



## 买入（首次）

所属行业：计算机/软件开发  
当前价格(元)：39.02

### 证券分析师

陈涵泊

资格编号：S0120524040004

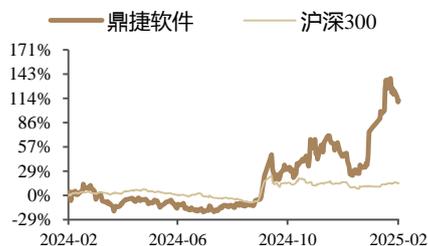
邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

### 研究助理

王思

邮箱：wangsi@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.33	45.00	27.60
相对涨幅(%)	18.02	45.65	24.69

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 鼎捷数智：从“+AI”到“AI+”，数智驱动起新航

## 投资要点

- 鼎捷从“软件时代”跨越至“数智时代”，经营稳健增长。**鼎捷扎根制造业数智化转型 40 余年，至今已完业务范围从中国台湾到大陆到东南亚的不断迁移，业务领域实现从制造业 ERP 至数智化全栈工业软件布局，持续聚焦电子、半导体、装备制造、汽车零部件等行业。2024 年 9 月，“鼎捷软件”正式更名为“鼎捷数智”，标志着公司迈入以平台建设、应用服务为核心的数据和智能方案服务商阶段。公司营业收入逐年递增，近三年收入增速均在 10% 以上；2023 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 12.5%。同时公司注重降本增效与针对性研发投入，现金流情况良好，2023 年货币资金、应收账款占流动资产比例分别为 47.8%、24.5%。
- 聚焦优势行业承担智能制造解决方案提供商，紧抓全球制造业转移机遇。**从产品来看，公司凭借多年技术积累和行业洞察，已构建起完善的工业软件产品矩阵，并实现产品联动发展，位居 IDC 中国数字工厂整体解决方案厂商领导者象限。目前，公司在制造业 ERP、PLM、MES 等领域均处于国内领先地位，同时坚持“智能+”的战略，基于传统软件赋能 AI 能力，提供新的“+AI”产品增长动能。从区域来看，公司紧跟制造业转移布局，不断挖掘全球空白市场，实现服务经验从中国台湾到大陆到东南亚的依次复制，通过分散经营的方式提高公司经营韧性。当前，中国台湾制造业回暖，而缺工、信息安全等议题助力中国台湾制造业数智化升级加速，公司价值交付服务理念带动中国台湾地区净利率水平持续提升；大陆地区迎来大工业+强政策+低渗透的市场化机遇，公司打下扎实的客户基础，优势行业市占率持续巩固；东南亚制造业崛起，大陆、中国台湾制造业对东南亚出海活跃，有望成为公司业务加速器。
- 围绕鼎捷雅典娜平台，数智驱动打造 AI 业务加速度。**以数据驱动+生成驱动为核心，鼎捷雅典娜构建强劲数字底座。我们认为，鼎捷雅典娜具备模型、数据与工具链三大优势，赋能 AI 应用开发并能实现下游客户的效益提升，带来三大市场化机遇。1) 对内打造 APP Store 生态入口。公司未来随着应用丰富度提升，应用之间有望实现交互，并借助雅典娜“走一步算一步”的能力，实现数据越用越聪明，多个 Agent 交互自动完成任务，大幅提升生产效率。基于此，客户对 Agent 需求数量和 AI 渗透率均会有所提升，从而打开公司 AI 应用市场空间。2) 对外联合生态合作伙伴，借助完善的工具链，在探索工具链商业价值的同时，既能借助 ISV 伙伴 know how 持续提升公司应用生态的深度和宽度，又能与伙伴共同开发新的商业模式和生意机会。3) 通过鼎捷雅典娜平台的快速部署及广泛的 AI 应用生态，鼎捷雅典娜还可作为公司拓展大客户的抓手，带动 ARPU 的提升。
- 投资建议。**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.58/29.90/34.94 亿元，同比增长 14.82%/16.90%/16.84%；归母净利润分别为 1.76/2.27/2.81 亿元，同比增长 17.24%/28.66%/23.80%；对应 2025 年 2 月 26 日股价，预计公司 2024-2026 年 PE 为 60.1/46.7/37.7X。伴随着我国制造业数智化转型的深入，公司有望取得广阔的发展前景，且考虑到公司作为智能制造解决方案提供商，在制造业 ERP、PLM、MES 等领域处于领先地位，围绕雅典娜平台，不仅实现传统业务“+AI”，更是基于鼎捷 AI 平台提供了丰富的“AI+”产品矩阵，因此具有一定的估值增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**雅典娜平台迭代不及预期、AI 应用开发数量及产品性能不及预期、AI 商业化进展不及预期、制造业 IT 需求不及预期等。

**股票数据**

总股本(百万股):	271.39
流通 A 股(百万股):	269.61
52 周内股价区间(元):	14.82-43.81
总市值(百万元):	10,589.75
总资产(百万元):	3,074.41
每股净资产(元):	7.67

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,995	2,228	2,558	2,990	3,494
(+/-)YOY(%)	11.6%	11.7%	14.8%	16.9%	16.8%
净利润(百万元)	134	150	176	227	281
(+/-)YOY(%)	19.3%	12.3%	17.2%	28.7%	23.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.55	0.65	0.84	1.03
毛利率(%)	65.3%	61.9%	59.4%	57.9%	56.6%
净资产收益率(%)	7.3%	7.3%	7.9%	9.4%	10.7%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 深耕数字化 40 余年，“软件时代”跨越至“数智时代”.....	6
1.1. 扎根制造业数智化转型，不断扩展业务领域.....	6
1.2. 工业富联战略投资，高管履历丰富.....	7
1.3. 经营稳健增长，现金流净额表现良好.....	8
2. 智能制造驱动公司成长，紧抓全球制造业转移机遇.....	10
2.1. 智能制造解决方案提供商，聚焦优势行业发挥禀赋优势.....	10
2.2. 护航企业出海全球化，从中国台湾到大陆到东南亚的依次复制.....	14
3. 围绕鼎捷雅典娜，数智驱动打造 AI 加速度.....	20
3.1. 鼎捷雅典娜平台奠基，对内对外赋能 AI 应用开发.....	20
3.2. 雅典娜全线接入 DeepSeek，AI 应用创新再加速.....	24
4. 盈利预测与估值.....	25
5. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 鼎捷数智发展历程	6
图 2: 鼎捷数智股权结构 (截至 2024Q3 底)	7
图 3: 公司营收 (亿元) 及增速	8
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速	8
图 5: 公司收入结构拆分	9
图 6: 公司毛利率及归母净利率	9
图 7: 公司分业务毛利率情况	9
图 8: 公司费用率情况	10
图 9: 公司研发支出 (亿元) 及研发人员情况	10
图 10: 公司现金流量表情况 (亿元)	10
图 11: 公司货币资金、应收账款占流动资产比例	10
图 12: 工业软件覆盖从产品设计到产品销售全环节	11
图 13: 鼎捷数智工厂全流程智能+方案	11
图 14: 鼎捷在中国制造业 ERP 软件市场销售份额位居本土第一 (2021 年)	12
图 15: 鼎捷位居国产 PLM 第三 (2023 年)	12
图 16: 鼎捷位居国产 MES 第五 (2023 年)	12
图 17: 鼎捷新一代 PLM 系统	13
图 18: 鼎捷 Chat CAD 产品理念	13
图 19: 公司分业务营收情况 (亿元) 及增速	14
图 20: 全球制造业路径转移趋势图	14
图 21: 公司入围 2023 全球化领导品牌 TOP50	15
图 22: 公司用户覆盖率领跑中国台湾	15
图 23: 中国台湾制造业 PMI	16
图 24: 中国台湾半导体、电子行业指数	16
图 25: 鼎捷软件全程价值服务商业模式	16
图 26: 鼎新电脑营收及增速情况	17
图 27: 鼎新电脑净利润及增速、净利率情况	17
图 28: 中国制造业对各大洲直接投资存量	17
图 29: 2021-2023 年中国制造业在主要地区的累计投资金额	17
图 30: 公司在东南亚市场的企业出海标杆案例	18
图 31: 公司分地区营收 (亿元) 及增速	18
图 32: 公司分地区营收结构	18

图 33: 国内主要工业软件普及率 .....	19
图 34: 我国工业软件市场规模和工业增加值占全球比例 .....	19
图 35: 鼎捷在中国大陆市场持续巩固优势行业市占率 .....	19
图 36: 鼎捷雅典娜平台架构图 .....	20
图 37: 基于鼎捷雅典娜打造的 AI 新应用架构 .....	21
图 38: 鼎捷 ChatFile 发挥企业知识的高效价值 .....	22
图 39: 鼎捷高管数智助理挖掘高管数据管理需求 .....	22
图 40: 鼎捷装备制造云“数智员工” .....	22
图 41: 鼎捷零部件云七大 AI 场景 .....	22
图 42: 鼎捷雅典娜联合 ISV 伙伴打造应用生态 .....	23
图 43: 鼎捷为铁科提供量身打造应用服务 .....	24
图 44: 鼎捷雅典娜接入 DeepSeek .....	24
图 45: 推理模型重塑企业级智能体 .....	25
图 46: DeepSeek V3 的 API 定价相对可比模型大幅下降 .....	25
图 47: DeepSeek R1 的 API 定价相对可比模型大幅下降 .....	25
表 1: 鼎捷数智完整的企业数智化转型与智能制造产品服务体系 .....	7
表 2: 鼎捷数智高管履历 .....	8
表 3: 鼎捷数智盈利预测 (亿元) .....	26
表 4: 可比公司估值表 .....	27

# 1. 深耕数字化 40 余年，“软件时代”跨越至“数智时代”

## 1.1. 扎根制造业数智化转型，不断扩展业务领域

鼎捷数智 1982 年于中国台湾成立，至今已完业务范围从中国台湾到大陆到东南亚的不断迁移，业务领域实现从制造业 ERP 至数智化全栈工业软件布局，持续聚焦电子、半导体、装备制造、汽车零部件等行业。公司成立迄今四十余年，立足大陆，辐射亚太，已发展成为覆盖中国台湾地区、越南、马来西亚等多个国家与地区，拥有 45 家集团分公司与子公司，39 个国内分支机构的国际化运营集团企业；累积客户超过 5 万家，在大陆地区稳居生产制造型及智能制造产业 ERP 产品本土厂商市场占有率领先地位。

(1) 1982-1990 年：创立初期，制造业 ERP 起家。在全球制造业第四次大迁移背景下，鼎新电脑（鼎捷数智的前身）在 1982 年由孙蔼彬在中国台湾成立，专注于制造业 ERP。在制造业蓬勃发展的良好土壤里很快扎根开花并结果，80 年代末经过近 10 年的耕耘，鼎新电脑占据中国台湾超过 70% 的市场份额。

(2) 1991-2014 年初：立足中国台湾发展大陆市场。2001 年鼎新电脑与神州数码在上海合资成立神州数码管理系统公司，共同开发 ERP 业务。公司的运营和管理中心向大陆倾斜，发展战略中明确将以内地市场为中心。2008 年 1 月成为第一家运营良好却选择退市的中国台湾证券市场上市企业，同年整合成立鼎捷系统集团控股公司，2009 年神州数码管理系统有限公司正式更名为鼎捷软件有限公司，2011 年 5 月 30 更名为鼎捷软件股份有限公司。

(3) 2014 年初-2023 年：顺应时代技术发展，开始战略转型。公司于 2014 年在深交所上市。2015 年进行战略升级，制定“一线、三环、互联”的智能+战略。2022 年正式发布鼎捷雅典娜数智原生型 PaaS 平台，并与阿里云深化战略合作。

(4) 2024 年-至今：更名为鼎捷数智，迈入以平台建设、应用服务为核心的数据和智能方案服务商阶段。2024 年 9 月，“鼎捷软件”正式更名为“鼎捷数智”。2024 年 11 月，发布公司新 LOGO 以及全新的品牌主张，坚持用数据和智能技术创新生产力，让更多人智慧工作，乐享生活。

图 1：鼎捷数智发展历程



资料来源：公司官网，公司招股书等公告，人称 T 客微信公众号等，德邦研究所

鼎捷从传统 ERP 的软件服务，拓展至全面覆盖研发设计类、数字化管理类、生产控制类以及 AIoT 类四大类别的工业软件服务的完整布局。公司充分融合制造业在数智化转型及智能制造的经验，基于 40 余年的技术沉淀与经验积累，在上述领域的产品研发能力、软件实施能力以及管理咨询与数智化规划能力处于行业领先水平。公司业务领域已全面覆盖工业软件的四大类别，包括数字化管理类、研发设计类、生产控制类及 AIoT 类。

表 1：鼎捷数智完整的企业数智化转型与智能制造产品服务体系

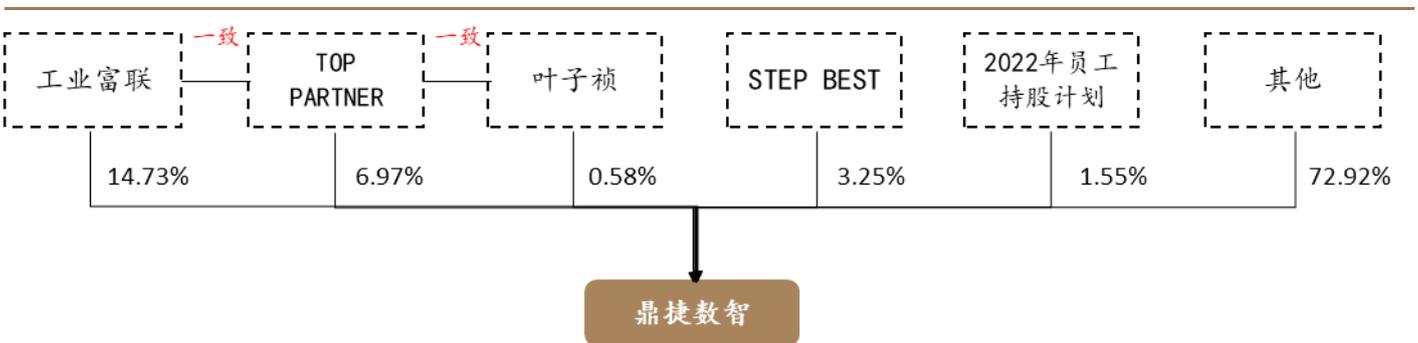
业务类别	业务介绍	核心产品/解决方案
研发设计类业务	为企业在产品规划、研发、工艺、生产、采购和质量等各部门间构建了协同工作平台用以实现“设计生产一体化”，提高企业整体研发与生产的运作效率。	新一代产品生命周期管理平台（PLM）等
数字化管理业务	通过价值交付帮助企业改善管理、提高经营效率，提升企业核心竞争力。	T100（面向大型及超大型集团企业）、E10（面向中大型集团企业）以及易飞（面向中小型企业）等
生产控制类业务	以 MOM 系统为核心，持续优化制造执行系统（MES）、先进排程系统（APS）、仓储物流管理系统（WMS）、质量管理体系（QMS）及智能制造中台（MMP）等产品	鼎捷 MES 系统解决方案、鼎捷 MOM 解决方案等
AIoT 类业务	协助企业打通 IT 层与 OT 层，强化对生产现场数据和远程设备运行数据的采集能力，推动业务可视化、柔性生产、资源优化配置等数字化应用场景成为现实。	OT 类方案、设备云工业 APP、软硬融合应用方案及整厂规划（EPC）、雅典娜天枢控制器等

资料来源：公司 2023 年报，鼎捷智造搜狐号，德邦研究所

## 1.2. 工业富联战略投资，高管履历丰富

公司股权较为分散，2020 年引入工业富联战略投资股东。2020 年 7 月，工业富联协议受让 DCSL 持有的鼎捷软件 39971265 股股份（对应持股比例 15.19%），并与鼎捷软件股东 TPHL、孙蔼彬、叶子祯、新蔼咨询签署《一致行动人协议》，工业富联及其一致行动人成为鼎捷软件的第一大股东。公司引进工业富联成为新的战略投资股东，借此公司在智能制造与工业互联网的布局得以进一步完善，以持续推动 IT 与 OT 的创新融合，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 2：鼎捷数智股权结构（截至 2024Q3 底）



资料来源：Wind，公司详式权益变动报告书等公告，德邦研究所

公司高管履历丰富，具备充足的技术经验和行业发展理解。孙蔼彬先生于 1982 年于中国台北创立鼎新电脑股份有限公司，为鼎新电脑、鼎捷软件创办人，曾任美商通用电子公司程序工程师、台湾淡江大学管理科学研究所讲师，现为公司董事。叶子祯先生，任上海市台湾同胞投资企业协会常务副会长，上海市台湾同胞投资企业协会科创行业工委主委，1993 年加入鼎新电脑，自 2013 年起任

鼎捷软件营运最高负责人并于 2014 年起任鼎捷软件总裁，2017 年 4 月任鼎捷软件副董事长，2020 年 5 月起至今任公司董事长。

表 2: 鼎捷数智高管履历

姓名	职务	学历	简介
叶子楦	董事长、总经理、董事	硕士	1993 年加入鼎新电脑股份有限公司（以下简称“鼎新电脑”），历任鼎新电脑事业部经理，事业群总经理，副总裁及总裁；历经顾问实施，产品开发历程，并参与多家客户的信息化咨询规划及实施服务，对软件业及企业信息化有丰富的经验及前沿的见解，擅长企业运营及战略规划，自 2013 年起任鼎捷软件营运最高负责人并于 2014 年起任鼎捷软件总裁，2017 年 4 月任鼎捷软件副董事长，2020 年 5 月起任鼎捷软件董事长。
张苑逸	副总经理、董事	学士	2001 年至 2008 年任职安永及资诚会计师事务所，2008 年加入鼎捷软件，历经公司架构重组及上市完整过程，并于 2020 年结合公司经营情况，战略转型安排，积极推动公司资本运作升级，协助公司成功引入战略股东工业富联，推动公司战略转型。曾任项目经理，证券办公室副总经理，董事会秘书，现任公司财务负责人，副总裁。
刘波	副总经理、董事	-	上海市静安区政协委员。2001 年入职公司，历任系统规划师，业务部经理，总监，助理总裁，副总裁等职位，拥有逾 20 年的软件行业经验，曾参与众多客户的数字化咨询规划，对软件业及企业数字化有丰富的服务经验及前沿的见解。现任公司董事，营运长，负责大陆区事务，制定公司大陆区的经营策略，并推动大陆区的整体战略目标达成。
潘泰酥	副总经理	学士	2005 年加入鼎新电脑股份有限公司，历任系统规划师，业务经理，事业部总经理，台湾东南亚营运区副总裁等职位，拥有近 17 年的资讯软体业经验，具备强有力的策略规划能力，组织运营效率提升能力及战略落地能力，现任鼎捷软件营运长，分管非大陆区。
林健伟	董事会秘书	硕士	2018 年 11 月至今先后担任鼎捷软件股份有限公司资本运作专案经理，投融资管理中心兼证券办公室总监，负责公司信息披露，合规治理，投资者关系管理及对外投资工作。

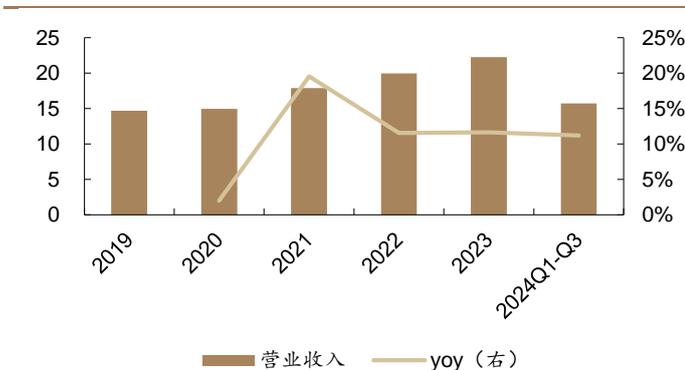
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

### 1.3. 经营稳健增长，现金流净额表现良好

公司营业收入逐年递增，近三年收入增速均在 10% 以上，2021 年增速达到 19.5%。公司 2023 年实现营业收入 22.28 亿元，同比增长 11.7%，2024 年前三季度营收达 15.73 亿元，同比增长 11.2%。

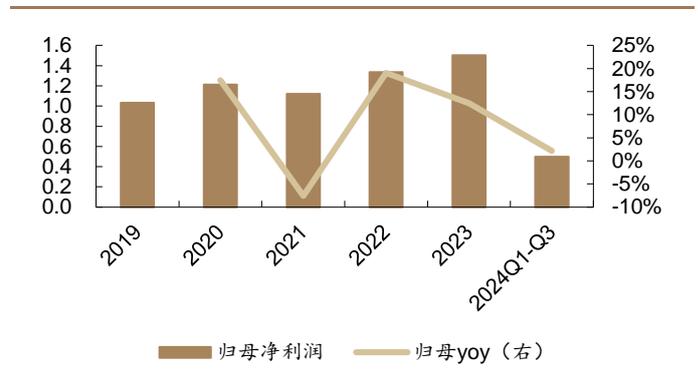
公司业绩整体上呈稳定增长趋势。2021 年归母净利润增速为负由股权激励费用分摊所致。2023 年公司实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 12.5%。2024 年前三季度实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 2.15%。

图 3: 公司营收 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速

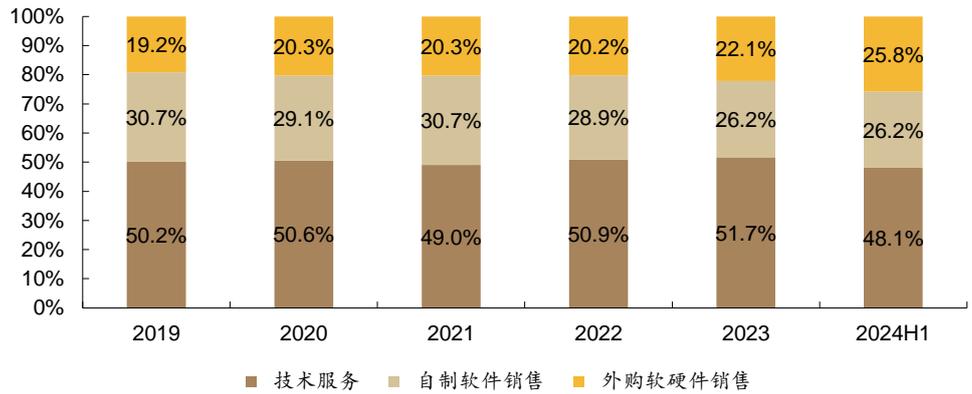


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司主要收入来源为技术服务。2023 年公司技术服务业务实现营业收入 11.5 亿元，同比+13.5%，占营收的比例为 51.7%；自制软件销售实现营业收入 5.8 亿元，同比+1.1%，占比 26.2%；外购软硬件销售实现营业收入 4.9 亿元，同比+22.1%，

占比 22.1%。

图 5：公司收入结构拆分

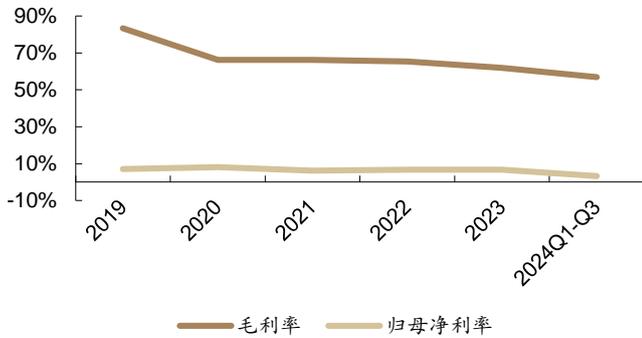


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

毛利率方面，公司整体毛利率近年来有所下降，但幅度较小，维持在 60% 左右水平，主要系营收结构变化导致。2024 年前三季度，公司毛利率为 57%，同比下降 3pct。分业务来看，自制软件销售毛利率为 100%，随着技术服务业务逐渐成熟，技术服务毛利率逐渐下降，2023 年为 57.5%，外购软硬件销售毛利率近几年均在 27% 左右。

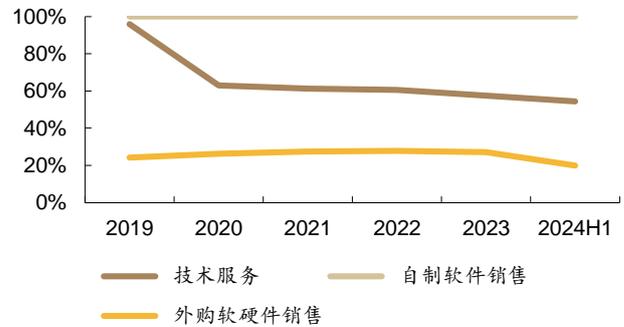
净利率端，公司 2019-2023 年归母净利润率维持在 6% 以上，2024 年前三季度为 3.2%，同比下降 0.3pct，或为毛利率下降传导至净利率端。

图 6：公司毛利率及归母净利润率



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 7：公司分业务毛利率情况

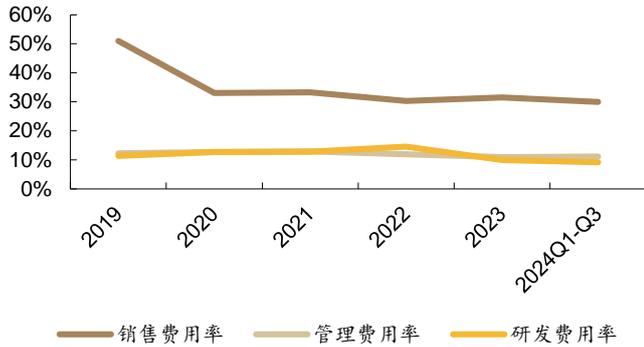


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

公司注重降本增效，销售与管理费用率随着公司营收增长逐渐下降。销售费用绝对值的增加主要由于公司加大销售推广力度，销售人员增加所致。2024 年前三季度，公司销售费用率和管理费用率分别为 29.9%、11.2%，同比分别下降 2.4pct、1.4pct。

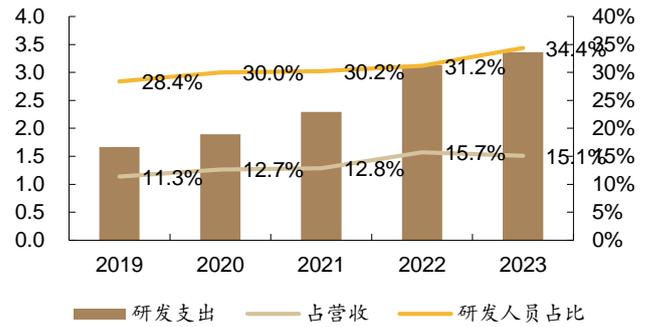
公司注重研发，研发支出整体呈现逐步增长趋势、研发人员占比亦不断增长。2023 年公司研发费用率为 10%，同比下降 4.6pct，主要系自 2022 年 10 月起，公司存在资本化的研发项目，即公司基于数智驱动的新型工业互联网平台项目的研发投入予以资本化，对应研发费用进行资本化处理所致。总体而言，2023 年公司研发支出为 3.36 亿元，占营收 15.1%，研发人员占比 34.4%。

图 8：公司费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

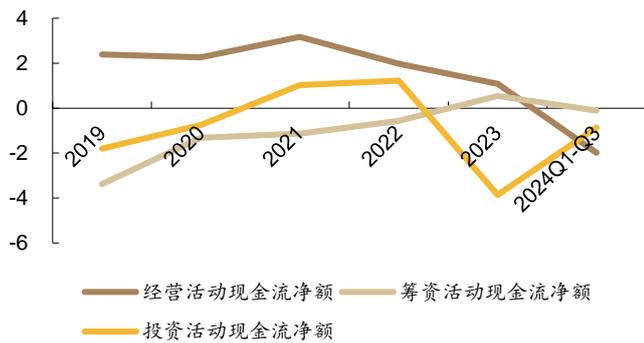
图 9：公司研发支出（亿元）及研发人员情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

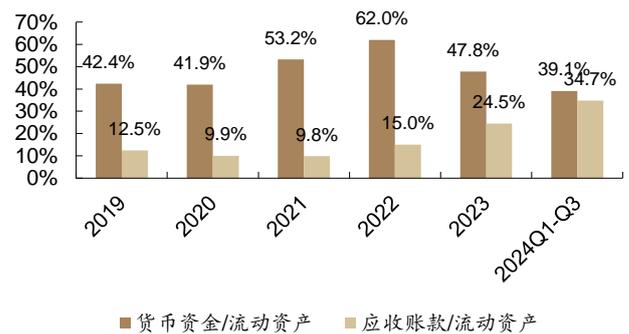
公司经营性现金流净额表现良好。2023 年，公司货币资金、应收账款占流动资产比例分别为 47.8%、24.5%。2019-2022 年，公司货币资金占流动资产比例维持在较高水平，2023 年有所下滑，或由宏观经济波动和加大研发投入影响，但整体货币资金占比情况良好。与之对应的，公司应收账款在 2019-2022 年占流动资产比例在 15% 及以下水平。得益于公司稳健经营表现，2019-2023 年经营性现金流净额均为正值，2023 年经营性现金流净额为 1.1 亿元。

图 10：公司现金流量表情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 11：公司货币资金、应收账款占流动资产比例



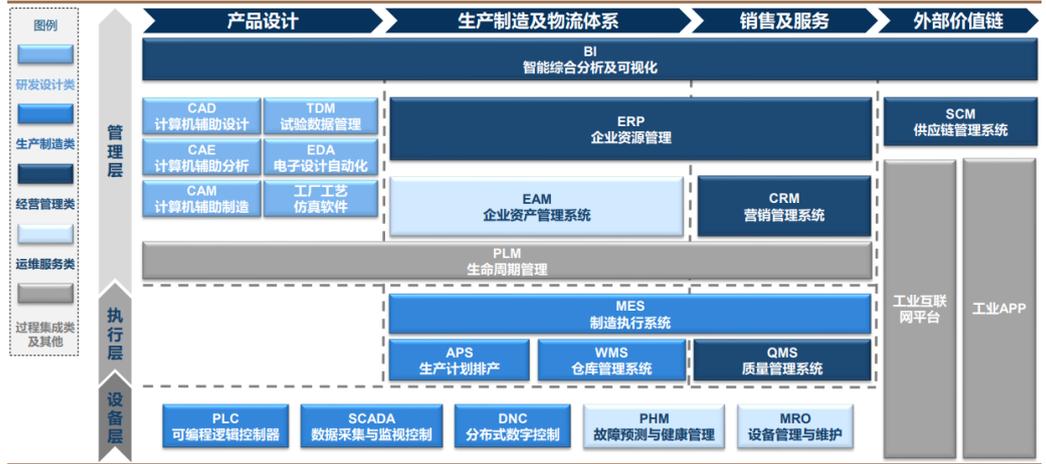
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 2. 智能制造驱动公司成长，紧抓全球制造业转移机遇

### 2.1. 智能制造解决方案提供商，聚焦优势行业发挥禀赋优势

随着制造业数智化转型的深入，企业的需求正逐步从单一产品解决局部管理议题向产品组合联合交付并为客户提供持续性、全生命周期的咨询服务所转变。工业软件是服务企业“规划、设计、生产、销售、服务”全流程的产品，是工业类知识在数字世界的逻辑实现，用于支撑资源的泛在连接、智能且自动的高效配置。我们认为，不同功能、品牌的工业软件可能在底层逻辑、应用场景等均存在区别，数据信息难以打通，业务与制造链条或存在信息孤岛，随着客户制造业数智化转型的深入，对一体化解决方案的需求将逐渐提升。根据 IDC《IDC MarketScope: 中国数字工厂整体解决方案厂商评估，2024》调研数据，“55.4%的工业企业在建设数字工厂时，倾向于选择整体解决方案服务商合作”。

图 12：工业软件覆盖从产品设计到产品销售全环节



资料来源：弗若斯特沙利文《2023年中国工业数字化软件白皮书》，德邦研究所

公司凭借多年技术积累和行业洞察，已构建起以数字化管理软件为核心的完善的工业软件产品矩阵，并实现产品联动发展，推动企业全场景的数智化转型。在 AI 技术加速推动数实融合的背景下，鼎捷持续创新数智化转型与智能制造综合解决方案。立足于“数智工厂顶层设计与规划”，鼎捷数智工厂全流程方案以数据为核心，自下而上贯穿 IT 层与 OT 层，真正打通并联动生产数据，推动业务可视化、柔性生产、资源优化配置等数字化应用场景成为现实，逐步迈向未来数智工厂。根据 IDC 发布的《IDC MarketScape: 中国数字工厂整体解决方案厂商评估，2024》。其中，鼎捷位居中国数字工厂整体解决方案厂商领导者象限。

图 13：鼎捷数智工厂全流程智能+方案

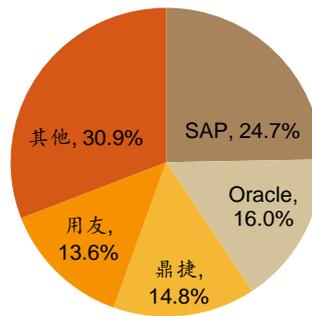


资料来源：鼎捷公众号，德邦研究所

此外，公司聚焦电子、半导体、装备制造、汽车零部件等优势行业，在研发设计、数字化管理、生产控制及 AIoT 四大业务领域为企业提供全方位的产品研发、咨询规划及价值交付服务，并在细分领域取得领先优势。

1) 制造业 ERP 起家，公司 2021 年在中国制造业 ERP 软件市场销售份额位居本土厂商第一，为 14.8%。鼎捷基于其在制造业领域的传统优势以及制造业 ERP 服务方案的积累，2021 年前三季度完成制造业 ERP 软件销售收入超 10 亿元，在本土厂商中处于领先地位。

图 14：鼎捷在中国制造业 ERP 软件市场销售份额位居本土第一（2021 年）

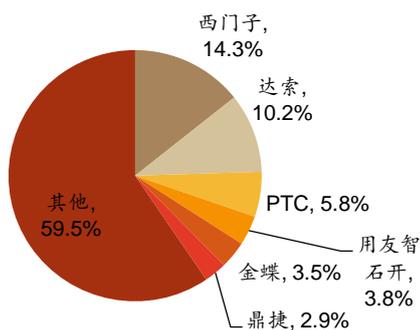


资料来源：公司官网，亿欧智库，德邦研究所

2) 在研发设计领域，根据 IDC 发布的《中国 PLM 市场分析及厂商份额，2023：创新左移》，2023 年公司在国产厂商中位居第三，市占率为 2.9%。由于不同厂商在各行业 know how 互异，PLM 细分市场格局较为分散，鼎捷聚焦优势行业取得领先市场份额。根据 IDC，2023 年的 PLM 市场规模排名前三的行业是高科技电子及计算机通信、装备制造、整车及汽车零部件。细分领域来看，公司在装备制造行业市场份额位居国产厂商第一名（市占率 7.9%），汽车零部件（市占率 3.4%）、高科技电子及计算机通信（市占率 5.1%）等行业均位居国产厂商前五名，公司在 PLM 领域的技术实力已得到市场的广泛认可。

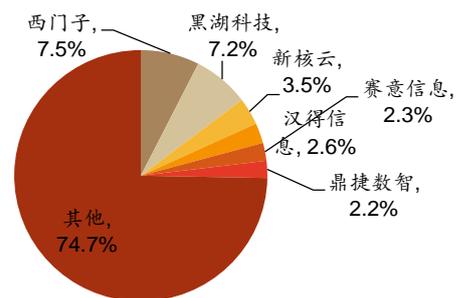
3) 根据 IDC，鼎捷作为老牌工业软件和泛 ERP 服务商，持续加大对生产制造领域数字化业务投入，位居国产制造业 MES 软件第五位，市场份额为 2.2%。从细分市场来看，高科技电子及计算机通信、装备制造和汽车零部件是 MES 需求排名前三的行业，鼎捷在此三个行业分别排名第三、第三、第五，市占率分别为 5.3%、5.5%、4.4%。

图 15：鼎捷位居国产 PLM 第三（2023 年）



资料来源：IDC《中国 PLM 市场分析及厂商份额，2023：创新左移》，德邦研究所

图 16：鼎捷位居国产 MES 第五（2023 年）



资料来源：《IDC 中国制造业 MES 市场分析及厂商份额，2023：行业聚焦，AI 赋能》，德邦研究所

4) 在 AIoT 领域，公司持续拓展生态合作伙伴，借助设备商推广雅典娜天枢控制器以扩大客户覆盖面，并以软硬融合解决方案的方式，解决客户核心生产痛点。同时，公司不断推进研发创新能力，2024 年前三季度内共完成 4 个工控系统设备 IoT 融合数智化协同应用的研发，并针对非大陆区 ESG、劳动力短缺等趋势持续丰富场景化解决方案。

此外，鼎捷积极拥抱 AI 新技术变革，基于传统软件赋能 AI 能力，提供新的“+AI”产品增长动能。具体来看，鼎捷将 AI 大模型与稳态产品软件深度集成，在保持原有系统完善功能的同时，融合深厚的行业 know how，创新“+AI”产品服务，为企业提供全方位的数智化方案。

1) 鼎捷设计了业内首款融入 AI 技术的新一代 PLM，为“工业软件+AI”集成的代表之作。基于鼎捷雅典娜 IndepthAI 文生图大模型的能力，鼎捷新一代 PLM 系统融合 AIGC、AI 智能体等新技术，采用自主可控核心技术，赋能企业研发管理创新。在 AI 方面，鼎捷新一代 PLM 对计算机视觉与多模态大模型等 AI 技术在需求分析、智能推荐、图纸转 BOM 等应用场景进行探索，同时接入鼎捷雅典娜知识中台和 ChatFile，实现知识库的智能问答和结构化、非结构化的文件信息智能查找。

2) 推出基于大模型技术的文生设计 AI 新应用——Chat CAD，实现效益最大化。Chat CAD 可通过 AI 大模型，训练理解订单需求、原型图查询和设计计算知识等，结合 CAD 技术共同完成改型图纸绘制。通过此能力助力企业效益最大化，实现价值高成长。1) 设计周期大幅缩短，一个订单的图纸设计只需不到 3 分钟即可完成，设计效率提升 10 倍以上；2) 一人顶十效率倍增；3) 产品质量更有保障，可以 7\*24 小时不间断工作，设计出错频次降低。

图 17：鼎捷新一代 PLM 系统



资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

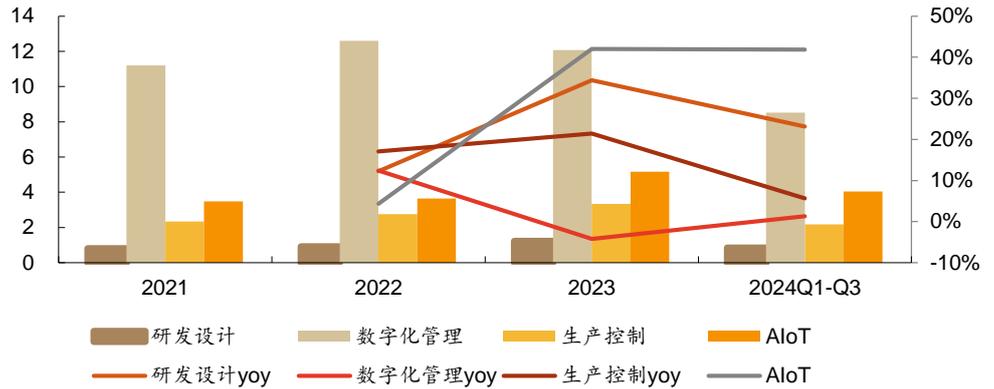
图 18：鼎捷 Chat CAD 产品理念



资料来源：鼎捷智造微信公众号，德邦研究所

当前，公司坚持“智能+”的战略，持续推动“一线、三环、互联”的实践路径，推动公司业务的快速发展。公司产品业务领域已由数字化管理向研发设计、生产控制及 AIoT 领域拓展，并持续推动鼎捷雅典娜及 AI 新应用的研发及市场开拓，智能制造成为公司未来的重要增长引擎。2024 年前三季度，公司分别实现研发设计、数字化管理、生产控制、AIoT 业务 0.84、8.52、2.18、4.04 亿元，同比增长 23.17%、1.3%、5.67%、41.83%。

图 19: 公司分业务营收情况 (亿元) 及增速

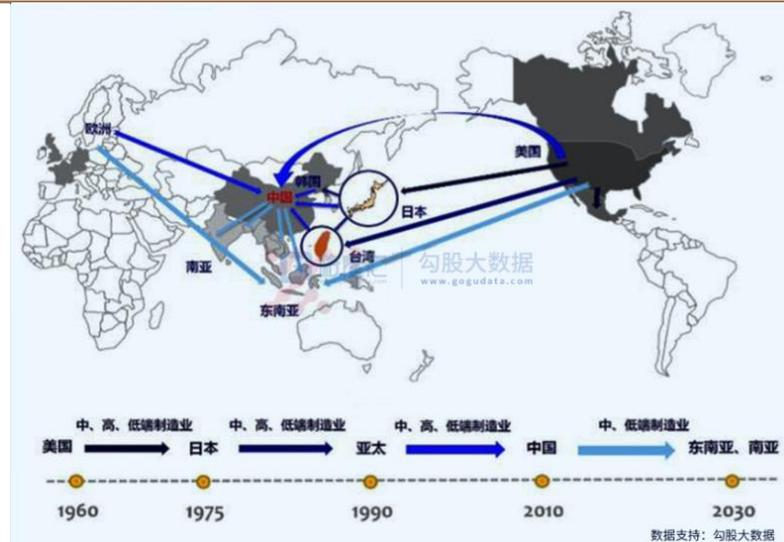


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 2.2. 护航企业出海全球化, 从中国台湾到大陆到东南亚的依次复制

全球制造业沿欧美→新加坡/韩国/中国台湾/中国香港→中国大陆→东南亚路线迁移。据数字化企业网, 自第一次科技革命以来, 全球制造业格局经历了五个发展阶段。1) 18 世纪 60 年代, 欧盟、北美等西方国家凭借第一次科技革命和第二次科技革命稳居全球制造业格局的绝对核心地位。2) 20 世纪 60 年代末, 美欧产业结构升级, 新加坡、韩国、中国台湾地区和中国香港地区利用美欧劳动密集型产业外溢的机会, 迅速发展为全球制造业又一核心。3) 20 世纪 90 年代, 中国改革开放释放的生产要素比较优势叠加发达国家产业升级的“去工业化”过程, 成为全球制造业的新核心。4) 21 世纪初期, 第四次工业革命浪潮叠加发达国家“再工业化”进程, 中国传统制造业的优势伴随产业升级减退, 劳动密集型产业和资本密集型产业开始在东南亚集聚。

图 20: 全球制造业路径转移趋势图



资料来源: 格隆汇, 勾股大数据, 德邦研究所

鼎捷紧跟制造业转移布局, 不断挖掘全球空白市场。目前, 公司在全球已经拥有 43 家集团分公司与子公司, 业务范围覆盖中国大陆区与非大陆区, 以一站式出海“数智化”方案服务客户超 5 万家, 荣登“2023 全球化领导品牌 TOP50”

榜单。

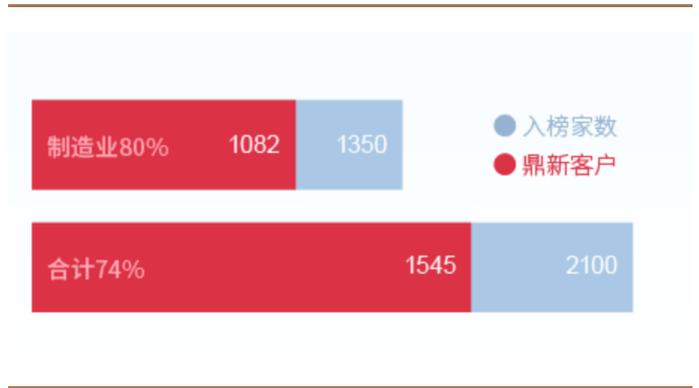
1) 深耕中国台湾市场，积极拓展东南亚市场。根据公司 2024 年半年报，在中国台湾地区，公司用户覆盖率领跑中国台湾，公开发行上市企业业务的覆盖家数已达 77%。在东南亚地区，从 2008 年至今，在越南、泰国、马来西亚等地陆续成立服务据点，同时伴随着企业出海版图的持续扩张，服务触角延伸至缅甸、柬埔寨、菲律宾等，累积服务 400 余家企业客户。近些年，公司主动响应中国大陆和中国台湾地区制造业向东南亚市场扩展和迁移的机遇，同时大力挖掘东南亚本地制造业转型需求。2024 年前三季度，公司中企出海营收金额同比增长 58%。近些年，虽公司大陆业务占比逐年提升，然而非大陆地区营收份额仍然维持在 50% 左右，这或得益于公司中国台湾业务的稳定以及东南亚业务的快速增长。

图 21：公司入围 2023 全球化领导品牌 TOP50



资料来源：公司官网，EqualOcean，德邦研究所

图 22：2021 年公司用户覆盖率领跑中国台湾

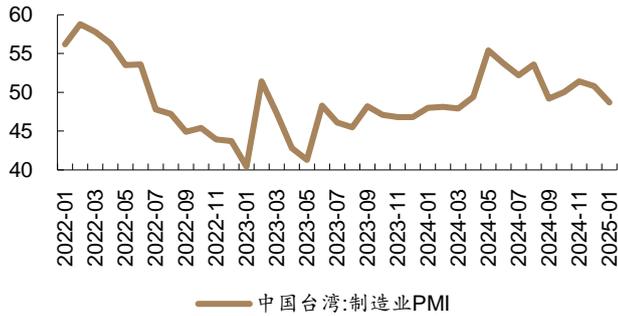


资料来源：公司官网，《天下》杂志，德邦研究所

中国台湾制造业回暖，而缺工、信息安全等议题助力中国台湾制造业数智化升级加速，市场前景广阔。一方面，中国台湾地区受益于 AI 等发展应用，推升经济增长，同时制造业出现回暖迹象。2023 以来，中国台湾制造业 PMI 整体呈上升趋势，2024 年 5 月份开始，PMI 大部分月份位于荣枯线以上。同时，中国台湾地区主要制造业行业如电子、半导体等行业景气度不断提升。与之对比，中国台湾地区制造业面临缺工困境，数字化转型升级成为减少人力投入的重要方式。据台湾人力资源机构，2024 年岛内用工需求持续增加的背景下，82.7% 的企业目前仍处于缺工状态，其中制造业缺工最为严重，工厂为此愿意对传统的产线进行升级。据 iThome2021 年 CIO 大调查，2021 年中国台湾制造业导入的新兴技术应用都与大数据分析、AI 技术相关，透过数位转型改善企业营运正逐渐成为制造业企业的发展潮流。

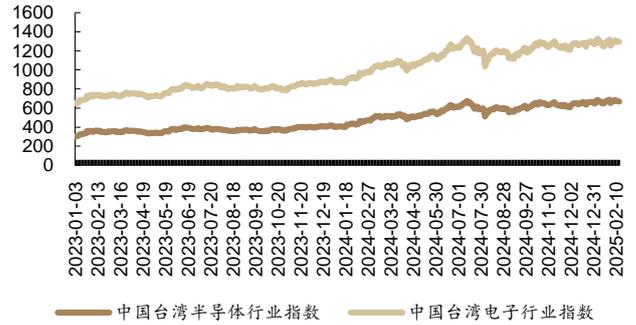
公司紧抓中国台湾地区 AI 发展机遇，锁定缺工、信息安全等议题实现新业务拓展。在中国台湾地区，针对缺工议题，公司通过 AGV 应用等自动化解决方案助力客户提高生产效率，并借由碳盘查应用工具协助企业合规，带动 AIoT 业务快速成长；公司在装备制造、电子、化工等行业针对性开发场景化 AI 应用，并将 ChatFile 智能问答能力封装至既有方案，助力客户提升工作及决策效率。2024 年前三季度，中国台湾地区新客签约金额同比增长 32%。

图 23: 中国台湾制造业 PMI



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 24: 中国台湾半导体、电子行业指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

从经营策略上, 公司在中国台湾地区以价值交付对内带来公司效率和效益双提升。经营效率的提升主要源于方法的改变, 即从以“人天”计费转变为以交付物收费的模式, 这种交付模式上的改变从根本上摆脱了传统“人天”计费模式下的交付周期束缚, 从而通过高效管理和服务以最低成本解决客户需求, 创造最大化的效率溢价。2024 半年报显示, 鼎捷软件的价值销售营收占比已超过 80%。

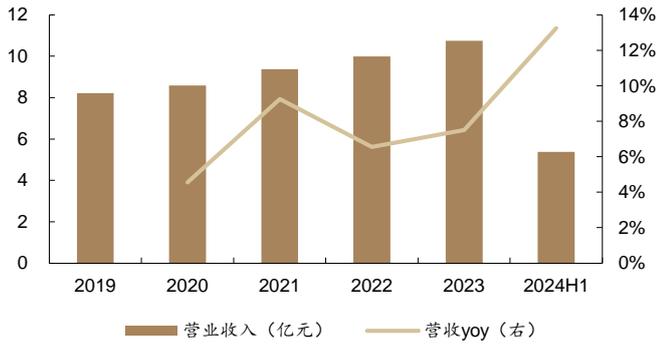
图 25: 鼎捷软件全程价值服务商业模式



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

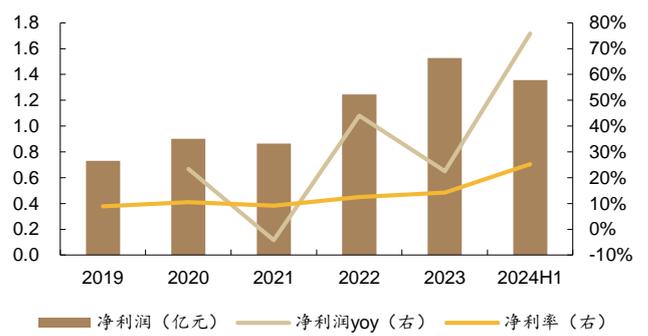
价值交付可通过人效的增长带动公司中国台湾地区利润率水平稳步提升, 2024H1 鼎新电脑净利率达 20%+。鼎新电脑作为鼎捷在中国台湾的经营主体, 2019-2023 年营收和净利润 CAGR 分别为 6.95%、20.19%, 利润增速远超收入增速。2024H1, 鼎新电脑实现净利润 1.36 亿元, 同比增长 75.81%; 净利率为 25.26%, 同比提升 8.99pct。

图 26: 鼎新电脑营收及增速情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 27: 鼎新电脑净利润及增速、净利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

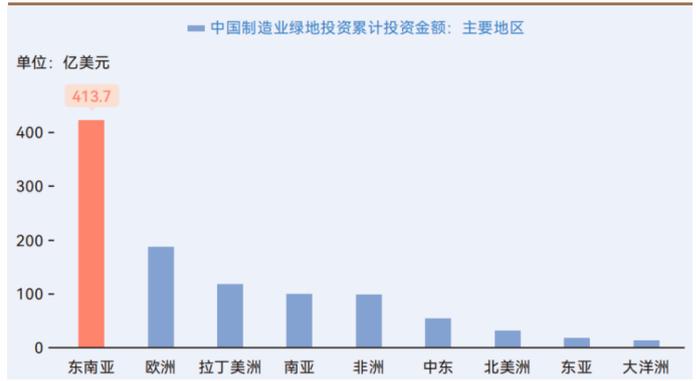
东南亚制造业崛起，大陆、中国台湾制造业对东南亚出海活跃，带动公司需求增长。近年来，东盟国家充分利用低成本等优势，积极承接国际产业转移，使得东南亚本地制造业在全球重要性不断提升。商务部数据显示，截至 2022 年末，中国制造业企业对亚洲地区的直接投资存量为 1361.3 亿美元，高于欧洲、拉美等地区。这千亿投资中，有 30.4% 流向东盟，达到 413.7 亿美元，规模庞大、年轻、市场又相对垂直化的东南亚，已经成为众多制造业企业迎风出海的首选市场。

图 28: 中国制造业对各大洲直接投资存量



资料来源: 商务部, 毕马威分析, 德邦研究所

图 29: 2021-2023 年中国制造业在主要地区的累计投资金额



资料来源: The American Enterprise Insitute and The Heritage Foundation, 毕马威分析, 德邦研究所

公司在东南亚市场紧抓中企、台企出海带来的机遇。依托公司在中国大陆及中国台湾的经营优势，公司在东南亚市场方面，官网显示已打造 6 大标杆案例，经验丰富，为其日后增长奠定重要基础。2023 年公司已在泰国、越南、马来西亚设立子公司进行当地经营，东南亚在地客户订单较去年同期增长 100%。2024 上半年，公司在东南亚地区的经销市场成长超过 100%，SaaS 产品需求逐步攀升。其中在越南市场，公司拥有台商出海客户已逾 500 家，在金属、家具、食品加工等聚焦行业客户数量占台商出海总数 70%；在马来西亚市场，公司持续开拓半导体供应链，并携手经销商共同拓展市场。

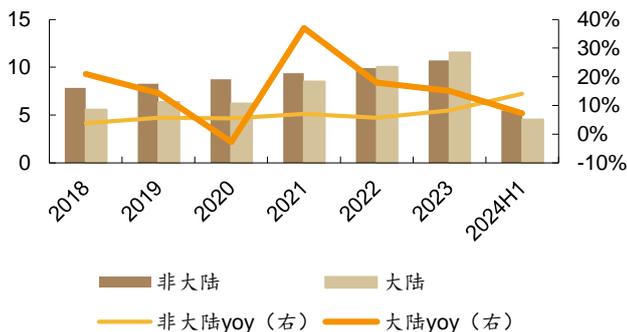
图 30：公司在东南亚市场的企业出海标杆案例



资料来源：公司官网，德邦研究所

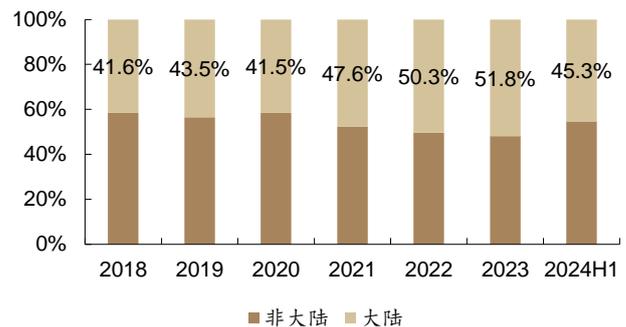
2) 挖掘大陆蓝海市场，助力公司快速成长。2001 年，鼎新电脑与神州数码在上海合资共同开发 ERP 业务，将公司的运营和管理中心向大陆倾斜，发展战略中明确将以内地市场为中心。在中国大陆地区，根据亿欧智库发布的《2022 中国制造业 ERP 研究报告》，公司在制造业 ERP 软件市场销售份额位居本土厂商第一，为 14.8%。2018-2023 年，公司大陆地区营收占比从 41.6% 增长至 51.8%，营收 CAGR 高达 15.66%。

图 31：公司分地区营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

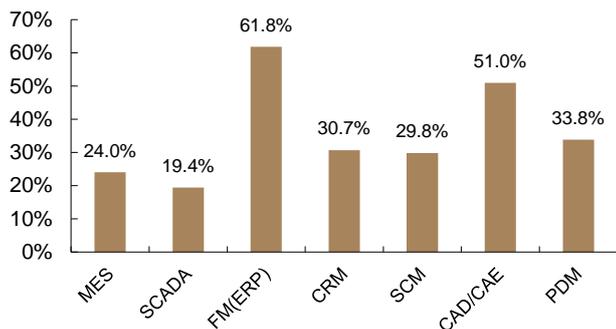
图 32：公司分地区营收结构



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

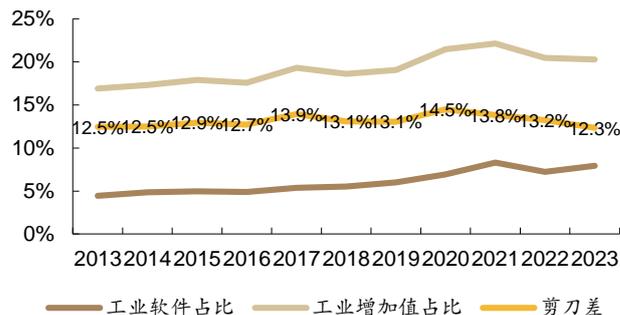
大工业+强政策+低渗透，我国工业软件企业有望实现规模化，奠定鼎捷后续发展基础。1) 工业软件的研制高度依赖工业发展技术以及经验迭代累积，我国工业增加值占全球规模比例持续走高，2023 年我国工业增加值占全球比例为 20.26%，为工业软件行业发展奠定发展基础。2) 我国密集发布了多项政策支持工业软件的发展与应用，加快补齐工业软件短板，走自主创新之路，同时注重工业软件产业集群发展。3) 与大工业相对应的是我国工业软件市场规模占全球比重较低，2023 年仅为 7.93%，同时 MES、SCADA、SCM 等工业软件普及率较低，存在较大提升空间。此外，当前我国工业领域智能化、高端化水平较低，2022 年，制造业企业数字化网络化阶段占比仅为 37%。伴随着我国向智能化、高端化转型，工业软件市场需求潜力庞大，有望催生繁杂的工业软件需求，形成对我国工业软件企业规模化扩张的有利条件。

图 33: 国内主要工业软件普及率



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

图 34: 我国工业软件市场规模和工业增加值占全球比例



资料来源: Wind, 国家统计局, 世界银行, 德邦研究所 (注: 美元兑人民币汇率取自每年年末中间价)

公司在大陆市场以中国台湾优势制造业下游为核心进行拓展, 已打下扎实的客户基础, 优势行业市占率持续巩固。根据公司 2024 年半年报, 在半导体领域, 公司深耕超 25 年, 拥有完整的产品线支撑半导体行业数智化转型, 累计超过 900 家半导体产业链企业成功案例, 全球头部半导体厂商中鼎捷合作占比约三成; Aspencore 发布的 2024 年中国 IC 设计百强榜中, 鼎捷客占率约 40%, 其中 MCU 芯片、电源管理芯片、存储器芯片细分领域 Top10 强中, 鼎捷客占率占比均超 60%; 在汽车零部件领域, 已累计服务国内近千家企业, A 股上市汽车零部件企业客占率近 20%。在装备制造领域, 公司深耕超 20 年, 服务自动化集成百强占比 22%, 超 7000 家行业客户; 在电子领域, A 股上市消费电子企业客占率近 40%。

2024 年, 公司大陆地区单季度 Q3 实现营业收入人民币 2.80 亿元, 前三季度累计实现营业收入人民币 7.35 亿元, 同比增长 11.33%。公司在大陆地区延续年度经营战略, 强化老客及行业经营, 提高运营管理效率, 同时及时调整经营策略应对下游行业景气度波动。半导体行业在 AI 换机潮的推动下新厂建设、旧厂扩建等需求迅速上升; 汽车零部件行业出海及 AI 智能的工业场景趋势不断加强; 装备制造行业发展新质生产力、淘汰落后产能、升级智能装备的需求增长迅速。公司及时把握下游制造业的转型管理需求, 针对性地提出数智化解决方案。

图 35: 鼎捷在大陆市场持续巩固优势行业市占率

半导体	2024 年中国 IC 设计百强榜中, 鼎捷客占率约 40% (2024 年半年报)
汽车零部件	A 股上市汽车零部件企业客占率近 20% (2024 年半年报)
装备制造	服务自动化集成百强占比 22% (2023 年年报), 超 7000 家行业客户 (2024 年半年报)
电子	A 股上市消费电子企业客占率近 40% (2024 年半年报)

资料来源: 公司 2023 年年报, 公司 2024 年半年报, 德邦研究所

### 3. 围绕鼎捷雅典娜，数智驱动打造 AI 加速度

#### 3.1. 鼎捷雅典娜平台奠基，对内对外赋能 AI 应用开发

以数据驱动+生成驱动为核心，鼎捷雅典娜构建强劲数字底座。鼎捷雅典娜依托于智能思维的数据驱动+知识封装，持续创新与优化数智化解决方案，构建起支撑企业数智化转型的创新底座，实现了从“支持+操作”到“驱动+回应”、从“表单+流程”到“数据+任务”、从“固化功能”到“开放模型”等诸多方面的创新。同时，鼎捷雅典娜依托云原生技术和 AI 技术，打造业务中台、知识中台、数据中台和 AI 中台，并建立支撑数智驱动能力的智驱层。结合鼎捷开发平台，赋能企业加速从流程驱动向数智驱动的转型。

图 36：鼎捷雅典娜平台架构图



资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

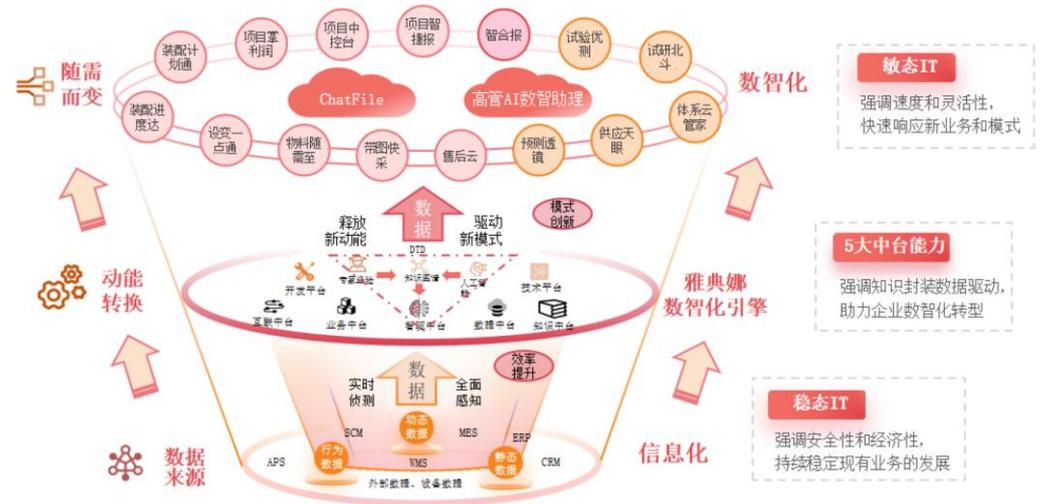
我们认为，鼎捷雅典娜具备模型、数据与工具链三大优势，赋能 AI 应用开发并能实现下游客户的效益提升。

**模型：**凭借深厚的行业知识积累与技术创新实力，鼎捷构建了强大的大模型基座。除了自建的鼎捷领域大模型外，还积极整合了当前主流的先进模型，如 GPT 全系列模型、通义千问、豆包、文心一言、DeepSeek 等。公司积极探索 AIGC 技术融合应用，广泛接入微软 Azure GPT、通义千问等通用大模型能力，并基于开源大模型自主训练定制行业大模型，以满足客户私有化部署的需求。

**数据：40 余年制造业行业积累，具备深厚的行业 know how。** 1) 鼎捷产品体系全面，可实现 ERP、CRM 等静态数据；APS 等行为数据；MES、WMS 等动态数据的实施侦测和全面感知，为发展制造行业大模型提供充足的高质量语料。2) 累计服务超 5 万家客群，深入企业生产营运一线场景，沉淀了丰富的行业知识模型及企业数智化转型经验。基于对优势行业的经验和数据积累，鼎捷雅典娜积极融入多种人工智能算法及大模型能力，不断发展迭代装备制造云、零部件云等 AI 新应用，重塑各行业客户在研发、采购、生产制造、经营管理等细分场景的数字化能力，持续助力企业数智化转型升级。

**工具链: IndepthAI、智能问答和敏捷数据等一系列灵活可组装的平台能力, 打造完备的模型开发工具链。**鼎捷 IndepthAI 是面向开发者的基于大模型技术构建 AI 原生应用工作平台, 以降低 AI 开发门槛, 快速搭建 AI 应用; 智能问答能力用于快速、低成本地构建生成式企业问答机器人; 敏捷数据能力融合大模型、行业知识图谱和数据引擎, 是形成各种智能体的基础。引入 AI Agent 是鼎捷 AI 平台和大模型技术在制造业中的一个重大突破点。通过 IndepthAI 平台, 企业不再局限于单一的 AI 应用, 而是能够构建一个由多智能体组成的高效、智能的生态系统。

图 37: 基于鼎捷雅典娜打造的 AI 新应用架构



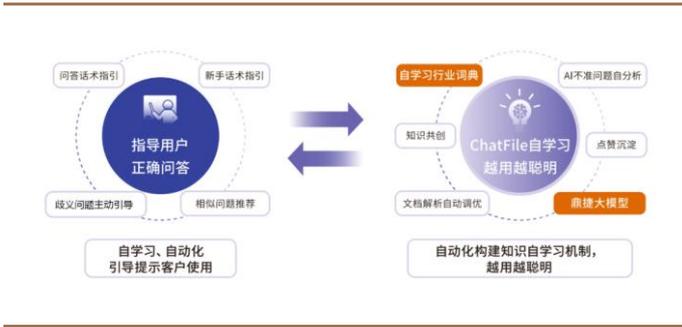
资料来源: 公司 2024 年半年报, 德邦研究所

我们认为, 基于鼎捷雅典娜能力优势, 雅典娜一方面可承担应用生态入口角色, 对内打造系列满足客户数智化需求的 Agent 应用, 并通过平台化的能力有利于公司拓展大客户; 另一方面又可通过完备的工具链, 结合伙伴 know how 聚焦实际应用场景, 持续提升产品的深度和宽度, 积极探索新的商业模式和生意机会。

1) 对内打造 APP Store 生态入口。鼎捷 AI 平台提供了丰富的“AI+”产品矩阵, 既满足通用型 AI 应用场景化需求, 又基于各行业属性开发行业化场景 AI 应用。我们认为, 公司未来随着应用丰富度提升, 应用之间有望实现交互, 并借助雅典娜“走一步算一步”的能力, 实现数据越用越聪明, 多个 Agent 交互自动完成任务, 大幅提升生产效率。基于此, 客户对 Agent 需求数量和 AI 渗透率均会有所提升, 从而打开公司 AI 应用市场空间。

以鼎捷雅典娜知识中台、数据中台为基础, 结合大语言模型构建 ChatFile 和高管 AI 数智助理等通用型 AI 应用。ChatFile 是以鼎捷雅典娜知识中台为底座, 结合大语言模型构建的企业级知识机器人, 具备翻译、报告、文档助手、合同审查等功能, 可服务于客服、内部知识管理、现场管理、项目管理、CRM、PLM 等领域。高管 AI 数智助理基于鼎捷雅典娜敏捷数据平台能力+行业知识图谱模型, 成为了助力企业高管人群(CSO/CFO/CEO)可精准获取经营数据、随时随地高效管理的智能 AI 数据模型工具, 目前已完成内测验证, 并成功打造多个 beta 客户案例。

图 38：鼎捷 ChatFile 发挥企业知识的高效价值



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 39：鼎捷高管数智助理挖掘高管数据管理需求



资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

基于各行业属性持续发展和迭代鼎捷雅典娜装备制造云、零部件云、财务云等行业化场景 AI 应用。根据公司 2024 年半年报，鼎捷雅典娜已经在装备制造云、零部件云、财务云等开发了近 20 款支持数智化场景的新应用，在打通数据和应用组合上不断迭代，持续优化细分行业具体场景的解决方案。

**装备制造云：**利用 AI 技术为装备制造企业带来新的“数智员工”，创造新质生产力，在项目报价、项目管理、设变响应、生产调度、进度管理等环节提供数智助力。例如，公司研发的项目智捷报应用可解决企业估价难、过程繁、报价慢等问题，基于 AI 智能算法，非标项目报价周期从 5 天降低至 1 天，成本估算精准度从 80% 上升至 97%。

**零部件云：**以便捷的链上融通数智方案为定位，将 7 大 AI 场景灌注其中，让工作更智能、便携、高效。比如，利用 AI 大模型帮助企业对新品做精准的市场预测、在实验室试制加工/合规检测环节提供优质配方推荐、有问题主动提醒、配方变更比对等。例如，公司研发的供应天眼应用引入三方仓管理解决方案，助力客户实现库存数据的精准与时效提升，通过建立在途跟踪、多方稽核、数据同步等机制，主机厂呆滞库存量减少 60%，库存准确率从 70% 提升至 95%。

**财务云：**利用业界领先的数智驱动及任务引擎技术，打造新一代引导式、可视化、智能化、轻配置的合并报表解决方案——智合报，以解决合并报表编制时数据收集难、内部往来对账难、内部交易抵销难、数据异常追溯难、成本还原难五大痛点，助力企业高效运营。

图 40：鼎捷装备制造云“数智员工”

执行环节	新的劳动者	新的生产力	改变的场
订单报价	报价助手	关键参数提取/历史报价推荐/物料清单生成	快速、精准报价
项目管理	项目管理专员	项目复盘分析、经验总结/项目绩效统计/项目异常纠正	项目过程的辅助管理
设计变更	设计引导员	变更策略推荐/变更影响分析	设计变更的决策精进
装配计划	生产调度员	车间组装排产/计划异常纠正/计划变更分析	生产的敏捷排程
车间生产	生产进度助理	组装进度识别/车间工时收集	生产进度的快速追踪
.....			

装备制造企业的“数智员工”

资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

图 41：鼎捷零部件云七大 AI 场景



资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

2) 对外联合生态合作伙伴，借助完善的工具链，在探索工具链商业价值的同时，既能借助 ISV 伙伴 know how 持续提升公司应用生态的深度和宽度，又能与

伙伴共同开发新的商业模式和生意机会。作为具开放性和自驱能力的 PaaS 平台，鼎捷雅典娜为各种智能化应用的开发提供了稳定、灵活、可扩展的运行环境。一方面通过平台技术的开发赋能和产品体系的支持，助力生态伙伴聚焦实际应用场景，基于雅典娜 PaaS 平台的智驱能力，结合行业理解，与雅典娜共创智能新应用；另一方面构建社区生态，通过智客社区、智客营地、赋能学院等，持续培育智客扩大数智资源，为后续新生一探索打开增长空间。

2024 年，鼎捷与近 100 个伙伴建立了业务联动。同时，在数智园区、数智政务、投资等多维领域，持续深化数智生态布局。聚焦高端技术人才、激发创新产品研发，为客户和合作伙伴提供更加全面、深入的平台化服务。

图 42：鼎捷雅典娜联合 ISV 伙伴打造应用生态

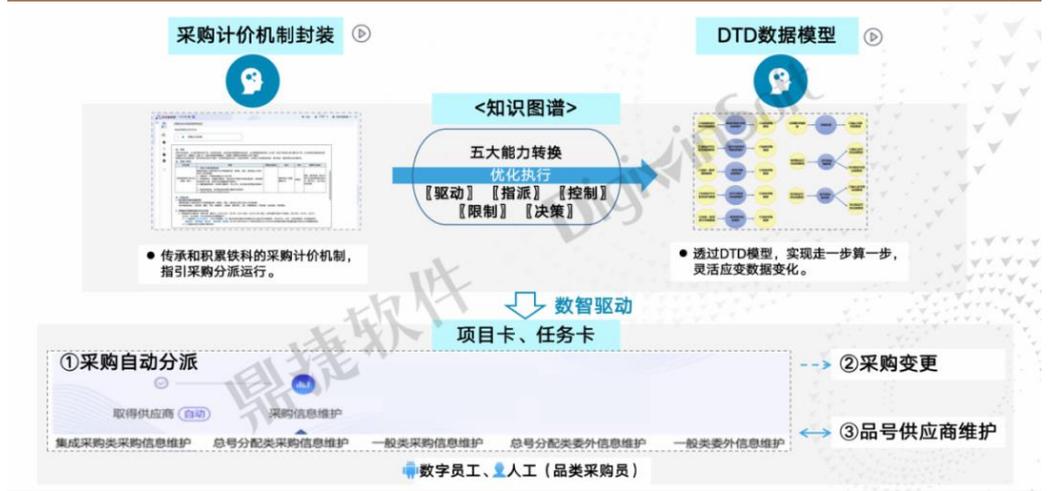


资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

3) 我们认为，通过鼎捷雅典娜平台的快速部署及广泛的 AI 应用生态，鼎捷雅典娜还可作为公司拓展大客户的抓手，带动 ARPU 的提升。根据公司 2024 年半年报，基于鼎捷雅典娜五个中台的数字化与赋能能力，公司按各行业场景发展数智化应用和方案，并与大客共创共建数智化场景，丰富智能化解决方案，打造了信通院、智奇铁路、铁科轨道、浔兴拉链等标杆案例。这或表明出公司雅典娜订单签约进展顺利，随着标杆案例示范效应逐渐体现以及公司平台能力的提升，未来鼎捷雅典娜订单有望实现快速突破。

例如，2022 年 11 月，铁科与鼎捷签约，引入鼎捷雅典娜 PaaS 平台，加速数智化进程。而今鼎捷雅典娜平台简化了铁科的工作流程、透明可视、全程可追溯。具体来看，部署雅典娜平台后，铁科实现采购处理时间：缩短 75%；物料分配准确率：超过 95%；新人培训时间：当天可执行作业。

图 43：鼎捷为铁科提供量身打造应用服务



资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

### 3.2. 雅典娜全线接入 DeepSeek, AI 应用创新再加速

2025 年 2 月，鼎捷宣布 DeepSeek 大模型已全面集成至鼎捷 IndepthAI 智能体平台及鼎捷全线智能应用，标志着鼎捷以“智能+”战略为引领，AI 布局再上新台阶。通过接入 DeepSeek 大模型的领先 AI 能力，鼎捷将为企业提供更智能、更高效、性价比更高的数智化方案，助力企业在快速变化的市场环境中实现高质量发展。

作为企业级 AI Agent 应用生成平台的标杆，鼎捷 IndepthAI 智能体平台与 DeepSeek 大模型的集成，将进一步提升鼎捷雅典娜平台在数据分析、智能决策、流程优化等方面的能力，加速平台 AI 能力布局和商业落地，拓展国产大模型应用生态圈，为客户在业务创新、私有化落地等诸多数智化转型场景应用，提供更多的选择。

图 44：鼎捷雅典娜接入 DeepSeek



资料来源：鼎捷微信公众号，德邦研究所

我们认为，DeepSeek 作为国产大模型持续出圈，与鼎捷雅典娜的结合将强化公司 AI 应用增长逻辑。

1) DeepSeek 大模型的强大推理能力，面对企业级端到端的复杂任务、流程任务、分析任务，也能够针对每一个环节逻辑思考，将复杂任务一步步分解为原子任务，可为用户提供更智能的数据感知与商业分析能力，有望使得客户更加显著体会到 AI 应用带来的效能，并有意愿为此增值服务付费；

2) DeepSeek 低成本的特征大幅降低客户 AI 应用部署门槛和试错成本，带来 AI 应用的普惠，提升鼎捷 AI 应用客户渗透度；

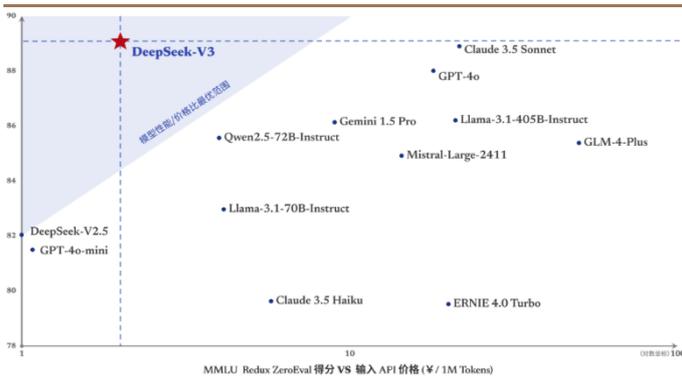
3) DeepSeek 作为国产大模型本身具备安全性，既可在鼎捷雅典娜公有云上线，又可探索私有云企业 AI 软硬件一体机解决方案，多种商业模式结合放大雅典娜平台商业价值。

图 45：推理模型重塑企业级智能体



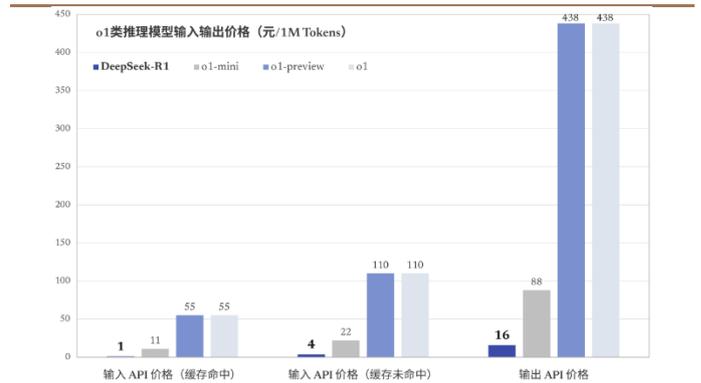
资料来源：用友微信公众号，德邦研究所

图 46：DeepSeek V3 的 API 定价相对可比模型大幅下降



资料来源：DeepSeek 微信公众号，德邦研究所

图 47：DeepSeek R1 的 API 定价相对可比模型大幅下降



资料来源：DeepSeek 微信公众号，德邦研究所

#### 4. 盈利预测与估值

公司深耕制造及流通行业经营 40 余年，积极推动技术创新、组织革新，优化经营管理策略，不断丰富行业 AI 应用场景，创新发展数智化转型与智能制造综合

解决方案。我们一方面看好公司聚焦优势领域的领先地位，公司优秀的服务经验有望随着全球化拓展实现从中国台湾到大陆到东南亚的逐次复制，同时伴随着宏观经济回暖下游需求有望复苏；另一方面，公司积极把握数智化转型趋势，围绕雅典娜平台，不仅实现传统业务“+AI”，更是基于鼎捷 AI 平台提供了丰富的“AI+”产品矩阵，赋能企业加速迈向数智化时代，打造公司第二增长曲线。

综合来看，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.58/29.90/34.94 亿元，同比增长 14.82%/16.90%/16.84%；归母净利润分别为 1.76/2.27/2.81 亿元，同比增长 17.24%/28.66%/23.80%。

**研发设计：**2024 上半年，公司研发设计类业务持续突破，在客户拓展方面，头部客户及上市公司占比持续扩大；在交付效率方面，交付团队持续定义和推广标准化交付方法论，成立行业化交付标准部，并持续检核标准化交付方法，有效地促进交付周期的缩短。同时，未来随着公司发布的业内首款融入 AI 技术的 PLM 在行业认知度不断提升，以及考虑到当前研发设计类业务占比较低，公司研发设计类业务有望维持较高速增长。我们预计公司 2024-2026 年研发设计类业务营业收入分别为 1.60/2.00/2.50 亿元，同比增长 30%/25%/25%。

**数字化管理：**在数字化管理类业务领域，公司不断聚焦行业经营，提高行业方案的复用率，洞察市场趋势，扩展行业方案数量，提升产品综合竞争力；公司进一步提升研发能力，围绕“以客户需求为中心”的设计，透过实际的市场、客户反馈，加速产品落地和发展。另外，公司在装备制造云、零售云、财务云发布多款 AI 应用场景化产品，有望随着 AI 渗透率提升取得积极成效。我们预计公司 2024-2026 年数字化管理类业务营业收入分别为 12.25/12.86/13.37 亿元，同比增长 1.5%/5%/4%。

**生产控制：**在产品研发方面，公司完成低代码平台研发迭代，针对软件底层架构进行国产软件适配，提升交付效率，其中在泛半导体行业重点发展智能工厂 CIM 数字化整体解决方案；在业务经营方面，公司加大资源投入抢占智能制造市场，紧跟行业趋势及客户需求，构建领先的行业产品及解决方案，通过专业的服务体系和方法赋能，客户满意度有效提升。我们预计公司 2024-2026 年生产控制类业务营业收入分别为 3.51/3.72/3.94 亿元，同比增长 5%/6%/6%。

**AIoT：**公司基于鼎捷雅典娜工业互联网平台，持续聚焦企业车间自动化与工艺智能化改造需求，打造设备云工业 APP、天枢控制器软硬融合方案及 OT 设备产品等解决方案和服务。我们预计公司 2024-2026 年 AIoT 业务营业收入分别为 7.75/10.85/14.65 亿元，同比增长 50%/40%/35%。

**毛利率：**公司产品业务领域已由数字化管理向研发设计、生产控制及 AIoT 领域拓展，AIoT 重点拓展 OT 设备产品、软硬融合应用 (IT+OT)、设备云工业 APP 及整厂规划 (EPC) 等方案与产品，相比纯软件业务毛利率较低。我们预计公司伴随着业务结构的变化，毛利率有所下降，2024-2026 年分别为 59.41%/57.91%/56.61%。

表 3：鼎捷数智盈利预测 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19.95	22.28	25.58	29.90	34.94
YOY	11.58%	11.65%	14.82%	16.90%	16.84%

毛利率	65.32%	61.91%	59.41%	57.91%	56.61%
研发设计	0.91	1.23	1.60	2.00	2.50
YOY	12.27%	34.43%	30.00%	25.00%	25.00%
数字化管理	12.60	12.07	12.25	12.86	13.37
YOY	12.39%	-4.20%	1.50%	5.00%	4.00%
生产控制	2.75	3.34	3.51	3.72	3.94
YOY	17.05%	21.46%	5.00%	6.00%	6.00%
AIoT	3.64	5.17	7.75	10.85	14.65
YOY	4.32%	42.02%	50.00%	40.00%	35.00%
其他	0.05	0.47	0.47	0.47	0.47
YOY	138.81%	784.75%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

估值方面,我们以 AI 应用厂商汉得信息、赛意信息、用友网络作为可比公司。公司围绕雅典娜平台积极对内对外加速平台 AI 能力布局和商业落地,并有望随着宏观经济回暖使得全球化拓展取得成效。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.76/2.27/2.81 亿元,同比增长 17.24%/28.66%/23.80%;对应 2025 年 2 月 26 日股价,预计公司 2024-2026 年 PE 为 60.1/46.7/37.7X。伴随着我国制造业数智化转型的深入,公司有望取得广阔的发展前景,且考虑到公司作为智能制造解决方案提供商,在制造业 ERP、PLM、MES 等领域处于领先地位,因此具有一定的估值增长空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)					市盈率 PE		
			22A	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
300378.SZ	鼎捷数智	39.0	0.5	0.6	0.6	0.8	1.0	60.1	46.7	37.7
可比公司										
300170.SZ	汉得信息	19.5	0.5	0.0	0.2	0.3	0.3	92.8	74.8	61.6
300687.SZ	赛意信息	24.3	0.6	0.6	0.6	0.8	1.0	37.3	31.0	25.5
600588.SH	用友网络	16.5	0.1	-0.3	-0.1	0.1	0.2	-221.6	255.9	107.8
平均值								-30.5	120.6	65.0

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所 (注: 可比公司数据来源于 Wind 一致预期, 鼎捷数智数据为德邦预测; 股票收盘价为 2025 年 2 月 26 日)

## 5. 风险提示

**雅典娜平台迭代不及预期:** 鼎捷雅典娜作为公司 AI 应用的源动力,对公司未来 AI 应用发展起到关键作用;

**AI 应用开发数量及产品性能不及预期:** AI 应用产品的丰富度以及不同 AI 应用的交互性能,决定着企业数智化转型过程当中对 AI 产品的接受度;

**AI 商业化进展不及预期:** 鼎捷对内对外开发系列 AI 应用以及 AI 工具链,商业化进展对于公司后续增长起到至关重要作用;

**制造业 IT 需求不及预期:** 制造业 IT 需求关乎公司软硬件市场开拓情况。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.65	0.84	1.03
每股净资产	7.68	8.18	8.85	9.67
每股经营现金流	0.40	1.30	0.94	1.59
每股股利	0.11	0.13	0.17	0.21
价值评估(倍)				
P/E	38.05	60.12	46.73	37.74
P/B	2.78	4.77	4.41	4.04
P/S	2.58	4.14	3.54	3.03
EV/EBITDA	16.61	30.51	24.51	19.89
股息率%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	61.9%	59.4%	57.9%	56.6%
净利润率	7.0%	7.1%	7.8%	8.3%
净资产收益率	7.3%	7.9%	9.4%	10.7%
资产回报率	4.6%	4.8%	5.5%	6.1%
投资回报率	6.5%	7.0%	8.4%	9.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.7%	14.8%	16.9%	16.8%
EBIT 增长率	24.1%	14.5%	29.3%	24.6%
净利润增长率	12.3%	17.2%	28.7%	23.8%
偿债能力指标				
资产负债率	32.7%	35.5%	37.7%	39.8%
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3
现金比率	0.9	0.8	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	57.4	61.4	58.7	59.8
存货周转天数	24.2	24.6	24.5	24.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	3.1	3.7	4.4	5.3

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	150	176	227	281
少数股东损益	5	6	7	9
非现金支出	107	68	72	73
非经营收益	-8	-31	-11	-11
营运资金变动	-146	133	-39	78
经营活动现金流	108	352	256	430
资产	-247	-210	-132	-108
投资	-60	-51	-63	-57
其他	-79	38	15	10
投资活动现金流	-386	-223	-180	-154
债权募资	23	34	29	32
股权募资	91	38	0	0
其他	-59	-57	-51	-63
融资活动现金流	54	15	-22	-31
现金净流量	-217	137	54	245

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,228	2,558	2,990	3,494
营业成本	849	1,038	1,259	1,516
毛利率%	61.9%	59.4%	57.9%	56.6%
营业税金及附加	15	18	21	24
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	702	772	849	934
营业费用率%	31.5%	30.2%	28.4%	26.7%
管理费用	244	259	279	307
管理费用率%	10.9%	10.1%	9.3%	8.8%
研发费用	223	290	333	383
研发费用率%	10.0%	11.3%	11.1%	11.0%
EBIT	219	250	324	404
财务费用	-4	-10	-11	-11
财务费用率%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	5	13	15	10
营业利润	228	260	334	409
营业外收支	0	0	0	5
利润总额	228	260	334	414
EBITDA	299	318	395	477
所得税	73	78	100	124
有效所得税率%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东损益	5	6	7	9
归属母公司所有者净利润	150	176	227	281

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	873	1,010	1,064	1,309
应收账款及应收票据	661	659	829	934
存货	66	76	95	113
其它流动资产	225	296	381	460
流动资产合计	1,825	2,041	2,368	2,817
长期股权投资	118	149	192	229
固定资产	708	687	674	656
在建工程	25	29	37	42
无形资产	201	242	306	358
非流动资产合计	1,444	1,613	1,716	1,794
资产总计	3,268	3,654	4,085	4,610
短期借款	23	58	87	119
应付票据及应付账款	230	255	325	382
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	748	915	1,059	1,263
流动负债合计	1,001	1,228	1,471	1,764
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	69	69	69	69
非流动负债合计	69	69	69	69
负债总计	1,070	1,297	1,540	1,833
实收资本	269	271	271	271
普通股股东权益	2,067	2,220	2,401	2,624
少数股东权益	131	137	144	154
负债和所有者权益合计	3,268	3,654	4,085	4,610

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈涵泊：德邦证券计算机行业首席分析师，上海交通大学信息安全本科，电子与通信工程硕士，曾任职于中信证券研究部、天风证券研究所，多年计算机行业研究经验，具备成熟的计算机研究框架、自上而下产业前瞻视野，云计算领域深入研究。2022-2023年新财富最佳分析师入围（团队），2023年新浪金麒麟最佳分析师第五名（团队）。

王思：德邦证券计算机行业研究助理，湖南大学金融学学士，武汉大学金融学硕士，主要覆盖工业软件、云计算、网安等方向。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。