

## 厚积薄发，鱼跃龙门

## 增持|首次推荐

### 报告要点:

#### ● 智能制造 ERP 龙头，工业富联入股有望打开全新成长空间

鼎捷软件股份有限公司是国内领先的企业数字化、智能化解决方案服务提供商。目前，公司累积客户超过 50,000 家，在大陆地区稳居生产制造型及智能制造产业 ERP 产品本土厂商市场占有率领先地位。2015 年以来，公司营业收入稳步提升，CAGR 为 9.50%，由于低基数的原因扣非归母净利润呈现快速增长态势，CAGR 达 144.97%。在“智能+”布局下，公司坚持贯彻“一线、三环、互联”战略，2019 年智能制造业务收入同比增长 49%。2020 年 7 月，工业富联拟收购公司 15.19% 股份，将成为公司第一大股东。

#### ● 实现高质量发展，加速制造业数字化转型

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，制造业是实体经济的主体，技术创新的主战场，需要以建设制造强国为载体，推动互联网、大数据、人工智能和制造业的深度融合。根据中国信息通信研究院的数据，2019 年我国工业互联网产业经济总体规模为 2.13 万亿元，预测 2020 年将达到 3.14 万亿元，2018-2020 年 CAGR 达 48.7%，市场空间巨大。智研咨询的数据显示，2018 年，全国企业上云比例为 43.9%，预计到 2023 年我国企业上云率将超过 60%，企业上云是行业发展的趋势。

#### ● 前瞻性布局，“智能制造+工业互联网”双轮驱动

面对智能制造产业快速发展的历史机遇，公司加快推进智能制造与工业互联网业务布局。2019 年，在智能制造业务方面，公司持续优化“智车间”系列产品，推进“智排程”与“智品质”两个系列产品的研发；在工业互联网业务方面，公司完成了“设备水晶球工业 APP”、“营运监控云工业 APP”等产品的开发与推广、“设备维修工业 APP”等产品的开发与测试，通过服务订阅收费模式，提供企业低成本、轻交付、易维护的 SaaS 软件服务。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司拟引入工业富联成为新的战略投资股东，完善公司在智能制造与工业互联网等领域的布局，推动 IT 与 OT 创新融合。预测公司 2020-2022 年营业收入为 14.80、16.61、19.07 亿元，归母净利润为 1.07、1.22、1.42 亿元，EPS 为 0.40、0.46、0.54 元/股。公司持续加大新业务布局，净利润率偏低，采用 PS 估值法较为合理。参考可比公司 PS 估值水平，给予公司 2020 年 8 倍目标 PS，目标价为 44.66 元。首次推荐，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

新冠肺炎疫情影响下游客户需求；无实际控制人风险；智能制造、工业互联网等新业务拓展不及预期；与工业富联的合作推进不及预期。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1341.52	1466.72	1479.82	1661.18	1906.98
收入同比(%)	10.32	9.33	0.89	12.26	14.80
归母净利润(百万元)	79.24	103.36	106.96	122.31	142.41
归母净利润同比(%)	29.68	30.45	3.48	14.35	16.44
ROE(%)	6.00	7.37	7.13	7.67	8.32
每股收益(元)	0.30	0.39	0.40	0.46	0.54
市盈率(P/E)	116.83	89.56	86.55	75.69	65.00

资料来源：Wind，国元证券研究中心

当前价/目标价：34.80 元/44.66 元

目标期限：6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价(元)：37.9 / 12.26

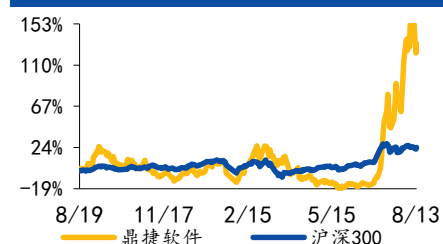
A 股流通股(百万股)：264.77

A 股总股本(百万股)：265.10

流通市值(百万元)：9213.86

总市值(百万元)：9225.33

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 领先的企业数智化服务提供商 .....	4
1.1 业绩回顾 .....	4
1.2 业务概况 .....	7
1.3 股权结构 .....	9
2. 政策驱动，行业处于高成长期 .....	11
2.1 政策不断出台，产业蓬勃发展 .....	11
2.2 培育工业 APP，建设标准体系 .....	12
2.3 平台加速渗透，云化需求增长 .....	12
3. 围绕新基建，推进“智能+”战略 .....	14
3.1 聚焦智能制造，助力精益管理 .....	14
3.2 布局工业互联网，探索新模式 .....	16
3.3 洞察零售痛点，改善运营流程 .....	17
3.4 携手工业富联，深度协同发展 .....	19
4. 盈利预测与投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：营业收入与销售毛利率情况 .....	5
图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况 .....	5
图 4：技术服务收入情况 .....	5
图 5：自制软件销售收入情况 .....	5
图 6：外购软硬件销售收入情况 .....	6
图 7：研发投入情况 .....	6
图 8：研发人员数量 .....	6
图 9：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比 .....	6
图 10：费用率变化情况 .....	7
图 11：2015-2019 年营业收入按地区拆分 .....	7
图 12：公司主要产品 .....	8
图 13：公司业务覆盖领域 .....	8
图 14：2017 年中国智能制造产业 ERP 软件产品竞争格局 .....	9
图 15：公司“智能+”战略方针 .....	9
图 16：工业富联参股前股权结构 .....	10
图 17：中国智能制造行业新增企业数量 .....	12
图 18：中国工业互联网产业经济增加值规模预测 .....	12
图 19：2018 年中国企业云平台使用情况 .....	13
图 20：中国云计算产业市场规模预测 .....	13
图 21：公司智能+产品线 .....	14

图 22: iMES 功能架构图 .....	15
图 23: sFWR 数智工厂战情室 .....	15
图 24: 售后云 ASSC 混合云部署图 .....	16
图 25: 设备云应用场景 .....	17
图 26: 餐饮业和烘焙业数字化解决方案 .....	17
图 27: 鼎捷综合零售行业全渠道解决方案 .....	18
图 28: 工业富联主要业务 .....	19
图 29: Fii Cloud 富士康工业互联网云平台提供企业一站式智能工厂服务 .....	19
图 30: 工业富联智能制造+工业互联网平台架构 .....	20
图 31: 典型工厂的内部网络示意图 .....	21
表 1: 智能制造相关政策梳理 .....	11
表 2: IT 与 OT 对比 .....	20
表 3: 公司业务拆分 (单位: 百万元) .....	23
表 4: 可比公司估值情况 .....	23

## 1.领先的企业数智化服务提供商

鼎捷软件（鼎新电脑）1982年于台湾成立，是国内领先的企业数字化、智能化解决方案服务提供商。自成立以来，公司秉持创新、尊重、专业的经营理念，针对制造业、流通业产业、企业的不同阶段发展融合最新信息技术，致力于为制造业、流通业及小微企业提供数字化、智能化解决方案，满足企业各阶段成长的需求。通过多年的技术沉淀与经验积累，公司在上述领域的产品研发能力、软件实施能力、行业领域的咨询规划能力处于国内同行业领先水平。目前，公司员工人数超过3,800人，累积客户超过50,000家，在大陆地区稳居生产制造型及智能制造产业ERP产品本土厂商市场占有率领先地位，已发展成为覆盖台湾地区、越南、马来西亚等多个国家与地区，拥有36家集团分公司与子公司，33个国内分支机构的国际化运营集团企业。近年来，公司在“智能+”整体战略布局下，确立“一线（数字运营）、三环（数据相连）、互联（智能互联）”战略路径，面对融合自动化、信息化以及云计算、大数据、人工智能的转型浪潮，不断开拓并积累在制造、流通两大产业领域的核心竞争力，帮助企业积极变革运营模式，实践智能+转型。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

### 1.1 业绩回顾

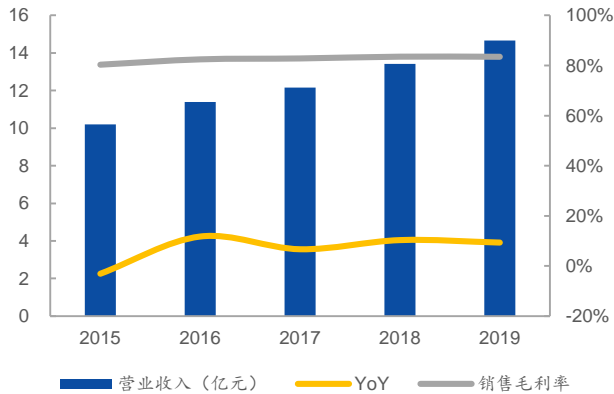
公司业务领域已逐渐由传统管理软件的销售与实施向智能制造、工业互联网与新零售领域拓展，并积极推进云领域的研究与开发应用。与此同时，公司创新商业模式，推进软件服务的升级换代，发展敏捷交付的服务商品，摆脱工时计费的束缚，提升服务价值和提高交付效率，推动企业客户从账务型应用迈向管理型应用，以服务商品拓宽商机来源，提升运营效率，坚守“创造客户数字价值”的企业使命，助力我国制造业与流通业企业实现数字化转型，迈向智能制造、新零售。

2015年以来，公司营业收入呈现稳健增长态势，CAGR为9.50%，由于基数较低的原因，扣非归母净利润呈现较快增长态势，CAGR达144.97%。2019年，公司

实现营业收入 14.67 亿元，同比增长 9.33%，实现扣非归母净利润 0.89 亿元，同比增长 40.55%。

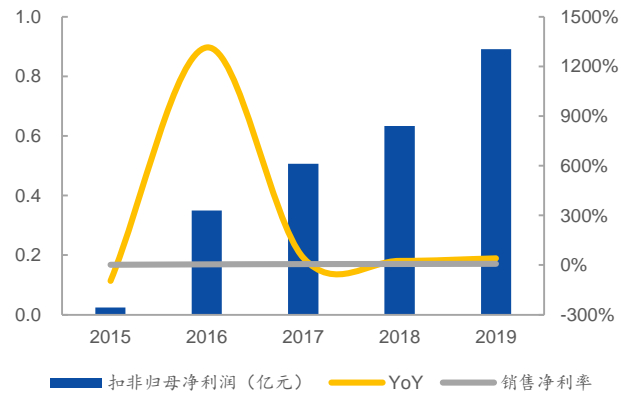
公司的销售毛利率一直保持在较高的水平，2019 年毛利率达到 83.47%。2015 年以来，公司销售净利率持续提升，2019 年达到 7.08%。

图 2：营业收入与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况



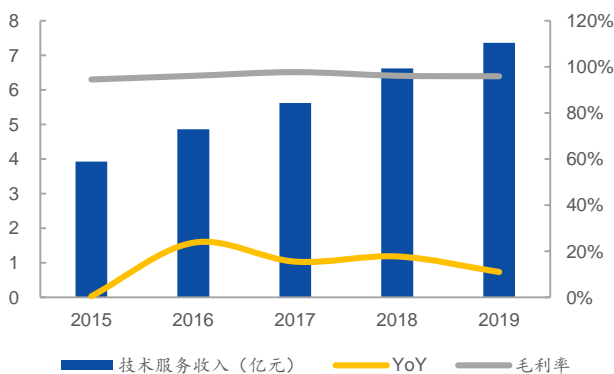
资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司产品主要包括：技术服务、自制软件销售和 外购软硬件销售。

2019 年，技术服务实现收入 7.36 亿元，同比增长 11.10%，占营业收入比重最高，达到 50.16%，近四年来毛利率都保持在 95% 以上。

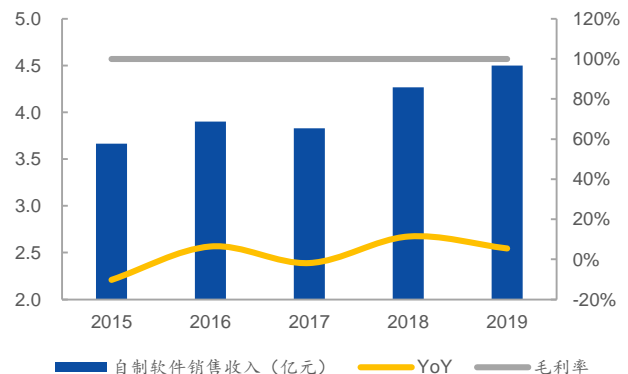
2019 年，自制软件销售实现收入 4.50 亿元，同比增长 5.46%，毛利率达到 100%。

图 4：技术服务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

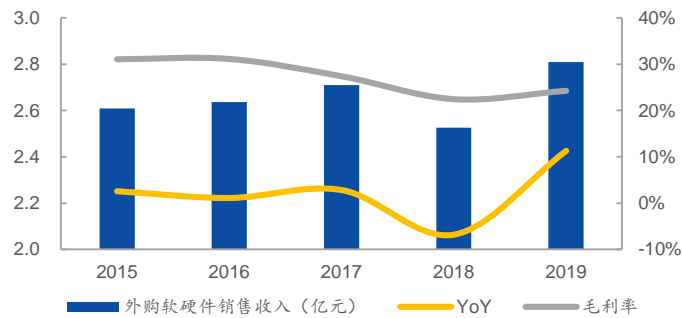
图 5：自制软件销售收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

外购软硬件销售占营业收入比重较小，2019 年该产品实现营业收入 2.81 亿元，同比增长 11.25%，占营业收入比重为 19.16%。该产品的毛利率在三项主要产品中最低，2019 年，毛利率为 24.28%，较上年同期提升 1.82 个百分点。

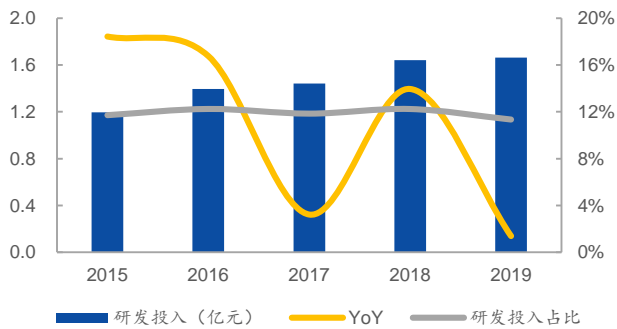
图 6：外购软硬件销售收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

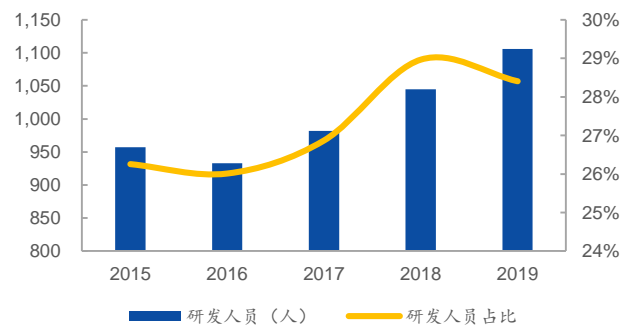
公司自成立以来就将研发与创新作为立足之本，自主研发与创新是公司实现“智能+”与云转型的重要支柱。近五年来，公司研发投入占营业收入比例始终保持在11%以上，且全部费用化处理。2019年，公司持续加大产品研发力度，研发投入达到1.66亿元，同比增长1.39%。截至2019年底，公司研发人员数量为1,106人，研发人员数量占比为28.40%。

图 7：研发投入情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

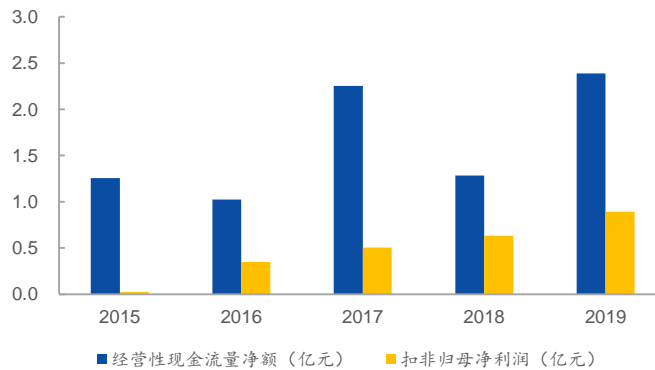
图 8：研发人员数量



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

从2016-2019年，公司经营性现金流量净额持续高于扣非归母净利润，且始终保持在扣非归母净利润的2倍以上，反映了较高的经营质量。

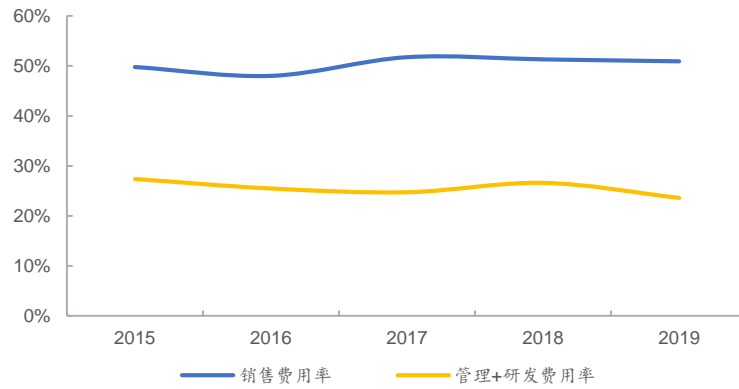
图 9：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2015 年以来，公司销售费用率保持在 50%左右，较为稳定。管理费用+研发费用率的范围为 23-28%，呈现小幅下滑的趋势。

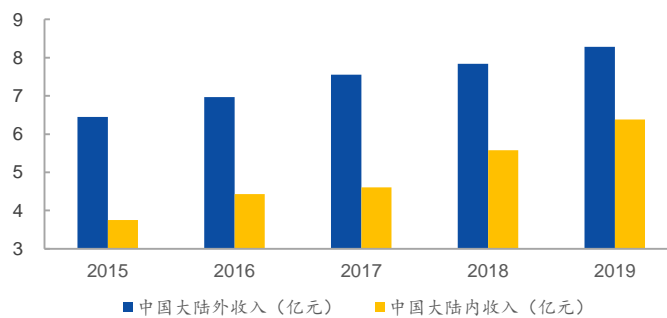
图 10：费用率变化情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司是台湾地区最大的 ERP 服务提供商之一，业务主要集中在制造业和流通业。公司利用在台湾地区市场积累的丰富研发和服务经验，结合大陆地区客户的实际需求，采取针对性的研发和营销策略，经营模式在公司优势行业得以快速复制，在大陆地区的营业收入呈现较快的增长态势。

图 11：2015-2019 年营业收入按地区拆分



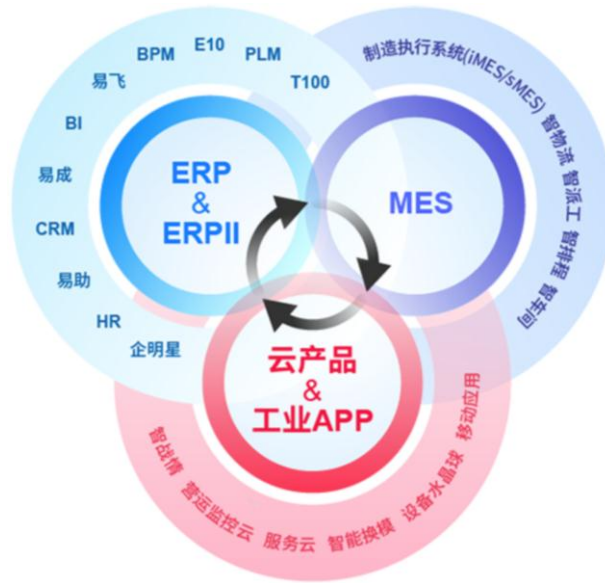
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 1.2 业务概况

在产品层面，公司具有丰富、完整的产品线：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；在智能制造领域有智车间、智排程、智品质、智战情、智中台等系列产品，以及在工业物联网、移动应用等领域的工业 APP 产品，全面满足企业客户制造-分销-零售不同发展阶段的多业态经营管理需求。

在服务层面，公司对于行业客户从设立到成长到转型的各个阶段所面临的问题，归纳出需求感知期、方案导入期、管理精进期、经营优化期等四个时期，每个时期都有对应的服务机制与服务内容，并发展出鼎捷独创的应用价值成熟度模型，引导客户对数字化的转型由浅入深，满足客户各层级全生命周期的完整服务需求。

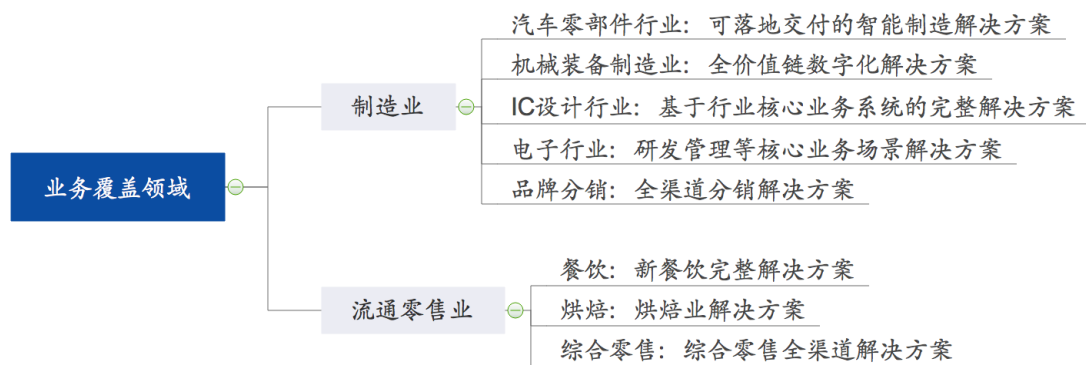
图 12：公司主要产品



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

从客户情况来看，公司客户主要集中在制造业和流通零售业。在制造业领域，公司专注于制造业领域的数字化、智能化解决方案，通过多年的技术发展与行业经验沉淀，已在汽车零部件、装备制造、IC 设计、电子等制造行业积累了丰富的软件实施与行业精益管理经验，帮助企业实现“降本增效”、“提质减存”的效益。在流通零售业领域，公司面对快速创新与发展的行业，新零售解决方案聚焦餐饮、烘焙、综合零售等行业的数字化服务，帮助流通零售企业建立高效的数据分析、订单管理、渠道经营管理、仓储物流管理，发展敏捷供应链体系。

图 13：公司业务覆盖领域



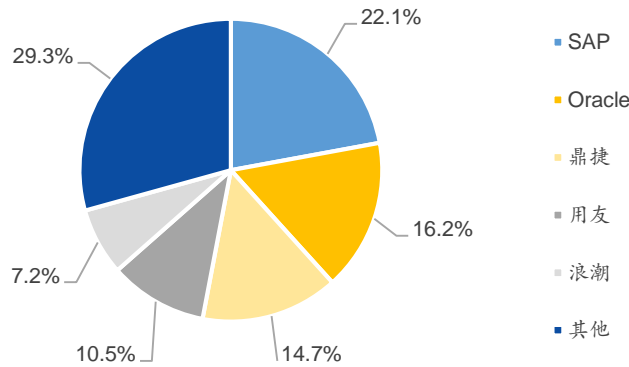
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

经过多年的经营，凭借领先的技术及专业的服务，公司积累了庞大的客户基数，累计合作企业数量超过 50,000 家，与一大批优质客户形成了稳定的合作关系。公司自成立以来，始终恪守“创新、尊重、专业”的经营理念，通过持续优质的售后服务，与客户建立了长期稳定的合作关系，不断提升客户的黏性。根据赛迪网发布的《2017 年中国智能制造产业 ERP 软件产品深度研究报告》，公司的智能制造 ERP



产品在我国智能制造产业 ERP 软件市场的占有率为 14.7%，位居国产软件第一位。

图 14：2017 年中国智能制造产业 ERP 软件产品竞争格局



资料来源：赛迪网，国元证券研究中心

2019 年是公司实现战略转型发展的重要一年，公司坚持以客户效益为导向，持续贯彻“智能+”的战略方针，以“一线、三环、互联”的实践路径为主轴展开：“一线”是以改善管理提升效率为发展目标，助力企业客户提高管理效益与实现数字运营，持续拓展服务商品与智能制造业务；“三环”是以聚合产业资源促进联动为发展目标，提供用户、系统、设备相连的数据信息服务，发展工业 APP、推动传统管理软件云化；“互联”为以整合资源跨界融合为发展目标，打造工业互联生态圈。

图 15：公司“智能+”战略方针



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

### 1.3 股权结构

目前，公司为无控股股东、无实际控制人的公司。持股最大的股东为 Digital China Software(BVI) Limited，持股比例为 15.08%。

**图 16：工业富联参股前股权结构**


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

2020年7月5日，公司发布《关于股东协议转让公司股权暨权益变动的提示性公告》，公司股东 Digital China Software(BVI) Limited 将其持有的 15.19% 股份以协议转让的方式转让给富士康工业互联网股份有限公司（工业富联）。同时，工业富联与 TPHL、孙蔼彬、叶子祯、新蔼咨询签署一致行动人协议，本次权益变动后，工业富联及其一致行动人将合计持有公司 60,127,027 股股份，占公司剔除回购专用账户股份后总股本的 22.85%，成为公司第一大股东。通过股权结构调整，公司与工业富联的合作能进一步完善公司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。

## 2.政策驱动，行业处于高成长期

近年来，国内各级政府加快推进智能制造、工业互联网、云计算、人工智能等应用落地，鼓励各类企业上云上平台，数字经济快速发展。

### 2.1 政策不断出台，产业蓬勃发展

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，需要以建设制造强国为载体，推动互联网、大数据、人工智能和制造业深度融合，促进制造和服务的融合与协同发展，增强制造业的集群优势和核心竞争力。2020年全国工业和信息化工作会议确定的2020年工作重点任务之一是：着眼融合发展，拓展数字经济发展新空间，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，推动工业化和信息化在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展。依托工业互联网创新发展工程，继续推进网络、平台、安全三大体系建设。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。高度重视中小企业智能化改造。

表 1：智能制造相关政策梳理

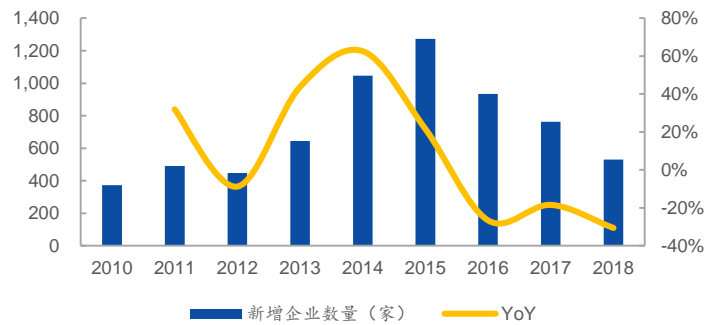
时间	文件/会议	部门	主要内容
2015年5月	《中国制造2025》	国务院	到2020年，制造业重点领域智能化水平显著提升，试点示范项目运营成本降低30%；到2025年，制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运营成本降低50%，产品生产周期缩短50%，不良品率降低50%。
2016年9月	《智能制造发展规划（2016-2020年）》	工信部、财政部	到2020年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；到2025年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。
2017年10月	《高端智能再制造行动计划（2018-2020年）》	工信部	到2020年，推动建立100家高端智能再制造示范企业、技术研发中心、服务企业、信息服务平台、产业集聚区等，带动我国再制造产业规模达到2000亿元。
2018年9月	《国家智能制造标准体系建设指南（2018年版）》	工信部、国家标准管理委员会	到2019年，累计制修订300项以上智能制造标准，全面覆盖基础共性标准和关键技术标准，逐步建立起较为完善的智能制造标准体系。建设智能制造标准试验验证平台，提升公共服务能力，提高标准应用水平和国际化水平。
2019年3月	《2019年国务院政府工作报告》	国务院	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。
2019年12月	2020年全国工业和信息化工作会议	工信部	深入实施工业互联网创新发展战略，启动“5G+工业互联网”512工程。加快智能制造标准体系建设。推广服务型制造、共享制造等新业态新模式，探索人工智能“揭榜挂帅”机制，启动建设长三角工业互联网一体化发展示范区、人工智能和车联网先导区，大数据、区块链等创新应用日趋丰富。
2020年6月	《关于深化新一代信息技术与制造业融合发展的指导意见》	中央全面深化改革委员会	加快推进新一代信息技术和制造业融合发展，顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，以智能制造为主攻方向，加快工业互联网创新发展。加快制造业生产方式和企业形态根本性变革，提升制造业数字化、网络化、智能化发展水平。

资料来源：前瞻产业研究院，中国政府网，国元证券研究中心

根据前瞻产业研究院的统计，2014-2015年中国智能制造行业新成立企业数量骤增，

处上升风口时期，工业巨头、互联网科技等领域企业拓展业务范围，积极转型，进军智能制造行业。2015 年新增企业数量达到顶峰，2016 年以后，中国智能制造新增企业数量开始降低，开始纵向拓展和深化智能制造关键技术，深耕细分领域成为企业发展的重点。

图 17：中国智能制造行业新增企业数量



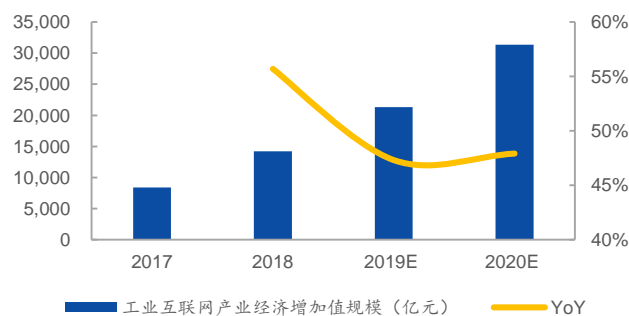
资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

## 2.2 培育工业 APP，建设标准体系

近年来，国务院、工信部、工业互联网产业联盟等相继出台促进工业互联网发展的相关政策。工信部于 2018 年 5 月发布的《工业互联网 APP 培育工程方案（2018-2020）》指出：到 2020 年培育 30 万个面向特定行业或场景的工业 APP，突破一批共性关键技术，构建工业 APP 标准体系，形成一批具有国际竞争力的工业 APP 企业。工业 APP 的快速发展，为企业实现互联互通奠定了应用基础。

根据中国信息通信研究院发布的《工业互联网产业经济发展报告（2020 年）》，2018 年、2019 年我国工业互联网产业经济总体规模分别为 1.42 万亿元、2.13 万亿元，同比实际增长分别为 55.7%、47.3%，预计到 2020 年，工业互联网产业经济总体规模约为 3.14 万亿元，同比增长 47.9%，2018-2020 年 CAGR 达 48.7%，市场空间巨大。

图 18：中国工业互联网产业经济增加值规模预测



资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究中心

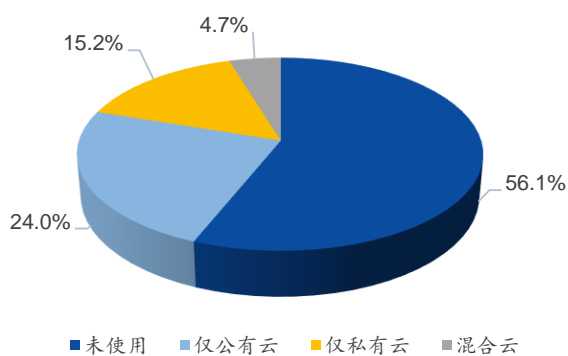
## 2.3 平台加速渗透，云化需求增长

工信部《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》指出，到 2020 年，全国新增上

云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心，推动云产业快速发展。同时，各级地方政府积极推动企业利用云计算加快数字化、网络化、智能化转型，推进互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合。企业云计算及服务在国家政策及企业内生需求的双重驱动下快速发展，未来企业上云是行业发展的必然趋势。

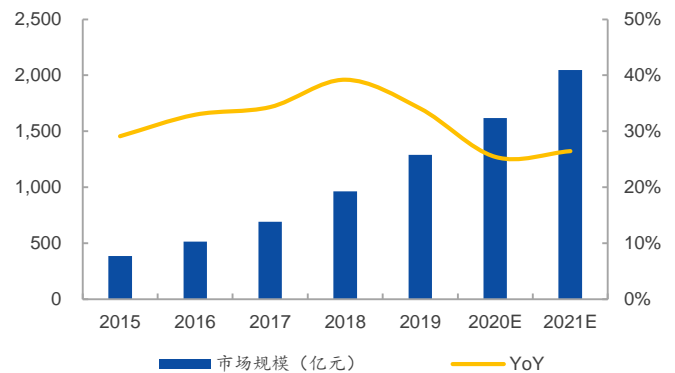
根据智研咨询的数据，2018 年，全国企业上云比例为 43.9%，企业对云服务的需求和认可愈发迫切。预计到 2023 年我国企业上云率将超过 60%，上云深度将有较大提升。根据中国产业信息网的数据，2019 年中国云计算产业规模达到 1,290.7 亿元，同比增长 34.1%，预计 2021 年将达到 2,046.5 亿元，2019-2021 年 CAGR 达 25.92%。

图 19：2018 年中国企业云平台使用情况



资料来源：智研咨询，国元证券研究中心

图 20：中国云计算产业市场规模预测



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

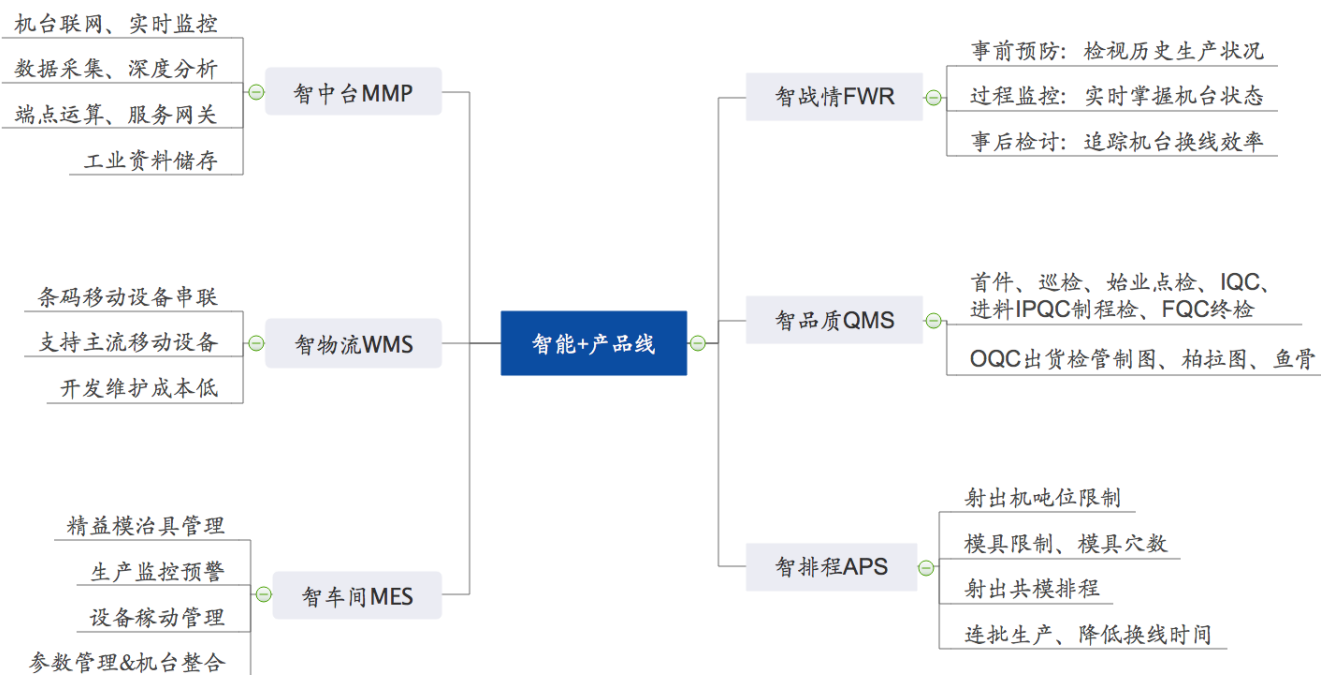
### 3.围绕新基建，推进“智能+”战略

面对智能制造快速发展的政策支持与历史机遇，公司加快推进智能制造与工业互联网相关业务，并成为工业富联、华为云鲲鹏凌云合作伙伴，基于多年服务制造业数字化管理的经验优势，围绕“智能制造方案的规划与整合者”、“智能运营方案的提供者”的业务定位，推动智能制造领域业务的快速增长。2019年，公司持续优化“智车间”系列产品，推进“智排程”与“智品质”两个系列产品的研发，进一步完善数字工厂的制造运营管理整体解决方案。

#### 3.1 聚焦智能制造，助力精益管理

公司的智能+制造方案提供全新的数字化协同管理方式，可应用于各行业场景智能管理，主要面向六大行业，包括机械设备、五金机加、电子组装、汽车零部件、注塑制品、半导体。通过专注智能制造，打造智能工厂，整合 IT 与 OT。智能+制造方案能够助力企业实现精益化管理，实现降本、增效、提质。

图 21：公司智能+产品线



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

**iMES 工厂运营管制软件：**iMES 是用来辅助高科技行业的制造、生管、物管、品管、工程人员收集现场数据及追踪控管现场制造流程的应用软件，应用领域包含半导体、光伏、LED 长晶、外延、芯片、封测等制程，提供企业改善制程、提高生产效益的企业信息基础建设。为解决制造现场生产流程变异、制程弹性、交期紧迫与交期掌控的相关需求并有效提升高价值设备的利用率，iMES 以有效追踪、管理、控制制造活动中的在制品、制程参数、原物料、机台状况、制程预定生产状况与实际生产结果，实时满足来自客户与制造现场的需求，帮助管理单位做出正确的决策，以提升企业竞争力。

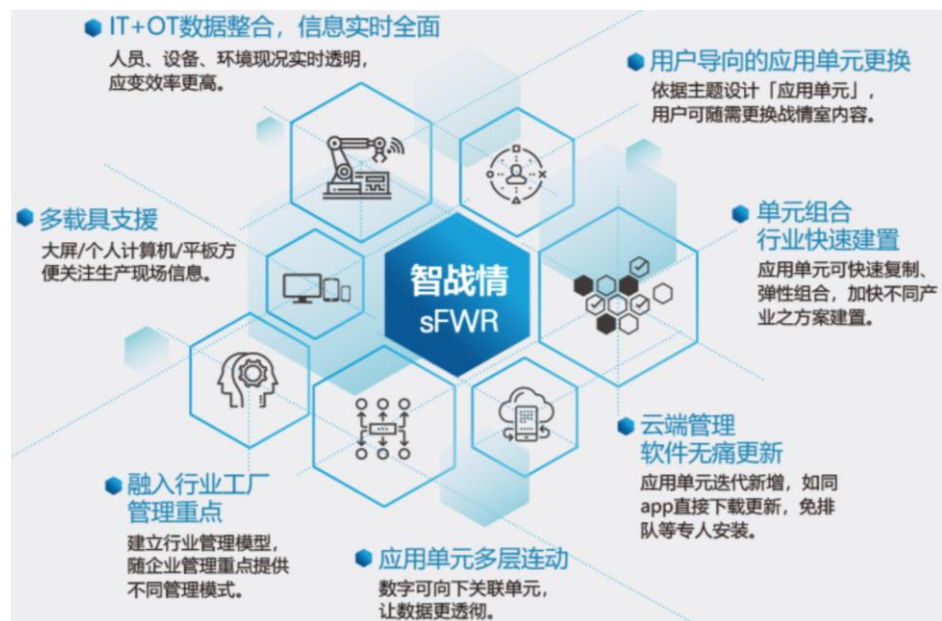
图 22: iMES 功能架构图



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

**sFWR 数智工厂战情室**：智战情通过整合多平台数据，进行人机料法环信息实时采集与分析，通过车间大屏实时展现人、机、料动态，透过数据可视化、透明化，建立监控预警机制，让企业数据管理有迹可循，可满足各不同层级的管理需求。智战情的管理特色包括可实时切换各加工区生产运作情形、支持全载具应用、直观可视化图表呈现等。

图 23: sFWR 数智工厂战情室



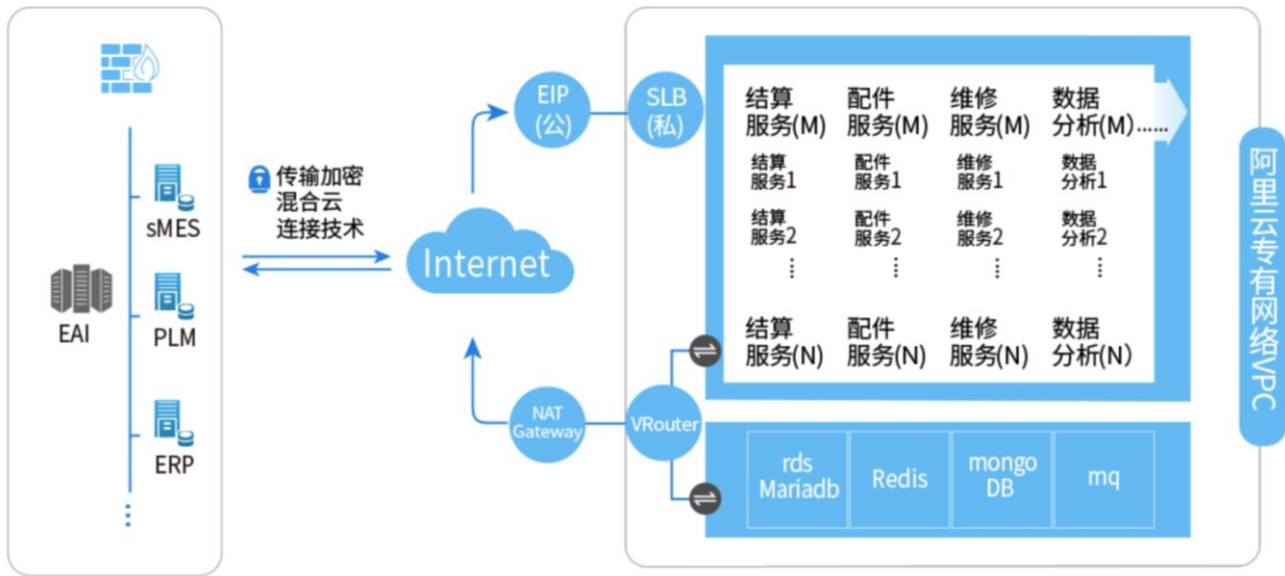
资料来源：公司官网，国元证券研究中心

### 3.2 布局工业互联网，探索新模式

2019年，公司积极完善在工业互联网领域解决方案的布局，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；完成“设备维修工业APP”、“设备云视界工业APP”、“设备服务中心工业APP”的开发与测试。通过服务订阅收费模式，公司可向企业提供低成本、轻交付、易维护的SaaS软件服务。

**售后云：**目前企业售后服务存在用户体验差、复购率低、售后效率低等问题，鼎捷售后云针对售后服务存在的难题，通过提升设备运行水平、改善设备用户体验、提高守候服务延伸收益等方式加速制造服务化升级。鼎捷售后云支持Web端，微信端，APP端多端应用，以设备为中心连接所有售后服务参与者，实现无障碍沟通，同时可实现服务全流程可视化，借助消息推送与进度预警机制提升效率。在数据安全方面，混合云的部署方式保证了敏感数据的加密传输。

图 24：售后云 ASSC 混合云部署图

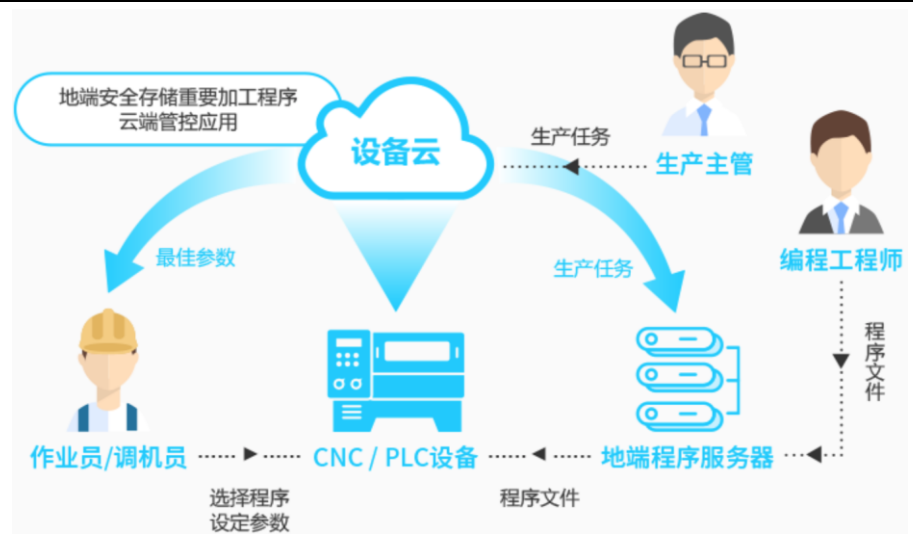


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

**设备云：**鼎捷设备云基于工业互联网技术建构智能设备基础，通过人/机实时的动态智能协作工作方式达到随时随地监控的智能管理。依据真实工业数据，鼎捷设备云可传承经验、还原分析制造过程，打造全面性的数字化工厂。其中，设备水晶球APP能够透过设备联网实现生产现场的可视化，并透过IT与OT的数据融合分析做根因分析，提高生产效率，加速反应营运策略；设备云视界APP以形象大屏与车间看板为媒介，依客户情景自由组合画面，降低客户使用门槛，形象展现车间现场透明化，深挖客户数据内涵；设备任务管理APP负责接收管理生产任务，配合机联网实现IIoT融合，实现生产任务进度与效率实时可视，拉动生产资源自动修正工时促进效率优化。



图 25：设备云应用场景



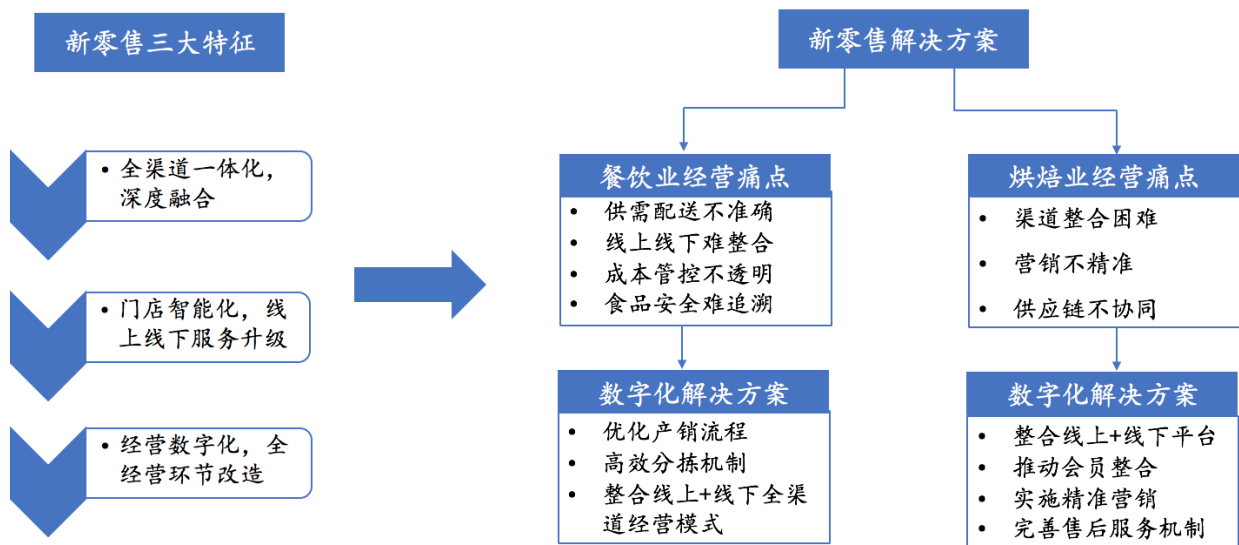
资料来源：公司官网，国元证券研究中心

未来公司将致力于持续连接企业的设备、系统、和用户等要素，发展工业 APP，依托鼎捷 DAP 平台的优势，通过融入物联网、大数据、人工智能等新一代技术，萃取制造业工业机理，洞察制造业数据，优化流程机制和设备资源配置，精准切入企业内和产业间的管理痛点，提升运营效率，完善质量管控，推动生产运营与产业互联的数字化、网络化和智能化。

### 3.3 洞察零售痛点，改善运营流程

公司的新零售客户主要集中于餐饮、烘焙、综合零售等行业。其中，针对餐饮和烘焙的解决方案致力于解决餐饮业和烘焙业现存的供需、成本、配送、营销等方面的难题，通过数字化的方式完善企业的经营模式和管理机制。

图 26：餐饮业和烘焙业数字化解决方案



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

鼎捷综合零售全渠道解决方案透过集团数据管理中心以及集团 5 大运营管理中心架构，搭配不同经营模式的管理流程组合，完成企业多行业经营数据与管理流程共享目标，同时结合 B2B 供应商平台与 O2O 运营平台及互联中台，为企业打造数字化管理平台。该方案可协同商业智慧决策系统的大数据分析能力，为企业搭建数字化、智能化的决策管理平台。

图 27：鼎捷综合零售行业全渠道解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2019 年，公司“新零售云中台”发布，为流通行业用户构建了涵盖前台云 POS、云中台、后台 ERP 完整的 IT 架构，为实现新零售提供牢固的技术支撑。“新零售云中台”完整呈现从前台到中台再到后台的数据流动，和一系列化繁为简的互联应用。该产品可协助企业打造数字化的全渠道供应链，实现在新零售创新模式架构下的管理升级与突破发展，获得市场的认可。2020 年，由于受到新型冠状病毒肺炎疫情影 响，餐饮、烘焙、零售行业受冲击，面对流通零售领域所面临的困难与调整，公司积极调整策略，通过新零售云中台的解决方案优化餐饮企业的运营流程，全面助力流通零售企业提升综合竞争力。

未来公司有望不断推进在流通零售领域的业务拓展，积极推动产品创新变革，进一步提升新零售方案的竞争力，拓展智能设备厂商的应用场景合作，促进新零售领域实施方案的多元化。

### 3.4 携手工业富联，深度协同发展

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，核心研发投入包括 5G、AI、工业大数据、智能制造等领域。2019 年，工业富联实现营业收入 4,086.98 亿元，同比基本持平，实现归母净利润 186.06 亿元，同比增长 10.08%。

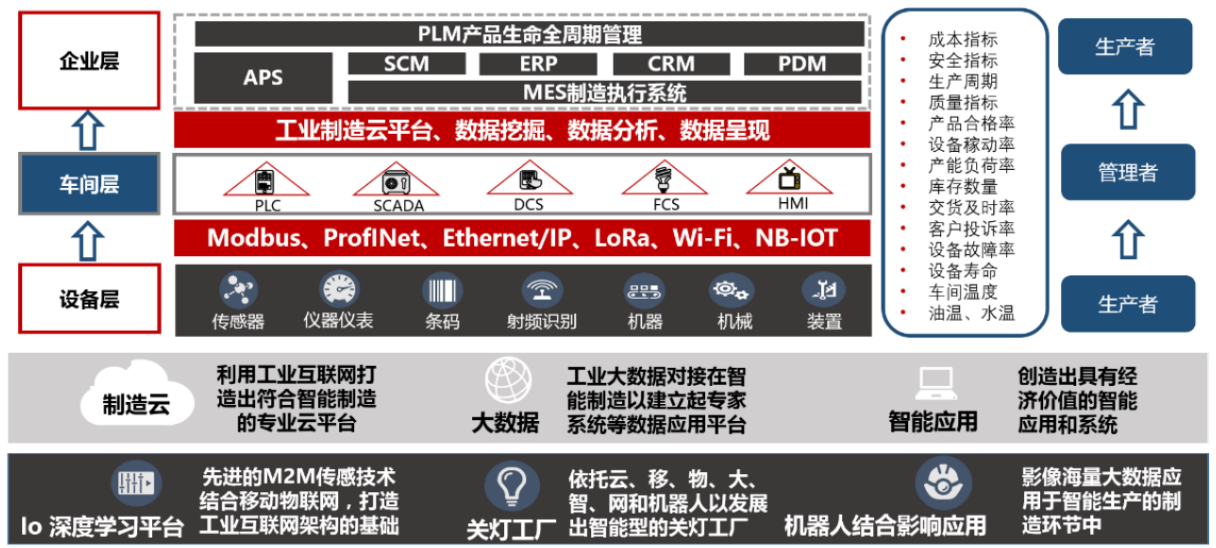
图 28：工业富联主要业务



资料来源：工业富联 2019 年年报，国元证券研究中心

在某汽车零部件厂商的灯塔工厂建设项目中，工业富联运用成型专业云 (Molding Micro Cloud)，解决了客户在关键制程中存在的生产过程不稳定、产品良率提升困难、注塑周期优化不足以及设备稼动率难以把控等问题。

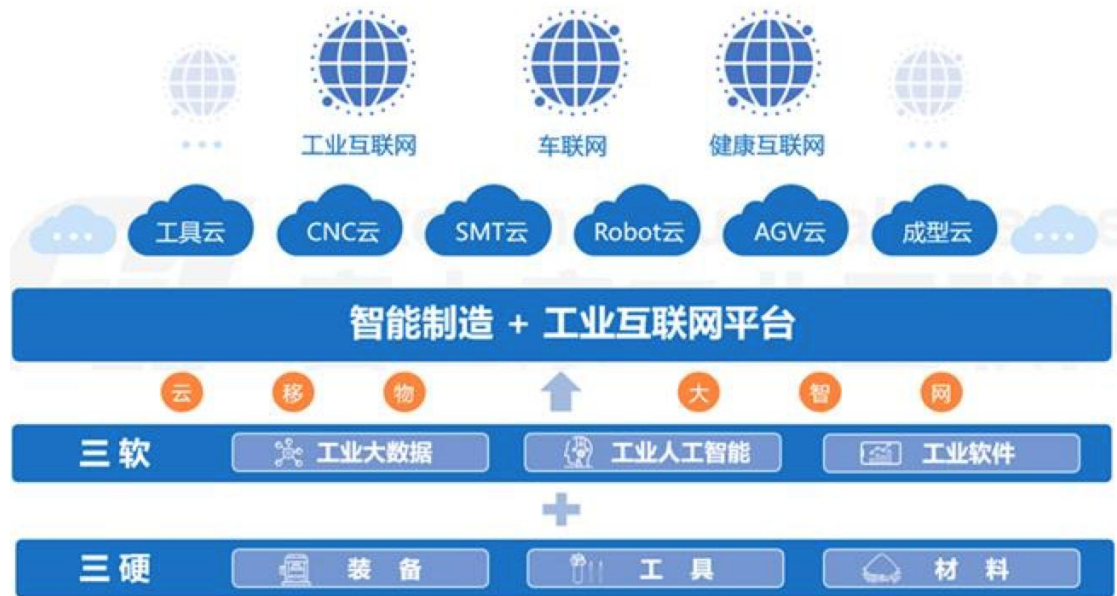
图 29：Fii Cloud 富士康工业互联网云平台提供企业一站式智能工厂服务



资料来源：工业富联 2019 年年报，国元证券研究中心

工业富联将“三硬三软”作为工业互联网平台核心基础，凭借工业 5G 网络和工业互联网等新兴技术的助力，全面实现工厂全要素及上下游产业互联互通，打造工业互联网平台，并通过平台实现对外跨行业、跨领域服务应用。

图 30：工业富联智能制造+工业互联网平台架构



资料来源：工业富联 2019 年年报，国元证券研究中心

公司与工业富联的主要合作内容包括推动 IT 与 OT 的创新融合。IT 与 OT 的融合一直被认为是制造业数字化转型的一个重要趋势。制造业 IT 与 OT 长期以来相互隔离，通过 IT 与 OT 的融合，企业订单可以通过 IT 系统自动分解成生产计划，分配生产任务到机器设备上，传送生产所需的数据信息到 OT 系统中，自动完成设备参数调整、生产数据实时采集、生产质量控制等应用。

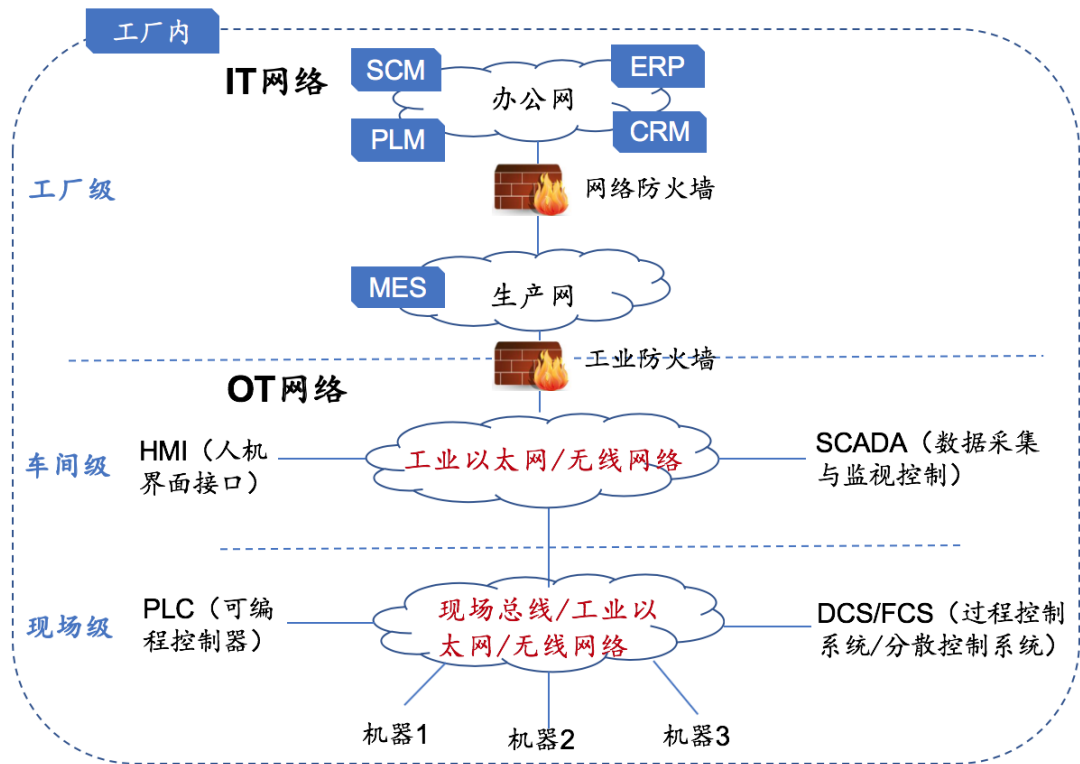
表 2：IT 与 OT 对比

领域	定义	相关软件	融合难点
IT	全称为 Information Technology (信息技术)，一般指利用信息系统及应用软件搜索、存储、检索、分析、应用与评估信息。	ERP (企业资源计划)、CRM (客户关系管理)、SCM (供应链管理) 等商用软件及管理软件、辅助分析软件等。	制造企业设备的多样性增加设备联网的复杂性，各细分行业属性不同，行业痛点不同，产品无法快速量化复制；人才的养成不易，该行业需要同时具备行业工业知识及数字化管理实施经验的高素质人才；IT 与 OT 的融合实施需要改变制造企业生产管理模式，同时，客户的数字化水准不一，需要个案评估和量身打造，存在一定的复杂性。
OT	全称为 Operational Technology (运营技术)，是指直接监控和控制工业设备、资产、流程和事件来检测物理过程或使物理过程产生变化的硬件和软件。	工业控制系统 DCS (控制系统)、SCADA (数据采集与监视控制系统) 等。	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据 CSDN 的资料，传统工业工种繁多，工况复杂，底层的网络连接涉及了工厂内外的多要素、多主体间的不同技术领域，当前 OT 与 IT 网络的融合存在互通与兼容的问题，因此数据的互通是实现 OT 和 IT 融合的关键。

图 31：典型工厂的内部网络示意图



资料来源：CSDN，国元证券研究中心

根据 Markets and Markets 的统计数据，2018 年全球工业物联网的市场规模约为 640 亿美元，预计在 2023 年将超 900 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达到 7.39%，其中亚太地区增速最高，中国的基础设施和工业发展将持续促进工业物联网市场的成长。

工业富联有丰富的智能制造经验和完善的战略布局，同时积极推动产品的创新发展，将工业物联网基础设施作为其着重发展的产品之一。与工业富联网展开合作有利于公司借助其海量的工业机理模型及各类数据资源，解决 IT 和 OT 融合的难题。我们认为，凭借公司在工业互联网领域积累的经验技术，通过与工业富联的深度合作加速推进 IT 与 OT 的融合，同时实现业务板块向工业物联网领域的延伸，为软件业务的增长注入新动能。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

公司是国内领先的企业数字化、智能化解决方案服务提供商，主要客户集中于制造业和流通业，累积客户超过 50,000 家。在“智能+”整体战略布局下，公司业务领域逐渐向智能制造、工业互联网与新零售领域拓展，并积极推进云计算领域的研究与开发应用。工业富联成为第一大股东之后，公司的发展有望进入新的阶段。目前，公司的产品主要包括：技术服务、自制软件销售、外购软硬件销售，我们按照这三个维度来预测公司未来收入和毛利率情况。

对于 2020 年，由于新冠肺炎疫情的影响，结合公司上半年营业收入的表现，我们预计全年营业收入保持微幅增长。

- 1. 技术服务：**公司在该业务领域大力推行服务商品（价值交付）模式，旨在打造以企业管理议题为导向，议题+软硬件延伸的收入模式，2018-2019 年，该业务收入增速分别为 17.85%、11.10%。考虑到该业务是公司重要的战略转型方向，且价值销售的覆盖比例在新签约客群中已得到大幅提升，预测该业务在 2021-2022 年将维持较快增长，未来三年增速分别为 0.98%、14.02%、15.78%。毛利率方面，过去两年该业务毛利率分别为 96.18%、95.95%，预测未来三年毛利率保持稳定，维持在 95-97% 的区间，并呈现微幅提升的态势。
- 2. 自制软件销售：**公司在自制软件销售领域产品线齐全，包括面向超大型和大型企业集团的 T100 等系列产品、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。该业务 2018-2019 年收入增速分别为 11.42%、5.46%，随着公司对智能制造领域业务的推进，预计该业务收入在 2021-2022 年将保持较快增长，未来三年增速分别为 0.76%、10.45%、13.70%。毛利率方面，该业务过去两年一直保持在 100%，预测未来三年的毛利率仍为 100%。
- 3. 外购软硬件销售：**该业务体量在三大主营业务中相对较小，2018-2019 年收入增速分别为 -6.83%、11.25%，预测未来三年增速分别为 0.88%、10.52%、13.89%。毛利率方面，过去两年分别为 22.47%、24.28%，预测未来三年稳定在 23-25% 的区间内，并呈现小幅下滑的趋势。

**表 3：公司业务拆分（单位：百万元）**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>技术服务</b>					
收入	662.27	735.77	742.98	847.14	980.82
增长率	17.85%	11.10%	0.98%	14.02%	15.78%
毛利率	96.18%	95.95%	95.97%	95.99%	96.10%
<b>自制软件销售</b>					
收入	426.71	450.00	453.42	500.80	569.41
增长率	11.42%	5.46%	0.76%	10.45%	13.70%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>外购软硬件销售</b>					
收入	252.54	280.95	283.42	313.24	356.75
增长率	-6.83%	11.25%	0.88%	10.52%	13.89%
毛利率	22.47%	24.28%	24.25%	24.03%	23.92%
<b>合计</b>					
收入	1341.52	1466.72	1479.82	1661.18	1906.98
增长率	10.32%	9.33%	0.89%	12.26%	14.80%
毛利率	83.52%	83.47%	83.47%	83.63%	83.76%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

**可比公司估值：**

公司是国内智能制造 ERP 领域龙头，并积极拓展工业互联网等新业务领域，在国内 A 股市场中，赛意信息、用友网络、能科股份等公司也从事类似业务，故选择这三家公司作为可比公司。与可比公司相比，2019 年，公司的净利润率处于较低水平，因此，我们认为 PS 估值法更适用。从 PS 估值的角度来看，公司目前的估值水平（6.534）低于三家可比公司的平均水平（9.828），原因可能是公司过去三年营业收入的 CAGR 较低、发展思路及市场状况。综上，我们认为公司目前的 PS 估值水平是合理的，考虑到与工业富联的合作，未来成长空间较大，公司具备较好的长期投资价值。

**表 4：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	2016-2019 年营业收入 CAGR	2019 年净利润率	PS	PE
300687.SZ	赛意信息	20.49	44.59	20.69%	6.22%	4.019	64.045
600588.SH	用友网络	44.96	1,460.63	18.50%	15.53%	17.501	169.257
603859.SH	能科股份	48.18	67.04	49.64%	13.10%	7.965	68.395
<b>平均</b>		-	-	-	-	9.828	100.566
300378.SZ	鼎捷软件	34.80	92.25	8.76%	7.08%	6.534	190.595

资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 8 月 14 日

**投资建议：**

伴随着数字经济的快速发展，国内各级地方政府纷纷加快推进智能制造、工业互联网、云计算、人工智能等应用落地，鼓励各类企业上云上平台。面对智能

制造快速发展的政策支持与历史机遇，公司加快推进智能制造与工业互联网相关业务，智能制造业务保持较快增长，长期成长空间广阔。

2020年7月，公司拟引入工业富联成为新的战略投资股东，有望深化与工业富联的合作，完善公司在智能制造与工业互联网的布局，推动IT与OT的创新融合。2020年的新冠疫情对下游企业客户的生产经营造成了一定影响，公司面临的不确定性风险增加，短期内营业收入增长受限，预计2021-2022年经营状况将逐渐恢复。

综上，我们预测公司2020-2022年营业收入为14.80、16.61、19.07亿元，归母净利润为1.07、1.22、1.42亿元，EPS为0.40、0.46、0.54元/股。考虑到公司目前加大新业务的布局，净利润率偏低，采用PS估值法较为合理。参考三家可比公司的PS估值水平，同时考虑到过去三年公司营业收入CAGR低于可比公司平均水平，给予公司2020年8倍的目标PS，对应的目标价为44.66元。首次推荐，给予“增持”评级。



## 5. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情影响下游客户需求：新冠肺炎疫情对下游企业客户的生产经营造成了一定影响，下游客户需求可能会减少；
2. 无实际控制人风险：公司股权结构相对分散，无实际控制人，单一股东的持股比例均为 30% 以下，如果被收购会导致控制权发生变化，可能会给公司业务或经营管理等带来一定影响；
3. 智能制造、工业互联网等新业务拓展不及预期：制造业 IT 与 OT 融合难点众多，产品可能无法快速复制；
4. 与工业富联的合作推进不及预期：工业富联入股事项仍在进行中，公司与工业富联在业务层面的合作仍处于探索阶段。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1375.73	1216.33	1328.99	1488.85	1687.97
现金	813.31	515.64	670.00	791.98	952.61
应收账款	155.65	151.87	154.84	160.48	162.95
其他应收款	8.94	16.35	16.59	18.78	21.74
预付账款	19.35	7.90	9.84	11.88	13.62
存货	13.01	10.77	11.16	12.31	14.03
其他流动资产	365.46	513.78	466.57	493.41	523.02
<b>非流动资产</b>	1053.90	1053.47	1063.20	1071.54	1084.48
长期投资	61.71	61.08	61.39	61.59	62.82
固定资产	802.67	787.76	788.86	792.88	799.83
无形资产	123.29	125.66	129.25	131.92	134.90
其他非流动资产	66.23	78.97	83.71	85.15	86.93
<b>资产总计</b>	2429.63	2269.80	2392.19	2560.39	2772.44
<b>流动负债</b>	1093.76	851.35	873.08	947.52	1041.37
短期借款	600.68	296.69	302.81	320.42	342.61
应付账款	96.06	82.82	86.22	99.28	116.45
其他流动负债	397.02	471.84	484.06	527.82	582.31
<b>非流动负债</b>	0.43	7.53	8.82	8.98	9.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.43	7.53	8.82	8.98	9.12
<b>负债合计</b>	1094.19	858.88	881.90	956.50	1050.49
少数股东权益	15.06	8.99	9.32	9.61	9.95
股本	264.66	266.02	266.02	266.02	266.02
资本公积	623.69	645.43	645.43	645.43	645.43
留存收益	442.26	519.16	599.52	694.61	810.51
<b>归属母公司股东权益</b>	1320.38	1401.93	1500.97	1594.28	1712.01
<b>负债和股东权益</b>	2429.63	2269.80	2392.19	2560.39	2772.44

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	128.35	238.65	142.31	175.38	203.93
净利润	80.44	103.89	107.28	122.60	142.75
折旧摊销	43.09	52.65	37.39	39.61	42.10
财务费用	-1.88	7.03	3.13	0.96	-0.87
投资损失	-15.30	-10.64	-11.34	-13.46	-15.57
营运资金变动	-50.01	73.41	23.49	9.57	31.32
其他经营现金流	72.01	12.31	-17.64	16.11	4.21
<b>投资活动现金流</b>	1.93	-179.59	16.96	-41.05	-41.68
资本支出	114.42	44.56	31.29	35.48	39.81
长期投资	57.61	8.17	0.31	0.20	1.23
其他投资现金流	173.97	-126.86	48.56	-5.37	-0.64
<b>筹资活动现金流</b>	319.00	-337.34	-4.92	-12.35	-1.62
短期借款	381.78	-303.99	6.12	17.61	22.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.05	1.36	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	27.07	21.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-89.80	-56.45	-11.04	-29.96	-23.81
<b>现金净增加额</b>	459.10	-277.96	154.36	121.98	160.63

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1341.52	1466.72	1479.82	1661.18	1906.98
营业成本	221.08	242.50	244.65	271.94	309.62
营业税金及附加	10.32	11.21	11.25	12.46	14.11
营业费用	688.69	747.31	750.57	841.72	972.94
管理费用	192.72	179.81	182.61	207.15	240.85
研发费用	164.16	166.43	169.91	188.42	206.31
财务费用	-1.88	7.03	3.13	0.96	-0.87
资产减值损失	1.65	-0.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.30	10.64	11.34	13.46	15.57
<b>营业利润</b>	115.41	142.63	150.03	172.98	200.47
营业外收入	0.36	1.09	0.35	0.71	0.81
营业外支出	2.61	0.99	1.40	2.34	2.99
<b>利润总额</b>	113.16	142.73	148.98	171.35	198.29
所得税	32.71	38.83	41.70	48.75	55.54
<b>净利润</b>	80.44	103.89	107.28	122.60	142.75
少数股东损益	1.21	0.53	0.33	0.29	0.34
<b>归属母公司净利润</b>	79.24	103.36	106.96	122.31	142.41
EBITDA	156.62	202.31	190.55	213.55	241.70
EPS (元)	0.30	0.39	0.40	0.46	0.54

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.32	9.33	0.89	12.26	14.80
营业利润(%)	16.40	23.59	5.19	15.29	15.89
归属母公司净利润(%)	29.68	30.45	3.48	14.35	16.44
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	83.52	83.47	83.47	83.63	83.76
净利率(%)	5.91	7.05	7.23	7.36	7.47
ROE(%)	6.00	7.37	7.13	7.67	8.32
ROIC(%)	8.08	15.51	15.87	18.51	22.41
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.04	37.84	36.87	37.36	37.89
净负债比率(%)	54.90	34.54	34.34	33.50	32.61
流动比率	1.26	1.43	1.52	1.57	1.62
速动比率	1.25	1.42	1.51	1.56	1.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.62	0.63	0.67	0.72
应收账款周转率	3.59	4.14	4.39	4.83	5.29
应付账款周转率	2.40	2.71	2.89	2.93	2.87
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.39	0.40	0.46	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.90	0.53	0.66	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.27	5.64	5.99	6.44
<b>估值比率</b>					
P/E	116.83	89.56	86.55	75.69	65.00
P/B	7.01	6.60	6.17	5.81	5.41
EV/EBITDA	54.59	42.26	44.87	40.03	35.37

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188