

鼎捷数智(300378)

报告日期：2025 年 04 月 27 日

工业互联网龙头厂商，打造国内首个制造业多智能体协同平台

——鼎捷数智深度报告

投资要点

深耕行业 40 余年，发展成为工业制造领域软件龙头供应商

公司以 ERP 产品和智能制造解决方案为核心，积极推进云领域与工业互联网领域的创新应用研发，助力企业实践数字化转型。公司构建数智驱动的新型工业互联网平台——鼎捷雅典娜，并基于此拓展装备制造云、零部件云、财务云等行业化场景 AI 应用，以及各类通用型 AI 应用，持续助力企业客户数智化转型。

公司产品服务矩阵完善，多个细分赛道市占率优势显著

2021-2024 年公司研发设计、数字化管理、生产控制以及 AIoT 业务营收 CAGR 分别达到 21.03%/2.00%/12.50%/21.82%，公司在中国制造业 ERP 软件市场销售份额中位居本土厂商第一，占有率达到 14.8%，同时公司 MES、PLM 软件在多个细分行业的市占率均位居国内厂商第一梯队。未来公司有望深度受益于新型工业化进程叠加国家政策引导，保持高质量成长。

布局 AI+工业应用抢抓先机，率先构建智能制造领域多智能体协同平台

2025 年 2 月，公司宣布 DeepSeek 大模型全面集成至鼎捷 InDepthAI 智能体平台及鼎捷全线智能应用。同时，公司拟发布制造业多智能体协议 MACP 以及制造业通用多智能体协作平台 Commander 2.0，平台能够深刻理解企业的知识体系、业务流程与数据，并通过鼎捷 MACP 多智能体上下文协议，实现智能体之间的自然协同交互，提升智能体的兼容性和合作效率。在鼎捷 MACP 协议框架下，制造业的工作场景有望实现从传统人工协调到智能化协作的转型。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 26.57/30.75/36.35 亿元，同比增长 14.03%/15.69%/18.23%，归母净利润分别达到 1.93/2.44/3.17 亿元，同比增长 23.82%/26.54%/29.99%，对应 EPS 分别为 0.71/0.90/1.17 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、市场竞争加剧的风险；2、业务开拓不及预期的风险；3、技术迭代不及预期的风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：陶蕴琦

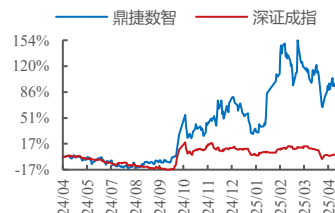
执业证书号：S1230524090010

taoyunqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 34.00
总市值(百万元)	9,227.36
总股本(百万股)	271.39

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2330.67	2657.11	3074.59	3635.13
(+/-) (%)	4.62%	14.03%	15.69%	18.23%
归母净利润	155.64	192.72	243.87	317.02
(+/-) (%)	3.59%	23.82%	26.54%	29.99%
每股收益(元)	0.57	0.71	0.90	1.17
P/E	59.28	47.88	37.84	29.11

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 26.57/30.75/36.75 亿元，同比增长 14.03%/15.69%/18.23%，归母净利润分别达到 1.93/2.44/3.17 亿元，同比增长 23.82%/26.54%/29.99%，对应 EPS 分别为 0.71/0.90/1.17 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 公司核心工业软件产品市占率持续提升；
- 2) 公司工业 AI 及智能体应用加速打开市场空间；

● 我们与市场的观点的差异

【市场认为】工业软件行业景气度与宏观及制造业情况紧密相关，市场担心宏观制造业景气度短期承压，导致下游企业软件及 IT 支出预算受到影响，进而导致公司经营情况不及预期。

【我们认为】一方面，在新型工业化进程下，制造业企业对于精细化运营以及经营效率需求的提升将拉动对核心工业软件产品的采购意愿；另外一方面，AI 大模型加速在工业制造领域的渗透，国家在政策层面积极引导加快 AI 等智能技术赋能制造业，行业有望迎来新一轮快速增长期。

● 股价上涨的催化因素

国家工业软件相关政策发布、公司工业+AI 智能体应用发布；

● 风险提示

1、市场竞争加剧的风险；2、业务开拓不及预期的风险；3、技术迭代不及预期的风险。

正文目录

1 工业互联网赛道龙头厂商，整体经营持续成长	5
1.1 智能制造领域综合解决方案龙头供应商，深耕行业超 40 年	5
1.2 股权结构稳定，核心管理层经验丰富	6
1.3 整体经营保持稳健成长，经营效率不断提升	7
2 构建雅典娜工业互联网生态，智能制造产品服务矩阵完善	8
2.1 公司布局智能制造综合解决方案，位居多行业市占率龙头	8
2.2 构建完善数智化转型产品服务体系，雅典娜赋能新型工业互联网平台	10
2.3 行业视角：制造业 ERP、MES 等市场规模均有望保持持续增长	12
3 工业+AI 应用加速渗透，公司首发制造业多智能体协议	13
3.1 工业大模型应用已逐步渗透至工业制造各细分环节	13
3.2 雅典娜中台应用，持续融合 AI 大模型能力推动性能迭代	14
3.3 接入 DeepSeek 大模型，打造业内首个多智能体协作平台	15
3.4 持续深化华为云合作，深度赋能制造业数字化智能化	17
4 盈利预测与估值	18
5 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司核心业务概览.....	5
图 3：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）	6
图 4：2016 年~2025 年 Q1 公司营业总收入情况	7
图 5：2016 年~2025 年 Q1 公司归母净利润情况	7
图 6：2021-2024 年公司分业务营收情况（单位：百万元）	7
图 7：2016 年~2024 年公司毛利率、净利率情况	7
图 8：2018 年~2024 年公司费用率情况	8
图 9：2020 年~2024 年公司分地区营收情况	8
图 10：鼎捷雅典娜工业互联网平台架构.....	9
图 11：鼎捷 MES 实现数字化车间智能建模.....	10
图 12：鼎捷 MES 系统实现高效现场作业调度.....	10
图 13：2023 年中国制造业 ERP 软件市场份额.....	11
图 14：2022 年中国高科技电子及计算机通信 MES 解决方案厂商份额	11
图 15：2023 年中国装备制造 PLM 解决方案厂商份额	11
图 16：2023 年中国高科技电子及计算机通信 PLM 解决方案厂商份额	11
图 17：工业软件产业链.....	12
图 18：2018~2023 年工业软件产品收入情况（单位：亿元）	12
图 19：我国 ERP 软件市场规模趋势.....	13
图 20：2023 年我国 ERP 软件行业应用市场结构.....	13
图 21：大模型在工业全链条的应用探索	13
图 22：2019-2029 年全球工业 AI 市场规模预测.....	14
图 23：2018-2025 年人工智能在中国制造业应用市场规模.....	14
图 24：AI 文生设计应用.....	15
图 25：AI 智能采购参谋应用.....	15
图 26：雅典娜中台全面接入 DeepSeek 大模型.....	16
图 27：鼎捷 PLM 集成 DeepSeek 实现 RAG 应用.....	16
图 28：鼎捷 MACP 协议赋能制造业工作场景.....	17
图 29：大模型在工业全链条的应用探索	18
表 1：公司核心高管履历.....	6
表 2：公司工业软件产品覆盖四大业务领域.....	8
表 3：公司产品在各细分行业中市占率均具备优势	9
表 4：鼎捷 ERP 产品矩阵	10
表 5：2023 年以来国家层面制造业数字化转型相关政策	12
表 6：我国 AI+制造业内应用相关政策	14
表 7：公司雅典娜中台接入多个行业优质 AI 大模型.....	15
表 8：公司 PLM 产品结合 DeepSeek 大模型典型用例.....	16
表 9：盈利预测表（单位：百万元）	19
表 10：可比公司估值（注：总市值日期为 2025 年 4 月 25 日）	19
表附录：三大报表预测值.....	21

1 工业互联网赛道龙头厂商，整体经营持续成长

1.1 智能制造领域综合解决方案龙头供应商，深耕行业超 40 年

深耕工业制造领域超 40 年，逐步发展成为工业制造领域软件龙头供应商。公司成立于 1982 年，在“智能+”整体战略布局下，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，积极推进云领域与工业互联网领域的创新应用研发，助力企业实践数字化转型。目前公司业务领域已全面覆盖工业软件的四大类别，并持续融合人工智能、大数据、物联网、云计算等数字信息前沿技术，推进鼎捷雅典娜新型工业互联网平台的研发升级与应用拓展。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司经过 40 余年的技术沉淀与经验积累，深度参与超过 50000 家企业转型实践。公司持续创新数智化转型与智能制造综合解决方案，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。公司成功构建数智驱动的新型工业互联网平台——鼎捷雅典娜，并基于此拓展装备制造云、零部件云、财务云等行业化场景 AI 应用，以及 ChatFile 和高管 AI 数智助理等通用型 AI 应用，持续助力企业客户数智化转型。

图2：公司核心业务概览

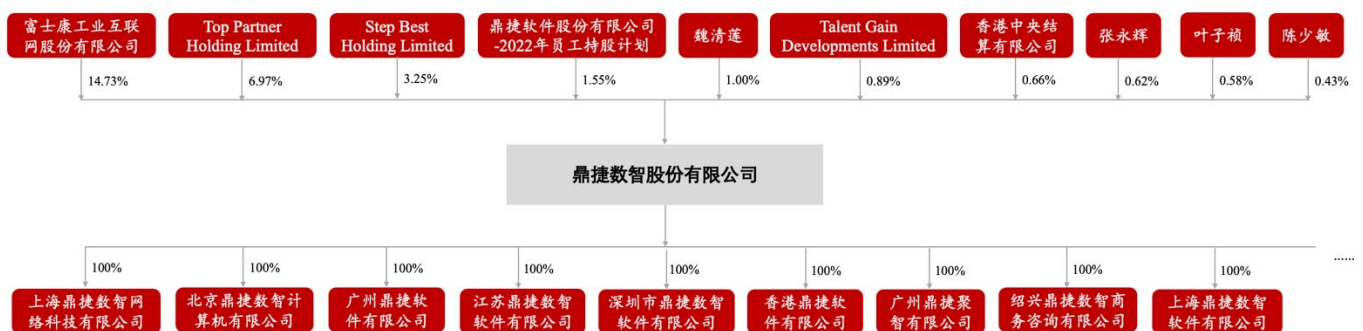


资料来源：公司财报，浙商证券研究所

1.2 股权结构稳定，核心管理层经验丰富

工业富联成为战略股东，股权结构相对稳定。2020年7月，公司引进工业富联成为战略投资股东，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。目前工业富联持有公司3997.13万股股份，占公司股份总数的14.73%。公司无控股股东、实际控制人，为保持公司股权结构的稳定性，工业富联与香港TOP、叶子桢先生、孙蔼彬先生、新蔼咨询于2020年7月4日签署了《一致行动人协议》，并于2023年12月续签了《补充协议》，延长《一致行动人协议》36个月的有效期。

图3：公司股权结构（截至2024年12月31日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司核心高管从业经验丰富，管理团队稳固。公司董事长叶子桢先生对软件业及企业信息化有丰富的经验及前沿的见解，运营经验丰富。鼎新电脑、鼎捷软件创办人孙蔼彬先生于管理软件与互联网IT服务领域专注经营四十多年，行业经验丰富。公司核心技术人员均具有多年工业软件行业经验，部分高管已服务公司二十余载，管理层资深且稳固。

表1：公司核心高管履历

姓名	职位	履历
叶子桢	董事长、总裁	硕士学历。1993年加入鼎新电脑，历任鼎新电脑事业部经理、事业群总经理、副总裁及总裁，对软件业及企业信息化有丰富的经验及前沿的见解，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月起至今任鼎捷软件董事长。
张苑逸	董事、财务负责人兼副总裁	学士学历。2001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。曾任公司项目经理、证券办公室副总经理、董事会秘书，现任公司董事、执行副总裁、财务负责人。
刘波	董事、副总裁	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。现任鼎捷软件董事、执行副总裁，负责大陆营运区事务以及制定公司大陆区的经营策略。
潘泰猷	执行副总裁	学士学历。2005年加入鼎新电脑，历任系统规划师、业务经理、事业部总经理、中国台湾东南亚营运区副总裁等职位，拥有近20年的资讯软体业经验，现任鼎捷软件执行副总裁，负责非大陆营运区事务，制定公司非大陆区的经营策略，并推动经营目标达成。
林健伟	执行副总裁、董事会秘书	英国阿伯里斯特维斯大学会计与金融学士学位，以及英国格拉斯哥大学国际会计与金融管理硕士学位。2018年11月至今先后担任鼎捷软件资本运作专案经理、投融资管理中心兼证券办公室总监，负责公司三会治理、证券合规、信息披露、投资者关系以及资本运作等相关重点工作。现任公司执行副总裁、董事会秘书。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 整体经营保持稳健成长，经营效率不断提升

公司营收保持稳健增长态势，2022 年以来主营业务盈利能力持续提升。2024 年，公司实现营业收入 23.31 亿元，同比增长 4.6%，2017-2024 年复合增长率为 9.7%，公司业务保持稳健发展。2025 年前三季度，公司实现营业收入 4.23 亿元，同比增长 4.3%。

净利润方面，2024 年，公司实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 3.6%。除 2021 年受宏观经济环境影响，公司整体盈利能力不断提升。2025 年第一季度，公司归母净利润 -0.08 亿元，亏幅同比有所收窄。

图4：2016 年~2025 年 Q1 公司营业总收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：2016 年~2025 年 Q1 公司归母净利润情况

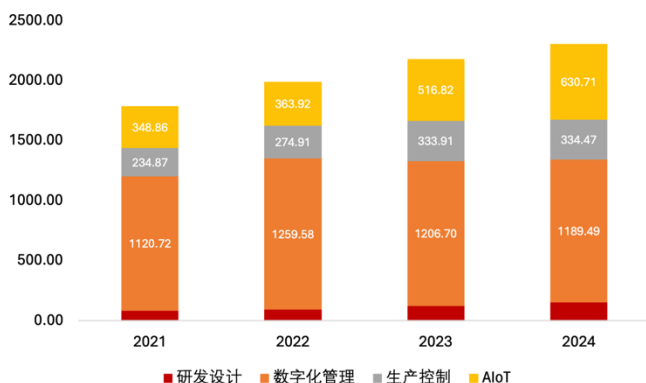


资料来源：Wind，浙商证券研究所

分业务看，公司 AIoT 及研发设计业务保持较快增长。2024 年，公司研发设计、数字化管理、生产控制以及 AIoT 业务分别实现收入 1.52/11.89/3.34/6.31 亿元，同比增长 23.33%/-1.43%/0.17%/22.04%，2021-2024 年 CAGR 分别为 21.03%/2.00%/12.50%/21.82%。

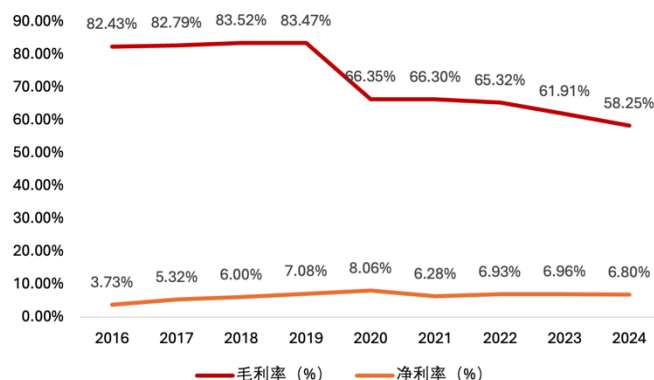
2025 年第一季度公司毛利率同比大幅好转。公司 2024 年整体毛利率、净利率分别为 58.25%和 6.80%，毛利率和净利率同比下滑 3.66pct 和 0.16pct，净利润率整体维持稳定。2025 年第一季度，公司整体毛利率为 59.68%，同比大幅提升 4.37pct，未来 AI 技术商业化与产品推广的持续推进，有望为公司盈利能力增长提供动力。

图6：2021-2024 年公司分业务营收情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

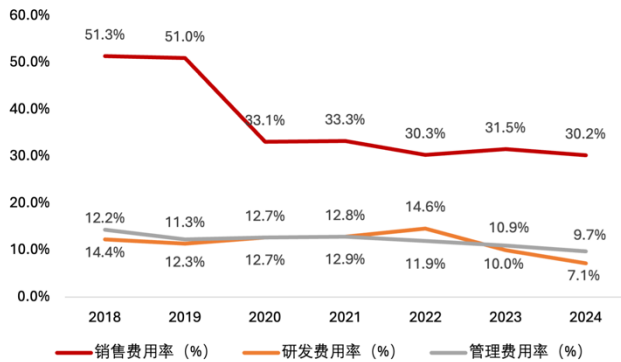
图7：2016 年~2024 年公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

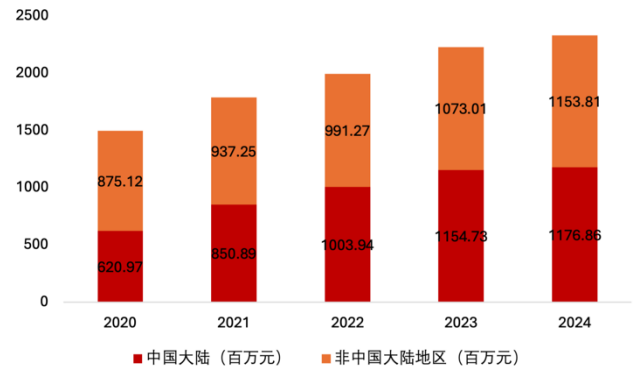
公司费用率结构进一步优化，研发投入持续加码，完善生成式 AI 应用矩阵。2024 年公司销售、管理和研发费用率分别为 30.2%、7.1%和 9.7%，同比分别下降 1.34pct/2.86pct/1.21pct。公司中国大陆业务保持快速增长。按地区分，2024 年公司中国大陆及非中国大陆地区营收分别为 11.77 和 11.54 亿元，同比分别增长 1.92%、7.53%。2020-2024 年公司来自中国大陆和非中国大陆地区的营收 CAGR 分别为 17.33%和 7.16%，大陆业务整体增速快于非大陆地区业务。

图8：2018 年~2024 年公司费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2020 年~2024 年公司分地区营收情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 构建雅典娜工业互联网生态，智能制造产品服务矩阵完善

2.1 公司布局智能制造综合解决方案，位居多行业市占率龙头

公司持续创新数智化转型与智能制造综合解决方案，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。同时公司持续融合 AI、大数据、物联网、云计算等数字信息前沿技术，推进鼎捷雅典娜新型工业互联网平台的研发升级，拓展数智驱动的 AI 新应用，聚合 ISV 伙伴、创新开发者、IaaS 合作伙伴，打造新一代数据引擎和数字底座，让数据从助力变成动力，从支持企业运行到驱动千行百业数智化转型，创造客户数字价值。

表2：公司工业软件产品覆盖四大业务领域

业务领域	产品布局
研发设计类	持续聚焦电子、半导体、装备制造、汽车零部件等行业，为企业在产品导入、成长、成熟到衰退阶段提供全生命周期管理，帮助企业整合数据、流程、业务系统以及人员信息，并通过价值交付从深层次解决企业的研发生产协同管理问题。
数字化管理类	公司以 T100（面向大型及超大型集团企业）、E10（面向中大型集团企业）和易飞（面向中小型企业）等产品为企业提供数字化管理服务，全面满足制造与流通企业不同发展阶段的经营管理需求，创造客户数字价值。
生产控制类	聚焦半导体、装备制造、电子、汽车零部件、五金机加及注塑等优势行业，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，并持续创新 CIM 数字化整体解决方案，深化泛半导体行业智能工厂解决方案。
AIoT 类	基于鼎捷雅典娜，聚焦制造企业的车间自动化与工艺智能化需求，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。

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

鼎捷雅典娜工业互联网平台是采用新一代的数字信息技术和人工智能技术，以智驱中台、业务中台、数据中台、知识中台、互联中台五大中台为支撑，所完整建构的企业级 PaaS 平台，是支撑企业数智化转型的数字底座。鼎捷雅典娜持续融合微软 Azure GPT 并引入国内优秀开源大模型能力，结合在制造领域数据沉淀，发展制造行业大模型，形成如 IndepthAI、智能问答和敏捷数据等一系列灵活可组装的平台能力。

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。

图10：鼎捷雅典娜工业互联网平台架构



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

公司客户基础优势显著，行业市占率持续巩固。公司凭借对多个聚焦行业的业务形态、业务需求、业务模式的深刻理解和经验沉淀，为全球累计超 50,000 家客户提供数智化转型，实现“智能+”变革。公司大型集团客户包括复旦微电子、东富龙、老板电器等众多样板案例，专精特新客户近 800 家。在中国台湾地区，公开发行上市企业业务的覆盖家数已达 77%；而在中国大陆地区，公司在制造业 ERP 软件市场销售份额位居本土厂商第一，达 14.8%。

表3：公司产品在各细分行业中市占率均具备优势

下游行业	业务成果
半导体	公司深耕超 25 年，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%，
汽车零部件	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%。
装备制造	公司深耕超 20 年，已服务超 7,000 家装备制造行业客户，机械设备上市企业营收百强客户占比达 20%。
电子领域	A 股上市消费电子企业客占率近 40%。

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

2.2 构建完善数智化转型产品服务体系，雅典娜赋能新型工业互联网平台

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。自成立以来，面向企业不同发展阶段的经营管理需求，公司凭借多年技术积累和行业洞察，已构建涵盖大中小型客户的完善的 ERP 产品矩阵，覆盖多种运营领域与应用场景。公司的 ERP II 产品包括 BPM、BI 和 HR，从传统 ERP 的资源优化和业务处理扩展到利用企业间协作运营的资源信息，实现协同商务。

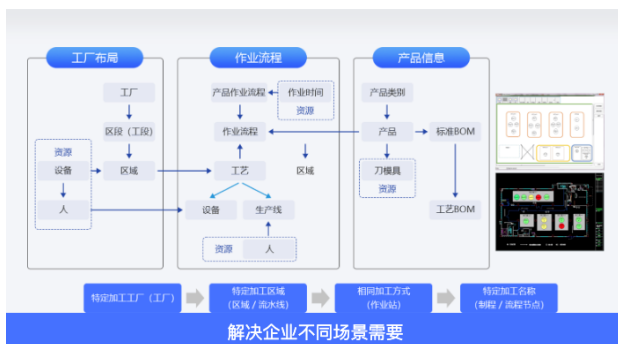
表4：鼎捷 ERP 产品矩阵

客户类型	ERP 产品	介绍
集团型、超大型企业	T100	以用户为核心，致力打造智慧云平台，提供全方位、全生命周期的服务，协助企业快速建立大规模、个性化、定制化的智能制造。
	TOP GP	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，为集团企业提供全方位信息化解决方案，让企业适时掌握全球信息，运筹帷幄于千里。
成长企业	E10	融合鼎捷智能制造方案，助力制造业实现供应链协同、智能排程、智能物流、车间可视化管理、精细化管理等，实现转型升级；支持多样的集团组织管理，满足企业在集团一体化发展(水平一体化、垂直一体化)和多元化发展的管理需求。
中大型企业	易飞	为中小型企业提供一体化 ERP 解决方案，涵盖进销存管理、制造管理、质量管理、成本管理、设备管理、财务管理和完善的内控内审循环等功能，并能够与 PDM、CRM、HR、电子商务、PORTAL 等产品无缝集成。
	易成	立足烘焙、包装食品、休闲饮品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，专注研究和积累全球领域流通应用，在产供销、财务业务一体化的整体设计上，提供连锁零售完整、深入的信息系统解决方案。
小型、小微企业	易助	专为中小微企业打造的简单易用、行之有效的管理软件，适用于机械、五金、汽配、电子加工业等制造行业，涵盖财务管理、进销存管理、生产管理、客户关系管理(CRM)、决策支持系统、HR 系统、OA 系统、条码管理等八大管理范畴。
	易助云	基于 ERP 云服务业务转型而打造的企业 ERP 云服务平台，技术上在云端部署好软件和数据库，企业通过网络登录易助云平台即可在线享用安全、优质、专业的易助 ERP 服务。
	企明星	专注于中小型商贸企业的软件产品，具有简单实用、价格实惠等特点，既能满足处于创业期和成长期企业初步信息化诉求，又能适应多数行业不同规模企业，是一套容易普及应用广泛的中小型管理软件。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

链接企业运营和生产制造，鼎捷 MES 为企业创造核心价值。鼎捷 MES 与 ERP 进行耦合性集成，使企业生产制造系统的信息与营运系统的信息进行勾稽，实现精细化管理。基于物联网的解决方案，鼎捷智能车间从缩短周期、降本增效及提升质量三个核心维度给企业带来显著的应用效益。具体而言，可实现制造周期缩短 45%、在制品 WIP 减少 30%，效率提升 26%、成本降低 27%，以及质量过失减少 70%、缺点数降低 25%。

图11：鼎捷 MES 实现数字化车间智能建模



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

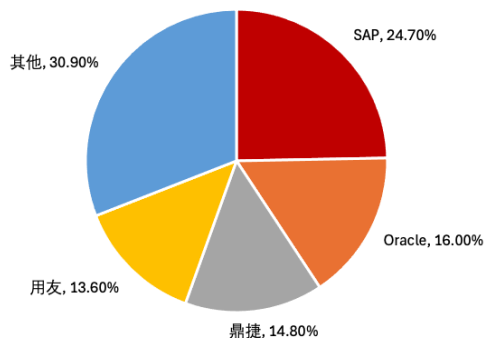
图12：鼎捷 MES 系统实现高效现场作业调度



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

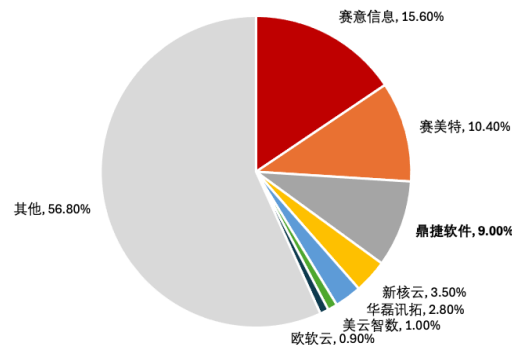
公司 ERP 及 MES 软件国内行业市占率处于第一梯队。在中国大陆地区，根据前瞻研究院数据，公司在中国制造业 ERP 软件市场销售份额中位居第三，在本土厂商中排名第一，达到 14.8%，与国际龙头企业差距缩小。根据 IDC 的数据，公司 MES 产品在高科技电子及计算机通信、装备制造、汽车零部件市场分别占有 9%、5%和 3%的份额。在半导体领域，全球头部厂商鼎捷合作占比约三成；在汽车零部件领域，鼎捷累计服务国内近千家企业，A 股上市汽车零部件企业中鼎捷客户占比近 20%。

图13：2023 年中国制造业 ERP 软件市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

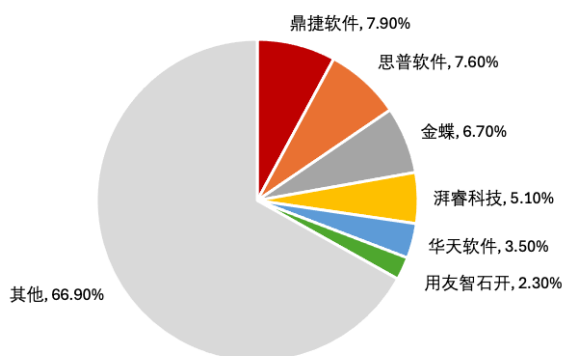
图14：2022 年中国高科技电子及计算机通信 MES 解决方案厂商份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

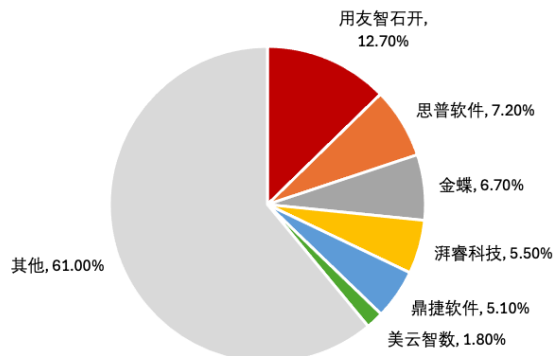
适应企业数字化转型升级需求，公司加速开拓 PLM 市场，优先专注电子、半导体、装备制造、汽车零部件等离散型行业。研发创新是推动企业数字化转型的基础和核心，鼎捷 PLM 协助企业建立基于需求驱动的、设计制造一体化协同的产品正向研发体系，无缝衔接并协同管理需求分析、产品设计、仿真、分析、制造、维护、报废等各个环节，推动企业实现端到端的研发数字化转型。根据 IDC 研究，2023 年的中国 PLM 市场规模排名前三的行业分别为高科技电子及计算机通信、装备制造、整车及汽车零部件，公司依托在 MES 深耕行业中的知识及客户资源的积累，在三大应用场景中均表现亮眼，所占市场份额分别为 5.1%、7.9%、3.4%。其中鼎捷在装备制造领域市占率排名第一。

图15：2023 年中国装备制造 PLM 解决方案厂商份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图16：2023 年中国高科技电子及计算机通信 PLM 解决方案厂商份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

2.3 行业视角：制造业 ERP、MES 等市场规模均有望保持持续增长

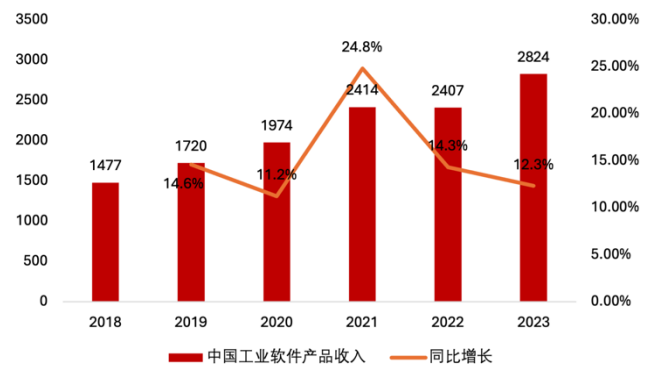
工业软件细分领域众多，市场保持稳健增长态势。工业软件是指应用于工业领域，为提高工业研发设计、业务管理、生产调度和过程控制水平的相关软件和系统。根据产品的具体用途，主要划分为经营管理、研发设计、生产制造、工业嵌入式四大类别。近年来，中国工业软件行业规模持续扩大。根据工业和信息化部数据，2023 年中国工业软件产品收入达到 2824 亿元，同比增长 12.3%。在“中国制造 2025”战略的推动下，制造业企业加速信息化与工业化的深度融合，对工业软件及信息化服务的需求有望继续增长。

图17：工业软件产业链



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图18：2018~2023 年工业软件产品收入情况（单位：亿元）



资料来源：工信部，浙商证券研究所

发展数字经济作为国家重要发展战略，工业软件是发展数字经济的重要基石之一。

2023 年以来一系列政策陆续出台，不断推动以科技创新为驱动力的新质生产力发展，强调数据作为新型生产力要素的重要价值，探索制造业数字化转型的路径和模式，带动工业软件行业稳固发展。

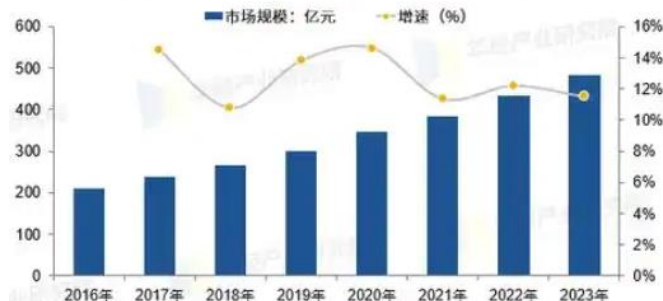
表5：2023 年以来国家层面制造业数字化转型相关政策

相关政策	颁布时间	相关部门	核心内容
《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》	2023.12	工信部等	到 2027 年，传统制造业高端化、智能化、绿色化、融合化发展水平明显提升，有效支撑制造业比重保持基本稳定，在全球产业分工中的地位和竞争力进一步巩固加强。工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、70%。
《数据要素×三年行动计划（2024-2026）》	2023.12	国家数据局等 17 部门	通过加强数据资源的开发利用、促进数据流通交易、完善数据安全保障等措施，全面激活数据作为生产要素的潜力，推动数字经济的全面发展。
全国两会《政府工作报告》	2024.3	—	2024 年将积极推进数字产业化和产业数字化，促进数字技术与实体经济的深度融合，实施制造业数字化转型行动，加快工业互联网规模化应用。
《数字经济 2024 年工作要点》	2024.4	发改委、国家数据局	从布局数字基础设施、构建数据基础制度、推动产业数字化转型、加快数字技术创新等九个方面对数字经济的重点工作进行部署。
《推动工业领域设备更新实施方案》	2024.4	工信部等七部门	在实施先进设备更新行动方面，加快更新替代落后低效设备，升级高端先进设备。在实施数字化转型行动方面，推广应用智能制造设备，加快建设智能工厂，加快新一代信息技术与制造全过程、全要素深度融合，加快工业互联网、物联网、5G、千兆光网等新型网络基础设施规模化部署，探索基于人工智能的智能制造新模式，推进制造技术突破、工艺创新、精益管理、业务流程再造。
《制造业数字化转型行动方案》	2024.5	国常会	根据制造业的多样化需求，分行业分领域挖掘典型场景，加快核心技术攻关和成果推广应用，加大对中小企业数字化转型的支持，与开展大规模设备更新行动、实施技术改造升级工程等有机结合，探索形成促进中小企业数字化转型长效机制。

资料来源：国务院，财政部，工信部，国常会，国家数据局，浙商证券研究所

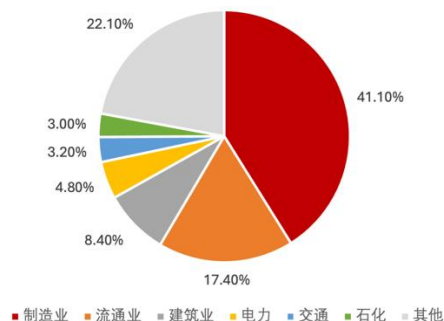
我国 ERP 软件市场规模接近 500 亿元，制造业为主要应用市场。根据华经产业研究院数据，2023 年我国 ERP 软件市场规模达到 481.9 亿元，保持持续增长态势；从下游应用行业来看，制造业为我国 ERP 软件应用的第一大行业，占比达到 41.1%，其次为流通行业、建筑行业 and 电力行业，占比分别为 17.4%、8.4%和 4.8%。

图19：我国 ERP 软件市场规模趋势



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图20：2023 年我国 ERP 软件行业应用市场结构



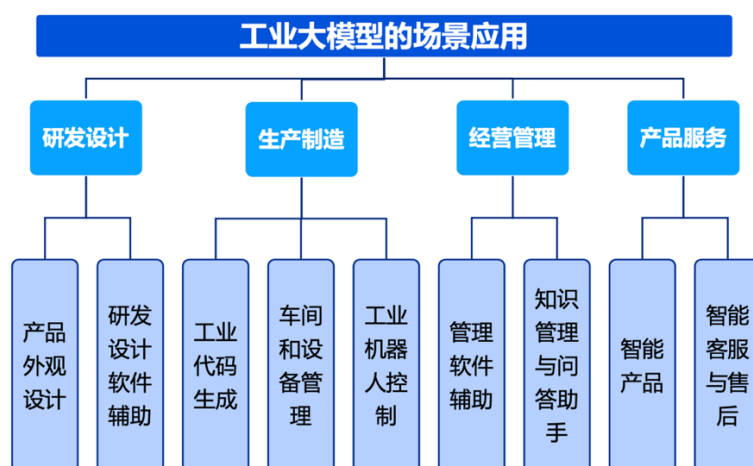
资料来源：观研天下，浙商证券研究所

3 工业+AI 应用加速渗透，公司首发制造业多智能体协议

3.1 工业大模型应用已逐步渗透至工业制造的各细分环节

工业大模型应用已逐步渗透至工业制造的各细分环节。从工业产品生命周期的角度，可以将工业场景概括为研发设计、生产制造、经营管理、产品服务四个主要环节，根据腾讯研究院整理的 99 个工业大模型的应用案例，目前工业领域的 AI 大模型的场景应用已渗透至外观设计、工业代码生成、知识管理与问答助手等各个细分场景，国内外厂商基于工业 AI 模型的内部赋能以及外部商业化落地正在不断推进。

图21：大模型在工业全链条的应用探索

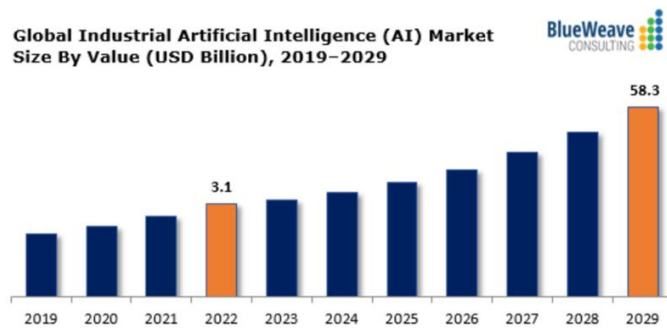


资料来源：腾讯研究院，浙商证券研究所

2029 年全球工业 AI 市场规模有望达到 583 亿美元。BlueWeave Consulting 数据显示，2022 年全球工业 AI 市场规模约为 31 亿美元，预计到 2029 年这一市场规模将达到 583 亿美元，2022-2029 年复合增长率约为 52.07%。我国 AI+工业应用有望加速渗透，2025 市场规

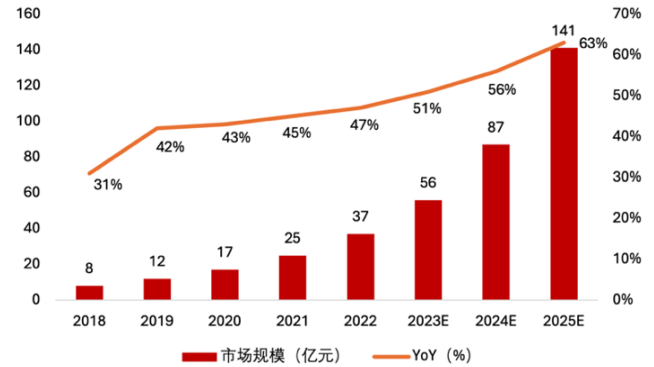
模超 140 亿元。根据德勤数据预测，至 2025 年我国人工智能在制造业应用的市场规模有望达到 141 亿元，2018-2025 年复合增长率达到 50.67%。

图22： 2019-2029 年全球工业 AI 市场规模预测



资料来源：BlueWeave Consulting，浙商证券研究所

图23： 2018-2025 年人工智能在中国制造业应用市场规模



资料来源：德勤，浙商证券研究所

国家多次发布政策强调提升制造业的发展质量，加快人工智能等智能技术赋能。政策推动人工智能技术在柔性制造、机器人协助制造、工业检测、设备互联管理等深层次应用场景的探索，完善智能制造产业生态。科技部等六部门发布《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》，鼓励在制造等重点行业深入挖掘人工智能技术应用场景，促进智能经济高端高效发展；同时，《“十四五”智能制造发展规划》等政策强调，加强关键核心技术攻关，研发人工智能、5G、大数据、边缘计算等在工业领域的适用性技术，增强融合发展新动能。

表6： 我国 AI+制造业内应用相关政策

时间	颁布主体	政策名称	主要内容
2021.12	工业和信息化部等八部门	《“十四五”智能制造发展规划》	研发人工智能、5G、大数据、边缘计算等在工业领域的适用性技术：推动数字孪生、人工智能、5G、大数据、区块链、虚拟现实（VR）/增强现实（AR）/混合现实（MR）等新技术在制造环节的深度应用，探索形成一批“数字孪生+”“人工智能+”“虚拟/增强/混合现实（XR）+”等智能场景；
2022.07	科技部等六部门	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	鼓励在制造等重点行业深入挖掘人工智能技术应用场景，促进智能经济高端高效发展。制造领域优先探索工业大脑、机器人协助制造、机器视觉工业检测、设备互联管理等智能场景；
2022.08	科技部	《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》	针对流程制造业、离散制造业工厂中生产调度、参数控制、设备健康管理等关键业务环节，综合运用工厂数字孪生、智能控制、优化决策等技术，在生产过程智能决策、柔性化制造、大型设备能耗优化、设备智能诊断与维护等方面形成具有行业特色、可复制推广的智能工厂解决方案，在化工、钢铁、电力、装备制造等重点行业进行示范应用；
2024.01	工业和信息化部等七部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	深化新一代信息技术与制造业融合，加快推动产业链结构、流程与模式重构，开拓未来制造新应用。发挥中央企业丰富场景优势，加快建设多元化未来制造场景；

资料来源：36氪研究院，浙商证券研究所

3.2 雅典娜中台应用，持续融合 AI 大模型能力推动性能迭代

公司积极融合 AI、大数据等智能技术，持续推进鼎捷雅典娜平台的研发升级，拓展数智驱动的 AI 新应用，基于深厚的行业 know how 持续推动 AI 在 TO B 领域的场景落地，

赋能千行百业数智化转型。公司以“智能+”战略为引领，多领域布局，构建了强大的鼎捷领域大模型，还整合了如 DeepSeek、GPT 全系列模型、通义千问、豆包、文心一言等先进大模型，积极拓展 AI 应用场景。

表7：公司雅典娜中台接入多个行业优质 AI 大模型

时间	接入模型	具体内容
2023 年初	文心一言	公司作为百度文心一言首批生态合作伙伴，通过百度智能云全面体验并接入文心一言的技术能力，通过 AI 技术的加持，加快推进对话式语言模型技术在国内数智驱动场景的快速着陆。
2023 年 6 月	GPT	公司全资子公司台湾鼎新数智与台湾微软开展技术合作，依托双方在 LLM 的技术优势，开发出引入 GPT 能力的新型应用，通过手机端的语音与输入等互动，实现自然搜集数据，将各方面零散的信息汇整，完成复杂的多人会议时间协调、项目进度追踪等工作项目，从而融合企业运营的业务知识与经验形成数智驱动。
2024 年	豆包	鼎捷 IndepthAI 智能体平台引入豆包大模型，以其丰富的多模态能力，为客户 AI 应用场景拓展提供更广阔的空间。
2025 年 2 月	DeepSeek	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，

资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

作为企业级 AI 智能体应用生成平台，鼎捷以大模型为核心底座，以生成式驱动为核心理念，构筑出鼎捷雅典娜平台的“企业数字运行空间”，为企业提供多元化的 AI 能力，包含一分钟创建企业级智能问答系统、生成 3D 图纸等诸多新一代智能应用。

其中，**文生设计**以 AI+方式作为技术驱动力，创新企业设计环节，通过鼎捷领域大模型为基础，封装企业图纸及设计经验，以自然语言交互的方式，实现图纸生成；而**智能采购参谋**以+AI 方式，赋能企业采购业务环节，以 AI 为主导，通过自然语言交互的方式，实现业务驱动，以“化繁为简，以简驭繁”的手段，优化采购成本，提高采购效率。

图24：AI 文生设计应用



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

图25：AI 智能采购参谋应用



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

3.3 接入 DeepSeek 大模型，打造业内首个多智能体协作平台

2025 年 2 月，公司宣布 DeepSeek 大模型全面集成至鼎捷 IndepthAI 智能体平台及鼎捷全线智能应用。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 and 商

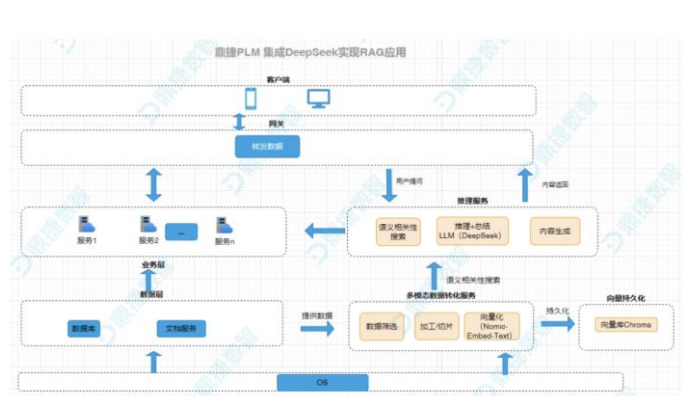
业落地，拓展国产大模型应用生态圈，为客户在业务创新、私有化落地等诸多数智化转型场景应用，提供更多的选择。

图26：雅典娜中台全面接入 DeepSeek 大模型



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

图27：鼎捷 PLM 集成 DeepSeek 实现 RAG 应用



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

公司聚焦制造企业研发管理场景，鼎捷 PLM 已与 DeepSeek 大模型深度集成。通过接入 DeepSeek 大模型的领先 AI 能力，公司有望助力 PLM 企业用户实现高效数据检索与智能生成，以数字化管理驱动企业研发创新，加速迈向智能化产品生命周期管理时代。

鼎捷新一代 PLM 凭借微服务与模型化驱动架构，天然具备与 DeepSeek 大模型深度融合的便利性。鼎捷 PLM 系统具有更灵活易用的特点，能轻松增减功能，快速对接第三方系统。公司将 RAG（检索增强生成）拆成两个独立的微服务：多模态数据转化和总结推理服务，在不影响标准功能的同时能够快速上线。

表8：公司 PLM 产品结合 DeepSeek 大模型典型用例

场景应用	核心亮点
构建知识问答智能体 大幅提升工作效率	传统人工智能助手功能单一，仅以基础检索为主，未能深度整合企业所在行业的知识和自有产品知识。 鼎捷 PLM 融合 DeepSeek 大模型，构建真正的知识问答智能体 ，不仅能分析和查找专业数据，还能自主思考，满足客户高精度查询需求。同时帮助企业盘活数据资产，形成针对性的专业私有知识库，实现数据无死角利用。
优选物料智能推荐 分析总结快人一步	除了可做高精度智能检索外， 鼎捷 PLM 智能助手还能帮助用户做优选物料的智能推荐 。在接入 DeepSeek 大模型后，PLM 智能助手可通过语义相似性匹配能力和 Deepseek 强大的分析总结能力，对用户提出的问题进行快速思考，并将整理后的相似性优选数据生成新的内容呈现给用户，使用户的分析总结快人一步。
打造数字设计工程师 自动生成研发图纸	在鼎捷 PLM 与 DeepSeek 的深度融合下， 数字设计工程师将成为企业研发设计场景中的重要角色 。不仅能够高效完成研发图纸的变型设计，完成图纸合规性审查，还可一键生成 BOM；通过解析语义、读取文件和图片内容，精准推理图纸设计需求，并与模型知识库中的数据智能匹配，快速生成三维模型文件，无缝对接 CAD 系统进行编辑和修改。基于上下文记忆功能，该应用还支持对话式交互和文件上传，可灵活调整模型参数，实现尺寸的即时优化，大幅提升设计效率和精准度。

资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

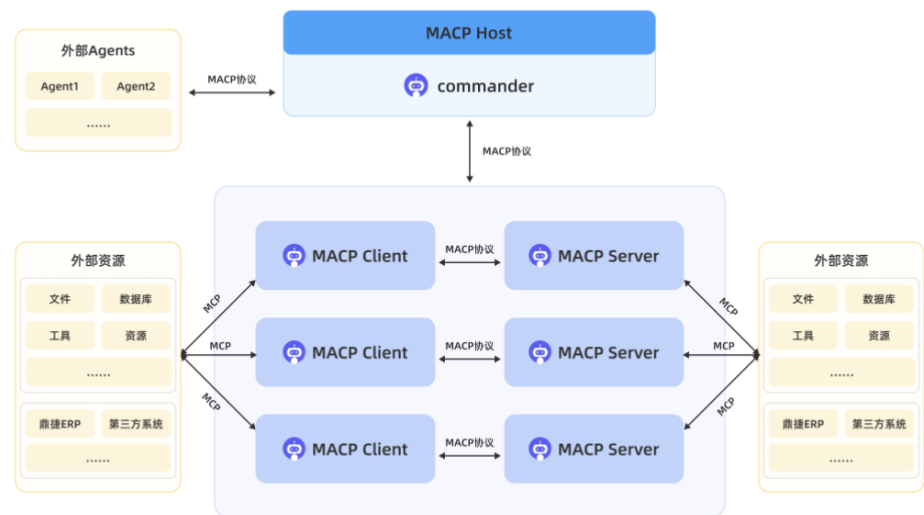
公司拟发布制造业多智能体协议 MACP 以及制造业通用多智能体协作平台

Commander 2.0。制造业作为高度垂直领域，对智能体的精准性与协作能力有更高要求，尤其是在其特有且复杂的业务场景中，智能体之间的交流机制更需具备高度契合行业特性的标准与规范。公司依托行业经验，将在下一代 Indepth AI 中发布：

(1) 首个制造业多智能体协议——MACP (Multi-Agents Context Protocol)，MACP 协议旨在让 AI 智能体之间实现类似人类的自然沟通与协作。通过统一的数智空间语言和思维方式，打破智能体间的壁垒，使其能够高效协同，解决复杂的行业难题。

(2) 首个制造业通用多智能体协作平台（简称 Commander2.0），其中有一个非常重要的角色 Commander，就像一位企业大家长，知人善任，指挥调度，遵循鼎捷 MACP 协议，稳定、高效调度多智能体去处理一切企业事务。

图28：鼎捷 MACP 协议赋能制造业工作场景



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

Commander 2.0 遵循鼎捷 MACP 协议，指挥调度多智能体处理企业事务。它能够深刻理解企业的知识体系、业务流程与数据，并通过鼎捷 MACP 多智能体上下文协议，实现智能体之间的自然协同交互，提升智能体的兼容性和合作效率，使其能够自思考、自感知、自觉醒，灵活调度企业的资源——无论是人、事、还是物，从需求输入到成果交付、AI 应用交付，再到质量保证，完成全流程的端到端闭环。**在鼎捷 MACP 协议框架下，制造业的工作场景有望实现从传统人工协调到智能化协作的转型。**

3.4 持续深化华为云合作，深度赋能制造业数字化智能化

公司自 2019 年开始，与华为云始终保持着紧密的生态合作关系，双方携手致力为客户提供更全面、更有价值的产品与方案，共建产业数智新生态。其中鼎捷 PLM、T100、鼎捷雅典娜等数智化方案全面拥抱鲲鹏技术认证，并且多款产品线在华为云云商店上架；同时，公司聚焦制造企业 AI 场景需求，结合行业积累，融合华为云的模型和算力能力，打造华为云&鼎捷工业 AI 解决方案。

图29：大模型在工业全链条的应用探索



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

2025年3月底，在华为云生态大会2025上，公司与华为云签订全面合作协议，就制造业数字化转型展开深度合作。未来双方将基于在各自领域的行业优势，有望在技术赋能、产品创新、市场拓展等多个领域展开全方位合作。双方将以客户需求为核心持续创新，围绕华为云昇腾云、IoT、iDME等技术，共建智能制造联合方案，助力推动制造业数字化转型，共创智造美好未来。

4 盈利预测与估值

营业收入：公司作为国内工业软件龙头厂商之一，核心技术积淀深厚，产品服务矩阵完善，未来公司整体业务有望受益于我国新型工业化进程叠加AI+工业应用渗透而实现高质量增长。我们预计公司2025-2027年营收持续提升，增长率分别为14.03%/15.69%/18.23%，对应营收分别为26.58/30.75/36.35亿元。

自制软件销售：公司持续完善研发设计、数字化管理、生产控制等领域的工业软件产品，近年来业务营收规模保持持续增长，未来有望受益于公司在工业AI领域的发力布局而实现加速成长。我们预计2025-2027年公司自制软件销售业务营收增长率分别为20%/25%/25%，对应营收分别为7.95/9.94/12.42亿元。

外购软硬件销售：公司持续专注于电子、半导体、装备制造、汽车零部件等优势行业经营，深度挖掘行业数智化转型、IT与OT融合、智能制造、企业出海等需求商机，未来有望随着行业和应用场景覆盖度提升而不断扩大经营范围。我们预计2025-2027年公司外购软硬件销售业务营收增长率分别为15%/15%/15%，对应营收分别为6.38/7.33/8.43亿元。

技术服务：伴随着公司自制软件以及外购软硬件业务的持续增长，公司技术服务营收规模有望受益于下游企业客户需求增长而增长。我们预计2025-2027年公司技术服务营收规模增速分别为10%/10%/15%，对应营收分别为12.25/13.48/15.50亿元。

毛利率：近年来公司整体毛利率水平维持高位，未来随着核心产品的竞争力不断提升，叠加新行业持续拓展和 AIGC 功能矩阵完善，有望推动毛利率持续提升。预计公司 2025-2027 年整体毛利率分别为 58.94%/60.17%/61.26%。

费用率：我们认为随着公司收入规模提升以及运营能力的持续优化，整体费用率有望持续优化。我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 29.31%/29.22%/29.17%，管理费用率分别为 9.56%/9.38%/9.26%，研发费用率分别为 8.47%/8.43%/8.31%。

表9：盈利预测表（单位：百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2330.67	2657.71	3074.59	3635.13
YoY	4.62%	14.03%	15.69%	18.23%
自制软件销售	662.35	794.82	993.53	1241.91
YoY	13.57%	20%	25%	25%
外购软硬件销售	554.61	637.80	733.47	843.49
YoY	12.64%	15%	15%	15%
技术服务	1113.71	1225.08	1347.59	1549.73
YoY	-3.34%	10%	10%	15%
整体毛利率	58.25%	58.94%	60.17%	61.26%
销售费用率	30.18%	29.31%	29.22%	29.17%
管理费用率	9.74%	9.56%	9.38%	9.26%
研发费用率	7.13%	8.47%	8.43%	8.31%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们采用相对估值法对公司进行估值，并选取工业软件以及 AI 应用厂商汉得信息、赛意信息和泛微网络作为可比公司，三家厂商均为国内领先的企业数字化、智能化解决方案供应商，主营业务与鼎捷数智类似。

2025 年可比公司平均 PE 为 58.87 倍，我们认为公司在工业软件领域产品矩阵布局完善，涵盖研发设计、生产管理等环节，下游客户粘性强，未来随着公司 AI 产品迭代和渗透，整体经营质量有望持续提升，公司估值存在较大提升空间，给予公司 2025 年 58 倍 PE，目标市值 111.78 亿，对应目标价 41.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值（注：总市值日期为 2025 年 4 月 25 日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300170.SZ	汉得信息	179.24	35.34	39.39	44.51	2.56	3.17	3.70	70.16	56.54	48.44
300687.SZ	赛意信息	121.00	27.60	32.32	39.33	2.63	3.24	3.32	44.87	36.42	36.48
603039.SH	泛微网络	172.86	25.93	28.66	32.02	2.81	3.57	4.20	61.59	48.51	41.24
平均值									58.87	47.16	42.05
300378.SZ	鼎捷数智	92.27	26.57	30.75	36.35	1.93	2.44	3.17	47.88	37.84	29.11

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：可比公司来自 Wind 一致预期）

5 风险提示

1、市场竞争加剧的风险：公司所处的智能制造赛道，以生产制造执行系统 MES 市场为例，竞争者众多，格局高度分散。如果公司在技术、产品及服务上不能积极采取有效措施进行应对，则可能面临竞争优势被削弱、业务拓展受限、市场占有率降低等风险；

2、业务开拓不及预期的风险：当前大陆地区制造业数字化转型需求迫切且市场空间广阔，鼎捷正持续加强大陆地区的业务开拓。但大陆地区制造业企业在经营模式、数字化认知等层面与中国台湾地区企业可能存在差异。若公司的产品及服务模式不能很好地适应大陆地区制造业企业的需求，业务开拓不及预期，则公司的成长性将大幅削弱。

3、技术迭代不及预期的风险：人工智能 AI 技术的持续演进有望引导工业软件的范式变革。未来若公司不能持续保持技术创新，跟随前沿技术的发展步伐，将削弱已有竞争优势，对公司的经济效益及发展前景造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1733	2435	2961	3397
现金	759	1367	1760	2107
交易性金融资产	1	49	23	25
应收账款	811	799	921	1006
其它应收款	24	25	33	37
预付账款	32	32	36	43
存货	85	96	108	124
其他	20	67	80	56
非流动资产	1663	1385	1394	1362
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	99	94	104	99
固定资产	656	607	558	499
无形资产	218	219	223	229
在建工程	101	97	88	81
其他	588	368	421	454
资产总计	3395	3820	4355	4759
流动负债	997	1124	1411	1494
短期借款	50	24	33	36
应付款项	257	275	347	393
预收账款	0	0	0	0
其他	690	825	1032	1066
非流动负债	68	73	73	71
长期借款	10	10	10	10
其他	58	64	63	62
负债合计	1064	1198	1485	1566
少数股东权益	136	139	144	150
归属母公司股东权	2195	2483	2727	3044
负债和股东权益	3395	3820	4355	4759

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50	398	395	333
净利润	158	196	248	323
折旧摊销	57	54	52	50
财务费用	(4)	(8)	(12)	(16)
投资损失	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(61)	69	71	(65)
其它	(94)	93	42	48
投资活动现金流	(125)	137	(23)	(6)
资本支出	(25)	13	17	25
长期投资	19	5	(10)	5
其他	(119)	119	(30)	(36)
筹资活动现金流	(31)	74	21	20
短期借款	27	(26)	8	3
长期借款	10	0	0	0
其他	(68)	99	13	17
现金净增加额	(106)	608	392	347

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2331	2658	3075	3635
营业成本	973	1091	1225	1408
营业税金及附加	22	20	24	29
营业费用	703	779	898	1060
管理费用	227	254	288	337
研发费用	166	225	259	302
财务费用	(4)	(8)	(12)	(16)
资产减值损失	49	53	61	73
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	7	7	7	7
其他经营收益	42	40	31	31
营业利润	244	291	369	481
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	239	286	364	476
所得税	81	89	116	154
净利润	158	196	248	323
少数股东损益	3	3	4	6
归属母公司净利润	156	193	244	317
EBITDA	292	333	404	511
EPS (最新摊薄)	0.57	0.71	0.90	1.17

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.62%	14.03%	15.69%	18.23%
营业利润	-13.62%	19.01%	27.00%	30.42%
归属母公司净利润	3.59%	23.82%	26.54%	29.99%
获利能力				
毛利率	58.25%	58.94%	60.17%	61.26%
净利率	6.80%	7.38%	8.07%	8.88%
ROE	6.87%	7.78%	8.88%	10.46%
ROIC	6.68%	7.39%	8.44%	9.87%
偿债能力				
资产负债率	31.34%	31.35%	34.09%	32.90%
净负债比率	8.11%	4.76%	4.45%	4.46%
流动比率	1.74	2.17	2.10	2.27
速动比率	1.65	2.08	2.02	2.19
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.74	0.75	0.80
应收账款周转率	4.44	4.38	4.52	4.51
应付账款周转率	4.06	4.16	4.16	4.16
每股指标(元)				
每股收益	0.57	0.71	0.90	1.17
每股经营现金	0.18	1.47	1.46	1.23
每股净资产	8.09	9.15	10.05	11.22
估值比率				
P/E	59.28	47.88	37.84	29.11
P/B	4.20	3.72	3.38	3.03
EV/EBITDA	22.38	24.21	19.06	14.41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>