

智能制造快速发展，商业模式优化升级

买入|首次推荐

报告要点:

● **创始团队出身美的集团，制造业基因深植，全面布局智能制造业务**
 公司脱胎于美的集团信息部，大股东及高管团队均在制造业 IT 领域具备丰富经验，创始团队互为一致行动人，目前共持有公司 40.93% 的股份。公司全面布局智能制造业务，立足华南，向华东、华中等地区拓展，发展前景广阔。2020 年，公司实现营业收入 13.85 亿元，同比增长 28.79%，实现扣非归母净利润 1.63 亿元，同比增长 191.00%。

● **受益国家政策与产业需求共振，公司智能制造业务快速发展**
 得益于国家政策支持与生产制造行业内生需求旺盛，公司智能制造业务发展迅速。2017-2020 年，智能制造收入复合增速达 77.84%，占比从 10.36% 提升至 29.83%。2020 年，智能制造业务实现收入 4.13 亿元，同比增长 56.33%。我们认为：随着 S-MOM 等自研产品的持续推广，公司智能制造业务的收入有望继续保持快速增长，同时，毛利率有望进一步提升。

● **公司拥有众多优质客户群体，产品化提升复用率，打造核心竞争力**
 目前，国内智能制造软件行业竞争格局相对分散，公司有望依靠核心竞争力脱颖而出。**1) 优质的客户群体：**公司已为超千家企业客户提供数字化转型服务，拥有华为、美的等众多优质客户。近年来，公司积极开拓新客户，扩大收入来源，客户集中度逐渐降低。**2) 行业包提升复用率：**公司在电子、机加工、PCB、注塑行业、泛家居等核心行业推出行业套件解决方案，为企业提供“标准平台+行业套件+定制化服务”，大大提高代码复用率，降低二次开发时间，从而降低公司整体实施周期。2018-2020 年，智能制造业务的毛利率分别为 29.97%、31.56%、41.03%。**3) 自研产品放量：**公司自研一体化工业管理软件产品家族 S-MOM 与基于数字化中台的供应链协同软件持续放量，客户在软件许可方面付费意愿提升，收入占比持续提升。

● **投资建议与盈利预测**
 公司智能制造业务快速发展，多年来积累了大量优质客户，自研产品逐步放量，盈利能力提升。预测公司 2021-2023 年营业收入为 18.78、24.86、32.70 亿元，归母净利润为 2.52、3.53、4.78 亿元，EPS 为 0.68、0.95、1.29 元/股，对应 PE 为 33.90、24.16、17.83 倍。过去三年公司 PE 主要运行在 35-55 倍的区间，目前计算机（申万）指数 PE TTM 为 53.3 倍，给予 2021 年 45 倍目标 PE，目标价 30.60 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● **风险提示**
 新冠肺炎疫情反复；大客户受到外部环境影响，需求下降；智能制造业务推进不及预期；自研产品推广不及预期；应收账款较高；行业竞争加剧。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1075.65	1385.31	1877.56	2485.70	3270.14
收入同比(%)	18.27	28.79	35.53	32.39	31.56
归母净利润(百万元)	66.35	176.06	251.60	353.01	478.31
归母净利润同比(%)	-41.57	165.37	42.90	40.31	35.50
ROE(%)	7.92	16.41	19.54	22.26	24.07
每股收益(元)	0.18	0.48	0.68	0.95	1.29
市盈率(P/E)	128.55	48.44	33.90	24.16	17.83

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：23.07 元/30.60 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：31.14 / 18.6

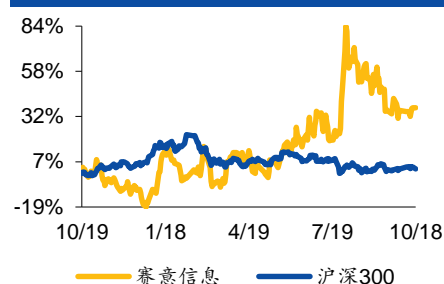
A 股流通股 (百万股)：270.92

A 股总股本 (百万股)：369.70

流通市值 (百万元)：6250.21

总市值 (百万元)：8528.88

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

分析师 陈图南
 执业证书编号 S0020521090001
 电话 021-51097188
 邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：创始团队脱胎美的，智能制造快速成长	4
1.1 发展历史：脱胎于美的信息部，布局智能制造领域	4
1.2 财务分析：研发投入持续加大，产品化推高毛利率	5
1.3 股权情况：核心团队技术出身，股权激励护航成长	7
2. 行业分析：需求政策双浪叠加，从管理向生产下沉	8
2.1 工业软件：国家政策大力支持，国产软件高速发展	8
2.2 ERP 软件：管理需求边界拓展，高端 ERP 需求稳定	10
3. 竞争力分析：标杆客户案例众多，商业模式优化升级	13
3.1 积累优质客户群体，人均创收持续提升	13
3.2 自研产品逐渐放量，行业包提升复用率	14
3.3 中台打造协同枢纽，提升核心竞争能力	15
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司营业收入与归母净利润情况（百万元）	5
图 3：公司前五大客户销售额占比情况	5
图 4：公司整体毛利率情况	6
图 5：泛 ERP 与智能制造业务收入与毛利率情况	6
图 6：公司各项费用率情况	6
图 7：研发人员及研发投入情况	6
图 8：2021 年上半年末公司股权结构	7
图 9：2012-2021 年中国工业软件产业市场规模及预测	8
图 10：计划层-执行层-控制层逻辑关系	9
图 11：我国制造业就业人员数量（万人）	9
图 12：生产、运输设备操作及有关人员平均工资（元）	9
图 13：中国 ERP 软件行业市场规模及预测	11
图 14：2020 年中国 ERP 市场竞争格局	12
图 15：2020 年中国高端 ERP 市场竞争格局	12
图 16：公司拥有众多优质客户（部分展示）	13
图 17：2014-2020 年第一大客户收入占公司营收比例	14
图 18：公司 S-MOM 智能制造管理平台	15
图 19：数据中台建设是数字化转型的关键支持	16
表 1：公司历次股权激励情况	7
表 2：公司历次股权激励计划股份支付费用摊销情况（万元）	7
表 3：ERP 与 MES 在管理上的主要区别	8

表 4: 近年来我国工业软件行业相关政策梳理.....	10
表 5: SAP ERP 软件的优缺点.....	11
表 6: 公司近三年人均创收情况.....	14
表 7: 公司业务拆分 (百万元)	18
表 8: 可比公司估值情况.....	18

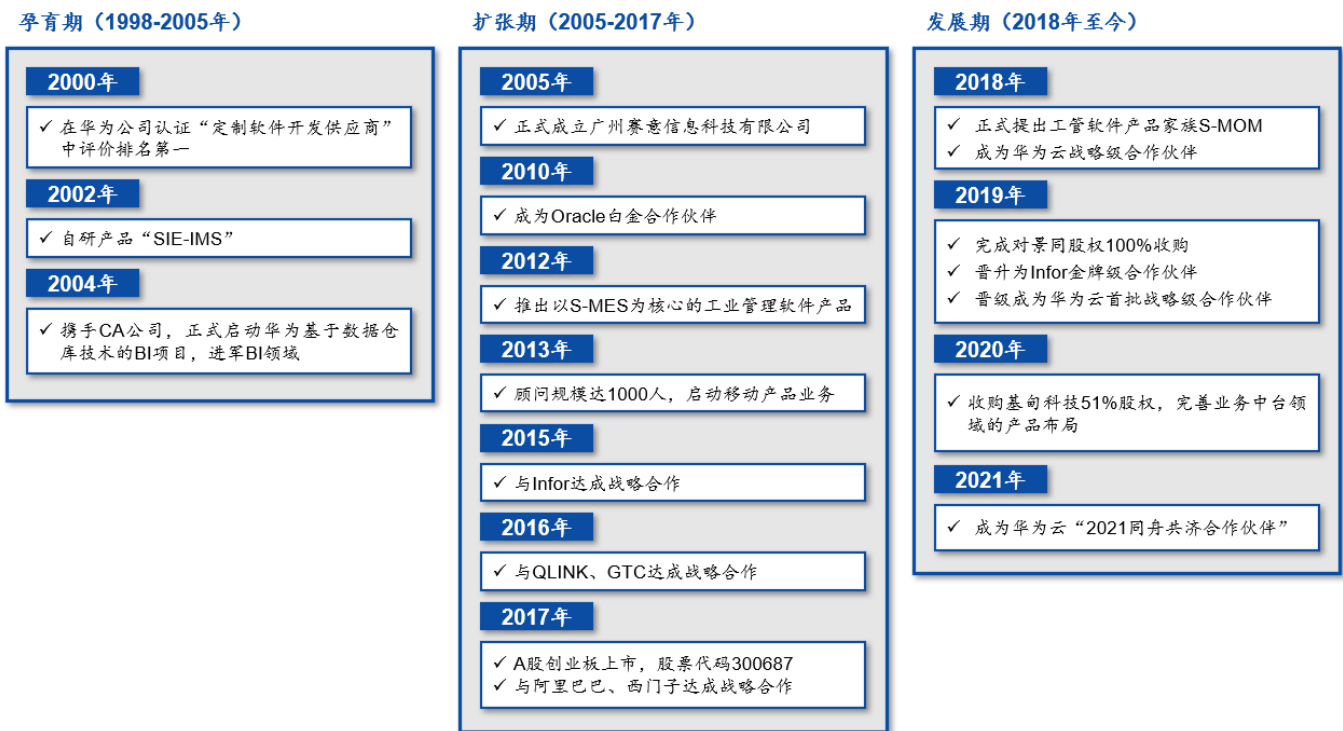
1. 公司介绍：创始团队脱胎美的，智能制造快速成长

1.1 发展历史：脱胎于美的信息部，布局智能制造领域

公司脱胎于美的集团信息部，布局泛 ERP 软件业务和智能制造业务。现任董事长张成康先生与其他几名高管之前均为美的 IT 部门成员，2005 年组成创始人团队，成立广州赛意信息科技有限公司，早期美的集团持有 20% 股份，后伴随多次增资扩股逐步下降至 11.91%，上市后至今一直稳定持有。

- 自 2010 年开始，公司主要提供基于 Oracle ERP 等软件的咨询实施及相关二次开发服务。发展至今，公司在提供核心大型 ERP 实施服务基础上，进一步提供基于数字化中台的供应链协同软件与智慧营销软件，覆盖企业供应链上下游的数字化采购管理、数字化销售管理等业务领域。
- 自 2012 年开始，公司面向市场提供以 S-MES 为核心的工业管理软件产品。时至今日，产品已扩展成为制造运营一体化的工业管理软件产品家族(S-MOM)，实现了平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

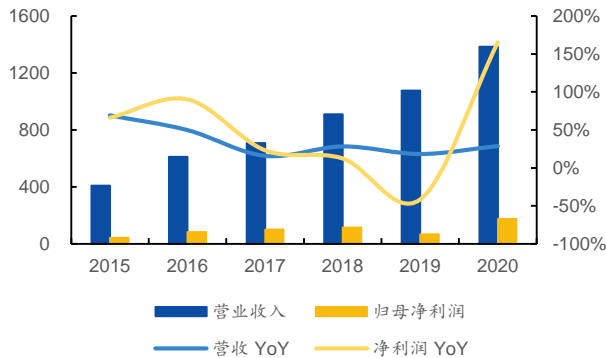
公司当前主要产品及服务分为三大板块：1) 面向制造、零售及现代服务等行业的企业级客户提供泛 ERP 软件及智能制造软件的销售及实施开发服务；2) 上述相关产品在部署后的专业维护服务；3) 上述相关业务过程中产生的基础软硬件代理分销类的衍生性业务。

1.2 财务分析：研发投入持续加大，产品化推高毛利率

受益于企业级客户日益饱满的智能制造升级及数字化转型需求，公司在两个维度上打造业绩增长点：1) 自研产品占比提升，智能制造业务快速发展；2) 立足华南，向华东、华中等地区拓展业务。

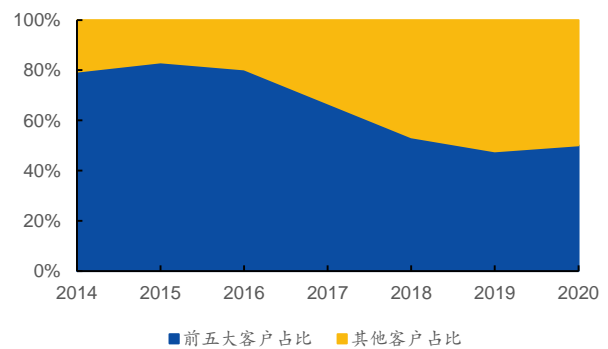
- 2020年，公司实现营业收入13.85亿元，同比增长28.79%，实现扣非归母净利润1.63亿元，同比增长191.00%。
- 公司与华为技术、美的集团等主要客户保持了稳定的合作关系，服务的大中型企业客户、集团客户黏性较强且企业信息化需求旺盛。2019年，公司头部客户受到“实体清单”影响，导致公司部分订单签单及价格产生波动，对公司当年业绩造成一定影响。近年来，公司积极开拓新客户，扩大收入来源，客户集中度逐渐降低。

图 2：公司营业收入与归母净利润情况（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司前五大客户销售额占比情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

泛 ERP 业务：作为公司的基石业务，泛 ERP 业务目前依然为公司最重要的收入来源，2020年收入占比为58.86%。

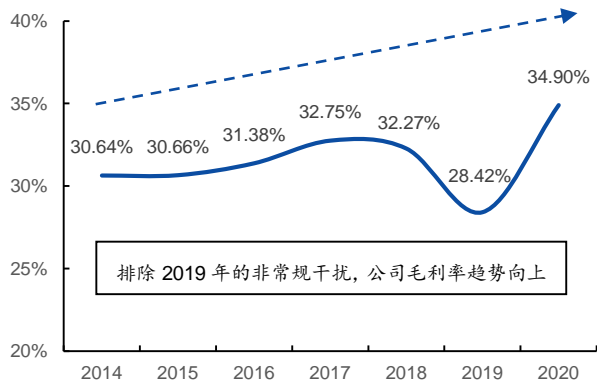
- 2017-2020年，公司泛 ERP 业务复合增速达11.01%。2020年，泛 ERP 业务稳中有增，实现收入8.15亿元，同比增长16.35%。
- 2018-2020年，泛 ERP 业务的毛利率分别为34.76%、28.78%、34.11%。其中，2019年毛利率波动的主要原因是公司重要客户受到外部环境冲击，从而影响了对公司的相关订单。
- 公司自研的业务及数据中台产品在板块业务中的占比不断提高，我们预计未来3-5年中台业务有望保持高景气度，助力泛 ERP 业务持续开拓。

智能制造业务：近年来，得益于国家政策支持与生产制造行业内生需求旺盛，公司智能制造业务发展迅速。2017-2020年，收入占比从10.36%提升至29.83%。

- 2017-2020年，公司智能制造业务复合增速达77.84%。2020年，智能制造业务实现收入4.13亿元，同比增长56.33%。
- 2018-2020年，智能制造业务的毛利率分别为29.97%、31.56%、41.03%，毛利率不断提升的主要原因包括：1) 自研产品占比持续提升。S-MOM 产品获得

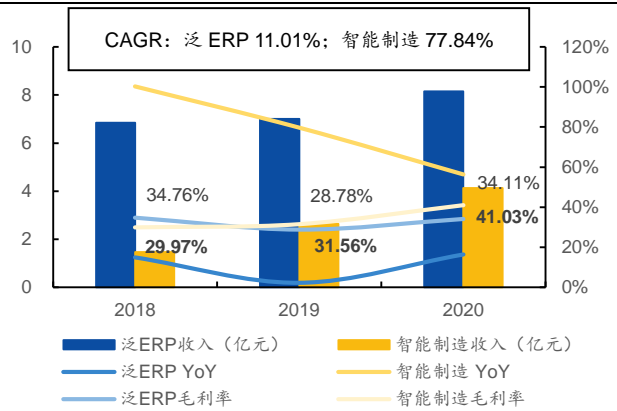
市场认可，客户在软件许可方面付费意愿提升。2) 产品化能力缩短实施周期。公司通过构建“标准产品系统模块+行业套件解决方案+定制化服务”，使产品化程度提升，项目定制化开发程度下降。我们认为，随着自研产品销售占比不断提升，公司智能制造业务毛利率仍有进一步提升的空间。

图 4：公司整体毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：泛 ERP 与智能制造业务收入与毛利率情况



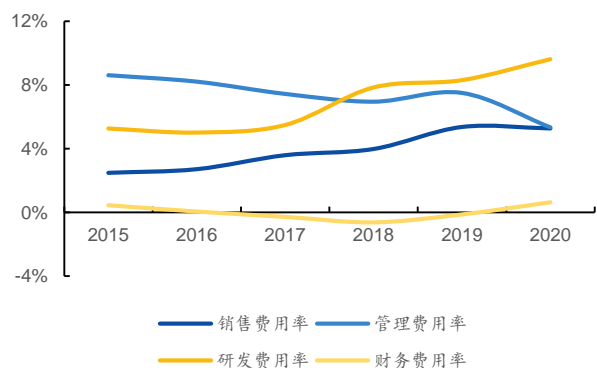
资料来源：Wind，国元证券研究所

注：数据标签为毛利率

从费用端的变化可以较为清晰地看出公司业务向产品化转型的趋势。公司大力发展自研产品业务，1) 在研发端：公司研发团队着力提升基础代码框架化、业务逻辑组件化、行业套件配置化等方面的产品化水平。2) 在销售/渠道端：公司积极开展线下销售活动；拓展华东和华中地区业务；搭建自研产品实施渠道，包括新增岗位、顾问体系搭建等。

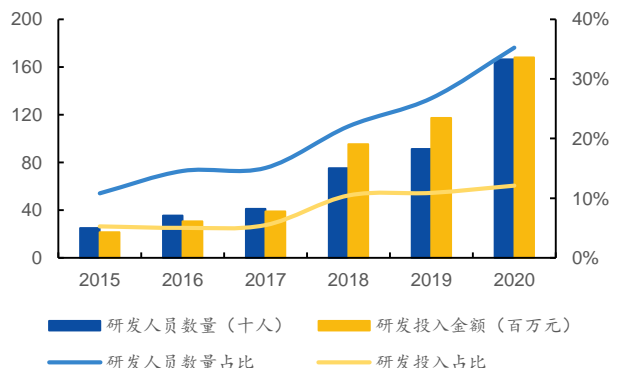
- 2016-2020 年，销售与研发费用率分别为 2.72%/3.59%/3.98%/5.36%/5.27% 和 5.02%/5.49%/7.85%/8.30%/9.62%。
- 截至 2020 年末，公司拥有 1664 名研发人员，同比增长 82.46%，占公司员工总数的比例由 2019 年的 26.78% 提升至 35.25%。

图 6：公司各项费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：研发人员及研发投入情况

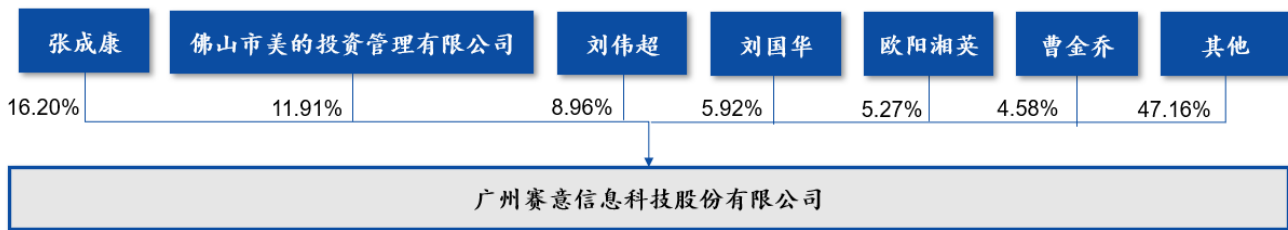


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 股权情况：核心团队技术出身，股权激励护航成长

公司大股东及高管团队出身美的集团，制造业 IT 行业经验丰富。根据公司 2021 年半年度报告，公司实际控制人为董事长、总经理张成康先生，持股 16.20%；第二大股东为佛山市美的投资管理有限公司，持股 11.91%。公司前五大自然人股东张成康（董事长、总经理）、刘伟超（董事、副总经理）、刘国华（董事、副总经理）、欧阳湘英（财务总监）、曹金乔（总经理助理）均曾在美的集团就职，互为一一致行动人，共占公司 40.93% 的股份。

图 8：2021 年上半年末公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

多轮股权激励，深度绑定公司核心团队。公司于 2018 年、2020 年和 2021 年进行多次股权激励，以 14.79、20.50 和 18.80 元/股的价格分别向 340、158 和 64 名激励对象（不含预留部分）授予 342.96、1073.00 和 525.60 万股限制性股票。公司的三次股权激励均采取净利润作为考核目标，彰显了公司对未来业绩增长的信心。

表 1：公司历次股权激励情况

首次授予时间	授予价格	激励人数	业绩考核目标
2018.07	14.79 元/股	340 人	以 2017 年为基期，2018-2020 年净利润增长率分别不低于 12%、34% 和 68%
2020.11	20.50 元/股	158 人	以 2020 年为基期，2021-2023 年净利润增长率分别不低于 15%、32.25% 和 52.08%
2021.07	18.80 元/股	64 人	2021-2024 年净利润分别不低于 2.05、2.46、2.95、3.54 亿元

资料来源：公司公告，国元证券研究所

当前股份支付费用摊销对公司业绩的影响在未来逐步减小。根据测算，当前股权激励计划的股份支付费用摊销额在 2021 年达到三期叠加的最高值（1858.03 万元），后续此部分影响会逐步较小。

表 2：公司历次股权激励计划股份支付费用摊销情况（万元）

股权激励年份	需摊销总费用	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
2018 年	3851.44	1123.34	1668.96	802.38	256.76	-	-	-	-
2020 年	2725.00	-	-	590.00	1269.00	615.00	252.00	-	-
2021 年	1876.40	-	-	-	332.27	719.29	492.56	250.19	82.09
合计	8452.84	1123.34	1668.96	1392.38	1858.03	1334.29	744.56	250.19	82.09

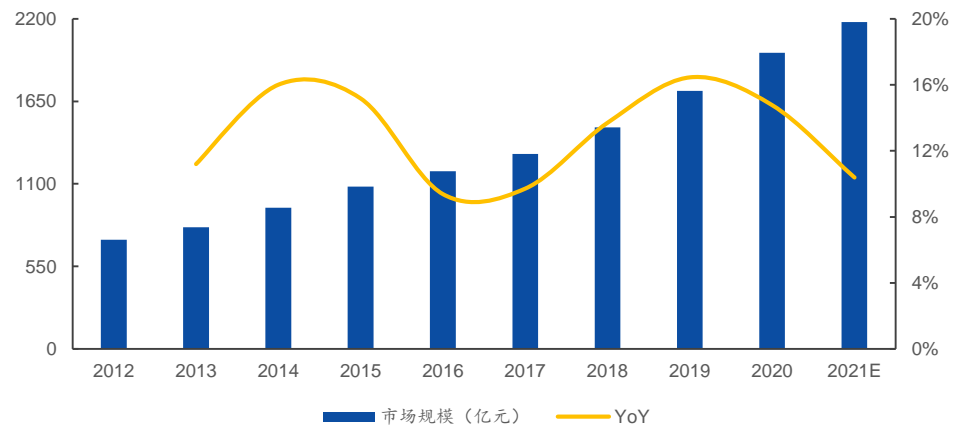
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 行业分析：需求政策双浪叠加，从管理向生产下沉

2.1 工业软件：国家政策大力支持，国产软件高速发展

得益于产业内生需求和国家政策支持驱动，中国工业软件市场快速增长。根据智研咨询的数据，2012-2020年，中国工业软件市场的复合增速达13.27%，远高于全球平均水平。2020年，中国工业软件产业市场规模达1974亿元，同比增长14.77%。根据中商产业研究院的预测，2021年我国工业软件规模将达到2179亿元。

图9：2012-2021年中国工业软件产业市场规模及预测



资料来源：智研咨询，中商产业研究院，国元证券研究所

内生需求：制造企业业务复杂程度提升，数字化建设从企业管理下沉到生产车间。从上世纪90年代以SAP、Oracle等为代表的海外ERP厂商走入中国至今，国内ERP市场经过三十余年的发展，已经达到一个相对成熟的阶段。当前，MES/MOM有望接过接力棒，在形式上，我们能够看到企业数字化改造建设从上层管理运营向车间级生产制造下沉的过程。

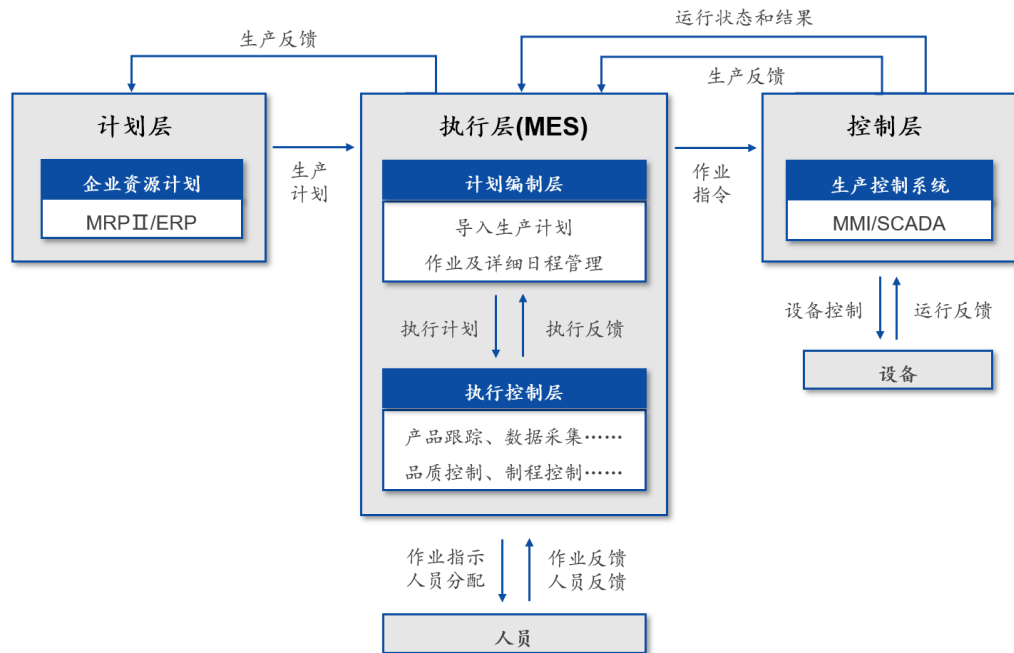
表3：ERP与MES在管理上的主要区别

区别	ERP	MES
管理目标	财务：从财务角度管理企业资源和计划，管理数据集中到报表	制造：面向车间生产现场执行层管理，强调过程数据的实时性
管理范围	范围大：管理企业整体的物资、人力、财务、信息资源等	管理细：对每个工序进行任务下达、执行控制、数据采集、现场调度
管理粒度	颗粒大：生产计划方面，以批次为单位	颗粒小：以生产物料、设备为单位
实现方式	表单：主要采用填写表单和表单抛转的方式实现管理	事件：订单、现场制造情况通过内置的WIP引擎立刻触发相关事件
时间单位	年/季/月/天：录入周期较长，具有滞后性	周/天/时/分：实时管理、即时反馈、现场采集、动态跟踪

资料来源：国元证券研究所整理

MES/MOM在制造业企业中起到承上启下的作用。MES/MOM向下采集底层自动化控制系统及各类设备信息，向上承接ERP下达的生产计划，帮助企业实现透明化生产、敏捷性生产、生产可追溯、生产质量改善、及时预警、绩效分析，提升工厂的运营绩效。

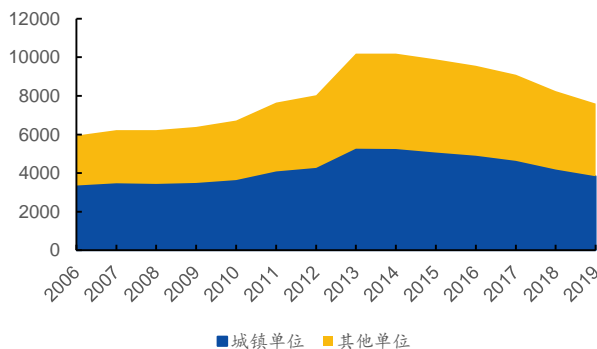
图 10：计划层-执行层-控制层逻辑关系



资料来源：今日智造，国元证券研究所

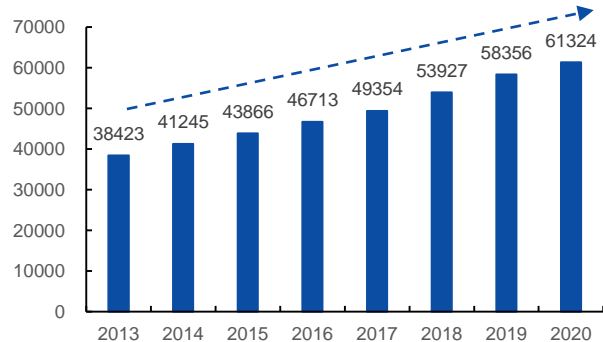
内生需求：人力成本与数字化升级改造费用间的权衡。自加入 WTO 后，我国的制造业借助充足的劳动力供给和低廉的人力成本，进入高速发展期。2013-2014 年，我国制造业就业人数达到超 1 亿人的峰值，随后逐步下降，特别是生产、设备操作等一线岗位的员工人数下降明显。与此同时，我国劳动力成本持续上涨，根据国家统计局的数据，2013-2020 年，我国制造业规模以上单位从事生产、运输设备操作及有关人员的平均工资增长了 59.60%。劳动力数量的下降和人力成本的提升揭示了一个事实——中国制造业单一依靠成本优势来取胜的年代正在远去，数字化升级改造将是制造业企业降本增效的重要手段。

图 11：我国制造业就业人员数量（万人）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 12：生产、运输设备操作及有关人员平均工资（元）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

注：统计范围为制造业规模以上单位

政策支持：“十四五”规划全面擘画，国家政策助力智能制造发展。经过多年的发

展，我国已经培养了一批具有竞争力的工业管理软件厂商，国产软件替代正当时。2021年4月，工信部会同有关部门起草了《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿），提出：“到2025年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型，我国智能制造装备和工业软件技术水平和市场竞争力要求得到显著提升，国内市场满足率分别超过70%和50%”。

表 4：近年来我国工业软件行业相关政策梳理

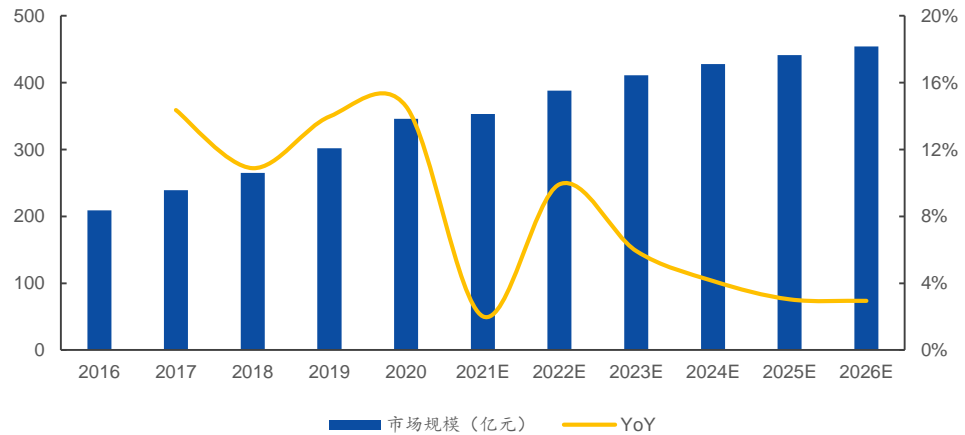
时间	部门	政策名称	具体内容
2021.04	工信部	《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿）	到2025年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型，国内市场满足率分别超过70%和50%。
2021.03	发改委	《关于加快推动制造业高质量发展发展的意见》	加快发展工业软件、工业互联网，培育共享制造、共享设计和共享数据平台，推动制造业实现资源高效利用和价值共享。
2021.01	工信部	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》	技术创新能力进一步提升。工业互联网基础创新能力显著提升，网络、标识、平台、安全等领域一批关键技术实现产业化突破，工业芯片、工业软件、工业控制系统等供给能力明显增强。
2020.06	教育部、工信部	《特色化示范性软件学院建设指南（试行）》	建设目标聚焦国家软件产业发展重点，在关键基础软件、大型工业软件、行业应用软件、新型平台软件、嵌入式软件等领域，培育建设一批特色化示范性软件学院，探索具有中国特色的软件人才产教融合培养。
2019.08	工信部等十部委	《关于印发加强工业互联网安全工作的指导意见的通知》	夯实设备和控制安全；督促工业企业部署针对性防护措施，加强工业生产、主机、智能终端等设备安全接入和防护，强化控制网络协议、装置装备、工业软件等安全保障，推动设备制造商、自动化集成商与安全企业加强合作，提升设备和控制系统的本质安全。
2018.09	发改委等十九部委	《关于发展数字经济稳定并扩大就业的指导意见》	深入推进数字技术与制造业融通发展，建立健全工业互联网基础设施体系，大力发展核心工业软件，推动传统制造业加快数字化转型，在提升国际竞争力、拓展产业链条中带动更多劳动力转岗就业。
2018.07	工信部	《关于进一步加强企业两化融合评估诊断和对标引导工作的通知》	加快两化融合发展数据地图应用推广，量化支持制造业与互联网融合、工业互联网、智能制造、工业软件应用，大数据等相关工作。
2018.03	工信部	《工业和信息化部办公厅关于做好2018年工业质量品牌建设工作的通知》	组织开展智能制造新模式应用，推进产学研用协同发展，推动人工智能等新技术与制造技术深度融合，突破一批关键技术装备与核心工业软件。

资料来源：国元证券研究所整理

2.2 ERP 软件：管理需求边界拓展，高端 ERP 需求稳定

随着企业对管理水平的日益重视，国内 ERP 软件市场规模稳健增长。ERP 软件市场在两个维度上依旧有稳定增长：1) 垂直行业延伸：2010 年以前，中国本土采用 ERP 的主要行业企业为制造业。自 2010 年开始，采用 ERP 的行业企业逐渐向流通分销行业、房地产及旅游行业、专业服务行业以及互联网企业等领域延伸。2) 企业内需求拓展：随着产业结构升级的推进，企业的管理需求边界持续延展，从面向内部人财物的管理不断向与上游供应商协同、与下游客户协作延伸。

图 13: 中国 ERP 软件行业市场规模及预测



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

SAP、Oracle 等产品在高端核心 ERP 中具备领先优势。放眼全球，SAP、Oracle 等公司依然是 ERP 行业的引领者，而在国内市场，近年来国产 ERP 软件公司崛起，云 ERP 等新兴解决方案获得空前发展，市场对于 SAP、Oracle 等传统 ERP 龙头能否保持既往优势存在一定的怀疑。我们认为，在一段时间内，对 SAP、Oracle 等高端 ERP 软件的需求与国产替代逻辑并不矛盾。以制造业为例，头部企业往往具有较为复杂的需求：1) 下设多个子公司，多法人实体需合并计算预算等；2) 多地工厂，需协同物料和生产计划等；3) 产业链较长，需要协调各环节生产管理计划。这种情况下，成熟的高端 ERP 可能仍然是这些大型企业的优先选择。

从公司的角度来看，对于 ERP 以及相关的 HCM (如人事、薪酬等较为传统的模块) 等核心稳定的业务管理需求，公司提供基于 SAP、Oracle 等成熟套装 ERP 软件的解决方案；而对于国内企业在复杂快速变化的商业环境中需要灵活应变、敏捷实现的业务运营创新需求，公司则通过提供中台及大数据自研产品来覆盖。

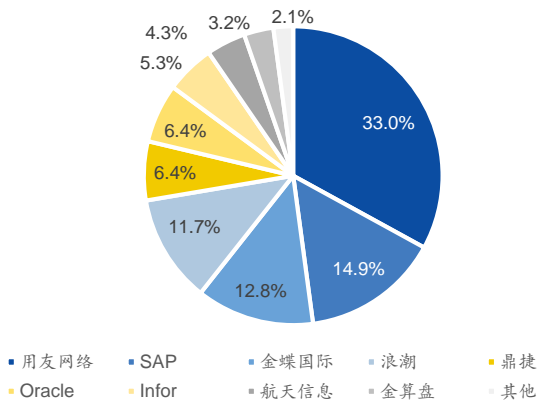
表 5: SAP ERP 软件的优缺点

	优缺点	内容
优点	长期经验积淀	诞生于上世纪 70 年代，伴随世界知名企业成长，集中和涵盖了成功的管理经验与先进的管理思想
	产品性能全面	产品具有全面集成、技术稳定、功能灵活、系统开放等诸多优势，产品随企业发展而改善的空间较大
	强大服务支撑	强大稳定的财力、人力支撑，在 ERP 软件升级维护方面的支持比较及时
	完整培训体系	培训接轨国际先进的管理理念，提升企业业务人员、IT 人员的整体素质，提升企业的管理水平
缺点	价格较为昂贵	产品 License、订阅费用、实施服务和维护服务价格较高，中小型企业较难负担
	定制功能欠缺	对于一些国内特色的管理需求匹配不足，软件应用达不到最好效果

资料来源：国元证券研究所整理

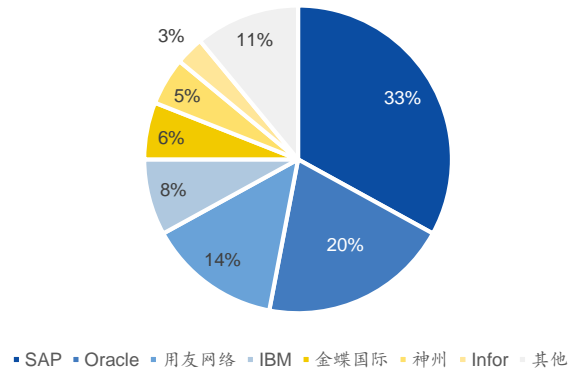
各行业头部集中趋势显著，大型企业对高端 ERP 需求稳定。根据前瞻产业研究院的统计，2020 年，国内整体 ERP 市场中，用友网络、SAP 和金蝶国际占据前三的位置，两家国产 ERP 厂商的市场份额合计高达 45.8%。在高端 ERP 市场，当前国外厂商依旧占据主导，SAP、Oracle 和 IBM 的市占率分别为 33%、20%和 8%，分居第一、二、四位。

图 14：2020 年中国 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 15：2020 年中国高端 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

3. 竞争力分析：标杆客户案例众多，商业模式优化升级

3.1 积累优质客户群体，人均创收持续提升

十多年的快速发展过程中，公司在实施开发与产品服务方面积累了大量经验。To B 的行业里，Know-how 是重要的壁垒之一，公司培育了具备丰富行业经验的咨询顾问团队和技术研究团队。

- 咨询顾问团队：在规划咨询、方案设计、系统实施、应用集成及设备互联等领域积累了丰富的实施经验；
- 技术研究团队：探索并紧跟云、移动互联、大数据和物联网等最新技术发展趋势，持续迭代公司产品与服务，使得公司保持创新能力与市场竞争力。

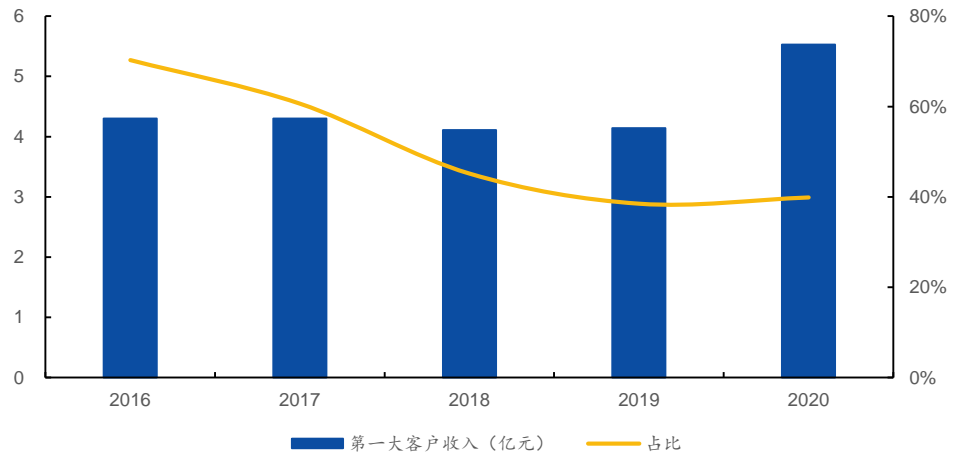
公司积累了众多优质的行业客户案例。众多头部的标杆客户对公司的产品服务打磨及品牌打造起到推动作用，使公司在各优势垂直行业内快速推广。目前，公司已经成功为超过千家来自于制造、零售、服务等行业的企业级客户提供了丰富而具有竞争力的数字化转型服务，拥有华为技术、美的集团、华润集团、深南电路、立白集团、大自然家居、视源股份等众多优质客户。

图 16：公司拥有众多优质客户（部分展示）



资料来源：公司公告，公司官网，各公司官网，国元证券研究所

公司是华为核心企业信息化供应商之一，多年合作积累大量业务经验。公司作为华为技术的核心企业信息化供应商之一，为后者提供优质的实施开发服务，获得华为 2015-2016 最佳交付质量奖、2017 年最佳供应商合作奖，并成为华为云“2021 同舟共济合作伙伴”等殊荣。2014-2020 年，公司来自第一大客户华为技术的收入占比分别为 59.37%/61.29%/70.28%/60.64%/45.17%/38.51%/39.89%。

图 17：2014-2020 年第一大客户收入占公司营收比例


资料来源：公司公告，国元证券研究所

产品化叠加实施效率提升，人均创收能力持续提升。公司采用方案驱动型实施流程，采用迭代法帮助客户熟悉标准流程以及与自身业务进行匹配。公司持续提高项目实施效率及控制项目风险，优化实施步骤和简化实施过程，降低项目成本。目前，随着公司业务规模的持续扩张、员工数量逐年增长的同时，公司人均创收水平也在不断提升。根据测算，2018-2020 年公司除研发人员外人均创收分别为 34.27、38.25 和 46.39 万元，提升明显。

表 6：公司近三年人均创收情况

项目	2018	2019	2020
营业收入 (万元)	90949.69	107564.65	138530.88
员工总数 (人)	3406	3724	4650
研发人员数 (人)	752	912	1664
除研发外员工数 (人)	2654	2812	2986
人均创收 (万元)	26.70	28.88	29.79
人均创收 (除研发) (万元)	34.27	38.25	46.39

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 自研产品逐渐放量，行业包提升复用率

公司于 2012 年开始面向市场提供以 S-MES 为核心的工业管理软件产品，通过不断自主研发升级，已扩展成为一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的工业管理软件产品家族 (S-MOM)。

- **产品包括：**SAPS (高级计划排程)、SMES (车间制造执行)、SWMS (智能仓储及物流)、SQMS (数字化品质管理)、SEDO/SCADA (工业设备运营及数据采集) 以及 SMI (制造大数据分析平台) 等。
- **覆盖业务流程：**从供应链端至物料流转、计划排程、制造执行、质量控制、仓储管理、设备管理、工况数据采集等。

图 18：公司 S-MOM 智能制造管理平台



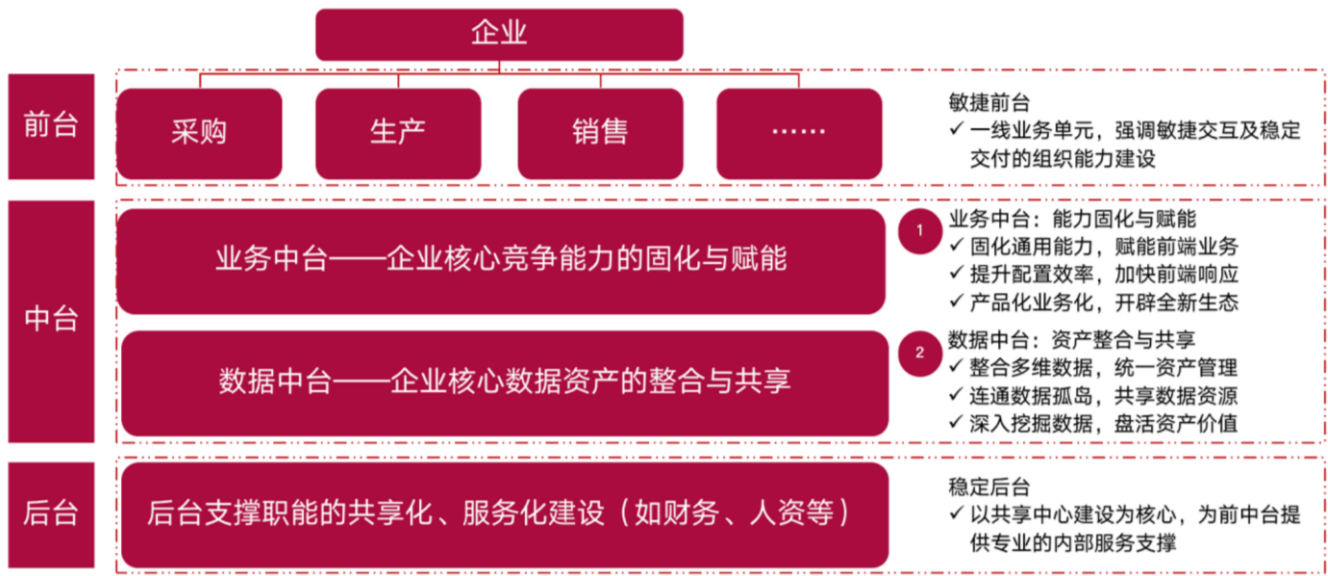
资料来源：公司公告，国元证券研究所

推出行业包解决方案，提高产品化能力。不论是哪个行业，在管理层面上的相同之处较多，但不同行业——甚至同一行业的不同企业——其生产管理的模式都不尽相同。从上层的企业管理软件到车间级别的智能制造，产品的标准化程度逐步下降，而高度定制化又必然带来竞争格局的分散以及供应方成本的增加。针对这种情况，公司按行业、按场景划分事业部，深耕行业需求与应用场景，在电子、机加工、PCB、注塑行业、泛家居等核心行业推出了行业套件解决方案，为企业提供“标准平台+行业套件+定制化服务”。行业套件大大提高代码复用率，降低二次开发时间，从而降低公司整体实施周期。2018-2020年，智能制造业务的毛利率分别为29.97%、31.56%、41.03%，效果显著。

3.3 中台打造协同枢纽，提升核心竞争能力

数字化时代，中台是企业的数据中枢。数字化时代下，营销手段日新月异，大型企业需要后台基础系统保证内部体系的稳定支撑，但同时也需要前台作业系统快速迭代，以满足对前方市场变化的敏捷响应。基于此，大型企业的数字化系统组成逐步形成了“前台（应用层）-中台（逻辑层）-后台（数据层）”的体系架构。

图 19：数据中台建设是数字化转型的关键支持



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司持续强化技术中台战略，实现多解决方案的融合发展，提升核心竞争力。公司提供的基于数字化中台的供应链协同软件，以横向延伸覆盖企业供应链上下游的数字化采购管理、数字化销售管理等业务领域，结合相应的大数据技术构建了完整的企业级数字化产品图谱及相关交付服务能力。

- 2020年12月，公司收购基甸信息51%股权，在中台软件产品领域的实力得到进一步增强。
- 2021年9月，公司申请向特定对象发行股票获得证监会同意注册批复，并发布《创业板向特定对象发行A股股票募集说明书（注册稿）》，拟向特定对象发行A股股票募集资金总额不超过6.5亿元，扣除发行费用后拟用于“基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目”（项目总投资金额7.18亿元）。公司将对现有数字供应链应用、数字营销应用、智能财务应用等自主应用软件产品进行迁移、升级、改造，以满足企业数字化转型对敏捷型数字化系统的需要。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是一家企业级工业管理软件及数字化平台产品的供应商,专注于面向制造、零售、现代服务等行业的集团及大中型客户提供数字化及智能制造产品和服务。公司在提供核心大型 ERP 实施服务基础上,进一步提供基于数字化中台的供应链协同软件,同时提供企业级工业管理软件 S-MOM 产品家族,以覆盖完整的车间制造流程。目前,公司的产品主要包括四大类:泛 ERP、智能制造、软件维护服务和代理分销,因此,我们按照这四个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 泛 ERP:**该业务是公司目前最大的收入来源,公司一方面提供基于 SAP、Oracle 等成熟套装 ERP 软件的解决方案;另一方面,公司通过提供成熟的中台及大数据自研产品以覆盖企业在复杂快速变化的商业环境中需要灵活应变、敏捷实现的业务运营创新需求。2019-2020 年,该业务收入增速分别为 2.32%、16.35%,预测该业务未来三年将保持稳健增长的态势,收入增速分别为 29.96%、25.01%、24.09%。过去两年该业务毛利率分别为 28.78%、34.11%,预测未来三年将保持在 2020 年的水平,维持在 34-35%的区间。
- 2. 智能制造:**公司通过不断自主研发升级,目前已将以 S-MES 为核心的工业管理软件产品扩展成为一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的工业管理软件产品家族(简称 S-MOM),实现了平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理。2019-2020 年,该业务收入增长较快,分别为 79.68%、56.33%,预测未来三年增速分别为 45.03%、43.36%、41.35%。过去两年该业务的毛利率分别为 31.56%、41.03%,随着“标准平台+行业套件+定制化服务”方案的持续推进和完善,预计该业务毛利率将稳步提升,预测未来三年分别为 43.01%、44.97%、46.89%。
- 3. 软件维护服务:**公司建立了专门的“客户运维服务中心”,为客户提供系统上线后的支持服务,主要包括用户支持、系统支持和其他服务。2019-2020 年,该业务收入增速分别为 124.11%、60.68%,预测未来三年增速分别为 58.78%、55.02%、52.11%。该业务过去两年毛利率分别为 39.30%、46.23%,预测未来三年将保持在 2020 年的水平,维持在 46-47%的区间。
- 4. 代理分销:**该业务是公司在提供上述产品及服务过程中的衍生性业务,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其他原厂的基础软件或硬件。2019-2020 年,该业务收入增速分别 24.20%、34.03%,预测未来三年增速分别为 30.01%、27.93%、25.08%。过去两年该业务毛利率分别为 10.18%、11.29%,预测未来三年将保持在 2020 年的水平,维持在 11-12%的区间。

表 7：公司业务拆分（百万元）

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
泛 ERP					
收入	700.79	815.39	1059.68	1324.70	1643.82
增长率	2.32%	16.35%	29.96%	25.01%	24.09%
毛利率	28.78%	34.11%	34.31%	34.42%	34.54%
智能制造					
收入	264.35	413.25	599.34	859.21	1214.50
增长率	79.68%	56.33%	45.03%	43.36%	41.35%
毛利率	31.56%	41.03%	43.01%	44.97%	46.89%
软件维护服务					
收入	32.13	51.63	81.97	127.08	193.30
增长率	124.11%	60.68%	58.78%	55.02%	52.11%
毛利率	39.30%	46.23%	46.37%	46.62%	46.89%
代理分销					
收入	78.37	105.04	136.56	174.71	218.52
增长率	24.20%	34.03%	30.01%	27.93%	25.08%
毛利率	10.18%	11.29%	11.25%	11.19%	11.12%
合计					
收入	1075.65	1385.31	1877.56	2485.70	3270.14
增长率	18.27%	28.79%	35.53%	32.39%	31.56%
毛利率	28.42%	34.90%	35.94%	37.06%	38.29%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，汉得信息、能科科技、鼎捷软件等公司也从事泛 ERP 或智能制造相关业务，故选择这三家作为可比公司。目前，公司 PE 估值水平低于可比公司的平均水平，考虑到公司在智能制造方面的快速发展以及自研产品快速放量，未来估值水平有望不断提升。我们认为公司目前的估值水平相对较低，具备较好的长期投资价值。

表 8：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			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300170.SZ	汉得信息	7.11	62.86	0.07	-	-	-	105.74	-	-	-
603859.SH	能科科技	34.31	57.15	0.86	1.03	1.46	1.97	40.94	33.34	23.44	17.39
300378.SZ	鼎捷软件	22.07	58.80	0.46	0.49	0.66	0.84	59.77	45.12	33.60	26.37
平均				-	-	-	-	68.82	39.23	28.52	21.88
300687.SZ	赛意信息	23.07	85.29	0.48	0.68	0.95	1.29	48.44	33.90	24.16	17.83

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 2021 年 10 月 18 日

投资建议：

公司智能制造业务快速发展,多年来积累了大量优质客户,自研产品逐步放量,盈利能力持续提升。预测公司 2021-2023 年营业收入为 18.78、24.86、32.70 亿元,归母净利润为 2.52、3.53、4.78 亿元, EPS 为 0.68、0.95、1.29 元/股,对应 PE 为 33.90、24.16、17.83 倍。过去三年公司 PE 主要运行在 35-55 倍的区间,目前计算机(申万)指数 PE TTM 为 53.3 倍,给予公司 2021 年 45 倍的目标 PE,目标价为 30.60 元。首次推荐,给予“买入”评级。

5. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情反复；
2. 大客户受到外部环境影响，需求下降；
3. 智能制造业务推进不及预期；
4. 自研产品推广不及预期；
5. 应收账款较高；
6. 行业竞争加剧。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1026.92	1284.77	1544.11	1909.78	2400.18	
现金	432.28	508.65	518.26	556.73	636.09	
应收账款	487.41	485.45	659.81	901.23	1214.33	
其他应收款	22.80	19.92	27.22	36.29	48.07	
预付账款	11.55	17.84	24.18	31.76	41.17	
存货	3.31	98.63	122.81	149.79	179.40	
其他流动资产	69.57	154.28	191.83	233.97	281.13	
非流动资产	303.82	733.93	770.47	807.11	844.73	
长期投资	57.63	101.14	109.86	116.54	123.35	
固定资产	20.30	22.68	24.51	26.88	29.04	
无形资产	13.90	39.68	61.20	82.72	104.23	
其他非流动资产	211.99	570.43	574.90	580.97	588.11	
资产总计	1330.73	2018.70	2314.58	2716.89	3244.91	
流动负债	341.80	387.12	457.28	548.10	658.02	
短期借款	72.09	28.00	29.32	31.47	33.09	
应付账款	32.03	36.35	48.35	62.74	80.72	
其他流动负债	237.68	322.77	379.61	453.89	544.21	
非流动负债	1.88	381.33	392.46	405.71	422.51	
长期借款	0.00	157.00	167.00	179.00	194.00	
其他非流动负债	1.88	224.33	225.46	226.71	228.51	
负债合计	343.68	768.45	849.74	953.81	1080.53	
少数股东权益	149.36	177.45	177.45	177.45	177.45	
股本	217.61	217.10	347.36	347.36	347.36	
资本公积	294.45	294.35	164.09	164.09	164.09	
留存收益	336.76	461.40	676.09	975.33	1377.64	
归属母公司股东权益	837.69	1072.80	1287.39	1585.63	1986.94	
负债和股东权益	1330.73	2018.70	2314.58	2716.89	3244.91	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	44.06	121.36	98.50	133.37	198.24	
净利润	66.87	176.05	251.60	353.01	478.31	
折旧摊销	7.70	8.80	10.95	12.10	13.50	
财务费用	-1.44	8.70	5.93	6.31	6.47	
投资损失	-10.63	-8.04	-8.09	-8.18	-8.26	
营运资金变动	-42.96	-89.93	-186.17	-260.86	-340.88	
其他经营现金流	24.53	25.77	24.29	30.99	49.10	
投资活动现金流	78.35	-463.79	-54.48	-49.90	-55.07	
资本支出	30.77	243.80	6.14	7.85	9.06	
长期投资	-182.38	214.24	10.00	7.97	9.39	
其他投资现金流	-73.25	-5.75	-38.34	-34.08	-36.62	
筹资活动现金流	109.65	418.49	-34.41	-44.99	-63.81	
短期借款	44.09	-44.09	1.32	2.15	1.62	
长期借款	0.00	157.00	10.00	12.00	15.00	
普通股增加	72.49	-0.51	130.26	0.00	0.00	
资本公积增加	-154.95	-0.09	-130.26	0.00	0.00	
其他筹资现金流	148.02	306.19	-45.73	-59.14	-80.43	
现金净增加额	232.06	76.06	9.61	38.47	79.35	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1075.65	1385.31	1877.56	2485.70	3270.14	
营业成本	769.94	901.84	1202.83	1564.56	2017.95	
营业税金及附加	6.70	8.98	12.20	15.91	20.60	
营业费用	57.67	72.99	99.13	131.00	172.01	
管理费用	80.66	74.01	101.58	134.23	176.59	
研发费用	89.31	133.22	187.89	258.12	367.41	
财务费用	-1.44	8.70	5.93	6.31	6.47	
资产减值损失	-0.43	-0.38	-0.35	-0.32	-0.30	
公允价值变动收益	0.00	1.14	1.19	1.24	1.29	
投资净收益	10.63	8.04	8.09	8.18	8.26	
营业利润	67.57	189.10	270.15	378.93	513.36	
营业外收入	0.16	0.15	0.19	0.26	0.32	
营业外支出	0.31	0.34	0.36	0.39	0.42	
利润总额	67.42	188.92	269.98	378.80	513.26	
所得税	0.56	12.86	18.39	25.80	34.95	
净利润	66.87	176.05	251.60	353.01	478.31	
少数股东损益	0.52	-0.01	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	66.35	176.06	251.60	353.01	478.31	
EBITDA	73.83	206.61	287.03	397.34	533.33	
EPS (元)	0.30	0.81	0.68	0.95	1.29	

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.27	28.79	35.53	32.39	31.56
营业利润(%)	-46.06	179.87	42.86	40.27	35.48
归属母公司净利润(%)	-41.57	165.37	42.90	40.31	35.50
获利能力					
毛利率(%)	28.42	34.90	35.94	37.06	38.29
净利率(%)	6.17	12.71	13.40	14.20	14.63
ROE(%)	7.92	16.41	19.54	22.26	24.07
ROIC(%)	14.03	29.13	31.60	33.92	35.25
偿债能力					
资产负债率(%)	25.83	38.07	36.71	35.11	33.30
净负债比率(%)	20.98	28.25	26.46	25.13	23.84
流动比率	3.00	3.32	3.38	3.48	3.65
速动比率	2.99	3.06	3.11	3.21	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.83	0.87	0.99	1.10
应收账款周转率	2.07	2.50	2.84	2.76	2.68
应付账款周转率	37.55	26.38	28.40	28.17	28.13
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.48	0.68	0.95	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.33	0.27	0.36	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.90	3.48	4.29	5.37
估值比率					
P/E	128.55	48.44	33.90	24.16	17.83
P/B	10.18	7.95	6.62	5.38	4.29
EV/EBITDA	109.11	38.99	28.07	20.27	15.10

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

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。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间接损失承担任何责任。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，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
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	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：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188