

赛意信息 (300687)

证券研究报告
2021年01月21日

国产替代叠加制造业景气度回升，智能制造领军企业紧抓时代机遇

十五年积淀数字化服务能力，服务千家客户赢得市场口碑

公司成立于 2005 年，是一家企业级数字化及智能制造综合解决方案提供商，专注于面向制造、零售、服务等行业领域的集团及大中型客户提供完整的数字化及智能制造解决方案产品及相关实施服务。

智能制造市场广阔，国产替代叠加制造业景气度回升

12 月 PMI 数字达到了 51.9%，国内经济复苏势头向好，四季度制造业恢复加快，制造业景气度维持在历史较高位置，为智能制造提供需求基础。我国智能制造发展的现状相对于美国、德国等发达国家仍有较大距离，根据中商产业研究院预测，2020 年中国智能制造装备产值规模将达 20900 亿元。MES 作为工业软件重要组成部分，直击企业痛点，大幅提升生产效率。根据 e-works，18 年 MES 的中国市场空间为 33.91 亿，同比增长 22%。根据工信部数据 2019 年软件行业收入增速为 15.4%，由于智能制造需求旺盛以及 MES 渗透率较低，我们预计未来 MES 将以 20% 左右的增速增长，高于软件行业增长。由于 MES 厂商需要行业 Know-how 建立护城河，往往专注于某个细分行业，定制化程度高，地域化明显，整体 MES 市场竞争格局相对分散，目前前十大厂商市占率之和为 25%。我们认为短期内市占率难以快速上升，由于需求端旺盛，MES 厂商成长目前直接受益于行业景气度。

拥有强大制造基因，大力发展智能制造

公司脱身于美的 IT 团队，拥有强大制造基因。2005 年创始团队自美的集团将 IT 部门分拆，成立了之后的赛意信息。公司早期将自己定位为 ERP 咨询及实施解决方案团队，目前大力转型发展智能制造，自研产品比例持续提升。公司通过服务行业头部客户，树立行业标杆，从之前的美的到现在的华为，以及智能制造等领域行业龙头，积累行业解决方案。我们认为公司服务头部客户不但具有标杆性作用，实现行业细分赛道的卡位优势，同时头部客户相对复杂的工业场景为公司产品迭代改进提供了环境，进而更容易实现产品力提升。

投资建议：赛意信息作为国内领先的智能制造厂商，拥有智能制造基因。目前核心业务从泛 ERP 管理层扩展为智能制造领域，自主产品比例不断提升。未来随着智能制造景气度不断提升，公司先发优势明显，智能制造业务有望实现高速发展。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.77、2.31、2.91 亿元，EPS 为 0.82、1.06、1.34 元/股。国内上市公司选取智能制造可比公司鼎捷软件、汉得信息、宝信软件、能科股份，根据 Wind 一致预期 21 年可比公司平均 PE 为 35.55 倍，给予公司 21 年倍 PE 的估值 35.55 倍，对应市值 82.12 亿元，对应股价 37.82 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：技术研发进展缓慢、业务推广情况不及预期、疫情冲击客户需求、市场竞争格局恶化、国产替代不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	909.50	1,075.65	1,479.21	1,886.16	2,396.79
增长率(%)	28.30	18.27	37.52	27.51	27.07
EBITDA(百万元)	188.31	176.04	184.77	243.15	306.12
净利润(百万元)	113.55	66.35	177.25	230.63	290.76
增长率(%)	12.41	(41.57)	167.16	30.12	26.07
EPS(元/股)	0.52	0.31	0.82	1.06	1.34
市盈率(P/E)	56.94	97.45	36.47	28.03	22.24
市净率(P/B)	7.49	7.72	6.56	5.58	4.74
市销率(P/S)	7.11	6.01	4.37	3.43	2.70
EV/EBITDA	14.49	17.31	33.22	25.48	20.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	30.74 元
目标价格	37.82 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	217.10
流通 A 股股本(百万股)	152.19
A 股总市值(百万元)	6,673.56
流通 A 股市值(百万元)	4,678.24
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	43.88
一年内最高/最低(元)	31.65/16.26

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
罗戴熠	联系人
luodaiyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 十五年间积淀数字化服务能力，千家客户服务赢市场口碑	4
1.1. 纵横两线业务逐渐延伸，提供完整智能制造解决方案	4
1.2. 收购加速业务扩张，持续拓展业务区域	4
1.3. 20 年业绩显著提升，业务结构持续优化	5
2. 智能制造市场前景广阔，国产替代叠加制造业景气度回升	7
2.1. 制造业景气度回升，智能制造已开启 2 万亿市场	7
2.2. MES 大幅提升生产效率，国产替代提升行业景气度	8
3. 拥有强大制造基因，大力发展智能制造	12
3.1. 脱身于美的 IT 团队，拥有强大制造基因	12
3.2. 大力转型发展智能制造，自研产品比例持续提升	13
3.3. 服务行业头部客户，树立行业标杆	15
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：赛意信息 360° 数字化及智能制造解决方案全景图	4
图 2：公司战略发展	4
图 3：赛意信息发展历程	5
图 4：赛意信息股权架构（截止 2020 年 12 月 17 日）	5
图 5：公司 2016-2019Q1-Q3 营业总收入	6
图 6：公司 2016-2019Q1-Q3 归母净利润	6
图 7：公司核心业务占比变化	6
图 8：核心业务毛利率变化	6
图 9：公司 2016-2020Q1-Q3 期间费用变化	7
图 10：2017-2020 年中国 PMI 数据（%）	7
图 11：智能制造系统架构下的系统层级	8
图 12：中国智能制造装备产值规模（亿）	8
图 13：MES 提升离散型行业效率	9
图 14：中国 MES 市场规模（亿）	10
图 15：中国 MES 制造业行业应用分布	10
图 16：MES 品牌供应商市场占有率	11
图 17：美的集团和赛意信息之间的关系	12
图 18：公司历史上主要的投资并购	12
图 19：公司定位转变	13
图 20：公司自主产品	14
图 21：SMOM 赛意制造运营管理平台	14

图 22: 研发投入金额以及占比	15
图 23: 研发人员人数以及占比	15
图 24: 标杆行业客户	16
表 1: 公司主营业务	5
表 2: MES 核心功能	8
表 3: ERP 和 MES 主要的异同	9
表 4: 国内外工业软件核心厂商分布	10
表 5: 产业投资主要投资项目	13
表 6: 公司智能制造相关产品	14
表 7: 重点行业解决方案及产品	16
表 8: 可比公司 (Wind 一致预期)	17

1. 十五年间积淀数字化服务能力，千家客户服务赢市场口碑

1.1. 纵横两线业务逐渐延伸，提供完整智能制造解决方案

公司成立于 2005 年，是一家企业级数字化及智能制造综合解决方案提供商，专注于面向制造、零售、服务等行业领域的集团及大中型客户提供完整的数字化及智能制造解决方案产品及相关实施服务。公司积累了丰富的解决方案，为超过千家行业客户提供了具有竞争力的数字化转型服务，拥有华为技术、美的集团、华润集团、深南电路等大量优质客户。

图 1：赛意信息 360° 数字化及智能制造解决方案全景图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

延伸横向纵向两线业务，提供智能制造解决方案。公司的服务领域从大型核心 ERP 解决方案，逐渐横向实现企业供应链上下游的数字化采购管理及数字化营销管理领域延伸，同时公司通过自主研发产品以及与国外软件厂商开展合作双路径发展，实现从管理运营层解决方案下沉至生产执行层的智能制造解决方案。

图 2：公司战略发展



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 收购加速业务扩张，持续拓展业务区域

收购加速业务扩张，持续拓展业务区域。公司起初以泛 ERP 领域的业务运营管理软件产品为主，2012 年，切入智能制造领域中的制造执行系统（MES）领域，智能制造成为公司重要增长点。2018 年，横向收购景同科技拓展以 SAP 为基础的业务，纵向投资鑫光智能强化智能制造解决方案能力。在十多年的快速发展过程中，业务不断向各领域和地区纵深拓

展，在上海、佛山、武汉、成都、济南开设了分公司。

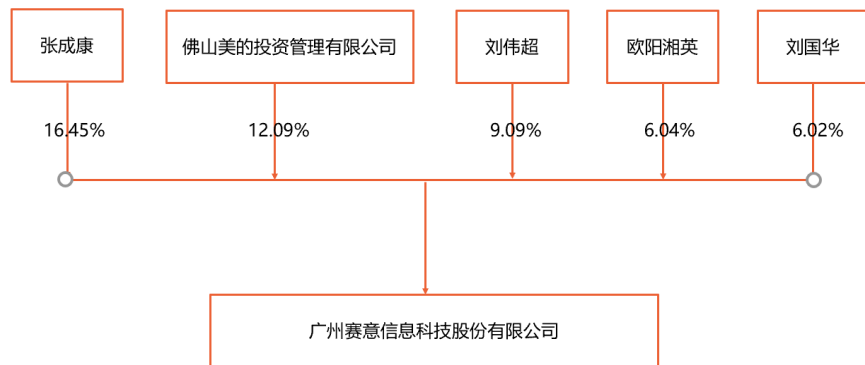
图 3：赛意信息发展历程



资料来源：wind，天风证券研究所

赛意信息脱胎于美的 IT 部门，起初作为美的参股子公司为集团提供服务，于 2005 年开启完全市场化运营。美的集团间接持有公司 12.09% 的股份，为第二大股东，业务方面与公司建立长期合作。公司股东张成康、刘伟超、刘国华、欧阳湘英、曹金乔等五位自然人，都曾在美的集团任职，合计持有公司 37.60% 的股份，制定公司中长期战略。

图 4：赛意信息股权架构（截止 2020 年 12 月 17 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 20 年业绩显著提升，业务结构持续优化

公司当前主要产品及服务分为四部分：（1）泛 ERP 领域的业务运营管理软件产品解决方案（2）智能制造及工业互联网领域产品解决方案（3）分销代理（相关软硬件的衍生性销售业务）（4）相关解决方案的专业维护服务。

表 1：公司主营业务

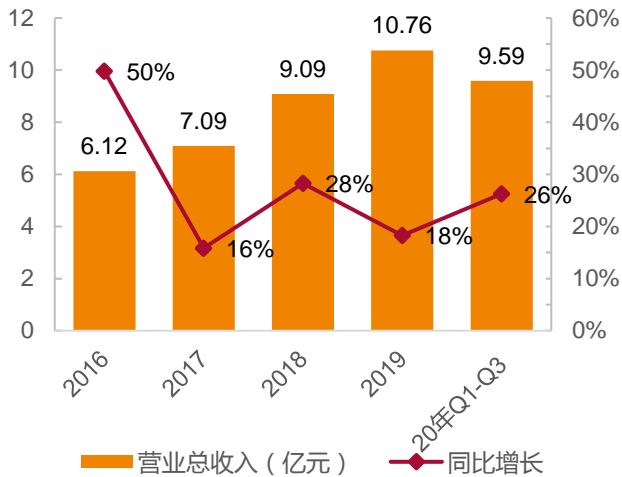
主营业务	内容
泛 ERP 领域的业务运营管理软件产品解决方案	公司提供基于成熟套装软件的解决方案，覆盖包括 ERP（企业资源计划）、CRM（客户关系管理）、SRM（供应商关系管理）以及相关的 HCM（人力资本管理）当中如组织人事及薪酬等较为传统的模块以及较为成熟的中台解决方案及大数据解决方案
智能制造及工业互联网领域产品解决方案	以 SMES 为核心的智能制造解决方案产品，通过不断自主研发升级，目前已扩展成为一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的智能制造综合解决方案
分销代理	公司基于客户自身意愿、结合客户的业务特点作为渠道向客户销售原厂的软件产品及相关配套的服务器等硬件产品

相关解决方案的专业维护服务 建立了专门的“客户运维服务中心”，为客户提供系统上线后的支持服务

资料来源：公司年报，天风证券研究所

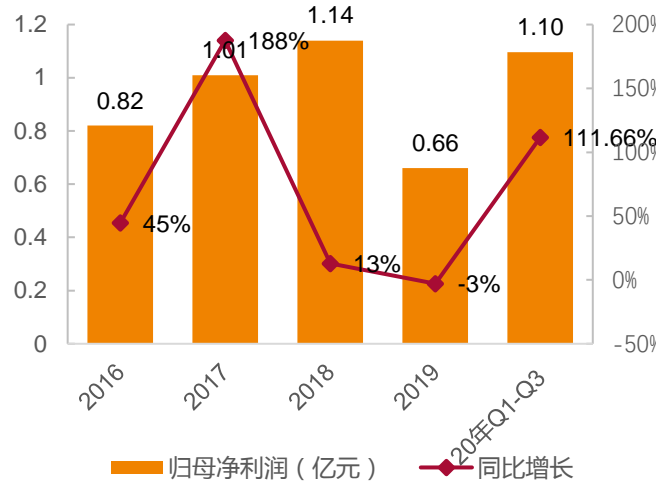
营业收入持续增长，盈利能力实现显著提升。 2020 年公司前三季度营收 9.59 亿元，同比增长 26.3%，实现归母净利润 1.1 亿，同比增长 111.7%。目前公司发布 20 年全年业绩预告，预计 20 年全年实现营业收入 13.7-14.8 亿，同比增长 27.37%-37.59%，归母净利润 1.7-1.9 亿，同比增长 156.23%-186.38%，非经常损益 0.12 亿，扣费后净利润同比增长 183.57%-219.37%，20 年业绩增长主要受益于数字化转型需求旺盛以及智能制造占比提升，我们认为未来需求端高景气度有望持续。

图 5: 公司 2016-2019Q1-Q3 营业总收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

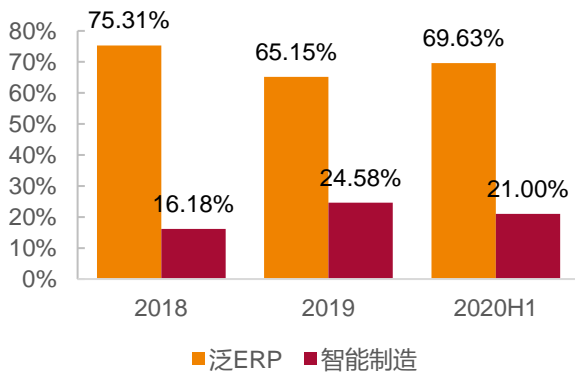
图 6: 公司 2016-2019Q1-Q3 归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

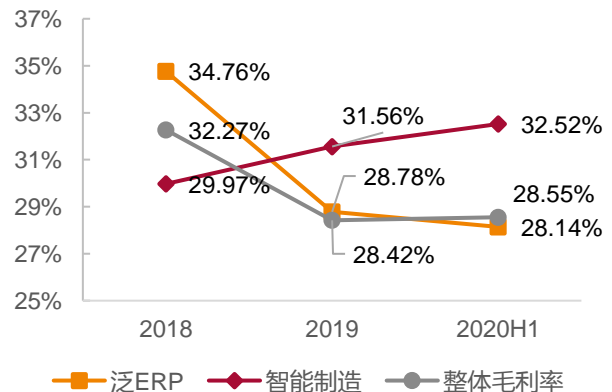
重点发力智能制造领域，业务结构持续优化。 泛 ERP 领域的业务一直在公司营收中占有最大比重，近年来毛利率有所下滑。随着智能制造业务产品化程度的提高，智能制造的毛利率实现进一步升高。现阶段智能制造领域是公司重点投入和发展的业务板块，在整体营收中的占比持续提升，借此公司逐步实现业务升级转型，在业务结构方面得到了优化，20 年 H1 整体毛利率相对 19 年有所改善。

图 7: 公司核心业务占比变化



资料来源：公司财报，天风证券研究所

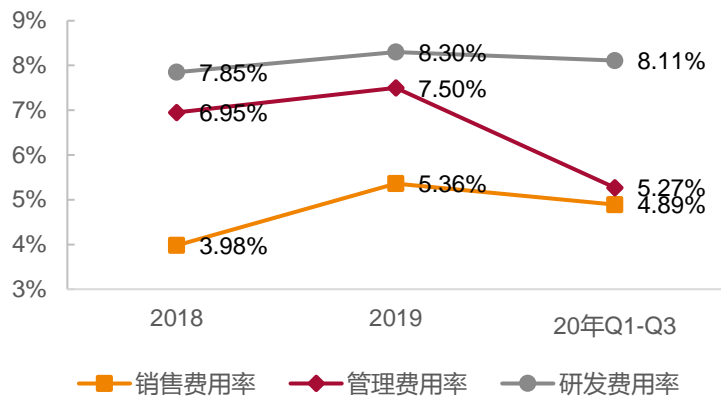
图 8: 核心业务毛利率变化



资料来源：公司财报，天风证券研究所

外部积极开拓客户，内部大力投入研发。 公司在 2020 年前三季度的期间费用当中，销售、管理、研发费用率分别为 4.89%、5.27%、8.11%。维持较高的研发费用率表明公司继续增强公司产品化能力的坚定决心，尤其是对于智能制造解决方案升级和工业互联网云平台的研发，给予了重点关注，进一步提高技术壁垒。

图 9：公司 2016-2020Q1-Q3 期间费用变化



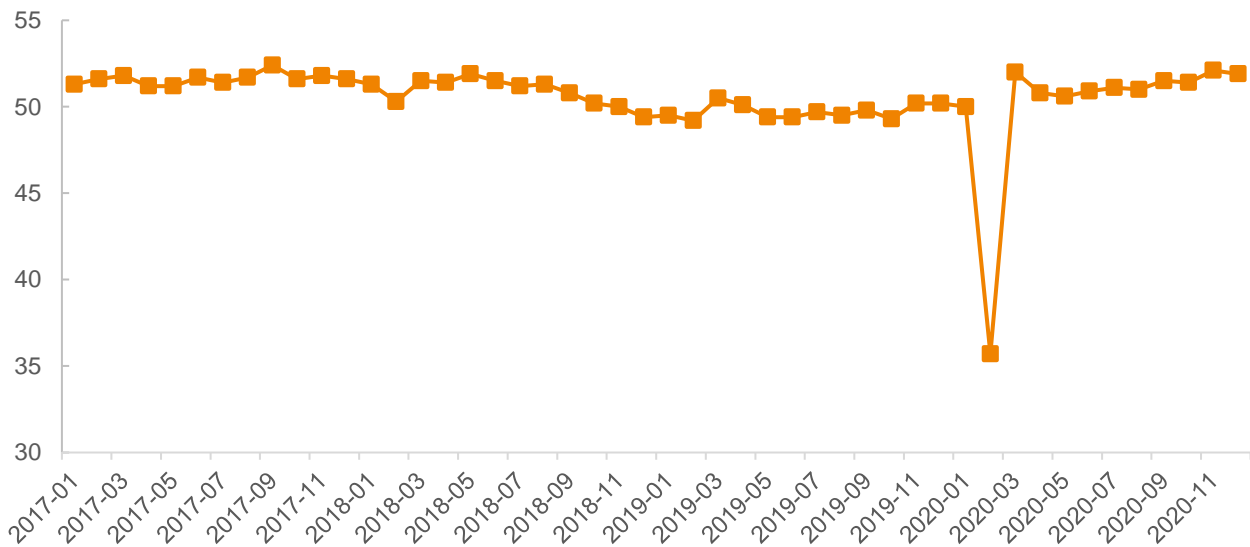
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 智能制造市场前景广阔，国产替代叠加制造业景气度回升

2.1. 制造业景气度回升，智能制造已开启 2 万亿市场

制造业景气度回升，为智能制造提供需求基础。20 年下半年以来，中国 PMI 相关数据保持在较高的位置，12 月 PMI 数字达到了 51.9%，整体来看国内经济复苏势头向好，四季度制造业恢复加快，中国制造业景气度维持在历史较高位置。**我们认为制造业的景气度恢复向上，为智能制造提供需求基础。**

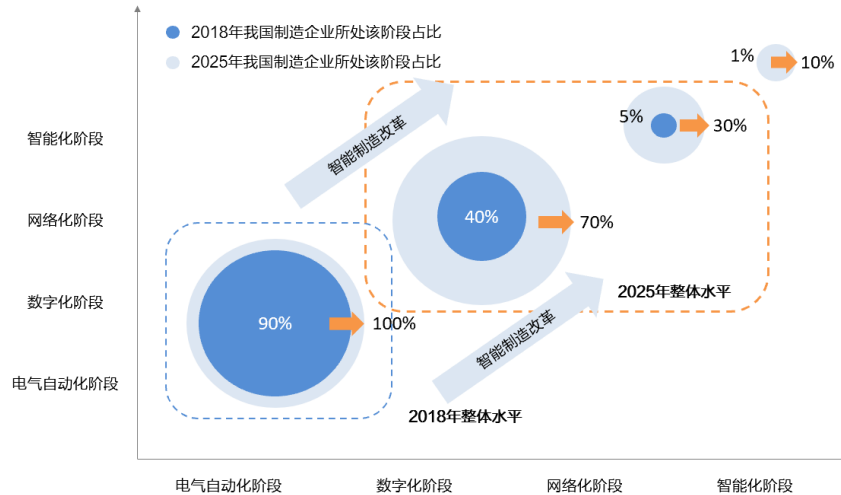
图 10：2017-2020 年中国 PMI 数据 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国智能制造发展的现状相对于美国、德国等发达国家仍有较大距离。根据亿欧智库调研显示，当前 90%制造业企业配有自动生产线，但仅有 40%实现数字化管理，5%打通工厂数据，1%使用智能化技术，而预计 2025 年数字化、网络化、智能化制造企业占比将分别达到 70%、30%、10%。

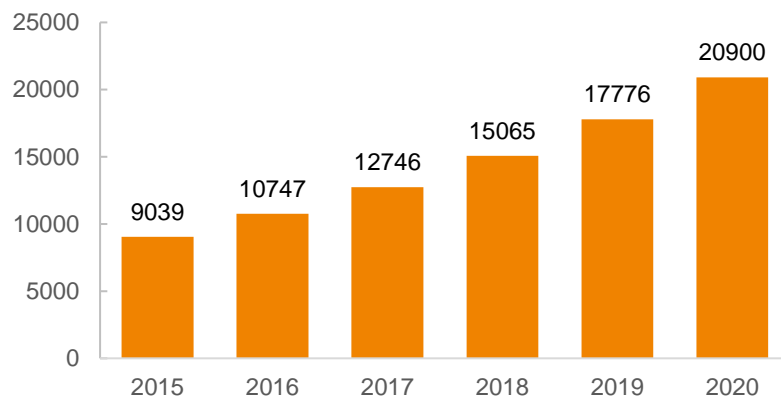
图 11：智能制造系统架构下的系统层级



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

2020 年智能制造已开启 2 万亿市场。《中国制造 2025》国家战略发布后，我们认为制造业转型升级将加快供给侧结构性改革，智能制造成为带动产业转型的新动力，各行业智能制造解决方案持续高速发展，根据中商产业研究院预测，2020 年中国智能制造装备产值规模将达 20900 亿元。

图 12：中国智能制造装备产值规模（亿）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

2.2. MES 大幅提升生产效率，国产替代提升行业景气度

MES 系统面向车间现场生产制造过程，提供从接受生产计划到制成最终产品全过程的生产活动实现优化的信息体系。MES 系统从底层数据采集开始，到过程监测和在线管理，一直到成本相关数据管理，由底层接近于自动化系统的监控过程逐渐过渡到成本管理的经营层，构成了完整的生产信息化体系，满足企业在信息化生产管理领域不同规划阶段的要求。

表 2：MES 核心功能

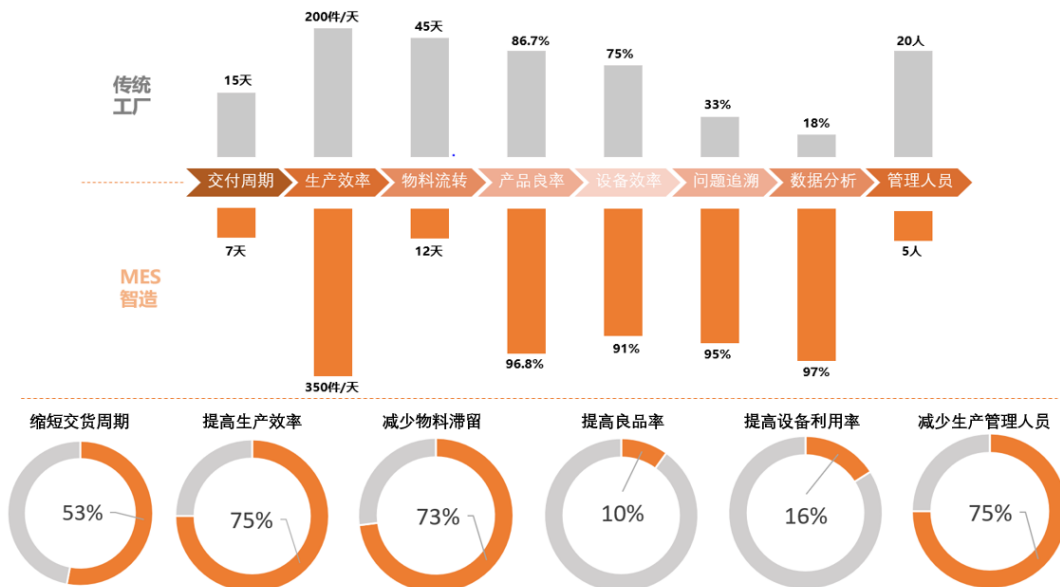
核心功能	具体功能
工厂建模和基础数据设置	MES 系统平台的核心是一个工厂建模环境，它通过类似搭积木的方式将不同的应用功能组合在一起定义执行逻辑。
生产过程监控和生产实绩反馈	MES 系统的生产过程监视侧重于生产流程和工艺过程之间物料输送、质量指标的监控。它以生产过程的实时数据为基础，利用 MES 系统的组态技术，实现对生产车间、动力能源车间、辅料库、成品库等生产区域的生产进度、工艺质量、物料消耗情况进行实时监控。

生产管理	在生产过程监控的基础上，在生产计划的指导下，根据各行业生产工艺特点组织协调生产，跟踪生产过程数据，考核各项生产指标。并通过数据分析，优化生产过程。
质量管理	MES 系统根据质检标准，实时采集生产现场自动化系统的质量数据，当发现生产过程有质量问题时，产生质量异常报警，生产管理人员根据质量控制网找到关键工艺环节或关键质量人员，缩减质量问题分析过程，加快质量异常处理速度，提高全员质量意识，保证产品质量。
物料管理	MES 系统可以根据生产线上采集到的实时生产数据，对在制品流动过程进行跟踪。用户在 MES 系统可以查询在制品的位置、数量等信息。
成本管理	建立以职能部门、作业区集中管理为纲，以各主控工序为驻点的纵横交错的成本控制网络；做到成本周核算，周分析；成本日核算，日分析；实现全方位的成本数据分析管理，对各类成本数据提供各类报表查询，直观的进行图表图形对比分析，保存历史数据。
报表系统	报表系统是 MES 各系统的输出数据，也是系统之间的数据接口，是数据源整合进行图表图形对比分析，保存历史数据的重要手段，报表涵盖 MES 所有的业务内容，包括排程调度、设备、质量、物料、人员考核、工艺指标等，也包括 MES 与 ERP 系统之间的数据接口。数据源主要来自 MES 系统数据库。通过语义层将数据库字段重组为面向用户的对象，在此基础上实现报表功能。

资料来源：《面向智能制造的 MES 移动管理系统设计与实现》作者：王茹，天风证券研究所

MES 直击企业痛点，大幅提升生产效率。MES 对于离散型行业效率提升主要体现在交付周期、生产效率、物料流转、产品良率、设备效率、人员管理等方面。其中根据云栖智造数据显示，MES 实现减少生产管理人员 75%、缩短交货周期 53%以及较少物料滞留 73%，大幅提升生产效率。

图 13：MES 提升离散型行业效率



资料来源：云栖智造官网，天风证券研究所

MES 需要对生产工艺理解深刻，行业中建立优势后具有强粘性。MES 系统主要面向制造工厂，工艺特点非常明显，根据 ERP 系统下达的生产订单或长期计划，通过作业计划编制、作业调度、物料平衡、成本核算、质量管理的过程实现，所以我们认为 MES 需要对生产工艺有深入的理解，经验不断积累，并且在行业中建立优势后具有强粘性。

表 3：ERP 和 MES 主要的异同

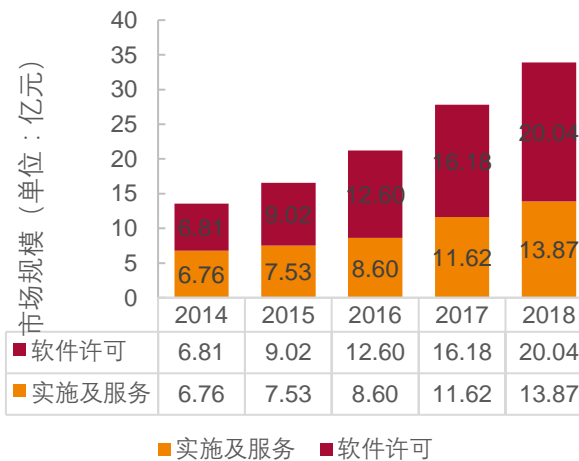
	ERP	MES
主要目标	ERP 系统是针对物资资源管理（物流）、人力资源管理（人流）、财务资源管理（财流）、信息资源管理（信	MES 系统是面向车间现场生产制造过程的数字化管理，提供从接受生产计划到制成最终产品全过程的生产活动实现优化的信息，重点削减不会产生附加值的活动，从而推动

	息流) 集成一体化的企业管理软件	有效的工厂运行, 有效提升现场效率, 减少在制品, 降低制造成本。
管理范围	ERP 管理的范围比 MES 大, 管理的范围主要是以工作中心为单位, 强调财务信息	MES 系统更倾向于生产过程的管控, MES 能更细致到每个制造工序, 对每个工序进行任务的下达、执行的控制和数据采集、现场调度。
管理方式	ERP 主要采用填写表单和表单抛转的方式实现管理, 现场收到的制造任务是通过表单传达, 现场制造数据也是通过填写表单完成收集	MES 是采用事件的方式实现管理, 生产订单的变化和现场的制造情况, 通过 MES 内置的 WIP 引擎立刻触发相关事件, 要求相关人员或设备采取相应的行动。

资料来源:《企业 ERP 与 MES 系统集成的研究与实现》作者: 孙永武、天风证券研究所

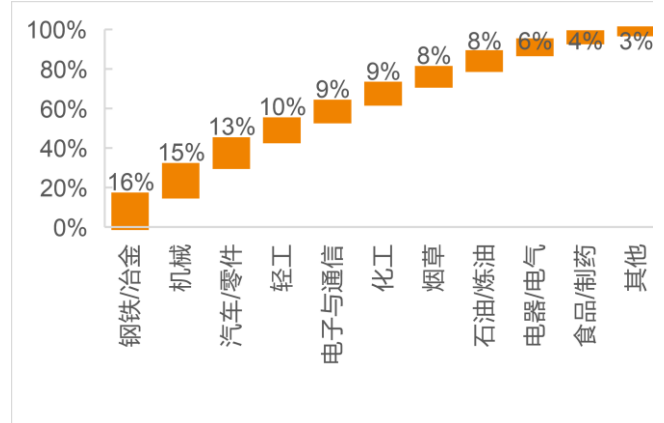
根据 e-works, 18 年 MES 的中国市场空间为 33.91 亿, 同比增长 22%。从行业分布来看, 钢铁/冶金、机械、汽车等行业 MES 应用占比较高。工信部数据显示 2019 年软件行业收入增速为 15.4%, 由于智能制造需求旺盛以及 MES 渗透率较低, 我们预计未来 MES 将以 20%左右的增速增长, 高于软件行业增长。

图 14: 中国 MES 市场规模 (亿)



资料来源: e-works, 天风证券研究所

图 15: 中国 MES 制造业行业应用分布



资料来源: 甲子智库、天风证券研究所

国内外工业软件厂商优势行业不同, 整体国内工业软件对比国外仍有差距。国外工业软件核心厂商主要有霍尼韦尔 (Honeywell)、西门子 (Siemens)、达索 (Dassault) 等, 国内的主要厂商有宝信软件、鼎捷软件、赛意信息、中控技术等。我们认为虽然国内工业软件对比国外仍有差距, 但在国产替代的背景下, 国产工业软件具有更多改进应用的场景, 场景将赋能软件更新的空间, 产品力将持续提升。

表 4: 国内外工业软件核心厂商分布

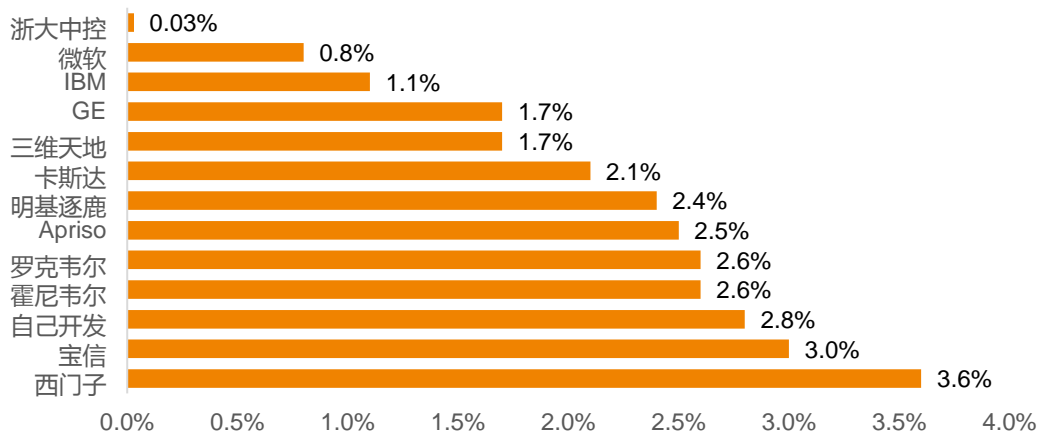
国际厂商	优势行业	企业典型客户
Honeywell	航空航天、汽车、化工、石油天然气	中化国际 (控股) 股份有限公司、圣奥化学科技有限公司、捷蓝航空、中建三局
Siemens	电子、食品饮料、汽车、机械、能源、制药、化工等	一汽大众、北京奔驰、上汽大众、国药集团、中国石油、美的、中国海油、国家电网、华润电力、中国电建、长城汽车、国家电投等
GE	汽车、食品饮料、重工业、化工、油气、发电等	华电、中国西电集团、昂际航电、哈尔滨电气集团等
ABB	离散行业、食品与饮料、化工、生物制药、石油天然气、冶金、造纸等	国家电网、上汽大众、上海外高桥造船有限公司
Dassault	航空航天、建筑、能源、工业设备、船舶、汽车等	特斯拉、蔚来汽车、长荣航太科技、捷豹路虎、中国电建、中国北车、信昌机械、重庆银河、SMEDI、富士通网络通信、韩国航空航天和国防公司等

Rockwell	汽车、化工、食品饮料、石油天然气、钢铁、能源、生命科学、打印	贝因美、迈高、GEA（基伊埃集团）、恒天然、北京首都力通机电设备有限责任公司、山东睿鹰制药集团、天津一重电气自动化有限公司
AVEVA	化工、能源、食品饮料、工业设备、钢铁冶金	腾讯云、中国石油和化工勘察设计协会、中核集团、ETAP、纳瓦尔普尔市控制中心、盎格鲁配水网等
国内厂商	优势行业	典型客户
宝信软件	钢铁、交通、制药、化工	宝钢建材、宝山钢铁、湛江钢铁、广东韶钢、梅山钢铁、秦山核电、中国东方航空集团、成都地铁、龙湖集团、东英药业、天津药业、浙江新安化等
鼎捷软件	机械装备制造、橡胶/塑料、电子通讯、汽车、半导体、金属、家具	通顺铆钉、上海楹裕电子有限公司、中钧科技、勤本电子、新吴光电科技、安瑞光电、精益塑业、志奇铁路、东明化工、维开安等
能科股份	航空航天、兵器军工、船舶海工、电子、汽车制造	中国航发、安道麦、航天科工火箭技术有限公司、航天控制技术有限公司、利星行汽车、中国航天科工集团公司、中国石油、中国海油、首钢集团、电光科技、武汉钢铁、中国国电集团公司等
赛意信息	电子、通讯、石化、机械装备、医疗、轨道交通、汽车、印刷电路板、家电	时代中国、日丰集团、美的、索菲亚、欧派、广电运通、共达电声、TCL电子、春秋电子、康德乐、复星医药、科华生物、生工生物、中邦制药、康恩贝
中控技术	石化、油气、造纸、食品饮料、电力、建材、核电、冶金、制药、煤化工	中国海洋石油集团、浙江传化化学集团、国家能源集团、新安化工、江苏长青、海螺集团、热电集团、江西五星纸业

资料来源：各公司官网，国网信通产业集团官网，中国能源网，建筑网，机电设备期刊，天风证券研究所

由于 MES 厂商需要行业 Know-how 建立护城河，往往专注于某个细分行业，定制化程度高，维持竞争力。同时由于地域化明显，整体 MES 市场竞争格局相对分散，前十大厂商市占率之和达到了 25%。我们认为短期内市占率难以快速上升，由于需求端旺盛，MES 厂商成长目前直接受益于行业景气度。

图 16：MES 品牌供应商市场占有率



资料来源：《制造执行系统（MES）在制药行业中的实施运用》、杨裕相，天风证券研究所

3. 拥有强大制造基因，大力发展智能制造

3.1. 脱身于美的 IT 团队，拥有强大制造基因

脱身于美的 IT 团队，拥有强大的制造基因。美的是隶属于离散制造业的知名家电企业，2019 年实现营收 2794 亿元。赛意信息董事长创始人张成康 1997 年加入美的，1998 年美的集团将 IT 部门中负责 ERP 系统实施的项目团队独立出来，成立了美的信息技术有限公司，之后改名为赛意，2005 年解决所有者缺失以及经营管理激励等问题，完全市场化运营开启。公司在与美的集团长期服务合作过程中，对美的集团的管理模式、业务流程、系统数据逻辑关系、系统间数据接口等方面均非常熟悉，实现最初行业 Know-how 积累。公司早期通过优化企业资源来帮助企业达到资源效益最大化，进而带来企业的利润增长。以美的为例，通过在供货商管理上设计、开发和实施 ERP，为美的提高了库存周转率，实现盈利。

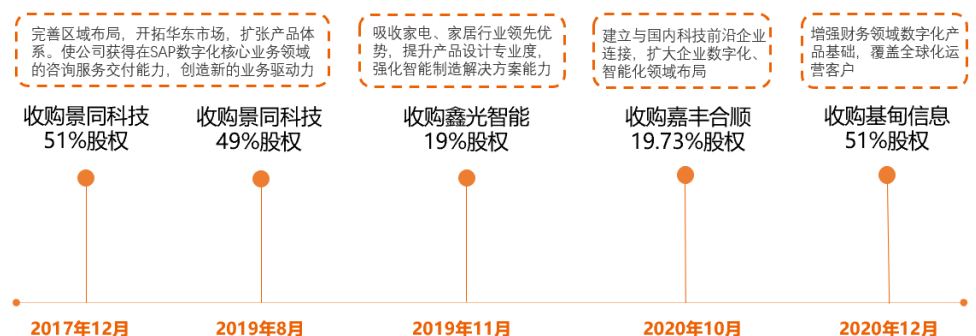
图 17：美的集团和赛意信息之间的关系



资料来源：美的集团官网，赛意信息官网，天风证券研究所

工业软件因为涉及行业 know-how 以及产品种类繁多，竞争力的提升成功依赖于投资并购。从公司的发展历程来看，公司 17 年上市以来主要有 5 次大的股权投资，其中景同科技成为公司全资子公司，分别持有鑫光智能 19%、嘉丰和顺 34.88% (2020 年 10 月收购 19.73%) 以及基甸信息 51% 的股权。公司通过对景同科技的收购实现区域布局扩张，同时可以延伸触达使用 SAP 系统的客户，通过对基甸信息的控股，实现在财务数字化领域解决方案的覆盖。

图 18：公司历史上主要的投资并购



资料来源：公司公告，天风证券研究所

设立产业投资基金建立生态圈，利用资本助推企业转型升级。公司设立了广东赛意信息产业投资中心，旨在以资本为连接，布局面向制造业、服务业等头/腰部企业的云计算、大数据、人工智能创新公司，在企业级服务领域寻找持续盈利能力稳定或中长期具有较大增长潜力的标的进行投资或孵化。我们认为智能制造发展依赖于多项技术产品以及解决方案，产业基金带来的股权投资有利于公司加大在企业级服务领域的布局。

表 5：产业投资主要投资项目

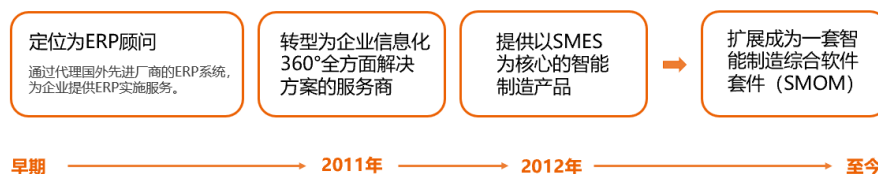
投资合作公司	领域	业务	案例
上海智思信息科技有限公司	产业互联网, 企业级服务平台	连接全员, 赋能员工的 HR SAAS 套件提供商	为中大型企业提供 HR SAAS 套件产品, 支撑企业员工实时连接和 HR 业务管理与协作; 拥有 AI-IN-ONE 深度可配置的一站式解决方案。先后获得赛意产业基金、东方富海、源码资本累计 3500 万融资。
北京商越网络科技有限公司	采购数字化解决方案	企业采购“数据中台”提供商	提供企业采购商城+交易协同网络的整体解决方案, 帮助企业打造数字化采购供应链网络。先后获得赛意产业基金、银杏谷、红杉、元璟等累计约 3500 万融资。
深圳市亿图视觉自动化技术有限公司	产业互联网, 专注智能制造	机器视觉智能制造解决方案提供商	具有自主实现的实用化机器视觉算法和设备, 通过输出自动化产线及机器视觉技术, 在生产环境中利用“视觉算法、机电一体化”实现高效、精准的检测、测量、识别、定位和引导等服务。先后获得赛意产业基金、蓝烯资本等累计 1000 万元融资。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 大力转型发展智能制造，自研产品比例持续提升

2010 年公司早期赛意信息将自己定位为 ERP 顾问，通过代理国外先进厂商的 ERP 系统，为国内企业提供 ERP 实施服务。2011 年赛意信息提出全新战略，转型为企业信息化 360° 全方面解决方案的服务商。2012 年起，赛意信息便面向市场提供以 SMES 为核心的智能制造产品，随后还基于此扩展成为一套智能制造综合软件套件（SMOM）。

图 19：公司定位转变



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

公司自有产品比例不断提升，大力发展智能制造业务。公司以 SMES 为核心的智能制造解决方案产品，通过不断自主研发升级，目前已扩展成为一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的智能制造综合解决方案(SMOM)。公司智能制造业务占比也从 2018 年的 16.18%，提升到了 2020 年 H1 的 21%，我们认为由于智能制造下游需求景气度不断向上，公司智能制造收入比例将持续提升。

图 20：公司自主产品

产品			
自主产品	工业互联网 EAM IOT工业手环	财务先生 费用管理 财务共享 差旅管理	智慧营销管理平台 IMS-国内营销系统 CSS-售后服务管理系统 OMS-海外营销系统
	大数据 数据中台 BI大数据 SAAF平台 MDM主数据管理平台	智能制造 SAPS高级计划与排程系统 SQMS质量管理系统 SWMS仓库管理系统 SMDC制造数字化互连平台 SNest制造运营产品平台 SMOM制造运营管理平台 SMI制造智能平台	
	智慧采购 采购协同 采购中台 采购大脑 寻源采购 商城采购 电商采购	智慧营销管理平台 IMS-国内营销系统 CSS-售后服务管理系统 OMS-海外营销系统	其他产品线 SRM

资料来源：赛意信息官网，天风证券研究所

图 21：SMOM 赛意制造运营管理平台



资料来源：公司年报、天风证券研究所

SMOM 是一套基于数字化，智能化工厂设计理念，为企业提供集供方协同门户，企业内计划协同平台、生产与制造执行管理平台，自动化的数据采集，设备集成与监控管理，全过程的产品信息追溯，智能化运营管理于一体的信息化解决方案。构建于自有产权的基础技术平台之上 SMOM 智造解决方案融合了 APS（高级供应链排程系统）、MES（车间制造执行系统）、WMS（仓储物流系统）、QMS（质量控制系统）等多系统，实现自平台层、物联层、制造执行层至决策层的多层次管理，是公司帮助客户从数字化到智能化实现推出的重量级产品。

表 6：公司智能制造相关产品

产品名称	产品简介	产品功能	产品核心特点
SQMS 赛意质量管理	“PDCA 持续改进”的质量管理系统，产品包括检验标准管理、来料质量管理、过程质量管理、成品质量管理、PDCA 质量改进管理、SPC 监控预警等核心模块。	质量保证、质量控制、质量分析、质量追溯	标准化品质基础数据管理、完善的质量控制体系、独立的品质监控及改善工具、个性化数据分析展示平台
SMES 赛意制造执行系统	SOA 流程平台产品，负责整个业务流程的全生命周期管理，连 ERP、PLM、SCM、SCADA 等上下游系统。	工单任务派工管理、生产过程条码采集、拉式车间物流、班组人员管理、多角色电子看板	管理透明、生产高效、品质可控、工艺驱动、计划达成
SWMS 赛意仓库管理系统	SWMS 仓库管理系统，侧重于基于仓库全供应链协调管理。系统可以独立执行库存操作，也可与其他系统的单据和凭证等结合使用，可提供更为完整全面的企业业务流程和财务管理信息。	基础资料维护、库内业务管理、库存管理、VMI 管理、系统策略配置、入库业务管理、出库业务管理、作业监控调度、报表管理、系统维护管理	SMOM 整体解决方案、帐号实时同步、移动化采集、拓展性功能强大稳定、专业型行业产品
SAPS 赛意高级计划与排程系统	SAPS 能为高级别的供应链计划体系，在企业从单体公司向集团公司转变过程中，使原来相对松散的供应链结构开始向紧密型供应链网状联盟转变。	生产资源建模、制程路线建模、订单管理、排程管理、模具信息维护、工艺定额与效率规则、排产权限管理、排程规则管理、生产日进度管理	供应链计划的监控与分析、上下游价值链协同和快速响应的功能支持、动态追溯物料情况、多种优化调度算法、可视化和精细化的系统操作功能
SNest 赛意制造运营产品平台	SNest，即赛意制造运营产品平台，能够适应制造企业复杂生态的业务系统环境，为企业提供可扩展，可配置的开发与应用平台。		提供多基地配置化能力、基于模块插件体系的快速开发平台、系统模块化、满足个性化需求提供自定义操作功能、多种安全控制手段保障系统安全。
SMOM 赛意	为企业集供方协同门户，自动化	智能排程管理、设备运营管	千亿级客户稳定运行、管理集约

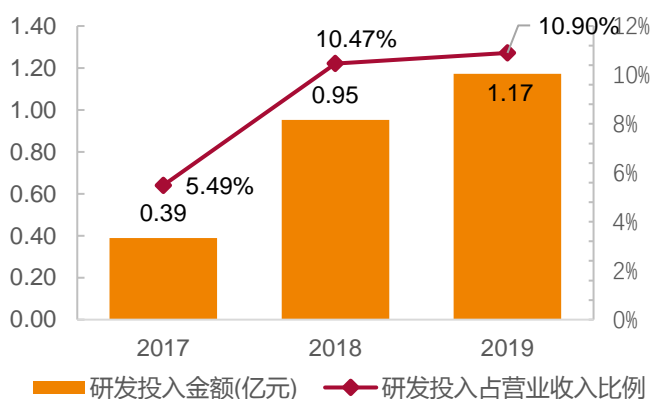
制造运营管理平台 的数据采集, 设备集成与监控管理, 全过程的产品信息追溯, 智能化运营管理于一体的信息化解决方案。

理、资产管理体系与采购、运营维护策略、智能仓库管理、设备互通互联、生产执行管理、MI 数据中心、质量闭环管控、可视化管理

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

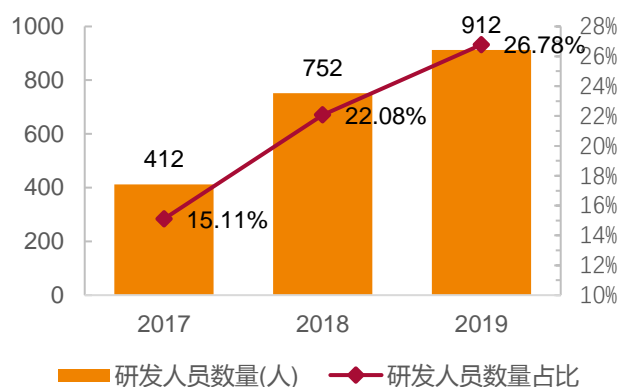
研发投入不断加大, 人数以及金额占比不断提升。2019 年公司研发投入金额 1.17 亿, 营业金额占比大 10.9%, 研发人员达到 912 人, 总人数占比达 26.78%。公司 2017-2019 年公司研发人数以及金额占比不断提升, 我们认为公司未来将持续提升自有产品比例, 研发投入将会持续加大。

图 22: 研发投入金额以及占比



资料来源: 赛意信息年报, 天风证券研究所

图 23: 研发人员人数以及占比



资料来源: 赛意信息年报, 天风证券研究所

3.3. 服务行业头部客户, 树立行业标杆

服务行业头部客户, 树立行业标杆。赛意信息早期定位为服务于“大 B”的企业信息化服务公司, 即服务于行业头部客户, 从一开始的美的, 到服务华为, 公司深度参与了华为数字化进程, 一起经历了从信息化启蒙到集中化、国际化、全球化及数字化的全过程。按 2019 年披露, 华为技术仍然是公司第一大客户, 贡献了公司当期超 38% 的营收。除此之外, 公司在家电、电子通信、家居行业以及文化产业, 分别助力 TCL、维沃、索菲亚和华谊兄弟提升数字化和智能化水平, 提升生产效率。我们认为公司服务头部客户不但具有标杆性作用, 实现行业细分赛道的卡位优势, 同时头部客户相对复杂的工业场景也为公司产品迭代改进提供了环境, 进而更容易实现产品力提升。

图 24：标杆行业客户

行业	标杆公司	数字系统	效益
家电	TCL	借助赛意信息SMOM (赛意信息制造运营管理平台) 全面打造“数字工厂”	整体制造效益提升10% 生产损耗降低10% 追溯准确率提升到99.9%
电子通信	维沃	“VIVO-QMS解决方案”系统	所有记录流程电子化 实现无纸化作业
		样品管理系统	实现自动报表电子化检验 大大提高品质管理水平
家居	索菲亚	索菲亚MES系统	助力公司 “智能制造”+“智慧物流”数字化建设 走在家居行业前列
文化	华谊兄弟	借助BEM系统 打造全方位应付作业平台	打通数据孤岛 有效实现预算实时监控、 财务业务一体化、移动审批、 解决付款进度不透明及财务入账流程繁琐问题 实现全费用、全流程、全场量的管理

资料来源：公司公众号，天风证券研究所

积累大量案例提升顶层设计，服务千家形成多行业解决方案。公司十年间积累了大量解决方案及众多的行业客户案例，为超过千家来自于制造、零售、服务等行业的企业级客户提供了数字化转型服务，解决方案涉及智能制造、通讯、电子、家电等 13 个行业。

表 7：重点行业解决方案及产品

行业	解决方案及产品	合作公司
通讯	ISC 集成供应链咨询/IFS 集成财务咨询、ERP 实施 (SAP、ORACLE)、财务管理平台 (费用控制, 财务共享, 资金、预算、合并)、EAM/IOT 设备管理/工业互联网、CRM 营销管理系统、SRM 客户关系管理系统、BI 商务智能、深度定制解决方案	华为技术、维沃移动通信公司、努比亚技术有限公司、OPPO 广东移动通信公司、上海华勤通讯技术有限公司、浙江宇视科技有限公司、新大陆科技集团有限公司
电子	流程梳理、信息规划：业务管理流程梳理、集团采购管理咨询、财务共享管理咨询、信息系统建设规划；企业信息系统实施：ERP、BI/EPM、SIEBEL CRM、SRM、HR/ peoplesoft、PLM、Camstar MES、Infor WMS；自主产品系统集成：移动信息化、营销管理、财务费用管控系统、集团资金管理系统、成本核算与分析系统、电子商务平台、SMOM 制造运营系统、海内、外营销管理系统；售后服务系统运维：1 年内免保、24/7 远程运维、15 分钟响应时间、48H 内到现场支持	长城信息产业股份有限公司、惠科股份、TCL 科技集团股份有限公司、松下电器(Panasonic)、深圳市杰科电子有限公司、广州视源电子科技股份有限公司、惠州市德赛西威汽车电子股份有限公司
石化	企业中台解决方案、人力资源解决方案、财务管理解决方案、供应链解决方案、数字化工厂解决方案、量本利经营分析解决方案、电子商务解决方案、BI 大数据解决方案	京博控股、富海集团、新海石化有限公司、海科化工集团、山东玉皇化工有限公司
机械装备	设计制造一体化、生产协同一体化、过程管控一体化、设备集成一体化，提供设计与生产协同解决方案、项目管理计划管理解决方案、数字化工厂、财务管控解决方案	上海微电子装备有限公司、浙富控股集团股份有限公司、苏州华兴源创科技股份有限公司
房地产	赛意房地产行业整体解决方案按房地产行业业务流程可细分为：经营管理、设计管理、计划管理、招采管理、成本管理、工程项目管理、售楼管理、商业物业服管理以及主数据管理。具体来说，包括：财务核算管理、全面预算	时代中国控股有限公司、碧桂园控股有限公司、海伦堡中国控股有限公司、恒大集团、万达集团股份有

管理、合并报表管理、费用控制管理、招采管理、工程项目管理、主数据管理、人力资源管理、电商平台和运维服务

限公司、万科企业股份有限公司、恒大地产集团有限公司

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测

核心假设：

- 1) 根据 20 年 12 月份的 PMI 数据为 51.9%，进入四季度，制造业复苏步伐有所加快，12 月份制造业总体保持稳步恢复的良好势头，景气度处于年内较高水平。我们预计随着经济复苏势头持续向好发展，复苏速度不断加快，下游制造业盈利逐步改善，智能制造需求不断提升。
- 2) 我们预计公司智能制造业务占比持续上升，业务结构持续优化，自由产品比例提升，公司业务整体毛利率持续提升。
- 3) 公司维持竞争力，研发投入不断加大，后期随着品牌力不断增长，销售费用率有所回落，费用率整体保持平稳。
- 4) 由于目前整体 MES 市场竞争格局相对分散（前十大厂商市占率之和达到了 25%），不同公司在各自下游赛道细分具有一定的竞争优势，整体行业渗透率依然较低。我们认为短期内市占率难以快速上升，仍将维持相对分散状态，公司脱身美的，拥有制造基因，在智能制造领域拥有较强竞争以及卡位优势。

赛意信息作为国内领先的智能制造厂商，脱身于美的 IT 部门，拥有智能制造基因。目前核心业务从泛 ERP 管理层扩展为智能制造领域，自主产品比例不断提升。公司通过服务行业头部客户，树立行业标杆，行业解决方案不断成熟。未来随着智能制造景气度不断提升，公司先发优势明显，智能制造业务有望实现高速发展。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.77、2.31、2.91 亿元，EPS 为 0.82、1.06、1.34 元/股。

国内上市公司选取同属于智能制造领域的公司鼎捷软件、汉得信息、宝信软件、能科股份作为可比公司，根据 Wind 一致预期 21 年可比公司平均 PE 为 35.55 倍，给予公司 21 年倍 PE 的估值 35.55 倍，对应市值 82.12 亿元，对应股价 37.82 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司（Wind 一致预期）

可比公司	20E	21E	22E
鼎捷软件	62.51	47.38	34.81
能科股份	34.17	24.01	17.63
汉得信息	40.54	23.06	18.6
宝信软件	59.74	47.75	37.84
平均 PE	49.24	35.55	27.22

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

技术研发进展缓慢的风险：公司通过研发维持竞争力，若未能及时更新相应技术并进行产品应用，存在费用率提高的风险。

业务推广情况不及预期的风险：公司智能制造相关产品在市场中是否能够顺利推广和销售，结果尚不明确，存在业绩降低的风险。

疫情冲击客户需求的风险：公司下游客户多为制造业企业，在全球疫情背景下这些企业有减少 IT 投资开支的可能，存在客户需求下降的风险。

市场竞争格局恶化的风险：目前智能制造仍是一个新兴的领域，特别是 MES 市场，市场集中度较低，如果智能制造的景气度提升，局部赛道细分供给端竞争有可能加剧。

国产替代落地不及预期的风险：由于中美之间关系不稳定，国家政策大力推行国产替代，但相关政策落地依赖于资金支持以及地方政策配合，存在落地时间以及效果上的不确定性。

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	198.55	432.28	428.16	369.05	328.10
应收票据及应收账款	469.37	494.51	491.63	818.20	912.81
预付账款	6.72	11.55	11.35	19.45	18.77
存货	1.57	3.31	3.05	2.11	3.09
其他	284.02	85.27	44.99	70.70	75.51
流动资产合计	960.23	1,026.92	979.19	1,279.51	1,338.29
长期股权投资	0.00	57.63	57.63	57.63	57.63
固定资产	4.59	20.30	42.87	85.52	127.22
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	39.36	65.68	62.85	60.03	57.20
其他	148.46	160.21	132.32	134.07	139.44
非流动资产合计	192.41	303.82	331.67	406.84	453.25
资产总计	1,152.63	1,330.73	1,310.86	1,686.36	1,791.54
短期借款	28.00	72.09	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	8.98	32.03	7.64	44.01	28.17
其他	205.98	237.68	163.81	323.39	232.97
流动负债合计	242.96	341.80	171.46	367.40	261.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.16	1.88	1.35	1.80	1.68
非流动负债合计	2.16	1.88	1.35	1.80	1.68
负债合计	245.12	343.68	172.81	369.20	262.81
少数股东权益	44.65	149.36	152.66	158.64	163.72
股本	145.12	217.61	217.10	217.10	217.10
资本公积	449.40	294.45	294.45	294.45	294.45
留存收益	734.33	631.21	768.30	941.43	1,147.91
其他	(465.98)	(305.57)	(294.45)	(294.45)	(294.45)
股东权益合计	907.52	987.05	1,138.06	1,317.16	1,528.73
负债和股东权益总计	1,152.63	1,330.73	1,310.86	1,686.36	1,791.54

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	119.52	66.87	177.25	230.63	290.76
折旧摊销	5.34	7.70	4.25	6.57	8.97
财务费用	0.16	1.69	0.50	0.50	0.50
投资损失	(8.00)	(10.63)	(15.00)	(18.00)	(13.00)
营运资金变动	(44.18)	176.70	(61.84)	(159.04)	(203.80)
其它	(11.34)	(198.28)	(31.07)	11.83	12.87
经营活动现金流	61.50	44.06	74.10	72.51	96.30
资本支出	138.12	103.80	60.54	79.55	50.12
长期投资	0.00	57.63	0.00	0.00	0.00
其他	(263.85)	(83.08)	(36.43)	(153.07)	(102.48)
投资活动现金流	(125.73)	78.35	24.10	(73.52)	(52.36)
债权融资	28.00	72.09	0.00	0.00	0.00
股权融资	6.59	(75.57)	10.12	(0.50)	(0.50)
其他	(1.18)	113.12	(112.43)	(57.61)	(84.39)
筹资活动现金流	33.42	109.65	(102.32)	(58.11)	(84.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(30.81)	232.06	(4.12)	(59.12)	(40.95)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	909.50	1,075.65	1,479.21	1,886.16	2,396.79
营业成本	615.97	769.94	1,031.14	1,309.21	1,650.53
营业税金及附加	5.89	6.70	9.32	7.54	13.21
营业费用	36.21	57.67	51.77	94.31	131.82
管理费用	63.22	80.66	73.96	109.40	131.82
研发费用	71.36	89.31	110.94	150.89	191.74
财务费用	(5.76)	(1.44)	0.50	0.50	0.50
资产减值损失	10.10	(0.43)	2.00	2.00	1.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	(34.55)	5.76	7.68
投资净收益	8.00	10.63	15.00	18.00	13.00
其他	(20.75)	(4.95)	39.10	(47.52)	(41.36)
营业利润	125.26	67.57	180.02	236.07	296.65
营业外收入	5.38	0.16	2.57	2.70	1.81
营业外支出	0.31	0.31	0.35	0.32	0.33
利润总额	130.33	67.42	182.24	238.45	298.13
所得税	10.81	0.56	1.51	1.74	2.18
净利润	119.52	66.87	180.73	236.71	295.96
少数股东损益	5.97	0.52	3.48	6.07	5.20
归属于母公司净利润	113.55	66.35	177.25	230.63	290.76
每股收益(元)	0.52	0.31	0.82	1.06	1.34

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.30%	18.27%	37.52%	27.51%	27.07%
营业利润	12.49%	-46.06%	166.42%	31.14%	25.66%
归属于母公司净利润	12.41%	-41.57%	167.16%	30.12%	26.07%
获利能力					
毛利率	32.27%	28.42%	30.29%	30.59%	31.14%
净利率	12.48%	6.17%	11.98%	12.23%	12.13%
ROE	13.16%	7.92%	17.99%	19.91%	21.30%
ROIC	21.49%	9.56%	34.97%	35.72%	33.21%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21.27%	25.83%	13.18%	21.89%	14.67%
净负债率	-18.79%	-36.49%	-37.62%	-28.02%	-21.46%
流动比率	3.95	3.00	5.71	3.48	5.12
速动比率	3.95	2.99	5.69	3.48	5.11
营运能力					
应收账款周转率	2.23	2.23	3.00	2.88	2.77
存货周转率	1,161.39	441.23	465.16	730.47	920.34
总资产周转率	0.89	0.87	1.12	1.26	1.38
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.31	0.82	1.06	1.34
每股经营现金流	0.28	0.20	0.34	0.33	0.44
每股净资产	3.97	3.86	4.54	5.34	6.29
估值比率					
市盈率	56.94	97.45	36.47	28.03	22.24
市净率	7.49	7.72	6.56	5.58	4.74
EV/EBITDA	14.49	17.31	33.22	25.48	20.34
EV/EBIT	14.66	17.74	34.00	26.19	20.96

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com