

分析师：唐月
 登记编码：S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

2023 年重点关注国际化、数字化、多元生态融合的落地

——中控技术(688777)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

市场数据(2023-06-14)

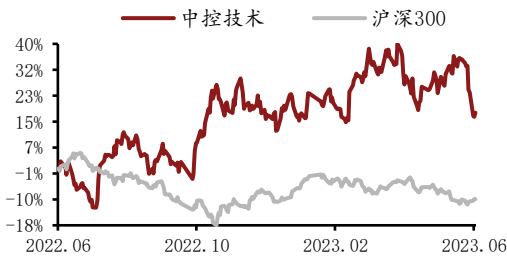
收盘价(元)	90.08
一年内最高/最低(元)	106.85/66.98
沪深 300 指数	3,864.02
市净率(倍)	8.38
流通市值(亿元)	332.23

发布日期：2023 年 06 月 15 日

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	10.75
每股经营现金流(元)	-1.45
毛利率(%)	33.33
净资产收益率_摊薄(%)	1.72
资产负债率(%)	59.03
总股本/流通股(万股)	54,201.70/36,881.92
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

《中控技术(688777)公司深度分析：2023 年重点关注国际化、数字化、多元生态融合的落地》 2023-05-31

《中控技术(688777)季报点评：产品、行业、区域实现全面突破》 2022-11-07

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2022 年是极具挑战的一年，公司在如此大的体量基础上，仍然保持了高速的收入增长和几乎同步的利润增速，是难能可贵的。
- 2022 年以来的高增速的驱动因素主要包括：
 - (1) 公司业务优势从控制系统进一步向工业软件进行拓展；
 - (2) 5S 店和 S2B 相结合，实现对客户的贴合式服务；
 - (3) 在电池、制药食品、油气、建材、冶金等行业取得较好的突破；
 - (4) 海外业务成效显著，2022 年合同额 5.18 亿元，同比增长 148.7%；
 - (5) 客户层级和大客户服务能力的提升。
- 当前公司正处于第二增长曲线中。围绕着两大战略转型，2022 年以来公司进行了一系列并购，在 1 种商业模式、3 大产品技术平台、5T 技术三大创新模式下将获得持续的增长动能。同时，2023 年公司的国际化、数字化和多元生态融合都值得重点关注。
- 虽然 S2B 和大项目的快速增长对公司毛利率形成拖累，但是我们也看到了公司人均指标和运营效率在持续提升过程中。
- 维持对公司“买入”的投资评级。公司作为国内流程工业自动化领域龙头，受益于国产化、数字化的行业趋势，通过产品能力的提升、商业模式的革新和国际业务的开拓，正在迎来自己的第二增长曲线，值得长期关注。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 2.07 元、2.82 元、3.73 元，按 6 月 14 日收盘价 90.08 元计算，对应 PE 为 43.59 倍、31.95 倍、24.18 倍。

风险提示：经济形势对下游客户信息化进度的影响；海外业务推进受到地缘政治影响。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,519	6,624	9,194	12,550	16,616
增长比率 (%)	43.1	46.6	38.8	36.5	32.4
净利润(百万元)	582	798	1,120	1,528	2,020
增长比率 (%)	37.4	37.2	40.4	36.4	32.2
每股收益(元)	1.07	1.47	2.07	2.82	3.73
市盈率(倍)	83.9	61.2	43.6	32.0	24.2

资料来源：Wind，中原证券

内容目录

1. 业务全面突破，业绩高速增长	4
1.1. 整体业绩情况	4
1.2. 同行对比	5
1.3. 公司高增速的驱动力	6
1.4. 国产化替代给公司带来了持续成长的空间	9
1.5. 产品结构带来毛利下滑，但是整体运营效率在持续提升	11
2. 从公司的发展战略看长期增长路径	12
2.1. 两大战略转型，构筑长远发展潜力	13
2.2. 1种商业平台，贴近客户提供全站式的产品和服务	14
2.3. 3种产品技术平台，打造面向未来的产品新架构	14
2.4. 5T 融合构建长远技术布局方向	15
2.5. 2023 年重点关注公司的国际化、数字化和多元生态融合	16
2.6. 通过股权投资构建完整解决方案服务能力	17
2.6.1. 石化盈科：ERP	17
2.6.2. 众一伍德：工程咨询	17
2.6.3. 达美盛：数字孪生	17
2.6.4. Hobre：分析仪	18
3. 投资建议	18
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：2016-2023Q1 公司收入、净利润及其增速	4
图 2：2019Q3-2023Q1 公司单季度收入、净利润及其增速	4
图 3：2022 年公司分业务收入及其增速	6
图 4：2022 年公司收入结构（分产品）	6
图 5：2022 年公司分行业收入及其增速	7
图 6：2022 年公司收入结构（分行业）	7
图 7：2019-2022 年公司海外收入及合同额	7
图 8：2022 年公司收入结构（分区域）	7
图 9：2017-2022 年公司来自前 5 大客户的收入（百万元）	9
图 10：2007-2022 年集散控制系统 DCS 市场占有率	9
图 11：2021 年国内 DCS 市场份额	10
图 12：2016 年国内 DCS 市场份额	10
图 13：2012-2021 年国产 SIS 的占比情况（亿元）	11
图 14：2019-2022 年公司在国内 SIS 领域的市场份额	11
图 15：2022 年公司分产品增速及毛利率	11
图 16：2016-2023Q1 公司盈利能力指标	11
图 17：2016-2023Q1 公司费用率指标	12
图 18：2016-2023Q1 公司收入结构（分行业）	12
图 19：2016-2022 年公司人员及其增速	12
图 20：2016-2022 年公司人均指标	12
图 21：公司的 3 大增长曲线	13
图 22：工业 1.0 到工业 4.0 的阶段差异及特点	13
图 23：公司智能制造产品及解决方案体系架构	14

表 1：工业软件厂商 2022 年业绩对比.....	5
表 2：工业软件厂商 2023Q1 对比.....	5
表 3：近年来的标志性项目和进展情况.....	8
表 4：公司主要产品市场竞争力情况.....	10
表 5：公司 2022 年和 2023 年十大关键任务对比.....	16

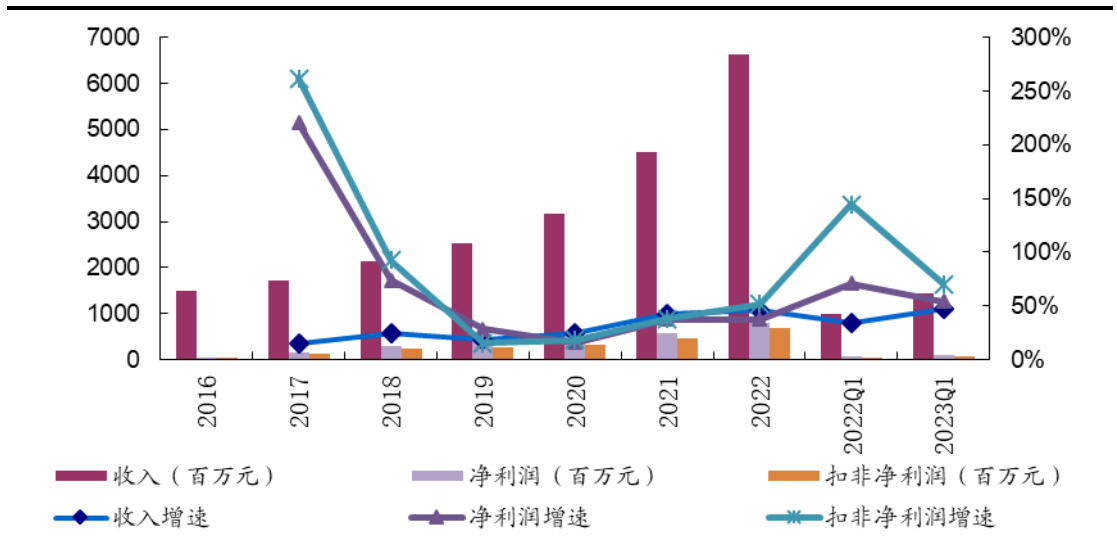
1. 业务全面突破，业绩高速增长

1.1. 整体业绩情况

2022 年公司收入 66.24 亿元，增速 46.56%；净利润 7.98 亿元，增速 37.18%；扣非净利润 6.83 亿元，增速 51.97%。

2022 年是极具挑战的一年，公司在如此大的体量基础上，仍然保持了高速的收入增长和几乎同步的利润增速，是难能可贵的。

图 1：2016-2023Q1 公司收入、净利润及其增速

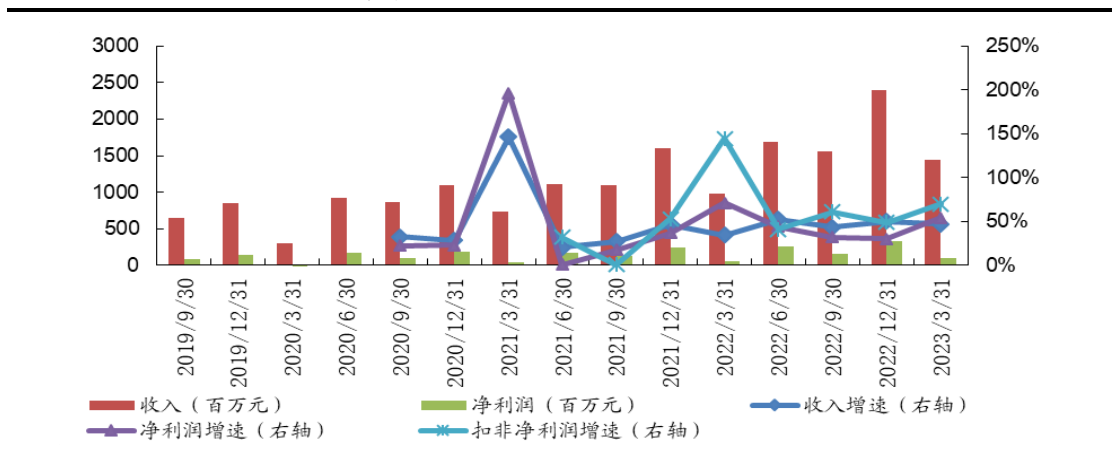


资料来源：Wind，中原证券

单季度来看，Q4 收入 23.97 亿元，同比增长 50.10%，净利润 3.23 亿元，同比增长 30.12%，扣非净利润 3.17 亿元，同比增长 48.69%，整体都保持了不错的增长水平。

2023Q1 收入 14.46 亿元，增速 47.30%；净利润 0.92 亿元，同比增长 54.29%；扣非净利润 0.67 亿元，增速 70.15%，在 2022Q1 净利润、扣非净利润高增速的基础上，继续保持了较高的业绩增速水平。

图 2：2019Q3-2023Q1 公司单季度收入、净利润及其增速



资料来源：Wind，中原证券

1.2. 同行对比

2022年，工业软件类厂商普遍都保持了较高的业绩增速水平，景气度处于较高水平。同时，我们也看到厂商员工数量也普遍保持了较高的增速水平，也表明了厂商对未来发展前景保持了乐观的心态和积极的投入状态。

表 1: 工业软件厂商 2022 年业绩对比

公司	2022					2021				员工增速	
	收入	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	2022	2021
汇川技术	230.1	28%	43.2	21%	35%	56%	35.7	70%	36%	20%	32%
宝信软件	131.5	12%	21.9	20%	33%	15%	18.2	36%	33%	9%	25%
广联达	65.5	17%	9.7	46%	83%	40%	6.6	100%	84%	13%	15%
中控技术	66.2	47%	8.0	37%	36%	43%	5.8	37%	39%	21%	24%
和利时	51.2	24%	7.4	40%	34%	13%	5.3	16%	36%	13%	17%
柏楚电子	9.0	-2%	4.8	-13%	79%	60%	5.5	48%	80%	54%	40%
赛意信息	22.7	17%	2.5	11%	36%	40%	2.2	28%	35%	14%	33%
华大九天	8.0	38%	1.9	33%	90%	40%	1.4	35%	89%	10%	38%
容知日新	5.5	38%	1.2	43%	64%	51%	0.8	9%	61%	28%	22%
纬德信息	1.4	-21%	0.4	-30%	41%	31%	0.6	-13%	54%	102%	-13%
中望软件	6.0	-3%	0.1	-97%	98%	36%	1.8	51%	98%	32%	43%

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

2023年1季度来看，工业软件类企业普遍收入实现正增长，但是保持高增速的企业数量明显减少。

表 2: 工业软件厂商 2023Q1 对比

公司	2023Q1					2022Q1				员工增速	
	收入	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	2022	2021
汇川技术	47.8	0%	7.5	4%	37%	40%	7.2	11%	35%	20%	32%
宝信软件	25.2	1%	5.0	10%	40%	24%	4.5	13%	32%	9%	25%
中控技术	14.5	47%	0.9	54%	33%	35%	0.60	71%	39%	21%	24%
广联达	13.0	16%	1.2	10%	87%	33%	1.1	42%	85%	13%	15%
和利时	11.5	8%	0.8	-27%	27%	42%	1.0	-0.2%	31%	13%	17%
赛意信息	5.2	5%	-0.2	-226%	26%	28%	0.14	28%	28%	14%	33%
柏楚电子	2.7	42%	1.3	29%	79%	1%	1.0	-13%	79%	54%	40%
华大九天	1.6	65%	0.2	102%	97%	51%	0.10	64%	98%	10%	38%
中望软件	1.2	34%	-0.2	10%	96%	1%	-0.20	-441%	98%	32%	43%
容知日新	0.6	44%	-0.2	-46%	64%	50%	-0.14	4%	61%	28%	22%
纬德信息	0.2	14%	0.0	-66%	26%		0.10	37%	39%	102%	-13%

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

无论是 2023 年 1 季报还是 2022 年年报情况来看，公司都是行业的佼佼者。

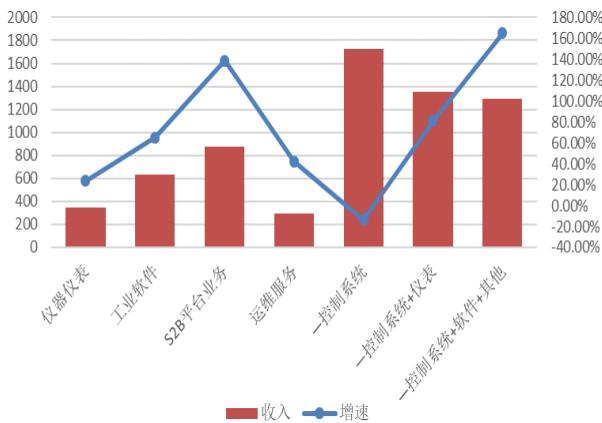
1.3. 公司高增速的驱动力

几个方面来看公司 2022 年的成绩是来自产品、销售模式、下游行业、国际化、客户层级的提升和大客户服务等方面的全面拓展的结果，取得这样的成绩是难能可贵的。

(1) 分产品方面来看：

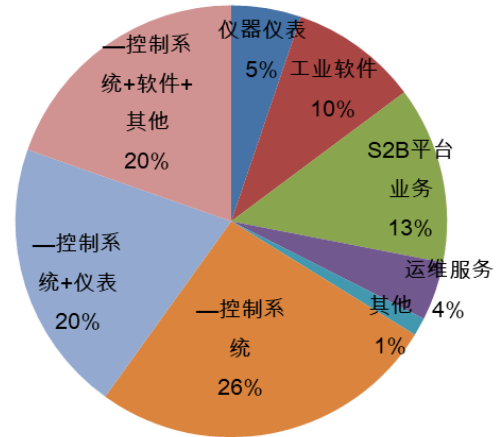
公司业务优势从控制系统进一步向工业软件进行拓展，2022 年公司工业软件及含有工业软件的解决方案收入总计 19.27 亿元，同比增长 121.13%，占比达到 29.1%，较上年增长了 9.82 个百分点。

图 3：2022 年公司分业务收入及其增速



资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2022 年公司收入结构（分产品）



资料来源：公司公告，中原证券

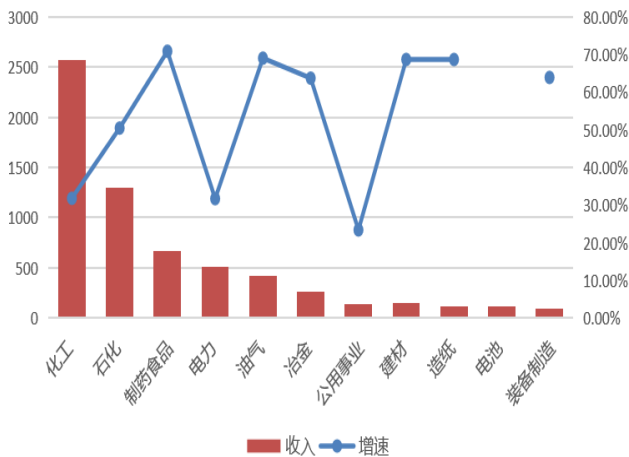
(2) 在商业模式方面，公司的 5S 店和 S2B 相互结合，实现对客户的贴合式服务。

根据公司公告，2022 年公司 5S 店总计 150 家，首次实现单点合同额突破 2 亿元，亿元店 32 家，同比增长 106%，公司有 26909 个签约客户，新增客户约 4000 家。

全年实现 S2B（集采代采、联储联备、供应链金融等）收入 8.7 亿元，同比增长 138.74%，占公司收入比重进一步提升到 13%。

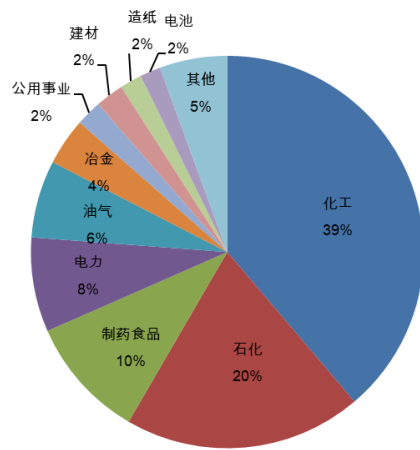
(3) 在行业的拓展方面，2022 年公司也取得了诸多成效。增长较快的行业包括电池、制药食品 71%、油气 69%、建材 69%、冶金 64%。

图 5：2022 年公司分行业收入及其增速



资料来源：公司公告，中原证券

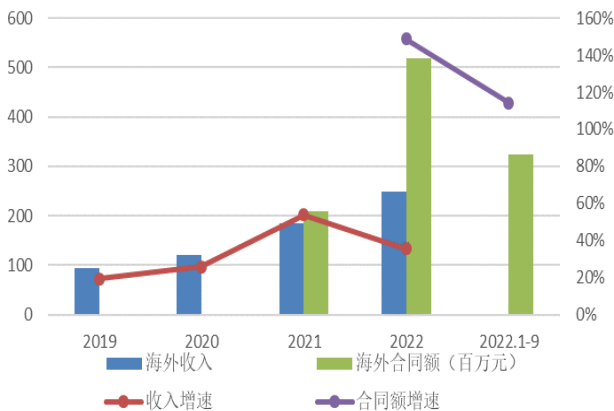
图 6：2022 年公司收入结构（分行业）



资料来源：公司公告，中原证券

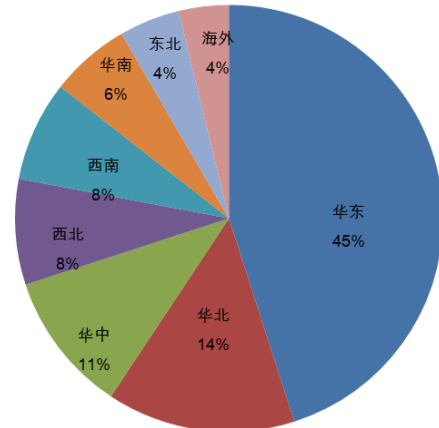
(4) 国际化方面，2022 年公司海外业务合同额 5.18 亿元，同比增长 148.7%，较前三季度有进一步加快的趋势。虽然 2022 年海外业务以 35.45% 的增速落后于公司整体收入水平，但是作为先行指标，合同额的快速增长预示着公司在海外的突破，有望在后续年份业绩中集中体现出来。以东南亚、中东北非、欧亚等区域为重点，深入建设海外本地化运营能力，持续突破了沙特阿美 (Aramco)、壳牌 (Shell)、科思创 (Covestro)、埃克森美孚 (ExxonMobil) 及巴斯夫 (BASF) 等国际高端客户，为接下来打破竞争对手在海外的垄断地位奠定了基础。

图 7：2019-2022 年公司海外收入及合同额



资料来源：公司公告，中原证券

图 8：2022 年公司收入结构（分区域）



资料来源：公司公告，中原证券

(5) 客户层级和大客户服务能力的提升

公司 S 级大客户业绩 3 年翻三倍，实现了快速的突破和增长，与全球化工 50 强展开了全方位的战略合作。2022 年来看，公司除了在 i-OMC、APEX 等产品上实现了对大客户应用以外，在海外大客户的进展尤其值得关注。

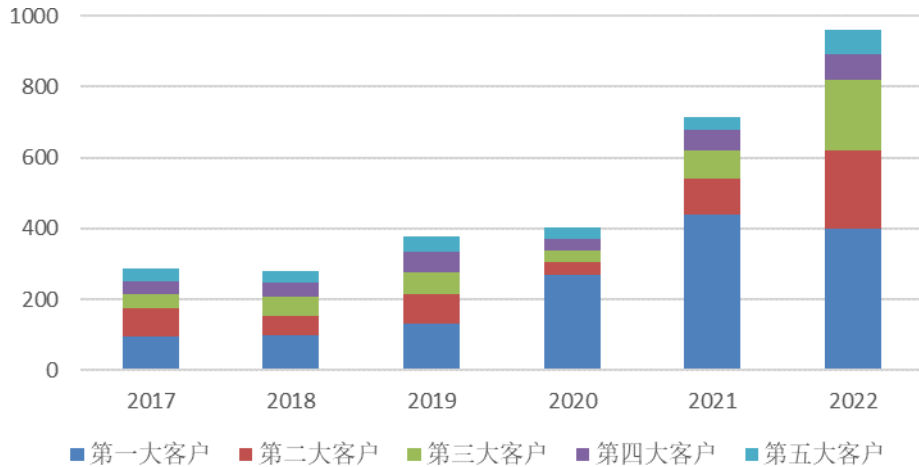
表 3: 近年来的标志性项目和进展情况

年份	企业	进展
2021	中国中化	签约中国中化集团涪陵 20 万吨/年精细磷酸盐智能工厂项目, 取得在 中国中化集团重大突破
	裕龙石化	中标裕龙石化炼化一体化项目 DCS 和 SIS 合同, 实现 国产 SIS 系统在大型炼化一体化乙烯项目全流程应用的突破
	桐昆集团	中标桐昆集团年产 500 万吨 PTA 及 240 万吨新型功能性纤维项目, 实现 世界最大规模 PTA 装置控制系统国产化首台套突破
	中石化	签订中石化海南炼化 100 万吨乙烯及炼油改扩建项目合同
	华谊集团	华谊集团钦州化工新材料 40 万吨/年 PVC 及 136 立方米大型聚合釜全厂智能控制
	中海油	中海油石化工程公司东营港商储库智能工厂
	心连心	九江心连心化肥一体化智能工厂
	东方雨虹	北京东方雨虹智能工厂
	广州邦普	广州邦普佛山基地智能工厂
	燃煤发电	燃煤发电项目中, 突破 7 台 660MW 及 1 台 300MW 汽轮机发电机组, 标志着公司 正式迈进火电行业核心领域
2022	壳牌	控制系统及仪表在壳牌 (Shell) 的 首次突破
	科思创、埃克森美孚	自主变送器 首次 进入科思创 (Covestro) 及埃克森美孚 (ExxonMobil)
	巴斯夫	获得巴斯夫 (BASF) 的 PLC (G5pro)、GDS (TCS-900)、生产装置数字化项目
	因多拉玛	斩获因多拉玛 (Indorama) 近年在印度、泰国、印尼和中国改造的所有精细化工项目
	沙特阿美	持续拓宽沙特阿美 (Aramco) 智慧社区服务项目及业务范围
	Aramco、SABIC	成功获取 Aramco、SABIC、IMI 等多家头部企业供应商资质
	APP	入选 APP 集团 A 级供应商
	裕龙石化	公司第一个全厂性安全系统 (SIS) 应用案例 , 对 SIS 的全面超越、自主可控具有里程碑意义
	华友钴业	国内最大规模的锂电三元前驱生产线建设项目
	恒力石化、万华集团、湖北三宁、兴发集团	i-OMC 已在恒力石化、万华集团、湖北三宁、兴发集团等行业标杆项目试点应用
万华化学、湖北三宁	APEX 平台已在万华化学、湖北三宁等行业领先企业开展应用合作	

资料来源: 公司公告, 中原证券

2022 年, 公司收入上亿的客户数量达到了 3 家, 来自第一大客户的收入高达 3.98 亿元, 收入体量上有明显的提升, 同时公司 1000 万以上项目增长了 99.7%, 表明公司在持续研发和模式创新的过程中, 对于 S 级大客户的产品供给能力也有了极大的提升。

图 9：2017-2022 年公司来自前 5 大客户的收入（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

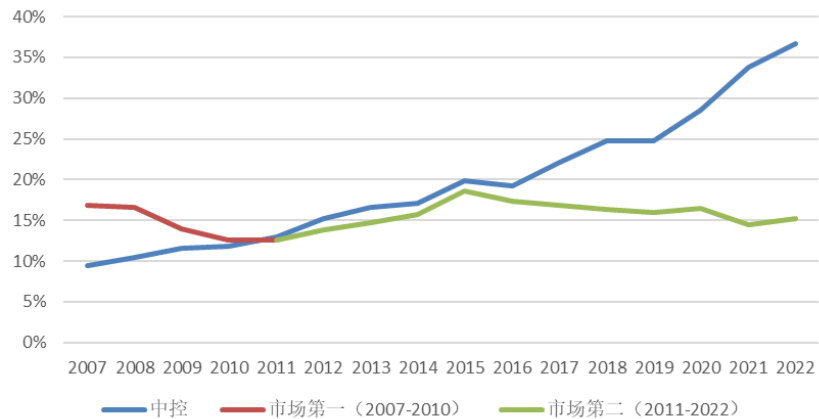
1.4. 国产化替代给公司带来了持续成长的空间

长期以来，我国的集散控制系统 DCS 市场都是被海外企业所垄断。在过去的 30 年发展历程中，公司在与国际巨头同台竞技的过程中，经历了 3 个重要的发展阶段：

- (1) 在第一个 10 年，将小项目攻坚作为重点，以生存为目标，放弃大项目的争夺；
- (2) 在第二个 10 年，开始在重大项目上比拼和竞争；
- (3) 在第三个 10 年，在中国市场实现了市场占有率第一。

公司连续 12 年蝉联 DCS 国内市场第一，并且竞争优势持续扩大。从睿工业数据来看，公司在 2011 年成为了 DCS 市场第一以后，与第二名的差距逐渐拉大，2022 年份额差距约 22 个百分点，竞争优势越发明显。

图 10：2007-2022 年集散控制系统 DCS 市场占有率



资料来源：睿工业，中原证券

2022 年，公司的安全仪表系统 SIS 和制造执行系统 MES 产品首次实现市场占有率第一

的好成绩。在 SIS 领域打破了海外厂商的绝对垄断，帮助公司在自动化技术领域再上一个台阶。

表 4：公司主要产品市场竞争力情况

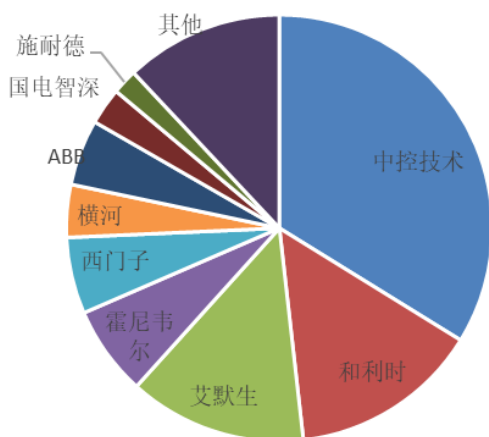
类别	产品	英文缩写	细分市场	排名	份额	备注
自动化控制系统	集散控制系统	DCS	整体	第一	36.7%	连续 12 年
			化工	第一	54.8%	
			石化	第一	44.8%	
			建材	第一	32.9%	
	安全仪表系统	SIS		第一	29.0%	首次
工业软件	先进过程控制	APC		第一	33.2%	连续 4 年
	制造执行系统	MES	流程工业	第一	19.5%	首次

资料来源：公司公告，中原证券

由于公司所处的工业控制、工业软件等市场还是处于一个国产替代的过程中，随着公司产品实力的提升，也跟随国产厂商获得较行业整体更快的增速水平。长期来看，国产化还将给公司带来持续的成长空间和增长动能。

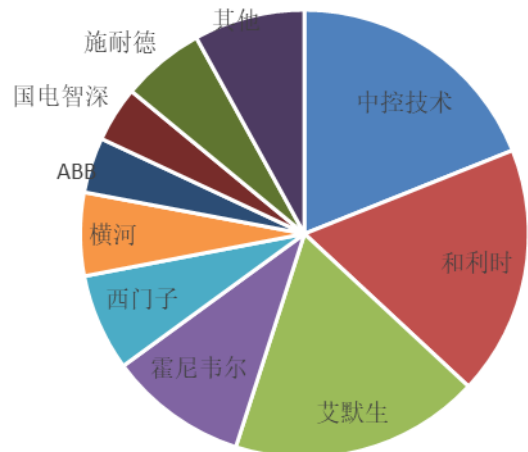
2021 年，以公司、和利时、国电智深、科远等国产品牌在国内 DCS 市场的占有率已超过 50%，在冗余特性、控制实时性、在线下载的支持程度、系统规模、现场总线支持能力等核心指标已达到国际先进水平，部分性能优于国外主流产品。公司的 i-OMC 系统推出后，在技术上达到了国际先进水平，将推动 DCS 国产化率的进一步提升。

图 11：2021 年国内 DCS 市场份额



资料来源：睿工业，中原证券

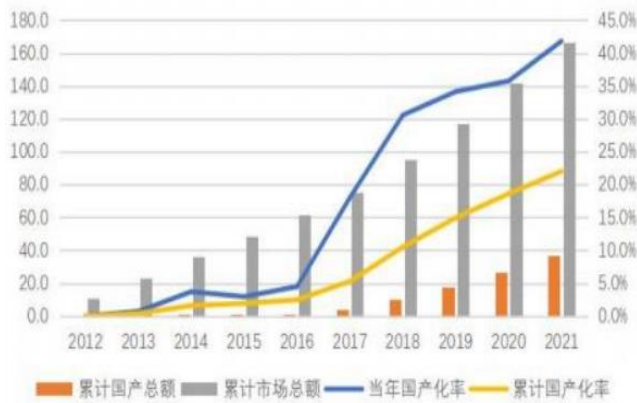
图 12：2016 年国内 DCS 市场份额



资料来源：睿工业，中原证券

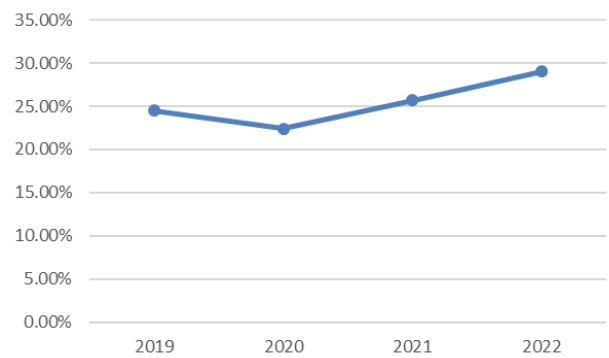
而从 SIS 市场来看，国产厂商的市场占有率已经从 2012 年的 0% 提升到了 2021 年的 41.8%，还在持续提升的过程中。2022 年，公司份额上升到了 29%，首次成为了 SIS 市场第一，后续竞争优势有望持续提升。

图 13: 2012-2021 年国产 SIS 的占比情况 (亿元)



资料来源: 华益慧联智能制造, 中原证券

图 14: 2019-2022 年公司在国内 SIS 领域的市场份额

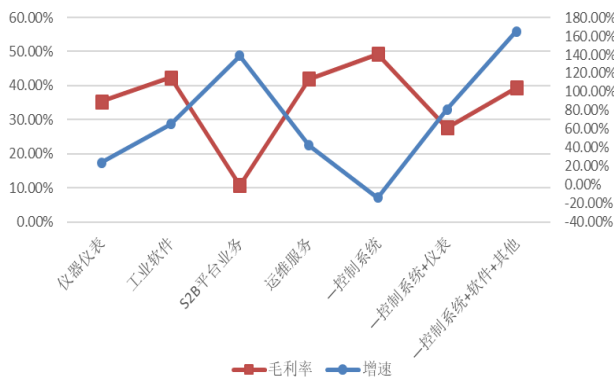


资料来源: 中国工控网, ARC, 中原证券

1.5. 产品结构带来毛利下滑, 但是整体运营效率在持续提升

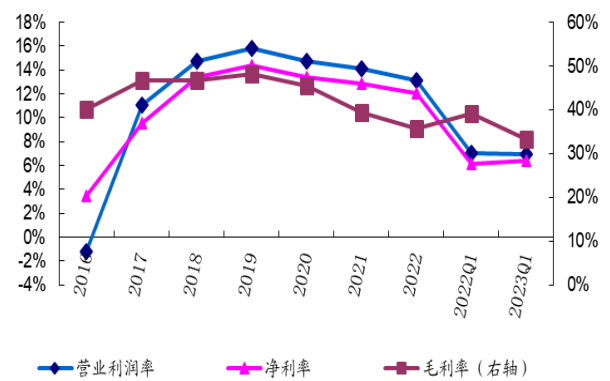
随着 S2B 业务的快速发展, 公司收入结构发生了较大的变化, 近两年的综合毛利率下滑趋势明显。2020 年公司开始获得 S2B 业务收入 (2022 年 S2B 业务毛利率 10.80%), 此后规模从 2020 年的 0.42 亿元增长到 2022 年的 8.74 亿元, 与此同时大项目的不断增长也对自有产品毛利率形成一定拖累, 从而带动公司的毛利率从 2020 年的 45.56% 下滑到了 35.68%。

图 15: 2022 年公司分产品增速及毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

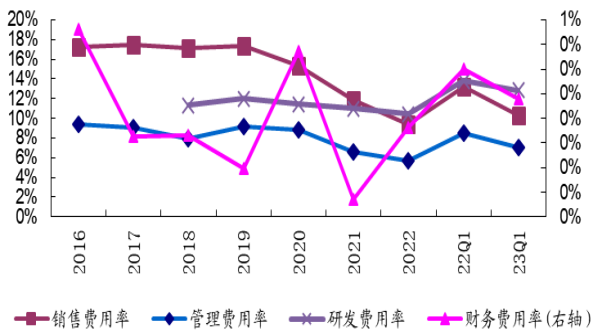
图 16: 2016-2023Q1 公司盈利能力指标



资料来源: 公司公告, 中原证券

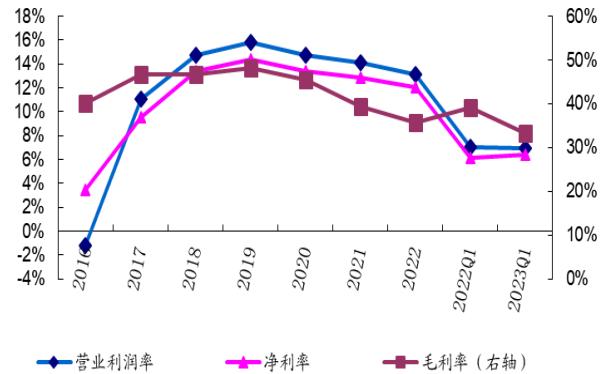
但在毛利率下滑的背后, 我们看到公司净利率下滑的比例是相对有限的, 费用率下滑的趋势还在持续。2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.40%、5.70%、10.45%, 粉笔较上年下滑了 2.44、0.94 和 0.54 个百分点, 运营效率持续提升。

图 17: 2016-2023Q1 公司费用率指标



资料来源: 公司公告, 中原证券

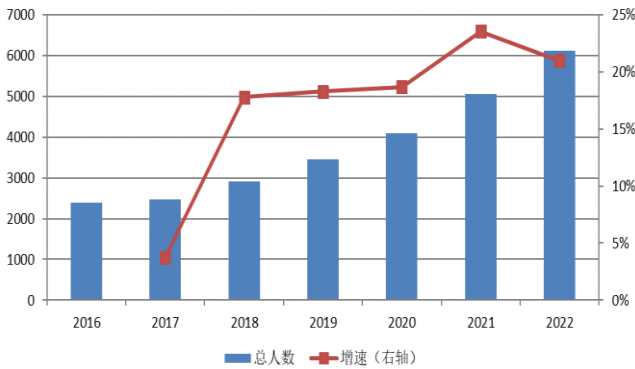
图 18: 2016-2023Q1 公司收入结构(分行业)



资料来源: 公司公告, 中原证券

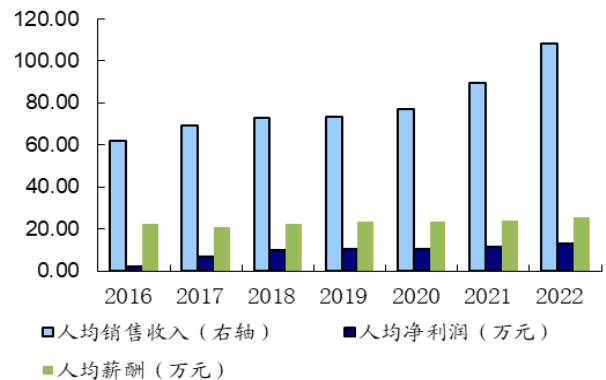
2022 年公司拥有员工总数 6117 人, 较上年增长了 1060 人, 增幅 21%, 仍然处于较高增速水平。同时我们看到公司人均指标也在持续改善中, 人均销售收入 108.29 万元, 较上年增长 18.92 万元, 人均净利润 13.04 万元, 较上年增长 1.54 万元。

图 19: 2016-2022 年公司人员及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 20: 2016-2022 年公司人均指标



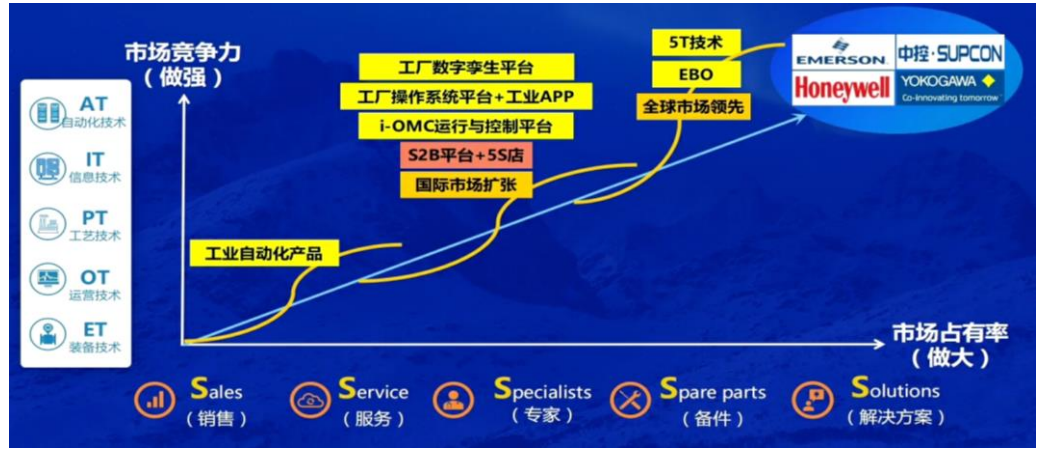
资料来源: 公司公告, 中原证券

2. 从公司的发展战略看长期增长路径

从公司的规划来看, 其长期发展战略将呈现出 3 大增长曲线, 而当前公司正处于第二增长曲线之中:

- (1) 第一增长曲线: 依托工业控制系统的发展, 实现国内市场领先, 这一步公司已经实现。
- (2) 第二增长曲线: 依托 1 种商业平台、3 种产品技术平台和国际市场扩张, 目前公司正在这一发展阶段。
- (3) 第三增长曲线: 依托 5T 技术和一些新的商业机会, 实现全球市场领先。

图 21：公司的 3 大增长曲线



资料来源：公司业绩报告会，中原证券

2.1. 两大战略转型，构筑长远发展潜力

上市以来，公司始终坚持两大转型：从服务于工业 3.0 转型到服务于工业 3.0+工业 4.0，从自动化产品供应商转型为行业解决方案服务商的战略转型。

公司以集散控制系统（DCS）业务起步，致力于满足流程工业企业生产运营过程中的自动化和信息化需求，逐步形成了以自动化控制系统为核心，涵盖现场仪表等在内的工业自动化系列产品，构成了其的工业 3.0 产品谱系。这其中工业自动化控制系统相当于工业工业企业生产装置的“大脑”，能够自动调节和控制生产过程，目的是实现使生产稳定、安全、可靠运行。自动化仪表是企业生产装置的“眼睛”，能够测定生产过程中的各种参数。

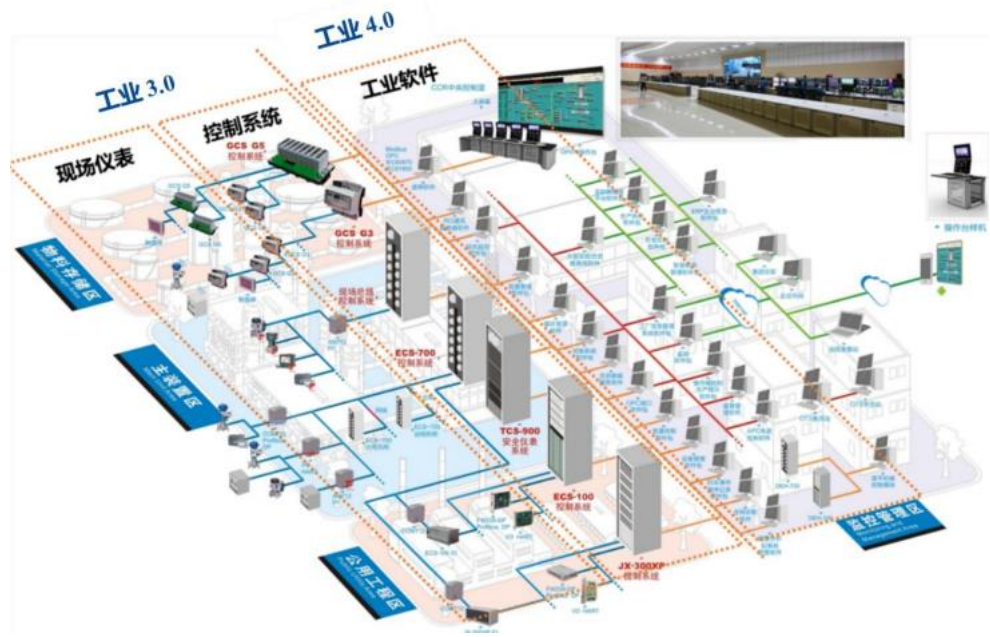
图 22：工业 1.0 到工业 4.0 的阶段差异及特点



资料来源：公司公告，中原证券

近年来，为进一步赋能用户提升智能化管理水平，公司多年的行业知识积累，在自动化和数字化基础上，积极布局工业软件、行业解决方案业务，同时加强本地化运维服务，形成了较为完善的“工业 3.0+4.0”产品及解决方案架构体系，从而逐步由自动化产品供应商发展成为服务于流程工业的智能制造整体解决方案提供商。

图 23： 公司智能制造产品及解决方案体系架构



资料来源：公司公告，中原证券

工业软件是工业生产的优化手段，能够管理生产计划，帮助企业提高生产效能、降低能耗物耗。2022 年公司工业 3.0+4.0 和工业 4.0 收入（工业软件及含有工业软件的解决方案收入）总计 19.27 亿元，同比增长 121.13%，占比达到 29.1%，还有持续上升的潜力。

2.2.1 种商业平台，贴近客户提供全站式的产品和服务

1 种商业平台：面向工业解决方案的全生命周期推出 PLANMATE 服务品牌，实现了线下 5S 和线上 S2B 平台的融合，更好地接近下游客户，共同发现问题和解决问题。

5S 指的是销售 Sales、服务 Service、专家 Specialists、备件 Spare parts、解决方案 Solutions，类似汽车的 4S 店的方式，把技术人员布到下游客户的身边，再叠加 S2B 线上线下相结合的互联网模式，使得客户备品备件、增值服务等各种需求得到及时响应，最终实现了对客户的 24 小时全天候服务。目前公司已经建成 150 多家 5S 店，2023 年力争拓展到 300 家店，做到大化工园区全覆盖。

目前公司已经开启了与员工进行 5S 店合伙制的运营模式，通过自主运营和独立核算实现利益共享。

在联储联储的新模式下，公司通过提供更为全面额个性化服务，通过联合多家客户，计算合理库存，及时补货和配送，实现轻资产、零库存，为客户降本增效。

2.3.3 种产品技术平台，打造面向未来的产品新架构

3 种技术平台：新一代全流程智能运行管理与控制系统 i-OMC、工厂操作系统+工业 APP 技术架构、流程工业过程模拟与设计平台 APEX

(1) **i-OMC 实现了对 DCS 的升级。**2022 年 7 月，公司面向全球流程企业重磅推出了新一代全流程智能运行管理与控制系统 i-OMC。相较于传统的 DCS 单纯以控制为主的功能，i-OMC 以工业操作系统平台为核心，实现了生产运行管理与控制的一体化，在运行逻辑、技术架构、功能实现等方面的重大突破，帮助流程工业智能自主运行。该技术成果实现了国内首创，总体技术达到国内领先、国际先进水平。i-OMC 在上线的半年时间已经获得了 43 套订单，助力恒力石化、万华集团、湖北三宁、兴发集团等实现了少人化、无人化、自主运行的智能工厂。

(2) **“工业操作系统+工业 APP”重构工业软件底层架构。**为了解决传统工业软件存在体系庞大、价格昂贵、开发周期长、二次开发工作量大、更新维护难、只能在本地部署等问题，2021 年公司推出了“平台+工业 APP”的应用方案，通过提供开放化的平台来发展生态合作伙伴，打造全产业链工业 APP 库。

2021 年，公司依托“工业操作系统+工业 APP”的新模式引领着制造企业在数字化、智能化进行转型，发布了多个细分产品和行业解决方案，在近百个项目上应用并快速迭代完善，同时拓展了锂电、食品、电缆、防水材料等新行业应用；签订万华集团、华谊集团、包钢集团、盛虹集团、湖北兴发集团、中化集团、广东邦普循环等大型智能工厂项目。

2022 年“工业操作系统+工业 APP”的智能工厂新模式得到了全面推广，推广量增长了 326%，在流程工业用户覆盖率达到 8.2%。推出工业 AI 计算引擎 (InPlant IBD)、工业元工厂解决方案并完成在化工行业的应用。通过构筑数字底座，为用户释放数据价值。

(3) **APEX 成为国内首个流程工业过程模拟与设计平台。**2022 年 11 月，公司正式发布了自主研发的 APEX (流程工业过程模拟与设计平台)，基于机理模型打通了工艺设计到工厂运行的数据流程，实现了工艺模拟、工艺瓶颈分析和运行优化等功能，提供从工程设计、工厂数字孪生、生产运行到全生命周期运维的智能化运营解决方案，填补了国内在流程工业基础软件领域的空白。

2.4. 5T 融合构建长远技术布局方向

2021 年 10 月 27 日，公司发布了 5T 战略品牌。5T 技术包括了自动化技术 AT、信息技术 IT、工艺技术 PT、运营技术 OT、装备技术 ET。其中 AT 和 IT 组成了 AI，是公司一直以来的核心，也蕴含了人工智能的含义。PT、OT、ET 是公司围绕着 AT 和 IT 核心逐步扩大和探索拓展的技术和产品方向。5T 技术的相互融合，将成为智能工厂数字化转型升级的基础，是公司未来技术发展的方向。

2021 年，公司提出了工业节能降碳 5T 解决方案，为用户提供各种节能降碳相关的软硬

件产品和前生命周期解决方案，通过全技术的环环相扣，实现了节能目标。

2022年，公司成功打造了以5T技术为核心的元宇宙示范工程，基于5T技术打造了某大型集团碳能一体化管理的标杆项目。

未来，公司还将围绕5T技术的打造新一代产品及解决方案，破解工程设计、工程建设、运营管理、运维服务全生命周期的计算难题。

2.5. 2023年重点关注公司的国际化、数字化和多元生态融合

2023年，公司提出了新的十大关键任务，其中国际化、数字化和多元生态融合都是公司加强布局的方向。

表 5: 公司 2022 年和 2023 年十大关键任务对比

	2023	2022
三大战略控制点	1 种商业模式	5S 自动化管家店+S2B 平台
	3 大产品技术平台	平台+APP
	5T 技术	5T 战略
三大战略业务扩张	国际化业务	国际化业务
	S 级大客户	S 级大客户
	多元生态融合	创新孵化
三大战略能力提升	数字化转型	全流程降本
	投资并购	投资并购
	EBO (新兴商业机会)	新兴商业机会
其他	管理变革	管理变革

资料来源：公司公告，中原证券

数字化：在公司业务线快速增长的过程中，也会带来人员和费用的非线性增长。为了在快速发展的同时，提高人效，减少费用和人员支出的比例，公司也需要在数字化方面进行较大的规划和投入，以支撑未来长期的发展。此外，这种数字化如果能取得成功，也将成为公司将相关能力向其他行业进行输出的标杆，为公司开辟出新的业务板块。

国际化：2022年公司在国际化方面已经取得了一些成绩，2023年及以后，公司国际化的步伐将进一步加快，其中重点布局的三大区域为中东、欧亚和东南亚，加大资源注入和人力布局。随着我国国际地位的提升、与中东为代表的区域关系取得重大成果，在拥有大量有市场竞争力的产品及解决方案的基础上，公司的海外业务有望获得进一步突破。

2022年11月29日公司公告在瑞士证交所发行全球存托凭证（GDR）事宜。本次公司发行的GDR价格为26.94美元，总计募集资金5.65亿美元，于2023年4月17日完成了发行。本次发行意味着发展国际化业务的资金准备已到位，之后公司海外业务扩张进度有望全面加速，这其中包括了本地化的布局、海外并购、海外研发中心建设等一系列动作。

多元生态融合：随着公司从自动化产品供应商向行业解决方案服务商的战略转型的持

续，以及公司商业平台的打造，公司的产品战略中融入了越来越多合作伙伴的产品、业务、渠道和服务，公司作为一个产品呈现的平台，未来与生态伙伴之间的合作将更加紧密。

2.6. 通过股权投资构建完整解决方案服务能力

2.6.1. 石化盈科：ERP

根据公司公告，2022年，公司以5.61亿的价格获得了石化盈科22%的股权。交易完成后，石化盈科成为公司重要的参股子公司。

石化盈科成立于2002年，由中石化和电讯盈科共同出资，成立之初以定位于服务好中石化，把自身能力培养起来，而后服务范围不断拓展，也为神华集团、中石油、中海油等行业客户提供信息化服务，在能源石化领域打造成出了自身的独特优势。石化盈科具备多年SAP的ERP实施经验，以工业软件为基础，布局了规划咨询、经营管理、生产管理、运行维护几大业务板块。

本次股权投资以后，公司在流程工业过程自动化的优势与石化盈科在ERP实施和工艺机理模型等方面的优势可以实现有效结合，并形成市面上业务覆盖面最全、最具竞争力的智能工厂整体解决方案，满足数字化急速深度转型需求。同时，公司在AT与IT的优势，可以与石化盈科在炼油和石化领域PT、OT、ET方面的优势相互叠加，完善公司5T战略布局。

2.6.2. 众一伍德：工程咨询

根据公司公告，2022年，公司投资了0.7亿元获得了众一伍德20%的股权。

众一伍德是国际工程咨询公司Wood在中国唯一的业务执行平台，专注于炼油、石化、化工、煤化工、新材料、医药及环境等领域，提供涵盖工程咨询、项目管理、工程设计、项目交付、试车、资产优化、供应链管理及数字化等覆盖资产全生命周期的一站式国际化工程服务解决方案。伍德的主要客户包括中石化、中石油、国家能源、中化集团、陕煤集团、延长石油、巴斯夫、壳牌等众多国内外知名企业。

由于伍德涉及到了企业更加早期的设计环节，其与公司的结合，可以帮助公司涉足企业早期标准定制。

2.6.3. 达美盛：数字孪生

根据公司公众号，2023年3月，公司战略投资了达美盛，以强化数智化产业链布局。

达美盛是一家工业软件公司，主营为流程工业的工程设计、数字孪生、数字化交付软件，实现了工厂设计阶段装置、管道、设备、仪表和控制系统的数字化，获得了诸多流程工业龙头

企业的认可。

对达美盛的战略投资，有望进一步完善公司关于数智化工厂的解决方案，实现工艺设计数据、装置设备数据，工厂建造施工数据、工厂运行运营数据到资产运维数据的全覆盖，从下到上支撑从毫秒级、秒级数据的生产过程自动化到分钟级、小时级的企业运营自动化的数字化需求，为流程行业数字化转型升级奠定完整的数据、技术及核心工业软件的基础。

2.6.4. Hobre: 分析仪

根据公司公告和公众号，2022年7月公司通过了《关于以现金收购 Hobre International B.V.100%股权的议案》，2023年3月公司以数亿元完成了对荷兰 Hobre 公司 100%股权的收购。

Hobre 成立于 1978 年，是全球市场在线分析仪、样品系统和集成产品解决方案领域的领军公司，主要客户集中在石油化工、气体输送、上游油气行业，其核心产品如热值分析仪、激光气体分析仪、非色散红外分析仪、XRF 荧光光谱分析仪、拉曼分析仪等技术和研发实力居于国际领先地位，被广泛应用于世界 500 强企业、全球领先的石化化工企业壳牌、埃克森美孚、英国石油公司、巴斯夫等，享有强大的品牌影响力。

公司的此次收购的意义主要包括几个方面：（1）可以填补国内高端分析仪市场空白，同时分析仪也是公司现场仪表中最后一个布局盲点，收购以后可以补齐在仪器仪表板块中的能力缺失；（2）分析仪对于智能工厂建设方案具有不可或缺性，是数据分析和工业自动控制的基础；（3）推进公司国际化进程，对于一些国际客户，公司的硬件产品在布局方面还有比较大的难度，可以借助 Hobre 实现大客户的突破。

3. 投资建议

维持对公司“买入”的投资评级。公司作为国内流程工业自动化领域龙头，受益于国产化、数字化的行业趋势，通过产品能力的提升、商业模式的革新和国际业务的开拓，正在迎来自己的第二增长曲线，值得长期关注。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 2.07 元、2.82 元、3.73 元，按 6 月 14 日收盘价 90.08 元计算，对应 PE 为 43.59 倍、31.95 倍、24.18 倍。

4. 风险提示

经济形势对下游客户信息化进度的影响；海外业务推进受到地缘政治影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9772	11602	17111	19914	23654
现金	1392	1387	5189	5719	7104
应收票据及应收账款	1750	2485	3334	4534	5818
其他应收款	69	93	131	175	231
预付账款	276	435	552	795	989
存货	3035	3722	4424	5210	6030
其他流动资产	3250	3481	3481	3481	3481
非流动资产	575	1460	2255	3098	3951
长期投资	20	682	1347	2015	2684
固定资产	245	313	424	596	764
无形资产	97	115	122	131	142
其他非流动资产	212	350	362	356	361
资产总计	10347	13063	19366	23012	27604
流动负债	5702	7664	8879	11060	13712
短期借款	84	106	106	106	106
应付票据及应付账款	2230	3311	4648	6414	8577
其他流动负债	3388	4247	4125	4540	5029
非流动负债	64	83	83	83	83
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	83	83	83	83
负债合计	5766	7747	8962	11143	13795
少数股东权益	56	58	73	94	120
股本	497	500	542	542	542
资本公积	2427	2539	6449	6449	6449
留存收益	1601	2220	3183	4436	6150
归属母公司股东权益	4525	5258	10331	11775	13690
负债和股东权益	10347	13063	19366	23012	27604

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	141	360	1080	1337	2198
净利润	589	807	1135	1548	2046
折旧摊销	45	65	64	90	124
财务费用	-10	4	-44	-77	-92
投资损失	-93	-91	-98	-134	-177
营运资金变动	-545	-626	23	-91	297
其他经营现金流	154	201	-0	-0	-0
投资活动现金流	-62	-825	-761	-799	-800
资本支出	118	157	129	175	184
长期投资	-9	-649	-666	-672	-669
其他投资现金流	47	-1318	-1297	-1296	-1285
筹资活动现金流	-25	423	3482	-7	-13
短期借款	80	22	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	3	42	0	0
资本公积增加	85	111	3910	0	0
其他筹资现金流	-193	287	-470	-7	-13
现金净增加额	51	-36	3801	531	1385

资料来源: Wind, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4519	6624	9194	12550	16616
营业成本	2743	4261	6114	8634	11614
营业税金及附加	38	50	69	94	124
营业费用	535	623	735	860	1006
管理费用	300	377	479	575	696
研发费用	497	692	935	1234	1628
财务费用	-10	4	-44	-77	-92
资产减值损失	-14	-17	-24	-33	-43
其他收益	208	250	346	473	626
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	91	98	134	177
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	639	872	1232	1675	2211
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	2	3	3	3
利润总额	634	870	1230	1672	2208
所得税	44	63	95	124	162
净利润	589	807	1135	1548	2046
少数股东损益	7	9	15	20	26
归属母公司净利润	582	798	1120	1528	2020
EBITDA	662	939	1250	1685	2240
EPS (元)	1.07	1.47	2.07	2.82	3.73

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	43.1	46.6	38.8	36.5	32.4
营业利润 (%)	37.0	36.5	41.3	35.9	32.0
归属母公司净利润 (%)	37.4	37.2	40.4	36.4	32.2
获利能力					
毛利率 (%)	39.3	35.7	33.5	31.2	30.1
净利率 (%)	12.9	12.0	12.2	12.2	12.2
ROE (%)	12.9	15.2	10.9	13.0	14.8
ROIC	12.3	13.6	10.4	12.3	14.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.7	59.3	46.3	48.4	50.0
净负债比率 (%)	-27.1	-12.9	-48.1	-46.6	-50.1
流动比率	1.7	1.5	1.9	1.8	1.7
速动比率	1.0	0.8	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.07	1.47	2.07	2.82	3.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.05	0.71	1.99	2.47	4.06
每股净资产 (最新摊薄)	8.35	9.70	19.06	21.72	25.26
估值比率					
P/E	83.94	61.19	43.59	31.95	24.18
P/B	10.79	9.29	4.73	4.15	3.57
EV/EBITDA	68.51	48.89	33.31	24.40	17.75

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。