



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

构筑智能制造中台，卡位“工业 4.0”大时代

——能科科技（603859）深度报告

2021 年 10 月 17 日

蒋颖 通信互联网首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

证券研究报告

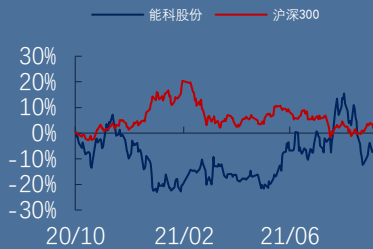
公司研究

公司深度报告

能科科技(603859)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	34.02
52 周内股价波动区间(元)	44.78-29.87
最近一月涨跌幅(%)	-4.03
总股本(亿股)	1.67
流通 A 股比例(%)	79.39
总市值(亿元)	56.67

资料来源：信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师
执业编号：S1500521010002
联系电话：+86 15510689144
邮箱：jiangying@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

构筑智能制造中台，卡位“工业 4.0”大时代

2021 年 10 月 17 日

本期内容提要：

- ◆**智能制造赛道景气度高增，公司智能制造业务持续受益。**“工业 4.0”时代，智能制造解决方案行业维持高景气度，同时我国制造业基础良好，也有助于本土工业软件企业的快速发展。叠加当前我国相关政策积极推动工业软件与制造业企业数字化转型意愿强等利好因素，智能制造解决方案行业景气度持续高增。公司积极布局智能制造相关业务，在企业数字化转型意愿强、相关政策积极推动智能制造进程的大背景下，公司有望迎来长期向好发展。
- ◆**积极构建智能制造中台，打造自身的技术优势与综合竞争力。**公司聚焦以复杂型号产品为特征的离散制造业企业的智能制造业务，积极构筑生产力中台、数据资产平台、中小企业服务创新云等产品，推动公司软件产品服务模式向产品化、平台化和云服务化转变，以微服务的形式提升工具和技术的可重复使用程度，从而提升自身提供智能制造整体解决方案的能力，有助于公司降低边际开发成本，构建自身的综合竞争能力。
- ◆**深耕优势行业，整体客户群体优质，未来客户群体规模有望进一步扩大。**公司深耕国防军工、高科技电子与 5G、汽车及轨道交通、装备制造四个行业，绑定头部大客户，积极打造标杆项目，有助于公司在行业内提升影响力；同时公司也在积极开展云生态建设，加快中台产品适配进程，未来有望进一步打开业内中小企业客户群体，拓展客户群体，增厚公司的营收和净利润水平。
- ◆**盈利预测与投资评级：**公司积极布局智能制造相关业务，积极构建智能制造中台，打造自身的技术优势与综合竞争力，将受益于“工业 4.0”的发展。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.71 亿元、2.40 亿元、3.17 亿元，对应 PE 为 33.22 倍、23.61 倍、17.90 倍，首次覆盖，给予 2022 年 35 倍 PE，对应目标价 50 元，给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**1、国内制造业数字化转型不及预期；2、政策变动风险；3、市场竞争加剧风险；4、核心人员流失风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	766	952	1,241	1,601	2,022
增长率 YoY %	87.7%	24.3%	30.3%	29.0%	26.3%
归属母公司净利润(百万元)	90	120	171	240	317
增长率 YoY %	77.7%	33.3%	42.0%	40.7%	31.9%
毛利率%	40.0%	39.9%	43.2%	40.9%	41.3%
净资产收益率 ROE%	7.0%	8.6%	10.6%	13.4%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.86	1.02	1.44	1.90
市盈率 P/E(倍)	62.89	47.16	33.22	23.61	17.90
市净率 P/B(倍)	4.40	4.03	3.54	3.16	2.78

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 17 日收盘价

目 录

一、“智能电气+智能制造”双轮驱动公司成长.....	4
二、智能制造业务逐步成长，业绩实现快速增长	8
三、工业 4.0 时代，智能制造行业景气度持续攀升	11
四、盈利预测、估值与投资评级.....	19
五、风险因素.....	20

表 目 录

表 1: 公司智能制造业务主要内容	7
表 2: 能科科技业绩预测.....	19
表 3: 估值对比表	19

图 目 录

图 1: 能科科技公司发展历程	5
图 2: 能科科技股权结构.....	6
图 3: 能科科技的主要产品包括智能制造和智能电气两部分	6
图 4: 公司营业总收入及归母净利润双增长	8
图 5: 公司分产品营收占比	8
图 6: 公司分地区营收占比	8
图 7: 公司毛利率水平稳定	9
图 8: 公司费用率水平表现良好	10
图 9: 工业制造水平升级.....	11
图 10: 国内数字经济市场规模及同比增速	11
图 11: 国内工业软件在智能制造大背景下迅速发展.....	12
图 12: 工业软件分类.....	13
图 13: 工业互联网五层架构	14
图 14: 工业互联网产业链.....	14
图 15: 工业互联网获政策端机“碳中和”大背景加持.....	15
图 16: 企业数字化转型和工业互联网相辅相成	16
图 17: 工业互联网平台具体细分	16
图 18: 国内工业互联网市场规模及增速	17
图 19: 工业互联网产业增加值规模及增速	17
图 20: 工业互联网应用的不同行业	18

投资聚焦

智能制造大赛道景气度高增，公司智能制造业务持续受益。“工业 4.0”时代，智能制造解决方案行业维持高景气度，同时我国制造业基础良好，也有助于本土工业软件企业的快速发展。叠加当前我国相关政策积极推动工业软件与制造业企业数字化转型意愿强等利好因素，智能制造解决方案行业景气度持续高增。公司积极布局智能制造相关业务，在企业数字化转型意愿强、相关政策积极推动智能制造进程的大背景下，公司有望迎来长期向好发展。

积极构建智能制造中台，打造自身的技术优势与综合竞争力。公司聚焦以复杂型号产品为特征的离散制造业企业的智能制造业务，积极构筑生产力中台、数据资产平台、中小企业服务创新云等产品，推动公司软件产品服务模式向产品化、平台化和云服务化转变，以微服务的形式提升工具和技术的可重复使用程度，从而提升自身提供智能制造整体解决方案的能力，有助于公司降低边际开发成本，构建自身的综合竞争能力。

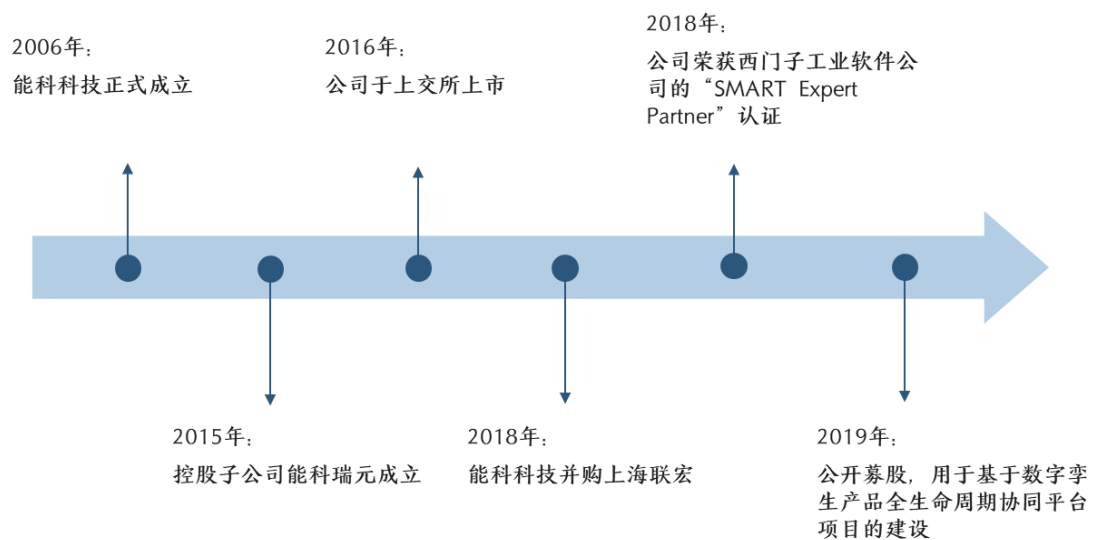
深耕优势行业，整体客户群体优质，未来客户群体规模有望进一步扩大。公司深耕国防军工、高科技电子与 5G、汽车及轨道交通、装备制造四个行业，绑定头部大客户，积极打造标杆项目，有助于公司在行业内提升影响力；同时公司也在积极开展云生态建设，加快中台产品适配进程，未来有望进一步打开业内中小企业客户群体，拓展客户群体，增厚公司的营收和净利润水平。

一、“智能电气+智能制造”双轮驱动公司成长

能科科技依靠先进的工业软件和电力电子技术支持及及时转型的企业战略，目前在**智能制造及智能电气领域占据领先地位**。能科科技为客户提供以工业互联网为核心的，数字化、网络化、智能化系统解决方案与平台产品，实现数字孪生，赋能客户业务转型升级的数字化愿景。

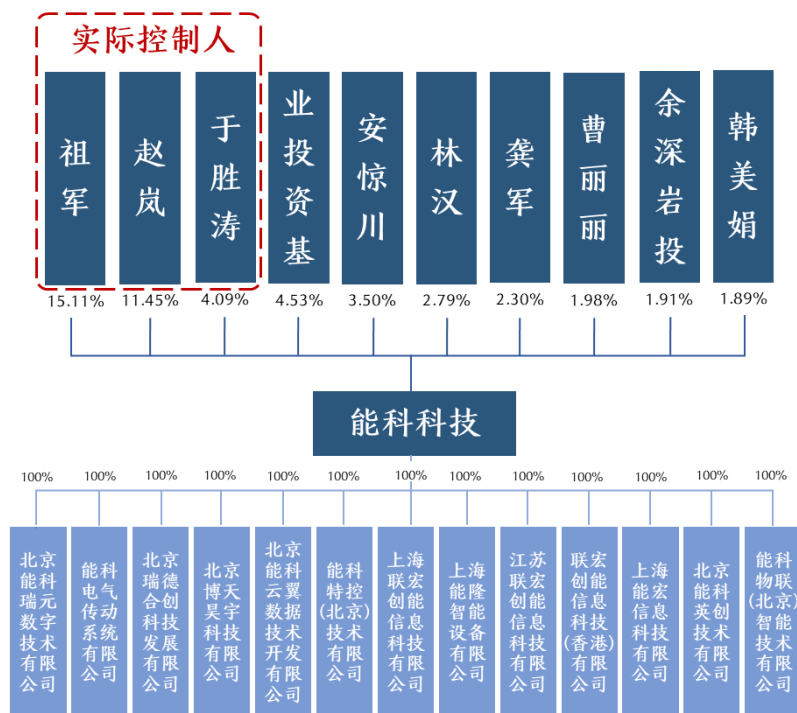
公司成立于 2006 年 12 月，初期业务主要集中在工业能效管理领域，公司自 2014 年起布局智能制造领域，2016 年 10 月在上交所上市，2017 年确立智能制造、智能电气双轮驱动战略。目前主营业务包括智能制造、智能电气两个板块，服务方案包括航空军工、电力系统、油气炼化等多个领域。公司为国家高新技术企业，公司智能制造软件产品获得美国 CMMI3 级认证证书，智能电气主要产品高压变频器技术领域具有领航地位，变频及电能质量控制技术为国内首创。

图 1：能科科技公司发展历程



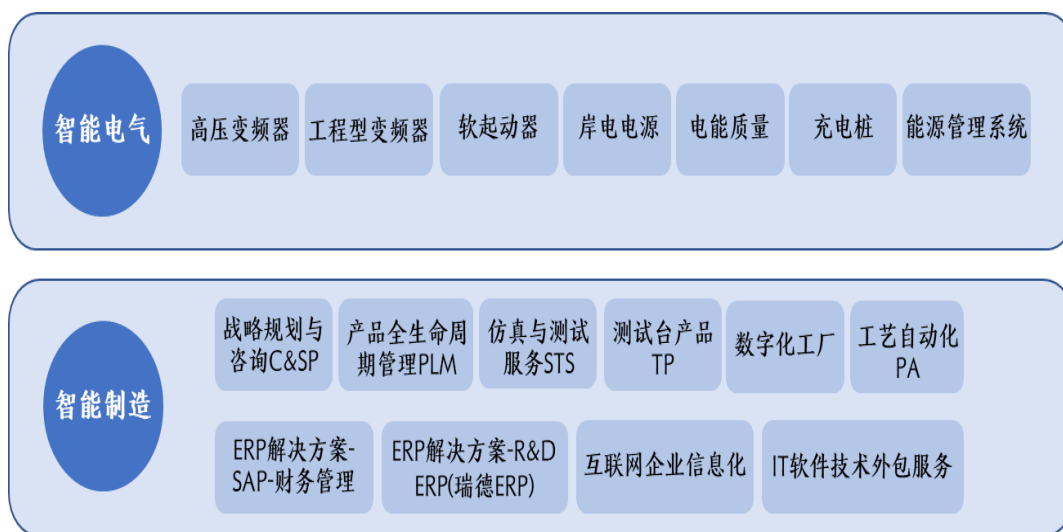
资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

公司实际控制人具有良好的技术背景及管理经验。董事长祖军曾任中国邮电助理工程师、欣博通股份董事长，共持有能科科技 15.11% 的股份，为公司的实际控制人及最终受益人。实际控制人赵岚、于胜涛分别持有 11.45%、4.09% 的股份，二人均具有工程师及公司管理层从业经验。公司拥有全资子公司 10 家，间接控股子公司 6 家，控股子公司 1 家。

图 2：能科科技股权结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

公司布局智能制造及智能电气两大矩阵，形成了双轮驱动发展格局。公司智能制造业务专注于为离散制造业提供全方位的技术服务，产品服务从智能研发、智能生产到智能服务的全生命周期集成；从销售计划、生产管理到自动化产线的企业纵向集成，以业务集成、方案咨询、系统实施与运维、工程服务、测试台建设、产线建设、云端应用等形式，帮助客户实现自主创新、运营成本、生产效率、不良品率和客户满意度等业务目标。公司智能电气业务为企业提供工业能效管理解决方案，智能电气业务以电力电子、自动控制为技术基础，自主研发包括电气传动、电能质量、智能电源、配套系统等智能电气产品，帮助企业并对能源数据进行管理和分析，分析能效利用状况，优化能源利用，实现节能减排。

图 3：能科科技的主要产品包括智能制造和智能电气两部分


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司的智能制造业务可划分为软件系统与服务、数字孪生产线建设与服务、数字孪生测试台建设与服务三类。公司产品涵盖工研发设计类、生产控制类、信息管理类软件。公司所提供的智能制造服务中，PLM，STS 属于研发设计类软件，具有较高的技术含量，为客户工业提供一体化工艺编辑、快速工艺设计、更改与闭环管理、仿真分析等多种功能。公司与西门子合作，采用西门子 Simcenter 系统仿真综合解决方案，适用于多场景下的建模验证，再由公司结合客户实际情况，了解客户需求，分析验证提供个性化的设计方案。

智能电气为企业提工业能效管理解决方案。公司智能电气主要产品包括变频器、电源、电能质量产品等。帮助企业并对能源数据进行管理和分析，分析能效利用状况，优化能源利用，实现节能减排。

表 1：公司智能制造业务主要内容

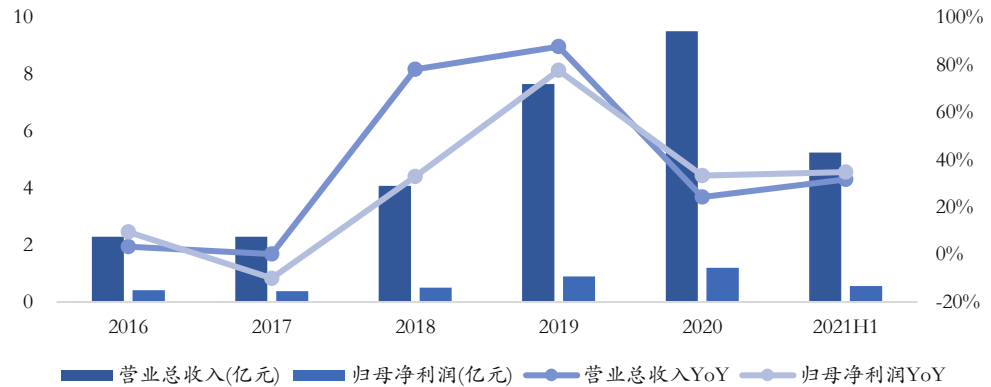
业务单元	主要承载形态	应用领域	示例
软件系统与服务	生产力中台、定制化的工业软件、工业微应用 (APP)	国防军工、高科技电子与 5G、汽车及轨道交通和装备制造	数字孪生平台
数字孪生产线建设与服务	定制化产品、柔性制造、数字孪生产线	国防军工、汽车及轨道交通	数字孪生数字化产线
数字孪测试台建设与服务	虚拟测试与物理测试系统、数字孪生测试台	国防军工、汽车及轨道交通	数字孪生测试台

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、智能制造业务逐步成长，业绩实现快速增长

业务双轮驱动协同提振业绩，公司营收与归母净利润双增长。公司积极推动多元化业务布局，于 2018 年收购上海联宏，形成了“智能制造系统+智能电气设备”的双轮驱动格局。2018-2020 年，公司营业总收入由 4.08 亿元增长至 9.51 亿元，年复合增长率达 52.67%；同期归母净利润由 0.51 亿元增长至 1.20 亿元，年复合增长率达 53.39%。在国内经济向好、国家行业政策指引和工业 4.0 促进产业变革的时代背景下，2021H1 公司整体业绩继续稳健增长，公司营业总收入同比增长 31.76%，归母净利润同比增长 34.84%。

图 4：公司营业总收入及归母净利润双增长



资料来源：wind，信达证券研发中心整理

分产品看，公司智能制造业务发展迅速，智能制造收入占总营业收入逐年增大。智能制造营收占比从 2018 年的 53.52% 增长至 2021 年上半年的 89.09%，智能制造业务占比的扩大与平台化产品技术服务复用度的增加，拉升公司总营收增长。公司在智能电气业务主要聚焦能源建设和基础设施，两类应用领域营收保持稳定。

分地区看，公司的地区营收分布愈发分散，华东及华北地区占据主要地位。华东地区的营收占比从 2018 年的 41.95% 亿元到 2020 年下降至 34.90%；华北地区占比一直保持在 25% 左右；西南地区的营收占比明显提升，从 2018 年的 2.86% 上升至 2020 年的 12.86%。总体来看，公司分地区营收总额均呈增长状态，但整体占比出现了分散的趋势，公司的客户范围不断扩张。

图 5：公司分产品营收占比



■ 智能制造系统集成 ■ 智能电气设备 ■ 其他业务

图 6：公司分地区营收占比



■ 华东 ■ 华北 ■ 西南 ■ 东北 ■ 华中 ■ 华南 ■ 西北 ■ 海外

资料来源：wind，信达证券研发中心

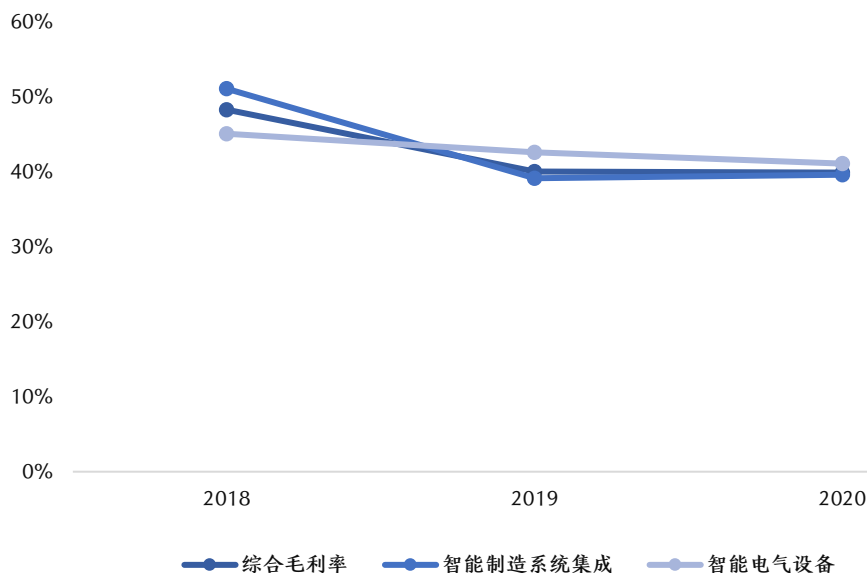
注：自内向外分别为 2018/2019/2020/2021H1

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：自内向外分别为 2018/2019/2020

公司毛利率水平小幅下滑，未来毛利率水平有望伴随着经营情况的改变而回升。伴随着公司业绩的快速发展，公司整体毛利率水平从2018年的48.28%到2020年下降至39.89%，并于2021H1小幅下滑至37.29%；分业务板块来看，2018-2020年公司的智能电气设备业务由45.07%下滑至41.09%，智能制造系统集成业务毛利率下滑比较明显，由51.07%下滑至39.62%。上海联宏的并表与行业竞争的加剧在一定程度上影响了公司的综合毛利率水平，未来伴随着公司经营模式和治理能力的改善，公司毛利率水平有望回升。

图 7：公司毛利率水平稳定

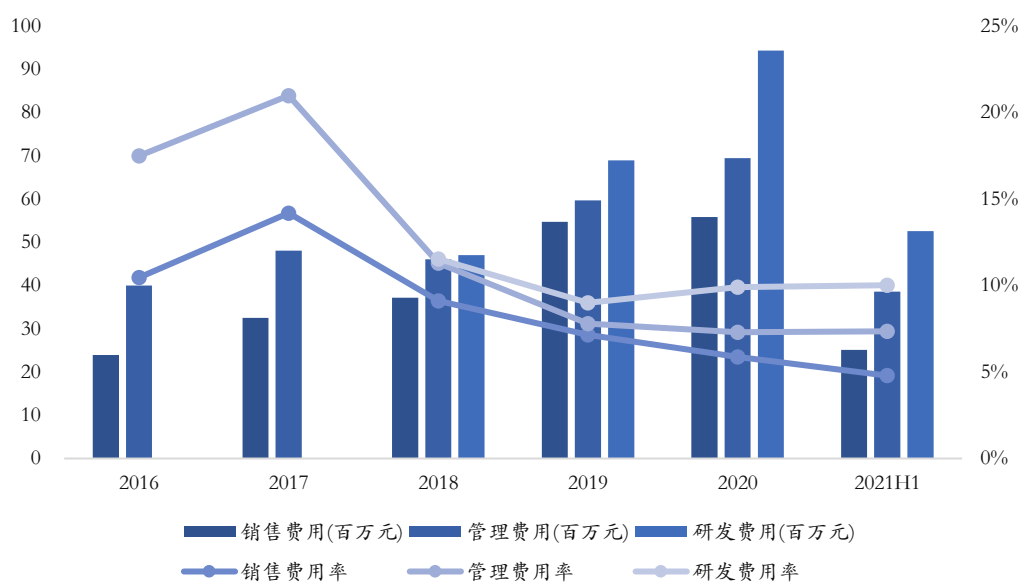


资料来源：wind，信达证券研发中心整理

公司对内部费用管控良好，销售管理费用率明显降低。公司对销售费用和管理费用的管控良好，管理费用率和销售费用率逐年下降，其中管理费用率从2017年的20.99%下降至2021H1的7.36%，大幅下降13.63个百分点；销售费用率由2017年的14.19%下降至2021H1的4.79%，大幅下降9.40个百分点。公司销售管理费用率大幅降低主要得益于公司业绩的迅速增长与对费用率的良好管控能力，有助于公司长期稳健发展。

研发费用率稳定，持续构建自身技术核心竞争力。公司重视研发投入，研发费用率一直维持在10%左右。2018-2020年公司研发费用投入由47.07亿增长至94.33亿元，年复合增长率达41.56%；2021H1公司研发费用达52.56亿元，继续保持8.80%的同比增速。公司积极持续地进行研发投入，有助于构建自身技术壁垒，提升产品的长期毛利率水平与公司的行业地位。

图 8：公司费用率水平表现良好

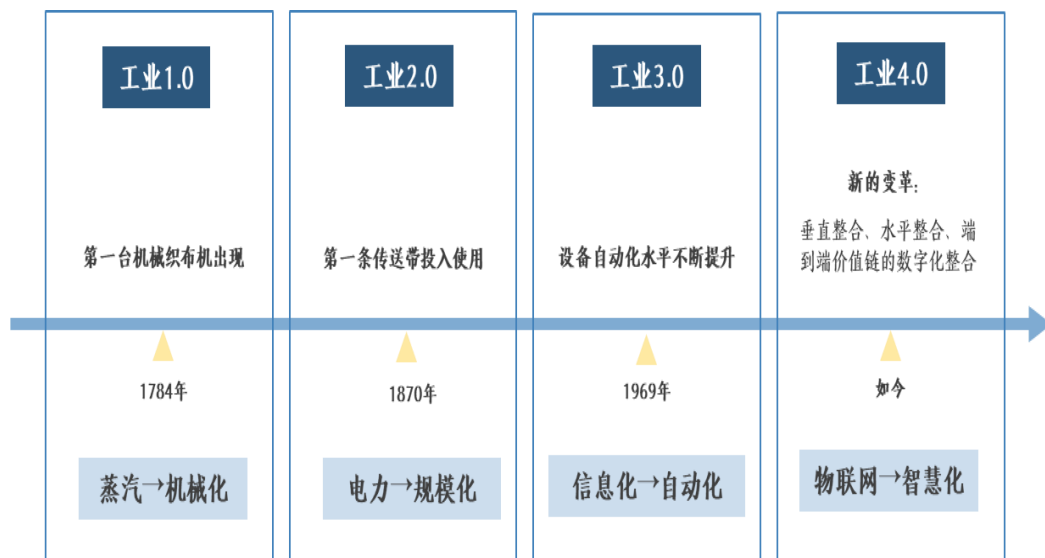


资料来源：wind，信达证券研发中心整理

三、工业 4.0 时代，智能制造行业景气度持续攀升

工业 4.0 推动自动化水平提升，工业智能化推动设备更新换代进程。工业 3.0 实现了生产的自动化，大量的自动化控制系统及仪表设备得以应用；工业 4.0 主要将实现生产的智能化，突破的重点由自动化设备转移向智能化软件，通过把行业知识和经验写入智能软件，实现降本增效、安全可控、绿色环保的智能化生产过程。

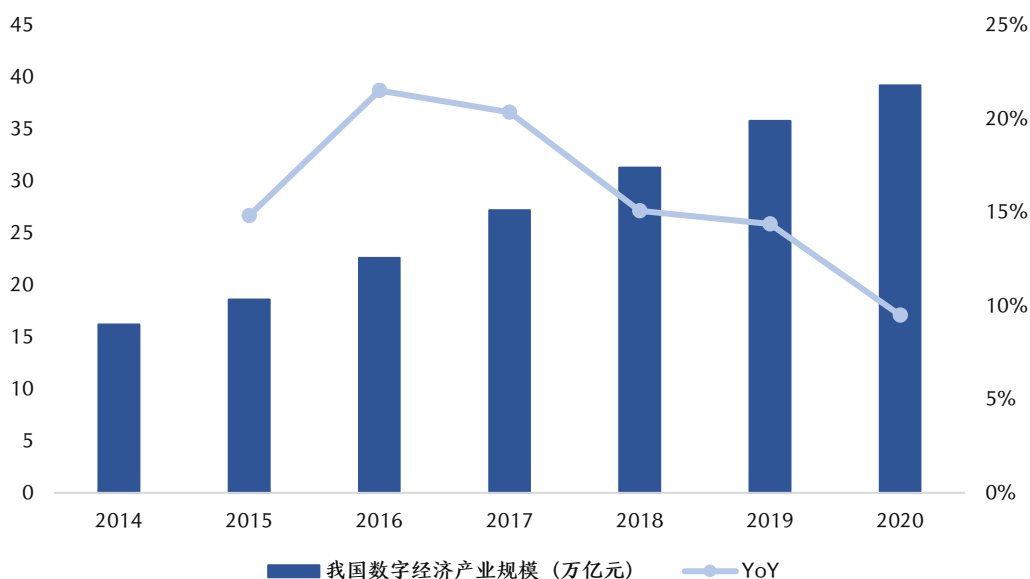
图 9：工业制造水平升级



资料来源：信达证券研发中心

数字经济成为全球重要的经济形态，数字化转型成为制造业的必经之路。目前，我国 5G 基建优势明显，云计算、人工智能和大数据等技术蓬勃发展，信息技术基础设施建设更加完善，为数字经济的发展奠定了稳固的基础，伴随着数字产业化和数字经济治理工作的进一步推进，我国的数字化经济转型有望提速发展。

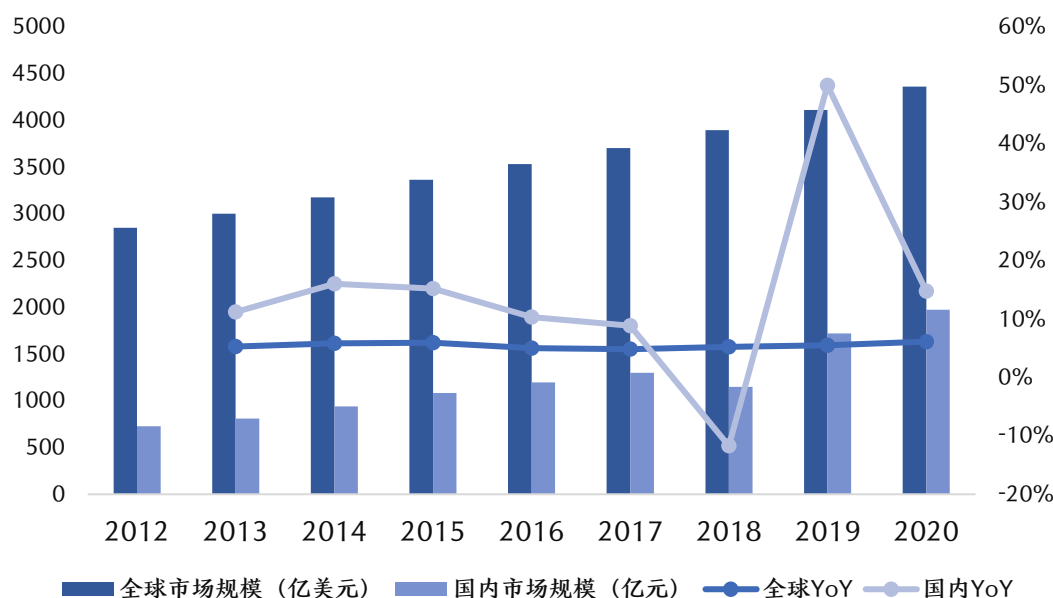
图 10：国内数字经济市场规模及同比增速



资料来源：毕马威，萝卜投研，信达证券研发中心整理

智能制造相关行业景气度持续提升。伴随我国工业制造水平逐步提升，智能制造成为国内制造业发展的大方向，智能化与数字化转型成为企业迈向高质量发展的必选项，工业软件、工业互联网平台和智能制造解决方案等多个细分赛道有望持续受益。另一方面，工业互联网与传统制造业的结合将进一步释放国内生产力，推动传统工业的数字化升级。当前工业互联网主要通过提升效率、降低事故率和节省人工成本等方式推动传统制造业的数字化转型，同时也促进了应用之间的融合，在连接人、机、物的基础上提升了全产业链的价值量，并助力中小企业的转型与发展；工业互联网平台的蓬勃发展与工业互联网生态相互促进，未来有望迎来高速发展的拐点。

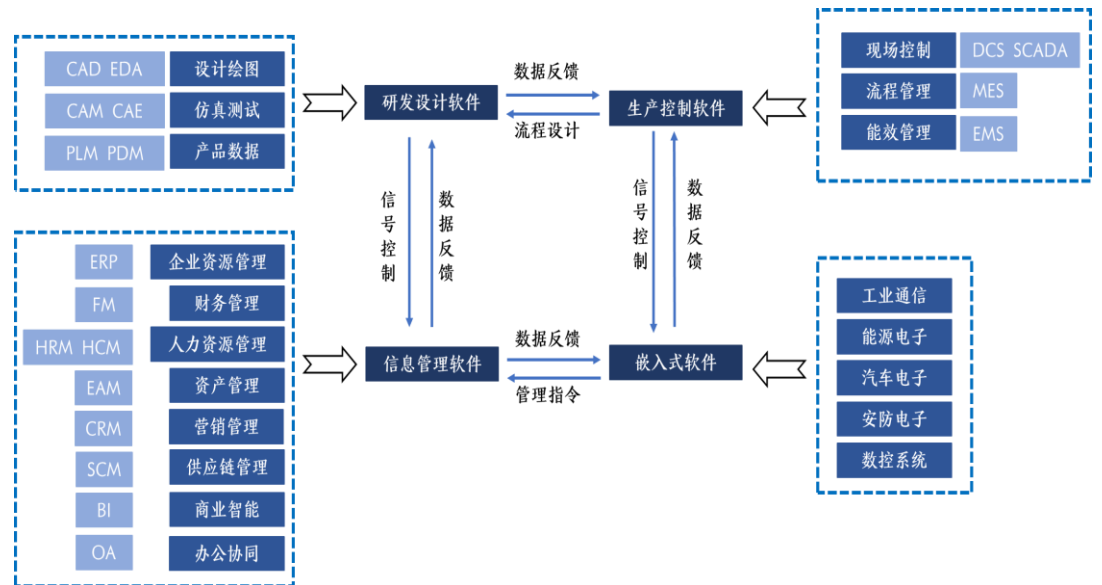
图 11：国内工业软件在智能制造大背景下迅速发展



资料来源：中国工业技术软件产业联盟，智研咨询，产业信息网，信达证券研发中心整理

工业软件产品类别较多，公司主要覆盖生产控制类软件产品。根据赛迪顾问划分，工业软件能够细分为研发设计软件、生产控制软件、信息管理软件及嵌入式软件四大类，从各个细分领域横向比较来看，目前工控软件产品类别齐全但是发展不均衡。其中，生产控制类软件主要应用于石化、化工、电力和冶金等流程型行业中，研发设计软件广泛应用于以制造业的设计和测试环节，信息管理软件主要用于企业内部人员、财务及商业等方面的管理，嵌入式软件主要应用于数控、电子及通讯等行业。

图 12：工业软件分类



资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心整理

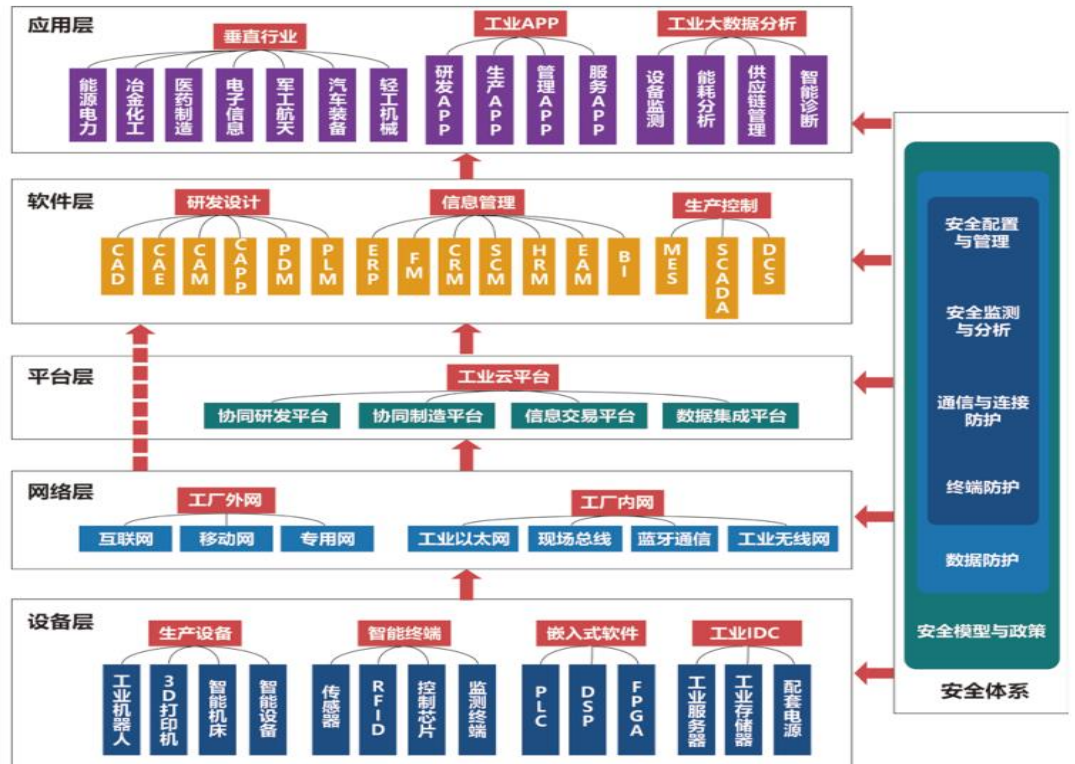
工业互联网赋能传统产业附加值大幅提升。根据赛迪顾问数据，2019 年我国工业互联网市场规模达到 6109.1 亿元，根据《中国工业互联网产业经济发展白皮书(2020)》，2019 年我国工业互联网产业增加值将达到 3.41 万亿元，其中在第一、第二、第三产业增加值分别为 0.049 万亿元、1.775 万亿元、1.585 万亿元，相当于每一份工业互联网方向的营收将带动 5 份产业增加值。

工业互联网是推动第四次工业革命的基石，是由“中国制造”向“中国智造”转型的关键，是国家新基建重要战略方向。工业互联网是将工业系统通过传感和控制技术与互联网相结合，通过软件、大数据、高级计算等实现传统工业的数字化、网络化、智能化，将人、机、物连接形成结构化网络，本质是通过数据分析来驱动自动化决策。

工业互联网从架构体系来看，主要包括设备层、网络层、平台层、软件层、应用层五大架构，以及保障各层架构安全运行的安全体系：

- 1) 设备层：**处于工业互联网底层，是工业基础设施，包括工业机器人、智能机床等生产设备，传感器、芯片等智能终端，PLC、DSP 等嵌入式软件，工业 IDC 等。
- 2) 网络层：**是工业互联网的基础，主要实现现场、车间、企业、行业环节的深度互联，主要包括工厂内和工厂外两大网络，工厂内包括工业以太网、现场总线、蓝牙通信、工业无线网络等，工厂外网包括互联网、移动网、专网等。
- 3) 平台层：**是工业互联网的核心，是新型制造系统的神经中枢，在传统平台上采用物联网、大数据等对收集的数据进行分析形成智能化的生产与运营决策，包括连接设备采集的边缘层、提供数据存储的 IaaS 层、进行工业数据处理的 PaaS 层。其中，PaaS 层是平台层的核心。
- 4) 软件层：**针对不同场景设计工业软件，用以提高企业研发、管理、生产控制等。
- 5) 应用层：**处于产业链下游，主要将工业互联网应用于垂直行业，针对垂直行业采用工业大数据分析实现设备控制、能耗分析、供应链管理、智能诊断等任务功能。
- 6) 安全体系：**安全是工业互联网的保障，是工业互联网应用推广的前提条件，主要包括应用安全、数据安全、云安全、控制安全、设备安全等几个层面，负责数据、终端、通信连接等的防护及安全监测与分析、安全配置与管理。

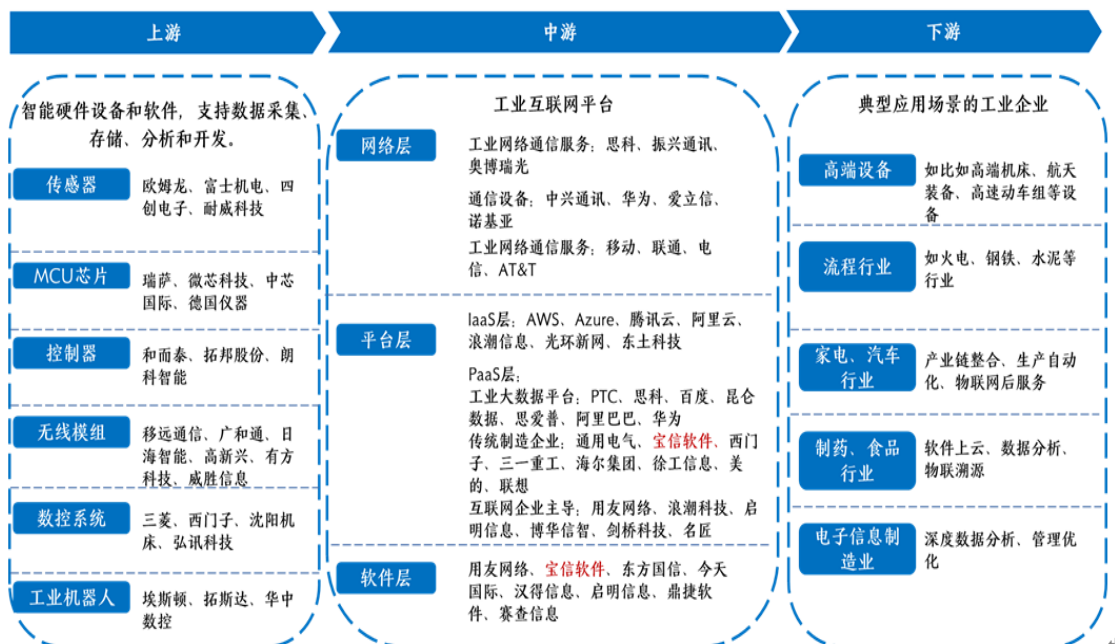
图 13：工业互联网五层架构



资料来源：赛迪顾问，通信产业网，信达证券研发中心整理

从产业链来看，工业互联网上游主要包括智能硬件设备、控制系统、传感器、芯片、模组等相关企业，为工业互联网提供相关硬件和软件；中游主要包括网络层、平台层、软件层，其中网络层主要包括工业网络通信服务企业、通信设备商和通信运营商，平台层包括 IaaS 层、PaaS 层，IaaS 层包括云平台企业，PaaS 层主要包括工业大数据平台、传统制造企业工业互联网平台、互联网企业主导工业互联网平台，软件层主要包括各类工业软件企业；下游主要包括具备典型应用场景的工业企业。

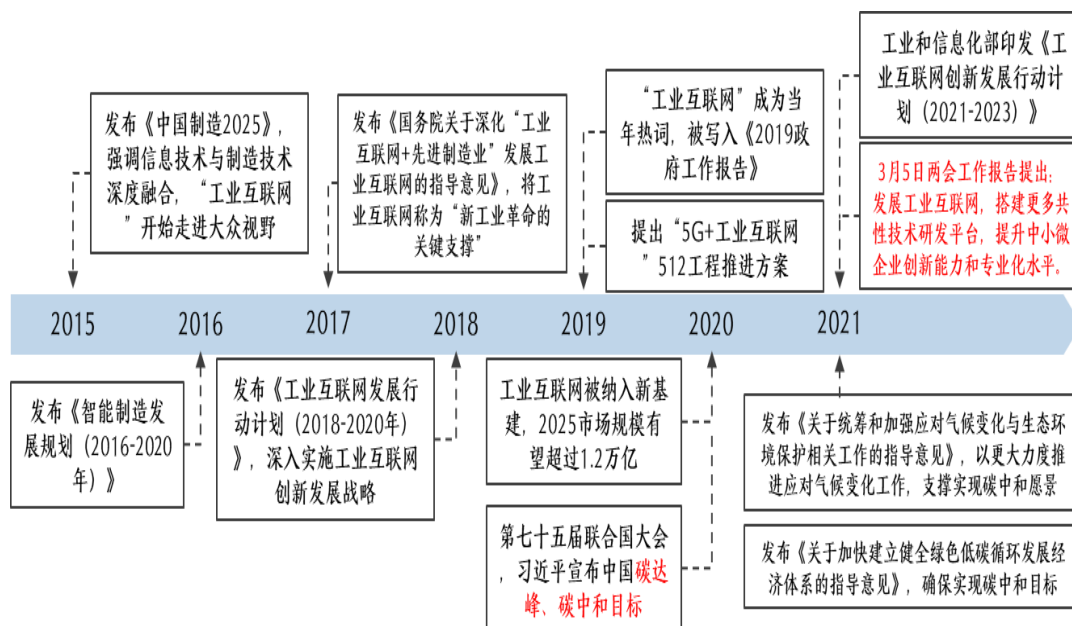
图 14：工业互联网产业链



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心整理

政策力度持续加码，“碳中和”助力工业互联网热度增加。“碳中和”得到国家重视和资本入局，已成风口，而工业互联网可实现传统工业的数字化、网络化、智能化，带来生产力提升与节能减排的双向突破，助力制造业升级和工业节能，是实现“碳中和”的必经之路。政策端对工业互联网的支持也稳步增加，两会提到“通过发展工业互联网，搭建更多共性技术研发平台，提升小微企业创新能力和专业化水平”，工业互联网连续四年被写入政府工作报告；2020 年工业互联网被纳入新基建；2021 年工信部发布《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，对工业互联网创新发展制定了明确的发展路线。在国家政策及“碳中和”大背景的加持下，工业互联网发展有望进入快车道。

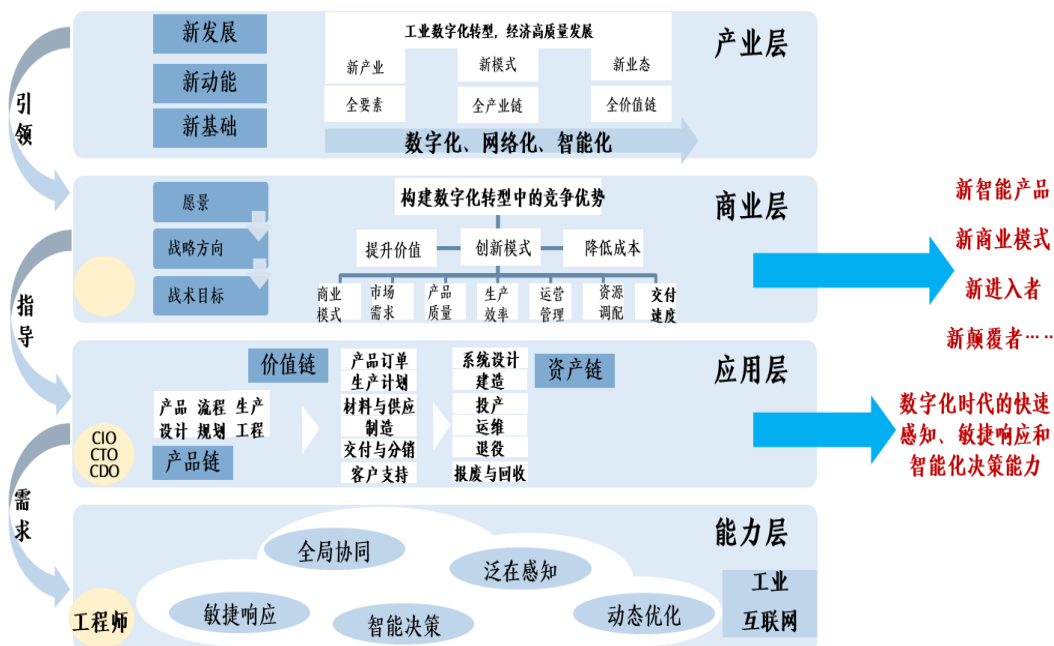
图 15：工业互联网获政策端“碳中和”大背景加持



资料来源：信达证券研发中心

企业数字化转型夯实工业互联网推广基础，两者相辅相成推动智能制造。数字化将制造系统内各种设备的数据信息表达为数字语言，并进行数据集成实现底层设备的互联互通，带来各个行业以及全社会的泛在连接，为工业互联网进一步推广做基础设施上的准备。其次工业互联网在垂直领域的融合应用将带动产业数字化扩张，两者相辅相成，在工业领域形成以智能化为中心的新组织、新产品、和新模式，实现社会生产全要素、全产业链、全价值链的重构升级，助力企业降本增效和产业结构升级，实现智能制造。

图 16：企业数字化转型和工业互联网相辅相成



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心整理

平台是工业互联网的核心，工业 PAAS 是工业互联网平台的核心。工业互联网平台的本质是将采集的海量工业数据，基于各种服务架构的数字化模型，通过将数据存储、管理、分析、建模等，开发出创新性应用，提高资源配置效率。工业互联网平台具体包括边缘层、IaaS 层、PaaS 层及应用层，PaaS 层包括通用 PaaS 层和工业 PaaS 层，工业 PaaS 层集成了数据分析和建模，是工业互联网平台的核心，工业 PAAS 层对传统的 PaaS 平台进行数字化扩展，把重复的工业技术、流程和命令进行模块化封装，使其满足大容量全方位的现代化工业生产的需求，并对特定的工业应用提供支撑。根据工信部统计数据显示，当前国内具有较强行业影响力或区域影响力的工业互联网平台超过 70 家，连接工业设备数量达 4000 万台，工业 APP 突破 25 万个，工业互联网广泛应用于港口、交通、能源、电力、家电、航空航天等多个重点行业。

图 17：工业互联网平台具体细分



资料来源：工业互联网平台白皮书，信达证券研发中心整理

平台处于规模化扩张的起步阶段，各路企业纷纷布局，尚未出现龙头企业，发展潜力巨大。目前全球工业互联网平台市场规模正处在高速发展的阶段，未来行业增速有望进一步提升。在众多参与者中，垂直细分行业龙头企业依托在行业的工业实力和行业经验，针对行业所存在的痛点，提供数字化解决方案，打造垂直行业的工业互联网平台，发展空间较大。

图 18: 国内工业互联网市场规模及增速

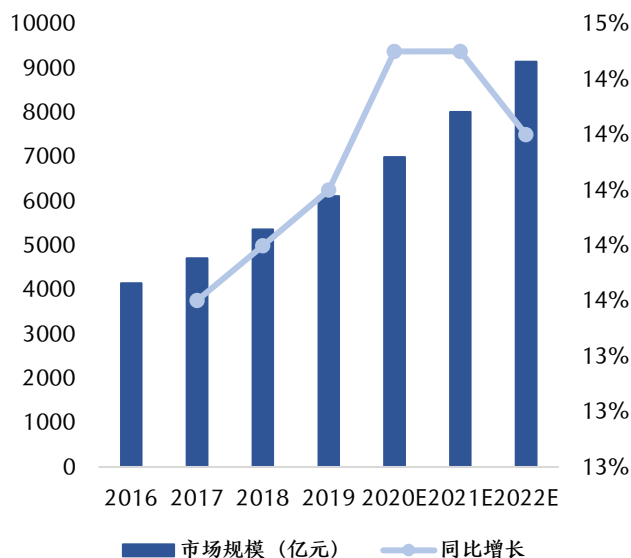


图 19: 工业互联网产业增加值规模及增速



资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心

资料来源：中国工业互联网研究院，信达证券研发中心

针对不同行业，工业互联网平台的提供的作用和价值各不相同：

- 1) 高端制造行业（工程机械、数控机床）：针对产品生产销售、服务后端等，工业互联网可在全生命周期开展平台应用。
- 2) 流程行业（化工、钢铁、有色）：针对具有高复杂性和逻辑性特点的行业资产、设备、生产、价值链等，工业互联网平台可提供系统性优化，提高效率。
- 3) 离散制造业（家电、汽车）：针对制造业的规模化及个性化定制、产品质量管理和后市场服务等，工业互联网可提供各类配套服务。
- 4) 普通消费行业（制药食品）：工业互联网提供标识解析功能，帮助产品进行销售供应链溯源、真伪识别、经营管理。
- 5) 电子制造业：工业互联网可针对行业进行质量管理，旨在提升行业效率。

图 20：工业互联网应用的不同行业



资料来源：信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测及假设

“工业 4.0”时代，我国逐步由“制造大国”向“制造强国”迈进，智能制造解决方案行业维持高景气度，同时我国制造业基础良好，也有助于本土工业软件企业的快速发展。叠加当前我国相关政策积极推动工业软件与制造业企业数字化转型意愿强等利好因素，企业数字化转型进程有望迎来高速发展，智能制造解决方案行业景气度持续高增，公司积极布局智能制造相关业务，积极构建智能制造中台，打造自身的技术优势与综合竞争力，有望受益于“工业 4.0”大时代。

公司主营业务基本假设如下：

1)智能制造业务：积极构建智能制造中台，提升资产的可复用程度，降低边际开发成本，预计未来智能制造业务将保持较快增速增长；

2)智能电气业务：公司主提供智能电气方面的整体服务，智能电气整体市场景气，预计未来几年公司智能电气业务将保持较快增速增长。

表 2：能科科技业绩预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	766	952	1,241	1,601	2,022
增长率 YoY %	87.72%	24.30%	30.35%	29.05%	26.29%
归属母公司净利润 (百万元)	90	120	171	240	317
增长率 YoY%	77.68%	33.35%	41.98%	40.68%	31.92%
毛利率%	40.05%	39.89%	43.22%	40.87%	41.28%
净资产收益率 ROE%	6.52%	8.33%	10.40%	13.11%	15.25%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.86	1.02	1.44	1.90
市盈率 P/E(倍)	62.89	47.16	33.22	23.61	17.90
市净率 P/B(倍)	4.40	4.03	3.54	3.16	2.78

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2021 年 10 月 17 日）

2、估值分析与投资评级

我们选取用友网络、赛意信息、鼎捷软件等工业软件企业作为可比上市公司，2022 年三家工业软件上市公司平均 PE 为 47.75 倍，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.71 亿元、2.40 亿元、3.17 亿元，对应 PE 为 33.22 倍、23.61 倍、17.90 倍，首次覆盖，给予 2022 年 35 倍 PE，对应目标价 50 元，给予“买入”评级。

表 3：估值对比表

公司	代码	股价	市值	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
用友网络	600588.SH	34.0	1111.0	0.31	0.38	0.51	109.79	88.35	66.91
赛意信息	300687.SZ	23.1	85.3	0.71	1.00	1.37	32.54	23.15	16.83
鼎捷软件	300378.SZ	22.3	59.3	0.49	0.66	0.84	45.49	33.88	26.59
平均估值				0.50	0.68	0.91	62.61	48.46	36.77
能科科技	603859.SH	34.0	56.7	1.02	1.44	1.90	33.22	23.61	17.90

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2021 年 10 月 17 日）

五、风险因素

1、国内制造业数字化转型不及预期

公司的 ERP 业务与智能制造业务均依赖于国家智能制造的总体发展状况，我国目前正处于由“制造大国”向“制造强国”转型升级的过程中，目前智能制造相关行业的景气度持续攀升；未来如果国内智能制造相关行业受到冲击，公司的核心业务可能会受到负面影响，带动公司业绩下滑。

2、政策变动风险

公司智能制造业务和智能电气业务受产业政策及国家宏观经济形势变化影响较大。我国目前正处于由“制造大国”向“制造强国”转型升级的过程中，国家不断出台诸多鼓励、复制政策促进智能制造的发展。未来如果存在政策落地执行效果差、政策向负面调整等利空因素出现，可能会对公司的业务发展产生不利影响。

3、市场竞争加剧风险

国外大型知名企业也加大了对中国市场的投入，市场竞争正在逐渐加剧。未来随着市场竞争的进一步加剧，若公司不能持续跟进市场和行业的最新动态，持续为客户提供创新服务，则可能存在经营业绩下滑的风险。

4、核心人员流失风险

公司所从事的智能制造业务属于知识密集型行业，相关销售人员和技术人员需要具备软件开发知识和下游行业的专业知识和实践经验，因此人才的储备对公司具备重要意义。随着行业竞争的加剧，对优秀人才的争夺会日趋激烈，若未来公司及下属子公司出现核心人员离职的情形，可能会对公司的业务发展产生不利影响。

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,304	1,200	2,188	2,756	2,236
货币资金	372	218	926	1,115	169
应收票据	27	26	34	44	56
应收账款	581	589	768	991	1,252
预付账款	75	69	85	115	144
存货	206	143	175	235	295
其他	44	155	200	256	321
非流动资产	501	755	722	693	666
长期股权投资	16	0	0	0	0
固定资产(合计)	129	146	162	176	189
无形资产	326	466	420	378	340
其他	31	144	141	139	137
资产总计	1,805	1,956	2,911	3,448	2,902
流动负债	415	504	1,261	1,609	817
短期借款	50	108	781	977	35
应付票据	45	83	103	138	173
应付账款	178	161	198	267	335
其他	141	152	179	227	275
非流动负债	9	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	10	10	10	10
负债合计	424	514	1,270	1,618	826
少数股东权益	93	37	38	39	40
归属母公司股东权益	1,289	1,405	1,603	1,792	2,036
负债和股东权益	1,805	1,956	2,911	3,448	2,902

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	766	952	1,241	1,601	2,022
同比(%)	87.7%	24.3%	30.3%	29.0%	26.3%
归属母公司净利润	90	120	171	240	317
同比(%)	77.7%	33.3%	42.0%	40.7%	31.9%
毛利率(%)	40.0%	39.9%	43.2%	40.9%	41.3%
ROE%	7.0%	8.6%	10.6%	13.4%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.86	1.02	1.44	1.90
P/E	62.89	47.16	33.22	23.61	17.90
P/B	4.40	4.03	3.54	3.16	2.78
EV/EBITDA	31.17	24.06	15.31	11.86	9.50

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	766	952	1,241	1,601	2,022
营业成本	459	572	705	947	1,187
营业税金及附加	3	4	5	6	8
销售费用	55	56	99	112	141
管理费用	60	70	124	134	162
研发费用	69	94	130	147	186
财务费用	2	9	3	4	5
减值损失合计	-16	-18	0	0	0
投资净收益	0	-2	0	-1	-1
其他	9	8	9	9	9
营业利润	111	137	184	258	341
营业外收支	-2	-1	0	0	0
利润总额	108	135	184	258	341
所得税	8	15	12	18	23
净利润	100	121	171	241	318
少数股东损益	10	0	1	1	1
归属母公司净利润	90	120	171	240	317
EBITDA	123	159	251	323	404
EPS(当年)(元)	0.65	0.86	1.02	1.44	1.90

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	38	79	33	71	97
净利润	100	121	171	241	318
折旧摊销	21	34	64	61	57
财务费用	3	7	3	4	5
投资损失	0	2	-8	-8	-8
营运资金变动	-84	-81	-197	-227	-276
其它	-3	-4	0	0	0
投资活动现金流	-117	-248	-23	-23	-23
资本支出	-103	-235	-31	-31	-31
长期投资	16	0	0	0	0
其他	-30	-13	8	8	8
筹资活动现金流	282	13	698	141	-1,020
吸收投资	499	11	27	51	72
借款	-206	24	673	196	-943
支付利息或股息	-6	-16	-3	-56	-77
现金流净增加额	203	-157	708	189	-946

研究团队简介

蒋颖，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。