

# 鼎捷软件 (300378)

证券研究报告

2021年04月13日

## 工业富联正式入主，开启发展新篇章

### 企业信息化积淀深厚，智能制造志在领军

公司成立于1982年，专注制造业产业变革、企业数字化以及智能化转型，业务覆盖中国台湾地区、越南等多个国家与地区，ERP软件获得超过5万家客户的肯定。财务方面，公司目前净利润增速高于收入增速，20年公司经营活动现金流净额达2.26亿元，近三年平均约2亿元，长期成长可持续。

### 智能制造前景广阔，5G叠加国产替代加速产业上行

3月PMI数值达到了51.9%，国内经济复苏势头向好，21年一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。5G最大的应用是在工业物联网，可以实现“设备点对点通信、设备数据上云、横向多工厂协同、纵向供应链互联”。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。ERP国产化替代势在必行，国产化加速工业软件落地。国产的高端ERP软件与国外同类产品的差距正在缩小。随着国家政策的陆续出台和逐步落实，央企等核心行业高度重视管理信息化系统安全性，高端ERP市场有望释放。

### 工业富联入主，深度合作引领中国制造转型升级

公司发力智能制造，与立讯精密等行业巨头长期合作，产品及解决方案不断完善。目前工业富联正式入主，工业富联与一致行动股东合计将持有22.75%股本，成为公司第一大股东。当前工业富联大力推广“灯塔计划”，在多个行业树立行业标杆，提升在智能制造领域的影响力，在工业互联网领域布局及推广。我们认为管理层面，公司股权结构得到改善，同时股权激励提振员工士气，预计经营效率有望持续提升。业务层面，与工业富联的深度合作，公司有望获得国内行业头部客户订单，大陆地区业务有望实现高速发展，长期来看，公司MES业务将会跟工业富联数字化工业深度合作。根据期权行权条件以及限制性股票归属条件，2023年公司整体收入有望达到21.27亿，其中大陆地区有望达到12.76亿。

**投资建议：**鼎捷软件作为国内领先的智能制造厂商，未来新产品有望持续落地以及逐步SaaS化，工业富联入股实现股权结构改善，经营效率提升，与工业富联深度合作，公司通过灯塔计划将进入更多制造业头部客户，树立标杆项目，智能制造业务有望实现高速发展。我们预计公司21-23年归母净利润为1.59/2.10/2.89亿元。考虑公司当前盈利主要来自中国台湾地区，大陆地区业务发展迅速，我们采用分地区估值：根据Wind一致预期21年可比公司平均PE为29.81倍，我们预计21年中国台湾地区净利润1.59亿，给予PE30倍，对于市值47.7亿。预计大陆21收入为7.81亿，给予4.5倍PS，对应市值35.15亿，合计市值为82.85亿，对应股价31.12元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**提示：**工业富联协同效应、业务推广、国产替代不及预期，疫情冲击客户需求的风险，市场竞争格局恶化的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,466.72	1,496.09	1,677.48	1,900.50	2,175.63
增长率(%)	9.33	2.00	12.12	13.29	14.48
EBITDA(百万元)	347.22	370.54	277.08	348.86	462.41
净利润(百万元)	103.36	121.39	159.08	210.17	289.36
增长率(%)	30.45	17.44	31.05	32.12	37.68
EPS(元/股)	0.39	0.46	0.60	0.79	1.09
市盈率(P/E)	52.86	45.01	34.35	26.00	18.88
市净率(P/B)	3.90	3.59	3.30	3.04	2.73
市销率(P/S)	3.73	3.65	3.26	2.87	2.51
EV/EBITDA	9.52	17.25	16.72	13.29	9.18

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	19.3元
目标价格	31.12元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	266.27
流通A股股本(百万股)	265.94
A股总市值(百万元)	5,138.96
流通A股市值(百万元)	5,132.60
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	34.24
一年内最高/最低(元)	40.64/12.17

### 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. 企业信息化积淀深厚，智能制造志在领军 .....	4
1.1. 深耕企业信息化领域，智能制造 ERP 龙头 .....	4
1.2. 净利润增速高于收入增速，盈利能力强劲 .....	5
2. 智能制造前景广阔，5G 叠加国产替代加速产业上行 .....	7
2.1. 制造业景气度回升，5G 催化智能制造或迎来拐点 .....	7
2.2. 国产替代势在必行，高端 ERP 市场有望释放 .....	8
3. 工业富联入主，深度合作引领中国制造转型升级 .....	9
3.1. 制造业 ERP 市占率本土第一，持续发力智能制造 .....	9
3.2. 工业富联入主治理结构改善，股权激励绑定核心骨干 .....	10
3.3. 与“灯塔计划”同行，引领中国制造转型升级 .....	11
4. 盈利预测 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：公司始终围绕智能制造研发 ERP .....	4
图 2：公司产品结构（根据 2020 年年报数据） .....	4
图 3：覆盖行业广泛，合作企业众多 .....	5
图 4：公司收入保持稳定增长 .....	5
图 5：公司归母净利润增速高于收入增速 .....	5
图 6：公司技术服务架构 .....	6
图 7：公司技术服务收入占比逐年提升 .....	6
图 8：公司整体毛利率高位稳定 .....	6
图 9：公司经营性现金流稳定 .....	6
图 10：2018-2021 年中国 PMI 数据（%） .....	7
图 11：5G 或推动智能制造迎来拐点 .....	7
图 12：中国智能制造装备产值规模（亿） .....	8
图 13：鼎捷智能车间效能 .....	9
图 14：立讯精密供应链效率提升 .....	10
图 15：公司 2017 年制造业 ERP 市占率本土第一，领先用友、浪潮等国产公司 .....	10
图 16：工业富联股权入主鼎捷软件 .....	11
图 17：灯塔计划实现步骤 .....	12
图 18：灯塔工厂实践现状 .....	12
图 19：2017-2019 年我国工业互联网平台与工业软件产业规模与增速 .....	13
图 20：海鸥住工将联合工业富联打造全球住宅工业行业“灯塔工厂” .....	13
图 21：玲珑轮胎与腾讯云将联手打造轮胎行业互联网平台 .....	13

表 1: 过去国外厂商在高端大型 ERP 更有优势 .....	8
表 2: 制造业 ERP 国产化替代势在必行 .....	8
表 3: 期权行权与限制性股票的授予与归属条件 .....	11
表 4: 盈利预测拆分 .....	14
表 5: 可比公司 (Wind 一致预期) .....	14

## 1. 企业信息化积淀深厚，智能制造志在领军

### 1.1. 深耕企业信息化领域，智能制造 ERP 龙头

深耕企业信息化近四十年，制造业 ERP 行业经验丰富。公司成立于 1982 年，专注制造业与流通业产业变革和企业数字化、智能化转型，业务覆盖中国台湾地区、越南、马来西亚等多个国家与地区，ERP 软件获得超过 50000 家客户的肯定与实证。

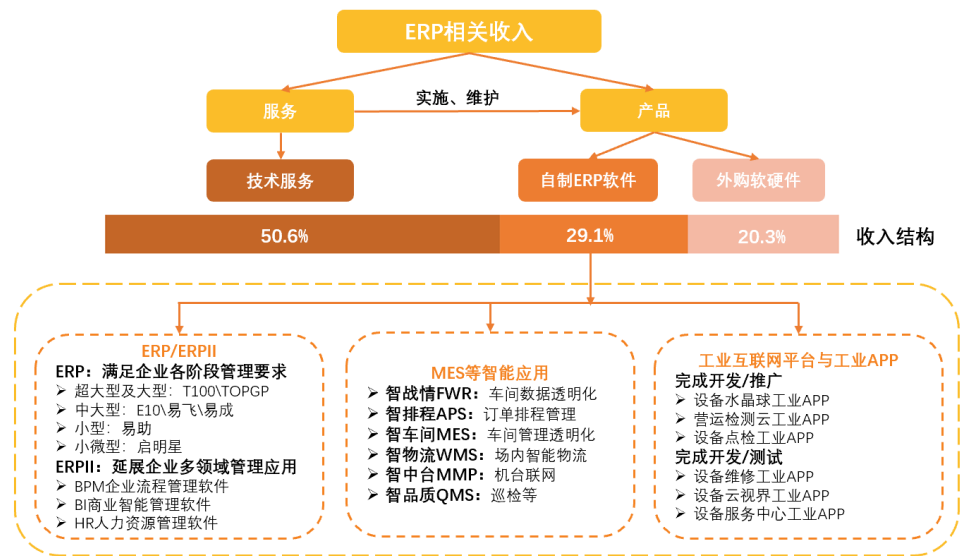
图 1：公司始终围绕智能制造研发 ERP

1982-1989	1990-1995	1996-2000	2001-2006	2007-2012	2013-2020
<b>MRP</b>	<b>MRPII</b>	<b>ERP</b>	<b>E-ERP</b>	<b>GERP</b>	<b>Mobile/Cloud</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>1982年鼎新电脑于台北成立</li> <li>1984年制造业MRP上市</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出基于DOS平台的MRPII软件LEADER</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1998年适用于大型制造业的ERP系统workflow上市</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>拓展国内业务</li> <li>2002年神州数码管理系统有限公司成立</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2009年神州数码管理系统有限公司正式更名为鼎捷软件有限公司，确定以鼎捷软件品牌深耕国内、辐射亚太</li> <li>2014年鼎捷软件股份有限公司于深交所挂牌上市</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015年确定“智能+”战略</li> <li>2018年提出稳敏双态IT数智战略</li> </ul>

资料来源：公司官网，天风证券研究所

产品线多元化，实施经验深厚。公司深耕企业级软件服务行业多年，产品层面，公司产品线完整，不同产品定位清晰；实施层面，公司以企业全生命周期各阶段问题为导向，建立对应的服务机制和内容，切实满足客户管理改善的需求。

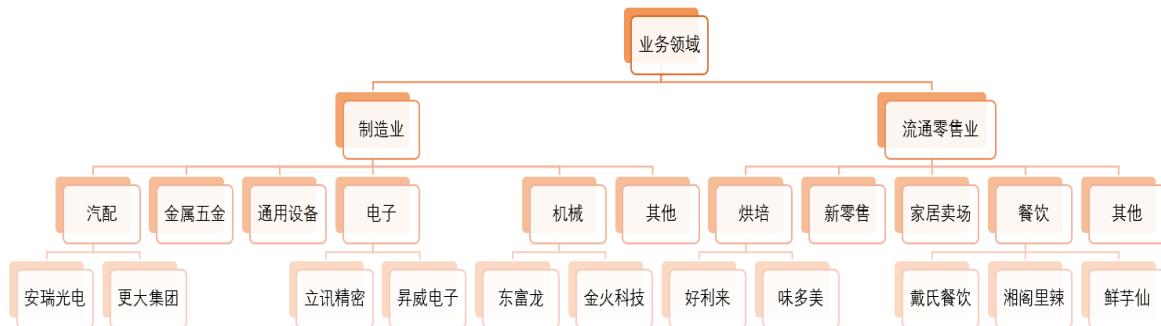
图 2：公司产品结构（根据 2020 年年报数据）



资料来源：wind、公司官网，天风证券研究所

产品涉及领域广泛，现有客户优势领先。制造领域，公司在汽配、电子等行业经营多年，行业经验丰富；流通零售领域，公司助力建立产、供、销全链路数字化解决方案，发展敏捷供应链体系。智能化过程中，现有优质客户群体将为公司业务带来潜在优势资源。

图 3：覆盖行业广泛，合作企业众多

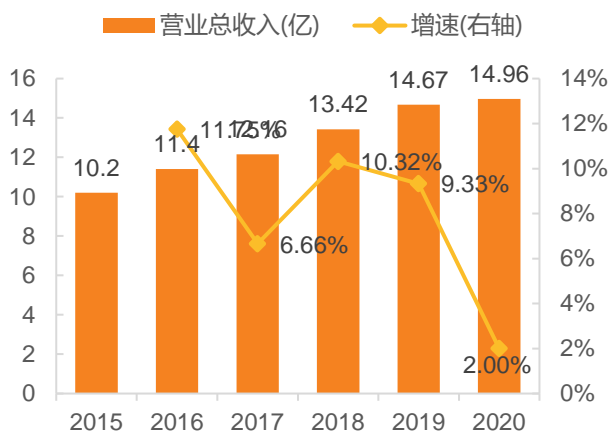


资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.2. 净利润增速高于收入增速，盈利能力强劲

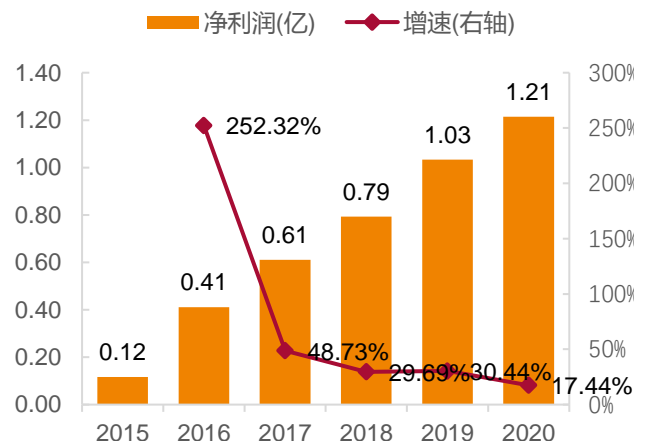
净利润增速高于收入增速，盈利能力实现显著提升。2020 年公司营收 14.96 亿元，同比增长 2%，实现归母净利润 1.21 亿，同比增长 17.44%。20 年业绩增长主要受益于企业数字化转型需求旺盛，净利增速高于收入增速服务商品化战略初见成效，我们认为未来需求端景气度有望持续。

图 4：公司收入保持稳定增长



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：公司归母净利润增速高于收入增速



资料来源：wind、天风证券研究所

公司技术服务贡献主要收入。公司主要收入来自为 ERP 软件提供的项目实施、运营维护和二次开发等技术服务，20 年技术服务收入占总收入 50.61%。公司以企业管理议题为导向提供敏捷交付的服务商品，助力制造业与流通业企业数字化转型。主要原因是公司由过去软件安装实施，转型为提供从价值销售、价值交付到价值服务的全程价值服务，提高服务价值和交付效率。

图 6：公司技术服务架构



图 7：公司技术服务收入占比逐年提升

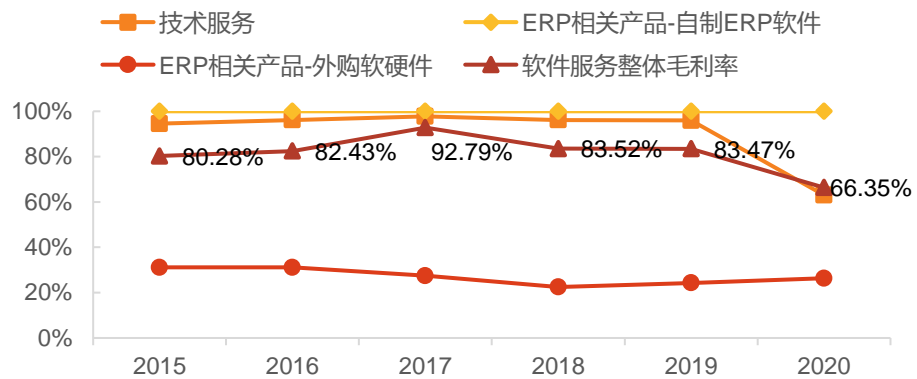


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

资料来源：wind、天风证券研究所

20 年受疫情影响毛利率有所降低，回顾历史毛利率相对平稳。公司根据客户特点搭配具体软硬件环境，将自制 ERP 软件安装调试完毕后再执行交付验收，完整的服务框架带来较高的毛利率，从历史来看技术服务毛利率稳定在 95%以上。20 年由于疫情的特殊性，毛利率影响较大，但我们认为随着国内防疫常态化，疫情对业务的毛利影响将会减弱，毛利率有望恢复，长期维持较高水平。

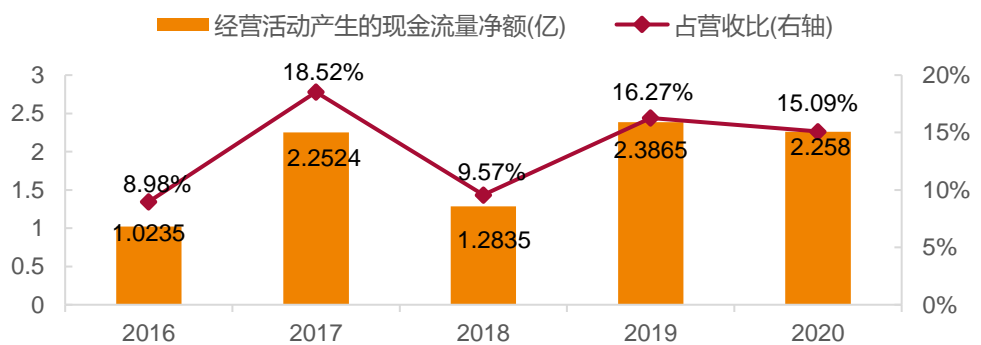
图 8：公司整体毛利率高位稳定



资料来源：wind、天风证券研究所

近三年平均经营现金流约 2 亿元。2020 年公司经营活动产生现金流量净额达 2.26 亿元，占营收比达 15.09%，近三年平均经营现金流约 2 亿元。

图 9：公司经营性现金流稳定



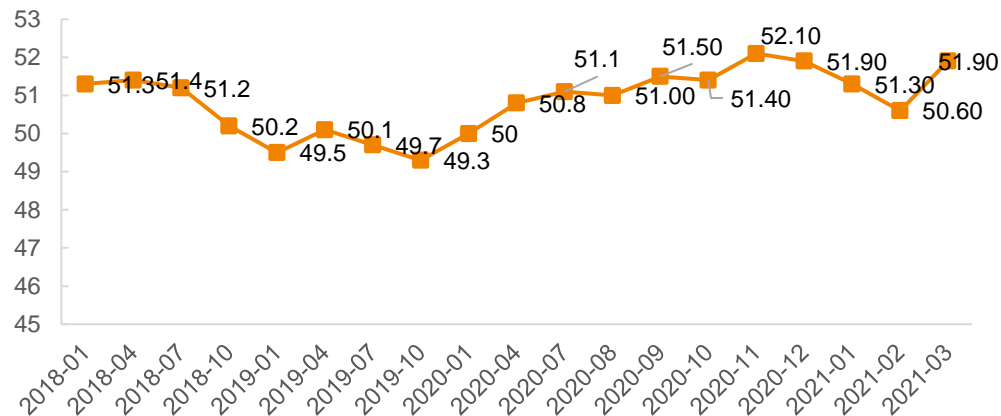
资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 智能制造前景广阔，5G 叠加国产替代加速产业上行

### 2.1. 制造业景气度回升，5G 催化智能制造或迎来拐点

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，21 年 3 月 PMI 数值达到了 51.9%，整体来看国内经济复苏势头向好，21 年一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 10：2018-2021 年中国 PMI 数据 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

5G 万物互联下，智能制造或迎来拐点。5G 最大的应用是在工业物联网，可以实现“设备点对点通信、设备数据上云、横向多工厂协同、纵向供应链互联”。我们认为 5G 大背景下，通信覆盖不断扩大，解决物与物连接问题，智能制造或将迎来拐点。

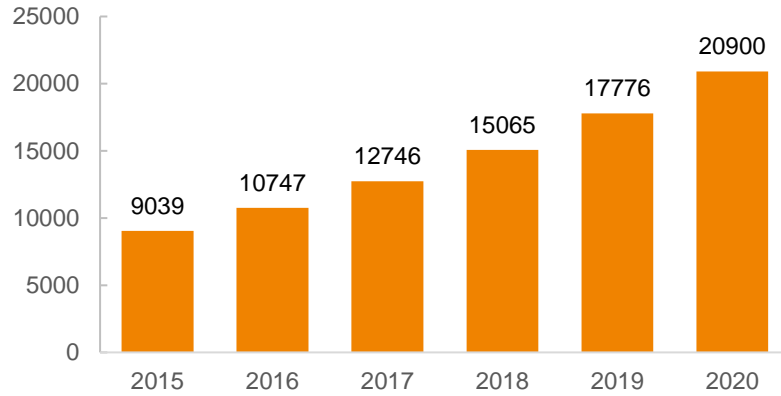
图 11：5G 或推动智能制造迎来拐点



资料来源：人民网、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. 国产替代势在必行，高端 ERP 市场有望释放

过去高端大型 ERP 市场为国外厂商占领，本土厂商聚焦中小企业。过去高端大型 ERP 软件市场大多为国外软件厂商，如 SAP、Oracle 等企业占领；在中小企业 ERP 软件市场，国内厂商占有较大优势。

表 1：过去国外厂商在高端大型 ERP 更有优势

因素	鼎捷软件等国产 ERP	SAP、Oracle 等国外 ERP
主要用户规模	大、中、小型企业	超大、跨国企业
适合用户特性	管理模式由粗放进入细致，系统要求灵活、弹性	管理制度成熟、稳定、复杂，系统相对僵化
产业经验来源	亚太新兴产业结构	欧、美大型传统产业结构
项目实施周期	3-6 个月	12-36 个月
用户配合实施人力	1-10 人	20-200 人
用户实施成本	低	高

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**ERP 国产化替代势在必行，国产化加速工业软件落地。**国产的高端 ERP 软件与国外同类产品的差距正在缩小。随着国家政策的陆续出台和逐步落实，央企等核心行业高度重视管理信息化系统安全性。智能制造 ERP 涵盖财务、物流、人力资源等核心模块，涉及企业众多维度的经营数据，从信息安全角度考虑，制造业 ERP 国产化替代势在必行。

表 2：制造业 ERP 国产化替代势在必行

日期	相关部门	政策	政策内容
2012	国务院	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	大力推进信息化发展，切实保障信息安全。
2014	国家采购中心	《关于进行信息类协议供货强制节能产品补充招标的通知》	国家采购中心要求政府机关不允许安装 Win 8 操作系统。
2015	全国人大	《中华人民共和国国家安全法》	以法律的形式确立了国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位
2016	国务院	《国家信息化发展战略纲要》	统筹发展安全两件大事，坚持走中国特色信息化发展道路
2017	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020）》	首次明确提出信息安全产品收入目标，即到“十三五”末达到 2,000 亿元，年均增长 20%以上。
2018	网信办、证监会	《关于推动资本市场服务网络强国建设	充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和



		设的指导意见》	促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设。
2019	中国电子信息产业发展研究院	《信息技术产品安全可控评价指标》	针对中央处理器、操作系统、办公套件和通用计算机产品给出具体的评价指标。
2019	财政部、国家税务总局	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告。》	对于依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在2018年12月31日前自获利年度起计算优惠期，企业所得税享受“两免三减半”政策。

资料来源：各部委官网，天风证券研究所

### 3. 工业富联入主，深度合作引领中国制造转型升级

#### 3.1. 制造业 ERP 市占率本土第一，持续发力智能制造

发力智能制造，产品及解决方案不断完善。公司持续推动智能制造方案的迭代升级，完善智能制造领域的产品线与应用功能，通过制造执行系统(MES)、先进排程系统(APS)、智能仓储管理系统(WMS)、质量管理体系(QMS)、数智工厂战情室(FWR)等产品线的迭代与推广，打造数字工厂相关的IT+OT整体解决方案。同时借助工业互联网平台的底层数据集成，强化对生产现场数据和远程设备运行数据的采集能力，结合人工智能、大数据等新技术手段，更加完善工业互联网平台和应用的解决方案。

图 13：鼎捷智能车间效能



资料来源：鼎捷软件官网，天风证券研究所

聚焦行业经营,与立讯精密长期合作树立行业标杆。公司以行业场景为主轴，持续聚焦汽车零部件制造、装备制造、电子、半导体、金属制品、塑料制品等优势产业。特别是面对半导体产业快速发展的机遇，公司将快速完善在芯片设计、芯片生产、外延片管理、晶圆级封测、集成电路封测、分立器件封测、LED封测等细分领域的运营数字化，同时借助行业龙头立讯精密树立行业标杆。公司与立讯精密合作近十年，公司为立讯精密提供ERP、OA、E-Flow、供应链易桥等软件，围绕TOP GP管理软件数据核心，构建覆盖集团总部以及子公司的精细化管理系统。

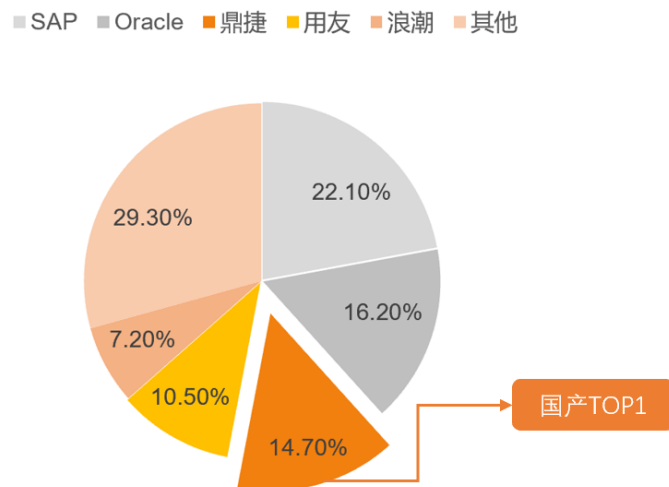
图 14：立讯精密供应链效率提升



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**公司制造业 ERP 市占率靠前，帮助企业实现智能+转型。**公司在大陆及中国台湾地区积累了庞大的客户基数，累计合作企业数量超过 50,000 家，不断提升客户的黏性。根据赛迪研究 2017 年数据，中国智能制造产业 ERP 软件市场呈现出垄断竞争的市场格局，公司在中国市占率高居本土第一，领先用友、浪潮等国产 ERP 供应商。**我们认为公司在制造业 ERP 领域优势显著，制造业领域积累的相关经验，将有利于智能制造业务的不断拓展。**

图 15：公司 2017 年制造业 ERP 市占率本土第一，领先用友、浪潮等国产公司

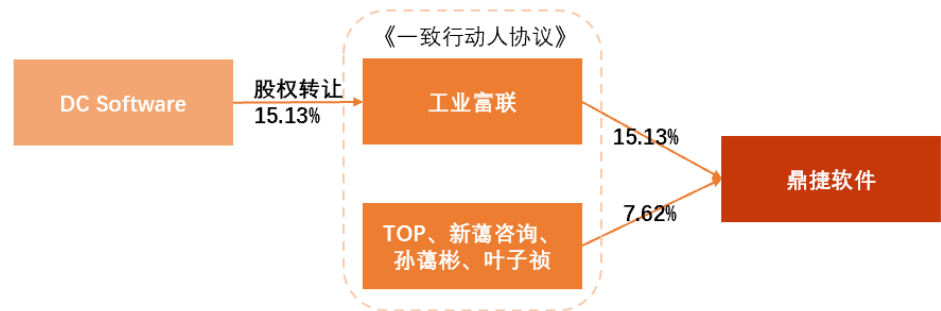


资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.2. 工业富联入主治理结构改善，股权激励绑定核心骨干

**工业富联入主，股权转让完毕成为公司第一大股东。**2020 年 7 月 6 日，公司发布相关公告，工业富联拟通过协议转让方式收购 Digital China Software 持有鼎捷软件 39,971,265 股人民币普通股股份（以下简称“标的股份”），约占标的公司总股本的 15.19%。目前 DC Software 与工业富联于 2020 年 12 月 11 日完成上述协议转让股份的过户登记手续，富士康持股比例为 15.13%。同时工业富联与鼎捷软件股东 TOP PARTNER HOLDING LIMITED、新谩咨询、孙谩彬、叶子祯签署了《一致行动人协议》。工业富联与一致行动股东合计将持有 22.75% 的股本，成为鼎捷软件第一大股东。

图 16：工业富联股权入主鼎捷软件



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**股权结构改善，股权激励绑定核心骨干，经营活力有望显著增强。**过去公司股权结构相对分散，单一股东的持股比例均为 30%以下，导致公司经营决策存在效率不足。同时公司在 2 月发布股权激励草案，本次激励计划拟向激励对象 219 人（董事、高级管理人员及核心骨干人员）授予的限制性股票数量为 1,000 万股，约占公司股本总额的 3.76%。**我们认为而随着工业富联入主，公司股权结构改善，股权激励提振员工士气，预计经营效率有望持续提升，特别是大陆业务有望实现高速发展，19 年大陆地区收入为 6.38 亿，根据期权行权条件以及限制性股票归属条件，2023 年整体收入有望达到 21.27 亿，其中大陆地区有望达到 12.76 亿。**

表 3：期权行权与限制性股票的授予与归属条件

期权行权与限制性股票的授予与归属条件

期权行权条件	考核年度	中国大陆营业收入较 2019 年增长率
第一个行权期	2021 年	30%
第二个行权期	2022 年	70%
第三个行权期	2023 年	100%

限制性股票的授予与归属条件	考核年度	营业收入相较于 2019 年增长 (X)
第一个行权期	2021 年	15% ≤ X
第二个行权期	2022 年	30% ≤ X
第三个行权期	2023 年	45% ≤ X
可归属比例 (M)		100%

限制性股票的授予与归属条件	考核年度	净利润增长率相较于 2019 年增长 (Y)
第一个行权期	2021 年	Y ≥ 5%
第二个行权期	2022 年	Y ≥ 8%
第三个行权期	2023 年	Y ≥ 10%
可归属比例 (N)		100%

公司层面当期实际归属比例=可归属比例 (M) \* 可归属比例 (N)

资料来源：公司公告，天风证券研究所（限制性股票的授予与归属条件营业收入只列出了 100% 归属比例条件）

### 3.3. 与“灯塔计划”同行，引领中国制造转型升级

**工业富联提出灯塔计划，引领中国制造转型升级。**工业富联是全球领先的智能制造服务商和工业互联网整体解决方案提供商，工业富联依托“灯塔工厂”顶层咨询规划设计能力，以及运营和运维能力，提出灯塔工厂整体解决方案，实现对外推广，推动行业产业平台孵化和标杆客户打造。

图 17：灯塔计划实现步骤



资料来源：工业富联灯塔工厂白皮书，天风证券研究所

远期灯塔工厂计划将覆盖更多行业头部客户。工业富联正与汽车零部件、住宅工业、建筑材料等多个行业内的头部客户进行“灯塔工厂”的输出合作，预计 2020 年将打造 10 个灯塔工厂的整体解决方案标杆。随着自身“熄灯工厂”与其他行业标杆案例的打造，灯塔计划远期将进入更多制造业头部客户。

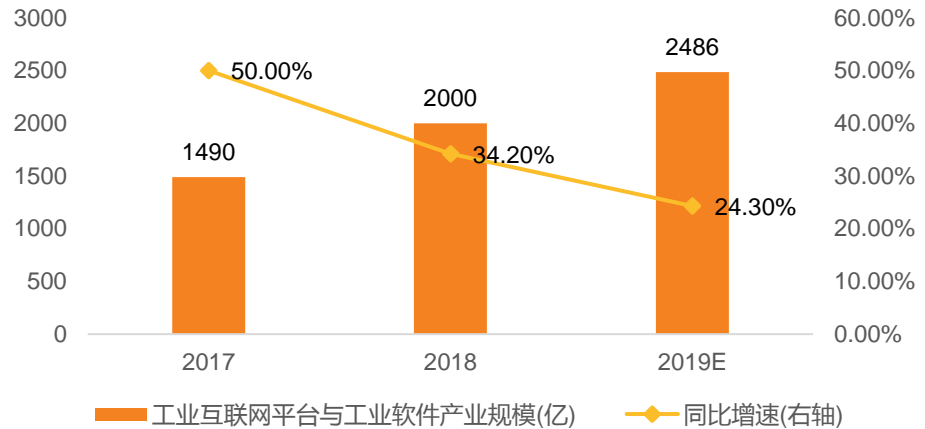
图 18：灯塔工厂实践现状



资料来源：工业富联灯塔工厂白皮书，天风证券研究所

工业互联网产业广阔，灯塔计划加速工业富联布局。根据国家统计局数据测算，我国工业互联网平台与工业软件产业存量规模由 2017 年的 1490 亿元增长至 2019 年的 2486 亿元，年复合增长率达到 29.2%，2019 年占工业互联网核心产业存量规模的比重为 46.4%，成为工业互联网核心产业增长的主要驱动力量。我们认为灯塔计划的成功实施，通过在多个行业树立行业标杆，将提升工业富联在智能制造领域的影响力，加速工业富联在工业互联网领域布局及推广。

图 19：2017-2019 年我国工业互联网平台与工业软件产业规模与增速



资料来源：中国信息通信研究院，前瞻产业研究院，中自网，天风证券研究所

工业富联作为鼎捷大股东，深度合作实现双赢。此次合作，工业富联数字化工业的整体能力将与鼎捷软件工业软件方面的设计、研发、运维等能力深度结合。根据工业富联官方公告，鼎捷软件优先与工业富联合作共同拓展对外科技服务或灯塔工厂相关的特定活动，例如研发、销售等主营业务。例如衡阳智造谷，鼎捷软件作为工业富联生态伙伴，提供涵盖工业软件、汽车行业端对端解决方案以及设备云在内的服务内容支持。我们认为与工业富联的深度合作，公司有望获得国内行业头部客户订单，长期来看，公司 MES 业务将会跟工业富联数字化工业深度整合。

图 20：海鸥住工将联合工业富联打造全球住宅工业行业“灯塔工厂”

#### 海鸥住工转型升级蓝图



资料来源：工业富联灯塔工厂白皮书、天风证券研究所

图 21：玲珑轮胎与腾讯云将联手打造轮胎行业互联网平台

#### 玲珑轮胎转型升级蓝图



资料来源：工业富联灯塔工厂白皮书、天风证券研究所

## 4. 盈利预测

### 核心假设：

- 1) 根据 21 年 3 月份的 PMI 数值为 51.9%，进入 21 年一季度，制造业复苏步伐有所加快，3 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。我们预计随着国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) 工业富联入主鼎捷软件，由于鼎捷软件优先与工业富联合作共同拓展对外科技服务或灯塔工厂相关的特定活动，考虑到工业富联“灯塔计划”对于智能制造行业的影响力，我们预计“灯塔计划”会给公司带来相关订单业务。
- 3) 公司自有产品不断完善竞争力提升，进而推动高毛利率业务自制 ERP 以及技术服务会计业务占比上升，我们预计公司毛利率持续上升。

- 4) 工业富联入主, 公司股权结构改善, 公司发布股权激励提振员工士气, 预计经营效率有望持续提升, 净利率有望上升。

表 4: 盈利预测拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>技术服务</b>						
收入 (亿)	6.62	7.36	7.57	8.71	10.10	11.82
增速	18%	11%	3%	15%	16%	17%
毛利率(%)	96%	96%	63%	96%	96%	96%
<b>ERP 相关</b>						
ERP 相关产品-自制 ERP 软件						
收入 (亿)	4.27	4.50	4.35	4.79	5.36	6.11
增速	11%	5%	-3%	10%	12%	14%
毛利率(%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ERP 相关产品-外购软硬件						
收入 (亿)	2.53	2.81	3.04	3.28	3.54	3.82
增速	-7%	11%	8%	8%	8%	8%
毛利率(%)	22%	24%	26%	25%	25%	25%
<b>合计</b>						
收入 (亿)	13.42	14.67	14.96	16.77	19.00	21.76
增速	10%	9%	2%	12%	13%	14%
毛利率	84%	83%	66%	83%	84%	85%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

鼎捷软件作为国内领先的智能制造厂商, 深耕企业信息化近四十年, 制造业 ERP 行业经验丰富。工业富联入股实现公司股权结构改善, 经营效率提升, 同时作为第一大股东, 公司将与工业富联的深度合作, 通过灯塔计划, 进入更多制造业头部客户。未来随着智能制造景气度不断提升, 公司业绩将受益于“工业富联”灯塔计划, 智能制造相关业务有望实现高速发展。我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润为 1.59、2.10、2.89 亿元, EPS 为 0.6、0.79、1.09 元/股。

考虑公司当前盈利主要来自中国台湾地区, 大陆地区业务发展迅速, 我们采用分地区估值: 根据 Wind 一致预期 21 年可比公司平均 PE 为 29.81 倍, 我们预计 21 年中国台湾地区净利润 1.59 亿, 给予 PE 30 倍, 对于市值 47.7 亿。20 年大陆地区收入为 6.2 亿, 21 年预计增速为 26%, 收入为 7.81 亿, 给予 4.5 倍 PS (因为大陆大区快速增长给予 30 PE, 预期未来能够实现净利率 15%), 对应市值 35.15 亿, 合计对应市值为 82.85 亿, 对应股价 31.12 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5: 可比公司 (Wind 一致预期)

可比公司	21E	22E
赛意信息	26.98	19.94
宝信软件	42.73	33.63
能科股份	25.48	18.84
汉得信息	24.05	18.55
平均 PE	29.81	22.74

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

**工业富联协同效应不及预期：**我们看好工业富联入主后，对公司股权结构、经营活动带来显著提升，若工业富联协同效应不及预期，公司增长可能放缓。

**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，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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	515.64	520.15	400.75	410.22	801.53
应收票据及应收账款	271.15	284.96	395.71	236.99	487.30
预付账款	7.90	12.07	19.71	17.00	20.74
存货	10.77	26.59	26.14	3.12	27.92
其他	410.86	397.47	604.88	543.56	523.82
<b>流动资产合计</b>	<b>1,216.33</b>	<b>1,241.24</b>	<b>1,447.18</b>	<b>1,210.89</b>	<b>1,861.31</b>
长期股权投资	61.08	54.94	54.94	54.94	54.94
固定资产	787.76	754.23	737.64	741.13	743.67
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	125.66	116.99	109.52	102.06	94.59
其他	78.97	161.62	73.99	69.49	68.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,053.47</b>	<b>1,087.78</b>	<b>1,012.10</b>	<b>1,037.22</b>	<b>1,033.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,269.80</b>	<b>2,329.03</b>	<b>2,459.27</b>	<b>2,248.11</b>	<b>2,894.86</b>
短期借款	296.69	160.35	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	82.82	100.20	111.74	117.70	127.23
其他	471.84	528.92	675.31	309.80	739.33
<b>流动负债合计</b>	<b>851.35</b>	<b>789.47</b>	<b>787.05</b>	<b>427.51</b>	<b>866.56</b>
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	7.53	7.95	3.86	3.94	5.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.53</b>	<b>7.95</b>	<b>3.86</b>	<b>3.94</b>	<b>5.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>858.88</b>	<b>797.42</b>	<b>790.91</b>	<b>431.45</b>	<b>871.67</b>
少数股东权益	8.99	10.71	14.80	18.01	22.44
股本	266.02	266.25	266.27	266.27	266.27
资本公积	645.43	656.06	656.06	656.06	656.06
留存收益	1,164.59	1,282.39	1,387.30	1,532.38	1,734.48
其他	(674.12)	(683.82)	(656.06)	(656.06)	(656.06)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,410.92</b>	<b>1,531.60</b>	<b>1,668.36</b>	<b>1,816.66</b>	<b>2,023.19</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,269.80</b>	<b>2,329.03</b>	<b>2,459.27</b>	<b>2,248.11</b>	<b>2,894.86</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	103.89	120.55	159.08	210.17	289.36
折旧摊销	52.65	61.84	48.06	50.38	52.77
财务费用	4.50	3.26	3.00	4.00	5.00
投资损失	(10.64)	(9.86)	(11.56)	(11.56)	(11.56)
营运资金变动	340.66	204.57	(67.30)	(114.20)	187.01
其它	(252.41)	(154.57)	20.65	(1.79)	9.43
<b>经营活动现金流</b>	<b>238.65</b>	<b>225.80</b>	<b>151.92</b>	<b>137.00</b>	<b>532.01</b>
资本支出	30.03	9.34	64.09	79.92	48.83
长期投资	(0.63)	(6.14)	0.00	0.00	0.00
其他	(209.00)	(78.39)	(145.66)	(138.36)	(97.27)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(179.59)</b>	<b>(75.19)</b>	<b>(81.57)</b>	<b>(58.44)</b>	<b>(48.44)</b>
债权融资	296.69	160.35	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.84	28.06	24.78	(4.00)	(5.00)
其他	(646.86)	(320.70)	(214.53)	(65.09)	(87.26)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(337.34)</b>	<b>(132.29)</b>	<b>(189.76)</b>	<b>(69.09)</b>	<b>(92.26)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(278.27)</b>	<b>18.32</b>	<b>(119.41)</b>	<b>9.47</b>	<b>391.31</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,466.72</b>	<b>1,496.09</b>	<b>1,677.48</b>	<b>1,900.50</b>	<b>2,175.63</b>
营业成本	242.50	503.50	269.67	291.82	318.05
营业税金及附加	11.21	11.24	13.26	14.72	16.89
营业费用	747.31	495.32	788.42	874.23	979.03
管理费用	179.81	189.66	201.30	209.06	217.56
研发费用	166.43	189.26	201.30	218.56	250.20
财务费用	7.03	(1.05)	3.00	4.00	5.00
资产减值损失	(0.40)	(5.49)	2.64	0.19	0.81
公允价值变动收益	0.00	0.73	16.57	(5.00)	5.00
投资净收益	10.64	9.86	11.56	11.56	11.56
其他	(40.45)	(63.32)	(56.27)	(13.13)	(33.13)
<b>营业利润</b>	<b>142.63</b>	<b>166.38</b>	<b>226.03</b>	<b>294.49</b>	<b>404.64</b>
营业外收入	1.09	0.79	0.55	0.66	0.77
营业外支出	0.99	0.91	2.42	2.01	1.81
<b>利润总额</b>	<b>142.73</b>	<b>166.26</b>	<b>224.15</b>	<b>293.14</b>	<b>403.60</b>
所得税	38.83	45.72	60.99	79.76	109.81
<b>净利润</b>	<b>103.89</b>	<b>120.55</b>	<b>163.17</b>	<b>213.38</b>	<b>293.79</b>
少数股东损益	0.53	(0.84)	4.09	3.21	4.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>103.36</b>	<b>121.39</b>	<b>159.08</b>	<b>210.17</b>	<b>289.36</b>
每股收益(元)	0.39	0.46	0.60	0.79	1.09

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.33%	2.00%	12.12%	13.29%	14.48%
营业利润	23.59%	16.65%	35.85%	30.29%	37.41%
归属于母公司净利润	30.45%	17.44%	31.05%	32.12%	37.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	83.47%	66.35%	83.92%	84.65%	85.38%
净利率	7.05%	8.11%	9.48%	11.06%	13.30%
ROE	7.37%	7.98%	9.62%	11.68%	14.46%
ROIC	10.31%	16.24%	25.38%	26.38%	30.68%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37.84%	34.24%	32.16%	19.19%	30.11%
净负债率	-15.52%	-23.49%	-24.02%	-22.58%	-39.62%
流动比率	1.43	1.57	1.84	2.83	2.15
速动比率	1.42	1.54	1.81	2.83	2.12
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.38	5.38	4.93	6.01	6.01
存货周转率	123.35	80.07	63.62	129.94	140.20
总资产周转率	0.62	0.65	0.70	0.81	0.85
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.39	0.46	0.60	0.79	1.09
每股经营现金流	0.90	0.85	0.57	0.51	2.00
每股净资产	5.27	5.71	6.21	6.75	7.51
<b>估值比率</b>					
市盈率	52.86	45.01	34.35	26.00	18.88
市净率	3.90	3.59	3.30	3.04	2.73
EV/EBITDA	9.52	17.25	16.72	13.29	9.18
EV/EBIT	11.13	20.46	20.23	15.54	10.37



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