

赛意信息 (300687)

铸魂系列二: 离散智能制造新星, “三级火箭” 推动快速成长

买入 (首次)

2023年04月20日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 王世杰

执业证书: S0600121070042

wangshijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,935	2,334	3,098	4,036
同比	40%	21%	33%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	225	252	341	458
同比	28%	12%	36%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.56	0.62	0.85	1.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	64.00	57.06	42.10	31.40

关键词: #进口替代 #第二曲线

投资要点

- **从泛 ERP 到 MES, 从服务商到“产品+服务”, 赛意正在快速蜕变:** 赛意信息做高端 ERP 实施起家, 2012 年进入智能制造领域, 大力投入自研产品, 2016-2021 年营收复合增速达 26%, 智能制造营收由 2017 年的 0.73 亿元快速跃升到 2021 年的 5.92 亿元, 年复合增速高达到 68%, 营收占比达到 31%。2021 年自研产品占到约 30%, 并在快速提升, 实现从服务商到“产品+服务”提供商的转变。我们认为赛意的快速成长主要由“三级火箭”推动。
- **第一级, 所在智能制造行业景气度高涨, 赛意先发优势明显:** 离散制造行业渗透率大多在 20% 以下, 下游需求旺盛, 市场空间较大。行业增速有望保持在 20% 以上, 赛意等行业头部客户相关业务增速有望保持在 40% 以上。智能制造市场刚刚兴起, 叠加细分赛道差异性较大, 跨行业壁垒较高, 市场竞争格局较为分散。赛意已经布局智能制造领域 10 年时间, 与西门子合作同时, 已经具备较完整自研产品矩阵, 在 PCB、电子等多个行业获得认可, 形成产品、经验、客户明显先发优势, 充分受益行业增长红利。
- **第二级, 泛 ERP 业务基石稳固, 业务相互协同助力智能制造高增:** 短期来看, 高端 ERP 市场国产化仍有难度, 疫情等因素促使高端 ERP 实施市场格局集中度进一步提升。赛意为 SAP、Oracle 等高端 ERP 产品头部实施商, 市场地位进一步提高, 订单充沛。长期来看, 赛意自研核心 ERP 之外的营销、业财等泛 ERP 产品, 满足客户对 ERP 的多样性需求, 打开增量市场空间。横向来看, ERP 和 MES 各为制造企业数字化紧密相连一环, 公司实施 SAP 等高端 ERP 拉动对智能制造产品的需求。
- **第三级, 修炼内功, 实现量、质双升:** 营收端, 公司巩固优势行业, 向腰部客户渗透, 开拓新行业, 突破头部灯塔客户; 设立央企事业部, 从民企客户向央企拓展; 设立华东总部, 再造一个“华南”。毛利端, 赛意加大研发, 推出自研产品, 提升自研产品营收占比, 同时, 推出行业套件、技术中台, 提升产品标准化程度, 拉升毛利率。费用端, “谷神”平台提升人力复用率, 2022 年开展 LTC 管理改革, 优化管理效率。
- **盈利预测与投资评级:** 赛意信息是 A 股稀缺的离散制造企业信息化“产品+服务”提供商。智能制造业务乘行业东风, 有望持续高增, 泛 ERP 业务有望稳步增长。公司营收高增, 盈利质量提升, 我们认为公司有望成为离散制造龙头企业。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.52/3.41/4.58 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 自研产品进度不及预期; 政策推进不及预期; 行业拓展进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.58
一年最低/最高价	16.61/43.65
市净率(倍)	6.42
流通 A 股市值(百万元)	11,257.97
总市值(百万元)	14,369.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.54
资产负债率(% ,LF)	24.55
总股本(百万股)	403.86
流通 A 股(百万股)	316.41

相关研究

内容目录

1. 从泛 ERP 到 MES，离散制造新星逐步蜕变.....	4
2. 一图看清推动赛意快速增长的“三级火箭”.....	8
3. 第一级：乘智能制造之风，掘金百亿新市场.....	8
3.1. 智能制造东风到来，政策产业资本三点共振.....	8
3.2. 格局分散，低渗透，大空间，强行业属性.....	10
3.3. 赛意布局智能制造数年，先发优势明显.....	14
4. 第二级：泛 ERP 业务基石稳固，相互协同助力智能制造.....	15
4.1. 短期：高端 ERP 实施市场格局优化，赛意强者愈强.....	15
4.2. 中长期：发力泛 ERP，业务协同助力智能制造业务.....	16
5. 第三级：修炼内功，自研强化，管理优化.....	17
5.1. 行业客户区域全面拓展，推动营收持续高增.....	17
5.2. 产品自研+标准化提升，毛利率节节攀升.....	19
5.3. 效率提升，人效指标优化.....	20
6. 盈利预测与估值.....	21
7. 风险提示.....	23

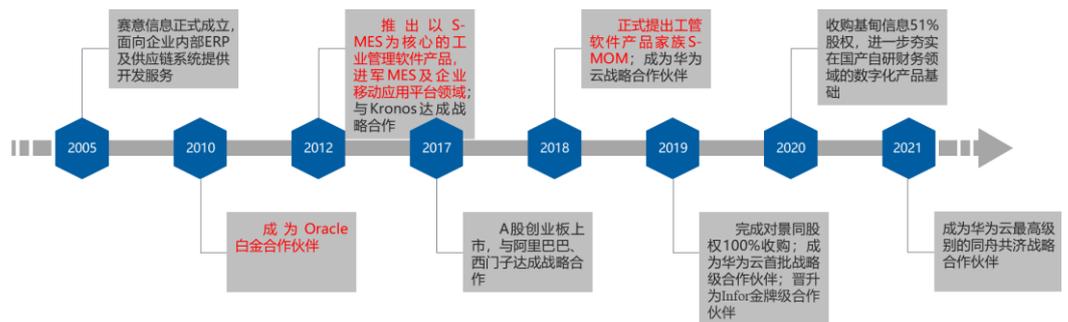
图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司产品服务框架.....	5
图 3:	赛意信息股权结构 (截至 2023 年 4 月 18 日)	6
图 4:	赛意信息 2021 年营业收入为 19.34 亿元.....	6
图 5:	2021 年赛意信息归母净利润为 2.25 亿元.....	6
图 6:	2018-2021 年泛 ERP 和智能制造收入同比增速.....	7
图 7:	2017-2021 年公司主要业务营收占比	7
图 8:	2018-2021 年公司研发费用率不断提升	7
图 9:	2018-2021 年公司智能制造业务毛利率逐步提升	7
图 10:	2017-2021 年公司销售和管理费用率	8
图 11:	2017-2021 年公司现金流状况逐步改善	8
图 12:	赛意快速增长的“三级火箭”.....	8
图 13:	99%制造业高层支持数字化转型	10
图 14:	制造企业推动数字化转型的主要动因.....	10
图 15:	2012-2021 年 9 月工业软件行业一级市场融资次数	10
图 16:	2021 年 1-9 月一级市场工业软件融资事件	10
图 17:	MES 在企业架构中的位置	11
图 18:	全球 MES 行业市场规模及增速	11
图 19:	我国 MES 行业市场规模及增速	11
图 20:	2020 年全球 MES 系统地区分布情况	12
图 21:	2020 年不同行业 MES 渗透率	12
图 22:	2020 年 MES 细分行业应用情况	13
图 23:	2019 年中国 MES 行业竞争格局	13
图 24:	赛意智能制造业务产品和服务.....	15
图 25:	赛意行业解决方案.....	15
图 26:	中国 ERP 市场规模增速趋于稳定	16
图 27:	2019 年中国高端 ERP 市场营收格局	16
图 28:	赛意自研泛 ERP 产品	17
图 29:	赛意部分客户.....	18
图 30:	赛意信息业务拓展策略.....	18
图 31:	赛意信息并购历史.....	19
图 32:	2013-2021 年公司整体人均创收和人均创利不断提升	21
表 1:	公司主要产品及介绍.....	5
表 2:	工业软件发展相关政策支持.....	9
表 3:	工业软件相关政策指标变化.....	9
表 4:	MES 市场规模测算.....	14
表 5:	公司在研自研项目 (截至 2021 年 12 月 31 日)	20
表 6:	营收预测 (百万元)	22
表 7:	可比公司估值 (截至 2023/4/19)	23

1. 从泛 ERP 到 MES，离散制造新星逐步脱变

深耕离散行业，从 ERP 实施到布局 MES，自研产品逐步推出。赛意信息成立于 2005 年，成立之初主要面向企业内部 ERP 及供应链系统建设提供咨询实施及相关二次开发服务，2012 年公司布局智能制造领域，面向离散型制造企业推出以 S-MES 为核心的工业管理软件产品，并在 2018 年扩展成制造运营一体化的工业管理软件产品家族 (S-MOM)。

图1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司当前主营业务以软件实施开发服务为主，主要包括 MES 等智能制造软件和泛 ERP 两大类。

- 1) 工业管理软件产品及相关实施服务:** 公司面向市场提供了制造运营一体化的工业管理软件产品家族 (S-MOM)，包括 MES、APS、WMS 等产品。同时在工业互联网领域，公司推出了工业互联网软硬一体化解决方案套件——IOT 工业手环。
- 2) 泛 ERP 领域的业务运营管理软件及相关实施服务:** 公司一方面提供基于 SAP、ORACLE 等成熟套装 ERP 软件的解决方案；另一方面，公司提供成熟的中台及大数据自研产品以满足企业更多需求。

图2: 公司产品服务框架



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

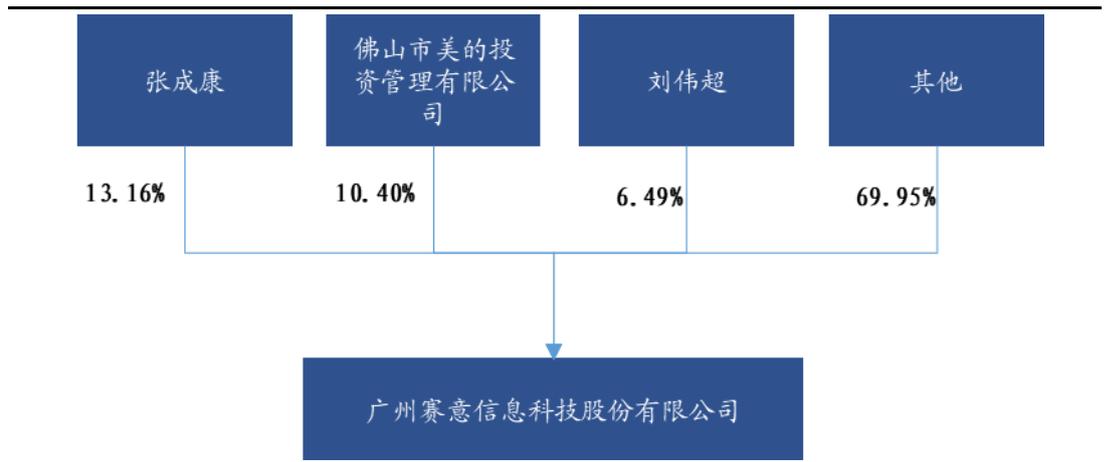
表1: 公司主要产品及介绍

产品名称	产品类型	产品概况
IOT 工业手环	工业互联网	传感器监测设备运行状态, 采集数据经网关上传至云端 IOT 平台做分析诊断, 用户在任意场合可通过多端口查看设备健康状态, 以及接收告警信息
SIE-CMS (全渠道营销平台)	智慧营销	是企业面向全渠道实现订单、商品、库存、会员、促销的深度经营工作平台
S-MOM 制造运营管理平台	智能制造	基于数字化、智能化工厂设计理念, 为企业提供智能化运营管理于一体的信息化解决方案, 助企业从“数字化工厂”迈进“智能化工厂”打下坚实的基础
数字中台	大数据	建立数据资产体系, 规模化服务业务, 保证数据质量, 更大限度的发挥数据价值
Oracle NetSuite 云	ERP 代理实施产品	协助企业进行财务管理、财务计划、订单管理、生产管理、供应链管理、仓储和履行、采购等关键业务

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

管理层来自美的, 拥有丰富智能制造行业经验。公司董事长张成康先生为北京航空航天大学软件工程专业硕士, 曾任美的集团主任工程师、软件开发项目经理, 具有丰富软件开发经验。除此之外, 公司管理层刘伟超、刘国华、欧阳湘英和曹金乔均曾在美的集团任职, 充分积累大量离散行业智能制造经验。2005年, 在公司成立之初美的集团持有公司20%股份, 截至2023年4月18日, 仍持有公司10.40%股份。

图3: 赛意信息股权结构 (截至 2023 年 4 月 18 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

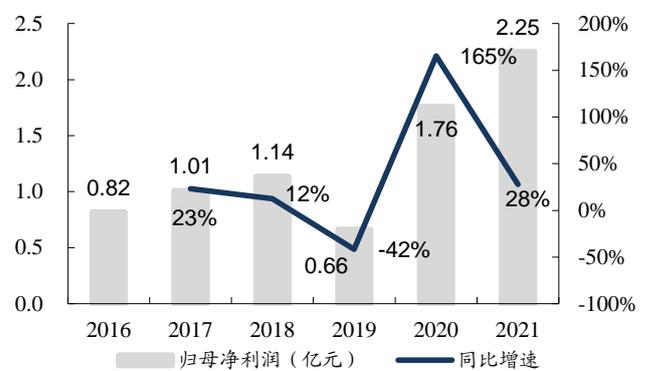
泛 ERP 业务稳步发展, 智能制造业务拉动公司业绩。赛意信息 2021 年营收为 19.34 亿元, 同比增长 40%, 2016-2021 年营收复合增速达 26%; 2021 年归母净利润为 2.25 亿元, 同比增长 28%。公司 2019 年泛 ERP 业务受中美关系波动影响, 增速较为平稳, 2020 年增速开始回暖, 2021 年加速发展。2019-2021 年营收端快速增长主要得益于公司智能制造业务快速发展, 收入由 2017 年的 0.73 亿元快速跃升到 2021 年的 5.92 亿元, 年复合增速高达到 68%, 营收占比不断攀升, 2021 年智能制造业务营收占比达到 31%。

图4: 赛意信息 2021 年营业收入为 19.34 亿元



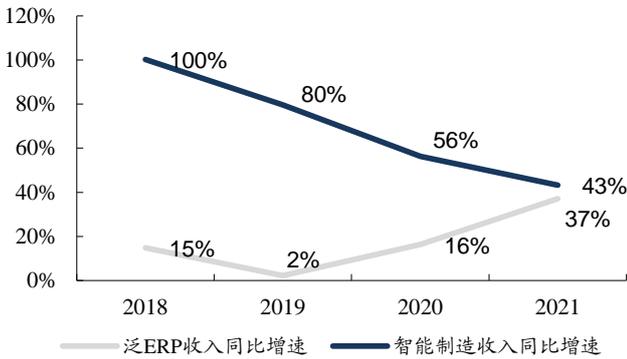
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2021 年赛意信息归母净利润为 2.25 亿元



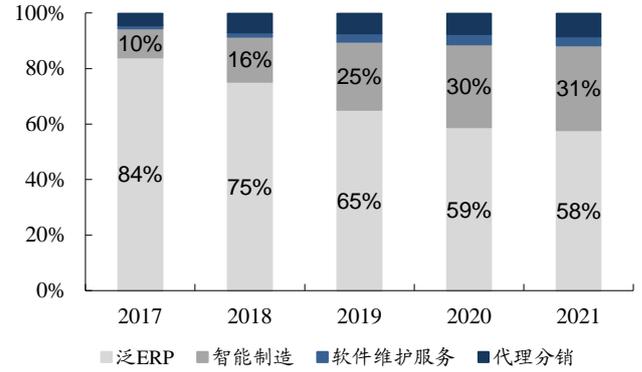
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018-2021年泛ERP和智能制造收入同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

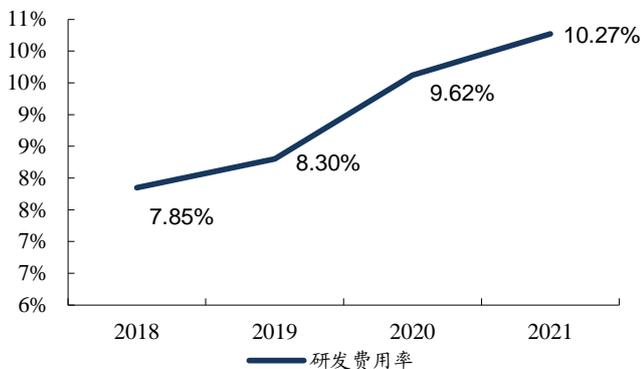
图7: 2017-2021年公司主要业务营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

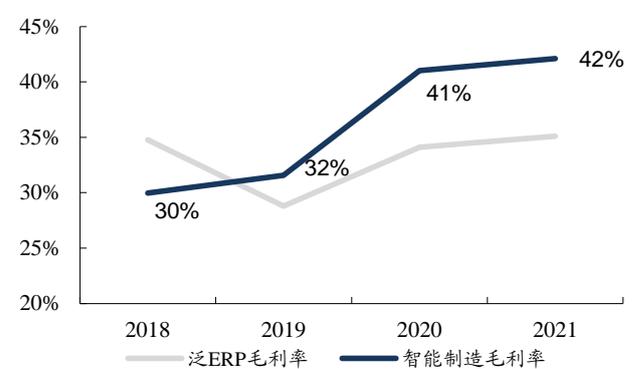
不断加大研发投入, 自研产品逐渐得到市场认可。2018-2021年, 公司研发费用率从7.85%上升至10.27%, 坚持自主研发产品, 相关产品已经获得市场认可。受益于公司自研MES等产品营收占比增加, 智能制造业务毛利率由2018年的30%稳步提升到2021年的42%, 主要原因是智能制造产品成熟度持续提高并获得市场认可, 客户对软件许可付费意愿提升。2021年12月, 公司募集资金6.50亿元用于基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目, 进一步加大自研产品研发力度。

图8: 2018-2021年公司研发费用率不断提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

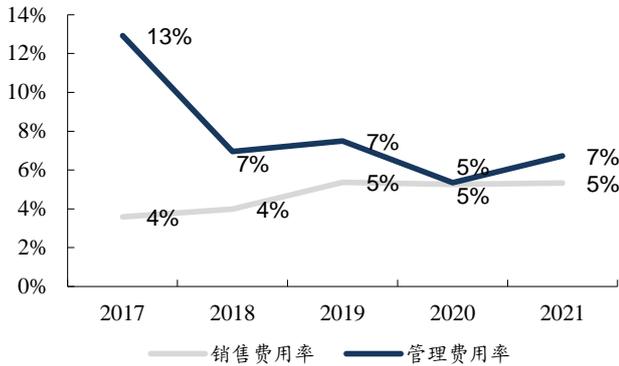
图9: 2018-2021年公司智能制造业务毛利率逐步提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

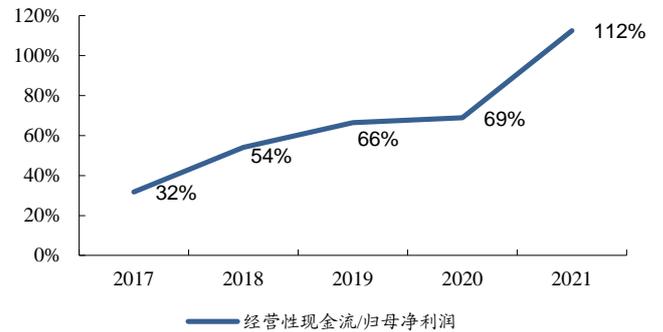
内部管理改革优化费用率。在营收规模快速增长的同时, 公司也注重内部效率的提升, 并取得了优异成果, 2017-2020年, 公司管理费用率逐步下降, 2021年由于股权激励费用支出, 公司管理费用率有所上升, 剔除股权激励费用后, 2021年公司管理费用率约为5%, 保持较低水平。**现金流状况提升显著。**2017-2021年, 公司经营性现金流和归母净利润比例明显提升, 主要系公司流程简化及数字化运营取得良好成效。

图10: 2017-2021 年公司销售和管理费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

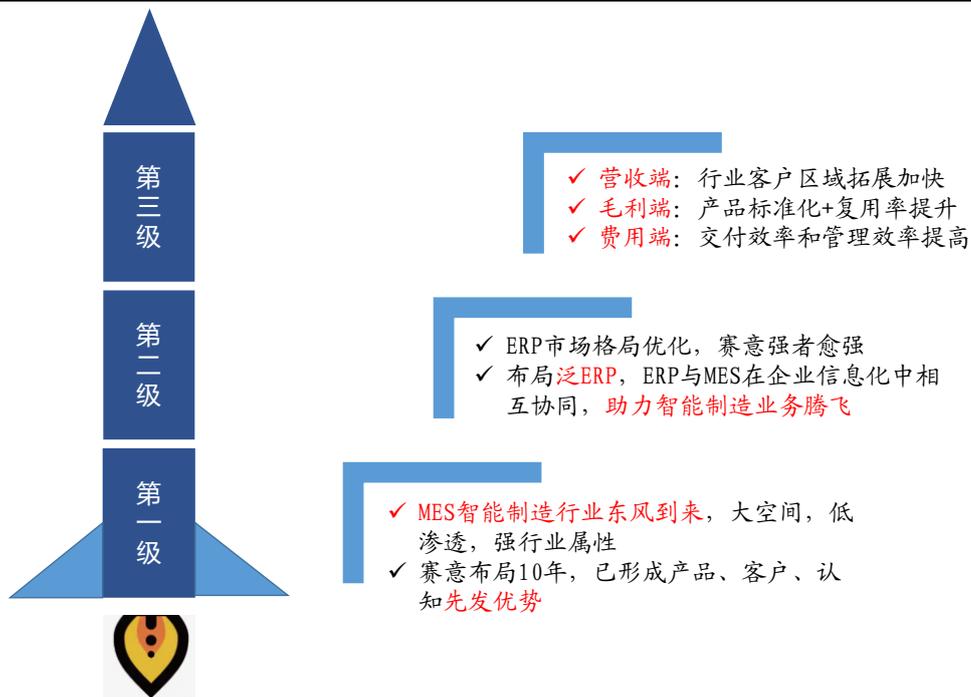
图11: 2017-2021 年公司现金流状况逐步改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 一图看清推动赛意快速增长的“三级火箭”

图12: 赛意快速增长的“三级火箭”



数据来源: 东吴证券研究所整理

3. 第一级: 乘智能制造之风, 掘金百亿新市场

3.1. 智能制造东风到来, 政策产业资本三点共振

政策上,“十四五”政府全力支持智能制造发展。工业数字化是《“十四五”数字经济发展规划》重要目标。十四五期间,发展数字经济,“两化融合”迎来新的挑战和机遇,“智能制造”是重要方向和突破口,工业软件是重要发展领域。在《“十四五”信息化和

工业化深度融合发展规划》中，国家对智能制造提出了多项量化指标，相比于“十三五”期间有明显提升。

表2: 工业软件发展相关政策支持

发布时间	政策名称	发布机构	主要内容
2022年1月12日	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	到2025年产业数字化转型迈上新台阶。制造业数字化、网络化、智能化更加深入。纵深推进工业数字化转型，加快推动研发设计、生产制造、经营管理、市场服务等全生命周期数字化转型。
2021年12月21日	《“十四五”智能制造发展规划》	八部门	到2025年，供给能力明显增强。智能制造装备和工业软件市场满足率分别超过70%和50%。
2021年11月30日	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	工业和信息化部	强调新型工业化要以供给侧结构性改革为主线，以智能制造为主攻方向，以数字化转型为主要抓手，推动工业互联网创新发展。
2021年11月15日	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	工业和信息化部	重点突破工业软件。研发推广计算机辅助设计、仿真、计算等工具软件，大力发展关键工业控制软件，加快高附加值的运营维护和经营管理软件产业化部署。

数据来源：国务院，东吴证券研究所

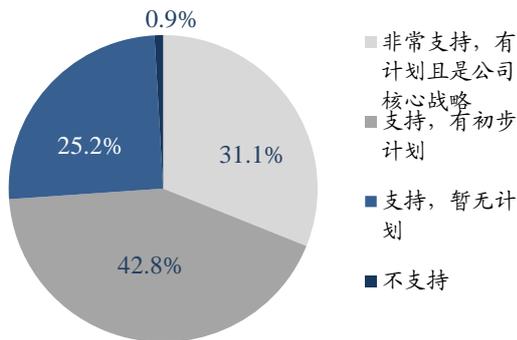
表3: 工业软件相关政策指标变化

项目	2015	2020	2025	2020-2025 变动幅度
工业互联网平台应用普及率		14.70%	45%	+30.3pct
智能制造市场装备满足率		50%	70%	+20.0pct
制造业重点领域企业数字化研发设计工具普及率	62.00%	73.00%	85%	+12.0pct
关键工序数控化率	45.40%	52.10%	68%	+15.9pct
企业经营管理数字化普及率	54.90%	68.10%	80%	+11.9pct
工业软件市场满足率			50%	

数据来源：国务院，东吴证券研究所

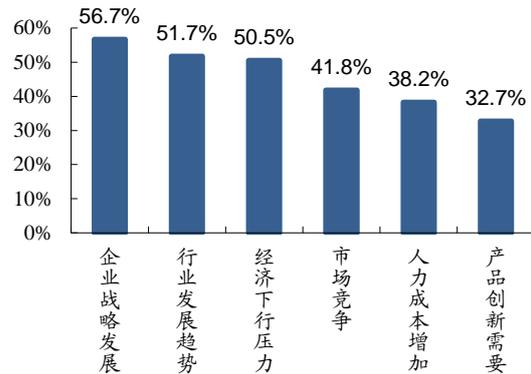
制造业数字化转型需求旺盛。内部来看，工业互联网是实现第四次工业革命的重要手段，企业可以通过数字化转型提升效率，降低成本，增强自身竞争力。在“机器代人”和疫情等外部因素影响下，这一进程正在逐步加快。根据 e-works 面向 600 家制造企业 CIO 数字化转型调查数据显示，99%制造业高层支持数字化转型，其中，31.1%把数字化转型当做公司核心战略。

图13: 99%制造业高层支持数字化转型



数据来源: e-works, 面向 600 家制造企业 CIO 数字化转型调查, 东吴证券研究所

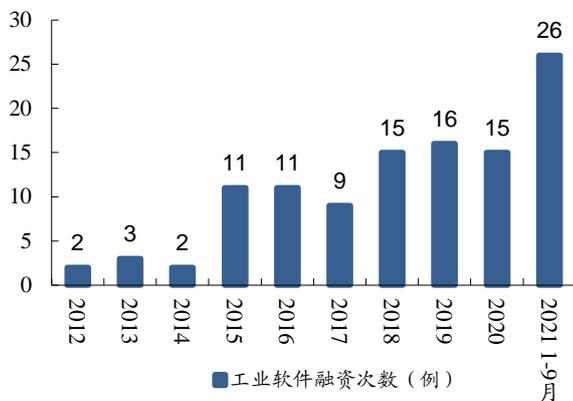
图14: 制造企业推动数字化转型的主要动因



数据来源: e-works, 面向 600 家制造企业 CIO 数字化转型调查, 东吴证券研究所

资本市场助力, 推动智能制造发展。2020 年以来, 工业软件上市公司数量逐渐增多, 中控技术, 中望软件, 概伦电子等公司陆续登陆资本市场, 浩辰软件, 华大九天, 思尔芯, 广立微等公司正在 IPO 中。一级市场, 芯华章、华天软件等公司相继获得融资。根据亿欧智库数据, 2021 年 1-9 月, 工业软件行业融资轮次达到 26 次, 已经接近 2020 年融资次数的 2 倍。

图15: 2012-2021 年 9 月工业软件行业一级市场融资次数



数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

图16: 2021 年 1-9 月一级市场工业软件融资事件

时间	企业	融资金额	融资轮次	主营业务
2021年9月	互时科技	近亿元	A轮	CAD、数字孪生引擎
2021年8月	新核云	近2亿元	C轮	云MES、云ERP、TPM、TQM
2021年8月	英诺达	-	Pre-A+轮	EDA
2021年8月	新核云	1.5亿	B+轮	云MES、云ERP、TPM、TQM
2021年8月	励融拓	-	战略融资	CAE
2021年7月	云智智造	近3亿元	战略融资	CAE
2021年7月	华天软件	1.8亿元	B轮	CAD
2021年7月	天欣软件	超亿元	B轮	CAE
2021年6月	华天海峰	数千万元	B+轮	PLM、IDM、CAX
2021年6月	摩尔元数	近亿元	B+轮	工业aPAAS平台
2021年6月	飞谱电子	数千万元	Pre-A轮	EDA
2021年6月	新迪数字	-	A轮	CAD
2021年5月	上扬软件	-	战略融资	MES
2021年5月	朗坤软件	数千万元	Pre-IPO	EAM
2021年3月	摩尔元数	亿元级	B轮	工业aPAAS平台
2021年3月	蓝威技术	-	Pre-A轮	CAE
2021年3月	航天云网	26.32亿元	战略融资	工业APP、工业互联网平台
2021年2月	泰磁科技	数千万元	B轮	嵌入式软件
2021年2月	飞谱电子	数千万元	战略融资	CAE、EDA
2021年2月	博依特	1亿元	A轮	SaaS
2021年2月	黑湖制造	近5亿元	C轮	MES
2021年2月	黑湖制造	5亿元	C轮	制造协同SaaS
2021年1月	设序科技	数千万元	天使轮	AI工业SaaS
2021年1月	欧软信息	千万级	Pre-A轮	云MES
2021年1月	芯华章	数亿元	A+轮	EDA
2021年1月	华天软件	1亿元	A轮	CAD

数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

3.2. 格局分散, 低渗透, 大空间, 强行业属性

智能制造涉及范围广泛, 包括研发设计, 经营管理, 生产执行, 运维服务等部分, 我们选取赛意智能制造业务所在的生产执行领域进行分析。

MES 是智能制造生产执行环节的核心。MES (Manufacturing Execution System, 简称 MES) 是一套面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统。MES 可以在制造运营层为企业提供资产分配、生产跟踪、人员管理、工序调度、过程管理、数据采集等多管理模块功能, 帮助企业建立规范的生产管理信息平台, 使企业内部现场控制层与管

理层之间的信息互联互通，以此提高企业核心竞争力。

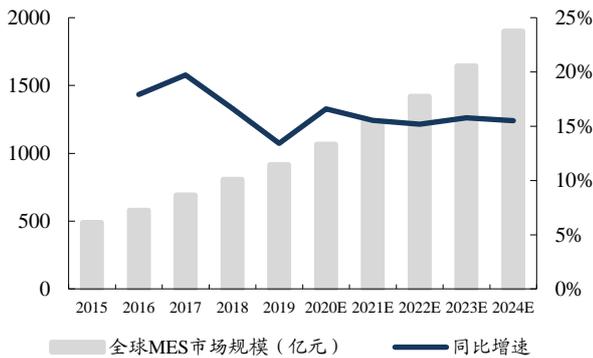
图17: MES 在企业架构中的位置



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

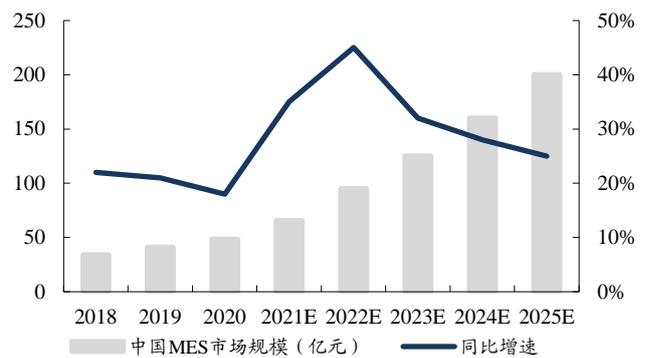
中国 MES 市场规模与中国制造业规模全球占比不匹配, 未来市场空间广阔。中国自 2010 年制造业增加值超越美国后, 连续 10 年全球第一, 2019 年中国制造业增加值占全球比重的 24.1%, 但中国 MES 需求规模仅占全球 10.2%, 中国 MES 市场增长前景不容小觑。2020 年我国 MES 市场规模达到 48.5 亿元, 2018-2020 年 CAGR 达 19.6%, 大东时代智库预测 2025 年我国 MES 市场规模将达到 200 亿元。

图18: 全球 MES 行业市场规模及增速



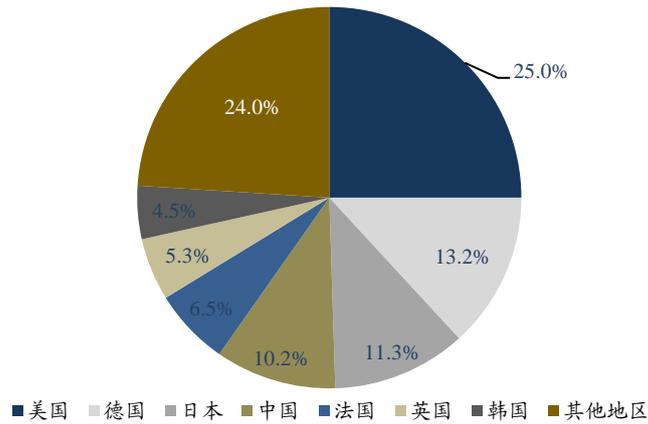
数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图19: 我国 MES 行业市场规模及增速



数据来源: 大东时代智库, 东吴证券研究所

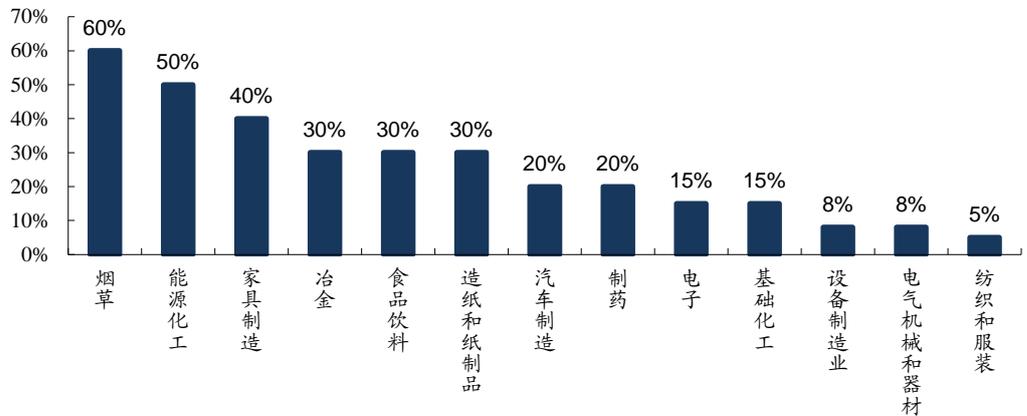
图20: 2020 年全球 MES 系统地区分布情况



数据来源: 大东时代智库, 东吴证券研究所

国内 MES 产品渗透率低, 赛意所在的离散制造业尤甚。我国 MES 市场规模与中国制造业规模全球占比不匹配主要原因是我国制造企业信息化水平欠缺, MES 市场渗透率较低。根据大东时代智库数据, 2020 年我国 MES 产品总体渗透率偏低, 其中能源化工、冶金等流程制造行业渗透率相对较高, 赛意信息所在电子、设备制造等离散行业渗透率较低, 普遍小于 20%。

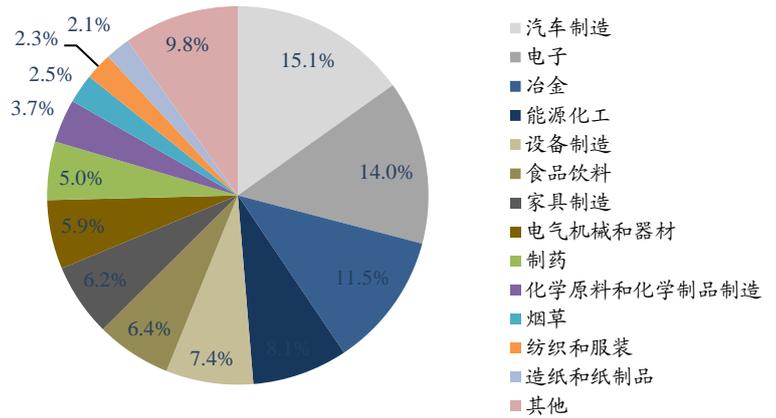
图21: 2020 年不同行业 MES 渗透率



数据来源: 大东时代智库, 东吴证券研究所

MES 紧贴生产过程, 各行业 MES 差别较大, 行业属性较强。从细分行业分类来看, 2020 年占比最高的为汽车 15%, 其次为电子、冶金行业。MES 紧贴生产过程, 具有明显的行业属性, MES 跨行业难度较大, 需要长时间的工业知识积累, 才能做出高质量产品。不同行业对 MES 需求特点不同, 以电子行业为例, 电子行业应用 MES 的特殊性在于管理细致化, 产品多品种小批量, 非标装配设备多, 设备集成成本高, 管理流程和制造工艺的差异性导致定制化应用较多。

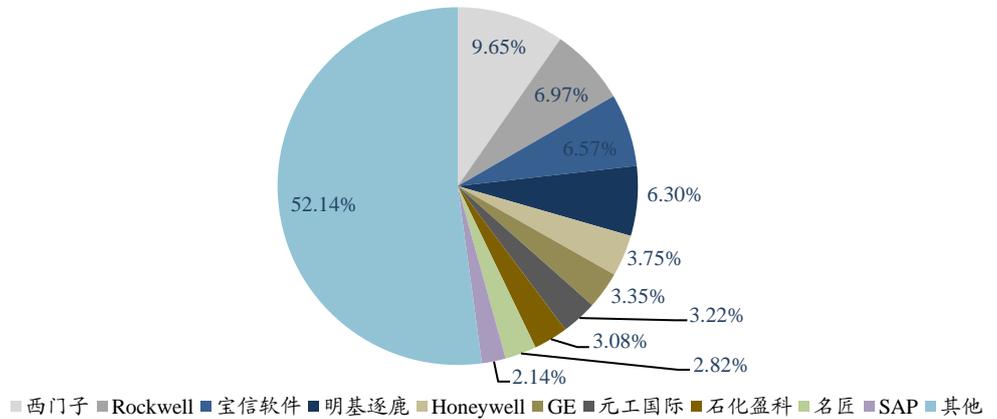
图22: 2020年MES细分行业应用情况



数据来源: 大东时代智库, 东吴证券研究所

目前国内MES市场较为分散, 国外厂商仍占据较高份额, 国产替代空间巨大, 未来集中度有望提升。一方面, 各赛道MES差异性较大, 目前国内MES公司多聚焦于某一细分赛道; 另一方面, 国内厂商MES渗透率较低, 市场空间尚未完全打开。两方面因素导致目前国内MES竞争格局较为分散, 根据华经产业研究院数据, 2019年西门子、Rockwell、宝信软件等头部厂商在中国市占率不到10%, 但排名靠前的MES厂商大多数仍是海外厂商。我们预计未来随着支持政策逐步落地、国产厂商产品力增强, MES国产化率有望进一步提升, 行业集中度也将伴随着中国工业MES渗透率提升相应提高。

图23: 2019年中国MES行业竞争格局



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

空间测算: 预计到2025年离散制造MES市场空间超500亿元。根据国家统计局数据, 我们估计规模以上离散制造行业公司占制造业公司总数目约50%, 基于e-works的面向600家制造企业CIO数字化转型调查, 我们假设大/中/小型企业MES类智能项目投入每年为1000/500/50万元, 到2025年渗透率为50%/30%/10%, 测算出到2025年离散制造MES市场规模约为581亿元。

表4: MES 市场规模测算

年份	2025E
大型企业数量	
大型（3 亿以上）	8020
付费用户比列	50%
付费用户数（家）	4010
大型企业客单价（万元/年）	1000
大型客户市场规模（亿元）	401
中型企业数量（3000 万以上）	39025
付费用户比列	30%
付费用户数（家）	11708
中型企业客单价（万元/年）	500
中型企业市场规模（亿元）	585
小型企业数量（家）	350000
付费用户比列	10%
付费用户数（家）	35000
小型企业客单价（万元/年）	50
小型企业市场规模（亿元）	175
MES 总市场（亿元）	1161
离散制造企业数量占比	50%
离散制造 MES 市场规模（亿元）	581

数据来源：国家统计局，e-works，东吴证券研究所

3.3. 赛意布局智能制造数年，先发优势明显

布局智能制造多年，与西门子合作，已具有较完整产品矩阵。2012 年，赛意信息布局智能制造领域，截止 2023 年 4 月，已经超过十年时间。赛意刚开始主要为西门子智能制造产品进行实施，后续逐步形成包括 APS（高级计划排程）、MES（车间制造执行）、WMS（智能仓储及物流）、QMS（数字化品质管理）等软件在内的自研 SMOM 智能制造运营管理平台，与西门子在中国市场相互合作，共同进步。同时，公司推出了传感器等工业硬件，逐步形成完整的智能制造解决方案。

图24: 赛意智能制造业务产品和服务

代理实施	自主产品	
<p>西门子</p> <p>Opcenter <small>hot</small> ></p> <p>Teamcenter <small>hot</small> ></p> <p>Infor</p> <p>Infor EAM 企业资产管理 <small>hot</small> ></p> <p>Infor WMS 仓储管理系统 <small>hot</small> ></p>	<p>SMOM 赛意制造运营管理平台</p> <p>SMDC 制造数字化互连平台 <small>hot</small> ></p> <p>SMI 制造智能平台 <small>hot</small> ></p> <p>SEDO 设备数字化运营平台 <small>hot</small> ></p> <p>SQMS 质量管理体系 <small>hot</small> ></p> <p>SMES 制造执行系统 <small>hot</small> ></p> <p>SWMS 仓库管理系统 <small>hot</small> ></p> <p>SAPS 高级计划与排程系统 <small>hot</small> ></p> <p>SNest 制造运营产品平台 <small>hot</small> ></p> <p>SMOM 制造运营管理平台 <small>hot</small> ></p>	<p>设备健康监测平台</p> <p>IOT 工业手环 <small>hot</small> ></p> <p>资产管理信息化平台</p> <p>EAM <small>hot</small> ></p>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

形成深厚行业理解, 已在多个行业领先。MES 产品行业属性很强, 各个行业差别较大, 唯有长时间打磨积累, 才能提供高质量产品。赛意管理层来自美的, 从家电行业起家, 逐步拓展到电子, 家具, 装备制造。在装备制造、电子行业及 PCB 行业等领先行业中, 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, 并逐步突破半导体封测, 医疗器械等新兴行业。

图25: 赛意行业解决方案



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

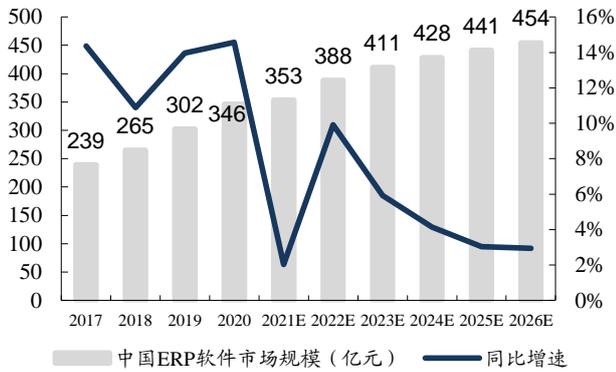
4. 第二级: 泛 ERP 业务基石稳固, 相互协同助力智能制造

4.1. 短期: 高端 ERP 实施市场格局优化, 赛意强者愈强

ERP 市场规模较为稳定, 国际巨头在 ERP 高端市场依旧占据主导。根据 IDC 和前

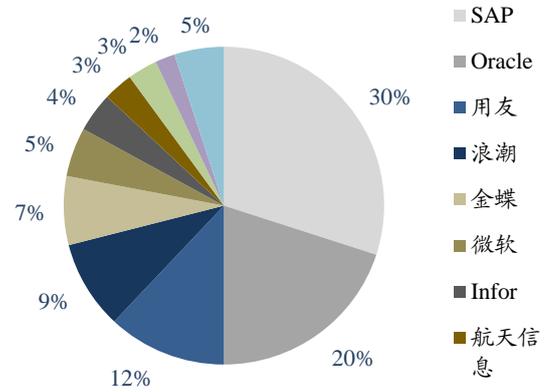
瞻产业研究院数据, 2020 年中国 ERP 市场规模为 346 亿元, 同比增速 15%, 预计到 2025 年, ERP 增速会逐渐趋缓。ERP 已在中国发展二十多年, 总体市场规模增长较为稳定, 用友、金蝶等国产头部厂商已经取得一定市场份额, 但在高端 ERP 市场, SAP 和 Oracle 依旧占据主要市场份额。

图26: 中国 ERP 市场规模增速趋于稳定



数据来源: IDC, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图27: 2019 年中国高端 ERP 市场营收格局



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

赛意高端 ERP 实施能力突出, 格局优化进一步抬升强者地位。赛意 ERP 实施能力较强, 其子公司景同科技是国内 SAP ERP 头部实施商, 同时, 公司也长期承担华为 ERP 实施工作。2021 年, 由于疫情原因, 核心 ERP 行业参与者减少导致行业集中度提高, 同时公司经营团队不断优化运营能力, 泛 ERP 业务订单充沛, 营收同比增长 37.07%, 与 2020 年同比 2019 年 16.35% 的增长相比, 增速明显提升, 超过管理层年初规划预期。展望未来, 我们预计公司 3-5 年内在 ERP 实施领域竞争力和市场份额会进一步提升。

4.2. 中长期: 发力泛 ERP, 业务协同助力智能制造业务

泛 ERP 需求旺盛, 赛意自研加注泛 ERP 领域。企业对 ERP 的需求越来越多样化, ERP 本身的概念也在不断外延, 核心 ERP 之外, 渠道、营销、业财等泛 ERP 产品需求旺盛。赛意不满足仅仅只做 ERP 实施, 在保持核心 ERP 实施业内第一梯队的优势下, 公司也进行泛 ERP 产品的自研, 截至 2023 年 4 月已经形成围绕核心 ERP 的数据中台、业财、智慧营销等泛 ERP 产品。

图28: 赛意自研泛ERP产品

大数据	智慧营销管理平台	智慧采购	赛意业财
数据中台	IMS-国内营销系统	采购协同	费用管理
BI大数据	CSS-售后服务管理系统	采购中台	财务共享
SAAF平台	CMS-全渠道营销平台	采购大脑	差旅管理
MDM主数据管理平台	OMS-海外营销系统	寻源采购	
	其他产品线	商城采购	
	SRM	电商采购	

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

协同拉动智能制造业务实现行业突破。泛ERP偏向于计划及统筹, 工业管理及控制软件偏向于生产执行, 前者实现策略制定, 后者则负责操作, 两者可以实现协同, 为客户提供一种产品的同时, 也可以拉动另一个产品的需求。以子公司景同科技为例, 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。依托SAP头部实施商的背景, 公司智能制造产品借此突破多个行业新客户。

5. 第三级: 修炼内功, 自研强化, 管理优化

5.1. 行业客户区域全面拓展, 推动营收持续高增

巩固优势行业, 向新行业拓展。对于赛意对于已经深耕多年的优势行业, 如电子、PCB、装备制造, 公司已经覆盖头部客户, 推出行业套件产品, 后续会向腰部客户渗透, 进一步巩固行业地位。对于新行业, 赛意公司不断切入具有硬科技底色且景气度较高的行业, 着重突破行业头部客户。2021年, 公司在半导体封测、医疗器械领域连续获得行业头部客户的智能制造订单, 取得山头突破。

图29: 赛意部分客户

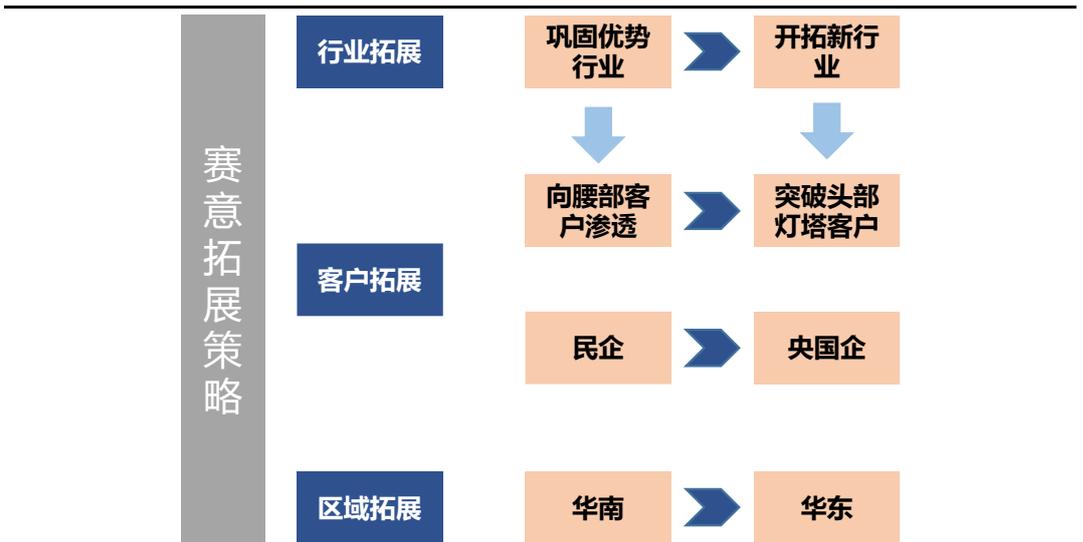


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

发力央国企客户。央国企是我国经济的重要组成部分, 赛意以往客户主要为民企, 2021年年末, 赛意成立央国企事业部, 向央国企客户拓展, 让央企成为新的业务增长点。截至2023年4月, 公司已经在央国企数字化、智能制造方面取得了突破, 获得了杭州机轮厂、徐工集团等客户。

推出“华东战略”, 再造一个“华南”。赛意起家于华南, 2021年营收中, 大部分来自华南地区, 但赛意不满足于仅在华南地区发展。2020年, 赛意提出“华东战略”, 计划3年内建成千名交付人才规模的华东总部, 并以上海为核心辐射长三角地区。上海、江苏、浙江三个省市的制造业企业体量几乎是珠江三角洲区域的两倍, 赛意依靠在华南积累的技术实力和产品经验, 有望在华东继续实现突破。

图30: 赛意信息业务拓展策略



数据来源: 东吴证券研究所整理

并购助力业务拓展。赛意信息成立产业基金, 通过投资并购的方式扩大业务版图。2018年公司收购SAP在华东地区重要的合作伙伴景同科技51%股权, 扩大ERP实施服务范围, 有效提升公司在SAP数字化核心业务领域的咨询服务交付能力。2019年公司

收购鑫光智能，加速智能制造业务布局，业务不断拓宽迭代，进一步加强了公司整体竞争实力。2020年12月，公司收购基甸信息，在中台软件产品领域的实力得到进一步增强。2022年8月，公司收购易美科51%股权，加强了在PCB垂直领域的产品能力。

图31: 赛意信息并购历史



数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所

5.2. 产品自研+标准化提升, 毛利率节节攀升

研发投入不断加大, 自研产品营收占比逐步提升。2017-2021年, 公司研发费用率逐年提升, 从5.49%增长到9.38%。公司研发投入的一个重要方向就是自研泛ERP和MES产品。我们预计公司2021年智能制造业务自研产品营收占比约为50%, 泛ERP业务超20%。公司坚定自研产品, 目前在研项目较多。2021年11月公司定增募资6.5亿元落地, 用于投资基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目, 加大泛ERP领域自研力度。

表5: 公司在研自研项目 (截至 2021 年 12 月 31 日)

	募集资金承诺投资 总额 (万元)	截至期末 投资进度	项目目的
智能制造解决方案升级项目	25,407.37	84.93%	在原有 S-MOM 定制化服务的基础上, 利用中台技术, 构建"标准产品+行业套件+定制化服务"。
基于新一代通讯及物联技术的工业互联网云平台继续研发项目	5,900	89.26%	对公司现在工业互联网云平台的功能架构进行全面完善, 进一步扩大行业应用场景。
基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目	63,821.22	0.03%	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。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

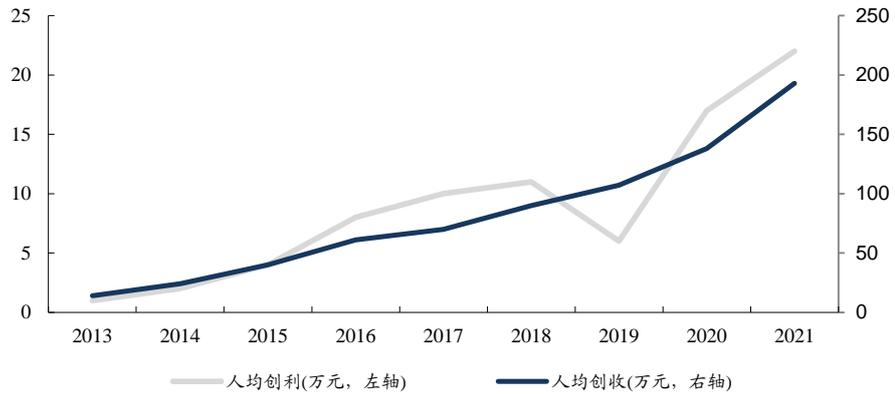
产品标准化程度提高, 毛利率水平有望持续抬升。智能制造业务方面, 公司针对于重点行业, 如电子、PCB、装备制造, 推出行业套件包, 提升产品标准化程度, 同时, 对于新拓展行业, 也在积极积累行业经验, 为后续推出相应标准化套件做准备。基于此, 公司智能制造业务毛利率由 2018 年的 29.97% 稳步提升到 2020 年的 41.03%, 展望未来, 我们认为公司毛利率提升空间依旧较大。**泛 ERP 业务方面**, 2021 年 11 月公司定增募资 6.5 亿元用于投资基于共享技术中台的企业数字化解决方案升级项目, 泛 ERP 产品标准化程度也将逐步提升, 毛利率有望像智能制造业务一样逐步提高。

5.3. 效率提升, 人效指标优化

谷神平台提升交付效率和复用率。赛意信息 2020 年推出自主研发的技术中台——“谷神”平台, 是一款集设计、开发、集成、实施、应用、治理于一体的企业云平台。“谷神”具有两大功能, 第一个是低代码能力, 缩短立项, 开发, 实施时间, 赛意能够提升三倍以上交付效率。另一个是提升复用率, 谷神平台作为赛意的技术底座, 赛意所有的应用软件都将基于“谷神”开发, 做到服务共享, 知识共享。

2022 年启动公司级 LTC 项目, 进一步提升管理效率。2013-2021 年, 除去 2019 年部分客户中美关系波动拖累, 导致公司部分订单签订价格水平波动, 使得年内毛利率同比下降 5.98pct, 整体人效保持持续上升状态, 体现了公司强劲的内功。**2022 年**, 公司启动 LTC 项目, 计划进一步升级公司干部管理及评价体系, 以期打造一支更有战斗力的核心经营团队, 配套启动激励制度优化项目, 以激发组织活力。我们认为未来公司运营效率会进一步提升, 人效指标持续优化。

图32：2013-2021年公司整体人均创收和人均创利不断提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 盈利预测与估值

核心假设：

泛ERP业务：高端ERP市场国产化仍有难度，疫情等因素促使高端ERP实施市场格局集中度进一步提升。赛意信息为SAP、Oracle等高端ERP产品头部实施商，市场地位进一步提高，订单充沛。同时，赛意自研核心ERP之外的营销，业财等泛ERP产品，满足客户对ERP的多样性需求，打开增量市场空间。我们预计2022-2024年赛意泛ERP业务营收增速为15%/30%/25%。

智能制造业务：智能制造是“十四五”期间数字经济推进的重要方向，国内制造企业智能制造MES产品渗透率较低，赛意所在的离散制造行业尤甚，渗透率大多在20%以下，市场空间较大。智能制造市场刚刚兴起，叠加细分赛道差异性较大，跨行业壁垒较高，市场竞争格局较为分散。赛意已经布局智能制造领域10年时间，与西门子合作同时，已经具备较完整自研产品矩阵，在PCB、电子等多个行业获得认可，形成产品、经验、客户明显先发优势。我们预计2022-2024年营收增速为30%/40%/40%。

软件维护服务业务：我们预计该业务2022-2024年营收增速均为10%。

代理分销业务：该业务是公司在提供上述产品及服务过程中的衍生性业务，公司基于客户自身意愿、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。我们预计该业务2022-2024年营收增速均为30%。

其他业务：该业务非公司主营业务，我们预计2022-2024年营收增速均为5%。

表6: 营收预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
泛 ERP	684.94	700.79	815.39	1117.65	1285.30	1670.88	2088.60
增长率	15%	2%	16%	37%	15%	30%	25%
毛利率	35%	29%	34%	35%	35%	36%	36%
智能制造	147.12	264.35	413.25	591.92	769.49	1077.29	1508.21
增长率	80%	80%	56%	43%	30%	40%	40%
毛利率	30%	32%	41%	42%	43%	44%	45%
软件维护服务	14.34	32.13	51.63	60.99	67.09	73.79	81.17
增长率	77%	124%	61%	18%	10%	10%	10%
毛利率	44%	39%	46%	45%	45%	45%	45%
代理分销	63.10	78.37	105.04	163.07	211.99	275.58	358.26
增长率	102%	24%	34%	55%	30%	30%	30%
毛利率	8%	10%	11%	9%	8%	7%	6%
其他				131%	138%	145%	152%
增长率					5%	5%	5%
毛利率				12%	12%	12%	12%
收入总计	909.50	1075.65	1385.31	1934.93	2333.86	3097.55	4036.25
增长率	27%	18%	29%	40%	21%	33%	30%
毛利率	32%	28%	35%	35%	35%	36%	37%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测: 我们预计公司 2022-2024 年营收分别 23.34/30.98/40.36 亿元, 归母净利润分别为 2.52/3.41/4.58 亿元, 现价对应 PE 为 57/42/31 倍。

相对估值:

可比公司选取: 公司主要业务为泛 ERP 和智能制造 MES 等软件产品的实施和自主开发。根据业务相似性原则, 我们选取汉得信息、鼎捷软件、宝信软件和中控技术为可比公司。截至 2023 年 4 月 19 日, 可比公司 2023 年平均 PE 估值为 40 倍, 与赛意信息现价对应估值相近。但考虑到赛意信息毛利率提升明显, 从服务型公司向“产品+服务”型公司转变, 随着 ERP 国产化加快, 公司有望打开央国企 ERP 更大市场空间, 理应享有更高估值。

表7: 可比公司估值 (截至 2023/4/19)

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
300170.SZ	汉得信息	110	4.58	2.82	2.82	24	39	39
300378.SZ	鼎捷软件	68	1.32	1.78	2.26	51	38	30
600845.SH	宝信软件	974	21.86	28.42	35.62	45	34	27
688777.SH	中控技术	513	7.96	10.77	14.15	64	48	36
	平均值					46	40	33
300687.SZ	赛意信息	144	2.52	3.41	4.58	57	42	31

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 宝信软件、中控技术和赛意信息归母净利润数据为东吴研究所预测, 其余数据为 wind 一致预期。

2022 年归母净利润数值中, 汉得信息、赛意信息为预测值, 鼎捷软件、中控技术为业绩快报数值。

投资建议:

赛意信息是 A 股稀缺的离散制造企业信息化“产品+服务”提供商。行业端, 智能制造方面, 公司所在的智能制造行业是“十四五”期间的重点建设方向, 行业增速有望保持在 20%以上, 赛意等行业头部客户智能制造业务增速有望保持在 40%以上。泛 ERP 方面, 公司为高端 ERP 厂商实施, 短期内市场增长空间较为确定, 同时公司自研泛 ERP 产品, 中长期来看仍有较大市场增量空间。公司端, 公司进行行业客户区域拓展, 营收增速有望保持; 未来自研产品营收占比和产品标准化程度不断提升, 公司毛利率将逐步提升, 费用端, 公司进行管理人效变革, 费用控制逐步见效。不论是从短期, 还是中长期来看, 公司有望实现量、质双升的高质量发展。首次覆盖, 给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1、自研产品进度不及预期。MES 和泛 ERP 软件产品属于高科技产品, 公司在研发过程中可能遇到困难, 拖累研发进度。
- 2、政策推进不及预期。发展智能制造是“十四五”期间的重要方向, 但在具体推进过程中可能受疫情等影响, 导致进度不及预期。
- 3、行业拓展进度不及预期。MES 软件行业属性较强, 公司在逐步拓展行业过程中, 可能短时间内难以突破, 进展较慢。

赛意信息三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,999	2,081	2,284	2,661	营业总收入	1,935	2,334	3,098	4,036
货币资金及交易性金融资产	1,162	1,144	1,089	1,161	营业成本(含金融类)	1,251	1,506	1,970	2,548
经营性应收款项	631	682	863	1,068	税金及附加	11	13	17	22
存货	124	149	194	251	销售费用	103	152	201	262
合同资产	57	70	93	121	管理费用	130	175	232	283
其他流动资产	25	36	46	59	研发费用	199	268	372	505
非流动资产	1,007	1,317	1,627	1,924	财务费用	18	-15	-13	-13
长期股权投资	109	159	209	259	加:其他收益	23	28	37	48
固定资产及使用权资产	249	352	440	499	投资净收益	11	7	9	12
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	74	114	164	224	减值损失	-17	0	0	0
商誉	133	169	206	244	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	240	269	365	489
其他非流动资产	441	521	606	696	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,006	3,397	3,911	4,584	利润总额	240	269	365	489
流动负债	455	585	753	961	减:所得税	12	13	18	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	73	43	43	43	净利润	228	256	347	465
经营性应付款项	46	90	118	153	减:少数股东损益	4	4	5	7
合同负债	73	105	138	178	归属母公司净利润	225	252	341	458
其他流动负债	263	347	454	587	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.62	0.85	1.13
非流动负债	188	188	188	188	EBIT	249	250	346	470
长期借款	145	145	145	145	EBITDA	282	357	518	721
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.33	35.47	36.42	36.88
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	11.60	10.79	11.02	11.34
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	39.68	20.62	32.72	30.30
负债合计	643	773	941	1,149	归母净利润增长率(%)	27.53	12.15	35.54	34.09
归属母公司股东权益	2,181	2,439	2,780	3,238					
少数股东权益	182	186	191	198					
所有者权益合计	2,363	2,624	2,971	3,435					
负债和股东权益	3,006	3,397	3,911	4,584					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	253	424	425	616	每股净资产(元)	5.48	6.04	6.88	8.02
投资活动现金流	-181	-464	-528	-591	最新发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
筹资活动现金流	583	-32	-7	-7	ROIC(%)	11.11	8.81	11.00	13.14
现金净增加额	654	-73	-111	18	ROE-摊薄(%)	10.29	10.33	12.28	14.14
折旧和摊销	34	107	172	251	资产负债率(%)	21.39	22.75	24.05	25.06
资本开支	-197	-286	-347	-408	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.00	57.06	42.10	31.40
营运资本变动	-66	-13	-188	-215	P/B(现价)	6.50	5.89	5.17	4.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

