

聚力打造融合中台，开启全新成长之路

报告要点：

● 领先的数字化生态综合服务商，扼守 To B 业务入口

公司以高端 ERP 咨询服务起家，可以提供涵盖企业信息化建设全生命周期的产品和服务。2011 年上市以来，公司营业收入 CAGR 达 22.98%，成长性良好。公司积极跟踪和研究云计算、大数据、物联网等新兴技术的发展，不断拓展业务边界，向数字化生态综合服务商进化。目前，To B 业务繁荣发展，ERP 已经成为入口，公司坐拥 6,000 多家企业客户，已经具备大力发展自主产品和解决方案的基础。2020 年上半年，软件实施业务中自主产品的收入占比为 31.7%，软件销售业务中自主产品的收入占比为 74.59%，成效显著。

● 企业数字化需求持续释放，千亿级数字中台市场大有可为

经过 30 年的发展，ERP 已经成为企业数字化的基石和入口，IDC 预计 2024 年我国 ERP 市场规模将接近 30 亿美元。随着我国经济的转型升级，企业对数字化的需求持续释放，需求也变得多样化和个性化。数字中台概念诞生后，广受市场关注，根据艾瑞咨询 2019 年发布的《中国数字中台行业研究报告》，2018 年，中国数字中台市场规模为 22.2 亿元，预计 2022 年达到 179.4 亿元，CAGR 高达 68.6%，未来整个数字中台市场有望成长到千亿级别。

● 凝聚 20 多年企业服务经验打造融合中台，有望孵化出更多成功产品

2019 年 8 月，公司联合百度智能云重磅发布：融合中台联合解决方案。2020 年 11 月，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券发行结果公告》，成功募集 93,715 万元，其中，7 亿元将投资于“基于融合中台的企业信息化平台建设项目”。过去几年，公司创新研发出汇联易、云 SRM 等优秀软件产品，积累了丰富的企业级软件产品研发、市场推广、运营等方面的成功经验。目前，公司自主产品及解决方案的商机明显增多，在需求的驱动下，有望孵化出更多成功的企业级软件产品，进而成为公司新的业绩驱动因素。

● 投资建议与盈利预测

公司聚力打造融合中台，自主产品收入占比逐步提升，已经开启全新成长之路。预测公司 2020-2022 年营业收入为 25.69、29.97、34.97 亿元，归母净利润为 1.15、1.79、2.77 亿元，对应 PE 为 68.55、43.93、28.49 倍。预期公司将加大自主产品和解决方案的投入，对净利润率构成一定影响，采用 PS 估值法较为合适。公司过去三年 PS 主要运行在 3-6 倍之间，给予 2020 年 4 倍的目标 PS，对应目标价为 11.62 元/股。首次推荐，给予“增持”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；宏观经济下行导致需求不足的风险；人力成本上升及人才流失风险；IT 咨询服务行业竞争加剧；融合中台业务推进低于预期。

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)	2,865.33	2,723.44	2,568.68	2,997.35	3,496.89
收入同比(%)	23.24	-4.95	-5.68	16.69	16.67
归母净利润(百万元)	386.88	86.11	115.03	179.48	276.75
归母净利润同比(%)	19.50	-77.74	33.58	56.03	54.20
ROE(%)	13.14	2.81	3.62	5.34	7.63
每股收益(元)	0.44	0.10	0.13	0.20	0.31
市盈率(P/E)	20.38	91.57	68.55	43.93	28.49

资料来源：Wind，国元证券研究所

增持|首次推荐

当前价/目标价：8.92 元/11.62 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：12.88 / 8.54

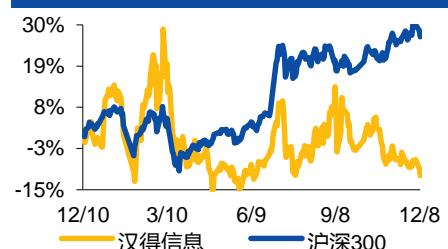
A 股流通股 (百万股)：802.68

A 股总股本 (百万股)：884.02

流通市值 (百万元)：7,159.89

总市值 (百万元)：7,885.43

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. 领先的数字化生态综合服务商	5
1.1 业绩回顾	6
1.2 股权结构与子公司	9
1.3 股权激励与分红情况	10
2. 融合中台，创新未来	12
2.1 数字中台，开启企业数字化转型新篇章	12
2.2 顺势而为，聚力打造融合中台解决方案	13
3. 乘风破浪，踏云而上	19
3.1 顺应产业变革，积极布局云服务	20
3.2 汇联易：聚焦差旅及费用报销	21
3.3 汉得 SRM：聚焦供应商关系管理	23
4. 源于高端咨询，助力数字转型	25
4.1 企业数字化的基石：ERP	25
4.2 聚焦智能制造，助力转型升级	29
4.2.1 智能制造，大势所趋	29
4.2.2 信息技术，中枢神经	32
4.2.3 紧抓机遇，全面布局	36
4.3 专业运维，快速成长	37
4.4 迈向数字化生态综合服务商	38
4.4.1 科学完善的交付体系	38
4.4.2 领先的合作伙伴生态圈	39
4.4.3 积极布局海外市场	39
4.5 埃森哲概况与估值研究	40
5. 盈利预测与投资建议	44
6. 风险提示	49

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：端到端的 IT 服务能力	6
图 3：营业收入与销售毛利率	6
图 4：扣非归母净利润与销售净利率	6
图 5：业务构成情况（单位：亿元）	7
图 6：软件实施业务营收情况	7
图 7：客户支持业务营收情况	7
图 8：经营性现金流净额与扣非归母净利润对比	8
图 9：研发投入情况	8
图 10：研发人员情况	8
图 11：2019 年员工学历构成情况	9

图 12: 股权结构	10
图 13: 现金分红情况	11
图 14: 阿里云数据中台的核心价值	12
图 15: 数字中台发展阶段	13
图 16: 中国数字中台市场规模及预测	13
图 17: 汉得融合中台架构	14
图 18: 场景丰富的业务中台	15
图 19: 技术中台 HZERO	15
图 20: 汉得创新应用	16
图 21: 公司开源产品	17
图 22: 汉得开放平台用户使用场景	17
图 23: HZERO 开源的价值	18
图 24: 企业级 SaaS 与传统软件对比	19
图 25: 国内企业级 SaaS 行业市场规模	20
图 26: 云计算实施服务	20
图 27: 汇联易部分客户	22
图 28: 企业消费-报销-入账全流程	22
图 29: 采购信息化发展历程	23
图 30: 公司通过国际质量管理体系认证	25
图 31: SAP Business One (面向小型企业的 ERP) 主要功能	26
图 32: 全球 ERP 软件市场规模及预测	26
图 33: 国内 ERP 软件市场规模及增速	27
图 34: 2019 年中国整体 ERP 软件市场竞争格局	27
图 35: 2019 年中国高端 ERP 软件市场竞争格局	27
图 36: 2018 年中国 ERP 软件各行业市场份额	28
图 37: Value-HAND 方法论总体框架	29
图 38: 我国智能制造业产值规模及增长情况	32
图 39: 智能制造整体架构	32
图 40: 智能制造平台所需的三驾马车	33
图 41: 制造执行系统主要功能	33
图 42: 中国 MES 市场规模及预测	34
图 43: PLM 主要功能	35
图 44: 中国 PLM 市场规模及预测	35
图 45: 2018 年中国主流 PLM 市场细分情况	36
图 46: 汉得欧俊西门子智能制造业务	37
图 47: 面向全球的企业级 IT 运营维护服务	38
图 48: 公司交付体系	39
图 49: 业界领先的合作伙伴生态圈	39
图 50: 全球化 IT 服务能力与经验	40
图 51: 海外营业收入情况	40
图 52: 数据化彰显出埃森哲与众不同的优势	41
图 53: 埃森哲营业收入情况	41

图 54: 埃森哲人均营收与销售毛利率情况	41
图 55: 埃森哲全球创新架构	42
图 56: 埃森哲营收及扣非归母净利润增速情况	42
图 57: 埃森哲(ACCENTURE)[ACN.N]-PE Band	43
图 58: 汉得信息过去三年 PS-Band	48
表 1: 近期研发资本化金额在 1,000 万以上的项目	9
表 2: 主要子公司及对净利润影响达 10% 以上的参股公司情况	10
表 3: 历次股权激励情况	10
表 4: 可转债募集资金拟投资项目 (单位: 万元)	14
表 5: Choerodon 猪齿鱼开源多云技术平台	16
表 6: 企业管理软件厂商产品布局	19
表 7: 云计算及应用软件全球合作伙伴	21
表 8: 国内主要高端 ERP 实施服务厂商	28
表 9: 全球主要国家智能制造相关政策汇总	30
表 10: 我国智能制造相关政策汇总	31
表 11: MES 与 ERP 的主要差异	34
表 12: 埃森哲业务板块	42
表 13: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	46
表 14: 可比公司估值情况	47

1. 领先的数字化生态综合服务商

上海汉得信息技术股份有限公司，前身可以追溯到 1996 年成立的“上海汉得计算机服务有限公司”，是中国成立较早的本地化 ERP 咨询实施公司之一。2011 年 2 月 1 日，公司在深圳证券交易所创业板上市，成为 A 股首家以 ERP 咨询实施为主业的上市公司。经过 20 多年的发展，公司业务领域已扩展至全面的企业信息化应用产品研发、咨询实施与技术服务，已由最初的信息化产品实施商，历经解决方案提供商阶段，发展为数字化生态综合服务商。公司的使命是成为连接企业管理与信息技术的桥梁，帮助企业实现数字化转型，以信息化手段帮助客户提高组织的运营效率、效益与竞争能力，实现客户价值。公司目前已先后为 6,000 多家企业客户成功提供了信息化建设服务，客户遍及制造、高科技、金融、贸易、快速消费品、互联网、公用事业和房地产等诸多行业，涵盖诸多世界 500 强企业、大型民营、国企集团等行业领军企业，典型客户包括：松下电器（中国）有限公司、美国铝业公司、腾讯科技（深圳）有限公司、阿里巴巴（中国）网络技术有限公司、青岛啤酒股份有限公司等。

图 1：公司发展历程

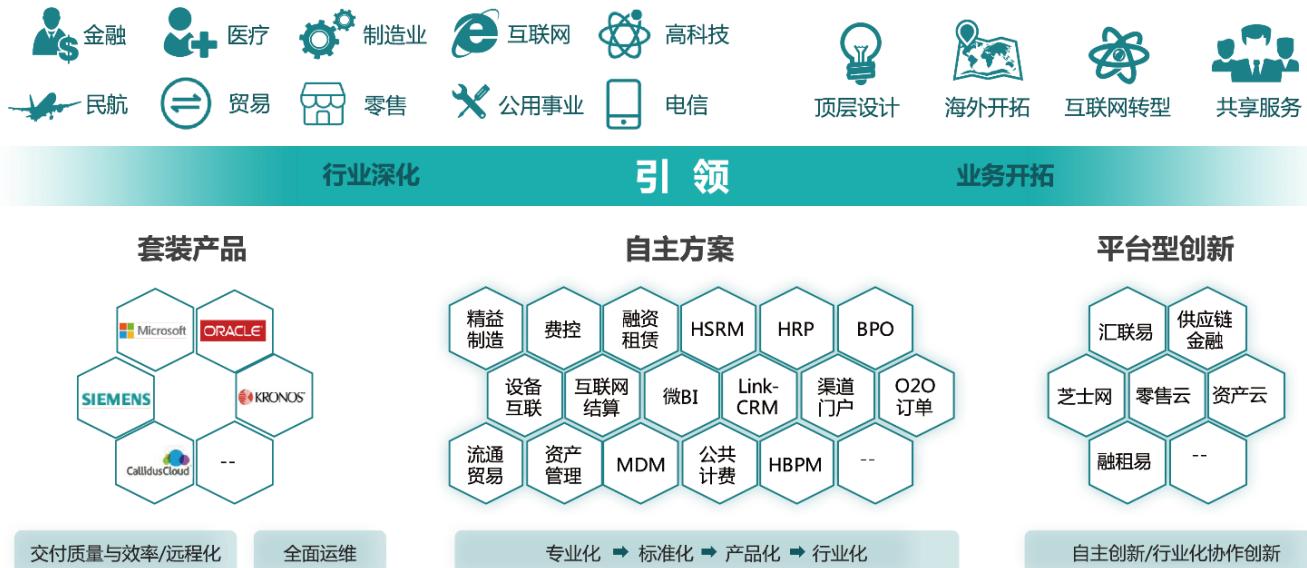


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

公司具备端到端的 IT 服务能力，提供涵盖企业信息化建设全生命周期（规划、实施、定制开发、运维、升级等）的交付服务：从核心财务管理到生产计划敏捷推进，从客户关系管理到数据智能化分析，从人事制度变革管理到人力资源效率提升，业务主线贯穿全方位的企业信息化解决方案。公司通过与国际领先的企业管理软件厂商的合作，如：Oracle、微软、西门子等，助力客户实现业务的可持续发展。实施的套装软件产品涵盖了企业信息化几乎所有主要领域，如：ERP、EPM、CRM、SRM、HRMS、PLM、MES 等。公司具有强大的技术服务能力，提供包括技术开发、系统

集成、系统升级、大数据分析、云计算与运营服务等涵盖企业前中后台全面的信息技术服务。多年来，公司也积累了大量的自主研发产品和解决方案，包括费控、融资租赁、精益制造等一大批优秀的产品，在众多客户处取得了良好的应用效果。

图 2：端到端的 IT 服务能力



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2020 年 12 月，汉得应用产品套件“2020-11”版正式发布。新版本主题聚焦于“共升共生”，着重突出：“可升级”、“更高效”、“更稳定”、“更完善”等几大亮点。同时，新版本套件在原有“智享财务”、“智慧营销”、“智能制造”和“智协供应链”四大板块的基础上增设了新的“智通应用”，为企业合同管理和基于“事件”的通用服务管理提供更为完整的产品和服务。伴随着 2020-11 版产品发布，未来会有越来越多业务领域解决方案和生态合作伙伴的引入。

1.1 业绩回顾

2011-2019 年，公司营业收入 CAGR 达到 22.98%，整体呈现稳健增长的态势。

图 3：营业收入与销售毛利率



图 4：扣非归母净利润与销售净利率



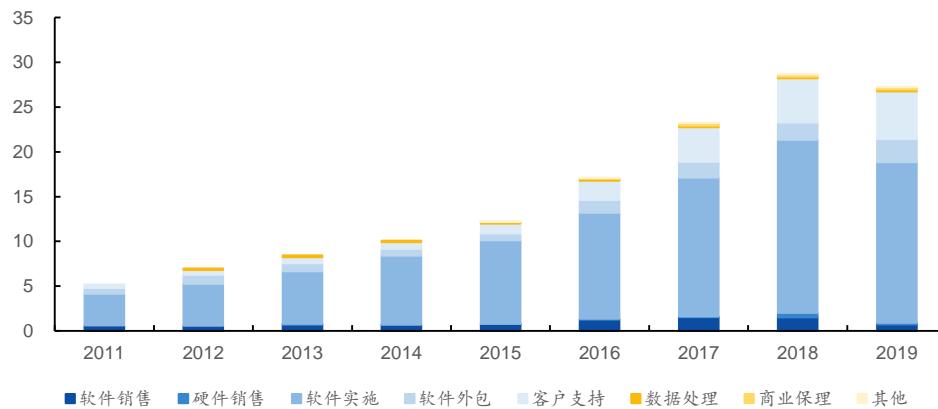
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

自上市以来，公司销售毛利率维持在 30-41%之间，2015 年见顶之后，呈现缓慢下滑态势。参考埃森哲的数据，公司销售毛利率处于健康水平。除 2019 年外，公司销售净利率保持稳定，维持在 13-18%的区间。

分产品来看，公司业务主要分为：软件实施、客户支持、软件外包、软件销售、硬件销售、数据处理、商业保理及其他。

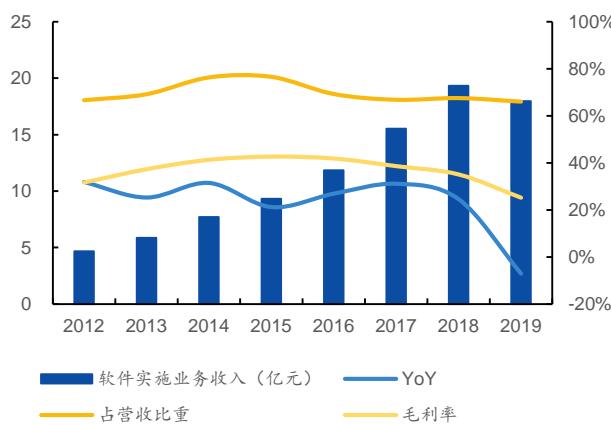
图 5：业务构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

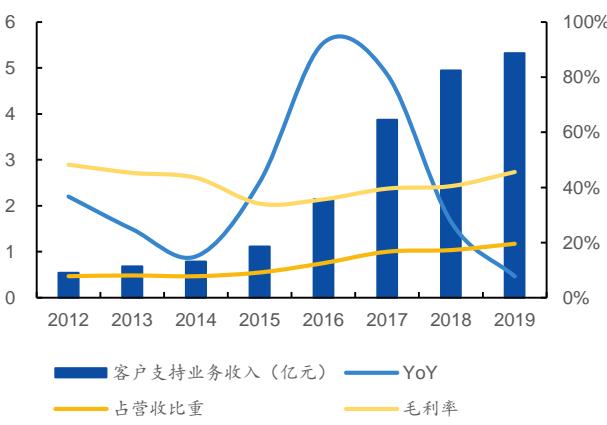
其中，软件实施一直是最重要且占比最大的业务，2019 年占公司营业收入的 65.99%，客户支持是第二大业务，2019 年占公司营业收入的 19.56%。

图 6：软件实施业务营收情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

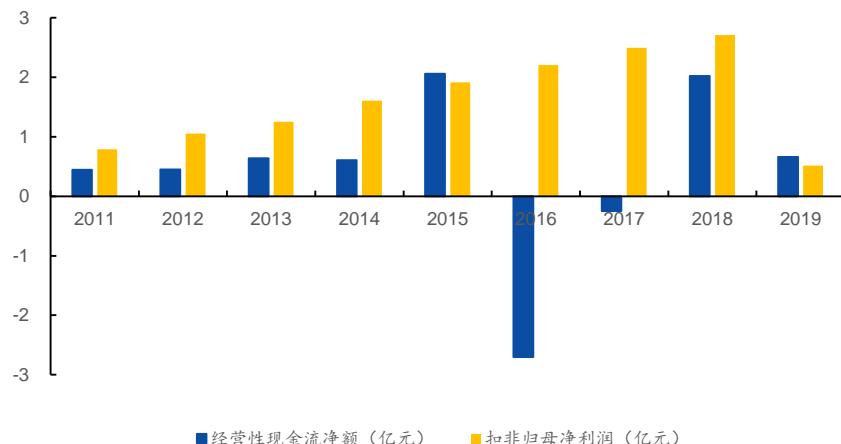
图 7：客户支持业务营收情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

自上市以来，公司经营性现金流总体维持净流入状态，2016 年，经营活动净现金流流出为 2.70 亿元，较上年的净现金流入 2.06 亿元大幅减少了 4.76 亿元，主要是由于保理公司的保理款项投放而导致现金流出 3.49 亿元。

图 8：经营性现金流净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

近几年，公司顺应行业发展的要求，研发投入持续快速增长，2019年达到4.85亿元，同比增长20.45%，占营收比重达到17.81%，同比增加3.76%，资本化金额为2.12亿元，占研发投入的43.69%。从人员结构上来看，2019年公司研发人员数量达到7,929人，占总人数比例达76.57%，比例较高是由公司的商业模式所决定的。

图 9：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 10：研发人员情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

随着近几年客户、市场以及新技术的变化，客户在传统ERP实施的基础上，提出了较多的扩展需求。为了满足客户的业务需求，更好的为客户服务，公司投入较多资源进行标准化和产品化的研发。从财务上看，资本化研发支出占研发投入的比例持续提升，且幅度较大。近年来完成的典型产品包括：财税管理系统、企业内部管理系统、营销管理软件等。

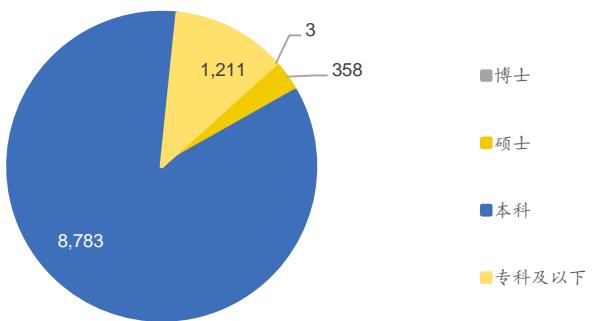
表 1：近期研发资本化金额在 1,000 万以上的项目

项目名称	研发资本化金额	相关项目的基本情况	实施进度
企业内部管理系统	8,041 万元	解决企业内部业务流程信息化的一套互联网解决方案，主要为企业提供流程管理、需求管理、项目管理、合同管理等。	已完成
财税管理系统	6,476 万元	拥有组织架构模块、费用模块、预算模块、工作流模块、财务核算模块等专业化模块，着力于企业的财税管控信息化建设，提高企业的内部管理效率。	已完成
数据管理系统	2,692 万元	从数据抽取、数据湖汇聚、数据处理最终到数据应用的完整数据服务平台，同时基于 H-zero 微服务平台提供了数据同步管理、任务调度管理、元数据管理、数据稽核管理、数据安全管理、数据应用管理、数据分发管理等多种数据服务，满足不同场景需求。	已完成
营销管理软件	1,837 万元	协助企业建设数字化营销体系的互联网转型解决方案，主要有功能有：消费者管理、会员忠诚度管理、会员卡管理、营销管理、微信运营、订单管理、商品管理、企业管理、系统设置、消费者小程序等。	已完成
物联网管理系统	1,328 万元	拥有主数据管理、招商管理、合同管理、结算管理、物业管理、装修管理等专业化模块，着力于企业的基层构建，为后续企业的信息化夯实强有力的基础。	已完成

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司所处的 IT 咨询服务行业属于人才密集型行业，拥有充足的人才储备和优质的交付能力，才能为企业级客户提供全行业、多领域的综合信息化服务。公司重视人才队伍建设，将员工的能力提升和薪酬激励增长及公司业绩增长进行有效匹配，提升核心员工积极性。公司建立了员工长期培训机制和专业化员工发展体系，提升个人能力和公司整体服务水平。

图 11：2019 年员工学历构成情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

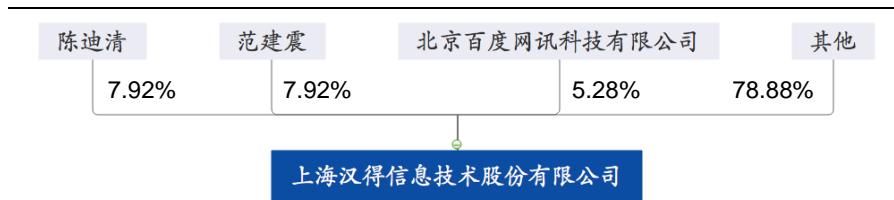
1.2 股权结构与子公司

根据公司 2020 年三季报披露的数据，陈迪清、范建震二人为一致行动人及公司实际控制人，分别持有公司 7.92% 的股份。范建震先生拥有 20 多年的 ERP 从业经验，陈迪清先生曾担任 SAP 中国市场及销售总监，二人在高端 ERP 服务领域有着丰富的经验，深谙企业级客户的信息化建设需求，带领公司紧跟行业发展趋势，持续创新，开疆拓土，不断成长。

2019 年 3 月 1 日晚，公司发布公告，陈迪清与范建震二人以协议转让方式合计转让公司 5.26% 的股份给北京百度网讯科技有限公司，转让价格为每股 11.78 元，同

时，自交割之日起的两年内，将持有的 5.00% 的股份所对应的表决权不可撤销地委托给百度行使。百度是全球领先的中文搜索引擎，是集研发高品质人工智能技术及产品、社区、电子商务等多种网络信息服务于一身的中文网络服务平台，百度云为工业制造、金融、教育、物流、游戏、广电、交通、城市安防等领域的企业和机构提供稳定、安全的 ABC(人工智能 AI、大数据 Big Data、云计算 Cloud Computing) 为一体的云计算服务。本次深度战略合作的达成，有助于公司在市场开拓能力、技术支持、服务创新等方面得到有力的支持，有望迅速提升公司在企业数字化领域的竞争能力。双方合作进展顺利，2019 年全年，公司与百度相关的业务及产品实现收入 2,000 多万元，截至 2019 年底，公司在手商机金额超过 4,000 万元。

图 12：股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

根据公司 2019 年报披露的数据，公司合并报表范围内共有上海夏尔软件有限公司、上海汉得融晶信息科技有限公司、上海得逸信息技术有限公司等 18 家子公司。

表 2：主要子公司及对净利润影响达 10% 以上的参股公司情况

公司名称	上市公司直接持股比例	注册资本	主要业务	2019 年净利润
夏尔软件	100%	2,000 万元	软件服务业	737.48 万元
汉得融晶	100%	1,000 万元	软件服务业	-1,531.14 万元
得逸信息	75%	500 万元	软件服务业	789.02 万元

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 股权激励与分红情况

上市以来，公司一直注重长效激励机制，增强管理人员、核心技术（业务）人员对实现公司持续、快速、健康发展的责任感、使命感。到目前为止，共进行了八次股权激励，护航公司的持续成长。

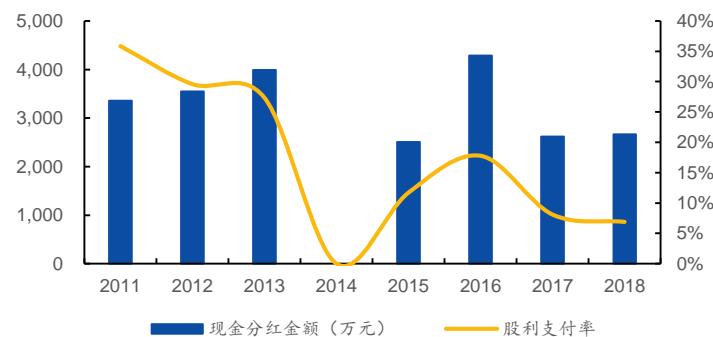
表 3：历次股权激励情况

授予日	激励数量	授予价格	占总股本比例	激励人数
2019.01.17	14,588,000 股	5.24 元/股	1.67%	480 人
2018.01.15	19,085,000 股	5.92 元/股	2.24%	565 人
2016.07.22	27,095,500 股	7.27 元/股	3.24%	1039 人
2015.09.21	5,026,000 股	11.01 元/股	0.61%	251 人
2014.10.31	12,696,000 股	6.50 元/股	2.37%	556 人
2014.02.14	5,526,000 股	7.82 元/股	2.08%	231 人
2013.01.11	9,635,000 股	8.40 元/股	5.74%	293 人
2011.08.09	6,506,500 股	9.73 元/股	4.02%	314 人

资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

自 2011 年上市以来，公司累计实施现金分红 7 次，共派发现金 2.30 亿元，累计分红率为 12.28%。2014 年度，公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股，没有进行现金分红。2018 年度，公司现金分红金额为 2,662.75 万元，股利支付率为 6.88%。

图 13：现金分红情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 融合中台，创新未来

近几年，随着各类新型信息技术的快速发展及应用，各行各业的数字化升级步伐均在加速，数据中台成为应对全新市场需求的重要武器。当前，数字中台概念尚未统一，艾瑞咨询认为：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，以接口、组件等形式共享给各业务单元使用，使企业可以针对特定问题，快速灵活地调用资源构建解决方案，为业务的创新和迭代赋能。简言之，数字中台是企业数字能力共享平台，是平台的平台。作为企业IT资源的综合指挥和调度平台，它以统一的标准和流程规范，帮助企业实现业务互联互通、资源协调和信息共享。

2.1 数字中台，开启企业数字化转型新篇章

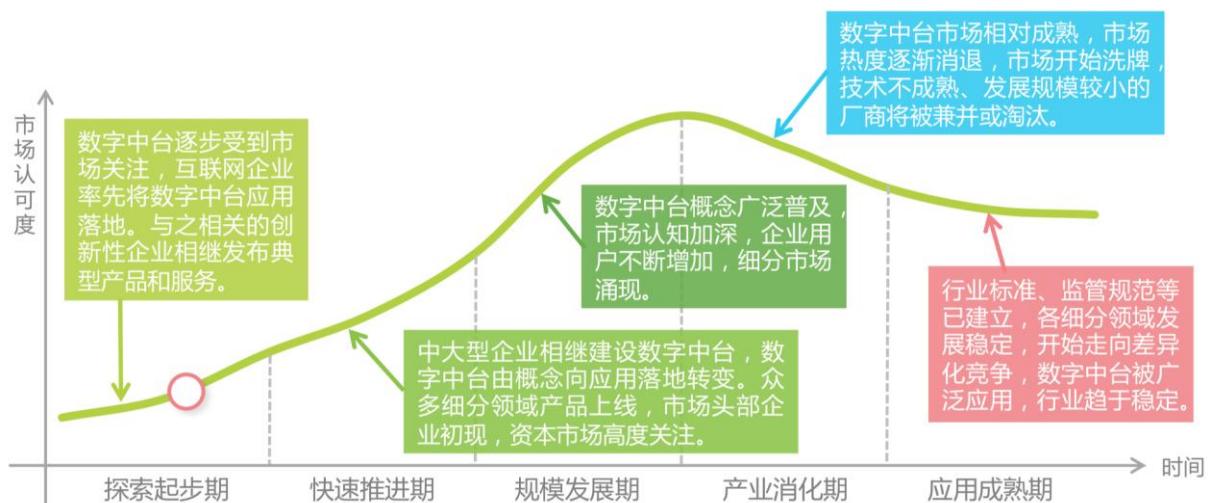
在我国数字化进程不断推进的背景下，企业的数字化转型正进入新的阶段，数字中台发挥着愈加重要的作用。2015年12月7日，时任阿里巴巴集团CEO的张勇通过一封内部信说，“今天起，我们全面启动阿里巴巴集团2018年中台战略，构建符合DT时代的更创新灵活的‘大中台、小前台’组织机制和业务机制”，中台概念首次被提出。此后，随着腾讯、京东、美团等互联网头部企业从集团层面推动以搭建中台为目标的组织架构变革，数据领域的一批创业公司也纷纷提出中台战略，越来越多的企业开始关注数字中台。

图 14：阿里云数据中台的核心价值



资料来源：阿里云《2020阿里云金融数据中台报告》，国元证券研究所

根据艾瑞咨询2019年发布的《中国数字中台行业研究报告》，数字中台现在正处于早期阶段，真正建设数字中台或用来进行系统升级的企业比例很小。各领域行业内，面向消费者端的行业还没有特别成熟的方法和工具，不同厂商都在进一步探索和实践，数字中台的商业价值未完全展现，规模应用还需要等待市场的孕育，落地实施中仍有诸多挑战。随着市场的发展，市场将进入中大型企业相继建设数字中台的快速推进期，数字中台将由概念向应用落地转变。

图 15：数字中台发展阶段


资料来源：艾瑞咨询《中国数字中台行业研究报告》，国元证券研究所

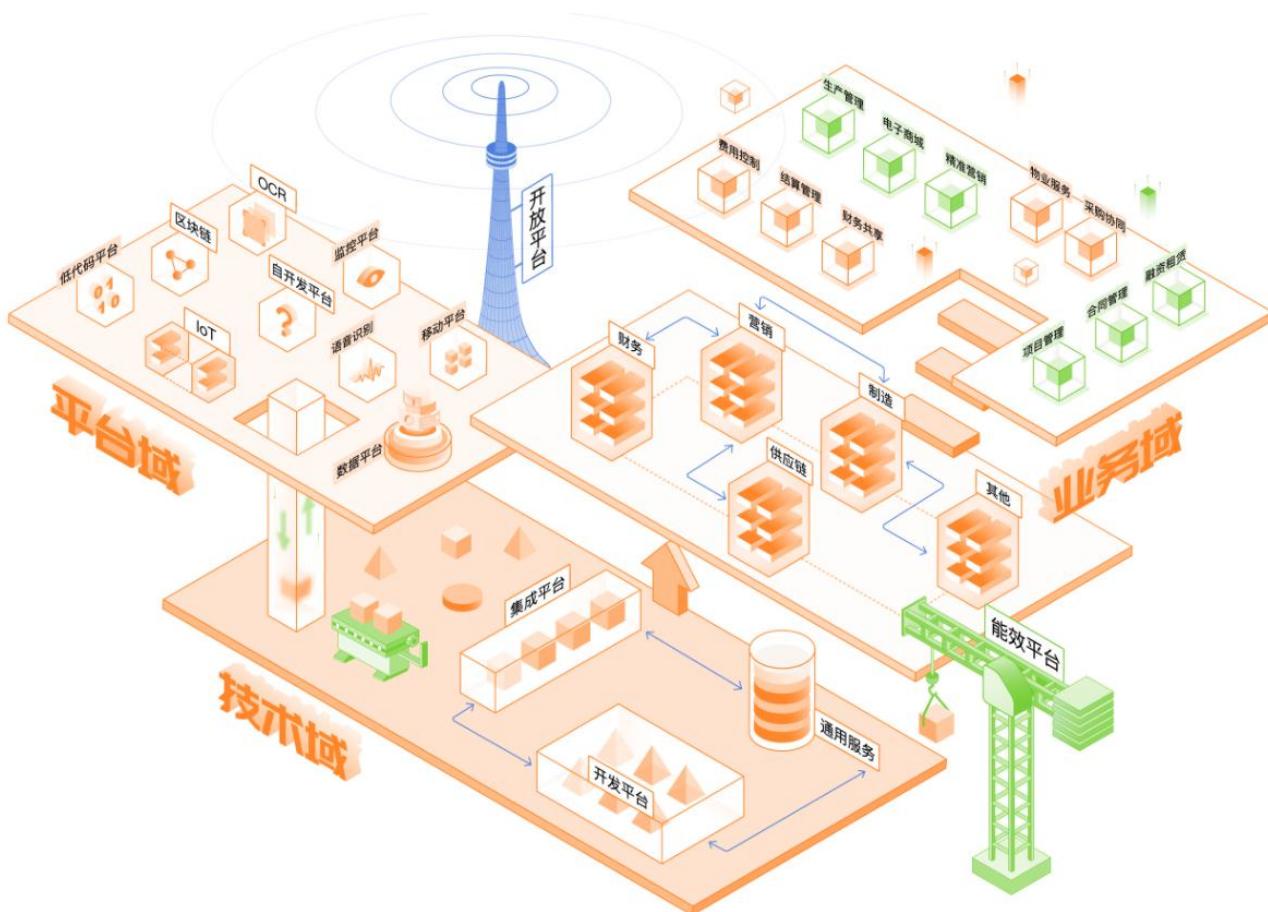
中国数字中台市场正处于高速发展时期，增长势头明显，主要原因是 2016 年后国内独立软件服务商开始布局数字中台业务，同时，大量创新型企业进入市场，市场需求增加后，行业规模快速扩张。2018 年，中国数字中台规模为 22.2 亿元，据艾瑞咨询预计，2022 年市场规模有望达到 179.4 亿元，2019-2022 年 CAGR 达到 72.1%，未来整个数字中台市场将成长为千亿级别。

图 16：中国数字中台市场规模及预测


资料来源：艾瑞咨询《中国数字中台行业研究报告》，国元证券研究所

2.2 顺势而为，聚力打造融合中台解决方案

公司与百度联合推出的融合中台解决方案，凝聚了公司 20 多年的业务咨询和数字化建设经验，通过长期、持续、深入的行业跟踪和研究，同时沉淀了公司在管理与技术方面深度融合的能力，与百度的合作进一步融合了百度智能云的云计算能力和人工智能，把它们有机地整合在一起，为客户带来全面、稳健、灵活的企业数字化平台。根据公司官网的资料，融合中台解决方案已经在快消品连锁、商业地产、休闲装、移动通信运营商等企业使用。

图 17：汉得融合中台架构


资料来源：焱牛开放平台，国元证券研究所

2020年11月27日，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券发行结果公告》，可转债成功发行。本次募集资金总额为人民币93,715万元，其中，7亿元将投资于“基于融合中台的企业信息化平台建设项目”，有了充足的资金保障，公司的中台战略将得到有效的执行。

表 4：可转债募集资金拟投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入本次可转债募集资金
1	基于融合中台的企业信息化平台建设项目	116,072.30	70,000.00
2	补充流动资金	23,715.00	23,715.00
合计		139,787.30	93,715.00

资料来源：公司官网，国元证券研究所

融合中台包括：业务中台 HONE、技术中台 HZERO、能效中台 Choerodon 和组件市场 HMKT 等，提供了中台建设所需的全场景一体化的综合服务和技术能力。

业务中台 HONE，提炼覆盖财务、营销、制造、供应链的全业务场景服务经验，形成可供各行业快速部署和复用的服务能力。其特点包括：提炼自 3,000+客户，50+行业；基于事务一致、模块独立、可复用思想设计；几乎涵盖企业数字化管理的主

要领域。

图 18：场景丰富的业务中台

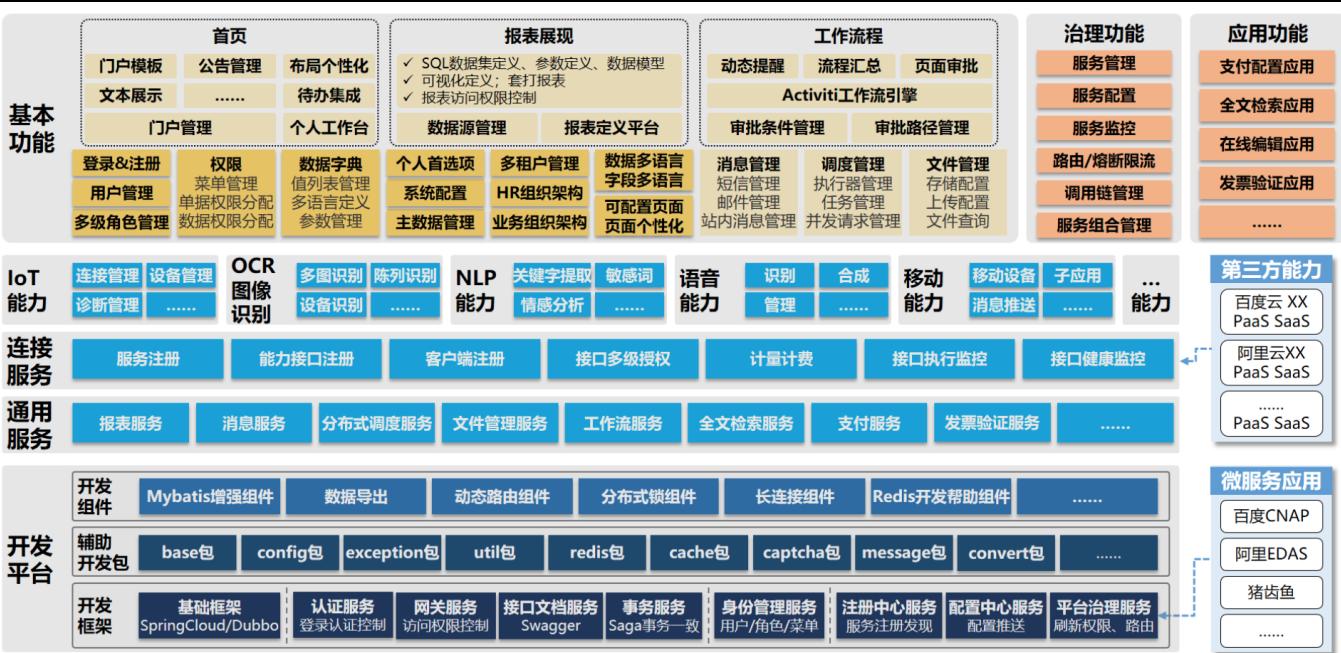


资料来源：公司官网，国元证券研究所

技术中台主要包括：技术中台 HZERO、移动中台 Hippius、物联网中台 Hi-IoT、数据中台 HDSP、焱牛开放平台等，目标是搭建一套一体化的可支持各业务应用、平台快速搭建、能力复用以及可融合的中台基础体系。

HZERO 解决了产品研发、项目实施面临的许多重复性工作问题，降低了交付成本，提高了交付效率。同时，统一技术路线，统一开发规范，使基于 HZERO 平台开发的各种产品能够无缝对接，形成融合的产品，有效解决各自产品技术路线不一致带来的兼容性问题，便于更好地交付和提升客户使用体验。

图 19：技术中台 HZERO



资料来源：公司官网，国元证券研究所

Choerodon 猪齿鱼开源多云技术平台基于开源技术 Kubernetes, Istio, Knative, Gitlab, Spring Cloud 来实现本地和云端环境的集成，实现企业多云/混合云应用环境的一致性。通过提供精益敏捷、持续交付、容器环境、微服务、DevOps 等能力来帮助组织团队来完成软件的生命周期管理，从而更快、更频繁地交付更稳定的软件。其特点：基于实践的敏捷方法论和管理平台；完整的 DevOps 方法和流程工具；易于创建、沉淀和分享的知识平台。

表 5：Choerodon 猪齿鱼开源多云技术平台

特点	详细内容
混合云的容器平台	容器技术和 Kubernetes 提供的容器编排和管理能力，将企业专有云和公有云基础设施平滑地融合在一起，使混合云平台具有了良好的扩展性和延伸性，以及在发生任何部分损坏或宕机时执行自修复的快速响应能力，确保应用系统具有提供稳定高效服务的能力。
开发运营一体化	以 DevOps 为理念，结合敏捷的软件开发实践，有效促进开发（应用程序/软件工程）、技术运营和质量保障(QA)人员之间的沟通、协作与整合；同时，持续集成与持续交付提高了公司对市场的响应速率和软件交付的质量。
微服务应用架构	采用 Spring Cloud 作为微服务架构，将系统模块拆分成多个各自独立的微服务，降低应用模块的耦合度。并且，利用容器编排和管理工具，结合 DevOps 最佳实践，企业对应用的一部分使用更快、更敏捷的方式进行开发、部署和更新工作，因此能够对新的市场需求和竞争状况做出更及时和更灵活的反应。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

创新应用产品依托融合中台，作为创新赋能引擎，将通用的业务、技术等基础能力沉淀到中台，通过组件化、低耦合的方式呈现出来。应用产品可直接组合调取中台组件或少量定制，轻松实现前台与后台的连接，减少重复构建，提高迭代速率。

图 20：汉得创新应用

Intelligent Retail	Collaborative Manufacturing	Finance Suits	ONECONTRACT
智慧零售	协同制造	财务套件	智能合同
基于汉得自主LinkCRM产品，助力企业完成消费者数字化、终端门店数字化以及渠道数字化建设	通过API组合调用构建灵活而健壮的应用，彻底改变通过资源堆砌实现系统建设的传统模式，让系统建设不再成为制造企业革新与发展的掣肘	聚焦企业财务域管理，并整合先进技术和管理理念，帮助企业打造业、财、税高效融合的智能报账和财务共享服务	满足企业合同效率、管理成本和风险防范的管理需求，量身打造一诺智能合同管理产品
Asset Lifecycle Management	Commerce Accelerator	Clearing Settlement	Service Management
资产管理	营销中台	清分结算	服务管理
集中管理您全部设备/设施，将资产的全生命周期信息可视化。帮您控制设备关停时间，降压运营与维护成本，提高资产利用率等问题	为了企业更好的营商生态，营销业务中台O2O应运而生	汉得清分结算软件HFINS-SCS协助企业进行行业信息整合管理，提升企业综合统筹运营能力，让企业决策更科学更高效	专业、完整的、全面集成化的服务全生命周期支持平台。通过移动APP装备现场技术人员，提高服务执行效率与客户满意度。打造现代化的、高效、主动型服务中心

资料来源：公司官网，国元证券研究所

开放平台提供标准化的组件/服务/产品，开发者可直接使用标准化的组件/服务/产品，也可以在标准基础上进行二次开发，实现个性化需求定制化开发，可降低中台化应用交付成本和准入门槛，为内外部用户提供更高效、更便捷的一站式服务平台。

汉得开放平台专注于业务域、技术域、平台域等领域的开发，保证了应用使用者、运营人员、产品研发者、实施者等多方参与者可以获得充分技术支持，同时实现多方的信息共享和互通，维护生态的健康有序。

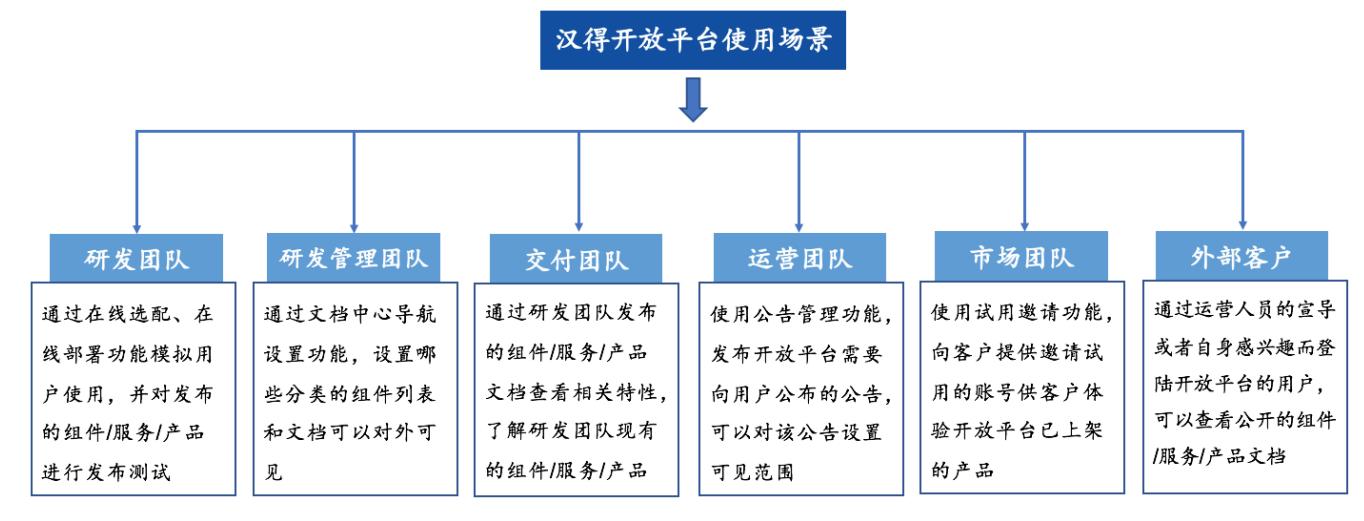
图 21：公司开源产品



资料来源：焱牛开放平台，国元证券研究所

汉得开放平台的受众群体不仅仅是开发者，也可以是项目的管理者、客户、产品经理、业务顾问、领导等用户。开放平台针对不同定位的用户定制化了一些专属功能，可以满足不同类型的用户需求。与此同时，公司自主研发的 HZERO 框架下研发的产品都统一在开放平台展示，省去了多个产品不同路径的查询过程，极大地缩减了用户查询的时间成本，体现了公司产品条线的一致性、整体性、联动性。

图 22：汉得开放平台用户使用场景



资料来源：焱牛开放平台，国元证券研究所

2020 年 9 月 30 日，公司宣布技术中台 HZERO 重磅开源。HZERO 采用了 Java 主流的微服务技术栈，技术组建成熟度较高，市面上人员储备丰富，便于招募技术人员。HZERO 产品的开源能使企业实现业务场景的快速组合，帮助企业更加高效便捷地落地产品研发、业务需求，快速进行数字化转型，减少企业在数字化过程中重复造轮子带来的成本浪费。

图 23: HZERO 开源的价值



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

3. 乘风破浪，踏云而上

近年来，全球云计算产业呈现快速的增长态势，国内企业也紧跟行业发展趋势，阿里、腾讯、华为、百度等多家大型企业纷纷依托自身优势，发布云计算战略和产品，加速布局云计算产业。云计算时代，软件行业正在发生深刻变化：软件由卖 license 模式转变为订阅方式；软件由过去分散小规模的部署，转为集中大规模部署；软件架构转为微服务；单租户、集中式转为多租户、服务化、分布式，系统用户由百、千到现在上亿用户；软件子系统之间、服务与服务之间进一步解耦等。同时，客户期望更快、更新、更好的功能和服务，对软件企业提出了较高的要求。

图 24：企业级 SaaS 与传统软件对比



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

为了迎接云计算时代的到来，各大企业管理软件厂商纷纷发布基于云的新一代 SaaS 产品，传统产品有望逐步被云产品替代。对用户而言，云产品优势明显：可以通过云技术实现系统整合，让企业以更低的成本实现新功能的快速部署，企业无需对管理软件所需的基础设施进行投入；使用云产品，软件可以按月缴费，能够有效改善企业的现金流。基于以上优势，全球云软件产品占比正在持续提升。

表 6：企业管理软件厂商产品布局

公司名称	传统产品	云产品
用友网络	NC 系列、U8、畅捷通 T 系列等	NC Cloud、U8 Cloud、YonBIP、YonSuite、领域云（财务云、人力云、协同云、营销云等）、行业云（政务云、建筑云、医疗云等）等
金蝶国际	EAS、K/3 WISE、KIS 等	金蝶云苍穹、金蝶云星空、精斗云、云之家、管易云等
SAP	R/3、ECC6、S/4 HANA、SAP Business One 等	S/4 HANA Cloud、C/4 HANA、SAP Ariba、SAP Concur 等
Oracle	Oracle E-Business Suite、PeopleSoft、JD Edwards Enterprise One、Hyperion 等	Oracle ERP 云产品（财务、采购、项目管理、风险管理、ERP 供应链管理等）、NetSuite 等

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

目前，中国企业级 SaaS 市场主要由三类玩家构成，即：新兴 SaaS 创业公司、传统软件厂商和互联网巨头。新兴 SaaS 创业公司聚焦某个细分领域，例如纷享销客

专注 CRM 领域。传统软件厂商从事企业信息化时间较长，客户基础和业务积累较为深厚，用友网络和金蝶国际是典型的代表，近年来高调转型 SaaS 服务。互联网巨头为 SaaS 行业带来多维度的刺激，扮演着行业催化剂的角色，更加侧重平台技术和能力的输出，帮助合作伙伴快速形成解决方案共同服务客户。

图 25：国内企业级 SaaS 行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

根据艾瑞咨询的数据，2014-2015 年，国内企业级 SaaS 市场经历了快速增长，增速分别高达 71.35% 和 65.38%。从 2016 年开始，SaaS 市场进入相对理性的平稳发展阶段。2019 年中国企业级 SaaS 市场规模为 362.1 亿元，同比增长 48.71%，各细分领域的厂商在商业化的探索上更为成熟，客户对 SaaS 的认可度进一步提升。

3.1 顺应产业变革，积极布局云服务

公司作为国内领先的数字化生态综合服务商，积极布局云计算领域，已经能为企业客户提供全面的云计算服务。目前提供的服务包括：腾云咨询、驾云部署、观云治理、驭云业务等。公司主要在两个方向积极布局云计算业务：第三方云计算产品及服务、自有云计算产品及服务。

图 26：云计算实施服务



资料来源：公司官网，国元证券研究所

云计算是信息技术未来的发展方向，公司积极研究市场和技术变革的趋势，提升相关技术储备和解决方案能力，目前已经成为全球主要云计算及应用软件厂商在企业服务市场的重要合作伙伴。

表 7：云计算及应用软件全球合作伙伴

合作厂商	合作级别
华为	华为公有云标准经销商、华为认证服务解决方案伙伴、华为渠道认证服务伙伴、华为优选解决方案伙伴
腾讯云	战略合作伙伴、腾讯云标准代理商
腾讯企点	战略合作伙伴、腾讯企业级产品集成商
微软	CRM 金牌合作伙伴、Azure 银牌合作伙伴
携程商旅	企业合作伙伴
京东	企业合作伙伴
Siemens	银牌渠道代理商
Oracle	Oracle 白金合作伙伴
Kronos	战略合作伙伴
Tableau	铜牌合作伙伴

资料来源：公司官网，国元证券研究所

2019 年 3 月，公司与百度签署《战略合作框架协议》，共同向客户提供包括但不限于云计算、共享服务、垂直业务等领域的合作。在云计算方面，合作内容主要包括：通过百度云提供的基础云服务，向汉得信息业务及客户提供公有云、私有云和混合云的行业化解决方案；通过百度云提供的 DevOps 服务，向汉得信息业务及客户提供人工智能化的运维产品及解决方案；双方联合打造混合云管理平台，基于百度云的基础云产品，结合汉得信息行业化、场景化经验，共同推广 ABC 智能化的混合云管理解决方案。

在自有云计算产品及服务方面，公司基于多年的企业级信息化经验和能力，积极研究客户需求和市场趋势，研发了多款具有市场竞争力的云计算产品，为客户提供基于自有云计算产品的独特解决方案和专业化实施服务。公司先后推出了：汇联易（一站式商旅及费用管理平台）、云 SRM（供应商关系管理平台，为企业打造敏捷、高效、高控的供应链体系）、OneContract（一诺智能合同管理平台，基于可视化和智能化技术，致力于合同全生命周期管理）、HAP Cloud（面向微服务架构思想和分布式应用架构研发的分布式应用开发平台）、HCMP（汉得融合云治理平台，提高企业跨云资源管理的效率）、Choerodon（猪齿鱼数字化平台，为企业提供数字化转型的企业级应用容器平台支持）、燕千云（智能服务管理平台，帮助企业快速整合服务渠道）等，并服务于大量企业客户。其中，汇联易和云 SRM 是其中的典型代表，都已经由单独子公司运营，且都获得了外部投资，充分验证了公司产品化的发展思路。

3.2 汇联易：聚焦差旅及费用报销

基于对企业差旅和费用报销管理的深刻理解，公司内部孵化了一站式差旅及费用报销管理产品：汇联易。基于该产品，公司提供 SaaS 服务，帮助企业落地商旅，报销和费控流程，实现商旅消费、费用控制、员工报销、财务审核、信用支付、实物及电子发票管理的精细化和自动化。目前，汇联易由上海甄汇信息科技有限公司运营，上市公司的持股比例为 21.73%。

图 27：汇联易部分客户



资料来源：汇联易官网，国元证券研究所

成立以来，汇联易的开发运营、市场开拓、团队建设得到了迅速发展，并逐渐成为国内领先的报销 SaaS 产品，为企业的运营管理成本降低、员工的报销流程简化、财务团队的工作效率提升提供了有力的支持。

图 28：企业消费-报销-入账全流程



资料来源：汇联易官网，国元证券研究所

在业务结构上，汇联易支持集团业务架构下多公司、多层次的模型搭建；支持部门、岗位、职务、员工的模型搭建；支持集团化至公司级不同管理维度的模型搭建。在财务结构上，支持集团下个性化的多财务核算管理；支持公司级的财务核算管理；支持集团化的预算管控。

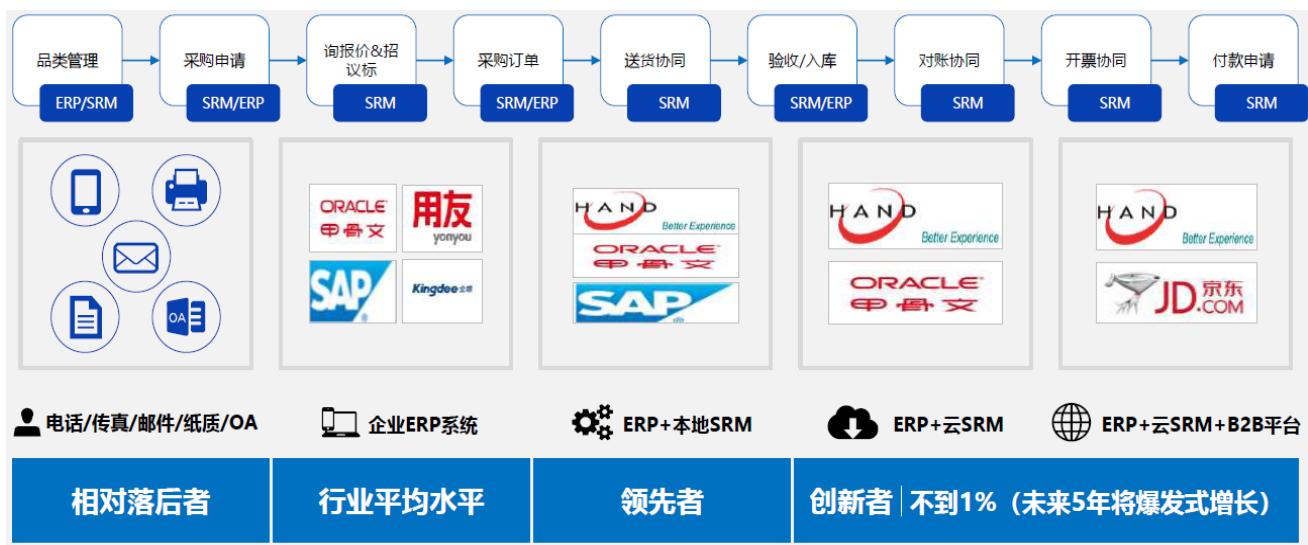
汇联易深度对接：酒店、机票、高铁、出行用车、商务宴请、会务预订等一系列场景服务。通过预测机票价格，灵活配置合适的出票时点，平均节约机票成本约 10%；聚合优质企业消费服务商，智能制定最优商旅计划及预订；平台服务商消费数据自动推送至账本，一键数据导入，员工免贴票报销，同时企业客户线上统一结算、对账，申请开票。汇联易拥有灵活的费用、预算管理规则设置，满足企业个性化管理需求，系统自动进行合规校验及预警，帮助企业费用管理合规性提升 56%。

2020 年 3 月 29 日，汇联易正式宣布完成 3 亿元 C+轮融资，本轮融资由华兴新经济基金领投，老股东软银中国、蓝湖资本、众麟资本等机构跟投。在宣布新一轮融资后，汇联易品牌将实现全面升级：升级迭代后的主品牌“汇联易”定位于服务大中型企业客户的一站式商旅及费用管理 SaaS 产品，将引领公司继续向前发展；与此同时，汇联易推出面向中小企业的全新品牌“超级报销”，赋能中小企业的成长和发展。通过 4 年发展所积攒下的产品和服务经验，让汇联易有信心在下沉市场中能够迅速开疆拓土，为众多中小企业解决痛点，带来行业最佳实践，惠及一站式商旅及费用管理。

3.3 汉得 SRM：聚焦供应商关系管理

智能制造的实现，对打通供应链信息流提出了一定的要求。目前，国内大多数企业还没有实现数字化采购，对通过 SRM 供应商关系管理系统实现采购效率提升、采购成本降低以及采购业务流程管控有比较急迫的需求。

图 29：采购信息化发展历程



资料来源：甄云科技资料，国元证券研究所

基于多年来对企业供应链管理解决方案的总结和经验积累，公司内部孵化了供应商关系管理平台软件及供应商关系管理云平台软件，能够为客户提供高效率、低成本的采购全生命周期协同管理服务。汉得 SRM 适用于多个行业，尤其是制造业，可以为企业提供从询报价管理到订单管理，从库存管理到账务管理，从供应商档案管理到供应商考评管理等各项功能。形成物流、信息流、单证流、商流和资金流五流合一，让企业与供应商实现互联互通，合作共赢。目前，汉得 SRM 由上海甄云信

息科技有限公司运营，上市公司持股比例为 32.13%。

2020 年 11 月，甄云科技获得由蓝湖资本领投，德同资本、红点创投中国基金、钟鼎资本及众麟资本等机构跟投，毅仁资本担任独家财务顾问的 3 亿元 B 轮融资。完成本轮轮融资后，公司将升级甄采云平台，包括扩大加强研发和运营团队，加速产品迭代；推出行业解决方案，完善优势行业服务体系；提升产品智能化水平，推进企业采购的数字化进程等；构建客户成功体系，提高客户服务能力。

根据甄云科技官网的信息，腾讯音乐娱乐集团是汉得 SRM 的典型客户。腾讯音乐娱乐集团是中国在线音乐娱乐服务的开拓者，提供在线音乐和以音乐为核心的社交娱乐两大服务。腾讯音乐采购在数字化环境下不断成长，但存在着费控系统承接供应商管理职责，缺乏统一的采购管理平台，各采购业务流程未统一，业务系统与财务系统脱节，财务大多手工进行管理，预算更多为事中控制等问题，迫切需要有专门的采购管理平台来进行采购的集中化管控，以及连接财务系统、费控系统，形成信息的有效流通。在腾讯音乐采购平台上，既要兼顾大腾讯的业务和技术标准，又要涉及 Q 音、酷狗、酷我、爱听、源泉、海洋、彩虹等多个并购完成之后尚处于整合阶段的业务主体，共涉及集团总部+各 BU+ 投资公司共 95 家公司。甄云科技为此进行了以下几方面的优化：供应商主数据平台统一进行供应商管理；集成所有类型的采购业务，统一管理制度与规范；财务业务一体化；采购系统集成预算系统。整个项目实施后，实现了供应商管理流程规范化、可视化、可追溯化，满足供应商分 BU 管理和集团集中管控的双重目标，将采购全流程实现标准化、系统化，所有单据均可追溯；付款申请自动生成，定期提醒，避免延期付款；减少重复审批，提升效率，并与账务系统深度链接，实现业务单据、财务数据的紧密交互，减少手工工作量，实现采购关键节点的预算控制、预警及追溯，预算管控自动化且贯穿业务全流程，将腾讯音乐的采购全程实现了数字化管控。

4. 源于高端咨询，助力数字转型

公司是国内最早从事高端 ERP 实施服务的专业咨询公司之一，通过多年的技术积累、业务创新和市场开拓，在企业信息化领域的客户规模、实施经验、专业技术、人才团队和服务能力已居于国内领先水平，业务领域已从传统 ERP 领域扩展至全面的企业信息化应用产品研发、咨询实施与技术服务。

公司 2014 年 7 月首次通过国际质量管理体系 ISO9001 认证，成为一家符合国际标准质量管理要求的软件服务公司。2017 年 8 月，公司再次通过了新版国际质量管理体系 ISO9001 认证，获得了 ISO9001:2015 认证证书。

图 30：公司通过国际质量管理体系认证



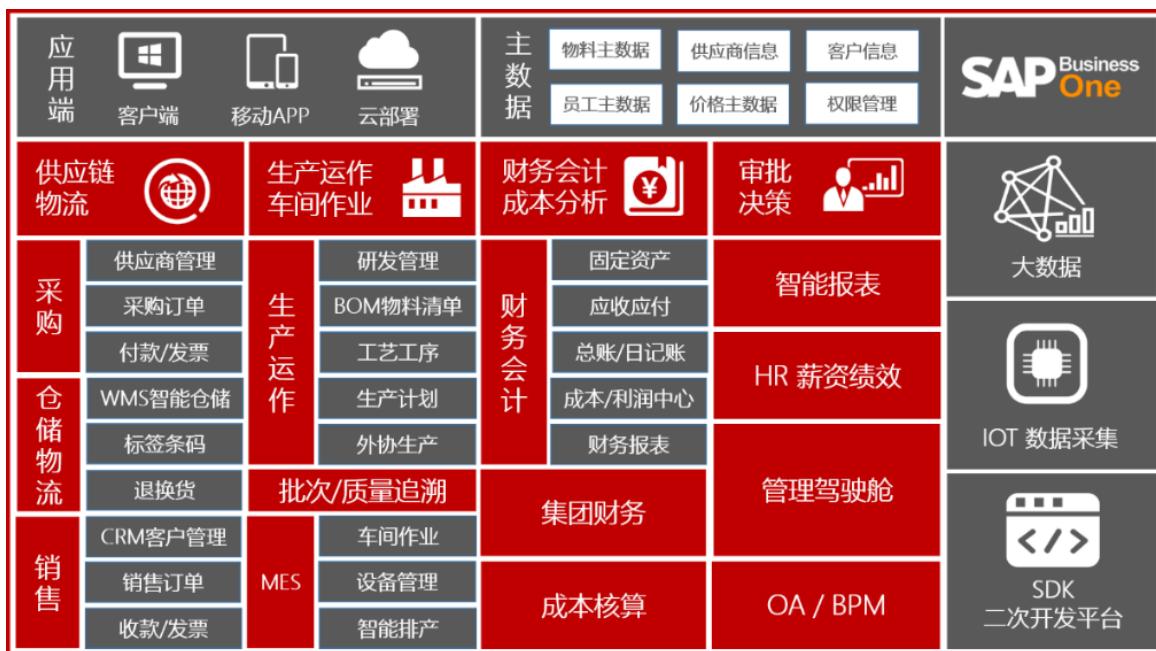
资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.1 企业数字化的基石：ERP

ERP(Enterprise Resource Planning)，由美国 Gartner Group 于 1990 年提出，是 MRP II（企业制造资源计划）下一代的制造业系统和资源计划软件，除了 MRP II 已有的生产资源计划、制造、财务、销售、采购等功能外，还有质量管理，实验室管理，业务流程管理，产品数据管理，存货、分销与运输管理，人力资源管理和定期报告系统等。ERP 系统是帮助企业落实各项业务流程的工具，其建立在信息技术基础上，用系统化的管理思想，将企业的物流、资金流、信息流等进行全面一体化

管理，为管理层及普通员工提供了有效的工作手段。

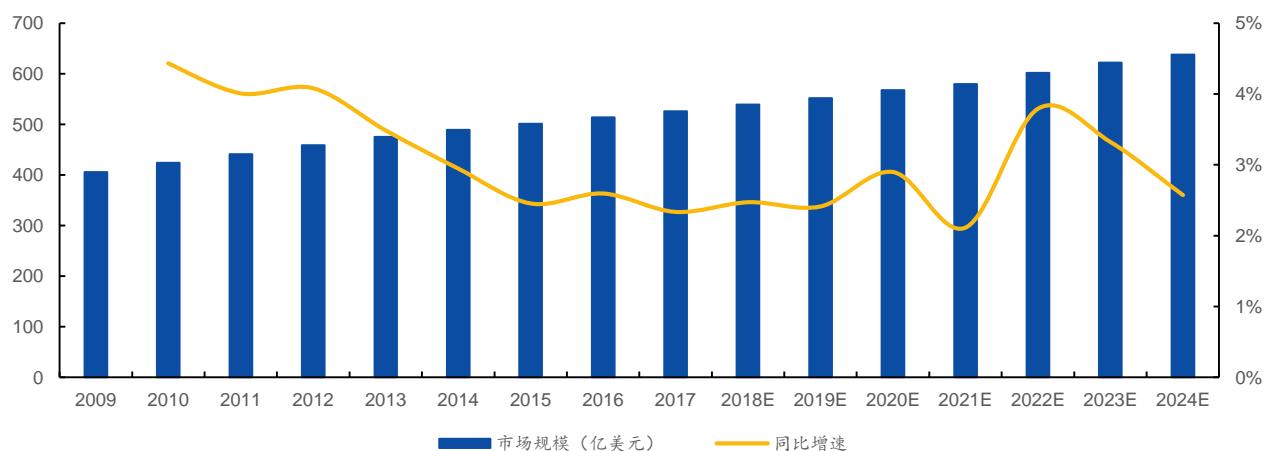
图 31: SAP Business One (面向小型企业的 ERP) 主要功能



资料来源：选软件网，国元证券研究所

根据知名市场调研机构 Forrester 的数据，2009-2017 年全球 ERP 软件市场 CAGR 为 3.29%，预计 2018 年市场规模为 539 亿美元。各行业对提高生产效率的需求持续增加，推动了 ERP 软件市场的持续发展。根据前瞻产业研究院的预测，未来 5 年，全球 ERP 软件市场规模将持续增长，预计到 2024 年，市场规模将达到 638 亿美元。

图 32: 全球 ERP 软件市场规模及预测

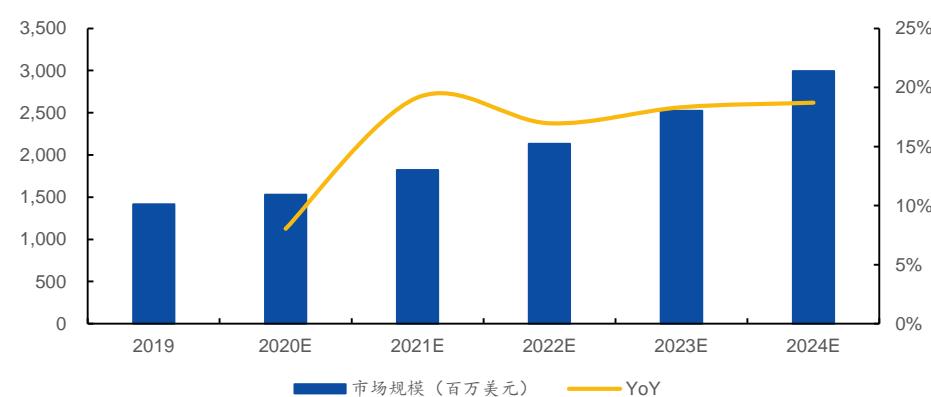


资料来源：Forrester, 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

我国初次引进 ERP 系统可追溯到上世纪 80 年代，其基础是标准化的财务软件。进入 21 世纪之后，客户的信息化需求由部门级上升至企业级，ERP 行业迎来快速发展。

展的时代，并开始覆盖供应链环节，定制化需求开始出现。根据前瞻产业研究院的数据，2012年起，国内ERP软件市场规模增速曾一度放缓。随着我国经济转型升级的开始，2016年ERP软件市场规模增速开始回升，2019年国内ERP软件市场规模达到14亿美元左右，IDC预计2024年市场规模将接近30亿美元。

图33：国内ERP软件市场规模及增速



资料来源：IDC《中国制造业IT应用市场预测与分析，2020-2024》，国元证券研究所

在企业内部，ERP系统往往是核心系统，所涉及的部门众多，覆盖的业务链条较长，因此，软件厂商需要较长时间的经验积累，行业具有较高的壁垒。国内软件企业凭借对于国内的会计准则、税务法律、劳动合同法等国内政策法律的深刻理解，按照符合国情的思维方式与语言习惯提供友好的界面与菜单，使得用户上手快速便捷，获得了较为明显的本地化优势，同时保证产品的价格低廉，在国内中小型企业客户群体中占据主导地位。用友、金蝶、浪潮等国产软件企业在国内的市场份额排名靠前，其中，用友的市场份额已经达到40%。

高端ERP软件所涵盖的企业运营管理模块更为全面，在财务、生产、供应链等方面有着更为密切的逻辑关系，国内厂商与国外巨头存在一定的差距。以SAP和Oracle为代表的欧美厂商在全球高端ERP软件市场占据主导地位。根据前瞻产业研究院的数据，2019年，SAP在国内高端ERP软件行业的市场份额为33%，领先于其他竞争对手。

图34：2019年中国整体ERP软件市场竞争格局

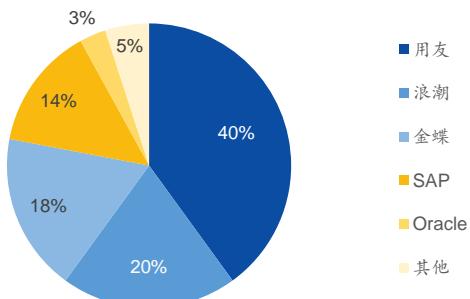
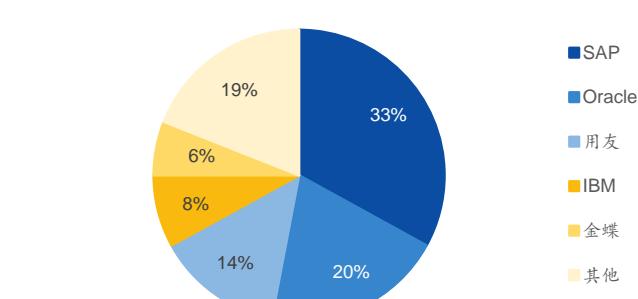


图35：2019年中国高端ERP软件市场竞争格局

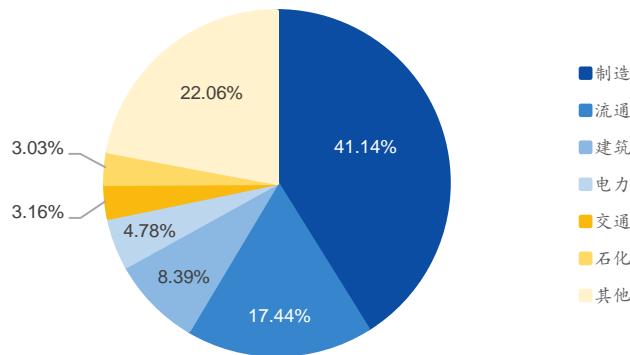


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

经过多年的发展，ERP 软件已经广泛的应用于各行各业，成为企业信息化建设的基础。根据前瞻产业研究院的数据，目前在中国 ERP 软件客户中，制造业占 41.14%，是占比最大的行业，其次是流通业，占比为 17.44%，其余行业占比普遍较小。

图 36：2018 年中国 ERP 软件各行业市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

随着国内外客户的逐渐成熟，越来越多的客户开始认同 ERP 成功的关键不仅是选择一款功能全面的产品，更重要的是选择一个理解本行业、本公司实际业务需求，具有丰富企业和实施经验，能为企业解决实际问题的实施方。特别是对于高端 ERP 客户，从一定程度上来说，选择一个合适的专业化实施方的重要程度要超过对 ERP 软件的选型。在这种趋势的推动下，高端 ERP 行业已经形成了 ERP 软件开发厂商和 ERP 实施厂商协力运作的生态：软件开发厂商专注于提高软件的功能和可靠性，采用模块化的方式方便客户组合选用，并提供更为丰富的可配置参数、可变动业务逻辑和数据接口便于实施服务商为客户度身定制和实施；实施厂商则更侧重于客户需求分析、业务流程重组咨询、软件定制化和测试培训等贴身服务。

在高端 ERP 实施市场上，国内市场主要有国际咨询服务商、本土咨询服务商和外包服务商三类，另外还有大量的 Freelancer（自由顾问）活跃在市场上。经过 20 多年的发展，公司已经成为本土高端 ERP 实施服务的龙头厂商，在市场上树立了物美价廉的形象。

表 8：国内主要高端 ERP 实施服务厂商

类别	代表企业
国际咨询服务商	IBM、埃森哲、源讯、德勤、凯捷、Abeam Consulting
本土咨询服务商	汉得信息、石化盈科、太极股份、东软慧聚、赛意信息
外包服务商	柯莱特

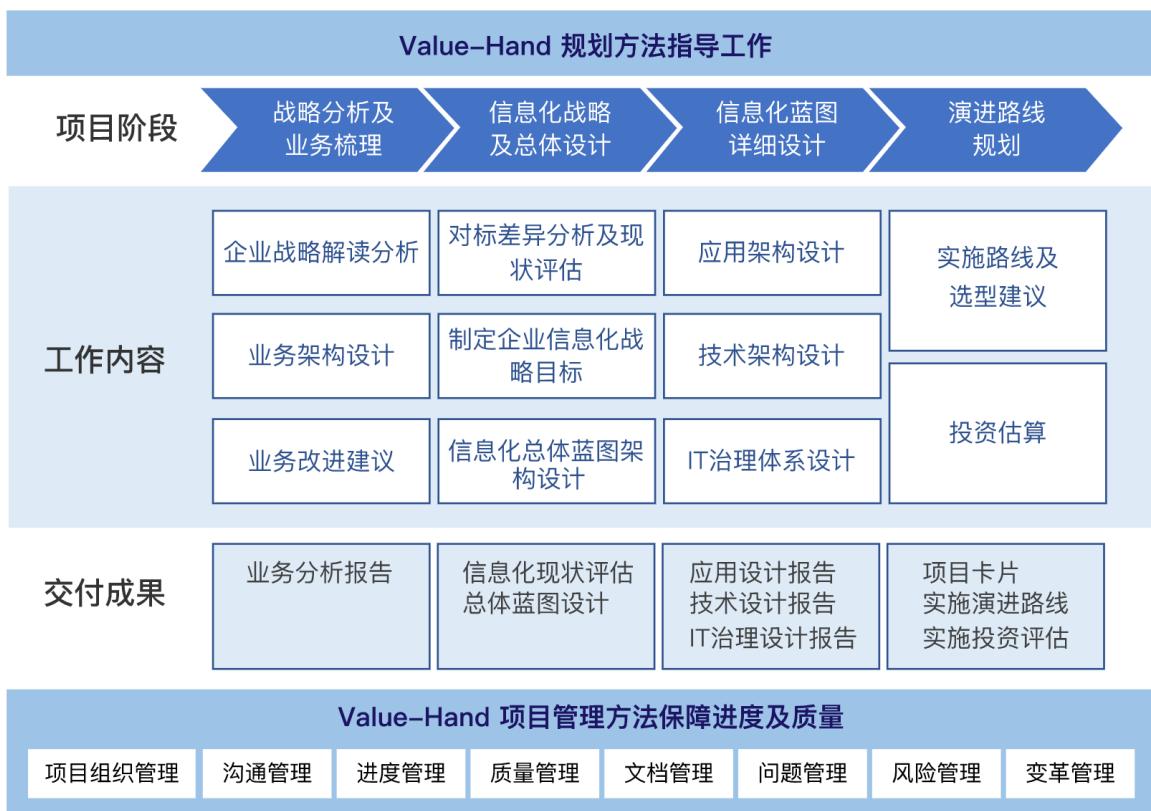
资料来源：国元证券研究所整理

公司针对 Oracle、SAP 等高端套装软件提供实施服务，在长期的实施过程中，经过不断的消化、提炼、整合和完善解决方案，对各类产品内容形成了十分深刻的理解，并在实施服务过程中积累了丰富的实战经验。与国内同行相比，由于公司客户众多，行业分布广泛，加之自身的知识库和方法论，公司在高端套装软件实施服务方面具有明显的优势。公司覆盖制造、金融、贸易、通讯、电子商务、传媒、房地产、零售等诸多行业，涵盖世界 500 强企业、大型民营、国企集团等行业领军企业，持续深

化行业服务能力。

经过多年的实践，公司自主研发形成了特有的系统实施方法与IT规划实施方法。系统实施方法基于ERP软件的实施服务方法，该方法以ERP软件产品为基础，再结合项目特点从而开展实施服务，系统实施方法可分为Quick-HAND与CRP实施方法论。IT规划实施方法是以客户实际业务开展情况为基础，通过战略规划的方式帮助企业避免无序的、没有战略意识的IT建设模式，协助企业按照预定的最优战略路线，有条不紊的进行ERP系统实施。IT规划实施方法主要包括Value-HAND方法论，是公司于2007年创立的专门针对管理梳理及IT规划范畴的方法论。该方法论在借鉴国外先进方法论的基础上，结合中国企业特点进行调整完善，形成更为简单直接、更适合中国市场的方法论。经过多年的实践，公司不断对Value-HAND进行优化，从而形成当前严谨完善的方法论。在这些方法论指引下，公司的实施顾问可以进行良好的计划安排、进度控制和风险管理，提高实施效率，提升交付质量，确保项目成功。

图 37: Value-HAND 方法论总体框架



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.2 聚焦智能制造，助力转型升级

4.2.1 智能制造，大势所趋

新兴技术推动制造业持续发展已成大势所趋，全球主要国家纷纷布局“智能制造”。在5G、物联网等技术的快速发展下，制造业迎来了盎然生意的新春。近年来，全球各主要工业国都加强了对于智能制造领域的基础研发与政策支持，出台了一系列以“智能制造”为主题的国家战略，以应对劳动力成本上涨、制造地点分散、生产

方式变更、制造技术日益复杂化等问题。

表 9：全球主要国家智能制造相关政策汇总

时间	国家	政策名称	主要内容
2019 年	德国	《国家工业战略 2030》	加强新科技，促进私有资本研发投入。如促进人工智能、数字化、生物科技、纳米技术，促进中小科技企业、促进风险资本、打造欧洲自主的数据基础设施、以新科技促进减排。
2018 年	美国	《先进制造业美国领导力战略》	三大目标包括：开发和转化新的制造技术；教育、培训和集聚制造业劳动力；扩展国内制造供应链的能力，其中开发和转化新的制造技术是实施战略计划的着力点，涉及五个方面：未来智能制造系统、先进材料和加工技术、美国制造的医疗产品、领先集成电路设计与制造、粮食与农业制造业。
2015 年	韩国	《新增长动力规划及发展战略》	到 2017 年前，投资 1 万亿韩元研发 3D 打印、大数据、物联网等 8 项核心智能制造技术，缩小与相关技术领先国家的差距。
2015 年	日本	《机器人新战略》	要继续保持自身“机器人大国”（以产业机器人为主）的优势地位，就必须策划实施机器人革命新战略，将机器人与 IT 技术、大数据、网络、人工智能等深度融合，在日本积极建立世界机器人技术创新高地，营造世界一流的机器人应用社会，继续引领物联网时代机器人的发展。
2015 年	中国	《中国制造 2025》	为中国制造业未来 10 年设计顶层规划和路线图，通过努力实现中国制造向中国创造、中国速度向中国质量、中国产品向中国品牌三大转变，推动中国到 2025 年基本实现工业化，迈入制造强国行列。
2013 年	英国	《英国工业 2050 计划》	未来英国制造业的四个特点：快速、敏锐地响应消费者需求；把握新的市场机遇；可持续发展的制造业；更依赖技术工人。报告认为，生产者将更快地采用新科技，产品定制化趋势加强。同时，制造活动不再局限于工厂，数字技术将极大改变供应链。

资料来源：国元证券研究所整理

智能制造水平的高低，是迈向制造业强国的重要标志之一。我国各级部门不断出台各类政策支持智能制造的可持续发展。

表 10：我国智能制造相关政策汇总

时间	政府部门	政策名称	政策内容
2020.11	中国共产党第十九 届中央委员会第五 次全体会议	《中共中央关于制定国 民经济和社会发展第十 四个五年规划和二〇三 五年远景目标的建议》	推动先进制造业集群发展，构建一批各具特色、优势互补、结构合理的战略性新兴 产业增长引擎，培育新技术、新产品、新业态、新模式。
2019.11	国家发改委	《关于推动先进制造业 和现代服务业深度融合 发展的实施意见》	推动先进制造业和现代服务业深度融合发展，到 2025 年，形成一批创新活跃、效益 显著、质量卓越、带动效应突出的深度融合发展企业、平台和示范区，企业生产性 服务投入逐步提高，产业生态不断完善，两业融合成为推动制造业高质量发展的重要 支撑。
2019.03	广东省工业和信息 化厅	《广东省智能制造试点 示范项目实施方案》	在全省范围内遴选一批智能制造试点示范项目，并以此为基础做好推荐国家智能制 造试点示范条件准备。
2018.03	十三届全国人大一 次会议	《2018 年政府工作报 告》	实施“中国制造 2025”，推进工业强基、智能制造、绿色制造等重大工程，先进制 造业加快发展，出台现代服务业改革发展举措，服务新业态新模式异军突起，促进 了各行业融合升级。
2017.10	党的十八届中央委 员会向中国共产党 第十九次全国代表 大会的报告	《决胜全面建成小康社 会夺取新时代中国特色 社会主义伟大胜利》	加快建设制造强国，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体 经济深度融合。促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业 集群。
2016.12	工业和信息化部、 财政部	《智能制造发展规划 (2016-2020)年》	智能制造实施“两步走”战略：第一步：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 只能转型取得明显进步；第二步，到 2025 年，智能制造支撑性基本建立，重点产业 初步实现智能转型。
2015.12	工业和信息化部、 国家标准化管理委 员会	《国家智能制造标准体 系建设指南（2015 年 版）》	从生命周期、系统层级、智能功能等三个维度建立了智能制造标准体系参考模型； 智能制造标准体系框架：“基础”、“安全”、“管理”、“监测评价”、“可靠性”等五类 基础共性标准和“智能装备”、“智能工厂”、“智能服务”、“工业软件和大数据”、“工 业互联网”等五类关键技术标准。
2015.05	国务院	《中国制造 2025》	到 2025 年，中国制造业整体素质大幅提升，创新能力显著增强，全员劳动生产率明 显提高，智能化、服务化、绿色化达到国际先进水平，中国进入世界制造强国的行 列。确定了十大领域，包括：新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空 航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、 电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等。

资料来源：国元证券研究所整理

根据中投产业研究院的数据，2019 年我国智能制造行业的产值规模为 19,390 亿元，
2024 年有望达到 31,490 亿元，2019-2024 年 CAGR 达到 10.18%。目前，我国经
济已经由高速增长阶段转入高质量发展阶段，更加注重优化经济结构、转换增长动
力。以制造业为代表的实体经济是中国经济高质量发展的核心支撑力量，提高质量
效益、转变生产方式是中国制造业必须要解决的问题。推动智能制造快速发展，是
中国制造由大变强的必由之路。

图 38：我国智能制造业产值规模及增长情况

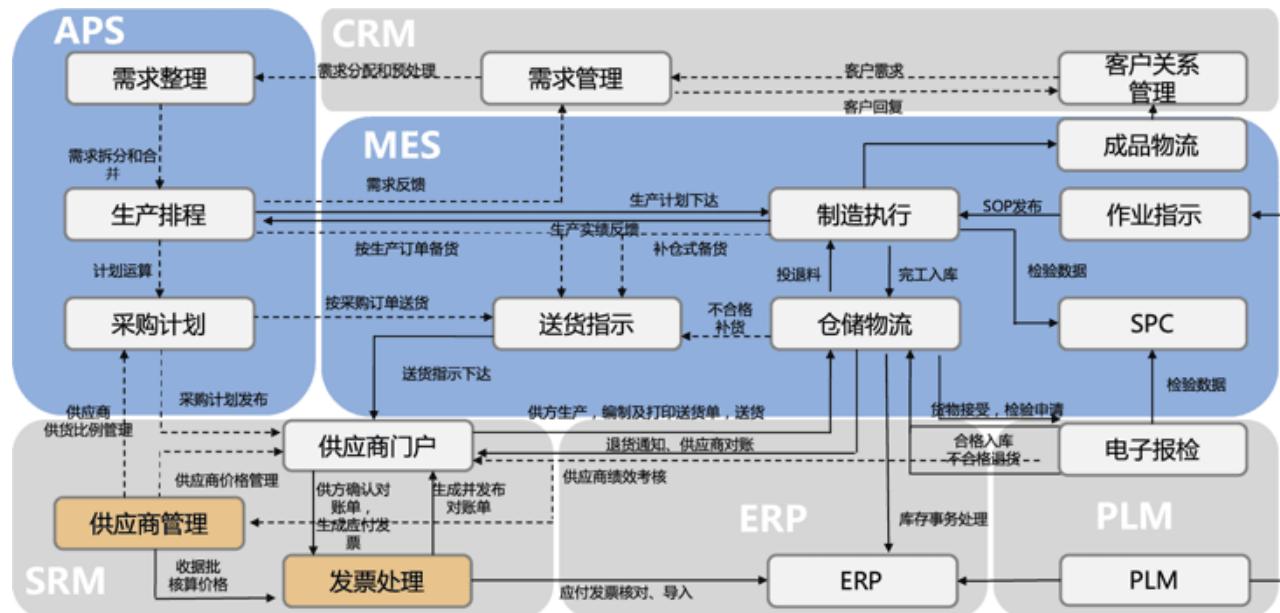


资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所

4.2.2 信息技术，中枢神经

智能制造是一种可以让企业在研发、生产、管理、服务等方面变得更为智能的方式。制造企业在引入数控机床等生产设备之后，再搭建一套精密的“神经系统”，这就是制造智能化。这套“神经系统”以 ERP、MES、PLM 等软件组成中枢神经，以传感器、嵌入式芯片等构成神经元，以 PLC 为连接控制神经元的突触，以现场总线、工业以太网等通信技术为神经纤维。企业借助“神经系统”感知环境、获取信息、传递指令，以实现科学决策，实现智能制造。CPS 信息物理系统通过 3C(Computer, Communication, Control)融合方式，打破自动化时代设备控制与运营管理相互隔离的状况，通过业务智能与设备智能的相互融合，构建高度智能的运营体系。

图 39: 智能制造整体架构

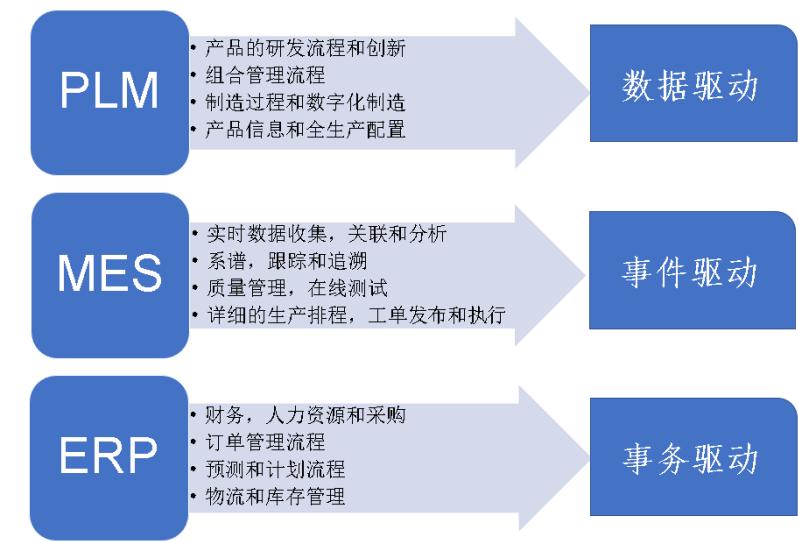


资料来源：公司官网，国元证券研究所

产品生命周期管理(PLM)、企业资源计划(ERP)和制造执行系统(MES)涵盖了从项目招投标、商务合同、订单处理、研发设计、工艺规划到生产制造、产品交付、运维

服务、报废回收等众多环节，实现三个平台的互联互通，帮助企业实现产品可视化、数据结构化等整个业务运营的全面数字化，是迈向智能化的核心目标。

图 40：智能制造平台所需的三驾马车



资料来源：拓步 ERP 资讯网，国元证券研究所

MES 国际联合会对 MES 的定义是：能通过信息传递对从订单下达到产品完成的整个生产过程进行优化管理。当工厂发生实时事件时，MES 能对此及时做出反应、报告，并用当前准确数据对它们进行指导和处理。MES 弥补了计划层与控制层之间的信息断层。MES 对于生产信息实施监控，向上对计划层进行传导，向下对执行层进行控制，将企业上层生产计划系统与车间下层的设备控制系统联系起来，填补了上层与下层之间的鸿沟，打通信息通道，使其成为实现工业制造“升级版”的基础。

图 41：制造执行系统主要功能



资料来源：乾元坤和，国元证券研究所

在信息流转中，MES 与 ERP 在生产计划、质量管理、执行跟踪等领域存在明显差异。ERP 为 MES 提供总体运营目标，MES 对计划进行优化执行后反馈结果给 ERP，二者可进行有效集成。

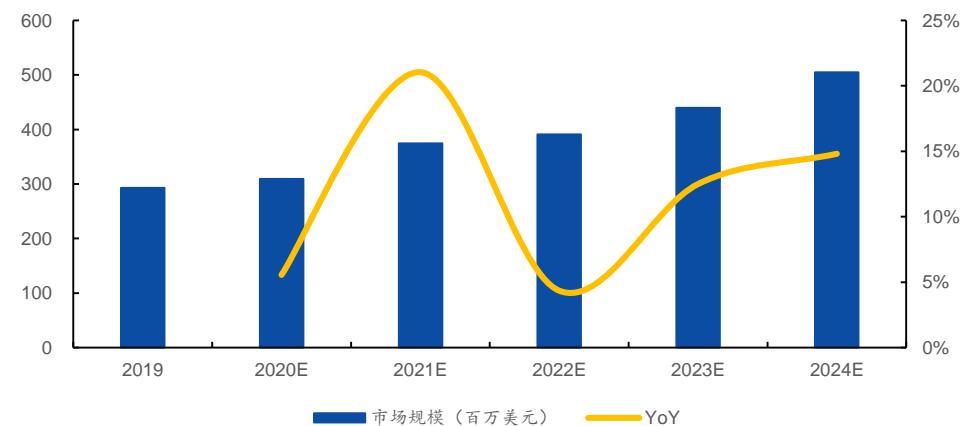
表 11：MES 与 ERP 的主要差异

领域	ERP	MES
生产计划	ERP 生产计划主要以批次为单位的下发给生产车间的计划。在生产排程上，有些 ERP 系统也给出了每天的生产任务。	MES 在生产排程上通常是给出一周的时间表或每天每个工序的时间表。给出每个工序的生产顺序。根据现场情况调整生产顺序。
质量管理	ERP 的质量标准是为商务而进行的质量管理，主要是对现有产品存储质量标准，并且为生产提供质量标准。在执行精度上，ERP 对生产现场的关键点进行质量检查，例如，最终产品检测。	MES 是为生产过程中的异常情况而进行的质量管理，提供给每个工序进行质量分析和跟踪，并且连接质量设备和人员进行管理。在执行精度上，MES 针对所有的工位点。
执行跟踪	ERP 对在制品的跟踪，针对工厂在生产什么批次的产品和生产批次进度。确定批次的完成情况，生产订单的投入和产出。范围是针对原料库存和成品库存的。	MES 也是对在制品的跟踪，但是主要针对生产现场，目的是为车间作业排产而进行。范围是生产现场的所有相关工位和库房。跟踪单位具体到每个工位的每个零件。

资料来源：新浪，国元证券研究所

根据 IDC 发布的《中国制造业 IT 应用市场预测与分析，2020-2024》，目前 MES 市场整体体量较小，2019 年市场规模接近 0.3 亿美元，预计未来 5 年保持稳定增长的态势，2019-2024 年 CAGR 达到 8.4%。

图 42：中国 MES 市场规模及预测



资料来源：IDC《中国制造业 IT 应用市场预测与分析，2020-2024》，国元证券研究所

从数据源的角度考虑，PLM 与 ERP 构成互补的关系。根据业界权威的 CIMdata 的定义，PLM 是一种应用于在单一地点的企业内部、分散在多个地点的企业内部，以及在产品研发领域具有协作关系的企业之间的，支持产品全生命周期的信息的创建、管理、分发和应用的一系列应用解决方案，它能够集成与产品相关的人力资源、流程、应用系统和信息。

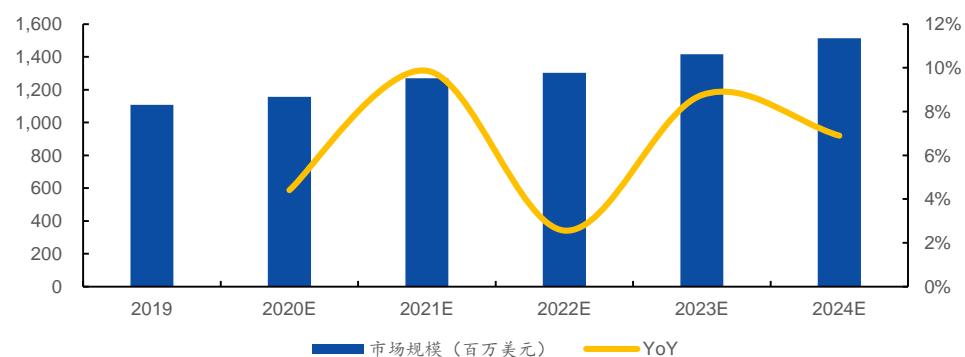
图 43: PLM 主要功能



资料来源: e-works, 国元证券研究所

ERP侧重于企业内部的资源管理,可以管理企业的产、供、销和人、财、物等信息,但是ERP没有考虑数据源的问题。PLM则可以解决数据源的问题,包括市场数据、设计数据、工艺数据、维修数据等,尤其是可以解决产品的BOM(物料清单)信息来源问题。PLM可以把设计数据和工艺数据融合起来,把E-BOM(工程BOM,描述设计关系)转换成M-BOM(制造BOM),再导入到ERP系统中。PLM能够有效的帮助企业增加收入、降低成本、加快产品上市,为企业提供广泛的商业价值。来自Aberdeen的分析显示,企业全面实施PLM后,可节省5-10%的直接材料成本,提高库存流转率20-40%,降低开发成本10-20%,进入市场时间加快15-50%,降低用于质量保证方面的费用15-20%,降低制造成本10%,提高生产率25-60%。

图 44: 中国 PLM 市场规模及预测

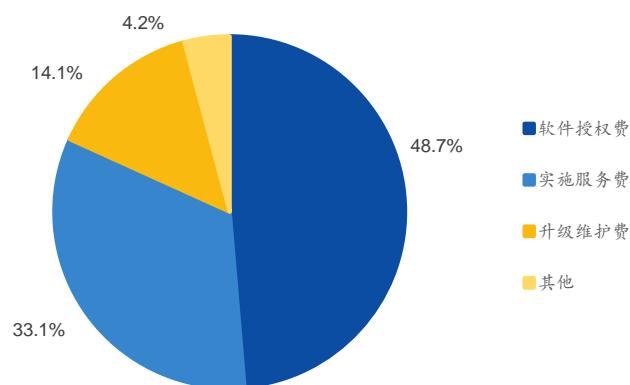


资料来源: IDC《中国制造业IT应用市场预测与分析, 2020-2024》, 国元证券研究所

根据 IDC 的预测，2019 年中国 PLM 市场容量扩大到 1.1 亿美元左右，未来五年将保持个位数的增速，预计 2024 年市场规模将超过 1.5 亿美元。

根据 CIMdata 和 e-works 的数据，2018 年，中国主流 PLM 市场中，软件授权费为 7.26 亿美元，实施服务费为 4.94 亿美元，升级维护费为 2.1 亿美元，其他含该领域有关的政府支持项目、信息系统集成收入、培训收入、非实施的咨询服务收入等为 0.62 亿美元。

图 45：2018 年中国主流 PLM 市场细分情况



资料来源：CIMdata, e-works, 国元证券研究所

4.2.3 紧抓机遇，全面布局

公司拥有坚实的制造业信息化服务基础，在国内外具有广泛的制造业客户群体，通过围绕制造业的智能制造转型，以精细化生产制造为核心，提供基于 ERP、HCM、MES、APS、SCM、QMS、PCS、PLM 等软件平台的智能制造解决方案，着眼于为制造企业运营能力和产品控制能力的提升赋能，进一步帮助制造业客户建立个性化定制、协同供应链、远程协作和智能分析等在内的一整套落地方案。

在 MES、PLM 等智能制造软件实施市场上，公司具有显著的优势：MES、PLM 等与 ERP 本质上互补，一般会与 ERP 系统同时使用，为用户带来最大效益，公司作为高端 ERP 实施服务龙头，是 MES、PLM 实施市场发展的最大受益者之一；公司在制造业的信息化进程中长期积累，使用公司服务的客户黏性较高；公司多年来先后为 6,000 多家企业客户提供了信息化建设服务，在行业内形成了较好的口碑和较强的品牌影响力；公司具有高度定制实施的能力，可以满足客户个性化的需求。同时，公司自主研发了汉得协同制造套件 HCMs、汉得智能驱动 HSD 等产品，给客户提供更多的选择。

2014 年，公司通过收购上海欧俊信息相关资产和业务，获得了西门子智能制造产品实施服务能力以及当时国内最大的高端 PLM 应用产品实施队伍。根据汉得欧俊官网披露的信息，PLM 行业解决方案覆盖如下行业：机械及工业产品、高科技电子、服装、鞋类和饰品、汽车及交通运输、消费产品、能源及公共事业、生命科学、政府机构、航空航天及国防等。

图 46：汉得欧俊西门子智能制造业务

		Teamcenter 设计协同平台								
		平台/模块 /BOM 及 配置管理	项目管理	虚拟样机 验证DMU	变更管理	与整车厂 和供应商 协同	SBOM及 维修手册 管理	需求管理/ 系统工程	机电一体 化管理	综合项目 管理
DLM 协同化研发	试验数据 管理	成本管理	竞品数据 管理	查询功能 优化	异地协同	零件分类 管理	仿真数据 管理	TC WEB 客户端远 程查询	移动应用 化	
	NX CAD/CAM/CAE 工具									
PLM	DPD 智能化设计	电气布线 设计	模具及工 具设计	基于 WAVE的 系统设计	DFM面向 制造的设 计	复杂零部 件的模块 设计	基于模型 的设计 (MBD)	数字样机	CAE仿真	
		通用件库	标准件库	设计模板 库	典型零部 件优化实 践和总结	NX设计规 范	基础工具 和程序包	规范化检 查工具	维护与维修手册管理	
		Teamcenter 工艺协同平台								
DM 数字化制造	DM 数字化制造	制造结构 化管理平 台	扩展应用 (CAM/C MM/CAE)	工艺仿真	尺寸质量 管理	EWI	数字化工 厂建设	制造与设 计协同体 系	工厂布局 及物流仿 真	MES集成
		SIMATIC IT 制造运营								
MES	DM 数字化制造	生产调度 执行	生产计划 管理	基础数据 管理	物料及库 存管理	生产准备 管理	质量管理	设备管理	看板管理	制造智能

资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.3 专业运维，快速成长

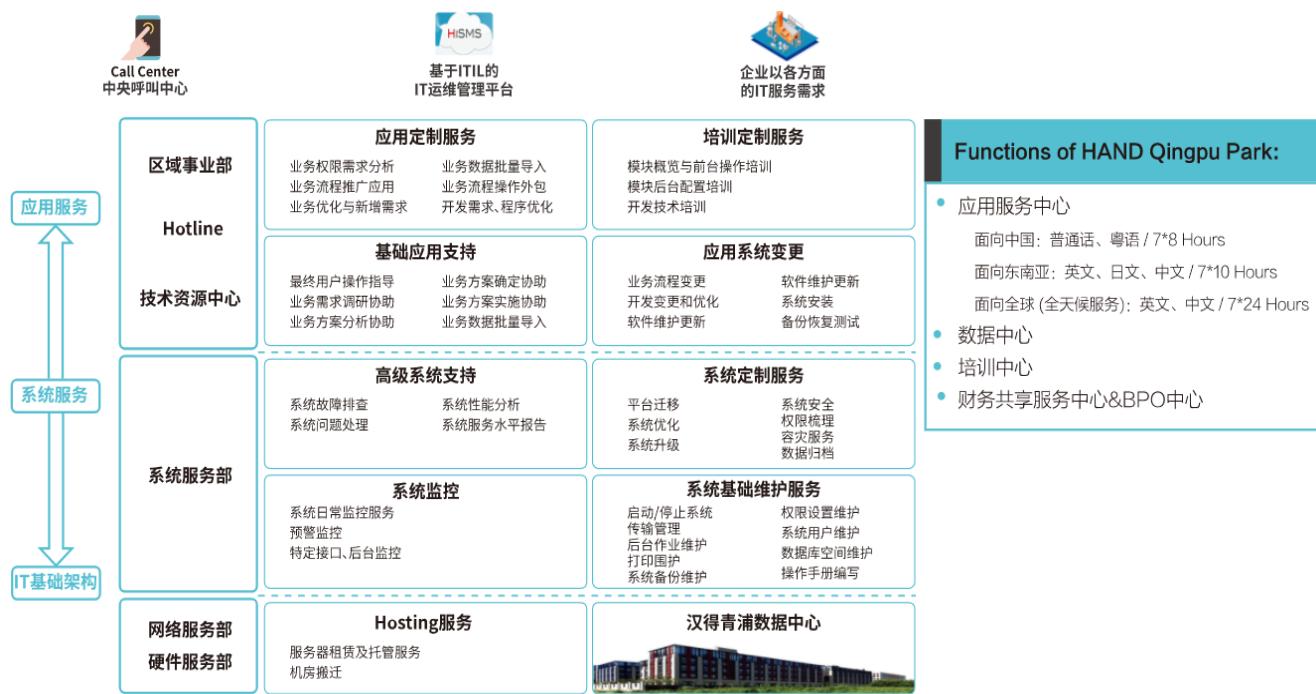
大中型企业客户在进行了大规模 ERP 及相关系统的建设后，由于 ERP 等系统的专业性和复杂性，自身 IT 团队的运维能力有限，这些客户往往需要 IT 服务商提供长期的、高质量的系统运维支持。同时，新技术的飞速发展带动着业务模式及运营模式不断发生变化，企业内部 IT 追逐和聚焦新业务和新技术的意识越来越强烈，运维支持的重要性相对下降，需要外部力量支持。为此，公司设立了专业的团队，面向全球市场，提供 7*24 小时的、基于服务级别协议(SLA, Service Level Agreement)的信息化整体运营和维护服务。近年来，客户支持业务呈现快速增长的态势，2019 年收入达到 5.33 亿元，同比增长 7.70%，已经成为公司的第二大业务。

2020 年上半年，公司进一步开拓运维服务市场，以存量客户的后续信息化运维需求为基础，凭借公司多年以来在国内企业信息化行业积累的口碑，开拓非原生客户的运维订单，提供包括远程运维、统一运维、ITO 运维、资源外包、项目整包在内的服务，在国内信息化运维市场占得了一定先机，客户支持及运维业务的收入占比进一步增长，尤其是大型整体运维项目与 SaaS 运维产品等新业务取得了良好进展。

公司运维业务业绩的增长，一方面得益于市场规模的扩大，AI 技术、云技术、数字现实、认知技术、智能客服等新技术风起云涌，企业内部 IT 聚焦核心技术和业务的

期望越来越强烈，信息化资产的高效运营越来越为企业所关注，因此专业化运维外包正在逐渐成为企业 IT 服务的趋势；另一方面，得益于公司整体服务外包策略和能力的增长，为进一步增强公司整体的服务价值，公司顺应趋势为企业信息化提供整体运维或整体服务外包，增加了 Tableau、云运维、互联网运维等新兴业务，实现了业务面的较快拓展。同时，公司自主产品不断壮大，产品运维管理服务也不断完善，例如公司大力推广自主研发的 SaaS 版+定制版泛服务管理平台-燕千云，同步带动了运维商机的增长。此外，公司还通过远程运维集中标准化管理，客户针对性经营管理等手段，提升了人均产出。

图 47：面向全球的企业级 IT 运营维护服务



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.4 迈向数字化生态综合服务商

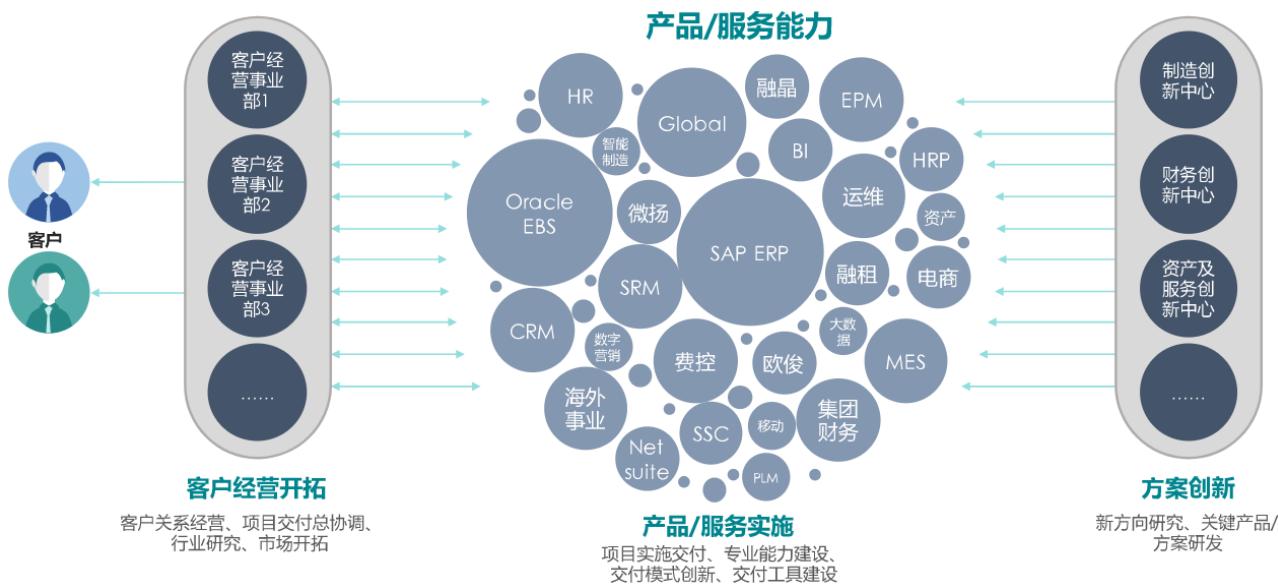
除了高端 ERP 实施、智能制造、专业运维服务、云计算等业务领域，公司全面拓展服务范围，提升服务能力，锻炼交付队伍，打磨自研产品，迈向数字化生态综合服务商，助力客户实现业务发展和变革，进而在快速变化的 IT 世界实现自身的可持续发展。主要措施包括：建立科学的交付体系、构建领先的合作伙伴生态圈、大力拓展海外市场、推出基于技术创新的“四海战略”等。

4.4.1 科学完善的交付体系

截至 2019 年底，公司员工总数达到 10,355 人，其中大量是具备各类专业知识与技能的咨询顾问。公司目前已经形成了行业导向化、交付专业化、协作体系化、技术领先化、管理科学化的敏捷型组织架构，可以为客户的信息化建设提供充实的资源保障。经过多年的实践，公司已经建立了科学的交付体系，主要包括：客户经营开拓、产品/服务实施、方案创新三大板块。其中，方案创新负责新方向研究、关键产

品/方案研发，进一步细分为：制造创新中心、财务创新中心、资产及服务创新中心等。

图 48：公司交付体系



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.4.2 领先的合作伙伴生态圈

公司不断丰富完善合作伙伴生态圈，除了传统主业长期合作伙伴 Oracle 等外，近年来先后成为国际软件巨头微软与西门子的认证合作伙伴，并不断推进与 Salesforce、Kronos、Tableau、Tagetik、Kyligence、星环科技、穆迪等在内的众多细分领域领先软件企业的合作。此外，为推动智能制造、互联网+、两化融合等前沿业务开展，公司在增强自身业务能力的同时不断引入包括华为、AWS 等基础架构合作伙伴及腾讯、携程、滴滴等互联网创新业务合作伙伴，构筑了一个覆盖全面、能力领先、优势互补、创新共赢的合作生态，与众多合作伙伴一起携手数字化转型之旅。

图 49：业界领先的合作伙伴生态圈



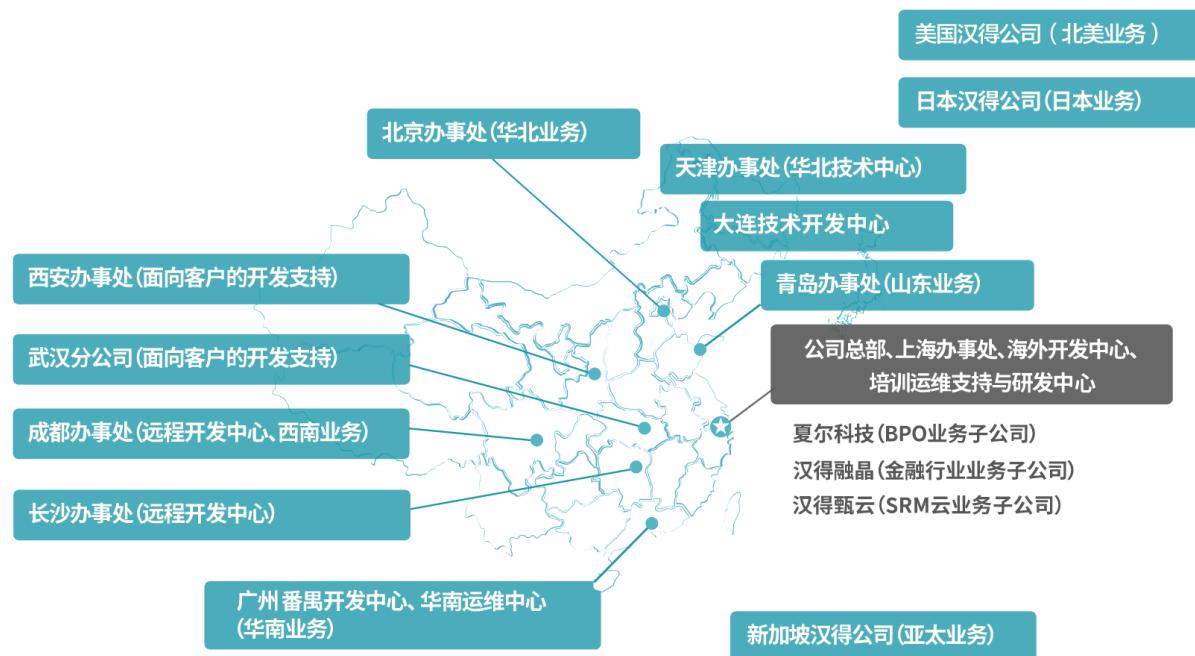
资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.4.3 积极布局海外市场

公司积极拓展海外市场，陆续在日本、新加坡、美国等地设立全资子公司，在印度、欧洲设有孙公司。公司有十多年的海外推广实施经验，可以提供涵盖企业跨国运营、

全球化协同、并购当地企业后的IT整合及后期的全球IT运维等全方面的服务，为中国企业走向海外提供端到端的IT支持。公司逐渐具备了在海外市场为客户提供本地化实施和运维的能力，进而具备了在海外独立进行市场开拓的能力，拓展了公司的业务范围分布，为盈利能力的持续提升奠定了坚实的基础。

图 50：全球化 IT 服务能力与经验



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2019年，海外实现营业收入2.45亿元，同比增长17.70%，毛利率为13.77%。2020年上半年，海外市场云产品实施项目与中国企业海外项目增长明显，公司力求抓住云产品在海外市场快速推进的机会，在“中国企业走出去”上逐渐积累起竞争优势。

图 51：海外营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.5 埃森哲概况与估值研究

1953年，安达信会计师事务所为帮助通用电气公司提高薪资处理效率，安装了美国第一台商用电脑，从此开创了数据处理时代，为商业咨询开创了使用电脑和高科技

解决问题的先河。1989年，分拆为主营审计业务的安达信和主营咨询业务的安盛咨询，从此审计和咨询分离。2001年1月1日，安盛咨询起用“埃森哲”(Accenture)作为公司的新名字。2020年，埃森哲在《财富》世界500强中排名第279位。2020财年，埃森哲实现净收入443亿美元，利润51.08亿美元，以业务划分，咨询相关业务的净收入为242亿美元，外包服务相关业务的净收入为201亿美元，员工总人数达到50.6万人。

图 52：数据化彰显出埃森哲与众不同的优势



资料来源：埃森哲官网，国元证券研究所

从财务方面来看，对于服务型公司而言，我们认为销售毛利率是一个非常重要的指标，而服务型公司的成本主要是与人相关的成本，而核心又是员工薪酬。埃森哲在过去10年中，销售毛利率保持了非常好的稳定性，维持在30%左右，最低29.53%，最高31.40%。从人均营收角度来看，过去10年平稳下降，与埃森哲大力拓展新兴市场有较大的关系。从人员利用角度来看，咨询公司的一个核心健康指标是Utilization Rate，根据埃森哲2016-2018年报披露的数据，这三年都维持在91%，达到了较高的水平，且较前几年有一定的提升。

图 53：埃森哲营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 54：埃森哲人均营收与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

从业务方面来看，埃森哲通过横跨战略、咨询、数字、技术和运营等领域的独到服务，助力客户应对最严峻的挑战，与超过四分之三的《财富》全球500强企业携手合作，驱动创新，改善人们的工作和生活方式，凭借涵盖40多个行业和商业领域

的专业知识，为日新月异的数字世界交付转型成果。

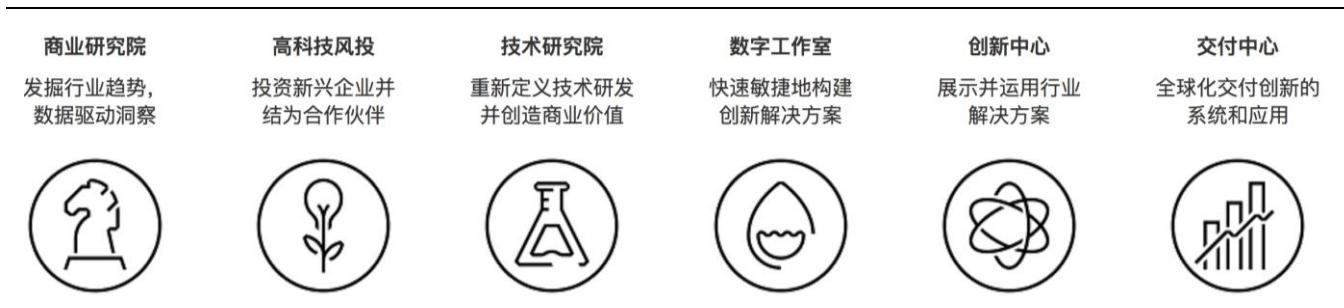
表 12：埃森哲业务板块

业务板块	业务描述
战略	融合深厚的行业洞见、先进的数据分析能力，以及人本设计方法，帮助客户预见趋势，洞察先机，赢在未来。
咨询	依托深厚的行业知识和洞见，帮助企业成功转型。
数字	通过新的体验、新的智能技术和新的互联方式，创造丰硕价值。
技术	利用各种成熟技术和新兴科技打造前沿解决方案，为企业发展注入蓬勃动力。
运营	透过基础设施、安全防护、云技术和业务流程等多维度服务，全方位交付成果。

资料来源：埃森哲官网，国元证券研究所

埃森哲在全球设立了创新架构，帮助客户设想，构建和实现未来。依托六位一体的全球创新架构，埃森哲能够帮助企业充分利用技术的颠覆性力量，并牢牢把握数字化创新催生出的发展机遇。

图 55：埃森哲全球创新架构



资料来源：埃森哲官网，国元证券研究所

从 2010 年到现在，埃森哲营业收入的增速维持在 0-20% 的区间，且多数年份的增速为个位数，扣非归母净利润的增速波动较大，最低为 -2.67%，最高为 27.32%，2020 年增速为 6.88%。

图 56：埃森哲营收及扣非归母净利润增速情况

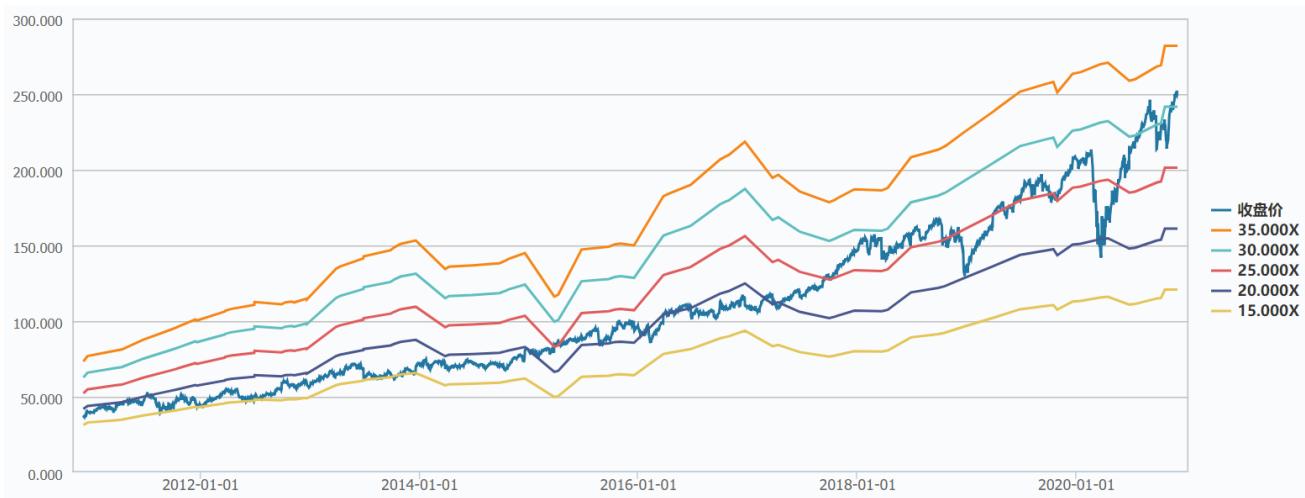


资料来源：Wind，国元证券研究所

从估值角度来看，2010-2014 年埃森哲的 PE 估值水平主要维持在 15-20 倍之间，2015 年以来，PE 估值水平缓慢提升，主要维持在 20-35 倍之间。我们认为 PE 估

值水平的提升，与埃森哲扣非归母净利润增速呈上升趋势及美股处于牛市中有关。

图 57：埃森哲(ACCENTURE)[ACN.N]-PE Band



资料来源：Wind, 国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内领先的数字化生态综合服务商，致力于成为连接企业管理与信息技术的桥梁，已经具备端到端的IT服务能力，提供涵盖企业信息化建设全生命周期的交付服务。近几年来，公司收入结构逐渐发生变化，受外部经济环境以及企业级IT服务市场变化的影响，传统ERP及相关信息化软件需求出现放缓的迹象，自主研发产品及解决方案的商机明显增多，相关收入占比逐年增长。公司业务分布较为广泛，主要分为：软件销售、硬件销售、软件实施、软件外包、客户支持、数据处理、商业保理、其他，我们按照这些维度来预测公司未来三年的收入和利润情况。

1. **软件销售：**近年来，公司集中力量发展融合中台业务，推出一系列自主产品及解决方案，自主产品在软件销售业务中的占比持续提升，2020年上半年达到74.59%。考虑到自主产品的发展，预测未来三年的收入增长将逐步加速，增速分别为：12.27%、20.52%、25.79%。2020年上半年，该业务的毛利率为61.99%，预测未来三年保持稳定，维持在61-64%的区间，并呈现稳步上升的态势。
2. **硬件销售：**公司自身不生产硬件设备，但会根据客户的需求，代为采购相关的硬件设备，然后再销售给客户，赚取较为微薄的利润。2018-2019年，该业务收入波动较大，预期公司软件实施等业务将保持稳健发展，有望带动硬件销售业务的发展，考虑到新冠肺炎疫情对公司业务的影响，预测未来三年的收入增速分别为：-8.66%、10.95%、10.42%。2018-2019年，该业务的毛利率分别为：6.92%、16.90%，考虑到该业务的商业模式，预测未来三年将保持在较低的水平，维持在14-16%的区间。
3. **软件实施：**该业务是公司的核心主业，公司基于对不同软件产品内容的深度理解，结合客户差异化的经营业务内容以及流程为国内大量企业级客户提供量身定制的实施服务，总结形成了自己特有的系统实施方法与IT规划实施方法，以及多项业内领先、适应性强的行业解决方案。伴随着公司自有产品的逐步成熟，相关的实施服务也逐步增加，2020年上半年，自主产品的实施收入占比达到31.7%。2018-2019年，该业务收入增速分别为：24.58%、-7.08%，考虑到新冠肺炎疫情的影响和自主产品实施服务的不断增长，预测未来三年的收入增速分别为：-10.29%、15.56%、16.03%。2018-2019年，该业务的毛利率分别为：35.07%、25.16%，预测未来三年将逐步提升，维持在25-29%的区间。
4. **软件外包：**该业务主要从事面向客户的ERP软件二次开发技术外包服务，业务内容涵盖财务、制造、供应链、人力资源、客户关系、绩效管理等企业应用领域。2018-2019年，该业务收入增速分别为：11.52%、32.59%，考虑到新冠肺炎疫情的影响和客户需求的不断增长，预测未来三年的收入增速分别为：1.62%、20.19%、17.56%。2018-2019年，该业务毛利率分别为：40.51%、28.95%，预测未来三年将维持在29-30%的区间。
5. **客户支持：**该业务是公司的第二大业务，近年来保持着快速的成长态势，增速

快于公司整体营收增速。从业务角度来看，大中型企客户通常在进行了大规模的 ERP 及相关系统信息化建设后，由于 ERP 等相关企业信息平台的专业性和复杂性，这些客户往往需要 IT 服务提供商提供长期的高质量系统运维支持。基于以上业务状况，公司设立了专业的团队，面向全球市场，提供 7*24 小时的、基于服务级别协议的信息化整体运营和维护服务。2018-2019 年，该业务的收入增速分别为：27.56%、7.70%，预测未来三年的收入增速分别为：3.51%、18.49%、17.37%。2018-2019 年，该业务毛利率分别为：40.46%、45.58%，预测未来三年将保持稳定，维持在 45-47% 的区间。

6. **数据处理：**该业务在公司营业收入中占比较小，2018-2019 年，该业务收入增速分别为：-2.37%、23.32%，预测未来三年的收入增速分别为：13.59%、18.13%、16.92%。2018-2019 年，该业务毛利率分别为：40.76%、31.21%，预测未来三年将保持在 2019 年的水平，维持在 31-32% 的区间。
7. **商业保理：**该业务由子公司上海汉得商业保理有限公司承担。2018-2019 年，该业务收入规模逐步下降，增速分别为：-14.83%、-4.49%，预测未来三年的收入增速分别为：-12.96%、1.47%、2.30%。2018-2019 年，该业务毛利率分别为：75.90%、70.26%，预测未来三年将维持在 70-71% 的区间。
8. **其他：**该业务在营业收入中的占比很小。2018-2019 年，该业务的收入增速分别为：-60.95%、43.10%，预测未来三年的收入增速分别为：6.57%、5.43%、4.39%。2018-2019 年，该业务毛利率分别为：98.07%、100.00%，预测未来三年将保持在 2019 年的水平。

表 13：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
软件销售					
收入	149.41	71.30	80.05	96.48	121.36
增长率	-2.51%	-52.28%	12.27%	20.52%	25.79%
毛利率	24.60%	49.41%	61.97%	62.55%	63.11%
硬件销售					
收入	49.90	18.02	16.46	18.26	20.17
增长率	644.32%	-63.88%	-8.66%	10.95%	10.42%
毛利率	6.92%	16.90%	14.50%	14.85%	15.01%
软件实施					
收入	1,934.12	1,797.13	1,612.20	1,863.06	2,161.71
增长率	24.58%	-7.08%	-10.29%	15.56%	16.03%
毛利率	35.07%	25.16%	25.43%	27.52%	28.27%
软件外包					
收入	193.94	257.16	261.32	314.08	369.23
增长率	11.52%	32.59%	1.62%	20.19%	17.56%
毛利率	40.51%	28.95%	29.57%	29.77%	29.95%
客户支持					
收入	494.51	532.58	551.27	653.20	766.66
增长率	27.56%	7.70%	3.51%	18.49%	17.37%
毛利率	40.46%	45.58%	45.69%	45.96%	46.07%
数据处理					
收入	17.46	21.53	24.46	28.89	33.78
增长率	-2.37%	23.32%	13.59%	18.13%	16.92%
毛利率	40.76%	31.21%	31.61%	31.76%	31.83%
商业保理					
收入	24.10	23.02	20.04	20.33	20.80
增长率	-14.83%	-4.49%	-12.96%	1.47%	2.30%
毛利率	75.90%	70.26%	70.23%	70.30%	70.41%
其他					
收入	1.89	2.70	2.88	3.04	3.17
增长率	-60.95%	43.10%	6.57%	5.43%	4.39%
毛利率	98.07%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计					
收入	2,865.33	2,723.44	2,568.68	2,997.35	3,496.89
增长率	23.24%	-4.95%	-5.68%	16.69%	16.67%
毛利率	35.76%	30.59%	31.76%	33.23%	33.83%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，赛意信息、用友网络、鼎捷软件等与公司所从事的行业相同或相近，因此我们选择这三家公司为可比公司。从几家公司的估值情况来看，用友网络作为产品型龙头公司，近年来全力进行云转型，符合软件行业未来发展的方向，市场给予了较高的估值水平。其他两家可比公司的 PE 均值与汉得信息的 PE 水平接近且显著低于用友网络。

表 14：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值(亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300687.SZ	赛意信息	24.90	54.06	0.31	0.79	1.10	1.51	81.48	31.42	22.61	16.49
600588.SH	用友网络	44.84	1,466.36	0.36	0.29	0.38	0.50	123.95	156.30	118.78	89.08
300378.SZ	鼎捷软件	29.86	79.16	0.38	0.47	0.62	0.83	76.59	62.35	47.43	35.03
平均		-	-	-	-	-	-	94.01	83.36	62.94	46.87
300170.SZ	汉得信息	8.92	78.85	0.10	0.13	0.20	0.31	91.57	68.55	43.93	28.49

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 12 月 9 日

投资建议：

经过 30 年的发展，ERP 已经逐步成为企业数字化的基石。伴随着国内经济的持续转型升级，企业数字化的需求持续释放，并呈现多样化、个性化的特征。目前，To C 业务的流量即将被用尽，逐步触碰到天花板，未来的发展空间受限。与此同时，To B 业务进入繁荣发展阶段，广阔的市场空间吸引了大量的厂商进入。但是，To B 业务与 To C 业务存在着巨大的差异，丰富的企业级业务经验是一个重要的门槛，ERP 咨询服务商经过多年企业级服务的历练，已经具备了明显的优势。公司先后为 6,000 多家企业客户提供了信息化建设服务，客户遍及制造、高科技、金融、贸易、快速消费品、互联网、公用事业和房地产等诸多行业。我们认为，To B 业务已经不再局限于 ERP，ERP 仅仅是企业级应用的基石和入口，公司作为高端 ERP 服务商，坐拥海量客户群，已经具备大力发展自主产品和解决方案的基础。

近年来，公司聚力打造融合中台业务，在成功孵化汇联易、云 SRM 等优秀企业级软件产品的过程中，积累了丰富的企业级软件产品研发、市场推广、运营等方面的经验。目前，公司自主研发产品及解决方案的商机明显增多，在需求的驱动下，公司成功推出一系列自主产品和解决方案，相关收入占比持续提升，已经成为新的业绩驱动因素。我们认为，公司已经开启全新的成长之路。

综上，预测公司 2020-2022 年营业收入为 25.69、29.97、34.97 亿元，归母净利润为 1.15、1.79、2.77 亿元，EPS 为 0.13、0.20、0.31 元/股，对应 PE 为 68.55、43.93、28.49 倍。预期公司未来两年将继续加大自主产品的投入，对净利润率构成一定的影响，因此采用 PS 估值法较为合适。公司过去三年 PS 主要运行在 3-6 倍之间，考虑到自有产品体系的逐步建立和公司在企业级服务市场的优势，给予公司 2020 年 4 倍的目标 PS，对应目标价为 11.62 元/股。首次推荐，给予“增持”评级。

图 58：汉得信息过去三年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

6. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情反复；
2. 宏观经济下行导致需求不足的风险；
3. 人力成本上升及人才流失风险；
4. IT 咨询服务行业竞争加剧；
5. 融合中台业务推进低于预期。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,830.55	3,047.30	3,127.15	3,303.23	3,656.02
现金	866.07	1,096.32	1,336.70	1,268.21	1,338.86
应收账款	1,745.01	1,802.93	1,652.18	1,874.13	2,129.37
其他应收款	44.81	35.42	33.80	40.12	47.09
预付账款	19.54	15.50	14.20	16.01	18.28
存货	0.02	0.06	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	155.11	97.06	90.26	104.76	122.42
非流动资产	987.91	1,145.69	1,269.66	1,408.01	1,553.70
长期投资	158.72	128.32	138.27	147.38	159.08
固定资产	302.14	294.23	297.25	301.65	307.02
无形资产	184.41	389.21	493.04	596.91	700.26
其他非流动资产	342.64	333.93	341.11	362.08	387.35
资产总计	3,818.46	4,192.99	4,396.81	4,711.24	5,209.73
流动负债	846.79	1,099.63	1,188.10	1,319.47	1,546.24
短期借款	255.00	604.50	709.37	811.43	1,009.79
应付账款	69.56	51.92	47.50	53.64	61.55
其他流动负债	522.23	443.21	431.23	454.40	474.91
非流动负债	32.18	30.22	30.79	32.95	34.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	32.18	30.22	30.79	32.95	34.54
负债合计	878.97	1,129.85	1,218.89	1,352.42	1,580.78
少数股东权益	-4.11	-3.76	-3.11	-2.06	-0.40
股本	872.99	884.02	884.02	884.02	884.02
资本公积	717.53	771.22	771.22	771.22	771.22
留存收益	1,544.06	1,637.17	1,752.19	1,931.68	2,199.46
归属母公司股东权益	2,943.60	3,066.90	3,181.02	3,360.89	3,629.35
负债和股东权益	3,818.46	4,192.99	4,396.81	4,711.24	5,209.73

现金流量表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	201.99	66.26	347.58	61.97	133.41
净利润	388.19	86.47	115.68	180.53	278.41
折旧摊销	41.43	58.39	55.05	58.51	63.77
财务费用	-19.43	-0.50	7.54	9.79	14.28
投资损失	-72.30	27.15	29.87	31.29	35.64
营运资金变动	-277.35	-204.38	230.23	-268.17	-316.38
其他经营现金流	141.45	99.14	-90.79	50.03	57.69
投资活动现金流	-328.06	-148.76	-203.62	-223.12	-238.54
资本支出	198.40	231.45	23.62	26.69	29.55
长期投资	133.29	-79.20	16.00	18.08	23.42
其他投资现金流	3.63	3.48	-164.00	-178.35	-185.57
筹资活动现金流	279.74	271.50	96.42	92.65	175.78
短期借款	72.00	349.50	104.87	102.06	198.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	19.09	11.02	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	150.83	53.69	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	37.82	-142.72	-8.45	-9.41	-22.58
现金净增加额	172.03	195.91	240.38	-68.49	70.65

利润表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,865.33	2,723.44	2,568.68	2,997.35	3,496.89
营业成本	1,840.81	1,890.22	1,752.94	2,001.45	2,313.72
营业税金及附加	16.91	15.23	14.13	16.19	18.53
营业费用	176.73	185.71	130.49	202.62	243.03
管理费用	207.06	194.77	178.01	212.51	245.83
研发费用	225.09	273.09	286.09	302.71	313.26
财务费用	-19.43	-0.50	7.54	9.79	14.28
资产减值损失	-103.04	0.00	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	72.30	-27.15	-29.87	-31.29	-35.64
营业利润	418.74	59.48	111.53	179.78	283.78
营业外收入	13.35	7.19	8.25	9.12	10.26
营业外支出	1.69	0.82	1.21	2.09	3.18
利润总额	430.40	65.85	118.57	186.81	290.86
所得税	42.21	-20.62	2.89	6.28	12.45
净利润	388.19	86.47	115.68	180.53	278.41
少数股东损益	1.31	0.35	0.65	1.05	1.66
归属母公司净利润	386.88	86.11	115.03	179.48	276.75
EBITDA	440.74	117.36	174.12	248.07	361.83
EPS (元)	0.44	0.10	0.13	0.20	0.31

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.24	-4.95	-5.68	16.69	16.67
营业利润(%)	52.85	-85.80	87.53	61.19	57.85
归属母公司净利润(%)	19.50	-77.74	33.58	56.03	54.20
盈利能力					
毛利率(%)	35.76	30.59	31.76	33.23	33.83
净利率(%)	13.50	3.16	4.48	5.99	7.91
ROE(%)	13.14	2.81	3.62	5.34	7.63
ROIC(%)	17.59	3.35	5.13	7.06	9.62
偿债能力					
资产负债率(%)	23.02	26.95	27.72	28.71	30.34
净负债比率(%)	29.01	53.50	58.20	60.00	63.88
流动比率	3.34	2.77	2.63	2.50	2.36
速动比率	3.34	2.77	2.63	2.50	2.36
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.68	0.60	0.66	0.70
应收账款周转率	1.50	1.25	1.21	1.39	1.43
应付账款周转率	43.44	31.12	35.26	39.58	40.17
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.10	0.13	0.20	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.07	0.39	0.07	0.15
每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.47	3.60	3.80	4.11
估值比率					
P/E	20.38	91.57	68.55	43.93	28.49
P/B	2.68	2.57	2.48	2.35	2.17
EV/EBITDA	16.30	61.21	41.26	28.96	19.85

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售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

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
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

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：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188