

# 英方软件 (688435.SH)

## 国内领先的专业第三方数据备份与恢复软件企业

### 核心观点

**专注数据保护和业务连续性方向，处于国内领先地位。** 公司为国内市场少数同时掌握动态文件字节级、数据库语义级和卷层块级复制技术，满足国产信息化关键环节自主、安全、可控的软件厂商之一。依托三大核心底层技术，构造了“容灾+备份+云灾备+大数据”四大数据复制产品系列。公司成立初期主要服务于证券行业；2015年起加大市场开拓力度，向金融、政务、医疗、制造、教育、交通、电信、互联网等领域全面拓展。目前在企业业务连续性及数据复制管理领域处于领先地位。

**营收维持较快增长，研发费用率处于较高水平。** 公司2019年至2022年前三季度分别实现收入1.0/1.3/1.6/1.14亿元，近三年CAGR为36%，22年前三季度同比增34%。实现归母净利润0.18/0.41/0.34/0.06亿元，22年前三季度同比增61%，21年净利润同比减少主要受研发费用增长影响。整体毛利率在85%左右，其中软件产品毛利率达97%，软硬件一体机毛利率65%，软件相关服务毛利率89%。

**产品属性导致客户偏分散，产品技术受信息基础设施厂商认可。** 公司作为第三方数据复制软件企业，已与多家国内知名信息基础设施企业达成战略合作关系，共同推出解决方案。2018年公司与华为云合作发布了混合云灾备解决方案，达到国际灾难恢复标准《SHARE78》能力等级五级，应用于多个境外金融机构的业务系统中。2020年公司作为软件供应商，协助新华三推出了容灾一体机，为该产品提供了备份、容灾和数据副本的相关技术。公司通过商务谈判方式获得的订单金额占比超90%。由于产品主要为软件，通常是IT建设项目的一部分，平均销售金额较小，因此较少通过招投标方式获取订单，客户结构分散。

**数据复制软件市场增速较快，公司持续领跑中国灾备赛道。** 我国灾备行业起步较晚，2021年全球数据备份与恢复市场规模达105.1亿美元，我国仅6.01亿美元，但增速显著快于全球整体水平。根据IDC的最新预测，2026年中国数据备份与恢复市场总体规模有望达12.6-12.7亿美元，其中软件市场5.4亿美元，年复合增速约18%。从市场参与者角度看，过去较长时间内我国灾备行业呈现以国外厂商为主的竞争格局。2021年中国数据复制软件市场规模2.35亿美元，前五大供应商分别为Veritas、DELL、英方软件、Commvault和华为。公司的产品与竞争对手同类产品相比，在主要功能上已达到国外企业同等水平；且已针对多种国产芯片产品、操作系统、数据库、云计算、存储产品等进行适配，取得国内主流供应商的兼容性认证百余项。公司在国内数据备份与恢复软件市场市占率约10%，蝉联1H20-2H21该领域专业灾备厂商份额第一。

**可比公司情况：** 公司主打数据复制产品，竞争对手大多未上市。综合考虑产品应用领域、业务模式等因素，选取网络信息安全行业的北信源、安恒信息、启明星辰作为可比公司。

**风险提示：** 应收账款金额较大发生坏账风险、税收优惠政策调整风险、业务规模较小、行业竞争压力较大风险、市场空间拓展难度较大风险。

### 公司研究 · 新股研究

**证券分析师：黄盈**                      **证券分析师：姜明**  
 021-60893313                              021-60933128  
 huangying4@guosen.com.cn          jiangming2@guosen.com.cn  
 S0980521010003                              S0980521010004

#### 基础数据

发行价	38.66元
发行前股本	6255.3263万股
发行股本	2094.6737万股
发行后股本	8350万股
公司实控人	胡军擎、江俊夫妇
实控人持股比例	发行前46.29%

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况 .....	4
股东结构 .....	4
英方软件：国内第三方数据备份与恢复软件领军企业 .....	4
公司业务： .....	5
营收维持较快增长，研发费用率处于较高水平 .....	5
客户较分散，产品技术受信息基础设施厂商认可 .....	6
行业简析 .....	7
数据复制软件市场增速较快，公司持续领跑中国灾备赛道 .....	7
募投项目 .....	10
可比公司情况 .....	10
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 英方软件产品主要应用领域 .....	4
图 2: 数据复制的三个层级 .....	4
图 3: 公司“容灾、备份、云灾备、大数据”四大数据复制产品系列 .....	4
图 4: 英方软件近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴） .....	6
图 5: 英方软件近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平 .....	6
图 6: 英方软件主营业务收入按项目拆分（百万元） .....	6
图 7: 公司软件产品收入细拆（百万元） .....	6
图 8: 中国数据备份与恢复市场总规模（百万美元） .....	7
图 9: 全球数据备份与恢复市场规模（十亿美元） .....	7
图 10: 中国数据备份与恢复市场规模（以出货价值计算，亿美元） .....	8
图 11: 2021 年下半年全球数据备份与恢复市场头部供应商 .....	8
图 12: 2012-2017 年各季度全球专业数据备份设备主要供应商市占率 .....	8
表 1: 公司四大产品体系与具体软件产品 .....	5
表 2: 22 年上半年公司主要客户 .....	7
表 3: 国内数据备份与恢复市场主要供应商与市场份额排名（仅列示了有市占率数据的企业） .....	9
表 4: 英方软件募投项目 .....	10
表 5: 可比公司财务数据与估值表现（亿元，截至 2023 年 1 月 19 日收盘数据） .....	10

## 公司概况

### 股东结构

公司实际控制人为胡军擎和江俊夫妇，二人合计控制公司 46.29%股份。

### 英方软件：国内第三方数据备份与恢复软件领军企业

公司是专注于数据保护和业务连续性的软件厂商，为客户提供相关软件、软硬件一体机及软件相关服务。依托自主研发的动态文件字节级复制、数据库语义级复制、卷层块级复制三大核心底层技术，构造了“容灾+备份+云灾备+大数据”四大数据复制产品系列。公司成立初期主要服务于证券行业；2015年起加大市场开拓力度，向金融、政务、医疗、制造、教育、交通、电信、互联网等领域全面拓展。

图1：英方软件产品主要应用领域

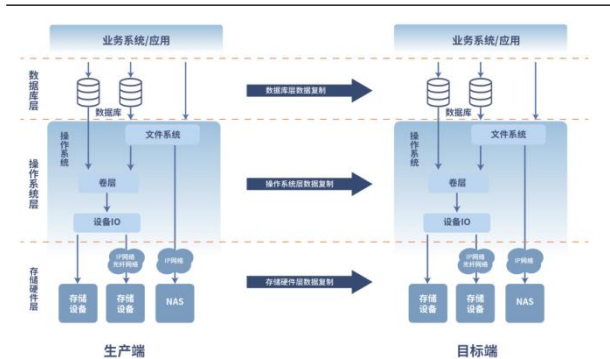


注：级联是指多个对象之间的映射关系，当主动方对象执行操作时，被关联对象（被动方）是否同步执行同一操作。

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

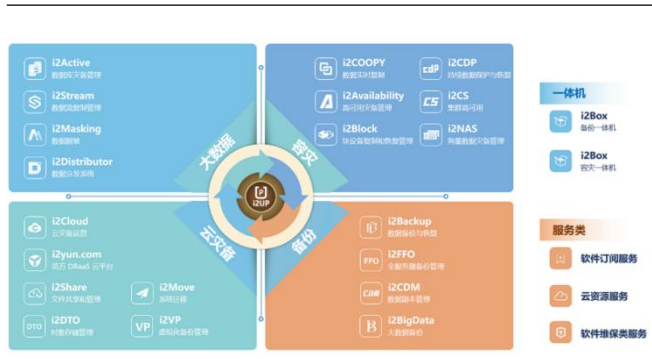
数据复制软件的主要功能是将一组数据从一个数据源拷贝到其它一个或多个数据源。根据数据源在 IT 系统中所处的层级不同，可分为存储硬件层、操作系统层、数据库层数据；复制过程主要包含抓取、传输、复原三个环节。

图2：数据复制的三个层级



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图3：公司“容灾、备份、云灾备、大数据”四大数据复制产品系列



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

数据复制软件的典型应用场景之一为灾难恢复（灾备），提前建立系统化的数据应急方式应对“灾难”，用于保障用户的数据安全和业务连续性。云计算的发展催生了“云灾备”模式，较本地灾备的传输带宽窄且不稳定，对数据复制技术的压缩能力、断点续传能力等提出了更高要求。

表1: 公司四大产品体系与具体软件产品

产品系列	功能	技术基础
<b>一、容灾产品</b>		
<b>保证数据一致性的同时，做到业务快速接管</b>		
1. i2COOPY	字节级数据实时复制服务，是高级别灾难恢复的基础和核心	动态文件字节级复制技术
2. i2Block	块级数据复制服务，支持永久增量复制	卷层块级复制技术
3. i2CDP	数据复制的同时，将数据变化以日志方式记录保存，对病毒感染、人为误操作、硬件故障等导致的数据丢失进行细粒度恢复。可捕捉字节级变化，精度达百万分之一秒，实现数据持续保护	动态文件字节级复制技术
4. i2Availability	数据复制的同时实时监控生产中心相关服务。侦测到异常时，将自动或手动将应用切换到灾备中心服务器上，确保业务连续性	动态文件字节级复制技术
5. i2NAS	为用户提供由 NAS 存储至目标端的数据复制服务，适用于各行业从 NAS 存储设备进行海量数据迁移和同步的场景	
<b>二、大数据产品</b>		
<b>结构化大数据的收集、清洗、转换、分发</b>		
1. i2Active	为数据使用者实时分离出多份数据，用于数据分析、测试、灾备、仿真。毫秒级数据捕捉，较传统 ETL 方式的数据实时性、适应性更强。在金融行业，已逐步替换 OGG、IBM CDC 等国外同类软件。	数据库语义级复制技术
2. i2Stream	面向异构数据库、大数据平台的数据流复制管理软件，具备实时的数据捕获和校验功能	数据库语义级复制技术
3. i2Distributor	将一台主机上的普通文件 or 数据流迅速复制分发到各个节点。传输时带宽占用低、时延小，支持多级分发。适用证券、期货公司	动态文件字节级复制技术
4. i2Masking	用于降低数据的敏感程度，扩大数据的共享和使用范围，是数据复制过程的辅助软件	
<b>三、云灾备产品</b>		
1. i2Cloud	提供云端实时备份服务 + 云灾备资源集中管理，实现不同部门间的数据隔离	
2. i2Move	可在业务不停机的情况下，实现系统和数据实时复制。复制完成后可快速切换系统，由新主机接管业务。适用各行业 IT 业务系统迁移，典型场景为政务云升级改造、银行机房私有云搬迁等	
3. i2Share	企业各类文档的本地 or 云端集中存储管理。可精确识别文件变化，将修改后的文件快速同步至各终端	
4. i2VP	可一次性备份多个虚拟机而无需在所有虚拟机中安装代理软件，备份过程不影响生产系统的运行。支持 VMware、Hyper-v 及 KVM 等虚拟化平台，且兼容新华三 CAS、华为 HCS、浪潮等国产品台	
5. i2yun.com	基于互联网，为用户提供灾备服务的云平台。是公司在现有产品体系的基础上，对 SaaS 业务模式的初步尝试与探索	
<b>四、备份产品</b>		
<b>对数据复制的实时性要求不高。公司在传统功能上增加了跨平台恢复、快速拉起、容灾演练自动化等新功能</b>		
1. i2CDM	可将生产服务器上的操作系统、文件系统、数据库数据实时或定时备份后，在需要时将备份数据分离出多份。	
2. i2FFO	将生产服务器整机备份保存为原文件格式或虚拟机格式文件，在生产服务器故障时，可在虚拟化平台上快速接管，快速重建业务系统	
3. i2Backup	通过调用系统或应用的相关接口进行数据备份和恢复	

资料来源:公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

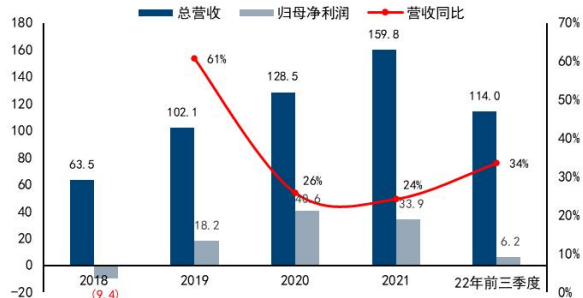
## 公司业务:

### 营收维持较快增长，研发费用率处于较高水平

公司 2019 年至 2022 年前三季度分别实现收入 1.0/1.3/1.6/1.14 亿元，18 至 21 年 CAGR 为 36%，22 年前三季度同比增 34%；由于公司位于上海，1H22 疫情封控使公司与经销商开拓新客户的进展、订单签收验收环节受影响，目前公司已恢复正常经营。实现归母净利润 0.18/0.41/0.34/0.06 亿元，22 年前三季度同比增 61%。

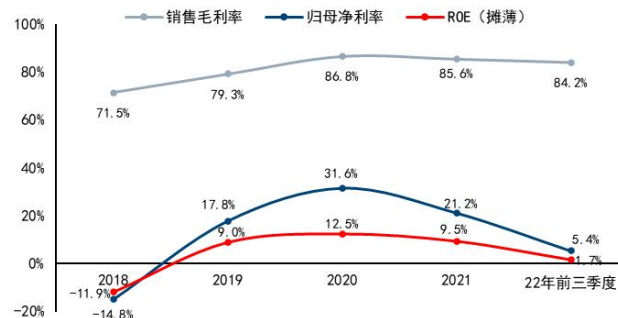
公司研发费用率较高，2018-2021年在30-35%，22年前三季度达42.9%。20/21年研发费用分别为4123万、5665万元，增速为37%，而同期营收增速为24%，导致21年净利润下降。整体毛利率在85%左右，其中软件产品毛利率达97%，软硬件一体机毛利率65%，软件相关服务毛利率89%。

图4：英方软件近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图5：英方软件近期销售毛利率、归母净利润率、摊薄 ROE 水平



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

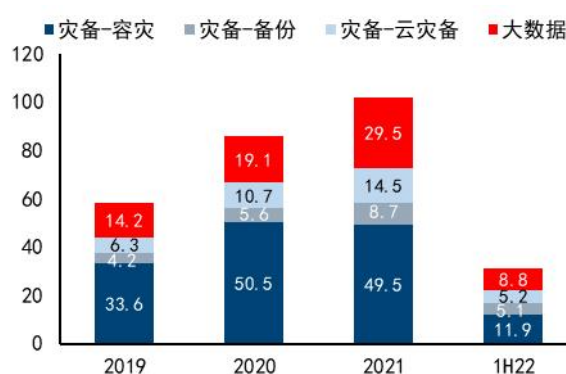
公司的软件产品由管理控制台程序和代理程序两部分组成，通过向客户提供使用授权许可获取收入。在实际运用场景中，控制台仅起到管理作用，可安装在任意服务器中；代理程序需安装在所有进行数据复制的服务器中。软硬件一体机是将软件嵌入到存储服务器硬件后形成的产品，可直接作为复制的目标端使用，主要成本为存储服务器硬件采购成本。软件相关服务主要为迁移、维保、安装实施、定制开发、产品培训等服务。

图6：英方软件主营业务收入按项目拆分（百万元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图7：公司软件产品收入细拆（百万元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

### 客户较分散，产品技术受信息基础设施厂商认可

公司作为第三方数据复制软件企业，已与多家国内知名信息基础设施企业达成战略合作关系，共同推出解决方案。2018年公司与华为云合作发布了混合云灾备解决方案，达到国际灾难恢复标准《SHARE78》能力等级五级，应用于多个境外金融机构的业务系统中。2020年公司作为软件供应商，协助新华三推出了容灾一体机，为该产品提供了备份、容灾和数据副本的相关技术。公司通过商务谈判方式获得的订单金额占比超90%。由于产品主要为软件，通常是IT建设项目的一部分，平均销售金额较小，因此较少通过招投标方式获取订单，客户结构分散。

表2: 22年上半年公司主要客户

序号	客户名	金额(万元)	占比	销售内容
1	华为技术有限公司(合并)	343.24	6.11%	软件产品、云资源返利、维保服务等
2	中国移动通信集团(合并)	308.88	5.50%	软件产品、迁移服务等
3	海通证券股份有限公司	265.47	4.73%	软件产品
4	兴业证券股份有限公司	223.51	3.98%	软件产品、维保服务等
5	郑州大璇智能科技有限公司	219.71	3.91%	软件产品、软硬件一体机等
合计		1360.80	24.23%	

资料来源:公司招股意向书,国信证券经济研究所整理

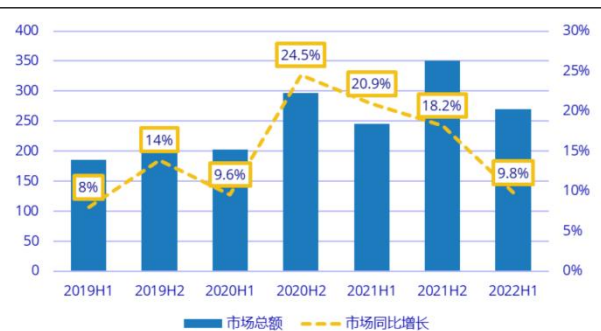
## 行业简析

### 数据复制软件市场增速较快,公司持续领跑中国灾备赛道

根据 IDC 发布的《中国数据备份与恢复系统市场跟踪报告》,在企业数据量加速增长、网络安全等级保护 2.0 的推出和异构环境带来的数据保护问题背景下,对关键数据系统进行保护和恢复,是当前数字经济发展和数字化转型的保障。《网络安全法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》等为基础的多项政策法规逐步落地,对未来几年数据复制与保护市场产生积极影响。客户要求数据管理方案能够辅助其数字化转型进程,同时满足合规,为市场发展带来了新的挑战和机遇。分行业看,金融、制造、运输业对增长贡献最大。

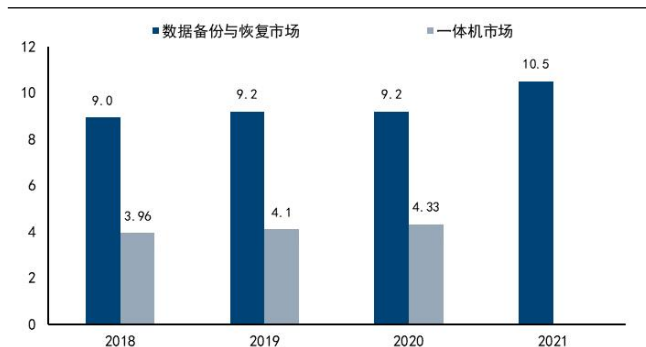
发达国家在 1980 年代已经开始发展灾备, IDC 的跟踪报告显示 2021 年全球数据备份与恢复市场规模达 105.1 亿美元。我国灾备行业起步于 21 世纪初期,因此 21 年中国市场规模仅 6.01 亿美元,但过去增速显著快于全球整体水平。

图8: 中国数据备份与恢复市场总规模(百万美元)



资料来源: IDC 中国, 1991T, 国信证券经济研究所整理

图9: 全球数据备份与恢复市场规模(十亿美元)



资料来源: IDC, Veeam 公司官网, 国信证券经济研究所整理

1H22 中国数据备份与恢复市场总体规模达 2.7 亿美元, 同比增长 9.8%, 主要由备份一体机与纯软件两类产品组成。1H22 我国纯软件市场规模为 1.27 亿美元, 同比增长 15.6%。根据 IDC 的最新预测, 2026 年中国数据备份与恢复市场总体规模有望达 12.6-12.7 亿美元, 其中软件市场 5.4 亿美元, 年复合增速约 18%。仅从市场规模看, 备份一体机在国内更受欢迎, 因为用户侧软、硬件分开采购招标难度较大, 流程也更为复杂, 一体机可更好地适应客户需求。从内涵看来, 一体机包含硬件服务器、操作系统、容灾备份软件和存储空间, 属于以硬件形式为客户提供软件, 降低了与客户的沟通成本与交付难度。目前各行业中政府、金融、电信、电网部署程度最高, 合计市场份额占国内备份一体机市场的 65%。

图10: 中国数据备份与恢复市场规模（以出货价值计算，亿美元）



资料来源：IDC 中国，国信证券经济研究所整理

从市场参与者角度看，由于我国灾备行业整体起步较晚，在过去较长时间内，我国灾备行业呈现以国外厂商为主的竞争格局。近年来，国内灾备厂商凭借持续地研发投入和技术积累，结合对国内用户需求的较深理解，开始在国内灾备市场占有一定的市场份额，涌现出华为、鼎甲、爱数科技、英方软件等企业。但仍少有国内企业，尤其在系统软件类产品上，能进入高等级灾备领域。

全球数据备份与恢复市场前五大供应商戴尔、Veeam、Veritas、IBM、Commvault 占据全球近 50% 市场份额。目前国内数据复制软件行业呈现以国外公司为主及以硬件存储厂商为主的格局，2021 年市场规模 2.35 亿美元，前五大供应商分别为 Veritas、DELL、英方软件、Commvault 和华为，市占率合计为 56.1%。

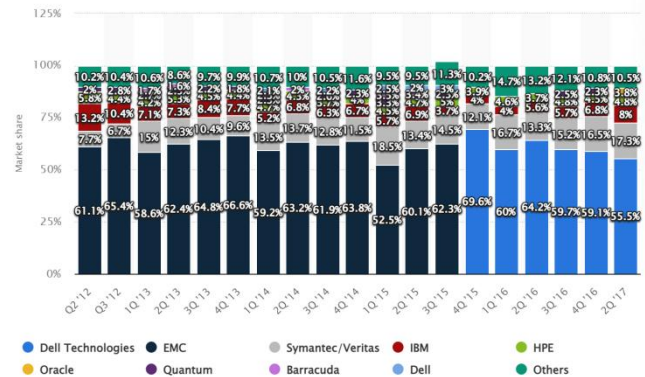
图11: 2021 下半年全球数据备份与恢复市场头部供应商

Rank	Company	Vendor Revenue (US Dollar, M)	Sequential Growth %	YoY Growth %	Market Share
T1*	Dell Technologies	665.46	+1.2%	-10.9%	12.0%
T1*	Veeam	647.17	+11.3%	+14.8%	11.7%
3	Veritas	541.47	+2.8%	+0.5%	9.8%
4	IBM	472.77	+24.8%	-3.0%	8.6%
5	Commvault	346.87	-0.8%	+2.1%	6.3%
Others	2,849.90	+4.5%	+7.5%	51.6%	
Market Average	N/A	+5.8%	+3.7%		

*\*IDC declares a statistical tie in the worldwide software market when there is a difference of 0.5 percentage point or less in vendor revenue market share among two or more vendors.*

资料来源：IDC, VEEAM, 国信证券经济研究所整理

图12: 2012-2017 年各季度全球专业数据备份设备主要供应商市占率



资料来源：Statista, 国信证券经济研究所整理

英方软件在金融行业，特别是在中国东部的证券及银行市场影响力广泛，该领域竞争对手仍以国外企业为主。公司已完成 23 款操作系统、46 款数据库、4 个存储平台、45 个虚拟化云平台、83 个芯片服务器硬件，共 200 多个软硬件型号产品的国产化兼容性适配。据 IDC 统计，公司在国内数据备份与恢复软件市场市占率约 10%，蝉联 1H20-2H21 该领域专业灾备厂商份额第一。



表3: 国内数据备份与恢复市场主要供应商与市场份额排名 (仅列示了有市占率数据的企业)

综合市占率	2018 全年	1H19	2019 全年	1H20	2H20	1H21	2021 全年	1H22
No. 1	19.4%	19.4%	18.8%			12.4%	14.2%	13.9%
No. 2	15.1%	12.9%	14.7%			VERITAS	10.0%	12.0%
No. 3	11.1%	11.4%	9.5%			11.0%	9.4%	10.5%
No. 4			9.5%				9.3%	9.1%
No. 5			9.3%				9.1%	7.7%
No. 6							7.5%	6.8%

一体机市占率	2018 全年	1H19	2019 全年	1H20	2H20	1H21	2021 全年	1H22
No. 1	16.8%	15.7%		13.3%		14.7%		
No. 2	15.0%	11.2%		12.9%		11.7%	12.2%	13.2%
No. 3	14.9%			10.4%		戴尔		
No. 4	10.6%			10.0%				
No. 5	7.6%			8.6%				
No. 6	6.2%			8.2%				
No. 7	5.9%			7.7%				
No. 8	3.7%			6.3%				

纯软件市占率	2018 全年	1H19	2019 全年	1H20	2H20	1H21	2021 全年	1H22
No. 1		23.3%		15.6%	15.8%	16.0%	16.0%	
No. 2		17.0%		12.7%	13.1%	11.9%	13.1%	
No. 3		IBM		10.4%	11.1%	9.7%	10.2%	
No. 4		爱数科技		9.7%	10.6%	8.7%	8.5%	
No. 5				8.2%	7.3%	7.8%	8.3%	
No. 6				7.3%		5.4%	6.2%	
No. 7				4.5%				

资料来源: IDC 中国, 国信证券经济研究所整理

衡量灾备系统性能的两个主要指标是 RPO 和 RT0。RPO 指业务系统所能容忍的数据丢失量, RT0 指用户业务系统所能容忍的业务停止服务的最长时间。目前我国的《信息系统灾难恢复规范》(GB/T20988-2007)中定义了六个等级的灾难恢复能力, 等级越高, 恢复所需时间越短、数据丢失量越少(即 RT0、RPO 越短)。目前灾备等级建设正向 RT0 分钟级、RPO=0 的方向发展。

公司的产品与竞争对手同类产品相比, 在主要功能上已达到国外企业同等水平。灾备产品在数据复制颗粒度、远距离传输、对云环境的支持、对生产系统的影响方面具有优势; 大数据产品在数据装载模式、数据对比修复功能上具有优势, 且拥有可视化的控制台, 操作便捷。

## 募投项目

本次 IPO，公司计划募集资金 5.74 亿元投入 4 个建设项目。

1. 行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件升级项目：租赁新办公场所、购置先进的研发设备和研发软件，引进一批高端研发人才，对公司现有的 i2UP、i2Active、i2Stream、i2COOPY、i2CDP 等行业数据安全及业务连续性和大数据软件产品进行全面升级。
2. 云数据管理解决方案建设项目：项目包括云灾备技术升级、云平台数据保护技术升级、数据安全治理技术研发三部分。通过租赁办公场地，购置相关服务器等硬件设备和研发测试软件，搭建私有云平台等网络设施，租赁云主机和云存储等公有云资源，引进相关研发人才，对公司云数据管理解决方案相关产品进行研发拓展。有利于实现公司云灾备产品在下游客户中的深入渗透。
3. 研发中心建设项目：在上海的租赁办公场地开展。通过对现有研发中心进行升级改造和建设新的研发中心，引进行业专业人才，购置先进的研发相关软硬件设施，进一步优化公司的研发环节，夯实公司的研发能力。
4. 营销网络升级项目：对公司现有的 30 个营销网点进行全面升级建设，并在国内的珠海、香港，以及国外的日本和新加坡增设营销网点。

表4: 英方软件募投项目

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设周期
1	行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件升级项目	24609.65	24609.65	3 年
2	云数据管理解决方案建设项目	14007.56	14007.56	3 年
3	研发中心升级项目	11913.87	11913.87	3 年
4	营销网络升级项目	6913.46	6913.46	2 年
<b>合计</b>		<b>57444.54</b>	<b>57444.54</b>	

资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

## 可比公司情况

公司所属证监会行业为“软件和信息技术服务业（I65）”，主打数据复制产品，竞争对手除 IBM、Oracle、Commvault 外均未上市。综合考虑产品应用领域、业务模式以及财务数据信息可获得性等因素，选取北信源、安恒信息、启明星辰作为可比公司。三家公司均属于网络信息安全行业，但从产品类型与结构上与公司有一定区别。

截至 2023 年 1 月 19 日，可比公司 2021 年平均静态市销率为 8.28 倍。

表5: 可比公司财务数据与估值表现 (亿元, 截至 2023 年 1 月 19 日收盘数据)

股票代码	公司简称	2021 年 营收	近三年营收 复合增速	2021 年 归母 净利润	近三年归母 复合增速	22 年前三季度 营收	22 年前三季度 归母净利润	静态 PS 2021 (倍)	静态 PS 2022E (倍)	总市值 (亿元)	股价 (元)
300352.SZ	北信源	6.75	5.7%	-4.40	21 年转亏	4.65	0.06	9.73		65.68	4.53
688023.SH	安恒信息	18.20	42.7%	0.14	-43.6%	10.40	-4.57	8.49	6.53	154.49	195.99
002439.SZ	启明星辰	43.86	20.3%	8.62	14.8%	21.68	-2.50	6.62	5.49	290.16	30.46
								<b>8.28</b>			
688435.SH	英方软件	1.60	36.0%	-0.34	19 年扭亏	1.14	0.06	按发行价: 20.2		按发行价: 32.28	发行价: 38.66

资料来源: WIND, 公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理; 注: 静态 PS2022E 采用 WIND 一致预期数据

## 风险提示

风险提示 1：财务上，应收账款金额较大发生坏账风险、税收优惠政策调整风险；

风险提示 2：经营上，业务规模较小、行业竞争压力较大风险、市场空间拓展难度较大风险。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032