



买入（首次）

所属行业：计算机/计算机应用
当前价格(元)：13.68

证券分析师

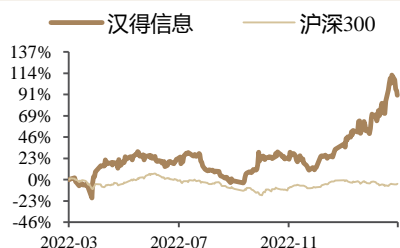
赵伟博

资格编号：S0120521090001

邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	27.49	37.76	68.06
相对涨幅(%)	27.62	41.64	63.75

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

汉得信息 (300170.SZ)：泛 ERP 重回增长正道，自主产品多点开花

投资要点

汉得信息是 ERP 咨询实施服务龙头，逐步转型数字化综合供应商。公司核心业务主要分为“产业数字化”、“财务数字化”、“泛 ERP”和“ITO”四部分。近年来公司积极研发自主产品和解决方案，拥有包括供应链金融、汇联易、汉得 SRM、医院 HRP 等自主创新业务，公司业绩稳步增长，2013-2021 年营收 CAGR 为 16.2%，归母净利润 CAGR 为 3.8%。

泛 ERP 重回增长正道，自研产品打开第二成长极。2022 年 8 月公司已与 SAP 恢复合作伙伴关系，2022 年末重新升级成为 SAP 金牌合作伙伴，公司泛 ERP 有望重回增长正道。汉得信息积极追求业务转型升级，从单一的实施服务商转变为“自主软件+实施服务”的数字化综合服务商，我们认为公司转型自主软件主要有以下几点优势：(1) 公司自研产品体系较为完整，完善的架构设计+应用场景+技术基础打造优异的产品力。公司智能制造业务主要包括生产制造管理、供应链制造协同、研发管理三部分能力。(2) 公司持续的研发投入技术积累。2017 年至 2021 年公司研发资本化率分别为 24.3%、44.1%、43.7%、47.1%以及 50.3%，保持稳定增长趋势，研发成果转化顺利。(3) 为 SAP、Oracle 服务多年积累下的客户+Know-How 经验。汉得信息作为国内老牌的企业级 ERP 服务厂商，早期提供包括 SAP、Oracle、Microsoft 以及 SIEMENS 等在内的海外套装软件实施服务。经过 20 年的积累，先后为 6000+家企业客户提供了数字化建设服务，完成的项目数量达 20000+。近年来公司自主产品收入占比有所提升，2021 年产业+财务数字化收入占比合计 40.02%。

ChatGPT 概念火热背景下，汉得接入文心一言赋能 B 端新应用。根据艾瑞咨询，2021 年人工智能核心产业规模预计达到 1999 亿元规模，相应规模将于 2026 年超过 6000 亿元，2021 年到 2026 年的 CAGR 约 24.8%。2019 年百度入股汉得信息，目前是汉得信息第三大股东。百度文心一言具有文学创作、商业文案创作、数理逻辑推算、中文理解、多模态生成五大功能，2023 年 2 月，汉得信息加入百度文心一言生态圈，接入百度文心一言能力，共同推进 B 端人工智能深入应用。同时 GPT-4 引入到传统 Office 办公软件，微软全新发布 Office Copilot，汉得微扬有望深度受益。

给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，目标价 20.75 元。预计汉得信息 2022-2024 年归母净利润分别为 4.46/3.00/4.50 亿元，对应 EPS 为 0.51/0.35/0.52 元。给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，目标价 20.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；自主产品拓展不及预期；下游采购需求下降的风险

股票数据

总股本(百万股):	867.93
流通 A 股(百万股):	827.10
52 周内股价区间(元):	5.76-15.24
总市值(百万元):	11,873.24
总资产(百万元):	5,504.53
每股净资产(元):	4.46

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,493	2,811	3,010	3,703	4,616
(+/-)YOY(%)	-8.5%	12.7%	7.1%	23.0%	24.7%
净利润(百万元)	66	197	446	301	452
(+/-)YOY(%)	-23.7%	199.9%	126.1%	-32.5%	50.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.23	0.51	0.35	0.52
毛利率(%)	33.8%	25.7%	29.9%	32.5%	35.4%
净资产收益率(%)	2.0%	5.8%	11.5%	7.3%	10.0%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 核心观点.....	6
2. 泛 ERP 起家，转型企业数字化综合提供商.....	7
3. 智能制造高景气下，汉得自主产品多点开花，接入文心一言打造 ChatGPT 最强概念.....	12
3.1. ERP 行业蓬勃发展，智能制造高景气.....	12
3.2. 泛 ERP 重回增长正道，自研产品打开第二成长极.....	15
3.3. ChatGPT 概念火热背景下，汉得接入文心一言赋能 B 端新应用.....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	24
4.1. 预计 2022-2024 年收入分别为 30.10/37.03/46.16 亿元.....	24
4.2. 给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，对应目标价 20.75 元.....	26
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1: 公司历史沿革图.....	7
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022Q3)	7
图 3: 公司核心业务概览	8
图 4: 2017-2021 年公司营业收入及归母净利润情况	9
图 5: 2021 年公司营业收入结构占比	10
图 6: 2017-2021 年公司销售毛利率及销售净利率	10
图 7: 2021 年公司各业务毛利润及毛利率	10
图 8: 2018-2021 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率	11
图 9: 2018-2021 年公司研发费用及研发费用率.....	11
图 10: 智能制造产业链情况	12
图 11: 2021 年智能制造四大细分赛道占比	12
图 12: 2021-2026 年中国智能制造软件市场规模 (亿元)	12
图 13: ERP 行业的整体发展阶段	13
图 14: 实体经济企业上云的行业分布	14
图 15: 典型 ERP 厂商服务行业分布情况	14
图 16: 中国工业软件产品收入占比逐年提高 (亿人民币)	14
图 17: 2021 前三季度中国制造业 ERP 软件市场销售份额	14
图 18: 2013-2020 年汉得信息服务业务收入及同比增速.....	16
图 19: 2013-2020 年汉得信息服务业务收入结构占比	16
图 20: 汉得中企出海服务能力建设架构	16
图 21: 智能制造架构	18
图 22: 2017-2021 年公司研发人员数量及占比	19
图 23: 2017-2021 年公司研发投入及研发资本化率	19
图 24: 汉得信息主要客户覆盖.....	20
图 25: 2019-2026 年中国人工智能核心产业规模.....	20
图 26: 2018-2022 年中国人工智能赋能实体经济市场规模	20
图 27: 2018 年中国人工智能赋能实体经济各产业份额.....	20
图 28: 百度对汉得信息的持股结构.....	22
图 29: 百度文心全景图.....	22
图 30: 汉得信息海内外的全球布局.....	23

表 1: 激励对象名单及拟授出权益分配情况	8
表 2: 各年度业绩考核目标	8
表 3: 汉得信息泛 ERP 海外套装软件业务	15
表 4: 汉得信息自主产品情况梳理	17
表 5: 2021 年汉得信息研发项目	19
表 6: 互联网时代的演进特点	21
表 7: 泛 ERP 业务营收及毛利预测 (单位: 百万元)	24
表 8: 产业数字化业务营收及毛利预测 (单位: 百万元)	24
表 9: 财务数字化业务营收及毛利预测 (单位: 百万元)	24
表 10: IT 外包业务营收及毛利预测 (单位: 百万元)	25
表 11: 公司整体收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	25
表 12: 公司费用率及净利润预测 (单位: 百万元)	26
表 13: 可比公司 PE 估值 (截止 2023 年 3 月 31 日收盘)	26

1. 核心观点

汉得信息是 ERP 咨询实施服务龙头，逐步转型数字化综合供应商。公司核心业务主要分为“产业数字化”、“财务数字化”、“泛 ERP”和“ITO”四部分。近年来公司积极研发自主产品和解决方案，拥有包括供应链金融、汇联易、汉得 SRM、医院 HRP 等自主创新业务，使得公司的产品和服务领域也随之不断延伸。公司业绩稳步增长，2013-2021 年营收 CAGR 为 16.2%，归母净利润 CAGR 为 3.8%。

ERP 行业蓬勃发展，智能制造高景气。国家政策陆续出台，坚定支持智能制造发展。《中国制造 2025》，要求到 2025 年，制造业整体素质大幅提升，形成一批具有较强国际竞争力的跨国公司和产业集群。《“十四五”智能制造发展规划》明确提出 2025 年 70% 的规模以上制造业企业基本实现数字化网络化，建成 500 个以上引领行业发展的智能制造示范工厂。根据海比研究院，2021 年中国智能制造软件的市场规模为 1438.7 亿元，预计未来三年的复合年均增长率为 17.4%，而其他工业软件仅为 8.9%。智能制造软件的市场规模将继续保持快速增长，预计将于 2026 年达到 3202.2 亿元。根据前瞻产业研究院，预计至 2023 年末，智能制造系统解决方案市场规模达 2380 亿元，年均复合增速超过 20%。同时制造业积极投身数字化建设，是 ERP 最主要的应用领域。

泛 ERP 重回增长正道，自研产品打开第二成长极。2022 年 8 月公司已与 SAP 恢复合作伙伴关系，加入了 SAP 生态合作伙伴，2022 年末，汉得作为国内 SAP 实施顾问规模和成功项目案例数量领先者，仅用四个月即重新升级成为 SAP 金牌合作伙伴，公司泛 ERP 有望重回增长正道。汉得信息积极追求业务转型升级，从单一的实施服务商转变为“自主软件+实施服务”的数字化综合服务商，我们认为公司转型自主软件主要有以下几点优势：**(1) 公司自研产品体系较为完整，完善的架构设计+应用场景+技术基础打造优异的产品力。**公司智能制造业务主要包括生产制造管理、供应链制造协同、研发管理三部分能力。**(2) 公司持续的研发投入技术积累。**2017 年至 2021 年公司研发资本化率分别为 24.3%、44.1%、43.7%、47.1%以及 50.3%，保持稳定增长趋势，研发成果转化顺利。**(3) 为 SAP、Oracle 服务多年积累下的客户+Know-How 经验。**汉得信息作为国内老牌的企业级 ERP 服务厂商，早期提供包括 SAP、Oracle、Microsoft 以及 SIEMENS 等在内的海外套装软件实施服务。经过 20 年的积累，先后为 6000+ 家企业客户提供了数字化建设服务，完成的项目数量达 20000+，汉得建立了良好的客户基础。近年来公司自主产品收入占比持续提升，2021 年产业+财务数字化收入占比合计 40.02%。

ChatGPT 概念火热背景下，汉得接入文心一言赋能 B 端新应用。根据艾瑞咨询，2021 年人工智能核心产业规模预计达到 1999 亿元规模，相应规模将于 2026 年超过 6000 亿元，2021 年到 2026 年的 CAGR 约 24.8%。2019 年百度入股汉得信息，目前是汉得信息第三大股东。百度文心一言具有文学创作、商业文案创作、数理逻辑推算、中文理解、多模态生成五大功能，2023 年 2 月，汉得信息加入百度文心一言生态圈，接入百度文心一言能力，共同推进 B 端人工智能深入应用。同时 GPT-4 引入到传统 Office 办公软件，微软全新发布 Office Copilot，汉得微扬有望深度受益。

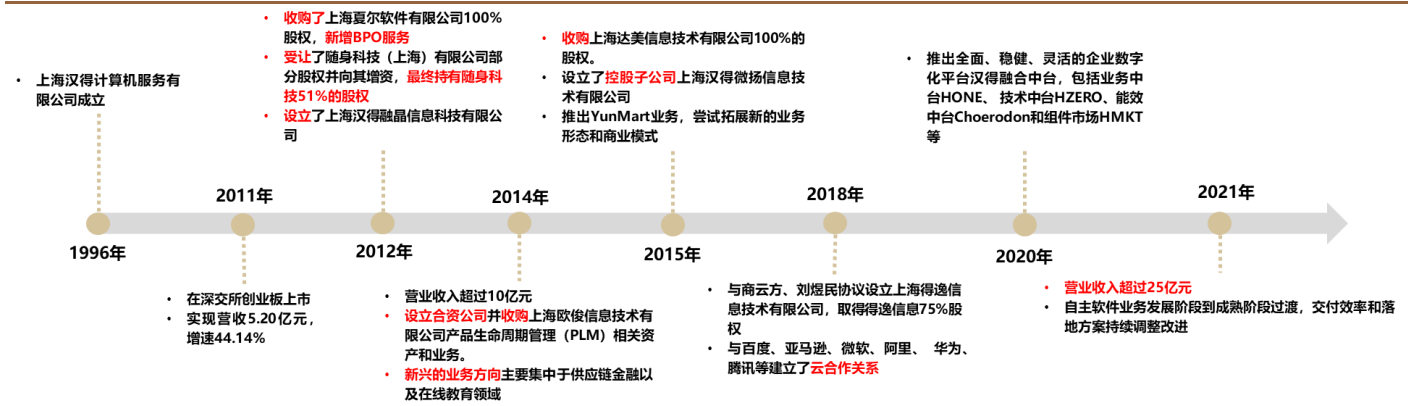
给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，目标价 20.75 元。预计汉得信息 2022-2024 年归母净利润分别为 4.46/3.00/4.50 亿元，对应 EPS 为 0.51/0.35/0.52 元。2024 年可比公司平均 P/E 为 45x，结合公司自身业务结构及竞争力，我们给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，目标价 20.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；自主产品拓展不及预期；下游采购需求下降的风险

2. 泛 ERP 起家，转型企业数字化综合提供商

汉得信息是 ERP 咨询实施服务龙头，逐步转型数字化综合供应商。国内早期从事高端 ERP 实施服务的专业咨询公司之一，在企业信息化领域的客户规模、实施经验、专业技术、人才团队和服务能力较强，公司业务领域已扩展至全面的企业信息化应用产品研发、咨询实施与技术服务。公司除了在传统 IT 领域不断精益求精，也积极跟踪和研究物联网、云计算、大数据、人工智能、工业互联网等技术的发展和运用，充分与全球 IT 生态圈的合作伙伴们共同推动包括云、大数据、智能制造、大消费等新业务在企业服务领域的应用拓展，公司产品和服务领域也随之不断延伸。1996 年，公司前身上海汉得计算机服务有限公司成立；2011 年公司在深圳交易所创业板成功上市。2012 年公司收购了夏尔软件、受让了随身科技、设立汉得融晶，新增 BPO 服务。2014-2015 年期间收购上海达美、欧俊信息产品生命周期管理 (PLM) 相关的资产和业务，新兴的业务方向主要集中于供应链金融以及在线教育领域，推出 YunMart 业务，尝试拓展新的业务形态和商业模式。2018 至 2021 年公司业务不断拓展，先后与百度、亚马逊、微软、阿里、华为、腾讯等建立了云合作关系，自主产品体系逐步成熟。

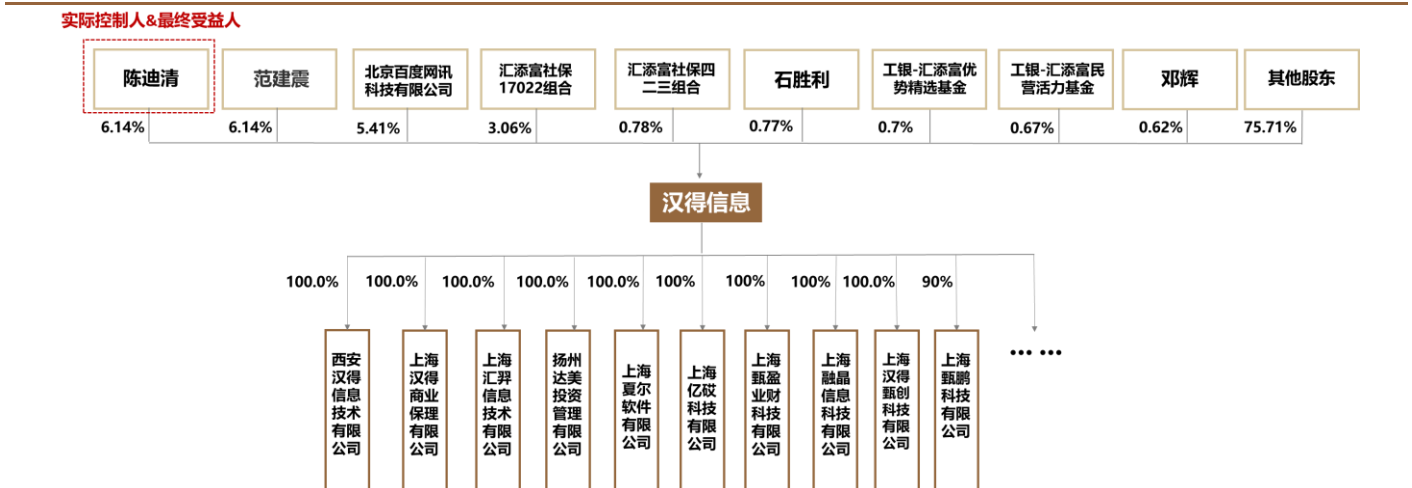
图 1：公司历史沿革图



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

公司股权结构稳定，陈迪清为实际控制人，百度明星战略投资加持。根据 2022 年三季报显示，陈迪清、范建震二者为公司第一大股东，各持有 6.14%，两者为一致行动人及公司实际控制人。陈迪清作为汉得信息董事长，曾就职于中国惠普、美国 Skywell Technology、西门子、SAP 中国等知名 ERP 及计算机行业公司，深耕多年积累了业内丰富经验。百度是汉得信息第三大股东，截止 2022Q3 持有公司 5.41% 股份，汉得信息有望依托百度的背景实力在人工智能等前沿技术领域开展相关合作。

图 2：公司股权结构图 (截至 2022Q3)



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

推出员工持股计划，加大对核心人员的激励力度。2021年12月，公司公告最新一期股票期权激励计划，以持续确保人才优势。2022年1月登记完成后，持股计划涉及股票期权数量合计4,937.00万份，约占公司股本总额的5.58%，激励覆盖人数合计153人，包括对公司经营业绩和未来发展有直接影响的董事、高级管理人员、核心技术人员。该期员工持股计划分三期解锁，每期解锁标的股票的比例为30%、30%、40%；同时设定公司业绩考核目标，以2020年净利润为基数，2022-2024年净利润目标增长率分别不低于80%、100%、120%。

表 1：激励对象名单及拟授出权益分配情况

姓名	国籍	职务	获授的股票期权数量(万份)	占本激励计划授出权益数量的比例	占公司股本总额比例
黄益全	中国	董事、总经理	1,728.00	35.00%	1.95%
沈雁冰	中国	董事会秘书	100.00	2.03%	0.11%
TAKAKURA MASAYUKI	日本	核心技术(业务)人员	30.00	0.61%	0.03%
Ng Tik Sin	新加坡	核心技术(业务)人员	10.00	0.20%	0.01%
KUNIEDA MAKOTO	日本	核心技术(业务)人员	10.00	0.20%	0.01%
Qiuyu SHAO	荷兰	核心技术(业务)人员	8.00	0.16%	0.01%
叶天浓	中国台湾	核心技术(业务)人员	8.00	0.16%	0.01%
HITESH KUMAR	印度	核心技术(业务)人员	6.00	0.12%	0.01%
TAJUDIN	印尼	核心技术(业务)人员	6.00	0.12%	0.01%
谭皓玮	中国台湾	核心技术(业务)人员	6.00	0.12%	0.01%
其他核心技术(业务)人员 (共 143 人)			3,025.00	61.27%	3.42%
合计			4,937.00	100.00%	5.58%

资料来源：公司公告，德邦研究所

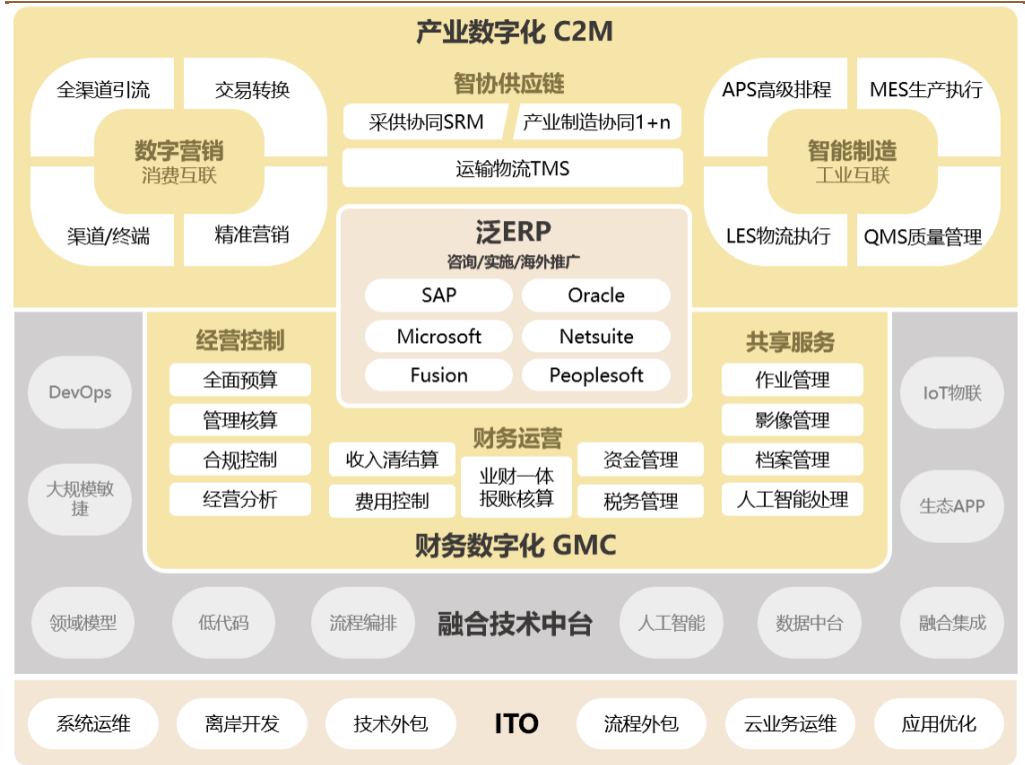
表 2：各年度业绩考核目标

归属期	对应考核年度	净利润增长率	解锁比例
第一期	2022 年	80%	30%
第二期	2023 年	100%	30%
第三期	2024 年	120%	40%

 资料来源：公司公告，德邦研究所
 注：以 2020 年净利润为基数

公司核心业务主要分为“产业数字化”、“财务数字化”、“泛 ERP”和“ITO”四部分。目前公司通过经营泛 ERP 业务作为基础服务，与客户建立长期合作关系，在此基础上，以产业数字化+财务数字化业务来满足企业当前及未来数年核心的数字化需求。

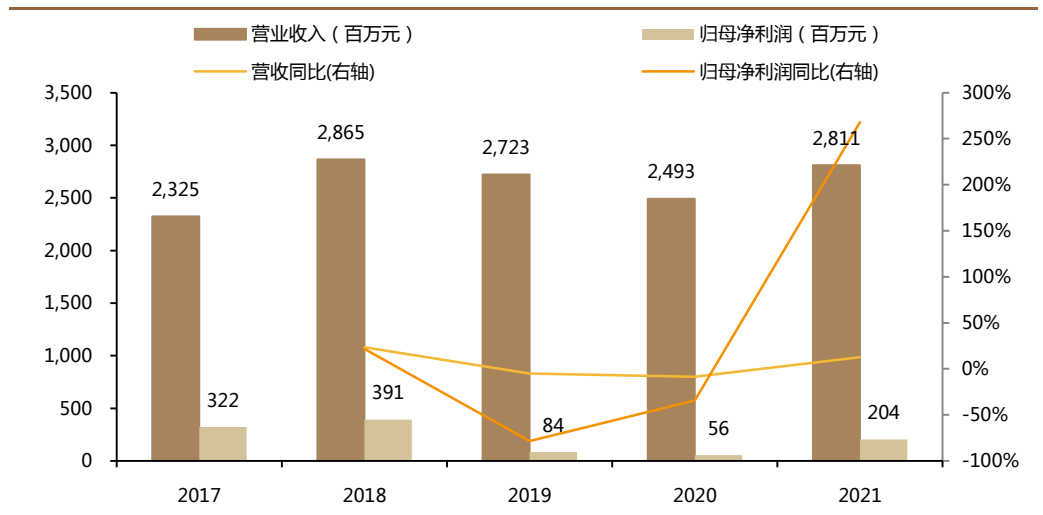
图 3：公司核心业务概览



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司业绩阵痛期已过，自主产品成为增长新动力。2019-2020 年汉得信息营业收入呈现下降趋势，主要原因在于（1）2018 年 7 月 SAP 解除与公司的合作，但此部分业务对收入影响有限；（2）公司收入结构逐渐发生变化，受外部经济环境以及企业级 IT 服务市场变化的影响，传统 ERP 及相关信息化软件需求放缓；（3）新冠肺炎疫情使得下游企业信息化需求减少，给公司项目实施和订单获取造成不利影响。但经过 2019、2020 两年调整，2021 年营收重回健康增长区间。2021 年公司实现营收 28.11 亿元，同比+12.74%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比+267.92%，主要由于公司在新兴业务中，以“智能制造”和“数字营销”为主的产业数字化业务增幅显著。

图 4：2017-2021 年公司营业收入及归母净利润情况

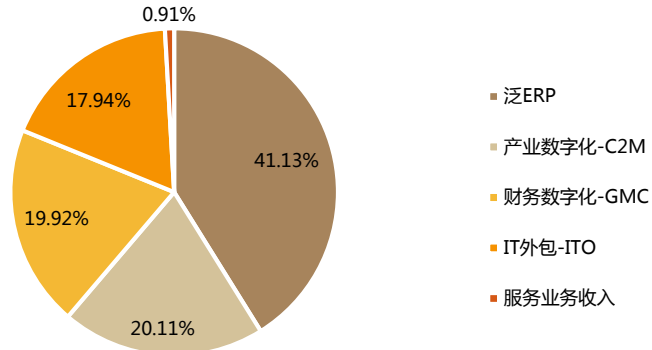


资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

营业收入来源多元化，业务结构持续优化。2021 年公司调整口径，将公司收入划分为泛 ERP、产业数字化、财务数字化、IT 外包以及服务业务收入五部分，2021 年分别占公司总收入的 41.13%、20.11%、19.92%、17.94%以及 0.91%，其中产业数字化及财务数字化作为公司自主产品收入占比合计 40.02%，公司自研产品化拓展较为顺利。2021 年，从各业务板块具体收入来看，新兴业务（产业数

字化+财务数字化)实现收入为 11.25 亿元,同比增长 25.64%,其中“智能制造”和“数字营销”为主的产业数字化业务增幅显著,收入同比增长 38.43%;同时财务数字化业务增长较快,收入同比增长 14.91%。传统业务方面,2021 年泛 ERP 和 IT 外包保持稳健增长,分别实现收入 11.56 亿元、5.04 亿元,分别同比增长 4.78%、11.66%。

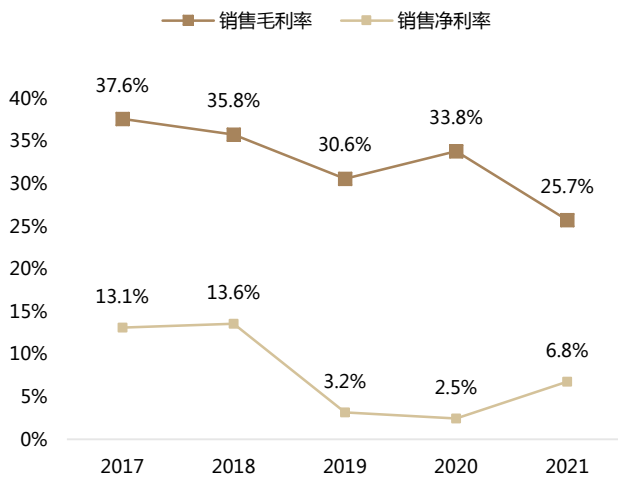
图 5: 2021 年公司营业收入结构占比



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

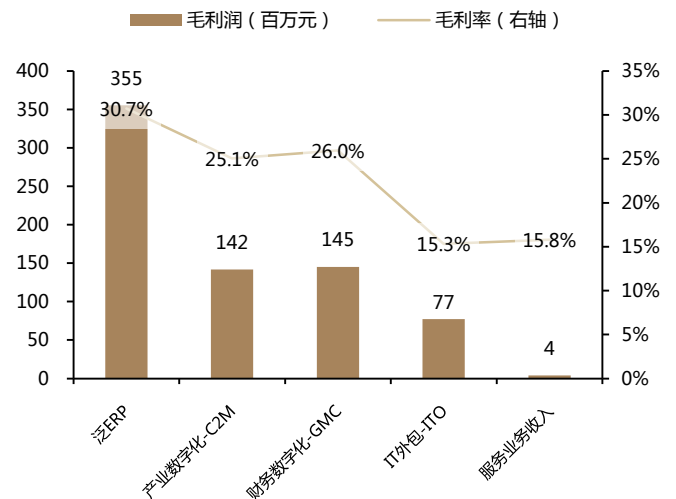
盈利能力方面, 公司盈利能力有望持续回升。近年来汉得信息毛利率水平有所波动, 2021 年公司销售毛利率为 25.7%, 同比减少 8.1pct, 主要原因包括: (1) 2020 年疫情背景下政府支持政策帮助公司降低了营业成本, 而 2021 年人工成本有所上升相较营业成本上升较快所致; (2) 自主软件业务逐步发展成熟, 交付效率和落地方案持续调整改进。2021 年, 公司推进实施交付方法的变革, 全面提升交付效率, 第四季度已经开始显现效果。分业务来看, 公司毛利率较高的业务包括泛 ERP, 产业数字化以及财务数字化, 2021 年毛利率分别为 30.7%、25.1%以及 26.0%。

图 6: 2017-2021 年公司销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

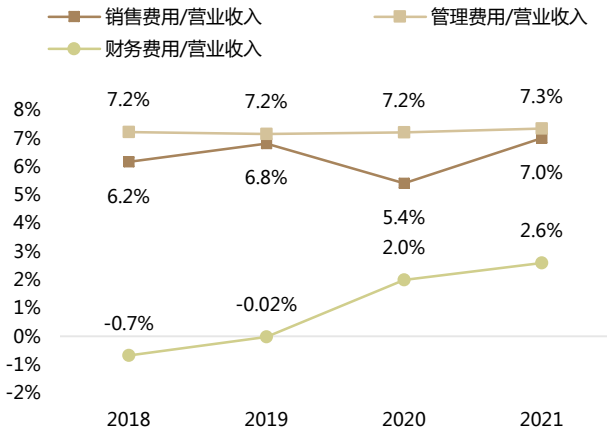
图 7: 2021 年公司各业务毛利润及毛利率



资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

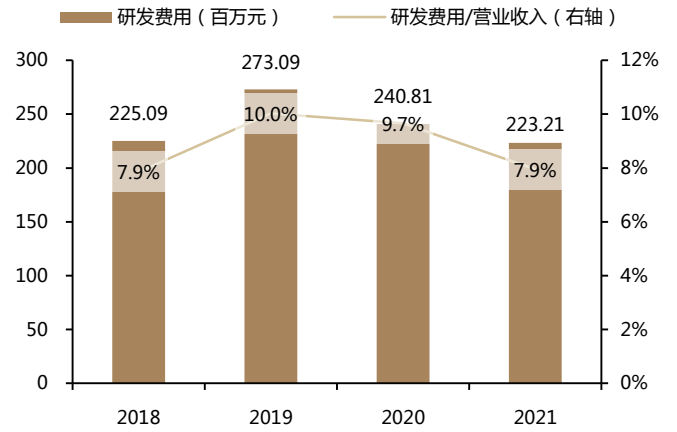
销售费用保持稳定, 管理费用有所下降。2021 年公司销售、管理、财务费用率分别为 7.0%、7.3%和 2.59%, 同比+1.60pct、+0.14pct、+0.60pct。其中销售费用率同比增加 1.6pct, 主要原因为 2020 年受疫情影响, 公司各项经营活动在上半年未能全面展开; 2021 年公司生产经营已全面恢复正常, 同时 2021 年度举办用户大会, 对销售费用率的增加产生了一定影响。2021 年公司研发费用合计 2.23 亿元, 研发费用率为 7.9%。

图 8：2018-2021 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 9：2018-2021 年公司研发费用及研发费用率



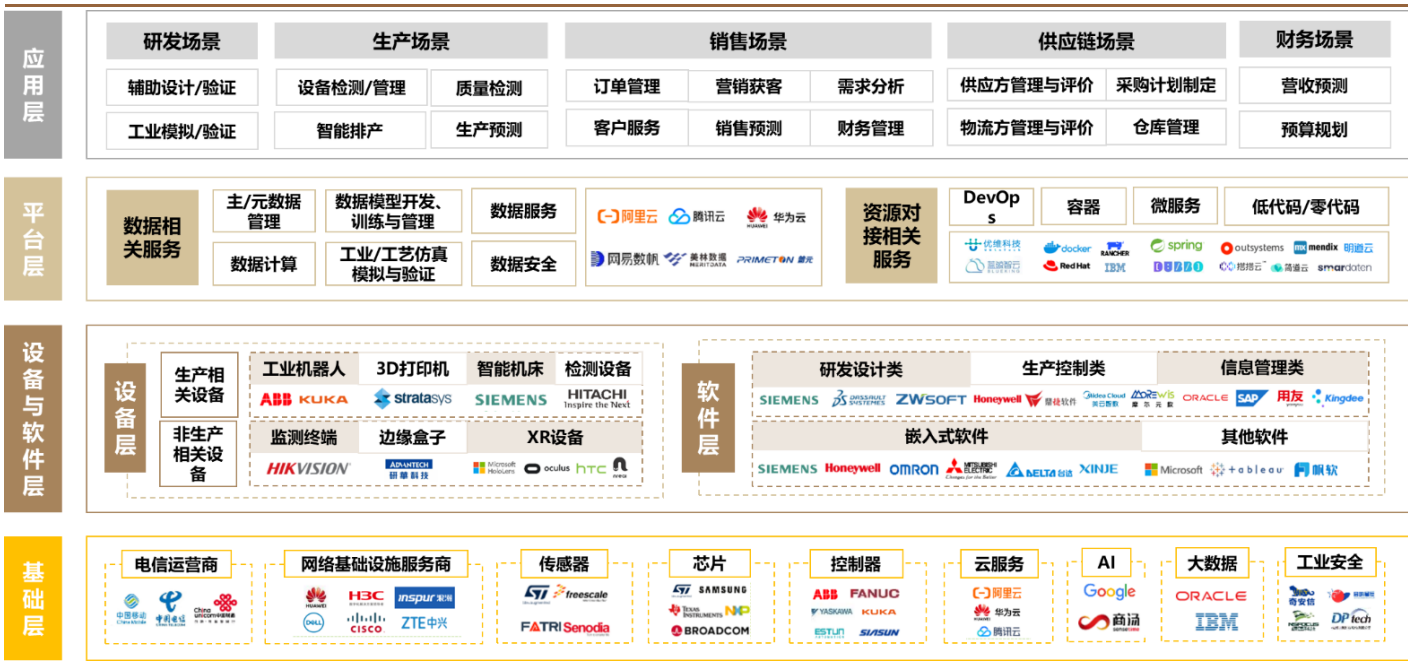
资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

3. 智能制造高景气下，汉得自主产品多点开花，接入文心一言打造 ChatGPT 最强概念

3.1. ERP 行业蓬勃发展，智能制造高景气

智能制造是新一代信息化技术在设计、生产、管理、服务等全制造生命周期的应用与实践，产业链上下游包括软硬件产品及平台应用等。智能制造是指通过自动化装备与通信技术实现生产自动化，同时采集和汇聚相关数据至智能控制系统，进而将数据应用于企业统一管理控制平台，服务于设计、生产、管理、服务等全生命周期各个环节，促进企业提升效益、产品质量与服务水平。智能制造分为软件和硬件，产业链上下游包括基础层、设备与软件层、平台层和应用层。基础层提供底层支撑，主要为传感器、芯片、控制器等硬件提供商，以及电信运营商、云服务与大数据等网络基础设施服务商，属于重资产赛道，代表企业有中国移动、中国电信、中国联通、华为、中兴、浪潮等；设备与软件层提供现场生产与管理工具，代表企业有西门子、SAP、微软、用友等；平台层主要进行数据资产管理、分析与调用，代表企业有阿里云、腾讯云、华为云、百度智能云等；应用层强调数据的应用价值，主要围绕研发、生产、销售、财务和供应链等场景服务。

图 10：智能制造产业链情况

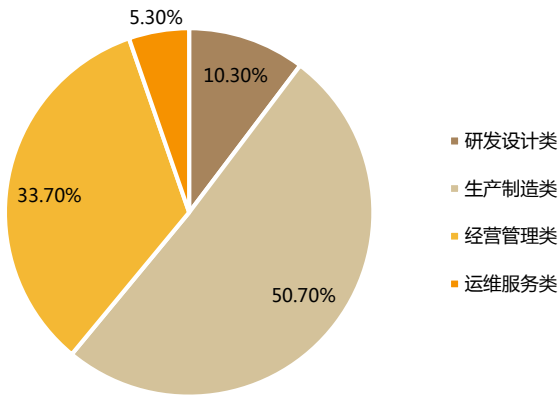


资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

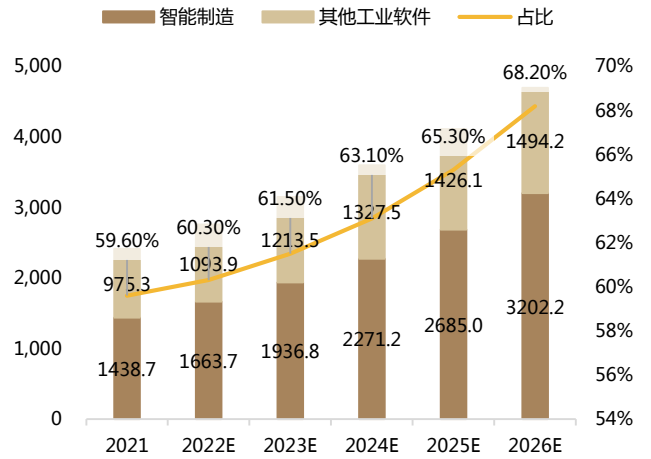
2021 年我国智能制造市场规模为 1438.7 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 17.4%，未来前景广阔。海比研究院的数据表明，2021 年中国智能制造软件的市场规模为 1438.7 亿元，预计 2021-2026 年复合年均增长率为 17.4%，而其他工业软件仅为 8.9%。智能制造软件的市场规模将继续保持快速增长，预计将于 2026 年达到 3202.2 亿元。智能制造软件的高速增长拉动其在工业软件中的占比持续增加，2021 年占比为 59.6%，预计 2026 年将达到 68.2%。此外，根据前瞻产业研究院的数据，智能制造系统解决方案供应商在智能制造的推进过程中起到至关重要的作用。预计至 2023 年末，智能制造系统解决方案市场规模达 2380 亿元，年均复合增速超过 20%。同时，强品牌制造企业往往对产业链上下游的整体协同掌控有非常强的诉求，因此智能制造的发展也必将带动对以供应链协同为主的产业互联的需求。

图 11：2021 年智能制造四大细分赛道占比

图 12：2021-2026 年中国智能制造软件市场规模（亿元）



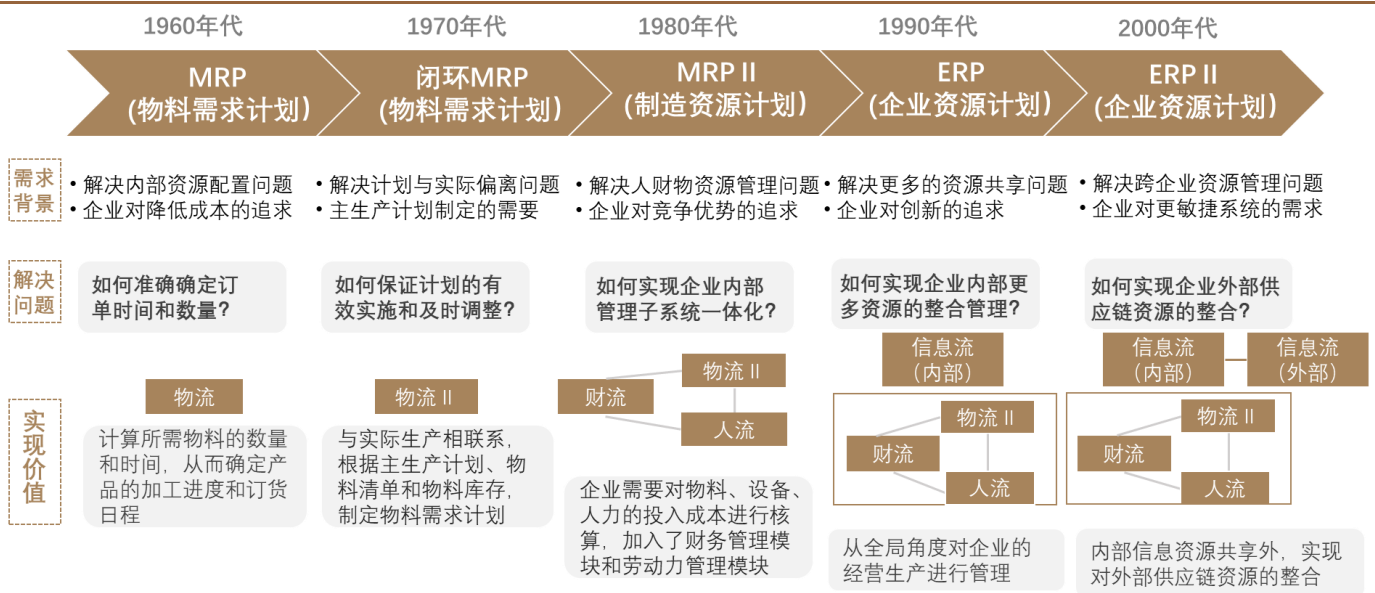
资料来源：海比研究院，德邦研究所



资料来源：海比研究院，德邦研究所

ERP 作为解决企业生产资源的配置问题的关键工具，是制造业数字化转型的重要组成部分。ERP (Enterprise resource planning, 企业资源计划) 是整合了企业管理理念、业务流程、基础数据、人力物力、计算机软硬件和软件的企业资源管理系统，主要由“物流”“人流”“财流”“信息流”构成。从发展历史来看，ERP 由 MRP (Material Requirements Planning, 物料需求计划) 发展而来，最初是为了解决企业内部生产资源配置的问题，主要帮助制造业管理采购、控制库存。MRP 阶段之后又经历了闭环 MRP、MRP II 阶段，1990 年 ERP 概念被美国 Gartner Group 公司提出，随后 21 世纪 ERP 步入了跨企业资源管理阶段。根据亿欧智库《2022 年中国制造业 ERP 研究报告》，不同规模的制造业企业对 ERP 的需求存在着显著差异，大型制造企业资源丰富且新业务拓展需求较大，更关注 ERP 是否满足其个性化需求；成长型企业资源丰富度相对大型企业存在不足，因此更为关注 ERP 应用带来的投入产出比。总体而言，在市场竞争日趋激烈的市场背景下，ERP 作为企业信息化的核心，其深入应用已经成为国内制造业企业提升核心竞争力的关键，也是制造业数字化转型的重要组成部分。

图 13: ERP 行业的整体发展阶段

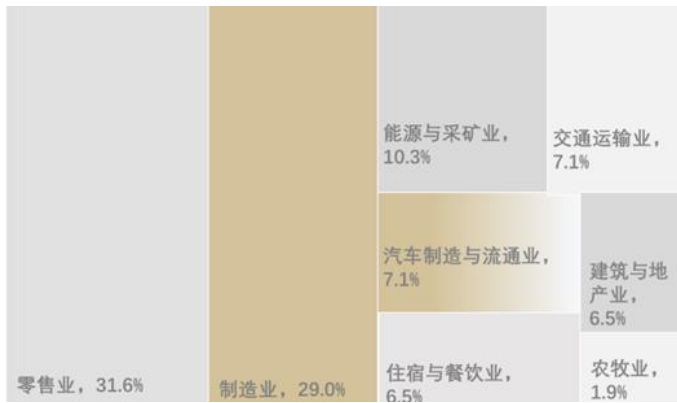


资料来源：亿欧智库，德邦研究所

制造业积极投身数字化建设，是 ERP 最主要的应用领域。中国要实现从制造大国向制造强国的转型，推动制造业信息化应用和数字化转型是重要一环。根据亿欧智库，早在 1981 年，沈阳第一机床厂就从德国工程师协会引入了中国第一套 MRP II 软件，成为中国管理信息化的先行者。制造业作为中国最先接受 ERP 管理

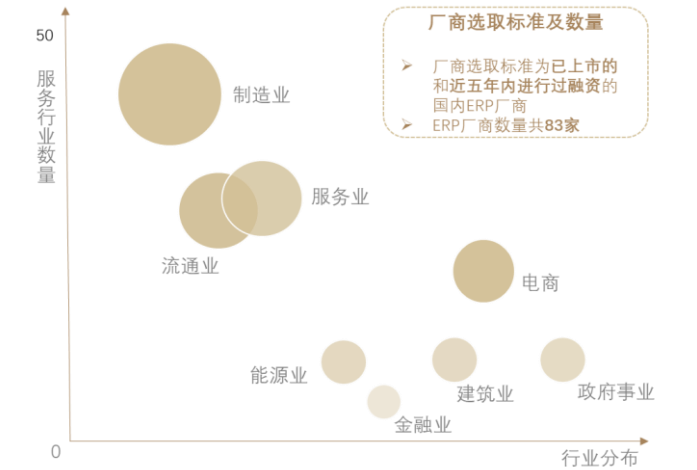
思想的行业，不断深化应用信息化。同时，在制造业积极投身数字化建设的背景下，制造业的数字化转型进程也在不断加快。根据亿欧智库企业上云调研数据，中国制造业企业上云率以 29% 的行业占比位居第二，仅低于第一零售业 2.6 个百分点。目前虽然 ERP 的应用已经由最开始的制造业拓展到能源、流通、服务、金融等各行业领域，但基于制造企业信息化升级和数字化转型的需求以及国家对智能制造等的支持，ERP 当前应用的最主要行业领域仍然是制造业。根据亿欧智库典型 ERP 厂商服务行业分布调研数据，制造业位居 ERP 厂商服务行业数量榜首，远高于流通业和服务业。

图 14：实体经济企业上云的行业分布



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

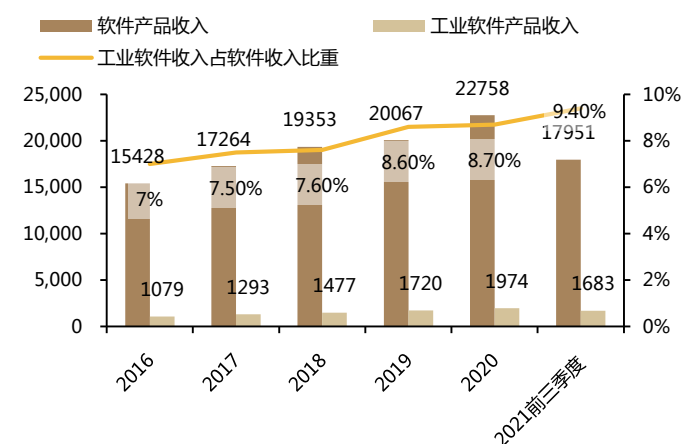
图 15：典型 ERP 厂商服务行业分布情况



资料来源：各企业官网，亿欧智库，德邦研究所

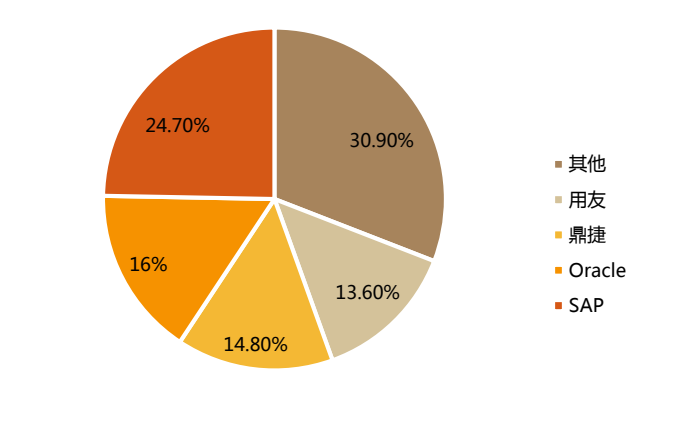
中国工业软件销售收入稳步增长，制造业 ERP 软件市场竞争日趋激烈。根据亿欧智库，2021 年前三季度，中国实现软件产品销售收入 17951 亿元，同比增长 17%，其中，工业软件产品实现收入 1683 亿元，同比增长 18.8%。此外，工业软件产品收入占软件收入的比重持续提高，2021 年前三季度工业软件产品收入占比高达 9.4%。制造业 ERP 是工业软件的重要组成部分，工业软件销售收入的增长也将使制造业 ERP 的市场规模继续保持稳定增长态势。在国内制造业 ERP 软件市场方面，根据 2021 年前三季度数据，虽然国外厂商 SAP、Oracle 仍占据近 41% 的市场份额，但本土 ERP 厂商与国外厂商的差距正在缩小。其中，因鼎捷软件在制造业领域的传统优势以及在制造业 ERP 服务方案的积淀，2021 年前三季度在中国制造业 ERP 软件市场销售份额达 14.8%，在本土厂商中较为领先。

图 16：中国工业软件产品收入占比逐年提高（亿人民币）



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

图 17：2021 前三季度中国制造业 ERP 软件市场销售份额



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

注：因港股上市公司不披露三季报，金蝶、浪潮等厂商份额没有另外体现

3.2. 泛 ERP 重回增长正道，自研产品打开第二成长极

汉得信息作为 SAP 金牌代理商，泛 ERP 业务重回增长正道。公司泛 ERP 业务是通过专业的咨询顾问与企业项目人员协同合作，以 SAP、Oracle、Microsoft 以及 SIEMENS 等厂商的成熟套装软件为基础，按客户实际需求为其提供 ERP(企业资源计划)、CRM(客户关系管理)、HRMS(人力资源管理系统)等在内的企业信息化套装软件的咨询实施服务。咨询实施服务涵盖企业信息化建设全生命周期(业务咨询、系统规划、流程梳理、蓝图设计、软件部署、系统上线等)，以及实施过程中的用户培训、系统配置、定制开发、系统优化。公司早在 1997 年就成为了 SAP 在中国的认证合作伙伴，早期为其做代理服务。直到 2016 年，公司开始自研产品，其新孵化的专业于商旅报销与采购协同的两家子公司与 SAP 收购的 Concur 和 Ariba 在赛道上完全重合，因在产品推广问题上产生分歧，二者于 2018 年末终止合作。2022 年 8 月公司已与 SAP 恢复合作伙伴关系，加入了 SAP 生态合作伙伴，获得了 SAP ERP 领域 Expert 专家级合作伙伴资质、Partner COE 授权、SAP 十项云产品的代售认证，以及“SAP 全球合作伙伴认证计划”两项权威认证：“SAP 商务套件解决方案运维”认证与“SAP S/4 解决方案运维”认证。2022 年末，汉得作为国内 SAP 实施顾问规模和成功项目案例数量领先者，通过认证顾问、认证项目经理、成功落地案例的积累，仅四个月重新升级成为 SAP 金牌合作伙伴。

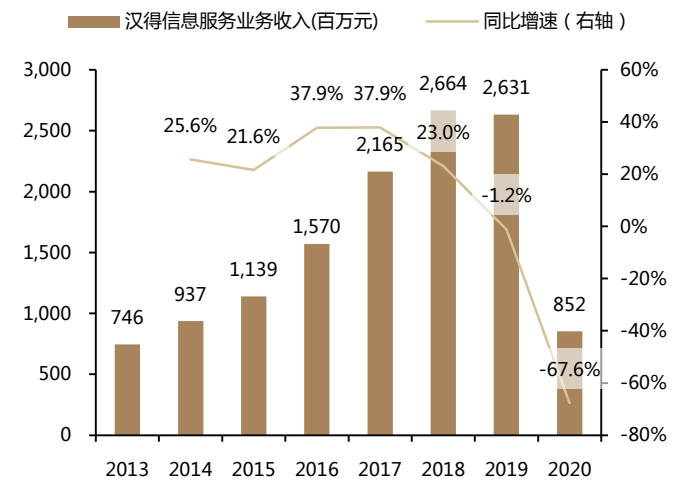
表 3：汉得信息泛 ERP 海外套装软件业务

	SAP	Oracle	Oracle NetSuite	Microsoft
提供的产品及服务内容	<p>套装产品：SAP ERP S4/HANA + CLOUD、SAP EWM、SAP PLM、SAP MDG、SAP HCM/SF、SAP ME、SAP CRM、SAP BI、SAP TM、SAP BPC、SAP SSF、SAP Hybris、SAP Ariba/SRM</p> <p>自主方案：供应商门户、流程管理、精益制造、智慧零售、智慧财务、资产云、结算平台、仓储管理、合同管理、费控。</p>	<p>套装产品：FUSION、AGILE、CX、MIDDLE WARE、PEOPLESFT、HYPERION、NETSUITE、SIEBEL、EBS</p> <p>自主方案：商业地产、物业管理、资产管理、物联网、清结算平台、供应商门户、融资租赁、一步制造云、流程外包、一诺合同、财务共享、大数据、费控、精益制造、流程管理 BPM；</p>	<p>NetSuite ERP：帮助企业简化关键业务流程，迅速响应市场变化，敏捷捕获未来商机。</p> <p>NetSuite CRM：提供 360 度实时客户视图云端解决方案；</p> <p>专业服务管理 SRP：提供项目管理、任务管理、资源管理、报销管理等功能；</p> <p>NetSuite APC：提供合作伙伴/经销商/分销商录入二级客户，市场活动记录，销售订单录入，报表查看等协同功能。</p>	<p>会员忠诚度引擎：基于微软 Dynamics 365(CRM)，全渠道、线上线下融合的会员营销管理系统，致力于提升客户忠诚度，提高转化率和复购率。</p> <p>Vyung CPQ：专注于大中型企业选配、定价、报价的工具。解决转化率低、客户体验性差、效率低的问题。</p> <p>财富管理平台：基于微软 Dynamics CRM 开发的从资金端到资产端的一站式金融财富管理平台。提高高净值客户的忠诚度和满意度。</p>
特点及优势	<p>汉得拥有充足资源的 SAP 实施团队，于 1997 年其前身已成为 SAP 在中国的认证合作伙伴，经过近二十年的积累和沉淀，超过 2000 名专业顾问成功地为千家中外企业实施部署了 SAP 系列产品。面对日益复杂的市场需求，汉得总结出一套适合多产品线同步部署的协同交付能力，为众多企业提供专业的综合性信息化服务，在高端咨询领域拥有不容忽视的核心竞争力。</p>	<p>汉得不仅拥有成熟的 Oracle 套装软件实施能力，还拥有强大的自主产品研发能力，通过自主研发与套装软件的完美契合，给客户带来一站式的完美体验，实现企业管标准化的同时，还实现企业个性化管理的拓展，解决了 Oracle 软件在国内的部分场景水土不服和功能欠缺，让不同行业、不同规模的客户都能实现全面、高质量的信息化应用。</p>	<p>汉得拥有成熟的 Oracle 套装软件实施能力，还拥有强大的自主产品研发能力，通过自主研发与套装软件的完美契合，给客户带来一站式的完美体验，实现企业管标准化的同时，还实现企业个性化管理的拓展，解决了 Oracle 软件在国内的部分场景水土不服和功能欠缺，让不同行业、不同规模的客户都能实现全面、高质量的信息化应用。</p> <p>汉得事业部凭借公司 6000+ 客户行业案例和近 20 年专注的企业信息化服务经验和行业积累，结合 Oracle NetSuite 自身实施快、功能全、性价比优、方案应用广、企业通用性灵活等特点，在制造业、跨境电商、中企出海、初创企业已推出一系列标准解决方案。</p>	<p>业务覆盖 Dynamics 365 CRM/ERP、Azure、Power BI、Power Platform，在金融、制造、零售、地产等多个行业拥有丰富的经验，是微软 FY20 Dynamics 最佳合作伙伴、微软 ERP/CRM/Azure 金牌资质，连续三年荣获微软全球核心合作伙伴荣誉，此外还拥有科学有效的交付模式以及高素质和专业的团队。</p>
面向下游行业	<p>医药行业、LED 光电行业、半导体元器件、农化行业、时尚零售、装备制造、精密压铸、精细化工、共享服务、家具装饰、服装鞋帽、光伏及新能源、工程及通用机械、汽车配件、食品饮料、工业设备与部件、家电行业、医疗器械、线缆行业；</p>	<p>全行业覆盖</p>	<p>跨境电商、制造行业、高科技行业、医药行业、零售行业、专业服务行业</p>	<p>零售快消、金融行业、制造业、地产物业、</p>
主要客户	<p>山西电机、爱美克、绿色家园、研卤堂、湖北富邦、紫光云公</p>	<p>泉峰集团、深圳亿色、禾睿康、上海家化、通灵珠宝、老铺黄</p>		

陕西黑猫、维田科技等； 司等； 黑金刚集团等； 金、中金公司、鹏华基金、元享祥、宝瑞通、金恪集团、TCL通讯、米其林轮胎等；

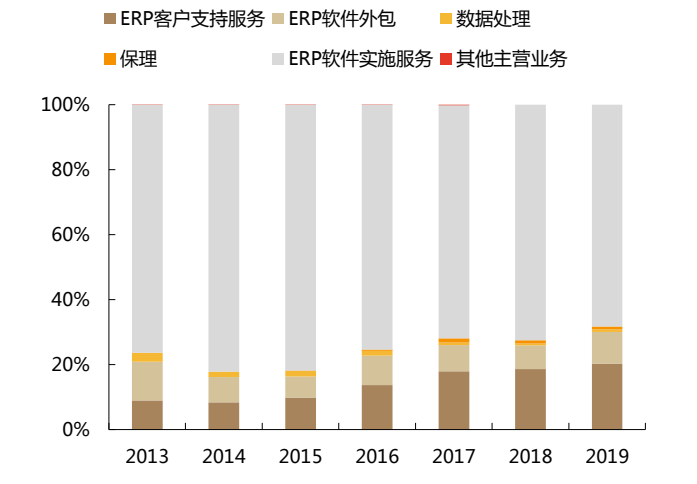
资料来源：汉得信息官网，德邦研究所

图 18：2013-2020 年汉得信息服务业务收入及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 19：2013-2020 年汉得信息服务业务收入结构占比



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

中企出海+跨境电商助力汉得泛 ERP 走向海外。公司不断迭代与优化，形成了体系化的出海服务能力组合，通过海外系统平台建设、管理系统建设、业务协同平台支持、数字化运营、海外并购支持以及数据合规支持，再结合数据基础设施与海外专业服务，既服务了中企总部建设全球化业务平台体系的目标，同时又支持其具体海外业务从开拓到稳定发展的全周期需求。针对海外实施本土化等问题，汉得不断扩大其海外实施与运维团队，形成了以汉得欧洲、美国、东南亚、日本海外子公司为核心，覆盖地区的本地化服务能力，通过高效的全球资源调配，结合丰富的海外实施、集团财务系统实施、模版设计和推广经验，在过去的 20 年中服务了徐工、淮海国际等 6000 余家中企，助其信息化并携手迎接国际化转型与挑战。

图 20：汉得中企出海服务能力建设架构



资料来源：汉得信息官网，德邦研究所

近年来汉得信息积极追求业务转型升级，从单一的**实施服务商**转变为“**自主软件+实施服务**”的**数字化综合服务商**，自主软件及相关业务或将成为未来**关键增长曲线**，我们认为公司转型自主软件主要有以下几点优势：

(1) 公司自研产品体系包括**智能制造、数字化营销、智协供应链及智享财务**等，完善的**架构设计+应用场景+技术基础**打造**优异的产品力**。在传统服务业务线之外，公司基于自研软件开展了**产业数字化**以及**财务数字化**业务。产业数字化业务主要涵盖**智能制造、数字营销和智协供应链**三大业务，帮助企业通过**数字化转型**提升**制造、营销以及供应链的效率**，并通过**向上整合供应链，向下打通渠道及客户**，提升品牌企业对产业链整体的**掌控能力**。财务数字化业务针对**大型集团性企业**，凭借公司**财务数字化自主软件**和**实施服务**帮助企业**降本增效**，实现**业财资源的整合与共享**。在企业业务转型升级过程中，自主软件及相关业务也成为了未来**关键增长曲线**，我们认为公司主要优势在于：**(1) 在产品应用架构设计上**，公司在**ERP**领域**积累深厚**，造就了企业在**研发自主软件时出众的底层中后台设计与打造的能力**；**(2) 在产品场景功能上**，公司的自主软件产品**吸纳了大量项目实战经验及行业头部客户管理与实践思路**；**(3) 在技术基础上**，汉得自主软件产品基于**汉得自主融合技术中台**来打造，发挥了公司产品研发的**规模效益**，**缩短了产品研发周期**，使企业面对**多样化的需求**具备了更灵活的**调整应对能力**。

表 4：汉得信息自主产品情况梳理

行业分类	具体产品/解决方案	服务内容及优势等
智能制造	协同制造套件	<p>协同制造套件依托汉得融合中台，汉得协同制造中台将汉得近 20 年的制造业服务经验沉淀为专业方案和系统组件，包括家电行业的跟单生产方案、整车行业的均衡计划方案、定制家居行业的组批配套方案、动力电池行业的过程自动化控制方案等以及包含计划、制造、物流、供应链、质量、设备等专业领域的近百个服务和上千个 API。通过 API 组合调用构建灵活而健壮的应用，彻底改变通过资源堆砌实现系统建设的传统模式，让系统建设不再成为制造企业革新与发展的掣肘。</p> <p>汉得智能制造利用工业互联网平台和智能工厂的建设，帮助企业开展个性化定制、柔性生产、快速交付的模式，满足市场多样化需求，并且提高企业盈利。依托汉得 20 年制造业信息化服务经验，利用组批优化、订单穿透、成本精算三大智造技术，汉得智能制造，帮助企业制造更加安全、普惠、个性、低碳的产品，创造人类美好生活。</p>
数字化营销	私域运营平台、全渠道电商平台、渠道数字化平台、智慧门店数字化平台	<p>汉得私域运营平台以四大支撑平台为核心，基于“人-货-场”三个方面为前端各渠道私域运营输出数据能力、会员能力、营销能力、交易能力，形成“前端场景数字化，沉淀数据，后端数据运营，驱动业务”的营销闭环，不断加强壮大一方数据，形成企业数字营销的核心竞争力。</p> <p>汉得品牌商城和电商业务履行平台，针对企业线上业务深化发展需求，为品牌提供全方位的自建线上渠道能力和电商业务中台能力，解决品牌私域流量转化和落地，全渠道业务运营和管理能力提升，会员和营销运营融合打通等核心痛点。</p> <p>汉得渠道数字化平台是一款针对企业渠道管理、营销活动&费用自动化、渠道协同的产品。主要面向消费品行业 B2B2C 型的渠道分销企业，完成品牌商、渠道、合作伙伴的一站式销售与营销体系建设，助力渠道数字化。</p> <p>汉得智慧门店数字化平台，围绕消费者在线下门店端的吸引转化复购挽留场景，基于企业微信、移动 APP 与门店管理平台构建的门店数字化营销体系。用以解决零售行业门店在信息化建设过程中遇到的门店货物库存盘点繁琐、门店销售订单未能统一管理、门店日常经营业绩呈现不直观等问题。</p>
智协供应链	物流管理 EI-SCM 套件、资产管理 ALM、数字化采购平台、一步云平台	<p>物流管理 EI-SCM 套件整合订单 E-OMS、仓储 E-WMS、运输 E-TMS、结算 E-BMS、控制塔 E-LCT 五大微服务产品，提供一站式的物流供应链管理解决方案；使用自主研发的流程引擎技术，让系统更敏捷、灵活地适配业务流程，轻松应对当前国际形势下供应链的不确定性；</p> <p>资产管理 ALM 集中管理客户全部设备/设施，将资产的全生命周期信息可视化，通过建立安全作业规范与预防性维护机制，实施电子工单及移动 APP 来支持现场维修维护。提高资产的可靠性、安全性、提升合规与效率，降低维修维护、运行总成本</p> <p>甄云数字化采购平台，从用户真实应用场景出发，解决企业采购管理应用实际痛点；推动企业采购更加智能、高效、透明，赋能企业经营发展降本提效；致力于企业数字化采购变革，为中大型企业提供企业生产性及非生产性物资采购数字化解决方案。</p> <p>甄一科技构建“一步云”1+N 产业互联平台，以数字化方法，帮助核心企业穿透供应链，实现计划、库存、生产等更多维度的产业链协同运营，提升产业链整体竞争力</p>
智享财务	智慧财务套件、汇税通、清分结算软件、优易联 RPA、	<p>依托先进技术和很新的管理理念，帮助企业构建数字化时代的财务管理体系，财务组织架构和财务运营模式，在业务高速发展和信息技术快速变革的过程中实现业、财、税的深度融合，实现 5G 时代的全财务域智能化管理；</p>

一诺智能合同云

汇税通是汉得信息在国家税务总局全面推进发票电子化的背景下，响应国家部委关于发票电子化归集、报销、入账、归档的指导和建设，为解决企业发票和税务管理难题，结合汉得信息多年来服务于国内大中型企业的税务实施经验，全新设计和构建的智慧税务产品；

汉得清结算中台 HSCS，是汉得公司基于多年行业实践经验积累，结合互联网技术手段，自主研发构建的智慧财务中台管理系统。汉得清结算中台通过业务数据集成、高效灵活计费、统一清分结算、资金勾稽核对、财务会计引擎、大数据分析处理等功能，结合产品团队丰富的实践经验，协助企业进行业财信息的一体化整合管理，提升企业综合统筹运营能力，让企业决策更科学更高效

RPA 技术就是 Robotic Process Automation 技术，它是各种软件技术组合而成的虚拟概念，能够处理以往被认为只有人类才能完成的工作，或辅助人类完成高难度业务，节省人工成本的同时提升工作处理效率，RPA 技术是当前热门的智能化工新技术。机器人流程自动化 (RPA) 具有强大的跨平台能力，适用于所有企业的财务部门、采购与供应链部门、资产管理等部门等人工操作密集型的部门。财务机器人产品就是基于 RPA 技术研发的用于开发 RPA 程序的工具，RPA 程序能够替代人工进行有规则的工作

甄零一诺智能合同云以合同作为主要管理载体，以合同拟定的效率提升、合同履行的风控管理为着力点，致力于为客户打造业财法一体的合同管理体系，赋予企业数字化、智能化的合同管理能力，在提高企业管理效率的同时加强企业风险防范能力

资料来源：汉得信息官网，德邦研究所

从制造大国向制造强国迈进是国家 2025 年的一大目标，发展智能制造是必然的趋势，汉得的智能制造业务主要包括生产制造管理、供应链制造协同、研发管理三部分能力。首先，针对企业客户的生产制造管理，公司打造了汉得智能制造软件产品——汉得协同制造 (HCM, Hand Collaborative Manufacturing)，形成了完善的高级计划排程、制造执行、仓储物流、质量管理、设备资产管理以及工业物联等功能体系。其次，公司围绕头部核心企业的管理需求研发了智能制造软件“一步制造云”，形成“1+n”产业制造协同体系。再者，在智能制造的关键应用领域之一的数字化研发，公司依托内外外部各类工业软件和自主融合技术中台，已为数百家企业在研发领域提供了数字化服务。总体而言，我们认为汉得智能制造业务的竞争优势在于以下两点：(1) 多年的积累形成了从客户到供应商的供应链协同与从研发到制造的研产协同解决方案，实现了“端到端”的能力覆盖，能够帮助大中型企业构建完整的数字化制造运营体系。同时公司将新技术的应用融合，实现内部物理设备连接，完成企业内部软件的联通，同时能够提供丰富的应用场景，打造全流程多系统一体化的智能工厂。(2) 特定行业解决方案能力，公司主要聚焦在锂电新能源、整车及汽配、工程机械、家居等领域重点发展。近年来公司在动力和储能电池领域的业务持续高速增长，依托头部客户，公司服务能力实现了向新能源产业上下游的能力延伸。

图 21：智能制造架构



资料来源：Wind、公司年报，德邦研究所

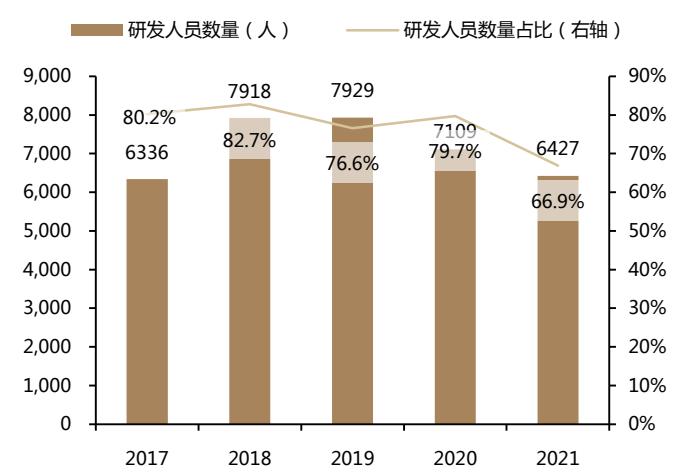
(2) 公司持续的研发投入技术积累。公司近几年进行了业务转型升级，从单一等实施服务商转变成为了“自主软件+实施服务”的数字化综合服务商，经过前几年的摸索，目前已经明确将主要聚焦在以智能制造+数字营销为主的产业数字化、财务数字化两大业务线。2017年至2021年公司研发资本化率分别为24.3%、44.1%、43.7%、47.1%以及50.3%，保持稳定增长趋势，研发成果转化顺利。经过多年发展与积累，公司自研了丰富的产品系列，目前已拥有多项核心自主知识产权，获得产品著作权200项、商标专利80余项。其中公司的融合技术中台，作为公司自主软件产品研发和迭代的技术基础平台，其保证了公司自研软件的快速开发、迭代以及快速融合应用外部数字化原生技术的重要支撑，是公司不断优化交付效率的重要工具，公司后续也将继续加大对融合技术中台的投入力度，夯实基础。此外，公司正在研发的项目还包括有基于融合中台的企业信息化平台建设项目、财税管理系统、企业内部管理系统。

表 5：2021 年汉得信息研发项目

研发项目名称	研发资本化金额	相关项目的基本情况	实施进度
财税管理系统	5,107,998.80	财税管理系统拥有组织架构模块、费用模块、预算模块、 workflow 模块、财务核算模块等专业化的模块，着力于企业的财税管控信息化建设，提高企业的内部管理效率。	未完成
企业内部管理系统	8,794,626.08	解决企业内部业务流程信息化的一套互联网解决方案，主要为企业提供流程管理、需求管理、项目管理、合同管理等。	未完成
基于融合中台的企业信息化平台建设项目	212,436,191.03	公司将技术中台、业务中台、数据中台的概念、技术和组件进行融合，统一为融合中台，作为承接前台业务需求和用户体验、后台套装软件的核心。本项目的建设内容包括建立支持各种企业级应用开发部署的开放技术平台，适应各种业务模式、支持灵活组合的标准化可复用的业务组件库，基于上述开放技术平台和业务组件库的适应各种业务场景、支持快速部署的应用产品等。	未完成

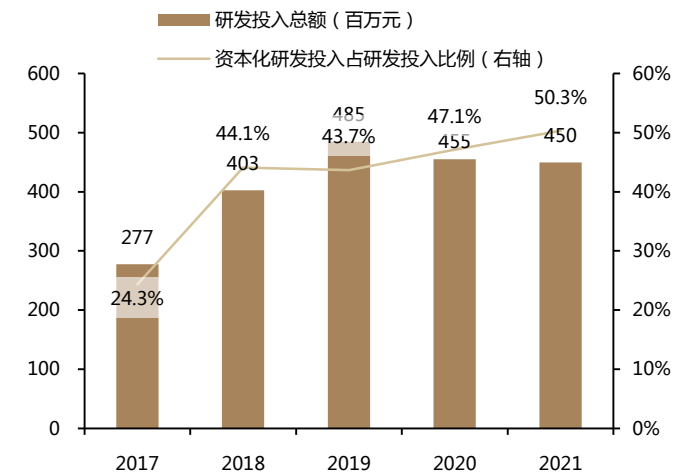
资料来源：Wind、公司年报，德邦研究所

图 22：2017-2021 年公司研发人员数量及占比



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 23：2017-2021 年公司研发投入及研发资本化率



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

(3) 为 SAP、Oracle 服务多年积累下的客户+Know-How 经验。汉得信息作为国内老牌的企业级 ERP 服务厂商，早期以成熟国际管理套件的实施咨询为主要业务，提供包括 SAP、Oracle、Microsoft 以及 SIEMENS 等在内的海外套装软件实施服务。经过 20 年的积累，汉得与国际顶级 IT 厂商建立了稳健的合作关系，拥有业界内顶级的专业 IT 咨询顾问资源，先后为 6000+ 家企业客户提供了数字化建设服务，完成的项目数量达 20000+，凭借其高质量服务与业界口碑，汉得建立了良好的客户基础。另一方面，公司自主产品相关业务也能利用当前的客户基础进行推动，长期的合作关系也大幅度提升了自主软件产品与服务的精准推广与实施效率。同时，良好的客户基础还能进一步吸引优质合作伙伴进行深度协作、能力互补，从而为客户提供更全面的数字化解决方案，形成良性循环。

图 24：汉得信息主要客户覆盖

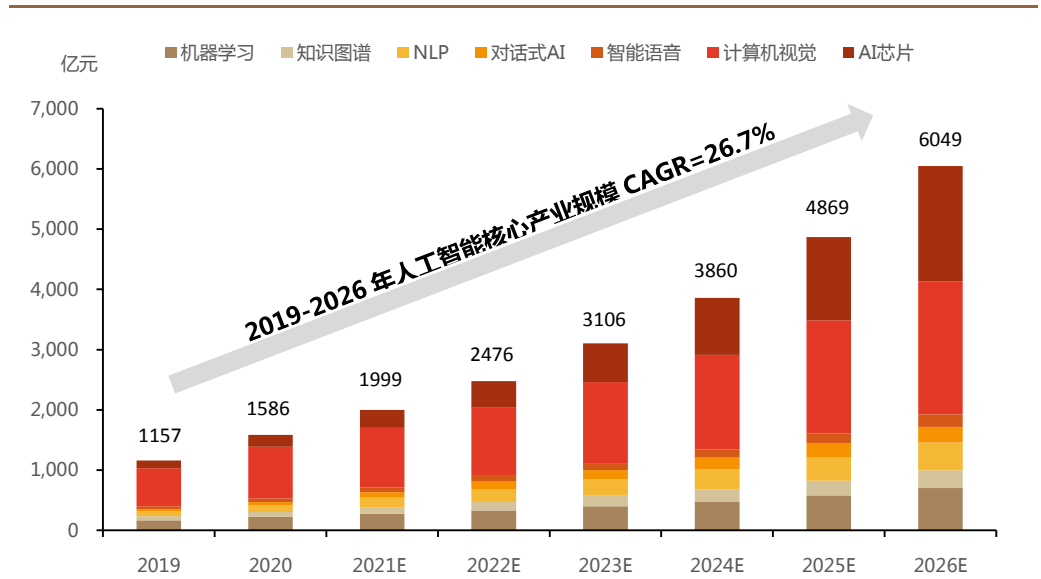


资料来源：公司官网，德邦研究所

3.3. ChatGPT 概念火热背景下，汉得接入文心一言赋能 B 端新应用

我国人工智能核心产值超两千亿，深度赋能实体经济。人工智能产业正从发展期向成熟期过渡，步入稳步增长阶段。根据艾瑞咨询《2021 年中国人工智能产业研究报告》，2021 年人工智能核心产业规模预计达到 1999 亿元规模，相应规模将于 2026 年超过 6000 亿元，2021 年到 2026 年的 CAGR 约 24.8%，其中计算机视觉仍是 AI 技术赛道中贡献最大的市场。近年来，人工智能技术在实体经济中寻找落地应用场景成为核心要义，人工智能技术与传统行业经营模式及业务流程产生实质性融合，智能经济时代的全新产业版图初步显现，根据艾瑞咨询《2019 年中国人工智能产业研究报告》，预计 2022 年人工智能赋能实体经济规模有望达到 1573.0 亿元。

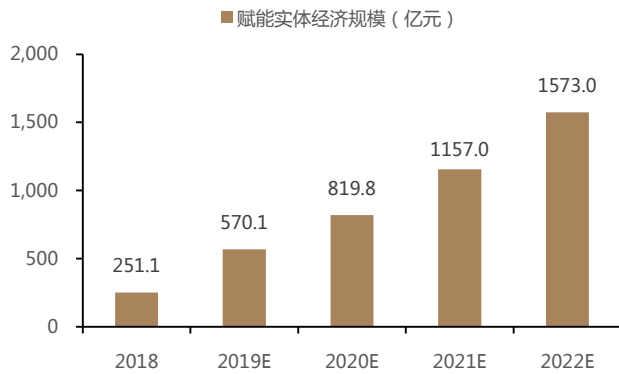
图 25：2019-2026 年中国人工智能核心产业规模



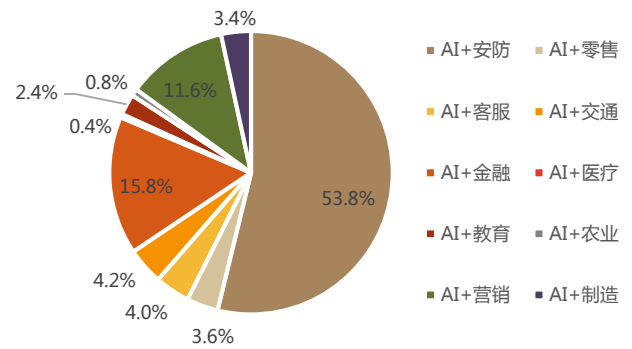
资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国人工智能产业研究报告》，德邦研究所

图 26：2018-2022 年中国人工智能赋能实体经济市场规模

图 27：2018 年中国人工智能赋能实体经济各产业份额



资料来源: 艾瑞咨询《2019年中国人工智能产业研究报告》, 德邦研究所



资料来源: 艾瑞咨询《2019年中国人工智能产业研究报告》, 德邦研究所

ChatGPT 作为人工智能发展的新一大里程碑, 激发 AIGC 市场投资机遇。 AIGC 指利用人工智能技术自动生成的内容, 与此前 Web1.0、Web2.0 时代的 PGC (专业生产内容) 和 UGC (用户生产内容) 相比, 代表人工智能构思内容的 AIGC, 是新一轮内容生产方式变革。而 ChatGPT 的出现对于文字模态的 AIGC 应用具有重要意义, 具有丰富的下游运用场景, 主要集中在智能客服、搜索引擎、图像文字代码生成三大方面。在智能客服方面, ChatGPT 可通过在垂直行业针对性地做人工反馈训练从而形成智能客服产品, 较目前的智能客服产品具有明显的灵活性、人性化优势。在搜索引擎方面, ChatGPT 因面临着数据实时性缺陷、数据真实性不足、模型在线推理成本高昂这三大技术瓶颈, 中短期内取代传统搜索引擎的可能性较低。在生成图像、文字、代码方面, 图片生成领域的扩散模型可利用 ChatGPT 生成较佳的 Prompt; 文字生成领域, ChatGPT 的上线将推动文本类 AI 渗透于文本生产、智能批阅等应用领域, 相关领域有望迎来广阔的发展空间; 代码生成领域, 未来经过针对性的优化后, 基于新 GPT 模型的 AI 代码辅助工具有望在中短期内落地, 市场空间广阔。

表 6: 互联网时代的演进特点

互联网时代	Web1.0	Web2.0	Web3.0
体验水平	个体体验	复合体验	沉浸体验
交互模式	单项交互	双向交互	沉浸、聚联
内容传输	单项信息输出	双向信息交互	信息聚联与价值共享
内容生产形式	PGC	UGC	AIGC
角色转换	内容消费者	初次内容生产者	二次内容加工者
AI 技术进程	决策式 AI	决策式 AI	生成式 AI
内容载体	文字、图片、视频	文字、图片、视频	元宇宙

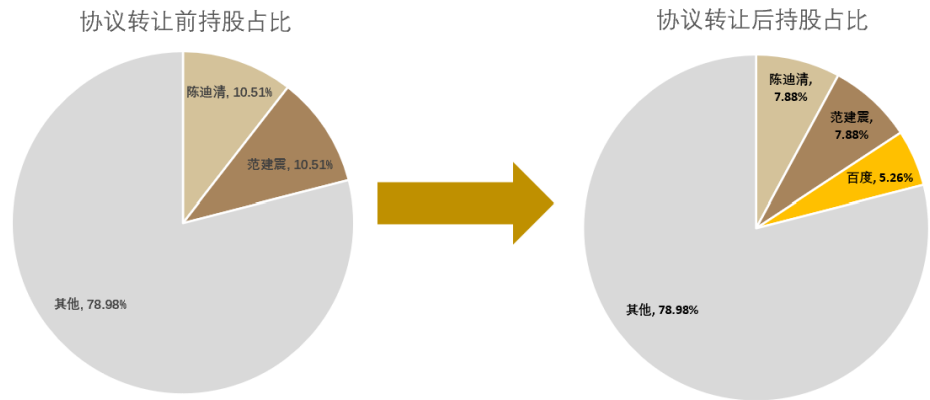
资料来源: 甲子光年智库, 德邦研究所

2019 年百度入股汉得信息, 目前是汉得信息第三大股东。 2019 年 3 月 1 日上海汉得信息技术股份有限公司控股股东、实际控制人陈迪清、范建震与北京百度网讯科技有限公司签署了《北京百度网讯科技有限公司与范建震、陈迪清之股份购买协议》。陈迪清拟将其持有的公司无限售条件流通股股份 23,327,767 股 (占公司总股本 2.63%) 转让给百度; 范建震拟将其持有的公司无限售条件流通股股份 23,327,716 股 (占公司总股本 2.63%) 转让给百度。二者合计拟以协议转让方式转让公司股份 46,655,483 股, 占公司总股本的 5.26%。2019 年 3 月 20 日公司收到转让双方的通知, 本次协议转让公司股份事宜的过户登记手续已办理完毕, 并于 2019 年 3 月 20 日收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》, 至此, 百度成为公司 5% 以上的股东, 为公司第三大股东。

汉得信息通过与百度的战略合作, 迅速提升企业数字化领域竞争力。2019 年

3月1日，汉得信息同百度签署了《战略合作框架协议》，双方拟通过技术和服 务合作方式，在包括但不限于云计算、共享服务、垂直业务等领域建立战略合作 关系，进行深度合作。双方将共同拓展工业制造、金融、教育、医疗等领域的合作，并由汉得信息负责具体合作项目的交付落地。基于百度 ABC 智能云，百度向汉得信息提供人工智能、大数据、云服务及物联网为一体的云计算服务等先进技术支持，双方联合开发智能硬件产品以及其他具体合作领域的新产品或服务（包括共同投资设立从事前述新产品/服务的研发、实施或运营的企业）。汉得信息与百度的战略合作，能利用双方在不同领域或方面的能力形成较强的优势互补。对于汉得信息而言，在市场开拓能力、技术支撑、服务创新等方面会得到百度有力的支持，有望迅速提升公司在企业数字化领域的竞争能力。

图 28：百度对汉得信息的持股结构



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

2023 年百度文心一言重磅发布，汉得信息作为生态圈成员，携手共同打造 B 端解决方案的 AI 能力输出端口。百度文心一言具有文学创作、商业文案创作、数理逻辑推算、中文理解、多模态生成五大功能。相较 ChatGPT，文心一言“类人性”存在明显不足，但也具有本土化和商业化两大相对优势。在本土化方面，文心一言基于的文心大模型技术目前已更新迭代至文心 ERNIE 3.0，参数规模高达 2600 亿，是全球最大的中文单体模型，这使文心一言在语义复杂的中文 NPL 处理中有显著优势；在商业化方面，文心一言基于的文心大模型作为“产业级”大模型，已通过飞桨平台、百度智能云赋能工业、能源、金融、通信、媒体、教育等各行各业，在数百个场景中落地应用，产业应用数量居业界首位，这也赋予文心一言巨大的商业化潜力。2023 年 2 月，汉得信息加入百度文心一言生态圈，接入百度文心一言能力，并在技术方向与数字化场景等方面对其进行各类型的尝试与探索，领域涵盖财务核算、数据分析、制造领域、营销领域、HR 领域等。汉得信息将携手文心一言，共同推进 B 端人工智能深入应用，致力于帮助客户更彻底地实现数字化转型。

图 29：百度文心全景图

工具与平台	EasyDL-大模型 零门槛AI开发平台		BML-大模型 全功能AI开发平台	
	大模型开发工具		大模型轻量化工具	
文心大模型	NLP大模型		CV大模型	
	医疗 ERNIE-Health	金融 ERNIE-Finance	OCR结构化 VIMER-StrucTexT	
领域/任务	对话 PLATO	信息抽取 ERNIE-IE	跨模态大模型	
	跨语言 ERNIE-M		图文生成 ERNIE-ViLG	
基础通用	语言理解与生成 ERNIE 3.0		图像 VIMER-Image	视频 VIMER-Video
			文档分析 ERNIE-Layout	
			视觉-语言 ERNIE-ViL	语音-语言 ERNIE-FAT

资料来源：百度飞桨官网，德邦研究所

GPT-4 引入到传统 Office 办公软件，微软全新发布 Office Copilot，汉得微

扬有望深度受益。2023年3月，微软推出了基于AI打造的Copilot，可以将GPT-4的功能植入到OFFICE办公软件中，包括Word、Excel和PowerPoint，由于Copilot基于新一代AI模型GPT-4打造，更加符合人类的口吻以及思维模式，用户可以通过Copilot完成许多任务，例如在文档中生成文本、根据Word文档来创建PowerPoint演示文稿，还可以使用Excel中的数据透视表等功能，至此软件能力及应用面大幅扩展。汉得微扬作为公司面向微软业务的子公司，专注于为微软商业解决方案的IT咨询。目前汉得微扬提供的产品服务包括Microsoft Dynamics CRM, Microsoft Dynamics ERP (AX/NAV), 云服务 Azure, Power PlatForm 等，布局遍布海内外，尤其在金融、零售、制造、地产等行业有丰富的案例。本次微软发布全新Office Copilot产品，有望为汉得带来增量业务空间。

图 30：汉得信息海内外的全球布局



资料来源：汉得微扬官网，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 预计 2022-2024 年收入分别为 30.10/37.03/46.16 亿元

泛 ERP 业务收入：2022-2024 年收入增速有望回升，毛利率分别为 33.3%/34.3%/35.3%。公司泛 ERP 业务主要基于 Oracle、SAP、Microsoft 和 Siemens 等厂商的成熟套装软件，提供包括 ERP(企业资源计划)/CRM(客户关系管理)/HRMS(人力资源管理系统)等在内的企业信息化套装软件的咨询实施，2022 年汉得信息与 SAP 重新建立合作管理，并于 2022 年底成为 SAP 金牌代理商，加之公司跨境电商+中企出海等海外业务持续拓展，我们认为未来公司泛 ERP 业务收入增速有望回升，预计 2022-2024 年公司泛 ERP 收入将达 10.87/12.50/14.37 亿元，同比增长 -6.0%/15.0%/15.0%，毛利率分别为 33.3%/34.3%/35.3%。

表 7：泛 ERP 业务营收及毛利预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
泛 ERP 业务收入	1,103	1,156	1,087	1,250	1,437
yoy	-	5%	-6%	15%	15%
占总收入比例	44.3%	41.1%	36.1%	33.8%	31.1%
毛利润	407	355	362	429	507
毛利率	36.9%	30.7%	33.3%	34.3%	35.3%

资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

产业数字化-C2M 业务：2022-2024 年收入有望快速增长，毛利率分别为 35.8%/39.3%/42.8%。产业数字化业务主要涵盖智能制造、数字营销和智协供应链三大业务。智能制造领域，2021 年我国智能制造市场规模为 1438.7 亿元，CAGR 达 17.4%，前景广阔。公司依托自主的融合技术中台，打造汉得智能制造软件产品——汉得协同制造，已形成在陕汽重卡、志邦家居等部分标杆客户案例，未来产品进一步拓展有望提速。同时公司数字营销、智协供应链等产品需求有望随行业市场快速增长而受益。我们认为未来收入增速有望保持在较高水平，预计 2022-2024 年公司产业数字化业务收入有望达到 7.34/10.80/15.90 亿元，同比增长 30.0%/47.0%/47.0%，毛利率分别为 35.8%/39.3%/42.8%。

表 8：产业数字化业务营收及毛利预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产业数字化收入	408	565	734	1,080	1,590
yoy	-	38%	30%	47%	47%
占总收入比例	16.4%	20.1%	24.4%	29.2%	34.5%
毛利润	139	142	263	425	681
毛利率	34.1%	25.1%	35.8%	39.3%	42.8%

资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

财务数字化-GMC 业务：2022-2024 年收入增速有望稳步增长，毛利率分别为 29.5%/33.0%/36.5%。财务数字化业务是面向大中型和集团型企业，通过数字化手段优化企业管理方式、运营模式、财务管控的软件产品及解决方案。目前企业数字化转型需求不断上扬，我们认为未来财务数字化收入有望稳步上升，预计 2022-2024 年公司财务数字化业务收入有望达到 6.66/7.99/9.59 亿元，同比增长 19.0%/20%/20.0%，毛利率分别为 29.5%/33.0%/36.5%。

表 9：财务数字化业务营收及毛利预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
财务数字化收入	487	560	666	799	959

yoy	-	15%	19%	20%	20%
占总收入比例	19.5%	19.9%	22.1%	22.1%	21.7%
毛利润	137	145	197	264	350
毛利率	28.1%	26.0%	29.5%	33.0%	36.5%

资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

IT外包-ITO业务:2022-2024年收入增速有望小幅回升,毛利率保持在15.3%水平。公司IT外包服务主要为客户提供包括运维支持、软件外包、离岸开发等服务,目前公司与各下游客户合作稳定,我们认为未来收入增速有望保持10%水平,预计2022-2024年公司政府及其他行业业务收入有望达到5.04/5.55/6.10亿元,同比增长0.0%/10.0%/10.0%,毛利率有望维持在15.3%水平。

表 10: IT 外包业务营收及毛利预测 (单位: 百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
IT 外包业务收入	452	504	504	555	610
yoy	-	12%	0%	10%	10%
占总收入比例	18.1%	17.9%	16.7%	15.3%	13.8%
毛利润	148	77	77	85	93
毛利率	32.7%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%

资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

综上,预计公司整体2022-2024年收入分别为30.10/37.03/46.16亿元,收入增速分别为7.1%/23.0%/24.7%,毛利率分别为29.9%/32.5%/35.4%。

表 11: 公司整体收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,493	2,811	3,010	3,703	4,616
yoy	-8.5%	12.7%	7.1%	23.0%	24.7%
毛利率	33.8%	25.7%	29.9%	32.5%	35.4%
泛 ERP 业务收入	1,103	1,156	1,087	1,250	1,437
yoy	-	5%	-6%	15%	15%
毛利率	36.9%	30.7%	33.3%	34.3%	35.3%
产业数字化收入	408	565	734	1,080	1,590
yoy	-	38%	30%	47%	47%
毛利率	34.1%	25.1%	35.8%	39.3%	42.8%
财务数字化收入	487	560	666	799	959
yoy	-	15%	19%	20%	20%
毛利率	28.1%	26.0%	29.5%	33.0%	36.5%
IT 外包业务收入	452	504	504	555	610
yoy	-	12%	0%	10%	10%
毛利率	32.7%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
其他业务收入	43	25	19	19	19
yoy	-	-41%	-25%	0%	0%
毛利率	25.7%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%

资料来源: Wind、公司公告, 德邦研究所

费用率及净利润预测:预计2022-2024年各项费用率基本保持稳定;预计2022-2024年归母净利润增速分别为+126%/-39%/+49%。

1) **管理费用率:**我们认为未来几年管理费用率趋于稳定,预计2022-2024年公司管理费用率将为7.3%/6.8%/7.3%。

2) **研发费用率:**2021年公司研发费用率为7.9%,同比下降0.8pct。公司自主创新、鼓励研发,以强大的研发实力为基础为产品带来核心竞争力,我们认为

未来几年研发费用率将基本保持稳定，预计 2022-2024 年公司研发费用率为 7.5%/7.2%/7.3%。

3) 销售费用率：2021 年度相较 2020 年度，公司各方面生产经营已全面恢复正常，销售费用同比上年同期有所提升，同时公司 2021 年度举办的用户大会，也对销售费用的增加产生了一定影响。我们认为未来几年公司销售费用率小幅下降，预计 2022-2024 年销售费用率为 7.0%/6.7%/6.7%。

4) 财务费用率：2021 年公司财务费用率为 2.6%，同比增长 0.6pct。我们认为公司财务费用率将基本维持稳定，预计 2022-2024 年财务费用率为 1.0%/0.7%/0.7%。

5) 归母净利润：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.46/3.00/4.50 亿元，同比+126%/-33%/+50%。

表 12：公司费用率及净利润预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	135	197	211	248	309
占主营业务收入	5.4%	7.0%	7.0%	6.7%	6.7%
管理费用	180	207	221	252	337
占主营业务收入	7.2%	7.3%	7.3%	6.8%	7.3%
研发费用	241	223	227	267	337
占主营业务收入	9.7%	7.9%	7.5%	7.2%	7.3%
财务费用	50	73	29	27	32
占主营业务收入	2.0%	2.6%	1.0%	0.7%	0.7%
归母净利润	66	197	446	300	450
yoy	-24%	200%	126%	-33%	50%
归母净利率	2.6%	7.0%	14.8%	8.1%	9.8%

资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

4.2. 给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，对应目标价 20.75 元

给予公司 2024 年 40x 目标 P/E，目标价 20.75 元。我们预计汉得信息 2022-2024 年归母净利润分别为 4.46/3.00/4.50 亿元，对应 EPS 为 0.51/0.35/0.52 元。公司目前商业模式清晰、盈利能力稳定、未来成长空间广阔、成长路径相对明确，且已有比较成熟的上市公司作为参照基准，因此选择 PE 估值方法对公司进行估值。我们选取赛意信息、普联软件、用友网络、科大讯飞作为可比公司。其中赛意信息是企业信息化管理软件解决方案及服务提供商，专注于面向制造、零售、服务等行业领域的集团及大中型客户提供完整的信息化及智能制造解决方案产品及相关实施服务，与汉得信息业务相似度较高。普联软件主要服务于石油石化等企业信息化高端市场，提供企业管理改进的信息化方案以及软件应用培训和实施服务等。用友网络为我国 ERP 龙头企业，ERP 产品覆盖广泛同时覆盖大型企业客户众多，与公司业务也具备相似性。科大讯飞与汉得信息均在人工智能领域有所布局。参考 2024 年可比公司平均 P/E 为 45x，结合公司自身业务结构及竞争力，我们给予汉得信息 2024 年 40x 目标 P/E，目标价 20.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司 PE 估值（截止 2023 年 3 月 31 日收盘）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300687.SZ	赛意信息	156.74	225	273	370	497	70	57	42	32
300996.SZ	普联软件	75.85	139	174	251	351	55	44	30	22
600588.SH	用友网络	863.50	708	219	754	1,202	122	394	115	72

002230.SZ	科大讯飞	1,479.34	1,556	770	1,853	2,613	95	192	80	57
平均值							85	172	67	45
300170.SZ	汉得信息	122.81	197	446	300	450	62	28	41	27

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 普联软件、赛意信息、用友网络、科大讯飞均为 wind 一致盈利预测数据

5. 风险提示

(1) 行业竞争加剧的风险。目前 ERP 以及智能制造领域参与者众多，存在行业竞争加剧的风险。

(2) 自主产品拓展不及预期。公司目前不断拓展自主产品研发，若研发进展不及预期或新产品市场需求不佳，或将对公司经营造成不利影响。

(3) 下游采购需求下降的风险。近年来宏观经济下行，公司下游企业信息化采购预算存在收紧的可能性。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.51	0.35	0.52
每股净资产	3.82	3.94	4.45	4.75
每股经营现金流	0.51	0.22	0.22	0.11
每股股利	0.00	0.05	0.03	0.05
价值评估(倍)				
P/E	62.32	27.57	40.86	27.17
P/B	3.71	3.59	3.18	2.98
P/S	4.37	4.08	3.32	2.66
EV/EBITDA	30.76	58.87	33.63	21.34
股息率%	0.0%	0.4%	0.2%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.7%	29.9%	32.5%	35.4%
净利润率	7.0%	14.8%	8.1%	9.8%
净资产收益率	5.8%	11.5%	7.3%	10.0%
资产回报率	3.8%	8.2%	5.2%	7.3%
投资回报率	2.7%	4.9%	8.4%	10.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.7%	7.1%	23.0%	24.7%
EBIT 增长率	-61.8%	124.8%	76.1%	47.3%
净利润增长率	199.9%	126.1%	-32.5%	50.4%
偿债能力指标				
资产负债率	34.1%	32.3%	31.3%	31.1%
流动比率	3.8	3.9	3.8	3.5
速动比率	3.5	3.6	3.5	3.1
现金比率	1.8	1.9	1.6	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	147.6	146.6	145.6	144.6
存货周转天数	51.1	51.1	51.1	51.1
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	10.1	8.6	7.1	6.0

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	197	446	301	452
少数股东损益	-7	-16	-11	-16
非现金支出	217	93	98	101
非经营收益	-208	-321	26	30
营运资金变动	-42	-7	-318	-280
经营活动现金流	191	195	96	286
资产	-247	-265	-325	-406
投资	74	0	0	0
其他	-27	350	0	0
投资活动现金流	-200	85	-325	-406
债权募资	-314	0	0	0
股权募资	29	0	0	0
其他	-120	-29	-70	-60
融资活动现金流	-405	-29	-70	-60
现金净流量	-425	251	-300	-180

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 31 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,811	3,010	3,703	4,616
营业成本	2,087	2,109	2,498	2,981
毛利率%	25.7%	29.9%	32.5%	35.4%
营业税金及附加	16	17	21	26
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	197	211	248	309
营业费用率%	7.0%	7.0%	6.7%	6.7%
管理费用	207	221	252	337
管理费用率%	7.3%	7.3%	6.8%	7.3%
研发费用	223	227	267	337
研发费用率%	7.9%	7.5%	7.2%	7.3%
EBIT	118	265	466	686
财务费用	73	29	26	30
财务费用率%	2.6%	1.0%	0.7%	0.6%
资产减值损失	39	42	52	65
投资收益	281	350	0	0
营业利润	197	453	298	502
营业外收支	8	8	8	8
利润总额	205	462	307	510
EBITDA	205	358	564	787
所得税	15	32	17	74
有效所得税率%	7.4%	7.0%	5.5%	14.6%
少数股东损益	-7	-16	-11	-16
归属母公司所有者净利润	197	446	301	452

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,624	1,876	1,576	1,396
应收账款及应收票据	1,177	1,252	1,530	1,895
存货	292	295	350	418
其它流动资产	266	266	266	266
流动资产合计	3,411	3,740	3,783	4,052
长期股权投资	82	82	82	82
固定资产	278	423	627	913
在建工程	0	0	0	0
无形资产	440	466	489	508
非流动资产合计	1,760	1,931	2,158	2,463
资产总计	5,170	5,671	5,940	6,514
短期借款	260	260	260	260
应付票据及应付账款	48	48	57	68
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	181	181	181	181
流动负债合计	894	965	989	1,157
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	75	75	75	75
非流动负债合计	868	868	868	868
负债总计	1,761	1,832	1,857	2,025
实收资本	884	884	884	884
普通股股东权益	3,419	3,864	4,120	4,542
少数股东权益	-9	-26	-36	-53
负债和所有者权益合计	5,170	5,671	5,940	6,514

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
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股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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