

## 汉得信息

# 传统实施份额提升，智能制造和云业务迎来估值和业绩齐升新机遇

2017年09月15日

证券分析师 郝彪

执业证书编号: S0600516030001

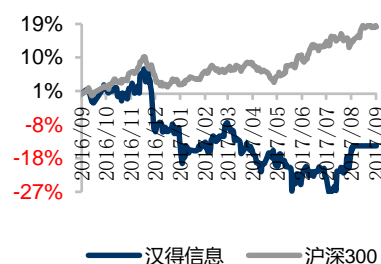
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

买入(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,710	2,360	3,172	4,159
同比(+/-%)	40	38	34	31
净利润(百万元)	241	321	426	563
同比(+/-%)	13	33	32	32
毛利率(%)	38.6	39.7	39.8	39.8
ROE(%)	11.7	13.7	15.6	17.4
每股收益(元)	0.28	0.37	0.50	0.66
P/E	44	32	24	18
P/B	5.1	4.4	3.7	3.2

股价走势



### 投资要点

- **传统 ERP 实施品牌提升，抢占国际厂商份额。**本土实施厂商品牌持续提升，高性价比使得 IBM 等国际厂商受到挤压并战略性退出，汉得信息国内 ERP 实施绝对龙头地位已经确立，份额有望进一步提升。
- **智能制造动力十足，MES 值得期待。**业务升级和技术升级推动制造业转型，在智能制造 2025 政策推动下，未来三十年我国制造业转型动力十足。智能制造自下而上包括设备层、控制层、车间层、企业层、协同层，其中 MES 最为关键，预计 18 年国内 MES 规模有望达到 100 亿元，复合增速 40%。此前产品化程度不高、实施难度大以及市场不成熟导致国内 MES 市场高度分散，随着本土厂商相继发布 MES 产品，在标杆项目落地和国产替代因素推动下，集中度有望快速提升。汉得信息具备横向打通企业信息化系、纵向打通生产周期的优势，随着渗透率提升和应用层次深入，公司 MES 软件和实施有望实现翻倍增长。
- **云转型趋势不可逆转，小而美 SaaS 落地加速。**新技术推动 ERP 向企业管理中前台渗透，云转型趋势已不可逆转。据 Gartner 预测，2016 年-2021 年国内 SaaS 市场有望从 5 亿美元增至 16 亿美元。由于门槛降低推动需求、迭代加快客单价不降反升、实施成本降低改善商业模式、实施厂商咨询价值更大，云转型将为实施厂商带来新发展机遇。目前汉得自有云产品超过 10 个，其中汇联易和云 SRM 发展迅速，2017 年上半年的合同金额均超过 1000 万元，后续更多小而美的 SaaS 产品落地有望加速，同时云运维和增值业务供应链金融等业务开始放量。
- **人均产出拐头向上，2017Q2 确立净利润增长拐点。**公司业务模式决定其营收增长滞后人员增长半年到 1 年左右，智能制造和云业务初步放量推动营收拐点到来，2016 年开始人均营收出现回升。随着前期研发投入的新业务开始放量，公司开始迎来费用拐点。2017 年中报营业利润增速已率先跟上营收增速，后续净利润有望与营收增长同步。
- **盈利预测与投资评级：**预计 17-19 年净利润 3.21/4.26/5.63 亿元，EPS 为 0.37/0.50/0.66 元，现价对应 32/24/18 倍 PE。维持“买入”评级。
- **风险提示：**云和智能制造业务发展不及预期

### 市场数据

收盘价(元)	11.92
一年最低/最高价	9.38/14.30
市净率(倍)	4.71
流通 A 股市值(百万元)	7,830

### 基础数据

每股净资产(元)	2.53
资本负债率(%)	23.93
总股本(百万股)	858
流通 A 股(百万股)	657

### 相关研究

1. 汉得信息:净利润增长拐点确立,企业信息化新周期开启新一轮增长 -20170821
2. 汉得信息:与巨头合作深化生态链价值,静待 17 年中报利润拐点 -20170707
3. 汉得信息:收入维持高增长,业绩拐点进一步确定 -20170427
4. 汉得信息:国产替代助营收增长超预期,业绩拐点或将至 -20170227

## 目录

<b>1 传统软件实施：品牌提升，抢占国际厂商份额</b>	<b>4</b>
1.1 本土 ERP 软件实施第一品牌地位确立	4
1.2 国际竞争厂商战略性退出，公司市场份额将进一步提升	6
1.3 份额提升而非经济回暖推动营收加速，高增长具有可持续性	7
1.4 ERP 运维外包攻城略地	8
<b>2 智能制造动力十足，MES 空间广阔</b>	<b>9</b>
2.1 业务升级和技术升级，信息化推动制造业转型	9
2.2 MES 是智能制造关键环节，国内规模将破百亿	12
2.2.1 MES：智能制造产业链关键环节，18 年规模突破百亿元，未来增速 40%	12
2.2.2 PLM：2016 年中国市场 100 亿元+，未来增速 10-15%	15
2.3 成立智能制造事业部彰显业务重要性，公司 MES 业务有望翻倍增长	18
<b>3 云转型趋势不可逆转，小而美 SaaS 落地加速</b>	<b>19</b>
3.1 ERP 行业边界扩展，新增前中台信息化 SaaS 需求	19
3.2 云转型趋势不可逆转，实施厂商面临新机遇	20
3.3 汇联易+云 SRM 排头先行，小而美 SaaS 产品落地加速	23
3.4 云运维渐成亮点，增值业务供应链金融开始起量	24
<b>4 营收高增长有望持续，2017Q2 净利润增长拐点确立</b>	<b>25</b>
4.1 人均产出迎来拐点，营收高增长有望持续	25
4.2 净利润增长拐点在 2017 中报得到确立	26
<b>5 盈利预测与投资评级</b>	<b>28</b>
5.1 核心假设与盈利预测	28
5.2 估值与评级	29
<b>6 风险提示</b>	<b>29</b>

图表 1: 汉得信息部分行业标杆客户 .....	4
图表 2: 汉得信息与 SAP、Oracle、微软、亚马逊具备深度合作关系 .....	5
图表 5: 汉得信息软件实施市场份额 .....	5
图表 6: 汉得信息营收增速明显快于 SAP 和 Oracle 在亚太区的增速 .....	5
图表 3: 汉得信息、石化盈科、赛意信息营收 (亿元) 及增速 .....	6
图表 4: 汉得信息员工数远超行业第二 .....	6
图表 7: 2011-2016 年 IBM 全球咨询业务营收 (亿美元) .....	7
图表 8: 汉得信息实施业务增速和中国工业企业利润总额累计同比增速 .....	8
图表 9: 中国管理软件市场规模及增速 .....	8
图表 10: ERP 产业包括软件、实施和运维 .....	8
图表 11: 2013-2015 年中国 IT 运维和运维外包市场规模 (亿元) 及增速 .....	9
图表 12: 业务升级和技术升级推动制造业转型 .....	10
图表 13: 各个国家不同的智能制造转型路径 .....	10
图表 14: 中国 GDP (不变价) 当季同比 (%) .....	11
图表 15: 中国工业增加值累计同比 (%) .....	11
图表 16: 中国智能制造三步走战略 .....	11
图表 17: 智能制造系统层级 .....	13
图表 18: MES 的 11 项核心功能 .....	13
图表 19: 中国 MES 市场规模 .....	14
图表 20: 国内 MES 市场竞争格局 .....	15
图表 21: 国内 MES 市场竞争格局 .....	15
图表 22: PLM 涉及数字化所需产品周期的阶段 .....	16
图表 23: 全球 PLM 市场规模 (亿美元) .....	16
图表 24: 全球 PLM 各类规模 (亿美元) 及增速 .....	16
图表 25: 中国总的和主流 PLM 市场规模及增速 (亿美元) .....	17
图表 26: 2015 年中国主流 PLM 的收入构成 .....	17
图表 27: PLM 三类提供商 .....	18
图表 28: 汉得信息智能制造领域最主要的两类竞争对手 .....	18
图表 29: 汉得信息智能制造的两类产品/服务 .....	19
图表 30: ERP 向企业信息化前、中台渗透 .....	20
图表 31: 美国和中国的 SaaS 市场规模 (亿美元) .....	21
图表 32: 四大厂商云业务占营收比例 .....	22
图表 33: 四大厂商云业务营收同比增速 .....	22
图表 34: 云 ERP 产业链 .....	22
图表 35: 实施厂商面临云转型的新机遇 .....	23
图表 36: 汉得信息的云业务 .....	24
图表 37: 汉得信息供应链金融在制造行业的解决方案 .....	25
图表 38: 汉得信息人均营收、人均净利润变化趋势 (万元) .....	26
图表 39: 汉得信息营收和员工数量同比增速 .....	26
图表 40: 汉得信息研发费用, 以及占营收比例 .....	27
图表 41: 汉得信息人均薪酬变化趋势 (万元) .....	27
图表 42: 汉得信息营收、营业利润、利润总额、归母净利润同比增速 (%) .....	28
图表 43: 2017-2019 年汉得信息营业收入预测 (亿元) .....	29
图表 44: 汉得信息营收、营业利润、利润总额、归母净利润同比增速 (%) .....	29

## 1 传统软件实施：品牌提升，抢占国际厂商份额

### 1.1 本土 ERP 软件实施第一品牌地位确立

公司已经累积两千多家优质客户，基本覆盖所有行业。作为成立 20 多年的老牌企业，公司多年深耕以高端 ERP 实施咨询为核心的 IT 咨询服务领域，目前已成功为数千家中国企业及跨国公司提供了全面的企业信息化解决方案，涉及机械、电子、能源电力、汽车、制药、化工、钢铁、高科技、快消、电信、贸易、传媒、房地产、互联网等诸多行业，数千家标杆客户均为各行业的领军企业。庞大的客户资源和深厚的行业经验令后来者难以望其项背。同时，2015 年公司收购上海达美，达美针对 SAP 产品拥有丰富的实施经验，在服装、食品等零售领域的行业优势尤为显著，此次收购进一步巩固了公司国内龙头地位。

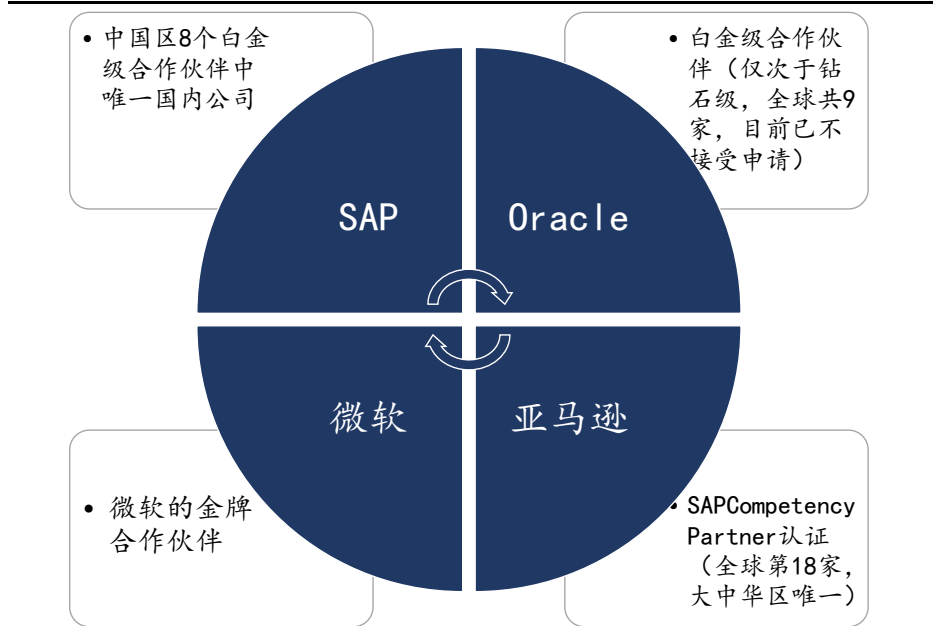
图表 1：汉得信息部分行业标杆客户

装备制造行业	高科技制造行业	汽车行业	服装行业	金融行业	互联网行业	消费行业
中国中车 中航国际 DEC CIMC 中集	HUAWEI ZTE 中兴 coolpad GE Imagination at work SIEMENS Panasonic	NISSAN ROEWE 荣威 CHERY TOYOTA 一汽-大众 福耀玻璃	JACK & JONES LifeWear UNI QLO ONLY	兴业银行 广发银行 中国人寿财险 浦发银行 东方证券	阿里巴巴 Tencent 腾讯 JD 京东 Bai 百度 大众点评 网易 sina 新浪 360 大众点评	百济药业 光明乳业 麦当劳 雪花 华农 蒙牛 STARBUCKS

资料来源：公司官网，东吴证券研究所整理

与 SAP、Oracle、微软、亚马逊等软件厂商巨头达成深度合作，护城壁垒明显。目前，公司与 SAP、Oracle 等厂商达成深度合作，1) **SAP**：SAP 在中国共有 115 个合作伙伴，其中 8 个白金级合作伙伴，31 个黄金级合作伙伴，其余均为银级及以下合作伙伴。汉得信息是 8 个白金级合作伙伴唯一的中国公司，其余白金级合作伙伴分别是埃森哲、源讯、凯捷、惠普、殷智、IBM china、IBM Engineering Technology。2) **Oracle**：Oracle 合作伙伴从高到低分为钻石级、白金级、金牌、银牌、经销商五个等级，其中钻石级全球共有 9 家公司，目前已不接受申请，汉得信息是 Oracle 的白金级合作伙伴。3) **亚马逊**：2017 年 8 月获得 AWS 总部的 SAP Competency Partner 认证(全球第 18 家认证合作伙伴，大中华区唯一一家)。4) **微软**：公司是微软的金牌合作伙伴。与此同时，公司是 SAP、Oracle 在国内最大的 ERP 实施团队，体量上远远领先于第二名(SAP 国内实施团队除了汉得，其余都比较小；Oracle 第二大实施团队赛意信息与公司差距较大)。由于 ERP 实施需要多年行业经验和客户的积累，汉得已完成跨行业扩张，在产生第一梯队后，其它厂商难以望其项背。

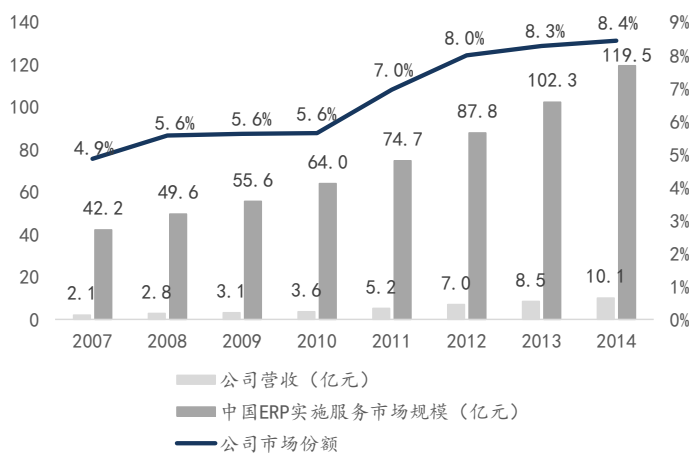
图表 2：汉得信息与 SAP、Oracle、微软、亚马逊具备深度合作关系



资料来源：SAP、Oracle、亚马逊等官网，东吴证券研究所整理

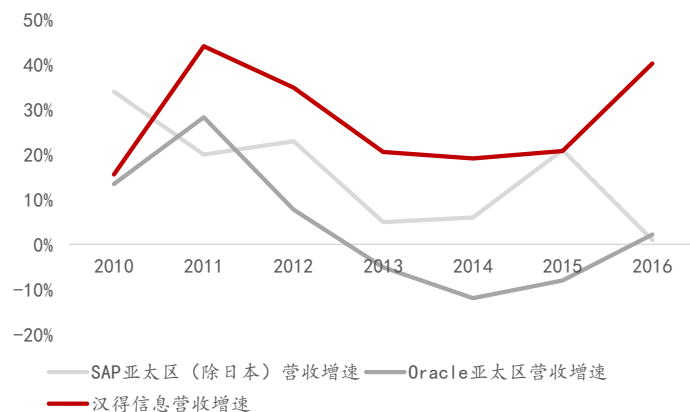
公司占据国内 ERP 实施的市场份额不断提升。根据赛迪顾问数据显示，2014 年我国 ERP 实施服务市场规模 120 亿元，过去几年增速均保持在 15-20%之间；以营收数据为基准，汉得信息的市场份额由 2007 年的 4.9% 上升至 2014 年的 8.4%。2015 和 2016 年，公司营收增速分别为 20.8%、40.3%，若按中国实施服务市场规模 15-20%的增速估算，公司市场份额进一步提高。此外，由于公司软件实施主要是基于 Oracle 和 SAP 两大厂商的产品，通过对比公司营收增速，和 Oracle、SAP 在亚太区的营收增速，可以发现公司实施业务增速明显更快，从一定层面上反映出，公司在国内实施市场份额的提升。

图表 3：汉得信息软件实施市场份额



资料来源：Wind 资讯、赛迪顾问，东吴证券研究所整理

图表 4：汉得信息营收增速明显快于 SAP 和 Oracle 在亚太区的增速

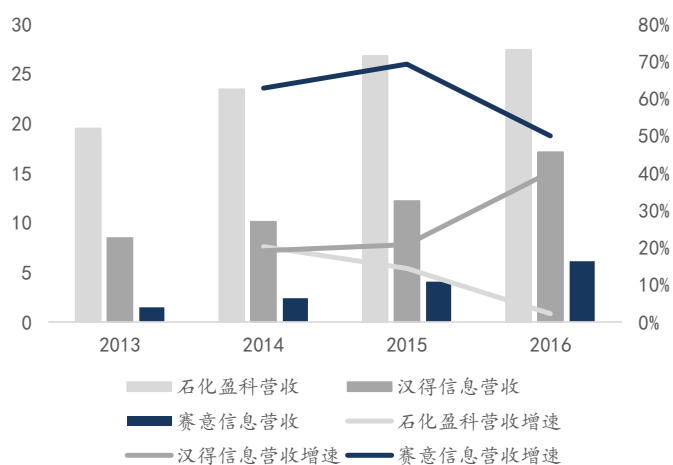


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

本土第一实施品牌地位确立。国内 ERP 实施服务市场主要由国际咨

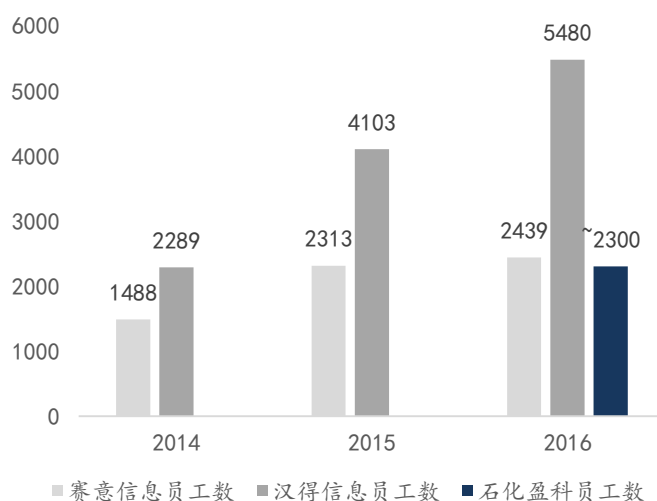
询实施服务商（IBM、埃森哲、凯捷、德勤等）、本土厂商（汉得信息、石化盈科、太极股份、赛意信息等）、外包服务商三类厂商构成，其中以前两者为主。相较于国外厂商，近几年汉得逐步抢夺它们的市场份额。国内厂商方面，行业较大的厂商主要有石化盈科和赛意信息。石化盈科以石化领域的 ERP 咨询实施为主，尽管 2016 年实现营收 27.41 亿元，但过去三年的复合增长率 12.0%，低于公司的 26.4%，并且我们判断石化盈科的营收有较大部分并非来自于实施业务，因为从员工数据看，根据石化盈科官网，现有员工数 2300 余人，远低于汉得信息的近 5500 人。赛意信息 2016 年实现营收 6.12 亿元，员工数近 2500 人，与公司仍有较大差距，汉得信息本土第一实施品牌的地位已经确立。

图表 5：汉得信息、石化盈科、赛意信息营收（亿元）及增速



资料来源：Wind、工信部，东吴证券研究所整理

图表 6：汉得信息员工数远超行业第二

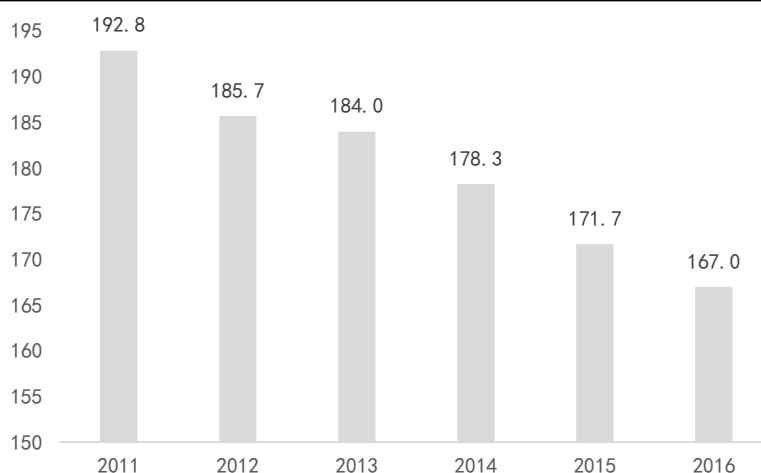


资料来源：Wind、石化盈科官网，东吴证券研究所整理

## 1.2 国际竞争厂商战略性退出，公司市场份额将进一步提升

**IBM、埃森哲等国际竞争厂商战略性退出。**一方面，由于以汉得信息为代表的本土实施品牌崛起，在同等实施结果的情况下，本土实施厂商的成本显著低于国际厂商，以 IBM、埃森哲为代表的国际厂商受到挤压，因此逐步缩减在中国的实施市场投入。另一方面，以 IBM、埃森哲为代表的国际厂商自身的战略转向。2016 年初，IBM 宣布将转型成认知解决方案和云平台公司，营收占比超过 50% 的两大部门，全球业务咨询 GBS 和技术服务 GTS 将转型，其中 GBS 和销售部门 S&D 将整合为 Global Industries，其他部门将整合进 Cognitive Solution 和 Cloud 部门。这意味着，此后 IBM 业务重心会从传统的 IT 咨询服务逐步聚焦到以云计算，大数据分析，移动社交，安全等新技术领域。从 IBM 财报数据可以看出，业务咨询 GBS 的收入已从 2011 年最高的 192.84 亿美元逐步下降至 2016 年 167 亿美元。埃森哲则加大力度向数字营销转型，相继收购澳大利亚规模数字服务机构 Reactive Media Pty Ltd、中国香港数字服务机构 PacificLink、伦敦创意商店 Karmarama、德国数字化营销公司 SinnerSchrader 等。

图表 7：2011-2016 年 IBM 全球咨询业务营收（亿美元）



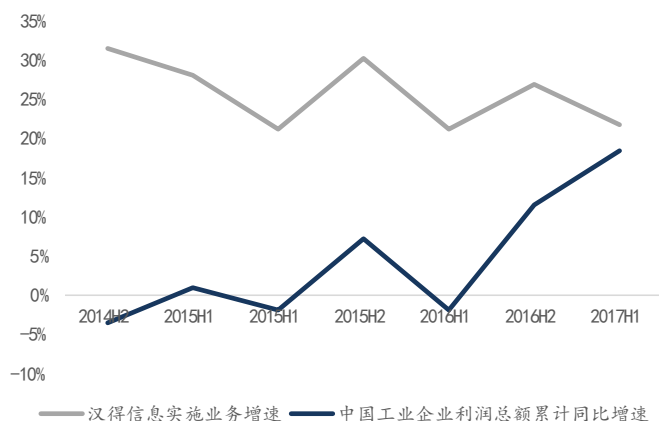
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

公司业务和品牌能力得到认可，逐步夺取国际厂商的市场份额。凭借公司十多年形成的丰富实施服务经验、完善的人才培养和团队建设能力，公司实施能力不输于国际厂商，品牌能力得到国内厂商的认可，因此将逐步夺取国际厂商的市场份额。目前，公司是 SAP、Oracle 在国内最大的实施团队，我们预计在国际厂商逐步退出的背景下，后续实施服务比例还有一定的提升空间。

### 1.3 份额提升而非经济回暖推动营收加速，高增长具有可持续性

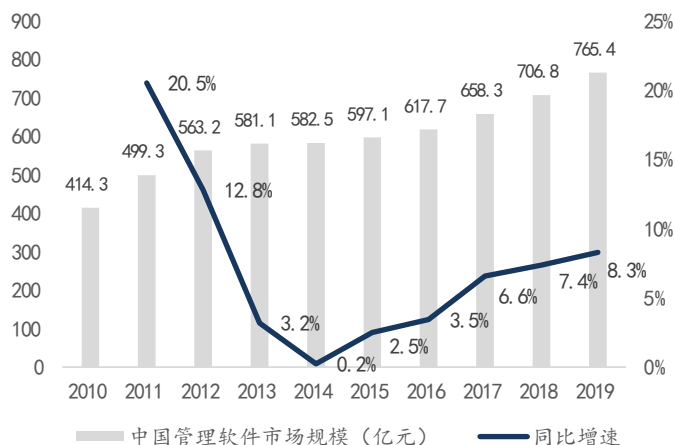
公司营收快速增长更多是抢占国际厂商的市场份额，而非宏观经济带来的行业复苏。一方面，尽管自去年下半年开始，我国宏观经济有一定程度的复苏，以“工业企业利润总额累计同比（季度）”这个指标为例，该指标在多个季度突破 10%+，但汉得信息从去年中报开始收入已经恢复到 30% 以上增长，呈现超前而非滞后特征，同时公司的实施业务的增速却并没有呈现出与其有明显相关性的特征。另一方面，整个 ERP 市场规模并未出现因宏观经济复苏带来的行业增长，2016 年中国管理软件市场规模 617.7 亿元（ERP 占管理软件的比例超过一半），同比增速仅 3%，远远低于公司自去年下半年以来 30-40% 的营收增速。综上，我们认为，公司 2016 年下半年营收增速开始加速，主要得益于公司品牌提升对国际厂商市场份额的抢夺。由于是品牌提升带来的市场份额增加，高速增长具有更强的持续性。

图表 8: 汉得信息实施业务增速和中国工业企业利润总额累计同比增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所整理

图表 9: 中国管理软件市场规模及增速

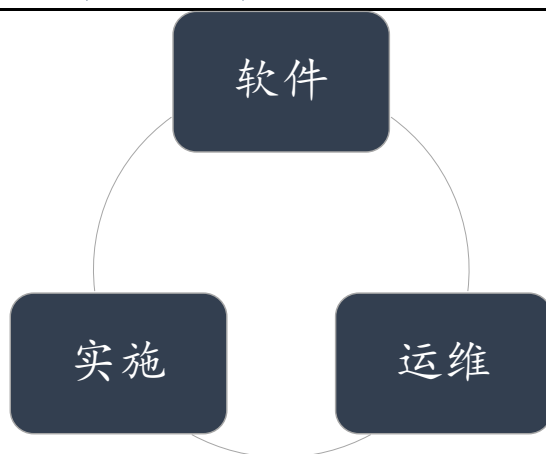


资料来源: 计世资讯, 东吴证券研究所整理

### 1.4 ERP 运维外包攻城略地

专业化运维外包正逐渐成为企业 IT 服务的趋势。随着企业信息化的深入,越来越多的业务依赖于 IT 驱动,这意味着企业对 IT 需求越来越强,因此如何高效运营日益复杂的信息化资产成为企业需要考虑的重要指标。并且,在云计算、虚拟化的大时代下,计算、存储、网络等资源是动态迁移,而非单一、固定的物理设备,企业尤其是中小企业,依靠自身的运维业务,不仅自动化低,人员成本高,而且关键是无法快速响应公司业务需求,基于此,专业化运维外包逐渐成为企业 IT 服务的趋势。以 ERP 为例,通常大中型企业客户在进行了大规模的 ERP 信息化建设后,由于 ERP 系统的专业性和复杂性,这些客户往往需要服务商提供长期高质量的系统运维支持。

图表 10: ERP 产业包括软件、实施和运维



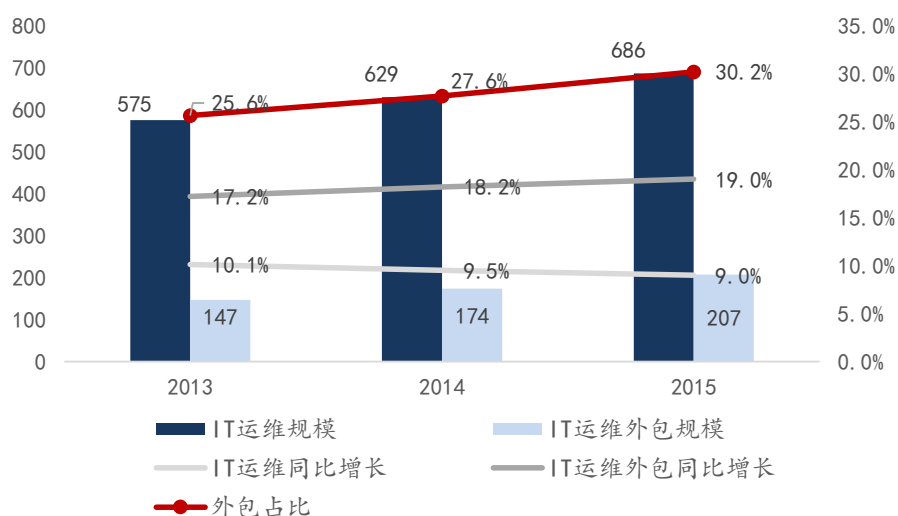
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所整理

IT 运维外包占总运维市场的比例逐步提高。据计世资讯数据显示,2015 年我国 IT 运维外包市场达 207.1 亿元,13-15 年复合增长 18.6%,高



于 13-15 年我国 IT 运维市场的复合增长率 9.3%。其中，运维外包占整个运维市场的比例由 2013 年的 25.6% 增长至 2015 年 30.2%。

图表 11：2013-2015 年中国 IT 运维和运维外包市场规模（亿元）及增速



资料来源：计世资讯，东吴证券研究所整理

**公司先后承接大型厂商运维业务。**一方面，公司凭借在国内 ERP 实施的龙头地位，在运维外包渐成趋势的背景下，切入 ERP 运维业务具有明显的先发优势，另一方面公司运维服务业务范围逐渐延伸到非 ERP 领域，尝试企业信息化整体运维或整体服务外包。目前，公司已经先后承接了华为、华润、蒙牛、美的、移动等公司的部分或整体运维业务。

## 2 智能制造动力十足，MES 空间广阔

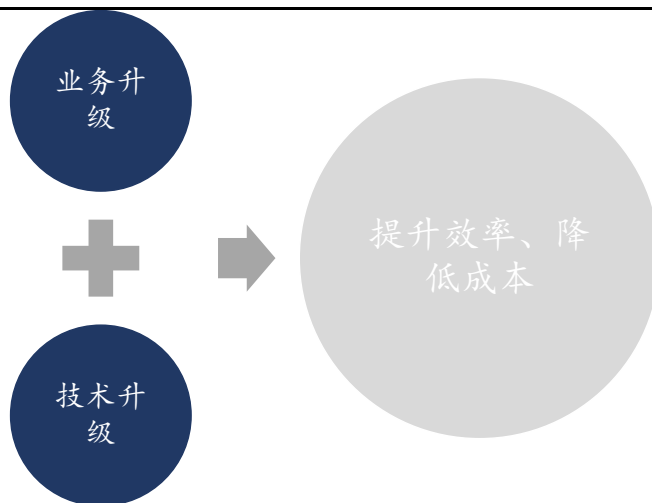
### 2.1 业务升级和技术升级，信息化推动制造业转型

**业务升级实现个性化需求+定制化制造。**自国际金融危机爆发以来，世界各国制造业均面临市场需求萎缩、产值下降等困境，以及客户个性化需求、交货期要求越来越短、低能耗高资源利用率等挑战。这些困境和挑战倒逼着制造业厂商的业务必须进行改造和升级。业务改造和升级目的包括个性化需求和定制化制造，个性化需求，指产品从设计、制造、交付均需要满足客户的不同需求；定制化制造，指企业从产能设计到制造，需要柔性化的生产线支撑，实现多品种产品生产的动态资源配置。

**技术升级使得数据驱动成为可能。**首先，随着智能驱动器和传感器数量激增且日益普及，包括工具、机器、车辆、建筑，甚至原材料等产品均具备了智能特性，所能采集的信息量也在日益剧增。其次，随着移动互联网的不断成熟和电信网速的不断提升，庞大的数据可以以更便捷、经济更实惠的方式进行实时存储和传输。最后，人工智能、云计算技术的大力推进，使得数据从采集、到传输、到分析形成闭环，数据驱动制造成为可能。至此，企业能更深入、更透彻地了解车间的实际运作情况、提高生产效率和灵活性，更加独立自主地交换信息和制定决策，进一步提升现代工厂的自动化水平。在业务和技术同时升级的推动下，制造业可以提升效率、降低

成本，实现转型升级的目标。

图表 12：业务升级和技术升级推动制造业转型



资料来源：东吴证券研究所整理

世界各国纷纷以智能制造作为转型升级的战略核心。2012 年，美国率先提出“先进制造业国家战略计划”，随后德国、日本、英国分别提出“工业 4.0”、“科技工业联盟”、“工业 2050 战略”。2015 年，我国发布制造强国中长期发展战略规划《中国制造 2025》，全面部署推进制造强国战略实施，加快从制造大国向制造强国转变。对比各国关于制造业转型升级的战略规划，尽管各个国家侧重有所不同，如德国侧重物理网络系统 CPS 的应用和生产新业态，美国侧重通过工业互联网实现数据与信息的获取、建模、应用、分析，中国强调工业化和信息化深度融合，但均是以智能制造作为其战略核心，不断推动制造业向数字化、网络化、智能化发展。

图表 13：各个国家不同的智能制造转型路径

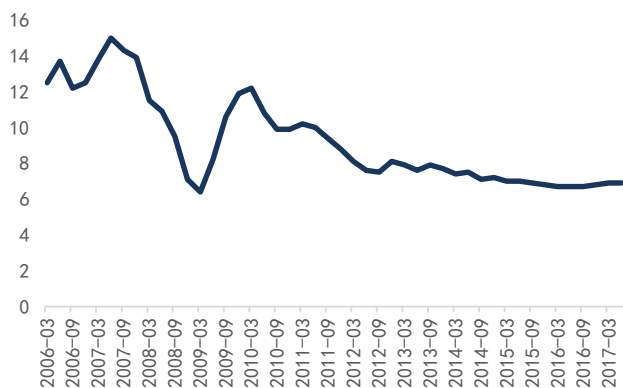


资料来源：《智能制造能力成熟度模型白皮书（1.0）》中国电子技术标准化研究院，东吴证券研究所

**我国经济增长放缓。**随着我国劳动力等生产要素成本不断上升，投资和出口增速明显放缓，主要依靠资源要素投入、规模扩张的粗放发展模式难以为继。并且在我国经济长期处于L型的背景下，今后几年我国总需求低迷和产能过剩并存的格局难以出现根本改变，经济增长不可能像以前那样，一旦回升就会持续上行并接连实现几年高增长。从我国GDP和工业增加值的走势可见一斑，过去两年我国每季GDP（不变价）基本稳定在6.7-7.0%，工业增加值累计同比基本稳定在6.0-7.0%。

图表 14: 中国 GDP（不变价）当季同比 (%)

图表 15: 中国工业增加值累计同比 (%)

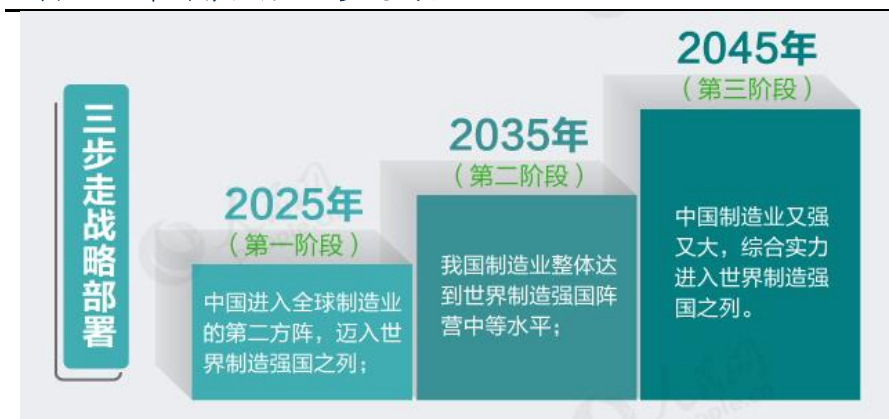


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所整理

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所整理

**我国智能制造未来三十年动力十足。**制造业通过自动化、智能化升级转型才能实现优化资源、降本增效的目标，这是我国制造业应对经济长期L型走势的唯一出路。目前，我国制造业和世界先进国家相比，在自主创新能力、资源利用效率、信息化程度等方面差距依旧明显，在我国经济发展进入新常态的背景下，制造业转型升级和跨越发展的任务紧迫而艰巨。根据《中国制造 2025》，我国将力争通过“三步走”实现制造强国的战略目标，1、力争用十年时间，迈入制造强国行列；2、到 2035 年，我国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平；3、新中国成立一百年时，制造业大国地位更加巩固，综合实力进入世界制造强国前列。因此，我们认为制造业转型升级是我国长期工程，围绕此战略开展的业务将得到政策、产业、资金等多重支持，未来三十年动力十足。

图表 16: 中国智能制造三步走战略



资料来源: 人民日报, 东吴证券研究所整理

## 2.2 MES 是智能制造关键环节，国内规模将破百亿

**智能制造内涵丰富。**从业务角度，智能制造是在制造工业的各个阶段，从智能技术的视角，融合信息、机械、工艺、管理等学科技术，以一种高度柔性性与高度集成的方式，支持产品全生命周期的产品（服务）设计、加工、管理、销售到报废处理的全过程，达到制造业智能增长、包容性增长、可持续发展的目标。从技术角度看，智能制造是制造技术、自动化技术、系统工程与人工智能等学科互相渗透、互相交织而形成的一门综合技术，具体表现为：智能设计、智能加工、机器人操作、智能控制、智能工艺规划、智能调度与管理、智能物流、智能装备、智能检测、智能维护故障诊断等。

### 2.2.1 MES：智能制造产业链关键环节，18 年规模突破百亿元，未来增速 40%

**智能制造产业链，分为设备层、控制层、车间层、企业层、协同层。**根据中国电子技术标准化研究院对智能制造系统的 5 层分级，一定程度可窥见智能制造的产业链情况，主要包括设备层、控制层、车间层、企业层、协同层。**1、设备层：**是制造的物质技术基础，它包括传感器、仪器仪表、条码、射频识别等。**2、控制层：**包括各类控制系统，如可编程逻辑控制器 PLC（一种专用于工业控制的计算机，其硬件结构与微型计算机基本相同）、监视控制与数据采集系统 SCADA（对现场运行设备监视和控制，涉及组态软件、数据传输链路、工业隔离安全网关等）、分布式控制系统 DCS、现场总线控制系统 FCS（将最底层的现场控制器和现场智能仪表设备互连的实时网络控制系统）等。**3、车间层：**面向工厂和车间的生产管理，包括制造执行系统 MES 等，其中 MES 又包括工厂信息管理系统 PIMS、先进控制系统 APC、历史数据库、计划排产、仓储管理等。**4、企业层：**面向企业的经营管理，包括企业资源计划系统 ERP、产品生命周期管理 PLM、供应链管理系统 SCM、客户关系管理系统 CRM 等。**5、协同层：**体现企业之间的协作过程，它是由产业链上不同企业通过互联网进行全方位的协同和信息分享，实现协同研发、智能生产、精准物流和智能服务等。

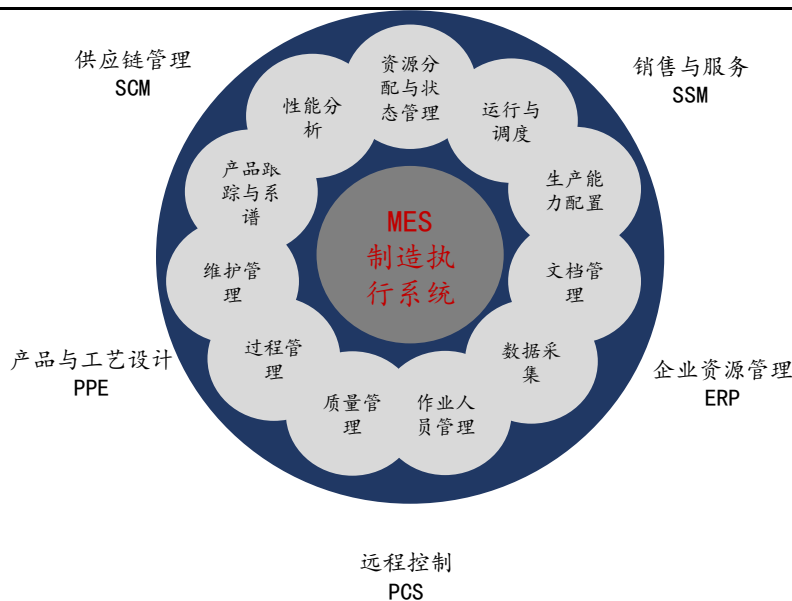
图表 17：智能制造系统层级



资料来源：《智能制造系统架构研究》韦莎，东吴证券研究所整理

制造执行系统MES起到承上启下作用是智能制造的关键环节。MES作为位于上层的企业管理层与下层的工业控制之间的面向车间层的管理信息系统，它为操作人员/管理人员提供计划的执行、跟踪以及所有资源（人、设备、物料、客户需求等）的当前状态，将车间作业现场控制的各种工具（包括数据采集器、条形码、各种计量及检测仪器等）联系起来，是对ERP在生产现场的细化，因此是智能制造的关键环节。

图表 18：MES 的 11 项核心功能

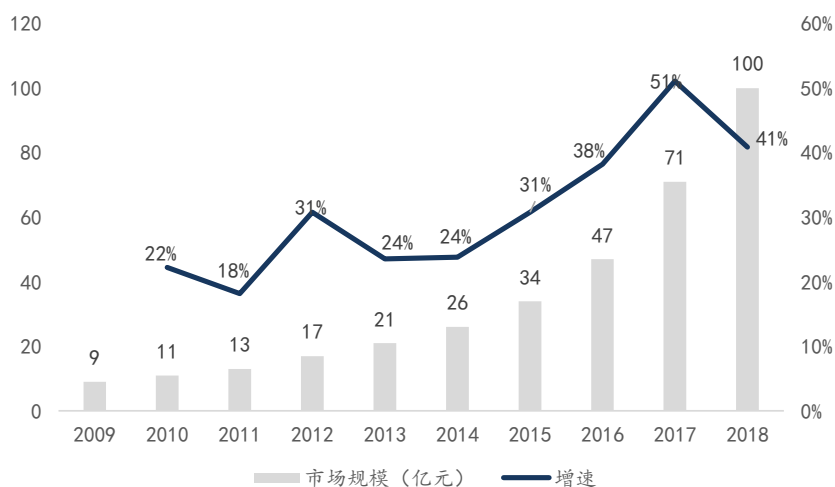


资料来源：《企业互联网，腾云驾雾登高望远》邬贺铨，东吴证券研究所

我国 MES 2018 年市场规模有望突破百亿元，未来年复合增速约 40%。

根据 MarketsandMarkets 数据显示，2015 年全球 MES 市场规模 76 亿美元，预计到 2020 年规模增长至 186 亿美元，年复合增速 13.6%。根据同济大学沈斌教授在“第十二届中国制造业 MES 应用年会”的题为《工业 4.0 与 MES 的发展》的演讲，2014 年全球 MES 行业市场规模约为 416 亿元，过去 5 年保持年均 21.65% 的高速增长，到 2020 年，MES 行业市场规模有望达到 931 亿元，未来保持年均 18% 的复合增速。而 MES 在中国的需求更为旺盛，2014 年我国 MES 行业市场规模约为 26 亿元，同比增长 25%，预计到 2018 年市场规模将达到 100 亿元，未来平均增幅保持在 40% 左右，远高于国际市场增速，这主要得益于国内较大的工业自动化改造实践。

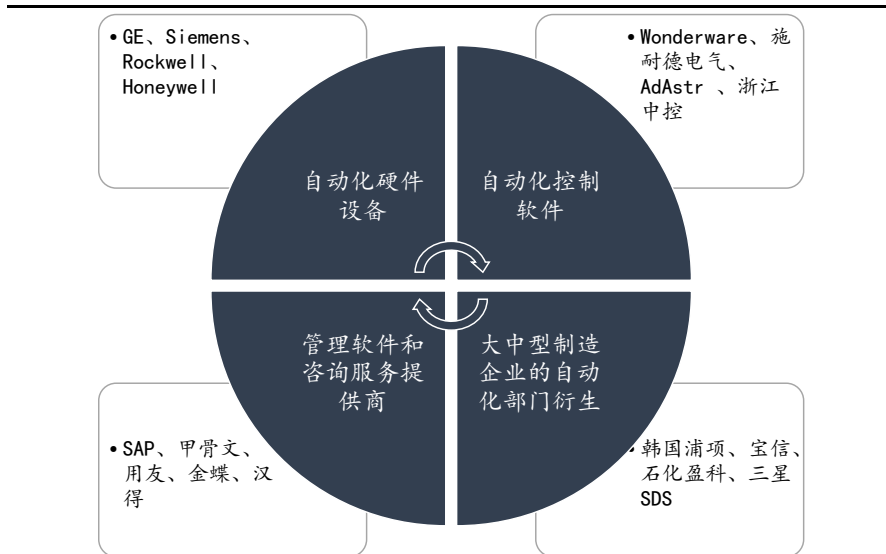
图表 19：中国 MES 市场规模



资料来源：《工业 4.0 与 MES 的发展》沈斌，东吴证券研究所整理

国内外厂商切入 MES 的路径有所不同。MES 厂商主要有四类构成，**1、自动化硬件设备**：由于从底层自动化硬件设备向上层 MES 领域扩展具有先天的优势，因此目前较大的 MES 厂商均来自于此，以 GE、Siemens、Rockwell、Honeywell 等跨国企业为主。**2、自动化控制软件**：在 SCADA、HMI 等自动控制软件的基础上发展起来的，代表企业有 Wonderware、施耐德电气（原悉雅特）、AdAstr 和国内的浙江中控等。**3、管理软件和咨询服务提供商**：随着市场成熟和规模扩大，传统从事管理软件和咨询服务的提供商纷纷向下拓展至 MES 领域，代表企业国外的 SAP、Oracle，国内的用友网络、金蝶国际、汉得信息等。**4、大中型制造企业的自动化部门衍生**：由传统制造业务自动化部门衍生出来，聚焦于某类行业 MES 是该类厂商特点，如三星 SDS 专注于半导体行业的 MES，宝信软件专注于钢铁行业的 MES。整体上，国外 MES 巨头主要从底层的自动化硬件设备和自动化控制软件向上拓展，国内 MES 厂商更多是从上层的管理软件向下延伸。

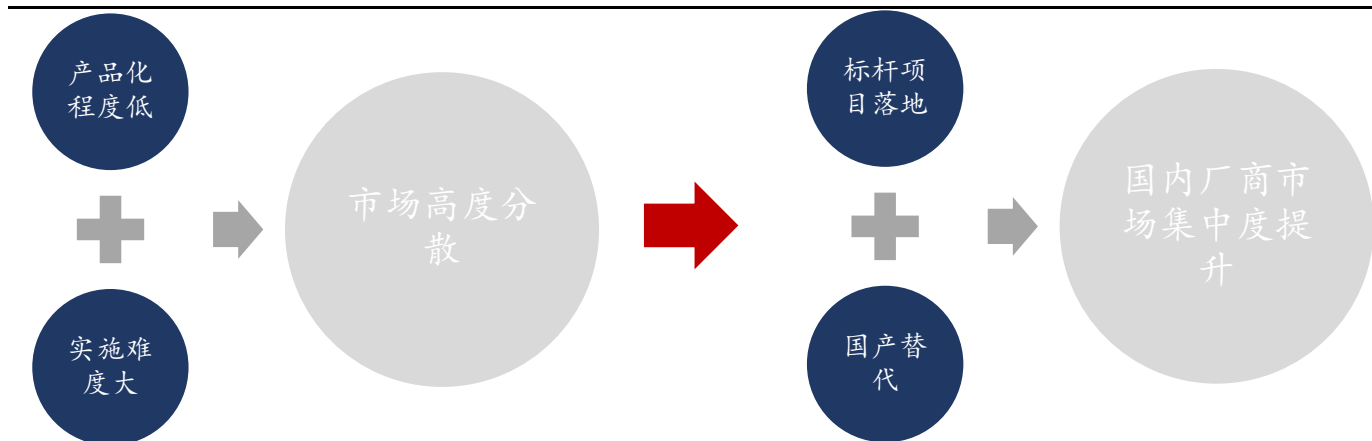
图表 20：国内 MES 市场竞争格局



资料来源：e-works Research，东吴证券研究所整理

标杆项目落地+国产替代机遇推动下国内 MES 厂商集中度提升。由于 MES 系统需要下沉至企业具体生产层，一方面各个企业的个性化程度都非常高，需要大量定制开发，产品化程度不高，更多依赖于实施厂商，再加上国内市场成熟度较低，导致市场高度分散。未来，我们认为，随着国内龙头公司（汉得、用友、金蝶等）的 MES 解决方案在大型制造业厂商的标杆项目相继落地（如汉得信息和福耀玻璃、用友和江铃汽车等），同时在国产替代的因素推动下，我国 MES 厂商集中度有望快速提升。

图表 21：国内 MES 市场竞争格局



资料来源：东吴证券研究所整理

### 2.2.2 PLM：2016 年中国市场 100 亿元+，未来增速 10-15%

PLM 贯穿产品从创建、管理、传播和应用的全生命周期。根据 CIMdata 的定义，PLM（Product Lifecycle Management，产品全生命周期管理）是应用一系列业务解决方案来支持在企业内和企业间协同创建、管理、传播和应用贯穿整个产品生命周期的产品定义信息，并集成人、流程、业务系统和产品信息的一种战略业务方法。

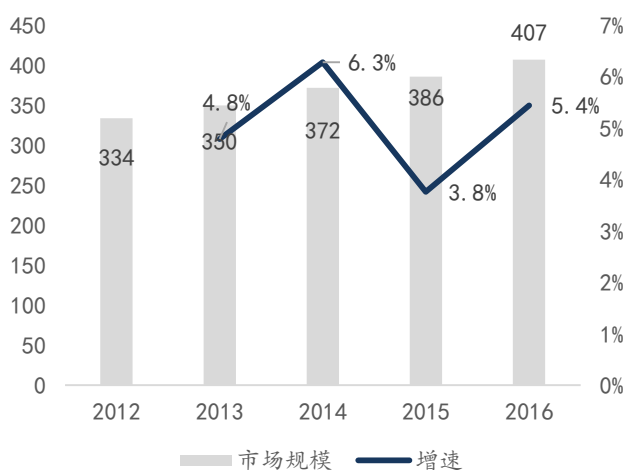
图表 22: PLM 涉及数字化所需产品周期的阶段



资料来源: e-works, 东吴证券研究所

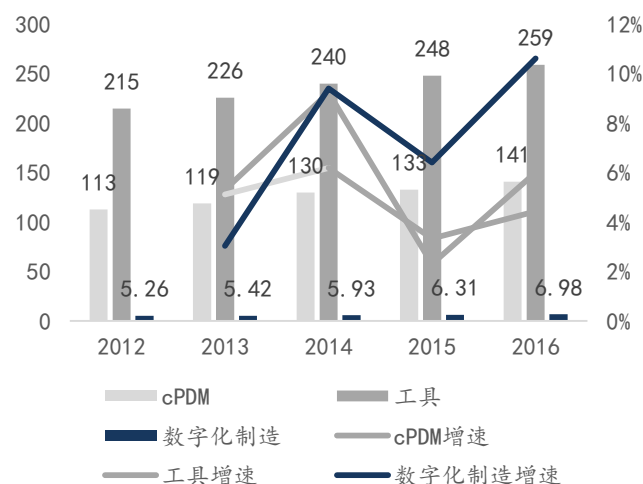
全球 PLM 市场保持平稳增长, 2016 年规模达 407 亿美元。PLM 可以分成三大类: 协同产品定义管理 cPDM、工具(包括计算机辅助工程 CAE, 计算机辅助设计 CAD, 计算机辅助工艺过程设计 CAPP, 以及计算机辅助制造 CAM)、数字化制造(用于计划和模拟整个制造过程)。据 CIMdata 数据, 2016 年全球 PLM 市场总体增长为 5.2%, 达到 407 亿美元; 其中, cPDM 市场增长 6.4%, 达到 141 亿美元; 工具市场增长 4.5%, 达到 259 亿美元; 数字化制造市场增长 10.3%, 达到 6.98 亿美元。未来全球 PLM 的增长速度有望仍保持 4-8% 的区间内。

图表 23: 全球 PLM 市场规模 (亿美元)



资料来源: CIMdata, 东吴证券研究所整理

图表 24: 全球 PLM 各类规模 (亿美元) 及增速



资料来源: CIMdata, 东吴证券研究所整理

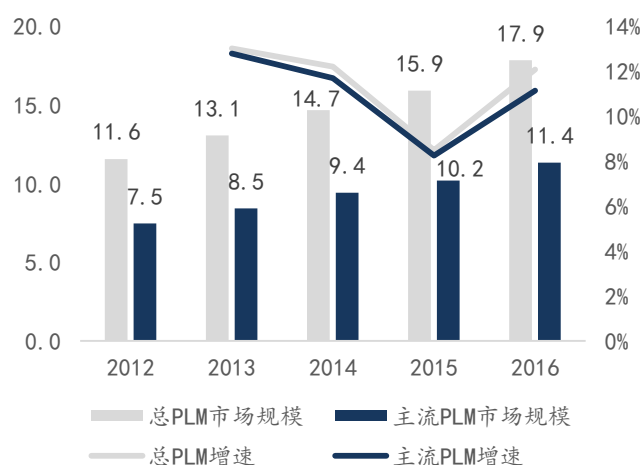
2016 年中国 PLM 市场 17.87 亿美元, 未来增速保持在 10-15% 之间。根据 CIMdata 数据显示, 2016 年, 我国总的 PLM 市场达到 17.87 亿美元, 同比增长 12.1%; 中国主流 PLM 市场规模达 11.36 亿美元, 同比增长 11.2%。过去 5 年, 中国总的 PLM 和主流 PLM 市场规模的复合增速分别为 11.5%、



11.0%。根据CIMdata与e-works正式联合权威发布CIMdata 2016中国PLM市场研究报告，预计未来五年（2016-2020），中国PLM市场仍将保持发展势头，预计年均复合增长率预计为11.7%；到2020年中国主流PLM市场将达到17.8亿美元。

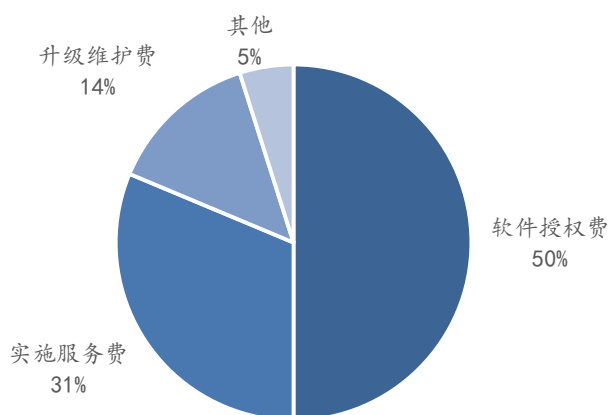
**2015年主流PLM实施服务市场规模3.19亿美元，占比31%。**2015年主流PLM按收入构成分类，软件授权费为5.1亿美元，占整体的50%；其次，实施服务费为3.19亿美元，占整体的31.3%；再次，升级维护费为1.41亿美元，占整体的13.8%；其他含该领域有关的政府支持项目、信息系统集成收入、培训收入、非实施的咨询服务收入等为0.5亿美元，占整体的4.9%。

图表 25: 中国总的和主流 PLM 市场规模及增速 (亿美元)



资料来源：CIMdata，东吴证券研究所整理

图表 26: 2015 年中国主流 PLM 的收入构成



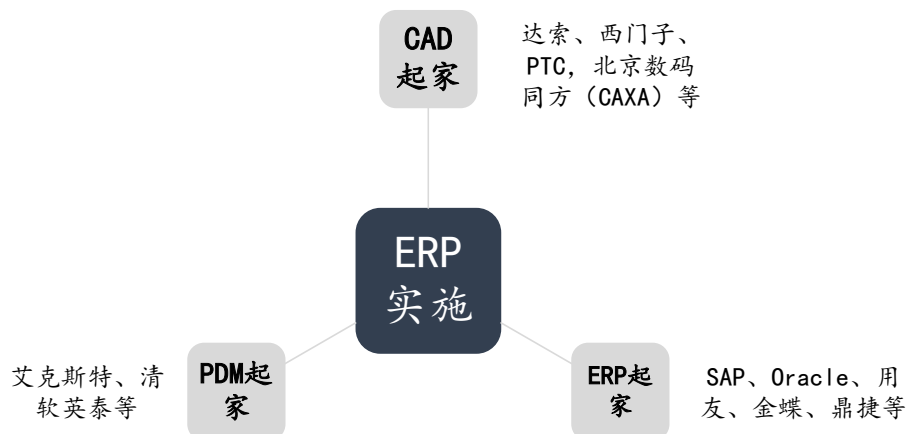
资料来源：CIMdata，东吴证券研究所整理

**PLM 行业渗透率逐渐提升和扩展。**CIMdata 研究报告还表示，中国 PLM 已广泛应用于大中型离散制造业，尤其是航空航天和国防、汽车、装备制造及电子高科技等行业企业，正步入拓展应用和深化应用阶段；钢铁、石化等行业的大型企业开始尝试 PLM 的应用；大型的服装企业、生物制药企业、食品饮料企业已开始关注 PLM 应用，部分企业已开始进行小范围探索应用。

**ERP 厂商切入 PLM 领域，份额有望提升。**PLM 厂商主要包括三类：  
**1、以 CAD 为主体的供应商**，代表企业为国外的达索、西门子、PTC，还有国内的北京数码同方（CAXA）。此类供应商现阶段占据的市场份额最大，由于从软件工具起家，因此管理数据能力是其优势，但缺点是生产和设计非一体化。  
**2、以 PDM 为主体的供应商**，如艾克斯特、清软英泰等。该类厂商只专注于 PDM 领域，能够更好抓住需求特点，缺陷在于不提供 CAD 等技术，不具备与企业其他管理软件系统整合集成的优势，竞争力相对不足。  
**3、以 PLM+ERP 信息化整体解决方案提供商**，如 SAP、Oracle、用友、金蝶、鼎捷。此类厂商基本以 ERP 起家，通过收购的方式进入 PLM 领域，如 Oracle 收购 Agile，用友收购重庆迈特，金蝶广州普维等。由于 PLM 与 ERP 结合更加易于企业信息化建设的实施和扩展，后续该类厂商

的市场份额有望得到提升。

图表 27: PLM 三类提供商

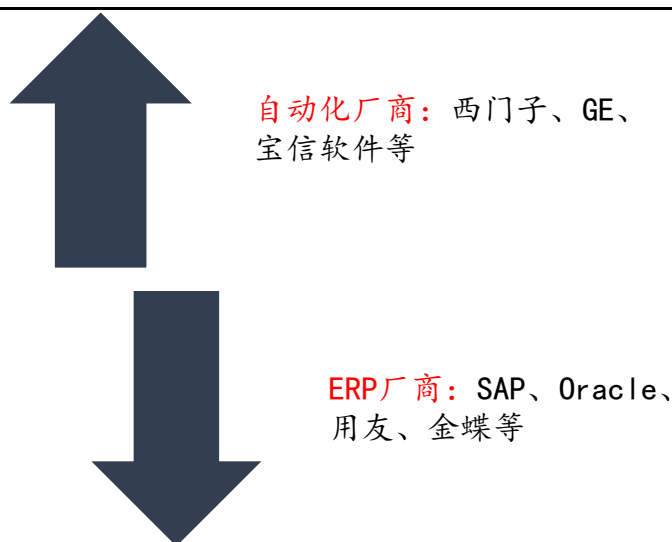


资料来源: 东吴证券研究所整理

### 2.3 成立智能制造事业部彰显业务重要性, 公司 MES 业务有望翻倍增长

公司具备打通横向和纵向的核心竞争力, 优势明显。目前, 公司 MES 的竞争对手主要有两类, 1、自上而下由 ERP 领域进入 MES 的厂商 (Oracle、SAP、用友、金蝶等); 2、自下而上由工业自动化进入 MES 的厂商 (西门子、GE、宝信软件等)。我们认为, 由于智能制造解决方案涉及到多个系统, 不仅需要横向打通包括 SCM、ERP、CRM 等系统, 还需要纵向打通从销售订单、采购订单、生产订单到设备互联, 公司凭借几十年积累的各软件实施能力, 可以提供能同时打通横向和纵向的解决方案, 优势明显。

图表 28: 汉得信息智能制造领域最主要的两类竞争对手



资料来源: 东吴证券研究所整理

成立智能制造事业部, 自研和收购整合奠定智能制造基础。智能制造中 MES、PLM 等软件产业链, 同 ERP 产业较为类似, 主要包括软件和实施两大部分, 实施和软件的体量比例同样在 2:1 左右, 并且智能制造业务的利润率和 ERP 相比, 会稍高一些, 我们预计毛利率在 40-50% 之间。公

公司于 2016 年成立智能制造事业部群，主要包括两部分：**1、制造企业生产执行系统 MES**：公司向客户提供并实施自有 MES 产品，同时也可以帮助客户实施包括西门子、SAP 等在内的其他厂商 MES 产品；**2、产品生命周期管理软件 PLM**：2014 年，公司以 1100 万收购欧俊信息 PLM 相关的资产和业务，欧俊信息主要为客户提供西门子 Teamcenter 平台的维护及客户化开发。以此为基础，公司目前 PLM 业务仍主要帮助客户实施包括西门子、SAP 等厂商的 PLM 产品，公司无自有产品。

**图表 29：汉得信息智能制造的两类产品/服务**



资料来源：东吴证券研究所整理

公司单独拆分智能制造彰显业务重要性，预计该板块业务未来增速保持 50%左右。2017 年半年报，公司对主营业务进行重新划分，将智能制造业务从企业信息化业务中单独拆分出来，足以可见智能制造将成为未来公司发展的重要方向之一。我们预计，智能制造业务全年营收有望达 4 亿元，在智能制造 2025 推动下，明后年该板块业务增速有望保持 50%左右。公司近 3000 家核心客户中，超过一半为制造型企业，MES 需求较大。目前 MES 渗透率处于 20%左右，并且较多仍是浅层应用。公司的典型客户，包括海立集团、福耀玻璃、美克美家等。随着渗透率的提升和应用层次的深入，MES 在未来几年将实现翻倍增长，远远高于 40%市场增速。

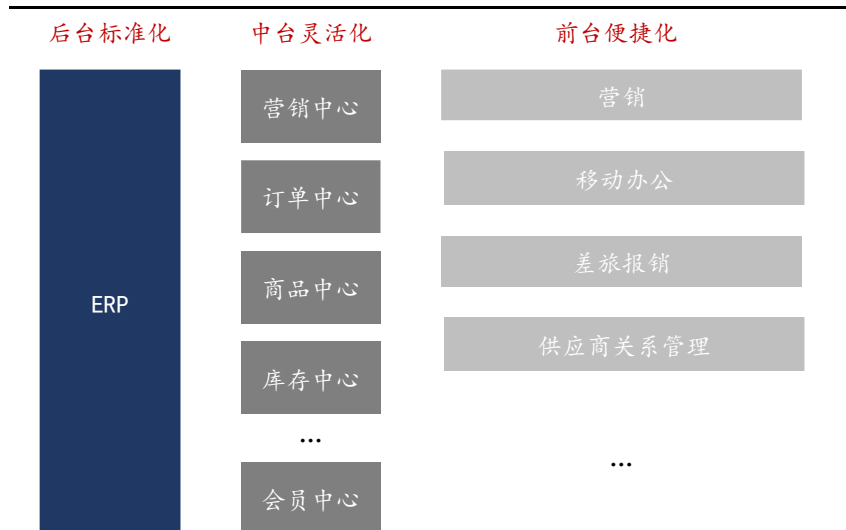
### 3 云转型趋势不可逆转，小而美 SaaS 落地加速

#### 3.1 ERP 行业边界扩展，新增前中台信息化 SaaS 需求

**移动互联催生 ERP 向企业信息化前台和中台渗透。**经过多年的产品发展和企业投入，传统 ERP 软件已形成了一个庞大而稳定的企业后台信息化服务系统，通过信息化手段强化对企业后台的业务支持能力和管理效率。而随着移动互联在行业内外应用，企业内部业务结构及外部市场环境都发生了显著变化，随之而来的企业管理需求也发生变化，前中台信息系统仍有巨大的改善空间。具体而言，“前台”贴近企业最终用户，要有全渠道接入与展现，强调体验便捷化；“后台”突出规划控制协调，对前台业务形成强力支撑，强调服务标准化；“中台”衔接前后台，强调处理灵活化，

以销售拜访客户为例，当前台销售人员发现客户商机后，需要尽快知道该客户尽可能多的支撑性信息，比如客户已有什么信息化需求、客户还需什么信息化需求、客户市场地位、客户竞争对手等，这就需要中台处理灵活化。目前，包括 Oracle、SAP、用友、鼎捷在内的传统国内外 ERP 产商，均发力于前中台的产品模块，从而改善企业前中台业务流程以提高企业核心竞争力。

**图表 30：ERP 向企业信息化前、中台渗透**



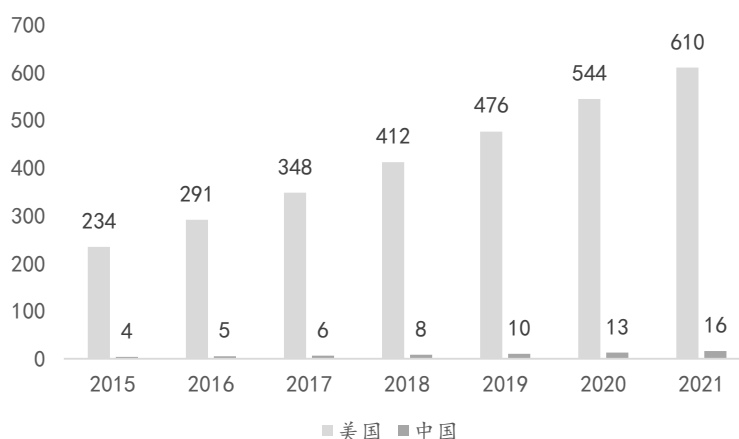
资料来源：东吴证券研究所整理

新增前中台信息化 SaaS 需求给公司带来更广阔的发展空间。在移动互联盛行的背景下，各大企业均催生大量前中台的新增信息化 SaaS 需求，如移动办公、差旅报销、供应链管理等诉求。凭借公司为国内各行业领军企业提供软件实施的龙头地位，以及领军企业信息化诉求更强且付费意愿更高等因素的推动下，公司面临广阔的发展机遇。

### 3.2 云转型趋势不可逆转，实施厂商面临新机遇

目前我国 SaaS 空间尚小，预计 2021 年达 16 亿美元。企业信息化管理的前端业务管理更贴近企业自身实际需求，如供应链管理、移动办公、报销等，强调体验便捷化，因此有望形成诸多细分领域 SaaS 应用。根据 Gartner 数据，2016 年美国 SaaS 市场规模 291 亿美元，预计到 2021 年规模增至 610 亿美元，复合增速 17%；2016 年国内 SaaS 市场规模 5 亿美元，预计到 2021 年规模增至 16 亿美元，复合增速 25%。从数据可以看出，目前中美市场规模差距近 60 倍，在国内企业上云需求加大的推动下，我国 SaaS 成长空间广阔。

图表 31：美国和中国的 SaaS 市场规模（亿美元）



资料来源：Gartner，东吴证券研究所整理

**云转型趋势已不可逆转。**企业信息化管理的云化包括两方面的含义：1、一方面是企业自身 IT 系统由信息中心模式转变为云化模式，相应地 ERP 也由产品模式逐步过渡为云化模式；2、由于前端化的趋势，与业务信息化管理结合催生 ERP 众多新的应用，这些应用较多以 SaaS 形式呈现。很多从国内外传统企业软件龙头厂商，如 SAP、Oracle、用友、金蝶，近年的发展情况来看，云业务增速均保持较高增速，同时云业务占总营收比例逐步提升，云转型趋势已经不可逆转。

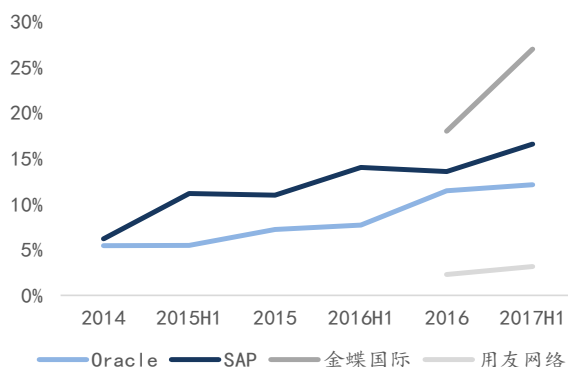
**SAP：**2016 全年，云业务收入 29.93 亿欧元，占总营收 13.6%，同比增长 30.9%；2017 上半年，云业务收入 18.37 亿欧元，占总营收 16.6%，同比增长 31.5%。

**Oracle：**2017 财年，云业务收入 45.7 亿美元，占总营收 12.1%，同比增长 60%。2017 年 Q4 单季云业务收入 13.6 亿美元，占总营收 12.5%，同比增长 58%。

**用友网络：**2016 年云业务收入 1.17 亿元，同比增 34.4%；2017 上半年云业务收入 0.69 亿元，同比增长 68.3%；预计全年云业务突破三位数增长。同时，用友网络分别于今年 4 月和 7 月，发布云平台和云 ERP 产品 U8 cloud。

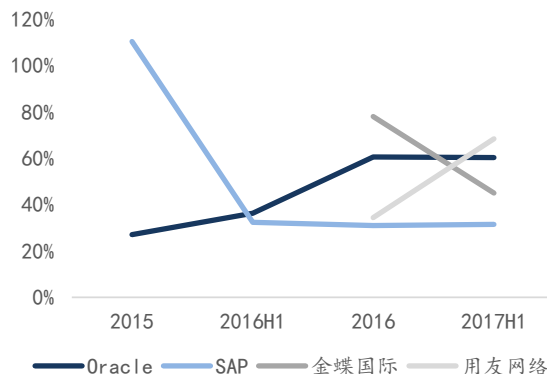
**金蝶国际：**2016 年云业务收入 3.4 亿元，占总营收比例 18%，同比增长 78%；2017 上半年云业务收入 2.8 元，占总营收比例 27%，同比增长 45%。公司预计到 2020 年，云业务收入是 2016 年的 6-8 倍，即 20.4-27.2 亿元，占彼时总营收的 60%，年复合增长率 58-68%。

图表 32：四大厂商云业务占营收比例



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

图表 33：四大厂商云业务营收同比增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

云 ERP 产业环节更多，聚合生态合作伙伴显得尤为重要。传统 ERP 时代，产业主要包括软件、实施和运维三部分。而在云 ERP 时代，产业链将不仅包括与传统环节对应的 SaaS、云实施、云运维，还包括云转售、云迁移、增值服务（如供应链金融、电子发票等）。此外，在云时代，不论是横向看各 SaaS 软件之间的融合，还是纵向看 IaaS、PaaS、SaaS 之间的融合，都更加紧密，因此聚合各合作伙伴的生态圈显得尤为重要。

图表 34：云 ERP 产业链

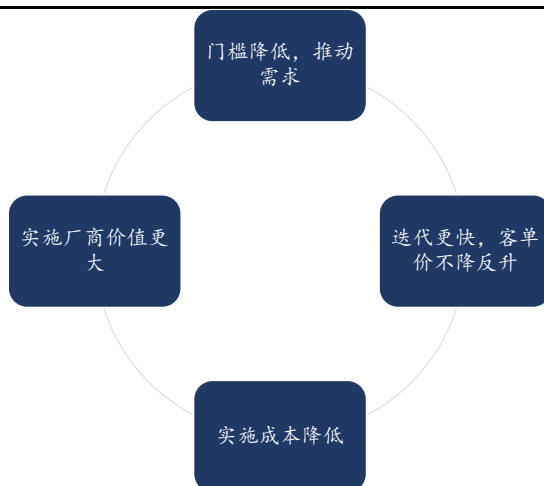


资料来源：东吴证券研究所整理

实施厂商在云时代面临新机遇。直观而言，企业云转型似乎对传统实施厂商影响较大，但细细分析，我们认为实施厂商仍将面临一些新机遇。  
1、门槛降低，推动企业产生更多 IT 需求：对非大型企业来说，云应用会大幅降低一次性投入的门槛，因此将刺激更多企业的 IT 消费需求。  
2、后续项目迭代更快，因此客单价大概率不会下降反而由于给企业带来更大的价值导致上升：尽管企业选择上云对单个实施项目金额会下降，但是由于后续实施项目迭代的过程会更快，因此客单价不会下降，反而大概率会由于给企业带来更大价值导致企业后续投入更多，即客单价上升。  
3、实施成本降低，受制于人员规模商业模式得以改善：传统实施项目的收入靠顾问的人天费用获取，云模式将加大企业客户对远程实施服务的接受度，

从而降低顾问差旅时间，提高顾问的产出效率，因此传统受制于人员规模商业模式得以改善。4、实施厂商的咨询价值对转型企业来说更大：此外，由于在传统软件时代，由于大型企业软件公司的垄断地位显著，企业选择范围较小，产品效果差距亦不大，然而在 SaaS 时代，大大小小云产品如雨后春笋冒出，这对于转型企业来说选择将更加困难，因此咨询实施厂商的价值更得以体现。

图表 35：实施厂商面临云转型的新机遇

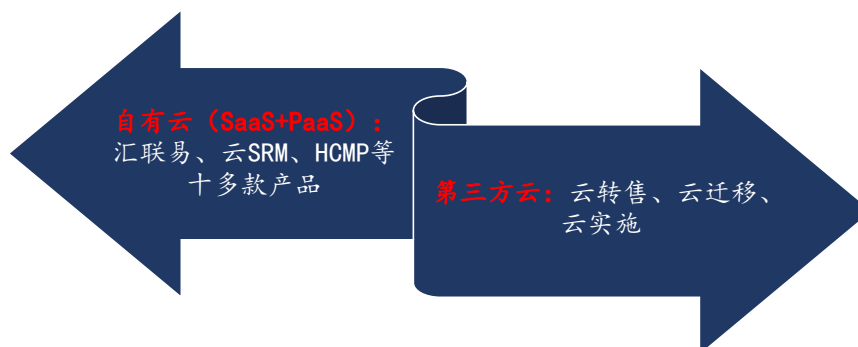


资料来源：东吴证券研究所整理

### 3.3 汇联易+云 SRM 排头先行，小而美 SaaS 产品落地加速

**公司第三方和自有云产品和服务发展迅速。**公司云业务主要包括两部分，第三方云计算产品和服务、自有云计算产品和服务。其中，**1、公司第三方云产品和服务**：公司在 IaaS、PaaS、SaaS 领域和相应的公司都有合作，如 AWS、阿里、腾讯、华为、浪潮、Oracle、SAP、Salesforce，主要包括云转售、云迁移、云实施等服务。**2、公司自有云产品和服务**：目前公司自有云产品超过 10 个，包括 SaaS 产品汇联易，云 SRM，PaaS 产品 HAP Cloud 等，其中汇联易和云 SRM2017 年上半年的合同金额均超过 1000 万元，发展迅速。我们预计，未来两年公司云业务有望有超过 100% 的增速。同时，以此为经验，公司后续更多小而美的 SaaS 产品推出落地有望加速。

图表 36：汉得信息的云业务



资料来源：东吴证券研究所整理

**汇联易打通“消费-报销-记账”全流程。**汇联易整合企业商旅预订、差旅申请、费用报销、在线支付、自动记账等业务，打通“消费-报销-记账”全流程。**1、收费模式：**一部分实施服务费，另一部分每个终端使用用户人月服务费。**2、客户：**以服务业为主，如差旅较多的广告业和金融业，目前客户包括滴滴、携程、东方证券、东方财富等在内的数百家企业，终端使用人数 10 万左右。**3、国际厂商对标 Concur：**2014 年，SAP 用 83 亿美元收购美差旅费管理服务商 Concur。**4、获顶级投资机构投资：**2016 年 9 月，汇联易获得数千万元 A 轮融资，投资机构包括软银中国、蓝湖资本等，被顶级投资机构认可也显示出汇联易的内在价值。

**云 SRM 搭建企业内部的电商平台。****1、收费方式：**首先，向客户收取上云 SRM 的实施服务费，这是 2017 年上半年合同金额 1000 多万的来源；其次，待客户上了云 SRM 后，收费对象转至客户供应商，此时有三种收费模式，统一收取年费、按采购额的一定比例收费、转售收费（客户买断，自己向其供应商收费）。**2、客户：**以制造业客户为主，目前云 SRM 核心客户数有包括与德通讯、航天科工、华润集团等在内的数几十家，核心企业对应共计上万家供应商。**3、商业模式：**由于云 SRM 一端对接核心企业，另一端对接核心企业供应商，所有的采购需求都可以发布到云平台，因此待该平台汇集的核心客户和供应商达到一定规模，拥有着庞大数据的基础上有望衍生出新的商业模式。**4、国际厂商对标 Ariba：**2012 年，SAP 用 43 亿美元和收购供应商管理厂商 Ariba。

### 3.4 云运维渐成亮点，增值业务供应链金融开始起量

**云运维成为新增长点。**运维方面，除了第一章谈到的，公司的运维服务业务范围逐渐延伸到非 ERP 领域，尝试企业信息化整体运维或整体服务外包。公司还开始尝试基于标准化服务平台的方式提供云运维服务，以达到提高服务质量和效率，降低人力成本的目的，已成为公司运维业务的新增长点。凭借与华为、华润等龙头企业的合作树立标杆，利于公司快速



复制该业务模式。

保理业务模式得到验证，后续有望对接第三方资金扩大规模。公司将自主研发的中小企业供应链金融云平台，对接核心客户 ERP 系统的供应链模块，以获取交易、采购、发货、开票等真实数据，以此向核心企业客户的上游供应商提供保理服务。2017 年上半年保理实现收入 1500 多万，在考虑自有资金成本的情况下，已经开始略有盈利，目前来看，该模式已得到验证。后续公司将和第三方资金合作，向其提供这个供应链金融云平台，扩大保理规模。

图表 37：汉得信息供应链金融在制造行业的解决方案



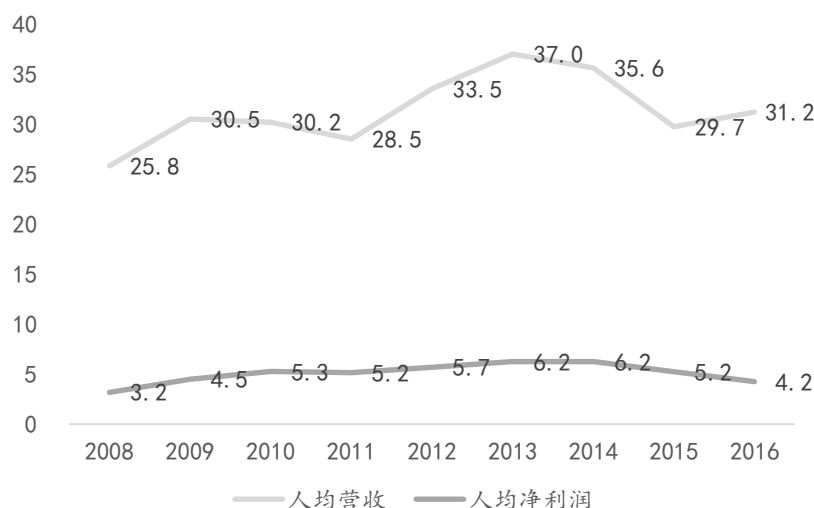
资料来源：汉得供应链金融官网，东吴证券研究所整理

## 4 营收高增长有望持续，2017Q2 净利润增长拐点确立

### 4.1 人均产出迎来拐点，营收高增长有望持续

**人均产出开始拐头向上：**由于公司实施的业务模式决定了公司瓶颈在于员工数量，前几年通过加大研发投入试图改善该模式，如研发自有软件产品提高毛利率，加大投入云业务等。目前来看，公司进展顺利，从人均营收可验证该趋势。2013 年，公司人均营收达到巅峰，随后两年呈逐步下滑态势，2016 年人均营收出现回升，达 31.2 万元。我们认为，这是由于前期研发投入在智能制造和云等新业务上的体现，未来随着新业务规模的快速放量，人均营收反弹有望持续。然而，由于 2016 年公司新业务处于投入期，人员增长过多，导致公司人均净利润仍呈下降趋势。

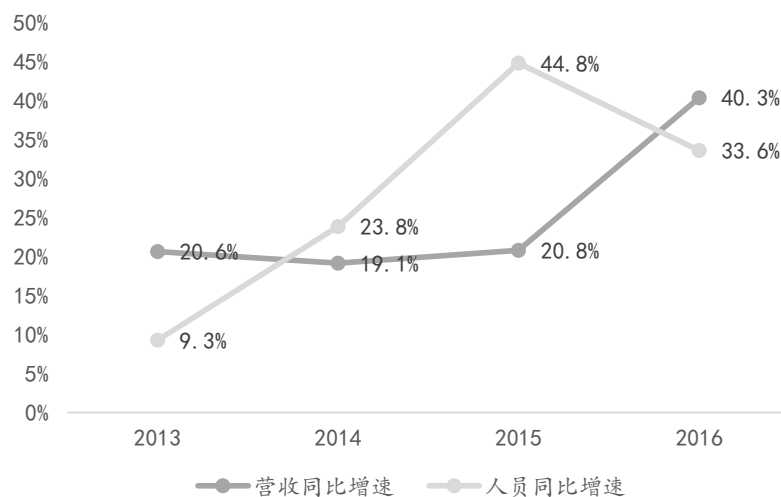
图表 38：汉得信息人均营收、人均净利润变化趋势（万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

**营收增长滞后人员增长半年到 1 年左右，营收高增长有望持续。**公司业务模式决定着员工数量和营业收入会呈一定线性相关性，并且由于公司招聘主要以校招为主，从毕业大学生成长为成熟顾问需要培养 1 年左右的时间。从近两年公司员工增长速度和营收增长速度同样可以看出，营收增长大概滞后人员增长半年到一年时间。根据公司最新的投资者关系活动记录表，公司 2017 年员工增长计划 30% 多，2018 年规划 20-30% 增速，因此可以预见公司营收 30% 上下的增速至少有望维持到 2019 年。

图表 39：汉得信息营收和员工数量同比增速



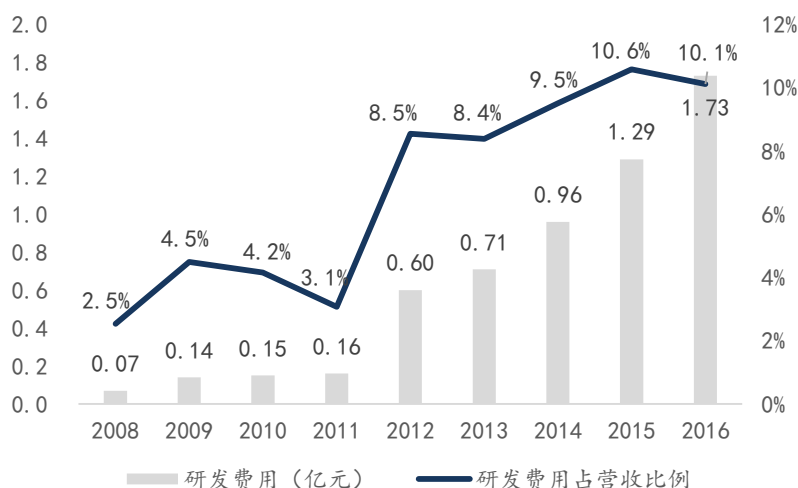
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

#### 4.2 净利润增长拐点在 2017 中报得到确立

**研发费用占营收比例逐步提高，但拐点或已来临：**公司的核心竞争力是行业流程优化和效率提升的经验，大部分体现在实施顾问的培养和经验的提升，在财务上大多直接计入营业成本里，公司此前的研发投入在财务上主要表现在帮助客户实施 SAP、Oracle 等厂商的软件产品中的行业定制

化开发，因此公司在 2011 年前研发费用比较低。上市后，公司基于长期积累的实践经验，开始布局研发自有产品，如 MES、汇联易、云 SRM 等，研发费用从 2012 年 6000 万快速上升至 2016 年 1.73 亿元，研发费用占营收之比从 2012 年 8.5% 增至 2016 年 10.1%。目前来看，公司自有产品发展良好，前期在新业务上的研发投入开始进入收获期并已在财务上有所体现，2016 年 MES 实现营收数千万，后续有望翻倍增长；汇联易和云 SRM 在 2017 年上半年实现 1000 多万的合同金额，供应链金融业务也开始贡献收入，随着新业务的放量，我们认为公司即将迎来研发投入的费用率拐点。

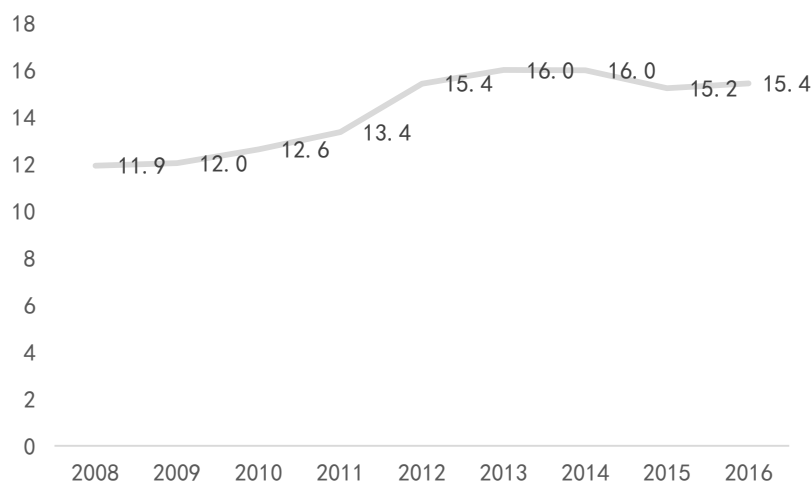
**图表 40：汉得信息研发费用，以及占营收比例**



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

人均薪酬变化不大，给公司的压力影响有限。尽管公司这几年员工数增长明显，但人均薪酬变化不大，2012 年以来人均薪酬整体维持在 15-16 万/年之间，对公司的压力影响有限。

**图表 41：汉得信息人均薪酬变化趋势 (万元)**

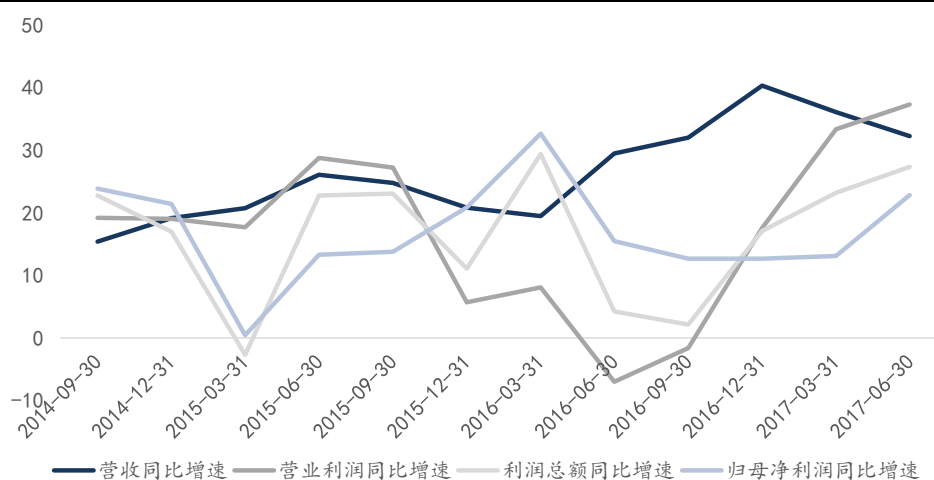


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

**公司净利润增长拐点在 2017 上半年确立：**公司上半年控本显著，营业利润率先跟上营收增速，后续净利润有望保持与营收增长同步。2016

年，由于公司加大储备销售人员，导致销售费用同比增长 75%，在营收同比增长 40.3% 情况下，归母净利润仅增长 12.7%。因此，公司人均净利润在 2016 年并未像人均营收那样出现反弹。然而由于前期营销投入已经开始兑现成果，2017 年上半年，公司加大对销售费用控制，在上半年营收增长 32.3% 的基础上，销售费用仅增长 16.5%，控本显著。2017 年上半年，归母净利润同比增长 22.8%，主要是受营业外收入和税收的季节性的影响，若扣除这部分影响，公司上半年营业利润同比增长 37.3%，已高于营收增速，考虑到去年同期还有汇兑收益，今年的增长实际更好。因此，我们认为，上半年销售费用得到较好控制，中报公司利润已迎来拐点，预计全年净利润增长有望与营收增长持平。

图表 42：汉得信息营收、营业利润、利润总额、归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

## 5 盈利预测与投资评级

### 5.1 核心假设与盈利预测

**核心假设：1) 传统实施业务：**逐步夺取国际竞争厂商市场份额，预计 17-19 年传统实施业务增速分别为 25%、23%、20%。**2) 智能制造业务：**在我国智能制造加大投入的背景下，尤其随着 MES 渗透率提高和应用层次加深，智能制造业务将保持较高增速，预计 17-19 年增速分别为 80%、50%、40%。**3) 云业务：**云业务是公司未来重要战略之一，目前基数尚小，预计 17-19 年增速分别为 100%、100%、80%。**4) 运维业务：**专业化运维外包逐渐成为趋势，公司作为传统实施龙头厂商切入优势明显，预计 17-18 年增速分别为 50%、40%、30%。综上，预计公司 17-19 年营收分别为 23.60、31.72、41.59 亿元。

**盈利预测：**预计公司 17-19 年净利润分别为 3.21、4.26、5.63 亿元，EPS 分别为 0.37、0.50、0.66 元，现价对应 32/24/18 倍 PE。

图表 43：2017-2019 年汉得信息营业收入预测（亿元）

	2016	2017E	2018E	2019E
软件实施	11.84	14.80	18.20	21.84
增速		25%	23%	20%
智能制造	2.20	3.96	5.94	8.32
增速		80%	50%	40%
云业务	0.50	1.00	2.00	3.60
增速		100%	100%	80%
运维	2.14	3.21	4.65	6.52
增速		50%	45%	40%
其它	0.42	0.63	0.91	1.31
增速		50%	45%	43%
收入合计	17.10	23.60	31.72	41.59
增速		38.0%	34.4%	31.1%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

## 5.2 估值与评级

公司估值低于同类公司的平均估值，继续予以“买入”评级。公司现价对应 2017 年 32 倍 PE，对比企业信息化领域的代表公司，用友网络、鼎捷软件、金蝶国际三家公司 2017 年对应平均 PE69 倍，大幅高于公司的估值。随着公司智能制造和云业务占比的提高，有望迎来估值和业绩双升态势。我们预计未来三年，公司每年净利润增速均在 30% 以上，看好公司智能制造和云业务的快速发展，继续予以“买入”评级。

图表 44：汉得信息营收、营业利润、利润总额、归母净利润同比增速（%）

代码	公司	EPS			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300378.SZ	鼎捷软件	0.24	0.36	0.52	73	49	33
600588.SH	用友网络	0.28	0.42	0.53	87	58	47
0268.HK	金蝶国际	0.08	0.10	0.13	47	37	29
300687.SZ	赛意信息	--	--	--	--	--	--
	平均估值				69	48	36

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理（上述数据均来自于 wind 一致预期，其中赛意信息暂没有相关数据）

## 6 风险提示

**1、云业务发展不及预期。**云业务作为公司未来增速最快的板块，对公司估值和业绩的提升均具有重要意义。在云市场竞争激烈的背景下，公司面临着产品研发不利、市场需求不足的风险。

**2、智能制造业务进展缓慢。**2017 上半年，公司通过单独拆分智能制造业务彰显对该板块期待，但仍存在后续订单不足造成公司发展受阻的风险。



## 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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>

