

扬帆起航，携手工业富联开启智造新篇章

投资要点

- **业绩总结:** 2020 年, 公司实现营业收入 15.0 亿元, 同比增长 2.0%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 17.4%。
- **受疫情影响全年营收增速下滑, 归母净利润保持高速增长。** 1) 从营收端来看, 2020 年公司营收同比增长率为 2.0%, 主要受上半年疫情对制造业的冲击导致下游需求暂时下滑拉低了本年度增长率。分业务来看, 公司技术服务收入达 7.6 亿元, 同比增长 2.9%; 自制 ERP 软件销售收入达 4.4 亿元, 同比下降 3.3%, 外购软硬件销售收入达 3 亿元, 同比增长 8.0%。2) 从利润端来看, 2020 年公司归母净利润同比增长 17.4%, 2016-2020 年复合年增长率达 31.1%。公司毛利率为 66.35%, 较去年同期大幅下降 17.1pp, 其主要原因为会计政策变更导致销售费用重分类到合同履行成本所致; 净利率为 8.1%, 较去年同期上升 1.0pp。3) 从费用端来看, 2020 年公司销售、管理、研发费用率分别为 33.1%、12.7% 和 12.7%。
- **工业富联入股产生业务协同, 推动公司智能制造布局。** 2020 年 7 月富士康工业富联成为公司第一大股东, 持股共计占总股本的 22.58%。工业富联在智能制造方面布局较早, 产业链投资较多, 有业务拓展及专利研发的优势。本轮工业富联入股首先将带动公司在智能制造方面的布局, 一方面推动公司技术研发进度, 另一方面公司的 ERP、MES 和工业 App 将有望与工业富联形成产业链上的业务协同。同时公司背靠工业富联, 有利于在战略开展落地的过程中融合其客户资源, 通过卷入产业链整合建立起与大客户的深度合作。2020 年 5 月十三届全国人大三次会议提出加快加强新型基础设施建设, 助力产业升级, 智能制造和工业互联成为制造业未来发展趋势的必然趋势。智能制造及工业互联的迅速发展带动下游需求量的增加, 公司借助前期技术优势积累将有效打开下游市场, 预计智能制造转型将推动公司收入增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 0.57 元、0.68 元、0.79 元, 未来三年归母净利润增速预计将达到 20% 左右。考虑到公司为工业 ERP 龙头企业, 且未来将享受工业富联赋能, 我们给予公司 2021 年 46 倍 PE, 对应目标价格 26.02 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 与工业富联合作进度低于预期; 智能制造需求不达预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1496.09	1797.82	2152.53	2509.68
增长率	2.00%	20.17%	19.73%	16.59%
归属母公司净利润 (百万元)	121.39	152.47	183.77	212.74
增长率	17.44%	25.60%	20.53%	15.76%
每股收益 EPS (元)	0.45	0.57	0.68	0.79
净资产收益率 ROE	7.87%	9.20%	10.21%	10.83%
PE	46	37	31	26
PB	3.69	3.43	3.15	2.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.66
流通 A 股(亿股)	2.66
52 周内股价区间(元)	12.26-37.9
总市值(亿元)	55.38
总资产(亿元)	23.29
每股净资产(元)	5.71

相关研究

1 发展工业互联网生态圈，携手工业富联布局“智造”转型

鼎捷软件成立于 1982 年，2014 年于深交所上市。公司主要为制造业、流通企业提供信息技术和转型创新方案。公司以 ERP 产品和解决方案为核心，同时向外衍生 ERP II 产品作为补充，构成一体化解决方案体系，建设工业互联网生态圈。在行业中，公司在大陆地区的生产制造与智能制造 ERP 产品软件市场中处于领先地位。在近四十年的行业发展中，公司已经积累了深厚的行业经验、坚实的客户资源，并与客户建立起广泛深层的合作。同时公司还拥有 36 家集团分公司与子公司，以及 33 个分支机构下的国际运营集团，建设起公司自己的营销渠道，并在众多的国际业务中积累了宝贵的业务经验。

业务辐射东南亚，具有国际业务经验与渠道建设积累。目前公司自建立以来已经累计服务客户超过 5 万家，业务已覆盖中国台湾、越南、马来西亚等多个地区，成为国际化运营集团企业。根据《天下》2018 年发布的数据披露，在中国台湾地区，公司产品对制造业覆盖率达 76%。

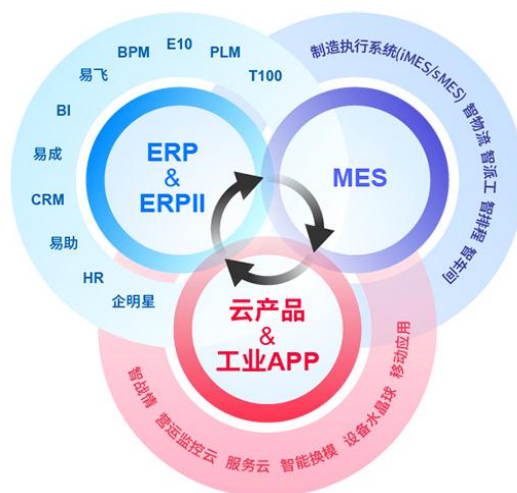
ERP 产品分层清晰，实现大中小企业全覆盖。针对大型集团型企业，公司推出 T100 等系列产品，针对制造-分销-流通环节为企业信息化解决方案，满足集团公司全球化、大数据、精确决策管控需要。针对中型企业，公司推出 E10 等系列产品，实现供应协同、内部协同和销售协同，帮助企业快速扩大自身规模，降低交易成本。易助主要定位中小型企业，提供财务管理、进销存管理、生产管理及客户关系管理的一套完整 ERP 系统。

表 1：公司主要 ERP 产品

定位	产品	产品概述
大型企业及集团型企业	T100 等	为企业提供全方位信息化解决方案，协助企业进行集团化管理、全球布局，有效掌握并管理多据点营运，具备弹性化设置与可扩充的营运结构
中型企业及成长型企业	E10 等	支持多样化集团组织管理，满足企业多一体化发展和多元化发展的需求，帮助企业获得规模效益，降低交易成本，共享关键资源
中小型企业	易助、易飞	高集成度的 ERP 产品，能够迅速实施、轻易上手

数据来源：公司官网，西南证券整理

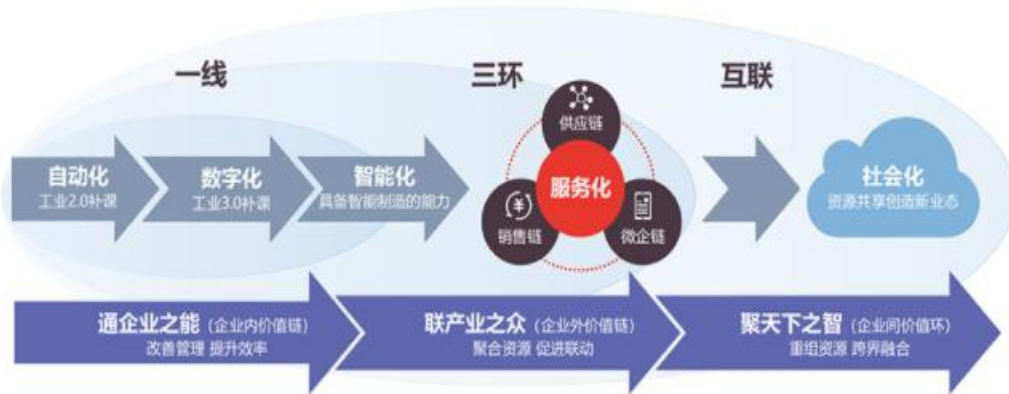
图 1：公司产品方案架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

部署“一线三环互联”战略路径，打造工业互联生态圈。近年来，公司在“智能+”战略布局下，确立“一线三环互联”战略路径，积极融合信息化及自动化，并采用云计算、大数据及人工智能等技术，深化制造和流通领域的核心竞争力。在公司的战略中，“一线”是以改善企业管理、提升效率为发展目标，助力客户实现数字价值；“三环”则注重聚合资源、促进产业协同效率为发展目标，提供连接用户、系统、设备的智能化平台和数据信息服务；“互联”是通过打造工业互联网生态，整合资源，打通产业链联系，实现跨界融合。

图 2：公司“一线三环”战略布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

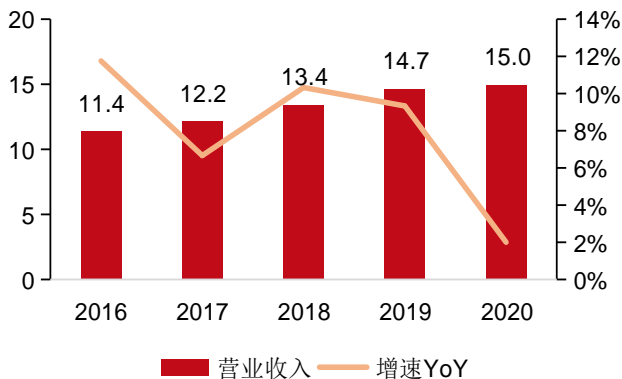
工业富联入股成为第一大股东，业务协同效应推动 IT + OT、布局新基建。2020 年 7 月富士康工业富联受让 Digital China Software (BVI) Limited 的 15.01% 股份，成为公司第一大股东，并与公司管理层签署一致行动人协议，共计占总股本的 22.58%。工业富联是全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人设计制造服务商，目标以云计算、物联网、大数据和人工智能等为基础打造“先进制造+互联网工业”的技术平台，工业富联入股鼎捷软件将有望逐步实现 IT 和 OT 的融合，推动制造业数字化转型升级，布局新基建。制造业数字化转型涉及到大量复杂设备与技术及资金投入，靠单个厂商进程将较为缓慢。公司借助工业富联在制造业中的机械设备、人才和产业链关键技术研发等众多资源的布局，有望产生生层次业务协同效应，实现制造业产业链战略整合，在新基建的背景下深度参与战略级大客户的业务中。

图 3：公司股权结构图

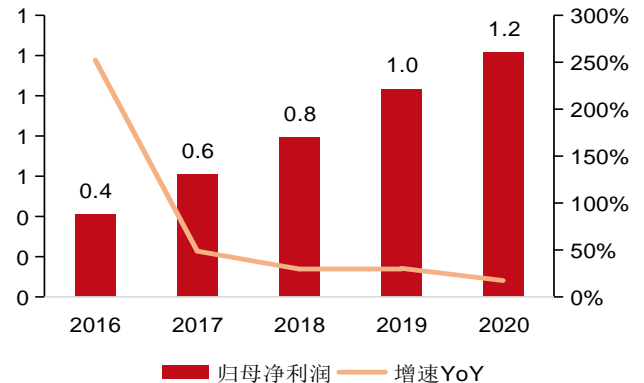


数据来源：Wind，西南证券整理

营业收入稳步上升，净利润保持高速增长。1) **收入端**：2016-2020 年，公司营业收入逐年增长，由 11.4 亿元增长至 15.0 亿元，五年内复合增长率为 7.0%；其中，2020 年上半年疫情背景下，企业客户生产经营受到影响，同时面临不确定性风险增加、紧缩支出等不利因素，公司经营受到联动影响，导致全年收入增速放缓至 2.0%。2) **利润端**：2016-2020 年，公司归母净利润从 2016 年的 0.4 亿元增长至 2020 年的 1.2 亿元，复合年均增长为 31.1%；其中 2020 年增长率为 17.4%。

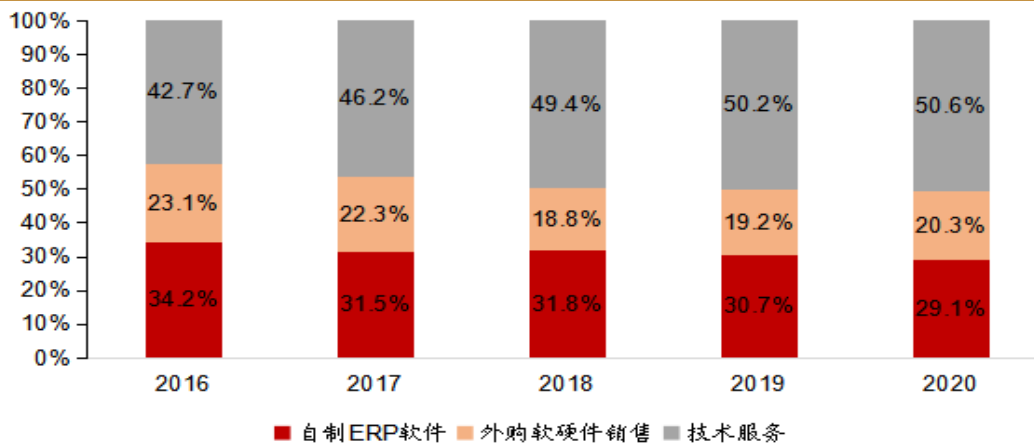
图 4：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司近五年净利润及增速（单位：亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务主要包括自制 ERP 软件、外购软硬件销售和技术服务三大块业务。**从营收结构来看**：2020 年，公司技术服务收入达 7.6 亿元，同比增长 2.9%，收入占比 50.6%，为公司营收的主要来源；自制 ERP 软件销售收入达 4.4 亿元，同比下降 3.3%，收入占比 29.1%；外购软硬件销售收入达 3 亿元，同比增长 8.0%，收入占比 20.1%。

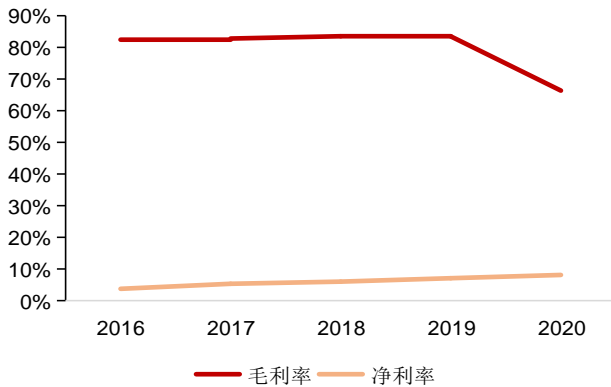
图 6：公司主营结构


数据来源：iFind，西南证券整理

会计政策变更导致毛利率大幅下降，净利率整体仍呈上升趋势。1) **利润率方面**：2020 年，公司毛利率为 66.35%，较去年同期大幅下降 17.1pp，其主要原因为会计政策变更导致销售费用重分类到合同履行成本所致；净利率为 8.1%，较去年同期上升 1.0pp。2) **费用率方面**：2020 年，公司销售费用率为 33.1%，较去年同期大幅下降 17.8pp，原因为会计政策变更重分类所致；管理费用率为 12.7%，较去年同期下降 0.4pp；研发费用率为 12.7%，较

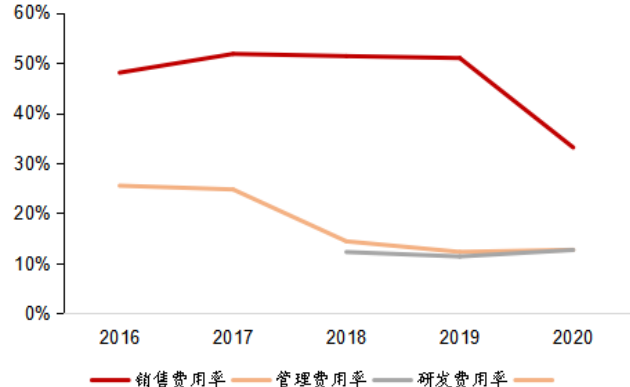
去年同期下降 1.3pp。其中，公司研发费用约 0.19 亿元，同比上升 13.7%；研发人员为 1164 人，占比为 30%，同比增加 1.6pp。

图 7：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于智能制造转型，公司自制 ERP 软件业务占比有望稳定增长。在我国战略新基建的背景下，我国不断出台政策引导，智能制造与工业互联网市场将被打开并引来快速发展。根据前瞻产业研究院的数据，预测智能制造市场规模 2023 年将达到 3.9 万亿人民币，复合年增长率达到 17.2%。公司一直以来深耕制造业数字化，对行业痛点有深刻的认知，加上技术积累与客户资源优势，有望在智能化趋势下进一步提高该市场中的占有率。

假设 2：工业富联入股，助力公司拓展下游用户。随着工业富联的入股，公司在产业链中的合作有望带动公司 ERP、MES 和工业 APP 等产品的销售，与工业富联的产业链客户建立起广泛深入的合作关系。预计未来公司客户数量将进一步增长，进而推动营业收入与利润的提升。

假设 3：费用控制稳定，规模效应带动净利率小幅上升。得益于疫情影响的减弱，预计未来行业景气度将逐步恢复，下游需求量预计增大，推动公司进一步实现规模效应。因此，我们预计公司未来净利率仍有一定的上行空间，进而带动公司利率增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入预测

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
自制 ERP 软件	收入	435.31	585.5	790.4	988.0
	增速	-3.3%	34.5%	35.0%	25.0%
外购软硬件销售	收入	303.55	349.1	391.0	434.0
	增速	8.0%	15.0%	12.0%	11.0%
技术服务	收入	757.23	863.2	971.1	1087.7
	增速	2.9%	14.0%	12.5%	12.0%
合计	收入	1496.1	1797.8	2152.5	2509.7
	增速	2.0%	20.2%	19.7%	16.6%

数据来源：公司公告，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了三家可比公司：中控技术、能科股份、宝信软件。根据 Wind 一致预期，2021 年三家公司的平均 PE 为 46 倍。预计 2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.57 元、0.79 元，未来三年归母净利润增速预计将达到 20% 左右。考虑到公司为工业 ERP 龙头企业，且未来将享受工业富联赋能，我们给予公司 2021 年 46 倍 PE，对应目标价格 26.02 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
688777	中控技术	76.82	0.90	0.95	1.16	1.41	85.17	80.68	68.72	54.48
603859	能科股份	32.16	0.73	0.91	1.25	1.73	44.08	35.27	25.72	18.62
600845	宝信软件	58.43	0.78	1.09	1.36	1.76	74.94	53.44	42.74	33.18
平均							68.06	56.46	45.73	35.43

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

与工业富联合作进度低于预期；智能制造需求不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1496.09	1797.82	2152.53	2509.68	净利润	120.55	151.41	182.50	211.26
营业成本	503.50	593.28	706.03	822.42	折旧与摊销	61.84	46.01	46.01	46.01
营业税金及附加	11.24	13.05	15.81	18.36	财务费用	-1.05	1.09	1.30	1.52
销售费用	495.32	593.28	706.03	823.18	资产减值损失	-5.49	-11.15	-7.47	-8.37
管理费用	189.66	445.08	537.01	624.51	经营营运资本变动	32.45	43.81	-6.56	40.50
财务费用	-1.05	1.09	1.30	1.52	其他	17.51	-22.07	-31.69	-30.97
资产减值损失	-5.49	-11.15	-7.47	-8.37	经营活动现金流净额	225.80	209.09	184.08	259.95
投资收益	9.86	31.02	38.57	36.27	资本支出	40.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.73	2.37	2.43	2.12	其他	-115.41	-8.51	-8.21	-13.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-75.19	-8.51	-8.21	-13.87
营业利润	166.38	196.59	234.83	266.47	短期借款	-136.33	-160.35	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.12	10.82	15.85	23.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	166.26	207.41	250.68	290.13	股权融资	10.86	0.00	0.00	0.00
所得税	45.72	56.00	68.19	78.86	支付股利	0.00	-34.42	-40.27	-47.76
净利润	120.55	151.41	182.50	211.26	其他	-6.81	-1.94	1.05	0.41
少数股东损益	-0.84	-1.06	-1.28	-1.48	筹资活动现金流净额	-132.29	-196.71	-39.22	-47.35
归属母公司股东净利润	121.39	152.47	183.77	212.74	现金流量净额	14.41	3.87	136.65	198.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	520.15	524.03	660.68	859.40	成长能力				
应收和预付款项	310.30	369.40	437.88	510.59	销售收入增长率	2.00%	20.17%	19.73%	16.59%
存货	26.59	31.17	35.29	42.38	营业利润增长率	16.65%	18.16%	19.45%	13.47%
其他流动资产	384.20	390.40	397.69	405.04	净利润增长率	16.03%	25.60%	20.53%	15.76%
长期股权投资	54.94	54.94	54.94	54.94	EBITDA 增长率	12.29%	7.27%	15.78%	11.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	754.23	720.29	686.35	652.41	毛利率	66.35%	67.00%	67.20%	67.23%
无形资产和开发支出	116.99	105.88	94.76	83.65	三费率	45.71%	57.82%	57.81%	57.74%
其他非流动资产	161.62	202.56	250.81	302.12	净利率	8.06%	8.42%	8.48%	8.42%
资产总计	2329.03	2398.67	2618.41	2910.53	ROE	7.87%	9.20%	10.21%	10.83%
短期借款	160.35	0.00	0.00	0.00	ROA	5.18%	6.31%	6.97%	7.26%
应付和预收款项	385.91	709.96	778.86	899.08	ROIC	12.69%	16.12%	19.23%	21.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.18%	13.55%	13.11%	12.51%
其他负债	251.16	43.02	51.64	60.04	营运能力				
负债合计	797.42	752.98	830.50	959.12	总资产周转率	0.65	0.76	0.86	0.91
股本	266.25	269.57	269.57	269.57	固定资产周转率	1.94	2.44	3.06	3.75
资本公积	656.06	652.74	652.74	652.74	应收账款周转率	10.88	12.23	11.65	11.72
留存收益	626.33	744.38	887.89	1052.87	存货周转率	26.65	20.48	20.58	20.37
归属母公司股东权益	1520.89	1636.03	1779.54	1944.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.75%	—	—	—
少数股东权益	10.71	9.65	8.38	6.90	资本结构				
股东权益合计	1531.60	1645.69	1787.92	1951.42	资产负债率	34.24%	31.39%	31.72%	32.95%
负债和股东权益合计	2329.03	2398.67	2618.41	2910.53	带息债务/总负债	20.11%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	1.77	1.87	1.92
					速动比率	1.54	1.73	1.83	1.88
					股利支付率	0.00%	22.57%	21.91%	22.45%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.57	0.68	0.79
					每股净资产	5.64	6.07	6.60	7.21
					每股经营现金	0.84	0.78	0.68	0.96
					每股股利	0.00	0.13	0.15	0.18
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	227.17	243.69	282.14	313.99					
PE	46.19	36.78	30.51	26.36					
PB	3.69	3.43	3.15	2.88					
PS	3.75	3.12	2.60	2.23					
EV/EBITDA	20.57	18.61	15.42	13.05					
股息率	0.00%	0.61%	0.72%	0.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn