

智能制造领军企业，两翼齐飞助力发展

——赛意信息首次深度覆盖



买入(首次)

行业：计算机
日期：2024年04月24日分析师：李行杰
E-mail：lixingjie@yongxingsec.com
SAC编号：S1760524010003
分析师：黄伯乐
E-mail：huangbole@yongxingsec.com
SAC编号：S1760520110001

基本数据

04月11日收盘价(元) 16.71
12mthA 股价格区间 (元) 13.15-38.80
总股本(百万股) 410.12
无限售A股/总股本 78.63%
流通市值(亿元) 53.89

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

2027 国内 ERP 市场近 700 亿，中高端仍有较大国产替代空间。根据前瞻产业研究院预测，预计 2027 年中国 ERP 软件市场规模将达到 682 亿元左右，2023-2027 年均增速保持在 11% 左右水平，高于全球平均增速。根据《2021 中国工业软件发展白皮书》，我国大中型企业的高端 ERP 软件仍以国外厂商为主。在中高端 ERP 市场，外资份额超过 65%，国产份额仍有很大提升空间，赛意信息有望受益于国产进程提速。

MES 解决方案总市场规模超百亿，渗透率提升进行时。IDC 数据显示，2022 年中国制造执行系统 (MES) 解决方案总市场 (含软件和服务) 份额达到 125.4 亿元人民币。根据中商情报网数据，我国 MES 渗透率整体较低，汽车制造、制药、电子行业、基础化工、设备制造、电器机械和器材、纺织和服装等行业 MES 渗透率低于 30%，未来仍有较大提升空间。

新兴行业增速更高，公司在科技类行业 MES 中份额居前列。根据 smm 援引 cpia 预测，2024-2025 年全球光伏装机规模增速约为 10.26% 和 7.44%。根据 Prismark 和中商产业研究院预测，2024 年我国 PCB 市场增速有望达到 6.59%。据尚普咨询集团的预测，2023-2025 年，中国白色家电行业市场规模增速约为 3.83%、3.69% 和 3.56%。赛意信息在传统的家电领域市场份额第一，达到了 16.7%，在高科技电子级计算机通信 MES 解决方案厂商份额也是占比第一，达到了 15.6%，在新能源 MES 占比第二，达到 10.6%。未来随着行业的增长，公司有望受益。

公司和大客户紧密绑定，MetaERP 核心合作伙伴。公司在投资者关系交流中表示，公司与华为保持长期良好的合作关系，目前为公司第一大客户。2023 年 4 月 20 日，华为宣布自主可控的 MetaERP 研发获得成功。赛意信息作为华为 MetaERP 核心合作伙伴出席誓师大会并获表彰。公司作为核心伙伴将紧跟华为步伐，深入 MetaERP 战略。

盈利预测与投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。公司的泛 ERP 业务有望受益于国产替代进程加速，公司智能制造业务有望受益下游市场的增长及 MES 渗透率逐步提升。未来公司的营收有望保持稳定增长，毛利率稳中有升我们预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为 2.78 亿元，3.38 亿元和 4.16 亿元，同比增速分别为 11.36%，21.72% 和 22.99%。对应 EPS 分别为 0.68、0.82 和 1.01 元。对应 2024 年 4 月 11 日收盘价 16.71 元，PE 分别为 24.67 倍、20.27、16.48 倍。

风险提示

行业发展不及预期，国产替代不及预期，客户集中度较高。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,271	2,542	3,053	3,735
年增长率 (%)	17.4%	11.9%	20.1%	22.4%
归属于母公司的净利润	249	278	338	416
润				

年增长率 (%)	11.1%	11.4%	21.7%	23.0%
每股收益 (元)	0.63	0.68	0.82	1.01
市盈率 (X)	47.00	24.67	20.27	16.48
净资产收益率 (%)	10.3%	10.2%	11.1%	12.1%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 04 月 11 日收盘价)

正文目录

1. 从泛 ERP 到 MES，双轮驱动	4
1.1. 泛 ERP 业务增速放缓，MES 提供第二增长动力	4
1.2. 10 年复合增速超 30%，新增长点可期	5
2. 企业数字化+智能化带动工业软件需求	7
2.1. 2027 国内 ERP 市场近 700 亿，中高端国产替代空间大	9
2.2. 国内 MES 解决方案总市场超百亿、渗透率有较大提升空间	10
3. 公司优势显著，核心竞争力突出	12
3.1. 完整的企业数字化及智能制造解决方案覆盖优势	12
3.2. 客户优势：和大客户绑定紧密	12
3.3. 制造业升级促 MES 需求，科技领域增速居首	13
3.4. 紧追技术前沿，积极布局人工智能	15
3.5. 外延并购扩充公司版图，切入新下游	16
4. 盈利预测及投资建议	16
5. 风险提示	18

图目录

图 1: 赛意信息 SMOM 智能制造产品家族概览	4
图 2: 2013-2023Q3 公司营收	5
图 3: 2013-2023Q3 公司归母净利润	5
图 4: 2016-2022 公司泛 ERP 营收	5
图 5: 2018-2022 公司智能制造营收	5
图 6: 公司业务构成	6
图 7: 公司毛利率稳中有升	6
图 8: 公司实际控制人持股情况	7
图 9: 公司员工数量及人均创收和创利	7
图 10: 工业软件分类	8
图 11: 中国工业软件市场规模及增速	8
图 12: 中国及全球的工业软件渗透率	9
图 13: 中国 ERP 市场规模及增速	10
图 14: 2021 年中国 ERP 市场竞争格局	10
图 15: 2021 年中国高端 ERP 市场竞争格局	10
图 16: 2022 年中国制造业 MES 市场份额	11
图 17: 2022 年中国制造业 MES 市场份额	12
图 18: 2022 中国新能源 MES 解决方案厂商份额	13
图 19: 全球光伏新增装机预测	13
图 20: 2022 年中国高科技电子级计算机通信 MES 解决方案厂商份额	14
图 21: 中国 PCB 市场规模	14
图 22: 2022 年中国家电 MES 解决方案厂商份额	15
图 23: 中国白色家电市场规模	15
图 24: 赛意 AIGC 中台（善谋 GPT）架构	16

表目录

表 1: 公司并购数据	16
表 2: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元）	18

1. 从泛 ERP 到 MES，双轮驱动

1.1. 泛 ERP 业务增速放缓，MES 提供第二增长动力

公司前身为美的的 IT 部门，2005 年公司成立，成立之初从泛 ERP 产品起步，发展成为坚定的企业数字化赋能者、工业管理软件践行者，累计服务了超过 1500 家企业客户。在新型工业化蓬勃发展的背景下，赛意信息在 AI、工业互联网、国产 ERP 方面都有深度的布局。

公司当前主要产品及服务分为三大板块：

- 面向制造、零售及现代服务等行业的企业级客户提供基于工业管理软件、核心 ERP 软件及数字化中台；
- 上述相关产品在部署后的专业维护服务；
- 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。

其中软件销售及实施开发服务是公司的主营业务，主要包括泛 ERP 软件和 MES 等智能制造软件两类。

(1) 工业管理软件产品及相关实施服务

在智能制造领域，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，目前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（简称 S-MOM），实现了自平台层、物联层、制造执行层及数字决策层的多层次管理。

图1:赛意信息 SMOM 智能制造产品家族概览



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司在工业互联网领域，推出谷神工业互联网平台，陆续在新能源、装备制造及自然资源等行业获得多个千万级订单。

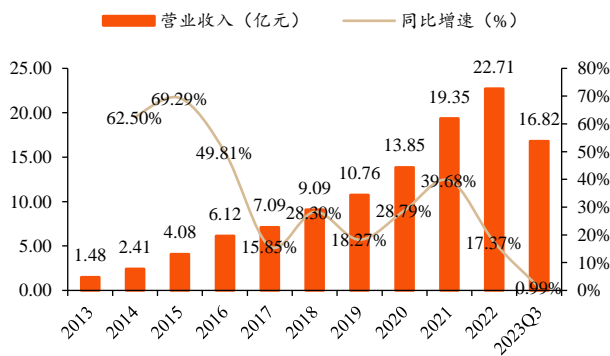
(2) 泛 ERP 领域的业务运营管理软件产品及相关解决方案

公司具备国际大厂 ERP 实施解决能力，同时亦发展了自研泛 ERP 产品。公司一方面提供基于 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；另一方面，公司通过提供成熟的中台及自研数字化应用产品，包括供应链数字化应用、业财数字化应用、营销数字化应用等。

1.2. 10 年复合增速超 30%，新增长点可期

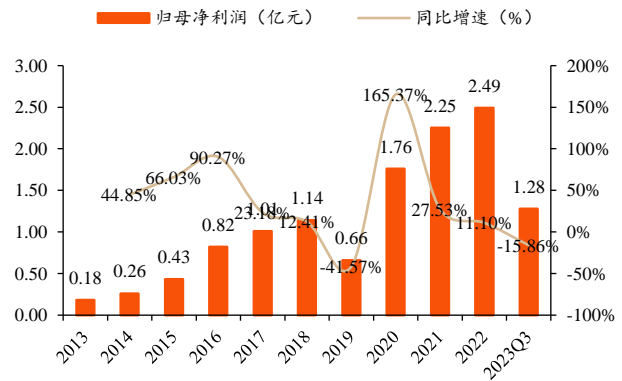
截至 2022 年底，公司营收利润 cagr 保持在 30% 以上。营收自 2013 年的 1.48 亿元提升至 2022 年的 22.71 亿元，十年营收复合增速为 31.40%。归属母公司股东的净利润由 2013 年的 0.18 亿元，增长到 2022 年的 2.49 亿元。2023Q3 公司实现营收 16.82 亿元，归母净利润为 1.28 亿元，同比增速分别为 0.99% 和 -15.86%。

图2:2013-2023Q3 公司营收



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

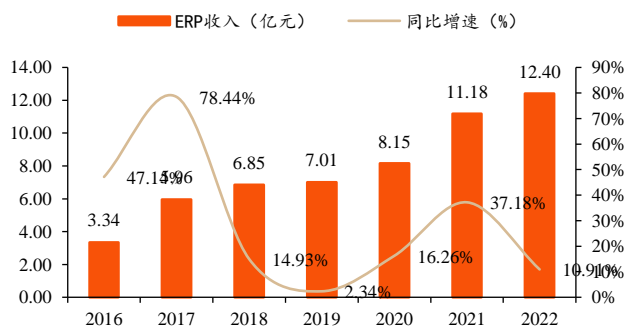
图3:2013-2023Q3 公司归母净利润



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

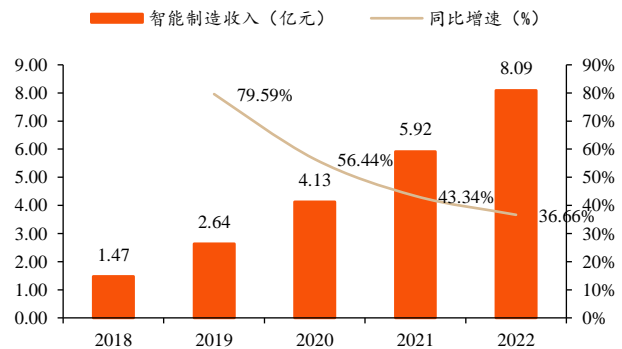
分板块来看，公司泛 ERP 板块业务增速放缓，智能制造业务高增。2016-2022 年，公司泛 ERP 业务收入从 3.34 亿元增长到 12.40 亿元。6 年复合增速为 24.44%。2018 年公司智能制造的营收为 1.47 亿元，到 2022 年智能制造收入达到 8.09 亿元。4 年复合增速达到了 53.16%。

图4:2016-2022 公司泛 ERP 营收



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

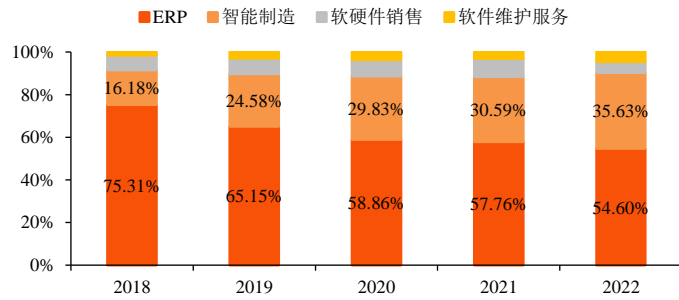
图5:2018-2022 公司智能制造营收



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司智能制造占营业收入的比重越来越大。2018年，公司智能制造业务占比约为16.18%，到2022年占比提升到35.63%。泛ERP业务占比由2018年的75.31%下降到2022年的54.60%。

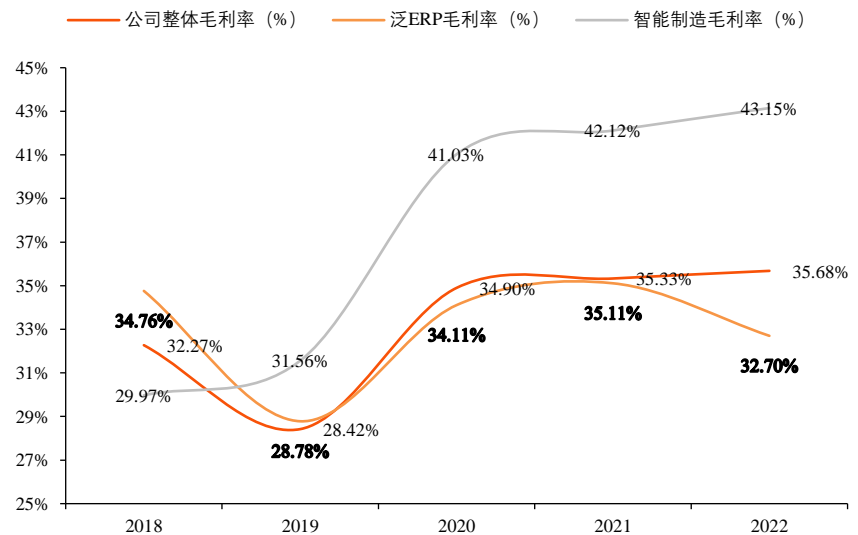
图6:公司业务构成



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

MES 占比提升拉动公司整体毛利率提升。2018-2022年，公司整体毛利率分别为32.27%、28.42%、34.90%、35.33%和35.68%，整体毛利率相对稳定。分业务来看，2018-2022年泛ERP业务的毛利率分别为34.76%、28.78%、34.11%、35.11%和32.70%。整体来看相对保持稳定。同期智能制造业务的毛利率分别为29.97%、31.56%、41.03%、42.12%和43.15%。

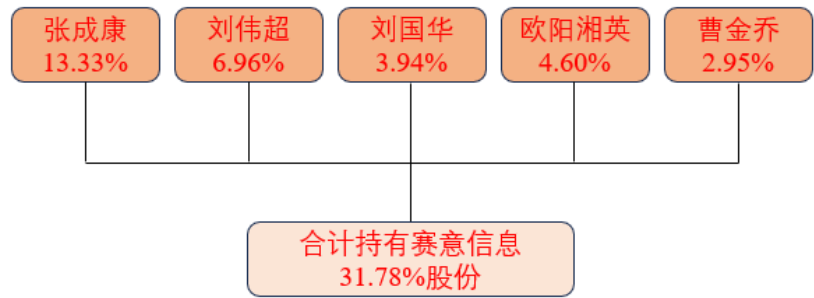
图7:公司毛利率稳中有升



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司股权结构保持稳定，自上市以来，公司的实际控制人一直是张成康、刘伟超、刘国华、欧阳湘英、曹金乔组成一致行动人。截止到2023年12月11日，五人共持有上市公司31.78%的股份。

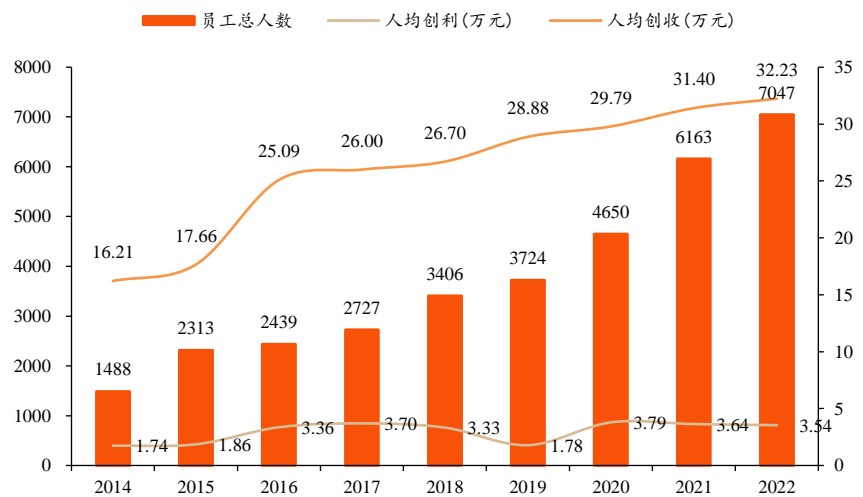
图8:公司实际控人持股情况



资料来源: Wind, 2022 年年报, 甬兴证券研究所

公司人均创收持续提升。员工总数从 2014 年的 1488 人增加到 2022 年的 7047 人, 同期人均创收从 16.21 万元增长到 32.23 万元, 2022 年人均创利 3.54 万元。

图9:公司员工数量及人均创收和创利



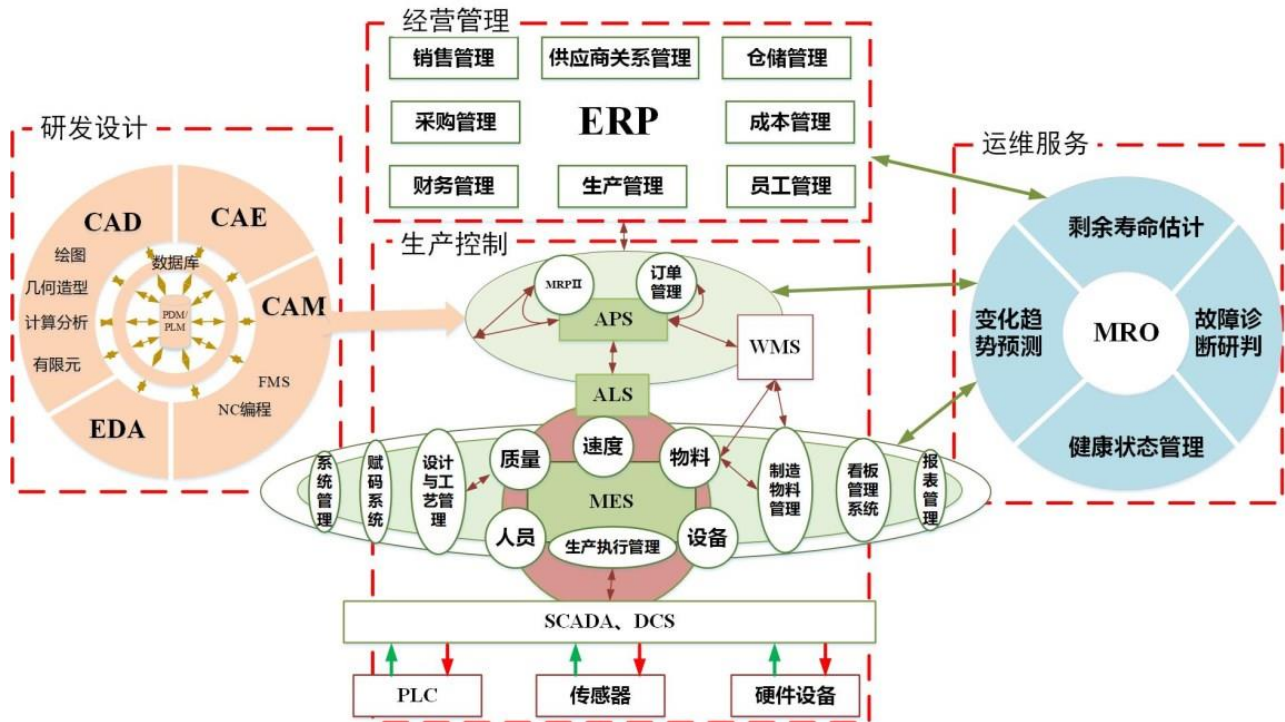
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 企业数字化+智能化带动工业软件需求

在“十四五”期间, 工业和信息化部组织实施产业基础再造工程, 将工业软件中的重要组成部分——工业基础软件与传统“四基”(即关键基础材料、基础零部件、先进基础工艺以及产业技术基础) 合并为新“五基”。

根据中国工业技术产业软件化联盟的分类主要可以分为以下四大类别: 研发设计类软件、生产制造类软件、经营管理类软件和运维服务类软件。

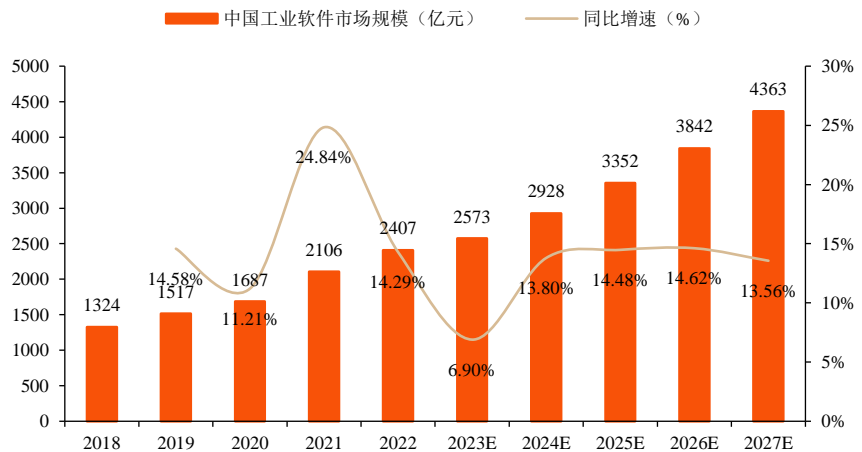
图10:工业软件分类



资料来源:《中国工业软件产业白皮书(2019)》,甬兴证券研究所

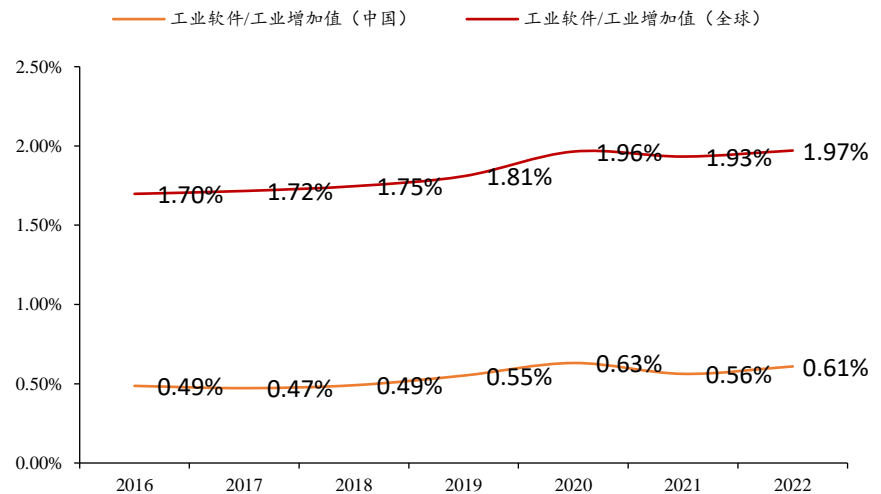
企业数字化智能化需求的提升,有效拉动了我国工业软件的需求,行业规模超 2000 亿元。党的二十大报告提出,推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。近年来,我国深入实施工业互联网创新发展工程,不断深化新一代信息技术与制造业融合发展,传统产业的数字化、智能化改造正由探索起步向纵深推进转变,不断夯实制造业高质量发展基础。沙利文发布的《2023 年中国工业数字化软件白皮书》显示,2022 年我国工业软件市场规模达到 2407 亿元,同比增长 14.3%。沙利文预测,2023 年全年中国工业软件市场规模将达到 2573 亿元,2027 年将达到 4363 亿元。

图11:中国工业软件市场规模及增速



资料来源:沙利文《2023 年中国工业数字化软件白皮书》,甬兴证券研究所

相比全球平均水平，我国工业软件渗透率仍有提升空间。随着我国经济的发展，中国工业规模稳步提升，与世界工业软件渗透率相比，我国的工业软件渗透率仍有较大提升空间。2022 年我国工业增加值规模约为 39.50 万亿元，同期我国工业软件的规模约为 2407 亿元，工业软件与工业增加值的比值约为 0.61%。全球工业软件与工业增加值的比重约为 1.97%，二者相比，我国的工业软件渗透率仍有较大提升空间。

图12:中国及全球的工业软件渗透率


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.1. 2027 国内 ERP 市场近 700 亿，中高端国产替代空间大

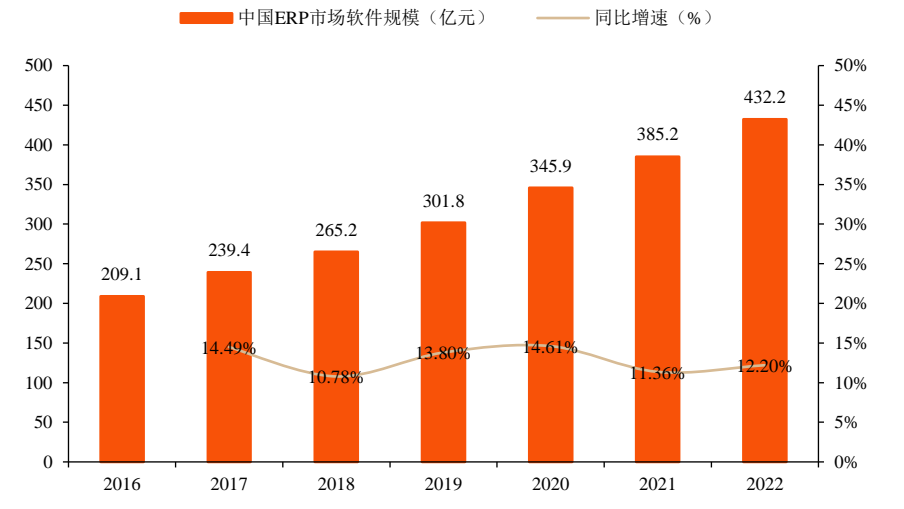
根据前瞻产业研究院，ERP 软件，全称为 Enterprise Resource Planning，即企业资源规划，是指组织用于管理日常业务活动的一套软件。ERP 软件是指建立在资讯技术基础上，以系统化的管理思想，为企业决策层及员工提供决策运行手段的管理平台。其是整合了企业管理理念、业务流程、基础数据、人力物力、计算机硬件和软件于一体的企业资源管理系统。其主要宗旨是对企业所拥有的人、财、物、客户、信息、时间和空间等综合资源进行综合平衡和优化管理，协调企业内外各管理部门，围绕市场导向开展业务活动，提高企业的核心竞争力，从而取得最好的经济效益。

ERP 系统中的计划体系主要包括：主生产计划(MPS)、物料需求计划(MRP)、能力需求计划(CRP)，采购计划、销售执行计划、利润计划、财务预算和人力资源计划等，这些计划将完全集成到整个供需链系统中。

目前 ERP 软件行业已经发展到与企业业务特点紧密切合的阶段，ERP 软件增速开始放缓。2018-2022 年中国 ERP 软件市场规模的增速维持在 10%-15% 之间。2022 年中国 ERP 软件行业市场规模为 432.2 亿元。根据前瞻产业研究院预测，未来 ERP 软件市场规模将保持持续增长，预计 2027 年中国 ERP 软件市场规模将达到 682 亿元左右，年均增速保持在 11% 左右

水平，保持中高速增长，高于全球平均增速。

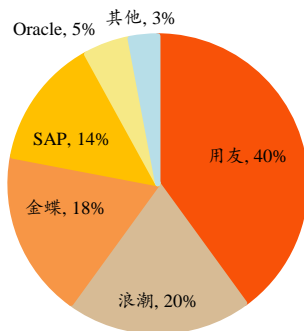
图13:中国 ERP 市场规模及增速



资料来源：观知海内信息网，甬兴证券研究所

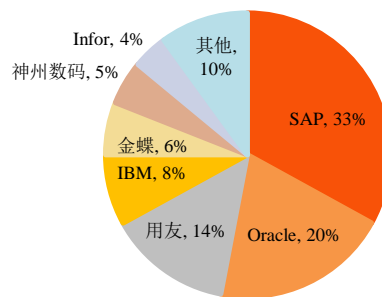
国内 ERP 厂商的产品主要是占据中小企业市场，大中型企业的高端 ERP 软件仍以国外厂商为主，国产 ERP 有替代趋势。根据《2021 中国工业软件发展白皮书》，我国国产 ERP 软件的市场份额超过 75%。国内 ERP 厂商的产品主要是占据中小企业市场，大中型企业的高端 ERP 软件仍以国外厂商为主。在中高端 ERP 市场，外资份额超过 65%，国产份额仍有很大提升空间。目前，赛意已成立了专门的央企军团，并获得了杭州汽轮机厂、徐工集团等客户，赛意还收购思诺博公司以完善布局，未来以赛意为代表的国产企业有望进一步提高在中高端 ERP 市场的占比。

图14:2021 年中国 ERP 市场竞争格局



资料来源：《2021 年中国工业软件发展白皮书》，甬兴证券研究所

图15:2021 年中国高端 ERP 市场竞争格局



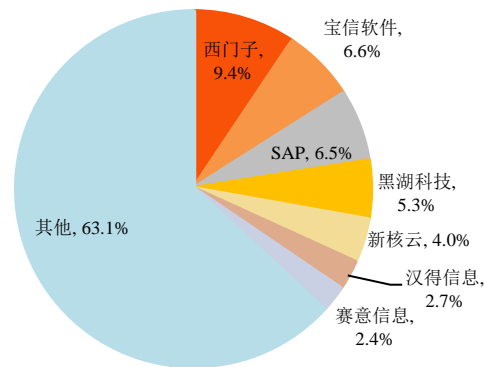
资料来源：《2021 年中国工业软件发展白皮书》，甬兴证券研究所

2.2. 国内 MES 解决方案总市场超百亿、渗透率有较大提升空间

据尚普集团报告，MES (Manufacturing Execution System)，即制造执行系统，位于上层的计划管理系统与底层的工业控制之间的面向车间层的管理信息系统，能通过信息传递对从订单下达到产品完成的整个生产过程进行优化管理，运用及时准确的数据，指导、启动、响应并记录车间生产活动，能够对生产条件的变化做出迅速的响应，从而减少非增值活动，提高效率。

整体 MES 市场仍保持平稳快速增长。行业生态：高度分散，厂商众多。 IDC 数据显示，2022 年中国制造执行系统 (MES) 软件市场 (不含咨询、实施服务收入) 总规模达到 46.2 亿元人民币，年增长率为 21.1%，仍保持平稳快速增长。2022 年中国制造执行系统 (MES) 解决方案总市场 (含软件和服务) 份额达到 125.4 亿元人民币。从竞争格局来看，西门子、宝信软件、SAP 在 2022 年中国制造执行系统 (MES) 软件市场排名前三。黑湖科技、新核云、汉得信息、赛意信息等分列第四到第七。

图16:2022年中国制造业MES市场份额

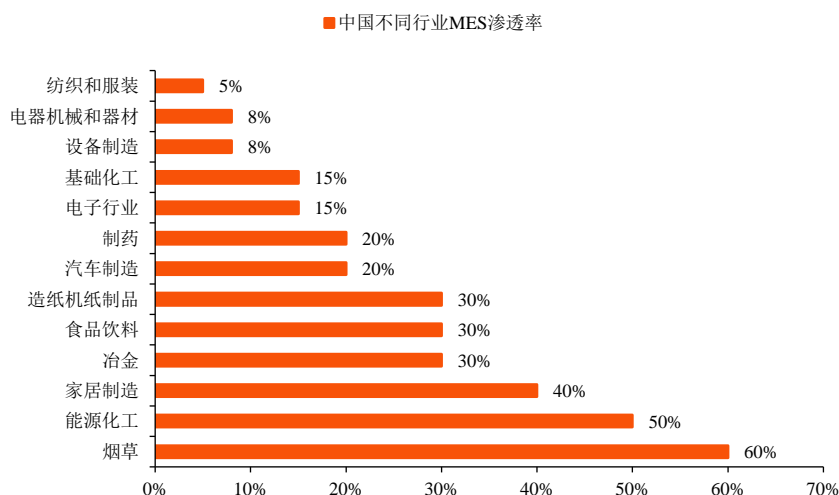


注：软件收入仅含 MES 应用软件 license 和订阅服务收入不包含咨询和实施服务收入

资料来源：IDC，甬兴证券研究所

分行业看，部分行业 MES 渗透率仍有较大提升空间。根据中商情报网数据，我国 MES 渗透率整体较低，汽车制造、制药、电子行业、基础化工、设备制造、电器机械和器材、纺织和服装等行业 MES 渗透率低于 30%，未来仍有较大提升空间。

图17:2022年中国制造业MES市场份额



资料来源：中商情报网，甬兴证券研究所

3. 公司优势显著，核心竞争力突出

3.1. 完整的企业数字化及智能制造解决方案覆盖优势

公司业务范围涵盖从企业数字化规划、流程咨询到管理应用软件及智能制造解决方案的实施服务及开发，从本地部署实施到云应用开发交付，提供覆盖企业数字化全生命周期的系统解决方案。在面向制造、零售及服务行业的企业级市场竞争中，能够以成套综合解决方案整合交付、或者规划后分期依据不同业务领域解决方案持续交付的方式提供服务，相对于仅具备某类单一解决方案交付能力的竞争对手，公司在市场上具有较强的整合竞争优势。

3.2. 客户优势：和大客户绑定紧密

在十多年的快速发展过程中，公司积累了众多的行业客户案例，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的数字化转型服务，与华为技术、美的集团、华润集团、视源股份、隆基股份、东方电气、徐工集团、潍柴动力等众多优质客户保持了良好的合作关系。

公司在投资者关系交流中表示，公司与华为保持长期良好的合作关系，目前为公司第一大客户。截至2023年6月30日，公司来源于华为的应收账款占应收账款合计数的10.14%。

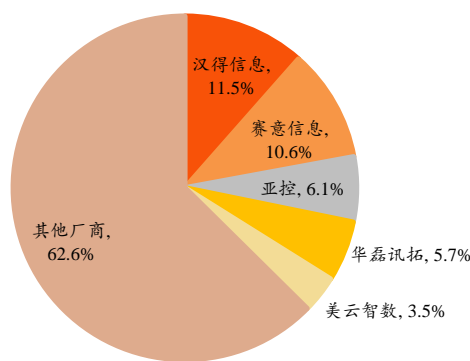
2023年4月20日，华为宣布自主可控的MetaERP研发获得成功，为了表彰在此项目中做出重大贡献的相关团队和个人，华为在东莞溪流背坡村园区举办了“英雄强渡大渡河”MetaERP表彰会。赛意信息作为华为MetaERP核心合作伙伴出席誓师大会并获表彰。赛意信息作为核心伙伴将紧跟华为步伐，深入MetaERP战略。

3.3. 制造业升级促 MES 需求，科技领域增速居首

随着近几年中国电动汽车、锂电、光伏等“新三样”产业的高景气，2022 年新能源和汽车整车的 MES 市场也随之共同快速增长，一部分在细分行业中耕耘的 MES 厂商抓住行业增长的机会快速成长，实现与产业的共振。

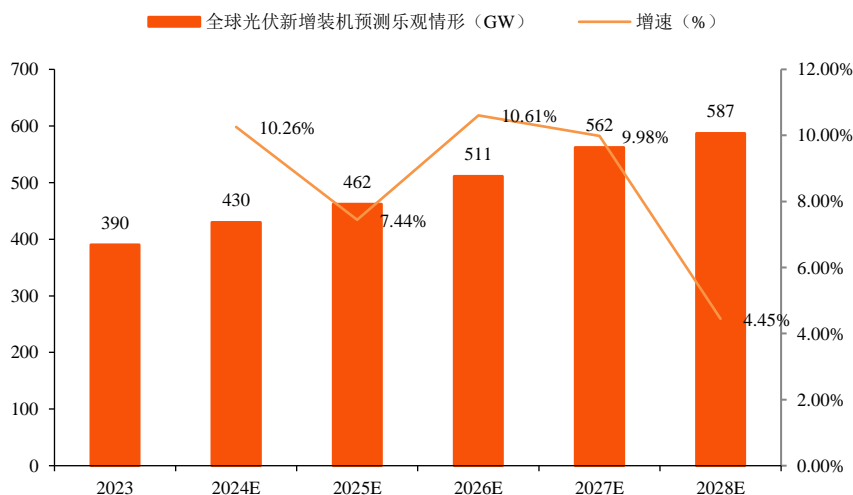
赛意信息在新能源 MES 行业占比第二，为 10.6%。根据 smm 援引 cpia 预测，2024-2025 年全球光伏装机规模增速约为 10.26%和 7.44%。未来随着新能源行业的增长，公司有望获益。

图18:2022 中国新能源 MES 解决方案厂商份额



注：含所属细分行业软件收入和服务（咨询、实施）收入，不包含硬件收入
资料来源：IDC，甬兴证券研究所

图19:全球光伏新增装机预测

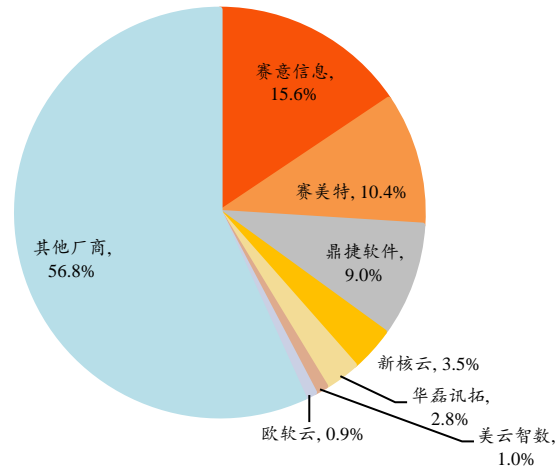


资料来源：SMM，CPIA，甬兴证券研究所

赛意信息在高科技电子级计算机通信 MES 解决方案厂商份额占比第一，达到了 15.6%。根据 Prismark 和中商产业研究院预测，2024 年我国 PCB 市场增速有望达到 6.59%。随着我国电子制造行业的增长，公司有望

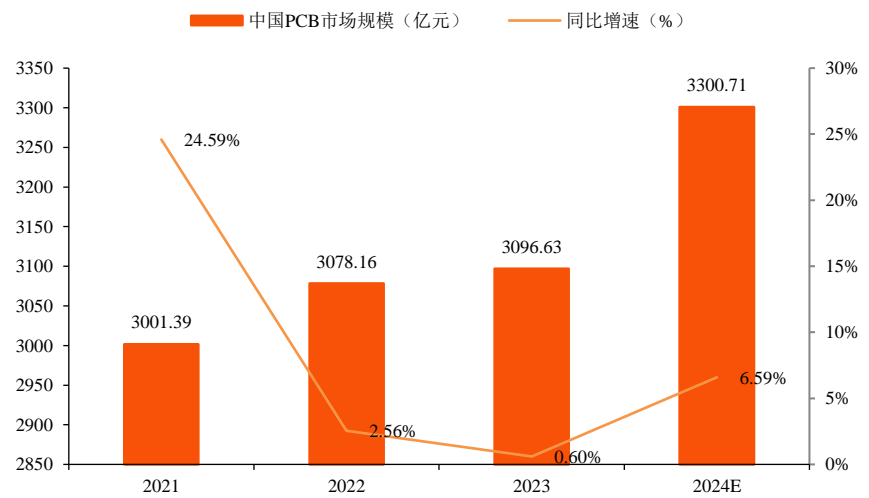
持续获益。

图20:2022年中国高科技电子级计算机通信MES解决方案厂商份额



注：含所属细分行业软件收入和服务（咨询、实施）收入，不包含硬件收入
资料来源：IDC，甬兴证券研究所

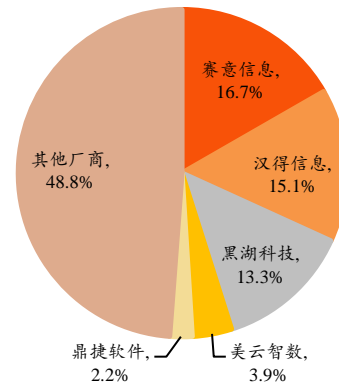
图21:中国PCB市场规模



资料来源：Prismark，中商产业研究院，甬兴证券研究所

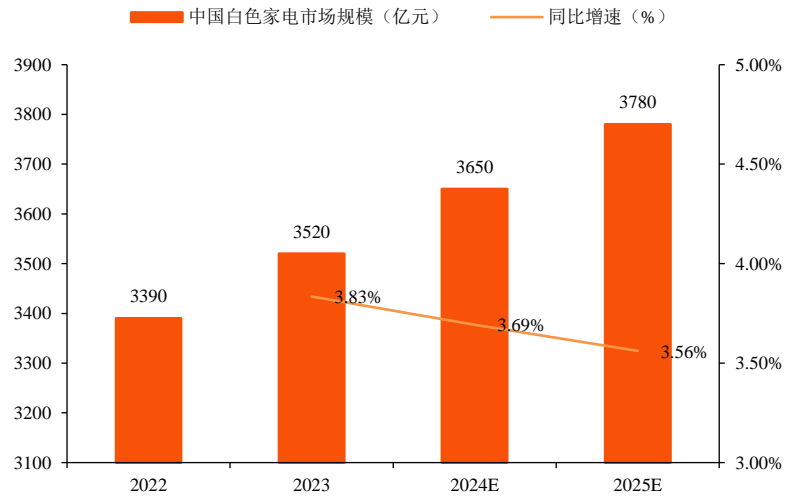
赛意信息在传统的家电领域市场份额领先，达到了 16.7%。据尚普咨询集团的预测，2023-2025 年，中国白色家电行业市场规模将保持稳定增长态势。其中，2023 年中国白色家电市场规模将达到 3520 亿元，同比增长 3.83%；2024 年将达到 3650 亿元，同比增长 3.69%；2025 年将达到 3780 亿元，同比增长 3.56%。家电领域市场一直是公司的传统优势领域，得益于公司与美的的良好关系，未来有望继续保持稳定增速。

图22:2022年中国家电MES解决方案厂商份额



注：含所属细分行业软件收入和服务（咨询、实施）收入，不包含硬件收入
资料来源：IDC，甬兴证券研究所

图23:中国白色家电市场规模



资料来源：尚普咨询，甬兴证券研究所

3.4. 紧追技术前沿，积极布局人工智能

2023年10月27日，赛意信息发布业界首个聚焦企业服务大模型的AIGC中台（善谋GPT）。赛意AIGC中台（善谋GPT）深度融合赛意信息在财税、人力、营销、供应链、研发与生产制造等领域的知识和最佳实践，通过上下文记忆、知识/库表索引、Prompt工程、Agent执行、通用工具集等扩充大模型的存储记忆、适配应用、调度执行和领域专业能力，形成体系化的企业服务大模型。为企业提供多模型对接、向量管理、私有模型预训练与应用等能力，帮助企业快速落地AI，实现流程智能化管理、交互、引导与流转。

图24:赛意 AIGC 中台 (善谋 GPT) 架构


资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

赛意 AIGC 中台 (善谋 GPT) 架构及核心能力善谋 GPT 为企业提供了多种应用场景, 包括数字员工 (智能引导)、智能单据 (智能辅助)、企业知识库 (智能问答)、AI 自动报价 (智能报价) 等。通过与企业现有的系统和数据集成, 善谋 GPT 能够为企业提供更加个性化和智能化的服务, 提高企业生产与经营管理效率。

3.5. 外延并购扩充公司版图, 切入新下游

公司在发展过程中, 不断开展外延式并购, 积极扩充公司版图。一方面切入到新的细分领域, 一方面给业绩带来新的增量。公司在 2022 年年报中表示, 要进一步实施积极的并购策略。未来, 公司仍有望通过并购不断扩大业务版图。

表1:公司并购数据

时间	并购事项	交易总价 (万元)	并购标的主营业务
2018-06-15	收购景同科技 51% 股权	13,260.00	SAP 实施, MES 实施
2019-09-17	收购景同科技 49% 股权	12,740.00	SAP 实施, MES 实施
2019-12-13	以收购及增资方式取得广东鑫光智能系统有限公司 19% 股权	4,900.00	智能制造整体解决方案提供商
2020-12-02	基甸信息 51% 股权	8,102.37	企业财务工具提供商
2022-07-06	基甸信息 49% 股权	8,102.37	企业财务工具提供商
2022-09-28	易美科 51% 股权	6,283.93	专注于 PCB 行业的, 自主 ERP 及 MES 软件提供商
2023-11-15	思诺博 100% 股权	21,052.00	ERP 软件产品及实施

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

核心假设与盈利预测:

1、核心假设:

公司是国内领先的工业互联网及智能制造、核心 ERP 及业务运营中台等领域领先的产品及解决方案提供商。公司从 ERP 业务起步，逐步发展到 MES 智能制造领域。公司过去数年稳步增长，收入和净利润都实现了较快增长。我们认为，随着经济发展，公司的 ERP 业务有望受益于国产替代进程加速，公司智能制造业务有望受益 MES 渗透率逐步提升。未来公司的营收有望保持稳定增长，毛利率稳中有升。

2、ERP

ERP 是公司的传统优势产品，2022 年公司泛 ERP 产品实现营收 12.40 亿元，占比约为 54.60%。根据前瞻预测，未来 ERP 软件市场规模将保持持续增长，预计 2027 年中国 ERP 软件市场规模将达到 682 亿元左右，年均增速保持在 11% 左右水平，保持中高速增长，高于全球平均增速。同时考虑到华为 MetaERP 未来向市场推广，公司有望受益，我们认为公司泛 ERP 的增速高于市场平均增速。我们预计 2023-2025 年，公司泛 ERP 产品的营收分别为 13.64 亿元、15.69 亿元和 18.51 亿元，同比增速分别为 10%、15%、18%。

3、MES

智能制造是公司近年重点发展的业务，2022 年公司智能制造业务实现营收 8.09 亿元，同比增长 36.66%。IDC 数据显示，2022 年中国制造执行系统（MES）软件市场（不含咨询、实施服务收入）总规模达到 46.2 亿元人民币，年增长率为 21.1%，仍保持平稳快速增长。其中赛意信息市场份额为 2.4%，排第七。未来随着新能源，电子制造，家电等行业持续增长，以及相应企业 MES 渗透率的提升，公司 MES 业务有望持续增长。预计 2023-2025 年，公司智能制造业务的营收分别为 9.39 亿元、10.43 亿元和 12.40 亿元，同比增速分别为 16%、30% 和 30%。

4、毛利率假设

2020-2022 年，公司综合毛利率分别为 34.90%、35.33% 和 35.68%，2022 年，公司泛 ERP 和智能制造的毛利率分别为 32.70% 和 43.15%。我们认为，随着智能制造业务占比的逐步提升，公司毛利率有望稳中有升，预计 2023-2025 年，公司综合毛利率为 35.05%、35.27% 和 35.39%。

表2:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测 (单位:百万元)

分业务收入测算	2022	2023E	2024E	2025E
泛 ERP	1240.02	1364.02	1568.63	1850.98
智能制造	809.10	938.55	1220.12	1586.15
软件维护服务	103.93	114.32	131.47	157.77
软硬件销售	115.96	122.92	130.29	138.11
其他业务	2.11	2.21	2.32	2.44
合计	2271.12	2542.03	3052.83	3735.45
分业务成本测算	2022	2023E	2024E	2025E
泛 ERP	834.54	927.54	1066.67	1267.92
智能制造	460.01	544.36	713.77	927.90
软件维护服务	59.12	65.17	74.94	89.93
软硬件销售	105.12	111.85	118.57	125.68
其他业务	1.90	2.01	2.11	2.22
合计	1460.68	1637.29	1946.42	2377.95
分业务增速	2022	2023E	2024E	2025E
泛 ERP	10.95%	10.00%	15.00%	18.00%
智能制造	36.69%	16.00%	30.00%	30.00%
软件维护服务	70.42%	10.00%	15.00%	20.00%
软硬件销售	-28.89%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务	60.63%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	17.37%	11.93%	20.09%	22.36%
分业务毛利率	2022	2023E	2024E	2025E
泛 ERP	32.70%	32.00%	32.00%	31.50%
智能制造	43.15%	42.00%	41.50%	41.50%
软件维护服务	43.12%	43.00%	43.00%	43.00%
软硬件销售	9.35%	9.00%	9.00%	9.00%
其他业务	9.68%	9.00%	9.00%	9.00%
合计	35.68%	35.05%	35.27%	35.39%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

投资建议:

首次覆盖, 给与“买入”评级。公司的泛 ERP 业务有望受益于国产替代进程加速, 公司智能制造业务有望受益下游市场的增长及 MES 渗透率逐步提升。未来公司的营收有望保持稳定增长, 毛利率稳中有升。我们预计 2023-2025 年, 公司营收分别为 25.42 亿元、30.53 亿元和 37.35 亿元, 同比增速分别为 11.93%、20.09%和 22.36%。公司归母净利润分别为 2.78 亿元, 3.38 亿元和 4.16 亿元, 同比增速分别为 11.36%, 21.72%和 22.99%。对应 EPS 分别为 0.68、0.82 和 1.01 元。对应 2024 年 3 月 18 日收盘价 19.94 元, PE 分别为 29.44 倍、24.18、19.66 倍。

5. 风险提示

1、行业发展不及预期的风险;

公司主营业务是泛 ERP 和智能制造, 未来如果下游客户受经济周期影响, 资本开支不及预期, 可能会对公司的收入和净利润产生不利影响。

2、国产替代不及预期的风险;

公司泛 ERP 业务和智能制造领域, 外资竞争对手较多, 近年来, 相关产品的国产替代有效拉动了整个市场的需求, 若下游客户对国产替代的需求不及预期, 可能会对公司业绩产生不利影响。

3、客户集中度较高的风险。

公司客户集中度较高，2022年，公司前5大客户占年度销售总额的46.85%。公如果主要客户经营情况发生变化，可能会对公司业绩产生不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,999	2,114	2,295	2,632	3,091	经营活动现金流	253	168	220	245	265
货币资金	1,162	1,004	1,061	1,172	1,312	净利润	228	255	283	345	424
应收及预付	631	831	928	1,111	1,375	折旧摊销	34	47	33	36	40
存货	124	119	133	154	181	营运资金变动	-29	-157	-119	-169	-240
其他流动资产	82	160	174	195	223	其它	21	23	22	33	41
非流动资产	1,007	1,334	1,558	1,701	1,881	投资活动现金流	-181	-350	-240	-163	-200
长期股权投资	109	159	219	289	379	资本支出	-197	-198	-194	-110	-130
固定资产	237	256	268	288	315	投资变动	11	-144	-60	-70	-90
在建工程	0	115	135	165	205	其他	6	-8	14	17	21
无形资产	74	122	117	111	104	筹资活动现金流	583	-5	76	30	74
其他长期资产	587	683	819	849	879	银行借款	47	208	50	70	90
资产总计	3,006	3,449	3,853	4,334	4,972	股权融资	663	74	37	-26	0
流动负债	455	628	700	836	1,015	其他	-127	-288	-11	-14	-16
短期借款	30	130	160	200	250	现金净增加额	654	-187	56	112	139
应付及预收	46	74	69	83	101	期初现金余额	505	1,159	972	1,028	1,139
其他流动负债	379	424	471	553	663	期末现金余额	1,159	972	1,028	1,139	1,279
非流动负债	188	230	245	275	315						
长期借款	145	176	196	226	266						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	43	55	49	49	49						
负债合计	643	858	945	1,111	1,330						
股本	398	404	405	405	405						
资本公积	1,133	1,196	1,235	1,235	1,235						
留存收益	649	853	1,128	1,462	1,873						
归属母公司股东权益	2,181	2,414	2,725	3,033	3,444						
少数股东权益	182	177	183	189	198						
负债和股东权益	3,006	3,449	3,853	4,334	4,972						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长	39.7%	17.4%	11.9%	20.1%	22.4%
营业利润增长	26.8%	5.4%	16.9%	21.7%	23.0%
归母净利润增长	27.5%	11.1%	11.4%	21.7%	23.0%
获利能力					
毛利率	35.3%	35.7%	35.1%	35.3%	35.4%
净利率	11.8%	11.2%	11.2%	11.3%	11.4%
ROE	10.3%	10.3%	10.2%	11.1%	12.1%
ROIC	9.2%	8.2%	8.5%	9.3%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	21.4%	24.9%	24.5%	25.6%	26.7%
净负债比率	-39.8%	-23.8%	-21.2%	-20.4%	-19.4%
流动比率	4.39	3.37	3.28	3.15	3.05
速动比率	3.93	2.99	2.89	2.76	2.66
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.70	0.70	0.75	0.80
应收账款周转率	3.58	3.33	3.13	3.27	3.30
存货周转率	11.25	12.04	13.12	13.79	14.42
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.63	0.68	0.82	1.01
每股经营现金流	0.64	0.42	0.54	0.60	0.65
每股净资产	5.50	5.98	6.65	7.40	8.40
估值比率					
P/E	51.65	47.00	24.67	20.27	16.48
P/B	5.31	4.93	2.51	2.26	1.99
EV/EBITDA	37.67	39.15	18.94	15.54	12.62

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。