

“泛 ERP+智能制造”双轮驱动，引领企业实现数字化转型创新

核心观点

- **公司是国内领先的企业数字化及智能制造解决方案供应商。**公司成立之前隶属于美的集团的 IT 部门，在与 Oracle、华为等行业巨头的业务合作中持续沉淀相关的技术及工程经验。2005 年公司成立，公司业务最早以 ERP 系统实施为主。2012 年，公司开启工业管理软件开发“自主研发元年”，推出 S-MES 系列产品以成功切入智能制造领域，之后公司不断对产品矩阵进行完善和升级，持续拓展行业客户，最终形成了当前“泛 ERP+智能制造”为主的业务布局。2021 年，公司实现营收 19.35 亿（+39.68%），其中泛 ERP 业务实现收入 11.18 亿（+37.07%），收入占比为 57.76%；智能制造业务实现收入 5.92 亿（+43.23%），收入占比为 30.59%。
- **我国工业软件市场前景广阔，“十四五”期间企业数字化及智能制造需求旺盛。**在工业 4.0 时代下，工业软件逐渐成为制造业转型升级的核心。根据《中国工业软件产业白皮书（2020）》，2019 年我国工业软件产业规模为 1720 亿元，2012-2019 年 CAGR 为 13.1%，高于同期 5.4% 的全球复合增速。2019 年，我国工业软件产业规模仅占全球 6.44% 的份额，而同年我国工业增加值占全球工业增加值的 21.23%，由此可预见我国的工业软件市场具有较大的增长空间。ERP 是企业优化业务流程、提高经营效率的核心软件，而 MES/MOM 则是对车间层级的生产流程进行管理，前者偏向于计划及统筹，后者偏向于生产执行，二者能产生较强的协同，共同提升企业运营效率。近年来，国家出台了一系列政策以推动我国制造业企业数字化、智能化转型，“十四五”期间 ERP、MES/MOM 以及工业互联网应用有望加速渗透。
- **内生自研与外延并购并举，坚定产品化转型。**2012 年后，公司加速自研产品布局，不断扩充产品矩阵：1> 在泛 ERP 领域，公司围绕核心 ERP 推出提供基于共享技术中台的丰富的数字化中台应用，包括数字化供应链中台应用、数字化营销中台应用、业财融合中台应用等；2> 在智能制造领域，公司持续拓宽产品边界，围绕 S-MES 打造了一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的工业管理软件产品家族（S-MOM），此外公司还推出了自主研发的工业互联网平台，以实现企业人、机、物的全面互联。2020-2021 年，公司先后通过转债和定增项目以加码推进内生式自研，募集资金投入的研发方向主要包括 S-MOM、工业互联网平台以及数字中台产品；同时，公司还通过投资、参股、并购等方式完善产品布局，促进业务协同，实现垂直行业的不断突破。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.75、0.99、1.29 元，由于公司是国内领先的企业数字化及智能制造解决方案供应商，根据可比公司，给予公司 2022 年的 36 倍市盈率，对应目标价为 27.00 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 客户集中度较高的风险、下游需求不及预期、疫情导致项目实施困难的风险、研发进展不及预期、市场竞争加剧。

公司主要财务信息

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,385 | 1,935 | 2,554 | 3,336 | 4,283 |
| 同比增长(%) | 28.8% | 39.7% | 32.0% | 30.6% | 28.4% |
| 营业利润(百万元) | 189 | 240 | 322 | 424 | 552 |
| 同比增长(%) | 179.9% | 26.8% | 34.2% | 31.9% | 30.1% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 176 | 225 | 301 | 397 | 516 |
| 同比增长(%) | 165.4% | 27.5% | 34.0% | 31.9% | 30.1% |
| 每股收益(元) | 0.44 | 0.56 | 0.75 | 0.99 | 1.29 |
| 毛利率(%) | 34.9% | 35.3% | 36.0% | 36.6% | 37.2% |
| 净利率(%) | 12.7% | 11.6% | 11.8% | 11.9% | 12.1% |
| 净资产收益率(%) | 18.4% | 13.8% | 13.0% | 15.2% | 17.1% |
| 市盈率 | 53.3 | 41.8 | 31.2 | 23.6 | 18.2 |
| 市净率 | 8.7 | 4.3 | 3.8 | 3.4 | 2.9 |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| 投资评级 | 买入（首次） |
|-----------------|------------------|
| 股价（2022年09月28日） | 23.52 元 |
| 目标价格 | 27.00 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 33.51/16.53 元 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 39,889/30,531 |
| A 股市值（百万元） | 9,382 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 计算机 |
| 报告发布日期 | 2022 年 09 月 29 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|--------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现 | -2.66 | -4.2 | 0.55 | 2.77 |
| 相对表现 | 3.81 | 10.27 | 23.6 | 32.36 |
| 沪深 300 | -6.47 | -14.47 | -23.05 | -29.59 |



证券分析师

| | |
|-----|--|
| 浦俊懿 | 021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004 |
| 陈超 | 021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002 |

联系人

| | |
|----|--------------------------|
| 谢忱 | xiechen@orientsec.com.cn |
|----|--------------------------|

目录

| | |
|---|----|
| 一、公司国内领先的企业数字化及智能制造解决方案供应商 | 5 |
| 1.1 公司聚焦泛 ERP、智能制造两大领域，具备完整的产品及解决方案体系 | 5 |
| 1.2 智能制造业务快速增长，毛利率水平稳步提升 | 8 |
| 二、工业软件市场前景广阔，国产化进程有望加速 | 11 |
| 2.1 工业 4.0 时代下，工业软件成为制造业转型升级的核心 | 11 |
| 2.2 我国高端 ERP 软件国产化率还有较大提升空间 | 14 |
| 2.3 MES/MOM 及工业互联网对于推进我国制造业转型升级有重要意义 | 16 |
| 三、内生自研与外延并购齐举，加速自研产品落地 | 21 |
| 3.1 加速自研产品落地，坚定产品化转型 | 21 |
| 3.2 内生式自研与外延式并购相结合，持续完善产品及业务布局 | 24 |
| 盈利预测与投资建议 | 28 |
| 盈利预测 | 28 |
| 投资建议 | 29 |
| 风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司数字化及智能制造解决方案全景图 | 5 |
| 图 2: 公司 S-MOM 智能制造产品体系 | 6 |
| 图 3: 公司工业互联网平台架构 | 6 |
| 图 4: 公司发展历程 | 7 |
| 图 5: 公司部分合作伙伴 | 7 |
| 图 6: 公司的子公司/分公司遍布国内主要业务区域 | 7 |
| 图 7: 公司股权结构 (截至 2022H1) | 7 |
| 图 8: 公司营业收入及增速 (亿元) | 8 |
| 图 9: 公司归母净利润及增速 (亿元) | 8 |
| 图 10: 2018-2021 年公司营业收入拆分 | 9 |
| 图 11: 2022H1 公司营业收入拆分 | 9 |
| 图 12: 公司智能制造业务收入及增速 | 9 |
| 图 13: 公司毛利率与净利率情况 | 10 |
| 图 14: 公司主营业务毛利率情况 | 10 |
| 图 15: 公司毛利结构 (百万元) | 10 |
| 图 16: 公司主要费用率情况 | 11 |
| 图 17: 公司研发支出及增速 | 11 |
| 图 18: 公司研发人员及占比 | 11 |
| 图 19: 从工业 1.0 到工业 4.0 的发展之路 | 12 |
| 图 20: 全球工业增加值及增速 (万亿美元) | 12 |
| 图 21: 我国工业增加值及增速 (万亿元) | 12 |
| 图 22: 工业软件分类 | 13 |
| 图 23: 工业软件可运用于产品全生命周期的各个环节 | 13 |
| 图 24: 全球工业软件产业规模及增速 (亿美元) | 13 |
| 图 25: 我国工业软件产业规模及增速 (亿元) | 13 |
| 图 26: ERP 技术成熟度曲线 | 14 |
| 图 27: 全球领先的以产品为中心的 ERP 供应商 | 15 |
| 图 28: 全球领先的以服务为中心的 ERP 供应商 | 15 |
| 图 29: 全球 ERP 市场规模及增速 (亿美元) | 15 |
| 图 30: 我国 ERP 市场规模及增速 (亿元) | 15 |
| 图 31: 我国 ERP 市场竞争格局 (2021 年) | 16 |
| 图 32: 我国高端 ERP 市场竞争格局 (2021 年) | 16 |
| 图 33: 智能制造技术成熟度曲线 | 16 |
| 图 34: 《“十四五”智能制造发展规划》提出的 2025 年主要目标 | 17 |

| | |
|---|----|
| 图 35: 我国智能制造软件市场规模 (亿元) | 17 |
| 图 36: MES 涵盖的主要功能模块 | 18 |
| 图 37: MOM 的定义 | 18 |
| 图 38: MES 逐渐向 MOM 发展演进 | 18 |
| 图 39: 全球 MES 市场规模及增速 (亿元) | 19 |
| 图 40: 我国 MES 市场规模及增速 (亿元) | 19 |
| 图 41: 我国制造业 MES 软件行业生态 | 19 |
| 图 42: 我国产品型 MES 市场竞争格局 (2020 年) | 19 |
| 图 43: 区域工业互联网“1+N”结构范式 | 20 |
| 图 44: 工业互联网带动我国制造业增加值规模 (亿元) | 20 |
| 图 45: 公司通过自研实现了产品矩阵的扩充 | 21 |
| 图 46: 公司打造的以“核心 ERP+数字中台应用”为核心的企业级数字化产品图谱 | 22 |
| 图 47: 公司 S-MOM 智能制造产品家族概览 | 22 |
| 图 48: 公司基于 SMOM 产品拓展的行业套件整体架构 | 22 |
| 图 49: 公司工业互联网平台 | 23 |
| 图 50: 公司泛 ERP、智能制造两大核心业务实现了紧密协同 | 23 |
| 图 51: 公司部分成功案例一览 | 26 |
| 图 52: 公司持续加码华东地区业务布局 | 27 |
| | |
| 表 1: 公司主营业务及产品 | 5 |
| 表 2: 公司三次股权激励主要内容 | 8 |
| 表 3: 近年来我国出台的工业软件相关政策 | 13 |
| 表 4: 公司自研产品 | 21 |
| 表 5: 公司上市后通过两次募资项目加速业务布局 | 24 |
| 表 6: 赛意产业基金部分投资案例 | 25 |
| 表 7: 2018 年以来公司主要的投资或并购一览 | 25 |
| 表 8: 可比公司估值比较 | 29 |

一、公司国内领先的企业数字化及智能制造解决方案供应商

1.1 公司聚焦泛 ERP、智能制造两大领域，具备完整的产品及解决方案体系

公司定位于企业数字化转型赋能者、工业管理软件践行者。公司成立于 2005 年，是国内在工业互联网及智能制造、核心 ERP 及业务运营中台等领域顶尖的产品及解决方案提供商，专注于面向制造、零售、现代服务等行业领域的集团及大中型企业客户提供数字化及智能制造产品，及与之相关的系统部署、上线运营、后期运维等实施交付服务。公司的业务模式主要包括软件实施开发服务、系统维护服务以及软硬件代理分销，目前已成功为超过千家来自于制造、零售、服务等行业的客户提供了丰富而具有竞争力的数字化转型服务，拥有华为技术、美的集团、华润集团、深南电路、视源股份、隆基股份等众多优质客户。

表 1：公司主营业务及产品

| 业务板块 | 主要产品/服务 | 主要内容 |
|----------|---------|--|
| 软件实施开发服务 | 泛 ERP | 以数字化需求为基础，以 IT、DT、云技术为支撑，集企业物流、资金流和信息流为一体的数字化管理平台及系统 |
| | 智能制造 | 以 S-MES 为核心，发展 SMI、SAPS、SQMS、SWMS、SEDO、SMDC、SNest 等工业管理软件，以实现平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理 |
| | 工业互联网平台 | |
| 系统维护服务 | 用户支持 | 发生突发事件时，提供诊断、分析、排除故障等完整的解决方案 |
| | 系统支持 | 远程或现场执行系统应用健康检查；远程执行系统优化分析 |
| | 其他服务 | 客户化开发、现场咨询和服务、系统安装和升级、培训 |
| 代理软硬件分销 | | 基于客户自身意愿、结合客户的业务特点作为渠道销售相应的软硬件 |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 1：公司数字化及智能制造解决方案全景图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

公司聚焦泛 ERP、智能制造两大领域，具有完整的产品及解决方案覆盖优势：

- 1> **泛 ERP**：公司一方面针对上述需求，公司一方面提供基于 SAP、ORACLE 等成熟套装 ERP 软件的解决方案，覆盖企业业务当中核心稳定的业务管理需求，以解决企业管理效率问题；另一方面，公司通过提供成熟的中台及自研数字化应用产品，包括供应链数字化应用、业财数字化应用、营销数字化应用等以覆盖企业在复杂快速变化的商业环境中需要灵活应变、敏捷实现的业务运营创新需求，以协助企业实现业务在线化、运营数据化、决策智能化的数字化转型目标。
- 2> **智能制造**：主要包括 S-MOM 工业管理软件系列产品以及工业互联网平台。（1）S-MOM 是一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的工业管理软件产品家族，其以 S-MES 为核心，包含了 SMI、SAPS、SQMS、SWMS、SEDO、SMDC、SNest 等多类产品，实现了自平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理。（2）公司的工业互联网平台可分为边缘层与基础设施层（IaaS）、平台层（PaaS）与应用层（SaaS），通过人、机、物的全面互联，推动形成全新的工业生产制造和服务体系，成为工业经济转型升级的重要途径。

图 2：公司 S-MOM 智能制造产品体系



数据来源：公司公告，东方证券研究所

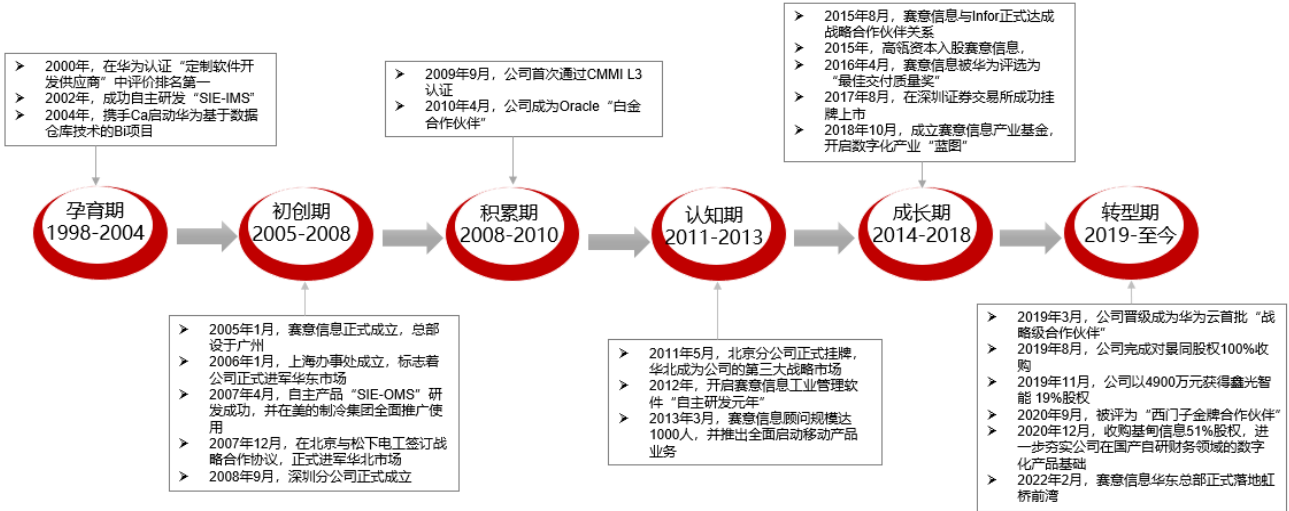
图 3：公司工业互联网平台架构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司始终保持与行业头部合作伙伴的紧密合作，通过多年的发展不断扩大业务版图。公司成立之前隶属于美的集团的 IT 部门，在与 Oracle、华为等行业头部企业的业务合作中逐渐提升技术及工程能力。2000 年，仍属孕育期的公司在华为认证“定制软件开发供应商”中评价排名第一，随后携手 Ca 启动华为基于数据仓库技术的项目。2005 年 1 月，公司正式成立，当时公司业务围绕 Oracle 的实施以及服务美的为主，并且成为了华为重要的合作伙伴。随后，公司通过战略合作、投资并购等方式相继与 Infor、SAP、西门子等龙头企业开展战略合作，不断扩大业务版图，最终形成了目前泛 ERP+智能制造的业务布局。目前，公司具备面向通讯、电子、家电、家居等 23 个重点行业和 11 条业务线的产品和解决方案，并已在华南、华东、华北、华中、西南等区域成立了子公司或分公司。2021 年，公司全年活跃客户达 800 余家，133 家财富中国 500 强企业选择公司开展数字化转型，超过 500 家国内外上市公司或其子公司与公司保持了良好业务合作。

图 4：公司发展历程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 5：公司部分合作伙伴



数据来源：公司官网，东方证券研究所

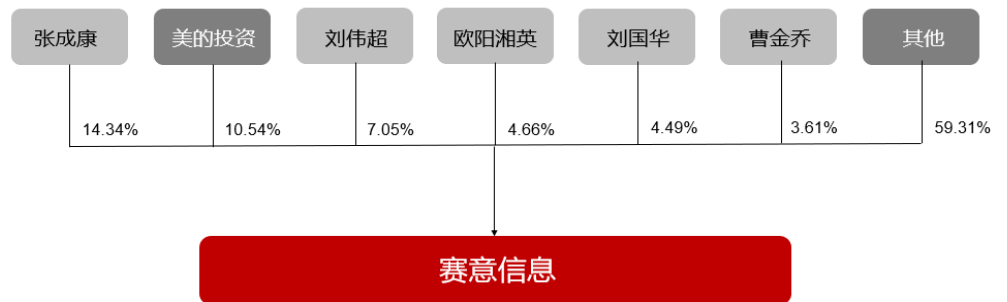
图 6：公司的子公司/分公司遍布国内主要业务区域



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司股权结构稳定，股东背景强大。张成康、刘伟超、刘国华、欧阳湘英、曹金乔长期为公司的控股股东，五人于 2015 年 12 月共同签署了《一致行动协议》，约定五人在有关公司经营发展的重大事项决策前保持一致行动，最终确定了五人对公司有效的共同控制，保证了公司控制权的持续稳定。公司核心股东均有美的集团背景，凭借丰富的技术、管理经验有效促进了公司业务发展。截至 2022H1，公司战略投资方美的投资持有公司 10.54% 的股权。

图 7：公司股权结构（截至 2022H1）



数据来源：公司 2022 年中报，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司通过多轮股权激励实现员工利益与公司利益的深度绑定。自上市以来，公司先后进行了三轮股权激励，其中业绩考核目标均围绕净利润展开，体现了公司对未来高质量发展的信心。2021年7月28日，公司发布最近一期限制性股票激励计划，考核年度为2021-2024年四年，考核目标为2021-2024年的净利润分别不低于2.05、2.46、2.95、3.54亿元，对应20%的复合增速。公司实施常态化的股权激励有助于建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理人员以及核心骨干等员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

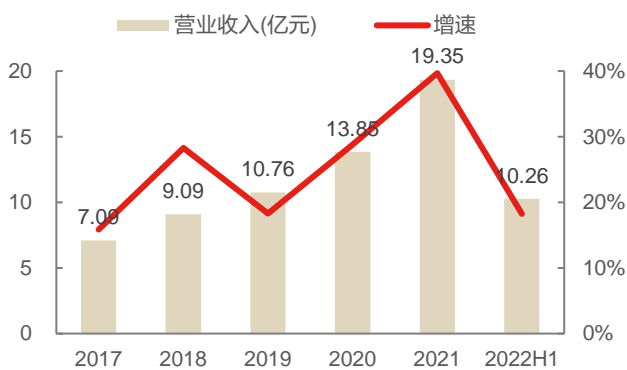
表 2：公司三次股权激励主要内容

| 时间 | 激励对象总人数 | 考核目标 |
|---------|---------|---|
| 2018.07 | 340 人 | 以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增长率分别不低于 12%、34%、68%。 |
| 2020.11 | 156 人 | 2020 年净利润不低于 1.69 亿元；以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 15%、32.25%、52.08%。 |
| 2021.07 | 64 人 | 2021-2024 年的净利润分别不低于 2.05、2.46、2.95、3.54 亿元。 |

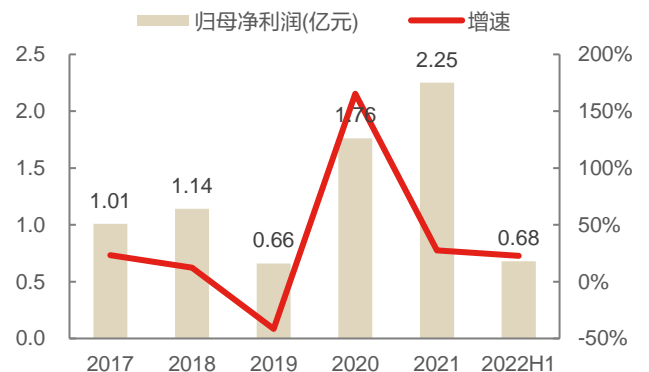
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 智能制造业务快速增长，毛利率水平稳步提升

近年来，公司营收保持平稳较快增长，2022H1 利润增速高于营收增速。2021 年，公司实现营收 19.35 亿元（+39.68%），2017-2021 年公司营收 CAGR 达 28.53%，近年来营收整体呈现出加速增长态势；2021 年，公司实现归母净利润 2.25 亿（+27.53%），2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 达 22.17%，2019 年主要受当年中美关系波动导致部分订单价格水平波动，使得净利润出现较大下滑。2022H1，公司实现营业收入 10.26 亿（+18.26%），实现归母净利润 0.68 亿（+22.80%），在上半年疫情以及经济增长放缓的背景下依旧实现了稳健增长。

图 8：公司营业收入及增速（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

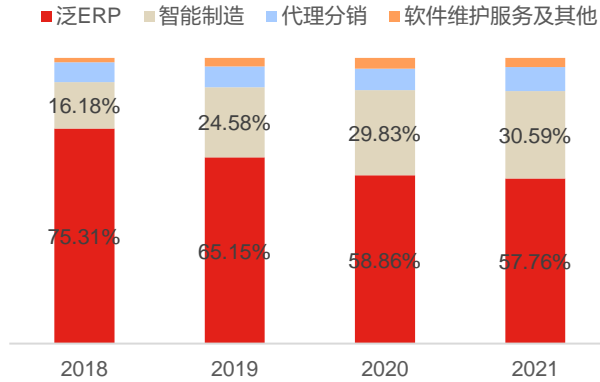
图 9：公司归母净利润及增速（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

分业务来看，泛 ERP 及智能制造业务为公司主要收入来源，智能制造业务近年来保持快速增长。2021 年，公司泛 ERP、智能制造业务占总营收比例分别为 57.76%、30.59%，近 4 年两项业务收入占比之和均超过 85%，是公司的核心业务。其中，智能制造业务占比从 2018 年的 16.18% 快速提升到 2021 年的 30.59%，近年来保持了收入占比逐渐提升的趋势，主要得益于公司不断完善智能制造领域的产品布局并持续拓展下游客户，2021 年公司智能制造业务实现收入 5.92 亿，同

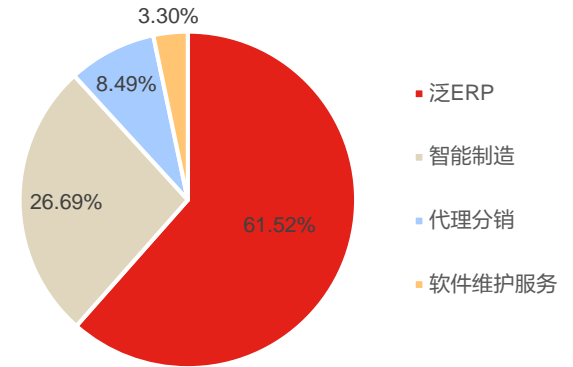
比增长 43.23%。2022H1，公司泛ERP、智能制造业务分别实现收入 6.31 亿（+14.66%）、2.74 亿（+25.22%）。

图 10：2018-2021 年公司营业收入拆分



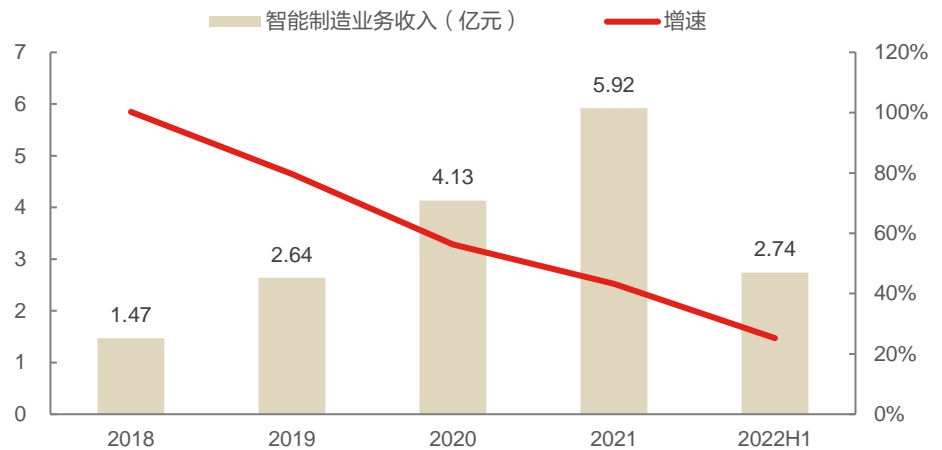
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2022H1 公司营业收入拆分



数据来源：Wind，东方证券研究所

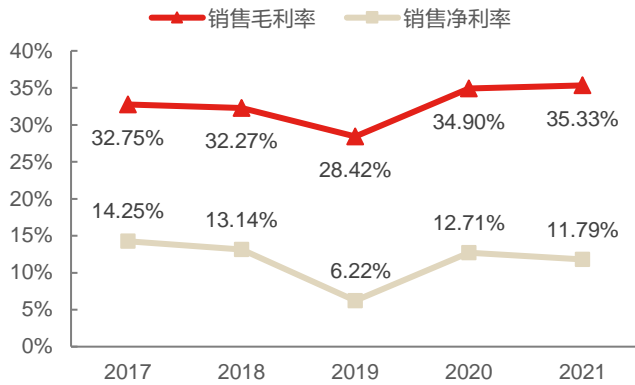
图 12：公司智能制造业务收入及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

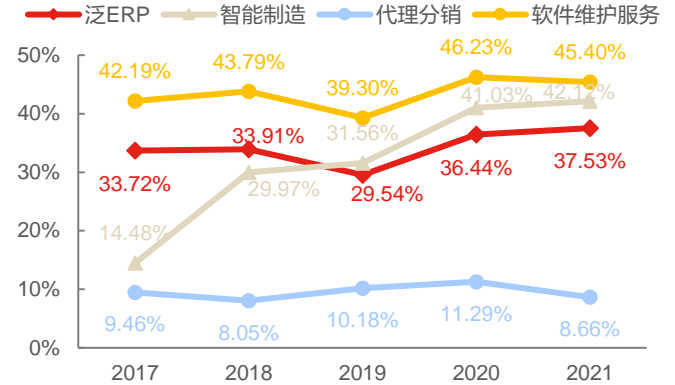
公司毛利率水平持续提升，得益于业务中自研产品占比提升以及智能制造业务快速增长。2021 年，公司毛利率为 35.33%（+0.43pcts），其中泛 ERP、智能制造业务毛利率分别为 42.12%（+1.09pcts）、37.53%（+1.09pcts）。2019 年后公司毛利率持续提升，主要是公司业务中自有产品比例不断提升以及行业解决方案成熟度不断提升，因此泛 ERP 及智能制造这两大主营业务毛利率也保持了上升态势；此外，过去公司毛利主要是由泛 ERP 业务贡献的，而近年来公司智能制造业务收入的快速增长以及毛利率的快速提升，这使得智能制造业务带来的毛利体量快速增长（2021 年公司智能制造业务毛利贡献占比达 36.47%），这也推动着公司综合毛利率持续走高。

图 13：公司毛利率与净利率情况



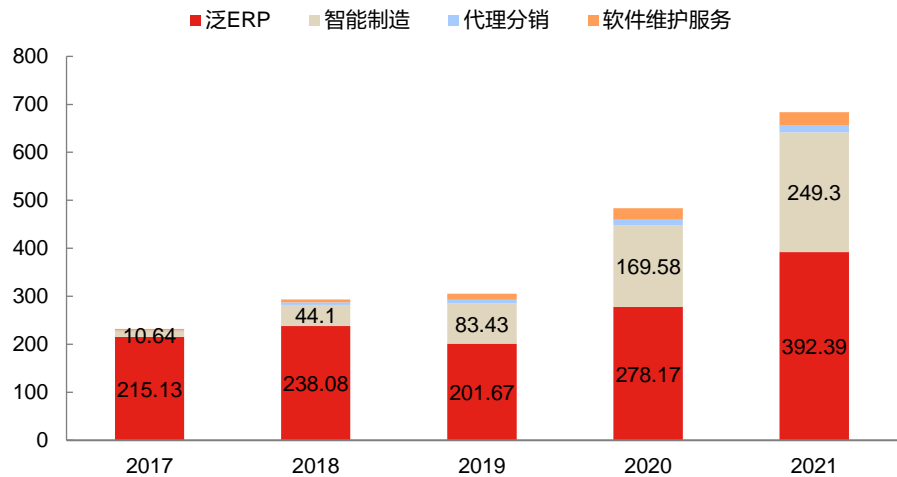
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：公司主营业务毛利率情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

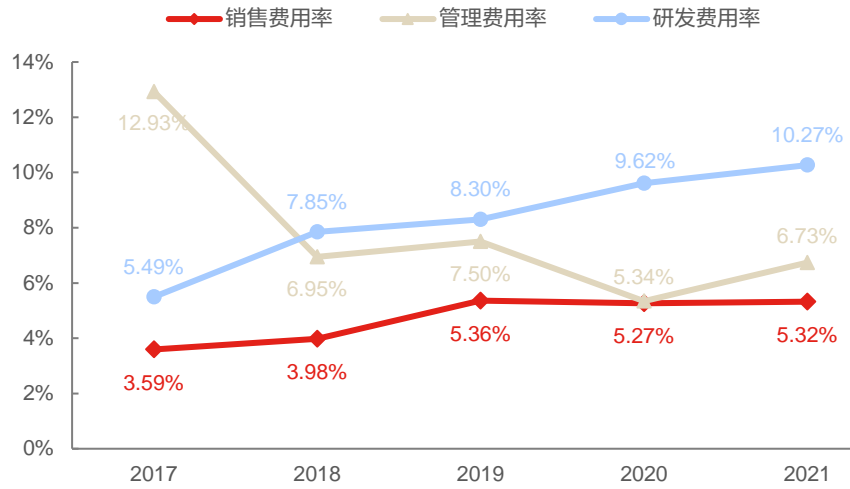
图 15：公司毛利结构（百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

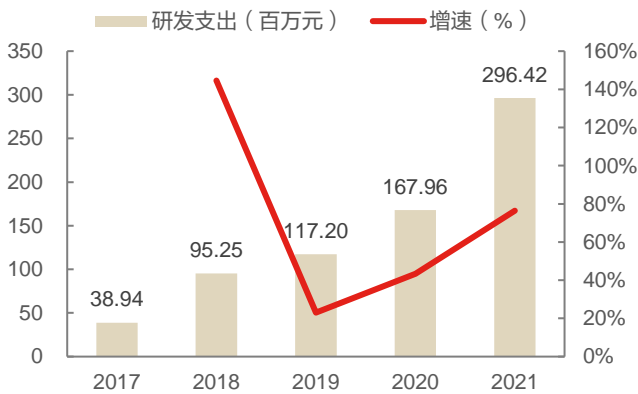
公司研发费用率持续提升，加大自研产品研发力度，持续推进产品化转型。2021年，公司研发费用率达 10.27%，近年来保持持续提升态势；2021年公司研发支出达 2.96 亿元（+76.48%），近几年增速持续提升，其中费用化的研发支出达 1.99 亿（+49.13%）；从人员角度，2021 年公司研发人员达 2492 人（+49.76%），研发人员占公司总人数的比例快速上升（2021 年达 40.43%）。公司持续加大自研工业管理软件产品的研发投入（如泛 ERP 领域的数字中台以及智能制造领域的 S-MOM 系列产品），以拓宽垂直行业领域及纵深，并逐步提升自有产品及产品许可占比，近年来销售费用率有所提升也可从侧面反映出公司在持续推进产品化转型。

图 16：公司主要费用率情况



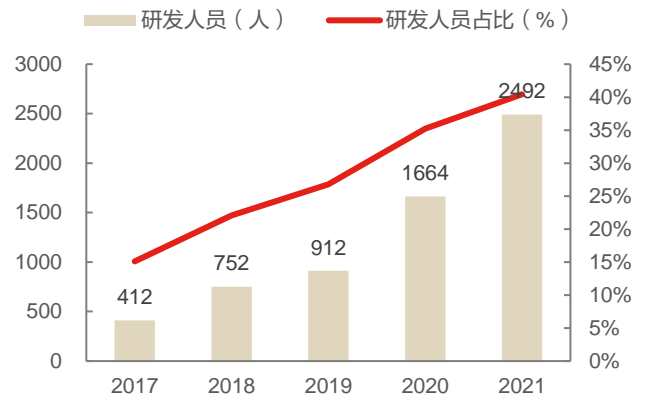
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：公司研发支出及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：公司研发人员及占比



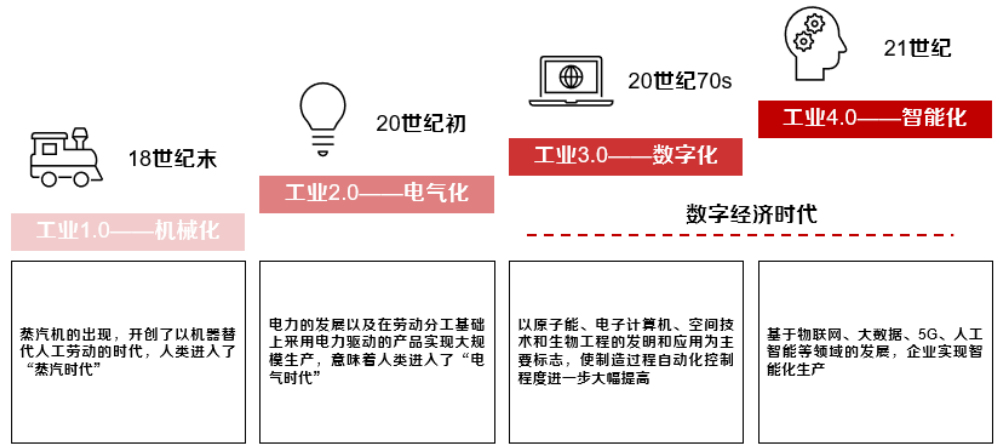
数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、工业软件市场前景广阔，国产化进程有望加速

2.1 工业 4.0 时代下，工业软件成为制造业转型升级的核心

工业经历了机械化、电气化、数字化的时代后，现已步入工业 4.0 时代，也即智能化时代。工业 4.0 的概念最早由德国提出，主要强调的是“通信”和“连接”，其核心目的是为了提高工业竞争力，以在新一轮工业革命中占领先机，涉及到的领域包括物联网、工业互联网、机器人、人工智能、纳米技术、5G、量子信息、生物科技、3D 打印、自动驾驶等。

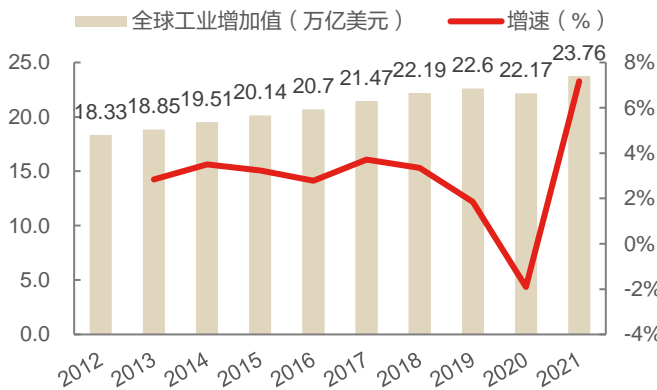
图 19：从工业 1.0 到工业 4.0 的发展之路



数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

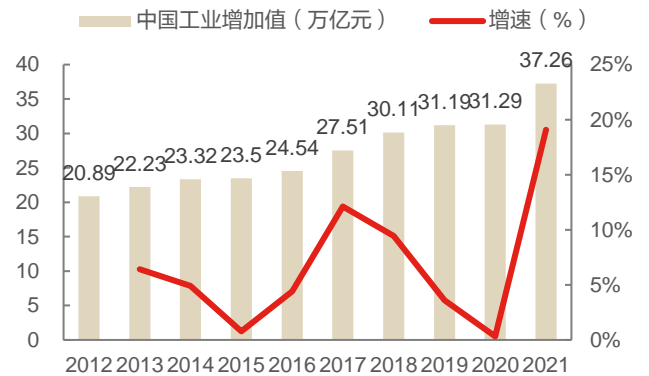
2021 年全球工业产业迎来复苏，我国工业增加值增速明显高于全球水平。受新冠疫情影响，2020 年全球制造业均受到重创，各国也开始加快政策调整，稳步推进产业复苏。2021 年，全球工业产业恢复情况较好，全球工业增加值达 23.76 万亿美元（+7.17%），我国工业增加值达 37.26 万亿元（+19.08%）。在 2012-2021 年近 10 年的时间里，我国工业增加值 CAGR 达 6.64%，明显高于全球 2.92% 的复合增速，同时我国工业增加值占全球工业增加值的比重也由 2012 年的 17.53% 快速提升到 2021 年的 24.13%（假设人民币对美元汇率为 6.5，下同）。

图 20：全球工业增加值及增速（万亿美元）



数据来源：The World Bank，东方证券研究所

图 21：我国工业增加值及增速（万亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

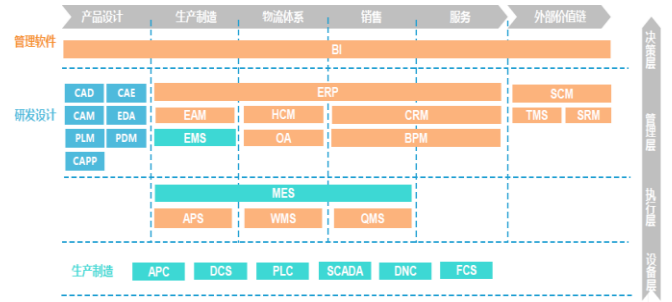
工业 4.0 时代下，工业软件已被广泛运用到产品全生命周期的各个环节，是企业实现智能化生产的核心。工业软件是专门应用于工业领域的软件，其主要目的是为了提高工业企业生产经营的效率。基于物联网、大数据、AI 等技术，企业能更好地实现智能化生产，而细化到业务流程来看，几乎所有的企业业务环节都可以应用工业软件，从企业的产品设计到生产到物流到最终的销售和售后服务，帮助企业提高效率。从常用的分类方式来看，工业软件大致可分为研发设计类、生产制造类、经营管理类和运维服务类，可以覆盖客户需求、设计、生产、销售以及售后等产品生命周期的各个环节，对现代化工业生产有重大意义。

图 22：工业软件分类



数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

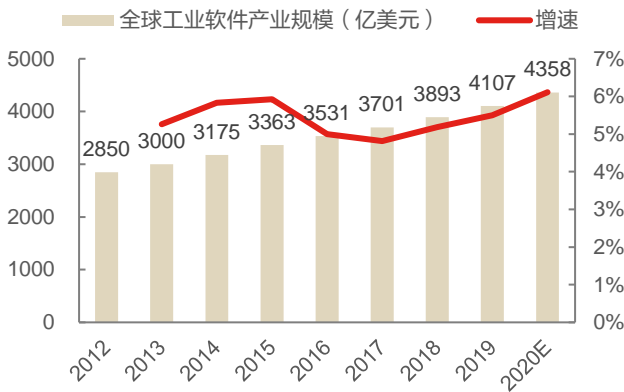
图 23：工业软件可运用于产品全生命周期的各个环节



数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

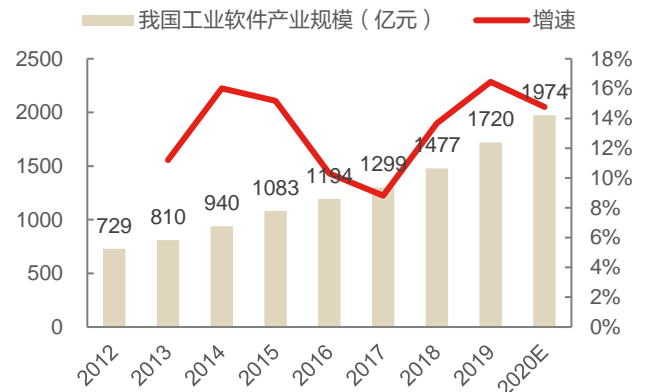
我国工业软件行业增速快于全球，且具有巨大的增长空间。根据中国工业技术软件化产业联盟发布的《中国工业软件产业白皮书（2020）》，2019 年全球工业软件产业规模为 4107 亿美元，2012-2019 年 CAGR 为 5.4%；2019 年我国工业软件产业规模为 1720 亿元，2012-2019 年 CAGR 为 13.1%，可见国内行业增速显著高于全球增速。2019 年，我国工业软件产业规模仅占全球 6.44% 的份额，而同年我国工业增加值占全球工业增加值的 21.23%（2021 年为 24.13%），由此可预见我国的工业软件市场具有较大的增长空间。

图 24：全球工业软件产业规模及增速（亿美元）



数据来源：《中国工业软件产业白皮书（2020）》，东方证券研究所

图 25：我国工业软件产业规模及增速（亿元）



数据来源：《中国工业软件产业白皮书（2020）》，东方证券研究所

中美贸易摩擦倒逼国产替代加速，国家持续出台政策坚定扶持国产工业软件发展。自中美贸易战以来，美国将华为、海康等 400 多家中国公司列入出口管制的实体清单，由于我国科技企业在研发或生产过程中基本都需要进口发达国家的原材料、设备或是成熟软件，因此在关键领域实现国产替代迫在眉睫。由于工业软件对于工业生产具备重要意义，为避免“卡脖子”的问题，国家近年来也持续推出相关产业政策以扶持国产工业软件发展。

表 3：近年来我国出台的工业软件相关政策

| 时间 | 文件 | 发布单位 | 相关内容 |
|---------|------------------------------|------|--|
| 2020.08 | 《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》 | 国务院 | 通过政策引导，以市场应用为牵引，加大对集成电路和软件创新产品的推广力度，带动技术和产业不断升级。 |
| 2021.01 | 《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》 | 工信部 | 加强平台设备接入、知识沉淀、应用开发等支持能力。突破研发、生产、管理等基础工业软件，加速已有工业软件云化迁移，形成覆盖工业全流程的微服务资源池。 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

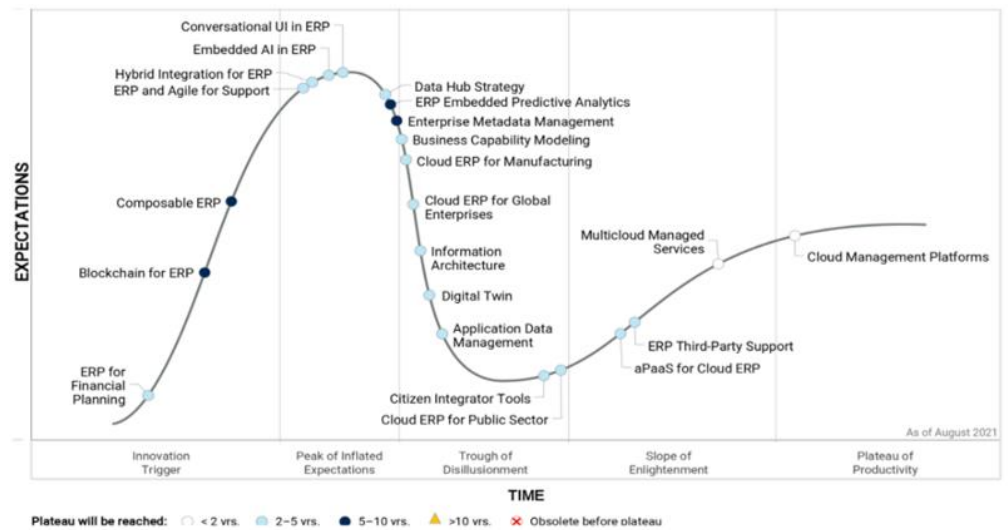
| | | | |
|---------|------------------------|-------------|--|
| 2021.03 | 《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》 | 全国人大 | 加快补齐基础软件的短板，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，加快工程化产业化突破，聚焦提高产业创新力，加快发展研发设计、工业设计等服务 |
| 2021.11 | 《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》 | 工信部 | 通过产品试验、市场化和产业化引导，加快工业芯片、智能传感器、工业控制系统、工业软件等融合支撑产业培育和发展壮大，增强工业基础支撑能力。 |
| 2021.11 | 《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》 | 工信部 | 重点突破工业软件。研发推广计算机辅助设计、仿真、计算等工具软件，大力发展关键工业控制软件，加快高附加值的运营维护和经营管理软件产业化部署。 |
| 2021.12 | 《“十四五”智能制造发展规划》 | 工信部、发改委等八部委 | 聚力研发工业软件产品。推动装备制造商、高校、科研院所、用户企业、软件企业强化协同，联合开发面向产品全生命周期和制造全过程的核心软件，研发嵌入式工业软件及集成开发环境，研制面向细分行业的集成化工业软件平台。 |
| 2022.01 | 《“十四五”数字经济发展规划》 | 国务院 | 纵深推进工业数字化转型，加快推动研发设计、生产制造、经营管理、市场服务等全生命周期数字化转型。深入实施智能制造工程，大力推动装备数字化，开展智能制造试点示范专项行动，完善国家智能制造标准体系。 |

数据来源：各政府官网，东方证券研究所

2.2 我国高端 ERP 软件国产化率还有较大提升空间

目前 ERP 技术较为成熟，新兴技术的出现带动 ERP 边界不断扩大。ERP (Enterprise Resource Planning) 是在供应链范围内，利用信息技术将企业财务、制造、销售、物流等各方面的管理工作组合成一套动态系统，为决策层及员工提供决策运行手段，改善企业业务流程以提高核心竞争力。ERP 概念出现较早，因此相关的技术也较为成熟，然而近年来大数据、云计算等技术的不断发展也使得围绕核心 ERP 而衍生出的、基于新兴技术的应用大量出现，这也使得 ERP 的概念边界不断扩大。目前，国际上领先的 ERP 供应商包括 SAP、Oracle、微软、Infor 等。

图 26：ERP 技术成熟度曲线



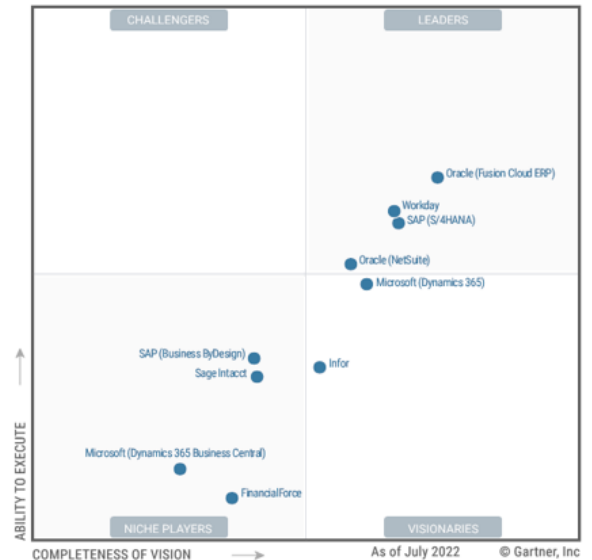
数据来源：Gartner，东方证券研究所

图 27：全球领先的以产品为中心的 ERP 供应商



数据来源：Gartner，东方证券研究所

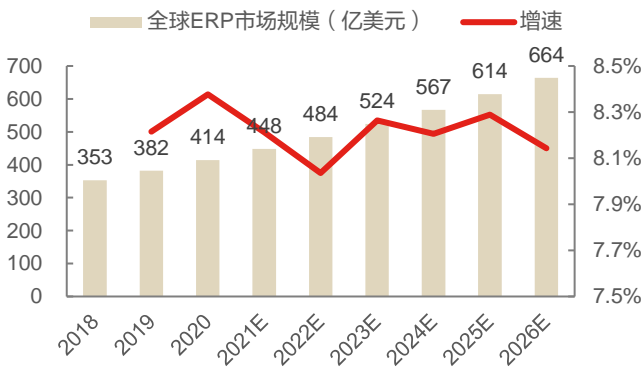
图 28：全球领先的以服务为中心的 ERP 供应商



数据来源：Gartner，东方证券研究所

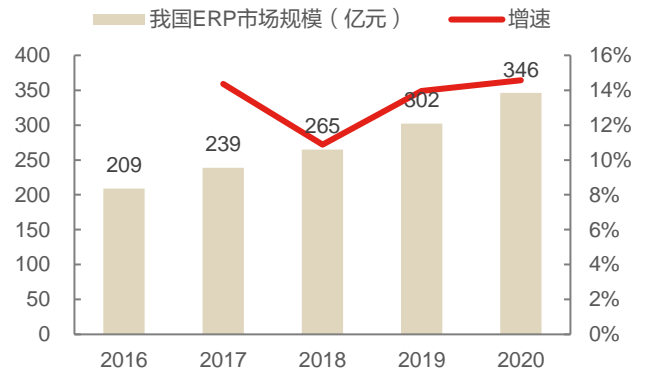
我国 ERP 市场保持平稳增长。ERP 行业在长期的渗透发展下，全球市场已经呈现出较为稳定的增长态势。根据亿欧智库的测算，未来全球 ERP 软件市场将保持平稳增长（2020-2026 年 CAGR 为 8.19%），预计 2026 年达到 664 亿美元的规模。我国 ERP 市场规模的增速同样较为稳定，根据 IDC 相关数据，2020 年我国 ERP 市场达 346 亿，2016-2020 年 CAGR 达 13.43%，高于全球市场增速。

图 29：全球 ERP 市场规模及增速（亿美元）



数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

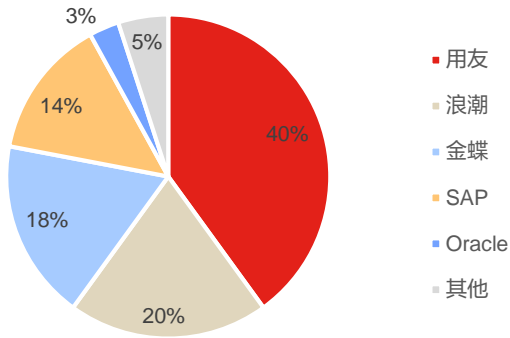
图 30：我国 ERP 市场规模及增速（亿元）



数据来源：IDC，华经产业研究院，东方证券研究所

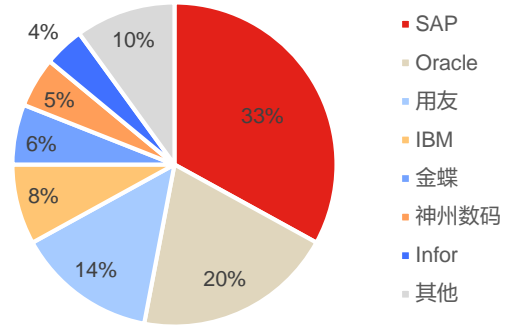
目前我国 ERP 市场集中度高，高端 ERP 软件国产化率还有较大提升空间。在国内企业数字化转型的浪潮下，我国也涌现了一批优秀的 ERP 企业，包括用友、浪潮、金蝶等。根据《2021 中国工业软件发展白皮书》，我国国产 ERP 软件的市场份额超过 75%。但和海外头部厂商相比，国内的 ERP 厂商起步较晚，国内高端 ERP 软件的技术水平和产品能力距海外巨头还有较大差距。国内部分企业在初期会使用国产 ERP 软件，但发展到一定规模后，由于国产软件难以支撑企业的业务需求，此时国内企业会将国产 ERP 软件替换成海外的软件。因此，无论是高端 ERP 的产品力还是市场份额上，本土软件都还有较大的提升空间。

图 31：我国 ERP 市场竞争格局（2021 年）



数据来源：《2021 中国工业软件发展白皮书》，东方证券研究所

图 32：我国高端 ERP 市场竞争格局（2021 年）

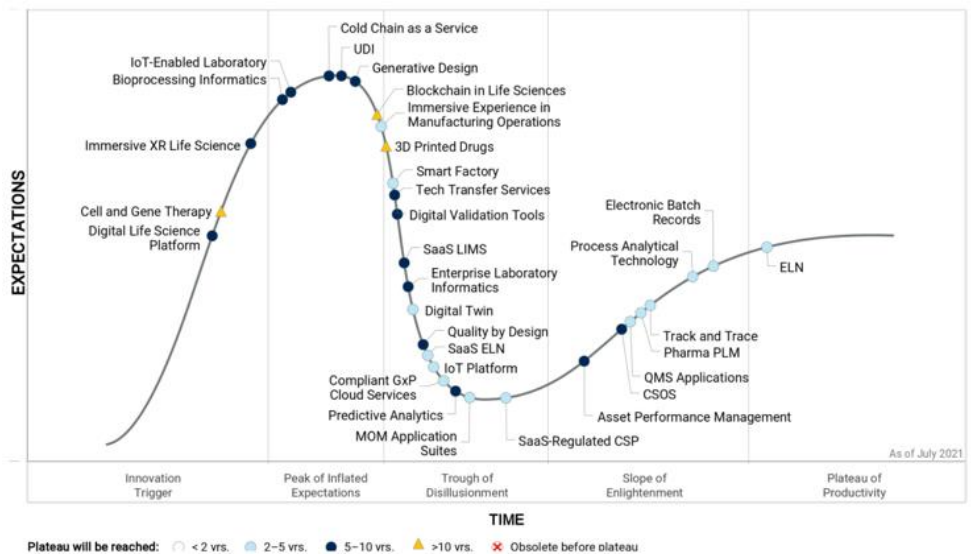


数据来源：《2021 中国工业软件发展白皮书》，东方证券研究所

2.3 MES/MOM 及工业互联网对于推进我国制造业转型升级有重要意义

工业管理软件是制造业数字化的核心。智能制造是利用物联网、大数据、云计算、云储存等技术，将用户、供应商、智能工厂紧密联系起来，在制造过程中具有信息自感知、自决策、自执行等功能的先进制造过程、系统和模式的总称，是信息技术、智能技术与装备制造技术的深度融合与集成。智能制造的本质，是软件化的工业技术，软件控制生产数据的流动，解决复杂产品的不确定性，其中工业管理软件是制造业数字化的核心。工业管理软件核心系统包括 APS（高级计划排程）、MES（车间制造执行）、WMS（智能仓储及物流）、QMS（数字化品质管理），EDO/SCADA（工业设备运营及数据采集）以及 MI（制造大数据分析平台）等，广泛应用于工业领域各个要素和环节之中，全面支撑企业生产计划、生产制造、物流管理、品质管理、设备管理等各项活动，提升企业智能制造的核心竞争力。

图 33：智能制造技术成熟度曲线

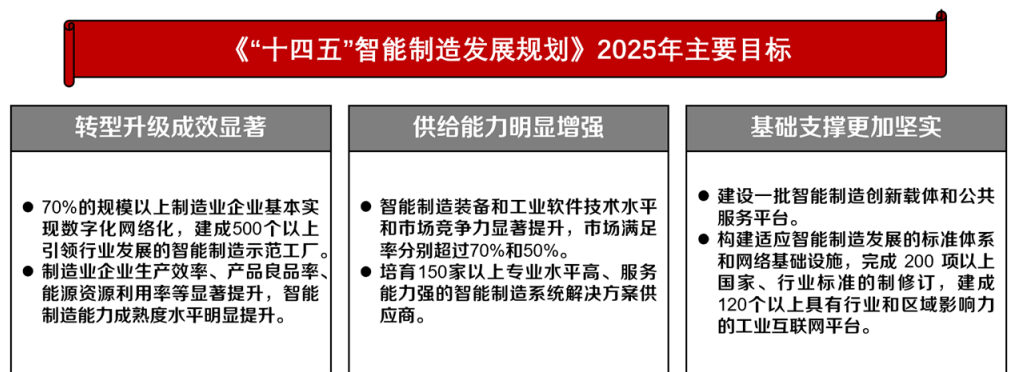


数据来源：Gartner，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021年12月28日，工信部、发改委等八部门印发《“十四五”智能制造发展规划》（下称《规划》），以推动我国制造业技术变革和优化升级。当前，我国已转向高质量发展阶段，正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，但制造业供给与市场需求适配性不高、产业链供应链稳定面临挑战、资源环境要素约束趋紧等问题凸显。在此背景下，《规划》提出了2025年我国智能制造发展的三大主要目标，以推动制造业实现数字化转型、网络化协同、智能化变革。《规划》同时指出到2025年，规模以上制造业企业大部分实现数字化网络化，重点行业骨干企业初步应用智能化；到2035年，规模以上制造业企业全面普及数字化网络化，重点行业骨干企业基本实现智能化。

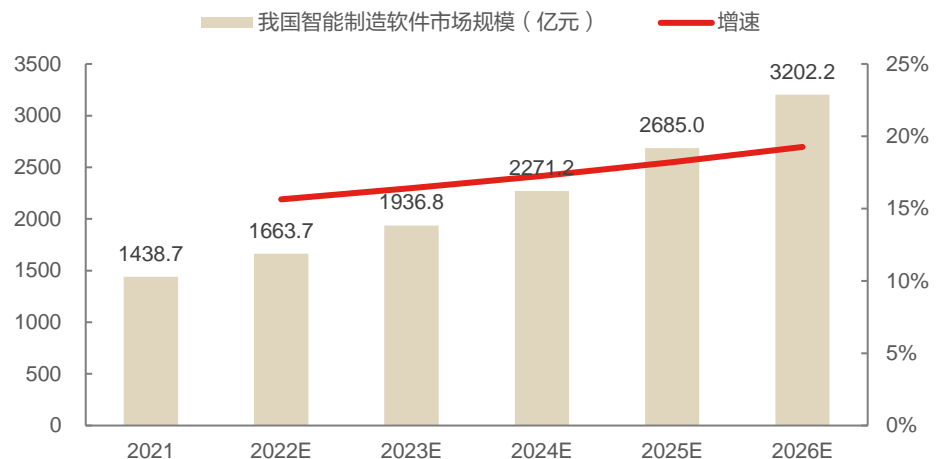
图 34：《“十四五”智能制造发展规划》提出的 2025 年主要目标



数据来源：《“十四五”智能制造发展规划》，东方证券研究所

我国智能制造软件市场前景广阔。根据海比研究院相关数据，2021年我国智能制造软件市场规模为1438.7亿元，预计未来五年保持快速增长（CAGR达17.4%），增速有望逐年提升，到2026年智能制造软件市场规模将达3202.2亿元。

图 35：我国智能制造软件市场规模（亿元）

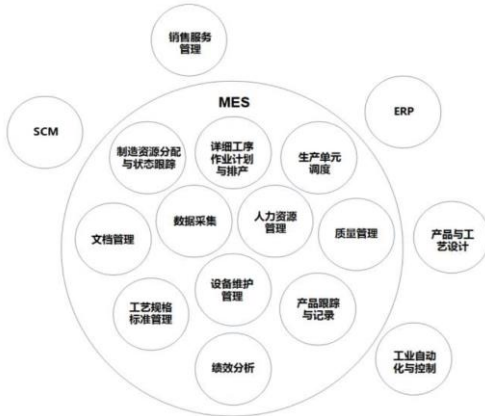


数据来源：海比研究院，东方证券研究所

MES/MOM 是制造业企业实现数字化转型的核心软件。 MES（Manufacturing Execution System, 制造执行系统）定义为面向生产的专业软件，用于管理、监控和同步将原材料转化为中间产品/产成品的实时物理过程；MOM（Manufacturing Operations Management, 制造运营管理）则是将传统 MES 概念扩展到生产运行管理之外，还包括了维护运行管理、质量运行管理和库存运行管理

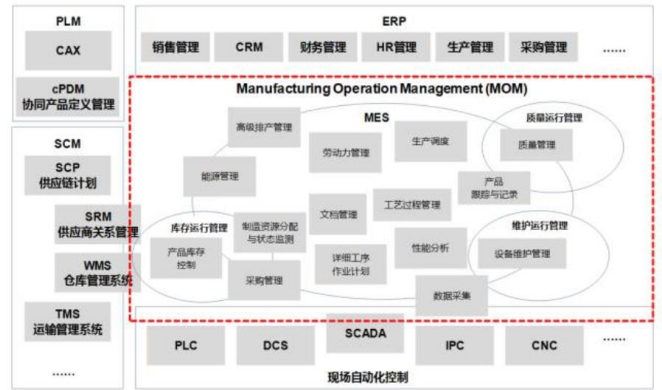
相关的模块，并详细定义了各功能模块之间的相互关系。在下游行业的实际应用中，MOM 通常以整体解决方案的形式交付，对客户的具体需求具有更强的针对性和有效性。经过多年的发展，MES 从最初的专用生产管理软件逐渐向 MOM 这种集成软件平台的形式演进，因为 MOM 弥补了 MES 在除生产以外的其他环节运营管理能力薄弱的问题，能更好地满足当今制造企业日益增长的对于生产质量、安全、效率的诉求。

图 36: MES 涵盖的主要功能模块



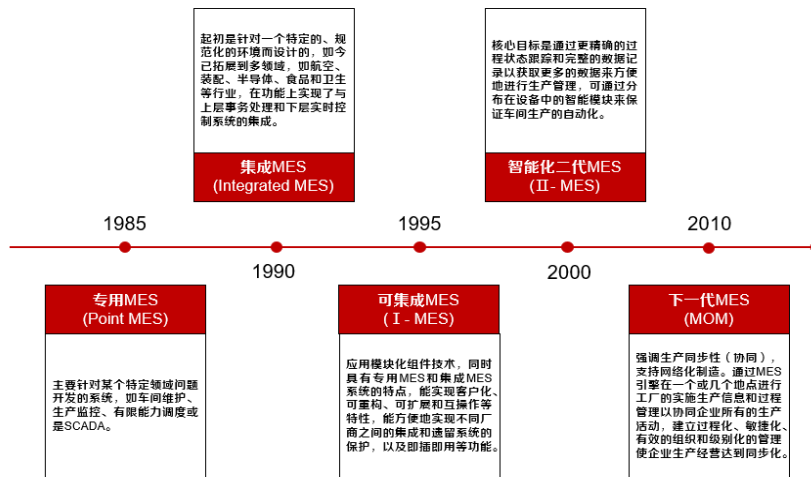
数据来源：和远科技，东方证券研究所

图 37: MOM 的定义



数据来源：和远科技，东方证券研究所

图 38: MES 逐渐向 MOM 发展演进

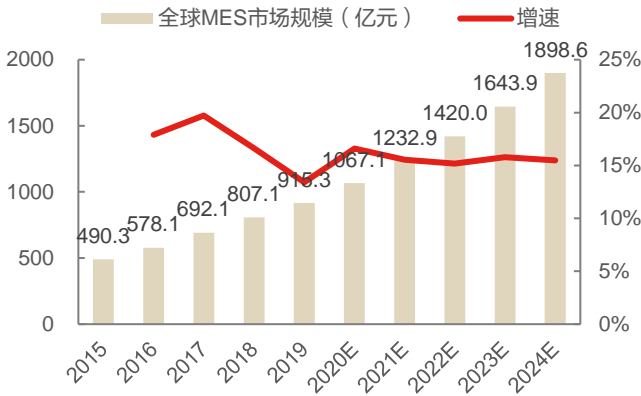


数据来源：甲子光年，东方证券研究所

近年来我国 MES 市场保持平稳增长，十四五期间具有较大的发展空间。根据华经产业研究院数据，全球 MES 市场自 2015 年以来保持稳健增长，预计未来全球 MES 市场规模将从 2019 年的 915.3 亿元升至 2024 年的 1898.6 亿元，CAGR 为 15.7%；我国 MES 市场近年来同样保持了稳健增长，2020 年市场规模达 43.1 亿元，预计 2022 年我国 MES 市场规模将达到 57.2 亿元，2020-2022 年 CAGR 达 15.20%。2020 年，我国 MES 市场规模占全球市场规模的 4.04%，而同年我国工业增加值占全球工业增加值的比例为 21.71%，可见我国 MES 市场规模还有较大的增长空间。我们认为在十四五期间我国制造业企业较强的数字化升级的需求，同时也有《“十四五”智能制造发展规划》等政策的支持，因此未来几年我国 MES 市场有望迎来快速发展期。

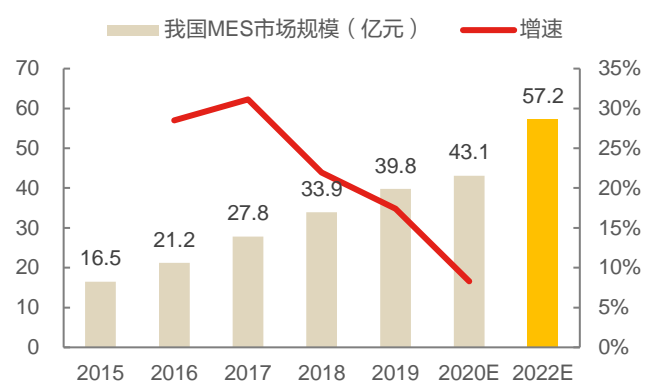
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 39：全球 MES 市场规模及增速（亿元）



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 40：我国 MES 市场规模及增速（亿元）



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

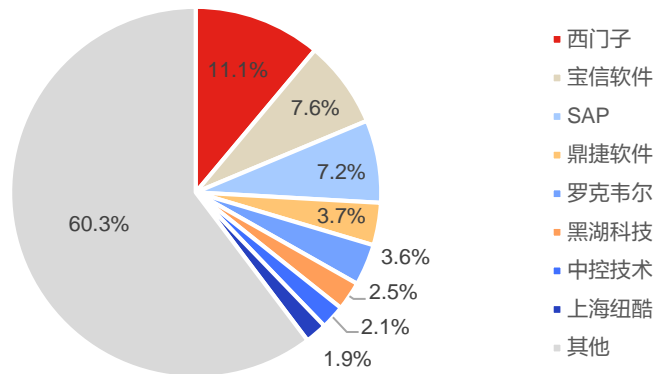
图 41：我国制造业 MES 软件行业生态



数据来源：IDC，东方证券研究所

我国 MES 市场竞争格局较为分散。根据 IDC 统计，2020 年我国产品型 MES 市场份额前三分别为西门子、宝信软件、SAP，前八大厂商中还包括鼎捷软件、中控技术、黑湖科技等本土厂商。2020 年，国内产品型 MES 市场 CR8 为 39.7%，相较于国内的 ERP 市场更加分散。

图 42：我国产品型 MES 市场竞争格局（2020 年）



数据来源：IDC，东方证券研究所

工业互联网成为区域协同发展“新趋势”。自工信部出台《工业互联网平台建设与推广指南》以来，多地加大工业互联网平台建设力度，各区域采用“1+N”模式整合地方工业要素资源与行业需求：“1”指建设1个工业互联网区域通用平台，“N”指在通用平台接入多个外部工业互联网平台，优先推动一批共性高、成本低、模块化等系统特征的行业级工业互联网平台接入通用平台，完善行业软件应用，提供企业管理、数字化转型等综合服务，将带动装备制造、生物医药、新能源汽车、汽车及零部件、石化和精细化工等多个产业转型升级。

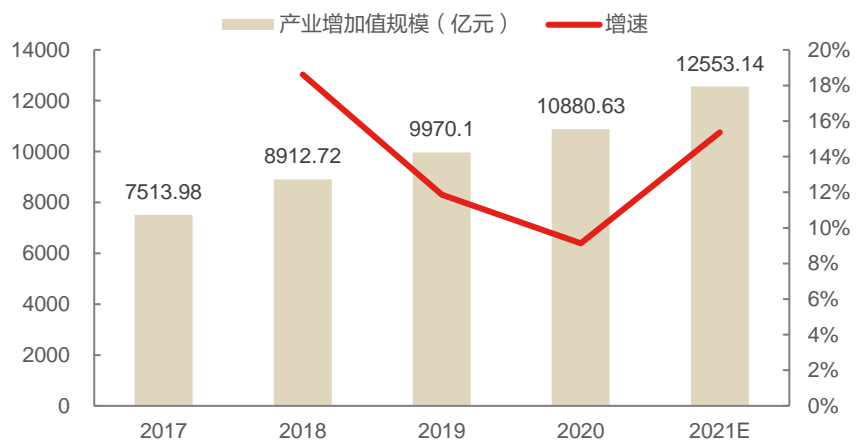
图 43：区域工业互联网“1+N”结构范式



数据来源：《工业互联网产业经济发展白皮书（2021年）》，东方证券研究所

工业互联网对制造业的发展具有积极的带动作用。制造业作为工业互联网应用赋能的主要渗透产业之一，可以在工业互联网的深度推动下实现高效的创新发展。根据中国工业互联网研究院的测算，2020年工业互联网带动我国制造业增加值规模约为10881.63亿元（+9.13%），预计2021年带动制造业增加值规模为12553.14亿元，同比增速上升至15.37%。

图 44：工业互联网带动我国制造业增加值规模（亿元）



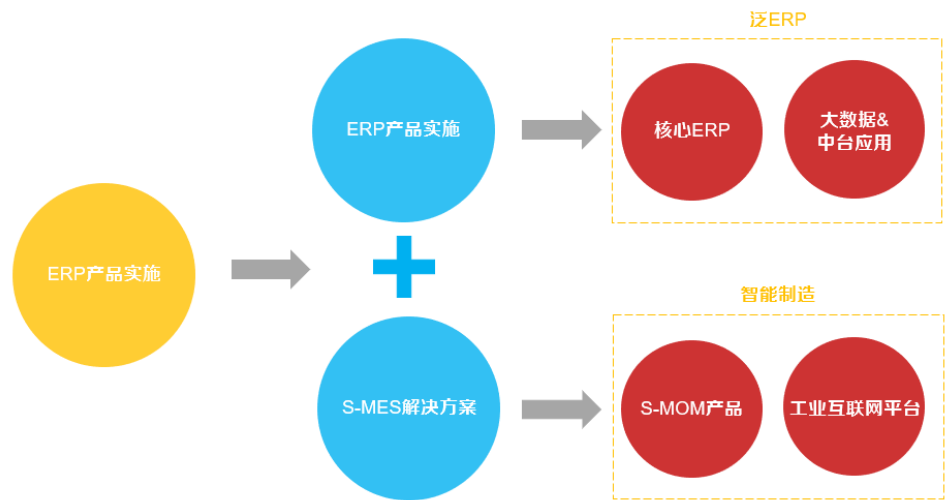
数据来源：中国工业互联网研究院，东方证券研究所

三、内生自研与外延并购齐举，加速自研产品落地

3.1 加速自研产品落地，坚定产品化转型

公司坚定“产品化”战略，逐步实现业务横纵向拓展。公司在成立初期以软件外包和实施业务为主，在 2012 年公司开启工业管理软件自主研发，之后便在最初的核心 ERP 业务的基础上实现了业务的横、纵向拓展：（1）横向拓展：2012 年公司以 S-MES 系列产品和方案开始切入智能制造领域，初步形成了“ERP+智能制造”的业务布局，也使公司业务范围从企业层级的运营管理下沉车间层级的产线、设备单元的管理；（2）纵向延伸：泛 ERP 领域，公司在核心 ERP 实施的基础上推出丰富的、自研的大数据和中台应用；智能制造领域，公司将 S-MES 扩展成 S-MOM 制造运营产品家族，同时推出了基于自主研发的工业互联网平台。

图 45：公司通过自研实现了产品矩阵的扩充



数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

表 4：公司自研产品

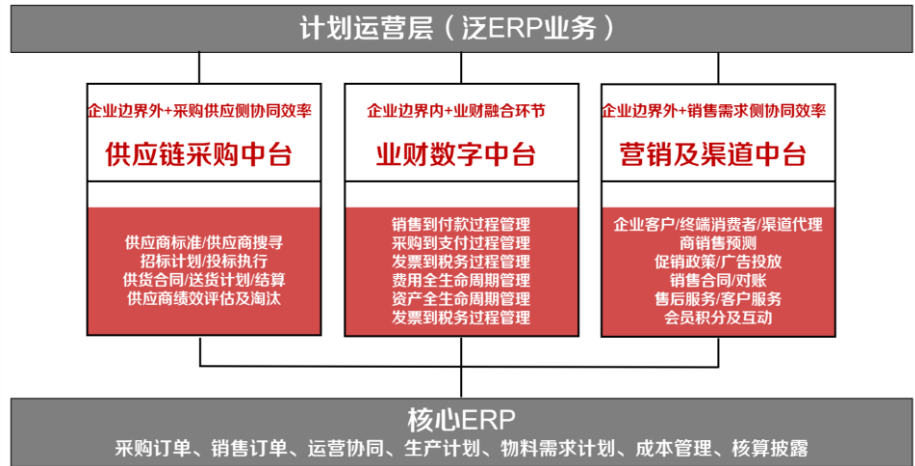
| 业务线 | 产品类别 | 具体产品 |
|-------|---------|---|
| 泛 ERP | 大数据 | 数据中台、BI、SAAF、MDM |
| | 供应链采购中台 | 采购协同、采购中台、采购大脑、寻源采购、商城采购、电商采购 |
| | 业财数字中台 | 费用管理、财务共享、差旅管理 |
| | 营销及渠道中台 | IMS、CSS、CMS、OMS |
| 智能制造 | S-MOM | SMI、SAPS、SMES、SQMS、SWMS、SEDO、EMS、SMDC、SNest |
| | 工业互联网平台 | 设备健康监测平台、资产管理信息化平台 |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

在泛 ERP 领域，公司推出丰富的自研数字化中台应用，形成了代理实施与自研产品并行的业务模式。数字中台是将企业的共性需求进行抽象，并打造为平台化、组件化的系统能力，使企业可以针对特定问题灵活地调用资源构建解决方案，帮助企业更高效、便捷地落地产品研发、业务需求，快速进行数字化转型。公司围绕核心 ERP 推出提供基于共享技术中台的丰富的数字化中台应用，包括横向延伸覆盖企业供应链上下游的数字化供应链中台应用、数字化营销中台应用，以及满足

企业业务财务一体化需求的业财融合中台应用等，并通过大数据技术构建了完整的企业级数字化产品图谱及相关交付服务能力。

图 46：公司打造的以“核心 ERP+数字中台应用”为核心的企业级数字化产品图谱



数据来源：公司公告，东方证券研究所

在智能制造领域，公司已形成 S-MOM 工业管理软件产品家族和工业互联网平台两大自主产品系列：

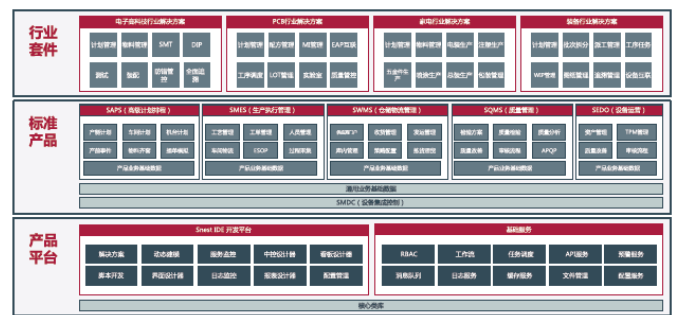
- 1> **S-MOM 工业管理软件产品家族**：公司深度结合国内离散型制造业的流程规范及企业实际需求，于 2012 年开始面向市场提供以 S-MES 为核心的工业管理软件产品，通过不断自主研发升级，目前已扩展成为一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的工业管理软件产品家族（简称 S-MOM），实现了自平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理。由于不同行业，甚至同一行业的不同企业生产管理模式都不尽相同，企业对工业管理软件的需求也具有明显差异。为了满足装备制造、电子、PCB 等核心行业的不同需求，公司推出了行业套件解决方案，为企业提供“标准平台+行业套件包+配置化服务”。

图 47：公司 S-MOM 智能制造产品家族概览



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：公司基于 SMOM 产品拓展的行业套件整体架构



数据来源：《中国制造企业数字化转型白皮书》，东方证券研究所

- 2> **工业互联网平台**：公司基于自主研发的工业互联网平台，在感知层能够运用智能传感器采集设备的各类工况数据信息，通过智能网关在传输层应用多种通讯协议传送至工业互联网云端数据中心，利用工业互联网数据中心的采集、组织、分析能力，基于已建立的完善的设备健康值模型，以数据为基础，从现象出发，为客户提供不同的设备检修与维护策略。平台

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

通过边缘层、基础设施层（IaaS）对工业数据的数字化采集、计算及存储，实现工业大数据的标准化；在此基础上依托公司强大的研发能力，在平台层（PaaS）对数据进行资产管理和技术管理，完成数据集成接入、整合存储及数据萃取，以获取面向应用及客户的开放、统一数据服务中间件；最后通过应用层（SaaS）实现对企业关键生产设备及产线数据的绩效分析、健康分析、安全分析及工艺分析等功能。

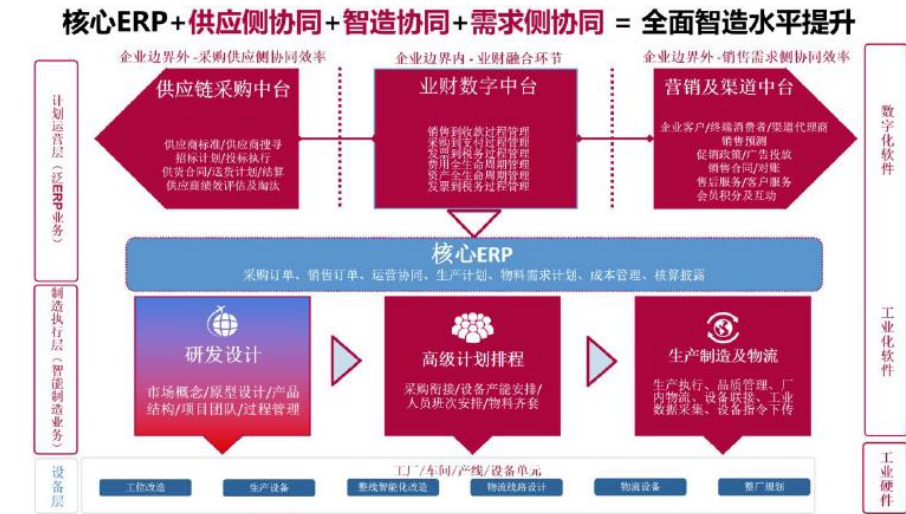
图 49：公司工业互联网平台



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司泛 ERP、智能制造两大核心业务实现了紧密协同，提升了公司全栈式服务能力。企业战略或商业计划需要从企业到工厂，至车间、到产线及设备单元层次的执行整合落地。泛 ERP 业务是从典型的企业战略和运营角度上进行管理，而智能制造业务则是生产过程的实时概念；泛 ERP 偏向于计划及统筹，工业管理及控制软件偏向于生产执行，前者实现策略制定，而后者则负责操作。这两个系统共同加快了价值实现速度、提高了质量并确保了一致性。计划层的数字化系统和执行层的实时协同能使制造企业利用它们的组合能力将传统工厂转变为真正的智能工厂。以公司子公司景同科技为例，由于符合客户对供应商全栈式综合能力的要求，2021 年景同超过 15% 的合同订单为核心 ERP+智能制造产品组合项目，由后端多个交付单元联合开展实施。

图 50：公司泛 ERP、智能制造两大核心业务实现了紧密协同



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 内生式自研与外延式并购相结合，持续完善产品及业务布局

公司上市以来通过两次募资项目加速自主解决方案落地，坚定产品化、中台化发展：

- 1> **2020 年，公司发行可转债募集资金 3.2 亿元，用于智能制造解决方案升级项目以及基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目。**（1）智能制造解决方案升级项目利用中台技术，构建“标准产品+行业套件+定制化服务”新业态，一方面通过产品化程度的提升进一步缩短交付周期，降低交付成本，另一方面通过提升自本地定制化开发到云化服务的多层次服务模式，不断提升客户覆盖率。（2）基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目运用智能传感器采集设备的各类工况数据信息，通过智能网关传送至工业互联网数据中台，利用工业互联网数据中台的数据采集、组织、分析能力，基于已建立的完善的设备健康值模型，以数据为基础，从现象出发，为客户提供不同的设备检修与维护策略。
- 2> **2021 年，公司发行定增募集资金 6.5 亿元，用于建设基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目。**公司基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目，一方面为自主多解决方案的融合化、规模化拓展奠定坚实基础，同时可作为独立的解决方案产品进行销售；另一方面将基于共享技术中台，对现有智能财务应用、数字化营销应用、数字化供应链应用等自主应用软件产品进行更新改造，进一步丰富产品功能，提升产品交付质量和效率，扩大各产品业务规模。

表 5：公司上市后通过两次募资项目加速业务布局

| 方案 | 项目名称 | 投资方向 | 主要内容 |
|-------------------|-----------------------------|----------|---|
| 可转债项目 (2020 年) | 智能制造解决方案升级项目 | S-MOM | 在现有 S-MOM 产品基础上进行全面升级研发，利用中台技术，构建“标准产品+行业套件+定制化服务”，形成 SMDC、SAPS、SMES、SQMS、SWMS、SMI 等标准产品系统模块；新增电子、机加工、PCB、注塑、泛家具等领域的行业套件解决方案。 |
| | 基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目 | 工业互联网平台 | 智能网关优化，支持单网口/两网口/五网口，支持 4G/3G/WIFI/PPPOE/WAN 有线网络，内嵌工业控制协议；支持本地/远程自定义配置、远程部署、网关状态监控、远程设备维护等技术；建立更完备的内嵌协议分析器。技术平台升级，对平台功能架构进行全面完善。 |
| 定增项目 (2021 年) | 基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目 | 共享技术中台 | 在当前技术中台基础上，新增 DMP 数据分析平台、PIDB 产品创新设计底座，SF 开发运营平台等要件。 |
| | | 智能财务应用 | 以赛意共享技术中台为底座，开发相关共用组件和主数据内容；帮助客户链接业务作业端和财务核算系统，汇集与财务相关的业务数据，通过自动化或半自动化检查、筛选、转换，将转换后的数据传入财务核算系统。 |
| | | 数字化营销应用 | 以赛意共享技术中台为底座，开发相关共用组件和主数据内容；针对不同的营销模式，分别构建面向经销商多级渠道的 B2B 渠道管理前台，以及面向消费者端的 B2C 渠道管理平台。 |
| | | 数字化供应链应用 | 以赛意共享技术中台为底座，开发相关共用组件和主数据内容；新增库存协同、质量协同、核价管理及品类布局策略等模块化组件。 |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司通过外延的投资、参股、并购等方式完善产品布局，促进业务协同：

- 1> **产业基金投资：**2018 年，公司设立“广东赛意信息产业投资中心（有限合伙）”（下称“赛意产业基金”），目前持股比例为 55.69%（爱企查数据）。赛意产业基金主要面向制造业、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

服务业等头部企业的云计算、大数据、人工智能创新公司进行布局，在企业级服务领域寻找持续盈利能力稳定或中长期具有较大增长潜力的标的进行投资，以实现企业级服务 SaaS、智能制造、工业互联网领域的商业模式创新。目前，赛意产业基金已完成商越科技、亿图视觉、智思云等公司的投资，公司与被投公司的产品及技术能产生较好的协同，进一步提升了公司在泛 ERP 与智能制造领域的竞争力。

表 6：赛意产业基金部分投资案例

| 被投公司 | 公司定位 | 公司介绍 |
|------|--------------------------|--|
| 商越科技 | 企业采购“数据中台”提供商 | 公司致力于帮助核心企业建立供应商平台，提供企业采购商城+交易协同网络的整体解决方案，帮助核心企业实现采购在线化、数据化，进而提升效率，降低成本。 |
| 亿图视觉 | 机器视觉、智能制造解决方案提供商 | 公司具有自主实现的实用化机器视觉算法和设备，通过输出自动化产线及机器视觉技术，力图成为服务于制造业的机器视觉设备领域的平台型公司。 |
| 智思云 | 连接全员、赋能员工的 HR SAAS 套件提供商 | 公司为中大型企业提供套件式、全移动、全场景、全员互动的 HR SAAS 套件产品，致力于应用数字化技术来帮助企业 HR 提升工作效率，助力企业打造雇主服务雇员的一站式信息平台。 |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

2> 参股或并购：2018 年至今，公司先后投资或并购景同科技、鑫光智能、基甸信息、易美科四家公司，分别涉及 ERP、智能制造、财务管理以及 PCB 领域，不仅帮助公司快速获取关键的技术和能力，同时通过业务协同帮助公司持续扩大市场份额。2022H1，公司通过对基甸信息剩余 49% 股权收购实现全资控股，进一步夯实公司在泛 ERP 领域，尤其是业财融合、管理会计、预算及合并等财务数字化的自研产品的竞争力。2022 年 8 月，公司完成对 PCB 工业软件企业易美科 51% 的股权收购，该收购将使得公司在垂直行业的竞争力大幅提升，加强公司在细分制造业工业软件市场的行业定价权。

表 7：2018 年以来公司主要的投资或并购一览

| 时间 | 公司名称 | 持股比例 | 收购目的 |
|---|------|------|---|
| 2018 年（收购 51% 股权）、 2019 年（收购 49% 股权） | 景同科技 | 100% | 景同科技专注在 SAP 咨询实施服务领域提供企业管理系统解决方案，与世界一流的软件原厂 SAP、Oracle、微软等都结成了长期战略合作伙伴关系。通过此次收购，可以扩展公司的业务服务领域以及获得新的业务驱动力，提升公司在智能制造领域解决方案的综合能力。 |
| 2019 年 | 鑫光智能 | 19% | 鑫光智能是一家智能制造整体解决方案研发设计、生产制造、销售与服务提供商。通过参股，双方将在研发上开展紧密协同，为市场提供更完整的、更自主可控的基于新一代信息技术的工业物联网综合数字智造解决方案，以期实现工业制造的横向与纵向的柔性集成，打造自企业运营层至生产车间层，及至产线设备一体化的数字化连接及控制解决方案。 |
| 2020 年（收购 51% 股权）、 2022 年（收购 49% 股权） | 基甸信息 | 100% | 基甸信息是国内领先的财管解决方案服务商，专注为企业提供专业的、深度的财务分析方案，助力企业管理的数字化转型。通过收购，公司在国产自研企业级服务产品领域，尤其是管理会计、财务作业、财务共享领域的数字化产品基础大大增强，为集团型企业提供透明、快速、动态、智能的业财融合、全面预算、信披合规及集团财务合并领域的专业能力。 |
| 2022 年 | 易美科 | 51% | 易美科是一家专业的 PCB/FPC 行业数字化运营管理解决方案提供商。通过此次股份收购，有助于进一步加大公司在工业软件领域的创新与发展，加速构建公司在符合国家战略方向的行业中提供自 ERP 计划到智能制造产品的全栈化优势，扩大公司在垂直行业的市场占有率，以不断提升公司的盈利效率和综合盈利水平。 |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司不断切入具有硬科技底色且景气度较高的行业，并将可复用的行业经验推广至行业腰部客户，不断扩大新客户数量及客户覆盖面。在发展初期，公司业务主要围绕着美的、华为等核心客户开展。近年来，公司继续夯实在自身在电子高科技及机械装备领域的行业优势基础上，不断切入具有硬科技底色且景气度较高的行业。2021 年，公司在半导体封测、医疗器械领域连续获得行业头部客户的智能制造订单，取得山头突破。公司将通过对标杆项目实施资源的饱和式投入提供优质服务以建立灯塔工厂，为后续同行业方案复制扩大份额取得商业成功打下良好基础。此外，公司基于多年服务行业头部客户所沉淀的服务经验，推出了标准化程度较高的行业套件，将可复用的行业经验推广至行业腰部客户，不断扩大新客户数量及客户覆盖面。目前，公司已成功服务制造、家电、电子高科技、化工、家居、汽车、光伏等十余个行业的客户。

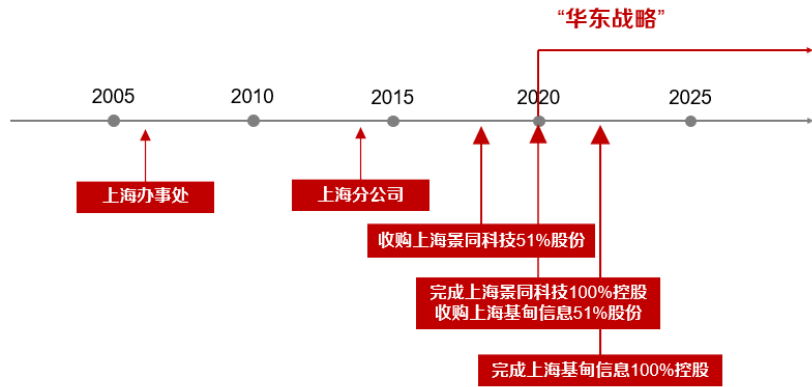
图 51：公司部分成功案例一览

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|----------------------------|------------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| 时代中国 时代中国 (集团) 13 | 日丰 日丰集团 13 | 美的 Midea 美的集团 (集团) 13 | 索菲亚 索菲亚 13 | 赛威三九 CR SANUO 13 | 君臣药 大药房 君臣药 (集团) 13 | FOSUN PHARMA 复星医药 13 | 高济医疗 高济医疗 (集团) 13 | AUX 奥克斯 奥克斯 (集团) 13 | 时代中国 时代中国 (集团) 13 | |
| 德业股份 德业股份 (集团) 13 | 德业股份 德业股份 (集团) 13 | CRC 创科 创科 (集团) 13 | GETTOP 开纳 开纳集团 13 | KHB 科华生物 科华生物 (集团) 13 | 生工 Sangon Biotech 生工生物 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 美的 Midea 美的集团 (集团) 13 | |
| TCL TCL 电子 (集团) 21 | 美的 Midea 美的集团 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | FOSUN PHARMA 复星医药 13 | 德业股份 德业股份 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | Jinko 晶科能源 (集团) 13 | XIZI 希智 (集团) 13 | KIN LONG 金龙集团 13 | CIMC 中集 中集集团 13 | |
| KHB 科华生物 科华生物 (集团) 13 | 生工 Sangon Biotech 生工生物 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 德业股份 德业股份 (集团) 13 | 德业股份 德业股份 (集团) 13 | ROBAM 老板 老板集团 13 | Homa 奥马 奥马集团 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | Jafron 捷联 捷联集团 13 | |
| 华通股份 华通股份 (集团) 13 | 华通股份 华通股份 (集团) 13 | 华通股份 华通股份 (集团) 13 | 华通股份 华通股份 (集团) 13 | 华通股份 华通股份 (集团) 13 | 华通股份 华通股份 (集团) 13 | HK 康耐股份 康耐股份 (集团) 13 | HOTATA 好太太 好太太 (集团) 13 | 丁金池影城 丁金池影城 (集团) 13 | CARSAN 卡森 (集团) 13 | HITACHI 日立 (集团) 13 |
| 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | AUX 奥克斯 奥克斯 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | Whirlpool 惠而浦 (集团) 13 | Panasonic 松下 (集团) 13 |
| Jafron 捷联 捷联集团 13 | 高济医疗 高济医疗 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 |
| MCI 中大集团 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 | 康润贝 康润贝 (集团) 13 |

数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司加码华东地区业务布局，以期形成“华东+华南”双中心格局。公司起家于广东，华南地区一直是公司主要的收入来源地区，但在华东地区也早有业务布局：于 2006 年成立上海办事处，2014 年设立上海分公司；同时在长三角区域，如合肥、苏州、杭州等地设立分公司和交付基地，并已积累一定数量的客户。2018-2022 年间，公司完成对上海景同科技与上海基甸信息 100% 的收购，目的是在业务运营、客户资源、技术能力等方面形成协同效应。2020 年，公司正式制定华东战略。公司计划三年内建成以交付人才为主的千人规模华东总部，并将根据实际情况在上海构建研发团队，力图再造一个“华南”。2022 年 2 月公司发布公告称，公司拟购买位于上海市闵行区面积约 12.7 亩的土地使用权，以建设赛意信息华东研发总部，打造“华东研发中心+华东营销管理中心+华东数字化产业人才学院”等数字化创新赋能发展平台。

图 52：公司持续加码华东地区业务布局



数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 泛 ERP 业务方面，公司已推出丰富的自研数字化中台应用，形成了代理实施与自研产品并行的业务模式，并通过大数据技术构建了完整的企业级数字化产品图谱及相关交付服务能力。我们认为，在“十四五”期间国内制造业企业有较为迫切的数字化升级的需求，国家近年来也持续推出相关政策以推进企业核心软件的国产替代，因此公司相关业务有望保持稳健增长。我们预计，公司 22-24 年泛 ERP 业务收入增速分别为 27.0%、26.4%、24.6%，毛利率分别为 35.4%、35.8%、36.2%，毛利率有小幅上升主要是公司产品竞争力以及毛利率更高的自研产品占比提升所致。
- 2) 智能制造业务方面，公司已形成 S-MOM 工业管理软件产品家族和工业互联网平台两大自主产品系列，实现了自平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理。我们认为，在《“十四五”智能制造发展规划》等政策的推动下，我国制造业企业在未来将加大智能制造软件方面的投入，因此公司相关业务有望实现较快增长。我们预计，公司 22-24 年智能制造业务收入增速分别为 40.5%、37.6%、34.5%，毛利率分别为 43.3%、44.3%、45.2%，毛利率有小幅上升主要是由于公司产品在不同行业的可复用程度提升，以及毛利率更高的自研产品占比提升所致。
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 5.3%、5.3%、5.2%，管理费用率为 6.6%、6.4%、6.4%，研发费用率为 11.2%、11.3%、11.6%。销售、管理费用率的小幅下降主要是营业收入的增长对费用有一定的摊薄影响，研发费用率维持提升主要是公司在未来加速自研产品落地时需要持续加大研发投入。
- 4) 公司 22-24 年的所得税率维持 5.00%

盈利预测核心假设

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 泛 ERP | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 815.4 | 1,117.6 | 1,419.2 | 1,793.4 | 2,234.4 |
| 增长率 | 16.4% | 37.1% | 27.0% | 26.4% | 24.6% |
| 毛利率 | 34.1% | 35.1% | 35.4% | 35.8% | 36.2% |
| 智能制造 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 413.3 | 591.9 | 831.9 | 1,145.0 | 1,540.3 |
| 增长率 | 56.3% | 43.2% | 40.5% | 37.6% | 34.5% |
| 毛利率 | 41.0% | 42.1% | 43.3% | 44.3% | 45.2% |
| 代理分销 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 105.0 | 163.1 | 228.3 | 308.2 | 400.7 |
| 增长率 | 34.0% | 55.2% | 40.0% | 35.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 11.3% | 8.7% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 软件维护服务与其他 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 51.6 | 62.3 | 74.8 | 89.7 | 107.7 |
| 增长率 | 60.7% | 20.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | 46.2% | 44.7% | 45.4% | 45.4% | 45.4% |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | | | |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 合计 | 1,385.3 | 1,934.9 | 2,554.2 | 3,336.3 | 4,283.0 |
| 增长率 | 28.8% | 39.7% | 32.0% | 30.6% | 28.4% |
| 综合毛利率 | 34.9% | 35.3% | 36.0% | 36.6% | 37.2% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.75、0.99、1.29 元，由于公司是国内领先的企业数字化及智能制造解决方案供应商，因此我们选择了汉得信息、用友网络、中控技术、宝信软件、鼎捷软件作为可比公司。根据可比公司，我们给予公司 2022 年的 36 倍市盈率，对应目标价为 27.00 元，首次给予买入评级。

表 8：可比公司估值比较

| 公司 | 代码 | 最新价格(元) | 每股收益 (元) | | | | 市盈率 | | | |
|------|--------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2022/9/28 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 汉得信息 | 300170 | 7.09 | 0.23 | 0.62 | 0.44 | 0.66 | 31.14 | 11.38 | 16.14 | 10.75 |
| 用友网络 | 600588 | 17.84 | 0.21 | 0.22 | 0.31 | 0.41 | 86.56 | 81.39 | 58.26 | 43.69 |
| 中控技术 | 688777 | 75.64 | 1.17 | 1.58 | 2.09 | 2.72 | 64.61 | 47.93 | 36.16 | 27.77 |
| 宝信软件 | 600845 | 37.75 | 0.92 | 1.16 | 1.47 | 1.86 | 41.01 | 32.62 | 25.67 | 20.33 |
| 鼎捷软件 | 300378 | 15.63 | 0.42 | 0.58 | 0.79 | 0.99 | 37.12 | 26.76 | 19.87 | 15.75 |
| | 最大值 | | | | | | 86.56 | 81.39 | 58.26 | 43.69 |
| | 最小值 | | | | | | 31.14 | 11.38 | 16.14 | 10.75 |
| | 平均数 | | | | | | 52.09 | 40.02 | 31.22 | 23.66 |
| | 调整后平均 | | | | | | 47.58 | 35.77 | 27.23 | 21.28 |

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

客户集中度较高的风险

2021 年，公司来自前五名客户的销售额占营业收入比例为 45.96%，其中来自第一大客户的收入占营收比例为 36.79%，可见的公司客户集中度较高。若未来公司主要客户的经营情况以及经营方针出现波动，将会对公司的业绩产生不利影响。

下游需求不及预期

近年来新冠疫情的反复给我国制造业带来了较大影响，在中高风险地区的制造业企业无法正常开展业务，进而直接影响了制造业的景气度。由于制造业企业与数字化、智能化相关的 IT 投入与行业发展预期以及自身经营情况紧密相关，若下游景气度恢复不及预期而导致公司客户缩减 IT 投入，将会直接影响到公司的营收水平。

疫情导致项目实施困难的风险

目前公司业务主要以现场部署为主，若未来新冠疫情在全国范围内持续反复，将会对公司业务的开展产生不利影响。

研发进展不及预期

目前，公司正在加大泛 ERP 及智能制造领域自研产品的研发力度。若公司的研发进展不及预期，将会给公司未来业务的拓展以及盈利能力的提升带来不利影响。

市场竞争加剧

目前国内工业软件市场参与者众多，包括海外厂商以及国内本土企业。若竞争对手加大产品及市场的投入，将会对公司的业务拓展产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 509 | 1,162 | 1,534 | 2,003 | 2,572 | 营业收入 | 1,385 | 1,935 | 2,554 | 3,336 | 4,283 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 500 | 603 | 796 | 1,040 | 1,335 | 营业成本 | 902 | 1,251 | 1,634 | 2,116 | 2,689 |
| 预付账款 | 18 | 28 | 37 | 48 | 62 | 营业税金及附加 | 9 | 11 | 14 | 19 | 24 |
| 存货 | 99 | 124 | 162 | 209 | 266 | 销售费用 | 73 | 103 | 136 | 176 | 225 |
| 其他 | 160 | 82 | 107 | 139 | 177 | 管理费用及研发费用 | 207 | 329 | 453 | 592 | 773 |
| 流动资产合计 | 1,285 | 1,999 | 2,635 | 3,439 | 4,412 | 财务费用 | 9 | 18 | 6 | 18 | 27 |
| 长期股权投资 | 101 | 109 | 109 | 109 | 109 | 资产、信用减值损失 | 22 | 17 | 23 | 25 | 27 |
| 固定资产 | 23 | 237 | 222 | 207 | 191 | 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 投资净收益 | 8 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 无形资产 | 40 | 74 | 66 | 58 | 49 | 其他 | 16 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 其他 | 570 | 587 | 774 | 774 | 674 | 营业利润 | 189 | 240 | 322 | 424 | 552 |
| 非流动资产合计 | 734 | 1,007 | 1,172 | 1,148 | 1,025 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2,019 | 3,006 | 3,807 | 4,588 | 5,436 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 28 | 30 | 526 | 910 | 1,237 | 利润总额 | 189 | 240 | 322 | 424 | 552 |
| 应付票据及应付账款 | 36 | 45 | 59 | 77 | 97 | 所得税 | 13 | 12 | 16 | 21 | 28 |
| 其他 | 323 | 380 | 403 | 433 | 469 | 净利润 | 176 | 228 | 306 | 403 | 524 |
| 流动负债合计 | 387 | 455 | 988 | 1,420 | 1,803 | 少数股东损益 | (0) | 4 | 5 | 6 | 8 |
| 长期借款 | 157 | 145 | 145 | 145 | 145 | 归属于母公司净利润 | 176 | 225 | 301 | 397 | 516 |
| 应付债券 | 212 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.44 | 0.56 | 0.75 | 0.99 | 1.29 |
| 其他 | 12 | 43 | 43 | 43 | 43 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 381 | 188 | 188 | 188 | 188 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 768 | 643 | 1,176 | 1,608 | 1,991 | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 少数股东权益 | 177 | 182 | 186 | 193 | 201 | 成长能力 | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 217 | 398 | 399 | 399 | 399 | 营业收入 | 28.8% | 39.7% | 32.0% | 30.6% | 28.4% |
| 资本公积 | 288 | 1,133 | 1,141 | 1,141 | 1,141 | 营业利润 | 179.9% | 26.8% | 34.2% | 31.9% | 30.1% |
| 留存收益 | 461 | 649 | 905 | 1,248 | 1,704 | 归属于母公司净利润 | 165.4% | 27.5% | 34.0% | 31.9% | 30.1% |
| 其他 | 106 | 2 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,250 | 2,363 | 2,631 | 2,980 | 3,445 | 毛利率 | 34.9% | 35.3% | 36.0% | 36.6% | 37.2% |
| 负债和股东权益总计 | 2,019 | 3,006 | 3,807 | 4,588 | 5,436 | 净利率 | 12.7% | 11.6% | 11.8% | 11.9% | 12.1% |
| | | | | | | ROE | 18.4% | 13.8% | 13.0% | 15.2% | 17.1% |
| | | | | | | ROIC | 13.5% | 11.5% | 10.5% | 11.3% | 12.3% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 资产负债率 | 38.1% | 21.4% | 30.9% | 35.0% | 36.6% |
| 净利润 | 176 | 228 | 306 | 403 | 524 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 折旧摊销 | 9 | 20 | 28 | 29 | 29 | 流动比率 | 3.32 | 4.39 | 2.67 | 2.42 | 2.45 |
| 财务费用 | 9 | 18 | 6 | 18 | 27 | 速动比率 | 3.06 | 4.12 | 2.50 | 2.27 | 2.30 |
| 投资损失 | (8) | (11) | (11) | (11) | (11) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (71) | (110) | (227) | (287) | (347) | 应收账款周转率 | 2.8 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 其它 | 7 | 108 | (2) | 0 | 0 | 存货周转率 | 17.7 | 11.2 | 11.4 | 11.4 | 11.3 |
| 经营活动现金流 | 121 | 253 | 99 | 152 | 222 | 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 资本支出 | (28) | (258) | (5) | (5) | (5) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | (44) | (8) | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.44 | 0.56 | 0.75 | 0.99 | 1.29 |
| 其他 | (392) | 85 | (176) | 11 | 111 | 每股经营现金流 | 0.56 | 0.63 | 0.25 | 0.38 | 0.56 |
| 投资活动现金流 | (464) | (181) | (181) | 6 | 106 | 每股净资产 | 2.69 | 5.47 | 6.13 | 6.99 | 8.13 |
| 债权融资 | 402 | (214) | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 4 | 1,026 | 9 | 0 | 0 | 市盈率 | 53.3 | 41.8 | 31.2 | 23.6 | 18.2 |
| 其他 | 13 | (229) | 445 | 312 | 240 | 市净率 | 8.7 | 4.3 | 3.8 | 3.4 | 2.9 |
| 筹资活动现金流 | 418 | 583 | 454 | 312 | 240 | EV/EBITDA | 42.2 | 31.4 | 24.5 | 18.5 | 14.4 |
| 汇率变动影响 | 0 | (1) | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 44.1 | 33.8 | 26.7 | 19.7 | 15.1 |
| 现金净增加额 | 76 | 654 | 372 | 470 | 568 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn