

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

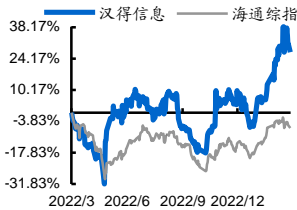
智能制造高速增长，整体净利率快速提升

股票数据

02月28日收盘价(元)	11.12
52周股价波动(元)	5.74-12.47
总股本/流通A股(百万股)	868/827
总市值/流通市值(百万元)	9651/9197

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.9	40.2	25.8
相对涨幅(%)	19.6	35.1	16.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@haitong.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨蒙

Tel: (0755)23617756

Email: ym13254@haitong.com

投资要点:

- ERP实施服务商成功转型企业数字化综合服务商。**公司自2002年成立以来，一直专注于为企业客户提供信息化、数字化建设的服务。早期公司以成熟国际管理套件(以ERP为主)的实施咨询为主要业务，主要服务于各行业及各专业领域发展较快、排名靠前的企业客户。随着公司客户群体在数字化方面的需求不断扩充升级，公司已从一家单纯的ERP实施服务商，转变成为一家更符合大企业市场需求的数字化综合服务商。目前，公司已形成产业数字化、财务数字化、泛ERP、ITO四大业务线，主要面向大型企业，提供数字化软件、解决方案及咨询实施服务。
- 传统业务保持稳定，新兴业务发展迅速。**公司1月30日发布业绩预告，2022年公司预计实现归母净利润4.41-4.71亿元，同比增长123.78%-139.01%，扣非归母净利润0.70-1.00亿元，同比增长143.31%-161.87%。2022年前三季度公司实现营收22.30亿元，同比增长9.11%，扣非归母净利润0.81亿元，同比增长200.93%。**主营业务方面，公司新兴业务(产业数字化+财务数字化)保持快速增长**，2022年前三季度产业数字化实现收入5.47亿元，同比增长38.62%，占总营收的24.51%；财务数字化5.16亿元，增长22.59%，占总营收23.14%；泛ERP7.86亿元，下降6.55%，占总营收35.26%；IT外包3.66亿元，下降0.05%，占总营收16.42%。前三季度公司新兴业务收入相比2021年同期增长30.34%，总业务占比也从2021年同期的39.88%上升到47.65%，维持其作为主要增长动力的定位。其中产业数字化业务取得较为突出的增速，得益于公司近年来在新能源行业重点发展，并在2022年抓住了行业机遇，且智能制造及供应链业务订单取得大幅增长。我们认为，公司以产业数字化和财务数字化为主的新兴业务已逐渐走向成熟并开始发力，有望在未来两三年成为公司主要增长点。
- 新兴业务带动整体毛利率提升。**毛利率方面，公司主营业务毛利率持续提升，前三季度毛利率为30.01%，相比2021年同期26.24%提高3.77个百分点。分业务方面，产业数字化、财务数字化、泛ERP和IT外包业务毛利率分别为35.18%、29.58%、33.31%、16.44%。传统泛ERP服务及IT外包服务同比维持平稳，总体毛利率的提升主要由新兴业务带动。得益于自主软件产品成熟度的持续提升及实施方法持续优化，产业数字化和财务数字化业务毛利率与同期相比，分别提升9.79和4.83个百分点。我们认为，随着产业数字化和财务数字化产品端逐渐成熟、营收比重不断提高，公司整体毛利率有望进一步提升。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2493	2811	3243	4185	5527
(+/-)YoY(%)	-8.5%	12.7%	15.4%	29.0%	32.1%
净利润(百万元)	66	197	452	273	412
(+/-)YoY(%)	-23.7%	199.9%	129.4%	-39.6%	50.8%
全面摊薄EPS(元)	0.08	0.23	0.52	0.31	0.47
毛利率(%)	33.8%	25.7%	29.8%	33.0%	34.8%
净资产收益率(%)	2.0%	5.8%	12.1%	6.8%	9.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

- 核心业务智能制造发展前景广阔。**公司产业数字化业务主要聚焦于企业的产供销体系，旨在通过业务的数字化转型及进化，全面提升企业面向市场的获客获单、高效交付及产业链协同能力。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。我们认为，智能制造是产业数字化中最为核心、发展前景最好的业务。公司智能制造业务，在市场上的竞争优势，一方面在于深耕制造业多年形成了横向一体化（从客户到供应商）的供应链协同和纵向一体化（从研发到制造）研产协同的解决方案，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。同时公司注重新技术的应用融合，辅以大数据和 AI 等智能技术，深入研究 IT/OT 融合的创新技术和应用，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。另一方面在于**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。**2022年，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。我们认为，依托新能源等行业的高景气，智能制造业务空间广阔。
- 其他新兴业务产品逐渐落地成熟。**除智能制造外，数字营销也是产业数字化的重要细分业务。在营销端公司围绕主要客户群体，以自主系列营销数字化软件及配套服务，以高获单效率、高订单交付速度、高费用产出效率、高复购率等为核心目标，帮助品牌企业打造符合自身特点的高市场竞争力数字营销体系，数字营销典型客户有青岛啤酒、光明乳业、中粮酒业等。**在财务数字化方面**，考虑到作为公司主体客户的大型企业普遍存在在集团组织架构下的财务精细化管理需求。公司以自主的系列财务软件产品为基础，为企业客户提供全面的财务数字化体系。以应用软件+大数据+AI 的能力组合，帮助企业建立全面的数字化财务管控+数字化财务运营+数字化财务共享能力体系，旨在降低企业内部沟通协作成本，提高企业经营效率，优化企业业财衔接系统，实现结算核算自动化、业财流程规范化、业财一体化，帮助企业实现业财资源的整合与共享。目前公司已推出智慧财务套件、清分结算软件、一诺智能合同云等多款自主产品。
- 盈利预测及投资建议。**

- 产业数字化：**我们认为，产业数字化是公司转型的核心业务，受益于智能制造和新能源等领域的高景气，我们预计以“智能制造”和“数字营销”为主的公司产业数字化业务将实现高速增长，2022-2024 年收入增速分别为 40%/52%/53%。随着自主软件产品逐渐成熟、交付效率提升，我们预计产业数字化业务 2022-2024 年毛利率分别为 35.0%/40.0%/42.0%。
- 财务数字化：**我们认为，以快消行业龙头为代表的客户群“业财一体化”需求度高、国产化替代意愿较强，我们预计公司财务数字化将保持快速增长，2022-2024 年收入增速分别为 15%/35%/40%。随着自主软件产品逐渐成熟、交付效率提升，我们预计财务数字化业务 2022-2024 年毛利率分别为 30.0%/35.0%/37.0%。
- 泛 ERP：**我们认为，泛 ERP 是公司的传统核心业务，考虑到疫情后需求恢复、中企出海等新增量空间出现的影响因素，我们预计泛 ERP 业务将保持稳健增长，2022-2024 年收入增速分别为 8%/18%/18%。
- IT 外包：**我们认为，随着疫情后下游需求的恢复、企业数字化对于软件开发服务的需求增加，我们预计 IT 外包业务将保持稳定增长，2022-2024 年收入增速分别为 6%/15%/15%。

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为人民币 4.52/2.73/4.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.31/0.47 元，给予 2023 年动态 PE44-51 倍，六个月合理价值区间为 13.82-16.01 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

- 风险提示。**产品化及智能制造业务增速不及预期政策变化，主要客户集中度较高及新客户新业务开拓不利、市场竞争加剧。

表 1 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)				
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	CAGR(21-24E)	2022PEG
用友网络	600588.SH	23.28	799.3	0.22	0.14	0.25	105.8	167.4	92.4	21.9%	7.66
鼎捷软件	300378.SZ	18.17	48.5	0.42	0.50	0.68	43.3	36.0	26.6	27.9%	1.29
赛意信息	300687.SZ	31.88	128.7	0.61	0.68	0.92	52.3	46.7	34.6	30.4%	1.54
平均							67.1	83.4	51.2	26.7%	3.49
汉得信息	300170.SZ	11.12	96.5	0.23	0.52	0.31	49.0	21.4	35.4	27.9%	1.27

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：汉得信息采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期；股价为 2023 年 2 月 28 日收盘价。

表 2 公司业务分拆 (百万元)

		2021	2022E	2023E	2024E
产业数字化	营收	565.14	791.19	1202.61	1840.00
	同比 (%)	38.43	40.00	52.00	53.00
	毛利率 (%)	25.06	35.00	40.00	42.00
财务数字化	营收	559.79	643.76	869.08	1216.71
	同比 (%)	14.91	15.00	35.00	40.00
	毛利率 (%)	25.96	30.00	35.00	37.00
泛 ERP	营收	1156.12	1248.61	1473.36	1738.57
	同比 (%)	4.78	8.00	18.00	18.00
	毛利率 (%)	30.73	33.00	34.00	34.00
IT 外包	营收	504.14	534.39	614.55	706.73
	同比 (%)	11.66	6.00	15.00	15.00
	毛利率 (%)	15.32	15.00	15.00	15.00
总营收	营收	2810.66	3243.42	4185.07	5527.48
	同比 (%)	12.74	15.40	29.03	32.08
	毛利率 (%)	25.74	29.79	33.03	34.81

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	2811	3243	4185	5527
每股收益	0.23	0.52	0.31	0.47	营业成本	2087	2277	2803	3604
每股净资产	3.87	4.29	4.61	5.08	毛利率%	25.7%	29.8%	33.0%	34.8%
每股经营现金流	0.22	0.12	-0.29	0.24	营业税金及附加	16	19	24	32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	197	285	364	481
P/E	48.98	21.35	35.35	23.45	营业费用率%	7.0%	8.8%	8.7%	8.7%
P/B	2.88	2.59	2.41	2.19	管理费用	207	282	360	475
P/S	3.50	2.98	2.31	1.75	管理费用率%	7.3%	8.7%	8.6%	8.6%
EV/EBITDA	70.27	54.10	27.16	19.10	EBIT	3	84	260	403
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	73	-1	-3	5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.6%	0.0%	-0.1%	0.1%
毛利率	25.7%	29.8%	33.0%	34.8%	资产减值损失	-39	0	0	0
净利润率	7.0%	13.9%	6.5%	7.4%	投资收益	281	0	0	0
净资产收益率	5.8%	12.1%	6.8%	9.3%	营业利润	197	85	264	399
资产回报率	3.8%	8.1%	4.6%	6.2%	营业外收支	8	340	0	0
投资回报率	0.1%	1.8%	5.1%	7.3%	利润总额	205	425	264	399
盈利增长 (%)					EBITDA	100	166	346	489
营业收入增长率	12.7%	15.4%	29.0%	32.1%	所得税	15	-9	3	4
EBIT 增长率	-98.2%	2641.1%	210.6%	54.9%	有效所得税率%	7.4%	-2.2%	1.1%	1.0%
净利润增长率	199.9%	129.4%	-39.6%	50.8%	少数股东损益	-7	-18	-12	-17
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	197	452	273	412
资产负债率	34.1%	33.4%	33.6%	34.2%					
流动比率	3.82	3.79	3.62	3.37	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.17	3.34	2.84	2.76	货币资金	1624	1752	1341	1379
现金比率	1.82	1.78	1.18	0.99	应收账款及应收票据	1177	1485	1829	2391
经营效率指标					存货	292	132	453	307
应收账款周转天数	140.75	140.00	135.00	130.00	其它流动资产	317	365	477	634
存货周转天数	47.95	33.56	37.56	37.96	流动资产合计	3411	3735	4099	4710
总资产周转率	0.54	0.60	0.73	0.88	长期股权投资	82	82	82	82
固定资产周转率	10.08	11.83	15.74	21.44	固定资产	278	270	262	254
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	440	496	537	582
					非流动资产合计	1760	1818	1863	1913
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	5170	5553	5963	6623
净利润	197	452	273	412	短期借款	260	260	260	260
少数股东损益	-7	-18	-12	-17	应付票据及应付账款	48	80	71	119
非现金支出	227	82	85	86	预收账款	0	3	2	3
非经营收益	-181	-309	31	31	其它流动负债	586	643	801	1017
营运资金变动	-44	-105	-627	-308	流动负债合计	894	985	1134	1399
经营活动现金流	191	102	-249	204	长期借款	0	0	0	0
资产	-246	200	-130	-135	其它长期负债	868	868	868	868
投资	74	0	0	0	非流动负债合计	868	868	868	868
其他	-27	0	0	0	负债总计	1761	1853	2001	2267
投资活动现金流	-200	200	-130	-135	实收资本	884	868	868	868
债权募资	-314	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3419	3727	4001	4412
股权募资	29	-143	0	0	少数股东权益	-9	-27	-39	-56
其他	-120	-32	-32	-32	负债和所有者权益合计	5170	5553	5963	6623
融资活动现金流	-405	-175	-32	-32					
现金净流量	-425	128	-411	37					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业 电子行业
杨林 计算机行业
洪琳 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： 利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱

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;	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。
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。	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。