

# 鼎捷软件 (300378)

## 推荐

行业：软件开发

### ERP 新产品旗开得胜，业绩柳暗花明

虽然我国制造业整体面临去产能压力，增速下滑，但鼎捷作为生产制造 ERP 龙头企业，并且多年坚持自身实施服务积攒了宝贵的行业经验，树立起了公司在电子、机械等行业的竞争壁垒。在行业应用深化、智能制造、工业 4.0 以及国产化替代的趋势下，公司将厚积薄发凸显优势。同时公司积极布局建设互联网中台，从企业互联走向产业互联；构建行业攻略云解决软件行业人员流动和个人产能的关键问题，进一步夯实卓越地位。

#### 投资要点：

◇ **台湾生产制造 ERP 龙头，新产品开拓大陆市场。**公司深耕台湾市场三十多年，专注生产制造和贸易流通领域，ERP 产品市占率已达 60%。2014 年 A 股上市后加大力度开拓大陆市场，14 和 15 年分别推出针对成长型企业的 E10 和定位大型企业集团的 T100。ERP 产品转换成本高，客户粘性大，但 T100 产品 70%~80% 为新客户，面市半年多获取新客户 40 多家，凸显公司产品竞争力。随新产品市场逐渐放量，预计公司 ERP 产品在大陆地区的增长率将达到 20%。

◇ **实施服务经验积累构成生产制造 ERP 领域核心竞争力。**公司始终坚持自身实施服务，在电子、机械等产业链长，生产工艺复杂的行业积累了丰富的经验。在整体 ERP 市场低速稳增长，生产制造领域应用深入的环境下，行业经验成为 ERP 企业竞争的主要壁垒，技术服务成为管理软件公司主要收入来源。鼎捷实施服务将厚积薄发，在智能制造和国产化替代进程中形成聚集效应。

◇ **互联中台打造产业生态链，行业攻略云实现经验沉淀和知识变现。**(1) 工业 4.0 的灵活生产模式对供应链的互相配合和快速反应能力有了更高的要求，ERP 不仅要优化内部管理还要有效连接外部资源。公司推动互联网中台发展，连接整个产业链，提升供应链有效性和效率。(2) 公司搭建行业攻略云，沉淀实施服务经验，缓解人员流动带来的负面效应。此外，公司推动议题制收费模式改革，有效提升个人产能 48%，预计未来将显著拉升利润。

◇ **度过产品更迭业绩低谷，企稳反转。**随新产品市场放量收入开始稳增长，公司反转确立。我们预测 16-18 年 EPS 分别为 0.25、0.35、0.43 元。我们长期看好 ERP 国产化，暂给予推荐评级，目标价 33.89 元。

◇ **风险提示：**生产制造企业削减 IT 支出，新产品推广不达预期，互联中台和网络攻略云发展低于预期。

#### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1020	1114	1283	1511
收入同比(%)	-3%	9%	15%	18%
归属母公司净利润	12	66	90	112
净利润同比(%)	-82%	466%	37%	25%
毛利率(%)	80.3%	80.4%	80.4%	80.5%
ROE(%)	1.0%	5.6%	7.3%	8.5%
每股收益(元)	0.04	0.25	0.35	0.43
P/E	738.82	130.49	95.49	76.68
P/B	7.64	7.34	7.00	6.55
EV/EBITDA	-303	155	90	68

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

参与人：刘玉萍

S0960115110038

0755-88320846

liuyuping@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 33.89

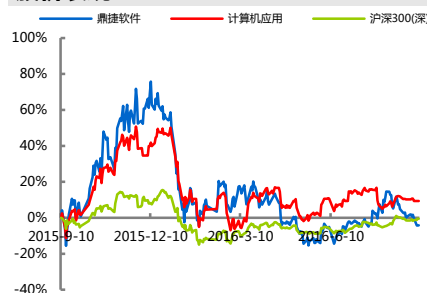
当前股价： 28.68

评级调整： 首次

#### 基本资料

总股本(百万股)	263
流通股本(百万股)	145
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	42
成交量(百万股)	2.25
成交额(百万元)	64.37

#### 股价表现



#### 相关报告

## 目录

<b>一、 生产制造 ERP 龙头，全新产品谱新篇 .....</b>	<b>4</b>
1.1 台湾生产制造 ERP 龙头企业，穿越海峡渗透大陆市场 .....	4
1.2 多样化产品，专注生产制造和贸易流通 .....	5
1.3 新产品 E10、T100 旗开得胜，进一步拓展大陆地区新客户 .....	6
1.4 坚持自身实施服务，积攒宝贵行业经验 .....	7
<b>二、 ERP 市场增长平稳，生产制造领域聚集性加强 .....</b>	<b>8</b>
2.1 ERP 市场空间接近 500 亿，四大动力促进稳增长 .....	8
2.2 生产制造 ERP，经验是核心竞争力 .....	10
<b>三、 公司不断巩固在 ERP 行业卓越地位 .....</b>	<b>12</b>
3.1 深耕生产制造业，延伸至智能制造 .....	12
3.2 从企业互联走向产业互联 .....	13
3.3 行业攻略云沉淀资源，开创全新收费模式 .....	14
3.4 ERP 移动化，实现企业实时管理 .....	14
<b>四、 投资策略：推荐，目标价 33.89 元.....</b>	<b>15</b>
<b>五、 风险提示.....</b>	<b>15</b>

## 图目录

图 1 2016H 公司主营收入构成.....	4
图 2 目前公司营收台湾地区占比较大.....	4
图 3 公司主要客户行业领域分布.....	4
图 4 2016H 营收和净利开始好转.....	5
图 5 技术服务业务营收占比不断上升.....	5
图 6 ERP 在企业产供销过程中发挥调配资源和信息反馈的作用.....	5
图 7 易助全系统流程图.....	6
图 8 TOP GP GENERO 核心架构.....	6
图 9 E10 产品优势.....	6
图 10 从需求分析到最后的达成, T100 提供完整的技术平台方案.....	7
图 11 ERP 软件 60%通用制造+20%细分行业+20%客制化.....	7
图 12 公司实施服务框架.....	8
图 13 生产制造 ERP 通用型与定制型产品占比.....	8
图 14 2015-2016 全球 IT 支出预测 ( 亿美元 ).....	8
图 15 2015-2016 中国 IT 支出预测 ( 亿元 ).....	8
图 16 我国管理软件市场规模预测.....	9
图 17 管理软件中 ERP 占据半壁江山.....	9
图 18 制造业是应用 ERP 的主要领域.....	9
图 19 生产制造 ERP 为制造业 ERP 的一个子类.....	9
图 20 两化融合、应用深入、中小企业渗透和国产化替代促进 ERP 市场增长.....	9
图 21 鼎捷 ERP 产品陪伴工程机械企业山河智能成长.....	10
图 22 我国生产制造 ERP 市场基本保持稳定.....	10
图 23 我国企业级软件占总 IT 支出比例远低于全球.....	10
图 24 我国生产制造 ERP 市场规模预测.....	11
图 25 2014 年我国生产制造 ERP 市场格局.....	11
图 26 2014 年我国生产制造 ERP 市场行业结构.....	11
图 27 工业 4.0 背景下制造企业的诉求.....	12
图 28 星网锐捷牵手鼎捷软件打造集团一体化管理软件&星网锐捷敏捷供应链之物流智能化系统.....	12
图 29 互联网按需而制 ( 至 ), 从企业互联走向产业互联.....	13
图 30 互联网中台实现全渠道零售.....	13
图 31 鼎捷行业攻略云.....	14
图 32 议题咨询模式流程.....	14
图 33 中国企业移动管理解决方案市场空间和行业增速.....	14
图 34 鼎捷 E10 移动 APP.....	14

## 表目录

表 1 公司 ERP 产品分类覆盖大中小企业.....	5
表 2 公司推出分别针对成长型企业和大型企业集团的新产品 E10 和 T100.....	6
表 3 公司的营业收入及利润预测.....	15

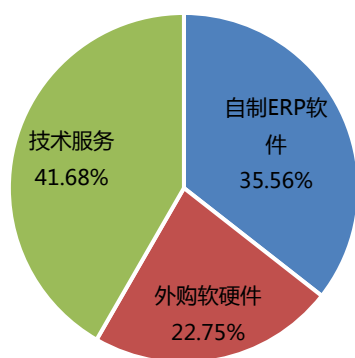
## 一、生产制造 ERP 龙头，全新产品谱新篇

公司成立于 1982 年，有着 30 年企业信息化经验。1997 年开始在国内提供 ERP 专业服务，在亚太地区拥有超过 5 万家客户。专注服务于生产制造和贸易流通行业，是国内生产制造 ERP 市占率第一的企业，深谙电子、机械、汽配、家居、流通等行业管理重点以及常见困扰。在制造业不景气的背景下，坚持推出新产品提升增长动能。

### 1.1 台湾生产制造 ERP 龙头企业，穿越海峡渗透大陆市场

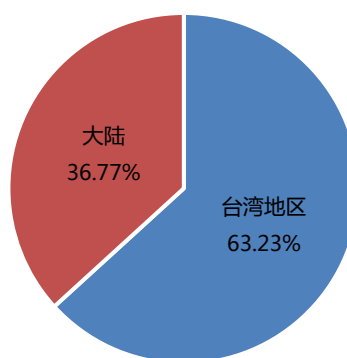
公司主营业务包括自制 ERP 软件、外购软硬件和技术服务，起家于台湾，目前营收台湾地区占比较大，2015 年为 63.23%。子公司台湾鼎新是台湾地区生产制造 ERP 绝对龙头，目前市占率约 60%，远超 SAP、Oracle 等知名国际企业。公司 2014 年在 A 股上市后加大发力开拓大陆市场。

图 1 2016H 公司主营收入构成



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

图 2 目前公司营收台湾地区占比较大



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

公司客户主要集中在电子、汽车、机械、食品饮料、医药等生产制造业和批发、零售、连锁分销等贸易流通行业。分布于 80 多个细分行业，目前大多数为中小型企业。

图 3 公司主要客户行业领域分布

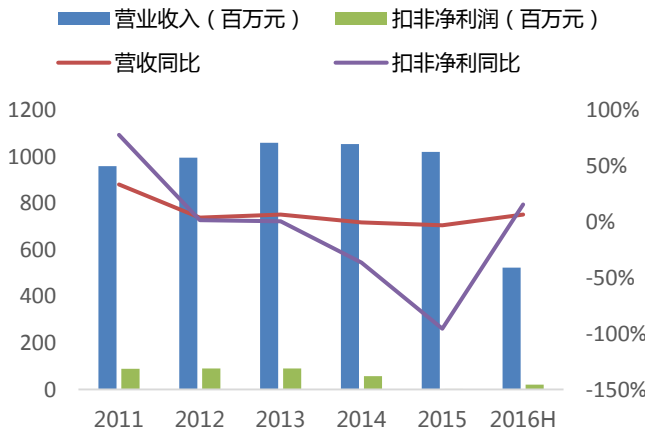


资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

制造业是对经济周期最为敏感的行业。2012 年以后受制造业景气度不佳影响，公司净利润增速放缓。公司坚持持续投入新品研发，产品的更迭虽经历阵痛，但 2016 年开始新产品的转换影响逐步消失，业绩显现。此外公司坚持自身实施服务，技术服务业务占比逐年上升，2016 年上半年营收占比已超过自制 ERP 软件业务。

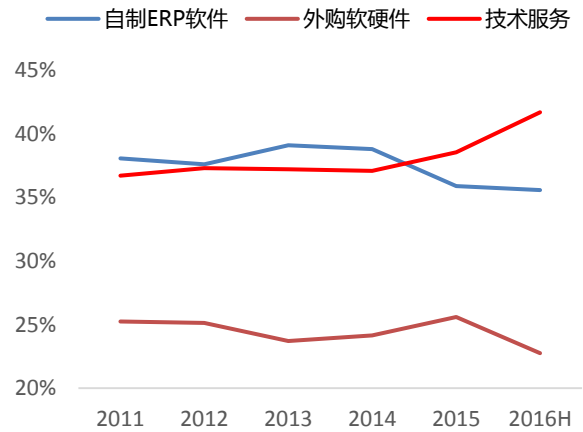
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 4 2016H 营收和净利开始好转



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

图 5 技术服务业务营收占比不断上升

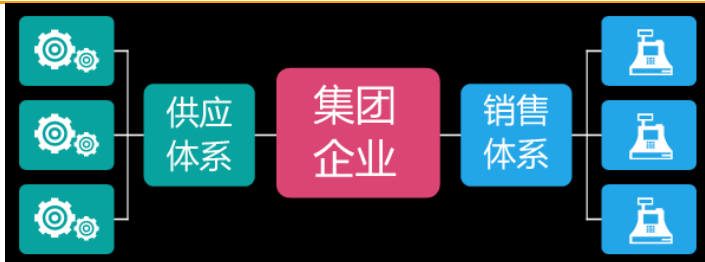


资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

## 1.2 多样化产品，专注生产制造和贸易流通

ERP 在企业产供销过程中发挥调配资源和信息反馈的作用。传统 ERP 包括财务、库存、采购、分销、制造、人力资源管理六大模块。E-ERP 软件衍生品包括根据客户对企业内与企业间的软件延伸应用 BI、CRM、Workflow、BPM、PLM、SCM、APS、GPM、Portal、HR、B2B、M 化（移动商务）、SFT、MES、KM、e-Learning 等。

图 6 ERP 在企业产供销过程中发挥调配资源和信息反馈的作用



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

公司产品针对客户企业规模，分为 ERP 大、中、小型产品系列，主要专注在生产制造和贸易流通领域。当前公司营收，大、中、小型产品收入约各占 1/3。

表 1 公司 ERP 产品多样，覆盖大中小型企业

客户规模	产品名称	产品描述	应用领域
大型	台湾：TIPTOP	包括从 ERP 到 E-ERP 的诸多模块，结合商务智能及弹性行业参数设定，量身设计专属服务计划及顾问服务。	生产制造
	大陆：TOP GP		
中型	台湾：Workflow GP	涵盖企业供应链、生产和财务管理的方方面面，并且能够与 PDM、CRM、HR、电子商务、PORTAL 等 E-ERP 产品无缝集成。	生产制造
	大陆：易飞		
	台湾：COSMOS	协助企业高效完成从接单、存货、采购、生产到发货等一系列动作，可与 CRM、EIS、EC、Easyflow 等 E-ERP 模块或 POS 系统紧密整合	贸易流通
	大陆：易成		
小型	易助	囊括了企业物流、生产、成本、财务等管理需求	生产制造
	易兴	强调企业的基础信息化	贸易流通

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部



公司深耕台湾市场 30 多年，行业专精度高，价值实施服务经验丰富。易飞、易助、TOP GP 等产品在制造业企业知名度高，口碑好，得到广泛应用。

图 7 易助全系统流程图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 8 TOP GP Genero 核心架构



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

### 1.3 新产品 E10、T100 旗开得胜，进一步拓展大陆地区新客户

在制造业不景气，公司业绩下滑的情况下，公司坚持持续投入新产品的研发和生产，在 2014 年和 2015 年分别推出针对成长型企业和大型企业集团的新产品 E10 和 T100。经历一年阵痛期后，目前新产品的推广已显成效，新客户反响好。

表 2 公司推出分别针对成长型企业和大型企业集团的新产品 E10 和 T100

产品	推出时间	定位	单价
E10	2014 年 5 月	成长型企业	均价 50 万左右
T100	2015 年 7 月	大型企业、集团	200-300 万

资料来源：中国中投证券研究总部

图 9 E10 产品优势



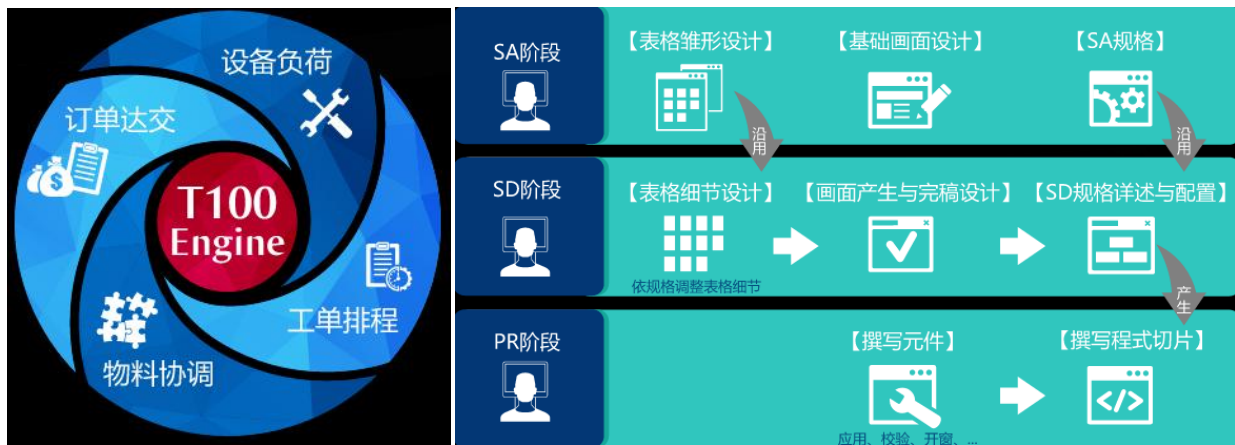
资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

**ERP 渗透公司的每个层面、所有流程，转换成本很高，客户粘性比较大。**T100 产品 70%~80% 属于新客户，凸显公司产品竞争力。同时 T100 拉升了单价，根据客户信息化规模单个订单金额达 600 万-900 万。到今年 4、5 月份，新客户已有 40 多家，新产品的推出为公司在大陆市场打开了新局面。

T100 提供供应链电子协同管理一体化方案，协助企业建立供应链以及发展产业链的优势。无论是代工制造、拥有自主品牌，搭配经销商、代理商的经营模式；或是更贴近消费者端的百货、零售门店开展，电商营运模式，T100 提供完整的一体化方案，解决企业多元营运业态及复杂的交易模式，协助企业通过 IT 资讯创造数字价值。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

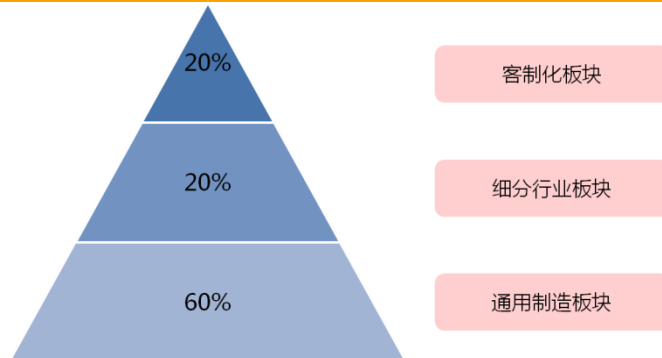
图 10 从需求分析到最后的功能达成，T100 提供完整的技术平台方案



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

**ERP 产品技术壁垒较低，产品差异关键在产品弹性和实施服务。**T100 针对大型企业、集团，主打和 SAP 竞争。相比 SAP 的产品，T100 最大的优势在于弹性好、源代码完全开放，用户在使用过程中可结合自身特点进行修改。并且鼎捷坚持自身实施服务。相对于国内其他竞争者，T100 也优势明显，用友 U8 是中型产品，NC 偏财务的集团化；用友针对大型客户的 U9，产品设计相对比较复杂，服务外包造成人力成本大；金蝶 K3 对大型企业的适用度不够好。

图 11 ERP 软件 60%通用制造+20%细分行业+20%客制化



资料来源：中国中投证券研究总部

### 1.4 坚持自身实施服务，积攒宝贵行业经验

企业应用模块的增加以及应用的深入使得 ERP 定制化比例提升，因而厂商实施服务能力变得非常重要。随着企业根据需要购买服务的意识增强，服务已经逐渐取代软件成为各大管理软件厂商的主要营收方式。国内厂商中，鼎捷从 2012 年就提出了要从关注产品适用性向关注客户应用价值转变，最早重视实施服务的价值。

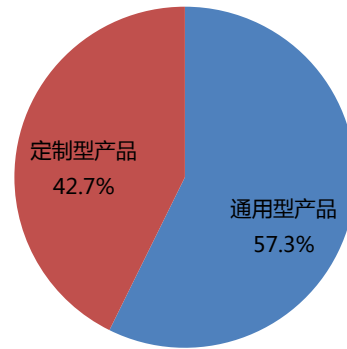
相比于第三方实施服务，厂商自身实施服务能够减少由于信息传递造成的信息缺失，保证质量，同时积累反馈加深对产品的了解。鼎捷多年实施服务经验，CEBIT( Capability Empowerment Base-on IT)“先画靶，后射箭”的核心价值服务模式，先确定客户难题，再针对客户管理痛点实施服务，有的放矢，提升效率。

图 12 公司实施服务框架



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

图 13 生产制造 ERP 通用型与定制型产品占比



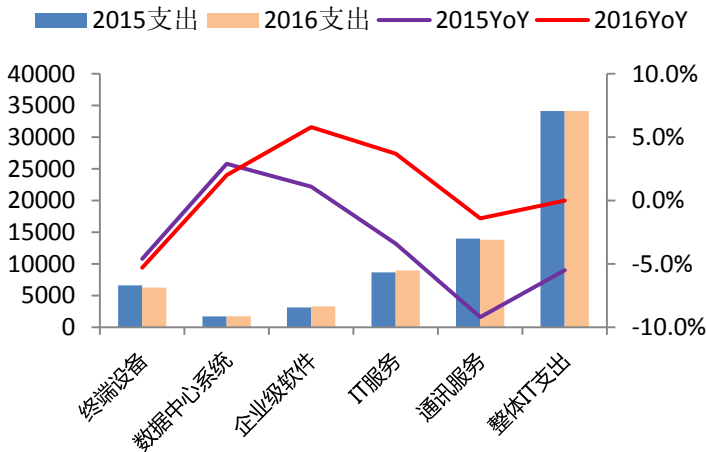
资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部

## 二、ERP 市场增长平稳，生产制造领域聚集性加强

### 2.1 ERP 市场空间接近 500 亿，四大动力促进稳增长

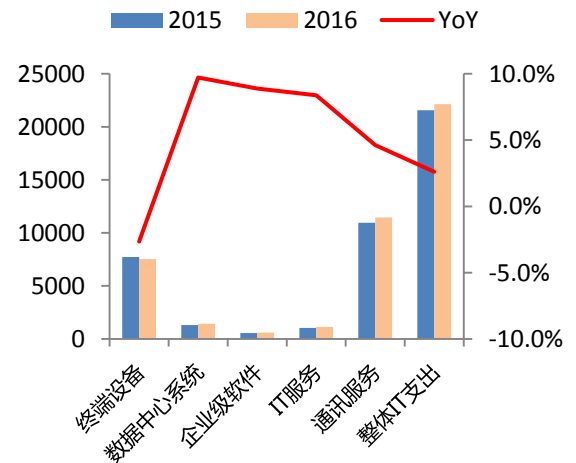
根据 Gartner 的预测数据，全球的 IT 支出整体处于停滞状态，细分领域中仅有企业级软件和数据中心系统维持比较稳定的正增长。我国的数据中心系统、企业级软件和 IT 服务目前仍维持相对较高的增速，2016 年的预测增速均超过 8%。

图 14 2015-2016 全球 IT 支出预测 (亿美元)



资料来源：Gartner、中国中投证券研究总部

图 15 2015-2016 中国 IT 支出预测 (亿元)

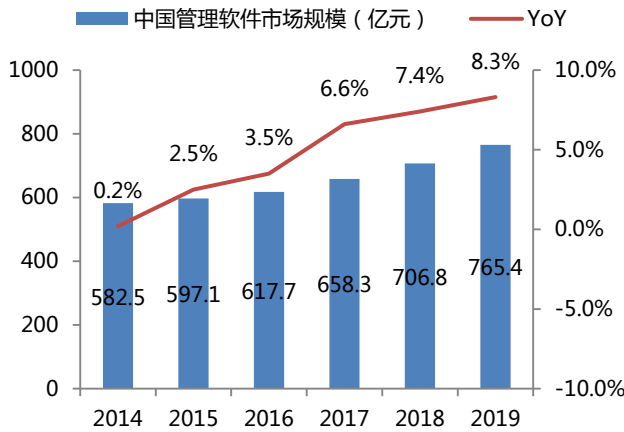


资料来源：Gartner、中国中投证券研究总部

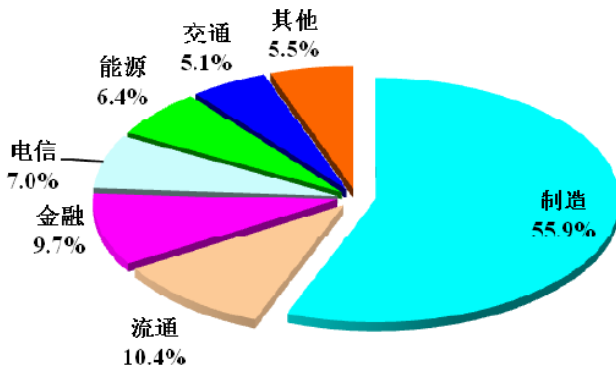
根据计世资讯的统计，2014 年我国的管理软件市场规模为 582.5 亿元，预计到 2018 年将超过 700 亿元。管理软件中占比最大的是 ERP，远超财务软件、SCM 等其他应用。预计到 2018-2020 年，ERP 市场将接近 500 亿元，在管理软件中占比 60% 左右。而制造业是应用 ERP 的主要行业领域。



图 16 我国管理软件市场规模预测



资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部  
图 18 制造业是应用 ERP 的主要领域



资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部

虽然我国 ERP 市场经历了早年的高速增长后近几年增速趋缓,但我们认为未来 ERP 市场仍有来自以下 4 个方面的增长动力:(1) 两化融合,工业化与信息化深度融合,制造大国向制造强国转型;(2) 企业信息化建设大背景下,ERP 向中小市场渗透;(3) 企业互联的带动下,生产制造管理软件的应用不断深化,从工业研发设计、生产流程、企业管理、物流配送等关键环节应用不断深入;(4) 国产化替代。

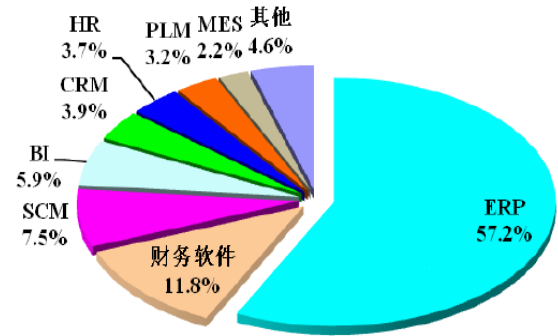
图 20 两化融合、应用深入、中小企业渗透和国产化替代促进 ERP 市场增长



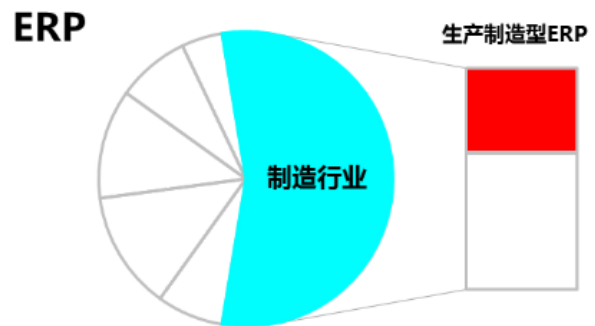
资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

**ERP 国产化是趋势,从国企向民企延伸。**出于费用成本高以及安全性考虑,今年 5 月政策面开始推动 ERP 国产化、去 SAP。ERP 是企业比较核心的系统,目前 SAP 费用还比较高,去 SAP 是趋势,范围可能先从国企开始。近几年民营企业发展迅速,未来民营企业也将推进。我们认为,可以做大型企业信息化的软件商至少在四个方面符合条

图 17 管理软件中 ERP 占据半壁江山



资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部  
图 19 生产制造 ERP 为制造业 ERP 的一个子类

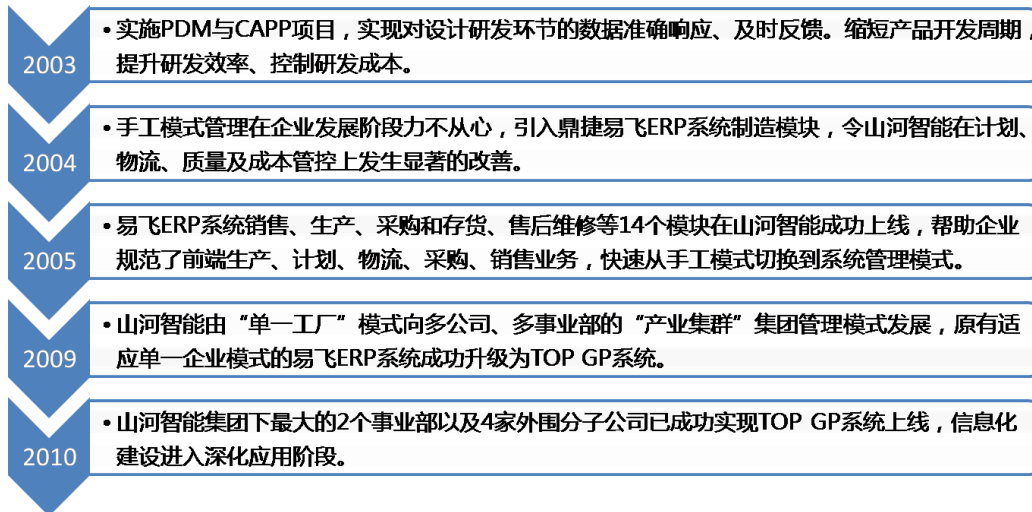


资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部

件：上市公司、独立产品、实施服务经验、大型企业服务经验。

鼎捷进入大陆最初定位是民营企业，陪伴很多民营企业从小企业成长为中、大型企业，提供的产品也从小型升级到中型、大型产品。鼎捷在这过程中也积攒了宝贵的行业经验，如工程机械行业是典型的离散型制造行业，具有多品种、小批量，按订单定制的特点；生产技术准备周期和生产周期较长，产品的设计、生产、交付与安装服务都具有一定的临时性特点；同时，根据产品成熟度不同，工程机械企业可能同时拥有混合生产模式，对生产和经营管理有着很高的要求。

**图 21 鼎捷 ERP 产品陪伴工程机械企业山河智能成长**



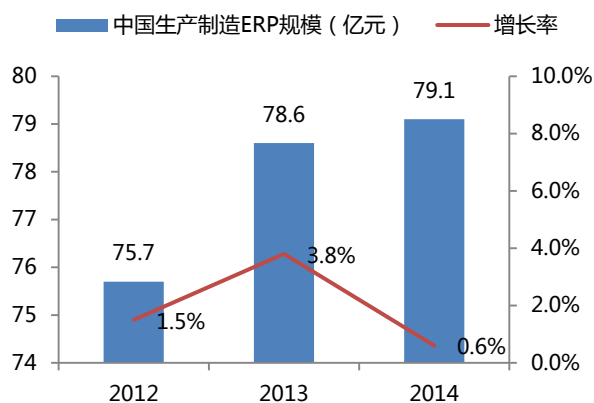
资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

鼎捷软件客户比例中民企较高，实质参与国产化的节奏相比于用友可能慢一些，但公司如今已具备大型企业信息化的能力，且正加强与政府的合作。国内品牌效应比较强，企业容易跟风使用 SAP，在政府引导下厂商将加强对产品实质性能以及适用性的考量，鼎捷作为优质国内 ERP 厂商，有望受益于 ERP 国产化替代。

## 2.2 生产制造 ERP，经验是核心竞争力

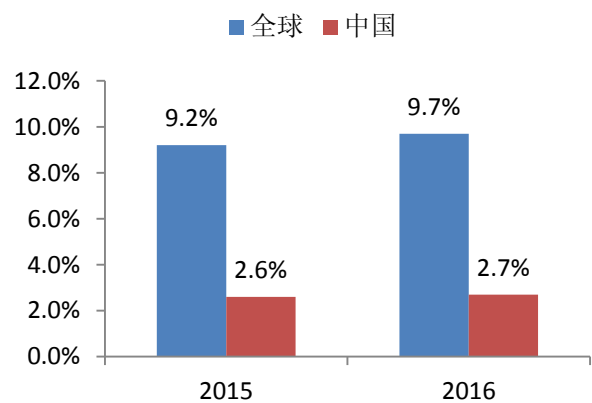
虽然目前我国生产制造 ERP 市场增速缓慢，但是相比于全球平均水平的企业级软件支出比例，我国的市场还有很大上升空间。

**图 22 我国生产制造 ERP 市场基本保持稳定**



资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部

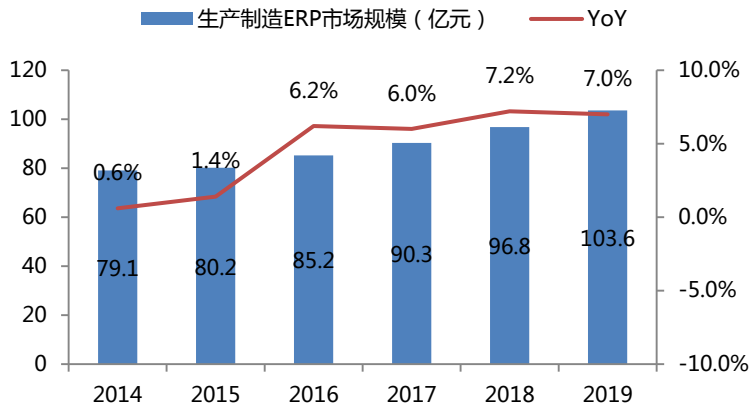
**图 23 我国企业级软件占总 IT 支出比例远低于全球**



资料来源：Gartner、中国中投证券研究总部

制造企业面临产能过剩问题更应从内部提升运营效率。处在转型档口，企业对未来迷茫之际会考虑优化自己的体制，管理系统。预计我国生产制造 ERP 市场将以 6%左右的增速稳定增长。

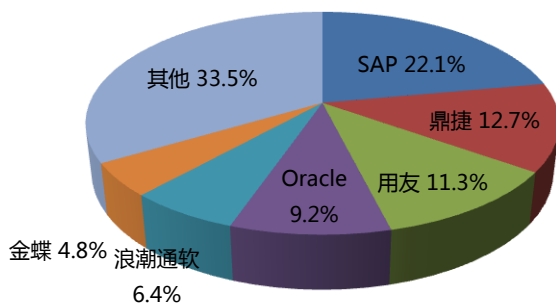
**图 24 我国生产制造 ERP 市场规模预测**



资料来源：计世资讯、中国中投证券研究总部

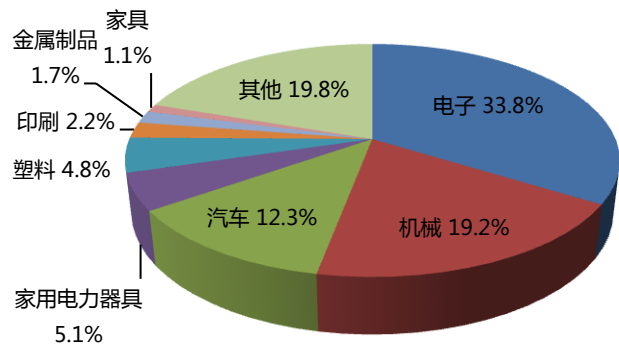
鼎捷在国内生产制造 ERP 市场份额为 12.7%，仅次于 SAP，是国产生产制造 ERP 龙头企业。生产制造 ERP 中，电子行业占 33.8% 的市场份额。ERP 行业虽然不存在准入资质，但是行业经验、专业水平很重要，具有明显的先发优势。先进入者能够建立起良好的用户基础，完善的销售和服务网络，积累丰富的成功案例，树立良好的市场品牌形象。公司从 1983 年开发出第一套 ERP 后，根据市场和技术的变化不断推出新的 ERP 产品，并且专注在以电子制造等为代表的生产制造领域。

**图 25 2014 年我国生产制造 ERP 市场格局**



资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部

**图 26 2014 年我国生产制造 ERP 市场行业结构**



资料来源：CCW Research、中国中投证券研究总部

**鼎捷具有丰富的经验累积，在生产制造领域优势明显：**电子和机械行业的产业链都较长，生产工艺和流程比较复杂，环节相对离散。众多企业在学习制造 ERP 系统的应用中高低差距非常大，领先企业已经把 ERP 当成一个战略性工具，通过 ERP 的应用提升企业核心竞争力。鼎捷专注国内生产制造行业，在这些领域有大量成功的积累，优势显著。鼎捷的 TOP GP ERP 在行业中得到大型企业的广泛认可，成为市场上的领先者。此外，国内软件开发商纷纷与行业系统集成商、生产自动化设备厂商合作，例如，鼎捷与研华科技合作，为企业打通从管理到生产智能化的信息化管理平台，实现企业应对大规模定制化生产的需要。

单考虑鼎捷在台湾地区每年 6 亿的市场规模复制到电子产业链同样成熟的北京和深圳，公司营收空间将达到 18 亿。相对于财务软件出生的用友和金蝶，鼎捷产品在生产制造领域优势明显，但广告宣传等营销渠道和市场策略略逊一筹。目前鼎捷也加强与政府的合作，加强曝光度，提升品牌效应。

### 三、公司不断巩固在 ERP 行业卓越地位

#### 3.1 深耕生产制造业，延伸至智能制造

工业 4.0 背景下，智造转型不仅要从管理流程、业务模式、业务需求方面考虑，还要对现有的信息化技术以及工业自动化设备、自动化生产线等加以结合应用，并与 IT 系统进行“大一统”集成。ERP 系统作为生产制造企业的中枢发挥重要的集成调度作用。

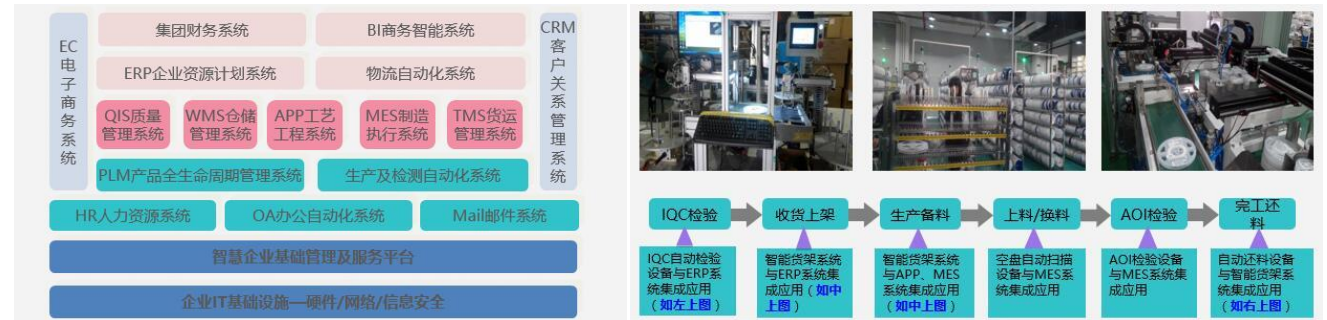
图 27 工业 4.0 背景下制造企业的诉求



资料来源：计世资讯、中国中投证券研究总部

“智能制造”是鼎捷的三大战略方向之一，公司积极帮助企业推动和实现智能化生产。精耕 ICT 领域的星网锐捷在产值规模只有几个亿的时候通过合作引进一些小型的管理软件并进行二次开发满足当时的管理需求；产值达到十几亿的时候，自行开发管理系统；2009 年超过 20 亿，交给专业的公司鼎捷软件来打造集团的一体化管理软件，从一家子公司推广到整个集团。鼎捷产品开放性好，能够实现多组织架构的快速有效融合，并购进来的公司能够在短时间融合到集团的一体化信息系统中；此外方便从单纯系统层面的集成上升至系统与智能设备的集成，实时准确对接促进公司迈向智能化制造。

图 28 星网锐捷牵手鼎捷软件打造集团一体化管理软件&星网锐捷敏捷供应链之物流智能化系统



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部



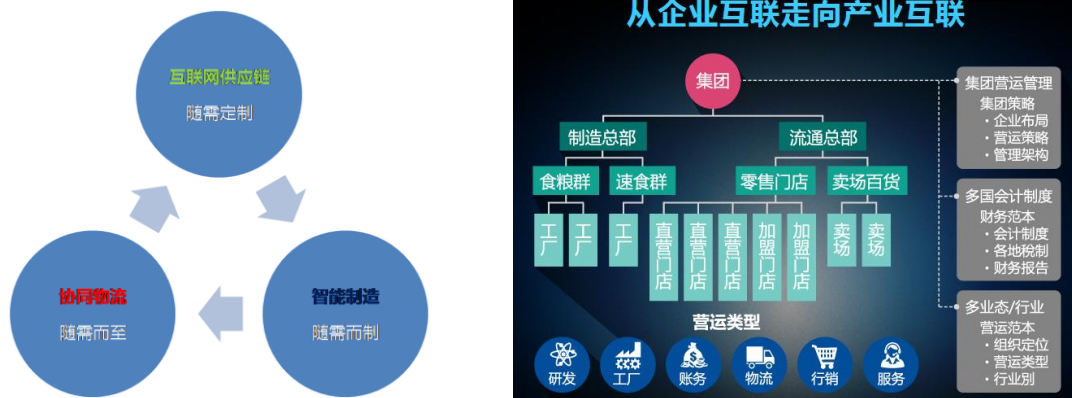
智能制造是分阶段实现的，公司从智能物流开始拓展到其他制造商需要的领域，辅助制造商用更少、更专业和更高报酬的工人在某些关键工艺环节做相应的把控，从而实现产品附加值的增值，智能化改造。

**加强 ERP 外部应用的前端建设，将 ERP 效用显化。**大陆推广 ERP 的一个难度在于很多企业还没有认可 ERP 的重要性，觉得对获取经济效益帮助不大，企业相对关心的是即期效用而不是内部管理。目前公司也把产品往前端推进，将 ERP 可带来的效益显化，开发如智能互动屏、数字标牌、人脸识别、全能智慧店长、电子试衣间等职能应用。上半年公司和大润发合作推出应用“红酒达人”，根据大润发的客户资料，向客户推送契合口味的产品服务，红酒销量提升 2-3 倍。这些前端的信息再连接到 ERP，和库存管理等连接起来进一步实现效益。

### 3.2 从企业互联走向产业互联

供应链的有效性和效率，是制造业核心竞争力所在。制造业与供应链的关系也从合作向整合的方向发展，尤其在工业 4.0 的灵活生产模式下，对供应链的互相配合和快速反应能力有了更高的要求。

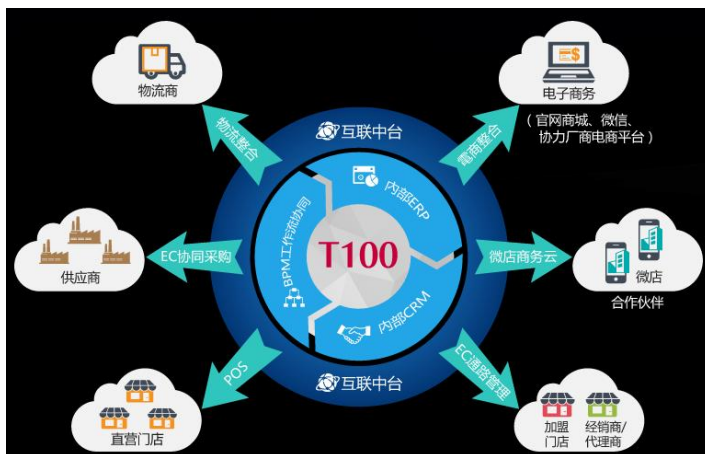
图 29 互联网随需而制（至），从企业互联走向产业互联



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

ERP 不但要帮助企业优化内部的管理流程，同时还要有效连接外部的资源，形成良好的产业生态链。通过互联网与企业的经销商、供应商和合作伙伴等实现更好的协同。

图 30 互联网中台实现全渠道零售



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分



鼎捷积极布局，推动互联网中台发展连接整个产业链，从管理软件公司转型跨入企业互联网的智能价值公司。

### 3.3 行业攻略云沉淀资源，开创全新收费模式

软件行业两个主要的问题是人员的流动性和人均产能。鼎捷正面看待人员的流动性，搭建行业攻略云，沉淀行业实施服务经验，帮助辅导客户，同时动态知识库帮助新进的顾问成长。更改计费模式提升人均产能，过去 ERP 多个模块的收费模式一直是按小时付费，现从台湾先行在电子业开始转变计价模式，根据客户的需求议题制收费。

图 31 鼎捷行业攻略云



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

图 32 议题咨询模式流程



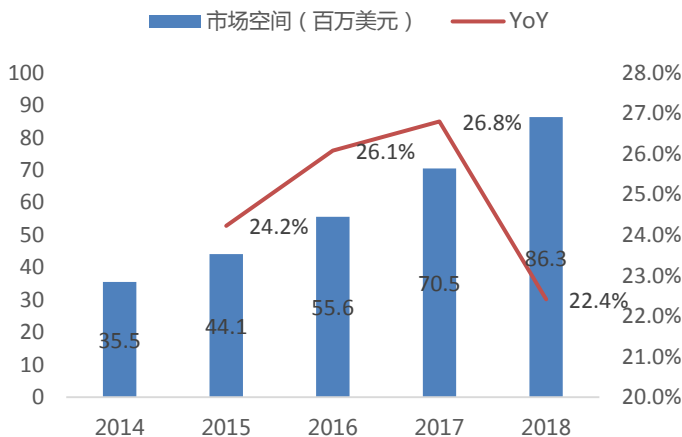
资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

**更改计费模式，个人效能提升 48%：**公司 3 年前开始推动更改计费模式，虽然存在一定的客户接受的困阻，但从完成的电子行业多个个例看，该模式下公司个人效能提升 48%，未来进一步推进利润空间很大。

### 3.4 ERP 移动化，实现企业实时管理

鼎捷 2016 年开始在市场和战略层面往更高端的客户做移动。越大型的企业信息化能力更强，抵抗不景气能力更好，在移动互联趋势下，公司产品准备好实现 ERP 移动化，帮助客户实现对企业的实时管理，进一步拓宽公司增长路径。

图 33 中国企业移动管理解决方案市场空间和行业增速



资料来源：IDC 2014《中国企业移动管理解决方案市场分析》、公司官网、中国中投证券研究总部

图 34 鼎捷 E10 移动 APP



## 四、投资策略：推荐，目标价 33.89 元

未来 2~3 年业绩稳中见升，摆脱过去两年产品更迭的低谷。地区市场上，预计台湾市场增速维持在当地 GDP 增速的两倍多，约 5%，大陆市场凭借新产品进一步开拓，增速 20%。台湾地区以老客户为主，大陆地区主要为开拓的新客户和客户的升级。

业绩核心假设：

(1) 公司深耕台湾市场三十多年，主要是以电子产业为主的中大型客户，公司的 ERP 产品口碑好，复制性很强。公司市占率已经达到 60%，增量收入将主要来自于老客户的运维服务。大陆地区生产制造 ERP 渗透率相比于台湾还低很多，工厂智能化提高空间还很大，预计主要的增长将来自于新客户的开拓以及公司积累的民营企业客户成长带来的产品升级需求。

(2) 具体业务上，预计自制 ERP 软件随 E10 和 T100 的市场逐渐放量实现未来 3 年分别 8%、18%、18% 的增长，毛利率维持在 100%；外购软硬件主要来自于台湾地区企业 ERP 软件的配套，预计稳定在 3% 左右，毛利率 30%；技术服务业务随公司实施服务收费模式的变化以及互联中台、行业攻略云的发展未来 3 年分别实现 15%、20%、25% 的增长，毛利率 98%。

我们预计公司 16-18 年的营业收入分别为 11.14、12.83、15.11 亿元，归属母公司的净利润分别为 0.66、0.90、1.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.35、0.43 元。

**表 3 公司的营业收入及利润预测**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
自制 ERP 软件	营业收入 (亿元)	4.14	4.08	3.66	3.95	4.55	5.23
	增长率 (%)	10.91%	-1.47%	-10.26%	8.00%	15.00%	15.00%
	毛利率 (%)	99.88%	99.80%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
外购软硬件	营业收入 (亿元)	2.51	2.54	2.61	2.69	2.77	2.85
	增长率 (%)	0.34%	1.43%	2.54%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率 (%)	26.00%	27.16%	31.10%	30.00%	30.00%	30.00%
技术服务	营业收入 (亿元)	3.94	3.90	3.93	4.50	5.40	6.75
	增长率 (%)	6.10%	-0.91%	0.60%	15.00%	20.00%	25.00%
	毛利率 (%)	95.40%	94.96%	94.54%	98.00%	98.00%	98.00%
合计	营业收入 (亿元)	10.59	10.52	10.20	11.14	12.71	14.83
	增长率 (%)	6.46%	-0.57%	-3.14%	9.23%	14.12%	16.63%
	毛利率 (%)	80.72%	80.46%	80.28%	83.13%	84.75%	86.49%

数据来源：Wind、中国中投证券研究总部

## 五、风险提示

- (1) 大陆和台湾地区经济发展停滞造成生产制造企业削减 IT 投入；
- (2) 新产品 E10 和 T100 的市场开拓情况低于预期；
- (3) 互联网中台和行业攻略云业务发展低于预期。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1007	1079	1159	1259
现金	545	603	620	637
应收账款	245	301	340	397
其他应收款	8	13	13	16
预付账款	18	16	20	23
存货	8	9	10	12
其他流动资产	182	136	156	174
<b>非流动资产</b>	544	585	534	523
长期投资	1	2	2	2
固定资产	88	216	268	282
无形资产	104	106	108	111
其他非流动资产	350	262	156	128
<b>资产总计</b>	1551	1664	1692	1782
<b>流动负债</b>	417	484	456	459
短期借款	88	161	107	74
应付账款	65	72	83	97
其他流动负债	264	251	266	289
<b>非流动负债</b>	1	1	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	0	0
<b>负债合计</b>	418	485	456	459
少数股东权益	5	5	5	6
股本	201	261	261	261
资本公积	612	551	551	551
留存收益	333	362	419	504
归属母公司股东权益	1128	1174	1231	1317
<b>负债和股东权益</b>	1551	1664	1692	1782

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	126	76	53	68
净利润	12	66	91	113
折旧摊销	8	12	19	23
财务费用	-16	-14	-15	-19
投资损失	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	59	6	-73	-82
其他经营现金流	65	7	33	34
<b>投资活动现金流</b>	-383	-85	35	-10
资本支出	306	0	0	0
长期投资	1	0	0	-0
其他投资现金流	-76	-85	35	-10
<b>筹资活动现金流</b>	2	67	-72	-41
短期借款	40	73	-55	-33
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	46	60	0	0
资本公积增加	-47	-60	0	0
其他筹资现金流	-38	-6	-18	-8
<b>现金净增加额</b>	-250	58	16	17

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1020	1114	1283	1511
营业成本	201	218	252	295
营业税金及附加	6	6	7	8
营业费用	508	524	584	680
管理费用	279	267	308	370
财务费用	-16	-14	-15	-19
资产减值损失	64	59	62	61
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	1	1	1
<b>营业利润</b>	-19	55	87	117
营业外收入	38	34	35	35
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	18	88	121	151
所得税	6	22	30	38
<b>净利润</b>	12	66	91	113
少数股东损益	0	-0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	12	66	90	112
EBITDA	-27	53	91	121
EPS (元)	0.06	0.25	0.35	0.43

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.1%	9.2%	15.2%	17.7%
营业利润	-135.0	193.0%	57.9%	34.6%
归属于母公司净利润	-81.6%	466.2%	36.6%	24.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	80.3%	80.4%	80.4%	80.5%
净利率(%)	1.1%	5.9%	7.0%	7.4%
ROE(%)	1.0%	5.6%	7.3%	8.5%
ROIC(%)	-3.9%	4.4%	7.9%	10.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	26.9%	29.1%	26.9%	25.8%
净负债比率(%)	21.16%	33.28%	23.43%	16.02%
流动比率	2.41	2.23	2.54	2.74
速动比率	2.39	2.21	2.52	2.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.69	0.76	0.87
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	3.03	3.17	3.25	3.28
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.25	0.35	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.29	0.20	0.26
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.50	4.72	5.04
<b>估值比率</b>				
P/E	738.82	130.49	95.49	76.68
P/B	7.64	7.34	7.00	6.55
EV/EBITDA	-303	155	90	68

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

雷雳,计算机行业分析师,厦门大学物理学学士、金融学硕士。

刘玉萍,计算机行业分析师,对外经济贸易大学经济学学士,北京大学金融学硕士,香港中文大学经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434