

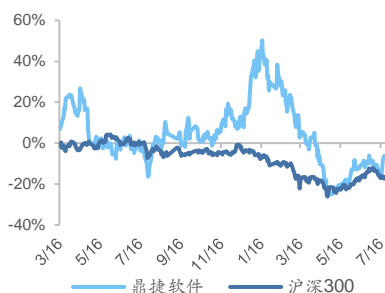
## 全面深耕大陆市场，领跑智能制造赛道

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-07-24

收盘价 (元)	17.06
近 12 个月最高/最低 (元)	31.3 / 12.5
总股本 (百万股)	266.44
流通股本 (百万股)	265.88
流通股比例 (%)	99.79%
总市值 (亿元)	45.45
流通市值 (亿元)	45.36

## 公司价格与沪深 300 走势比较



## 分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

## 分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

## 联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

## 相关报告

1. 《华安证券计算机行业专题：工业软件为何能强势崛起，从高维视角看工业软件投资机会，经营管理和工业互联网篇》2021-8-16

## 主要观点：

## ● 制造业数字化自上而下加速渗透，工业软件长期高景气

近年来，我国积极推进制造业信息化转型，智能制造、工业互联网领域政策不断加码。从数字化管理软件来看，经营管理类软件切实帮助下游企业降本增效，市场规模稳健高增，2016至2020年CAGR为13.4%。国产替代空间大，尤其在高端ERP方面；基于云部署在成本、性能、服务、安全等方面的优势，以及国内 SaaS 渗透率的不断提升，本土厂商有望通过借力云计算实现对国外 ERP 企业的弯道超车。从生产控制类软件来看，MES 上承公司级 ERP，下启硬件控制器，有效打通信息壁垒，优化车间绩效。国内 MES 市场规模稳健成长，近五年 CAGR 为 18%，2022 年市场规模预计将超过 50 亿元。

## ● 全面深耕大陆市场，服务商品模式赋能制造业转型

公司于 2002 年开始拓展大陆业务，后更是以集团模式整合台湾省、东南亚地区资源全面深耕大陆市场。在产品方面，公司已形成了数字化管理软件 (ERP/ERP II) 产品、智能制造解决方案、云与工业互联网应用三轮驱动的产品方案架构。在数字化管理软件领域，公司产品线完整，近年来深入拓展 SaaS ERP，与华为云、腾讯云等达成合作，2022 年市占率达到 14.8%，居于本土厂商之首。在生产控制类软件领域，公司具备设备接口、系统集成、图形化可视化三大核心能力，鼎捷智能车间能够实现制造周期缩短 45%，制造效率提升 26%，成本降低 27%，质量过失减少 70%。在商业模式方面，公司发展敏捷交付的服务商品模式，以议题切入、以指标交付，摆脱工时计费的束缚。公司已在台湾省完全实施服务商品模式，并积极在大陆推进，有望进一步提升服务价值与交付效率。

## ● 下游制造业需求韧性凸显，疫情后复苏有望带来新增量

公司客户集中在下游腰部企业：针对机械装备制造行业零件采购繁琐、生产进度难控、项目成本失真等痛点，公司提出了四大方向数字化转型和全生命周期服务化转型；针对芯片 IC 设计行业，公司帮助搭建电子信息沟通平台提高企业外部信息沟通能力，在半导体全产业链流程发力实现降本增效；另外，汽车零部件、印刷包装、电子元器件等也是公司重点覆盖的下游赛道。受本轮疫情影响，下游制造业受到一定扰动，但公司 2021H1 业绩仍维持稳健成长，足见下游的需求韧性。随着本轮疫情的逐渐消退，下游制造业景气度明显抬升。统计数据显示，PMI 已由 4 月 47.4% 回暖至 50.2%。汽车消费指数已由 3 月的 75.1 快速回升至 91.0。放眼未来，随着制造业的快速回暖，公司有望迎来业务新增量。

## ● 投资建议

鼎捷软件深耕制造业 ERP 和智能制造领域。在工业软件和工业互联网持续渗透的浪潮下有望加速赋能下游相关产业，以装备制造、汽车零部件、半导体及电子等下游领域为核心向更多细分赛道拓展。我们预计鼎捷软件 2022-2024 年分别实现营业收入 21.35/25.41/30.05 亿元，同比增长 19.4%/19.0%/18.3%；实现归母净利润 1.40/1.75/2.12 亿元，同比增长 24.6%/25.4%/21.0%，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,788	2,135	2,541	3,005
收入同比 (%)	19.5%	19.4%	19.0%	18.3%
归属母公司净利润	112	140	175	212
净利润同比 (%)	-7.6%	24.6%	25.4%	21.0%
毛利率 (%)	66.3%	66.8%	67.2%	67.3%
ROE (%)	7.0%	8.1%	9.4%	10.5%
每股收益 (元)	0.42	0.52	0.66	0.80
P/E	57.00	32.26	25.74	21.27

资料来源：wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 行业数字化政策落地不及预期的风险; 2) 下游需求扩张不及预期的风险; 3) 受疫情影响, 业务实施和部署受阻的风险。

## 正文目录

引言：全面深耕大陆市场，领跑智能制造赛道 .....	6
<b>1 鼎捷软件：领先的智能制造服务提供商 .....</b>	<b>7</b>
1.1 制造业数字转型服务提供商，集团运作模式深耕大陆市场 .....	7
1.2 三轮驱动业务架构，“智能+”战略延伸价值链 .....	8
1.3 研发投入铸就技术壁垒，服务商品打造高质量现金流 .....	9
<b>2 智能制造前景广阔，制造业信息化高速渗透 .....</b>	<b>12</b>
2.1 制造业信息化转型目标明确，支持政策持续加码 .....	12
2.2 ERP 市场增势稳健，云部署提供弯道超车机会 .....	13
2.3 MES 系统赋能智能制造，市场规模稳健增长 .....	16
<b>3 下游需求凸显，数字化管理与智能制造业务蓬勃发展 .....</b>	<b>19</b>
3.1 本土数字化管理软件领导者，丰富产品线覆盖差异化需求 .....	19
3.2 打造智能制造核心能力，助力下游降本增效 .....	21
3.3 下游信息化需求旺盛，二开及维护收入持续走高 .....	23
3.4 携手工业富联，深度协同开发 IT+OT 解决方案 .....	28
<b>4 投资建议 .....</b>	<b>30</b>
4.1 基本假设与营业收入预测 .....	30
4.2 估值和投资建议 .....	31
风险提示： .....	31
财务报表与盈利预测 .....	32

## 图表目录

图表 1 鼎捷软件发展历程	7
图表 2 鼎捷软件股权结构	8
图表 3 公司产品方案架构	8
图表 4 “一线三环互联”战略路径	9
图表 5 鼎捷软件营业收入及增速	10
图表 6 鼎捷软件毛利与净利情况	10
图表 7 鼎捷软件分业务营业收入 (亿元)	10
图表 8 鼎捷软件分业务毛利率	10
图表 9 鼎捷软件研发投入情况	11
图表 10 研发费用率同行对比	11
图表 11 人均创收同行对比	11
图表 12 经营性现金流与扣非归母净利润对比	11
图表 13 智能制造与工业互联网支持政策	12
图表 14 鼎捷软件经营性现金流与扣非归母净利润对比	13
图表 15 全球 ERP 软件市场规模 (亿美元)	13
图表 16 中国 ERP 软件市场规模 (亿元)	13
图表 17 中国 ERP 软件市场格局	14
图表 18 中国高端 ERP 软件市场格局	14
图表 19 传统 ERP 与 SAAS ERP 对比	14
图表 20 国内外 SAAS 渗透率对比	15
图表 21 中国企业级 SAAS 细分赛道占比	15
图表 22 MES 系统在企业信息流中的位置	16
图表 23 企业管理软件结构	17
图表 24 国内 MES 市场规模及增速	17
图表 25 细分行业 MES 渗透率	18
图表 26 细分行业 MES 投入意愿 (单位: 万/亿元营收)	18
图表 27 公司数字化管理软件产品	19
图表 28 公司 ERP II 产品	20
图表 29 公司数字化管理软件上云解决方案 (华为云)	20
图表 30 公司台湾省用户覆盖率	21
图表 31 中国制造业 ERP 软件市场份额	21
图表 32 鼎捷软件智能制造版图	22
图表 33 鼎捷智能车间	22
图表 34 鼎捷制造产品对生产效率的影响	23
图表 35 机械装备制造的数字化方向	23
图表 36 装备制造全生命周期	24
图表 37 IC 设计信息交互示意图	25
图表 38 半导体全产业链覆盖	25
图表 39 芯片制造全流程	26
图表 40 鼎捷智能制造产品对汽车零部件行业效益的影响	26
图表 41 从智能工厂到智能运营	27

图表 42 IT 与 OT 对比 .....	28
图表 43 灯塔工厂实施现状 .....	29
图表 44 鼎捷软件分项业务收入 (百万元/%) .....	30
图表 45 重要财务指标 (百万元) .....	31

## 引言：全面深耕大陆市场，领跑智能制造赛道

制造业数字化转型是《“十四五”智能制造发展规划》的重点任务，政策加码、后疫情时代需求凸显，叠加国产替代浪潮，为本土工业软件企业创造了极大的增长机会。鼎捷软件作为专业的数字转型服务提供商，长期处于行业第一梯队，在产品、服务和战略上都保持着极高的前瞻性。我们认为，鼎捷软件在工业软件行业新一轮周期中存在较大投资机会，具体原因包括：

**逻辑一：政策与需求端双轮驱动，工业软件行业长期高景气。**在政策方面，近年来我国积极推进制造业信息化转型，智能制造、工业互联网领域政策不断加码；在需求方面，工业软件下游如机械装备制造、芯片 IC 设计、半导体制造与封测、汽车零部件等行业的信息化需求旺盛，疫情后更将进一步凸显。在政策与需求双轮驱动下，工业软件行业将保持长期高景气。从数字化管理软件行业来看，国内 ERP 市场稳健高增，2016-2020 年 CAGR 为 13.4%，且国产替代空间较大，本土厂商有望通过 SaaS ERP 实现对国外 ERP 企业的弯道超车。从生产控制软件行业来看，国内 MES 市场规模稳健成长，近五年 CAGR 为 18%，2022 年市场规模预计将超过 50 亿元。

**逻辑二：数字化管理与智能制造业务蓬勃发展，收入中长期确定性高。**围绕“智能+”战略，公司已形成 ERP/ERP II 产品、智能制造解决方案、云与工业互联网应用三轮驱动的产品方案架构。在数字化管理领域，公司产品线丰富，近年来深入拓展 SaaS ERP，与华为云、腾讯云等达成合作，加速向云服务商转型；公司是国内制造业 ERP 市占率最高的本土厂商，占比达到了 14.8%，在台湾省的用户覆盖率近 70%。在智能制造领域，公司具备设备接口、系统集成、图形化可视化三大核心能力，鼎捷数智工厂、智能车间等顺应下游差异化需求，助力企业降本增效。公司致力于制造业的服务化转型，为客户提供全生命周期的产品与服务，随着下游需求凸显，公司二开及维护收入将持续走高。

**逻辑三：服务商品模式促进价值提升，打造高质量现金流。**公司创新商业模式，发展敏捷交付的服务商品，以议题切入、以指标交付，摆脱了工时计费的束缚。目前公司已在台湾省完全实施服务商品模式，并积极在大陆推进，有望进一步提升服务价值与交付效率。在此商业模式下，公司现金流表现优异，近四年经营性现金流始终保持在扣非归母净利润的 2 倍以上，人均创收也高于同行。

**逻辑四：下游制造业需求韧性凸显，疫情后复苏有望带来新增量。**装备制造、半导体、汽车零部件、印刷包装、电子元器件等行业是公司重点覆盖的下游赛道。受本轮疫情影响，国内制造业受到一定扰动，但公司 2021H1 业绩仍维持稳健成长，足见下游的需求韧性。随着本轮疫情的逐渐消退，下游制造业景气度明显抬升。统计数据显示，PMI 已由 4 月 47.4% 回暖至 50.2%。汽车消费指数已由 3 月的 75.1 快速回升至 91.0。放眼未来，随着制造业的快速回暖，公司有望迎来业务新增量。

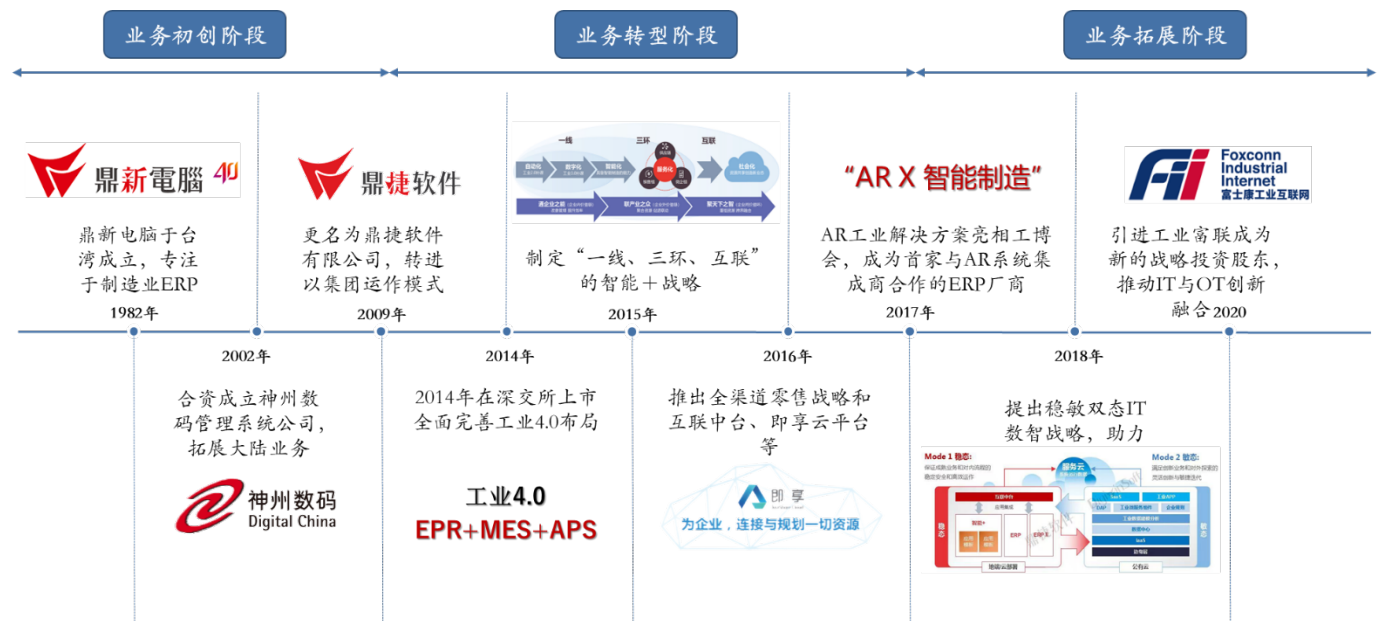
**逻辑五：工业富联入股，深度协同引领制造业转型。**2020 年公司引入工业富联作为新的战略投资股东，深化协同，智能制造、工业互联网方面实现优势互补。一方面，公司能够借助工业富联海量的工业机理模型及各类数据资源，促进 IT 与 OT 创新融合，同时实现业务板块向工业物联网领域的延伸，为软件业务的增长注入新动能。另一方面，公司将承接工业富联“灯塔工厂”计划所产生的科技服务需求，带来业绩正反馈，并总结行业头部客户数字化转型路径，实现头部客户拓展。

# 1 鼎捷软件：领先的智能制造服务提供商

## 1.1 制造业数字转型服务提供商，集团运作模式深耕大陆市场

数字转型服务提供商，积累数字化管理与智能制造两大领域竞争力。公司以 ERP 产品和智能制造解决方案为核心，聚焦制造、流通两大产业领域，助力企业变革运营模式，实践智能+转型。可将公司的发展历程划分为三个阶段：1) 业务初创阶段：1982 年公司前身鼎新电脑在台湾省成立，专注于制造业 ERP，到 1990 年占据台湾省超过 70% 的市场份额；2002 年合资成立神州数码管理系统公司，主动拓展大陆业务；2009 年正式更名为鼎捷软件有限公司，开始以集团运作模式，整合台湾省、中国大陆、东南亚地区资源跨区营运。2) 业务转型阶段：2014 年在深交所上市，推出新一代 ERP 产品 E10、投资专注 MES 的艾玛科技，再加上公司的 APS，完整公司工业 4.0 的产品布局；2015 年围绕“智能制造”“全渠道零售”“微企互联网”制定了“一线、三环、互联”的智能+战略；2016 年推出即享云平台，持续迭代开发了多个版本的供应链协同产品功能。3) 业务拓展阶段：2017 年推出 AR 工业解决方案，成为首家与 AR 系统集成商合作的 ERP 厂商；2018 年推出稳敏双态 IT 数智战略，助力企业上云；2020 年引进工业富联成为新的战略投资股东，借此进一步完善智能制造与工业互联网布局。

图表 1 鼎捷软件发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

工业富联入股成为第一大股东，深度开展工业信息化协同。公司具有相对稳定的股权结构，单一股东的持股比例均为 30% 以下，不存在控股股东、实际控制人。前十大股东中包括投资公司 TOP PARTNER、STEP BEST 以及工商银行、平安人寿等证券投资基金，可见公司发展前景被看好。2020 年 7 月 4 日，公司股东 DCSoftware、Talent 与工业富联签署了股份买卖协议，DCSoftware 拟将其持有的公司 15.19% 股份转让给工业富联，交易完成后，工业富联成为公司的单一最大股东。通过股权结构调整，公司能够进一步加强与工业富联的合作，完善在智能制造与工业互联网的布局，推动 IT 与 OT 创新融合。双方将围绕工业自动化、工业软件、工业大数据、工业智能等方面的优势能

力，打造更加成熟的智能工业系统，助力我国制造产业的数字化、智能化转型升级。

图表 2 鼎捷软件股权结构

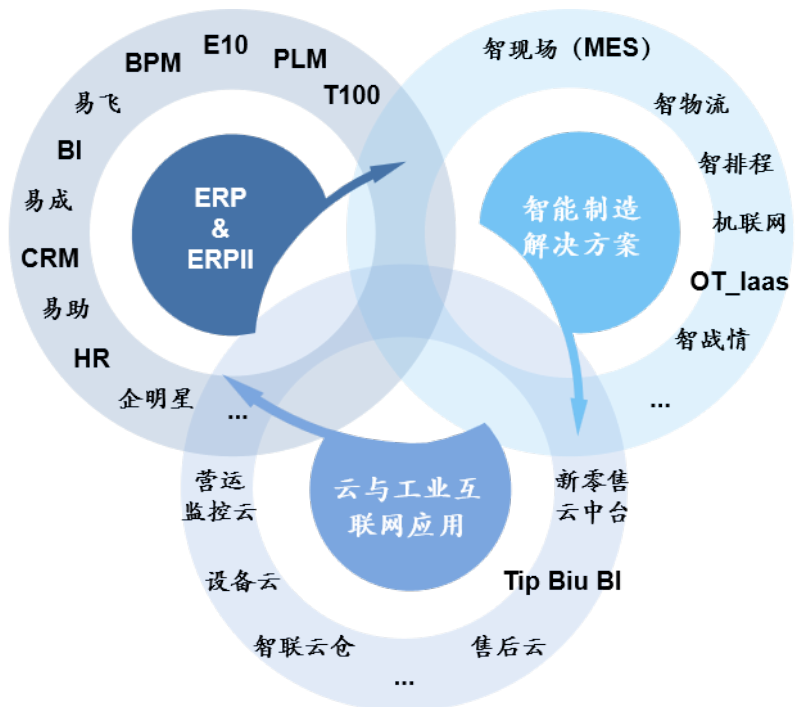


资料来源：Choice，华安证券研究所

## 1.2 三轮驱动业务架构，“智能+”战略延伸价值链

产品线丰富完整，形成三轮驱动产品方案架构。公司聚焦制造、流通两大产业领域，以 ERP 产品和智能制造解决方案为核心，积极推进云与工业互联网领域的创新应用研发，目前已形成数字化管理（ERP/ERP II）产品、智能制造解决方案、云与工业互联网应用三轮驱动的产品方案架构。在 ERP 领域，公司推出面向超大型、大型企业集团的 T100 系列，面向中型企业的 E10 系列及面向中小企业的易飞、易助等系列产品；在智能制造领域，具备智车间、智排程、智品质、智战情、智中台等系列产品；在云与工业互联网领域，推出营运监控云、新零售云中台等产品，全面满足企业客户制造-分销-零售不同发展阶段的多业态经营管理需求。

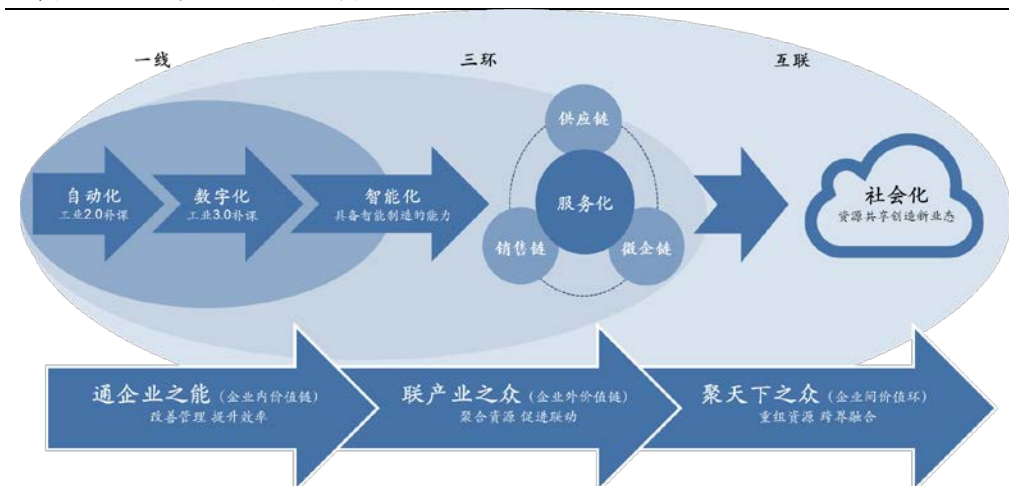
图表 3 公司产品方案架构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

坚持“一线三环互联”战略路径，延伸企业客户价值链。2019年公司实行战略调整，确立了“智能+”的战略方针，并以“一线三环互联”实践路径为主轴展开，不断积累在制造、流通两大产业领域的核心竞争力。“一线”旨在提升营运效益，帮助企业实现从自动化、数字化到智能化发展，持续拓展服务商品与智能制造业务；“三环”旨在聚合产业资源，搭建连接用户、系统、设备的工业互联网平台以及提供数据信息服务，实现供应链协同；“互联”旨在实现跨行业、跨产业的资源重组、共享与整合，打造工业互联网生态圈。在公司“智能+”的整体战略布局下，帮助企业实现自动化、数字化、智能化、服务化、社会化转型。

图表4 “一线三环互联”战略路径

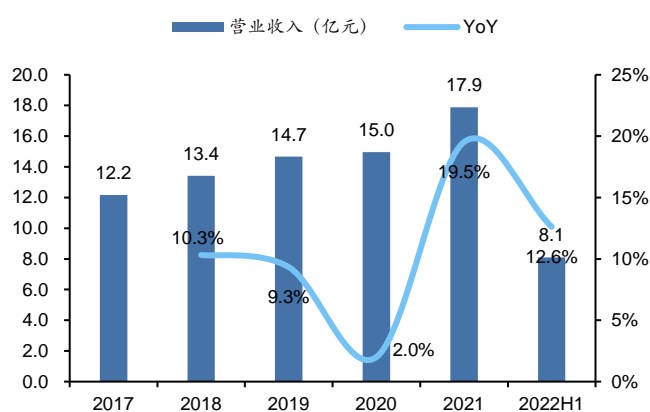


资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 1.3 研发投入铸就技术壁垒，服务商品打造高质量现金流

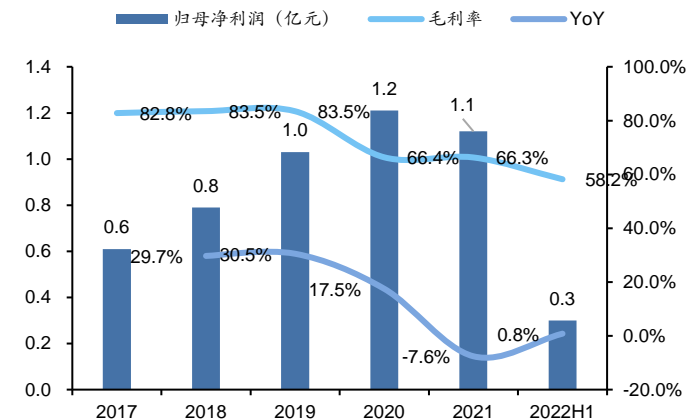
充分受益于制造业信息化浪潮，营收规模与净利润实现高增。营业收入方面，2017年以来公司营业收入呈现稳健增长态势，由12.16亿元增长至2021年的17.9亿元，CAGR为8.0%。受疫情扰动，2020年增速放缓，次年迅速回升至20%。长期来看，后疫情时代企业对人效与灵活性的要求进一步提高，叠加数字化已成为行业趋势和企业核心竞争力，未来下游需求有望持续高景气。**利润方面**，公司销售毛利率水平较高，2019年以前保持在80%以上，2020年毛利率显著下降，主要系公司调整会计政策，将项目实施维护服务人员费用及其他费用归集到主营业务成本中，使得技术服务业务毛利下降，但净利率未受明显影响。2017-2021年公司归母净利润从0.61亿元增长至1.12亿元，CAGR为12.9%。2021年归母净利润下降7.4%，主要系公司2021年度股权激励费用分摊，金额合计0.5亿元，剔除该影响后归母净利润为1.62亿元，同比增长33.9%。

图表 5 鼎捷软件营业收入及增速



资料来源: WIND, 华安证券研究所

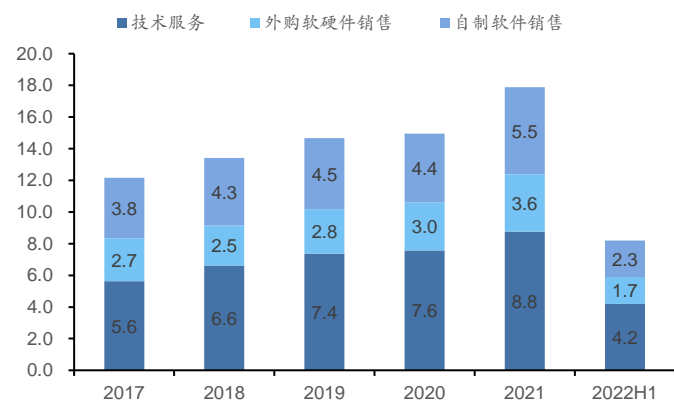
图表 6 鼎捷软件毛利与净利情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

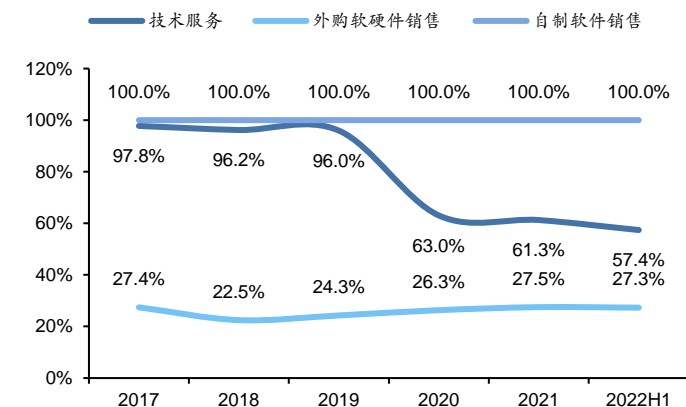
业务结构总体维持稳定, 边际调整改善总体毛利水平。公司收入来自技术服务、外购软硬件销售和自制软件销售三部分, 其中技术服务贡献主要收入, 2017-2021 年占比均保持在 46%-51% 之间。技术服务毛利率在 2015-2019 年均维持在 90% 以上, 2020 年开始主要受会计政策调整影响, 围绕 60% 波动。2022H1 受疫情影响, 成本有所上升, 毛利率受到扰动。外购软硬件销售业务毛利率较低, 但由于基数较小, 对整体毛利率的拖累较少。自制软件销售业务保持 100% 毛利率, 显著高于其他两项, 公司有望凭借该业务的高毛利属性创造更为客观的利润表现。

图表 7 鼎捷软件分业务营业收入 (亿元)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

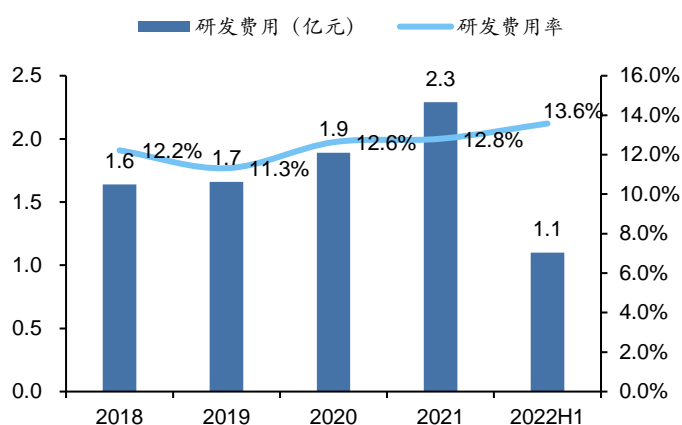
图表 8 鼎捷软件分业务毛利率



资料来源: WIND, 华安证券研究所

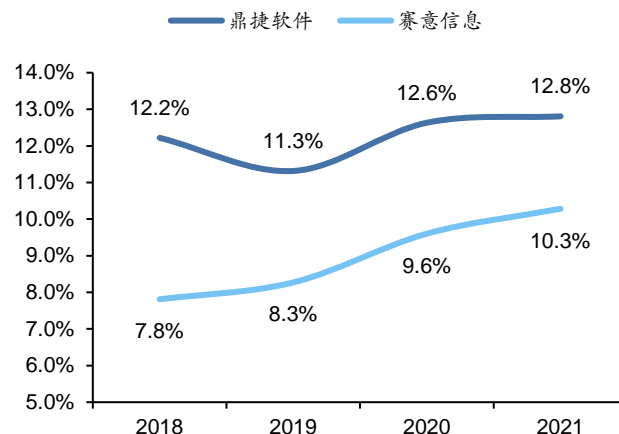
研发支出稳定增长, 研发费用率高于同行业公司。公司将自主研发作为实现“智能+”和云转型的重要支柱, 坚持高比例的研发投入。公司研发费用率近五年均维持在 10% 以上, 研发投入规模呈现稳定增长态势。从研发投入来看深度契合下游行业需求, 在数字化转型服务领域, 公司聚焦优势行业推进管理软件的升级迭代, 如优化半导体 IDC 行业解决方案、装备制造项目型制造解决方案等; 在智能制造领域, 加速智质量 (sQMS)、智战情 (sFWR) 及智中台 (sMMP) 等新产品方案的发展与验证; 在工业互联网领域, 持续完善工业互联网平台, 支撑云化软件、IT/OT 融合、产业互联协同。对比主要竞争对手赛意信息, 公司研发投入规模和研发费用率都较高, 构筑公司核心优势。

图表 9 鼎捷软件研发投入情况



资料来源: WIND, 华安证券研究所

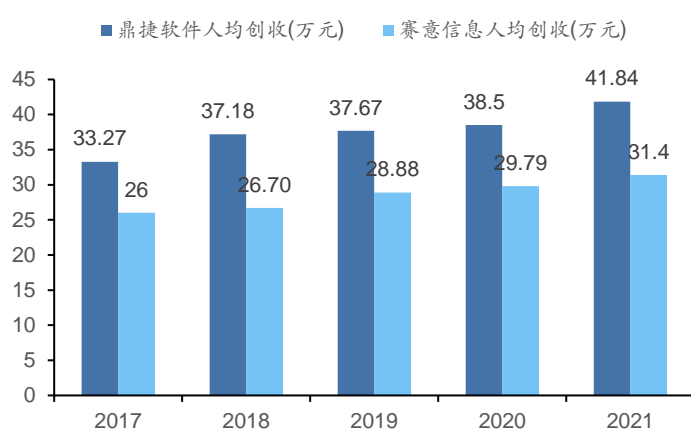
图表 10 研发费用率同行对比



资料来源: WIND, 华安证券研究所

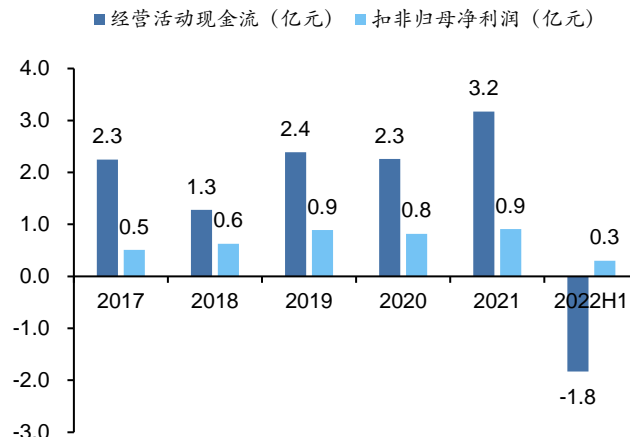
**服务商品模式提高交付效率, 打造高质量现金流和人均创收。**公司创新商业模式, 推进软件服务的升级换代, 发展敏捷交付的服务商品, 以议题切入、以指标交付, 摆脱工时计费的束缚, 提升了服务价值与交付效率。公司已在台湾省完全实施服务商品模式, 并积极在大陆推进。2017-2021 年公司经营性现金流持续高于扣非归母净利润, 且始终保持在扣非归母净利润的 2 倍以上, 反映了较高的经营质量。2022H1 数据表现主要系回款周期造成。人均创收方面, 公司长期优于同行, 从 2017 年的人均 33.27 万元增长至 41.84 万元, 5 年 CAGR 为 5.89%, 其中 2021 年同比增长 8.7%。

图表 11 人均创收同行对比



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 12 经营性现金流与扣非归母净利润对比



资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 2 智能制造前景广阔，制造业信息化高速渗透

### 2.1 制造业信息化转型目标明确，支持政策持续加码

**政策持续加码，智能制造与工业互联网发展提速。**在全球制造业布局调整、各国纷纷进行制造业转型升级的背景下，中国制造业劳动力成本优势逐渐消失，提高制造业信息化、智能化程度成为重要趋势。2015年国务院正式印发《中国制造2025》，当年政府工作报告将“互联网+”战略提升至国家层面。2017年11月国务院发布关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见，指出加快建设和发展工业互联网，支持传统产业优化升级。此后，“工业互联网”连续五年被写入政府工作报告，**智能制造、工业互联网领域支持政策接连出台，为相关领域的发展提供了肥沃土壤。**2022年4月发布的《工业互联网专项工作组2022年工作计划》，围绕工业互联网提档升级，提出夯实基础设施、深化融合应用、强化技术创新、培育产业生态等重点任务。至2022年一季度，**我国工业互联网产业规模突破万亿元大关，行业应用不断深化，已在研发设计、生产制造、运营管理等45个国民经济大类得到广泛应用。**

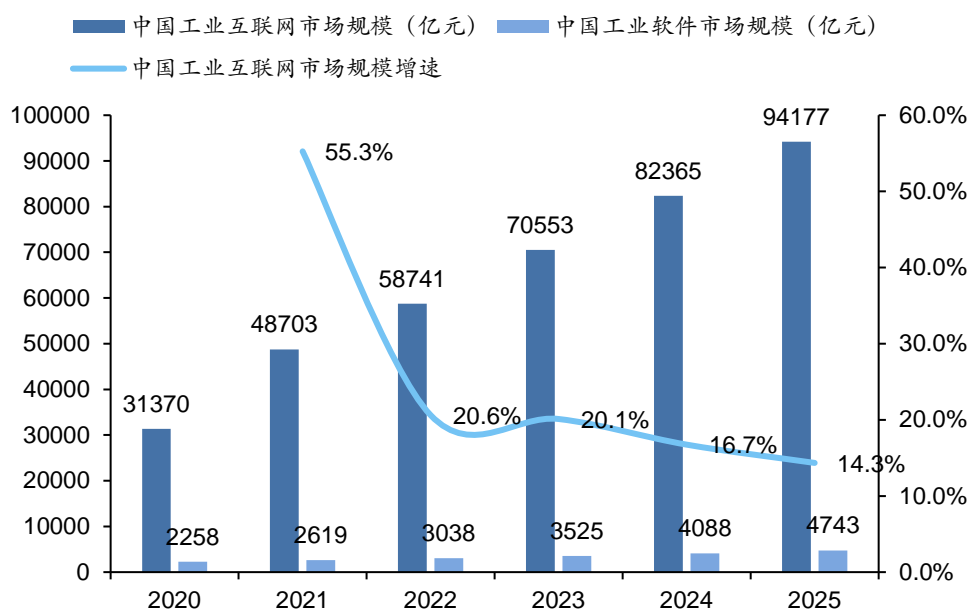
图表 13 智能制造与工业互联网支持政策

时间	部门	政策	主要相关内容
2022.04	工信部	《工业互联网专项工作组2022年工作计划》	实施新一轮 <b>工业互联网</b> 创新发展工程，强化关键技术产品短板攻关。推动工业互联网与细分行业融合，加快新模式新业态推广，打造5G全连接工厂标杆。
2021.12	工信部	《“十四五”智能制造发展规划》	<b>智能制造装备和工业软件</b> 技术水平和市场竞争力显著提升，国内市场满足率分别超过70%和50%。主营业务收入超50亿元的系统解决方案供应商达到10家以上
2021.01	工信部	《工业互联网创新发展行动计划(2021-2023年)》	到2023年， <b>工业互联网</b> 新型基础设施建设量质并进，新模式、新业态大范围推广，产业综合实力显著提升
2018.09	国务院	《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》	深入推进 <b>工业互联网</b> 创新发展，推进工业互联网平台建设，形成多层次、系统性工业互联网平台体系，加快发展工业软件，培育工业互联网应用创新生态
2017.11	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	加快信息通信、数据集成分析等领域技术研发和产业化，集中突破一批高性能网络、 <b>智能模块、智能联网装备、工业软件</b> 等关键软硬件产品与解决方案。
2015.05	国务院	《中国制造2025》	研究制定 <b>智能制造发展战略</b> ，加快制定智能制造技术标准，建立智能制造产业联盟。促进 <b>工业互联网、云计算、大数据</b> 在企业研发设计、生产制造、经营管理等全流程和全产业链的综合应用

资料来源：各官方机构官网，华安证券研究所整理

**制造业数字化目标明确，远景清晰。**《“十四五”智能制造发展规划》明确，到2025年，我国70%的规模以上制造业企业力争实现数字化、网络化，将建成500个以上引领行业发展的智能制造示范工厂；智能制造装备和工业软件市场满足率分别超过70%和50%，培育150家以上专业水平高、服务能力强的系统解决方案供应商；完成200项以上国家、行业标准的制修订，建成120个以上具有行业和区域影响力的工业互联网平台。到2035年，规模以上制造业企业全面普及数字化网络化，重点行业骨干企业基本实现智能化。

图表 14 鼎捷软件经营性现金流与扣非归母净利润对比

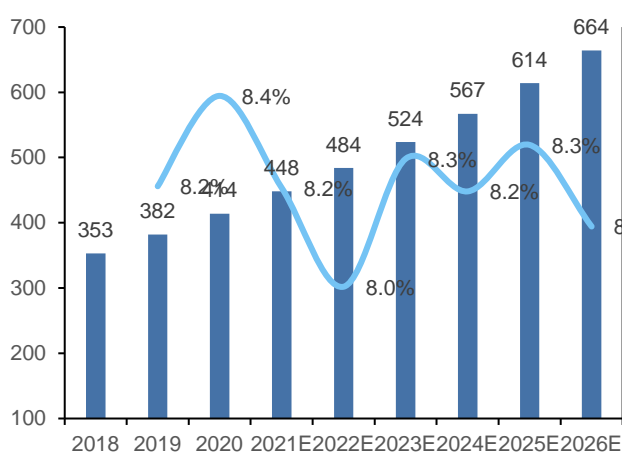


资料来源：公司年报，华安证券研究所

## 2.2 ERP 市场增势稳健，云部署提供弯道超车机会

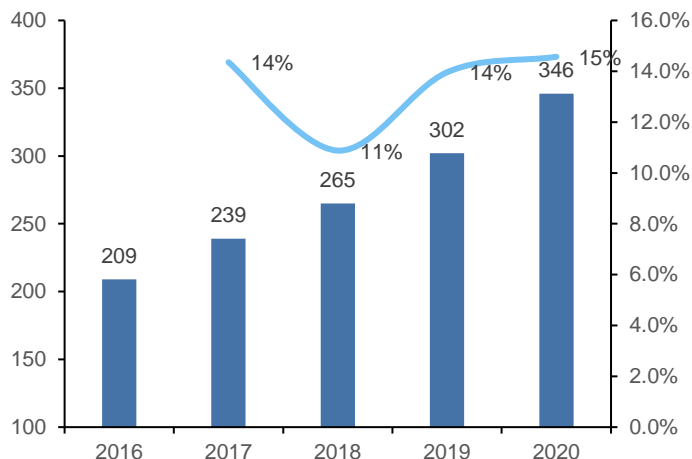
全球 ERP 市场稳健增长，国内增速相对较快。从全球市场发展情况来看，目前 ERP 市场规模总体呈现围绕 8%波动的稳定增长势头，预计到 2026 年五年 CAGR 为 8.2%，有望长期维持较高景气度。国内方面，从历史数据显示，2016 年至 2020 年 ERP 市场 CAGR 为 13.4%，高于全球同期。2020 年受疫情影响，下游产业对 ERP 的投入意愿下降，市场规模增速出现收窄，但疫情扰动并不会影响国内 ERP 市场高速发展的整体趋势。

图表 15 全球 ERP 软件市场规模 (亿美元)



资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

图表 16 中国 ERP 软件市场规模 (亿元)



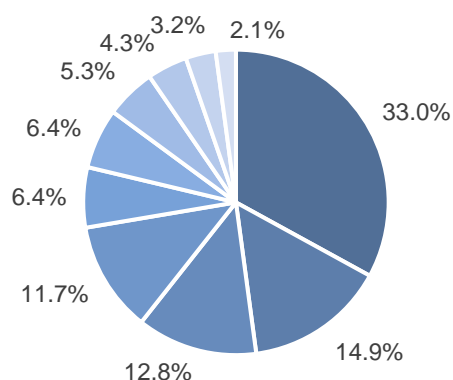
资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

ERP 市场国产化率不足，高端市场仍以海外厂商为主。从整体 ERP 市场份额来看，国内企业凭借价格低、操作简单等优势将国外厂商排除在外，用友网络是国内龙头，2020 年以 32.98%的市占率连续 16 年位居国内整体 ERP 市场份额第一。尽管本土厂商

占领大部分市场，但其客户集中于中小企业，以大型国企、央企为代表的高端 ERP 市场依旧被国外厂商占据。从**高端 ERP 市场份额**来看，SAP 和 Oracle 分别占据第一第二位置，总计市占率超过 50%，此外 IBM 占比 8%，排名第四。相比之下，国内的 ERP 软件行业龙头用友和金蝶分别仅占 14%和 6%，相较于国外企业市占率处于相对弱势。

图表 17 中国 ERP 软件市场格局

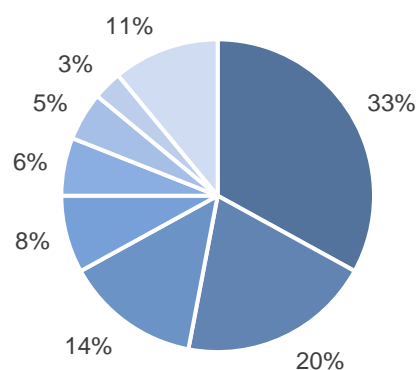
■ 用友 ■ SAP ■ 金蝶 ■ 浪潮 ■ 鼎捷  
■ Oracle ■ Infor ■ 航天信息 ■ 金算盘 ■ 其他



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 18 中国高端 ERP 软件市场格局

■ SAP ■ Oracle ■ 用友 ■ IBM ■ 金蝶 ■ 神州 ■ Infor ■ 其他



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

**云部署 ERP 以高性能引领行业发展，中国 IT 企业有望弯道超车。** SaaS ERP 与传统 ERP 最主要的差别在于技术架构的变化，传统 ERP 软件架构在本地，而 SaaS 软件架构在云端。由于这一技术上的根本差异，SaaS 在实用层面表现出更高的优越性。**成本方面**，SaaS 提供按需付费的模型，企业无需在硬件和 IT 人员方面进行任何投资从而降低成本。**性能方面**，传统 ERP 进行部署和升级难度大、耗时长，而 SaaS 软件能够快速部署，且在功能上具备了不断更新与完善的特性；**服务方面**，传统 ERP 软件服务仅限于系统维护，且需要专业运维人员，而 SaaS 软件引入了运营的概念，除了保证系统的正常使用，还能够提供在商业、运营、管理模式方面的运营服务。**安全方面**，SaaS 厂商具备集中统一的存储、备份、防火墙、运营监管和专业强大的运维团队，使得企业数据安全更有保障。**乘国产替代之风，管理软件企业有望凭借云部署 ERP 的高性能优势，实现对国外 ERP 的弯道超车。**

图表 19 传统 ERP 与 SaaS ERP 对比

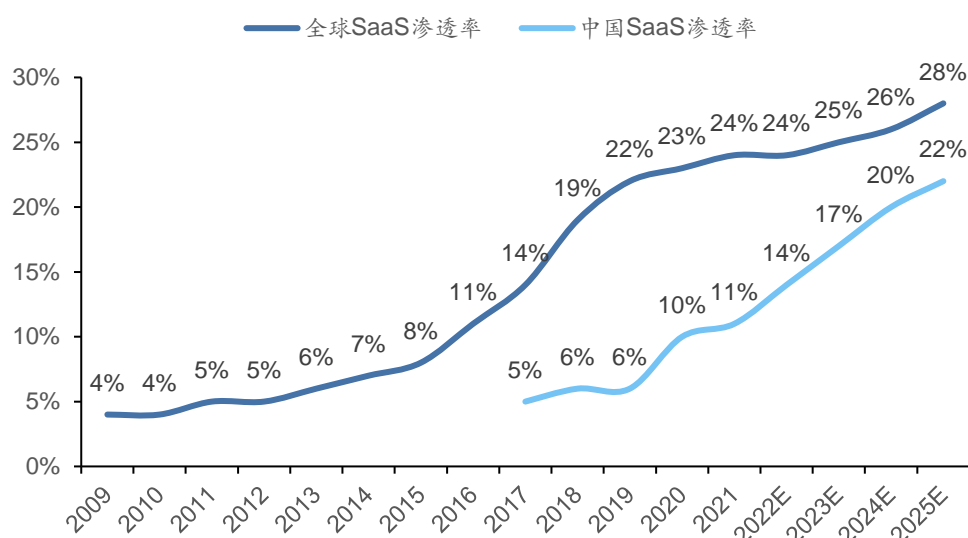
	传统 ERP	SaaS ERP
实施周期	3-6 个月。包括设备采购、安装调试、系统部署周期 (2 周-2 月)	在线申请，立等可用；无需设备采购调试、服务器人工部署
系统运维	成本较高，需请专门的运维人员	无运维成本，能提供 7*24 小时技术支持
系统扩容	成本高、时间长，有一定风险。需要重新采购服务器、部署系统	成本低、时间短
系统访问	本地访问，性能一般	随时随地访问，更高可用性，智能网络负载均衡
数据安全	需公司自行备份数据，安全性较低	数据安全性能更高；实时热备，保证数据安全和系统高可用；数据多重冷备，异地数据中心远程灾备
系统安全	普通安全级别	重视系统安全；服务器双重网络保护，防火墙+服务器集群单独 VLAN 隔离等

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

国内 SaaS 市场空间广阔，快速追赶国际渗透水平。全球 SaaS 的起步可以追溯至

19 世纪 60 年代兴起的分时系统，20 世纪 90 年代后，全球 SAAS 市场不断成长并日益走向成熟，2022 年全球 SaaS 渗透率超过 20%，其中美国是 SAAS 发展最迅速的国家。相较于全球，国内 SaaS 产业起步较晚，市场渗透率低于全球水平，具有广阔的发展空间。2016 年后随着企业对“云”的认知提升，SaaS 产业掀起新一轮的风潮，国内 SaaS 市场正式进入发展快车道，渗透率快速提升。未来伴随传统企业上云加速，我国 SaaS 市场有望迎来跨越式发展，赶超国际水平。

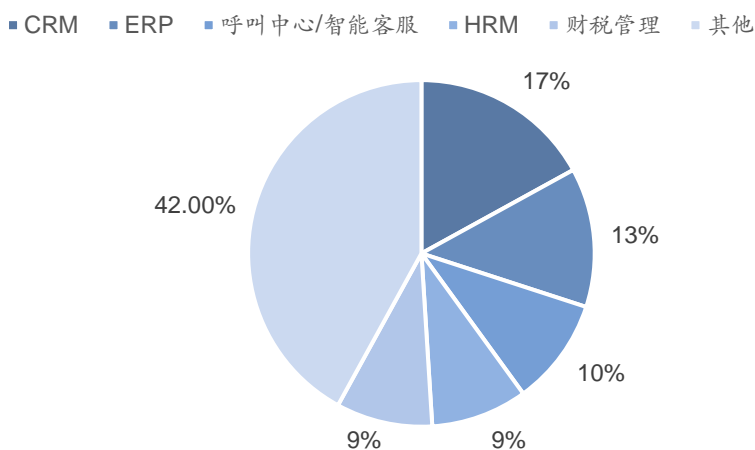
图表 20 国内外 SaaS 渗透率对比



资料来源：Mob 研究院，华安证券研究所

**业务垂直型 SaaS 市场增长迅猛，ERP 赛道为核心应用。**业务垂直型 SaaS 是可适用于各行业、为企业用户提供管理工具和技术工具为主的应用，如客户关系管理 (CRM)、企业资源计划 (ERP)、人力资源管理 (HRM)、IT 服务管理 (ITSM) 等。业务垂直型 SaaS 产品功能完善且不受目标行业的限制，市场空间较大，根据艾瑞咨询数据，2020 年业务垂直型 SaaS 市场规模约 291.9 亿元，同比增长 43.1%。在业务垂直型 SaaS 的细分赛道中，ERP 产品能够为企业业务流转环节节流提效，占业务垂直型市场的比重达到 13%，仅次于 CRM 产品的 17%。

图表 21 中国企业级 SaaS 细分赛道占比

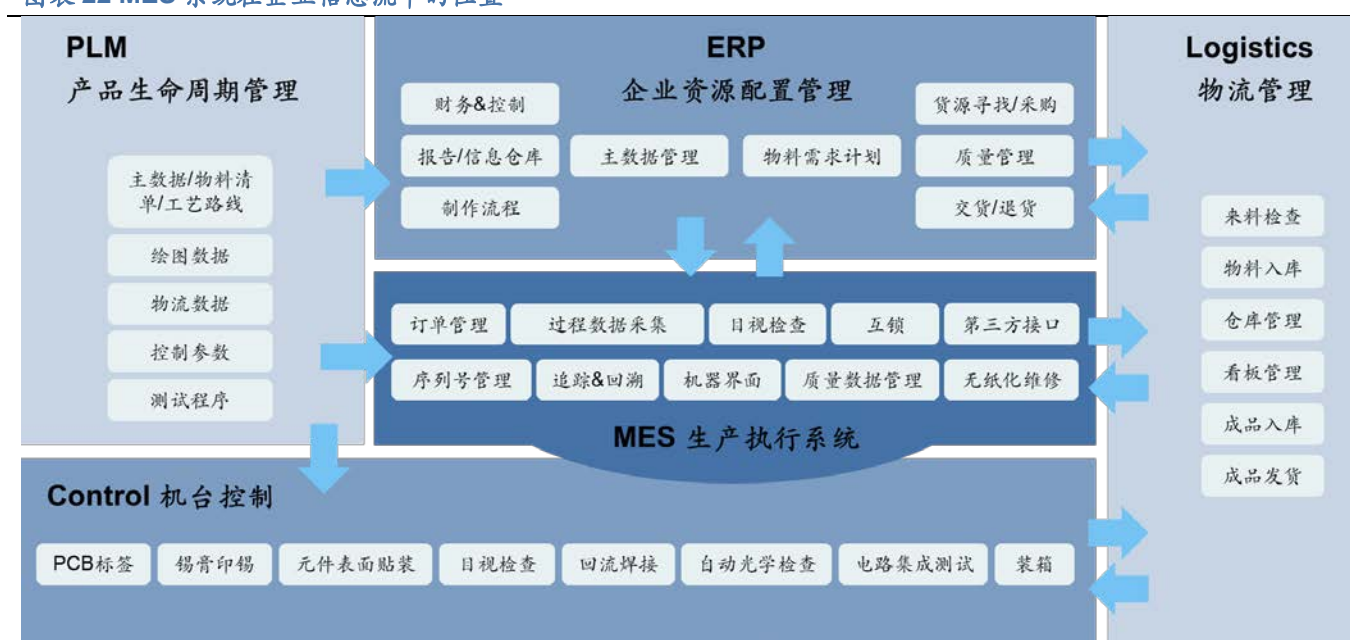


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

## 2.3 MES 系统赋能智能制造，市场规模稳健增长

**制造执行系统 (MES)：**面向制造车间开发的一整套软件解决方案，跟踪生产资源（人、设备、物料、客户需求等）的实时状态，通过生产信息的互联互通，实现生产过程的可视化、可控化，提高生产效率和产品合格率。MES 还具有开放的 SOA 架构，能够轻松集成到企业应用程序和车间自动化中。强大的 MES 模型能够为广泛多样的制造行业和流程提供支持，如支持高度复杂的流程工作流、大容量自动化数据收集，按订单生产、离散装配、批量处理以及轧制产品等。如今，MES 已广泛应用于半导体、电子设备、医疗设备、汽车等领域，帮助企业加快量产速度、提高产量、降低运营成本以及缩短制造周期等。

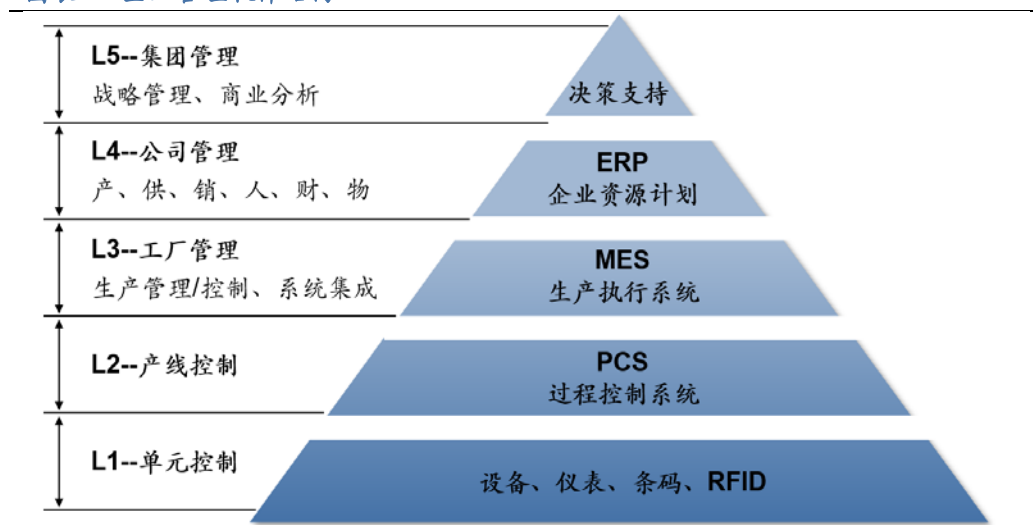
图表 22 MES 系统在企业信息流中的位置



资料来源：华安证券研究所整理

**上承公司级 ERP，下启硬件控制器。**ERP 系统将生产计划和物料数据下发至 MES 层，再由 MES 系统发送派工指令和回收计划到底层控制系统。ERP 系统上线初期，由于其定位数据流上游，主要负责产、供、销的计划管理，难以直接传递信息至产线，也难以进行有效控制和智能调配。MES 填补了这一信息流断层，使得上层生产计划更好地投射至生产控制层，实现企业从 L5（决策层）至 L1（单元控制）的高效分工，避免单一系统功能-效率的边际递减，同时实现信息的向上反馈。

图表 23 企业管理软件结构

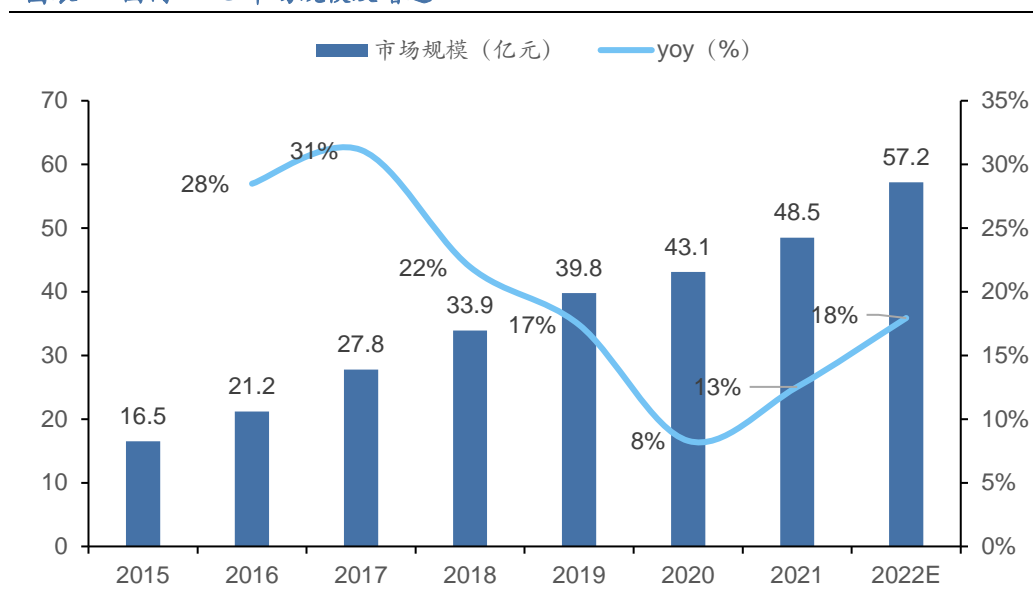


资料来源：华安证券研究所整理

**助力打通信息壁垒，实现车间绩效优化。** 1) 消除信息孤岛，填平离散车间的信息鸿沟，提高不同部件生产车间的协同效率；2) 生产现场设置电子看板，生产主管实时监控生产效率和良率情况，提高现场调度的实时性和有效性；3) 关键耗材和设备的寿命记录，物料的全流程追溯，降低出错率，提高问题追溯能力；4) 合理分派作业，优化派工顺序，减少缺料情况，提高生产效率。

**市场规模稳健成长，与下游工业产业景气度关联度高。** 2017至2021年的全国规模以上工业增加值同比增速分别为 6.6%/6.2%/5.7%/2.8%/9.6%，与 MES 市场规模增速保持整体趋势上的一致性。2020 年受新冠疫情影响，国内工业增加值出现下滑，MES 市场增速也随之受挫，但总体来看其仍存在稳健增长的基本局势，近五年 CAGR 为 18.0%，未来增速有望向上回升。

图表 24 国内 MES 市场规模及增速

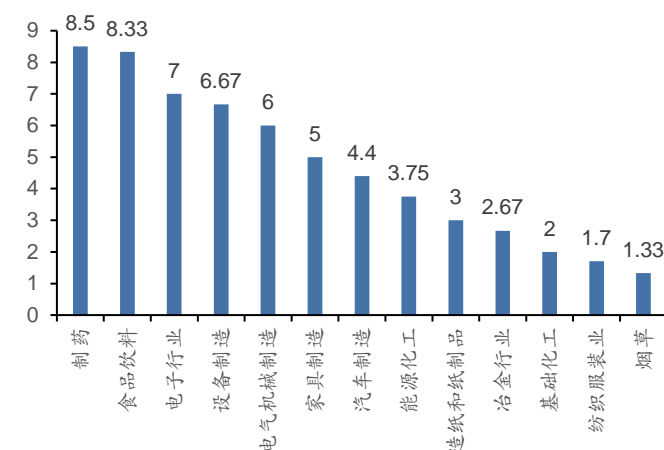
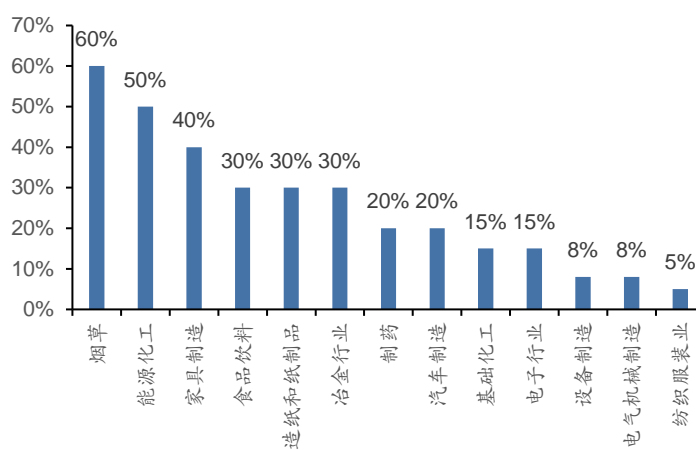


资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

行业自动化程度直接影响 MES 渗透率，医药与食品行业需求旺盛。从渗透率来看，2020 年不同行业 MES 渗透率呈现较大差异。烟草制造行业渗透率达到 60% 居于首位，因其垄断利润较高且大多采用大规模生产方式，对新技术成本投入不敏感；能源化工和家具制造业都具备生产设备自动化、生产流程信息化的特点，因而渗透率也较高，分别达到 50%/40%；大部分离散制造业的渗透率都较低，如纺织制造业渗透率仅 5%，原因系生产链条长、规模小、自动化水平较低。从投入规模来看，医药制造和食品饮料业单位营收对应的 MES 投入最高，分别达到 8.5/8.33 万元，原因系行业对产品质量的要求较高，多点检测增加 MES 实施成本；排在第二梯队的为电子行业、设备制造业、电气机械和器材制造业，每亿元营收对应 6-7 万元的 MES 投入，其行业规模效应不明显，因而 MES 投入较分散；烟草制造业虽然拥有较高的 MES 渗透率，但因其体量庞大，对应到单位营收的 MES 投入相对较低。

图表 25 细分行业 MES 渗透率

图表 26 细分行业 MES 投入意愿 (单位: 万/亿元营收)



资料来源：大东时代智库，华安证券研究所

资料来源：大东时代智库，华安证券研究所

## 3 下游需求凸显，数字化管理与智能制造业务蓬勃发展

### 3.1 本土数字化管理软件领导者，丰富产品线覆盖差异化需求

数字化管理软件产品线多元化，满足企业各阶段管理需求。面向大型及超大型企业提供的 **T100** 系列产品，以用户为核心打造智慧云平台，提供全方位、全生命周期的服务，加速企业营运互联化、生产智慧化。面向大中型企业提供的 **E10** 系列产品，具备高可用计算、一体式规划、先进架构、个性支持四大技术亮点，从经营视角实现集团智能制造转型。面向中小型企业的 **ERP** 产品中，易助云功能涵盖财务管理、进销存管理、生产管理、客户关系管理、决策支持系统五大范畴，新推出的易助云采用云端部署，帮助用户解决软硬件、网络、带宽等问题，并持续提供升级和技术支持；企明星采用业务流程导航式人性化设计，功能涵盖采购、销售、仓库、资金、应收应付等模块。

图表 27 公司数字化管理软件产品

产品	简介	代表客户
大型及超大型企业	TOP GP 首款定位于“ <i>As a Global Partner Create Great Power</i> ”的大型集团化企业管理软件，全面满足集团企业从制造-分销-流通不同发展阶段的多业态经营管理需求	仙芝楼、西可通信、南菱汽车、老板电器、联建光电
	T100 从 TOP GP 升级而来，基于互联网思维，协助企业创造智能制造与互联化集团运营管理新模式	哈尔斯、飞毛腿、联邦、精艺塑业、集美家居
大中型企业	E10 经营视角的企业管理软件，力求协助企业“扩大营收规模、改善成本结构、升营运效率、提高资产利用率”	中钧科技、勤本电提子、新吴光电、维开安、小牛电动
	易成 立足烘焙、街饮、包食等食品连锁行业和其他以连锁零售门店经营为基础的拓展行业，提供连锁零售完整、深入的信息系统解决方案	味多美、珊珊家幸福家、嘉华食品、法美味、紫来轩
中小型企业	易飞 不仅涵盖企业供应链、生产和财务管理等方面，并能够与 PDM、CRM、HR、电子商务、PORTAL 等 ERP II 产品无缝集成	胜祥机械、浙江新嘉联、华博科技、开元集团、斯耐特、友奥电器、汉朗光电
	易助 以中小型企业制造和流通分销企业为主要客户对象的 ERP 解决方案，涵盖财务管理、进销存管理、生产管理、客户关系管理、决策支持系统等五大管理范畴	
	企明星 专注于中小型商贸企业的软件产品，功能涵盖采购、销售、仓库、资金、应收应付等模块	

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

延展企业多领域管理应用，ERP II 产品满足企业各层级服务需求。公司以 ERP 产品和解决方案为核心，向外扩充并衍生 ERP II 产品互为补充，构成生态型、一体化解决方案体系。BPM 业务流程管理软件整合散落在各系统中的流程，打破“信息孤岛”，帮助企业跨部门、跨组织、跨业务线提高执行力；BI 商业智能管理软件包括战略指挥所、企业战情室解决方案、议题指标树、商业智能银行等功能模块，通过信号提醒决策者未来有可能的状况改变；HR 人力资源管理软件帮助企业以量化的方式来检视各项绩效指标，并于人才的选用及培育给予系统化的流程及分析；PLM 产品生命周期管理系统支持研发设计、生产制造、供应链、财务的一体化管理需求，提供完整的互联网+智能制造一体化解决方案。

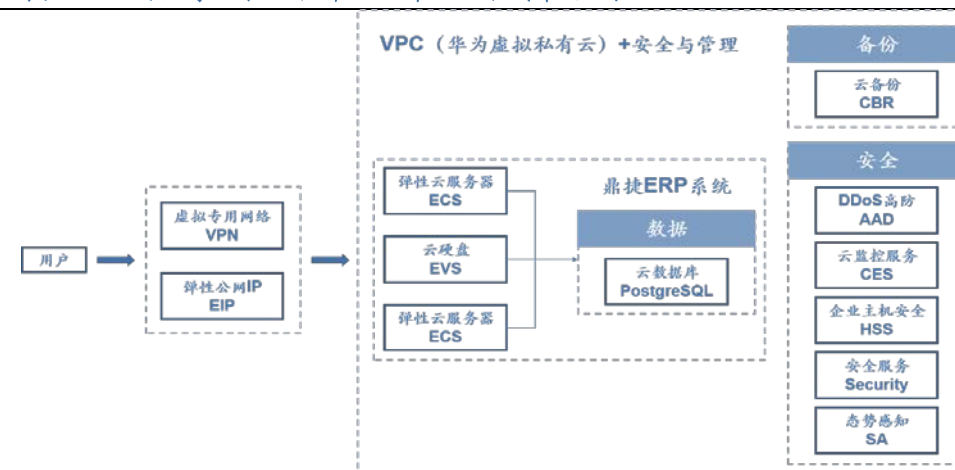
图表 28 公司 ERPII 产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

**SaaS ERP 深入拓展，加速向云服务商转型。**公司基于新一代数字企业平台的微服务架构，发展云原生的 SaaS 化应用，并优先聚焦在“装备制造”的核心业务场景，完成了“项目中控台”“带图采购”“设计变更导航”与“项目概算”等多个装备制造云化新应用，并获得近百家新客户签约。公司联合华为云推出智能制造融合解决方案，将传统 ERP 应用融入更为丰富的智能制造应用场景，涵盖 ERP、MES、PLM、APS、厂内智能物流、设备云、装备云等多个领域，获得了“2021 年度华为云产业生态优秀伙伴”以及“华为云优秀严选 SaaS 伙伴奖”两大奖项。

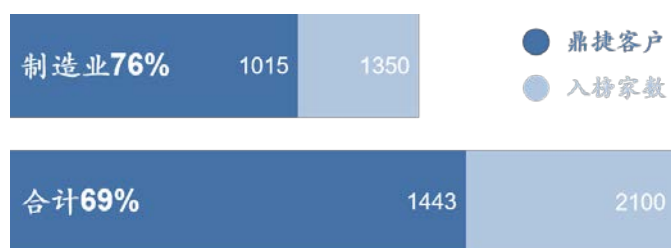
图表 29 公司数字化管理软件上云解决方案（华为云）



资料来源：华为云官网，华安证券研究所整理

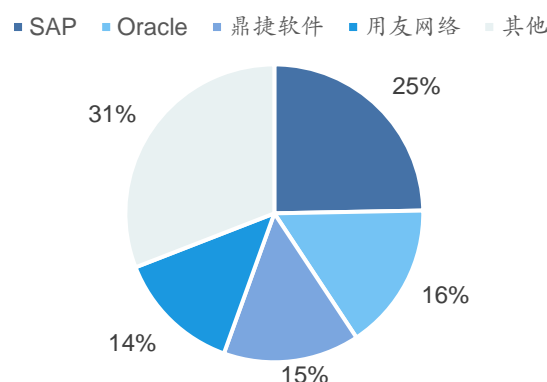
台湾省用户覆盖率先，智能制造 ERP 市占率国内首屈一指。台湾省 ERP 市场成熟度较高，根据 MIC 调研，2010 年台湾省大型制造企业的 ERP 普及率高达 98.1%。《天下》杂志 2018 年上榜的前 2100 家制造企业，鼎捷产品覆盖率达 69%，充分体现公司的产品竞争力。就大陆地区来看，公司是国内制造业 ERP 市占率最高的本土厂商，根据亿欧智库 2022 年 3 月数据，公司占比达 14.8%，仅次于 SAP 和 Oracle。与国外厂商相比，公司更能把握本土企业的使用习惯与特征；与国内厂商相比，由于本土 ERP 厂商主要集中于财务、进销存等模块，产品同质化严重，而公司深耕制造行业，在生产制造模块具有领先优势。综合以上国内外两方面优势，叠加国产替代浪潮，公司 ERP 市占率有望进一步提升。

图表 30 公司台湾省用户覆盖率



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 31 中国制造业 ERP 软件市场份额



资料来源：亿欧智库，华安证券研究所

### 3.2 打造智能制造核心能力，助力下游降本增效

以 MES 为核心，打造全链路智能制造版图。为顺应信息化、智能化改造需求，在 MES 的基础上进一步集成了运维和质量控制模块的 MOM（制造运营管理）系统应运而生。公司智能制造业务涵盖车间控制、物流供应、生产排程、品质监控、可视化管理等板块，形成了全链路版图，在 MOM 概念的基础上更进一步，引入云计算、数据技术来提升数智化程度。

**三大核心能力：**1) **设备接口能力**，MES 系统不仅需要收集系统信息，更需要收集设备数据，例如传感器、工控设备、数控装备、贴片机等，使得信息流充分流通；2) **系统集成能力**，公司 MES 系统不仅能够和 ERP、WMS 等信息化管理软件进行集成，还能与 SQL、ORCAL 以及 PDM、仿真等软件联通；3) **图形化可视化功能**，满足管理者报表自动产出，车间预警控制需求。

**服务为先，顺应下游差异化需求。**鼎捷数智工厂在给出的一套完整的制造业企业数字化方案的同时，可以根据下游的个性化需求，给出强针对性的部署方案，降低下游数字化成本。

图表 32 鼎捷软件智能制造版图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

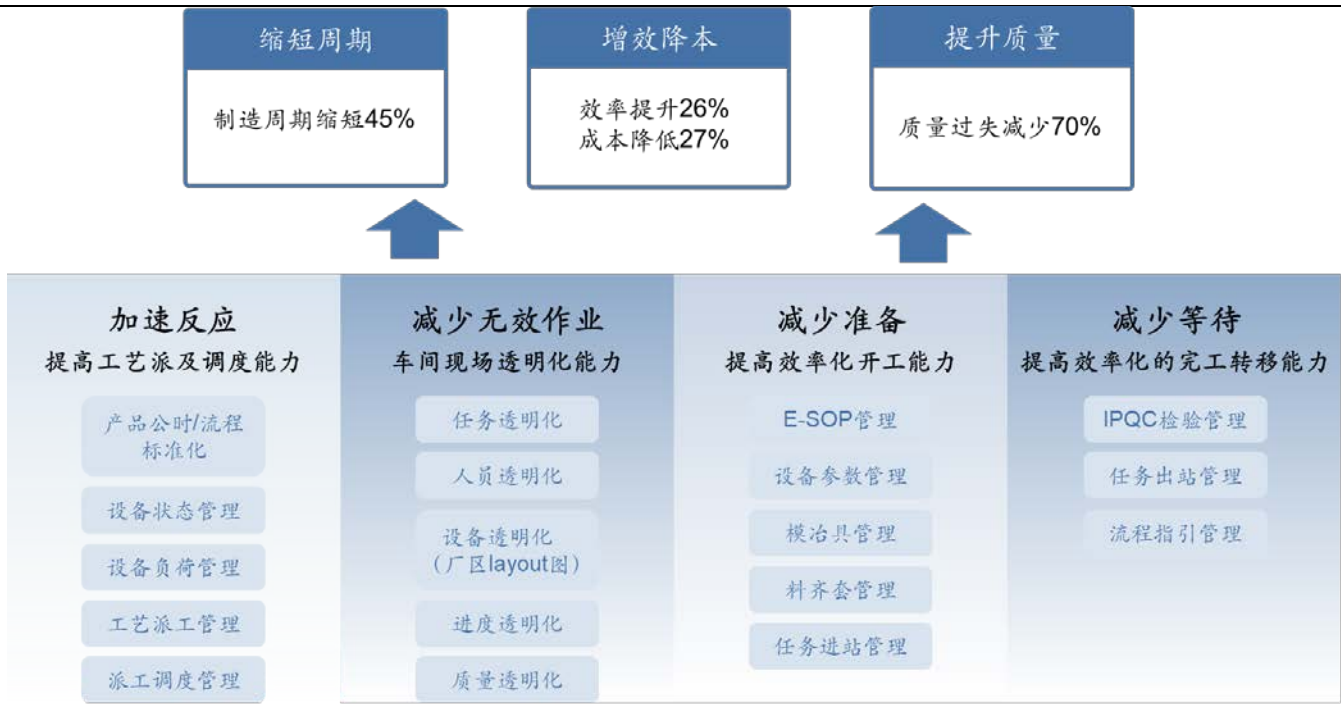
**鼎捷智能车间：有效缩短制造周期、实现高质量下的降本增效。**根据公司官网披露的下游统计数据，鼎捷智能车间通过提高派工调度及管理能力和高度透明化的车间信息、高效的设备和物料管理，以及对移动终端的广泛适配，有效减少无效作业、准备和等待时间，加快车间的相应速度，加强质量管控和物料利用。实际表现来看，制造周期缩短45%，制造效率提升26%，成本降低27%，质量过失减少70%，帮助下游企业实现切实可行的降本增效。

图表 33 鼎捷智能车间



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 34 鼎捷制造产品对生产效率的影响

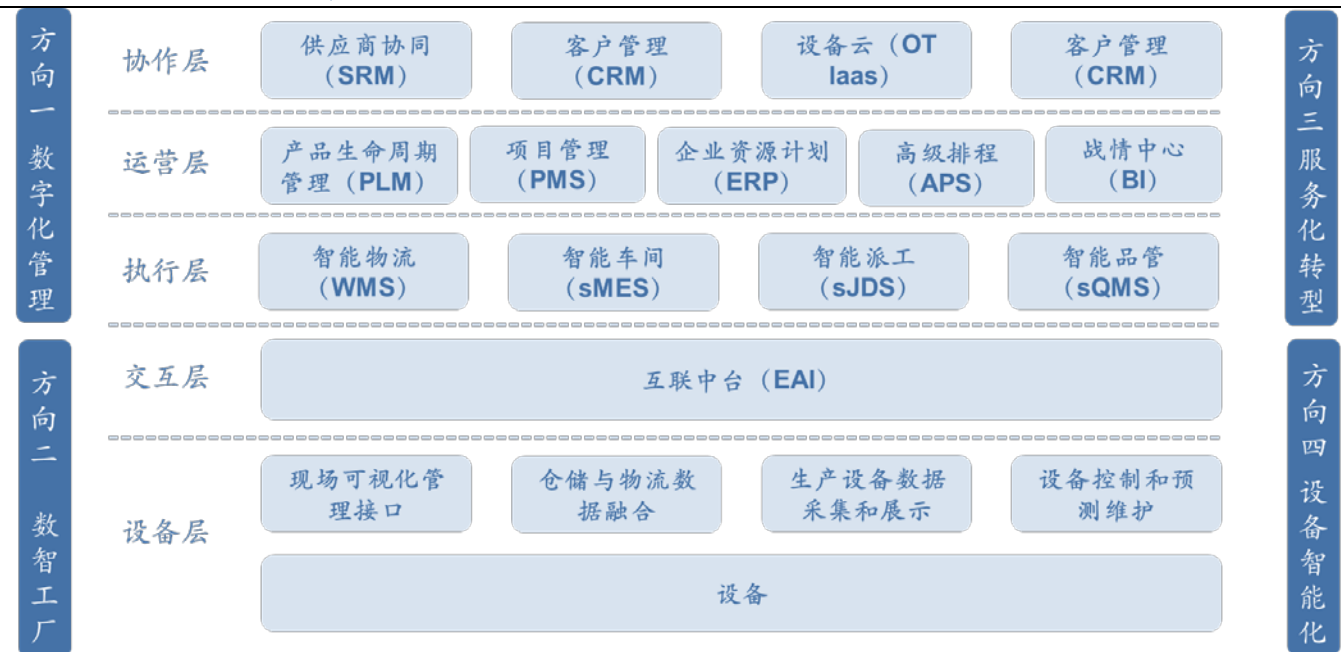


资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3.3 下游信息化需求旺盛，二开及维护收入持续走高

**机械装备制造：**针对机械装备企业的核心问题 1) 零部件数量多、重用性差带来的采购繁琐；2) 非标机设计和制造同时进行，进度难以掌控；3) 项目成本失真，利润率失控。公司给出数字化管理、数智工厂、服务化转型、设备智能化四大数字化转型方向，并提供 ERP、PLM、SRM 在内的全套信息化服务，并借助工业网关、数字控制器、驱控一体机完成对机械设备智能化升级。

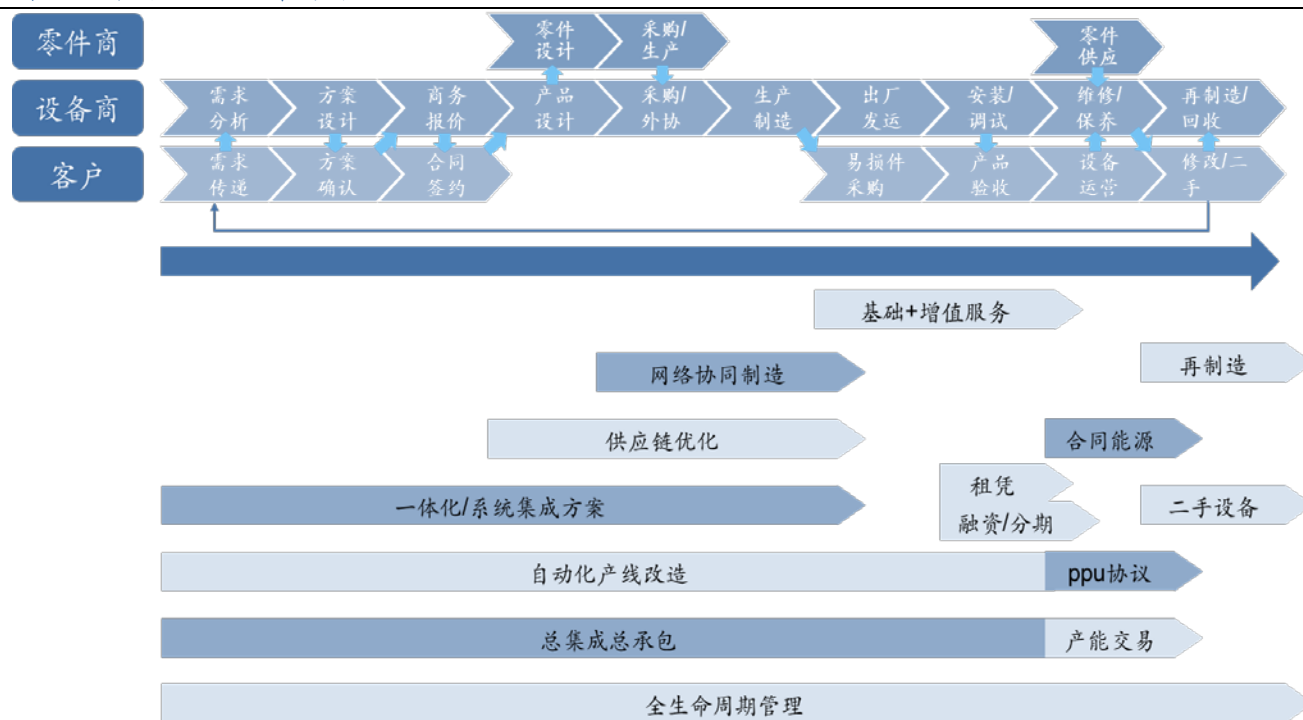
图表 35 机械装备制造的数字化方向



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**助力装备制造业服务化转型，服务延伸至全生命周期。**与传统制造相比，服务型制造从客户的角度出发，认为客户需要的是整个生命周期内始终如一的功能及完备的服务。在基础产品之外，制造业企业需要需在售前、售中及售后的运营和回收段提供更为高端和有价值的高级服务，包括但不限于为客户提供总集成总承包的交钥匙工程方案，提供基于设备工业互联网的远程监测、运维解决方案，乃至后期设备出售、再制造的全链路服务。

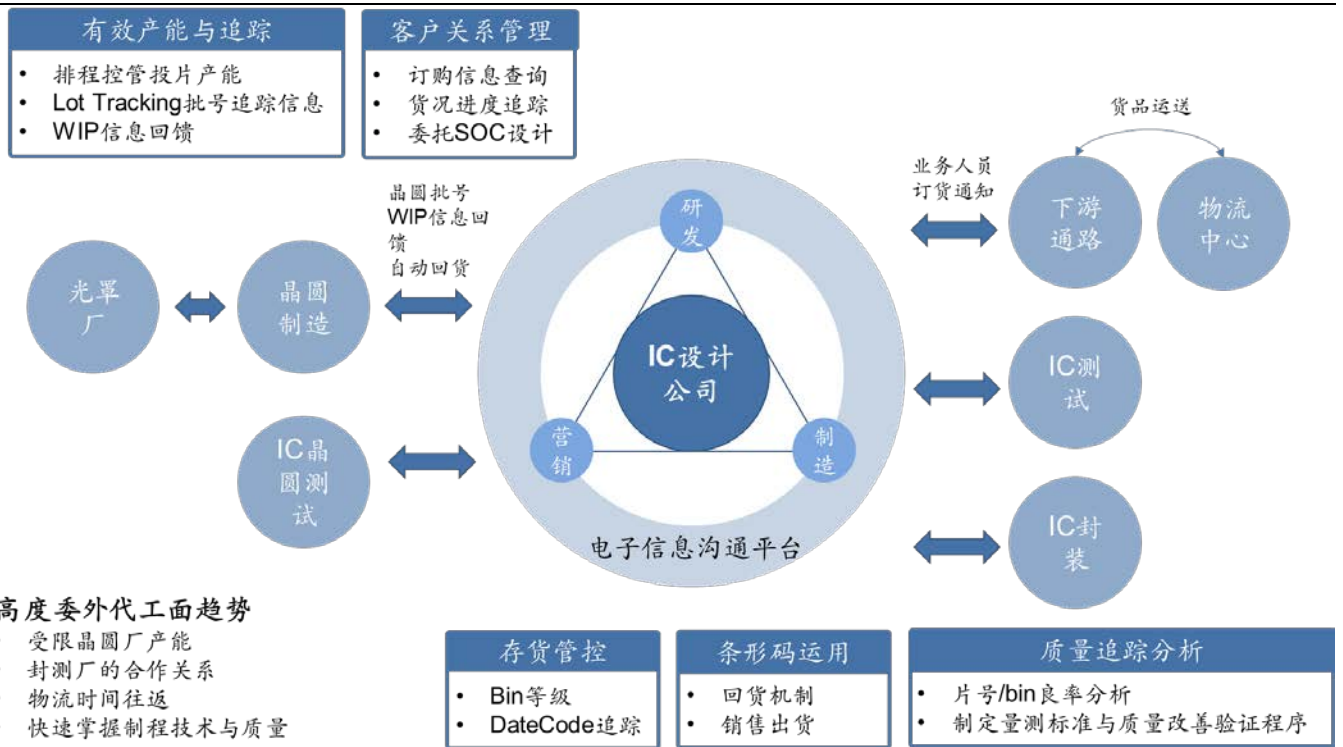
图表 36 装备制造全生命周期



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**芯片 IC 设计：目前已经帮助 300+ 企业实现信息化赋能。**IC 设计数字化的主要目标是 1) 通过信息化、数字化来提高 ICD 产业供应链协同；2) 从产品开发、接单、生产到出货各环节的资讯透明化，缩短项目设计周期，降低设计成本。IC 设计高度委外的特点，对外部信息沟通提出了较高的要求。公司帮助搭建的电子信息沟通平台，使得合作厂商能实时分享产能、生产、库存状况，缩短制造周期时间，更精准进行需求预测，强化内、外伙伴协同合作，减少生产延迟、零件短缺、库存过高及产品质量的管理风险。

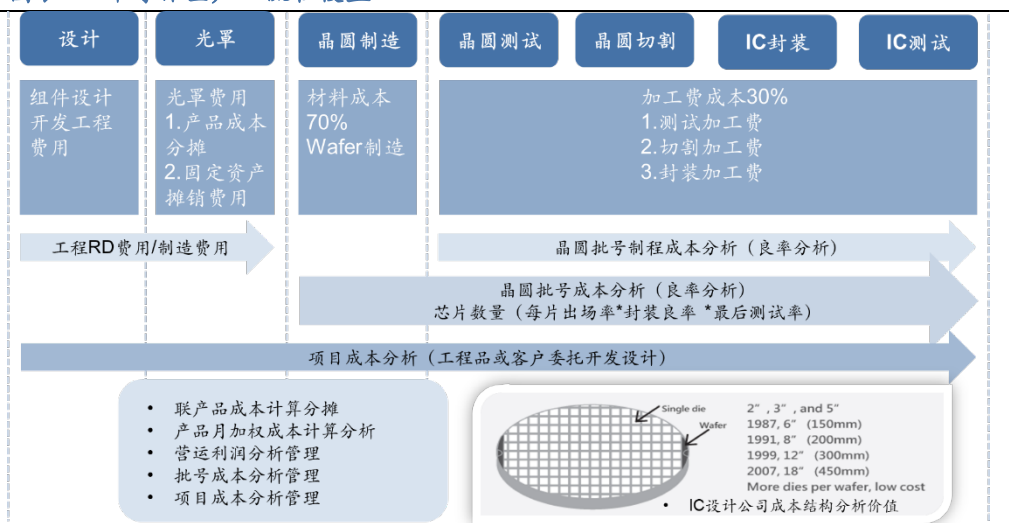
图表 37 IC 设计信息交互示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

覆盖半导体全产业链，多端发力实现降本增效。成本结算方面，公司相关解决方案依据制造费用、产品良率，快速结算各产品实际成本，并提供实际成本与标准成本比较，以分析每笔委工因良率差异造成的成本落差。生产规划与排程方面，评估内部物料、产能供需平衡，快速提供负荷状况，掌握各需求交期进而改善订单达交状况。销售预测方面，可将销售预测纳入系统记录，生管可利用销售预测安排生产与采购，让生产工单开立可以更加精确，库存预估更加符合实际状况。

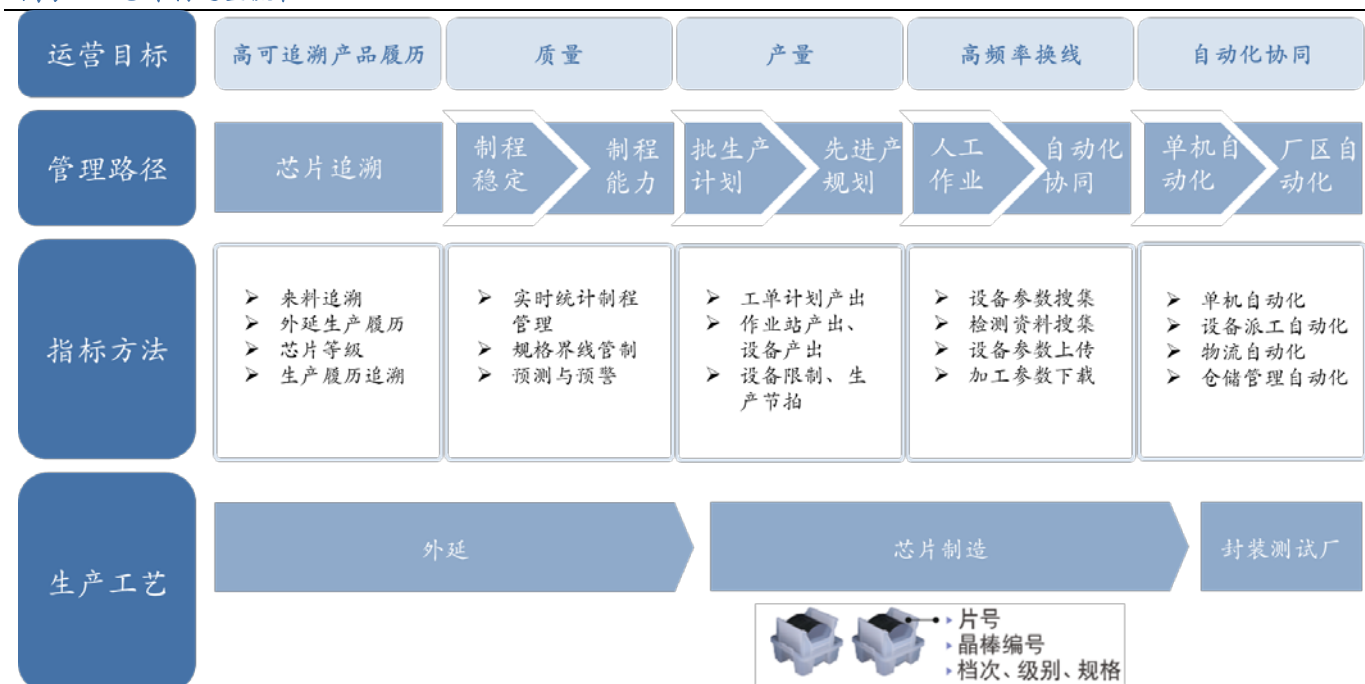
图表 38 半导体全产业链覆盖



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**半导体制造：**公司 iMES 能够实现来料芯片电性读取、挑料自动化。通过晶圆级质控检测、量测数据自动读取、自动化判断晶圆等级、晶圆和工艺位置的记录和管理，实现存储芯片生产履历及检测纪录与物料追溯。此外，还有车间可视化、异常情况自动处置、生产排程、设备管理等常规功能。**半导体封测：**公司提供专业测试机台、测试配件与测试程序等管理，并可透过设备集成达成测试程序自动导入，测试数据自动采集，测试结果自动判定等功能。

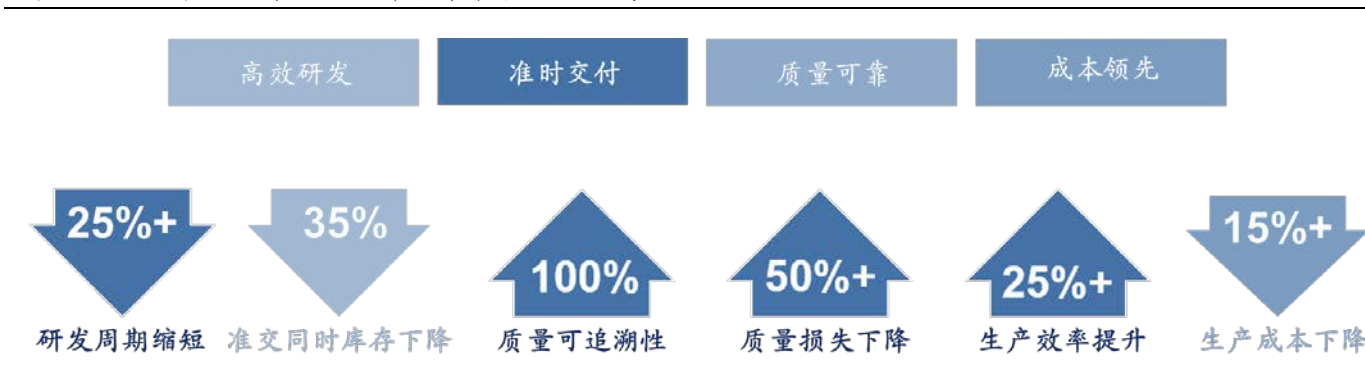
图表 39 芯片制造全流程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**汽车零部件：**累计帮助 600+ 汽车零部件企业成为优秀供应商。汽车零部件行业的首要目标是敏捷部署和及时交付。针对这一特点，公司搭建数字化敏捷供应链平台。反馈数据显示，公司解决方案帮助客户缩短 30% 研发周期，提高 25%+ 生产效率，并在准时交付的同时削减 35% 库存。此外，公司 MES 方案的全程可追溯性，以及损失分析检讨机制，能够显著压缩质量损失，并使得质量可追溯性出现质的飞跃。

图表 40 鼎捷智能制造产品对汽车零部件行业效益的影响



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 41 从智能工厂到智能运营



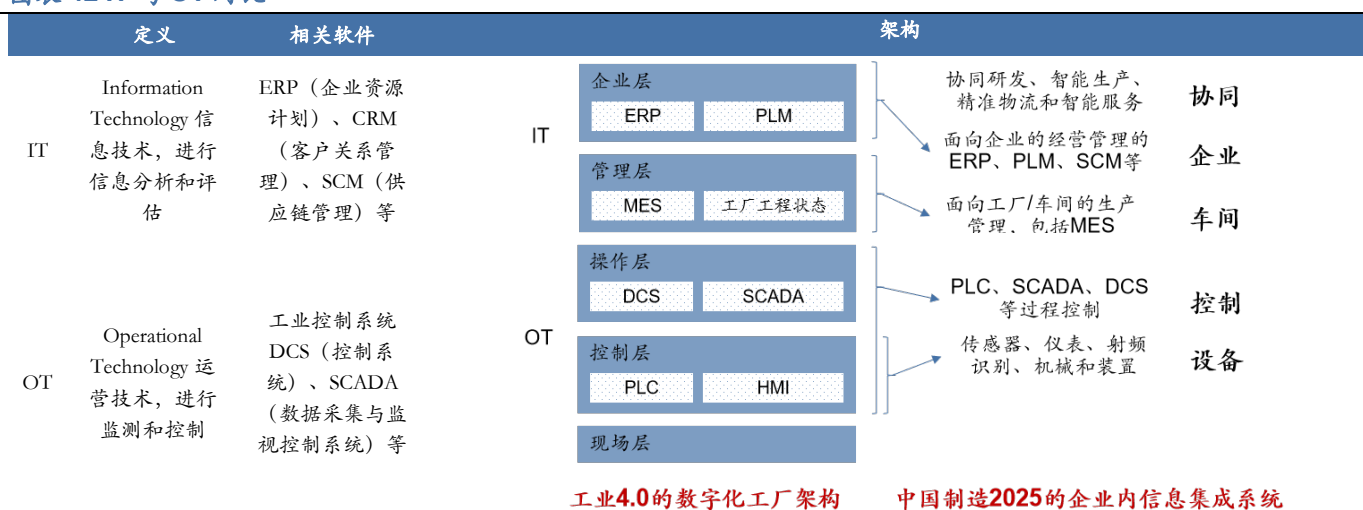
资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3.4 携手工业富联，深度协同开发 IT+OT 解决方案

工业富联是全球领先的智能制造及工业互联网整体解决方案服务商，业务实现了云及边缘计算、工业互联网、智能家居、5G 及网络通讯设备、智能手机及智能穿戴设备数字经济产业五大类范围的全覆盖。2020 年 7 月，工业富联收购公司 15.19% 股份，成为鼎捷第一大股东。公司本次引进工业富联作为新的战略投资股东，将深化双方协同，推动 IT 与 OT 融合，持续完善在智能制造、工业互联网方面的业务布局。

**联合开发标准化 IT+OT 解决方案，打造业务新动能。**IT 与 OT 的融合能够实现设备参数调整、生产数据采集、生产质量控制等应用的自动化，是制造业数字化转型的重要趋势，其中数据互通是融合的关键。公司与工业富联深度绑定，有利于借助其海量的工业机理模型及各类数据资源，解决 IT 和 OT 融合的难题，同时实现业务板块向工业物联网领域的延伸，为软件业务的增长注入新动能。目前，公司联合工业富联富集云进行相关云产品的整合上架及应用试验，合力探索轻量化的敏态应用；**联合工业富联卓越制造顶层规划**，为双方上、下游供应链客户提供以业务场景设计、精益规划、自动化场景设计、数字化设计及路径规划的标准化 IT+OT 智能工厂解决方案，进一步满足客户精益管理与数字化需求。**我们认为，未来公司智能制造业务将与工业富联数字化工业深度协同，开拓新的上限与边界。**

图表 42 IT 与 OT 对比



资料来源：企业数字化咨询，华安证券研究所

**携手建设头部客户灯塔工厂，引领制造业企业转型升级。**工业富联提出“灯塔工厂”整体解决方案，指出以卓越制造体系、全场景客户价值、创新业务模式为三大抓手，聚焦消费电子、汽车零部件、工程机械设备等细分行业，建立并推广灯塔标杆系统。工业富联公告称，入主后将优先与鼎捷合作共同拓展对外科技服务或灯塔工厂相关的特定活动。公司也指出将以自有技术平台为基座，融合工业富联 OT 数据采集与边缘计算技术，携手打造细分行业头部客户的灯塔工厂。双方合作建设的**中信戴卡项目**，在 2021 年顺利通过了达沃斯经济论坛的全球灯塔工厂认证；**衡阳智造谷项目**中，鼎捷软件提供涵盖工业软件、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，**有助于公司总结行业头部客户数字化转型路径，实现头部客户拓展。**

图表 43 灯塔工厂实施现状



资料来源：工业富联灯塔工厂白皮书，华安证券研究所

## 4 投资建议

### 4.1 基本假设与营业收入预测

鼎捷软件的核心业务可分为自制软件销售、外购软硬件销售和技术服务，根据公司情况，我们对这三部分业务做出假设：

#### 一、自制软件销售：

- 1) 相比渗透率较高的台湾省市场，大陆智能制造需求有望持续旺盛，制造业 ERP 市场稳健发展，下游行业数字化和国产化加速；
- 2) 公司凭借较高的研发投入和技术优势，服务客户由下游行业的腰部企业向上迁移，客单价和毛利水平改善；
- 3) 服务商品模式解决下游痛点，深度行业 Know-How 不断开拓客户与服务边界。

#### 二、技术服务：

- 1) 业务包括维护、二次开发、咨询等技术服务形式。随着下游数字化增益的逐步显现，未来有望产生持续性需求；
- 2) 下游装备制造、半导体、汽车零部件、电子器件、印刷行业信息化需求持续旺盛，信息化投入比例增长，市场渗透率上升；
- 3) 公司能够凭借细分行业的大量标杆项目不断获取增量订单，成熟模式推广优化业务毛利表现。

#### 三、外购软硬件销售：

- 1) 销售区域以台湾省为主，凭借市场地位和口碑，业务稳健增长；
- 2) 硬件设备外购，毛利率相对较低，但随着规模增长，边际改善。

图表 44 鼎捷软件分项业务收入 (百万元/%)

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
自制软件销售	营业收入	435.3	548.9	653.2	774.5	910.9
	同比增速	-3.3%	26.1%	19.0%	18.6%	17.6%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
外购软硬件销售	营业收入	303.6	363.0	428.0	499.9	579.7
	同比增速	8.0%	19.6%	17.9%	16.8%	16.0%
	毛利率	26.3%	27.5%	28.0%	28.5%	28.5%
技术服务	营业收入	757.2	876.2	1053.9	1266.5	1514.7
	同比增速	2.9%	15.7%	20.3%	20.2%	19.6%
	毛利率	63.0%	61.3%	62.0%	62.5%	62.5%

资料来源：WIND，华安证券研究所

## 4.2 估值和投资建议

鼎捷软件深耕制造业 ERP 和智能制造领域。在工业软件和工业互联网持续渗透的浪潮下有望加速赋能下游相关产业。我们预计鼎捷软件 2022-2024 年分别实现收入 21.35/25.41/30.05 亿元，同比增长 19.4%/19.0%/18.3%；实现归母净利润 1.40/1.75/2.12 亿元，同比增长 24.6%/25.4%/21.0%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 45 重要财务指标 (百万元)

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,788	2,135	2,541	3,005
收入同比(%)	19.5%	19.4%	19.0%	18.3%
归属母公司净利润	112	140	175	212
净利润同比(%)	-7.6%	24.6%	25.4%	21.0%
毛利率(%)	66.3%	66.8%	67.2%	67.3%
ROE(%)	7.0%	8.1%	9.4%	10.5%
每股收益(元)	0.42	0.52	0.66	0.80
P/E	57.00	32.26	25.74	21.27
P/B	3.83	2.53	2.34	2.15
EV/EBITDA	30.38	17.63	12.73	10.14

资料来源：WIND，华安证券研究所

## 风险提示：

- 1) 行业数字化政策落地不及预期的风险；
- 2) 银行下游需求扩张不及预期的风险；
- 3) 受疫情影响，业务实施和部署受阻的风险。



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

**分析师：**王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

**联系人：**张旭光，美国凯斯西储大学金融学硕士，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。