

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们认为公司直接受益于下游景气度复苏，AI 应用在 B 端快速落地将带来重要增量，以及公司随中企出海打开广阔空间。预计公司 24-26 年实现收入 26.8、32.4、39.4 亿元，实现归母净利润 1.9、2.3、3.0 亿元。给予可比公司平均的 24 年 PE 30x，对应“买入”评级。

关键假设点

收入增速预测：24-26 年技术服务业务预计实现收入增速 16%、17%、18%；自制软件销售业务预计实现收入增速 20%、20%、20%；外购软硬件销售业务预计实现收入增速 30%、30%、30%。

毛利率预测：24-26 年技术服务业务预实现毛利率 60%、60%、61%；自制软件销售业务预计实现毛利率 100%、100%、100%；外购软硬件销售业务预计 24-26 年分别实现毛利率 28%、28%、28%。

有别于大众的认识

市场认为 AI 在 B 端应用推广较慢，公司优势不突出。我们认为公司旗下鼎新电脑已结合 OpenAI 推出 GPT 应用，后续结合更多大模型实现新成长，公司已经推出基于 AIGC 能力的 chatfile 及 chatBI，分别对应文件阅读总结、数据生成总结归纳等能力。预计随着大模型技术演进，公司与更多模型厂商建立合作，复用 AI 产品经验，有望完成增长的再次突破。

市场认为中国台湾地区增长乏力，迎来发展瓶颈。我们认为公司在 ERP 成熟的中国台湾地区市场覆盖率领先，充分体现公司的产品竞争力。在行业低速增长下中国台湾地区老客依然有新需求，复制高速增长阶段的销售经验，大陆市场依然具备巨大空间。此外，东南亚地区推广也可参照此前经验，此地区数字化建设落后，中企出海有望成为公司的又一成长动力。

股价表现的催化剂

AI 应用能力显著提升；与微软等融合效果超预期；大股东资源引入更多核心客户。

核心假设风险

AI 产品推广进展不及预期；下游制造业景气度修复不及预期；出海受当地政策等影响导致推广不及预期；研发投入储蓄加大带来的利润不及预期；应收账款回款不及预期。

目录

1. 制造业 ERP 优势显著，探索 AI+应用	6
1.1 历程：起源于中国台湾，深耕制造业 IT	6
1.2 产品：ERP 为核心，形成制造业整体解决方案	7
1.3 经营：研发投入阶段性高增，现金流表现优异	9
1.4 管理：职业管理人长期服务，大股东工业富联促“IT+OT”	11
2. 核心能力三大拓展：产品、出海、交付	12
2.1 产品：ERP 出发，突破制造 MES+设计 PLM	12
2.2 出海：从中国台湾到大陆，辐射东南亚新市场	15
2.3 交付：服务商品化交付，提升盈利能力	17
3. 雅典娜中台驱动，AI 制造业探索者	18
3.1 AI 大模型助力智能制造“化繁为简”已有案例	18
3.2 雅典娜 PaaS 具备 AI 技术基础	22
3.3 鼎捷结合 OpenAI，已推出 AIGC 多款成熟产品	23
4. 盈利预测与估值	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：鼎捷通过产业链转移发展壮大	6
图 2：两岸发展的智能制造践行者	7
图 3：以提升客户“营运效益”为核心目标	8
图 4：数字化管理在工业软件板块收入占比约 50%	9
图 5：核心业务之间形成联接	9
图 6：境内收入高增（亿元）	9
图 7：盈利稳健成长（亿元）	9
图 8：部分销售费用转入成本导致毛利率波动	10
图 9：研发投入高位展现长期主义	10
图 10：新增研发人员集中在中台及 AI 领域	10
图 11：经营性现金流表现良好（亿元）	11
图 12：鼎捷软件携手合作伙伴启动“灯塔领航者计划”	11
图 13：MES 是管理流程和制造流程的交点	13
图 14：PLM 是设计与制造的结合	13
图 15：中型制造业“业务”及“制造”尚未打通	14
图 16：鼎捷 ERP 与 MES 之间数据完成无缝流通	15
图 17：中国台湾地区覆盖率高	16
图 18：中国台湾地区 GDP 由高增到稳定	16
图 19：鼎捷中国台湾地区收入依然保持正增长	16
图 20：中国台湾电子零件、计算机、机械设备等在工业产出中占比高	17
图 21：实现服务商品化交付，重视交付实际效果	18
图 22：Microsoft 365 Copilot 实现 LLM 和应用打通连接	19
图 23：SAP 的 AI 此前已深入各业务条线	20
图 24：AI 大模型在工业生产/研发/经营的典型应用场景	21
图 25：西门子基于 Nvidia Omniverse 实现实时沉浸式可视化	22
图 26：雅典娜中台以数据驱动为核心	22
图 27：雅典娜中台集合前沿技术	23
图 28：通过 AI 模型可完善知识封装能力	23
图 29：ChatFile 已实现文档阅读总结	24

图 30：实现数据的智能解读	24
表 1：公司部分管理层介绍	12
表 2：鼎捷 ERP 产品覆盖大中小型客户	14
表 3：分业务收入预测	25
表 4：毛利率预测	26
表 5：可比公司估值表	26

1. 制造业 ERP 优势显著，探索 AI+应用

1.1 历程：起源于中国台湾，深耕制造业 IT

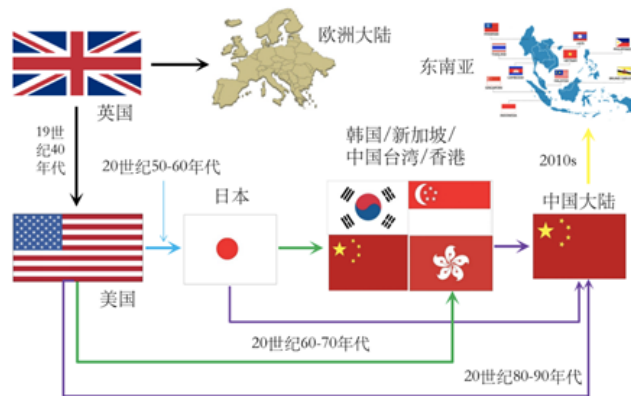
深耕制造业 ERP 四十年，形成 know-how 壁垒。公司成立于 1982 年，前期以自研 ERP 服务于台湾地区的制造业企业，后逐渐拓展至智能制造解决方案，于 2002 年开始拓展大陆市场。

跟随全球产业链转移趋势，完成公司前期积累。公司成功把握住 20 世纪 60 至 70 年代，日本、德国向亚洲“四小龙”和部分拉美国家转移轻工、纺织等劳动密集型加工产业的机会，在中国台湾地区形成优势，后又跟随拓展至中国大陆、东南亚地区等，拓展业务覆盖区域和范围，实现长期成长。

1) 深耕台湾地区制造业 ERP (1982-2002) :1982 年公司前身鼎新电脑在中国台湾成立，专注于制造业企业的 ERP 业务，到 20 世纪 80 年代末期已在中国台湾地区确立领先地位；

2) 拓展大陆地区业务，辐射东南亚地区 (2002-2014) :公司于 2002 年与神州数码合资成立神州数码管理系统有限公司 (DCMS)，主动拓展大陆市场；伴随着第五次产业转移 (中国大陆→东南亚)，公司确定以鼎捷软件品牌深耕国内、辐射亚太业务布局，先后组建了马来西亚分公司、泰国分公司以扩张东南亚的业务。

图 1：鼎捷通过产业链转移发展壮大



资料来源：公众号-ECONOMICS RULES，申万宏源研究

3) 确立“智能制造+全渠道零售”布局 (2014-2017年) :2014年，正式确立基于智能制造、全渠道零售的互联网+战略布局，同年发布了面向成长型企业的全新 ERP 产品-E10 管理软件；2015年，公司正式确定“智能+”战略以及“一线三环互联”战略路径，以加速推动战略落地，同时与生态伙伴宣告共建智能制造生态圈，并发布新一代智能制造解决方案-T100 智能云平台；

4) 探索云+AI的制造业应用 (2018-至今) :2018年，鼎捷提出稳敏双态 IT 数智战略，开始助力企业上云上平台；2020年，公司引入工业富联作为战略股东，借此完善在智

能制造的布局，持续推动 IT 与 OT 的创新融合，同年与华为云联合发布智能制造融合解决方案，进一步巩固公司智能制造方面的能力。**2022 年 8 月，公司推出雅典娜平台，以“智驱中台”打造数据及知识图谱的解决方案，探索 AI 在智能制造领域应用。**

图 2：两岸发展的智能制造践行者



资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 产品：ERP 为核心，形成制造业整体解决方案

公司坚持“智能+”战略，持续推动“一线、三环、互联”的实现路径，产品业务以由数字化管理向研发设计、生产控制及 AIoT 领域拓展。目前公司已经形成四大业务领域协同发展的格局：

“一线”旨在提升营运效益，帮助企业实现从自动化、数字化到智能化发展，持续拓展服务商品与智能制造业务；

“三环”旨在聚合产业资源，搭建连接用户、系统、设备的工业互联网平台以及提供数据信息服务，实现供应链协同；

“互联”旨在实现跨行业、跨产业的资源重组、共享与整合，打造工业互联网生态圈。在公司“智能+”的整体战略布局下，帮助企业实现自动化、数字化、智能化、服务化、社会化转型。

图 3：以提升客户“营运效益”为核心目标


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1) 研发设计类 (PLM 为主)：持续聚焦汽配电子、装备制造等行业，为企业在产品规划、研发、工艺、生产、采购和质量等部门间构建协同工作平台来实现“设计生产一体化”，并通过价值交付从深层次解决企业研发生产协同管理的问题，以此提高企业研发和生产效率。

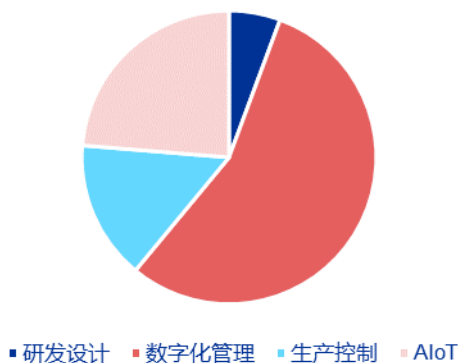
2) 数字化管理类 (ERP 及周边)：以 ERP+EPRII 为基础，通过 T100 (面向大型/超大型企业)、E10 (面向中大型企业)、易飞 (面向小型企业) 等产品为企业提数字化管理服务，满足制造与流通企业不同发展阶段的管理需求。此外，围绕行业深度经营策略，依托稳敏双态的产品方案架构，公司积极发展装备制造、零部件制造等行业管理议题新应用。

3) 生产控制类 (MOM 为主)：以发展制造运营管理系统 (MOM) 为核心，聚焦半导体、机械装备、五金机加、电子组装、汽车零部件及注塑 6 大优势行业，持续优化制造执行系统 (MES)、先进排程系统 (APS)、仓储物流管理系统 (WMS)、质量管理体系 (QMS) 及智能制造中台 (MMP) 等产品，帮助企业解决计划、任务执行、质量、物流、资源等执行问题，并针对不同行业，以行业包的形式深化应用于该行业，发展满足行业特性需求的数智化解决方案。

4) AIoT 类 (软硬融合)：基于数智驱动的新型工业互联网平台-鼎捷雅典娜及 OT 设备产品，聚焦车间自动化与工艺智能化需求制造企业，重点拓展 OT 类方案、设备云工业 APP 及整厂规划 (EPC) 等方案与产品，并进一步与 OT 合作伙伴发展价值融合的方案与应用。

管理类软件占比超 50%。在公司业务中，数字化管理业务是公司的传统业务也是公司优势所在，在 23 年实现收入 12.1 亿元，在公司工业软件业务中占比超 50%；公司生产控制类和 AIoT 类的业务已经形成一定规模，在 23 年收入分别为 3.3 和 5.2 亿元；公司研发设计类业务规模较小，23 年该业务收入为 1.2 亿元，当前公司正以装备制造和电子行业的应用为导向，深化研发设计类产品的发展。

图 4：数字化管理在工业软件板块收入占比约 50%



资料来源：Wind，申万宏源研究

统计口径为公司 23 年年报中披露的工业软件四大领域营收

图 5：核心业务之间形成联接



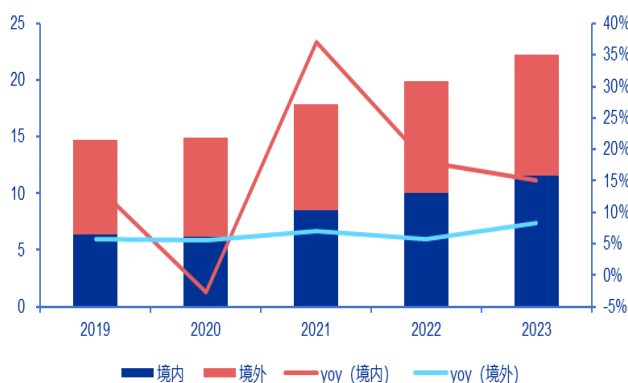
资料来源：公司年报，申万宏源研究

1.3 经营：研发投入阶段性高增，现金流表现优异

大陆业务持续拓展，整体营收稳定增长。分地区来看，当前大陆地区制造业数字化转型需求较强，且公司持续加大大陆地区市场开拓，大陆市场业务增长是公司业绩增长的关键，22 年在大陆营收首次超过 10 亿元，占总营收超过一半，在 23 年实现了 15% 增长，未来继续看好公司在大陆市场的扩张。

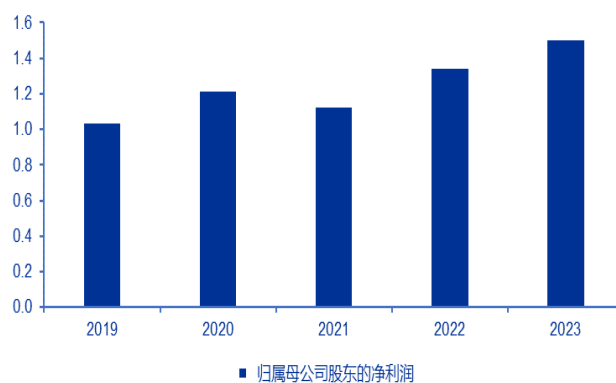
非大陆地区可在受益海外 AIGC 发展。公司在境外尤其是台湾的相关业务已步入成熟期，营收增速较为稳定。但随着 AIGC 对工业制造业赋能优势进一步彰显，雅典娜中台在台湾等境外地区带来的业务增长趋势明朗，公司相关业务增速或将迎来进一步加速。

图 6：境内收入高增（亿元）



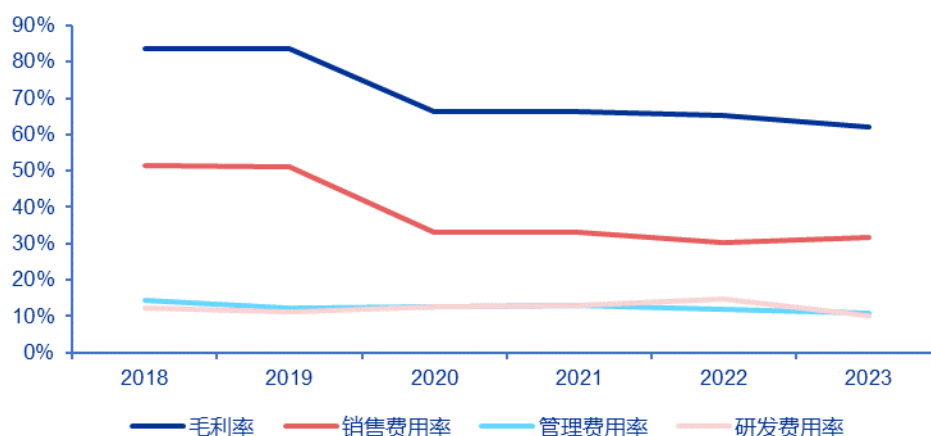
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：盈利稳健成长（亿元）



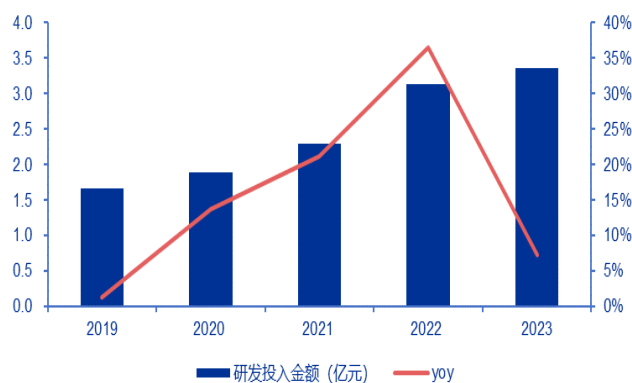
资料来源：Wind，申万宏源研究

部分销售费用转入成本，导致毛利率有所下降，整体盈利能力较强。公司产品化程度高，整体业务毛利率较高。公司整体维持在 65% 左右，管理费用率及研发费用率保持稳定，由于部分售前及实施人员薪酬计入成本项，导致毛利率与销售费用率同向波动，整体盈利能力较强，未来有望通过控制销售费用率的途径实现持续提升。

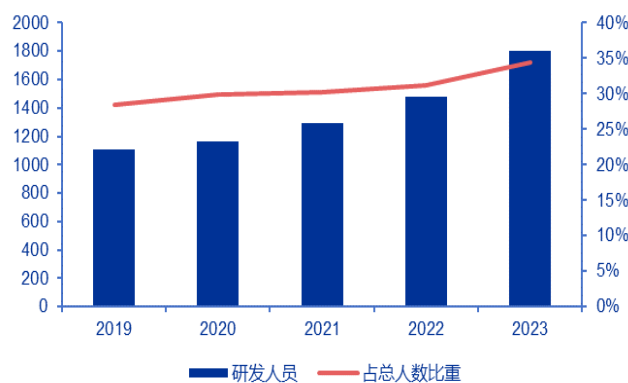
图 8：部分销售费用转入成本导致毛利率波动


资料来源：Wind，申万宏源研究

研发投入持续加码，研发团队支撑雅典娜中台及 AI 发展。公司坚持高比例的研发投入，并且近年研发投入不断加码，截至 23 年末，研发人员共 1806 人，占公司员工人数比重达 34%，较 2021 年研发团队扩充 500 余人，根据产品研发节奏，扩充人员主要是面向雅典娜中台及 AIGC 应用相关的高素质科研人才，目前团队已基本建设完善，预计研发投入企稳。

图 9：研发投入高位展现长期主义


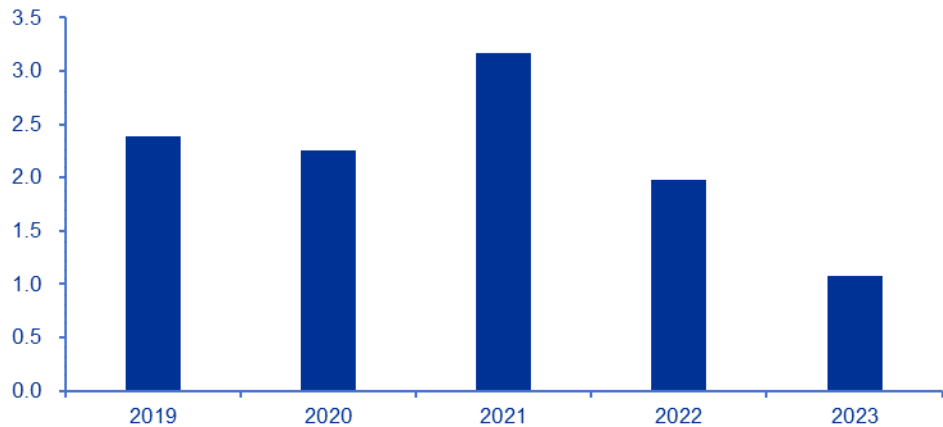
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：新增研发人员集中在中台及 AI 领域


资料来源：Wind，申万宏源研究

对于研发支出会计处理稳健，后续研发成果落地有望拉动净利率提升。公司采取稳健的财务准则，2019 年-2021 年研发支出全盘费用化，2022-2023 根据雅典娜业务规划，进行较小规模资本化，短期内会较大程度降低公司当期净利润，但长期来看，随着后续研发成果的产业化落地，公司利润端有望得到大幅提升，净利率得到显著改善。

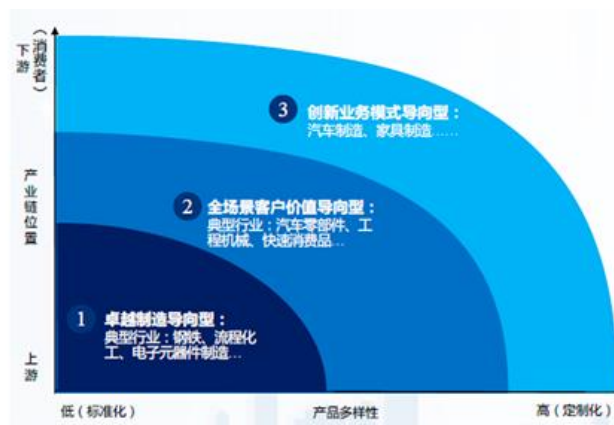
现金流良好，为公司经营、研发加码提供保障。公司出于稳健经营的目的，在考虑资金使用效率的情况下，保持着良好的货币资金，除维持企业正常运营外，还为企业在研发端的扩张提供了足够资金保障，增强了企业的抗风险能力。此外公司对项目管理较为严格，保持较低的应收账款，以及较高的经营性现金流水平。

图 11：经营性现金流表现良好（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 管理 职业经理人长期服务 ,大股东工业富联促“IT+OT”

工业富联成为战略股东，合作打造灯塔工厂。2020年7月，公司引进富士康工业互联网股份有限公司（工业富联）作为新的战略投资股东，持续推动IT与OT的创新融合，打造“灯塔工厂”，用数字技术驱动高端制造领域的研发、设计、制造与运行维护的模式转变，打造更加成熟的智能工业系统，助力工业数字化实践与转型。

图 12：鼎捷软件携手合作伙伴启动“灯塔领航者计划”


资料来源：公司官网，申万宏源研究

工业富联与公司管理层为一致行动人，职业经理人掌舵。当前公司并无控股股东、实际控制人。为维持股权结构稳定，工业富联与第二大股东 TOP、新谄咨询、孙谄彬先生和叶子祯先生签署《一致行动人协议》，并于23年12月又签署了《补充协议》，将原《一致行动协议》有效期顺延36个月。当前，工业富联与一致行动人合计持有公司股份达20%以上，公司股权结构相对稳定。

管理层稳定，部分高层在公司服务已有二十余载。公司管理层中，董事长就职鼎捷（包括此前鼎新电脑）超过30年，业务条线高层已服务公司二十余载，管理团队稳定，对公司经营情况熟悉，管理经验丰富。

表 1：公司部分管理层介绍

姓名	职务/身份	何时加入公司	简介
孙蔼彬	创始人、董事	1982 年	1948 年出生，中国国籍，博士。曾任美商通用电子公司程序工程师；台湾地区中华 ERP 学会常务理事
叶子祯	董事长、总经理	1993 年	1966 年出生，中国国籍，硕士，上海市台湾同胞投资企业协会常务副会长。1993 年加入鼎新电脑，历任鼎新电脑事业部经理、事业群总经理、副总裁及总裁，2020 年 5 月起任鼎捷软件董事长
张苑逸	副总经理、董事	2008 年	1979 年出生，中国国籍，学士，全国台湾同胞投资企业联谊会副会长，2001 年至 2008 年任职安永及资诚会计师事务所，2008 年加入鼎捷软件，历经公司架构重组及上市完整过程，历任公司董事会秘书，现任公司董事、财务负责人、副总裁
刘波	副总经理、董事	2001 年	1976 年出生，中国国籍，上海市静安区政协委员。2001 年入职公司，历任系统规划师、业务部经理、总监、助理总裁、副总裁等职位，拥有逾 20 年的软件行业经验
潘泰酥	副总经理	2005 年	1980 年出生，学士。2005 年加入鼎新电脑，历任系统规划师、业务经理、事业部总经理、拥有近 18 年的资讯软体业经验

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2. 核心能力三大拓展：产品、出海、交付

鼎捷软件的核心优势来源于在行业长期的耕耘，以及优秀的管理模式，通过产品、市场的拓展实现长期稳健成长。

1) 四十年制造业数字化经验，产品顺势拓展

公司从创始之初深耕企业数字化发展，后跟随产业趋势，逐步丰富 ERP 产品条线，并在此基础上，丰富产品条线。

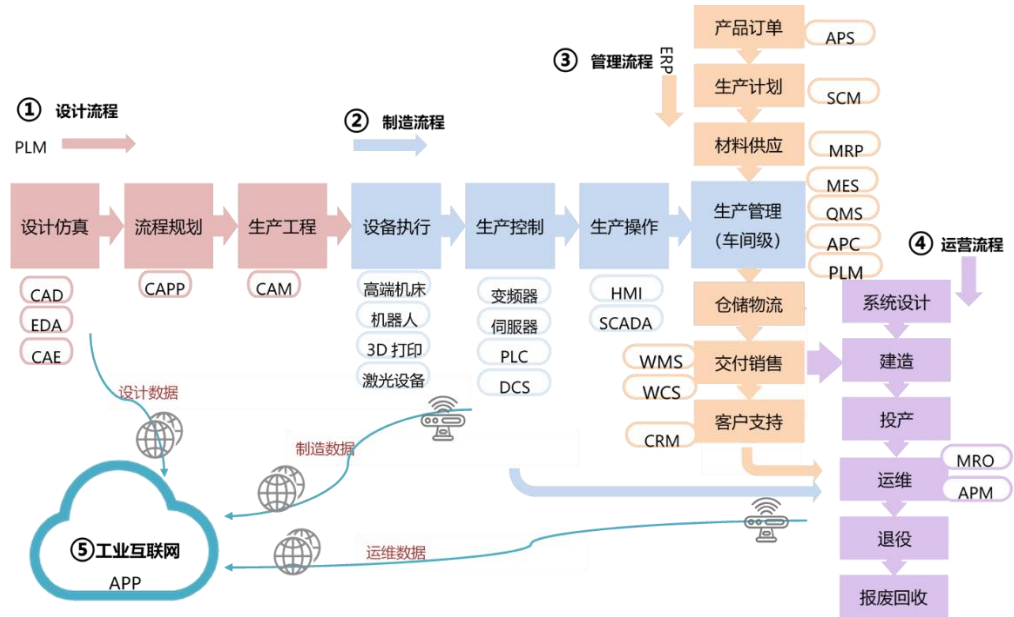
2) 优秀管理与传承，产品能力及盈利能力稳步提升

公司管理层经验丰富，从中国台湾拓展至中国大陆以及东南亚市场，跟随全球产业链趋势制定战略，具备经济不同发展阶段的成功案例；此外，公司精细化管理，注重成长质量，采用敏捷、效益交付等方式，不断提升公司盈利能力。

2.1 产品：ERP 出发，突破制造 MES+设计 PLM

从 ERP 拓展至 MES 及 PLM，符合工业软件流程逻辑。从工业软件的发展进程看，MES 是 ERP 向生产端拓展的产物。此前 ERP 是基于无限产能，以订单向后“推出”计划，ERP 生产管理模块（MPS、MRP、MOM、SFC）提供的是非常粗略的计划与生产过程数据采集统计功能，无法满足用户实际的生产流程控制，因此衍生出计划层和控制层之间的执行环节（MES）。因此 MES 实际是 ERP 基于精细化管理的延展产品。

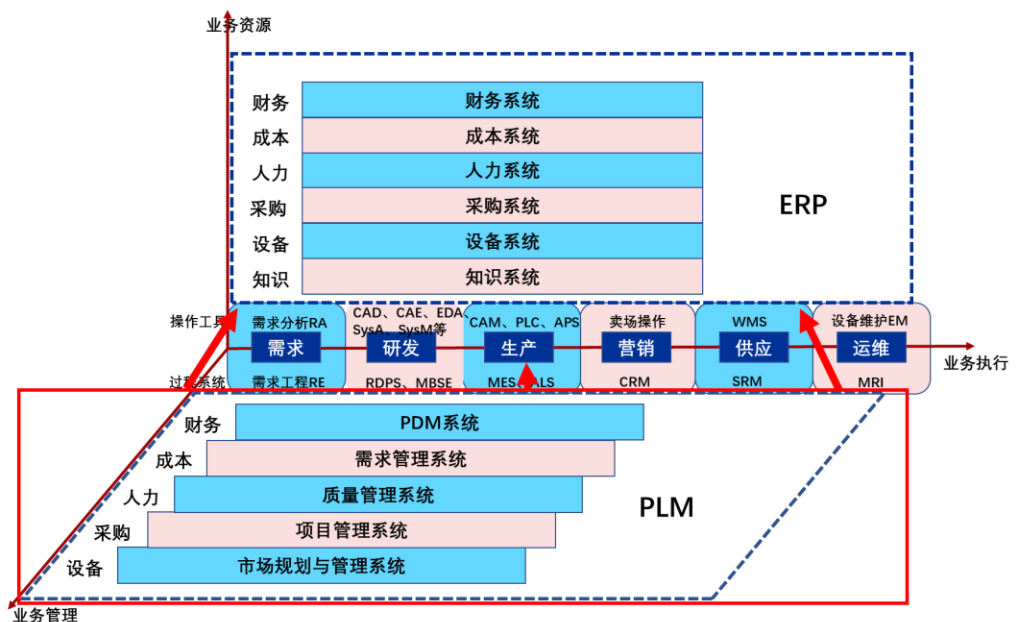
图 13：MES 是管理流程和制造流程的交点



资料来源：知识自动化，申万宏源研究

PLM 核心也是数据的管理。上个世纪 80 年代初现 EDM 系统(工程数据管理系统)。在文件服务器的基础上，例如用户管理，单一文件多版本等；PLM 系统不仅可以按照产品结构来存储数据，也可以用更多的数据形式来描述企业的运行管理流程。优秀的 PLM 系统的使用目标是为整个公司各个部门建立一个集成的数据模型，然后将所有的产品相关和流程相关的数据存储到这个数据模型中。

图 14：PLM 是设计与制造的结合



资料来源：中国工业软件白皮书，申万宏源研究

相较于其他 ERP 厂商，鼎捷优势体现在中型及中小型制造业企业。鼎捷从前中型制造业 ERP 产品出发，服务众多客户，积累行业丰富 know-how，形成壁垒。在中型制造业基础上，拓展至流通行业，并从规模上向大型、小微型企业探索。

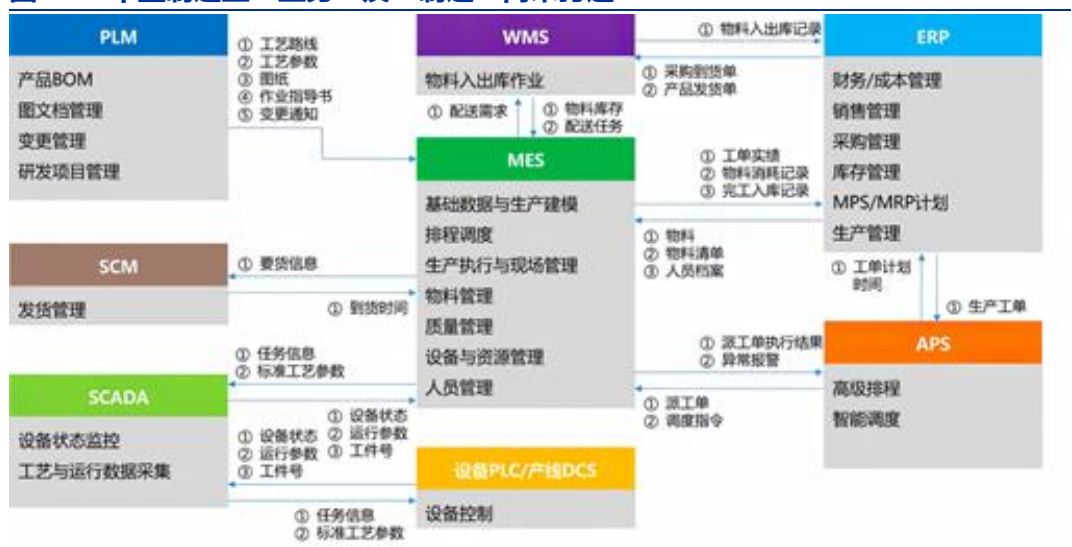
表 2：鼎捷 ERP 产品覆盖大中小型客户

ERP 类别	ERP 产品	概况
T 系列 (集团、超大型企业)	T100	提供制造、分销、零售到电商的一体化解决方案，采用单 DB 设计，可实现快速新增组织
	TOP GP	As a Global Partner Create Great Power，面向全球化企业需求
E 系列 (中型、中小型企业)	E10	主要面向中型成长型企业，制造-分销-流通不同发展阶段的多业态经营管理需求
	易飞	面向中小型制造业企业，与 CRM 等系统无缝集成，易操作的管理工具
	易成	面向食品等连锁行业和零售门店为主的行业，注重快速应用，便捷管理
	易助	面向机械、五金、汽配、电子加工业等制造业的小型型企业，特点是集成度高，可规范日常业务
	易助云	云化产品，面向小型企业
小微企业	企明星	面向小微商贸企业，功能涵盖采购、销售、仓库、资金、应收应付等模块，价格低

资料来源：公司官网，申万宏源研究

中型制造业企业大多尚未实现“业务-制造”的连通。目前中小型制造业企业的生产设备之间、生产设备和控制器之间大多实现了连通，效率较高的电子等行业部分工厂通过 MES 实现了工厂的连通，但与业务端相对割裂。

图 15：中型制造业“业务”及“制造”尚未打通



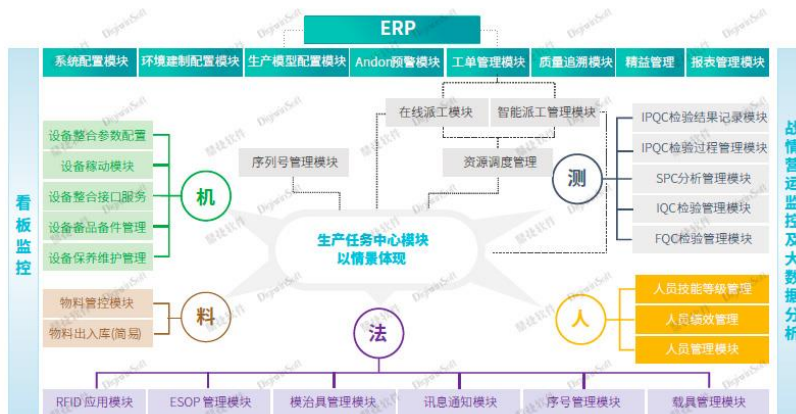
资料来源：中国工业软件白皮书，申万宏源研究

ERP 与 MES 的连通是提升经营效率的关键。若系统间产生断层，效率可能大大降低：ERP 在给 MES 下达生产计划后，生产过程中的偏差（比如设备损坏、原材料不足等）会在通过 MES 及时调整车间生产计划，同时需要将情况及时反馈至 ERP 系统中进行调整产销等情况。现阶段部分制造企业采用的方式是将 MES 的变动项定期交给业务部门，然后进行手动修正，显然降低了效率。

中型制造业企业未来趋势是一体化集成接解决方案。与软件行业“解耦”的趋势是不一致的。“解耦”的目的是根据企业需求自行设计相关模块，后续根据变化增减功能。但制造业企业实际更希望获得多产品组合的整体方案（尤其是在前期打基础阶段），而不是“打补丁”的方式分别解决生产问题，容易形成割裂，后期难以融合。

整体方案的优势是通过更顶层的设计，实现不同环节的数据打通（包括生产、管理等），保证数据间可协同，提升效率。**基于此，公司通过 Cross-Selling 的方式，可以将新的更高毛利的智能制造领域产品销售给此前的 ERP 核心客户，拓客成本低，持续性强。**

图 16：鼎捷 ERP 与 MES 之间数据完成无缝流通



资料来源：鼎捷软件产品白皮书，申万宏源研究

2.2 出海：从中国台湾到大陆，辐射东南亚新市场

中国台湾地区用户覆盖率先。据公司官网，公司产品在中国台湾地区已有较高覆盖率，老客运营提供了重要增长，《天下》杂志 2021 年上榜的前 2100 家制造企业，鼎捷产品覆盖率高达 80%，充分体现公司的产品竞争力。

专注制造业 ERP。与国外厂商相比，公司更能把握本土企业的使用习惯与特征；与国内厂商相比，由于本土 ERP 厂商主要集中于财务、进销存等模块，产品同质化严重，而公司深耕制造行业，在生产制造模块形成一定的行业 knowhow 壁垒。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/608112067027006076>