

赛意信息 (300687.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

离散工业软件龙头，ERP 信创新星

公司亮点

- 公司 2005 年脱胎于美的 IT 部门，逐步从 ERP 实施业务向智能制造软件自研发展，目前为国内 360° 企业数字化解决方案提供商。公司 1-3Q23 营收达 16.8 亿元，归母净利达 1.3 亿元，综合毛利率达 33.1%，归母净利率达 7.6%。

投资逻辑

- 行业 Beta-水大鱼大，国产替代。ERP 赛道行业信创进行时**-据艾瑞，我国 ERP 市场规模达 621 亿元，虽总体国产化率较高，但中高端 ERP 国产化率仅为 25% 左右，大型国企大量使用 SAP、Oracle 产品。信创背景下，ERP 中高端替代为国产厂商带来较大空间。**MES 赛道低渗透率赛道成长空间广阔**-据华经产业研究院，我国市场规模仅占全球 4%，新型工业化助力快速发展。
- 公司 Alpha-双轮驱动，内生外延。内生-从 ERP 到泛 ERP，从 MES 到 MOM，通过研发驱动产品迭代能力范围不断拓展。外延-基于投资并购拓展技术、行业、客户能力边界。**公司以核心 ERP 为支点，构筑合同到交付 360° 方案化能力，开拓行业版图绑定标杆客户，优化客群结构降低收入风险。2020 年 9 月，公司发行可转债募集资金 3.2 亿元，主要用于智能制造解决方案升级项目等，转股价格为 22.58 元，可转股期间为 2021 年 3 月 22 日至 2026 年 9 月 15 日。
- 近期三点催化：**1) 华为链核心标的，受益 Meta ERP 推广机遇，有望走入央国企客户打开中高端市场；2) AIGC 制造业大模型推出，作为 AI 应用端 B 端落地重要场景，对内降本增效，对外提升产品竞争力；3) 竞争格局较为分散，近年景气度下行期间公司主动出击，利于市场出清驱动格局优化。

盈利预测、估值和评级

- 预计公司 23~25 年营业收入分别为 24.9/31.4/38.5 亿元，归母净利润分别为 2.75/3.48/4.34 亿元，EPS 分别为 0.67/0.85/1.06 元。采用市盈率法对公司进行估值，选取 3 家可比公司，给予公司 24 年 35 倍 PE 估值，目标价 29.67 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 核心客户 IT 支出波动风险；下游行业及客户景气度恢复不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；可转债转股价高于市价无法转股的风险。

计算机组

分析师：陈奕骄 (执业 S1130523020001)

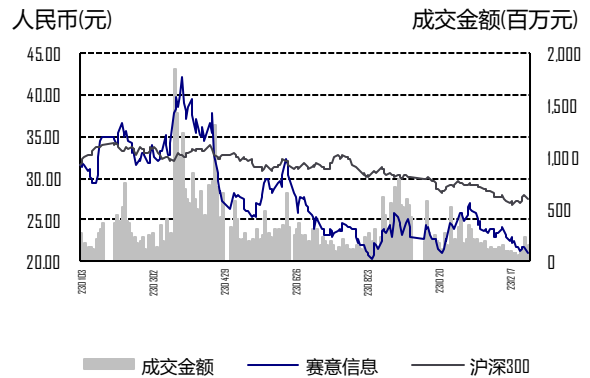
chenyijiao@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.05 元

目标价 (人民币)：29.67 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/21	12/22	12/23E	12/24E	12/25E
营业收入(百万元)	1,935	2,271	2,486	3,143	3,853
营业收入增长率	39.68%	17.37%	9.48%	26.41%	22.58%
归母净利润(百万元)	225	249	275	348	434
归母净利润增长率	27.53%	11.10%	10.21%	26.53%	24.70%
摊薄每股收益(元)	0.566	0.618	0.670	0.848	1.058
每股经营性现金流净额	0.64	0.42	0.48	0.54	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.29%	10.34%	10.46%	12.26%	14.00%
P/E	51.56	47.75	32.49	25.68	20.59
P/B	5.31	4.93	3.40	3.15	2.88

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 公司基本面分析—从 ERP 到智能制造，360°企业数字化解决方案提供商	5
1.1 公司定位：离散赛道智能制造龙头，国央企 ERP 信创新星	5
1.2 主营业务：泛 ERP 与智能制造双轮驱动，360°覆盖企业数字化解决方案	5
1.3 财务分析：智能制造增长动能强劲，泛 ERP 持续稳健增长	7
1.4 股权分析：股权结构稳定，股权激励绑定优质人才	10
2. 行业 Beta 浅析—企业数字化加速，行业信创进行时	11
2.1 产业链梳理：公司横跨生产控制与信息管理类两大赛道	11
2.2 ERP 赛道-中高端 ERP 国产化率依然有较大提升空间	12
2.2.1 国内 ERP 市场规模 2025 年有望近千亿，2022 年达 620.6 亿元	12
2.2.2 ERP 中高端市场份额仍有较大提升空间	12
2.3 MES 赛道-产品渗透率较低，国产替代空间较大	14
2.3.1 MES-制造企业车间执行层的生产信息化管理系统	14
2.3.2 国内 MES 市场规模达 46.2 亿元，多数行业渗透率提升空间较大	15
2.3.3 MES 国产化率约为 21%，国产替代空间较大	15
3. 公司 Alpha 成长逻辑—双轮驱动踏步向上，内生外延并举显成效	15
3.1 内生：拓展产品范围延伸能力区间，注重研发投入技术壁垒高铸	15
3.2 外延：能力边界通过多次成功投资并购案例不断拓展	17
3.3 泛 ERP+智能制造，360°企业信息化解方案覆盖优势显著	18
3.3.1 宏观视角：数字化转型需求亟待供给侧提升方案化能力	18
3.3.2 微观视角：公司以核心 ERP 为支点，构筑合同到交付 360°方案化能力	19
3.4 开拓行业版图绑定标杆客户，优化客群结构降低收入风险	20
4. 近期边际催化—三大利好共振，低景气时期行业集中度有望持续提升	21
4.1 边际催化一：华为官宣 Meta ERP 自主可控，核心合作伙伴有望拓广客户群体	21
4.2 边际催化二：AI 赋能公司对外业务升级，对内赋能降本增效	23
4.3 边际催化三：行业低景气度环境下市场或逐步出清驱动竞争格局改善	25
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1 核心假设	26
5.2 盈利预测	27
5.3 投资建议及估值	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展沿革.....	5
图表 2: 公司主营业务泛 ERP 与智能制造双轮驱动.....	6
图表 3: S-MOM 智能制造套件整体架构图.....	6
图表 4: 公司 360° 数字化及智能制造解决方案全景图.....	7
图表 5: 公司营业收入增速短期承压回落.....	7
图表 6: 公司归母净利润增速短期承压回落.....	7
图表 7: 公司分产品收入规模.....	8
图表 8: 公司分产品收入同比增速.....	8
图表 9: 公司分产品收入规模占比.....	8
图表 10: 智能制造毛利率稳步提升, 泛 ERP 毛利率 19 年后企稳回升.....	9
图表 11: 销售与研发费用率持续上升.....	9
图表 12: 人效指标长期平稳.....	9
图表 13: 公司在手订单充裕.....	10
图表 14: 公司股权结构较为稳定.....	10
图表 15: 四次股权激励绑定骨干班底.....	10
图表 16: 公司横跨生产控制与信息管理类两大赛道.....	11
图表 17: ERP 产业链全景——下游应用广泛.....	12
图表 18: 中国 ERP 市场规模 2022 年达 620.6 亿元.....	12
图表 19: 近年来推进“新型工业化”的政策会议密集出台/召开.....	13
图表 20: 中国 ERP 市场国产化率达 78% 以上.....	13
图表 21: 中国中高端 ERP 市场国产化率为 25%.....	13
图表 22: 中国 ERP 市场头部企业对比.....	14
图表 23: MES 逐步进化为 MOM.....	14
图表 24: MES 渗透率普遍偏低 (2020 年).....	15
图表 25: MES 市场竞争格局.....	15
图表 26: 公司从 ERP 到泛 ERP, 从 MES 到 MOM 两条发展路径.....	16
图表 27: 公司研发投入持续增长.....	17
图表 28: 公司研发队伍不断壮大.....	17
图表 29: 公司研发支出占收入比例位居同业中等偏上水平.....	17
图表 30: 公司近几年投资并购交易信息及其效果.....	18
图表 31: 企业数字化转型的方案化特征.....	19
图表 32: 核心 ERP+供应侧协同+智造协同+需求侧协同=全面智造水平提升.....	19
图表 33: PCB 行业智能制造整体信息化规划.....	20

图表 34: PCB 行业 SRM 管理完整功能范围	20
图表 35: 公司不断拓展行业能力, 合作客户优质可靠.....	21
图表 36: 前五大客户销售占比已由八成降至不足五成.....	21
图表 37: 华为 Meta ERP 合作伙伴颁奖仪式	22
图表 38: 公司系华为云同舟共济战略合作伙伴.....	23
图表 39: 公司荣获“华为云优秀云解决方案提供商”.....	23
图表 40: 公司为华为 Meta ERP 核心合作伙伴, 有望受益 Meta ERP 推广机遇.....	23
图表 41: 公司携手华为云共同打造“制造行业大模型”.....	24
图表 42: AIGC 中短期看人力成本优化, 长期看 ERP 实施周期缩短提升人效.....	25
图表 43: 公司 MES 市场份额位居国内诸多细分赛道头部.....	25
图表 44: 行业低景气度环境下市场出清或驱动 MES 行业竞争格局改善.....	26
图表 45: 盈利预测核心假设	27
图表 46: 可比公司估值比较 (市盈率法)	28

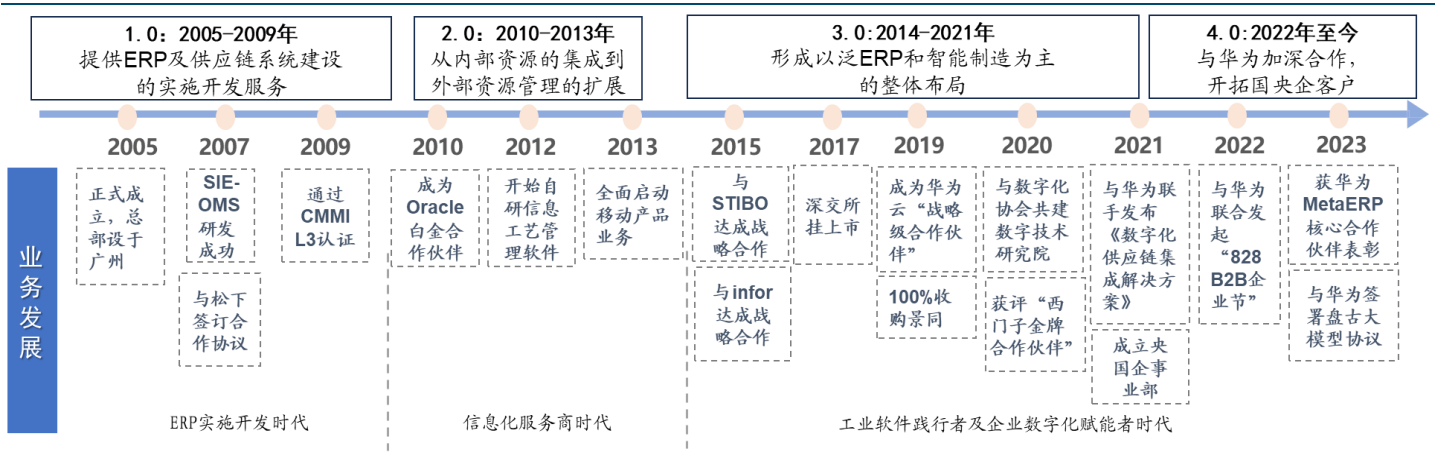
1. 公司基本面分析—从 ERP 到智能制造，360°企业数字化解决方案提供商

1.1 公司定位：离散赛道智能制造龙头，国央企 ERP 信创新星

公司深耕泛 ERP+智能制造 MOM 领域多年，业务条线与客户积累丰富。成立至今，公司的发展可以分为三大阶段：

- 1.0 阶段（2005 年-2009 年）：公司脱胎于美的 IT 部门，成立于 2005 年，2009 年以前，公司主要提供 ERP 及供应链系统建设的实施开发服务。
- 2.0 阶段（2010 年-2013 年）：2009 年开始，公司不满足于仅仅用 ERP 系统帮助企业自身的内部管理，开始着眼于从内部资源的集成到外部资源管理的扩展，并且将多项具备自主知识产权的企业管理软件产品推向市场。
- 3.0 阶段（2014 年-2021 年）：公司不断扩展业务条线，提升自研能力，于 2017 年 8 月在深圳证券交易所正式挂牌上市，现已形成以泛 ERP 和智能制造为主的整体布局，为企业提供高端软件咨询、实施及集成服务。公司形成面向通讯、电子、家电、家居等 23 个重点行业和 11 条业务线的产品和解决方案，拥有资深员工 6,000 余名，积累服务优质企业客户 1,000 余家，其中包括华为集团、美的集团、老板电器、唯品会、欧派家居、视源电子等行业龙头企业。
- 4.0 阶段（2022 年至今）：公司与华为保持长期良好的合作关系，是华为深度合作伙伴、华为云同舟共济合作伙伴。公司于 23 年与华为云签署盘古大模型合作协议，未来将在智能化生成、智能化质检、智能化供应链管理等方面进行不断探索，共同推动制造行业智能化发展。此外，公司 21 年底成立央国企事业部，已获得徐工集团、中建四局等客户，在央国企数字化、智能制造方面取得了突破。公司还于 2023 年收购主要面向大型央企及集团化企业的思诺博，助力拓展北方市场和进军国央企客户。

图表 1：公司发展沿革



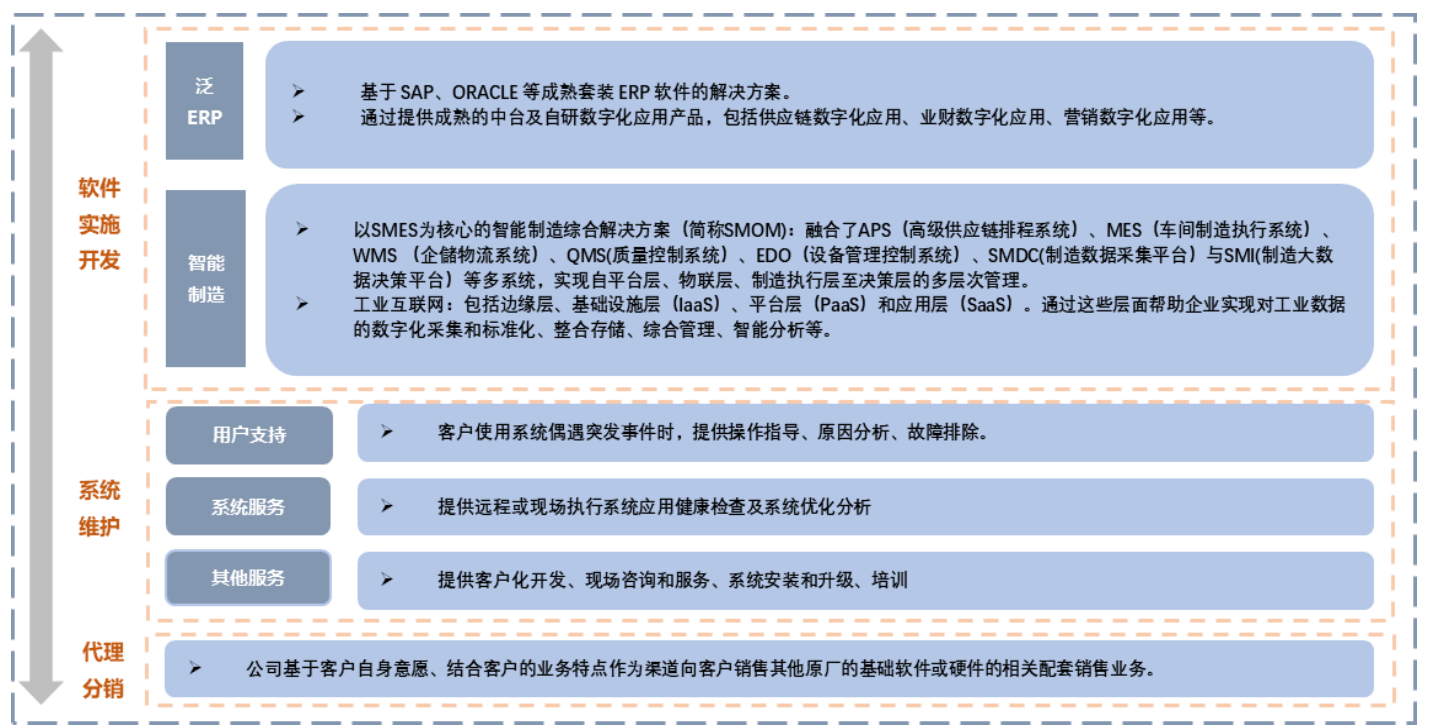
来源：公司官网，公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

1.2 主营业务：泛 ERP 与智能制造双轮驱动，360° 覆盖企业数字化解决方案

公司信息全栈产品服务助力企业业务增长。公司当前主要产品及服务分为两大板块：

- 泛 ERP：涵盖面向用户的前端应用（业务运营中台），以及面向企业内部管理的后端应用（核心 ERP）。业务运营中台的应用领域包括供应链采购中台、业财数字中台、营销及渠道中台等，以协助企业实现业务在线化、运营数据化、决策智能化的数字化转型目标。核心 ERP 系统定位为满足企业内部管理需要的数字化核心系统，公司基于 SAP、ORACLE 等成熟套装 ERP 软件的解决方案，覆盖企业业务当中核心稳定的业务管理需求，ERP（企业资源计划）、以及相关的 HCM（人力资源管理）当中如组织人事及薪酬等较为传统的模块。
- 智能制造：主打 S-MOM 制造运营产品家族，以智能工厂为框架蓝图，主要面向离散行业，尤其是消费电子、汽车电子、通讯设备及元器件及装备制造等行业客户，自主设计开发的一套工业软件产品群，包括从供应链端开始，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、工况数据采集等全方向、完整的多个子产品。

图表2: 公司主营业务泛ERP与智能制造双轮驱动



来源：公司年报，国金证券研究所

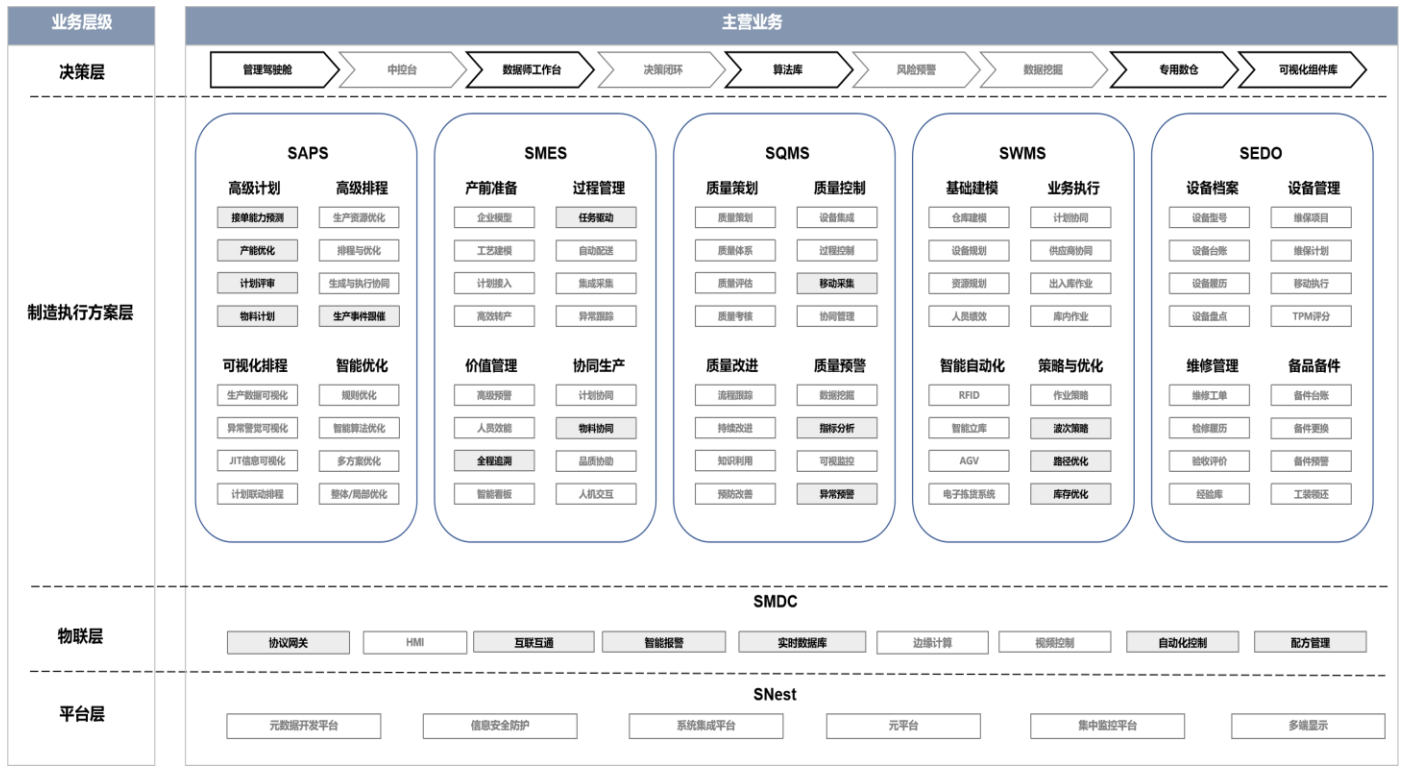
图表3: S-MOM 智能制造套件整体架构图



来源：公司年报，国金证券研究所

核心 ERP 与智能制造是紧密协同关系，业务相互支撑效果明显。计划层的数字化系统和执行层的实时协同能使制造企业利用它们的组合能力将传统工厂转变为真正的智能工厂。以子公司景同科技为例，由于符合客户对供应商全栈式综合能力的要求，其全年超过 15% 的合同订单为核心 ERP+智能制造产品组合项目，由后端多个交付单元联合开展实施。

图表4: 公司 360° 数字化及智能制造解决方案全景图

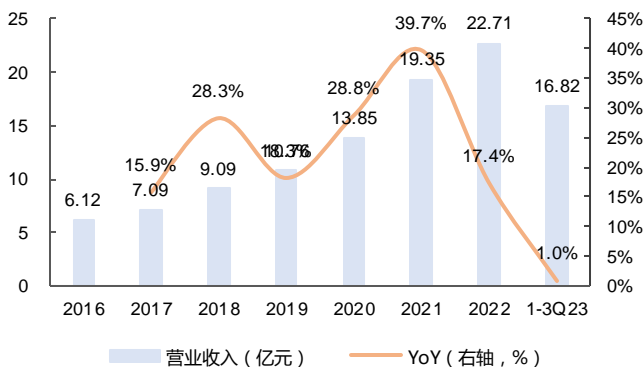


来源: 公司年报, 国金证券研究所

1.3 财务分析: 智能制造增长动能强劲, 泛 ERP 持续稳健增长

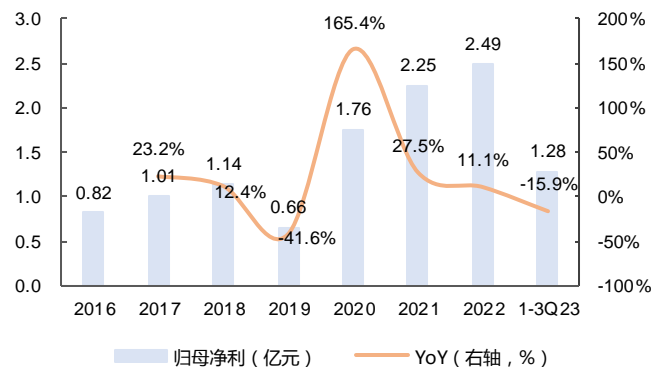
业绩短期承压, 营收及归母净利增速回落。收入端, 公司 2022 年实现营业收入 22.71 亿元, 同比增长 17.4%, 2023 年前三季度实现营业收入 16.82 亿元, 同比增长 1.0%, 2017~2022 年营业收入 CAGR 达 26.2%。利润端, 公司 2022 年实现归母净利 2.49 亿元, 同比增长 11.1%, 2017~2022 年归母净利 CAGR 达 19.8%, 2023 年前三季度实现归母净利 1.28 亿元, 同比下降 15.9%。

图表5: 公司营业收入增速短期承压回落



来源: 公司公告, 国金证券研究所

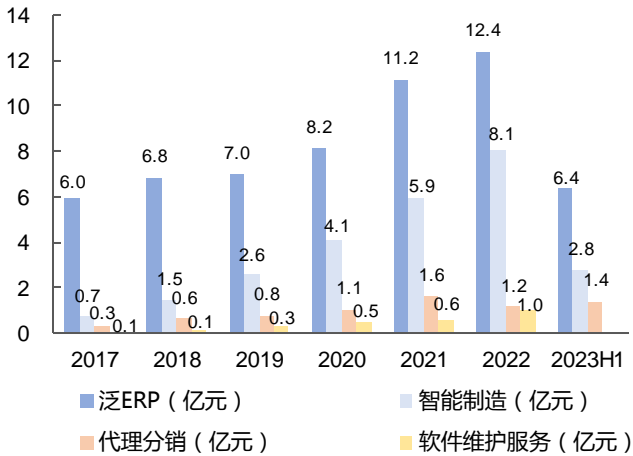
图表6: 公司归母净利增速短期承压回落



来源: 公司公告, 国金证券研究所

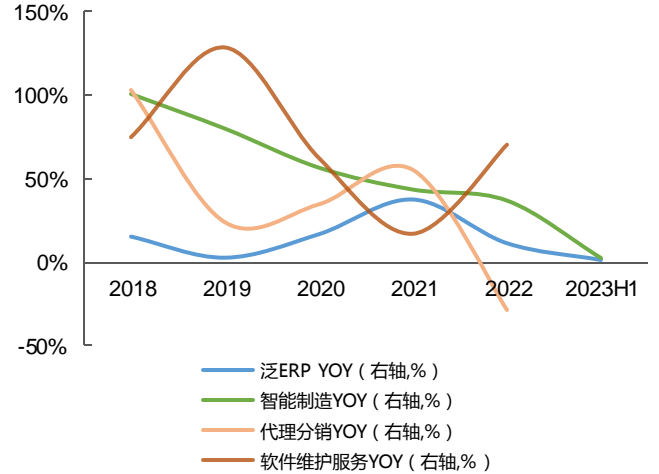
智能制造板块占比不断扩大, 泛 ERP 板块稳健发展。分产品看, 公司智能制造板块业务发展全年保持良好增速, 2022 年营业收入同比增长 35.7%, 17-22 年占比由 10.4% 提升至 35.7%, 营业收入 5 年复合增长 61.6%; 泛 ERP 板块进军中大型客户, 同时经营团队不断优化运营能力, 业务取得稳健增长, 营业收入 5 年复合增长 15.8%。

图表7: 公司分产品收入规模



来源: 公司公告, 国金证券研究所

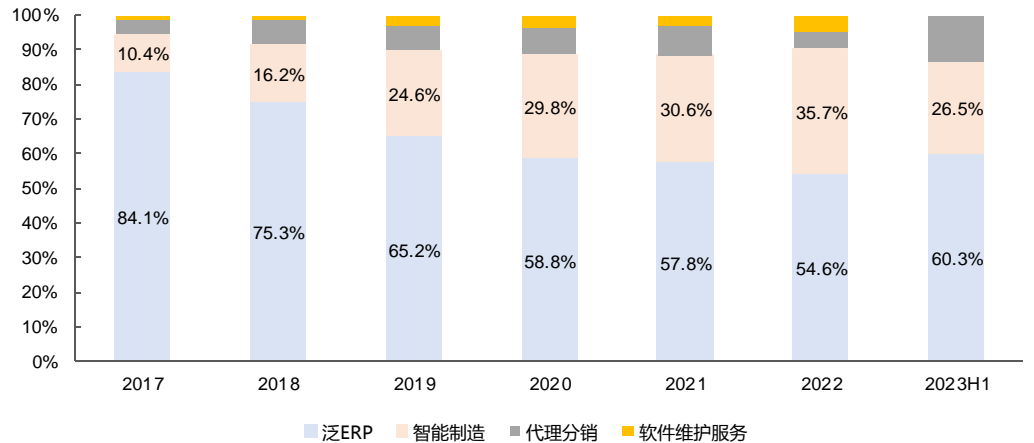
图表8: 公司分产品收入同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

智能制造业务占比快速提升, 17-22 年占比由 10.4% 上升至 35.7%, 相应的, 泛 ERP 业务占比由 84.1% 下降至 54.6%。

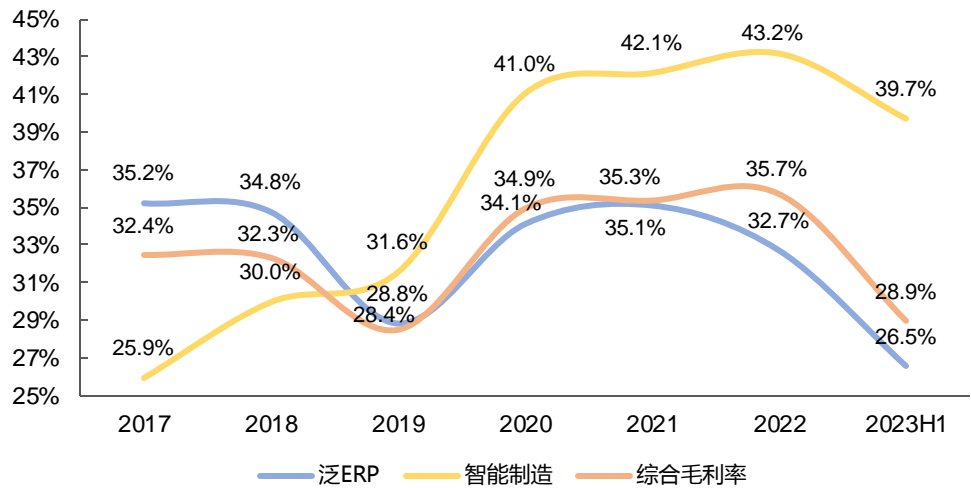
图表9: 公司分产品收入规模占比



来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国金证券研究所 (备注: 2023H1 仅披露泛 ERP 和智能制造具体收入, 23H1 代理分销收入实为其他业务收入。)

智能制造占比提升改善毛利结构, 驱动利润增长。2022 年公司综合毛利率达 35.7%。分产品看, 泛 ERP 服务毛利率达 32.7%, 智能制造服务毛利率达 43.2%, 得益于产品模块化程度、行业套件标准化程度的持续提高, 以及相关的原型实施方法论的不断优化, 智能制造板块毛利率稳步提升, 对公司主营业务的盈利贡献能力正在逐步体现。2019 年部分 EPP 客户业务受中美关系波动拖累, 导致部分订单签订价格水平波动, 使得 2019 年泛 ERP 业务毛利率呈现较大波动。

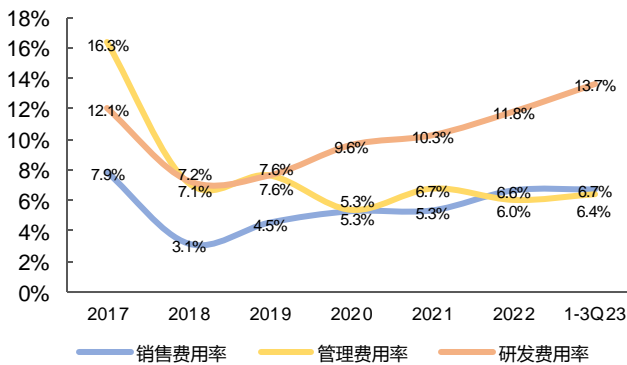
图表10: 智能制造毛利率稳步提升, 泛ERP毛利率19年后企稳回升



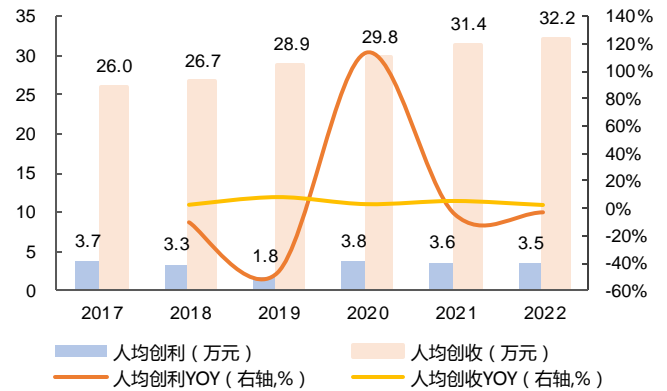
来源: 公司公告, 国金证券研究所

销研费率小幅反弹, 人效指标长期平稳。2022年公司研发费率达11.8%, 同比增长1.5pcts, 销售费率达6.6%, 同比增长1.3pcts, 管理费率达6.0%, 同比下降0.7pct。2023年前三季度, 销售、研发与管理费率环比22全年均小幅抬升。2022年公司人均创收达32.2万元, 同比增长2.5%; 人均创利3.5万元, 同比下降2.7%, 人效指标整体保持稳定。

图表11: 销售与研发费用率持续上升



图表12: 人效指标长期平稳

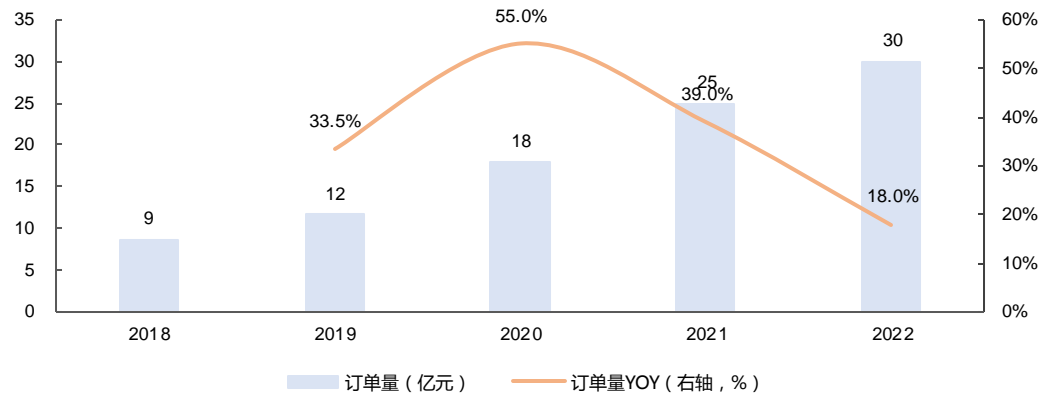


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司在手订单充裕。市场运营端, 公司积极实施区域扩张策略, 积极布局武汉、厦门、重庆等经济活跃区域, 构建区域本土销售团队, 以扩大覆盖华中、东南及西南的销售覆盖范围, 在半导体封测、医疗器械领域连续获得行业头部客户的智能制造订单, 取得山头突破, 订单签约规模较往年有良好提升。2022年, 公司全年新签订单约30亿元, 同比增长约18%。

图表13: 公司在手订单充裕

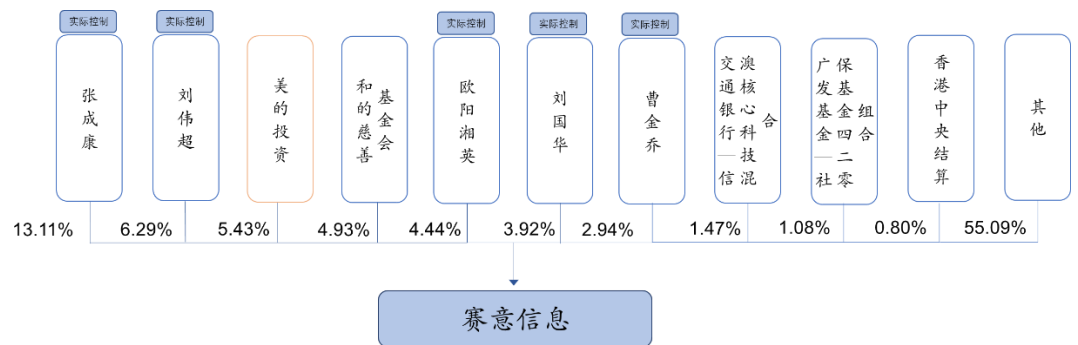


来源: 公司年报, 国金证券研究所

1.4 股权分析: 股权结构稳定, 股权激励绑定优质人才

公司股权结构较为稳定, 主要股东长期保持良好合作关系。张成康、刘伟超、刘国华、欧阳湘英及曹金乔合并持有公司股权的比例在公司股东中一直位列第一, 且五人互为一致行动人。截至 2023 年第三季度, 五人合并持有公司股权的 30.7%, 美的投资持有公司股权的 5.43%。

图表14: 公司股权结构较为稳定



来源: 公司年报, 公司招股说明书, 国金证券研究所

四次股权激励绑定骨干班底。公司在上市前后共有四次股权激励, 覆盖人才数量众多:

- 2018 年 7 月实施第一期员工持股计划, 覆盖人数为 340 人。
- 2020 年 11 月实施第二期员工持股计划, 覆盖人数为 156 人。
- 2021 年 7 月实施以合伙企业杭州元骋作为持股平台的股权激励, 覆盖人数为 64 人。
- 2022 年 1 月实施股票期权激励计划, 覆盖人数为 171 人。

图表15: 四次股权激励绑定骨干班底

时间	激励对象人数	考核目标
2018.07	340 人	以 2017 年净利润为基数, 2018-2020 年净利润增长率分别不低于 12%、34%、68%。折合三年 CAGR 为 18.88%。
2020.11	156 人	2020 年净利润不低于 1.69 亿元; 以 2020 年净利润为基数, 2021-2023 年净利润增长率分别不低于 15%、32.25%、52.08%。折合三年 CAGR 为 15.00%。
2021.07	64 人	2021-2024 年的净利润分别不低于 2.05、2.46、2.95、3.54 亿元。折合三年 CAGR 为 19.97%。
2022.01	171 人	以 2022 年净利润为基数, 2023-2025 年净利润增长率分别不低于 15%、32.25%、52.08%。折合三年 CAGR 为 15.00%。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

核心高管增持及股份回购，彰显公司未来发展信心和价值认可。公司董事会秘书、副总经理柳子恒于2023年5月11日至2023年9月5日增持股份资金总额345.57万元，约占公司总股本扣除回购股份数的0.03%。

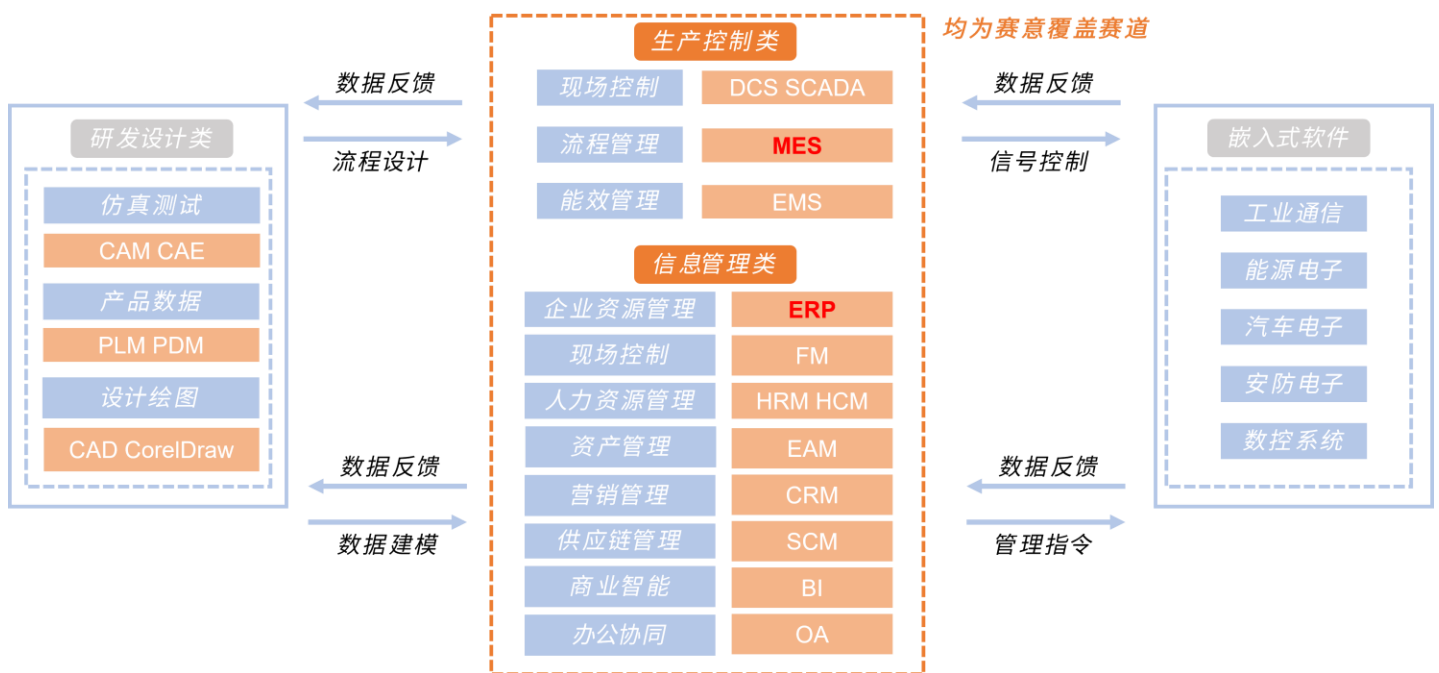
公司于2023年12月18日使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购股份资金总额不低于2,000万元且不超过4,000万元，回购价格不超过37.14元/股，约占总股本的0.13~0.27%，回购股份将用于股权激励或员工持股计划。

2. 行业 Beta 浅析—企业数字化加速，行业信创进行时

2.1 产业链梳理：公司横跨生产控制与信息管理类两大赛道

广义工业软件覆盖四大品类，公司横跨生产控制与信息管理类两大赛道。按照产品形态、用途和特点的不同，工业软件市场可细分为研发设计软件、生产控制软件、信息管理软件以及嵌入式软件。其中公司横跨MES与ERP赛道，分属于生产控制与信息管理类，双轮驱动赋能公司成长。

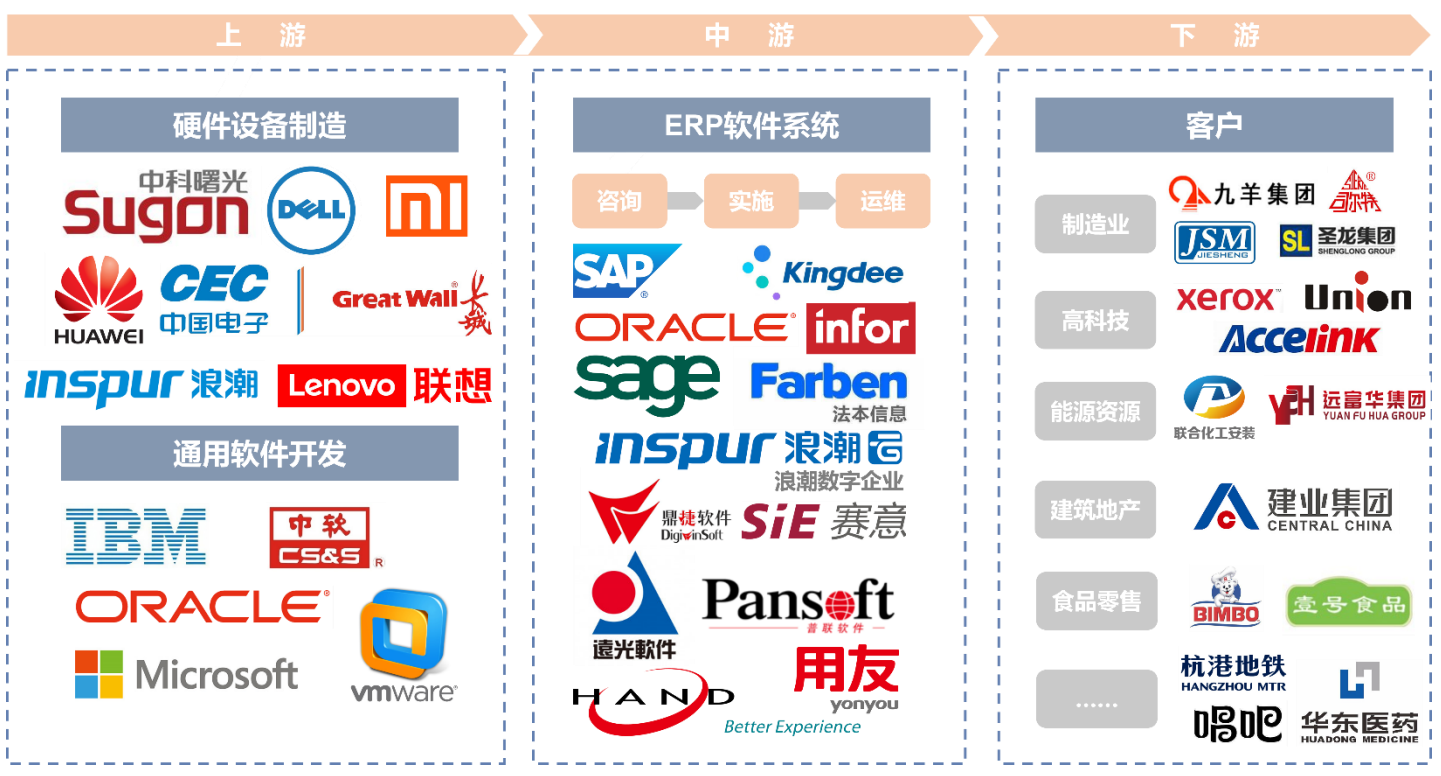
图表16：公司横跨生产控制与信息管理类两大赛道



来源：赛迪顾问，国金证券研究所

ERP产业链完备，下游应用广泛。ERP产业链上游包括硬件设备制造和通用软件的开发，其中，软件开发主要包括从操作系统、数据库、中间件以及开发工具等，硬件设备主要为服务器、存储系统等。ERP产业链中游为ERP软件系统，包括咨询、实施、运维三大环节。ERP软件产业链下游覆盖多行业，以工业制造业为主，还涉及高科技、能源资源、建筑地产、食品零售等领域。

图表17: ERP 产业链全景——下游应用广泛



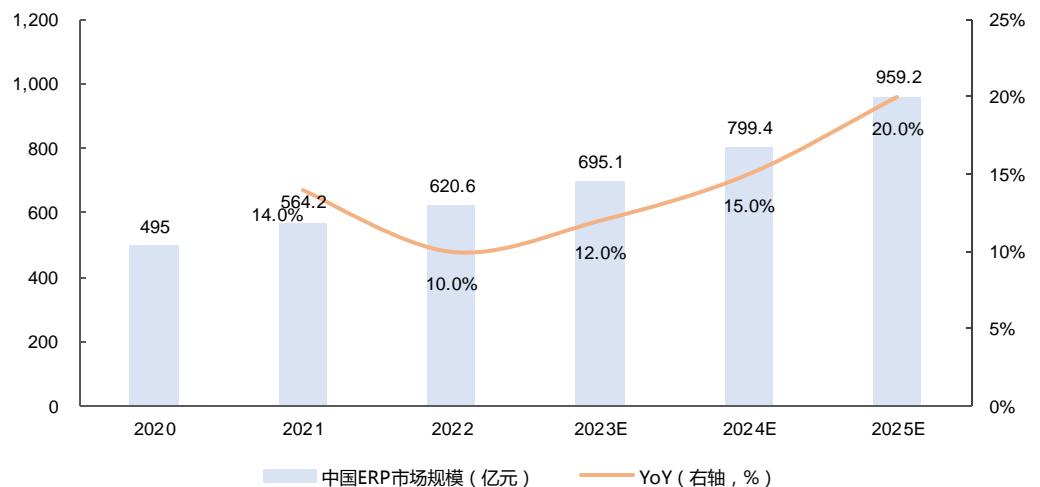
来源：头豹研究院，国金证券研究所

2.2 ERP 赛道-中高端 ERP 国产化率依然有较大提升空间

2.2.1 国内 ERP 市场规模 2025 年有望近千亿，2022 年达 620.6 亿元

我国 ERP 市场规模 2022 年达 620.6 亿元，未来或提速增长。根据艾瑞咨询相关数据，2022 年我国 ERP 市场达 620.6 亿，2023 年或达 695.1 亿元。结合世界银行数据，2021 年中国 GDP 相当于美国的 76%，结合 Grand View Research 对美国 ERP 市场规模的统计，2021 年中国 ERP 市场规模仅相当于美国 ERP 市场的 54%，渗透增长空间较大，结合央企国企等大型企业的大规模信创改造，市场规模有望于 2024 年起加速增长。

图表18: 中国 ERP 市场规模 2022 年达 620.6 亿元



来源：艾瑞咨询《2023 年中国信创产业研究报告》，国金证券研究所

2.2.2 ERP 中高端市场份额仍有较大提升空间

国家各部门出台一系列与国产自主可控、行业信创替代等密切相关的政策，有效刺激了

下游产业对于 ERP 的替代需求。国资委发布《关于开展对标世界一流企业价值创造行动的通知》，全面指导并要求国央企落实信息化系统的信创国产化改造，加速 ERP 在国央企的布局。

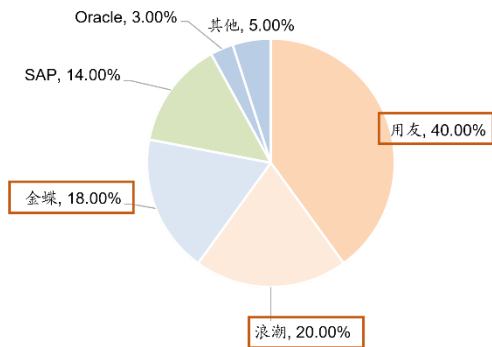
图表19: 近年来推进“新型工业化”的政策会议密集出台/召开

时间	发文机关	会议/文件	相关内容
2023.4.27	国资委	《关于开展对标世界一流企业价值创造行动的通知》	信创产业将从“关键环节、部分市场”走向“全产业链、全行业”的信息技术升级，全面构建国产自主的 IT 标准与服务生态。
2023.4.6	广东省政务服务数据管理局	《广东省政务服务数据管理局关于印发广东省数字政府改革建设 2023 年工作要点的通知》	以推动高质量发展为目标，促进实体经济发展为重点，激发数据要素新动能为主线，构建政府数字化治理体系、优化营商环境为主攻方向，持续深化“数字政府 2.0”建设。
2023.4.3	河南省厅大数据产业发展局	《2023 年河南省大数据产业发展工作方案》	统筹推进数据中心建设，加快建设新型数据中心和边缘计算中心。提升算力基础设施，加快智能算力中心等项目建设，提升国家超算中心郑州中心算力算网，拓展特色应用，打造一批国内领先的典型应用案例，构建云网深度融合的中部算力中心。
2023.3.28	能源局网站	《国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	聚焦原创性、引领性创新，加快人工智能、数字孪生、物联网、区块链等数字技术在能源领域的创新应用，推动跨学科、跨领域融合，促进创新成果的工程化、产业化，培育数字技术与能源产业融合发展新优势。

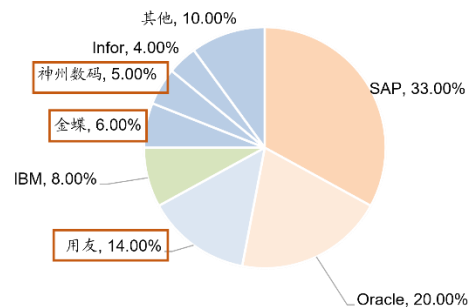
来源：中国政府网，各省政府部门官网，国金证券研究所

ERP 国产化率达 78%，但中高端 ERP 国产化率仅为 25%。据《2021 中国工业软件发展白皮书》，2021 年我国国产 ERP 软件市场份额高达 78%（用友 40%、浪潮 20%、金蝶 18%），然而中高端 ERP 软件市场份额仅为 25%，国内 ERP 厂商的产品主要占据中小企业市场，而大中型企业的高端 ERP 软件仍然以国外厂商为主。

图表20: 中国 ERP 市场国产化率达 78% 以上



图表21: 中国中高端 ERP 市场国产化率为 25%



来源：《2021 中国工业软件发展白皮书》，国金证券研究所

来源：《2021 中国工业软件发展白皮书》，国金证券研究所

国内高端 ERP 技术、产品与海外头部厂商相比还有较大差距。国内 ERP 软件近几年迅速发展，已占据国内 ERP 市场巨量份额（78%），但相较于海外头部厂商，国内 ERP 厂商起步较晚。

华为自研 ERP 加速 ERP 国产替代进程，相关合作厂商有望受益。2023 年 4 月 20 日华为宣布自研 MetaERP 全栈自主可控，该软件基于华为欧拉操作系统、GaussDB 等根技术，采用云原生架构、元数据多租架构、实时智能技术等先进技术，现已覆盖华为 100% 的业务场景和 80% 的业务量，运行过程未出现差错。MetaERP 有望缩小国内厂商与国外厂商间差距，助力国内厂商进军 ERP 高端市场，释放一定市场容量。此外，华为与众多合作伙伴协作开发，MetaERP 的成功落地有望使产业链上中下游的合作厂商共同受益。

图表22: 中国 ERP 市场头部企业对比

厂商划分	企业名称	成立时间	2020 年营收 (亿元)	2021 年营收 (亿元)	2022 年营收 (亿元)	2021 年市场份额
本土厂商	赛意信息	2005 年	13.9	19.4	22.7	≤ 5%
	用友网络	1988 年	85.3	89.3	92.6	40%
	浪潮数字企业	2003 年	21.5	32.0	69.7	20%
	金蝶国际	1993 年	33.6	41.7	48.7	18%
	汉得信息	2002 年	24.9	28.1	30.1	≤ 5%
	鼎捷软件	2001 年	15.0	17.9	20.0	≤ 5%
外资厂商	SAP	1972 年	2,181.6	2,008.1	2,277.9	14%
	Oracle	1977 年	2,549.2	2579.6	2,927.2	3%

来源: Wind, IDC, 公司官网, 用友官网, 浪潮官网, 金蝶官网, 汉得官网, 鼎捷官网, SAP 官网, Oracle 官网, 国金证券研究所

2.3 MES 赛道-产品渗透率较低, 国产替代空间较大

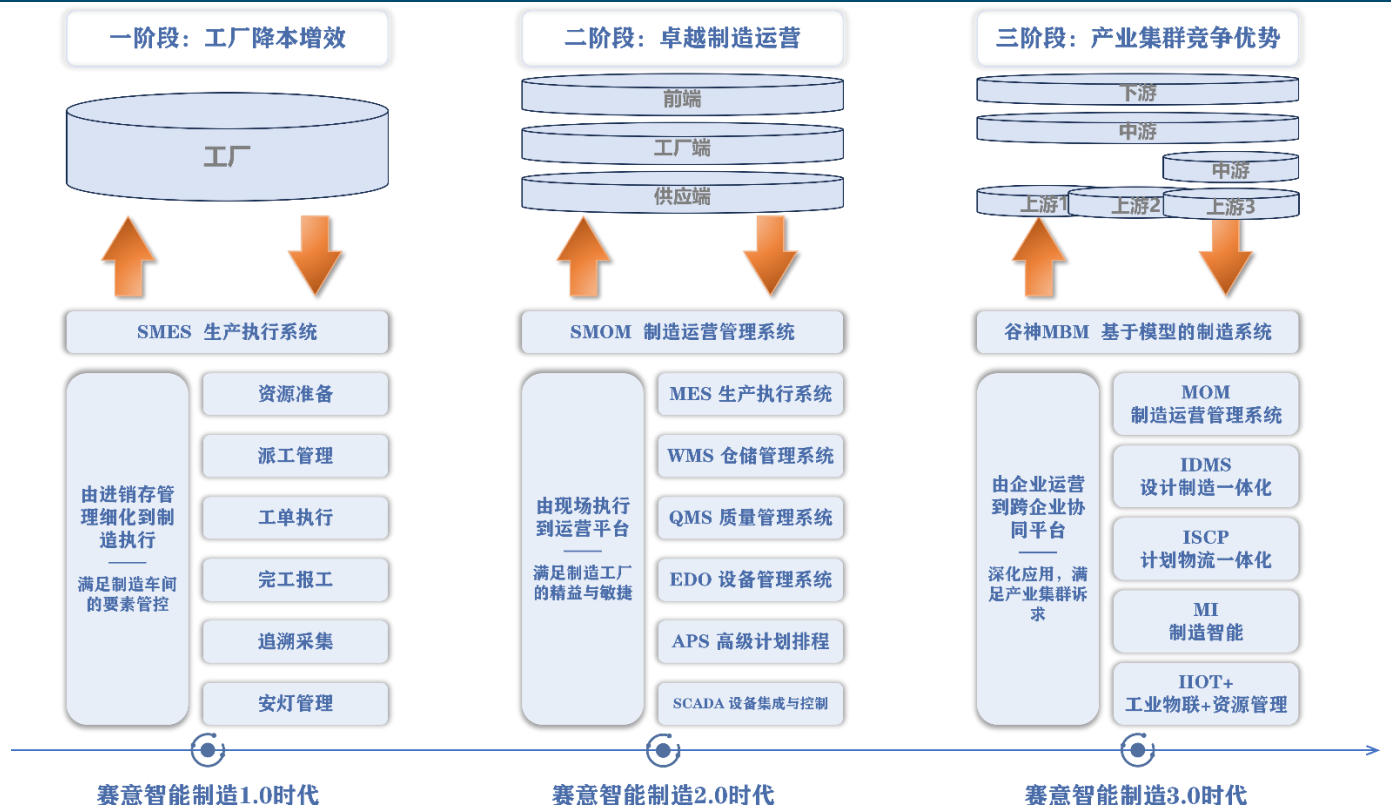
2.3.1 MES-制造企业车间执行层的生产信息化管理系统

MES (Manufacturing Execution System): 制造执行系统, 是一套面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统。

MOM (Manufacturing Operation Management): 制造运营管理系统, MOM 不仅包括 MES 软件系统及与制造管理相关的各种功能, 而且包含 MES 主体之外的用于解决具体问题的功能延伸与价值增值部分。

MOM 在 MES 基础上完善扩大, 是 MOM 的演进。MOM 是在 MES 基础上对工厂计划、产品质量、生产物流以及生产数据分析等领域进一步发展的综合性生产运营管理平台系统。相较于 MES 来说, MOM 以平台化的形式覆盖的领域更完善, 涵盖了产品设计、制造仿真、大数据分析等生产制造全流程。且 MES 支撑的范围更广泛, 覆盖的范围更广泛。

图表23: MES 逐步进化为 MOM

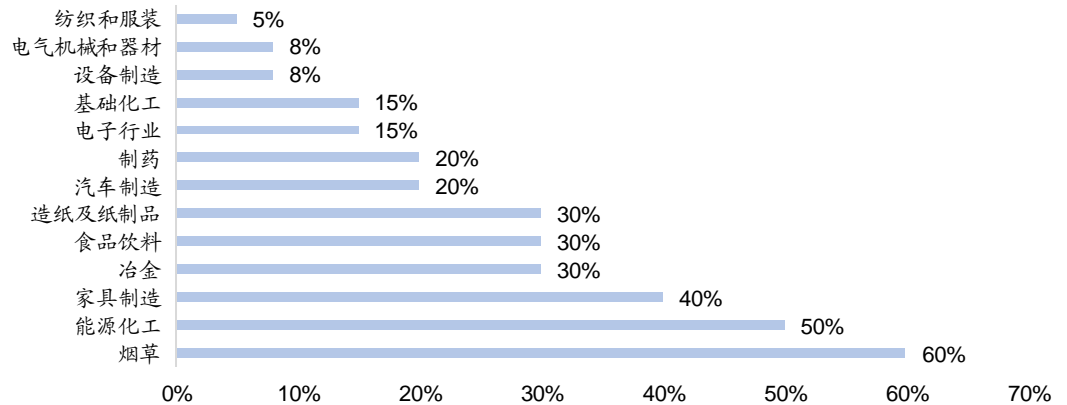


来源: 公司微信公众平台, 国金证券研究所

2.3.2 国内 MES 市场规模达 46.2 亿元，多数行业渗透率提升空间较大

全球 MES 市场规模或在 1,420 亿元。据华经产业研究院，2022 年全球 MES 市场规模或达 1,420 亿元，同比增长 15.2%，2017~2022 年 CAGR 达 15.5%。据 IDC，2022 年我国 MES 市场规模达 46.2 亿元。我国 MES 渗透率整体较低。据华经产业研究院，2020 年国内 MES 应用行业中烟草、能源化工和家具制造领域渗透率较高，超 40%，而其他领域均在 30% 及以下，其中，设备制造、电气机械和器材、纺织和服装均低于 10%。

图表24: MES 渗透率普遍偏低 (2020 年)



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

2.3.3 MES 国产化率约为 21%，国产替代空间较大

MES 国产化率约为 21%。据 IDC，2022 年我国 MES 市占率 Top7 分别为西门子、宝信软件、SAP、黑湖科技、新核云、汉得信息及赛意信息。本土厂商占到五席，市占率总计 21%，国产替代空间较大。

图表25: MES 市场竞争格局

厂商划分	企业名称	成立时间	2020 年营收 (亿元)	2021 年营收 (亿元)	2022 年营收 (亿元)	2022 年市场份额
本土厂商	宝信软件	2000 年	95.2	117.6	131.5	6.6%
	黑湖科技	2016 年	/	/	/	5.3%
	新核云	2014 年	/	/	/	4.0%
	赛意信息	2005 年	13.9	19.4	22.7	2.4%
	汉得信息	2002 年	24.9	28.1	30.1	2.7%
外资厂商	SIEMENS	1847 年	4,559.7	4,490.9	5,310.9	9.4%
	SAP	1972 年	2,181.6	2,008.1	2,277.9	6.5%

来源：Wind，IDC，SIEMENS 官网，SAP 官网，宝信软件官网，黑湖智造官网，新核云官网，国金证券研究所

3. 公司 Alpha 成长逻辑—双轮驱动踏步向上，内生外延并举显成效

3.1 内生：拓展产品范围延伸能力区间，注重研发投入技术壁垒高铸

公司从 ERP 到泛 ERP、从 MES 到 MOM 持续发展，业务发展协同增效。

- 公司发展先练内功，有条不紊扩大步伐。公司由代理国外 ERP 软件开始，2005 年开始以 Oracle 的产品代理为切入点，打入国内 ERP 市场，发展到龙头地位后，再逐步

拓展到其他泛 ERP 产品。2011 年后公司基于 SAP、Oracle 等成熟套装 ERP 软件为市场提供核心 ERP 业务，为企业提供具有采购管理、财务管理、客户关系管理、供应商门户等功能的软件。进而扩展自己的数字化中台产品，通过建设数据中台和数据资产体系，更大限度发挥数据价值，满足企业业务财务一体化需求。其由核心 ERP 产品和数字化中台产品构成的泛 ERP 业务，包含一系列帮助企业管理者管理业务流程，优化经营运作，提高工作效率的信息化及数字化平台与工具。

- 公司从 MES 入手，拓展出成熟专业的智能制造综合套件 MOM。公司于 2012 年开始面向市场提供以 S-MES 为核心的智能制造产品，并通过不断自主研发升级在 2018 年扩展成为一套专业性强、成熟度高、制造运营一体化的智能制造综合软件套件 SMOM，包括 SMDC（制造数字化互连平台）、SMI（制造智能平台）、SMDC（设备数字化运营平台）、SQMS（质量管理系统）等工业管理软件产品，实现自平台层、物联层、制造执行层及数字决策层多层次管理的制造运营一体化。解决方案以实时协同思想为主导、以动态调度为核心、以设备物联为实现手段，以制造全流程闭环管理为基础，实现制造过程透明化、制造数据可视化、制造品质可控化的工厂建设目标。

图表26: 公司从 ERP 到泛 ERP, 从 MES 到 MOM 两条发展路径



来源: 公司官网, 公司年报及中报, 国金证券研究所

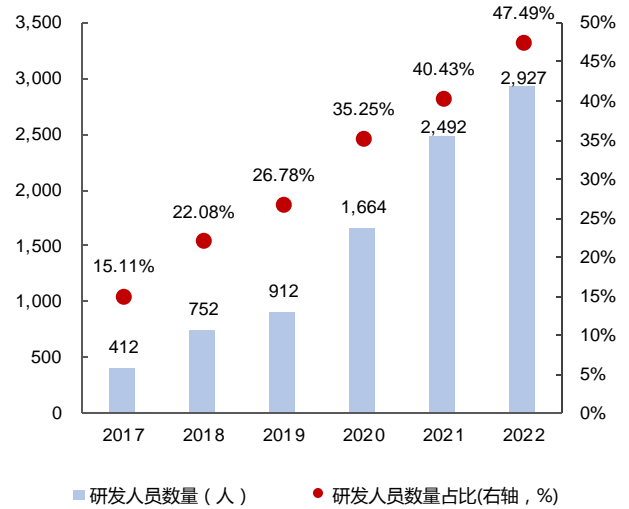
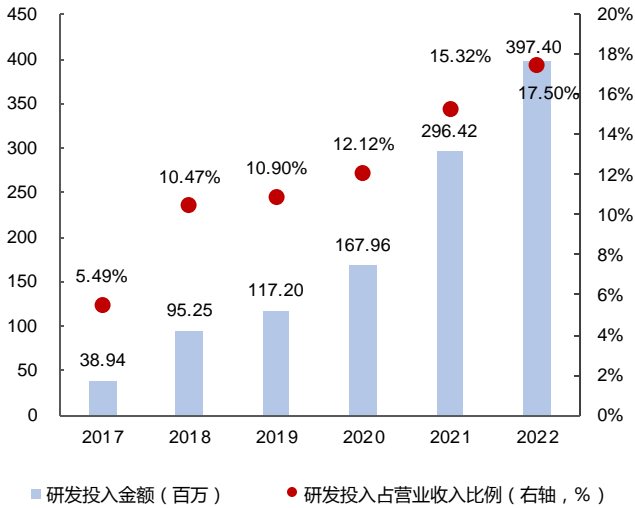
在业务发展的同时, 注重自身的创新研发。

- 成立赛意研究院, 规划发展路径, 提升技术竞争力。21 年设立赛意创新研究院, 公司级研究院的设立及相关专业咨询团队的组建, 将帮助公司所服务的客户在云计算、互联网、海量数据的环境下, 合理规划其信息化系统向内外部融合的路径, 协助其应用系统由系统支撑业务向业务驱动系统演变; 也将使得公司进一步成为客户提供前瞻性规划分析服务的收入增长极, 并进一步提升公司核心技术竞争力, 保持行业的相对领先地位。
- 研发投入持续较快增长, 注重研发团队建设和研发成果维护。公司注重 SMOM 平台与自研 ERP 研发。持续的研发投入推动公司开发新的产品和服务领域, 保障保持

市场竞争力和技术领先。公司一直注重研发团队搭建，在持续加大研发投入力度的同时不断扩大公司研发团队，人员总量稳步增长、结构不断优化。公司目前拥有发明专利 13 项，软件著作权 296 项，研发成果丰富，研发产品获得较多奖项，如“SIE-MES 赛意生产制造执行管理软件”2014 年被认定为广东省高新技术产品。公司基于过去十余年的工业知识积累，持续创新产品及解决方案，保持行业的相对领先地位。

图表27: 公司研发投入持续增长

图表28: 公司研发团队不断壮大



来源: 公司年报及中报, 国金证券研究所

来源: 公司年报及中报, 国金证券研究所

公司研发支出占收入比例位居同业中等偏上水平。公司 2020/2021/2022 年研发支出占收入比例分别为 12.1%/15.3%/17.5%，高于绝大部分国内同业厂商。

图表29: 公司研发支出占收入比例位居同业中等偏上水平

年份	赛意信息	汉得信息	鼎捷软件	用友网络	中控技术	宝信软件
2020	12.1%	18.3%	12.7%	19.6%	11.5%	10.0%
2021	15.3%	16.0%	12.8%	26.4%	11.0%	11.0%
2022	17.5%	14.6%	15.7%	31.6%	10.5%	10.9%

来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 外延: 能力边界通过多次成功投资并购案例不断拓展

投资并购完善业务布。公司通过投资并购不断完善业务布局，2018 年 6 月-2019 年 9 月收购了景同科技全部股权，迅速获得在 SAP 数字化核心业务领域的咨询服务交付能力，在 SAP 数字化创新领域尤其是智能制造工业云领域开展深入应用研究，获得新的业务驱动能力。2019 年 12 月收购鑫光智能 19% 股权加强了公司在智能制造领域的纵向竞争力，进一步扩大公司客户资源覆盖面。2020 年 12 月-2022 年 6 月收购了基甸科技全部股权，公司在中台软件产品领域的实力得到进一步增强，夯实公司在泛 ERP 领域，尤其是业财融合、管理会计、预算及合并等财务数字化的自研产品基础。2022 年 8 月收购易美科 51% 股权，加大在工业软件领域的创新与发展，加快公司在符合国家战略方向的 PCB 行业中构建自 ERP 到智能制造的全栈自主产品优势的速度。2023 年 9 月收购思诺博 100% 股权，有望加快公司自研产品领域业务开拓，加强北方渠道布局与国央企突破力度。

图表30: 公司近几年投资并购交易信息及其效果

日期	交易标的	交易金额 (万元)	投资效果
2023-09-24	思诺博 100% 股权	21,100	本次收购有望加快公司自研产品领域业务开拓, 加强北方布局与国央企突破。思诺博拥有物流管理系统、资产跟踪管理系统、财务集中核算、财务分析、合同管理系统、营业资金稽核系统以及工作流引擎 SinoFLO 等自主知识产权产品。思诺博 22 年/23 年 1-5 月实现营收 1.36 亿元/0.05 亿元。
2022-08-13	易美科 51% 股权	6,283	此次收购有助于公司进一步加大对工业软件领域的创新与发展, 加快公司在符合国家战略方向的 PCB 行业中构建自 ERP 到智能制造的全栈自主产品优势的速度, 进一步提升公司的盈利效率和综合盈利水平。易美科 20 年/21 年/22 年 1-5 月实现营收 0.08 亿元/0.18 亿元/0.09 亿元。
2022-06-19	基甸科技 49% 股权	8,600	此次公司全资子公司赛意业财收购控股子公司基甸信息 49% 股权, 有利于进一步夯实公司在泛 ERP 领域, 尤其是业财融合、管理会计、预算及合并等财务数字化的自研产品基础, 进一步增强公司综合盈利能力和核心竞争力, 符合公司整体长远发展战略规划。基甸科技 21 年实现营收 0.45 亿元。
2020-12-02	基甸科技 51% 股权	8,102	通过此次收购, 公司在中台软件产品领域的实力得到进一步增强, 公司优质客户数量进一步提升。
2019-12-13	鑫光智能 19% 股权	4,900	加强公司在智能制造领域的纵向竞争力, 打造自企业运营层至生产车间层, 及至产线设备一体化的数字化连接及控制解决方案, 进一步扩大公司客户资源覆盖面, 为增厚上市公司业绩打下扎实的市场基础。鑫光智能 18 年实现营收 0.91 亿元。
2019-9-17	景同科技 49% 股权	12,740	通过本次交易, 公司将在市场客户协同的基础上进一步强化研发协同及解决方案协同, 同时, 公司后端的共享服务能力将为景同科技经营能力的提升提供保障, 从而增强上市公司盈利能力。在国家工业互联网相关政策支持下, 公司与景同科技将继续深耕企业级服务市场, 不断提升公司价值。景同科技 18 年实现营收 1.65 亿元。
2018-06-15	景同科技 51% 股权	13,260	本次交易一方面将使得公司迅速获得在 SAP 数字化核心业务领域的咨询服务交付能力, 在装备制造、汽车及零部件、生命科学及流程化工等 SAP 的优势行业获取较为丰富的业务订单及对应收入; 另一方面, 将使得公司有机会在 SAP 数字化创新领域, 尤其是智能制造工业云领域开展深入的应用研究, 以获得新的业务驱动能力, 从而布局未来的业务发展。

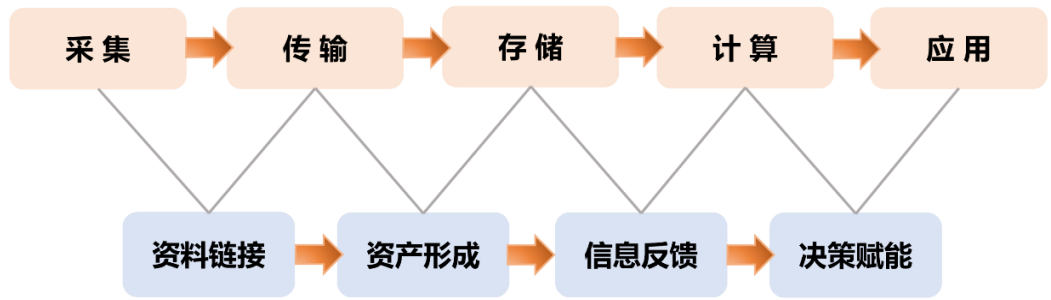
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

3.3 泛 ERP+智能制造, 360°企业信息化解决方案覆盖优势显著

3.3.1 宏观视角: 数字化转型需求亟待供给侧提升方案化能力

企业数字化转型涉及生产经营全业务链条, 方案化特征明显。企业数字化转型是指企业利用新一代数字技术打通生产经营全业务流程, 形成数据资产, 反馈有效信息, 赋能生产经营决策, 从而实现降本增效提质目的的过程。基于上述背景, 在需求侧, 以集团公司为代表的大型下游客户往往希望厂商提供品类齐全的数字化转型方案, 以避免分别采购造成的数据流程难以整合与运维服务管理复杂的问题; 在供给侧, 工业软件领域多数厂商往往聚焦单一品类发展, 鲜有横跨生产制造与经营管理两类产品的企业, 因此整体方案化能力相对不足, 供需之间存在一定程度的错配。

图表31: 企业数字化转型的方案化特征



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

3.3.2 微观视角: 公司以核心 ERP 为支点, 构筑合同到交付 360°方案化能力

公司以核心 ERP 系统为支点拓展应用, 构筑 360°企业信息化解决方案。核心 ERP 与智能制造之间是紧密的协同关系, 企业战略或商业计划需要从企业到工厂, 至车间、到产线及设备单元层次的执行整合落地。泛 ERP 业务是从典型的企业战略和运营角度上进行管理, 而智能制造业务则是生产过程的实时概念; 泛 ERP 偏向于计划及统筹, 工业管理及控制软件偏向于生产执行, 前者实现策略制定, 而后者则负责操作。

例如, 在 ERP 环境中, 业务单元依据销售预测或者销售订单制定对应的主生产计划, 以及基于活动所需材料的物料成本核算和人工成本核算, 并传达至工厂, 制造单元则通过定义和管理细化生产路线, 并将物理资源映射到 ERP 成本中心和对执行的每个操作的实况进行跟踪, 从而将其提升到另一个详细级别。计划层的数字化系统和执行层的实时协同促使制造企业利用组合能力将传统工厂转变为真正的智能工厂。

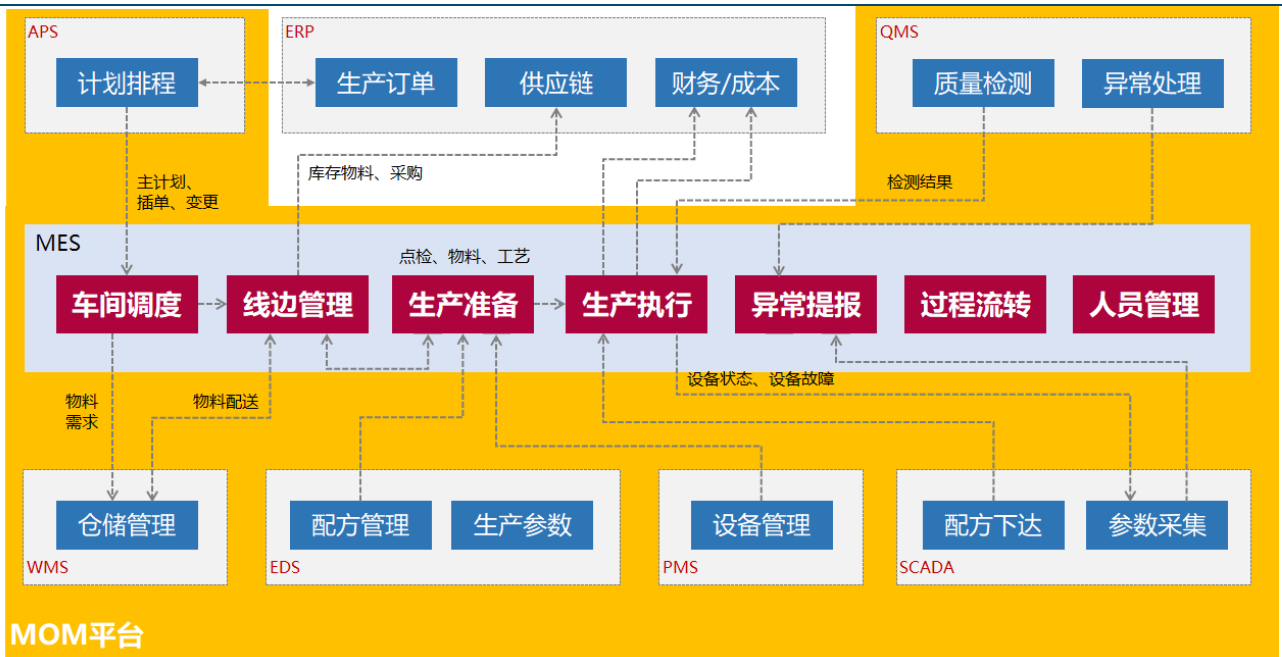
图表32: 核心 ERP+ 供应侧协同+智造协同+需求侧协同=全面智造水平提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

以公司官网所披露的 PCB 印制电路板行业解决方案为例, 通过 EAP 自动化及 MES 制造信息化, 帮助 PCB 企业实现智能制造的“四化建设”, 即工艺数字化、制造信息化、过程自动化和设备集成化。

图表33: PCB行业智能制造整体信息化规划



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表34: PCB行业SRM管理完整功能范围

采购管控	策略	计划	审批	权限	合规	系统集成		
供应商生命周期管理 供应商分类 供应商注册 资质初审 体系审核	样品试验 批量试验 协议签订 档案管理	供货资格管理 档案变更管理 冻结/恢复 退出/黑名单	询价/招标管理 招标 询价 竞价	单工序模型 材料模型 邀请招标 发布标书	保证金管理 竞价大厅 评标决标 结果处理		供应商门户 通知公告 档案管理 应标报价 预测协同 订单协同 送货协同 收货协同 质量协同 绩效协同 库存协同 数据总线 钉钉	
	供货配额管理 配额维护 配额审批	配额调整 执行监控		需求管理 采购申请 需求汇总	合同管理 合同条款 合同模板			合同编制 合同审批 合同执行 合同关闭
		采购执行 采购预测 采购订单		送货通知 送货管理				收货检验查看 入库数据查看
	对账管理 对账单			发票维护	付款申请			质量协同 制程不良 客诉信息
绩效 考核指标	考核模板	数据收集	绩效计算	绩效查询	结果应用			
SRM主数据 供应商数据	采购分类	品类权限	物料主数据	人员数据	组织数据			币种汇率 付款条件

来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.4 开拓行业版图绑定标杆客户, 优化客群结构降低收入风险

公司不断拓展行业版图, 合作客户优质可靠。公司核心高管团队均具备美的背景, 叠加早期海外大厂 ERP 实施商身份大客户资源丰富。2016 年上市之前, 公司主要覆盖行业包括装备制造、电子装配、消费服务、钢铁石化, 标杆客户包括华为、美的、松下等国内外知名企业; 2017 年, 公司开拓定制家居及半导体 PCB 行业赛道, 新增大客户包括老板电器、欧派家居及视源电子; 2017~2020 年, 赛意收购基甸信息强化财务信息化服务能力, 新增覆盖汽车及零部件、互联网、医疗、金融领域, 新增大客户包括日产、上汽大众、北京奔驰、滴滴、白云山、中国人寿等, 行业版图稳步扩张。

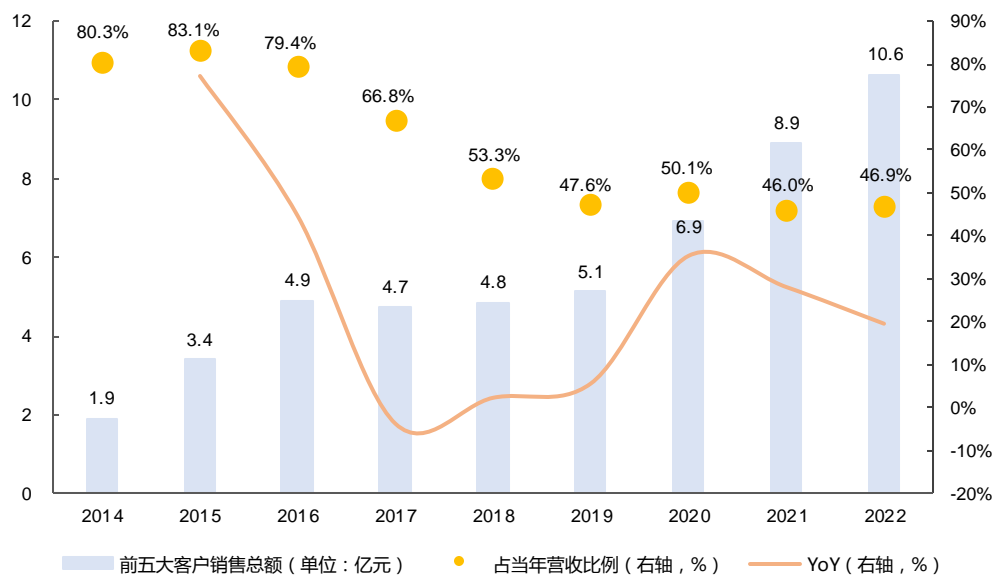
图表35: 公司不断拓展行业能力, 合作客户优质可靠



来源: 公司年报, 公司官网, 国金证券研究所

客户集中度稳步下调, 客群结构健康发展。近年来, 赛意一方面持续拓展行业赛道, 服务领域龙头企业树立样板方案, 另一方面持续扩张中小客户数量, 逐步降低客户集中度过高的风险。2014年, 赛意前五大客户销售总额占当年营收比例高达80.3%, 2021年已显著降低至46.0%, 客群结构持续健康发展。

图表36: 前五大客户销售占比已由八成降至不足五成



来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

4. 近期边际催化—三大利好共振, 低景气时期行业集中度有望持续提升

4.1 边际催化一: 华为官宣 Meta ERP 自主可控, 核心合作伙伴有望拓广客户群体

2019年, 面对外部环境的压力和自身业务挑战, 华为决定启动对旧有 ERP 系统替换, 并开启研发自主可控的 Meta ERP 系统。2023年4月20日, 华为宣布实现自主可控的 Meta ERP 研发, 并完成对旧 ERP 系统的替换。为了表彰在此项目中做出重大贡献的相关团队和个人, 华为在东莞溪流背坡村园区举办了“英雄强渡大渡河”Meta ERP 表彰会。2023年5月23日, 华为仅用15小时便完成全球88家子公司 Meta ERP 大规模切换。切换于5月13日9点开始启动, 计划在24小时内完成割接。5月14日零时, 华为全球切换指挥中心宣布“Meta ERP 5月切换成功”, 比计划提前9个小时。

华为 Meta ERP 实现全栈自主可控。基于华为欧拉操作系统、GaussDB 等根技术，联合众多伙伴，华为 Meta ERP 采用了云原生架构、元数据多租架构、实时智能技术等先进技术，能够有效提高业务效率，提升运营质量。华为将继续围绕“极简架构、极高质量、极低成本、极优体验”的目标，在 ERP、PLM 等领域，和伙伴一起打造自主可控、更加高效安全的企业核心商业系统。

覆盖全球众多地区及产业。2023 年华为全球 200 多家子公司将分两批进行 Meta ERP 切换，本次切换为首批大规模切换，涉及亚太、欧洲、中东中亚、南部非洲、拉美 5 个地区部、6 个账务共享中心、75 个国家，合计 88 家子公司，业务涵盖 ICT、华为云、终端等多个产业。未来，华为 Meta ERP 有望在央企国企信创替代浪潮中逐步替代 SAP、Oracle 等海外大厂的 ERP 系统，真正实现全栈国产自主可控的集团化 ERP 替代。

图表37: 华为 Meta ERP 合作伙伴颁奖仪式



来源：华为微信公众平台，国金证券研究所

2021 年，公司成为华为云同舟共济战略合作伙伴。作为最高级别的合作形式，“同舟共济合作伙伴”是华为云希望同极少数核心的合作伙伴，基于共享的利益分配机制，共同构建的新型生态合作关系。

2023 年，公司受邀出席 2023 华为云生态大会，并荣获“华为云优秀云解决方案提供商”。自 2017 年成为华为云首批领先级解决合作伙伴以来，公司紧跟华为云战略步伐，协同发展，在 2019 年晋升为华为云首批战略级合作伙伴。迄今为止，公司已为华为云凝聚了 250+企业用户，帮助 70+大企业核心业务系统上华为云，基于华为 ROMA & DAYU 高阶服务方案持续落地。

图表38: 公司系华为云同舟共济战略合作伙伴



图表39: 公司荣获“华为云优秀云解决方案提供商”



来源: 华为, 国金证券研究所

来源: 华为, 国金证券研究所

公司作为华为 Meta ERP 核心合作伙伴, 有望拓广拓深客群, 走入国央企。2023 年以来, 公司在传统的区域模式上, 新增国央企模式、行业军团模式及战略客户系统部模式, 进一步强化方案资源向一线战区配置, 以更敏捷地适应不同类型市场对优质资源的需求响应。

图表40: 公司为华为 Meta ERP 核心合作伙伴, 有望受益 Meta ERP 推广机遇



SiE 赛意

98家央企
+
旗下409家上市主体

ERP国产替代需求

来源: 国金证券研究所

4.2 边际催化二: AI 赋能公司对外业务升级, 对内赋能降本增效

AI 赋能公司对外业务升级。2023 年 7 月, 公司与华为云正式签署盘古大模型合作协议。公司基于盘古大模型的自然语言大模型和视觉大模型, 携手华为云共同打造“制造行业大模型”, 将会为制造行业客户提供针对工艺工程 AI 自动化、AI 质检、供应链的智能优化等细分场景, 提供“开箱即用”的模型服务。

图表41：公司携手华为云共同打造“制造行业大模型”

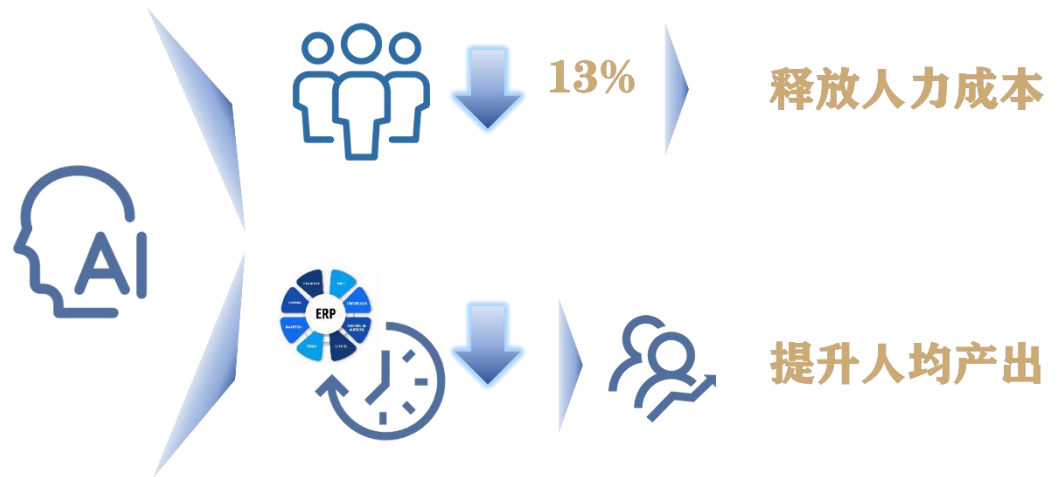


来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

AI 赋能公司对内降本增效：

- 中短期看人员团队优化与研发效率提升驱动内部降费。公司会充分运用 AI 技术建立评分、筛选，以及辅助与候选人沟通的工具。我们认为，2022 年公司人均薪酬约为 21.7 万元，员工总数 7,047 人，若 AI 赋能背景下人员效率提升 15%（对应 13% 的人力释放），有望释放 2 亿元左右的人力成本。研发效率提升方面，与华为盘古的合作或带来内部效率的持续提高。
- 长期看 ERP 实施周期缩短驱动人效提升。AI 有望优化 ERP 的实施规划过程中与客户自然语言交流的讨论与访谈。如果将 AIGC 嵌入 ERP 的实施规划当中，有望缩短项目的实施周期，提升实施团队的项目周转率，进而提升人均产出。

图表42: AIGC 中短期看人力成本优化, 长期看 ERP 实施周期缩短提升人效

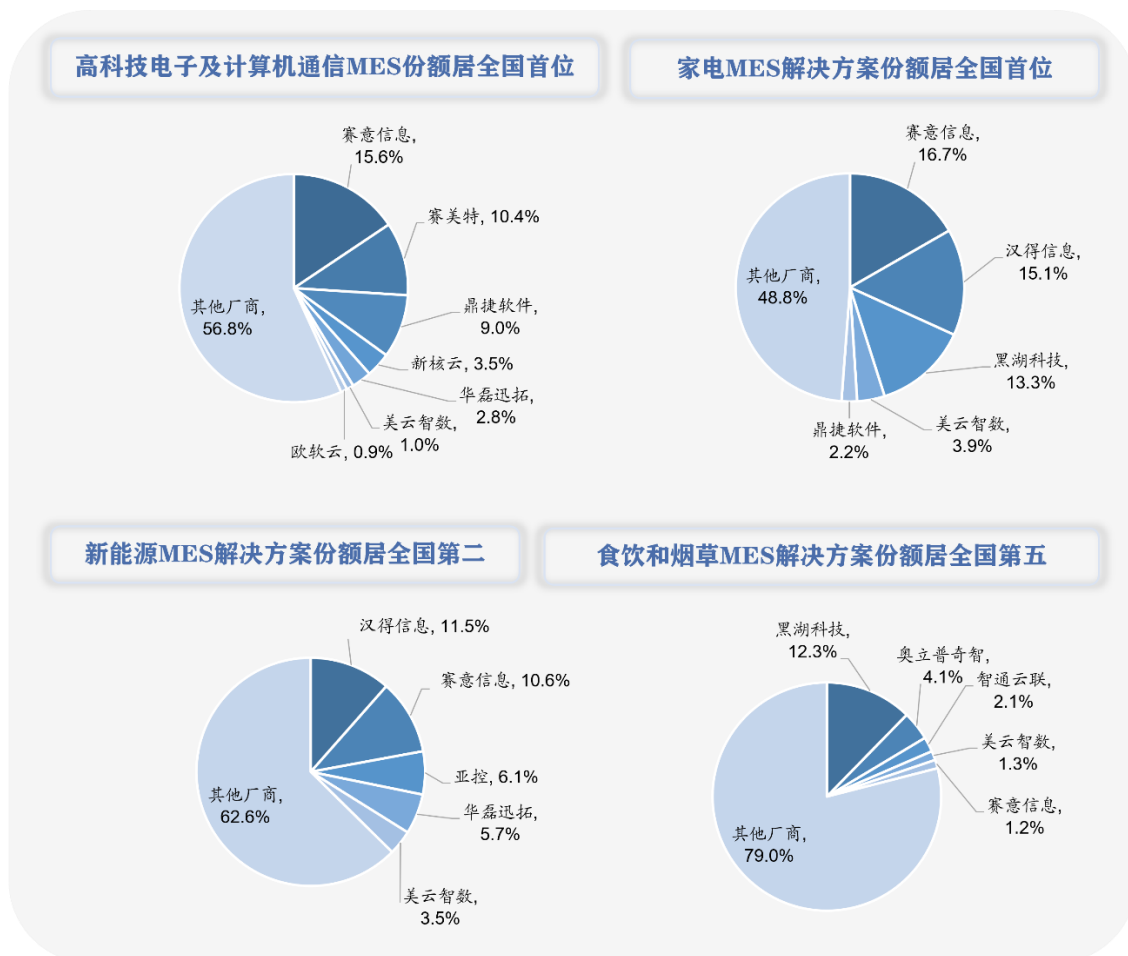


来源: 国金证券研究所

4.3 边际催化三: 行业低景气度环境下市场或逐步出清驱动竞争格局改善

公司 MES 市场份额位居国内诸多细分赛道市场头部。根据 IDC 统计数据, 2022 年公司在我国高科技电子及计算机通信 MES 市场占有率达 15.6%, 位居全国首位; 在我国家电 MES 解决方案市场占有率达 16.7%, 位居全国首位; 在我国新能源 MES 解决方案市场占有率达 10.6%, 位居全国第二; 在我国餐饮和烟草 MES 解决方案市场占有率达 1.2%, 位居全国第五。2023 年 6 月, 公司成功入围 IDC 所发布的亚太区 MES 厂商推荐名录。

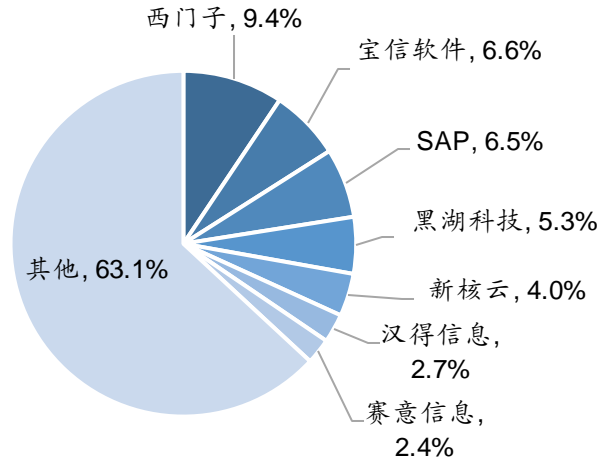
图表43: 公司 MES 市场份额位居国内诸多细分赛道头部



来源: IDC《中国制造业 MES 市场分析及厂商份额, 2022》, 国金证券研究所

行业低景气度环境下市场出清或驱动格局改善。根据 IDC 统计数据，2022 年公司在我国 MES 行业的市场占有率约为 2.4%且 MES 行业分散度较高。经历疫情三年对于经济的巨大冲击之后，行业低景气度环境下市场出清或驱动格局改善。

图表44：行业低景气度环境下市场出清或驱动 MES 行业竞争格局改善



来源：IDC《中国制造业 MES 市场分析及厂商份额，2022》，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 核心假设

1) 分业务收入方面：

- 软件实施开发服务系公司基本盘业务，分为 ERP 与智能制造两块。2023 年 9 月公司收购思诺博 100% 股权，且近年来相继收购景同科技、鑫光智能、基向科技、易美科等标的，并购整合之后对于公司 ERP 与智能制造业务的长期发展均有望达成收入、利润增厚的效果。其中，思诺博 23 年 1-5 月实现营收 0.05 亿元，净利润-0.16 亿元；2022 年实现营收 1.36 亿元，净利润 0.24 亿元。
 - ERP 业务涵盖面向用户的应用作为前端应用（业务运营中台），以及面向企业内部管理的应用作为后端应用（核心 ERP）。核心 ERP 行业参与者减少所带来的行业集中度提高，以及经营团队不断优化运营能力，预计业绩保持中高速。预计 2023~2025 年 ERP 业务营收增速分别为 5.0%/20.0%/20.0%；毛利率分别为 31.0%/32.0%/32.0%。
 - 智能制造业务得益于产品模块化程度、行业套件标准化程度的持续提高，以及相关的原型实施方法论的不断优化，预计智能制造板块毛利率稳步提升，对公司主营业务的盈利贡献能力正在逐步体现。预计 2023~2025 年智能制造业务营收增速分别为 15.0%/38.0%/28.0%；毛利率分别为 43.0%/43.5%/43.5%。综合预计 2023~2025 年软件实施开发服务业务营收增速分别为 9.0%/27.5%/23.6%；毛利率分别为 36.0%/37.2%/37.4%。
- 软件维护服务系 ERP 和智能制造相关产品在部署后的专业维护服务，内容包括用户支持、系统支持和其他服务几个方面。该业务非公司主要业务，营收贡献较小。预计 2023~2025 年软件维护服务业务营收增速分别为 25.0%/30.0%/20.0%；毛利率分别为 43.0%/43.5%/43.5%。
- 软硬件销售系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的相关配套销售业务。该业务营收占比较小，预计 2023~2025 年软硬件销售业务营收增速分别为 5.0%/3.0%/3.0%；毛利率分别为 9.0%/9.9%/9.0%。

2) 销售/管理/研发费用方面：

- 公司销售/管理/研发费用的重点组成部分是员工薪酬，因而相关费用与员工数量增速具有相关性。公司为加强业务拓展销售及市场相关人员仍存在一定投入需求，短期内

或拉动销售费用小幅增加；技术研发与业务管理的规模效应有望逐步小幅改善研发/管理费率。综合预计 2023~2025 年销售费用率分别为 7.1%/7.0%/7.2%，管理费用率分别为 6.2%/6.1%/6.0%，研发费用率分别为 11.7%/11.3%/11.3%。

5.2 盈利预测

我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 24.9/31.4/38.5 亿元，归母净利润分别为 2.75/3.48/4.34 亿元，EPS 分别为 0.67/0.85/1.06 元。

图表 45: 盈利预测核心假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	22.7	24.9	31.4	38.5
YOY	17.37%	9.48%	26.41%	22.58%
——软件实施开发服务 (亿元)	20.5	22.3	28.5	35.2
YOY	19.86%	8.95%	27.50%	23.61%
毛利率	36.82%	36.00%	37.19%	37.37%
——ERP (亿元)	12.4	13.0	15.6	18.7
YOY	10.95%	5.00%	20.00%	20.00%
毛利率	32.70%	31.00%	32.00%	32.00%
——智能制造 (亿元)	8.1	9.3	12.8	16.4
YOY	36.69%	15.00%	38.00%	28.00%
毛利率	43.15%	43.00%	43.50%	43.50%
——软硬件销售 (亿元)	1.2	1.2	1.3	1.3
YOY	-28.89%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	9.35%	9.00%	9.00%	9.00%
——软件维护服务 (亿元)	1.0	1.3	1.7	2.0
YOY	70.42%	25.00%	30.00%	20.00%
毛利率	43.12%	43.00%	43.00%	43.00%
综合毛利率	35.68%	35.01%	36.35%	36.69%
销售费用率	6.63%	7.13%	7.01%	7.17%
管理费用率	6.00%	6.17%	6.12%	6.04%
研发费用率	11.84%	11.72%	11.30%	11.26%
归母净利润 (亿元)	2.49	2.75	3.48	4.34
YOY	11.10%	10.21%	26.53%	24.70%
归母净利润率	10.98%	11.06%	11.07%	11.26%
EPS (元)	0.62	0.67	0.85	1.06
现价对应 PE	47.75	32.49	25.68	20.59

来源: Wind, 公司年报, 国金证券研究所

说明: 以 2024 年 1 月 2 日收盘价计算公司现价对应 PE。

5.3 投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值, 选取深耕生产控制类工业软件的汉得信息、鼎捷软件、中控技术作为可比公司, 根据可比公司平均 PE, 给予公司 2024 年 35 倍 PE 估值, 目标价 29.67 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表46: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
300170.SZ	汉得信息	7.94	0.22	0.50	0.21	0.32	0.41	38.5	16.1	37.7	24.7	19.6
300378.SZ	鼎捷软件	20.07	0.42	0.50	0.59	0.74	0.93	57.0	30.6	34.3	27.2	21.5
688777.SH	中控技术	44.69	1.18	1.61	1.37	1.78	2.31	64.5	56.6	33.6	25.8	20.0
平均值								53.3	34.5	35.2	25.9	20.4
300682.SZ	赛意信息	21.37	0.57	0.62	0.67	0.85	1.06	51.6	47.8	32.5	25.7	20.6

来源: Wind, 国金证券研究所

说明: 1) 以 2024 年 1 月 2 日收盘价计算上述公司现价对应 PE; 2) 汉得信息、鼎捷软件的盈利预测按照 Wind 一致预期; 中控技术的盈利预测按照此前团队入库报告口径。

6. 风险提示

■ 核心客户 IT 支出波动风险。

公司业务开展较为依赖于头部客户, 2022 年公司来自前五大客户的营收占总营收比重 46.9%, 收入来源于核心客户 IT 支出, 若核心客户 IT 支出不及预期, 公司业绩或将呈现一定波动。

■ 下游行业及客户景气度恢复不及预期的风险。

公司主营业务与下游产业对于 ERP 的需求高度相关。若下游产业客户景气度恢复不及预期或对 ERP 需求不及预期, 或将对公司主营业务营收/利润增长产生影响。

■ 行业竞争加剧的风险。

公司所在 ERP 与 MES 领域玩家众多, 主要竞争对手出于市场开拓诉求或挤压业务正常毛利水平, 若行业竞争加剧或对公司经营质量产生影响。

■ 可转债转股价高于市价无法转股的风险。

公司于 2020 年 9 月发行可转债募集资金 3.2 亿元, 转股价格为 22.58 元, 可转股期间为 2021 年 3 月 22 日至 2026 年 9 月 15 日, 若市价长期低于 22.58 元, 该可转债可能存在无法转股的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,385	1,935	2,271	2,486	3,143	3,853	货币资金	509	1,162	1,004	1,010	1,113	1,364
增长率		39.7%	17.4%	9.5%	26.4%	22.6%	应收账款	520	624	813	866	1,095	1,237
主营业务成本	-902	-1,251	-1,461	-1,616	-2,001	-2,439	存货	99	124	119	133	137	167
%销售收入	65.1%	64.7%	64.3%	65.0%	63.7%	63.3%	其他流动资产	158	89	178	183	212	231
毛利	483	684	810	871	1,142	1,414	流动资产	1,285	1,999	2,114	2,193	2,558	2,999
%销售收入	34.9%	35.3%	35.7%	35.0%	36.3%	36.7%	%总资产	63.6%	66.5%	61.3%	62.0%	66.6%	70.1%
营业税金及附加	-9	-11	-15	-16	-20	-25	长期投资	227	321	388	413	413	413
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	23	237	371	343	340	338
营业费用	-73	-103	-151	-177	-220	-276	%总资产	1.1%	7.9%	10.8%	9.7%	8.8%	7.9%
%销售收入	5.3%	5.3%	6.6%	7.1%	7.0%	7.2%	无形资产	232	321	484	549	495	492
管理费用	-74	-130	-136	-153	-192	-233	非流动资产	734	1,007	1,334	1,342	1,284	1,278
%销售收入	5.3%	6.7%	6.0%	6.2%	6.1%	6.0%	%总资产	36.4%	33.5%	38.7%	38.0%	33.4%	29.9%
研发费用	-133	-199	-269	-291	-355	-434	资产总计	2,019	3,006	3,449	3,535	3,842	4,277
%销售收入	9.6%	10.3%	11.8%	11.7%	11.3%	11.3%	短期借款	60	73	187	196	217	300
息税前利润 (EBIT)	194	241	239	232	354	446	应付款项	56	60	108	133	165	188
%销售收入	14.0%	12.4%	10.5%	9.3%	11.3%	11.6%	其他流动负债	271	323	333	205	256	328
财务费用	-9	-18	-1	-4	-5	-4	流动负债	387	455	628	535	638	816
%销售收入	0.6%	0.9%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	长期贷款	157	145	176	176	176	176
资产减值损失	-22	-17	-32	0	0	0	其他长期负债	224	43	55	19	14	10
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	768	643	858	729	828	1,002
投资收益	8	11	12	12	10	10	普通股股东权益	1,073	2,181	2,414	2,629	2,838	3,098
%税前利润	4.3%	4.7%	4.8%	4.1%	2.7%	2.1%	其中: 股本	217	398	404	404	404	404
营业利润	189	240	253	296	374	466	未分配利润	420	594	788	953	1,162	1,422
营业利润率	13.7%	12.4%	11.1%	11.9%	11.9%	12.1%	少数股东权益	177	182	177	177	177	177
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	2,019	3,006	3,449	3,535	3,842	4,277
税前利润	189	240	253	296	374	466	比率分析						
利润率	13.6%	12.4%	11.1%	11.9%	11.9%	12.1%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-13	-12	2	-21	-26	-33	每股指标						
所得税率	6.8%	4.8%	-0.7%	7.0%	7.0%	7.0%	每股收益	0.811	0.566	0.618	0.670	0.848	1.058
净利润	176	228	255	275	348	434	每股净资产	4.942	5.498	5.978	6.410	6.919	7.553
少数股东损益	0	4	5	0	0	0	每股经营现金净流	0.559	0.638	0.415	0.483	0.543	0.967
归属于母公司的净利润	176	225	249	275	348	434	每股股利	0.170	0.113	0.125	0.272	0.345	0.430
净利率	12.7%	11.6%	11.0%	11.1%	11.1%	11.3%	回报率						
							净资产收益率	16.41%	10.29%	10.34%	10.46%	12.26%	14.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.72%	7.47%	7.23%	7.78%	9.05%	10.14%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	10.77%	8.88%	8.16%	6.80%	9.66%	11.05%
净利润	176	228	255	275	348	434	增长率						
少数股东损益	0	4	5	0	0	0	主营业务收入增长率	28.79%	39.68%	17.37%	9.48%	26.41%	22.58%
非现金支出	31	50	79	32	34	33	EBIT 增长率	172.20%	23.95%	-0.56%	-3.02%	52.42%	25.95%
非经营收益	0	4	-8	63	17	20	净利润增长率	165.37%	27.53%	11.10%	10.21%	26.53%	24.70%
营运资金变动	-86	-29	-157	-175	-180	-96	总资产增长率	51.70%	48.91%	14.72%	2.50%	8.69%	11.31%
经营活动现金净流	121	253	168	195	219	390	资产管理能力						
资本开支	-244	-197	-198	-66	24	-26	应收账款周转天数	128.2	101.8	109.8	120.0	120.0	110.0
投资	-223	11	-144	-25	0	0	存货周转天数	20.6	32.4	30.3	30.0	25.0	25.0
其他	3	6	-8	12	10	10	应付账款周转天数	13.8	11.9	14.8	20.0	20.0	18.0
投资活动现金净流	-464	-181	-350	-79	34	-16	固定资产周转天数	6.0	44.7	41.2	37.4	29.3	23.7
股权募资	0	663	74	50	0	0	偿债能力						
债权募资	458	-13	139	-19	21	83	净负债/股东权益	-14.76%	-39.96%	-27.16%	-24.97%	-25.96%	-29.01%
其他	-39	-67	-218	-134	-166	-203	EBIT 利息保障倍数	22.3	13.1	177.3	64.8	72.3	102.6
筹资活动现金净流	418	583	-5	-103	-145	-120	资产负债率	38.07%	21.39%	24.88%	20.62%	21.54%	23.43%
现金净流量	76	654	-187	13	108	254							

来源：公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806