



2021年2月5日

海得控制(002184): 聚焦智能制造, 估值有望修复

推荐(首次)

电气设备

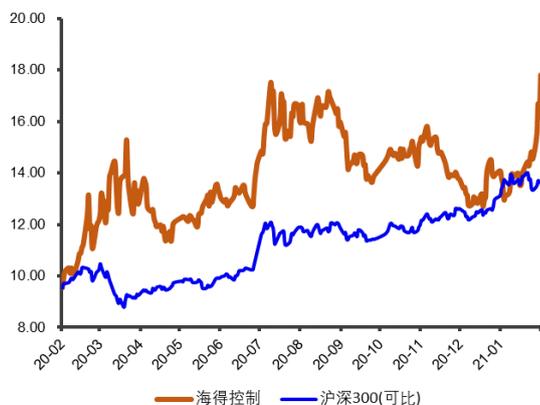
当前股价: 17.81元/股

主要财务指标(单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2023E
营业收入	2,058	2,270	2,813	3,256
(+/-)	21.8%	10.3%	24.0%	15.7%
营业利润	98	160	213	281
(+/-)		63.2%	33.2%	32.2%
归属母公	52	110	146	195
司净利润				
(+/-)		110.1%	32.1%	34.2%
EPS(元)	0.22	0.46	0.61	0.81

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(万股)	23,939/15,699
流通市值(亿元)	28.0
每股净资产(元)	4.38
资产负债率(%)	44.42



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏
 执业证书编号: S1050517060001
 电话: 021-54967706
 邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 李杰
 电话: 021-54967763
 邮箱: lijie@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号
 邮编: 200030
 电话: (8621) 64339000
 网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司是国内工业信息化和自动化领域领先的并拥有自主核心技术的产品制造商和系统集成服务商。公司主营业务板块分为智能制造业务板块、新能源业务板块和工业电气产品分销业务板块。

● 工业互联网未来年均增长14%以上, 到2023规模达万亿元。工业互联网是满足工业智能化发展需求, 具有低时延、高可靠、广覆盖特点的关键网络基础设施, 其技术可应用于制造业和基础设施的各个领域。随着劳动力成本上升与智能制造落地门槛降低形成一种“剪刀差”, 工业互联网等技术替代劳动力的经济性优势凸显, 技术的投资回收期缩短, 将加速驱动企业的数字化、智能化的转型升级。未来三年, 中国工业互联网市场将以14.4%的年复合增长率快速增长, 到2023年中国工业互联网的市场规模将会突破万亿元。

● 公司战略聚焦智能制造, 公司经营大为改观。公司新能源业务在2018年出现巨大亏损, 导致公司2018年出现上市后经营业绩首次亏损, 而同期智能制造和分销业务依然保持较为稳定的增长。公司及时总结了过往主营业务发展的历史经验教训, 明确将智能制造战略作为公司发展的主战略。公司这一战略调整, 直接为公司带来三方面的影响, 首先, 智能制造业务得到增强, 收入和盈利能力都得到提升; 其次, 通过对新能源业务加强费用管控; 减少新能源业务的研发支出促使近两年公司期间费用率大幅降低; 最后, 公司减值损失大幅降低, 存货周转期和应收账款周转期大为缩短, 公司经营效率得以提升。

● 公司有望通过外延式, 加强智能制造技术能力建设。公司未来将会继续推进智能制造主战略的落地, 通过内外部资源的整合、与智能制造产业链相关企业进行合作, 包括但不限于产品和技术合作、以直接或间接方式进行股权投资(包括参股专注于智能制造相关领域投资的股权投资基金)、重组并购等手段加快智能制造业务所需市场和技术的能力建设。

● 盈利预测: 我们预测公司2020-2022年实现归属母公司所有者净利润分别为1.10亿元、1.46亿元和1.95亿元, 折合EPS分别为0.46元、0.61元和0.81元。按照2月4日收盘价17.81元/股计算, 公司对应PE分别为39倍、29倍和22倍, 由于公司当前估值和行业平均水平差距巨大, 且公司未来收入及业绩增速有望超越行业平均水平, 公司估值有望获得修复, 我们首次覆盖, 并给予公司“推荐”的投资评级。

● 风险提示: 1) IT和互联网巨头向工业互联网上下游延伸, 占领公司现有市场; 2) 公司内外部资源未能实现有效整合。

目录

一、公司概况	4
1. 公司是国内工业信息化和自动化领域领先产品制造商和系统集成服务商	4
2. 公司回归快速发展轨道，2020 年净利润创历史新高	7
二、中国工业互联网处于快速成长期	9
1. 大力发展智能制造，中国已准备好了	9
2. 工业互联网是实现智能制造的关键基础设施	11
3. 政策大力支持，工业互联网进入加速发展期	13
4. 细分市场中云平台和工业软件增长最为强劲	14
三、公司涉足工业互联网多个领域，各细分领域竞争焦点不同	15
四、公司将深耕工业互联网，看好公司前景的四大理由	18
1. 调整战略，聚焦智能制造	18
2. 公司营销网络覆盖全国，快速响应客户需求	19
3. 公司案例应用领域广泛，不断向新兴领域拓展	19
4. 公司有望通过外延式发展，加强智能制造技术能力建设	20
五、公司盈利预测与估值	21
1. 盈利预测假设	21
2. 公司估值有望获得修复	22
六、风险提示	22

图表目录

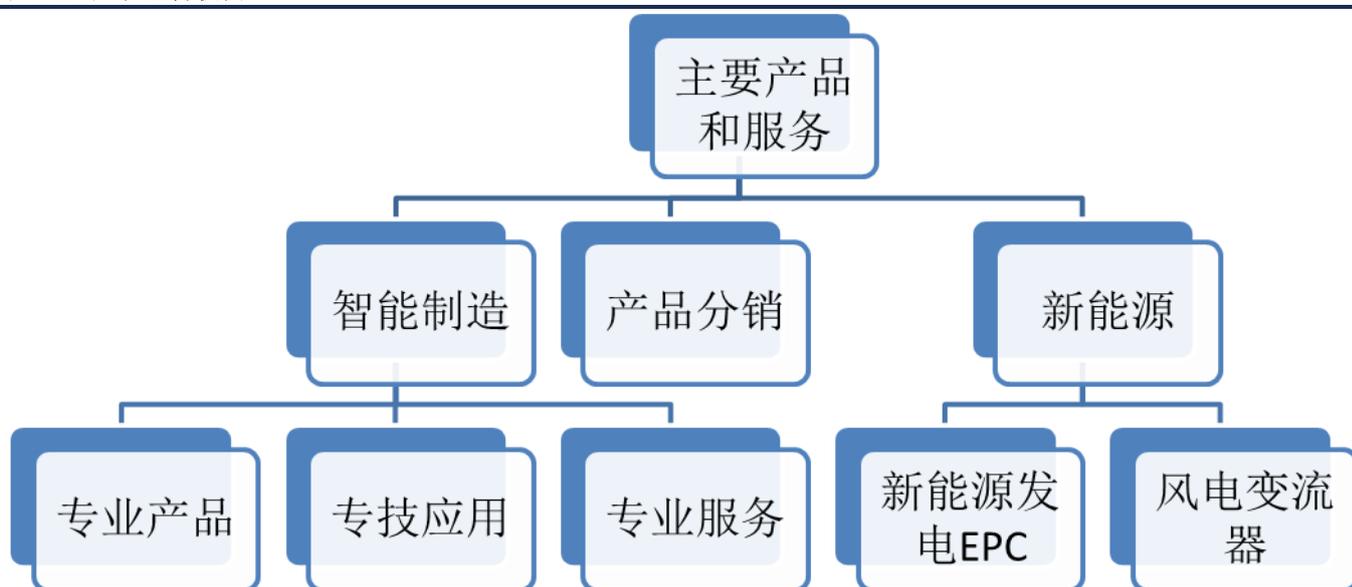
图表 1 公司三大业务板块	4
图表 2 公司智能制造业务提供的产品及服务.....	5
图表 3 公司智能制造产品/服务	5
图表 4 公司主营业务及主要控股子公司	7
图表 5 公司营业收入及增速（万元）	7
图表 6 公司单季度营业收入及增速	7
图表 7 公司历年各项业务收入构成比例	8
图表 8 公司历年各项业务利润构成比例	8
图表 9 公司毛利率和净利润率（%）	8
图表 10 公司期间费用率及非经常性损益占营收比例（%）	8
图表 11 公司归母净利润及增速	9
图表 12 公司经营性净现金流及收现比	9
图表 13 从工业 1.0 到工业 4.0	9
图表 14 信息技术使用成本和制造业用工成本变动趋势.....	10
图表 15 工业互联网功能架构	11
图表 16 工业互联网产业链	12
图表 17 工业互联网终端应用	12
图表 18 我国历年颁布的工业互联网相关政策.....	13
图表 19 中国工业互联网市场规模及增长速度.....	14
图表 20 中国工业互联网细分行业市场规模（亿元）	14
图表 21 中国工业互联网细分行业增长速度.....	15
图表 22 国外工业互联网平台产业视图	16
图表 23 国内工业互联网平台产业视图	16
图表 24 智能制造业务收入及增速	18
图表 25 智能制造业务毛利及增速	18
图表 26 公司服务于智能制造和智慧城市的众多领域.....	20
图表 27 公司历史分红情况	21
图表 28 公司盈利预测假设	21
图表 29 同类上市公司估值比较（2021 年 2 月 4 日）	22
图表 30 公司盈利预测	22

一、公司概况

1. 公司是国内工业信息化和自动化领域领先产品制造商和系统集成服务商

公司是国内工业信息化和自动化领域领先的并拥有自主核心技术的产品制造商和系统集成服务商。公司的主营业务是基于工业自动化与信息化领域，围绕工业用户的行业应用需求，开展以控制技术和工业信息化相融合为主要特征的软硬件产品、成套系统与工程的研究、生产和销售。主营业务板块分为智能制造业务板块、新能源业务板块和工业电气产品分销业务板块。

图表 1 公司三大业务板块



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

(1) 智能制造

公司智能制造业务板块下游应用主要涵盖交通、电力、化工、冶金、矿产、制药、市政管廊、3C等行业用户提供安全可靠的自动化、信息化产品及系统解决方案的服务与实施。

专用产品是以客户需求为出发点，提供满足“智联、智采、智存、智算、智控、智显”应用场景的高可用产品。

专技应用聚焦于生产过程中数据采集，数据交互，数据分析与数据处理等方面的“自动化”与“信息化”及通讯技术等相融合的综合解决方案。

专业服务以自主产品为核心、行业应用解决方案为重点、围绕“智能制造”生态联盟，打造一站式综合配套专业服务平台。

图表 2 公司智能制造业务提供的产品及服务

<h2>专业服务</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 冶金行业应用-P2V容错服务器迁移服务
<h2>专技应用</h2>	<ul style="list-style-type: none"> 新能源动力系统 智能柔性生产物流管理系统 智慧管廊行业应用-iWORX综合管廊监控软件
<h2>专用产品</h2>	<ul style="list-style-type: none"> H&i Edge边缘计算容错服务器 NetSCADA组态监控软件 NetSCADA TPC系列平板电脑 e-Control系列PLC H&i SERVER 容错服务器 IndusCloud工业私有云一体机 iWorx工业数据平台 海斯科工业以太网交换机

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

图表 3 公司智能制造产品/服务

专用产品	产品/服务特色	应用领域
H&i Edge 边缘计算容错服务器	精密小巧的机身和无风扇的静音设计，为 H&i Edge 边缘容错服务器提供了可以直接纳入工业控制柜的能力，并应用于苛刻的环境中。同时海得也将新一代的 H&i Server 容错技术纳入 H&i Edge 边缘计算容错服务器的机身中，使其可以支持高可用的系统化容错，当系统硬件模块设备发生故障时，依然可以保证用户业务的可持续运行。原生的虚拟机模式，使得 H&i Edge 可以支持多应用的部署，进一步降低了用户的 TCO 总体拥有成本	冶金、交通、制药、管廊、电力、环境等
NetSCADA 组态监控软件	丰富的通讯和设备驱动功能，支持多种串口、现场总线、工业以太网等通信接口，支持多种工业标准 PLC、变频器、传感器的设备通讯；多种应用模式满足各种监控应用场景，支持单机监控、网络监控、网页监控等多种监控模式；为制药行业优化，支持数字签名、系统日志、自定义报警等多种记录模式，支持生成批次报表；丰富的分析功能，支持各类复杂实时曲线、历史曲线的统计分析和查询，复杂批次报表的统计和查询；支持 Access、MS SQL Server 等多种主流数据库软件	制药、半导体、港口、机械等行业
海斯科工业以太网交换机	高可靠的品质：共享赫思曼苏州工厂制造产线流程和标准；快速的响应能力：基于赫思曼技术实现本地化服务能力，快速响应定制需求；多重网络冗余：专有冗余环 HS-Ring、标准冗余环网 MRP、主备冗余 Dual Homing、环间耦合 Coupling Ring、多环、链路聚合等，保证网络达到毫秒级的自恢复时间，以保护关键应用	基础建设、交通自动化、过程自动化、离散自动化
NetSCADA TPC 系列平板电脑	低功耗：采用低功耗处理器及 LED 屏；高性能：采用 Intel J1900 平台，全系标配固态硬盘；一体化：工业平板内嵌 NetSCADA 工业组态软件，开机软件自动运行；高可用：工业级设计标准，防护等级高达 IP65，适用于严苛工业环境；定制化：硬件配置可进行更改或选装，NetSCADA 组态软件分为多个版本满足不同用户需求	智能制造：制药、空调、轮胎、注塑机、特种车、石化等。 基础设施：水处理、光伏、机场、高速公路、城市交通
e-Control PLC	灵活的网络通信：支持多种工业现场组网形式；特殊模块定制化：可根据用户具体需求定制混合输入输出模块；先进的运动控制和高速计数功能：多轴控制模块、高速计数模块可供选择；超高速化性能：基于高速背板通讯及以太网传输，可实现分散控制系统的高效化；便捷的编程环境：模块化梯形图能最大限度缩短项目开发时间，封装指令可极大提高客户使用效率	制药、轮胎、空调、纺机、水处理、光伏、LED、注塑机、特种车、隧道、管廊、市政交通等行业分布式远程 I/O 应用场景
H&i SERVER 容错服务器	预防损失：关键部件平均无故障时间超过 10 年，业务数据完全冗余，服务器的所有部件全部冗余，避免用户的应用和交易因服务器硬件故障造成停机而导致的经济损失；节约成本：硬件+软件+维护总成本更低；IT 资源整合：自带虚拟技术，可在一套服务器上同时部署多个操作系统和应用；维护简便：支持部件热插拔，无需专业 IT 技能	电力、轨交、高速、机场、烟草、水处理等



专用产品	产品/服务特色	应用领域
IndusCloud 工业私有云一体机	数据追溯：生产过程全流域完整的数据及操作的安全可追溯性；报表呈现：强大的批次报表系统（历史报表，历史曲线，日志，报警等）	电厂、智能工厂、智能交通等
iWorx 工业数据平台	iWorx 是专为构建、部署可以与客户业务流程完全结合的互联网应用而设计的全新的可扩展平台，iWorx 提供 IOT 连接软件来与设备进行连接、交付，并将设备和传感器数据安全地传送到云上；提供设备和数据管理层来管理设备，并安全地处理、收集设备和传感器数据；还提供一个平台和工具供您快速的构建 IOT 应用	企业生产环控系统、综合市政项目一体化
专技应用	产品/服务特色	应用领域
新能源动力系统	基于公司 20 多年起重电气控制系统丰富的工程经验，自主研发的 RTG 新能源动力系统解决方案。基于小型柴油发电机组或市电充电，动力锂电池存储、回收能量并向移动设备提供全部工作电源	港口码头、堆场移动搬运设备、矿山机械、工程机械、AGV、物流搬运
智能柔性生产物流管理系统	针对复杂生产线推出的无人化智能物流控制解决方案，可为客户定制无人车间和柔性生产线的整体解决方案，同时，也可以延伸为客户提供生产前端的智能柔性原材料物流系统和后端的成品智能物流系统。打通客户从原材料端开始到成品端的整个智能柔性物流调度系统	无人车间、柔性生产线、混合生产线
智慧管廊行业应用-iWORX 综合管廊监控软件	对管廊各子系统进行 24 小时不间断可靠地监控。一个平台即可连接所有设备、传感器、控制器、服务器等；统一软件平台减少运维的复杂度，使得运维更加简便；将销售、生产、环控一体化，减少内耗提高效率；打通软件间的瓶颈，并进行优化、预警，降低成本。该数据平台可以为业生产环控系统、综合市政项目一体化提供解决方案，最终实现管廊的数字化、智能化综合管理	城市管廊
专业服务	产品/服务特色	应用领域
冶金行业应用-P2V 容错服务器迁移服务	为制造业客户提供软件应用系统从老旧的服务器等 IT 设备向新设备无缝迁移的低成本、高可靠的解决方案。解决客户对老旧设备损坏而对生产运营造成重大损失的担忧	冶金

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

（2）产品分销

工业电气产品分销业务主要依托公司与法国索能达集团合资组建的“海得电气科技有限公司”作为公司工业电气及自动化产品分销业务的主体。海得电气主要是为机械设备制造行业OEM用户和电力、交通、市政等项目市场的电气成套商与系统集成商等用户提供电气与自动化产品的配套与服务。

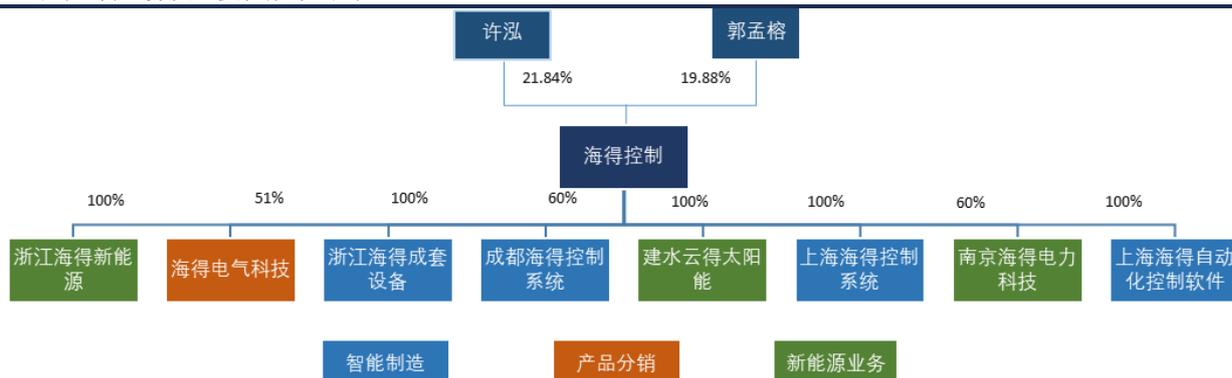
（3）新能源业务板块

新能源业务板块包含大功率电力电子产品业务和新能源发电EPC业务。

大功率电力电子产品业务主要包括风力发电新能源关键设备（风力发电变流器）的研发、销售、技术改造服务，目前公司的主要产品包括1.5MW~5MW双馈变流器，2MW-7MW全功率变流器（更高功率的全功率变流器产品已纳入研发规划）。

新能源发电EPC业务主要包括承接光伏电站、风电场和分布式能源项目的开发、设计、系统集成、工程建设和运营。

图表 4 公司主营业务及主要控股子公司

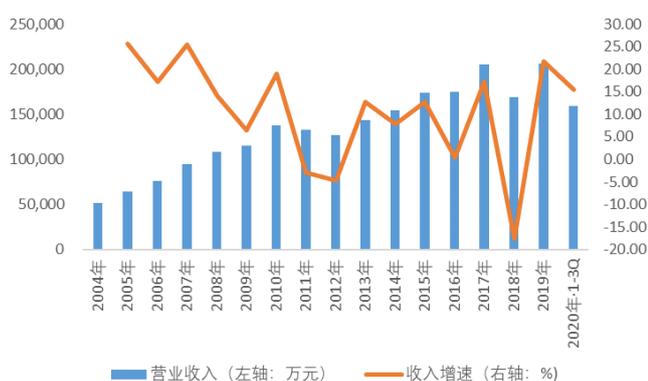


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 公司回归快速发展轨道，2020 年净利润创历史新高

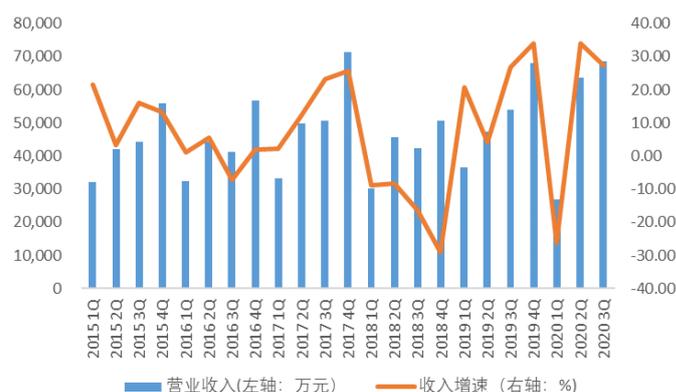
收入重拾快速增长。2004年至今，公司发展大体可以分为三个时期。其中2004年-2010年是快速发展期，得益于我国固定资产投资增速快速增长，工控系统行业整体供不应求，这段时期公司营业收入年均复合增长17.80%；从2011年-2018年是彷徨期，由于4万亿投资过后，我国固定资产投资增速快速下滑，加之新能源业务受光伏5.31新政和风电上网电价补贴持续退坡的影响，加剧公司营收的波动，这段时期，公司年均营业收入增速大幅下滑至2.64%；2019-至今是转折期，公司聚焦智能制造主战略，采取稳健的经营发展策略，深挖自身潜能，围绕工业网络、工业计算和工业软件三个业务方向，提升工业互联网相关产品和解决方案业务拓展。2019年和2020年1-3季度，公司分别实现营业收入20.58亿元和15.92亿元，同比分别增长21.76%和15.47%，公司重新回到了快速发展的轨道。

图表 5 公司营业收入及增速（万元）



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 6 公司单季度营业收入及增速



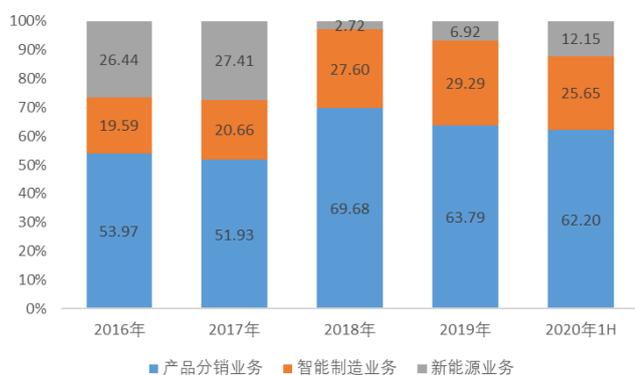
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

产品分销业务收入占比最高。从历年收入的构成来看，产品分销占公司总营业收入的一半以上，公司新能源业务受行业政策调整及公司自身主动加强风险管控等因素的影响，2018年新能源业务收入占比较小，产品分销业务占总营业收入的比重一度高达69.68%。2019年至今，随着新能源业务复苏以及智能制造业务的快速增长，产品分销业务占比逐渐下滑，到2020年上半年，产品分销业务占总营业收入比重降至62.20%。而智能制造和新能源业务占公司总收入的比例提升至25.65%和12.15%。

智能制造业务利润贡献最高。虽然产品分销业务收入占公司整体业务收入比重过半，但由于产品分销业务毛利率远低于智能制造业务和新能源业务，正常年份下产品

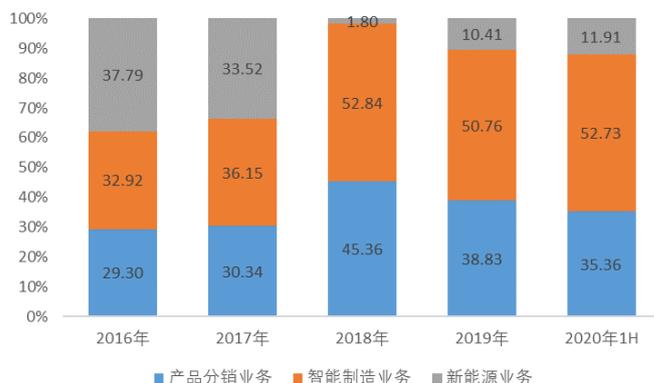
分销给公司贡献的利润仅占三分之一左右(2018年除外)，而智能制造业务由于应用自主研发的技术，毛利率更高，并且由于智能制造业务占比提升，智能制造业务对公司的利润贡献从2016年和2017年的32.92%和36.15%，快速提升至2018年和2019年的52.84%和50.76%，成为公司盈利的绝对主力业务。针对新能源业务，公司聚焦以风电变流器为核心的大功率电力电子产品业务，加强自身风险管控，努力拓展优质重点客户（风电整机装备制造头部企业），不断优化客户结构，2019年以来，公司大功率电力电子产品业务持续向好；同时，为降低项目投资风险，针对新能源电站EPC业务，公司采取审慎的风控策略，着力做好在手优质项目的实施开发，审慎决策新开发项目的投资，确保不增加新的风险敞口。上述因素，导致公司新能源业务在公司整体业务的利润贡献下降至10%左右。

图表 7 公司历年各项业务收入构成比例



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8 公司历年各项业务利润构成比例



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

期间费用控制良好致使公司净利润率快速提升。公司2018年到2020年1-3季度，公司综合毛利率分别为19.24%、19.24%和18.84%，整体保持平稳。公司2018年到2020年1-3季度净利润率分别为-9.59%、3.16%和6.26%，呈现快速提升趋势，主要是得益于公司加强的各项费用控制（主要措施包括：对新能源业务加强费用管控；减少新能源业务的研发支出；公司进行组织优化，减少管理成本支出等），使得期间费用率从2018年的23.14%，快速降低至2020年1-3季度的11.42%。

图表 9 公司毛利率和净利润率 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 10 公司期间费用率及非经常性损益占营收比例 (%)



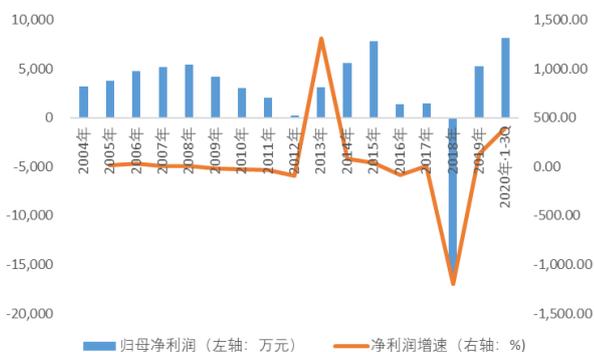
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

归属母公司所有者净利润创历史新高。公司2018年到2020年1-3季度，公司分别实现归属母公司所有者净利润分别为-15,956万元、5,244万元和8,159万元，2020年1-3季度归属母公司所有者净利润同比增长397.44%，公司预计2020年全年实现归属母公司

所有者净利润1亿-1.2亿元，同比增长90.69%-128.83%。

近年经营性净现金流较以往年份大幅提升。公司2018年到2020年1-3季度，公司经营净现金流分别为15,327万元，27,801万元和6,039万元，远超2004年-2017年的水平。

图表 11 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 12 公司经营性净现金流及收现比



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

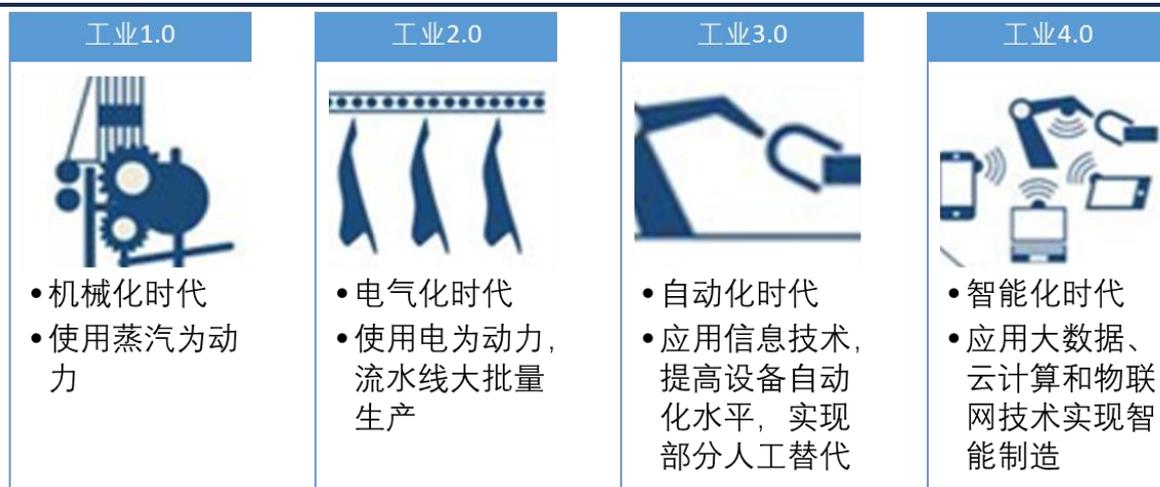
二、中国工业互联网处于快速成长期

1. 大力发展智能制造，中国已准备好了

我国虽然是制造业大国，但远相比于已经在 4.0 阶段发展的德国，我们制造业目前还处在工业 2.0、3.0、4.0 的并行发展阶段。其中：工业 2.0 时代，采用电力为能源的主要驱动力，使用流水线大规模生产方式取代“作坊”。工业 3.0 的关键词是自动化。工业 3.0 的本质是自动化驱动的工业革命，实现了大规模生产和制造，将人从繁琐、重复和危险的劳动中解放出来。

工业 4.0 指充分利用信息通讯技术和网络空间虚拟系统—信息物理系统 (Cyber-Physical System) 相结合的手段，将制造业向智能化转型。其实现方式是采集制造过程中各个数据，并通过工业互联网技术，将数据传输到云端，实现后台存储和计算，自动下达控制指令，使得整个制造过程更自动化，智能化。人工成本大幅度降低的同时效率大幅提高。

图表 13 从工业 1.0 到工业 4.0



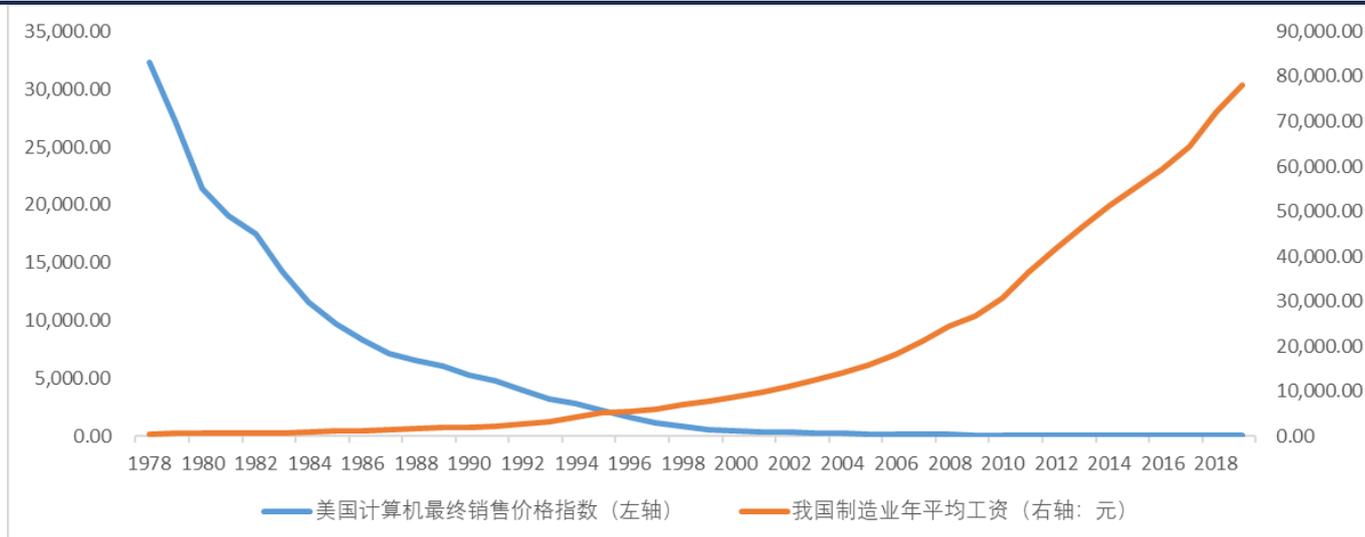
资料来源: 华鑫证券研发部

我国制造业整体虽然相对落后德国、日本等制造业发达国家，但我们认为我国大力发展智能制造的时机逐渐成熟。未来，中国有望通过智能制造快速赶超德、日等制造业强国，并将东南亚和印度等新兴制造业国家差距拉大，巩固并提高我国在制造业的国际地位。

需求方面：劳动力成本上升与智能制造落地门槛降低形成一种“剪刀差”，当劳动力总成本逐渐超过智能化转型成本，制造业转型升级需求将越来越明显。未来工业互联网等技术替代劳动力的经济性优势凸显，技术的投资回收期缩短，将加速驱动企业的数字化、智能化的转型升级。

随着中国进入老龄化社会，人口红利逐渐消失，带来劳动力成本逐年升高，我国传统制造业利润空间不断压缩。另一方面，随着新一代信息技术的不断成熟，企业工业自动化、工业互联网应用的成本不断降低。企业只要付出一些改造成本就能带来效率的显著提升，企业通过智能化改造来减少对人工的依赖的愿望和动力日益强烈。

图表 14 信息技术使用成本和制造业用工成本变动趋势



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

供给方面：中国是唯一具备率先实现大规模智能制造条件的国家。

首先，当前中国每年工学类普通本科毕业生超过 140 万人居全球第一，庞大的工学毕业生不仅为我国制造业转型升级提供动力，也为我国实现智能制造的设计、应用和实施提供庞大的“脑力”资源，工程师红利已取代人口红利，成为推动中国经济高质量发展的重要力量。

其次，中国拥有 39 个工业大类，191 个中类，525 个小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。比如，一家制造业厂商在中国打半小时电话就能完成的配套工作，到其他国家可能要半个月才能搞定，智能制造在中国落地可以大大降低了所需的时间和成本；

最后，我国 5G 网络技术已经走在世界的前列，利用 5G 技术的智能互联网具备低时延、高可靠、广覆盖等优势，可以在工业互联网上率先应用人工智能、VR、AR 等新技术，助力我国智能制造实现弯道超车。

2.工业互联网是实现智能制造的关键基础设施

工业互联网是满足工业智能化发展需求，具有低时延、高可靠、广覆盖特点的关键网络基础设施，是新一代信息通信技术与先进制造业深度融合所形成的新业态与应用模式。作为工业智能化发展的核心载体，工业互联网构建基于海量数据采集、汇聚、分析的服务体系，其主要由五部分构成。其中，边缘采集是基础，IaaS层是支撑，PaaS层是核心，SaaS层是关键，工业安全是保障。公司目前产品涉及边缘采集、IaaS和SaaS三个环节。

(1) 边缘采集：通过大范围、深层次的数据采集，以及异构数据的协议转换不边缘处理，构建了工业于联网平台的数据基础。工业数据采集体系架构包括设备接入、协议转换、边缘数据处理三层

(2) IaaS（基础设施层）：IaaS层主要解决的是数据存储和云计算，涉及到的设备如服务器、存储器、网络等。

(3) PaaS（平台层）：其本质是在现有成熟的IaaS平台上构建一个可扩展的工业操作系统，为工业APP开发提供一个基础平台。

(4) SaaS（应用层）：基于PaaS开发，具有特定功能的APP。

(5) 工业安全：泛指工业运行过程中的信息安全，涉及工业领域各个环节，包括工业控制系统信息安全（以下简称工控安全）、工业于联网安全、工业大数据安全、工业于安全、工业电子商务安全等内容。

图表 15 工业互联网功能架构



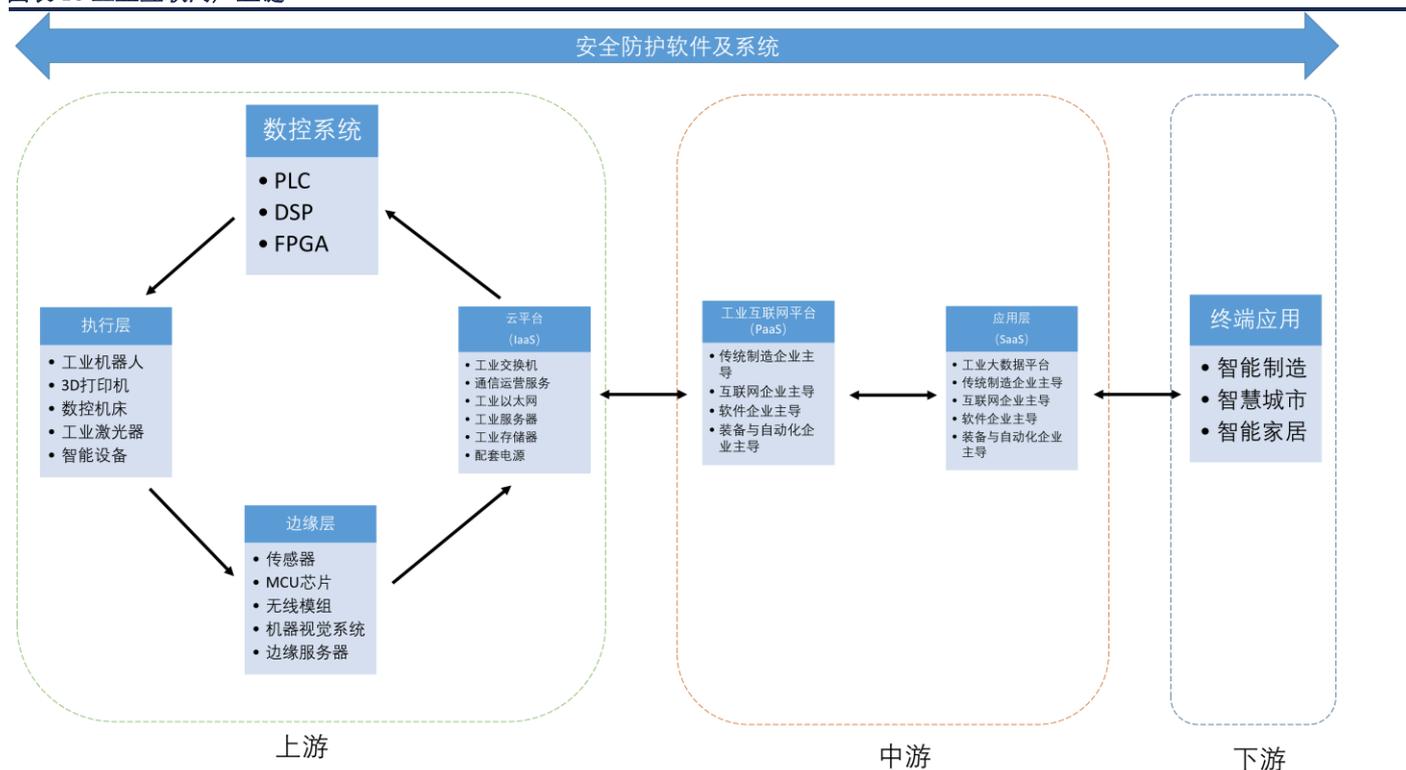
资料来源：《工业于联网平台白皮书》，华鑫证券研发部

工业互联网产业链整体可以分位上、中、下游及安全防护软件及系统四部分构成。其中，上游主要包括数控系统、执行层、边缘层、以及云平台（IaaS）；中游主要包括

工业互联网平台（PaaS）和应用层（SaaS）构成；由于技术基本相通，下游应用不仅包括智能制造，还包括智慧城市和智慧家居。

而终端应用中，工业互联网可应用于智能制造、智慧城市建设以及智能家居等领域。其中，智能制造按照产业的组织形式又可以分为流程工业和离散工业，在流程工业（电力、冶金、食品、化工、制药、纺织等）应用工业互联网技术较早，自动化程度也较高。而离散公司（机械、汽车、电子等）由于不同行业差异较大，生产组织方式也更为复杂，工业互联网明确仍处于起步期。而智慧城市部分，城市管廊、智能安防、智慧交通应用工业互联网技术较早，其他应用尚处于起步阶段。而对于普通消费者而言，智慧家居也处于起步阶段。

图表 16 工业互联网产业链



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 17 工业互联网终端应用



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3.政策大力支持，工业互联网进入加速发展期

2021年1月13日，工信部印发《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》明确到2023年，（1）初步建成覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施，目标在10个重点行业打造30个5G全连接工厂；（2）完善标识解析体系创新赋能，目标二级节点达到120个以上。打造3~5个具有国际影响力的综合型工业互联网平台；（3）打造国家工业互联网大数据中心体系，目标建设20个区域级分中心和10个行业级分中心。

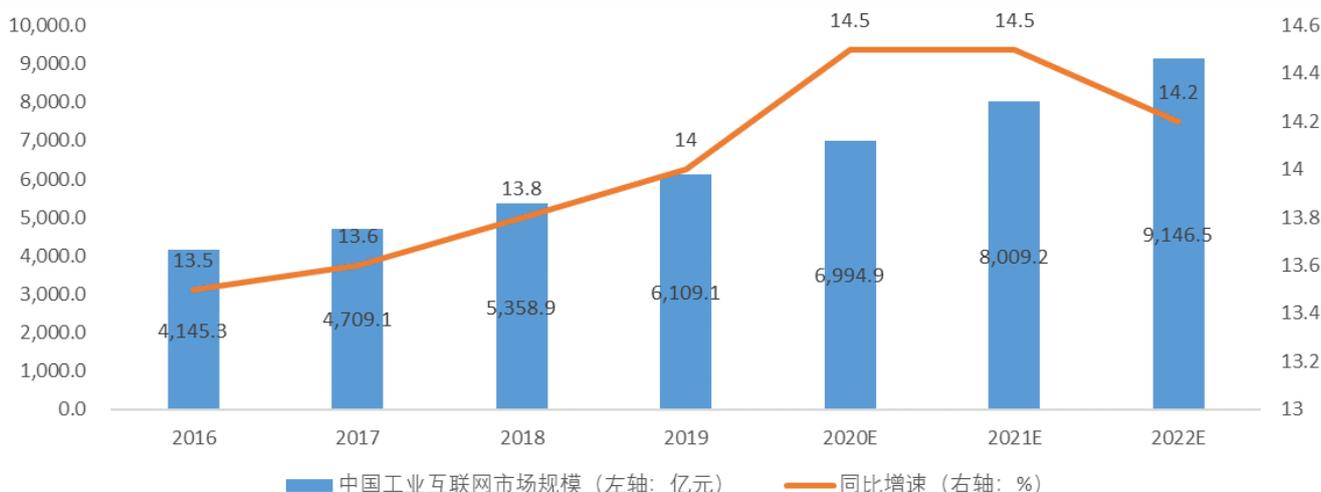
图表 18 我国历年颁布的工业互联网相关政策

政策分类	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
总体目标								工信部《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》、《工业互联网专项工作组2020年工作计划》	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》
两化融合	工信部《信息化和工业化深度融合专项行动计划（2013-2018年）》		《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》						
工业互联网平台					关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见	《政府工作报告》明确提出发展工业互联网平台	工信部发布“双跨”十大示范平台		
工业大数据及APP				《大数据产业发展规划（2016-2020年）》		《工业互联网APP培育工程实施方案（2018-2020年）》			
企业上云						《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》			
产业示范基地							《长三角工业互联网一体化发展示范区建设规划》		
工业互联网网络安全							工信部《工业互联网企业网络安全分类指南（试行）》		

资料来源：亿欧智库，华鑫证券研发部

根据赛迪顾问数据，我国工业互联网市场规模从2016年的4145.3亿元增长至2019年的6109.1亿元，年均复合增速为13.8%。2021年是“十四五”开局之年，工业互联网作为第四次工业革命的重要基石，以及新型基础设施的关键组成部分，在疫情防控保障和支撑企业复工复产中已发挥了重要作用。在我国打造制造强国的过程中，工业互联网扮演的正是底层基础设施的角色。由于制造业转型升级的方向是智能化生产和大规模定制，因此发展工业互联网是工业智能化的必要途径和基础环节。未来三年，中国工业互联网市场将以14.4%的年复合增长率快速增长。到2022年，中国工业互联网市场规模将达到9146.5亿元的规模，到2023年中国工业互联网的市场规模将会突破万亿元。

图表 19 中国工业互联网市场规模及增长速度

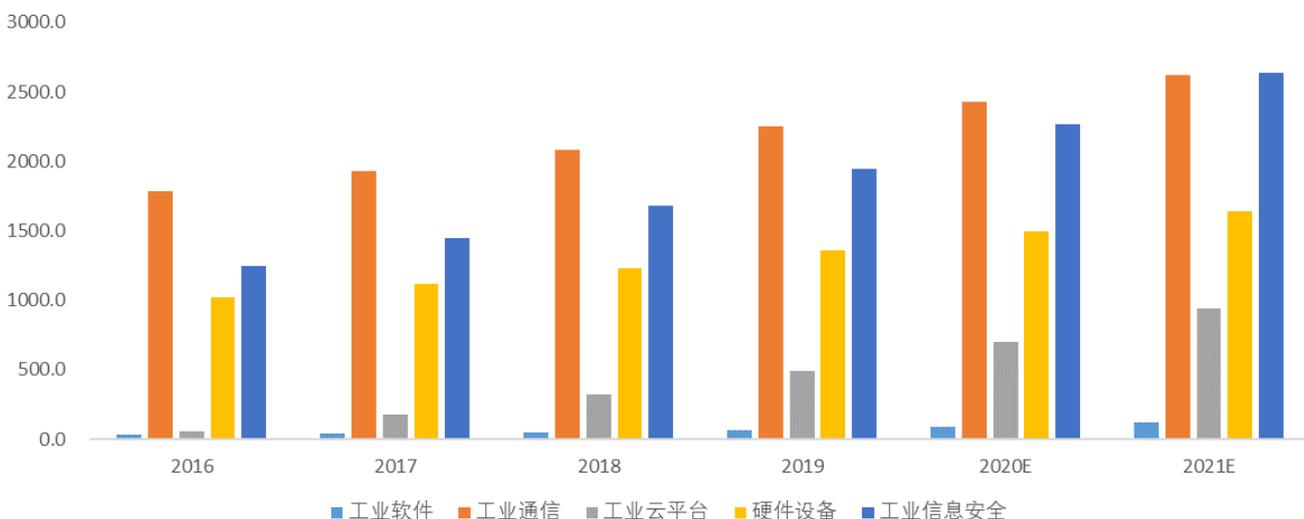


资料来源：赛迪顾问，华鑫证券研发部

4.细分市场中云平台 and 工业软件增长最为强劲

按产品/服务类型，工业互联网分为工业软件、工业通信、工业云平台、硬件设备和工业信息安全五大细分市场。其中，工业通信、硬件设备和工业信息安全这三大细分行业在 2019 年规模分别为 2248 亿元、1356 亿元和 1948 亿元，规模均超过千亿。而工业软件和工业云平台 2019 年市场规模分别为 61 亿元和 489 亿元，占工业互联网整体市场规模比例较低。

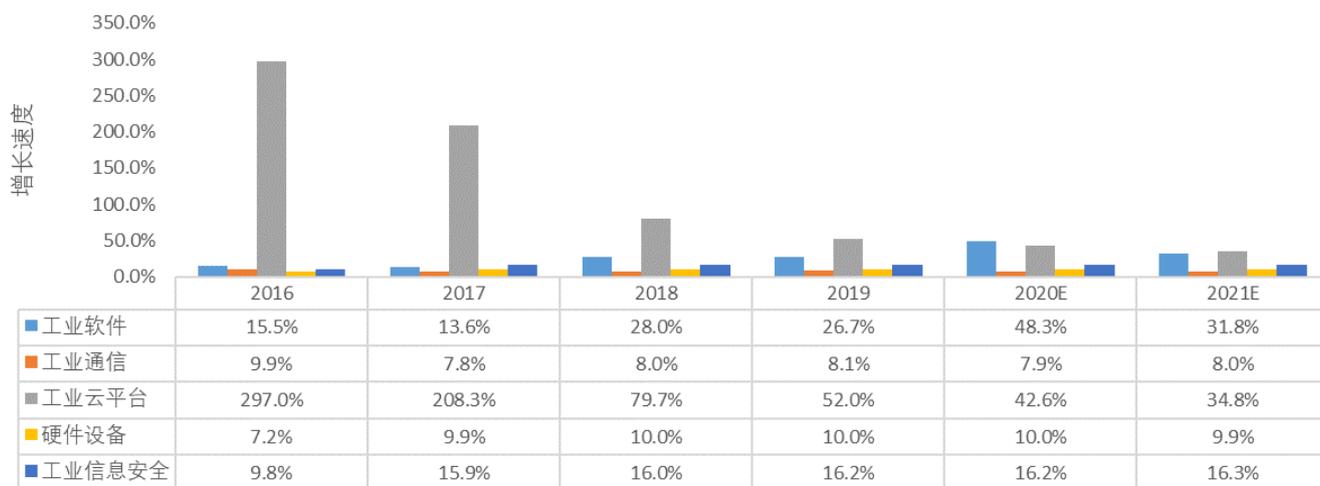
图表 20 中国工业互联网细分行业市场规模 (亿元)



资料来源：《2019 中国智能制造发展白皮书》，华鑫证券研发部

工业软件和工业云平台虽然占工业互联网整体比例较低，但其发展增速迅猛。其中，我国工业云平台起步较晚，但发展速度惊人，2016-2019 年其年均复合增速高达 103.5%，过去三年每年翻一倍，预计 2020 年和 2021 年其增速将降至 42.6% 和 34.8%，增长依然强劲；工业软件在 2016-2019 年年均复合增速为 22.6%，预计 2020 年和 2021 年增速为 48.3% 和 31.8%。工业信息安全体量规模超过千亿，但随着社会和企业的重视程度日益增强，预计其将延续 16% 左右的增长速度。工业通信和硬件设备属于成熟市场，预计未来将保持稳定增长趋势。

图表 21 中国工业互联网细分行业增长速度



资料来源：《2019 中国智能制造发展白皮书》，华鑫证券研发部

三、公司涉足工业互联网多个领域，各细分领域竞争焦点不同

在新阶段的工业互联网平台产业体系中，五类平台主体占据核心位置：

连接与边缘计算平台聚焦工业设备和系统的接入管理和边缘计算，为其他类型平台提供“流量入口”。该领域公司提供的专用产品包括：H&i Edge 边缘计算容错服务器、e-Control PLC。

云服务平台(IaaS)多由传统云计算服务平台延伸而来，以公有云、私有云、混合云形式提供存储、计算和网络服务。该领域公司提供的专用产品包括：海斯科工业以太网交换机、H&i SERVER 容错服务器、IndusCloud 工业私有云一体机、iWorx 工业数据平台。

通用 PaaS 平台集成微服务、容器等基础框架和软件开发工具，在云端环境中实现 IT 资源分配、应用调度和开发部署管理。

工业数据分析与可视化平台提供海量工业数据分析、发展趋势预测及可视化呈现功能，提升工业数据价值洞察力。该领域公司提供的专用产品包括：NetSCADA 组态监控软件、NetSCADA TPC 系列平板电脑。

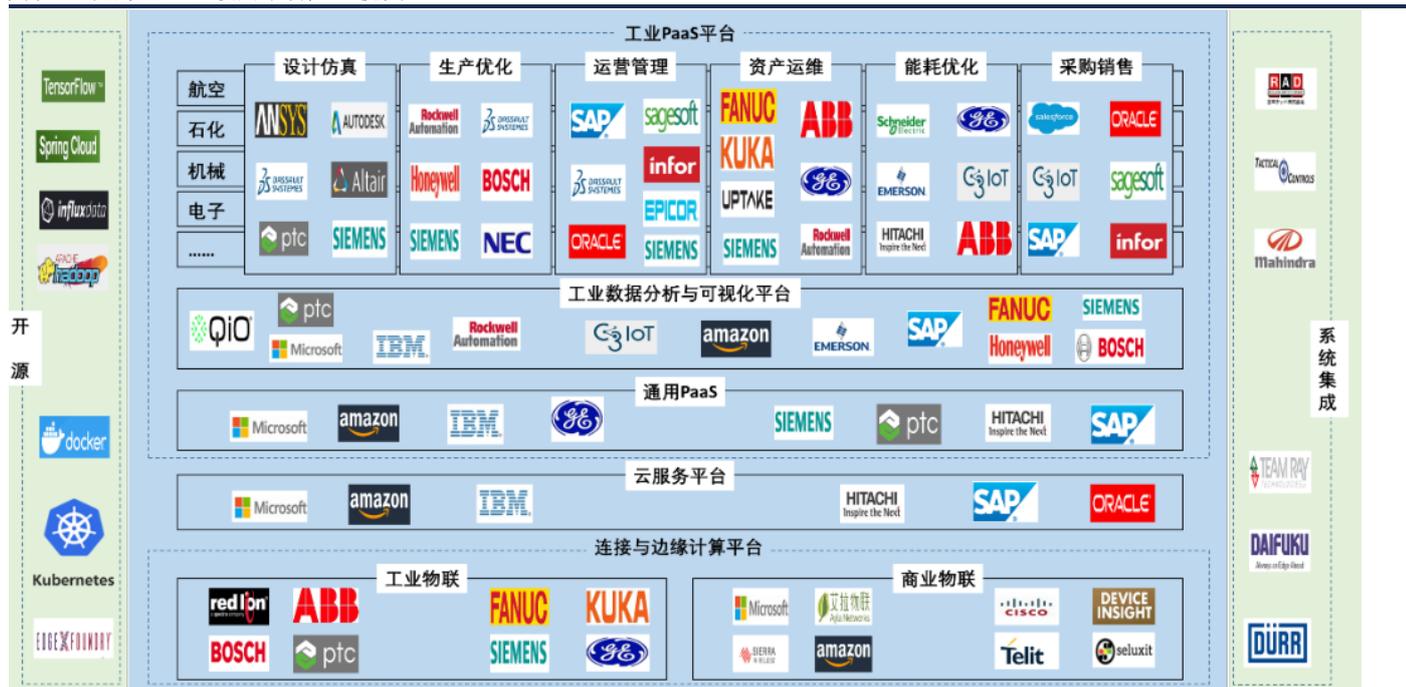
业务 PaaS 平台(SaaS)则以设计仿真、生产优化、管理运营等领域经验知识为背景，提供各类专业业务组件及预置解决方案模板，支撑快速构建面向特定工业场景的定制化工业 APP。

在产业链上游，微服务、容器等开源技术成为平台构建的关键支撑。

在产业链下游，系统集成商打通平台解决方案在用户现场部署的“最后一公里”。在该领域，公司基于工业网络、工业计算、工业软件相互融合的技术应用，结合行业客户差异化需求，提供专业的应用解决方案，满足不同行业客户通过自动化与信息化技术的融合应用，实现提高效率的需求。

公司主要产品与服务主要涉及连接与边缘计算、云服务平台、工业数据分析与可视化平台以及系统集成。

图表 22 国外工业互联网平台产业视图



资料来源：《工业互联网平台白皮书（2019）》，华鑫证券研发部

图表 23 国内工业互联网平台产业视图



资料来源：《工业互联网平台白皮书（2019）》，华鑫证券研发部

工业互联网产业呈现出由中间高度集聚向两端逐步碎片化的市场格局特点。中间的云服务、通用 PaaS 两类技术型平台市场主要由 IT 巨头占据，呈现寡头竞争状态，上下游两端的连接与边缘计算、数据分析与可视化、业务 PaaS 平台将在特定专业领域内形成集中度逐步提升，面向用户的现场实施集成和工业 SaaS 服务市场则会因为场景和需求的不同出现深度细分。

(1) 连接与边缘计算平台竞争的关键在于设备整合和协议转换

专注 M2M 的通信技术企业重点布局商业物联平台，目前市场第一梯队已经基本形成。Ayla 物联平台通过蜂窝、Wi-Fi 和蓝牙等联网方式实现智能家居、消费电子等高

业产品的接入和管理，目前全球客户中囊括了 15 个行业排名第一的企业；通信巨头华为和思科凭借 NB-IoT、LTE-M 等移动网络技术优势打造物联平台。而具备自有设备整合或协议转换集成优势的装备及自动化企业是工业物联平台的主要玩家。

当前，不断积累工业协议数量以提供通用化连接服务成为工业物联平台发展重要方式，红狮控制的数据采集平台目前支持 300 多种工业协议，可以接入不同类型品牌的 PLC、驱动器、控制器等产品；KEPServerEX 平台集成了 150 余种设备驱动或插件；树根互联云物联平台提供网关、SDK 植入和云云对接 3 种灵活连接模式，支持 400 多种工业协议和 300 多种设备私有协议，适配国际通用硬件接口。这些企业正积极将工业协议接入服务向更多平台企业提供，未来有望成为工业连接领域领导者，驱动工业物联平台市场走向集聚发展。

(2) 云服务平台和通用 PaaS 平台将形成 IT 巨头主导的产业格局

由于需要高昂的资金投入和复杂的技术集成能力，云服务平台和通用 PaaS 平台成为 IT 巨头“势力范围”，呈现出高度集聚的特点。

一方面，云服务平台市场马太效应初现端倪，领军云计算厂商成为当前市场最大赢家。亚马逊 AWS 云和微软 Azure 云成为国外 GE Predix、西门子 MindSphere、PTC ThingWorx 等主流平台首选合作伙伴，国内阿里云、腾讯云、华为云也受到越来越多的企业青睐。另一方面，绝大多数通用 PaaS 平台都是 IT 巨头主导建设。

未来，云服务平台和通用 PaaS 平台可能会被 IT 巨头整合成为通用底座平台，凭借技术和规模优势提供完整的“IaaS+通用 PaaS”技术服务能力。其他企业在通用底座平台上发挥各自优势打造专业服务平台，形成“1+N”的平台体系。

(3) 工业数据分析与可视化平台向场景化分析服务转型

打造工业数据分析与可视化平台是众多主体布局的切入点和关键点，与行业场景和业务需求深度结合成为工业数据分析与可视化平台未来发展必然趋势。

不同主体布局过程中，呈现出“两大路径四种方式”：一是工业企业推动领域经验知识的数字化、软件化。一方面将原有数字模型与分析工具转化为平台服务，霍尼韦尔 Sentience 平台中集成工艺计算包以帮助用户实现石化工艺优化，中联重科依托工程机械设备故障行为模式的经验积累帮助客户及时进行故障预警并提出最优维护计划；另一方面在传统经验基础上引入先进智能分析技术，形成新的平台分析服务。二是 IT 企业在大数据、人工智能技术上叠加工业知识。在实现方式上，IT 巨头多立足自身基础技术平台提供通用化算法和工具，微软 Azure 平台提供从云端到边缘的丰富 AI 工具组合。技术创新企业面向客户需求提供一站式工业 AI 解决方案。

长远来看，伴随着技术成熟普及，通用化数据分析工具将向底层通用 PaaS 平台下沉，与工业场景深度结合的数据分析与可视化平台逐步向业务 PaaS 平台和工业 SaaS 演化。

(4) 业务 PaaS 平台竞争核心是满足专业定制化需求

不同领域龙头企业依托传统业务优势布局业务 PaaS 平台，加快积累深度融入领域知识的业务组件成为赢取市场竞争的核心。

专业服务能力和行业经验积累共同支撑业务 PaaS 平台构建。一是对设计、生产、管理、运维等领域服务能力改造升级形成开放 PaaS 服务。如工业软件厂商 PTC、达索、索为、数码大方、用友等将设计仿真、运营管理、采购销售领域软件转化成平台中独立的服务模块，快速满足用户个性化应用软件定制需求；GE、西门子、ABB、日立、

三一、徐工、擎天科技等自动化、装备和制造企业则凭借生产优化、资产运维、能耗优化等方面的优势，在平台里提供专业化的预置解决方案。二是将特定行业经验知识以数字化模型或专业化软件工具形式积累沉淀到平台中。如海尔基于自身大规模定制成功经验在 COSMOPlat 平台打造交互定制、精准营销、模块采购、智能生产、智慧服务等解决方案套件，快速赋能其他行业用户。富士康工业互联网平台 BEACON 通过长期对不同领域、不同行业的服务经验进行总结，通过提供相应工业机理模组帮助用户快速匹配供应商并指导产线高质量生产。

工业场景的复杂性和客户需求的多样性带来平台解决方案的定制化需求，借鉴消费互联网平台经验，构建工业业务服务中心成为平台企业更深层次满足个性化业务需求、更广泛拓展平台应用的必然选择，通过在业务 PaaS 平台中积累成熟可复用的服务模块，借助客户、合作伙伴和第三方开发者力量开展工业 APP 创新，快速响应客户需求。

四、公司将深耕工业互联网，看好公司前景的四大理由

1.调整战略，聚焦智能制造

公司主营业务板块分为智能制造业务板块、新能源业务板块和工业电气产品分销业务板块。

新能源业务在 2018 年出现巨大亏损，导致公司 2018 年出现上市后经营业绩首次亏损，而同期智能制造和分销业务依然保持较为稳定的增长。公司及时总结了过往主营业务发展的历史经验教训，明确将智能制造战略作为公司发展的主战略，以传统优势的自动化集成能力为基础，结合新一代的信息化技术应用，打造 IT 和 OT 相融合的应用集成能力，为行业客户的数字化转型提供应用和服务。

新能源业务方面，公司采取了更加稳健的经营策略，对项目的预算和风险严格把控，加强对项目和订单的跟踪落实，加大对应收账款的催收力度，同时有效推进降本增效，2019 年新能源业务收入实现恢复性增长。

通过该战略的调整，给公司经营带来“立竿见影”的效果。首先，公司优势板块智能制造业务得到显著增强，该项业务在 2019 年和 2020 年上半年营业收入同比分别提高 29.20%和 16.24%，其毛利分别同比提高 17.03%和 20.67%。

图表 24 智能制造业务收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 25 智能制造业务毛利及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

其次，通过对新能源业务加强费用管控；减少新能源业务的研发支出促使近两年公司期间费用率大幅降低；

最后，通过对新能源项目的预算和风险严格把控，加强对项目和订单的跟踪落实，加大对应收账款的催收力度，公司减值损失大幅降低，存货周转期和应收账款周转期大为缩短，公司经营效率得以提升。

2.公司营销网络覆盖全国，快速响应客户需求

在智能制造领域，当网络出现故障时，客户期望问题能够尽快解决，这对工业互联网提供商的快速响应能力要求较高。而在智慧城市领域，地方政府为发展经济，吸引外来投资，通常倾向于将项目交给当地企业或外来投资的企业。

在二十余载的公司发展历程中，通过产品分销业务，公司建立了覆盖全国主要城市的销售和服务网络，积累了大量的行业用户和合作伙伴。这无形中为公司获得各地订单增添了重要的筹码。

当前，公司产品分销业务和智能制造业务分别有各自的营销网络。其中，分销业务主要为客户提供电气和自动化产品的配套与服务；智能制造业务通过智能化产品和系统解决方案，致力于帮助客户向智能化、网络化和数字化方向转型。而这两块业务客户是部分重叠的。公司十分注重两块业务的协同，通过内部技术、产品、客户、渠道等资源共享的方式，共同拓展两块业务。同时，基于分销形成的广大客户群体，两块业务共同合作，在分销业务积累的良好用户体验的基础上，积极拓展公司自身智能化产品和系统性解决方案，满足客户日益增长的对于智能化产品与服务的需求，增强用户粘性，促进公司两块业务做大做强。

3.公司案例应用领域广泛，不断向新兴领域拓展

经过二十余年的不懈努力，公司在数据采集、分析和控制融合为特征的工业数字化、智能化方面的应用逐步形成了覆盖制药、石油石化、冶金、能源、供水、轨道交通、汽车、电子、港口、机场、城市管廊等多个不同行业及领域。

传统领域方面，在轨道交通行业，公司参与了轨道交通综合监控网络系统、杭州地铁1号线ISCS综合监控系统、天津地铁2、3号线传输系统等项目建设；在高速公路行业，参与了高速公路隧道综合监控平台、高速公路ETC联网收费应用、广东惠（州）深（圳）沿海高速隧道监控系统等项目建设；在能源矿山行业参与了煤矿综合自动化万兆环网等项目建设。

新兴领域方面，在制药行业，公司能够实现物料管理系统、生产批记录系统、压片机自控系统、配料称重系统、生产数据采集及监控SCADA系统和清洗机等一系列的解决方案；在光伏制造领域，公司自动化控制产品已应用于蓝宝石长晶炉和真空镀膜机；在3C领域，公司能够提供精密3D玻璃热弯成型机应用方案。

目前，公司以数字化为基础，以自动化和信息化融合应用为方向，聚焦数据，按照“连接、融合、优化、智能”的推进步骤，围绕工业网络、工业计算、工业软件三个业务方向，发展工业互联网相关产品和系统解决方案，不断提升IT和OT相融合的系统集成能力，帮助工业客户实现向数字化、网络化和智能化的转型升级。

未来公司将继续落地智能制造主战略，聚焦行业、产品和解决方案，在帮助轨道交通、能源矿山、高速公路、医药食品等行业客户进行数字化、智能化转型过程中持续推进1-N复制的模式，实现经营业绩可持续增长。



图表 26 公司服务于智能制造和智慧城市的众多领域

					
制药 <ul style="list-style-type: none"> 物料管理系统 生产批记录系统 压片机自控系统 配料称重系统 生产数据采集及监控SCADA系统 清洗机 	冶金 <ul style="list-style-type: none"> 太原钢铁炼钢厂MES 天津钢铁EMS网络系统项目 广东阳江新兴铸管工厂网络系统项目 新疆八一钢铁第二炼钢厂290吨级EOT起重机电线网络 莱钢高炉控制系统 成都钢铁厂4号高炉全自动化控制系统 宝钢炼钢厂2号RH精炼控制系统 	轨道交通 <ul style="list-style-type: none"> 南京地铁OA系统 广州COCC通讯网络项目 天津地铁2、3号万兆骨干环网 沈阳地铁1号线BAS网络系统方案 杭州地铁一号线ISCS综合监控系统 	高速公路 <ul style="list-style-type: none"> 香积寺路西延(莫干山路西侧上塘路东侧)隧道机电监控系统 新疆乌鲁木齐绕城高速视频网络 内蒙古京新高速(G7)临白段收费系统 H&I Server在黑龙江全省高速ETC系统中的应用 陕西黄陵至延安(ID-5标段)公路扩能工程隧道机电监控系统 	港口 <ul style="list-style-type: none"> 海得智能制造专控应用:港口设备远程操控的智能制造解决方案 宁波远东集装箱码头龙门吊远程管理系统 “纯电运行型”混合动力系统 水电站主厂房桥机电气控制系统 三峡工程清江高坝州开船机控制系统 岸桥电控系统 卸船机电控系统 	能源电力 <ul style="list-style-type: none"> 常熟电厂辅网 新疆华电哈密新能源电站远程集控系统 四川猴子岩水电站工业cctv项目 H&I Server 容错服务器在电厂监控与信息系统中应用 印尼CILACAP电站SIS系统 中国实验快推计算机监控系统
					
汽车、电子 <ul style="list-style-type: none"> 精密3D玻璃热弯成型机 武汉上汽通用二期总装项目 北汽动力总成变速箱生产MES系统 柔性智能车间生产物流调度系统 真空镀膜机 蓝宝石长晶炉 产品包装标签自动纠偏解决方案 	机场 <ul style="list-style-type: none"> 武汉天河机场三期扩建工程 首都机场T3航站楼白位引导系统 H&I Server机场航站楼信息集成系统中的应用 	管廊 <ul style="list-style-type: none"> 黄石管廊ACU系统 合肥新站区综合管廊监控系统 智慧管廊行业应用-IWORX综合管廊监控软件 金华市多湖商务区丹溪路东延二期暨综合管廊一期工程项目 	供水与水处理 <ul style="list-style-type: none"> iWorx案例-智慧水务 水务集团调度管理系统 乌鲁木齐市河东污水处理厂自控系统 亿控变频器在暖通行业的应用 供水中压变频电气控制系统 浦东威立雅水厂及泵站自动化系统 	石油、化工 <ul style="list-style-type: none"> 安徽华塑100万吨PVC项目数据采集平台 H&I Server 容错服务器在石化行业中的应用 烧碱及氯乙烯一期工程DCS&ESD控制系统 浙江慈溪溪振邦化纤DCS控制系统 九江石化催化重整ESD系统 	其他 <ul style="list-style-type: none"> 轮胎硫化机 中央空调PLC应用设计方案 机器人模拟生产线

资料来源: 公司网站, 华鑫证券研发部

4. 公司有望通过外延式发展, 加强智能制造技术能力建设

公司自上市之后一直走稳健发展的道路。公司仅在 2015 年进行过一次非公开发行, 募集了 3.23 亿元用于偿还银行贷款和补充流动资金。而自上市后的 13 年间, 除 2018 年, 公司已累计 12 次分红合计 2.37 亿元来回报投资者。

从公司发展历程来看, 公司主要采取了稳健的经营管理策略和通过内生增长的发展方式, 不断提升自身经营质量, 公司发展步伐相对稳健。基于智能制造作为我国制造业转型升级的必然方向, 借助资本市场不断提升智能制造业务发展所需的与市场与技术的核心能力, 将会成为公司未来实现快速占领市场、实现持续增长的必然需要。

公司将继续推进智能制造主战略的落地, 不断打造和提升以“一张坚强柔性的工业网络、一个专业开放的软件中台、一个集散的数据计算平台”为技术核心的基础应用能力, 积极借助资本市场投融资的有利政策, 公司计划寻求以直接或间接方式进行股权投资(包括参股专注于智能制造相关领域投资的股权投资基金)、重组并购等手段加快智能制造业务所需市场和技术的能力建设, 以带动公司智能制造业务乃至整体业务更好更快发展。

图表 27 公司历史分红情况



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五、公司盈利预测与估值

1. 盈利预测假设

(1) 公司智能制造战略实施效果良好, 2020-2022 年公司智能制造业务收入快速增长, 产品分销业务和智能制造业务协同效应显现而较快增长, 新能源业务受益于平价上网快速增长, 但增速低于行业平均水平;

(2) 公司加大对智能制造产品的研发力度, 2020-2022 年智能制造业务毛利率逐步增长, 产品分销业务和新能源业务盈利能力保持稳定;

(3) 公司降低对新能源业务的投入, 销售费率和管理费率逐步降低, 针对风电专用产品和智能制造集成应用方案的研发投入方面, 公司通过加强管理, 研发投入更趋向于精准化和市场化, 公司研发费率小幅提升;

(4) 公司总股本为 239,393,449 股。

图表 28 公司盈利预测假设

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入					
产品分销业务	117,796.70	131,312.64	131,312.64	151,009.54	166,110.49
智能制造业务	46,661.20	60,286.22	71,439.17	96,442.88	120,553.60
新能源业务	4,593.34	14,242.38	24,212.05	33,896.86	38,981.39
合计	169,051.24	205,841.24	226,963.86	281,349.28	325,645.48
营业成本					
产品分销业务	103,046.17	115,929.05	117,262.19	135,455.55	149,499.44
智能制造业务	29,480.58	40,179.84	44,292.29	59,312.37	73,537.70
新能源业务	4,007.02	10,118.75	19,732.82	27,795.43	31,964.74
合计	136,533.77	166,227.64	181,287.29	222,563.35	255,001.88
毛利率					

产品分销业务	12.52	11.72	10.70	10.30	10.00
智能制造业务	36.82	33.35	38.00	38.50	39.00
新能源业务	12.76	28.95	18.50	18.00	18.00
合计	19.24	19.24	20.13	20.89	21.69
收入增速					
产品分销业务	10.62	11.47	0.00	15.00	10.00
智能制造业务	10.13	29.20	18.50	35.00	25.00
新能源业务	-91.83	210.07	70.00	40.00	15.00
合计	-17.57	21.76	10.26	23.96	15.74

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 公司估值有望获得修复

A 股上市公司中, 和公司业务最为接近的是东土科技, 但该公司近两年亏损, 不予考虑。在边缘采集领域, 我们选取汇川技术和中控技术; 在 IaaS 领域, 我们选取工业互联网、浪潮信息和紫光股份; 在 SaaS 领域我们选取用友网络、宝信软件和东方国信; 新能源业务选取锦浪科技作为估值对比。

按照 2021 年 2 月 4 日收盘数据, 公司对应 2021 年 PE 为 29 倍, 参照公司平均 PE 为 48 倍; 公司当前 PB 为 4.1 倍, 参照公司平均 PB 为 9.8 倍; 公司总市值为 42.64 亿元, 参照公司平均总市值为 922.24 亿元。公司目前 PE 仅为行业平均的 60%, PB 为行业平均的 41%, 总市值为行业平均的 4.5%。公司估值大幅落后行业平均水平, 随着公司战略聚焦智能制造业务, 其收入和业绩增速将超越行业平均水平, 公司估值有望获得修复, 我们首次覆盖公司, 并给予公司“推荐”的投资评级。

图表 29 同类上市公司估值比较 (2021 年 2 月 4 日)

代码	简称	股价	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
			2019	2020	2021	2019	2020	2021		
600588.SH	用友网络	39.58	0.48	0.28	0.36	82.46	140.21	110.16	20.17	1,294.59
600845.SH	宝信软件	66.19	0.77	1.09	1.36	85.85	60.76	48.57	11.09	764.78
300166.SZ	东方国信	8.95	0.48	0.59	0.74	18.65	15.15	12.11	1.66	94.53
000938.SZ	紫光股份	20.98	0.90	0.73	0.90	23.26	28.70	23.23	2.06	600.04
000977.SZ	浪潮信息	29.99	0.71	0.89	1.22	41.97	33.72	24.60	3.72	435.97
601138.SH	工业富联	13.52	0.94	0.94	1.11	14.38	14.39	12.13	2.83	2,686.51
300124.SZ	汇川技术	100.00	0.58	1.16	1.49	172.41	86.45	66.93	17.34	1,719.72
688777.SH	中控技术	80.31	0.90	0.87	1.10	89.23	92.27	72.85	10.48	396.80
300763.SZ	锦浪科技	210.93	1.69	2.03	3.33	124.81	103.76	63.35	18.42	307.24
平均						72.56	63.93	48.21	9.75	922.24
002184.SZ	海得控制	17.81	0.22	0.46	0.61	81.29	38.72	29.20	4.07	42.64

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

六、风险提示

主要风险包括: 1) IT 和互联网巨头向工业互联网上下游延伸, 占领公司现有市场; 2) 公司内外部资源未能实现有效整合。

图表 30 公司盈利预测



资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019E	2020E	2021E	2022E		2019E	2020E	2021E	2022E
流动资产:					营业收入	2,058	2,270	2,813	3,256
货币资金	211	164	170	191	营业成本	1,662	1,813	2,226	2,550
应收款	673	694	782	859	营业税金及附加	9	9	9	9
存货	306	388	433	425	销售费用	138	116	135	150
待摊费用和其他流动资产	47	47	47	47	管理费用	105	95	113	124
流动资产合计	1,457	1,252	1,391	1,481	财务费用	13	15	14	9
非流动资产:					费用合计	256	226	261	283
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	10	-5	10	10
固定资产+在建工程	243	394	444	490	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	28	141	132	124	投资收益	2	-1	3	3
其他非流动资产	54	54	54	54	营业利润	98	160	213	281
非流动资产合计	565	676	717	755	加: 营业外收入	1	1	1	1
资产总计	2,022	1,927	2,108	2,236	减: 营业外支出	1	1	1	1
流动负债:					利润总额	98	160	213	282
短期借款	292	265	242	125	所得税费用	33	32	43	56
应付账款、票据	361	388	476	545	净利润	65	128	171	225
其他流动负债	233	233	200	180	少数股东损益	13	18	25	30
流动负债合计	886	886	918	850	归母净利润	52	110	146	195
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	12	12	12					
非流动负债合计	12	12	12	12					
负债合计	898	899	930	863					
所有者权益									
股本	240	240	240	240					
资本公积金	559	559	559	559					
未分配利润	111	216	348	521					
少数股东权益	156	156	156	156					
所有者权益合计	1,124	1,242	1,390	1,586					
负债和所有者权益	2,022	2,140	2,321	2,449					

主要财务指标				
	2019E	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	21.8%	10.3%	24.0%	15.7%
营业利润增长率		63.2%	33.2%	32.2%
归母净利润增长率		110.1%	32.1%	34.2%
总资产增长率	-4.8%	-4.7%	9.4%	6.1%
盈利能力				
毛利率	19.2%	20.1%	20.9%	21.7%
营业利润率	4.8%	7.0%	7.6%	8.6%
三项费用/营收	12.4%	10.0%	9.3%	8.7%
EBIT/销售收入	3.8%	6.6%	7.6%	8.5%
净利润率	3.2%	5.6%	6.1%	6.9%
ROE	5.8%	10.3%	12.3%	14.2%
营运能力				
总资产周转率	101.8%	117.8%	133.5%	145.6%
资产结构				
资产负债率	44.4%	46.6%	44.1%	38.6%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	4.27	0.82	0.85	1.14
每股数据(元/股)				
每股收益	0.22	0.46	0.61	0.81
每股净资产	4.68	5.17	5.79	6.60

现金流量表(百万元)				
	2019E	2020E	2021E	2022E
净利润	65	128	171	225
折旧与摊销	30	36	39	42
财务费用	17	15	14	9
存货的减少	-32	-81	-45	8
营运资本变化	211	7	0	-8
其他非现金部分	-13	0	-33	-20
经营活动现金净流量	278	105	145	256
投资活动现金净流量	-12	-100	-80	-80
筹资活动现金净流量	-289	-52	-59	-155
现金流量净额	-23	-47	6	20

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%—(+) 5%
4	减持	(-) 15%—(-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+8621) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>