

对日软件开发继续加强，对内业务迎来机遇 买入(首次)

2023年10月07日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 王世杰

执业证书: S0600523080004

wangshijie@dwzq.com.cn

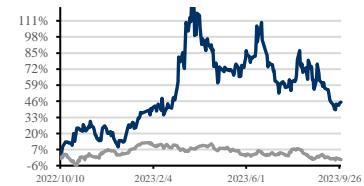
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	655	726	799	873
同比	0.28%	11%	10%	9%
归属母公司净利润(百万元)	141	161	184	215
同比	-3%	14%	14%	17%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.35	0.40	0.46	0.54
P/E(现价&最新股本摊薄)	36.24	31.74	27.83	23.78

关键词: #出口导向

投资要点

- 主要从事对日软件开发，营收稳定增长:** 凌志软件成立于2003年，深耕金融行业，成立之初主要经营对日软件开发服务业务，目前已实现行业领先，与野村综研、大东建托、TIS等知名客户建立合作。公司主要为客户提供咨询、设计等软件外包服务和券商销售、投行类系统等产品服务。公司2022年营收/归母净利润为6.55/1.41亿元，同比增长0.28%/3.42%。2022年公司对日业务营收占比82%，对内业务营收占比18%。
- 对日业务空间大、模式好，收购加强行业地位:** 日本提出AI战略、金融IT系统老化亟待升级和人口老龄化带来55亿元离岸外包市场空间。离岸承包商主要承接基本设计、详细设计等高附加值环节，技术门槛高。日本商业环境保守，合作模式稳固，一级承包商地位关键。一级承包商仅有包括野村综研、富士通、大东建托等在内的30多家，市场集中度高。凌志软件与野村综研建立合作，现已成为其最大的软件供应商之一。此外，公司与日本大东建托、富士通等一级承包商亦建立合作。2023年9月，公司拟通过现金购买野村综研持有的日本智明、BVI公司100%股权。交易标的主要从事核心交易系统的软件开发服务，2022年营收超4亿元，收购将进一步加强公司对日服务地位。
- 国内证券IT快速发展，信创加速信息化改造:** 政策端，证监会鼓励券商加大IT投入，金融信创放量带来更大市场空间；需求端，全面注册制等新规带来超10亿元增量需求，业务扩容对核心系统性能提出更大挑战。在此背景下，券商积极增加IT投入，2021年中国证券行业IT投入规模304亿元，2022年已披露的23家券商IT投入合计205亿元。公司对日经验可复制，形成标准化产品，助力国内业务毛利率领先。目前公司已积累国泰君安、海通证券等70多家证券公司客户，同时积累嘉实基金、华泰期货等10多家金融机构客户。
- AI赋能，公司产品力，效率有望大幅提升:** 据艾瑞咨询，2021年中国AI+金融核心产品市场规模296亿元，2026年将达666亿元，2021-2026年CAGR达17.61%。公司已自研高性能大语言模型LMFlow，可实现产品私有化部署。目前公司已推出融合AI技术的数字化投顾平台、零售CRM系统、MOT产品、运营平台3.0等多款产品。公司通过探索使用ChatGPT代替人力，大幅提升开发效率。此外，由于AI技术主要赋能高附加值工作环节，公司有望借此提高业务量、提升毛利、降低成本，从而实现降本增效。
- 盈利预测与投资评级:** 日本IT服务外包市场空间大，商业模式好，公司与野村综研等一级承包商长期合作，公司收购野村综研子公司有望进一步加强对日服务地位。信创和数字化建设打开中国金融IT市场空间，公司加快国内布局。AI赋能，公司产品力和服务效率有望进一步提升，我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.61/1.84/2.15亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 贸易摩擦风险；AI技术发展不及预期；日元汇率风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	12.79
一年最低/最高价	8.81/20.50
市净率(倍)	4.01
流通A股市值(百万元)	5,116.13
总市值(百万元)	5,116.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.19
资产负债率(% ,LF)	5.59
总股本(百万股)	400.01
流通A股(百万股)	400.01

相关研究

内容目录

1. 深耕日本软件开发行业，将对日经验导入国内	4
2. 对日业务空间大，粘性高，模式好	7
2.1. 行业空间：“AI 战略+IT 系统更新需求+人才短缺”三方驱动	7
2.2. 行业特性：技术门槛高，一级承包商集中度高	8
2.3. 优化项目管理与人才培养，对日业务毛利率同业领先	9
2.4. 客户资源丰富，与野村综研合作日益加深	10
3. 国内业务迎来产业变化机遇，加速增长	12
3.1. 政策推动下，中国金融 IT 空间广阔	13
3.2. 对日经验导入，标准化产品助力毛利率提升	14
4. AI 赋能，公司产品力、效率有望大幅提升	15
4.1. 中国“AI+金融”市场规模持续扩大，产品布局全面	15
4.2. “AIGC+金融”产品力拓展，实现降本增效	17
5. 盈利预测与投资建议	18
6. 风险提示	19

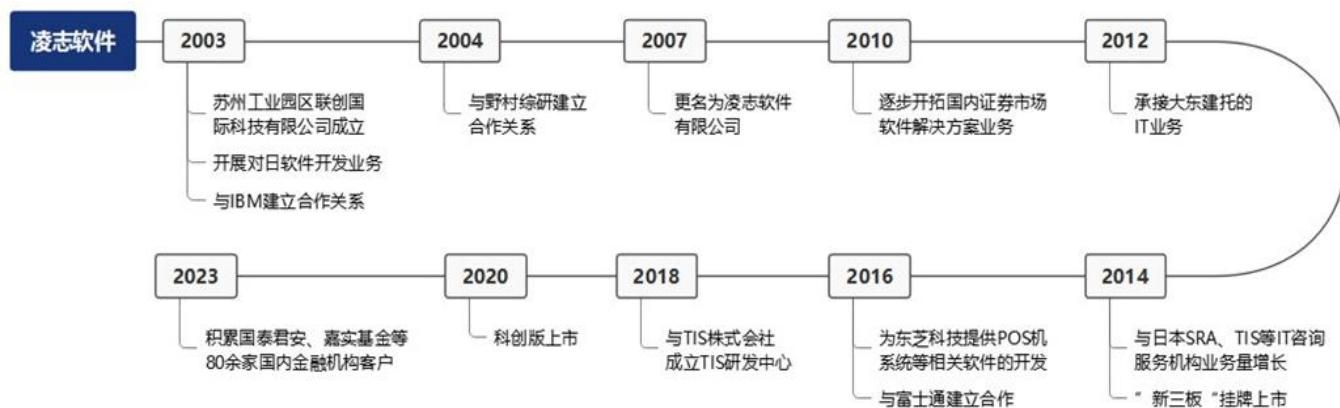
图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司主营业务架构.....	5
图 3: 2019-2023H1 公司营收及增速	5
图 4: 2019-2023H1 公司归母净利润及增速	5
图 5: 2018-2022 年公司分业务营收占比	6
图 6: 2018-2022 年公司分业务营收增速	6
图 7: 2019-2023H1 公司销售毛利率、净利率	6
图 8: 2018-2022 公司分业务毛利率情况	6
图 9: 2019-2023H1 公司销售、管理、研发费用率	7
图 10: 2019-2023H1 公司研发费用及增速	7
图 11: 公司股权结构 (截至 2023/9/30)	7
图 12: 2017 年日本各行业 IT 系统老化情况 (%)	8
图 13: 日本总人口与 65 岁以上人口占比.....	8
图 14: 日本 IT 人才供给及缺口情况.....	8
图 15: 对日软件开发项目瀑布式开发模型.....	9
图 16: 中日定制软件开发服务单价 (万元)	10
图 17: 公司对日软件开发业务毛利率同业领先.....	10
图 18: 野村综研营收及增速.....	11
图 19: 野村综研分业务营收占比.....	11
图 20: 野村综研 DX 战略构想.....	11
图 21: 标的公司营收及归母净利润 (亿元)	12
图 22: 中国 IT 服务市场规模及增速.....	13
图 23: 中国金融科技行业规模及增速.....	13
图 24: 中国证券行业 IT 投入规模及增速	14
图 25: 2019-2026 年 AI+金融产品及带动相关产业规模.....	15
图 26: AI+金融产品功能与业务场景、数字化转型需求匹配	16
图 27: 2021 年 AI+金融产品市场规模占比	16
表 1: 软件开发各阶段任务量.....	9
表 2: 公司人才梯队培训机制.....	10
表 3: THE STAR、I-STAR 产品及应用介绍	12
表 4: 国家政策积极布局金融科技领域.....	13
表 5: 证券行业 IT 投入相关政策	14
表 6: 公司部分标准化产品及定制化服务介绍.....	15
表 7: 公司 AI 技术应用产品	17
表 8: 营收预测 (单位: 亿元)	18

1. 深耕日本软件开发行业，将对日经验导入国内

对日软件开发核心供应商，逐渐发力国内金融 IT 市场。凌志软件成立于 2003 年，深耕金融行业，成立之初主要经营对日软件开发服务业务，目前已实现行业领先，与野村综研、大东建托、TIS 等知名客户建立合作。2010 年起公司逐步开拓国内证券市场软件解决方案业务，目前已积累 80 余家金融机构客户资源，对日业务经验正逐步赋能国内金融 IT 市场的拓展。

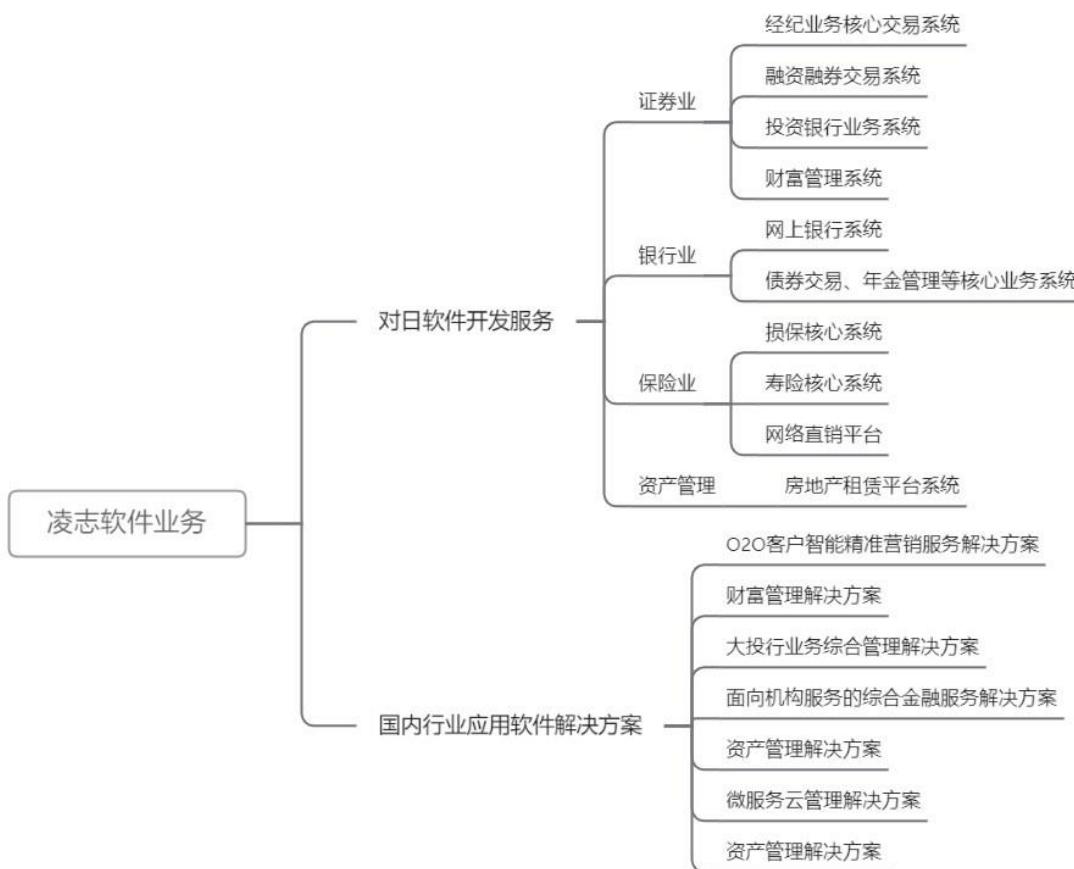
图1：公司发展历程



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

聚焦金融科技，布局对日软件开发服务和国内行业应用软件解决方案两大业务。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。在日本市场，公司承接金融软件外包业务，核心业务系统覆盖证券、银行、保险、资产管理等各金融领域，在公司业务体系中占据重要份额；在中国市场，公司产品聚焦券商销售、投行类系统，已形成丰富的解决方案产品矩阵。

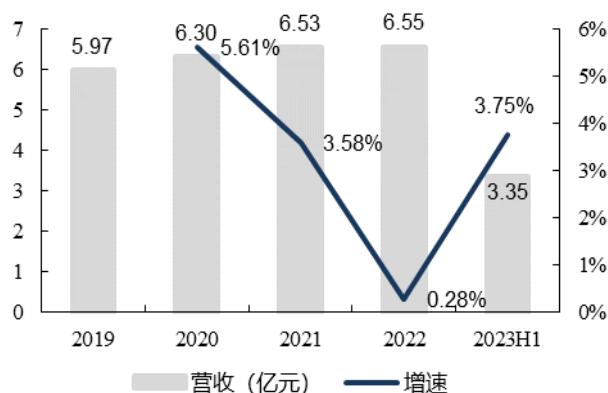
图2：公司主营业务架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

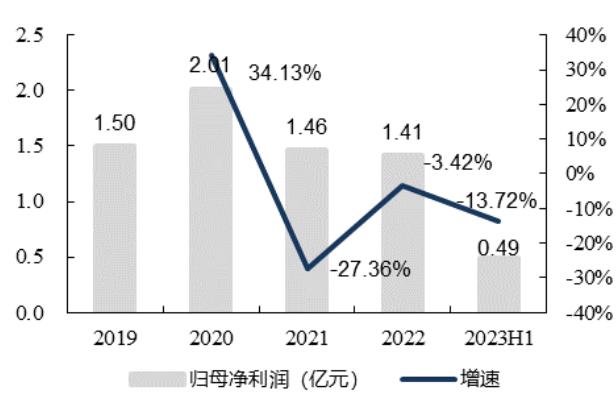
营收保持增长，汇率变动影响公司盈利表现。2023年H1公司营收为3.35亿元，同比增长3.75%，2018-2022年CAGR为8.80%；2023年H1公司归母净利润为0.49亿元，同比下降13.72%。公司以对日业务为主，业绩受日元汇率影响较大，近年营收低增速与利润下滑主要系疫情期间人员流动限制与日元贬值所致，未来有望受益于日元汇率回暖与日本软件市场需求增长。

图3：2019-2023H1公司营收及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

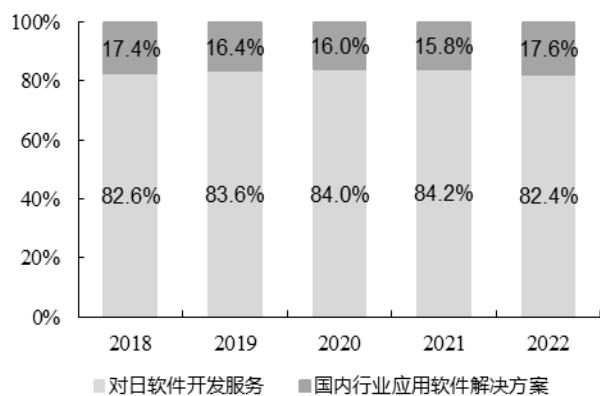
图4：2019-2023H1公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

对日软件开发为业务核心，国内业务增长。对日软件开发服务业务为公司主要收入来源，2022年营收占比82.37%，受日元贬值影响近3年营收增速持续下滑，2018-2022年CAGR为8.71%，预计将在日元汇率企稳后恢复高增。2022年公司国内解决方案业务实现营收17.6%，同比增长12.11%，营收占比上升至17.63%，在2023年资本市场改革、信创加速推进形势下，公司国内业务增长态势有望延续。

图5：2018-2022年公司分业务营收占比



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

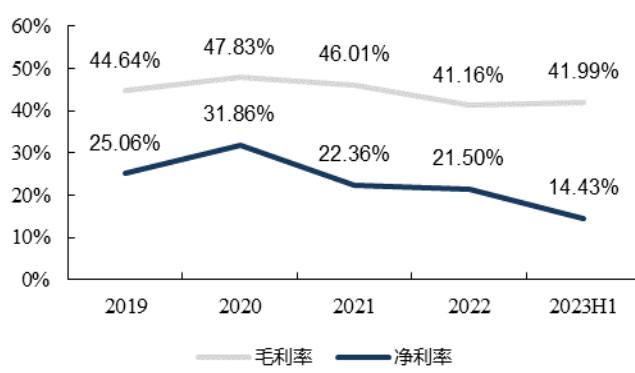
图6：2018-2022年公司分业务营收增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

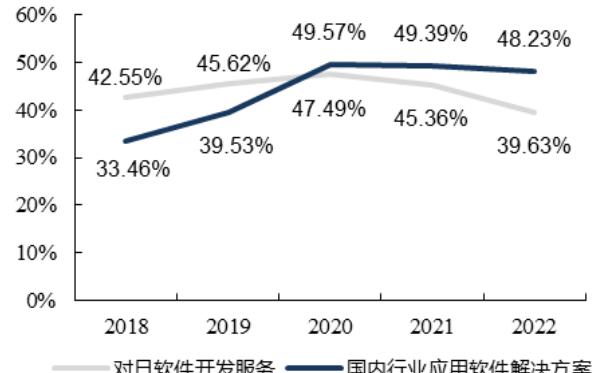
国内业务毛利率提升明显，整体盈利水平较高。公司2020年以前较高毛利率主要得益于公司对日业务议价能力强、金融行业项目价格高等因素，近两年受日元汇率影响毛利率有所下滑。分业务来看，2020年公司国内解决方案业务实现毛利率49.57%，同比上升10.04pct，首次高于对日业务，此后保持在较高水平，主要系公司聚焦产品标准化程度较高的业务所致。

图7：2019-2023H1公司销售毛利率、净利率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图8：2018-2022公司分业务毛利率情况

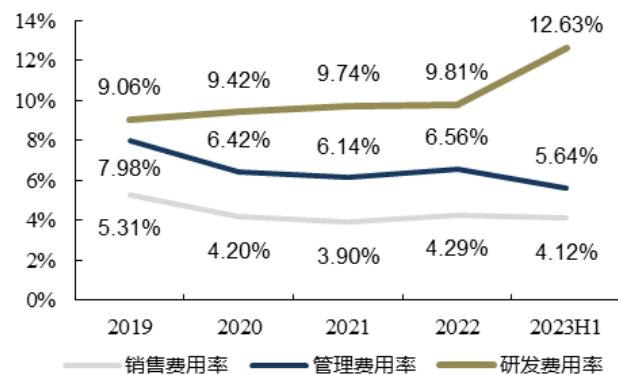


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

费用率优化，坚定加大研发投入。受益于规模效益显现与内部管理能力提升，2019-2023H1公司销售、管理费用率呈稳步下降趋势。公司积极推进研发建设，2023年H1研发费用0.42亿元，同比增长20.65%，研发费用率12.63%，同比上升1.77pct。公司目前共有在研项目17项，涉及数据要素流通、AIGC应用等多个前沿板块，将帮助公司深

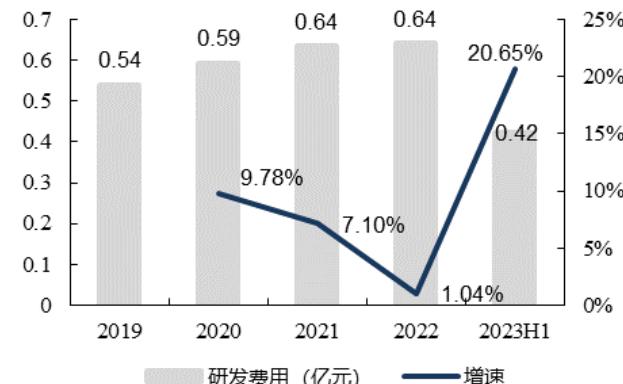
化核心竞争力，深度参与证券行业数字化转型发展。

图9：2019-2023H1 公司销售、管理、研发费用率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图10：2019-2023H1 公司研发费用及增速



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

管理团队经验丰富，实施员工持股计划。公司实际控制人为张宝泉、吴艳芳夫妇，截至 2023 年 6 月 30 日，二人直接、间接合计持有公司 38.83% 的股份。张宝泉先生有十多年的日本工作经历和超过 19 年的行业管理经验，另有多位股东曾赴日本留学或在日本工作。公司实施员工持股计划，通过财富效应增强员工归属感和责任感，是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，同时管理效能。

图11：公司股权结构（截至 2023/9/30）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

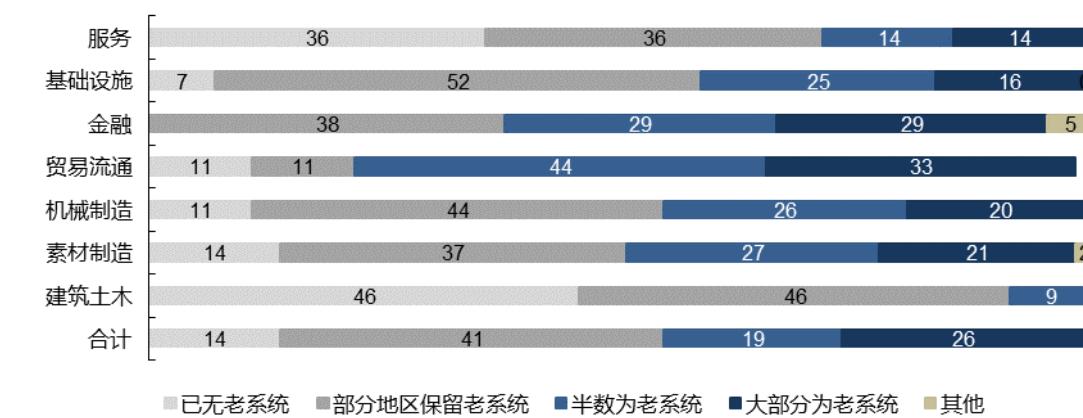
2. 对日业务空间大，粘性高，模式好

2.1. 行业空间：“AI 战略+IT 系统更新需求+人才短缺” 三方驱动

明确推进 AI 战略，日本 IT 服务市场规模持续增长。2022 年 4 月 22 日，日本政府发布《人工智能战略 2022》，提出培养 AI 人才、强化产业竞争力、确立 AI 技术体系、构建国际化 AI 研究网络四大目标，在此战略背景下，日本 IT 产业有望持续扩张。据 IDC 预测，2022 年日本 IT 服务市场规模为 60734 亿日元，预计 2027 年将达到 70177 亿日元，2022-2027 年 CAGR 为 2.93%，市场空间广阔。

金融 IT 系统老化明显，“2025 年断崖”催生更新需求。据日本经济产业省，2017 年日本金融行业 IT 系统老化比例约 95%，明显高于其他行业。在金融机构和大型企业使用的核心业务系统中，使用 21 年以上的占比为 20%，到 2025 年将高达 60%。若日本放任遗留系统场景，2025 年之后可能会造成每年高达 12 万亿元的经济损失，“2025 年悬崖”问题亟待解决，这一 IT 系统更新需求将进一步为市场扩容。

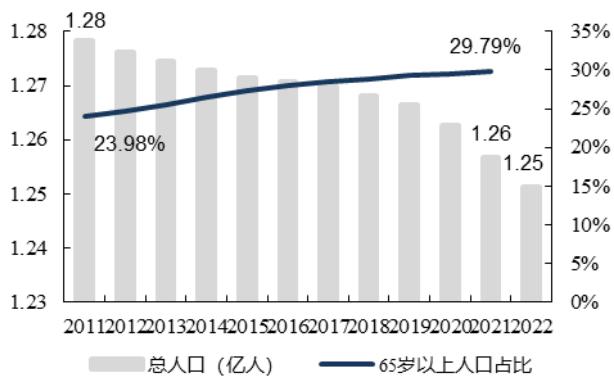
图12：2017年日本各行业IT系统老化情况（%）



数据来源：日本经济产业省，东吴证券研究所

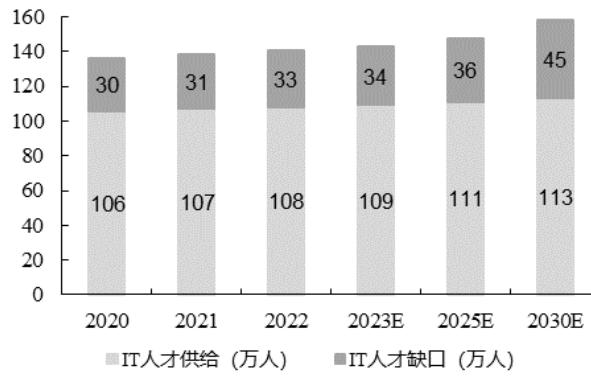
人口老龄化程度提升，IT 人才缺口放大，释放离岸外包市场空间。近十年日本人口总数持续减少，65 岁以上人口占比持续提升，2021 年占比 29.79%，人口老龄化问题日益凸显。人口问题使 IT 人才供需缺口进一步放大。据日本经济产业省，2030 年日本 IT 人才缺口将达 45 万人，按 35 万日元/人月的价格计算，将释放 1575 亿日元离岸外包市场空间，由于文化、语言因素及地理位置的相近性，其中 70% 左右业务将流向中国。

图13：日本总人口与65岁以上人口占比



数据来源：Wind，快易数据，东吴证券研究所

图14：日本IT人才供给及缺口情况



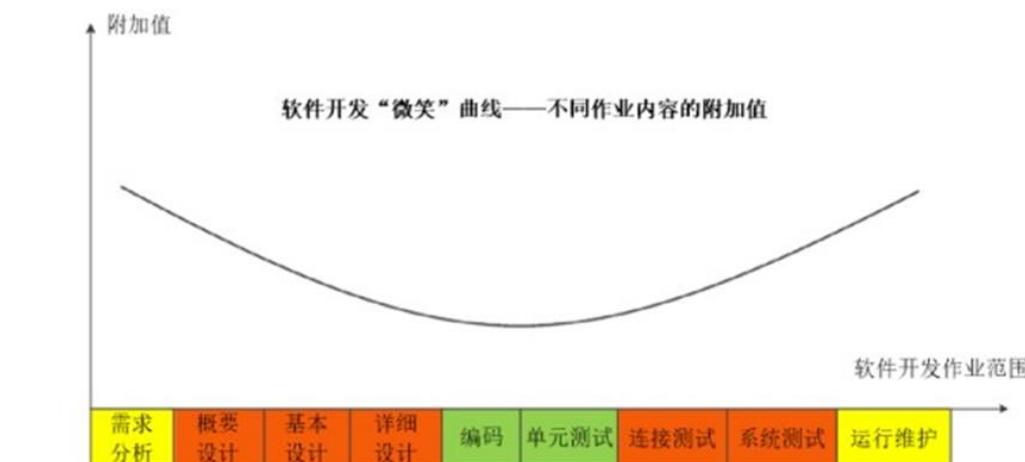
数据来源：日本经济产业省，东吴证券研究所

2.2. 行业特性：技术门槛高，一级承包商集中度高

承担高附加值环节，行业准入壁垒高。从软件开发各阶段任务来看，二级/离岸承包商主要承接基本设计、详细设计、连接测试、系统测试等高附加值环节，低附加值的编码、单元测试业务仅占比 22%。主要开发环节范围广、技术难度大，为软件开发行业

设置了高门槛。

图15：对日软件开发项目瀑布式开发模型



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表1：软件开发各阶段任务量

软件发展阶段	工作量占比	责任方
需求分析/概要设计	6%	一级承包商
基本设计	20%	二级/离岸承包商
详细设计	15%	二级/离岸承包商
编码	8%	二级/离岸承包商
单元测试	14%	二级/离岸承包商
连接测试	17%	二级/离岸承包商
系统测试	20%	二级/离岸承包商
系统上线		一级承包商

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

商业环境保守，合作模式稳固，一级承包商地位关键。日本 IT 服务外包主要依赖一级承包商，后者在成本、生产率、生产质量方面具备竞争优势。由于日本商业环境相对保守、民族文化单一，企业倾向于沿用原有的承包商，上下游企业间关系稳固，形成“关系契约”。因此，一级承包商通常规模较大，仅有包括野村综研、富士通、大东建托等在内的 30 多家，市场集中度高。

2.3. 优化项目管理与人才培养，对日业务毛利率同业领先

项目精细化管理能力强，人员利用率较高。公司拥有最高级别的软件能力成熟度模型 CMMI5 认证，并据此建立了全面的项目管理体系。公司主要参与软件开发上游工程、维护项目比例较高，对拟承接项目的预测准确度较高，便于预测和安排人手。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%，保持在较高水平，体现出公司优质的软件交付能力和管理水平。

重视人才培养，优质人才占比高。公司以子公司志远职校为主体，建立集中式人才培养基地，打造“未来之星”“梦想加油站”和“凌志之星”的人才培训体系。基于阶梯式人才培养架构，公司已打造高技术复合型人才队伍，截至 2022 年公司技术人员占员工总数的 90.88%，截至 2023 年 H1 公司共有研发人员 290 人，占员工总数的 14.57%。

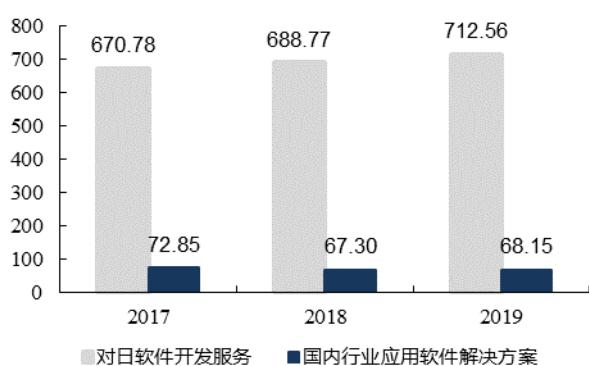
表2：公司人才梯队培训机制

人才培训体系	针对人群	培训时间	培训内容/目的
“未来之星”	新入职的计算机相关专业应届毕业生	12 个月左右	培养符合公司文化、有基本技术能力和日语技能的初级软件工程师，使其迅速融入到开发队伍中。
“梦想加油站”	对已在公司工作 2-3 年的初级、中级软件工程师	12 个月左右	开辟职业通道，增强行业意识，全面提升技能及个人素养，为成为高级软件工程师、项目经理做准备。
“凌志之星”	对高级软件工程师、项目经理	12 个月左右	增长自身的知识和技能，为公司储备核心力量。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

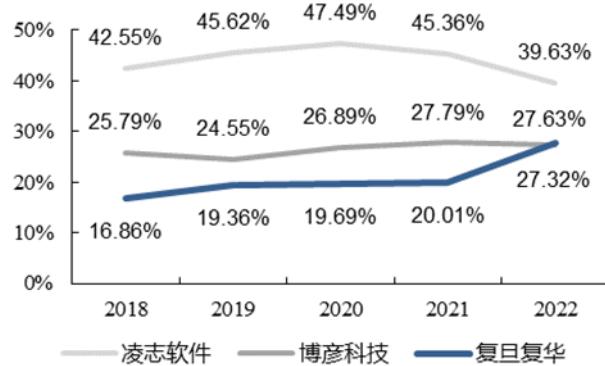
对日软件开发业务价格高，多因素驱动高毛利。据公司招股书，2017-2019 年日本定制软件开发项目平均单价约 690 万元，约是国内价格的 10 倍。价差主要源于项目交付方式不同，国内业务就单个项目软件交付结果验收结算，日本业务按月分阶段下达订单并验收结算。单价高、项目精细化管理、人才优质等因素共同驱动高毛利率，与同样主营对日软件开发业务、聚焦金融 IT 领域的可比公司博彦科技、复旦复华对比，公司对日业务毛利率显著领先。

图16：中日定制软件开发服务单价（万元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图17：公司对日软件开发业务毛利率同业领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

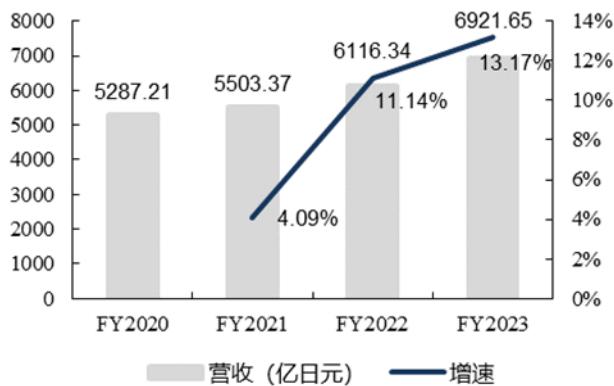
2.4. 客户资源丰富，与野村综研合作日益加深

优质客户众多，合作范围持续拓宽。2004 年起，公司与野村综研建立合作，现已成

为其最大的软件供应商之一。此后，公司持续同日本其他优质企业合作，2012年开拓新客户大东建托，直接承接大东建托的核心IT咨询业务；2014年起与SRA、TIS等知名IT咨询服务机构业务量逐渐增长；2016年开拓新客户东芝科技、富士通，提供POS机等软件的开发。公司对日业务客户数量逐渐增加，合作领域持续延伸。

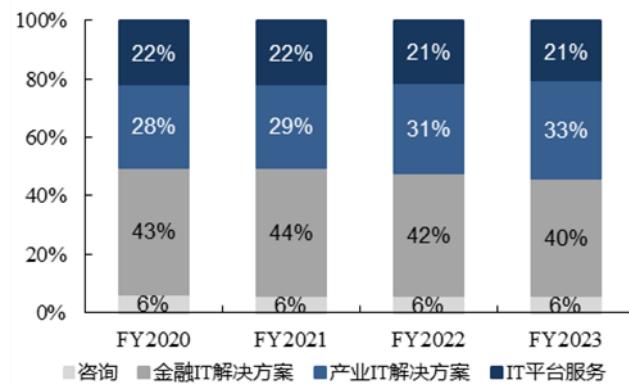
野村综研是全球顶尖金融服务技术提供商，日本市场占有率领先。野村综研自2010年起连续12年被评为全球金融IT服务公司百强之一，2021年排名第10位，其金融IT服务已成为日本金融行业的标准SaaS服务平台，占据日本市场大部分份额。FY2023野村综研实现营收6921.65亿日元，金融IT解决方案为其主要业务，营收占总收入的40%以上。目前野村综研正积极实施DX战略，扩展核心领域，实现业务高附加值。

图18：野村综研营收及增速



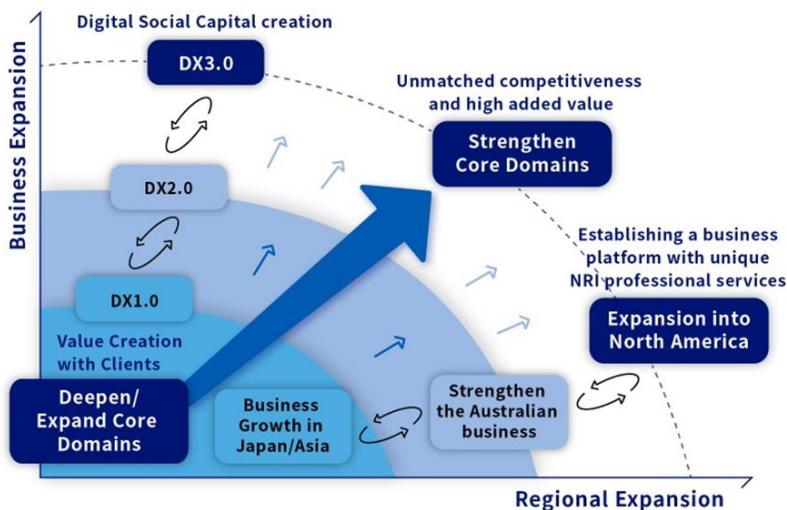
数据来源：野村综研年报，东吴证券研究所

图19：野村综研分业务营收占比



数据来源：野村综研年报，东吴证券研究所

图20：野村综研DX战略构想



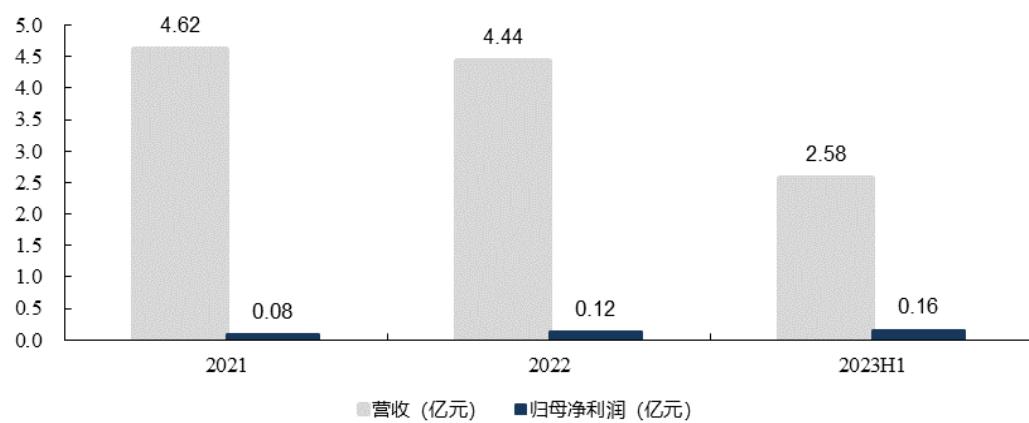
数据来源：野村综研官网，东吴证券研究所

公司与野村综研合作关系优质、稳定。公司2004年起与野村综研建立合作，双方

基于创新解决方案积累合作案例，公司提出的 SpringMVC 技术、AngularJS 前端新兴技术多次受野村综研采纳，于 2017 年被野村综研授予最高层次的“e-Partner”称号。2022 年公司向野村综研的销售收入占比为 45.90%，是其在中国最大的软件供应商。

收购野村综研子公司，对日业务竞争力进一步增强。2023 年 9 月，公司拟通过现金购买野村综研持有的日本智明、BVI 公司 100% 股权，交易金额 31.11 亿日元（约 1.56 亿人民币）。交易标的主要从事核心交易系统的软件开发服务，2022 年营收超 4 亿元，其 THE STAR 与 I-STAR 产品在日本证券市场占有率高，应用多项新兴技术。交易将放大公司与野村综研的协同效应，扩大对日业务规模，提升公司在日本金融软件领域的影响力。

图21：标的公司营收及归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表3：THE STAR、I-STAR 产品及应用介绍

产品	产品介绍	市占率
STAR 系列	野村综研向日本证券公司客户提供的证券基础设施解决方案	标的公司目前在 STAR 系列产品总开发规模中的占有率为 50%，未来市场拓展空间大。
THE STAR	面向零售客户的综合性证券后台系统，支持投资者面对面销售、网上交易、机构业务、中介业务等，覆盖开户、交易、结算、投资信息、法律合规、销售日报、财务会计等全方位功能。	在日本已覆盖 87 家面向零售客户的证券公司，其中营收超 10 亿日元的证券行业客户 15 家，包括野村证券、瑞穗证券等。约 50% 的东京证券交易所交易量通过 THE STAR 进行，超 50% 的日本个人证券账户通过 THE STAR 管理。
I-STAR	面向机构客户的综合性证券后台系统，功能与 THE STAR 类似。	在日本已覆盖 28 家面向机构客户的证券公司

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 国内业务迎来产业变化机遇，加速增长

3.1. 政策推动下，中国金融 IT 空间广阔

中国 IT 服务市场稳步增长，政策推动金融科技行业成长。据艾瑞咨询，2023 年中国 IT 服务市场规模将达 12273.7 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 12.33%，市场长期向好趋势确定。国家颁布《金融科技发展规划》，强调金融科技与金融监管的重要性，为该领域注入增长动能。2022 年中国金融科技行业规模为 5423 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 15.54%，据 Mordor Intelligence，2020-2025 年我国金融科技市场规模 CAGR 约 15%。

表4：国家政策积极布局金融科技领域

时间	名称	内容
2019. 8	《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》	确立 6 方面任务：加强金融科技战略部署，强化金融科技合理应用，赋能金融服务提质增效，增强金融风险技防能力，强化金融科技监管，夯实金融科技基础支撑。
2022. 1	《金融科技发展规划（2022-2025 年）》	提出 8 方面任务：强化金融科技治理，加强数据能力建设，建设绿色高可用数据中心，深化数字技术金融应用，健全安全高效的金融科技创新体系，深化金融服务智慧再造，加快监管科技的全方位应用，扎实做好金融科技人才培养。
2022. 1	《中国银保监会办公厅关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	工作目标为：到 2025 年，银行业保险业数字化转型取得明显成效，数字化金融产品和服务方式广泛普及，基于数据资产和数字化技术的金融创新有序实践。
2022. 2	《金融标准化“十四五”发展规划》	完善金融风险防控标准，健全金融业综合统计标准，推进金融消费者保护标准建设，加强标准对金融监管的支持。

数据来源：中国人民银行，银保监会，东吴证券研究所

图22：中国 IT 服务市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图23：中国金融科技行业规模及增速



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

政策+需求双重催化，证券行业 IT 投入有望高增。政策端，证监会鼓励券商加大 IT

投入，金融信创放量带来更大市场空间；需求端，全面注册制等新规带来超 10 亿元增量需求，业务扩容对核心系统性能提出更大挑战。在此背景下，券商积极增加 IT 投入，2021 年中国证券行业 IT 投入规模 304 亿元，2022 年已披露的 23 家券商 IT 投入合计 205 亿元，预计未来中国证券行业 IT 投入将高增。

表5：证券行业 IT 投入相关政策

时间	名称	内容
2018. 12	《证券基金经营机构信息技术管理办法》	允许经营机构设立信息技术专业子公司，经营机构母公司共享信息技术基础设施。
2020. 7	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》	优化信息技术投入的评价方式，将“信息系统建设投入排名”绝对数指标，调整为“证券公司信息技术投入金额位于行业平均数以上，且投入金额占营业收入的比例位于行业前五名、前十名、二十名，分别加 2 分、1 分、0.5 分”。
2020. 11	《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》	“提议”针对金融科技等领域专业人才，适度放宽工作经历限制，取消学历要求及推荐人制度。
2023. 1	《网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见稿	鼓励有条件的券商在未来三年信息科技平均投入金额不少于平均净利润的 8% 或平均营业收入的 6%”。
2023. 3	《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》	增设“信息技术”专章，要求证券公司保障信息技术投入，提高自主研发能力，维护信息系统安全、数据安全和用户个人信息安全。

数据来源：中国证监会，东吴证券研究所

图24：中国证券行业 IT 投入规模及增速



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

3.2. 对日经验导入，标准化产品助力毛利率提升

对日经验可复制，形成标准化产品，助力国内业务毛利率领先。公司将对日业务的海量数据处理技术应用于国内市场，形成 DMP、MOT 数据引擎等标准化自有产品，可有效降低成本。公司对不同类型金融机构提供 CRM 系统等定制化服务，从而提高对服务的议价能力。因此，国内业务可实现较高毛利率。

表6：公司部分标准化产品及定制化服务介绍

产品/服务	产品/服务介绍
智能化数据服务平台 (DMP)	基于数据挖掘、大数据分布式计算框架、人工智能算法训练平台等多种技术的集成，实现完整的智能化数据服务平台。同时实现 AI 平台功能，提供基于自动化推荐算法的数据推荐服务。
MOT 数据引擎	一站式数据开发平台，提供业务管理、配置开发、在线调试、运维监控等一系列能力，能帮助业务人员将策略模型/规则从传统的数据分析的 SQL 代码中分离出来。
CRM 系统	依托于大数据架构的 Hive、ElasticSearch 的多维度客户分析和可视化技术，实现基于证券行业标准的 CRM 指标体系的加速计算和长周期查询。

数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

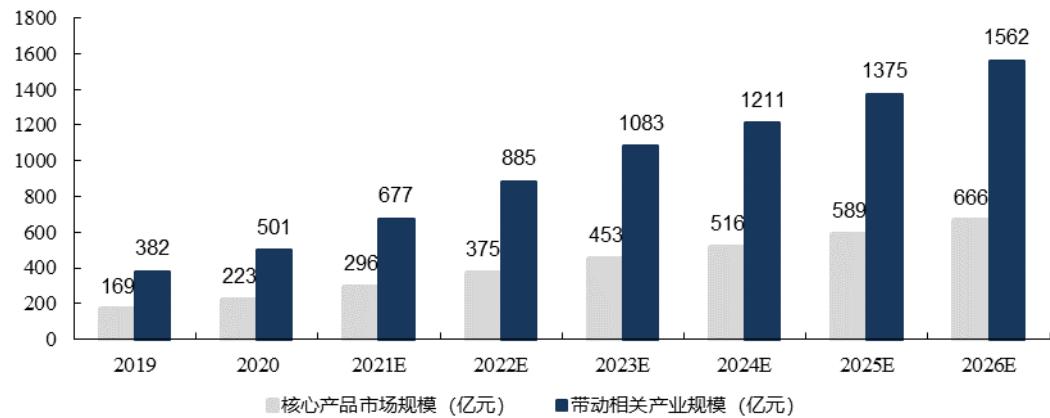
积极开拓国内金融 IT 市场，已积累众多优质客户资源。通过对日业务经验复制与自有产品服务持续拓展，公司已在国内证券市场取得一定影响力。目前公司已积累国泰君安、海通证券等 70 多家证券公司客户，同时积累嘉实基金、华泰期货等 10 多家金融机构客户，为国内业务的持续开拓奠定了客户基础。

4. AI 赋能，公司产品力、效率有望大幅提升

4.1. 中国“AI+金融”市场规模持续扩大，产品布局全面

“AI+金融”市场空间广阔。金融行业信息安全要求高、数据处理量大，对 AI 技术需求高，叠加国家对金融科技的政策支持，“AI+金融”市场规模有望持续拓展。据艾瑞咨询，2021 年中国 AI+金融核心产品市场规模 296 亿元，2026 年将达 666 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 17.61%；2021 年中国 AI+金融带动相关产业规模为 677 亿元，2026 年将达 1562 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 18.20%。

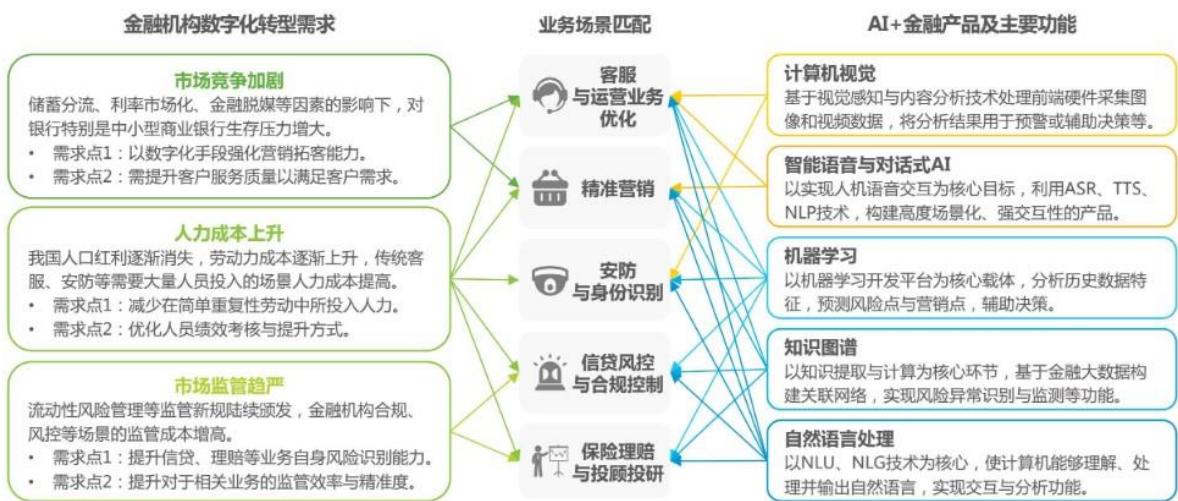
图25：2019-2026 年 AI+金融产品及带动相关产业规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

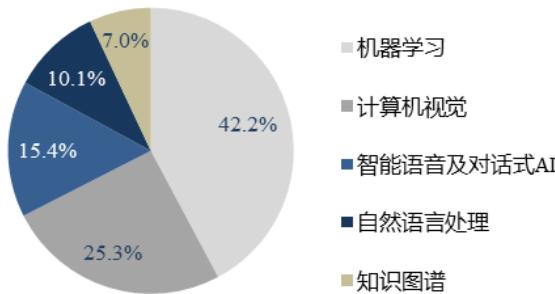
“AI+金融”产品日趋完善，机器学习为市场主要拉力。当前“AI+金融”供给侧产品及功能逐步完备，可替代重复操作、对海量数据进行处理分析、满足复杂关联推理的业务要求与规则，可在多个金融业务场景中实现与金融机构数字化转型需求的匹配。2021年机器学习产品占总市场规模的42.2%，其产品力在海量优质金融业务数据助力下得到快速提升，与多个业务场景紧密结合。

图26：AI+金融产品功能与业务场景、数字化转型需求匹配



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图27：2021年AI+金融产品市场规模占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

4.2. “AIGC+金融”产品力拓展，实现降本增效

积极学习前沿AI技术，已完成自研模型搭建。公司通过对NLP、RPA、元宇宙、AIGC等前沿技术的深度学习及探索，不断推动新兴技术在相关领域应用场景落地。同时，公司已完成AI数字绘画模型(stable diffusion)的建立，已自研高性能大语言模型LMFlow，可实现产品私有化部署。此外，2023年3月公司宣布成为百度文心一言首批生态伙伴，获得领先AI技术加持，这也是对话式语言模型在国内金融科技场景的首批着陆。

“AIGC+金融”应用场景拓宽，加入百度飞桨技术伙伴计划。公司通过对ChatGPT的调用及验证，结合在金融领域积累的数据，探索AIGC在金融领域的应用。目前公司已推出融合AI技术的数字化投顾平台、零售CRM系统、MOT产品、运营平台3.0等多款产品。2023年公司正式加入百度飞桨技术伙伴计划，双方将共同探索AI前沿技术在金融领域的应用和创新，推动“AI+金融”在垂直领域的应用场景落地。

表7：公司AI技术应用产品

产品	产品介绍
智能化数据服务平台 DMP	基于数据挖掘、大数据分布式计算框架、人工智能算法训练平台等多种技术的集成，实现完整的智能化数据服务平台。同时实现了AI平台功能，提供基于自动化推荐算法的数据推荐服务。
面向证券业务的NLP 解决方案	基于NLP技术，建立一套面向证券业的知识图谱、意识识别/补全、深度学习模型，通过有效识别用户行为、文档内容、互联网信息等，提供更加贴合用户需求的个性化智能服务。
互联网智能制造管理系统	基于大数据分析，利用人工智能技术，根据消费者需求来合理安排生产、物流计划，实现智能制造，构建互联网智能制造服务平台。能够实现自动收集往年销售数据，用AI和大数据分析预测未来消费者需求，并根据商品特性、环境因子等刻画预测模型，对需求数据进行自动微调，借此完成在库优化、物流优化、智能化。
智能底稿3.0	可生成包括招股说明书、债券募集说明书在内的常用底稿

研究服务数字化管理 支持研报个性化标题自动生成、智能精简、智能续写、切换行文风格等，进而大幅提升报告撰写效率

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

AI 技术提升开发环节效率，赋能降本增效。在软件开发模式方面，公司通过探索使用 ChatGPT 代替人力，实现设计智能化，并通过低代码平台和自动化测试工具联动，大幅提升开发效率，智能开发平台可自动完成设计、开发、测试等、工作，从而提高公司产品供给能力，更好地满足增长的市场需求。此外，由于 AI 技术主要赋能高附加值工作环节，公司有望借此提高业务量、提升毛利、降低成本，从而实现降本增效。

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

对日软件开发服务业务：该业务为公司核心业务，有望在日元汇率企稳后重新回到增长轨道。日本即将面临“2025 断崖”，释放大量离岸外包需求。公司具备多年经验优势积累，积极应用 AI 技术实现供给能力增长与降本增效，叠加收购野村综研子公司带来的积极影响，有望实现对日业务营收与利润双重增长。我们预计该业务 2023-2025 年营收增速为 10%/9%/8%。

国内行业应用软件解决方案业务：政策支持下，中国金融 IT 行业将迎来快速增长。公司将对日经验导入国内，标准化产品毛利率较高，有望应用于更多金融场景，国内业务将持续增长。我们预计该业务 2023-2025 年营收增速均为 15%。

表8：营收预测（单位：亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
对日软件开发服务	5.29	5.50	5.39	5.93	6.46	6.98
YOY	6%	4%	-2%	10%	9%	8%
占比	84%	84%	82%	82%	81%	80%
营业成本	2.78	3.00	3.25	3.56	3.75	3.91
营业成本率	53%	55%	60%	60%	58%	56%
毛利率	47%	45%	40%	40%	42%	44%
国内行业应用软件解决方案	1.01	1.03	1.15	1.33	1.53	1.75
YOY	3%	2%	12%	15%	15%	15%
占比	16%	16%	18%	18%	19%	20%
营业成本	0.51	0.52	0.60	0.70	0.80	0.92
营业成本率	50%	51%	52%	53%	53%	53%
毛利率	50%	49%	48%	48%	48%	48%
收入总计	6.30	6.52	6.54	7.26	7.99	8.73
YOY	6%	4%	0%	11%	10%	9%
成本总计	3.29	3.52	3.85	4.25	4.55	4.83

YOY	0%	7%	9%	10%	7%	6%
毛利率	48%	46%	41%	41%	43%	45%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

投资建议：当前日本软件外包与中国金融 IT 市场均存在增量空间，发展前景广阔。公司已具备多年经验，业务毛利率同业领先，客户资源丰富，叠加 AI 技术应用，业绩有望快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

贸易摩擦风险。公司主要业务都在日本，如果中日贸易摩擦风险加剧，将会影响公司收入增长。

AI 技术发展不及预期。公司已经投入 AI 技术研发，如果研发进程不及预期，将会影响公司业务快速发展。

日元汇率风险。公司营收大多为日元结算，如果日元汇率大幅波动，将会影响公司营收增速。

凌志软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	952	1,117	1,323	1,556	营业总收入	655	726	799	873
货币资金及交易性金融资产	824	999	1,195	1,421	营业成本(含金融类)	385	425	461	497
经营性应收款项	119	64	68	71	税金及附加	3	3	3	3
存货	4	52	57	61	销售费用	28	33	35	37
合同资产	0	0	0	0	管理费用	43	48	54	59
其他流动资产	5	2	2	2	研发费用	64	73	82	92
非流动资产	500	501	506	514	财务费用	18	(13)	(16)	(21)
长期股权投资	108	108	108	108	加:其他收益	13	15	16	23
固定资产及使用权资产	209	214	222	234	投资净收益	7	7	8	9
在建工程	0	6	12	18	公允价值变动	23	0	0	0
无形资产	5	13	22	30	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	23	43	63	营业利润	156	178	203	238
其他非流动资产	176	138	99	60	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,452	1,618	1,828	2,070	利润总额	156	178	203	238
流动负债	95	100	126	153	减:所得税	15	17	19	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	141	161	184	215
经营性应付款项	11	49	53	57	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	4	13	14	15	归属母公司净利润	141	161	184	215
其他流动负债	74	32	53	74	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.40	0.46	0.54
非流动负债	14	14	14	14	EBIT	144	165	187	217
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	159	215	238	270
应付债券	0	0	0	0	收入增长率(%)	0.28	10.85	10.10	9.34
租赁负债	2	2	2	2	归母净利润增长率(%)	(3.29)	14.15	14.04	17.06
其他非流动负债	12	12	12	12					
负债合计	109	114	141	167					
归属母公司股东权益	1,342	1,503	1,687	1,902	毛利率(%)	41.16	41.37	42.24	43.11
少数股东权益	1	1	1	1	归母净利率(%)	21.57	22.21	23.01	24.63
所有者权益合计	1,343	1,504	1,688	1,903					
负债和股东权益	1,452	1,618	1,828	2,070					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	139	198	225	257	每股净资产(元)	3.35	3.76	4.22	4.75
投资活动现金流	0	(43)	(48)	(52)	最新发行在外股份 (百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(87)	20	20	20	ROIC(%)	9.83	10.46	10.54	10.90
现金净增加额	31	175	197	225	ROE-摊薄(%)	10.52	10.72	10.90	11.31
折旧和摊销	15	49	51	53	资产负债率(%)	7.53	7.07	7.70	8.07
资本开支	(10)	(36)	(41)	(46)	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.24	31.74	27.83	23.78
营运资本变动	(4)	53	(3)	(3)	P/B (现价)	3.81	3.40	3.03	2.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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提供。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

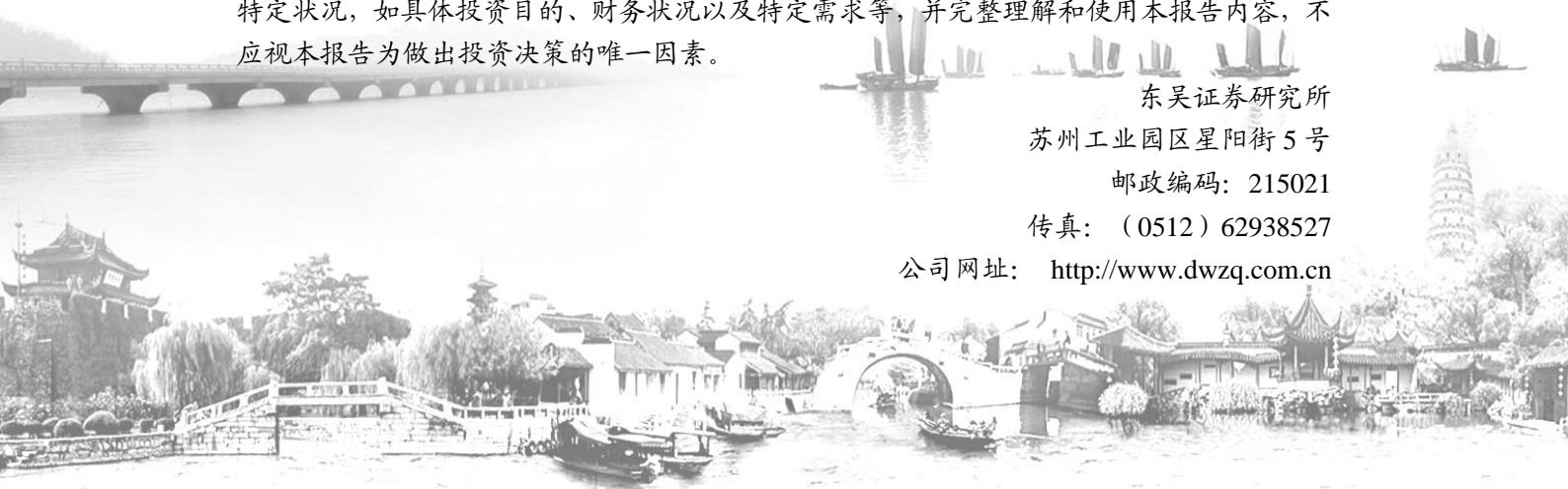
行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>