

凌志软件 (688588.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

高净利对日开发公司, 受益于日元汇率企稳

公司简介

凌志软件成立于 2003 年, 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, 公司约 80% 以上的营收来自对日开发业务。公司自 2010 年起拓展国内业务, 目前已覆盖 70 余家券商及 10 余家基金和资管公司。

投资逻辑

- 对日业务具有客户黏性高、项目可预测、回款迅速等特点, 可支撑公司收入稳步提升。由于日本劳动力短缺、IT 系统亟需更新, 公司对日业务空间广阔。公司与日本最大的软件开发商野村综研合作近 20 年, 基于与野村综研合作的经验和声誉, 公司与日本各行业多家顶尖企业达成合作, 业务范围已逐步拓展至证券、银行、保险、资管等领域。我们预计公司 2022~2024 年对日营收分别为 5.4/6.6/8.0 亿元, 同比增长 -1.9%/22.0%/22.0%。
- 国内业务聚焦于券商 IT 优质赛道, 产品覆盖券商销售、投行类系统。受益于资本市场改革推进、信创落地加速及部分项目递延, 我们预计 2022~2024 年国内业务营收分别为 1.2/1.4/1.7 亿元, 同比增长 12.0%/25.0%/20.0%。此外, 由于国内券商在分布式架构、AI 等领域进展迅速, 公司可用国内技术反哺日本市场, 进一步拓展对日业务。
- 公司采用梯度人才培养+员工持股模式, 在有效控制人员成本的同时维持核心团队稳定。目前公司已经实现了核心技术积累, 约 72% 的工作量投入在具有较高附加值的软件开发环节中。此外, 高效管理体系使得公司 2021 年对日业务毛利率达 45%、整体扣非净利率达 17%。
- 公司对日业务以日元结算, 受汇率波动影响较为明显。中期来看, 随着美国通胀水平回归至正常区间, 美债利率或将回调; 日本国内 CPI 同比增速处于历史高位, 美日利差有望缩窄, 日元汇率有望随之回暖。随着日元汇率企稳, 公司对日营收、毛利率以及净利率水平有望回归至正常水平。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2022/2023/2024 年公司分别实现营业收入 6.6/8.0/9.8 亿元, 同比增长 0.4%/22.5%/21.6%; 归母净利润 1.4/2.3/2.8 亿元, 同比增长 -3.2%/63.8%/21.3%, 对应 EPS 为 0.35/0.58/0.70 元。考虑到公司对日客户黏性高、项目可预测性强, 叠加日元汇率企稳, 我们采用市盈率法对公司进行估值, 参考 3 家金融科技可比公司 PE 平均数, 给予公司 2023 年 34 倍 PE 估值, 目标价 19.66 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

日元汇率波动风险; 董监高减持风险; 解禁风险; 疫情反复使得业务开展不及预期的风险; 国际政治风险或贸易摩擦风险

计算机组

分析师: 孟灿 (执业 S1130522050001)

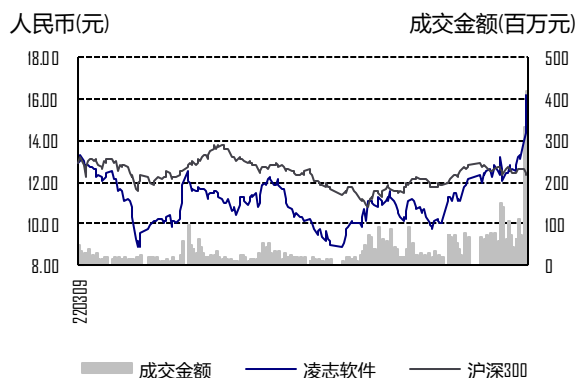
mengcan@gjzq.com.cn

分析师: 王倩雯 (执业 S1130522080001)

wangqianwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 16.17 元

目标价 (人民币): 19.66 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	630	653	655	802	976
营业收入增长率	5.61%	3.58%	0.35%	22.52%	21.63%
归母净利润(百万元)	201	146	141	231	281
归母净利润增长率	33.97%	-27.28%	-3.24%	63.77%	21.29%
摊薄每股收益(元)	0.502	0.365	0.353	0.578	0.701
每股经营性现金流净额	0.42	0.32	0.32	0.55	0.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.73%	11.47%	10.28%	14.97%	16.07%
P/E	N/A	N/A	45.79	27.96	23.05
P/B	N/A	N/A	4.71	4.18	3.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 对日开发+国内券商 IT 双轮驱动，受益于日元汇率企稳.....	4
2. 对日开发业务的独特性造就了公司的持续增长及高质量经营.....	5
2.1 日本劳动力短缺带来离岸软件开发需求.....	5
2.2 野村最大的中国软件供应商，持续拓展其他优质大客户.....	6
2.3 日本商业环境使得合作高黏性、需求可预测、回款情况优于国内同业.....	6
3. 深耕券商 IT 优质赛道，新技术反哺日本市场.....	7
4. 精细化管理助力提质增效，日元汇率修复有望加速公司增长.....	9
4.1 梯度人才培养+员工持股，管理优势使得公司毛利率高于同业.....	9
4.2 日元汇率开启修复提升期，公司有望加速增长.....	11
5. 盈利预测与投资建议.....	12
6. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 受日元汇率影响，公司 2022 年营收同比微增（亿元）.....	4
图表 2: 对日毛利率保持稳定，国内毛利率提升明显.....	4
图表 3: 近年公司销售、管理、研发费用率大体保持稳定.....	4
图表 4: 受汇率影响，公司归母净利润同比略降.....	5
图表 5: 2022 年调整后扣非归母净利率同比提升 2.2pct.....	5
图表 6: 公司提供丰富的对日软件产品及解决方案.....	5
图表 7: 日本人口总数及劳动力人口占比逐年下降.....	6
图表 8: 日本 IT 人才缺口逐年加大（万人）.....	6
图表 9: 野村综研发包中国金额的占比近年呈上升趋势（十亿日元）.....	6
图表 10: 项目可预测使得公司人均创收处于同业较高水平（万元）.....	7
图表 11: 公司应收账款周转率优于同业.....	7
图表 12: 销售商品、提供劳务收到的现金与营收变动趋势高度一致.....	7
图表 13: 我国券商 IT 投入高速提升.....	8
图表 14: 面向国内市场，公司已形成丰富产品矩阵.....	8
图表 15: 2021 年公司国内业务毛利率、整体扣非归母净利率处于头部银行保险 IT 与券商 IT 之间.....	9
图表 16: 公司采用分梯度人才筛选培养机制.....	9
图表 17: 公司能够承担附加值较高的软件开发环节.....	10
图表 18: 员工持股平台合计持有公司股份 24.38%.....	10
图表 19: 上市以来，公司每年进行较高比例的现金分红.....	10

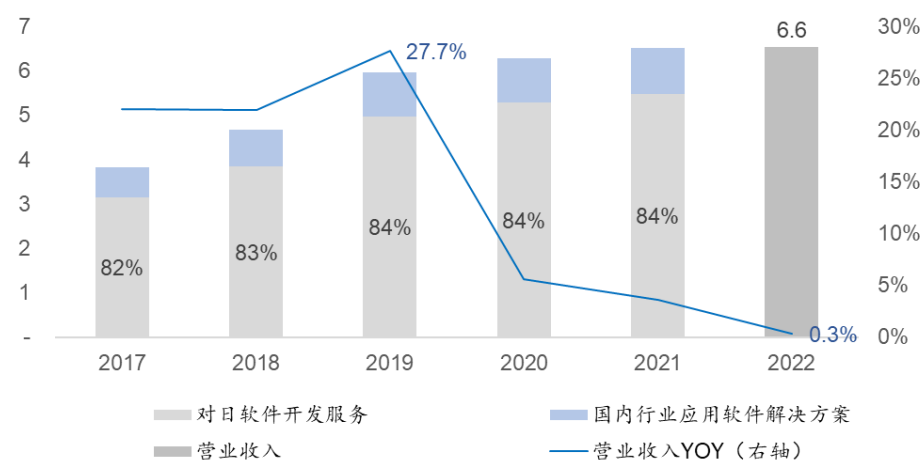
图表 20: 2021 年公司毛利率、扣非净利率水平高于对日同业.....	11
图表 21: 2023 年起日本 10 年期国债利率多次突破 0.5%.....	11
图表 22: 日元汇率已开始企稳回升.....	12
图表 23: 盈利预测核心假设（亿元）.....	13
图表 24: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	13

1. 对日开发+国内券商 IT 双轮驱动，受益于日元汇率企稳

凌志软件成立于 2003 年，是国内领先的金融 IT 公司，在对日软件开发领域处于龙头地位。目前公司已与日本顶尖的金融服务技术供应商野村综研、TIS、DTS 等建立紧密合作关系；在国内市场，公司已累计服务国泰君安、广发证券、中信证券等 70 余家券商以及 10 余家基金和资管公司，主要提供财富管理、智能精准营销、大投行业务管理等解决方案。

对日营收占公司整体营收比重超过 80%，近年受汇率和疫情影响较大。根据公司业绩快报，2022 年全年公司实现营收 6.6 亿元，同比增长 0.3%，主要受到日元汇率波动影响。如果按照上年同期日元汇率计算，2022 年公司营业收入为 7.3 亿元，同比增长 11.0%。此外，虽然公司对日业务多采用远程开发，但部分项目仍需实地交付，海内外疫情防控等政策也对公司收入增长造成较大影响。

图表1：受日元汇率影响，公司 2022 年营收同比微增（亿元）



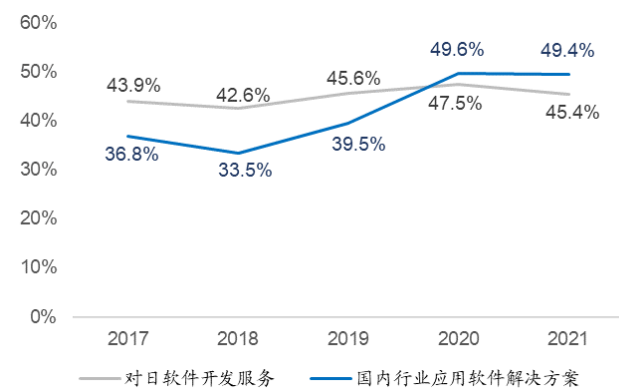
来源：iFind，公司招股书，公司年报及业绩快报，国金证券研究所

说明：柱状图中百分比为对日软件开发服务营收占比；2022 年由于未披露分业务营收，数据为公司整体营收

公司对日业务毛利率较为稳定，国内业务毛利率提升明显。2021 年公司综合毛利率为 46.0%，其中对日业务毛利率为 45.4%；考虑到公司近年营收受日元汇率影响，实际毛利率应该更高。国内业务毛利率自 2018 年起逐年提升至 49.4%，主要系公司更加聚焦于产品化程度较高的业务。2022 年前三季度公司毛利率为 41.4%，同比略下降 4.1pct；主要由于营业成本基本采用人民币结算，因此毛利率也受到汇率波动影响。

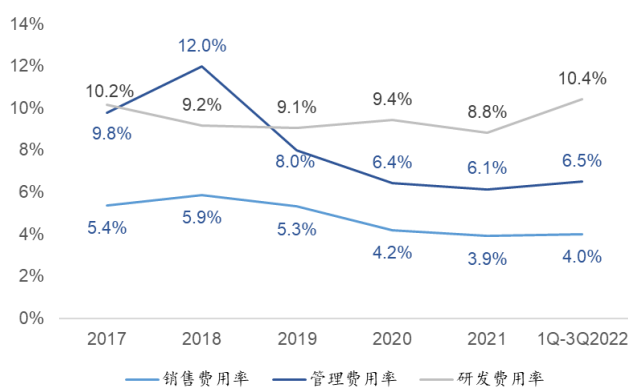
公司近年销售、管理费用率保持稳定，2022 年研发费用率略有提升。2022 年前三季度公司销售、管理费用率分别为 4.0%、6.5%，较去年同期均提升 0.3pct。2022 年前三季度研发投入为 4,904.3 万元，同比增长 7.7%；研发费用率为 10.4%，较上年同期提升 0.7pct；主要系公司积极进行国产化信创适配和新技术研发。

图表2：对日毛利率保持稳定，国内毛利率提升明显



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

图表3：近年公司销售、管理、研发费用率大体保持稳定



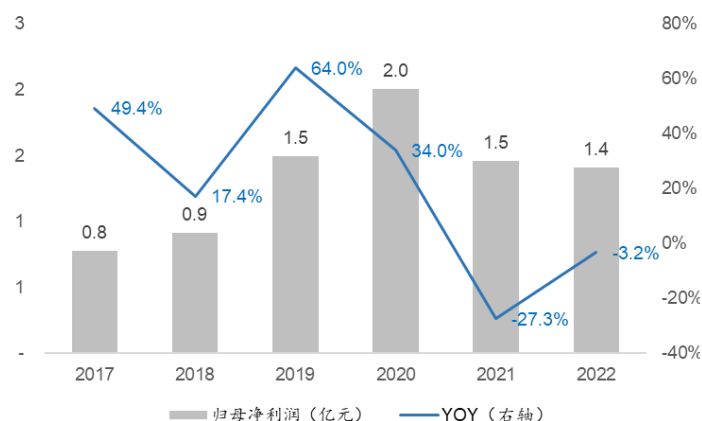
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

说明：2018 年管理费用率较高主要系公司上市花费了较高的中介机构服务费。

公司近年归母净利润波动较高，主要受到日元汇率影响。公司 2022 年归母净利润为 1.4

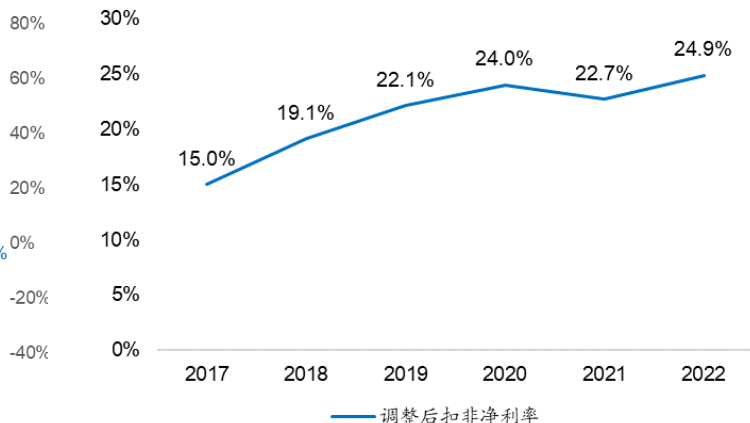
亿元，同比下滑 3.2%；2022 年扣非归母净利润为 1.1 亿元，同比增长 2.1%。日元汇率波动对净利影响较大，若按上年同期日元汇率计算，则 2022 年营收会增加 0.7 亿元。

图表4：受汇率影响，公司归母净利润同比略降



来源：iFind，公司年报及业绩快报，国金证券研究所

图表5：2022 年调整后扣非归母净利率同比提升 2.2pct



来源：iFind，公司年报及业绩快报，国金证券研究所

说明：由于日元汇率波动主要影响对日业务营收，成本费用大多采用人民币结算，故在计算 21 年、22 年调整后归母净利率时，分子分母均加回受汇率影响部分

2. 对日开发业务的独特性造就了公司的持续增长及高质量经营

公司深耕日本软件开发市场近 20 年，客户覆盖日本大型证券公司、保险、银行、资管等机构，已实现金融行业全布局。对日业务具有客户黏性高、项目可预测、回款迅速等特点，能够支撑公司收入稳步提升。同时，公司还在积极布局空间租赁、新零售等领域，有望创造新的业绩增长点。

图表6：公司提供丰富的对日软件产品及解决方案



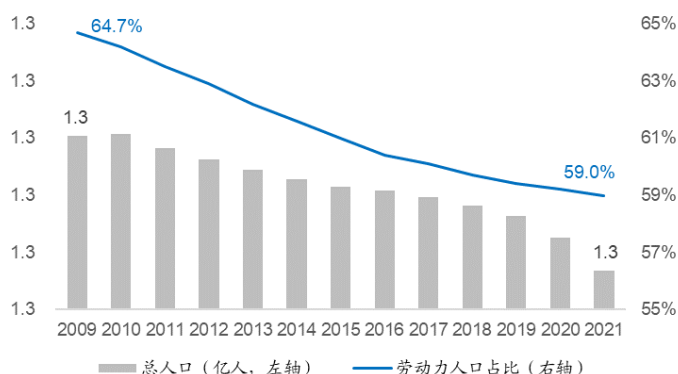
来源：iFind，公司招股书，国金证券研究所

2.1 日本劳动力短缺带来离岸软件开发需求

- 日本人口老龄化严重，IT 人才缺口严重。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。2009 年至今，日本人口总数及适龄劳动人口数量逐年下降，至 2021 年，15-64 岁人口占比仅为 59%，较 2009 年下降 5.7pct，减少 847.6 万人。

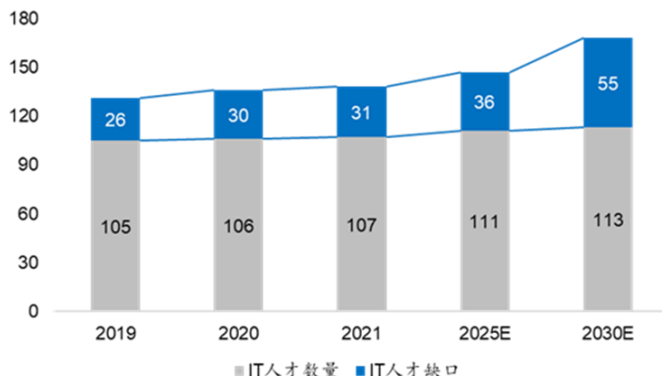
日本劳动力人口减少导致 IT 人才缺口日益加剧，根据日本经济产业省统计预测，至 2030 年 IT 人才缺口或达 55 万人，占 IT 人才需求的 32.7%。人才短缺导致用人成本高企，其中 IT 服务咨询企业人员薪酬折合人民币约 40.7~76.2 万元。相比之下，选择离岸软件开发具有明显的成本优势。

图表7：日本人口总数及劳动力人口占比逐年下降



来源：iFind，国金证券研究所

图表8：日本IT人才缺口逐年加大 (万人)



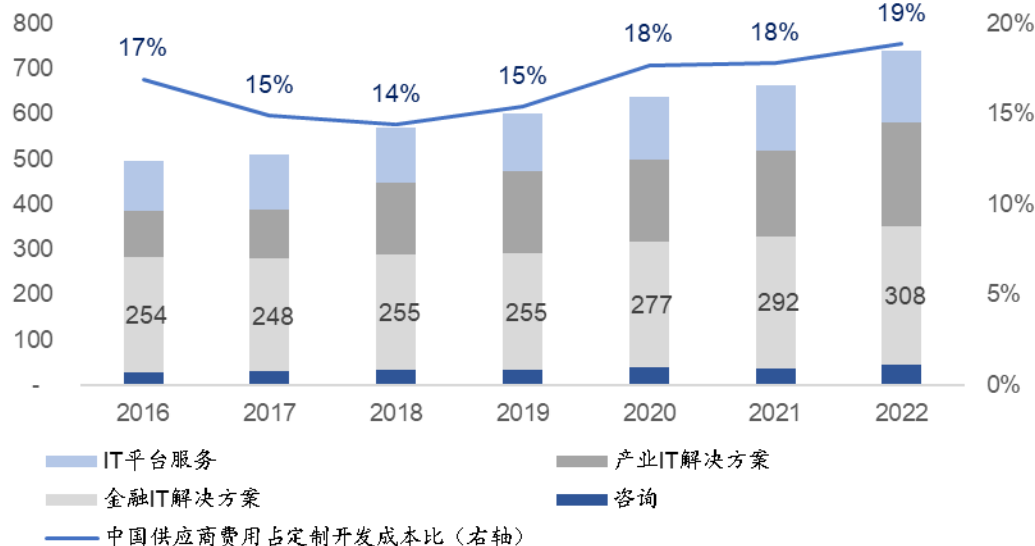
来源：日本经济产业省，国金证券研究所

中国与日本文化契合度较高，在文字沟通方面具有显著优势。同时，国内计算机行业蓬勃发展，技术水平足以满足离岸开发需求。目前中国是日本离岸软件开发业务的最大承接国，占其离岸软件开发业务70%左右的份额。

2.2 野村最大的中国软件供应商，持续拓展其他优质大客户

野村综研与公司合作近20年，是公司第一大客户。野村综研是日本本土最大的软件开发商之一，连续10年进入IDC全球金融服务技术供应商FinTech Ranking排行榜前10名。2022年野村综研金融IT解决方案业务实现营收3,083.8亿日元，占营收比重达41.7%。软件定制开发是野村综研的主要业务模式，中国是其最大的软件开发供应国。2021年野村支付给中国供应商的费用约合人民币21.3亿元，占其定制开发成本总额的18.9%。凌志软件2021年来自野村的收入占其发包中国总额的14.1%，是野村在中国最大的软件供应商。

图表9：野村综研发包中国金额的占比近年呈上升趋势 (十亿日元)



来源：野村综研年报，国金证券研究所

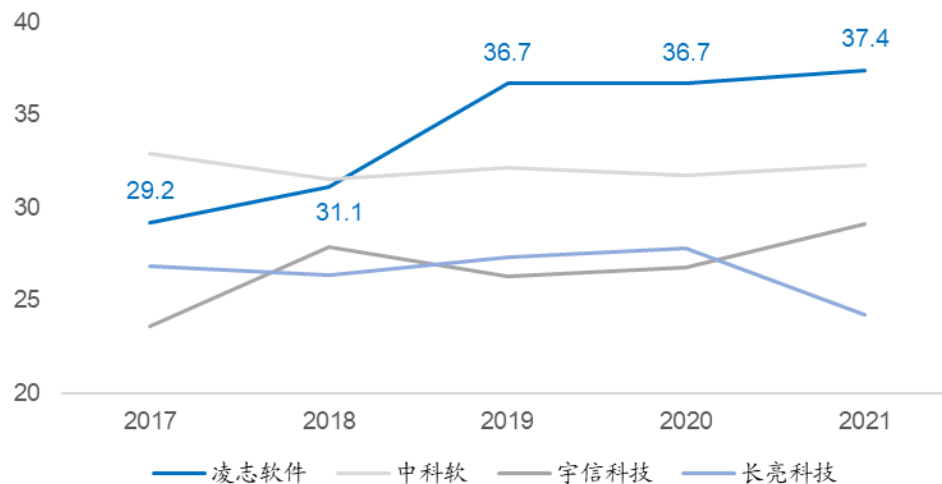
基于与野村综研多年合作的经验和声誉，公司先后与日本最大的租赁住宅资产管理公司大东建托、著名系统集成公司TIS等各行业顶尖企业达成长期合作，业务范围成功覆盖证券、银行、保险、资管等诸多领域。当前野村综研虽仍为公司最大客户，但占营收比重已由2012年的74%下降至2021年的46%，依赖单一客户的情况正在逐步改善。

2.3 日本商业环境使得合作高黏性、需求可预测、回款情况优于国内同业

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。

得益于与客户的稳定合作，凌志软件可对拟承接项目进行较为准确的预测。公司各事业部通过与客户积极沟通，可在每月提交未来 1 个月、3 个月和半年的拟签订合同情况，并进行相应的人员配置规划，有助于公司维持较高的人员利用率。公司人均创收、人均扣非创利保持较高水平，2021 年人均创收达 37.4 万元，人均创利为 8.4 万元，为同业较高水平。

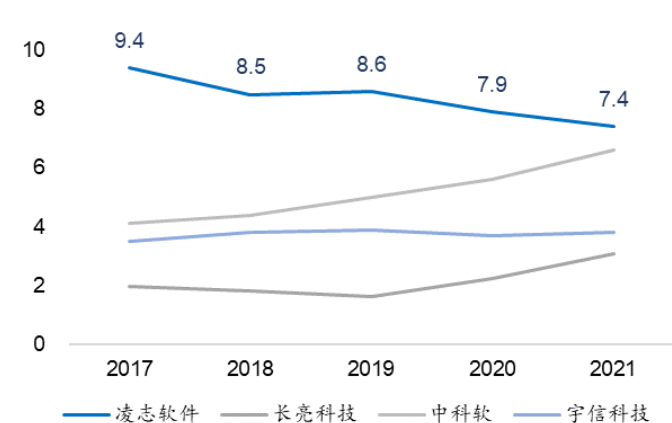
图表10：项目可预测使得公司人均创收处于同业较高水平（万元）



来源：iFind，各公司招股书及年报，国金证券研究所

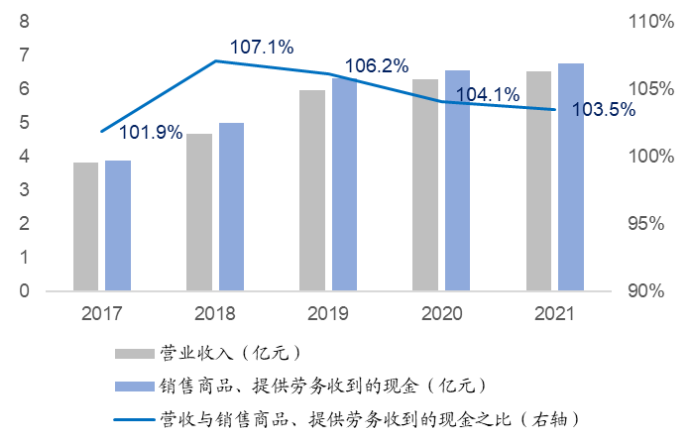
受益于日本《防止拖延支付法》，公司现金流情况良好。日本规定“公司有义务在收领货物（服务）后 60 天以内的期间中支付费用”，若逾期“有义务按照 14.6% 的年利率，根据拖延时间支付拖延金额的利息”。因此，公司客户一般逐月下达订单并验收结算，而非按项目结算。2021 年公司应收账款周转率为 7.4，高于国内软件开发同业。由于回款迅速，公司销售商品、提供劳务收到的现金与营收之比高于 100%，盈利质量较高。

图表11：公司应收账款周转率优于同业



来源：iFind，国金证券研究所

图表12：销售商品、提供劳务收到的现金与营收变动趋势高度一致

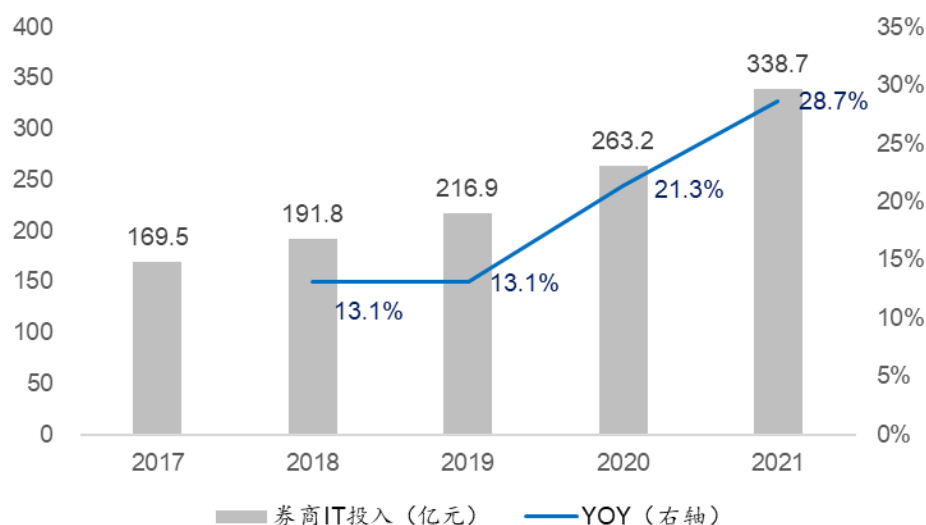


来源：iFind，公司招股书及年报，国金证券研究所

3. 深耕券商 IT 优质赛道，新技术反哺日本市场

我国证券行业 IT 投入增速逐年提升，且伴随资本市场改革、信创落地加速，催生出更多系统更新维护需求。2021 年我国券商 IT 系统投入为 338.7 亿元，同比增长 28.7%，2017-2021 年 CAGR 达 18.9%。

图表13: 我国券商 IT 投入高速提升



来源: 证券行业协会, 国金证券研究所

凌志软件自 2010 年开拓国内市场以来, 产品聚焦券商销售、投行类系统。目前公司已推出 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、面向机构服务的综合金融解决方案和数据中台等各类金融行业软件产品及解决方案。目前公司已覆盖国泰君安、华泰证券、中信建投等 70 余家券商; 2021 年公司国内业务收入为 1.0 亿元, 2017-2021 年营收 CAGR 为 11.2%, 主要由于 2020 年及之后业务开展受疫情影响。

目前国内券商在分布式架构、AI、云原生等领域发展较为迅速, 公司在服务国内客户时可接触到先进的技术理念, 进而反哺日本市场。以 AI 技术的应用为例, 为满足国内券商展业需求, 公司于 2018 年开始将深度学习和 NLP 技术引入 MOT 推荐引擎。目前公司的相关技术除在国内产品中落地外, 还应用于日本某信托银行的资产管理项目中, 为客户开发的 AI 智能问答机器人可通过问答客户履历, 分析客户偏好和潜在需求。23 年 3 月 6 日, 公司宣布接入百度“文心一言”生态, 有望借助国内领先技术进一步提升对日业务的竞争力。

图表14: 面向国内市场, 公司已形成丰富产品矩阵



来源: iFind, 公司招股书, 国金证券研究所

我们选取国内保险 IT、银行 IT、券商 IT 的头部企业与公司进行对比。2021 年公司国内业务毛利率为 49.4%, 扣非归母净利率为 16.5%, 高于国内银行 IT、保险 IT 头部企业, 持平或略低于头部券商 IT 公司。若考虑加回汇率影响, 凌志软件近年净利率均为 20%以上。

图表15：2021 年公司国内业务毛利率、整体扣非归母净利率处于头部银行保险 IT 与券商 IT 之间

公司名称	国内 IT 营收 (亿元)	国内 IT 业务 毛利率	整体扣非归母 净利率	主营业务
中科软	35.0	33%	9%	保险 IT
新致软件	4.0	35%	5%	保险 IT
宇信科技	33.0	33%	10%	银行 IT
长亮科技	6.9	49%	7%	银行 IT
顶点软件	5.0	69%	25%	券商 IT
恒生电子	38.2	75%	17%	券商 IT
凌志软件	1.0	49%	17%	券商 IT

来源：iFind，公司年报，国金证券研究所

4. 精细化管理助力提质增效，日元汇率修复有望加速公司增长

4.1 梯度人才培养+员工持股，管理优势使得公司毛利率高于同业

公司采用分梯度人才筛选和培养机制，在保证人力资源供应的同时能够有效控制成本。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，每年针对不同技术水平员工举办“未来之星”、“梦想加油站”、“凌志之星”等培训项目，提供技术开发课程及日语培训。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人力成本。

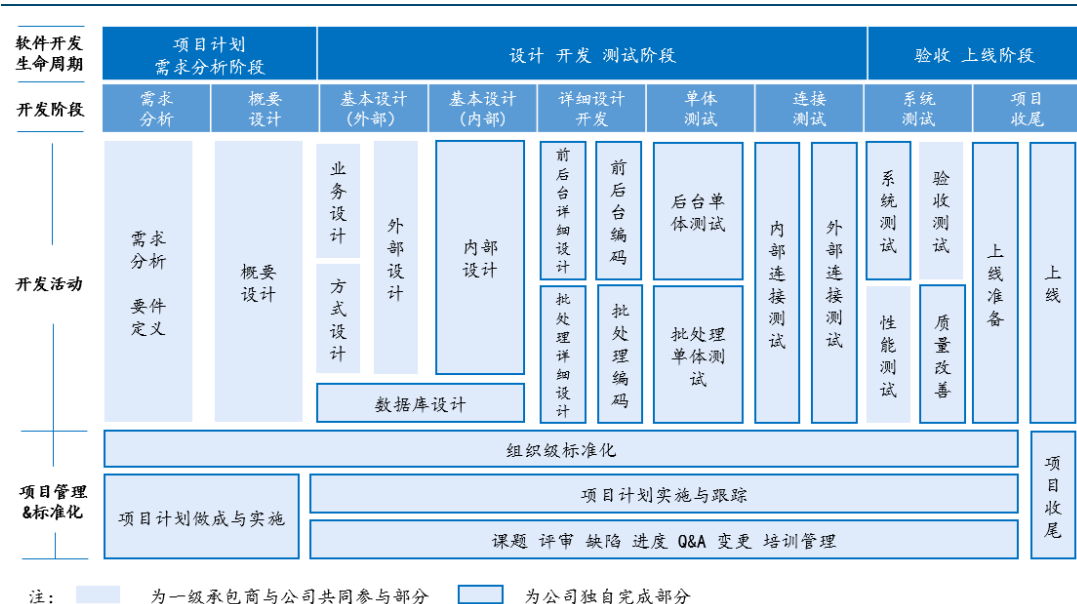
图表16：公司采用分梯度人才筛选培养机制

培训项目	适用人员	培训时长	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

来源：iFind，公司招股书，国金证券研究所

得益于“金字塔”式的培养机制和多年对日开发经验，公司已实现了核心技术积累。在对日项目中，公司约 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。此外，公司还自主研发了 LVB 微服务开发框架、LCoder 低代码开发平台、XRule 规则引擎中间件等核心技术产品，助力公司高效开发，取得较高的毛利率和净利率水平。

图表17: 公司能够承担附加值较高的软件开发环节



来源: iFind, 公司招股书, 国金证券研究所

公司通过员工持股和持续分红来稳定核心管理梯队。在改制为股份公司前, 公司便通过华达启富、华富智汇、达盈智汇 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 年新增富汇智华、达富智汇和富凌智达 3 个员工持股平台; 2015 年起公司实行第一期员工持股计划。目前公司共有 6 个持股平台和 1 个员工持股计划, 其中 6 个持股平台均位列十大股东, 员工持股计划覆盖员工比例达 14.8%。此外, 公司于 2022 年 12 月发布以集中竞价交易方式回购股份方案, 拟在 12 个月内回购 1.8-3.1% 的股份用于员工持股或股权激励计划, 截至 2023 年 3 月 5 日, 公司已累计回购 0.02%。员工持股平台及股权激励计划有助于公司保持核心技术团队稳定。

图表18: 员工持股平台合计持有公司股份24.38%

持股平台名称	持股比例	覆盖人数	成立时间
华达启富	7.15%	23	2011.09
华富智汇	6.61%	4	2011.09
达盈智汇	6.55%	23	2011.11
富汇智华	1.26%	49	2014.09
达富智汇	1.20%	28	2014.09
富凌智达	0.92%	16	2014.09
第一期员工持股计划	0.69%	258	2015.04
合计	24.38%	-	-

来源: iFind, 公司招股书, 国金证券研究所

说明: 持股比例为截至 2022 年 12 月 22 日数据

上市以来, 公司持续进行现金分红。2020 和 2021 年的股利支付率分别达到 39.9%和 54.8%, 股息率分别为 0.83%和 1.35%。

图表19: 上市以来, 公司每年进行较高比例的现金分红

年度	归母净利润 (万元)	现金分红总额 (万元)	股利支付率	股息率
2021	14,599.3	8,000.2	54.8%	1.35%
2020	20,074.8	8,000.2	39.9%	0.83%

来源: iFind, 国金证券研究所

高效的管理体系使得公司毛利率高于对日同业。目前公司技术人员占员工总数的 90.3%, 其中研发人员占比 15.2%。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; 公司毛利率、扣非净利率水平均超过同业。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同业的原因之一。

图表20: 2021 年公司毛利率、扣非净利率水平高于对日同业

公司 名称	对日营收 (亿元)	对日业务 毛利率	公司扣非 净利率	业务领域
博彦科技	17.8	29%	7%	• 高科技、金融、互联网
华信股份	14.3	31%	6%	• 政务公共事业、金融、产业、通信
中和软件	3.2	-	5%	• 金融、产业
凌志软件	5.5	45%	17%	• 金融、电子商务

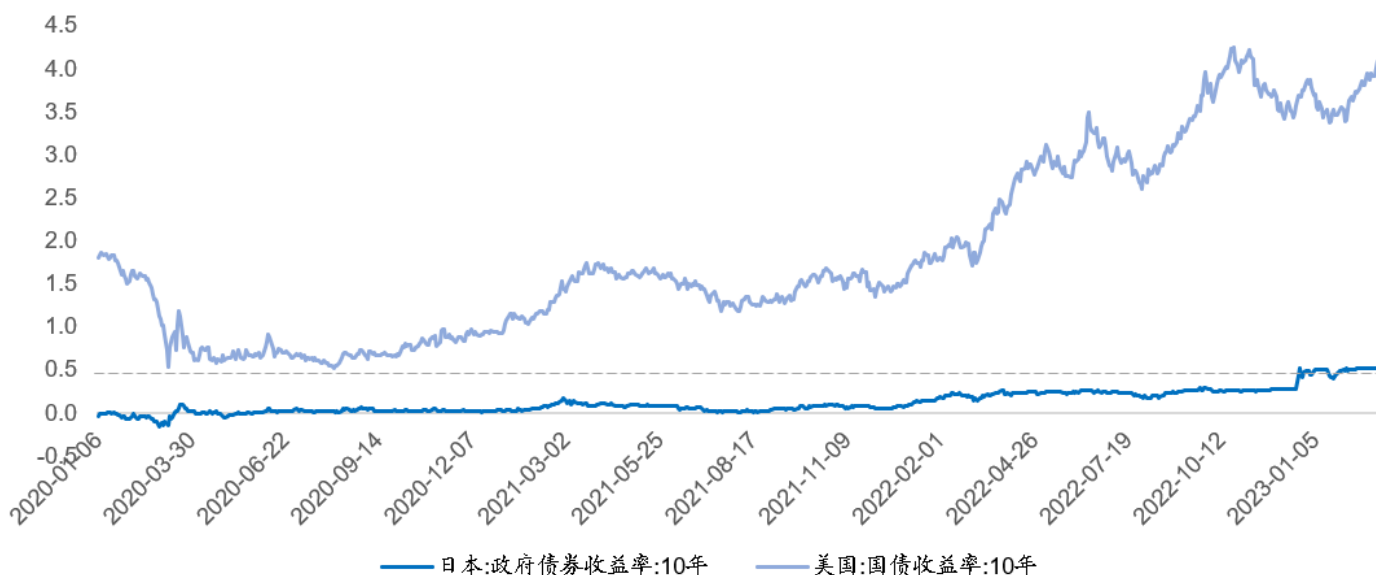
来源: iFind, 公司招股书, 国金证券研究所

说明: 博彦科技、华信股份对日营收为其国际业务收入, 中和软件对日营收数据为其营收总额

4.2 日元汇率开启修复提升期, 公司有望加速增长

公司对日业务营收以日元结算, 受日元汇率影响较为明显。日元属于典型的“利率货币”, 汇率与美债收益率水平紧密相关。在全球通胀加剧、美联储及欧洲央行等主要央行进入加息通道的情况下, 日本央行迫于国内经济复苏乏力继续坚持超宽松政策, 导致美日国债利差持续放大; 叠加全球能源、粮食价格高企, 日本对外贸易连续逆差, 近年来日元汇率持续走低。

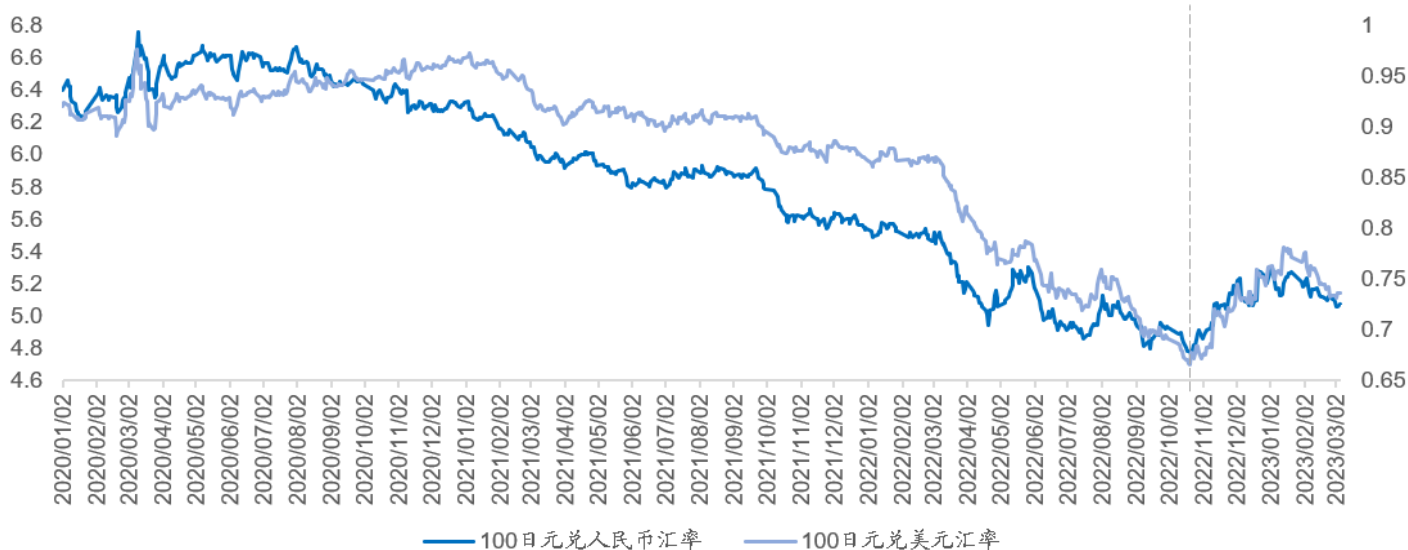
图表21: 2023 年起日本 10 年期国债利率多次突破 0.5%



来源: iFind, 国金证券研究所

2022 年 10 月起, 美国 CPI 同比增速开始回落, 美元指数逐渐见顶; 12 月 20 日日本央行宣布 10 年期国债收益率目标浮动区间上限从 0.25% 提升至 0.5%, 日元汇率开始进入修复提升期。中期来看, 预计随美国通胀率回归至正常区间, 美联储或将很快转向宽松货币政策, 美债利率有望随之回调。此外, 自 2021 年 9 月起日本国内 CPI 同比已连续 8 个月上行, 同比增速创 1981 年以来最高水平, 美日利差有望进一步缩窄, 日元汇率也有望随之回暖。公司在对日业务保持平稳增长的情况下, 随着日元汇率企稳, 对日营收增速、毛利率以及整体净利率水平均有望回归至正常水平。

图表22：日元汇率已开始企稳回升



来源：iFind，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

■ 核心假设：

1) 营收端：

- 对日软件开发服务：随日元汇率企稳、海内外疫情防控进入新阶段、中日通行恢复正常，我们预计公司对日软件开发业务营收同比增速有望恢复至2019年及以前水平。因此我们假设公司2022~2024年对日业务营收增速分别为-1.9%/22.0%/22.0%。
- 国内行业应用软件解决方案：随着疫情防控进入新阶段，我们参考：1)公司2018、2019年国内行业应用软件业务营收增速超过20%；2)券商IT 2017-2021年CAGR达18.9%；3)同处于券商IT行业的恒生电子、顶点软件等同业2023、2024年wind一致预期营收增速超过20%。

同时考虑到2022年国内疫情影响项目交付实施，部分收入可能递延至2023年确认；且2023年国内资本市场改革推进、信创落地加速，券商IT行业持续高景气，我们预计公司2022~2024年国内业务营收增速分别为12.0%/25.0%/20.0%。

2) 成本费用端：

- 毛利率：公司对日业务的成本多使用人民币结算，考虑到日元汇率企稳，我们假设其毛利率也将恢复至2021年及之前水平，2022~2024年对日业务毛利率为43.0%/46.0%/46.0%；我们预计国内业务毛利率与2021年基本持平，2022~2024年均均为50.0%。
- 销售费用率：过往公司已覆盖国内70多家券商，收入增长主要依靠研发带来的产品矩阵拓展，因此我们认为未来公司销售费用增幅慢于整体营收。2022年公司受到疫情影响，认为和2020、2021年一样采取谨慎的销售策略，假设销售收入略增3%，对应销售费用率为4.0%。2023、2024年，我们认为公司销售费用增速慢于营收增速，假设分别增长16.4%、15.2%，对应销售费用率分别为3.8%、3.6%。
- 管理费用率：公司管理效率较高，因此除了2018年因上市费用使得管理费用高增之外，近5年管理费用变动不大。考虑到公司在疫情防控步入新阶段之后，可能加大管理投入；但由于公司管理效率较高，预计管理费用增速慢于收入增速。我们假设2022年公司和2020、2021年一样，采取谨慎的管理策略，假设管理收入略增6%，对应管理费用率为6.5%。2023、2024年，我们认为公司管理费用增速慢于营收增速，假设分别增长16.9%、17.7%，对应管理费用率分别为6.2%、6.0%。
- 研发费用率：由于2020~2022年，公司营收受到日元汇率下降及疫情影响，因

此研发费用率呈现出上升势头。假设日元汇率企稳、疫情防控进入新阶段，我们认为研发费用率可能会因为收入高增而下滑。2018~2021 年，公司研发费用增速分别为 10.0%、26.5%、9.8%、7.1%。考虑到 2022 年仍受到疫情影响，我们假设公司研发费用略增 3%，对应研发费用率 10%。2023、2024 年随着业务恢复正常，预计研发费用增速会略快于 2018~2021 年的研发费用增速中位数(10%)，假设 2023、2024 年研发费用分别增长 15.2%、16.5%，对应研发费用率为 9.4%、9.0%。

■ 盈利预测：

基于上述假设，我们预测 2022~2024 年公司实现营业收入 6.5 亿/8.0 亿/9.8 亿元，同比增长 0.3%/22.5%/21.6%，归母净利润分别为 1.4/2.3/2.8 亿元，同比增长 -3.2%/63.8%/21.3%，对应 EPS 为 0.35/0.58/0.70 元。

图表23：盈利预测核心假设（亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6.5	6.5	8.0	9.8
YOY	3.6%	0.3%	22.5%	21.6%
毛利率	46.0%	44.2%	46.7%	46.7%
——对日软件开发	5.5	5.4	6.6	8.0
YOY	3.9%	-1.9%	22.0%	22.0%
毛利率	45.4%	43.0%	46.0%	46.0%
——国内行业应用软件	1.0	1.2	1.4	1.7
YOY	2.1%	12.0%	25.0%	20.0%
毛利率	49.4%	50.0%	50.0%	50.0%
销售费用率	3.9%	4.0%	3.8%	3.6%
管理费用率	6.1%	6.5%	6.2%	6.0%
研发费用率	9.7%	10.0%	9.4%	9.0%

来源：iFind，国金证券研究所

■ 投资建议及估值：

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取财富趋势、顶点软件、长亮科技 3 家金融 IT 公司作为可比公司，考虑到日元汇率企稳及公司自身增长稳定，我们给予公司 2023 年 34 倍 PE 估值，目标价 19.66 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表24：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
688318.SH	财富趋势	122.10	3.58	4.23	2.02	4.06	4.98	59.37	36.02	60.45	30.07	24.52
603383.SH	顶点软件	50.56	0.65	0.80	0.91	1.38	1.82	48.80	44.65	55.56	36.64	27.78
300348.SZ	长亮科技	11.78	0.33	0.18	0.11	0.32	0.45	57.88	89.56	108.17	36.77	26.02
平均值								55.35	56.74	74.73	34.49	26.10
688588.SH	凌志软件	16.17	0.50	0.36	0.35	0.58	0.70	47.96	40.58	45.79	27.96	23.05

来源：Wind，国金证券研究所

说明：以 2023 年 3 月 8 日收盘价计算现价对应 PE；财富趋势、顶点软件为国金研究所估值，长亮科技为 Wind 一致预期估值

6. 风险提示

■ 日元汇率风险。

公司对日业务营业收入多使用日元结算，若日元汇率持续走低，将对公司营收、毛利率、净利润等产生影响。

■ 董监高减持风险。

2022 年 7 月，公司董事、副总经理梁启华先生和公司董事、监事周颖先生通过集中竞价方式分别累计减持 0.0613%、0.0825% 的公司股份，减持后仍分别持有 1.0840%、1.4474%

的公司股份，目前本次减持计划已实施完成，但不排除之后有董监高继续减持的风险。

■ 解禁风险。

公司有 1.46 亿股首发原股东限售股份将于 2023 年 5 月 11 日上市流通，预计占解禁前流通股份的 57.55%，预计占解禁后流通股份的 36.53%，占总股本的 36.53%。该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

■ 疫情反复使得业务开展不及预期的风险

若疫情反复，可能影响对日业务的实地实施交付，此外疫情可能对公司在国内市场的业务开展、实施交付、项目回款产生影响。

■ 国际政治风险或贸易摩擦风险

对日软件开发服务贡献公司 80%以上的营业收入，国际政治或贸易摩擦风险可能会对公司对日业务收入带来一定的不确定性。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	597	630	653	655	802	976
增长率		5.6%	3.6%	0.3%	22.5%	21.6%
主营业务成本	-330	-329	-352	-366	-428	-520
%销售收入	55.4%	52.2%	54.0%	55.8%	53.3%	53.3%
毛利	266	301	300	289	375	456
%销售收入	44.6%	47.8%	46.0%	44.2%	46.7%	46.7%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-3	-4
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-32	-26	-25	-26	-30	-35
%销售收入	5.3%	4.2%	3.9%	4.0%	3.8%	3.6%
管理费用	-48	-40	-40	-43	-50	-59
%销售收入	8.0%	6.4%	6.1%	6.5%	6.2%	6.0%
研发费用	-54	-59	-64	-65	-75	-88
%销售收入	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%	9.4%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	131	173	169	153	216	270
%销售收入	21.9%	27.4%	25.8%	23.3%	26.9%	27.7%
财务费用	12	-7	-57	-33	-8	-10
%销售收入	-2.1%	1.0%	8.8%	5.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	23	0	0	0
投资收益	16	44	31	30	40	40
%税前利润	9.6%	19.9%	18.1%	19.2%	15.7%	12.9%
营业利润	163	223	171	156	256	310
营业利润率	27.4%	35.3%	26.1%	23.8%	31.9%	31.8%
营业外收支	0	0	-1	0	0	0
税前利润	163	223	170	156	256	310
利润率	27.4%	35.3%	26.0%	23.8%	31.9%	31.8%
所得税	-14	-22	-24	-15	-24	-29
所得税率	8.5%	9.8%	13.9%	9.4%	9.5%	9.5%
净利润	150	201	146	141	231	281
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	150	201	146	141	231	281
净利率	25.1%	31.9%	22.4%	21.6%	28.8%	28.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	150	201	146	141	231	281
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	11	15	22	24	27
非经营收益	-20	-38	-18	-30	-40	-40
营运资金变动	-3	-6	-16	-7	5	-7
经营活动现金净流	137	168	127	126	221	261
资本开支	-15	-10	-11	-26	-30	-30
投资	-5	-403	41	-59	-59	-59
其他	2	5	27	30	40	40
投资活动现金净流	-18	-408	57	-55	-49	-49
股权募资	0	403	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	0
其他	-72	-94	-85	-40	-60	-80
筹资活动现金净流	-72	308	-85	-46	-60	-80
现金净流量	55	63	58	25	112	131

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	392	456	514	537	648	778
应收款项	80	87	99	112	126	154
存货	9	6	4	8	9	11
其他流动资产	8	405	365	415	465	516
流动资产	489	954	982	1,072	1,249	1,460
%总资产	61.8%	73.2%	71.2%	72.4%	74.6%	77.0%
长期投资	83	142	177	186	196	205
固定资产	211	200	201	201	208	212
%总资产	26.6%	15.4%	14.6%	13.5%	12.4%	11.2%
无形资产	8	8	8	13	12	11
非流动资产	302	350	396	409	425	437
%总资产	38.2%	26.8%	28.8%	27.6%	25.4%	23.0%
资产总计	790	1,304	1,378	1,482	1,674	1,897
短期借款	3	2	6	0	0	0
应付款项	21	17	20	19	22	27
其他流动负债	81	75	60	70	89	107
流动负债	105	94	86	89	111	134
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	9	18	17	16	15
负债	109	102	104	106	127	149
普通股股东权益	680	1,200	1,273	1,374	1,546	1,746
其中：股本	360	400	400	400	400	400
未分配利润	257	360	411	512	683	884
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	790	1,304	1,378	1,482	1,674	1,897

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.416	0.502	0.365	0.353	0.578	0.701
每股净资产	1.888	3.000	3.182	3.436	3.864	4.365
每股经营现金净流	0.379	0.420	0.316	0.316	0.553	0.652
每股股利	0.530	0.100	0.100	0.100	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	22.04%	16.73%	11.47%	10.28%	14.97%	16.07%
总资产收益率	18.96%	15.40%	10.59%	9.53%	13.82%	14.80%
投入资本收益率	17.39%	12.84%	11.22%	9.96%	12.52%	13.89%
增长率						
主营业务收入增长率	27.74%	5.61%	3.58%	0.35%	22.52%	21.63%
EBIT 增长率	104.74%	32.18%	-2.28%	-9.54%	41.42%	25.23%
净利润增长率	64.04%	33.97%	-27.28%	-3.24%	63.77%	21.29%
总资产增长率	15.30%	64.97%	5.73%	7.49%	12.96%	13.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.7	46.1	49.3	60.0	55.0	55.0
存货周转天数	10.3	8.2	5.2	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	23.7	16.2	13.7	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	128.8	116.1	108.8	108.1	91.5	76.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.08%	-64.51%	-68.15%	-68.93%	-71.68%	-73.78%
EBIT 利息保障倍数	-10.5	26.1	2.9	4.6	26.9	27.7
资产负债率	13.82%	7.84%	7.56%	7.17%	7.58%	7.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

投资评级的说明:

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402