



Research and
Development Center

前瞻布局智能制造，自研中台成长可期

— 能科科技（603859.SH）首次覆盖报告

2023年3月6日

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

郑祥 计算机行业研究助理

邮箱：zhengxiang@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

能科科技 (603859. SH)

 投资评级 **买入**

2023年3月6日

前瞻布局智能制造，自研中台成长可期

本期内容提要：

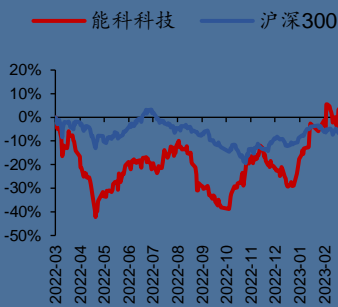
◆**核心看点：**公司成立于2006年，早期聚焦于智能电气业务，为工业企业提供软硬件一体化的系统集成解决方案。自2015年布局智能制造赛道，开始主要通过智能电气业务领域积累的客户资源及实施经验做智能制造系统集成相关业务，通过2019年公开增发A股及2020年定增融资持续投入工业互联网平台及工业APP等自研产品，2021年正式推出乐仓生产力中台等自研产品。自研产品较公司传统代理工业软件二次开发及系统集成业务毛利率高，依托工业互联网平台赛道高景气度及公司在国防军工等行业积累的Know-how能力和客户资源优势，自研产品有望带动公司业绩快速增长、毛利率提升以及经营性现金流的改善。

◆**前瞻布局工业互联网平台赛道，自研产品成长可期。**我国工业互联网平台及相应解决方案市场正处于快速发展的初期阶段，根据共研网统计数据，2022年我国工业互联网平台及解决方案市场规模达到601.3亿元，同比增长约38.9%，2020-2022年复合增速约为41.0%。公司通过2019年公开增发A股及2020年定增融资持续投入工业互联网平台及工业APP等自研产品，自研乐仓生产力中台产品可以aPaaS形式向客户提供可视化的、基于云的快速应用程序开发和部署平台，并基于乐仓生产力中台根据客户在研发、工艺、生产、质量到维修保障的全业务流程需求，定制化地搭建相应SaaS应用。自研产品较公司传统代理工业软件二次开发及系统集成业务毛利率更高，依托工业互联网平台赛道高景气度及公司在国防军工等行业积累的Know-how能力和客户资源优势，自研产品有望带动公司业绩快速增长、毛利率提升以及经营性现金流的改善。

◆**外延并购，下游行业市场进一步拓宽。**公司于2019年完成对联宏科技的收购。联宏科技主要代理西门子相关工业软件产品，并基于代理产品向客户提供二次开发、项目实施及系统集成等服务，下游客户主要为汽车、机械制造及消费电子等行业，同能科科技下游客户以国防军工为主形成有效互补。未来随着能科自研产品业务同联宏科技的协同效应进一步增强，公司自研产品在汽车、机械制造及消费电子等行业的竞争力有望得到增强，下游优势行业市场有望从军工领域向民用领域进一步拓宽。

◆**首次覆盖，给予“买入”评级：**我们认为，公司前瞻布局工业互联网平台赛道，自研中台产品推出有望带动公司整体业绩增长和毛利率同步提升，预计2022-2024年EPS分别为1.18/1.54/2.03元，对应PE为34.35/26.36/20.02倍。按PE估值法，考虑公司基本面及财务指标有持续改善预期，基于未来2年的利润增速预测在30%以上，参考可比公司PE估值，给予公司2024年30倍PE估值，对应2024年总市值约101亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**1.自研产品市场拓展不及预期；2.市场竞争加剧，产品及服务价格下跌；3.军工、高科技电子、装备制造等行业信息化推进进展不及预期。



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	40.64
52周内股价	20.76-40.87
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	14.16
总股本 (亿股)	1.67
流通A股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	67.69

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	952	1,141	1,300	1,595	1,940
增长率 YoY %	24.3%	19.8%	13.9%	22.7%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	120	159	197	257	338
增长率 YoY%	33.3%	32.7%	23.6%	30.3%	31.7%
毛利率(%)	39.9%	39.9%	44.4%	44.9%	46.4%
ROE(%)	8.6%	6.8%	7.8%	9.3%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.96	1.18	1.54	2.03
P/E	49.01	41.46	34.35	26.36	20.02
P/B	4.19	2.81	2.68	2.45	2.21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 3 月 6 日收盘价

目录

核心观点	5
一、能科科技：冉冉升起的国内智能制造“新星”	6
1.1 发展历程：始于智能电气业务，双轮驱动战略助力公司成长	6
1.2 主营业务：双核心业务布局，智能制造凸显高成长性	7
1.3 财务分析：主营业务逐年向好，加码研发支出为未来增长提供燃料	9
1.4 公司治理：股权清晰且稳定，长期持股计划绑定员工利益	10
二、前瞻布局工业互联网平台赛道，自研产品成长可期	12
2.1 工业软件是工业企业数字化转型的核心环节	12
2.2 工业软件向平台化、云化发展，工业互联网平台前景可期	13
2.3 前瞻布局工业互联网平台赛道，公司自研产品成长可期	16
三、外延并购，下游行业市场进一步拓宽	20
3.1 并购联宏科技，下游行业市场进一步拓宽	20
四、盈利预测、估值与投资评级	22
4.1 盈利预测及假设	22
4.2 估值与投资评级	22
风险因素	23

表目录

表 1：公司主要产品情况	7
表 2：2021 年员工持股计划情况	11
表 3：2021 年持股计划考核指标	11
表 4：2022 年员工持股计划情况	11
表 5：工业软件的分类	13
表 6：公司 2020 年非公开发行股票募投项目	17
表 7：公司目前主要自研产品情况	17
表 8：公司分业务营收预测	22
表 9：PE 估值	23

图目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司营收构成（按产品）	8
图 3：公司营收构成（按行业）	8
图 4：公司 2022H1 营收构成（按产品线）	9
图 5：公司总营收及增速	9
图 6：公司归母净利润及增速	9
图 7：公司分业务毛利率情况	10
图 8：公司期间费用率情况	10
图 9：公司股权结构	11
图 10：工业软件的概念内涵	12
图 11：工业软件的范围界定	12
图 12：工业软件的发展历程及趋势	14
图 13：工业 PaaS 是工业互联网平台的核心	15
图 14：中国工业互联网平台及解决方案市场规模	15
图 15：中国工业互联网平台及解决方案市场行业构成（2021）	15
图 16：中国工业互联网平台及解决方案市场参与主体及市场份额	16
图 17：公司营收行业构成	19
图 18：公司智能制造业务营收及增速	19
图 19：公司部分合作伙伴	19
图 20：联宏科技部分工业软件数字化解决方案	20
图 21：联宏科技业绩完成情况	21
图 22：联宏科技 PLM 系统及其整体解决方案	21

核心观点

市场应重视公司自研产品有望带来的公司业绩快速增长、毛利率提升以及经营性现金流改善。公司成立于 2006 年，早期聚焦于智能电气业务，为工业企业提供软硬件一体化的系统集成解决方案。自 2015 年布局智能制造赛道，开始主要通过智能电气业务领域积累的客户资源及实施经验做智能制造系统集成相关业务，通过 2019 年公开增发 A 股及 2020 年定增融资持续投入工业互联网平台及工业 APP 等自研产品。我国工业互联网平台及相应解决方案市场正处于快速发展的初期阶段，根据共研网统计数据，2022 年我国工业互联网平台及解决方案市场规模达到 601.3 亿元，同比增长约 38.9%，2020-2022 年复合增速约为 41.0%。公司自研乐仓生产力中台产品可以 aPaaS 形式向客户提供可视化的、基于云的快速应用程序开发和部署平台，并基于乐仓生产力中台根据客户在研发、工艺、生产、质量到维修保障的全业务流程需求，定制化地搭建相应 SaaS 应用。自研产品较公司传统代理工业软件二次开发及系统集成业务毛利率更高，依托工业互联网平台赛道高景气度及公司在国防军工等行业积累的 Know-how 能力和客户资源优势，自研产品有望带动公司业绩快速增长、毛利率提升以及经营性现金流的改善。

市场应重视公司并购联宏科技带来的协同效应和下游行业市场的进一步拓宽。公司于 2019 年完成对联宏科技的收购。联宏科技主要代理西门子相关工业软件产品，并基于代理产品向客户提供二次开发、项目实施及系统集成等服务，下游客户主要为汽车、机械制造及消费电子等行业，同能科科技下游客户以国防军工为主形成有效互补。未来随着能科自研产品业务同联宏科技的协同效应进一步增强，公司自研产品在汽车、机械制造及消费电子等行业的竞争力有望得到增强，下游优势行业市场有望从军工领域向民用领域进一步拓宽。

一、能科科技：冉冉兴起的国内智能制造“新星”

1.1 发展历程：始于智能电气业务，双轮驱动战略助力公司成长

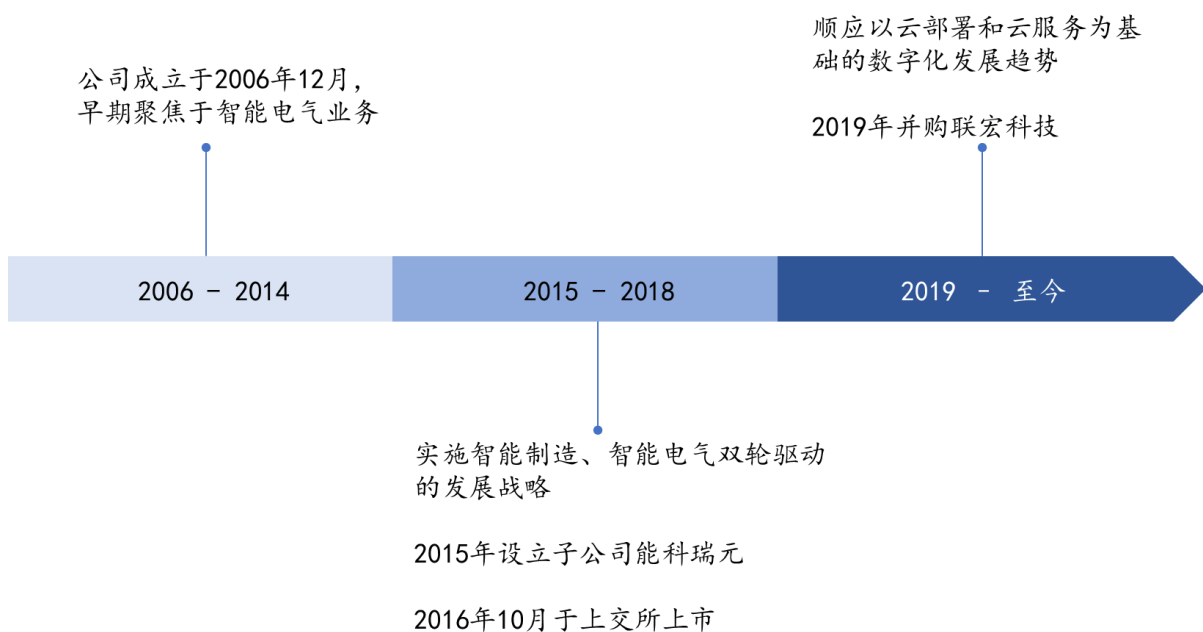
能科科技是国内领先的智能制造和智能电气先进技术提供商。公司成立于 2006 年 12 月，2016 年 10 月于上交所上市，公司发展历程可大致分为三个阶段：

(1) 第一阶段（2006 年-2014 年）：公司早期聚焦于智能电气业务，为工业企业提供软硬件一体化的系统集成解决方案。主要为石油化工、钢铁冶金、煤炭矿山、航空装备、电力新能源等行业客户提供工业电气节能系统解决方案及能源管理系统平台解决方案。

(2) 第二阶段（2015 年-2018 年）：2015 年初，公司设立控股子公司能科瑞元，开始筹建智能制造系统制造业务的工作团队。2017 年，公司顺应信息化与工业化融合的发展趋势，以工业互联网为核心，以数字化、智能化、网络化为基础，实施智能制造、智能电气双轮驱动的战略方向。

(3) 第三阶段（2019 年至今）：公司明确把握不同客户需求，顺应未来以云部署和云服务为基础的数字化发展趋势。2019 年，公司完成对联宏科技的并购，从而加强公司在智能制造领域的深度，完善公司“智能制造”全产业链条。同年，公司公开募股，并将募集资金投入“基于数字孪生的产品全生命周期协同平台”和“高端制造装配系统解决方案”两自研项目，实现智能制造业务的战略发展。2021 年完成定增，募集资金 8 亿元用于投入基于云原生的生产力中台建设项目、服务中小企业的工业创新服务云建设项目以及面向工业大数据应用的数据资产平台建设项目等自研产品。2021 年，公司积极与西门子、华为等公司开展数字化生态建设，分别获得了“西门子 2021 财年全球最佳合作伙伴”及“华为优秀央企重工合作伙伴”。2022 年，公司与 SAP、Amazon 开展数字化生态建设，并获得了 SAP 和 Amazon 认可的相关资质，并成为 SAP 金牌合作伙伴、Amazon APN 高级合作伙伴和华为云精英服务商。公司近年在云生态的频繁布局合作，为建设数字化生态奠定良好基础。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

1.2 主营业务：双核心业务布局，智能制造凸显高成长性

能科科技始于智能电气业务，2015 年开始布局智能制造。公司智能制造业务主要聚焦国防军工、高科技电子与 5G、汽车及轨道交通、装备制造等四个行业，全面拓展新能源、消费品和基础设施等行业，提供云产品与服务、软件系统与服务、数字孪生产线与服务等类型的数字化转型解决方案。其中，云产品与服务为自研产品，主要依托乐仓生产力中台、乐造企业应用、基于场景的数据治理平台等自研产品，以微服务组件和敏捷迭代开发为实现思路，基于各应用系统数据，结合企业客户业务应用场景，支持企业客户的应用流程和系统实现数字化重构，帮助企业建立基于云原生的微服务架构的业务中台、企业应用前台、数据资产平台等重要应用架构与系统。同时，公司也通过 aPaaS、SaaS 等产品的形式，将中台和企业应用能力提供给生态软件商和中小型制造业企业使用。

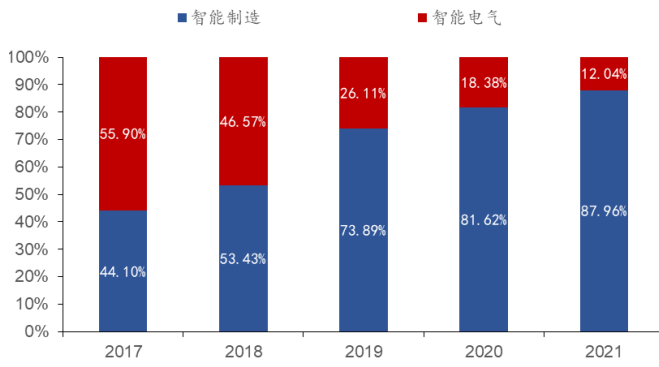
表 1：公司主要产品情况

业务板块	主要产品	产品介绍
智能制造	云产品与服务	主要依托乐仓生产力中台、乐造企业应用、基于场景的数据治理平台等自研产品，以微服务组件和敏捷迭代开发为实现思路，基于各应用系统数据，结合企业客户业务应用场景，支持企业客户的应用流程和系统实现数字化重构，帮助企业建立基于云原生的微服务架构的业务中台、企业应用前台、数据资产平台等重要应用架构与系统。同时，公司也通过 aPaaS、SaaS 等产品的形式，将中台和企业应用能力提供给生态软件商和中小型制造业企业使用。
	软件系统与服务	主要基于 CAD、EDA、CAE 等工具软件和 PLM、MES/MOM、ERP 等系统软件，结合行业 Know-how 和服务经验，通过业务咨询、整体方案设计、软件应用与定制、软件系统集成、上线调试、人员培训和运行维护等全流程系统服务。
	数字孪生产线与服务	基于制造装配工艺、半物理仿真、传动与测试等技术能力，落实虚实互联的数字孪生理念，以三维设计、虚拟仿真验证、虚拟调试、数据采集与管理等虚拟系统，配合标准化或非标定制零部件、设备、测试设备和测试系统等，快速交付虚实结合的生产线和测试台等解决方案。
智能电气	工业电气产品与系统集成	以电气传动、机械传动、自动化控制、数据采集等方面的技术优势，聚焦于工业电气领域的电能控制和电源系统，自主研发工业电气产品与系统、电源产品与系统两类。

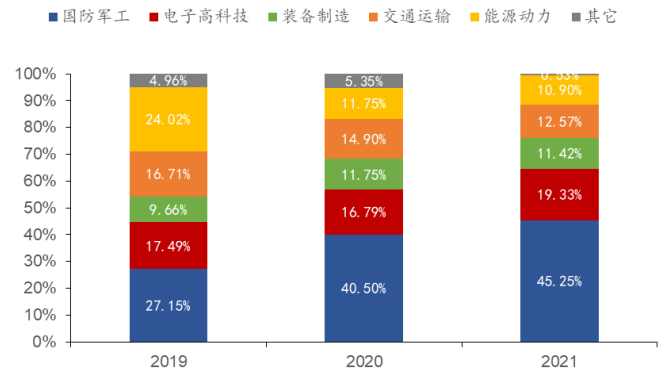
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

从产品分类来看，智能制造凸显高成长性，成为公司主要营收来源。自 2016 年公司逐步拓展智能制造业务以来，智能制造业占公司营收比重提升显著。2017-2021 年，公司智能制造的营收由 1.01 亿元增长至 10.01 亿元，期间 CAGR 达 77.83%，占公司总营收比重由 44.10% 提升至 87.96%，目前已成为公司主要营收来源。智能电气业务方面，公司将维持既有方针，该业务将在未来保持一定规模发展。

从行业分类来看，国防军工、高科技电子行业营收占比较高。2021 年来看，国防军工、高科技电子行业收入分别占总营收的 45.25%、19.33%。尤其是国防军工行业，自 2019 年以来持续扩张，国防军工行业营收由 2019 年的 2.08 亿元提升至 2021 年的 5.15 亿元；2021 年军工行业营收占总营收 45.16%，较上年同期增长 33.50%，2022 年 H1 受订单交付延期影响，国防军工行业实现营收 2.09 亿元，同比减少 11.89%。高科电子与 5G 行业 2021 年实现营收 2.20 亿元，较上年同期增长 37.78%，为公司营收增速最高行业；2022H1，基于公司拓展民用市场的战略，高科技电子与 5G 行业实现营收 1.13 亿元，同比增长 27.43%。

图 2：公司营收构成（按产品）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司营收构成（按行业）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

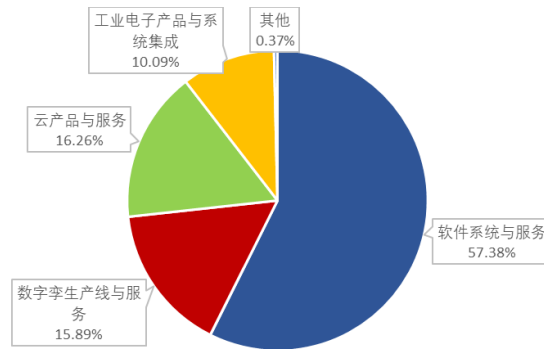
从产品线来看，主要分为云产品与服务、软件系统与服务、数字孪生产线与服务、工业电气产品与系统集成，其中云服务与产品为公司自研产品，截至 2022 年 H1 该产品实现营收 0.87 亿元，占同期总营收 16.32%，产品毛利率 60.35%，体现出公司在产品化和平台化发展过程中的效能提升和成本优化。

公司自 2020 年起开始加大云产品与服务的研发布局，2021 年通过基于云原生的生产力中台建设项目、服务中小企业的工业创新服务云建设项目和面向工业大数据应用的数据资产平台建设项目发布了 aPaaS 平台“乐仓生产力中台”、云服务平台“后厂造”智能制造社区及基于场景的数据治理平台等自研产品。

其中，乐仓生产力中台属工业互联网平台类产品，通过云化部署方式，以 aPaaS 形式向客户提供可视化的、基于云的快速应用程序开发和部署平台，并基于乐仓生产力中台根据客户在研发、工艺、生产、质量到维修保障的业务全流程需求，定制化地搭建相应 SaaS 应用。

“后厂造”智能制造社区是能科与用户间的交互平台，基于公司对行业、技术等理解和知识沉淀，为广大制造业从业者和能科客户提供资讯、培训、资料、软件、工具和资源等服务。

基于场景的数据治理平台为数据管理类产品，从整体汇聚企业全局数据，全面打通业务-应用-数据三者关系，进行系统架构解耦，打通企业全域数据资产。

图 4：公司 2022H1 营收构成（按产品线）


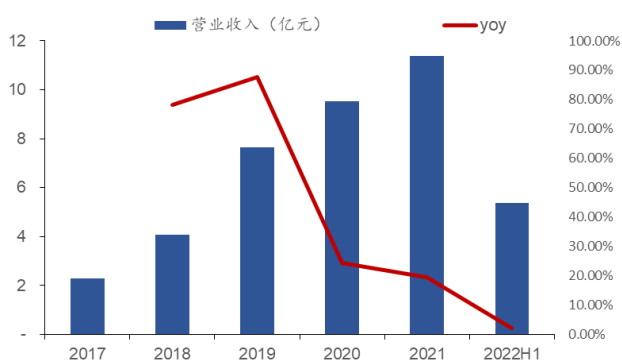
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 财务分析：主营业务逐年向好，加码研发支出为未来增长提供燃料

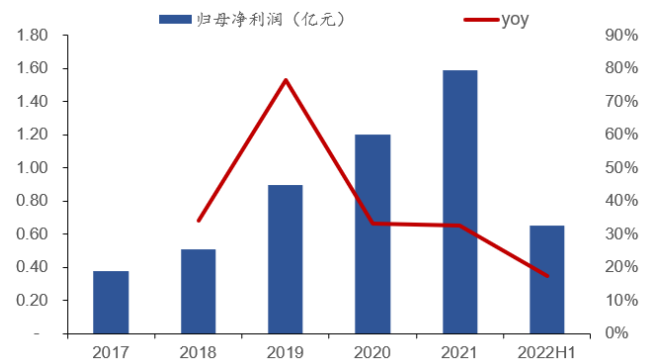
公司主营业务面向国防军工、高科技电子与 5g、汽车及轨道交通等先进制造业。近年来，在国家供给侧改革、信息化与工业化“两化”融合等因素催化下，信息技术逐渐渗透至制造业各个领域，行业下游客户需求旺盛，进而推动公司营收与净利润均实现稳步增长。

从营收端来看，2021 年公司实现营收 11.41 亿元，较上年同期同比增长 19.85%，2017-2021 年期间 CAGR 达 49.40%。其中 18 年营收大幅增长得益于公司大力拓展航天军工、高科技电子、轨道交通等行业的新客户，同时老客户订单数也有所增长。19 年营收增长较大系并表上海联宏所致，剔除并表因素，19 年公司营收同比增长 24.26%。

从利润端来看，公司 2021 年实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 32.70%，2017-2021 年期间 CAGR 达 43.02%。随着我国智能制造行业企稳回升，信息技术与工业经济的进一步融合，以软件赋能制造、数字驱动转型的企业数字化发展已成趋势，2022H1 公司实现营收 5.36 亿元，同比增长 2.13%，实现归母净利润 0.65 亿元，同比增长 17.27%。随着公司在人员储备、研发投入、市场拓展、内容管理等多方面持续加强，未来经营整体情况有望继续保持稳定和韧性。

图 5：公司总营收及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司归母净利润及增速


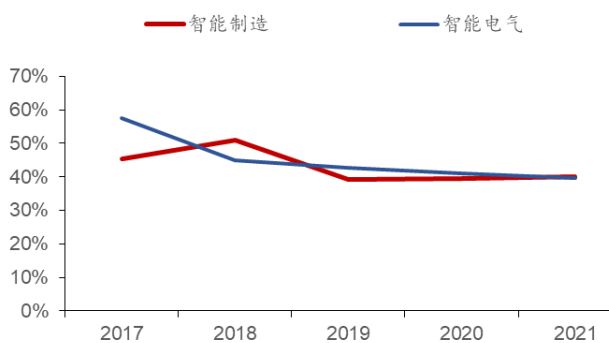
资料来源：Wind，信达证券研发中心

从盈利能力来看,公司近几年毛利率趋于稳定。19年以来公司毛利率基本维持在40%左右,2021年综合毛利率39.95%,较上年同期增长0.06pct。2019年公司毛利率跌幅较大,主要由于公司并表上海联宏,新增汽车及交通运输业务板块,其中硬件较多,导致一定程度拖累综合毛利率。随着公司自研产品的逐渐推广、产品化和平台化效益逐步体现,叠加军工行业订单质量提升等因素,公司在2022H1实现综合毛利率43.15%,较上年同期增长5.86pct。

费用率方面,公司销售费用率及管理费用率稳中有降,销售费用率自2018年的9.11%下降至2021年的5.72%;管理费用率自2018年的11.29%下降至2021年的7.60%,期间2018年与2019年费用率下降较快系当年营收增幅较快所致。公司研发费用率2019年有明显下降,近几年随着研发投入增加,研发费用率有一定回升。

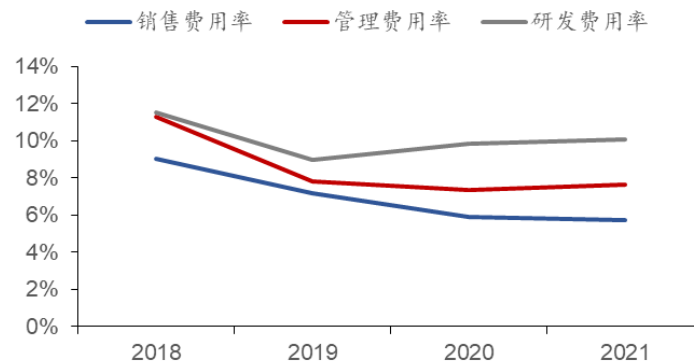
公司作为国家高新技术企业,近年来不断加码研发投入,扩充专业研发团队。2021年公司研发投入2.41亿,占总营收21.16%,自2018年以来公司研发投入CAGR达34.75%。截至2021年底,公司具备技术人员723人,占员工总数的70%。公司长期以来大力投入研发,打造生产力中台、数据资产平台、中小企业服务创新云,从而加快公司软件产品向平台化、云化转型。

图7: 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图8: 公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.4 公司治理: 股权清晰且稳定, 长期持股计划绑定员工利益

公司股权结构稳定, 核心管理团队具备丰厚专业技术背景。公司实际控制人祖军、赵岚为夫妻关系, 分别持有公司15.11%、11.45%的股份。公司拥有全资子公司11家、控股子公司2家、间接控股子公司4家。董事长祖军曾任中国邮电工业总公司北京通信元件厂助理工程师, 副董事长赵岚女士曾任有机化工厂VAC车间助理工程师。其余多数高管团队具备产业技术背景, 涵盖信息技术、化工行业等领域。

图 9：公司股权结构


资料来源：天眼查，信达证券研发中心；数据截至 2023 年 3 月 1 日

公司推出连续十年期员工持股计划，提振员工积极性，深度绑定核心人员利益。公司自 2021 年推出连续十年期员工持股计划，加大对核心员工激励，以持续确保人才优势。2021 年 1 月公司公布第一期员工持股计划，该期持股计划资金总规模不超过 1800 万元，以“份”为单位，每份份额 1 元，其中参与本期员工持股计划的公司董事、监事和高级管理人员 8 人，合计持有 661.58 万份，其他员工 36 人，合计持有 1138.42 万份。该期持股计划分三期解锁，以公司 2019 年归母净利润为基数，考核要求 2021-2023 年归母净利润增长率分别不低于 80%、125%、185%。

表 2：2021 年员工持股计划情况

授予对象	人数	合计认购份数（万份）
董事、监事、高级管理人员	8	661.58
其他人员	36	1138.42

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：2021 年持股计划考核指标

归属期	对应考核年度	归母净利润增长率	解锁比例
第一期	2021 年	0.8	0.5
第二期	2022 年	1.25	0.3
第三期	2023 年	1.85	0.2

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022 年 3 月公司公布新一期员工持股计划，该期计划无论从持股数量上还是覆盖人数上来说，相较于上期都有一定提升。本次持股计划总资金不超过 2400 万元，涉及公司董监高 5 人，合计 486.46 万份；涉及其他符合要求的员工不超过 70 人，合计持有 1913.54 万份。

表 4：2022 年员工持股计划情况

授予对象	人数	合计认购份数（万份）
董事、监事、高级管理人员	5	486.46
其他人员	<70	1913.54

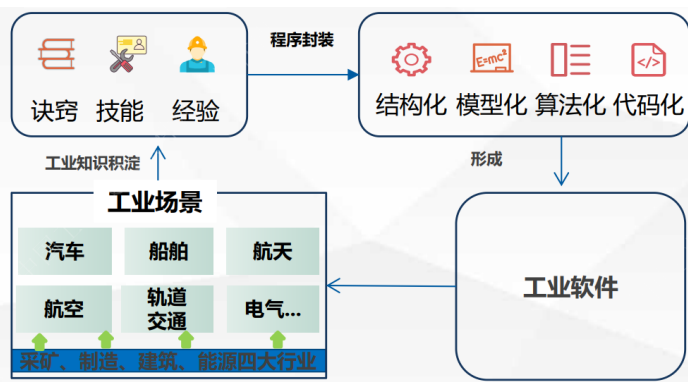
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、前瞻布局工业互联网平台赛道，自研产品成长可期

2.1 工业软件是工业企业数字化转型的核心环节

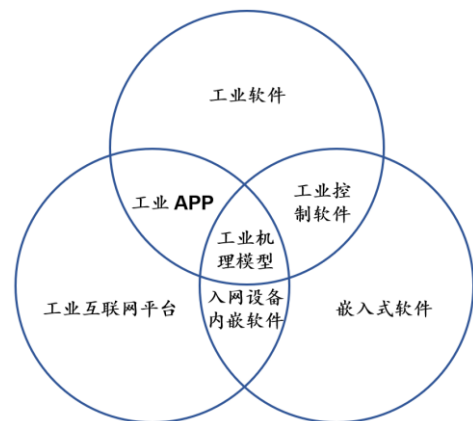
工业软件是工业技术、知识、流程的程序化封装与复用，将各行业积累的大量经验、技能等工业知识进行结构化、模型化、代码化等方式的程序封装形成工业软件，并应用于特定行业场景，以提升行业生产工作效率，因此工业软件也是工业企业数字化转型的核心环节。目前，工业软件同工业互联网平台及嵌入式软件共同服务于工业体系。其中，嵌入式软件是运行于嵌入式系统微处理器中的软件，其与工业软件的交集为工业控制软件，又可细分为上位机工控软件和嵌入于控制器或工业设备的工控软件；工业互联网平台则是在云计算、大数据、人工智能、数字孪生等新兴技术推动下，工业软件向平台化、云化发展形成的新型架构，其与工业软件的交集为工业 APP，即工业 APP 是运行于工业互联网平台上的工业软件。

图 10：工业软件的概念内涵



资料来源：中国工业技术软件化产业联盟，信达证券研发中心

图 11：工业软件的范围界定



资料来源：中国工业技术软件化产业联盟，信达证券研发中心

工业软件按其架构类型可分为传统架构工业软件和新型架构工业软件。其中，传统架构工业软件主要基于单机或局域网本地部署，采用紧耦合单体化架构，软件功能颗粒度较大，同时功能综合且强大。传统架构工业软件按产品生命周期应用环节不同可大致分位 4 类，即研发设计类，如计算机辅助设计（CAD）、计算机辅助工程（CAE）及电子设计自动化（EDA）等；生产制造类，如可编程逻辑控制器（PLC）、分布式数控（DNC）、制造执行系统（MES）等；运维服务类，如资产性能管理（APM）、故障预测与健康诊断（PHM）等；以及经营管理类，如企业资源计划（ERP）、客户关系管理（CRM）、人力资源管理（HRM）等。

新型架构工业软件则是基于 Web 或云端部署，是松耦合、多体化、微服务架构，软件功能颗粒度较小，同时功能简明或单一。新型架构工业软件主要为部署在工业互联网平台上的工业 APP 或云架构工业软件。能科科技自研乐仓生产力中台产品则属工业互联网平台类产品，以云化部署方式及 aPaaS 形式提供微服务组件及 API 服务。自研乐造企业应用产品则是基于乐仓生产力中台的微服务组件，在公司多年服务各类制造业企业实践经验基础上，定制开发出的一系列企业应用，即工业 APP 软件，覆盖制造业企业从研发、工艺、生产、质量到维修保障等全流程业务。

表 5：工业软件的分类

类型	工业软件	软件概述
研发设计类	计算机辅助设计 (CAD)	利用计算机及其图形设备帮助设计人员进行设计工作
	计算机辅助工程 (CAE)	用计算机对工程和产品进行性能与安全可靠性分析, 对其未来的工作状态和运行行为进行模拟, 及早发现设计缺陷, 并证实未来工程、产品功能和性能的可用性和可靠性
	计算机辅助制造 (CAM)	利用计算机辅助完成从生产准备到产品制造整个过程活动
	计算机辅助工艺计划 (CAPP)	借助于计算机软硬件技术和支撑环境, 利用计算机进行数值计算、逻辑判断和推理等功能来制定零件机械加工工艺过程
	产品数据管理 (PDM)	可以帮助组织产品研发设计, 完善产品结构优化, 跟踪研发进展中的设计概念, 及时方便地检索存档数据以及相关产品信息
	产品生命周期管理 (PLM)	从产品的导入期、成长期、成熟期到衰退期整个生命周期进行管理的软件
	电子设计自动化 (EDA)	利用计算机技术完成大规模集成电路的设计、仿真、验证等流程的设计方法
	可编程逻辑控制器 (PLC)	是一种具有微处理机的数字电子设备, 用于自动化控制的数字逻辑控制器
	分布式数控 (DNC)	直接数字控制或分布数字控制
	分布式控制系统 (DCS)	采用控制功能分散、显示操作集中、兼顾分而自治和综合协调的设计原则的新一代仪表控制系统
生产制造类	数据采集与监控控制系统 (SCADA)	基于计算机收集和分析实时数据、监测和控制设备的控制系统
	生产计划排产 (APS)	具有生产计划调度功能, 最充分地利用企业的资源条件, 找到最佳的调度排程结果
	效率评价系统 (EMS)	对设备能效进行度量 and 测评的系统
	制造执行系统 (MES)	指制造业企业车间执行层的生产信息化管理系统
	制造运行管理 (MOM)	通过协调管理企业的人员、设备、物料和能源等资源, 把原材料或零件转化为产品
	操作员培训仿真系统 (OTS)	可逼真地模拟工厂的开车、停车、正常运行和各种事故过程的现象和操作, 是生产装置操作工培训和工艺方案研究的高效手段
	调度优化系统 (ORION)	调度优化
	先进控制系统 (APC)	以模型预测控制、线性规划理论为基础, 采用动态矩阵控制等软件技术, 实现工艺过程的多变量协调控制, 提高装置操作平稳性
运维服务类	资产性能管理 (APM)	采集和分析历史和实时运营及资产数据, 以提升资产性能、降低成本
	维护维修运行管理 (MRO)	工厂或企业对其生产和工作设施、设备进行保养、维修的系统
	故障预测与健康管理 (PHM)	利用数据, 经过信号处理和数据分析等运算手段, 实现对复杂工业系统的健康状态进行检测、预测和管理的系统性工程
经营管理类	企业资源计划 (ERP)	主要面向制造行业进行物资资源、资金资源和信息资源集成一体化管理的企业信息管理系统
	财务管理 (FM)	财务管理系统
	供应链管理 (SCM)	执行供应链中从供应商到最终用户的物流计划和控制等职能
	客户关系管理 (CRM)	客户关系管理系统
	人力资源管理 (HRM)	人力资源管理系统
新型架构类	企业资产管理 (EAM)	企业资产管理系统
	工业 APP	基于松耦合、组件化、可重构、可重用思想, 面向特定工业场景, 解决具体工业问题, 基于平台的技术引擎、资源、模型和业务组件, 将工业机理、技术、知识、算法与最佳工程实践按照系统化组织、模型化表达、可视化交互、场景化应用、生态化演进原则而形成的应用程序, 是工业软件发展的一种新形态
	工业互联网平台	通过工业互联网网络采集海量工业数据, 并提供数据存储、管理、呈现、分析、建模及应用开发环境, 汇聚制造企业及第三方开发者, 开发出覆盖产品全生命周期的业务及创新性应用, 以提升资源配置效率, 推动制造业的高质量发展

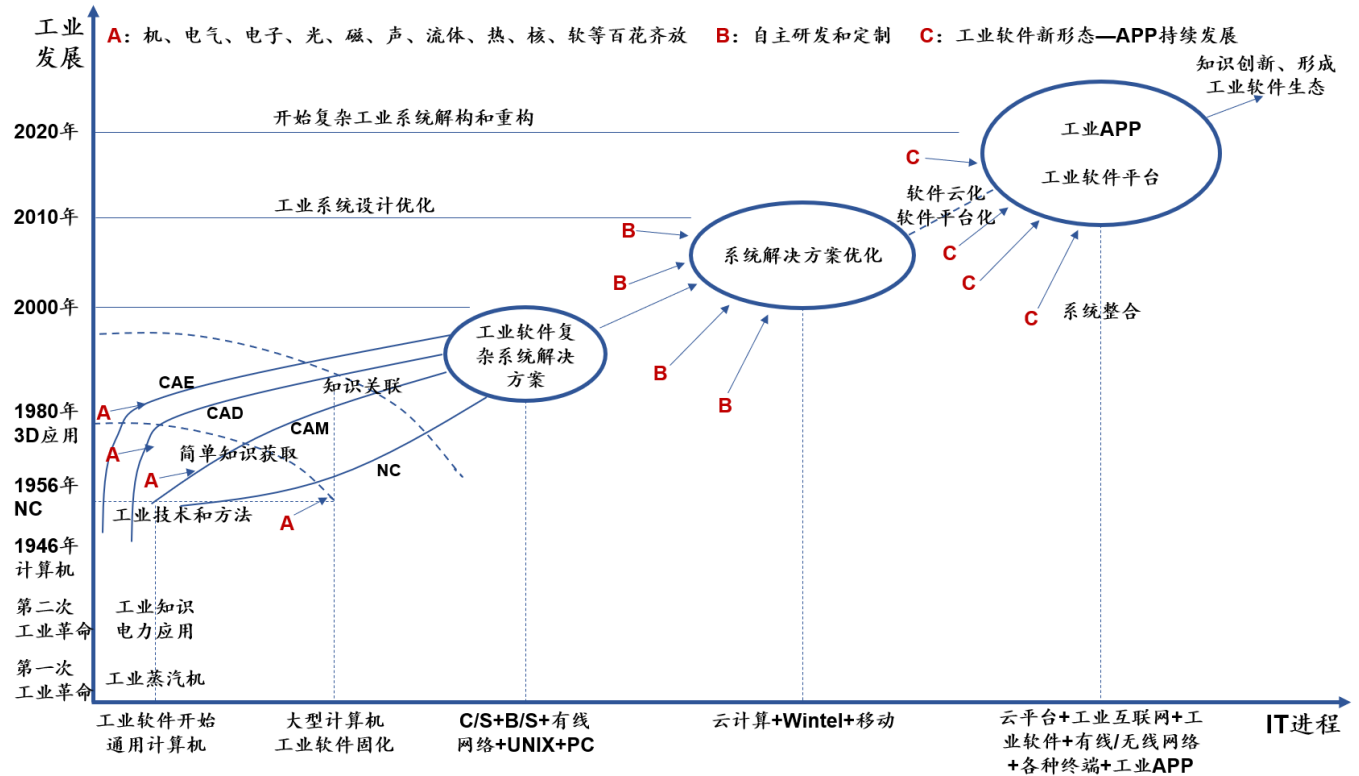
资料来源：中国工业技术软件化产业联盟，亿欧智库，艾瑞咨询，信达证券研发中心

2.2 工业软件向平台化、云化发展，工业互联网平台前景可期

“需求+技术”双因素催化，工业软件不断向平台化、云化方向发展，工业互联网平台重要性日益显现。随着工业产品和工业系统架构日益复杂，工业企业客户对工业软件的需求也逐渐由单一应用软件工具向多种软件工具的综合应用转变，这就相应要求将多学科领域的知识、

技术和软件相关信息整合到一个综合平台中，以便开展包括供货商在内的整个价值链的协同，工业软件逐渐向集成化、平台化和云化方向发展。工业互联网平台能够基于网络向下接入各种工业设备、产品及服务，并为海量工业数据提供自由流转的平台支撑，是连接工业全要素、全产业链的枢纽，重要性日益显现。

图 12：工业软件的发展历程及趋势



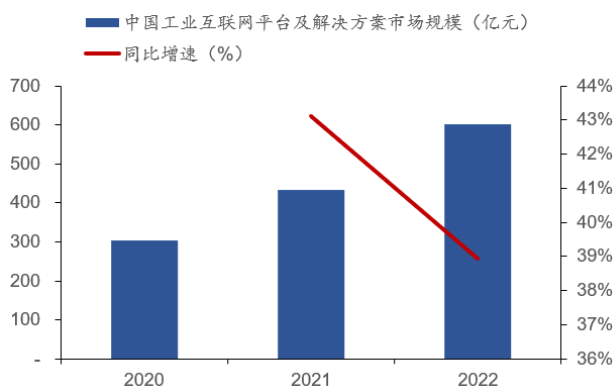
资料来源：中国工业技术软件化产业联盟，工业互联网产业联盟，信达证券研发中心

工业互联网平台的本质是通过工业互联网网络采集海量工业数据，并提供数据存储、管理、呈现、分析、建模及应用开发环境，汇聚制造企业及第三方开发者，开发出覆盖产品全生命周期的业务及创新性应用，以提升资源配置效率，推动制造业的高质量发展。工业 PaaS 层则是工业互联网平台的核心，基于通用 PaaS 并融合多种创新功能，将工业机理沉淀为模型，实现数据的深度分析并为 SaaS 层提供开发环境，是平台核心能力的集中体现。应用层是工业互联网平台的关键，主要提供覆盖不同行业、不同领域的业务应用及创新性应用，形成工业互联网平台的最终价值。能科科技自研乐仓生产力中台是以 aPaaS 形式向客户提供一个可视化的、基于云的快速应用程序开发和部署平台，并基于乐仓生产力中台根据客户在研发、工艺、生产、质量到维修保障的业务全流程需求，定制化地搭建相应 SaaS 应用。

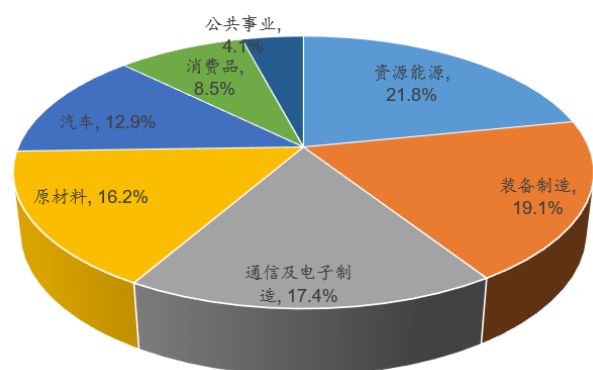
图 13：工业 PaaS 是工业互联网平台的核心


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

我国工业互联网平台及相应解决方案市场规模保持快速增长趋势。根据共研网统计数据，2022年，我国工业互联网平台及相应解决方案市场规模达到601.3亿元，同比增长约38.9%，2020-2022年复合增速约为41.0%，保持快速增长趋势。此外，我国工业互联网平台及解决方案下游行业目前以资源能源、装备制造、通信及电子制造、原材料及汽车5大类行业为主。根据IDC统计数据，2021年，我国工业互联网平台及解决方案下游行业中，资源能源行业约占21.8%，装备制造约占19.1%，通信及电子制造约占17.4%，原材料约占16.2%，汽车行业约占12.9%，以上5大类行业合计占比达到87.4%，是目前我国工业互联网平台及解决方案下游市场主要构成行业。能科科技智能制造业务则主要聚焦国防军工、高科技电子与5G、汽车及轨道交通、装备制造等四大类行业，其中2021年营收构成中，国防军工行业占比达到45.25%，高科技电子与5G占比19.33%，汽车及轨道交通占比12.57%，装备制造行业占比11.42%，此外公司也正向新能源、消费品和基础设施等行业全面拓展。

图 14：中国工业互联网平台及解决方案市场规模


资料来源：共研网，信达证券研发中心

图 15：中国工业互联网平台及解决方案市场行业构成


资料来源：咸宁日报，IDC，信达证券研发中心

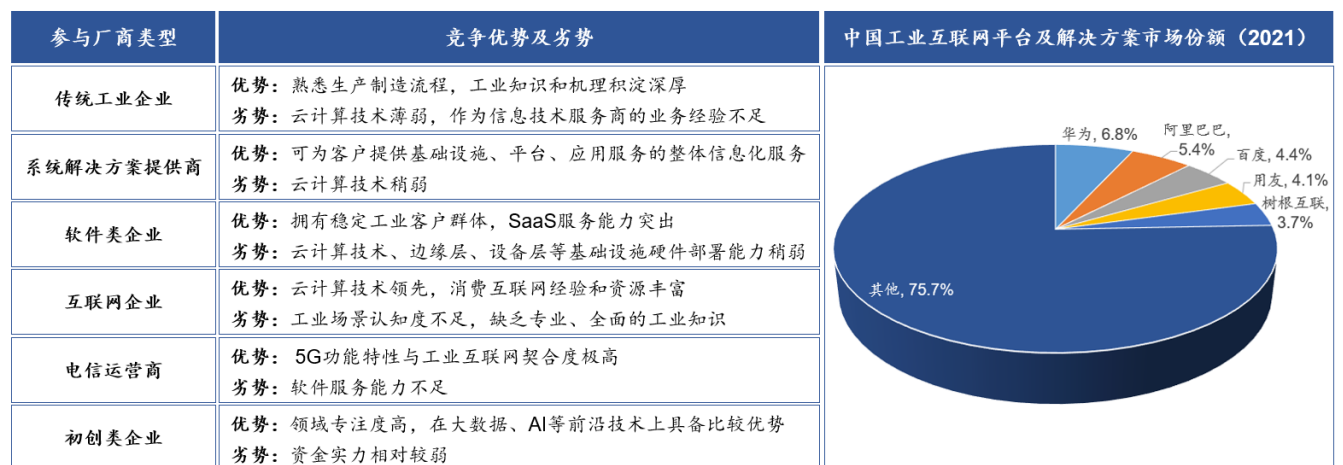
目前我国工业互联网平台仍处于发展初期阶段，由于未来市场空间广阔，各类型企业纷纷布局，形成行业参与者众多，但尚未构成直接竞争的市场格局。市场参与主体方面，主要包括六大类厂商：一是传统工业领域龙头企业孵化出的专业工业互联网平台公司，在立足服务企业

业自身业务数字化转型基础上，延伸服务至同类别场景和产业链上下游企业；二是从传统系统解决方案提供商向平台解决方案服务商转型；三是软件企业加速软件云化发展，强化工业机理模型开发，基于 SaaS 层优势拓展构建 PaaS 层；四是互联网巨头积极向产业互联网领域拓展，推出或合作共建工业互联网平台；五是国内三大电信运营商基于 5G 网络部署，打造 5G+ 工业互联网解决方案；最后一类是初创企业针对特定工业行业或领域业务痛点提供解决方案。

市场份额方面，根据 IDC 统计数据，2021 年，我国工业互联网平台及解决方案市占率前五厂商分别为华为 (6.8%)、阿里巴巴 (5.4%)、百度 (4.4%)、用友 (4.1%)、树根互联 (3.7%)，行业 CR5 为 24.4%，市场集中度不高。加之各类型厂商各有差异化竞争优势，且我国工业互联网仍处于发展初期阶段，市场空间广阔，目前形成行业参与者众多，但尚未构成直接竞争的市场格局。

能科科技自 2015 年布局智能制造赛道伊始，主要通过智能电气业务领域积累的客户资源及实施经验做智能制造系统集成相关业务，通过 2019 年公开增发 A 股及 2020 年定增融资持续投入自研产品，以自研产品乐仓生产力中台及乐造企业应用进一步打开工业互联网平台市场。多年聚焦国防军工等行业系统实施开发积累的行业 Know-how 能力和客户资源构成公司在工业互联网平台赛道的核心竞争优势。

图 16：中国工业互联网平台及解决方案市场参与主体及市场份额



资料来源：艾瑞咨询，咸宁日报，IDC，信达证券研发中心

2.3 前瞻布局工业互联网平台赛道，公司自研产品成长可期

公司自 2015 年设立控股子公司能科瑞元即开始筹建智能制造业务团队，2017 年确立智能制造、智能电气双轮驱动的战略方向，智能制造业务快速增长。布局智能制造赛道伊始，公司主要通过智能电气业务领域积累的客户资源及实施经验做智能制造系统集成相关业务。2020 年，公司发布非公开发行 A 股股票预案，募集资金约 8 亿元，用于投资基于云原生的生产力中台建设项目、服务中小企业的工业创新服务云建设项目以及面向工业大数据应用的数据资产平台建设项目等自研产品。2021 年，公司自研产品乐仓生产力中台、后厂造和基于场景的数据治理平台均已上线，软件系统与服务业务的平台化和产品化建设取得成功进展，自研产品的推出标志着公司向工业互联网平台赛道的布局进一步深入。

表 6：公司 2020 年非公开发行股票募投项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投入额（万元）
1	基于云原生的生产力中台建设项目	34,851.69	30,350.60
2	服务中小企业的工业创新服务云建设项目	13,513.53	11,609.20
3	面向工业大数据应用的数据资产平台建设项目	16,671.87	14,308.50
4	补充流动资金	23,731.70	23,731.70
	合计	88,768.78	80,000.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司自研产品主要包括乐仓生产力中台、乐造企业应用、后厂造智能制造社区及基于场景的数据治理平台 4 大类。其中，乐仓生产力中台为工业互联网平台产品，以数字孪生企业为核心产品理念，以 aPaaS 形式提供微服务组件/API 服务，帮助企业快速实现数字化企业应用或已有系统的数字化重构，以支持企业按角色、流程、任务的形式落地数字化转型举措。

乐造企业应用为工业 APP 类产品，以生产力中台微服务组件为基础，在公司多年服务各类制造业企业实践经验基础上，定制开发出一系列企业应用，为制造业企业的研发、工艺、生产、质量到维修保障等全流程业务提供支持与赋能。

公司自研乐仓生产力中台及乐造企业应用产品同传统 PLM（产品生命周期管理）等产品区别主要包括两方面：（1）技术路径及部署方式不同，公司乐仓生产力中台及乐造企业应用产品采用云化部署方式，而传统 PLM 等产品采用本地部署方式；（2）聚焦功能不同，传统 PLM 产品主要聚焦产品全生命周期的三维数据打通，而公司乐仓生产力中台及乐造企业应用则是覆盖企业从研发、工艺、生产、质量到维修保障等全流程业务的平台和应用搭建。

后厂造智能制造社区是能科与用户间的交互平台，基于公司对行业、技术等理解和知识沉淀，为广大制造业从业者和能科客户提供资讯、培训、资料、软件、工具和资源等服务。

基于场景的数据治理平台为数据管理类产品，从整体汇聚企业全局数据，全面打通业务-应用-数据三者关系，进行系统架构解耦，打通企业全域数据资产。

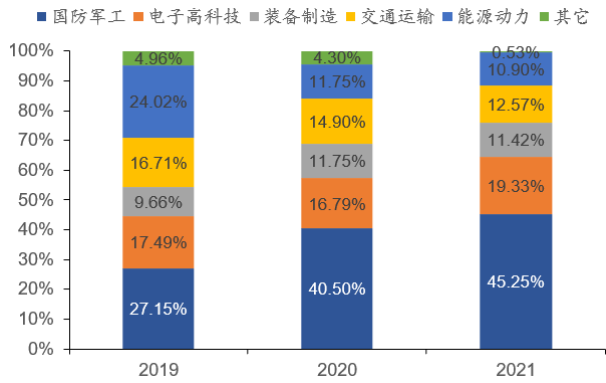
表 7：公司目前主要自研产品情况

自研产品	产品形态	细分产品	产品功能介绍
乐仓®生产力中台	aPaaS 平台	乐仓企业容器	帮助企业建立统一完善的系统基础和微服务管理手段
		乐仓数据微服务组件	按对象/模型等数字孪生手段实现产品全生命周期内产品与业务数据的管理，实现数据主线
		乐仓业务微服务组件	实现产品生命周期管理的企业运营管理相关的核心业务功能，实现按流程、按角色的任务支持
		乐仓智能体厂	定义数据微服务组件的辅助工具，提供产品全生命周期中产品和业务数据的建模手段
		乐仓工坊	基于各类微服务组件，帮助企业快速构建云原生工业应用的辅助工具
		乐仓流程建模器	提供企业业务流程建模、工作流程建模等的建模工具，按流程运作的流程引擎服务能力
乐造®企业应用	SaaS 产品	研发类	为企业提供 DevOps 软件研发的全生命周期管理支持
		乐造个人工作台	可以方便查看一个对象的属性、预览、详细信息、流程历史记录、关联关系等，对数据可以进行多维度的查看；并提供新建、编辑、修订及提交流程的功能，方便对数据进行处理

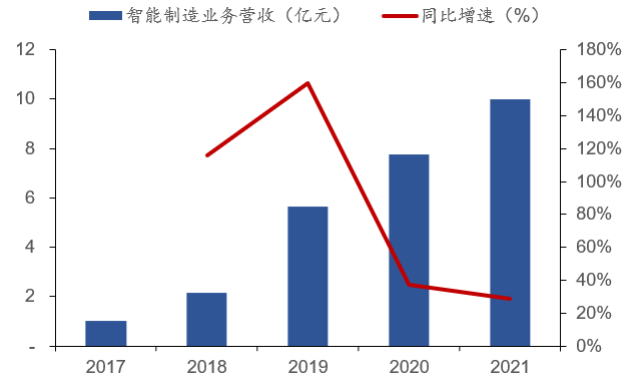
		乐造 BOM 管理	提供以树状的方式展现从产品、顶级部件至最底层部件上下结构关系，实现 BOM 的快速导航，可比较不同产品之间的零部件的结构差异，也可比较产品或零部件不同版本之间结构差异；支持视图定制能力，支持同一产品在不同阶段不同部门查看定制的 BOM 数据
		乐造分类库管理	提供基础数据模型管理应用，包括标准件、材料、工艺、工具、设备、工装、资源等基础数据管理
	工艺类	乐造工艺管理	实现工艺数字化，通过结构化手段提供工艺规划、工序规划、工步规划、工装设计与研发管理、整合工具、量具、设备等数据，基于结构化的工艺数据生成标准化的作业指导和工艺卡片
		乐造工业基础应用	工厂建模、生产日历等工业基础应用
		乐造派工	管理生产派工派发、签收、执行、反馈、验收的执行流程和数据
	生产类	库房管家	通过入库业务、出库业务、仓库调拨、库存调拨和虚仓管理等功能，对批次管理、物料对应、库存盘点、质检管理、虚仓管理和即时库存管理等功能综合运用的管理系统
		生产执行管理	通过提供工业生产基础数据管理、生产计划、生产任务执行、设备管理支撑工业生产企业数字化生产运作
	质量类	质量保证管理	通过提供不合格品审理、不合格品变更、返工返修、废品管理、故检问题处理、终检问题处理等应用支撑生产企业数字化质量管控
	维修保障类	设备管家	具备设备台账、维保方案、维修报修、设备维保、设备点巡检等常用功能，设备、人员、工单的管理方法，还包括设备报警、自动报修、工单提醒
后厂造®智能制造社区	云服务平台	智能制造社区服务	基于公司对行业、技术等理解和知识沉淀，为广大制造业从业者和能科客户中各层级用户提供资讯、培训、资料、软件、工具和资源等服务
		数据模型服务	为智能制造企业的业务经营、管理服务和决策分析中使用的的数据需求进行综合分析，按照模型设计规划提供主题域管理、元数据管理、模型管理、数据字典等数据需求重新组织定义
		数据管理服务	对智能制造企业的现有系统进行数据源管理、数据采集、运维监控等数据集成服务
		数据开发服务	为智能制造企业的技术人员提供数据可视化数据开发服务能力
基于场景的数据治理平台	数据治理平台	数据治理服务	为智能制造企业的数据治理提供数据标准、数据规则、数据标准作业等数据治理保障能力
		数据 API 服务	为智能制造企业的数据提供统一对外服务及授权管理能力
		工业算法服务	为智能制造企业的工业知识及工业算法提供统一的算法平台支撑和数据支撑，帮助企业沉淀自身的知识和知识的共享
		数据资产服务	为智能制造企业提供企业全域数据资产目录、企业数据血缘等能力，帮助企业构建企业全域数据资产并快速赋能业务

资料来源：公司 2022 年半年报，信达证券研发中心

行业 Know-how 能力是工业互联网平台厂商参与市场竞争的核心要素之一，能科科技凭借在智能电气领域的行业客户资源积累，在国防军工、高科技电子 5G、装备制造、交通运输及能源动力领域积累了丰富的智能制造项目实施经验。根据 Wind 统计数据，2016 年以来公司智能制造业务一直保持快速增长趋势，2021 年智能制造业务实现营收约 10 亿元，同比增长约 28.8%，2017-2021 年复合增速约为 77.4%，保持快速增长趋势。智能制造业务中，国防军工行业占比最高，2021 年占营收比重约为 45.25%，其次为高科技电子 5G 行业，约为 19.33%。此外，公司在航空航天、钢铁、煤炭、石化、装备制造等领域均有大型企业合作伙伴。我们认为，公司凭借大量行业客户实施经验的积累，在国防军工、高科技电子 5G、装备制造、交通运输及能源动力等行业领域 Know-how 能力有望进一步提升，在工业互联网平台及应用解决方案领域的市场竞争力有望同步增强，自研产品的推出亦有望进一步打开国企市场，公司自研工业互联网平台及工业 APP 微服务产品前景可期。

图 17：公司营收行业构成


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：公司智能制造业务营收及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：公司部分合作伙伴


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

三、外延并购，下游行业市场进一步拓宽

3.1 并购联宏科技，下游行业市场进一步拓宽

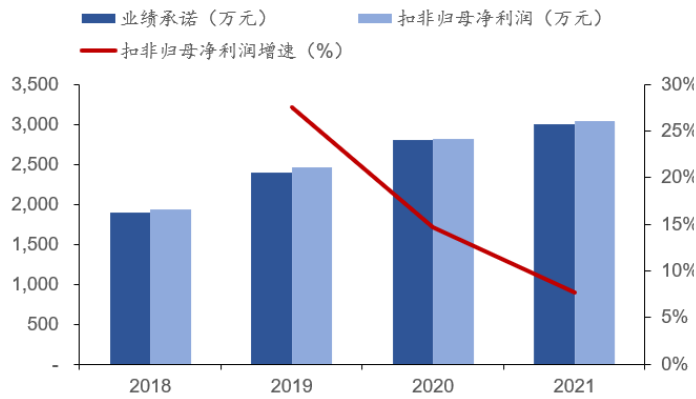
公司于 2019 年完成对上海联宏创能信息科技有限公司（“联宏科技”）的收购。联宏科技是一家专注于为汽车、轨道交通、通用机械、消费电子、航空航天、船舶等机械制造业领域内的广大用户提供面向工业 4.0 的全产品生命周期 (PLM) 数字化产品工程解决方案及全方位资深咨询服务的公司，是西门子最高的铂金级合作伙伴，主要代理产品包括 NX(CAD/CAM/CAE)、SolidEdge、TeamCenter、Tecnomatix、SIMCENTER、LMS、CDA、PCM、QMS-IBS、SIGMATICIT、CAMSTAR、MOLDEX3D 等，并围绕以上各类产品为客户提供专业的咨询服务、技术培训、软件安装、项目实施、售后支持、业务外包、系统集成等综合服务。

图 20：联宏科技部分工业软件数字化解决方案



资料来源：联宏科技官网，信达证券研发中心

联宏科技主要基于 PLM 软件向客户提供系统及整体解决方案，下游客户主要为汽车、机械制造及消费电子等行业，同能科科技下游客户以国防军工为主形成有效互补。联宏科技的收购使得公司下游行业市场由传统国防军工进一步向汽车、机械制造及消费电子等民用领域延伸。通过吸收联宏科技在汽车、机械制造及消费电子等行业 PLM 系统及解决方案的大量实施经验，公司自研产品在以上民用行业的产品力也有望同步得到增强，有助于进一步提升公司自研产品在汽车、机械制造及消费电子等行业拓展的市场竞争力。自收购以来，联宏科技业绩保持稳步增长趋势。2018-2021 年均完成业绩承诺，2021 年实现扣非归母净利润约 3,038.41 万元，同比增长 7.68%。未来随着我国工业软件行业整体快速发展，联宏科技亦有望同步受益。

图 21：联宏科技业绩完成情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：联宏科技 PLM 系统及其整体解决方案


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测及假设

收入及毛利率假设：

公司智能制造业务主要包括云产品与服务、软件系统与服务以及数字孪生产线与服务三大部分，其中云产品与服务主要为乐仓生产力中台、乐造企业应用及基于场景的数据治理平台等自研产品；软件系统与服务主要为基于代理西门子等工业软件产品的二次开发或系统实施及集成服务；数字孪生产线与服务主要为向客户交付虚实结合的生产线和测试台等解决方案。考虑到工业互联网平台赛道方兴未艾，公司自研产品有望保持快速增长，带动智能制造业务的快速增长和毛利率提升，我们预计公司智能制造业务 2022-2024 年营收分别为 11.50 亿元、14.45 亿元及 17.90 亿元，毛利率分别为 45.0%、45.5%及 47.0%。

公司智能电气业务主要聚焦工业电气领域的电能控制和电源系统，预计 2022-2024 年营收保持在 1.5 亿元，毛利率分别为 39.5%、39.3%及 39.0%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年总营收分别为 13 亿元、15.95 亿元及 19.40 亿元，归母净利润分别为 1.97 亿元、2.57 亿元及 3.38 亿元。

表 8：公司分业务营收预测

营收预测	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
智能制造（百万元）	777	1,001	1,150	1,445	1,790
同比增速（%）	37.2%	28.9%	14.9%	25.7%	23.8%
毛利率（%）	39.6%	40.0%	45.0%	45.5%	47.0%
智能电气（百万元）	175	140	150	150	150
同比增速（%）	-12.3%	-20.4%	7.5%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	41.1%	39.6%	39.5%	39.3%	39.0%
总营收（百万元）	952	1,141	1,300	1,595	1,940
同比增速（%）	24.3%	19.8%	14.0%	22.7%	21.6%
毛利率（%）	39.9%	39.9%	44.4%	44.9%	46.4%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 估值与投资评级

公司目前主营业务为工业软件和智能制造相关业务，我们采用 PE 估值法对其进行估值。选取同行业赛意信息、中控技术、宝信软件作为可比公司。可比公司 2024 年平均 PE 为 29.20 倍，我们给予能科科技 2024 年 30 倍 PE 估值，根据我们盈利预测数据，公司 2024 年归母净利润为 3.38 亿元，对应 2024 年总市值约 101 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9: PE 估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (万得一致预测) (亿元)				P/E		
		2023/3/6	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300687.SZ	赛意信息	130.78	2.75	3.72	4.98	47.48	35.18	26.25	
688777.SH	中控技术	493.52	7.96	10.63	14.03	62.04	46.42	35.17	
600845.SH	宝信软件	902.15	21.73	27.26	34.45	41.51	33.09	26.19	
	平均					50.34	38.23	29.20	
603859.SH	能科科技	67.69	1.97	2.57	3.38	34.35	26.36	20.02	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 能科科技归母净利润为信达证券研发中心预测值

风险因素

1. 自研产品市场拓展不及预期;
2. 市场竞争加剧, 产品及服务价格下跌;
3. 军工、高科技电子、装备制造等行业信息化推进进展不及预期。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,200	1,960	2,023	2,445	2,920
货币资金	218	565	637	774	934
应收票据	26	35	40	48	59
应收账款	589	754	894	1,097	1,312
预付账款	69	94	99	118	141
存货	143	155	196	222	264
其他	155	356	158	187	209
非流动资产	755	919	1,045	971	898
长期股权投资	0	0	1	1	1
固定资产(合计)	146	119	100	91	83
无形资产	194	476	464	472	500
其他	416	324	480	407	314
资产总计	1,956	2,879	3,068	3,417	3,818
流动负债	504	464	468	576	659
短期借款	108	64	53	53	53
应付票据	83	58	76	86	104
应付账款	161	189	201	244	289
其他	152	153	138	193	213
非流动负债	10	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	19	19	19	19
负债合计	514	483	487	594	678
少数股东权益	37	44	52	62	75
归属母公司股东权益	1,405	2,352	2,529	2,761	3,065
负债和股东权益	1,956	2,879	3,068	3,417	3,818

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	952	1,141	1,300	1,595	1,940
同比(%)	24.3%	19.8%	13.9%	22.7%	21.6%
归属母公司净利润	120	159	197	257	338
同比(%)	33.3%	32.7%	23.6%	30.3%	31.7%
毛利率(%)	39.9%	39.9%	44.4%	44.9%	46.4%
ROE(%)	8.6%	6.8%	7.8%	9.3%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.96	1.18	1.54	2.03
P/E	49.01	41.46	34.35	26.36	20.02
P/B	4.19	2.81	2.68	2.45	2.21
EV/EBITDA	25.24	22.72	20.28	16.62	13.03

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	952	1,141	1,300	1,595	1,940
营业成本	572	685	723	879	1,040
营业税金及附加	4	5	6	7	9
销售费用	56	65	91	115	142
管理费用	70	87	120	147	178
研发费用	94	115	130	160	194
财务费用	9	10	1	0	-1
减值损失合计	-7	2	-14	-14	-11
投资净收益	-2	1	7	6	6
其他	-2	11	17	18	19
营业利润	137	188	239	298	392
营业外收支	-1	-5	-13	-5	-5
利润总额	135	182	226	293	387
所得税	15	16	21	27	35
净利润	121	167	205	266	352
少数股东损益	0	7	8	9	13
归属母公司净利润	120	159	197	257	338
EBITDA	191	270	306	366	454
EPS(当年)(元)	0.72	0.96	1.18	1.54	2.03

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	79	49	105	166	198
净利润	121	167	205	266	352
折旧摊销	34	87	76	77	77
财务费用	7	13	3	2	2
投资损失	2	-1	-7	-6	-6
营运资金变动	-101	-221	-199	-192	-242
其它	16	5	27	19	16
投资活动现金流	-248	-426	1	-2	-2
资本支出	-235	-224	-190	-5	-5
长期投资	-7	0	190	0	0
其他	-6	-202	1	3	3
筹资活动现金流	13	726	-34	-28	-36
吸收投资	0	790	0	0	0
借款	57	-44	-11	0	0
支付利息或股息	-11	-5	-22	-28	-36
现金净增加额	-159	348	73	137	160

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuquo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。