.76	77.50
研发费用	54.07	59.36	71.35	91.41	115.83
财务费用	(12.45)	6.61	(4.62)	(6.04)	(4.12)
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	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.73	44.32	44.32	44.32	44.32
其他	(36.10)	(102.06)	(88.64)	(88.64)	(88.64)
<b>营业利润</b>	<b>163.37</b>	<b>222.59</b>	<b>281.13</b>	<b>352.16</b>	<b>437.16</b>
营业外收入	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>163.37</b>	<b>222.60</b>	<b>281.13</b>	<b>352.16</b>	<b>437.16</b>
所得税	13.86	21.87	24.27	31.63	39.98
<b>净利润</b>	<b>149.51</b>	<b>200.73</b>	<b>256.87</b>	<b>320.54</b>	<b>397.18</b>
少数股东损益	(0.33)	(0.02)	0.30	0.37	0.32
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>149.84</b>	<b>200.75</b>	<b>256.56</b>	<b>320.16</b>	<b>396.86</b>
每股收益(元)	0.37	0.50	0.62	0.77	0.96

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.74%	5.61%	28.68%	27.39%	26.00%
营业利润	65.42%	36.25%	26.30%	25.27%	24.14%
归属于母公司净利润	64.04%	33.97%	27.80%	24.79%	23.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.64%	47.83%	48.31%	48.80%	49.28%
净利率	25.11%	31.86%	31.64%	31.00%	30.49%
ROE	22.04%	16.73%	18.53%	19.26%	20.05%
ROIC	61.15%	79.08%	66.82%	84.03%	78.77%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.82%	7.84%	9.77%	6.22%	8.24%
净负债率	-57.08%	-37.77%	-47.84%	-48.58%	-54.58%
流动比率	4.67	10.19	8.06	12.76	9.82
速动比率	4.59	10.13	7.94	12.66	9.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.75	7.92	8.41	8.35	8.35
存货周转率	64.31	85.61	70.73	75.28	78.15
总资产周转率	0.81	0.60	0.57	0.62	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.37	0.50	0.62	0.77	0.96
每股经营现金流	0.34	0.42	0.73	0.54	0.89
每股净资产	1.70	3.00	3.35	4.02	4.79
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.21	33.00	26.68	21.38	17.25
市净率	9.75	5.52	4.94	4.12	3.46
EV/EBITDA	0.00	30.58	20.14	15.71	11.99
EV/EBIT	0.00	31.75	21.10	16.42	12.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com