

鼎捷软件 (300378.SZ) 工业富联拟战略入股, 发展注入新动力

2020年08月11日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

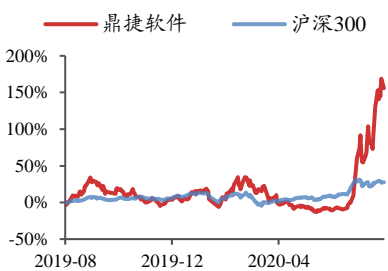
陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

日期	2020/8/10
当前股价(元)	35.90
一年最高最低(元)	40.64/12.17
总市值(亿元)	95.17
流通市值(亿元)	95.05
总股本(亿股)	2.65
流通股本(亿股)	2.65
近3个月换手率(%)	366.09

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **国内智能制造领先厂商, 工业富联入股助力发展, 首次覆盖给予“买入”评级**
 公司是国内领先智能制造解决方案厂商, 成立以来公司业务领域逐渐由传统管理软件的销售与实施向智能制造、工业互联网与新零售领域拓展, 并积极推进云领域的研究与开发应用。一方面, 当前正处在产业数字化转型、智能制造产业高速发展的风口, 公司迎来良好的发展机遇; 另一方面, 工业富联入股, 双方有望在工业互联网领域形成强协同效应, 推动公司业务加速发展。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.23、1.62、2.25 亿元, EPS 为 0.46、0.61、0.85 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 77、59、42 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 处行业风口, 智能制造与工业互联网业务有望蓬勃发展

随着国家大力推动智能制造和工业互联网发展, 制造业核心工艺技术加速突破, 智能制造市场规模快速扩大。公司作为国内智能制造 ERP 龙头, 具有丰富、完整的 ERP/ERP II 产品线, 产品定位清晰、功能全面, 根据赛迪网研究报告, 鼎捷在中国市场占有率为 14.7%, 居本土第一。依托在 ERP 领域的优势, 公司持续推动智能制造整体解决方案的迭代升级, 完善智能制造领域的产品线与应用功能, 打造了众多智能制造标杆示范点, 品牌影响力持续增强。

● 工业富联入股, 强协同效应有望推动公司加速发展

2020 年 7 月, 公司股东 DC Software、Talent 与工业富联签署了股份买卖协议, DC Software 拟将其持有的 15.9% 公司股份, 以 5.6 亿元转让给工业富联, 交易完成后工业富联及其一致行动人将成为鼎捷软件的单一最大股东。我们认为双方有望形成强协同效应: 其一, 结合工业富联战略转型方向, 其内部精益化生产的需求有望拉动鼎捷相关智能制造解决方案的销售。其二, 双方有望合作打造工业互联网生态, 通过 OT 与 IT 的结合, 向生态伙伴输出软硬一体化解决方案。借助工业富联的优势, 公司有望迅速实现客户拓展。

● **风险提示:** 业绩增长放缓风险; 人力成本上升风险; 市场竞争加剧风险; 与工业富联战略合作不确定性风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,342	1,467	1,601	1,846	2,255
YOY(%)	10.3	9.3	9.1	15.3	22.2
归母净利润(百万元)	79	103	123	162	225
YOY(%)	29.7	30.4	18.9	31.6	38.9
毛利率(%)	83.5	83.5	83.8	84.8	86.2
净利率(%)	5.9	7.0	7.7	8.8	10.0
ROE(%)	6.0	7.4	8.3	10.0	12.3
EPS(摊薄/元)	0.30	0.39	0.46	0.61	0.85
P/E(倍)	120.1	92.1	77.4	58.8	42.4
P/B(倍)	7.2	6.8	6.4	5.8	5.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：国内领先智能制造解决方案服务提供商.....	4
2、 处行业风口，智能制造与工业互联网业务蓬勃发展.....	8
2.1、 数字化转型渐成趋势，智能制造与工业互联网正处行业风口.....	8
2.2、 国内智能制造 ERP 龙头，市占率有望进一步提升.....	10
2.3、 打造智能制造标杆，品牌影响力持续增强.....	12
3、 工业富联入股，强协同效应有望推动公司加速发展.....	15
4、 盈利预测与投资建议.....	16
4.1、 核心假设.....	17
4.2、 盈利预测与投资建议.....	17
5、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

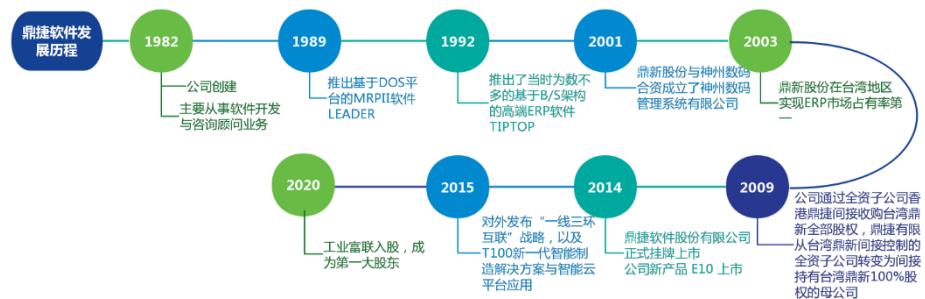
图 1： 公司是国内领先智能制造解决方案服务提供商.....	4
图 2： 公司业务领域逐渐拓展.....	4
图 3： 公司始终坚持“一线三环互联”实践路径.....	5
图 4： 工业富联成为公司第一大股东.....	6
图 5： 公司营业收入增速较为平稳.....	6
图 6： 公司归母净利润快速增长.....	6
图 7： 公司销售净利率快速提升.....	7
图 8： 公司期间费用率稳中有降.....	7
图 9： 公司技术服务比例逐渐提升.....	7
图 10： 公司大陆地区的收入占比在快速提升.....	7
图 11： 智能制造正在向互联化、智能化迈进.....	8
图 12： 中国智能制造政策范围广、推进力度大，且从顶层设计向落地应用转变.....	9
图 13： 中国智能制造装备市场规模快速扩大.....	9
图 14： 中国智能制造系统集成市场规模持续扩大.....	9
图 15： 中国工业互联网市场规模快速增长.....	10
图 16： 工业软件占比逐渐提升.....	10
图 17： 公司具有丰富、完整的 ERP/ERP II 产品线.....	10
图 18： 公司用户覆盖率领跑中国台湾地区.....	11
图 19： 公司在中国市场智能制造 ERP 占有率居本土第一.....	12
图 20： 鼎捷是智能制造整合者与规划者.....	13
图 21： 鼎捷工业互联网平台架构定位清晰.....	13
图 22： 鼎捷携手苏州工业园区敏华科技有限公司打造精密机械加工示范点.....	13
图 23： 鼎捷设备云能够解决当前生产企业的痛点问题.....	14
图 24： 公司入选“2020 工业互联网解决方案提供商 TOP 100”榜单.....	15
图 25： 工业富联通过柔性自动化和工业人工智能技术打造“熄灯工厂”.....	16
图 26： 工业富联通过建立工业互联网平台及合作伙伴生态体系形成产业协同.....	16
表 1： 公司产品线专注于制造及流通零售领域.....	5
表 2： 公司产品定位清晰、功能全面.....	10

表 3: 与国际同业公司相比, 公司产品更接近本土企业使用习惯.....	11
表 4: 与国内同业公司相比, 公司对制造行业理解更为透彻.....	12
表 5: 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司 (截止 2020.8.3 收盘)	17

1、公司概况：国内领先智能制造解决方案服务提供商

鼎捷软件是一家具有丰富经验、以自制 ERP 软件为核心的一体化企业管理解决方案与服务供应商。公司前身鼎新电脑于 1982 年在台北成立，1997 年开始在国内提供 ERP 的专业服务。2001 年，鼎新股份与神州数码合资成立了神州数码管理系统有限公司，扩大在大陆的经营规模。2009 年，根据将经营重心由台湾地区向大陆转移的整体战略，公司通过全资子公司香港鼎捷间接收购台湾鼎新全部股权，鼎捷有限从台湾鼎新间接控制的全资子公司转变为间接持有台湾鼎新 100% 股权的母公司。2014 年，公司正式在 A 股挂牌上市。公司致力于实现“让 ERP 在中国普遍成功”的理想，为国内外众多企业成功地提供了包括 ERP 在内的专业企业管理软件产品。目前，仅在亚太地区就有超过 50,000 家客户，其中包括财富五百强的企业。

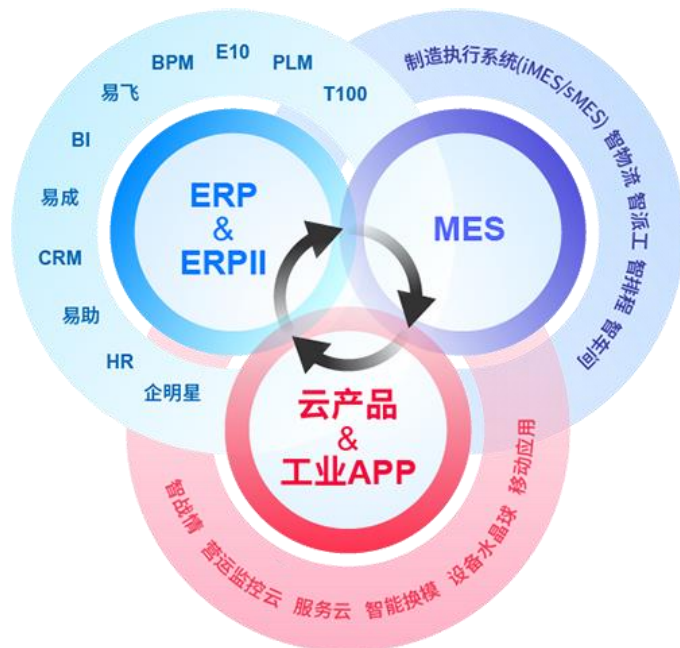
图1：公司是国内领先智能制造解决方案服务提供商



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司业务领域已逐渐由传统管理软件的销售与实施向智能制造、工业互联网与新零售领域拓展，并积极推进云领域的研究与开发应用。

图2：公司业务领域逐渐拓展



资料来源：公司官网

公司的产品线专注于制造及流通零售领域。其中，在制造领域的应用有：机械装

备制造、汽车零部件制造、橡胶及塑料制造、金属制品制造、家具制造、电子及通信设备制造等；在流通零售领域的应用有：餐饮业、烘焙业、综合零售业、家具零售业务及汽车 4S 经销等。

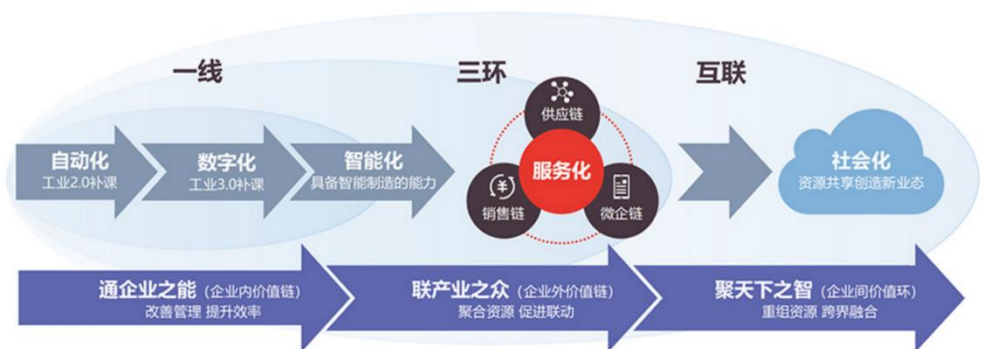
表1: 公司产品线专注于制造及流通零售领域

细分行业		典型客户
制造业	机械装备制造	湖南山河智能、科达机电、恒力泰、高力威、乐善机械、三技精密、丰凯机械、新马木工
	汽车零部件制造	骐盛车用电子、更大集团、雅虎汽车零部件、新吴光电
	橡胶及塑料制造	祥星（深圳）控股、志源塑胶、珠海英豪、源德盛、友成控股、广泽汽车饰件
	半导体行业	珠海全志科技、厦门三安集成电路、深圳佰维存储科技
	IC 设计行业	上海晶丰明源半导体
	家具制造	联邦家居、健威人性家具、酷漫居、多喜爱、金天拓家私、欧的家居、长江家具
流通零售业	电子通信设备制造	丰宾电子、金日科技、天扬电子、华亚电子、辉城电子、加高电子、凯美电机
	餐饮业	蒸小皖、如意菜饭、湘阁里辣、苏客餐饮
	烘焙业	好利来、味多美、乔家栅、麦都、紫来轩

资料来源：公司官网、开源证券研究所

近年来公司始终坚持“一线三环互联”实践路径。“一线”层面：以 ERP 系统为核心的信息化为主线，与研华科技等自动化硬件与系统集成厂商协作，提供软硬件一体化整合方案服务，协助企业走向智能化。“三环”层面：基于供应链、销售链以及小微企业 ERP 三环，通过云服务突破单一企业的信息化形态，实现产业聚合资源促进联动。“互联”层面：搭建企业级互联平台，协助企业真正做到对于资源流程信息的实时互享、互联与资源重组。

图3: 公司始终坚持“一线三环互联”实践路径

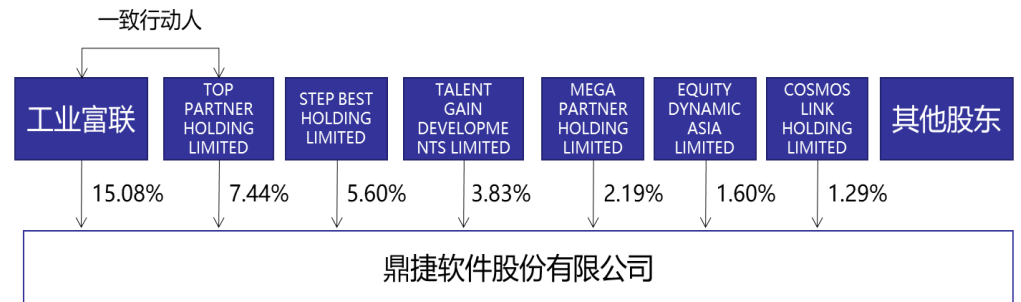


资料来源：公司官网

工业富联拟入股, 成为公司第一大股东。2020年7月4日, 公司股东 DC Software、Talent 与工业富联签署了股份买卖协议, DC Software 拟将其持有的公司股份 3997.13 万股, 占公司总股本的 15.19% (以剔除回购账户后的总股本 26308.28 万股为计算依据, 下同), 以协议转让的方式转让给工业富联, 交易完成后, 工业富联及其一致行动人将合计持有鼎捷软件 6012.70 万股股份, 占公司剔除回购专用账户股份后总股本的 22.85%, 仅为鼎捷软件的单一最大股东。通过良好的股权结构调整, 与工业富联

的合作能进一步完善在智能制造与工业互联网的布局，推动 IT 与 OT 的创新融合，双方将围绕在工业自动化、工业软件、工业大数据、工业智能等方面各自的优势能力，打造更加成熟的智能工业系统，助力我国制造产业的数字化、智能化转型升级。

图4：工业富联拟成为公司第一大股东

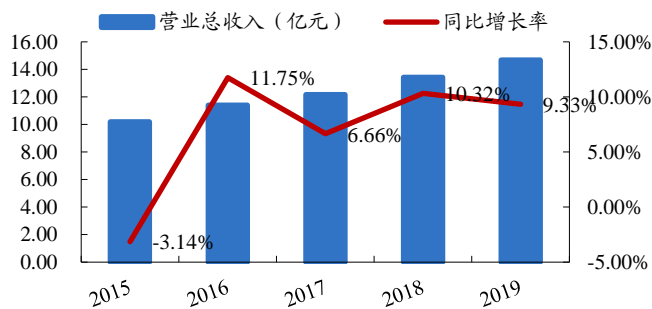


资料来源：Wind、开源证券研究所

新董事长上任，有望给公司发展带新活力。公司新任董事长叶子祯先生 1966 年出生，1993 年加入鼎新电脑，历任鼎新电脑事业部经理、事业群总经理、副总裁及总裁；历经顾问实施、产品开发历程，并参与多家客户的信息化咨询规划及实施服务，对软件业及企业信息化有丰富的经验及前沿的见解，擅长企业运营及战略规划，自 2013 年起任鼎捷软件营运最高负责人并于 2014 年起任鼎捷软件总裁，2017 年 4 月起任鼎捷软件副董事长。2020 年 5 月经第四届董事会全体董事共同推举为公司董事长，并继续兼任总裁。

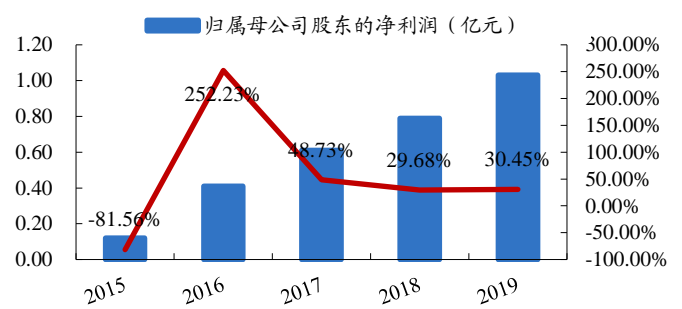
营收稳定增长，净利率快速提升。2015-2019 年，公司营收的复合增长率为 9.51%；净利润的复合增长率为 71.16%。公司毛利率和净利率稳定提升，毛利率提升主要是由于毛利率较低的外购软硬件产品收入比例降低；净利率提升则主要由于公司经营效率提升，期间费用率逐渐降低。

图5：公司营业收入增速较为平稳



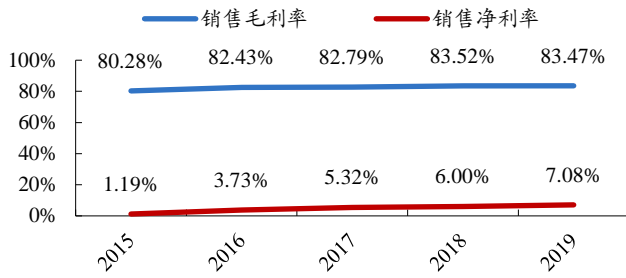
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司归母净利润快速增长



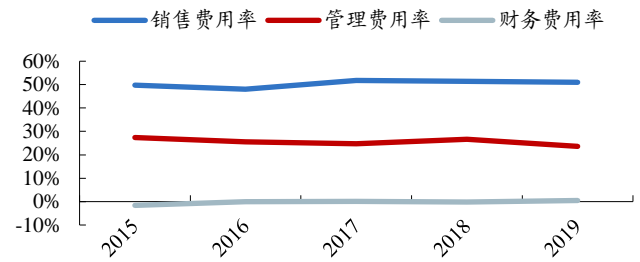
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7: 公司销售净利率快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

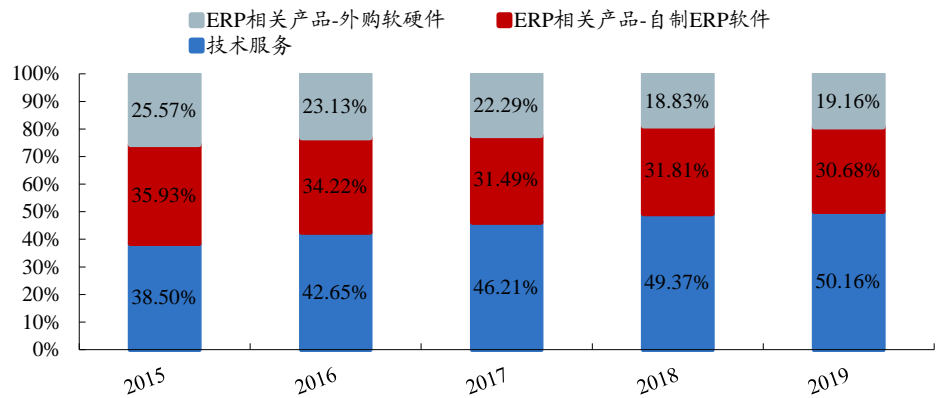
图8: 公司期间费用率稳中有降



数据来源: Wind、开源证券研究所

分产品来看, 技术服务比例逐渐提升。不同于行业部分其他企业, 公司全面实施服务商品体系, 通过为客户创造更多的应用价值, 实现了从传统实施到价值实施的转型, 从传统的软件延伸收入转变为议题+软硬件延伸的商业模式。在新签约客群中, 价值销售的覆盖比例大幅提升, 同时公司技术服务的比例已经从2015年38.5%提升至2019年的50.16%。

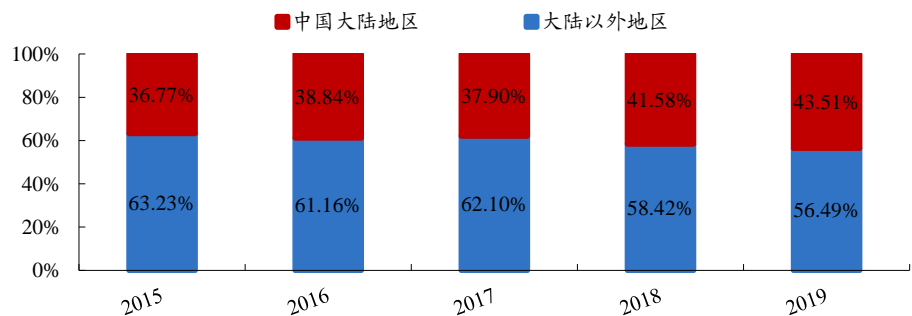
图9: 公司技术服务比例逐渐提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

分区域来看, 大陆地区的收入占比在快速提升。分地区来看, 大陆以外地区收入主要来自于台湾, 台湾制造ERP市场较为成熟, 整体增速较为稳定, 2015-2019年大陆以外地区收入复合增长率为6.5%; 大陆地区收入保持较快增长, 2015-2019年大陆地区收入复合增长率为14.21%。

图10: 公司大陆地区的收入占比在快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、处行业风口，智能制造与工业互联网业务蓬勃发展

2.1、数字化转型渐成趋势，智能制造与工业互联网正处行业风口

智能制造正在向互联化、智能化迈进。智能制造发展需经历自动化、信息化、互联化、智能化四个阶段，每一阶段都对应着智能制造体系中某一核心环节的不断成熟，分别为自动化（淘汰、改造低自动化水平的设备，制造高自动化水平的智能装备）、信息化（产品、服务由物理到信息网络，智能化元件参与提高产品信息处理能力）、互联化（建设工厂物联网、服务网、数据网、工厂间互联网，装备实现集成）、智能化（通过传感器和机器视觉等技术实现智能监控、决策）。我国目前仍处于“工业 2.0”（电气化）的后期阶段，“工业 3.0”（信息化）还待普及，“工业 4.0”正在尝试尽可能做一些示范，制造的自动化和信息化正在逐步布局。

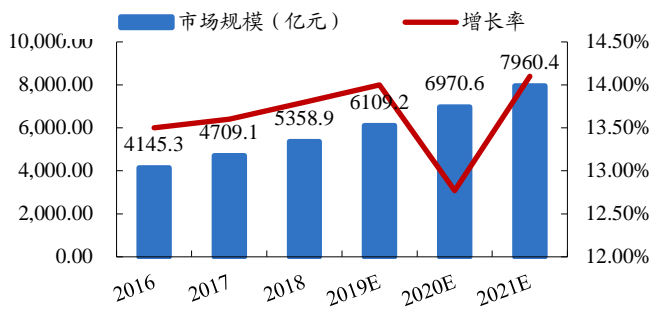
图 11：智能制造正在向互联化、智能化迈进

	关键产品	关键技术	企业类型
自动化	自动化生产线 系统集成 智能工厂总包	系统集成及自动化生产解决方案	系统集成商 工业智能化解决方案提供商
	机器人 数控机床 其他自动化集成装备	机器人方案 智能装备方案	机器人制造商 零部件生产商
信息化	工业软件 数据库	信息采集技术 信息处理技术	数据硬件开发 云计算软件开发
互联化	工业以太网 传感器 RFID	网络传输技术 传感识别技术	无线传输技术生产商 传感器厂商 射频生产商
智能化	3D 打印 机器视觉	3D 打印技术 图像摄取处理技术	3D 打印生产制造商 图像摄取装置厂商 图像处理软件开发

资料来源：CCIDnet

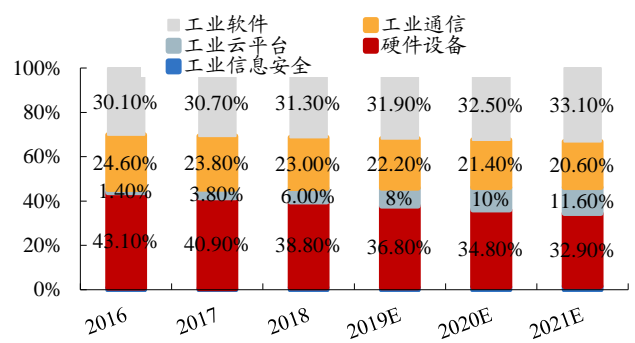
政策利好不断释放，为智能制造与工业互联网发展提供有力支撑。2019 年 3 月 5 日，李克强总理在第十三届全国人民代表大会第二次会议的《2019 年国务院政府工作报告》中提出：要推动传统产业改造提升，推动制造业高质量发展，强化工业基础和技术创新能力，促进先进制造业和现代服务业融合发展，加快建设制造强国，打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能。同时，2020 年全国工业和信息化工作会议指出，2020 年的工作重点之一是“坚持智能制造主攻方向，持续深化人工智能、区块链、物联网、大数据等技术创新与产业应用”，高度重视中小企业智能化改造，加快制造业数字化、网络化、智能化转型，持续推进车联网、工业互联网及人工智能创新应用先导区建设等。

图15: 中国工业互联网市场规模快速增长



数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

图16: 工业软件占比逐渐提升

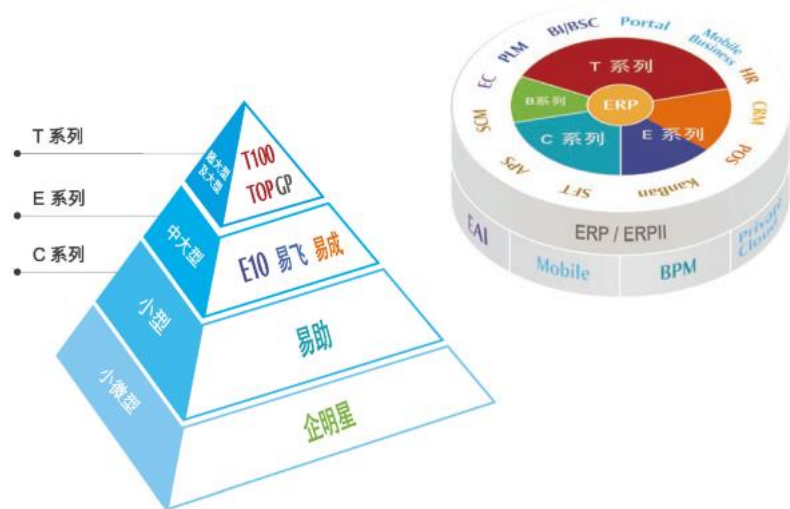


数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

2.2、国内智能制造 ERP 龙头，市占率有望进一步提升

公司具有丰富、完整的 ERP/ERP II 产品线，产品定位清晰、功能全面。有面向超大型、大型企业集团推出的 T100 等系列产品，并实行本地化原厂服务；有面向中型企业的 E10 等系列产品及面向中小企业的易飞、易助等产品。

图17: 公司具有丰富、完整的 ERP/ERP II 产品线



资料来源: 公司官网

表2: 公司产品定位清晰、功能全面

产品	简介	代表客户
T系列（大型及超大型企业）	T100 从 TOP GP 升级而来，基于互联网思维，希望协助企业创造智能制造与互联化集团运营管理新模式	哈尔斯、飞毛腿、联邦、精艺塑业、集美家居
TOP GP	首款定位于“As a Global Partner Create Greate Power”的大型集团化企业管理软件，面向快速成长型企业、成熟的大中型企业、集团化经营及全球化经营企业	仙芝楼、西可通信、南菱汽车、老板电器、联建光电

产品	简介	代表客户
E 系列（面向大中型企业）	E10 经营视角的企业管理软件，力求协助企业“扩大营收规模、改善成本结构、提升营运效率、提高资产利用率”	中钧科技、勤本电子、新吴光电、维开安、小牛电动
	易成 立足烘焙、街饮、包食等视频连锁行业和其他以连锁零售门店经营为基础的拓展行业，提供连锁零售完整、深入的信息系统解决方案	味多美、珊珊家幸福家、嘉华食品、法美味、紫来轩
	易飞 不仅涵盖企业供应链、生产和财务管理等方面，并能够与 PDM、CRM、HR、电子商务、PORTAL 等 ERPII 产品无缝集成	胜祥机械、浙江新嘉联、华博科技、开元集团、斯耐特、友奥电器、汉朗光电
C 系列（面向小型企业）	易助 以中小型企业制造和流通分销企业为主要客户对象的 ERP 解决方案	
小微企业	启明星 专注于中小型商贸企业的软件产品	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

中国台湾地区的 ERP 市场成熟度高，公司高市占率充分说明产品竞争力。根据台湾地区 MIC 调研资料，ERP 厂商在大型生产制造业中导入已非常普遍，2010 年台湾地区 1000 大制造企业调查所得 860 家企业资料中，有 844 家已导入 ERP 系统，普及率高达 98.1%。公司子公司鼎新电脑在台湾制造 ERP 市场占有率高，《天下》杂志 2018 年的上榜前 2100 家制造企业，鼎捷（鼎新）产品覆盖率高达 69%。

图18: 公司用户覆盖率领跑中国台湾地区



资料来源：公司官网

公司也是国内智能制造 ERP 市场中占有率最高的本土厂商。中国智能制造产业 ERP 软件供应商主要包括本土厂商和外资厂商两大类，本土 ERP 厂商大多起源于财务软件，主要集中于财务、进销存等模块，产品同质化比较严重，公司的优势在于深耕制造行业，对行业理解更为透彻。与 SAP、Oracle 等国际厂商相比，公司更能把握本土企业的使用习惯与特征，并且能够提供本土化的服务实施团队。根据赛迪网《2017 年中国智能制造产业 ERP 软件产品深度研究报告》，鼎捷在中国市场占有率居本土第一。

表3: 与国际同业公司相比，公司产品更接近本土企业使用习惯

	鼎捷	国际同业公司
主要用户规模	大、中、小型企业	超大、跨国企业
适合用户特性	管理模式由粗放进入细致，系统要求灵活、弹性	管理制度成熟、稳定，系统相对僵化

	鼎捷	国际同业公司
产业经验来源	亚太新兴产业结构	欧美大型传统产业结构
用户实施成本	低	高

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

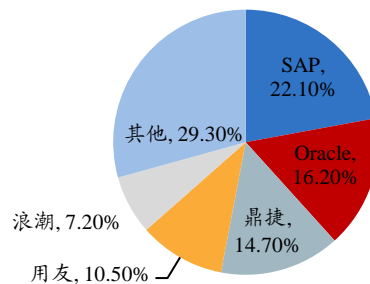
表4：与国内同业公司相比，公司对制造行业理解更为透彻

	鼎捷	国内同业公司
主要用户规模	大、中、小型企业	大、中、小企业
产业经验积累	多	相对少
产业经验来源	中国大陆、台湾、越南	中国大陆
优势模块	生产制造模块等	财务模块等

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

未来公司市占率有望进一步提升。目前来说 SAP、ORACLE 等国际品牌在产品技术及知名度等方面依然处于市场的领先地位，但是具体到国内市场，特别是智能制造行业，国内厂商的产品成熟度与国际品牌的差距正不断地缩小，国内厂商在各个企业的品牌认知度也在逐步提升，鼎捷软件依靠其在生产制造 ERP 市场的传统优势以及对智能制造 ERP 方案应用的专注，在国内本土厂商中处于领先水平。未来，随着产品成熟度和品牌认知度的提升，同时在国产化的浪潮下，包括鼎捷在内的国内厂商市占率有望进一步提升。

图19：公司在中国市场智能制造 ERP 占有率居本土第一



数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

2.3、打造智能制造标杆，品牌影响力持续增强

公司持续推动智能制造方案的迭代升级，完善智能制造领域的产品线与应用功能，满足客户不同阶段的智能制造管理需求，助力制造业客户实现数字化转型。公司发挥自身在软件领域的优势，通过智车间、智排程、智品质、智战情、智中台等产品的迭代与推广，打造数字工厂相关的 IT+OT 整体解决方案。

图20: 鼎捷是智能制造整合者与规划者



资料来源: 公司官网

图21: 鼎捷工业互联网平台架构定位清晰

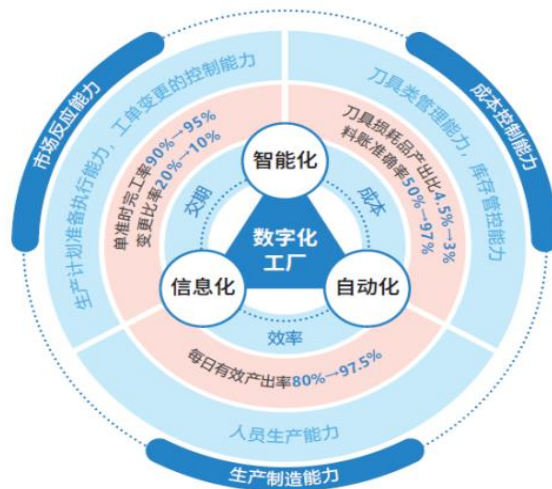


资料来源: 公司官网

与研华科技、施耐德强强联手，打造智能工厂解决方案。2015年，鼎捷软件与研华科技宣告共建智能制造生态圈，由物联网与互联网的融合为制造业带来完整的工厂智能监控与制造信息管理解决方案；2017年，围绕工业互联网这一生态核心，秉持共同构建以平台为纽带的跨界产业生态为目标，公司与全球工业自动化控制解决方案巨头施耐德电气，以及知名自动化系统整合商科胜科技确立战略合作，以施耐德 Wonderware System Platform 的平台支撑，以及科胜强大的MES应用开发集成能力，能完整覆盖企业IT运营层至现场制造设备端，全面集成IT运营管理与过程数据。此外，公司已成功地与中国电信、中国联通、华为云、工业富联等合作方建立生态伙伴关系。

持续推进智能制造试点示范基地建设，打造智能制造领域的标杆样板。携手苏州工业园区敏华科技有限公司打造精密机械加工示范点；携手江苏正恺电子科技有限公司打造通信设备行业示范点；携手苏州新光光电科技有限公司打造电子行业示范点，树立精密电子零部件行业智能制造标杆；携手广东万事泰集团有限公司打造家居厨房业示范点；携手新会日兴不锈钢制品有限公司打造不锈钢制品业示范点等。2019年两岸合计建设智能制造示范基地4个，打造智能制造示范点12个，带动超过1200家企业客户参访。

图22: 鼎捷携手苏州工业园区敏华科技有限公司打造精密机械加工示范点



资料来源: 公司官网

在工业互联网领域，公司积极探索工业互联网平台与工业 APP 的创新方法与运营模式，推进工业互联网领域的研究与应用：完成“设备水晶球工业 APP”、“营运监控云工业 APP”、“设备点检工业 APP”的开发与推广。

图23: 鼎捷设备云能够解决当前生产企业的痛点问题



资料来源: 公司官网

公司在智能制造与工业互联网领域的品牌影响力持续增强。1) 与中国电子技术标准化研究院签署战略合作协议, 双方将“在测评诊断、产业研究、标准研制与宣贯、重大项目合作、市场项目合作、企业咨询服务、培训服务与供需对接活动”等7个领域展开深入合作。2) 入选工信部 2019 年智能制造系统解决方案供应商电子元器件行业中标单位, 入选科技部 2019 年离散行业网络协同制造支撑平台专项中标单位等。3) 公司成功入选《互联网周刊》联合 eNET 研究院、德本咨询共同发布的“2020 工业互联网解决方案提供商 TOP 100”榜单; 入选“2019 上海软件和信息技术服务业百强”名单与“2019 年度温州市智能化改造诊断服务机构”认定名单, 并继广东省、东莞市、江苏省等多省市后, 公司再度入选长沙市、南通市、重庆市智能制造服务商资源池。

图24: 公司入选“2020工业互联网解决方案提供商 TOP 100”榜单

2020工业互联网解决方案提供商TOP100		
排名	提供商	备注
1	海尔卡奥斯	智能制造和云平台
2	航天云网	智能制造和云平台
3	树根互联	云平台
4	徐工信息	软件和云平台
5	工业富联	智能制造和云平台
8	阿里云	互联网和云平台
9	华为云	软件和互联网
10	格力电器	智能制造
17	鼎捷软件	工业软件
18	智物联	大数据和物联网
19	智能云科	云平台
20	腾讯云	互联网和云平台
21	研华科技	智能系统装备

资料来源: 公司公众号

3、工业富联入股，强协同效应有望推动公司加速发展

工业富联是全球领先的智能制造服务商和工业互联网整体解决方案提供商，拥有全球 3C 电子行业最完整、最高效的供应链和最大规模、快速量产的智能制造能力。2019 年，工业富联入选达沃斯世界经济论坛“灯塔工厂”网络，成为全球 16 家灯塔企业之一，以数据为基础创造价值，通过工业互联网连接人、传感器、生产设备与机器人等数据协作，实现提质增效降本减存，打造“先进制造+工业互联网”新生态，以综合价值链升级为实践路径，在优化生产体系的同时，提升端到端运营能力。

在工业富联联合腾讯云、亿欧最新发布的《2020 工业富联灯塔工厂白皮书》中，提出了富士康四大转型措施：其一是数据驱动价值链的高效协同，实现对制造六流（人/物/过程/讯/金/技术）的数字化管理。

其二通过柔性自动化和工业人工智能技术打造“熄灯工厂”，大幅提升生产效率，保障无忧生产。

图25: 工业富联通过柔性自动化和工业人工智能技术打造“熄灯工厂”



资料来源: 工业富联、腾讯云、亿欧《2020 工业富联灯塔工厂白皮书》

其三通过建立工业互联网平台及合作伙伴生态体系形成强有力的产业协同模式，不仅可以实现企业自身价值的最大化，还能推进其他生态成员的发展。

图26: 工业富联通过建立工业互联网平台及合作伙伴生态体系形成产业协同



资料来源: 工业富联、腾讯云、亿欧《2020 工业富联灯塔工厂白皮书》

其四建设灯塔学院，通过理念宣贯、教育培训、实践训练等方式，培养工业互联网人才，实现企业人员技能升级，推动企业数字化转型。

综合来看，工业富联入股鼎捷是其转型升级过程中的重要举措之一，我们认为双方的协同可以体现以下两个方面：

一是鼎捷作为优质的智能制造软件厂商，工业富联内部精益化生产的需求有望拉动鼎捷智能制造解决方案的销售。

二是双方合作打造工业互联网生态，通过 OT 与 IT 的结合，向生态伙伴输出软硬一体化解决方案。根据工业富联规划，2020 年，工业富联计划在各个不同行业之内，打造 10 个灯塔工厂的整体解决方案标杆，未来这些标杆工厂的业务模式有望进一步复制。借助工业富联的优势，公司有望迅速实现客户拓展。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

1) 一方面在智能制造的浪潮下, 下游客户的软件升级有望逐渐增加; 另一方面, 工业富联入股, 内部精益化生产的需求有望催生对公司智能制造解决方案的需求, 同时, 双方有望通过合作建设工业互联网生态, 进一步拉动公司的发展。综上, 我们预计公司营业收入增长有望逐步加速。

2) 收入结构上来看, 公司外购软硬件产品比例有望保持持续降低的趋势, 自制软件产品及服务收入比例有望逐渐提升, 从而拉动公司综合毛利率提升。

3) 随着规模效应及品牌效应体现, 公司经营效益有望逐步提升, 期间费用率逐渐降低。

4.2、盈利预测与投资建议

公司是国内领先智能制造解决方案服务提供商, 自成立以来公司业务领域已逐渐由传统管理软件的销售与实施向智能制造、工业互联网与新零售领域拓展, 并积极推进云领域的研究与开发应用。一方面, 当前正处在产业数字化转型、智能制造高速发展的风口, 公司迎来良好的发展机遇; 另一方面, 工业富联入股, 双方有望在工业互联网领域形成较强的协同效应, 推动公司业务加速发展。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.23、1.62、2.25 亿元, EPS 为 0.46、0.61、0.85 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 77、59、42 倍, 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司, 首次覆盖给予“买入”评级。

表5: 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司 (截止 2020.8.10 收盘)

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600588.SH	用友网络	1504	10.66	13.58	17.82	140	110	84	15	13	10
300687.SZ	赛意信息	48	1.63	2.39	3.36	30	20	15	3	3	2
600845.SH	宝信软件	806	11.48	14.21	17.32	70	56	46	10	8	7
	行业平均					80	62	45	9	8	6
300378.SZ	鼎捷软件	102	1.23	1.62	2.25	77	59	42	5	4	4

资料来源: Wind、开源证券研究所 (用友网络、赛意信息、宝信软件盈利预测均来自于 Wind 一致预期)

5、风险提示

- 1) **业绩增长放缓风险。**受新型冠状病毒肺炎疫情影响, 企业客户生产经营受到影响, 同时面临不确定性风险增加、紧缩支出等不利因素;
- 2) **人力成本上升风险。**如果市场因素使单位人力成本的上升速度快于人均产值的增长速度, 则公司仍将面临人均利润率水平下降的风险;
- 3) **市场竞争加剧风险。**公司的竞争对手不仅包括国际、国内的老牌 ERP 厂商, 也包括在智能制造浪潮下新进入市场的互联网厂商, 及一些新入场的创业公司, 公司面临市场竞争加剧风险。
- 4) **与工业富联战略合作不确定性风险。**此次交易尚需按照深圳证券交易所协议转让相关规定履行相关程序, 目前尚未完成股份过户登记, 能否通过上述批准存在一定的不确定性; 目前双方在业务层面的合作仍处于探索阶段, 未形成直接、固定的业务合作模式, 双方合作仍存在不确定风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1376	1216	1353	1477	1592	营业收入	1342	1467	1601	1846	2255
现金	813	516	657	766	849	营业成本	221	243	259	280	311
应收票据及应收账款	274	271	119	167	194	营业税金及附加	10	11	12	14	17
其他应收款	9	16	4	15	6	营业费用	689	747	816	938	1139
预付账款	19	8	24	13	31	管理费用	193	180	200	227	271
存货	13	11	15	13	18	研发费用	164	166	184	207	248
其他流动资产	247	395	534	502	495	财务费用	-2	7	-3	-6	-8
非流动资产	1054	1053	1090	1187	1360	资产减值损失	-2	-0	-0	-1	-1
长期投资	62	61	79	96	111	其他收益	32	27	32	30	28
固定资产	803	788	817	900	1063	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	123	126	121	117	113	投资净收益	15	11	12	12	12
其他非流动资产	66	79	73	73	74	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2430	2270	2442	2664	2952	营业利润	115	143	176	229	318
流动负债	1094	851	928	1013	1099	营业外收入	0	1	1	1	1
短期借款	601	297	297	297	297	营业外支出	3	1	2	1	2
应付票据及应付账款	96	83	176	225	294	利润总额	113	143	175	228	317
其他流动负债	397	472	456	491	508	所得税	33	39	50	64	89
非流动负债	0	8	5	5	5	净利润	80	104	125	164	228
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	2	2	3
其他非流动负债	0	8	5	5	5	归母净利润	79	103	123	162	225
负债合计	1094	859	933	1018	1104	EBITDA	168	198	228	279	374
少数股东权益	15	9	11	13	16	EPS(元)	0.30	0.39	0.46	0.61	0.85
股本	265	266	266	266	266						
资本公积	624	645	645	645	645	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	442	519	605	720	880	成长能力					
归属母公司股东权益	1320	1402	1498	1633	1831	营业收入(%)	10.3	9.3	9.1	15.3	22.2
负债和股东权益	2430	2270	2442	2664	2952	营业利润(%)	16.4	23.6	23.6	29.8	38.8
						归属于母公司净利润(%)	29.7	30.4	18.9	31.6	38.9
						获利能力					
						毛利率(%)	83.5	83.5	83.8	84.8	86.2
						净利率(%)	5.9	7.0	7.7	8.8	10.0
						ROE(%)	6.0	7.4	8.3	10.0	12.3
						ROIC(%)	4.6	6.2	7.0	8.3	10.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	45.0	37.8	38.2	38.2	37.4
						净负债比率(%)	-15.9	-15.0	-23.6	-28.2	-29.6
						流动比率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4
						速动比率	1.0	1.4	1.2	1.3	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	5.2	5.4	8.2	12.9	12.5
						应付账款周转率	2.4	2.7	2.0	1.4	1.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.39	0.46	0.61	0.85
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.90	0.90	1.02	1.23
						每股净资产(最新摊薄)	4.98	5.29	5.65	6.16	6.91
						估值比率					
						P/E	120.1	92.1	77.4	58.8	42.4
						P/B	7.2	6.8	6.4	5.8	5.2
						EV/EBITDA	55.6	45.3	38.7	31.3	23.1

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	128	239	239	270	325
净利润	80	104	125	164	228
折旧摊销	43	53	52	54	63
财务费用	-2	7	-3	-6	-8
投资损失	-15	-11	-12	-12	-12
营运资金变动	-50	73	82	69	54
其他经营现金流	72	12	-6	2	0
投资活动现金流	2	-180	-71	-141	-224
资本支出	114	45	19	80	158
长期投资	-58	-8	-18	-16	-14
其他投资现金流	59	-143	-69	-77	-81
筹资活动现金流	319	-337	-27	-20	-18
短期借款	382	-304	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	1	0	0	0
资本公积增加	27	22	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-56	-27	-20	-18
现金净增加额	459	-278	141	109	83

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn