

投资评级 优于大市 首次覆盖

智能制造龙头，携手工业富联开启新征程

股票数据

12月01日收盘价(元)	27.92
52周股价波动(元)	12.17-40.64
总股本/流通A股(百万股)	265/265
总市值/流通市值(百万元)	7401/7392

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.2	4.0	-11.3
相对涨幅(%)	-0.5	-4.2	-13.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850518110001

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

投资要点:

- 国产工业 ERP 龙头，有望享受行业红利。** 公司成立于 1982 年，经过 38 年发展，已经成长为国内工业 ERP 软件龙头企业。根据赛迪网发布的《2017 年中国智能制造产业 ERP 软件产品深度研究报告》，公司的管理软件产品在我国智能制造业管理软件市场的占有率为 14.7%，位居国产软件第一位。截止 2019 年底，公司在大陆及台湾地区积累了庞大的客户基数，累计合作企业数量超过 50000 家，与一大批优质客户形成了稳定的合作关系。公司目前已经构建起一条聚焦于智能制造与新零售行业、并覆盖大中小企业需求的全产品线。我们认为，近年来，智能制造行业正处于高速发展阶段，工业数字化、智能化转型需求逐年攀升，公司作为龙头有望充分受益。
- 工业互联网+云转型有望驱动公司长期增长。** 公司目前正在大力推动工业互联网与云转型发展。根据公司公众号，2020 年 7 月，公司成功入选“2020 工业互联网解决方案提供商 TOP100”榜单。目前，公司已成功地与中国电信、中国联通、华为云、工业富联等合作方建立生态伙伴关系，围绕工业互联网平台建设展开全面、深入的合作。11 月 26 日，华为云 TechWave 工业互联网专题日活动上，华为云与公司联合发布面向制造业的智能制造融合解决方案；在华为云强大的计算能力与物联网技术加持下，公司智能制造融合解决方案的完整度与可拓展性将持续加强。我们认为，工业互联网与云计算作为“新基建”中的重要内容，将存在长期建设需求；公司业务发展方向与行业需求高度契合，有望迎来良好成长机遇。
- 工业富联入股，两者协同有望创造新突破。** 2020 年 7 月，公司发布公告，工业富联拟收购公司 15.19% 的股份，完成后将成为公司第一大股东；目前股份转让工作进展顺利。工业富联是全球领先的工业制造服务商，为客户提供以工业互联网平台为核心的智能制造服务。我们认为工业富联作为全球最大的 3C 代工厂，其对工业行业的深度理解可以为公司提供大量经验，并且工业富联的解决方案产品有望与公司的工业软件产品进行深度融合，进而拉动公司产品需求；工业富联与公司在工业互联网领域拥有非常好的契合度和发展前景，使公司有望实现 IT 与 OT 的创新融合发展，以打造出更为成熟的智能工业系统。
- Q3 营收实现正增长，全年表现值得期待。** 公司 2020 年前三季度实现营收 10.15 亿元，同比增长 0.70%，实现归母净利润 7185 万元，同比增长 16.57%。单三季度实现营收 4.13 亿元，同比增长 17.63%，实现归母净利润 8659 万元，同比增长 304.24%。公司 Q3 营收增速转正。同时，公司前三季度存货增加约人民币 551.50 万元，同比增长 51.18%，主要为支运营需求增加备货。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1342	1467	1619	1966	2474
(+/-)YoY(%)	10.3%	9.3%	10.4%	21.4%	25.8%
净利润(百万元)	79	103	126	169	224
(+/-)YoY(%)	29.7%	30.4%	22.1%	34.1%	32.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.39	0.48	0.64	0.85
毛利率(%)	83.5%	83.5%	83.6%	83.9%	83.9%
净资产收益率(%)	6.0%	7.4%	8.3%	10.0%	11.7%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 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

盈利预测。我们认为，公司所处行业受益于政策推动将保持高景气，公司作为工业 ERP 龙头具有显著竞争优势，工业富联入股后有望和公司在产品服务以及业务拓展上形成良好协同。我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 16.19 亿元、19.66 亿元、24.74 亿元，归母净利润分别为 1.26 亿元、1.69 亿元、2.24 亿元，对应 EPS 分别为 0.48/0.64/0.85 元，参考可比公司估值，我们给予 2021 年动态 PE60-70 倍，6 个月股价合理价值区间为 38.4 元-44.8 元，给予“优于大市”评级。

风险提示。行业需求不及预期，与工业富联战略合作低于预期。

表 1 公司分业务收入

(单位: 百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
技术服务	561.96	662.27	735.77	824.06	939.43	1080.35
同比增长 (%)	15.6%	17.9%	11.1%	12.0%	14.0%	15.0%
自制 ERP 软件	382.96	426.71	450.00	486.00	656.10	918.54
同比增长 (%)	-1.8%	11.4%	5.5%	8.0%	35.0%	40.0%
外购 ERP 软硬件	271.05	252.54	280.95	309.05	370.85	474.69
同比增长 (%)	2.8%	-6.8%	11.2%	10.0%	20.0%	28.0%
合计	1215.97	1341.52	1466.72	1619.11	1966.39	2473.58
同比增长 (%)	6.7%	10.3%	9.3%	10.4%	21.4%	25.8%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 公司分业务毛利

(单位: 百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
技术服务	549.37	637.00	706.00	791.10	901.85	1037.13
毛利率 (%)	97.8%	96.2%	96.0%	96.0%	96.0%	96.0%
自制 ERP 软件	382.96	426.71	450.00	486.00	656.10	918.54
毛利率 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
外购 ERP 软硬件	74.33	56.73	68.22	77.26	92.71	118.67
毛利率 (%)	27.4%	22.5%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	1006.66	1120.44	1224.22	1354.36	1650.67	2074.35
毛利率 (%)	82.8%	83.5%	83.5%	83.6%	83.9%	83.9%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
用友网络	600588.SH	43.70	1429.08	0.48	0.29	0.38	91	152	116
宝信软件	600845.SH	60.49	590.92	0.78	1.09	1.36	78	56	44
中控技术	688777.SH	124.00	609.20	0.90	0.87	1.10	138	142	112
能科股份	603859.SH	38.68	53.82	0.73	0.90	1.28	53	43	30
平均							90	98	76

资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司采用 Wind 一致预期，股价为 2020 年 12 月 01 日收盘价。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业收入	1467	1619	1966	2474
每股收益	0.39	0.48	0.64	0.85	营业成本	243	265	316	399
每股净资产	5.29	5.76	6.40	7.24	毛利率%	83.5%	83.6%	83.9%	83.9%
每股经营现金流	0.90	0.73	0.85	1.31	营业税金及附加	11	10	12	15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	747	832	1007	1261
P/E	71.68	58.73	43.81	33.05	营业费用率%	51.0%	51.4%	51.2%	51.0%
P/B	5.29	4.85	4.37	3.86	管理费用	180	213	261	319
P/S	5.07	4.58	3.77	3.00	管理费用率%	12.3%	13.2%	13.3%	12.9%
EV/EBITDA	41.93	44.53	39.27	29.44	EBIT	119	109	139	191
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	7	2	-7	-11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.1%	-0.3%	-0.5%
毛利率	83.5%	83.6%	83.9%	83.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	7.0%	7.8%	8.6%	9.1%	投资收益	11	14	18	21
净资产收益率	7.4%	8.3%	10.0%	11.7%	营业利润	143	176	233	307
资产回报率	4.6%	5.8%	6.9%	7.8%	营业外收支	0	1	2	2
投资回报率	5.1%	5.2%	5.9%	7.3%	利润总额	143	177	234	309
盈利增长 (%)					EBITDA	172	163	182	236
营业收入增长率	9.3%	10.4%	21.4%	25.8%	所得税	39	48	63	82
EBIT 增长率	85.1%	-8.9%	27.5%	37.8%	有效所得税率%	27.2%	27.0%	26.7%	26.4%
净利润增长率	30.4%	22.1%	34.1%	32.6%	少数股东损益	1	3	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	103	126	169	224
资产负债率	37.8%	29.1%	30.1%	32.6%					
流动比率	1.43	1.47	1.52	1.51	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.41	1.43	1.47	1.46	货币资金	516	163	278	467
现金比率	0.61	0.26	0.38	0.50	应收账款及应收票据	271	319	384	476
经营效率指标					存货	11	13	16	20
应收帐款周转天数	37.79	41.10	40.42	39.77	其它流动资产	419	424	430	438
存货周转天数	16.22	18.59	18.76	17.86	流动资产合计	1216	920	1109	1401
总资产周转率	0.65	0.75	0.80	0.86	长期股权投资	61	61	61	61
固定资产周转率	1.86	1.72	1.93	2.18	固定资产	788	944	1019	1135
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	126	168	181	200
					非流动资产合计	1053	1251	1340	1475
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2270	2171	2449	2876
净利润	103	126	169	224	短期借款	297	0	0	0
少数股东损益	1	3	3	3	应付票据及应付账款	83	106	124	151
非现金支出	60	54	43	45	预收账款	184	195	239	303
非经营收益	2	-3	-19	-22	其它流动负债	288	323	367	476
营运资金变动	73	14	32	97	流动负债合计	851	624	730	930
经营活动现金流	239	194	227	347	长期借款	0	0	0	0
资产	-45	-250	-130	-178	其它长期负债	8	8	8	8
投资	-12	0	0	0	非流动负债合计	8	8	8	8
其他	-123	14	18	21	负债总计	859	632	738	937
投资活动现金流	-180	-237	-112	-158	实收资本	266	265	265	265
债权募资	1826	-297	0	0	归属于母公司所有者权益	1402	1527	1696	1920
股权募资	23	-1	0	0	少数股东权益	9	12	15	18
其他	-2186	-12	0	0	负债和所有者权益合计	2270	2171	2449	2876
融资活动现金流	-337	-309	0	0					
现金净流量	-278	-352	115	189					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 01 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
 洪琳 计算机行业
 黄竞晶 计算机行业
 杨林 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： 佳都科技,易华录,创业慧康,四维图新,京北方,广联达,中控技术,用友网络,金溢科技,拉卡拉,锐明技术,拓尔思,金山办公,中电兴发,捷顺科技,中孚信息,恒华科技,航天信息,京东数科,启明星辰,海康威视,金蝶国际,长亮科技,久远银海,广电运通,美亚柏科,寒武纪-U,奇安信-U,博思软件,安恒信息

投资评级说明

	类别	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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。