投资评级 优于大市 维持

内生与外延并行，智能制造领军者

股票数据

08 月 25 日收盘价(元)	20.88
52 周股价波动（元）	20.20-43.65
总股本/流通 A 股（百万股）	404/316
总市值/流通市值（百万元）	8433/6607

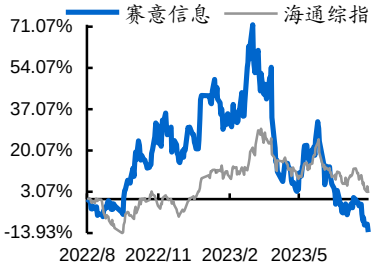
相关研究

《景气度逐步恢复》2023.05.15

《静待订单、收入、利润再提速》2022.08.28

《收购易美科 51%股权，夯实 PCB 行业智能制造产品布局》2022.08.14

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-12.9	-31.1	-17.9
相对涨幅（%）	-7.6	-27.1	-14.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:杨林
Tel:(021)23154174
Email:yl11036@haitong.com
证书:S0850517080008

分析师:洪琳
Tel:(021)23185682
Email:hl11570@haitong.com
证书:S0850519050002

分析师:于成龙
Tel:(021)23154174
Email:ycl12224@haitong.com
证书:S0850518090004

联系人:杨蒙
Tel:(021)23185700
Email:ym13254@haitong.com

联系人:杨昊翊
Tel:(021)23185620
Email:yhy15080@haitong.com

联系人:夏思寒
Email:xsh15310@haitong.com

投资要点：

- **企业数字化转型赋能者、工业管理软件践行者。**公司是国内在工业互联网及智能制造、核心 ERP 及业务运营中台等领域顶尖的产品及解决方案提供商。公司已面向通信、电子、家电、家居等 23 个重点行业提供产品及解决方案，服务超过 1000 家企业客户，其中 70%为世界 500 强、上市企业及行业龙头。公司早期是 ERP 实施服务商，随后**通过自研和收购两条路线，横向和纵向地丰富公司产品矩阵，扩大业务辐射半径**。通过收购，公司还可以**触达多行业、高市场匹配度的优质客户群体，交叉销售，挖掘客户更多潜在需求，提供自 ERP 计划到智能制造产品的全栈化服务，增强客户粘性，延长客户生命周期价值，实现渠道复用**。2021 年，景同科技超过 15%的合同订单为核心 ERP+智能制造产品组合项目。
- **泛 ERP 以行业 Know-How 为支点，提供基于数字化中台的供应链协同软件。**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，围绕核心 ERP 推出提供基于共享技术中台的丰富的数字化中台应用，包括数字化供应链中台应用、数字化营销中台应用、业财融合中台应用等。4 月 20 日，华为宣布自主可控的 MetaERP 研发获得成功。截至今年 4 月，MetaERP 已经覆盖了华为公司 100%的业务场景和 80%的业务量，经历了月结、季结和年结的考验，实现了零故障、零延时、零调账。**我们认为，公司多年来与华为合作密切，随着 MetaERP 战略的实施和相关生态的构建，在企业数字化转型的需求与大型央国企的重组改革背景下，有望携手华为打开央国企高端 ERP 增量市场和存量市场，公司 ERP 业务有望进一步打开增长空间。**
- **智能制造业务乘政策东风，驶入成长快车道。**2018-2022 年，公司智能制造业务分别实现营收 1.47 亿元、2.64 亿元、4.13 亿元、5.92 亿元和 8.09 亿元，占总营收比例分别为 16.18%、24.58%、29.83%、30.59%和 35.63%，对公司业绩贡献度呈现逐年提升的态势，板块毛利率亦稳步提升。我们认为，在智能制造领域，经过 11 年的潜心研发，公司成功打造自主、安全的工业管理软件“S-MOM”和“谷神工业 aPaaS 平台”两大核心产品，已形成一定的竞争壁垒，智能制造业务有望成为公司业绩核心增长点。随着公司不断加大研发投入，拓宽公司技术护城河，有望持续提高公司核心竞争力，巩固行业地位。**未来，公司将携手华为云共同打造盘古制造行业大模型，持续深入制造场景，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，助力 AI 赋能制造业。**
- **盈利预测与投资建议。**我们预测，公司 2023-2025 年营业收入分别为 28.47/38.52/50.32 亿元，归母净利润分别为 2.93/4.04/5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/1.00/1.33 元。参考可比公司，给予 2023 年动态 PE 45-50 倍，6 个月合理价值区间为 32.62-36.24 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**ERP 实施或智能制造增速下滑，自有软件推进低于预期等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1935	2271	2847	3852	5032
(+/-)YoY(%)	39.7%	17.4%	25.3%	35.3%	30.6%
净利润（百万元）	225	249	293	404	539
(+/-)YoY(%)	27.5%	11.1%	17.3%	37.8%	33.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.62	0.72	1.00	1.33
毛利率(%)	35.3%	35.7%	35.3%	35.8%	36.2%
净资产收益率(%)	10.3%	10.3%	11.0%	13.2%	15.0%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目　录

1. 企业数字化转型赋能者、工业管理软件践行者 6
1.1 从 ERP 实施到泛 ERP 与智能制造并重 6
1.2 共同实控人均来自美的，制造业经验丰富 12
1.3 打造全栈式产品组合，智能制造业务表现强劲，协同效果初现 12
2. 工业软件是企业数字化转型“刚需”，增长势不可挡 16
2.1 乘政策东风，智能制造正当时 16
2.2 国产替代与企业数字化需求高增，工业管理软件技术革新势在必行 17
2.3 工业软件渗透率低但增长迅速且高于国际水平，市场空间广阔 18
3. “内生+外延”保持公司长期核心竞争力 21
3.1 泛 ERP：以行业 Know-How 为支点，基于数字化中台的供应链协同软件 21
3.2 智能制造：SMOM+工业互联网平台，驶入成长快车道 22
3.3 围绕核心主业实施积极的并购策略，扩大业务辐射半径 24
3.4 华为最坚定合作伙伴，深入华为 MetaERP 战略，积极参与盘古大模型合作 26
4. 盈利预测与投资建议 29
5. 风险提示 29
财务报表分析和预测 30

图目录

图 1 赛意信息发展历程.....7
图 2 赛意信息合作伙伴.....7
图 3 公司 2018-2022 研发人员数量及占总员工人数比例.....8
图 4 公司历次股权激励计划.....8
图 5 公司当前主要产品服务.....9
图 6 S-MOM 智能制造产品家族概览.....10
图 7 S-MOM 方案价值.....10
图 8 S-MOM 服务案例.....10
图 9 工业互联网平台.....11
图 10 公司股权结构.....12
图 11 公司 2018-2023Q1 营业总收入及同比增长率.....13
图 12 公司 2018-2023Q1 归母净利润及同比增长率.....13
图 13 公司 2019-2022 新签订单及同比增长率.....13
图 14 公司 2018-2022 分业务营收（亿元）.....14
图 15 公司 2018-2022 分业务营收占比（%）.....14
图 16 公司 2018-2022 综合毛利率和分业务毛利率（%）.....14
图 17 公司 2018-2023Q1 销售费用及销售费用率.....15
图 18 公司 2018-2023Q1 管理费用及管理费用率.....15
图 19 公司 2018-2023Q1 研发费用及研发费用.....15
图 20 35 项需要攻坚的“卡脖子”关键技术，核心工业软件位列其中.....17
图 21 2019 年国产工业软件细分领域占国内的市场份额（%）.....17
图 22 2019 年国内前十大供应商国内外企业数量对比（家）.....17
图 23 全球工业软件市场规模及其同比增长率.....19
图 24 中国工业软件市场规模及其同比增长率.....19
图 25 2021-2026 年生产制造类智能制造软件市场规模（亿元）.....19
图 26 2021-2026 年经营管理类智能制造软件市场规模（亿元）.....19
图 27 工业软件产业生态图谱.....20
图 28 SDISC 整体解决方案.....21
图 29 公司业财融合中台.....22
图 30 中国工业互联网经济总产业规模及其同比增长率.....23

图 31 谷神工业 aPaaS 平台架构.....24
图 32 谷神工业 aPaaS 平台典型客户案例.....24
图 33 华为为 MetaERP 合作伙伴颁奖.....27

表目录

表 1　扶持性政策密集出台，推进国产工业软件重点突破.....16
表 2　可比公司估值表.....29
表 3 公司业务分拆（百万元）.....29

1. 企业数字化转型赋能者、工业管理软件践行者

1.1 从 ERP 实施到泛 ERP 与智能制造并重

公司成立于 2005 年，作为“国家级高新技术企业”，公司是国内在工业互联网及智能制造、核心 ERP 及业务运营中台等领域顶尖的产品及解决方案提供商。在 18 年的快速发展过程中，公司已面向通信、电子、家电、家居等 23 个重点行业提供产品及解决方案，服务超过 1000 家企业客户，其中 70%为世界 500 强、上市企业及行业龙头。

2005 年 1 月，公司在广东成立，前身为张程伟与美的集团以货币资金方式共同出资设立的广州赛意信息科技有限公司，双方分别出资 80%和 20%。2015 年 12 月，公司变更为广州赛意信息科技股份有限公司。2017 年，公司在创业板挂牌上市，以人民币 22.14 元/股的价格，发行股票 2000 万股，公司总股本由 6000 万股增加至 8000 万股。

公司自成立以来，服务领域自最初的大型核心 ERP 解决方案，逐渐横向向企业供应链上下端的供应商关系管理及客户关系管理领域解决方案延伸；并通过与国外厂商开展合作及自主研发产品双路径发展，自业务运营层解决方案垂直发展下沉至生产执行层解决方案，提供自研发仿真设计-车间制造执行-设备互联-物流管理一体化的智能制造领域解决方案。公司业务的发展主要分为四个阶段：

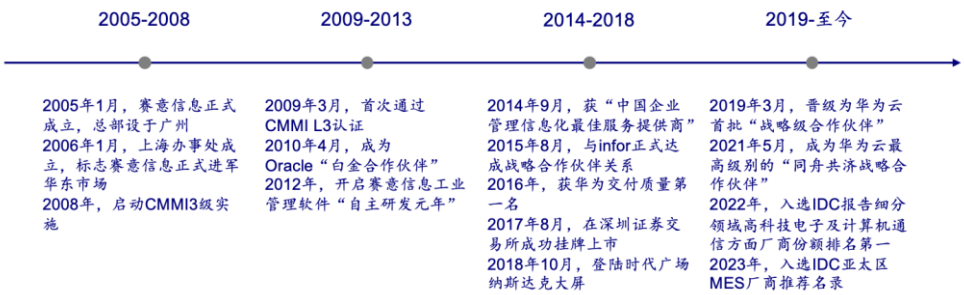
初创期（2005 年-2008 年）：主要面向企业内部 ERP 及供应链系统建设提供实施开发服务，该阶段公司基本上以服务美的为主，并从 2005 年开始为华为提供服务。2005 年，在国内企业的信息系统还相对薄弱时，公司就以代理 Oracle 的产品为契机，切入国内 ERP 市场，以 ERP 服务为主的战略为制造业企业提供信息化实施服务，助力企业提升经营管理信息化水平。

积累期（2009 年-2013 年）：从 ERP 延伸到包含 CRM 和 SRM 的泛 ERP 领域，并于 2012 年开启公司工业管理软件“自主研发元年”。在这一时期，中高端企业不仅关注如何通过 ERP 系统提升自身的内部管理，同时开始注重从内部资源的集成到外部资源管理的扩展，公司的解决方案及交付能力相应拓展到 CRM 客户关系管理系统及 SRM 供应商关系管理系统的实施开发，以及相关的商务智能报表分析系统的实施开发；同时，在此过程中，公司逐步加强自身的产品研发能力，结合市场需求，推出多项具备自主知识产权的企业管理软件产品并取得了市场和客户的认可。

成长期（2014 年-2018 年）：企业信息化服务商。企业信息化建设由注重内部业务价值向注重外部市场价值延伸，大数据、云、移动成为下一轮企业信息化建设主流思维，同时对于制造业企业而言，在产品生产过程中的智能化、可视化、联网化成为其信息化建设的重点考虑方向。

转型期（2019 年-至今）：企业数字化赋能者时代。公司提出了“一体三翼”的企业数字化转型方案，即以用户需求为主体，以强化新的技术建设、构建新的业务场景以及完善新的组织生态为“三翼”，持续为客户输出更好的技术和服务，助力企业实现数字化转型。

图1 赛意信息发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司董事长张成康认为，公司的优势在于行业覆盖性高、行业经验沉淀丰富，在多年的数字化服务过程中，对传统企业的生产制造、供应链、工业工程等全价值链及全要素，具备深刻的理解和知识沉淀。“虽然都是制造业，但不同行业对于数字化需求的差别很大，赛意信息针对家电、装备制造、半导体、化工等行业有专门的行业部门，根据不同行业的特点提供不同的数字化转型解决方案。”

携手头部客户共创行业经验，释放灯塔效应。在十多年的快速发展过程中，公司积累了丰富的解决方案及众多的行业客户案例。在装备制造业、电子行业及 PCB 行业中，公司基于多年服务行业头部客户所沉淀的服务经验，推出了标准化程度较高的行业套件。公司对已有客户提供长期精细化服务，并积极开拓市场，将可复用的行业经验推广至行业腰部客户，不断扩大新客户数量及客户覆盖面。客户在使用公司产品及服务的过程中容易形成较强的黏性，替换成本较高，客户的忠诚度也较高，未来在考虑其持续性的数字化需求时选择公司继续服务的可能性较大，为公司未来发展奠定了坚实的客户资源基础。

基于未来长期有质量增长，启动 LTC 前台优化项目。LTC 变革项目围绕市场、客户、项目等不同的对象设计、建设并逐步落地市场开拓的作业流程配套运作体系，构建了大平台下的精兵作战模式；同时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。2023 年公司将有序启动中后台变革，面向经营过程改善，项目质量提升等方向不断提升公司综合能力。

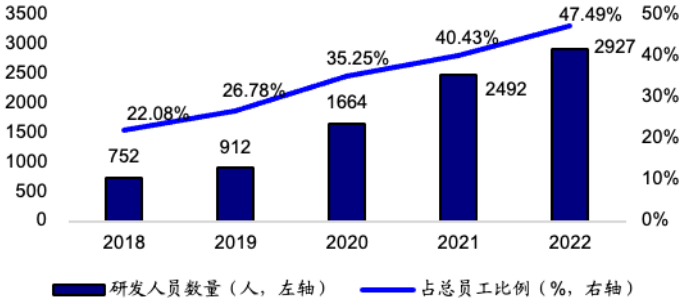
深耕工业软件十余载，荣誉口碑良好。公司获得业内多项荣誉口碑：2015 年度广州最具软实力总部企业、2016 年中国智能管理优秀服务商、华为交付质量大奖第一名、中国互联网+行业领军企业奖、Oracle 白金合作伙伴 2017、华为云战略级合作伙伴、华为云鲲鹏凌云伙伴、华为云 CSSP 伙伴认证级、华为云解决方案伙伴领先级、智能制造解决方案联盟伙伴等，公司在资质方面的优势为公司赢得市场发挥了显著作用。

图2 赛意信息合作伙伴

资料来源：公司官网，海通证券研究所

研发为基，辅以交叉销售、向上销售。2022 年是公司研发投入阶段性高峰，新增软件著作权 120 项，新增发明专利授权 3 项，截至 2022 年底共 405 项软件著作权、15 项发明专利授权。2018-2022 年，公司持续加大研发投入，提升公司研发实力。2022 年，公司研发人员数量达 2927 人，占公司总人数 47.49%，其中 78.65%研发人员拥有本科及以上学历，形成了一支稳定的、专业且具有丰富行业实践经验的管理团队和优秀的、富有实施经验的软件研发和技术开发服务团队。公司核心管理团队由一批长期从事制造业、零售与服务等信息化重点领域的行业解决方案专家、资深实施顾问及技术专家组成，具有丰富的项目管理经验，能够敏锐感知客户和客户所处行业的变化，并迅速做出反应；公司的咨询顾问团队在企业数字化转型过程中的规划咨询、方案设计、系统实施、应用集成及设备互联等领域具有丰富的实施经验，技术研究团队始终紧跟技术发展趋势，熟悉并掌握云应用、移动互联、大数据和物联网等前沿应用技术。**我们认为，强劲的研发队伍和专业的管理团队是公司把握行业发展方向，根据不同行业、不同阶段客户需求提供专业解决方案，持续实现突破创新的基础。**

图3 公司 2018-2022 研发人员数量及占总员工人数比例



资料来源：Wind，海通证券研究所

已实施四轮股权激励计划，持续激发员工活力。2018 年 10 月，公司向中层管理人员、核心技术（业务）人员等 124 名激励对象首次授予 112.1 万股限制性股票，授予价格为 14.79 元/股；2020 年 11 月，向柳子恒、江耀堂、中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员（156 人）等 158 名激励对象首次授予 1073 万股限制性股票，授予价格为 20.50 元/股；2021 年 7 月，向中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员等 64 名激励对象（不含预留部分）首次授予 525.60 万股限制性股票，授予价格为 18.80 元/股；2022 年 12 月，向中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员等 171 名核心骨干首次授予 486.30 万股限制性股票，授予价格为 21.80 元/股。2023 年 5 月，董事会秘书、副总经理柳子恒拟增持公司股份，增持股份资金总额不低于人民币 300 万元（含）且不超过人民币 500 万元（含），体现公司高管对公司未来发展前景的信心。

图4 公司历次股权激励计划

轮次	实施时间	授予数量	授予对象
首轮	2018.10	首次授予限制性股票112.1万股，授予价格为14.79元/股	中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员（124人）
第二轮	2020.11	首次授予1073万股限制性股票，授予价格为20.50元/股	柳子恒、江耀堂、中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员（158人）
第三轮	2021.7	首次授予525.60万股限制性股票，授予价格为18.80元/股	中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员（64人）
第四轮	2022.12	首次授予486.30万股限制性股票，授予价格为21.80元/股	中层管理人员、核心技术（业务）人员、董事会认为应当激励的其他人员（171人）

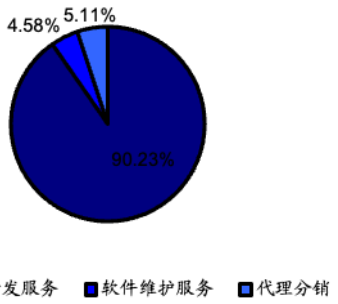
资料来源：Wind，公司《关于 2018 年限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告》，公司《2020 年限制性股票激励计划激励对象名单（首次授予）》，公司《关于向 2021 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告》，公司《关于向 2022 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告》，海通证券研究所

去年，研发部门进一步升级谷神工业互联网平台技术底座，基于可继承、可扩展的元模型技术，提供面向 APP、模型、服务的最大化复用和扩展、重写、组合能力；同时基于统一技术栈、统一数据标准构建 IT/OT 系统融合能力，有效解决传统系统间的数据差异和数据失真问题，强化了工业互联网底座平台的市场竞争力。**公司销售团队与资源部门充分配合，一方面充分发挥公司丰富的产品组合优势，通过交叉销售、向上销售等多种方式深挖存量客户市场**；另一方面，通过线上方案交流、远程交付等模式开展相关售前工作及交付推进；同时面向市场实施差异化的客户经营策略，针对战略客户、价值客户、海量客户的不同需求进行差异识别并提供匹配的资源，以获得最优绩效。2022 年合计新签订单近 30 亿，同比增长约 18%，在极为波动的外部环境里迎难而上，交出了一份合格的答卷。

2022 年 10 月，IDC 发布中国制造业 MES 市场分析及厂商份额报告，公司在高科技电子及计算机通信方面厂商份额排名第一，份额占比 7.6%；在装备制造 MES 解决方案厂商份额中排名第二，占比 4.2%，标志着公司在智能制造 MES/MOM 领域的行业领先地位进一步获得市场认可。我们认为，公司早年专注服务行业龙头客户，已成功打造出行业标杆范例，对行业痛点具备深刻的理解和知识沉淀。随着企业数字化转型需求逐步释放，考虑到龙头客户的业务体系更复杂、数字化需求更严格，前期公司各项技术已受到充分打磨，公司有望进一步拓展客户群体至行业腰部客户，提高市场份额。

公司当前主要产品及服务分为三大板块：

图5 公司当前主要产品服务



资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

1、软件实施开发服务

（1）工业管理软件产品及相关实施服务

以 S-MES 为核心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。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6 S-MOM 智能制造产品家族概览

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

S-MOM 八大子系统应用，功能丰富，满足工厂对数字化生产的业务需求。生产计划管理：根据规则与约束条件，通过可视化及智能化手段，助企业建立以计划为核心的供应链管理体系；智能仓库管理：帮助企业快速搭建智能仓库管控体系，实现仓储作业高效、精准与自动化；生产执行管理：集工艺建模、生产流程追溯、智能化集成采集方案、车间物料自动化配送等一体化数字解决方案，为生产制造过程保驾护航；制造质量管控：对生产过程中的品质异常及时反馈、跟踪并处理，有效地防止批量性品质问题的发生；设备集成管理：在设备异常管控、设备移动分析、安灯管控设备自动化集成AGV/机器人引入，减少因故障造成的异常停产，提升设备OEE；互通互联：为企业实现智能制造数字化物联的基础支撑平台，提供兼容各种工业协议的数据采集平台和多种 IT/OT 标准互联互通服务；MI 数据中心：对生产过程中收集的数据进行高效分析并生成多层次多维度的管理报表，数据驱动优化运营模式；可视化管理：全制造监控状况，看板展示内容，增加预警管控，实时反馈生产及设备问题，实现移动信息自动推送。

图7 S-MOM 方案价值

资料来源：公司官网，海通证券研究所

图8 S-MOM 服务案例

资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

工业互联网平台，在感知层能够运用智能传感器采集设备的各类工况数据信息，通过智能网关在传输层应用多种通讯协议传送至工业互联网云端数据中心，利用工业互联网数据中心的采集、组织、分析能力，基于已建立的完善的设备健康值模型，以数据为基础，从现象出发，为客户提供不同的设备检修与维护策略。平台通过边缘层、基础设施层（IaaS）对工业数据的数字化采集、计算及存储，实现工业大数据的标准化；在此基础上依托公司强大的研发能力，在平台层（PaaS）对数据进行资产管理

和技术管理，完成数据集成接入、整合存储及数据萃取，以获取面向应用及客户的开放、统一数据服务中间件；最后通过应用层（SaaS）实现对企业关键生产设备及产线数据的绩效分析、健康分析、安全分析及工艺分析等功能。

图9 工业互联网平台

资料来源：公司 2021 年报，海通证券研究所

（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，以解决企业管理效率问题；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、营销数字化应用等以覆盖企业在复杂快速变化的商业环境中需要灵活应变、敏捷实现的业务运营创新需求，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。

2、系统维护服务

（1）用户支持：客户在系统的使用过程中，如果由于突发事件造成系统不可用，客户服务中心会提供正确的系统操作流程的指导、分析系统应用中发现的错误并诊断原因、解决系统中出现的各种错误，排除故障。

（2）系统支持：公司会安排顾问在合同期内每年 1～2 次远程或现场执行系统应用健康检查和每年 1～2 次远程执行系统优化分析。

（3）其他服务：客户化开发、现场咨询和服务、系统安装和升级、培训。

3、代理软硬件分销业务

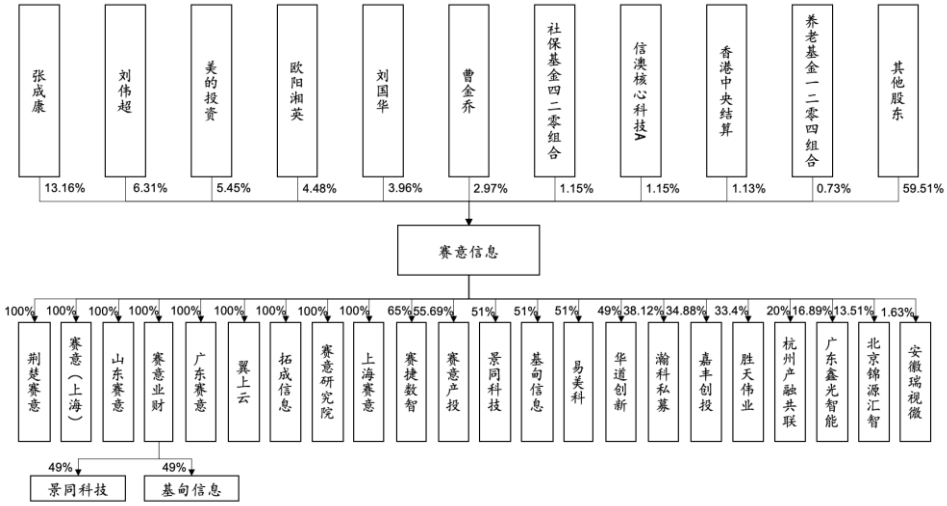
基于客户自身意愿、结合客户的业务特点作为渠道向客户销售其他原厂的基础软件或硬件的相关配套销售业务。

整体而言，**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。

1.2 共同实控人均来自美的，制造业经验丰富

截至 2023 年 3 月 31 日，张成康、刘伟超、刘国华、欧阳湘英、曹金乔互为一致行动人，共同持股比例达 30.82%，为公司的共同实际控制人，均曾任职于美的集团。

图10 公司股权结构



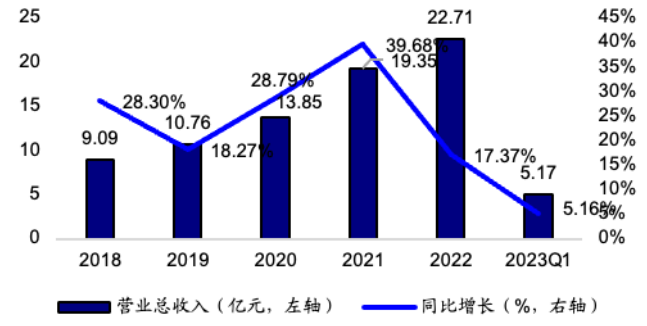
资料来源：公司 2023 一年报，Wind，海通证券研究所

1.3 打造全栈式产品组合，智能制造业务表现强劲，协同效果初现

2018 年，是行业经济环境高度不确定性的一年，也是产业互联网的开局之年，中国制造开启了自信息化迈向数字化，进而智能化演进的征程。公司坚持以客户为中心、以行业为牵引、以技术为驱动的战略，2019-2022 年，公司新签订单规模逐年扩张，业务发展动能保持上升态势；2018-2023 年一季度，公司营业收入亦呈现增长态势，业绩稳步发展，保持了良好增长的动能。

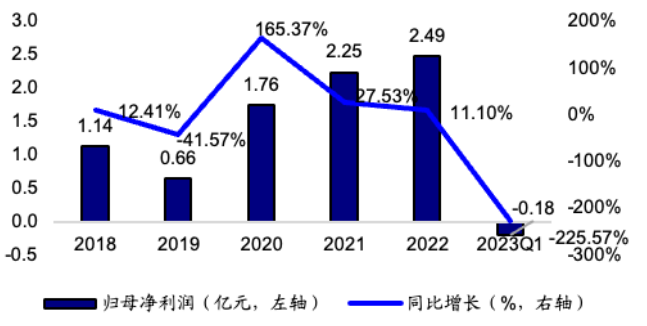
2018 年，公司实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 12.41%；2019 年，归母净利润有所下降，主要原因系泛 ERP 业务部分客户业务受中美贸易摩擦影响；2020 年，在疫情和贸易冲突双重压力下，公司实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 165.37%。后疫情时代下，国内大型制造业企业对于供应链协同数字化和制造过程智能化建设的重要性认识明显加强，公司所处的企业级数字化及智能制造市场呈现出客户意愿明确、需求迫切、投入力度加大等特点，公司发挥行业经验沉淀、方案配套联合、生态协同等优势，快速响应客户市场需求，订单签约规模较往年有良好提升，公司 2020 全年新签订单超过 18 亿，同比增长 55%。2021-2022 年，公司归母净利润持续增长，业务发展继续保持快速上升态势；2023 年一季度，公司归母净利润由盈转亏，主要原因系公司销售费用和研发费用增加，盈利短期承压。我们认为，随着行业下游需求释放，公司盈利能力有望实现修复。

图11 公司 2018-2023Q1 营业总收入及同比增长率



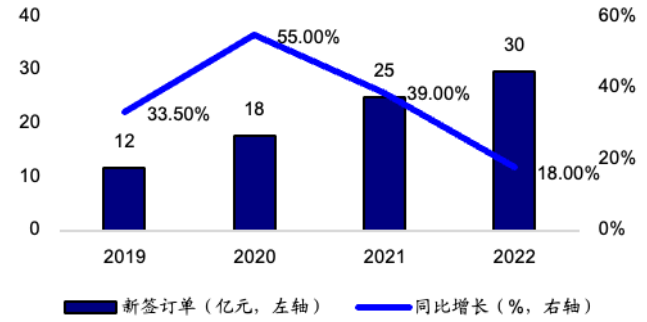
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 公司 2018-2023Q1 归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，海通证券研究所

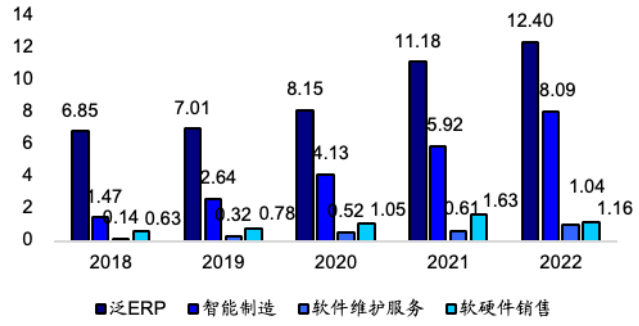
图13 公司 2019-2022 新签订单及同比增长率



资料来源：公司 2019-2022 年报，海通证券研究所

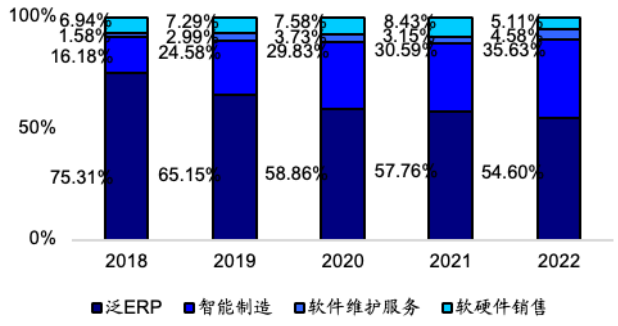
分业务来看，2018-2022 年，公司泛 ERP 业务占据了主导地位，分别实现营收 6.85 亿元、7.01 亿元、8.15 亿元、11.18 亿元和 12.40 亿元，占总营收比例分别为 75.31%、65.15%、58.86%、57.76%和 54.60%，占比呈现逐年下降的趋势；与之相对的是，2018-2022 年，公司智能制造业务分别实现营收 1.47 亿元、2.64 亿元、4.13 亿元、5.92 亿元和 8.09 亿元，占总营收比例分别为 16.18%、24.58%、29.83%、30.59%和 35.63%，对公司业绩贡献度呈现逐年提升的态势；2018-2022 年，公司软件维护服务业务和软硬件销售业务占总营收比例较为稳定，合计占比为 10%左右。我们认为，得益于国家相关政策的持续落地，客户对工业管理软件在生产制造中的重要性意识提升，国产化选择意愿不断增强，智能制造相关业务发展保持可观增速，占比有望继续提升。大型头部制造业企业通常具有多地点多工厂性质，首次项目通常以单工厂为切入，以多工厂推广进行复制；行业属性鲜明，同行业实践经验可借鉴、可复用；行业实践经验在提炼并加以研发产品化后，可组件化、可配置，可覆盖更丰富的行业及业务场景。再叠加泛 ERP 业务与工业软件落地实施业务协同效果，全栈式产品组合能力逐渐受到市场认可，兵团作战优势持续增强。

图14 公司 2018-2022 分业务营收（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 公司 2018-2022 分业务营收占比（%）

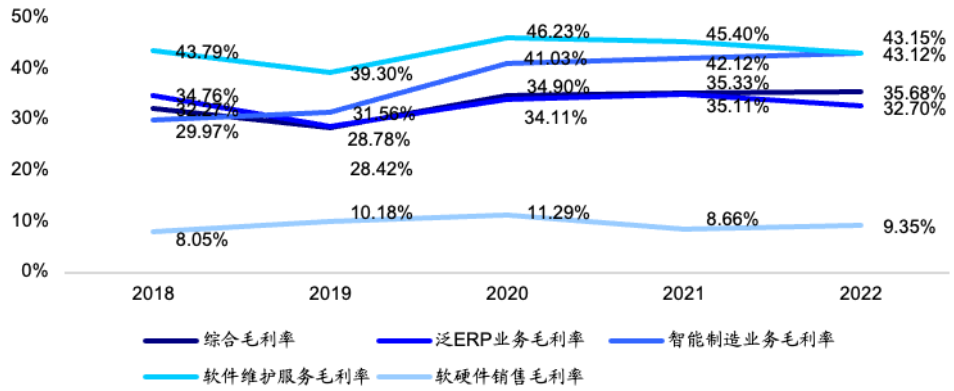


资料来源：Wind，海通证券研究所

从毛利率的角度来看，2018-2022 年，公司综合毛利率分别为 32.27%、28.42%、34.90%、35.33%和 35.68%，除 2019 年因泛 ERP 业务受到冲击而毛利率略有下滑，毛利率均保持在 30%以上，维持了稳中有升的状态。

分业务来看，公司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，板块毛利率稳步提升。我们认为，公司在电子高科技及装备制造等优势行业持续深耕及扩张，智能制造板块业务在未来仍然能保持较高增速，业务结构升级成效显著。随着未来公司智能制造业务在总业务中的占比不断提升，公司综合毛利率也有望持续提升。

图16 公司 2018-2022 综合毛利率和分业务毛利率（%）



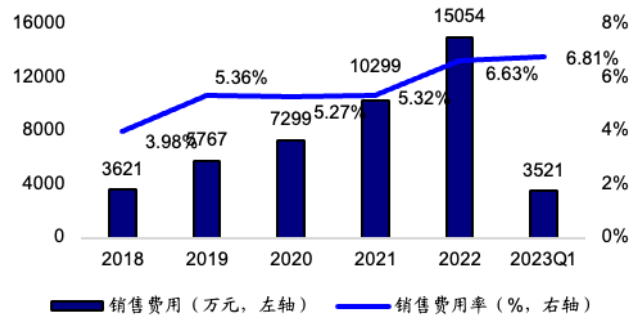
资料来源：Wind，海通证券研究所

从费用率的角度来看，2018-2022 年，公司销售费用率分别为 3.98%、5.36%、5.27%、5.32%和 6.63%，整体呈现增长态势，主要原因是公司为加强业务拓展，增加销售及市场相关员工人数导致职工薪酬费用增加，2022 年公司新签订单近 30 亿，同比增长约 18%，证明公司销售策略有效；2018-2022 年，公司管理费用率分别为 6.95%、7.50%、5.34%、6.73%和 6.00%，整体较为稳定；2023 年一季度，公司销售费用率和管理费用率均有所增加，主要原因是公司所处行业客户通常在一、二季度对新启动建设的数字化项目开展选型工作，较为集中地在三、四季度完成实施开发服务，使得项目结项验收及收入确认集中于下半年，具有一定的季节性。我们认为，随着公司下半年营收的提升，公司相关费用率有望下降。

2018-2023 年一季度，公司研发费用率分别为 7.85%、8.30%、9.62%、10.27%、11.84%和 16.31%，研发投入大幅增长。我们认为，研发费用的增加体现了

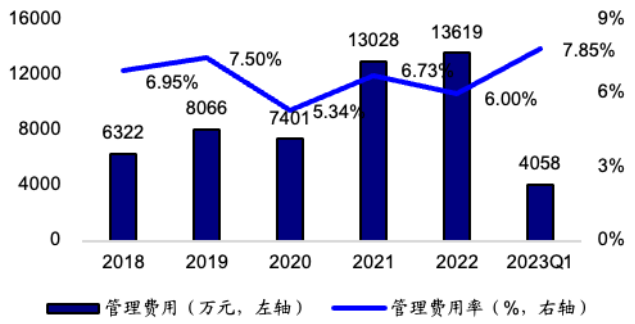
公司坚持自主技术研发的路线，持续提高软件成熟程度，打造全栈式产品组合，不断完善产业布局，有望进一步增强公司核心竞争力。

图17 公司 2018-2023Q1 销售费用及销售费用率



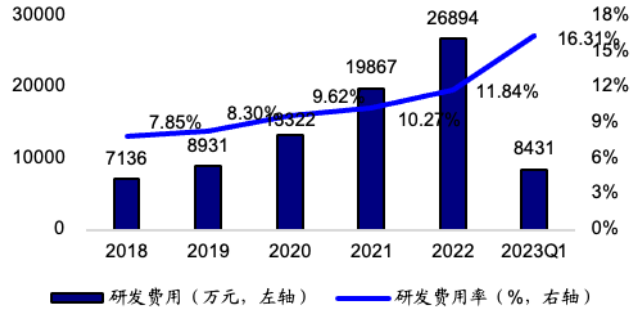
资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 公司 2018-2023Q1 管理费用及管理费用率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 公司 2018-2023Q1 研发费用及研发费用



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 工业软件是企业数字化转型“刚需”，增长势不可挡

2.1 乘政策东风，智能制造正当时

近年来，为实现高质量发展，推动我国制造业转型升级，我国出台了一系列政策鼓励企业深入实施“智能制造”和“绿色制造工程”，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。以“智能制造”为契机推动制造业高质量发展，成为中国数字经济与实体经济融合发展的主攻方向。

表 1 扶持性政策密集出台，推进国产工业软件重点突破

发布时间	政策名称	发布机构	主要内容
2016 年 10 月	《关于印发产业技术创新能力发展规划（2016-2020 年）的通知》	工业和信息化部	软件和信息技术服务业继续提升操作系统、数据库、中间件、办公软件等基础软件的成熟度、可靠性、安全性，重点研究工业软件关键技术
2016 年 12 月	《智能制造发展（2016-2020 年）》	财政部、工业和信息化部	总结现有经验和模式，引导中小企业推进自动化改造，建设云制造平台和服务平台，促进中小企业智能化发展
2017 年 4 月	《关于推进供给侧结构性改革加快制造业转型升级工作情况的报告》	国务院	提到要加快工业软件的研发和产业化
2018 年 3 月	《工业和信息化部办公厅关于做好 2018 年工业质量品牌建设工作的通知》	工业和信息化部	组织开展智能制造新模式应用，推进产学研用协同发展，推动人工智能等新技术与制造技术深度融合，突破一批关键技术装备与核心工业软件
2018 年 7 月	《关于进一步加强企业两化融合评估诊断和对标引导工作的通知》	工业和信息化部	加快两化融合发展数据地图应用推广，量化支持制造业与互联网融合、工业互联网、智能制造、工业软件应用，大数据等相关工作
2019 年 5 月	《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	财政部	依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止
2019 年 9 月	《工业和信息化部关于促进制造业产品和服务质量提升的实施意见》	工业和信息化部	实施工业强基工程，着力解决基础零部件、电子元器件、工业软件等领域的薄弱环节，弥补质量短板
2020 年 6 月	《特色化示范性软件学院建设指南（试行）》	教育部、工业和信息化部办公厅	建设目标聚焦国家软件产业发展重点，在关键基础软件、大型工业软件、行业应用软件、新型平台软件、嵌入式软件等领域，培育建设一批特色化示范性软件学院，探索具有中国特色的软件人才产教融合培养
2021 年 1 月	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》	工业和信息化部	技术创新能力进一步提升。工业互联网基础创新能力 显著提升，网络、标识、平台、安全等领域一批关键 技术实现产业化突破，工业芯片、工业软件、工业控制系统等供给能力明显增强
2021 年 3 月	《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》	国家发展改革委	加快发展工业软件、工业互联网，培育共享制造、共享设计和共享数据平台，推动制造业实现资源高效利用和价值共享
2021 年 5 月	在中国科学院第二十次院士大会、中国工程院第十五次院士大会、中国科协第十次全国代表大会上的讲话	中共中央总书记习近平	科技攻关要坚持问题导向，奔着最紧急、最紧迫的问题去。要从国家急迫需要和长远需求出发，.在基础原材料、高端芯片、工业软件、科学试验用仪器设备等 方面关键核心技术上全力攻坚

资料来源：工信部官网，中华人民共和国中央人民政府官网，中国人大网，国家税务总局官网，海通证券研究所

《中国制造 2025》提出第一步，到 2025 年迈入制造强国行列；第二步，到 2035 年我国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平；第三步，到新中国成立一百年时，我国制造业大国地位更加巩固，综合实力进入世界制造强国前列。

《“十四五”智能制造发展规划》提出“两步走”，即到 2025 年，规模以上制造业企业大部分实现数字化网络化，重点行业骨干企业初步应用智能化，在供给能力上，智能制造装备和工业软件市场满足率分别超过 70%和 50%，培育 150 家以上专业水平高、服务能力强的智能制造系统解决方案供应商；到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化网络化，重点行业骨干企业基本实现智能化。

《关于开展“携手行动”促进大中小企业融通创新（2022-2025 年）的通知》以数字化为驱动，打通大中小企业数据链；开展智能制造试点示范行动，遴选一批智能制造示范工厂和典型场景，促进提升产业链整体智能化水平；深入实施中小企业数字化赋能专项行动，开展智能制造进园区活动。

我们认为，随着各地持续推出智能制造相关政策，智能制造作为制造发展“主攻方向”的认知愈发明确。作为智能制造的逻辑载体，工业软件是智能制造和工业互联网建设不可或缺的一环，无论是提高制造业创新能力，推进两化深度融合，强化工业基础能力，还是推进制造业结构调整，都需要工业软件在制造业全环节的渗透融合。在多轮政策驱动下，工业软件行业有望充分受益。

图20 35项需要攻坚的“卡脖子”关键技术，核心工业软件位列其中

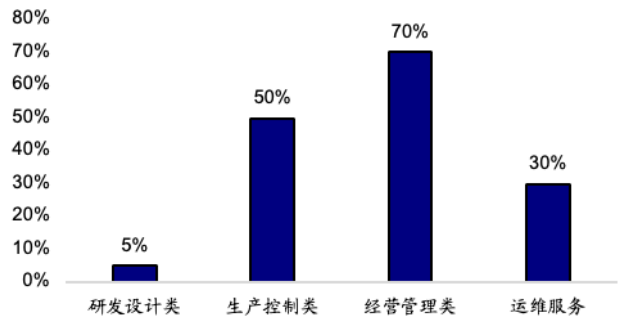
光刻机	芯片	操作系统	触觉传感器	真空蒸镀机
手机射频器件	航空发动机短舱	iCLIP技术	重型燃气轮机	激光雷达
适航标准	高端电容电阻	核心工业软件	ITO靶材	核心算法
航空钢材	铣刀	高端轴承钢	高压柱塞泵	航空设计软件
光刻胶	高压共轨系统	投射式电镜	掘进机主轴承	微球
水下连接器	燃料电池关键材料	高端焊接电源	锂电池隔膜	医学影像设备元器件
超精密抛光工艺	环氧树脂	高强度不锈钢	数据库管理系统	扫描电镜

资料来源：新华报业网援引北青网，海通证券研究所

2.2 国产替代与企业数字化需求高增，工业管理软件技术革新势在必行

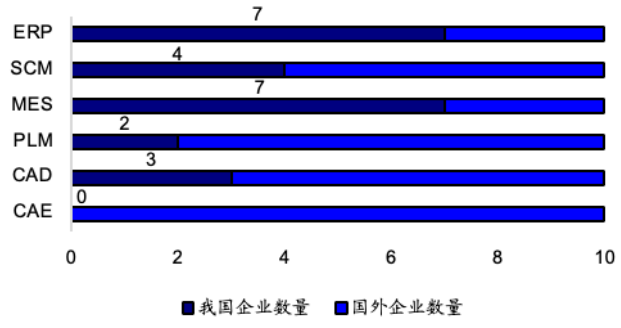
我们认为，工业软件是工业强国之重器，失去工业软件市场，将失去产业发展主导权，而掌握工业软件市场，则会极大地增加中国工业体系的韧性和抗打击性。工业软件在贸易争端中被外方用作断供、“卡脖子”的具体手段，直接关系到产业链供应链安全稳定，关系到中国工业实现创新驱动转变的成败与否，国产替代势在必行。目前，国产化行至中场，后续将横向延伸至更多领域，纵向涉及到更多环节，覆盖更广、渗透更深。可以清晰地看到，2023 年开始，下一轮的国产化将从基础软件国产化转变为更广泛的应用软件国产化，从以政府领域为主转变为向广大的制造行业以及服务行业的规模化推广，而 AI 大数据+工业机理融合的数据智能应用，场景会持续涌现，部分场景已经开始规模化应用。在此过程中，工业管理软件作为制造业的基础要件和必要的生产支撑，其产品力、功能成熟度将很大程度上关系到生产成本优化以及生产效率提升。

图21 2019年国产工业软件细分领域占国内的市场份额（%）



资料来源：中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书（2020）》，海通证券研究所

图22 2019年国内前十大供应商国内外企业数量对比（家）



资料来源：中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书（2020）》，海通证券研究所

企业数字化转型需求倒逼工业管理软件技术创新，拓展产品边界。根据 e-works 对制造企业 CIO 的调查数据显示，超过 99%的企业领导对数字化转型持支持态度。其中，超过 70%的企业制定了数字化转型的战略规划。无论是 C 端还是 B 端的用户都越来越注重个性化和定制化的产品，这促使企业转向生产量少但种类多样的产品，以满足消费者的需求。数字化技术和制造技术的发展使得生产线能够快速灵活地调整以生产各种不同的产品，也对 MES/MOM 在排产模式、生产效率、品质一致性管理等方面的机制和控制，提出了相应的要求。同时，在大规模定制背景下，企业的设计制造一体化的边界也要求进一步扩展，因此包含产品设计、工艺规划及仿真等研发数字化领域的数据，与整体生产过程的原材料组织，计划调度，制造执行的全过程管理与控制的生产管理数字化领域的数据正在不断整合融合。

数字化应用与核心 ERP 集成的趋势愈发明确。伴随着 RPA、低代码工具、OCR、人工智能及云等新兴技术的不断蔓延，部分核心 ERP 的功能正在被解耦至数字化中台和前端应用上。从而形成以 ERP 作为核心业务底座的稳态系统+快速迭代的业务持续开发的敏态应用的 IT 架构，以满足一线业务单元的差异化需求和创新性需求，将为国内数字化产品及服务提供商提供更广阔的市场增量空间。

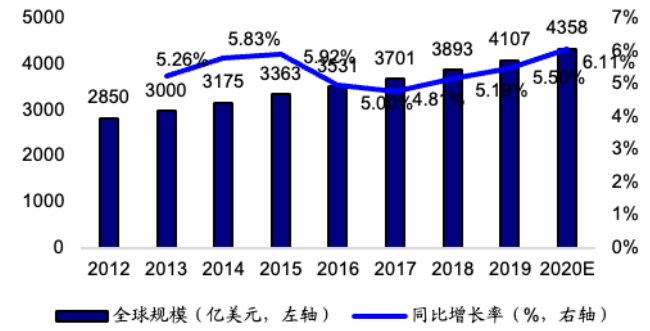
我们认为，在国产替代、产业数字化浪潮和智能制造升级需求高增背景下，随着大数据、人工智能、云和物联网等技术的发展，国产自主工业软件将迎来新的成长机遇，工业软件的技术突破也将进一步驱动数字经济蓬勃发展，二者形成正向循环。

2.3 工业软件渗透率低但增长迅速且高于国际水平，市场空间广阔

在全球产业结构和产业布局深度调整的大环境下，**我国处于制造大国向制造强国迈进的重要关口期**。2022 年中国全部工业增加值突破 40 万亿元大关，占 GDP 比重达到了 33.2%，制造业增加值占 GDP 比重为 27.7%，制造业规模已经连续 13 年居世界首位。中国工业体系进一步健全，工业规模进一步壮大。此外，中国的工业产业结构也在不断持续优化：高技术制造业占规模以上工业增加值比重 15.5%，装备制造业占规模以上工业增加值比重 31.8%，新能源、光伏等产业产量连续多年保持世界第一。2022 年，制造业领域的数字化应用日益广泛，新技术如人工智能、物联网、大数据、云计算、人工智能、AR/VR/MR 等技术深度融合，驱动着新的制造业务场景从无到有，层出不穷，推动着传统制造业交替跃进，不断升级。

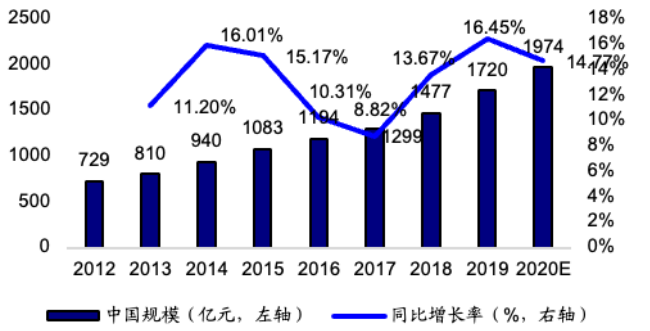
国内工业软件渗透率低，但市场增长迅速且高于国际水平。根据《中国工业软件产业白皮书（2020）》，2019 年，全球工业软件市场规模达到 4107 亿美元，近三年同比增长率均在 5%以上，2012-2019 年复合增长率为 5.4%。国内工业软件产业规模仅占全球工业软件市场规模的 6%，但国内产业规模增长速度较快，近三年同比增长率在 15%左右，2012-2019 复合增长率为 13%。2019 年，我国工业增加值 38.1 万亿，其中制造业增加值达 26.9 万亿元，占全球比重 28.1%。结合 2019 年我国工业软件产业规模仅占全球 6%的份额，可以预见我国工业软件市场存在近 5 倍的增长空间。我们认为，工业软件源于工业需求、用于工业场景，我国是全球唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业大类和软件信息大类的国家，工业软件需求旺盛。

图23 全球工业软件市场规模及其同比增长率



资料来源：中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书（2020）》，海通证券研究所

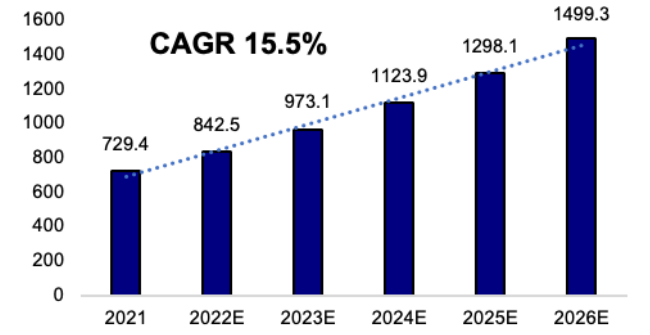
图24 中国工业软件市场规模及其同比增长率



资料来源：中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书（2020）》，海通证券研究所

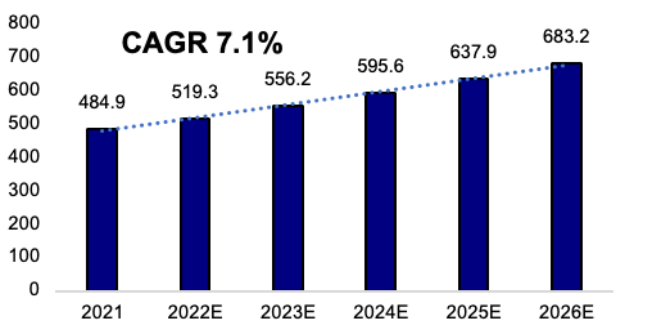
工业软件可分为研发设计类、生产制造类、经营管理类、运维服务类和新型架构类（例如工业 APP）。其中，海比研究数据表明，2021 年生产制造类智能制造软件市场规模 729.4 亿元，预计未来五年复合年均增长率为 15.5%，将于 2026 年达到 1499.3 亿元的体量；2021 年经营管理类智能制造软件市场规模 484.9 亿元，预计未来五年复合年均增长率为 7.1%，将于 2026 年达到 683.2 亿元的体量。以 ERP 为代表的经营管理类智能制造软件市场，规模增长较缓慢，厂商间竞争激烈。

图25 2021-2026 年生产制造类智能制造软件市场规模（亿元）



资料来源：中智观察微信公众号，海比研究院，海通证券研究所

图26 2021-2026 年经营管理类智能制造软件市场规模（亿元）



资料来源：中智观察微信公众号，海比研究院，海通证券研究所

我们认为，国内工业软件存量市场总规模超千亿，渗透率提升空间十分可观。随着工业互联网、数字化转型的迅速发展，叠加智能制造领域政策红利的加持，工业软件迎来了“突围”的关键时刻，工业管理软件成为“主流”，将乘着行业发展之风，一路扶摇直上。

图27 工业软件产业生态图谱

资料来源：阿里云创新中心《2021 中国工业软件发展白皮书》，海通证券研究所

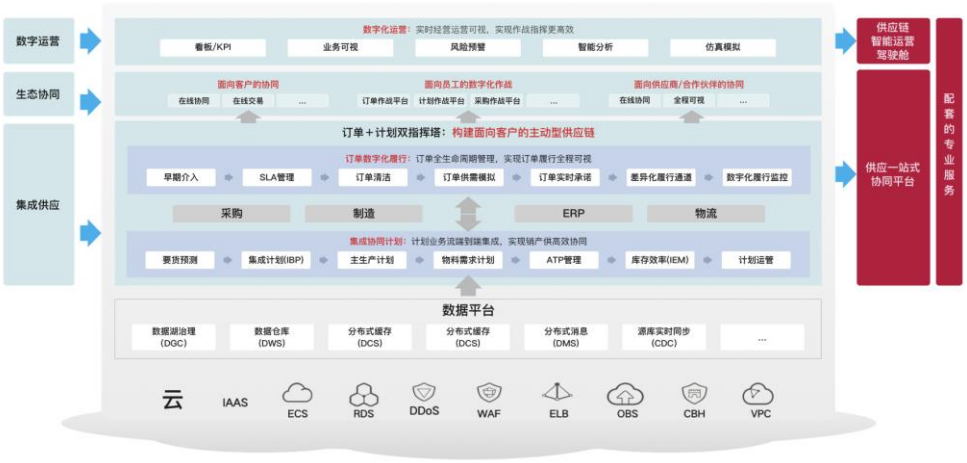
3. “内生+外延”保持公司长期核心竞争力

3.1 泛 ERP：以行业 Know-How 为支点，基于数字化中台的供应链协同软件

根据《2021 中国工业软件发展白皮书》，2021 年，中国 ERP 市场规模约为 385 亿元，同比增长 12.57%。国产软件占国内市场 70%份额，国内 ERP 厂商的产品主要占据中小企业市场，大中型企业的高端 ERP 软件仍以 SAP、Oracle 为主，占国内高端市场份额的 60%。**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，以解决企业管理效率问题。**另一方面，围绕核心 ERP 推出提供基于共享技术中台的丰富的数字化中台应用**，包括横向延伸覆盖企业供应链上下游的数字化供应链中台应用、数字化营销中台应用，以及满足企业业务财务一体化需求的业财融合中台应用等，并通过大数据技术构建了完整的企业级数字化产品图谱及相关交付服务能力。

公司数字化集成供应链产品（SDISC）帮助企业围绕集成供应、生态协同、数字运营三条主线，构建数字化供应链体系；针对“订单履行”、“集成计划”、“供应商协同”、“供应链运营”四大核心业务场景，提供行业领先的解决方案。产品帮助企业建立以客户为中心的主动型供应链，实现供应生态完美协同，让供应链成为企业的核心竞争力；以数字驱动打造供应链运营新模式，实现最优成本和最佳供应效率。以公司与安克创新的合作为例，通过提供的产品和定制开发实施服务，公司帮助安克创新推行订单数字化业务变革，构建一站式的订单数字化履行平台，管理订单从生成到关闭的全生命周期，实现从订单线完成交易流的全流程打通。提升了客户体验，OTD 提升到 95%，ITO 和供应成本率改进了 30%。

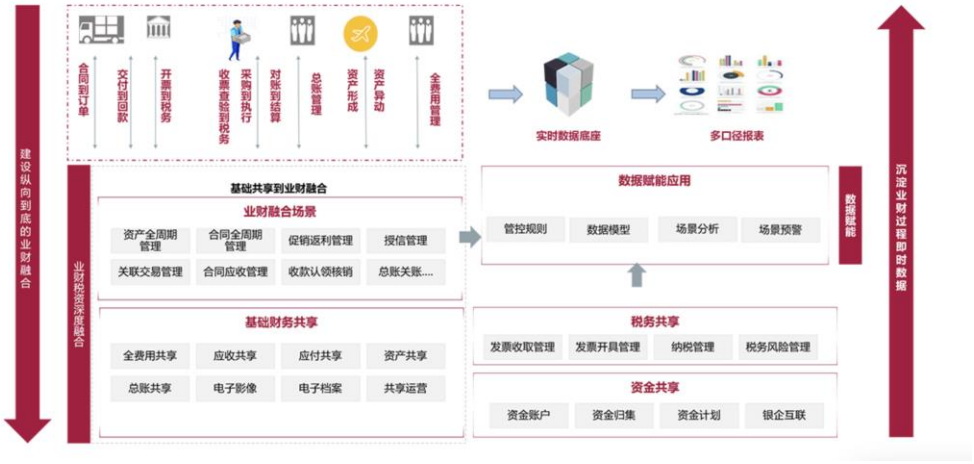
图28 SDISC 整体解决方案



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司业财平台是应业财融合大势而生，利用先进的技术平台能力，基于多年的客户实践，自主研发的一套可以支撑企业全面业财融合的中台：向上可以连接和协同企业业务及合作伙伴，向下可以连接经营主体的财务核算，形成全价值链的业财过程融合，既可以支撑财务核算管控的要求，又可以支撑管理口径同源数据的需要。经过多年实践，积累了丰富的业财融合场景方案，可以为不同行业提供完整的业财融合方案。在企业数字化架构下，与 ERP 系统是互补协同关系。

图29 公司业财融合中台



资料来源：赛意业财官网，海通证券研究所

我们认为，公司从核心 ERP 实施服务商转变为自主研发和实施服务于一体的综合服务商，是公司以行业 Know-How 为支点，深度参与中国制造业数字化转型征程和布局自主研发十年的成果。数字化中台应用使企业可以针对特定问题，快速灵活地调用资源构建解决方案，为业务的创新和迭代赋能。帮助企业更加高效便捷地落地产品研发、业务需求，快速进行数字化转型，减少企业在数字化过程中重复开发带来的成本浪费。随着产业结构升级的不断推进，供应链协同越来越普遍，企业的管理需求边界也越来越拓展，企业管理软件的覆盖领域逐步从面向内部人财物的管理不断向支持企业与上游的供应商伙伴协同、与下游的客户之间的协作进行延伸；同时，为了应对日益复杂的业务场景与需求，企业需要对全链路数字化系统进行升级。2022 年，公司财务数字化中台产品新增客户数超过 20 家，并计划对采购数字中台进行升级，有望进一步提升公司整体盈利能力。

3.2 智能制造：SMOM+工业互联网平台，驶入成长快车道

MES 是面向制造企业车间级的生产信息化管理系统，负责车间生产管理和调度执行，使执行层数据更实时和准确。MES 最大的特点是承上启下、集成管控。根据《2021 中国工业软件发展白皮书》，总体来看，目前国内 MES 的发展历史较短，竞争格局较为分散，不同于 ERP、CAD 等较为成熟的工业软件，MES 的渗透率还不高。2021 年，中国 MES 市场规模达到 128 亿元，同比增长 16.36%。

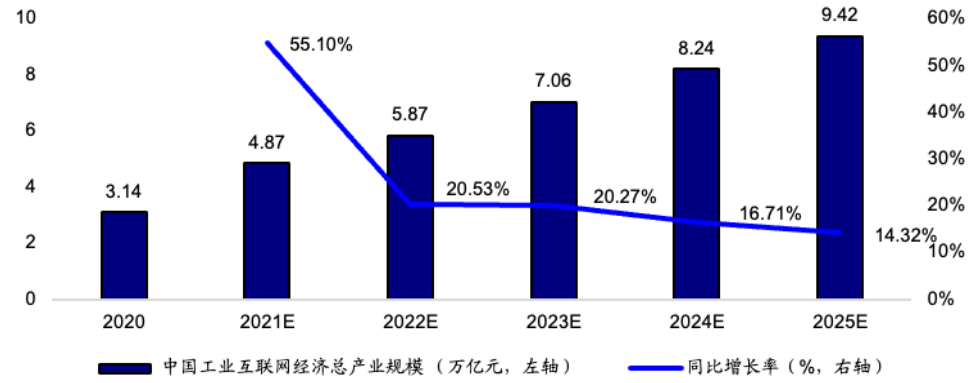
公司提供以 S-MES 为核心的工业管理软件产品家族（S-MOM），包括制造智能平台（MI），质量管理系统（QMS）、生产执行管理系统（MES）、仓库管理系统（WMS）、高级计划与排程系统（APS）、制造运营产品平台（SNest）和制造运营管理平台（MOM）。S-MOM 打通企业信息孤岛，纵向拉通设备 OT 与制造系统 IT，横向链接 ERP、PLM、OA 等应用系统，实现全场景的数字化协同。以 MI 制造智能为核心的数字化运营，通过对制造大数据归纳与分析，推进制造企业从“信息化”到“数字化”迈向“智能化”的转变，在离散制造，泛电子、泛半导体、装备制造等领域有着广泛的应用。目前，S-MOM 已与国内主流软硬件平台完成包含海量数据、深信服、华为云、鲲鹏云、麒麟等产品兼容性测试并获取互认证书，充分表明了 S-MOM 在可靠性、安全性和兼容性等诸多方面已获得权威认可。

我们认为，公司凭借多年行业深耕经验，强化自身行业 Know-How 沉淀，未来将助力企业打造“数字工厂”，实现降本增效。随着企业数字化需求逐步释放，S-MOM 拥有广阔发展前景。今年 4 月，S-MOM V10.0 最新版本正式面世。较原有版本，

SMOM V10.0 在“数据驱动、物流全制造周期协同、多目标计划排程协同、制程异常响应与闭环管理、MSA 测量回归”等应用模块的引入，以及对原产品功能的迭代强化，为制造运营域用户群体带来升级体验，为中国制造企业数字化转型创新赋能。

在国家政策、新兴技术、生产数字化和产业协同化等因素的共同推动下，工业互联网迎来万亿蓝海。2017 年发布纲领性文件《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，2018 年起两次提出 3 年行动计划《“工业互联网+安全生产”行动计划（2021-2023 年）》、《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，推动国内工业互联网的发展。5G、AI、大数据、云计算、边缘计算等技术迅速发展，赋能工业互联网。工业互联网作为新一代信息技术与制造业深度融合的产物，通过实现人、机、物的全面互联，构建起全要素、全产业链、全价值链全面连接的新型工业生产制造和服务体系，成为支撑第四次工业革命的基础设施，对未来工业发展产生全方位、深层次、革命性影响。根据《2021 中国工业软件发展白皮书》，预计到 2025 年，我国工业互联网经济总产业规模将达到 9.42 万亿元，发展速度较快，目前已广泛应用于机械、能源、轻工、石化、电子和交通运输等领域。目前，工业互联网已经被国家确定为“新基建”的内容之一，预计未来 5-10 年，工业互联网将会呈现爆发式的增长态势。

图30 中国工业互联网经济总产业规模及其同比增长率



资料来源：阿里云创新中心《2021 中国工业软件发展白皮书》，海通证券研究所

2022 年，公司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，其中公司与中国移动、华为公司一起，与传统煤化工企业河南利源集团共同构建的“5G+智慧工厂”项目为典型代表，该项目基于谷神平台底座，通过利用 5G、大数据、人工智能等新技术的应用，有效帮助客户实现能源的精细化管控，提高能源利用率，为企业生产过程中的节能减排提供了科学的决策依据。谷神工业互联网平台的持续升级进一步丰富了公司除 S-MOM 以外的自研工业软件产品家族，市场项目的持续落地进一步增强公司在智能制造领域的综合竞争力和盈利能力。

今年 6 月，谷神工业 aPaaS 平台 V23.2 全新版本重磅发布，融合 AI 大语言模型助力制造产业数智应用快速落地推广。此次版本升级在原有基础上新增善能 IDP 集成平台、AI 引擎和规则引擎，形成“6+1”全新平台架构，帮助企业实现数据、应用、服务间的灵活流转，促进应用程序的开发和敏捷集成。谷神工业 aPaaS 平台 AI 引擎以大语言模型为核心，融合智能对话、文本处理、图片/图表生成、代码处理、AI 翻译及聚合搜索等能力，辅助企业 IT 团队完成数字化业务系统研发中涉及的市场调研、需求梳理及提炼、解决方案/测试用例撰写及代码生成/优化及部署脚本生成等工作，将人员从繁琐的文字/代码处理工作中解放出来，专注于业务/代码逻辑和流程的思考，有效提升研发效率、缩短研发周期。未来，谷神工业 aPaaS 平台将基于 AI 大语言模型能力持续融合更多产品研发和工业领域场景，使工业企业可以更好地应对变化和挑战，实现高效生产和持续创新；提高工业企业的敏捷性和竞争力，促进数字化转型和工业智能化发展。

图31 谷神工业 aPaaS 平台架构

资料来源：公司官网，海通证券研究所

我们认为，在智能制造领域，经过 11 年的潜心研发，公司成功打造自主、安全的工业管理软件“S-MOM”和“谷神工业 aPaaS 平台”两大核心产品，已形成一定的竞争壁垒，智能制造业务有望成为公司业绩核心增长点。随着公司不断加大研发投入，拓宽公司技术护城河，有望持续提高公司核心竞争力，巩固行业地位。公司 CEO 张成康表示，“十年前，国内大企业很少会考虑自主工业管理软件，这类软件企业一年的营收多的也才几亿元，与跨国软件巨头相比，简直就是小蚂蚁和大象的较量。”在巨头环绕之下，公司仍坚持科技创新不动摇，持续攻关研发投入。其自研产品从充满质疑到被广泛应用，坚定不移做强做优，一步步走到行业前列。乘着智能制造和数字化转型的东风，公司发展有望更上一层楼。

图32 谷神工业 aPaaS 平台典型客户案例

资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

3.3 围绕核心主业实施积极的并购策略，扩大业务辐射半径

围绕核心主业实施积极的并购策略，以快速获得新的技术和知识、扩大市场份额和复用渠道。2018 年 6 月，**基于客户资源、解决方案和市场开拓等领域的协同作用，公司完成对景同科技 51%股权的收购**，2019 年 9 月份公司全资子公司赛意业财（原能量盒子）收购后者剩余 49%股份。**SAP 与 Oracle 业务互补**，开拓 SAP 数字化创新领域业务。景同科技是 SAP 黄金级合作伙伴，经营据点覆盖全国的高端解决方案服务提供商，使得公司迅速获得 SAP 数字化核心业务领域的咨询服务交付能力，在 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，使得公司在 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。**客户和区域协同，扩大公司的客户资源覆盖面**。景同科技核心管理团队在SAP咨询实施服务行业平均从业时间超过15年，具备丰富的专业服务经验及行业资源，在装备制造、汽车零部件、生命科学、流程化工、电子及高科技等行业拥有超过 300 家行业龙头客户资源，使得公司获得更多行业的优质客户。此外，收购景同科技还可助力公司布局华东。景同科技的大本营在上海，恰好能辐射上海、江苏、安徽等城市。截至 2019 年 12 月，合并景同科技后，公司华东区域的收入占比从10%提升至 20%以上。**解决方案协同，实现渠道复用**，提升公司在智能制造领域解决方案的综合竞争力。景同科技主要面向制造业企业级客户提供基于 SAP 数字化核心产品线的咨询实施解决方案，能够与公司智能制造解决方案中西门子 PDM、西门子 MES 及自主 MES 解决方案形成紧密互补。**2021 年，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。2018-2021 年，景同科技分别实现扣非净利润 1518.18 万元、1897.72 万元、2634.11 万元、3032.27 万元，分别完成本年业绩承诺的 108.44%、100.41%、103.24%、118.84%。**

2019 年 11 月，**基于产业链、软硬件等的协同，公司收购鑫光智能 19%股权**。鑫光智能是一家智能制造整体解决方案研发设计、生产制造、销售与服务提供商，长于工业智能化及自动化，专注于将物联网技术融入制造业生产，包括工业控制技术、柔性制造、数字化工艺生产线等，在智能工厂规划及建设、整线设计及集成、先进装备制造、制造过程数字化等方面拥有丰富的专业经验。目前双方已经在**研发上开展紧密协同**，主要聚焦于纵向通过数字化及物联网技术，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。此外，在**销售市场上紧密合作，基于双方的客户及市场高度匹配，进一步扩大公司客户资源覆盖面**，为增厚公司业绩打下扎实的市场基础。2019-2021 年，鑫光智能分别实现净利润 2065.64 万元、2466.70 万元、3799.40 万元。

2020 年 12 月，公司**收购基甸信息 51%股权，进一步完善业务中台领域的产品布局**；2022 年 6 月，公司全资子公司赛意业财以自有或自筹资金 8600 万元人民币收购基甸信息 49%股权。基甸信息通过构建适应灵活前端多变业务、适配多种业务场景下的财务数字化中台，能够为大中型集团企业简化财务作业，加速财务账务处理效率，快速实现信披合规，同时结合预测模型和 AI 算法，实现各类报告的快速披露及财务数据的多维丰富展现。其核心团队积累了超过 20 年财务领域的专业经验，在汽车、医疗、金融、互联网等行业有较强的产品及技术优势，进一步夯实公司在国产自研企业级服务产品领域，尤其是管理会计领域、财务作业、财务共享领域的数字化产品基础，增强公司为大中集团型企业提供透明、快速、动态、智能的业财融合、全面预算、信披合规及集团财务合并领域的专业能力，以及通过覆盖全球化运营的客户，**进一步扩大公司的客户服务版图**。2020 年，基甸信息净利润为 903.03 万元，主要系自主产品研发投入费用较年初预测有所上升所致；2022 年，扣非归母净利润为 1402.32 万元，完成业绩承诺。

2022 年 8 月，公司**收购易美科 51%股权**。PCB 行业的生产特点具有制造过程工序众多，工序参数设置要求非常严格，工序纷繁复杂且多学科交叉。5G、智能汽车、工控等市场的结构性竞争变化以及相关制造技术升级，将要求 PCB 制造企业在各个工序和领域都具备较强的工艺技术水平，同时必然要求相应的数字化制造系统配套升级，从而能够进一步适应行业变化，结合企业动态工艺水平高质量地完成配置报价-MI 工程自动化-DFM 可制造性分析-生产计划-生产执行的完整智造闭环。通过该项收购，公司获得一系列具有深度行业特点的制造数字化软件产品、专利及知识产权，包括：数字化报价系统，客户及供应链协同平台，智能工程设计平台，ERP 系统，EAP 平台等，有助于进一步加大公司在工业软件领域的创新与发展，加速构建公司在符合国家战略方向的行业中提供自 ERP 计划到智能制造产品的全栈化优势；同时**获得了 PCB 业界规模较大、具有丰富行业背景及经验的团队以及超过 300 家 PCB 制造业客户，进一步加速了公司在 PCB 垂直行业的工业数字化领域布局，进一步扩大了公司在该行业的智能制造及数字化市场份额**。2022 年，易美科扣非归母净利润为 936.85 万元，完成业绩承诺。

2018 年 6 月，公司与瀚明投资、瀚文投资共同设立产业基金，布局面向制造业、

服务业等头、腰部企业的云计算、大数据、人工智能创新公司，在企业级服务领域寻找持续盈利能力稳定或中长期具有较大增长潜力的标的进行投资或孵化。2019 年 12 月，公司与嘉铭浩春共同设立嘉丰合顺；2020 年 10 月，公司对嘉丰合顺增加认缴出资 2000 万元，投资范围包括算力、大数据、人工智能、5G、智能制造、信息安全、Saas 应用软件等领域。**公司行业及方案团队与产业基金成员企业紧密配合，通过共享客户资源，推出联合解决方案等举措提升赢单率，不断做大工业软件业务“朋友圈”，增强板块业务成长厚度。**

我们认为，工业软件的出路是从单点构建横纵平台级产品，公司早期是单一 ERP 实施服务商，随后通过自研和收购两条路线，横向和纵向地丰富公司产品矩阵，扩大业务辐射半径。通过收购，公司还可以触达多行业、高市场匹配度的优质客户群体，在原有服务基础之上，进行交叉销售，挖掘客户更多潜在需求，提供自 ERP 计划到智能制造产品的全栈化服务，增强客户粘性，延长客户生命周期价值，实现渠道复用。例如，2021 年，景同科技超过 15%的合同订单为核心 ERP+智能制造产品组合项目。

3.4 华为最坚定合作伙伴，深入华为 MetaERP 战略，积极参与盘古大模型合作

我们认为，**拥抱云化是工业软件的另一发展趋势**。海外巨头产品云化趋势明显，同时，产品逐步开始一体化、全产品线进程：Autodesk 推出一体化产品 fusion 360，将“卖软件”改为“卖服务”；达索推出云化版本的 3D Experience 平台；SAP 通过业务并购促进细分领域云化进程。公司基于华为云 iDME，仅用 3 个月时间构建新一代 SMOM 产品。通过 MDM 数据模型、通用的业务基础组件和业务模板组件，新一代 SMOM 能同时支持 3 个不同细分行业（半导体芯片、电子封装、电子装联）的需求，实现灵活复用平台的组件并形成统一 App，在此之上，也支持企业通过该平台进行定制化。过去单体平台上的定制是通过源码进行，实现效率低、产品和项目边界不明显，需求难以回归，而现在基于 iDME 统一数据平台及领域服务、业务模版等组件，让开发成本下降数倍有余，为高科技电子、半导体等行业提供菜单式选配 APP 的解决方案，让产品既能满足一些稳定的需求，又能给企业提供个性化的服务。

4 月 20 日，华为宣布自主可控的 MetaERP 研发获得成功，MetaERP 实现了全栈自主可控，基于华为欧拉操作系统、GaussDB 等根技术，联合众多伙伴，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。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。**公司作为华为 MetaERP 核心合作伙伴出席誓师大会并获表彰**。华为轮值董事长、CFO 孟晚舟表示：**“技术的每一次跨越，不仅需要以匠心精神日积月累，更需要秉承开放精神推动认知的跃升。MetaERP 的建设，需要合作伙伴的共同投入。只有开放才能创新，只有合作才能繁荣。”**

图33 华为为 MetaERP 合作伙伴颁奖

资料来源：公司微信公众号，海通证券研究所

MetaERP 全栈自主可控，有望打开央国企高端 ERP 增量市场。长期以来，在中低端市场，本土厂商占有明显的市场优势；大中型企业的高端 ERP 软件仍以 SAP、Oracle 为主，占国内高端市场份额的 60%，国外 ERP 软件价格偏高、实施费用昂贵，但其相对较为成熟，性能优越。根据《中国工业软件产业白皮书（2020）》调研发现，国内有些企业在创建初期使用国产 ERP 软件，但当企业发展到一定规模时，因国产软件功能难以支撑业务需求，企业将国产 ERP 软件替换成 SAP，出现了逆国产化现象。国内 ERP 厂商起步较晚，国内 ERP 软件在技术架构、业务模式分层设计、数据分析等方面与国外存在差距，并且软件业务模型积累较少，智能化应用水平有待提高，尤其是与大型企业合作较少，缺乏对大型企业的业务支撑，导致高端市场开拓受阻。跨国企业、集团型央企和大型企业超过半数使用国外 ERP；军工领域核心业务板块（如供应链和生产管理）仍使用 SAP。当前，企业数字化转型的需求与大型央国企的重组改革，为高端 ERP 市场带来了新的增量需求。此外，高端 ERP 的存量市场也出现向国产系统迁移的需求。随着企业规模和行业特征的变化，以及企业对于信息安全和对标世界一流企业的要求，企业越来越倾向于选择使用国产高端 ERP 系统。因此，高端 ERP 已具备广泛的市场需求与机遇，企业在数字化转型的过程中，可以更好地实现生产经营管理方式的升级与转型，从而迎接未来企业竞争的挑战。截至今年 4 月，MetaERP 已经覆盖了华为公司 100%的业务场景和 80%的业务量，经历了月结、季结和年结的考验，实现了零故障、零延时、零调账。

作为华为的服务商，公司已服务华为十八年。公司始终以客户为中心，积极参与华为的管理变革和数字化转型，交付质量持续领先。**公司作为华为最坚定的合作伙伴，**2017 年就成为华为云首批领先级解决方案合作伙伴，在制造业核心应用上云、工业软件、数字化供应链等方面开展全面合作，帮助 100 多家制造企业上云用云，并在 2019 年加入华为云“鲲鹏凌云”计划，双方的合作更为紧密。2021 年公司和华为云签署战略合作，成为同舟共济合作伙伴，并宣布在智能制造等方面开展全面合作。**公司作为核心伙伴将紧跟华为步伐，深入 MetaERP 战略，携手共建美好未来。**

我们认为，MetaERP 成功覆盖华为公司 100%的业务场景和绝大部分业务量，显示其具备支撑大型企业业务体量的实力，填补了国产高端 ERP 软件的缺口。此前，国内央国企大多使用 Oracle、SAP 等 ERP 软件，面临核心管理软件受制于人的风险。MetaERP 实现全栈自主可控，有望打开 ERP 高端国产替代市场。高端 ERP 因其产品本身的功能复杂度以及服务客户的业务复杂度，通常需要一定经验的实施团队来实施，从而推动企业结合行业最佳实践进行一系列管理、业务变革，因而形成高端市场的领域壁垒，并产生客户强锚定效应。公司作为华为 MetaERP 核心合作伙伴，同时具有多年 Oracle、SAP 实施经验，可实现“无缝衔接”更替高端 ERP 系统与旧系统，帮助企业

实现自主、安全、可控等目标，更好地提升项目效益，降低运营成本，增强竞争实力。公司多年来与华为合作密切，根据公司官微的表态：“**公司作为核心伙伴将紧跟华为步伐，深入 MetaERP 战略，携手共建美好未来。**”随着 MetaERP 战略的实施和相关生态的构建，在企业数字化转型的需求与大型央国企的重组改革背景下，有望携手华为打开央国企高端 ERP 增量市场和存量市场，公司 ERP 业务有望进一步打开增长空间。

今年 7 月，公司与华为云正式签署盘古大模型合作协议。公司源于制造业、服务制造业、深耕制造业，深刻理解制造行业场景，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。公司将持续深入制造场景，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。盘古制造大模型能够提供制造需求理解、工艺标准文档生成、工业软件代码生成、产供环节视图识别、产供环节智能计划 5 大技能，覆盖研发、生产、供应等核心环节，为智能制造打造坚实 AI 底座，通过大模型+天筹 AI 求解器的智能建模能力助力数实融合。除了深入大模型在行业场景的应用，公司还在不断挖掘人工智能对于解放生产力所释放的价值。公司将全面布局 AIGC，在内部整合技术力量及资源，成立 AIGC 应用推广委员会，致力于利用 AI 提升内部员工生产效率，并对外提供智能化服务，从内部效能提升到外部价值赋能，多个场景应用生态持续落地，带来全新智能高效工作流程。我们认为，一方面，公司通过与华为云的合作实现上云、拥抱 AIGC，另一方面，公司通过华为云触达更多行业优质客户，未来公司业绩有望打开新的增长空间。

4. 盈利预测与投资建议

2022 年 10 月份，全球知名的市场研究公司 IDC（国际数据集团旗下全资子公司 International Data Corporation）发布中国制造业 MES 市场分析及厂商份额报告，公司在高科技电子及计算机通信方面厂商份额排名第一，份额占比 7.6%；在装备制造 MES 解决方案厂商份额中排名第二，占比 4.2%，标志着公司在智能制造 MES/MOM 领域的行业领先地位进一步获得市场认可。2023 年公司将进一步实施积极的并购策略，保持公司经营业绩稳健发展，力求收入增速与利润增速同步增长。智能制造方面，继续夯实在优势行业的领导地位，同时在新能源、半导体领域继续扩大市场份额。与此同时，公司作为华为最坚定的合作伙伴，未来有望充分受益于 MetaERP 与盘古大模型建设。我们预测，公司 2023-2025 年营业收入分别为 28.47/38.52/50.32 亿元，归母净利润分别为 2.93/4.04/5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/1.00/1.33 元。参考可比公司，给予 2023 年动态 PE 45-50 倍，6 个月合理价值区间为 32.62-36.24 元，维持“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值表

				EPS（元）			PE（倍）		
证券简称	证券代码	股价（元）	市值(亿元)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
用友网络	600588.SH	16.9	579.85	0.06	0.13	0.26	281.5	126.2	64.4
宝信软件	600845.SH	47.6	954.38	1.12	1.12	1.40	42.5	42.5	33.9
东方国信	300166.SZ	9.4	108.55	-0.31	0.25	0.33	-	37.3	28.4
鼎捷软件	300378.SZ	24.5	65.89	0.51	0.61	0.76	48.0	40.3	32.2
平均				**0.59**	**0.63**	**0.83**	**162.0**	**68.7**	**42.2**

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：公司采用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

表 3 公司业务分拆（百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
泛 ERP	营收	1240.02	1550.03	2092.53	2720.29
	同比（%）	10.95	25.00	35.00	30.00
	毛利率（%）	32.70	32.80	32.90	33.00
智能制造及工业互联网	营收	809.10	1019.47	1427.25	1926.79
	同比（%）	36.69	26.00	40.00	35.00
	毛利率（%）	43.15	42.00	42.50	43.00
总收入	**营收**	**2271.12**	**2846.67**	**3852.17**	**5032.32**
	同比（%）	**17.37**	**25.34**	**35.32**	**30.64**
	毛利率（%）	**35.68**	**35.34**	**35.76**	**36.19**

资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 风险提示

ERP 实施或智能制造增速下滑，自有软件推进低于预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）				
每股收益	0.62	0.72	1.00	1.33
每股净资产	5.98	6.58	7.58	8.91
每股经营现金流	0.42	0.45	0.57	0.56
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	33.80	28.81	20.90	15.65
P/B	3.49	3.17	2.76	2.34
P/S	3.71	2.96	2.19	1.68
EV/EBITDA	39.15	21.52	15.67	12.43
股息率%	**0.6%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	35.7%	35.3%	35.8%	36.2%
净利润率	11.0%	10.3%	10.5%	10.7%
净资产收益率	10.3%	11.0%	13.2%	15.0%
资产回报率	7.2%	7.5%	8.9%	10.1%
投资回报率	8.2%	8.6%	10.4%	12.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	17.4%	25.3%	35.3%	30.6%
EBIT 增长率	-2.8%	23.7%	38.6%	33.7%
净利润增长率	11.1%	17.3%	37.8%	33.5%
偿债能力指标				
资产负债率	24.9%	26.9%	28.5%	29.2%
流动比率	3.37	2.96	2.77	2.69
速动比率	2.99	2.61	2.37	2.31
现金比率	1.60	1.24	1.03	0.88
经营效率指标				
应收账款周转天数	108.26	111.71	106.81	108.93
存货周转天数	29.89	27.41	29.77	29.02
总资产周转率	0.70	0.78	0.91	1.02
固定资产周转率	9.21	11.44	17.15	25.37

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	249	293	404	539
少数股东损益	5	3	6	9
非现金支出	79	66	85	75
非经营收益	-8	-16	-22	-28
营运资金变动	-157	-163	-242	-370
经营活动现金流	**168**	**184**	**231**	**224**
资产	-198	-165	-181	-214
投资	-144	-34	-31	-38
其他	-8	16	22	28
投资活动现金流	**-350**	**-182**	**-190**	**-224**
债权募资	139	51	51	67
股权募资	74	0	0	0
其他	-218	-50	0	0
融资活动现金流	**-5**	**1**	**51**	**67**
现金净流量	**-187**	**2**	**93**	**68**

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**2271**	**2847**	**3852**	**5032**
营业成本	1461	1841	2475	3211
毛利率%	35.7%	35.3%	35.8%	36.2%
营业税金及附加	15	18	24	32
营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	151	194	254	322
营业费用率%	6.6%	6.8%	6.6%	6.4%
管理费用	136	185	243	307
管理费用率%	6.0%	6.5%	6.3%	6.1%
EBIT	242	299	415	554
财务费用	1	0	0	0
财务费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	12	16	22	28
营业利润	**253**	**315**	**436**	**582**
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	**253**	**315**	**436**	**582**
EBITDA	289	365	499	629
所得税	-2	19	26	35
有效所得税率%	-0.7%	6.0%	6.0%	6.0%
少数股东损益	5	3	6	9
归属母公司所有者净利润	**249**	**293**	**404**	**539**

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1004	1007	1099	1167
应收账款及应收票据	788	1015	1317	1788
存货	119	162	248	270
其它流动资产	203	232	285	362
流动资产合计	2114	2415	2949	3588
长期股权投资	159	193	223	261
固定资产	256	242	208	189
在建工程	115	153	204	272
无形资产	122	158	197	238
非流动资产合计	1334	1466	1593	1770
资产总计	**3449**	**3882**	**4541**	**5358**
短期借款	130	181	232	300
应付票据及应付账款	73	63	119	126
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	424	570	713	907
流动负债合计	628	815	1065	1333
长期借款	176	176	176	176
其它长期负债	55	55	55	55
非流动负债合计	230	230	230	230
负债总计	**858**	**1045**	**1295**	**1564**
实收资本	404	404	404	404
归属于母公司所有者权益	2414	2656	3060	3598
少数股东权益	177	180	187	195
负债和所有者权益合计	**3449**	**3882**	**4541**	**5358**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 25 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杨林　　计算机行业
洪琳　　计算机行业
于成龙　　计算机行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　新开普,创业慧康,航天宏图,广联达,用友网络,银江技术,商汤-W,思维列控,金溢科技,中控技术,荣旗科技,汉得信息,中科曙光,金山办公,光庭信息,启明星辰,新国都,博彦科技,久远银海,美亚柏科,太极股份,广电运通,德生科技,奇安信-U,软通动力,数字政通,新大陆,安恒信息,赛意信息,宇信科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：
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；
2. 市场基准指数的比较标准：
A 股市场以海通综指为基准；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。

类　别	评　级	说　明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
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

本报告仅供海通证券股份有限公司（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，海通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，未经海通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，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，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，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　所长
(021)23185717　luying@haitong.com

邓　勇　副所长
(021)23185718　dengyong@haitong.com

荀玉根　副所长
(021)23185715　xyg6052@haitong.com

涂力磊　所长助理
(021)23219747　tll5535@haitong.com

余文心　所长助理
(0755)82780398　ywx9461@haitong.com

汪立亭　所长助理
(021)23219399　wanglt@haitong.com

孙　婷　所长助理
(010)50949926　st9998@haitong.com

宏观经济研究团队
梁中华(021)23219820　lzh13508@haitong.com
应镓娴(021)23185645　yjx12725@haitong.com
李　俊(021)23154149　lj13766@haitong.com
侯　欢(021)23185643　hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646　llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641　wyq14704@haitong.com
贺　媛(021)23185639　hy15210@haitong.com

金融工程研究团队
冯佳睿(021)23219732　fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@haitong.com
罗　蕾(021)23185653　ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650　yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659　ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655　hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109　zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656　zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657　cjh13945@haitong.com
卓泱萱　zyx15314@haitong.com
马毓婕　myj15669@haitong.com
付欣郁　fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队
倪韵婷(021)23219419　niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680　tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@haitong.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676　tsh12355@haitong.com
江　涛(021)23185672　jt13892@haitong.com
张　弛(021)23185673　zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675　wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669　tyj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670　zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678　clw14331@haitong.com
魏　玮(021)23185677　ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679　szc14816@haitong.com

固定收益研究团队
姜珮珊(021)23154121　jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649　wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648　slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652　zzr13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116　wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651　fxl13957@haitong.com
藏　多(021)23185647　zd14683@haitong.com

策略研究团队
荀玉根(021)23185715　xyg6052@haitong.com
高　上(021)23185662　gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@haitong.com
杨　锦(021)23185661　yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663　ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660　wzh13978@haitong.com
联系人
刘　颖(021)23185665　ly14721@haitong.com
陈　菲　cf15315@haitong.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635　pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667　wyq12745@haitong.com

政策研究团队
李明亮(021)23185835　lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838　wuyiping@haitong.com
朱　蕾(021)23185832　zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837　zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833　lsx11330@haitong.com
联系人
纪　尧(021)23185836　jy14213@haitong.com

石油化工行业
邓　勇(021)23185718　dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@haitong.com
胡　歆(021)23185616　hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607　zhr14674@haitong.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@haitong.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120　zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096　lgk12371@haitong.com
孟　陆 86 10 56760096　ml13172@haitong.com
周　航(021)23185606　zh13348@haitong.com
联系人
彭　娉(021)23185619　pp13606@haitong.com
肖治键(021)23185638　xzj14562@haitong.com
张　澄(010)56760096　zc15254@haitong.com

汽车行业
王　猛(021)23185692　wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699　fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705　zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145　lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺　sjy15440@haitong.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698　fyf11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617　ywh14040@haitong.com
阎　石(021)23185741　ys14098@haitong.com
胡鸿程　hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@haitong.com
高　瑜(021)23185683　gy12362@haitong.com
曹蕾娜　cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703　zbq14692@haitong.com
李艺冰　lyb15410@haitong.com
王逸欣　wyx15478@haitong.com

互联网及传媒
毛云聪(010)58067907　myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208　kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690　cbr14043@haitong.com

有色金属行业
陈先龙 02123219406　cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622　cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615　gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632　zhh14696@haitong.com
梁　琳　ll15685@haitong.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@haitong.com
谢　盐(021)23185696　xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689　zjm14937@haitong.com
陈昭颖　czy15598@haitong.com

电子行业
张晓飞 zxf15282@haitong.com
李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
联系人
郦奕滢 lyy15347@haitong.com
张 幸 zx15429@haitong.com

煤炭行业
李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
联系人
朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

电力设备及新能源行业
吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
徐柏乔(021)23219171 xbq6583@haitong.com
马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
胡惠民 hhm15487@haitong.com
联系人
姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
吴志鹏 wzp15273@haitong.com
罗 青 lq15535@haitong.com
孔淑媛 ksy15683@haitong.com

基础化工行业
刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
联系人
杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
夏思寒 xsh15310@haitong.com
杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

通信行业
余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
于一铭 yym15547@haitong.con
联系人
夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
徐 卓 xz14706@haitong.com

非银行金融行业
何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
曹 锟 010-56760090 ck14023@haitong.com
联系人
肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

交通运输行业
虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com

纺织服装行业
梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
联系人
王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

机械行业
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
毛冠锦 mgj15551@haitong.com
联系人
刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

建筑工程行业
张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
联系人
曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

农林牧渔行业
李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
冯 鹤 fh15342@haitong.com
联系人
蔡子慕 czm15689@haitong.com

食品饮料行业
颜慧菁 yhj12866@haitong.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
联系人
张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
苗 欣 mx15565@haitong.com

军工行业
张恒晅 zhx10170@haitong.com
联系人
刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com
李雨泉 lyq15646@haitong.com

银行行业
林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com
联系人
董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
联系人
毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com

家电行业
陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
联系人
吕浦源 lpy15307@haitong.com

造纸轻工行业
郭庆龙 gql13820@haitong.com
高翩然 gpr14257@haitong.com
王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

环保行业
戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
联系人
杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽萱(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com