

信捷电气 (603416)

国产小型PLC龙头，运动控制业务提供增长新动力

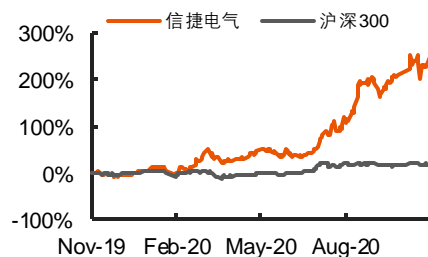
推荐 (维持)

现价: 94.71元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.xinje.com
大股东/持股	李新/35.10%
实际控制人	李新
总股本(百万股)	141
流通A股(百万股)	91
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	133.12
流通A股市值(亿元)	86.40
每股净资产(元)	10.15
资产负债率(%)	29.5

行情走势图



证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

王霖	一般从业资格编号 S1060118120012 WANGLIN272@PINGAN.COM.CN
----	--



平安观点:

- **PLC业务稳健发展，运动控制业务开始发力：**公司是国内小型PLC龙头企业，近5年来营收复合增速在17%左右，远超行业整体增速。近两年公司在大力投入研发伺服产品，18年公司DS5系列高性能伺服驱动上市，获得了良好的市场反馈，推动公司运动控制产品线实现快速增长。20年公司进一步加大了在驱动产品线上的投入，推出了闭环矢量变频器和步进驱动系统，在运动控制领域的产品种类和技术实力在逐步增强。运动控制业务实力的增强，一方面提升了公司提供整体解决方案的能力；另一方面运动控制产品市场空间更为广阔，已经成为公司的重要增长点。
- **先进制造板块需求向好，国产PLC品牌逐步崛起：**龙头扩产及政策支持，使得电子/半导体、锂电、3C设备等行业需求从19年4季度开始保持两位数同比增长，这部分工厂自动化的需求涉及的产品以PLC、伺服为主，疫情导致的外资供货不及时在一定程度上也助力了包括公司在内的国产品牌在先进制造板块龙头客户中的份额提升。目前国内PLC市场主要被外资所占据，本土品牌在小型PLC领域占据了一定的市场份额，并且在不断向技术要求更高的中型PLC领域拓展。我们预计伴随国产品牌在PLC领域技术实力与外资的不断缩小、产品集成更多适合本土市场的功能，以及用户对国产品牌认可度的提升，国产品牌在PLC领域的进口替代有望加速。
- **推出新一代产品切入中型PLC市场，驱动业务成为新的增长点：**在20年下半年，公司推出了基于Codesys平台的XS3系列中型PLC，产品性能和易用性得到了大幅提升，与外资主流产品接轨。我们认为这款产品的推出，一方面有望成为公司进军中型PLC市场的重要产品，助力公司在半导体、机床等高端行业中的拓展；另一方面也显示出公司产品开发思路的转变，不再完全局限于基于自有平台进行产品开发。19年公司伺服产品营收达到1.95亿元，占公司营收比例为30%，在产品性能升级和新品上市的推动下，近三年公司伺服产品营收复合增速达到了36%，远超公司和行业整体增速，竞争力得到市场验证。在20年，公司驱动类新品推出速

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	590	650	1,147	1,495	1,953
YoY(%)	22.1	10.0	76.6	30.3	30.6
净利润(百万元)	149	163	324	407	530
YoY(%)	20.0	10.0	98.0	25.7	30.4
毛利率(%)	39.7	40.5	44.3	44.2	44.4
净利率(%)	25.2	25.2	28.2	27.2	27.1
ROE(%)	14.0	13.6	21.5	21.5	22.1
EPS(摊薄/元)	1.06	1.16	2.30	2.89	3.77
P/E(倍)	89.6	81.4	41.1	32.7	25.1
P/B(倍)	12.6	11.1	8.9	7.1	5.6

度进一步加快，推出了小体积的 DS5L1 伺服驱动器、温升/过载等性能全面升级的 MS6 伺服电机、VH6 矢量型变频器等产品。通过这两年对伺服、低压变频器等产品的迭代更新，公司已经初步形成了在运动控制领域的产品线布局，为公司从 PLC 产品厂商成长为领先的自动化解决方案供应商打下了坚实基础。

- **投资建议：** 公司是国内小型 PLC 龙头企业，在小型 PLC 市场产品线丰富，营收增长稳健。目前公司在控制技术领域向中型 PLC 拓展，20 年推出了基于 Codesys 平台的新一代中型 PLC，产品性能大幅提升，有望成为公司切入中型 PLC 市场的重要产品。此外，公司近年来在大力研发伺服产品，运动控制业务营收快速增长。我们认为，新一代中型 PLC 和运动控制产品的推出，显著提升了公司整体解决方案的竞争力，公司已经从小型 PLC 龙头在逐步成长为行业领先的自动化解决方案供应商。我们预测公司 20/21/22 年的归母净利润分别为 3.24/4.07/5.30 亿元，对应 11 月 2 日 PE 分别为 41.1/32.7/25.1 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 若海外疫情未能得到有效控制，可能导致工控下游行业出口订单下滑，将对工控行业整体需求产生负面影响，进而影响公司营收增速；2) 工控行业 IGBT、芯片等核心原材料主要依赖外资供应商，若疫情导致供应商不能及时交货，将对公司产生负面影响；3) 目前工控高端市场仍然以外资为主，若公司技术和品牌认可度提升不达预期，可能导致公司业绩增长放缓。

正文目录

一、 快速发展的国产小型 PLC 龙头	5
1.1 PLC 业务稳健发展，伺服领域快速突破.....	5
1.2 公司股权结构稳定，创始人团队深耕自动化行业多年.....	6
1.3 防疫需求推动业绩快速增长，公司向一流解决方案供应商迈进.....	6
二、 先进制造板块需求向好，国产 PLC 品牌逐步崛起	8
2.1 先进制造板块需求复苏，疫情推动伺服和 PLC 需求上升.....	8
2.2 国产品牌在小型 PLC 市场具备性价比和服务优势，多因素推动进口替代加速.....	10
三、 推出新一代产品切入中型 PLC 市场，驱动业务成为新的增长点	12
3.1 小型 PLC 竞争力稳固，推出基于 Codesys 中型 PLC 拓展新市场.....	12
3.2 伺服新品加速推出，打开新的增长空间.....	13
四、 投资建议	16
五、 风险提示	17

图表目录

图表 1	公司主要自动化产品线	5
图表 2	公司 PLC 和伺服驱动产品营收情况	6
图表 3	公司持股 5%以上股东（20 年三季报）	6
图表 4	公司近 5 年营收和利润增速	7
图表 5	信捷电气口罩机解决方案	7
图表 6	公司具备在多个行业提供解决方案的能力	7
图表 7	近年来国内自动化市场规模	8
图表 8	国内 OEM 市场分季度增速	9
图表 9	20 年上半年国内自动化 OEM 市场分行业增速	9
图表 10	国内小型 PLC 市场规模	10
图表 11	19 年国内小型 PLC 市场份额情况	10
图表 12	信捷电气 XDH 运动控制型 PLC 功能强大	11
图表 13	国产品牌小型 PLC 市占率变化情况	11
图表 14	公司 PLC 业务营收和毛利率	12
图表 15	公司近年来研发费用率	12
图表 16	国内中大型 PLC 市场规模	13
图表 17	19 年国内中大型 PLC 市场份额	13
图表 18	公司 XS3 中型 PLC	13
图表 19	Codesys Control 开发环境	13
图表 20	国内交流伺服市场规模	14
图表 21	近年来公司伺服产品营收增长情况	15
图表 22	DS5 伺服驱动性能明显提升	15
图表 23	MS6 伺服驱动主要性能均有升级	15
图表 24	公司手机贴合机解决方案	16
图表 25	信捷电气主要产品营收拆分预测	16

一、快速发展的国产小型 PLC 龙头

1.1 PLC 业务稳健发展，伺服领域快速突破

公司成立于 2008 年，自成立以来一直从事工业自动化产品的研发、生产和销售，为自动化 OEM 市场提供智能控制系统解决方案。公司具备较为完善的自动化产品线，以 PLC 作为核心产品，向人机界面、伺服驱动、变频器和机器视觉等产品延伸，具备在工厂自动化（FA）领域向客户提供完整解决方案的能力。

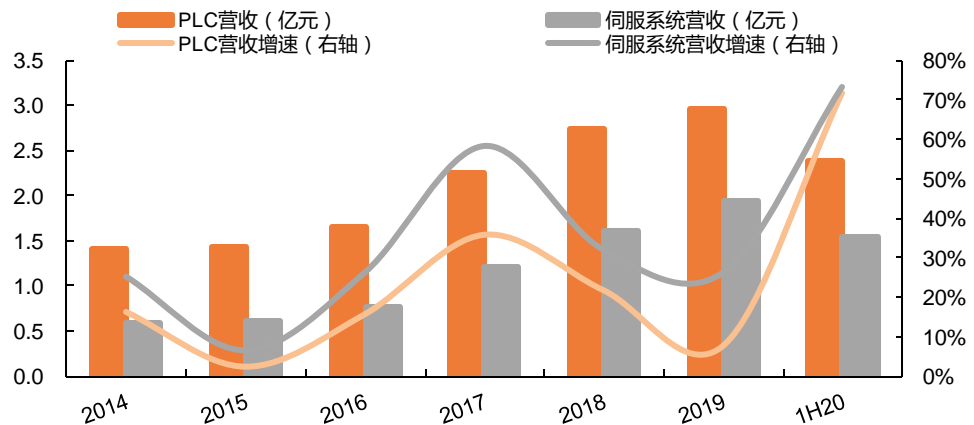
图表1 公司主要自动化产品线

产品大类	主要型号	图例
PLC（可编程控制器）	小型 PLC：XC、XD、XL 系列 中型 PLC：XS、XG 系列	
伺服系统	DS5 系列	
低压变频器	VH3、VB5 系列	
步进系统	DP、DPL、DP3 系列	
HMI（人机界面）	TG、MTG、CCSG、OP 系列	
机器视觉	SV 系列	

资料来源：公司官网、平安证券研究所

PLC 产品为公司业务的基石，驱动产品快速发展。公司是国内小型 PLC 龙头企业，PLC 产品营收占公司整体收入的比例在 50%左右。近两年公司在大力投入研发伺服产品，18 年公司 DS5 系列高性能伺服驱动上市，获得了良好的市场反馈，推动公司运动控制产品线实现快速增长。20 年公司进一步加大了在驱动产品线上的投入，推出了闭环矢量变频器和步进驱动系统，在运动控制领域的产品种类和技术实力在逐步增强。驱动类产品线的迭代更新，一方面提升了公司提供整体解决方案的能力，形成了 PLC+HMI+伺服/变频器的完整产品组合；另一方面运动控制类产品市场空间更为广阔，已经成为公司的重要增长点。

图表2 公司 PLC 和伺服驱动产品营收情况

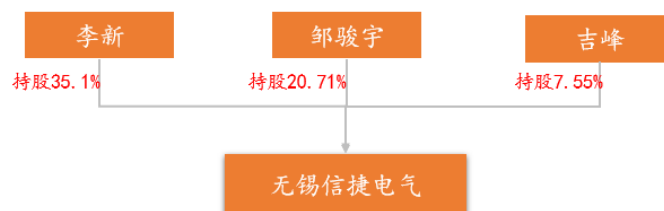


资料来源: Wind、平安证券研究所

1.2 公司股权结构稳定，创始人团队深耕自动化行业多年

公司实控人是李新，截至 20 年三季度末持有公司 35.1% 的股份，根据公司 10 月 15 日公告的简式权益变动书，预计在股份交割完成后持股比例将变为 23.1%。李新曾任职于无锡华光电子工业有限公司，于 08 年创立信捷电气，一直担任公司董事长兼总经理。公司第二大股东为邹骏宇，持有公司 20.71% 的股份，曾任职于施耐德电气从事技术开发工作，于 08 年与李新共同创立信捷电气，目前担任公司董事兼副总经理。公司创始人团队具有多年自动化行业从业经验，并且具备较强的技术背景，能够较好的把握公司产品研发方向和市场战略。

图表3 公司持股 5% 以上股东 (20 年三季报)



资料来源: Wind、平安证券研究所

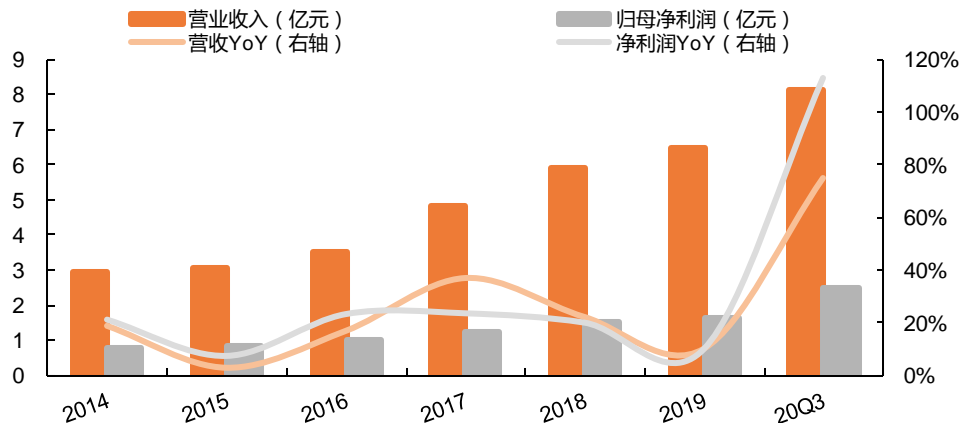
1.3 防疫需求推动业绩快速增长，公司向一流解决方案供应商迈进

公司近 5 年来营收一直保持正增长，年化复合增速在 17% 左右，远超国内自动化行业整体增速。公司营收能够持续增长，除了受益于国内自动化市场不断上升的需求之外，还有以下两个重要原因：

- (1) 公司能够根据客户需求不断进行技术迭代，推出领先市场的新产品：例如针对中型 PLC 在运动控制领域的应用，公司在 20 年推出了基于 Codesys 编程平台的 XS3 中型 PLC，满足客户对于多轴控制和高效编程的需求；
- (2) 从控制类产品向驱动产品延伸，通过提供解决方案提升单个客户的采购价值量：公司深耕小型/中型 PLC 市场多年，能够较为准确的把握目标客户的需求，高性能伺服和低压变频器

等驱动产品的推出，使得公司具备了向 PLC 产品客户提供整体方案的能力，单个客户的采购价值量在明显上升。

图表4 公司近5年营收和利润增速

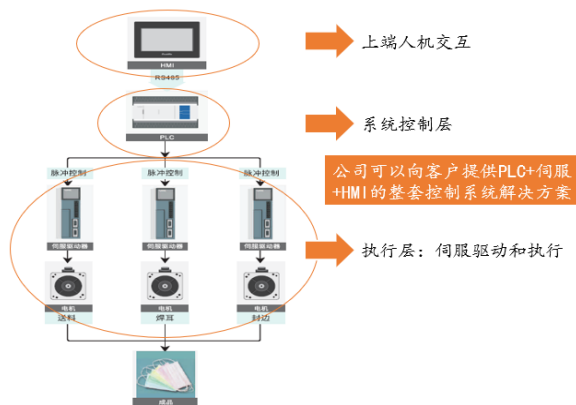


资料来源: Wind、平安证券研究所

20 年上半年由于疫情的影响，与防疫相关的口罩机、呼吸机和医疗印刷包装等行业对伺服和 PLC 产品的需求快速上升。由于公司在口罩机行业有较长时间的积累，能够提供 PLC+伺服+HMI 的成熟解决方案，公司在口罩机市场的份额明显高于竞争对手，显著受益于防疫带来的 PLC 需求爆发。我们认为，公司在口罩机市场的成功，是公司深耕细分市场，精准把握中小客户需求的典型范例：

- (1) 与外资行业巨头相比，公司产品的性价比优势明显，并且依托本土的产品研发和服务团队，能够为技术能力相对薄弱的客户提供定制化开发的服务；
- (2) 与国内竞争对手相比，公司在 PLC 领域有着深厚的技术积累，与以驱动产品起家的大多数竞争对手相比，公司的解决方案有更高的灵活性，能够以通用型硬件为基础，通过 PLC 内针对不同行业的工艺包，向客户提供定制化的解决方案。

图表5 信捷电气口罩机解决方案



资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

图表6 公司具备在多个行业提供解决方案的能力



资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

在 20 年，公司发布了 DS5L1 脉冲型伺服、VH6 矢量变频器和 DP3F 步进驱动器等多款运动控制产品，通过完善在驱动层的产品线布局，公司已经从以小型 PLC 为主的自动化产品厂商逐步成长为国内领先的自动化解决方案供应商。与项目型市场通常由系统集成商负责整个过程控制项目的安装调

试不同，OEM 市场客户由于体量及预算等原因，一般自行进行系统集成或者依赖厂商提供技术服务，因此在本轮制造业的自动化升级中，客户对于整体解决方案的需求明显上升。公司通过以往在小型 PLC 市场积累的客户资源，在 3C、包装、纺织、建材等细分市场提供定制化的解决方案。对下游行业的精准定位避开了在冶金、暖通、采矿等外资主导行业的品牌劣势，由于国内下游行业市场规模足够大，公司得以通过在此类细分市场逐步占据较大份额获得成长空间，并进一步增强技术实力和品牌影响力。

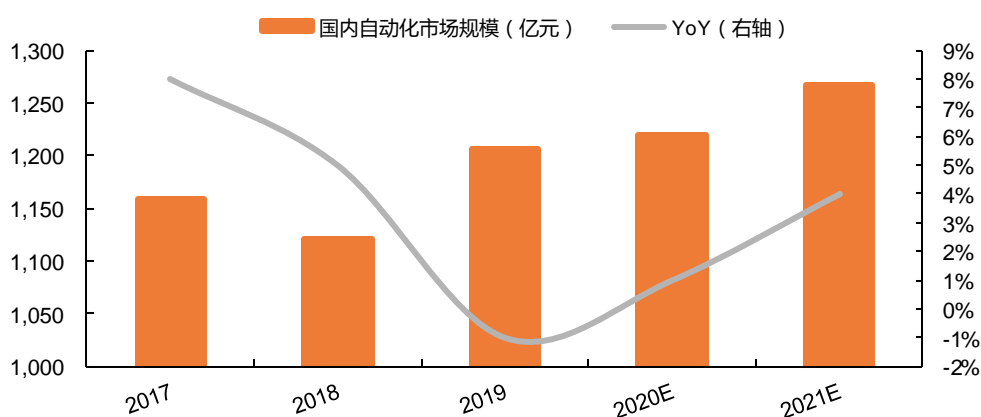
二、 先进制造板块需求向好，国产 PLC 品牌逐步崛起

2.1 先进制造板块需求复苏，疫情推动伺服和 PLC 需求上升

根据睿工业的数据，19 年国内自动化市场规模为 1207 亿，20 年尽管行业整体受到疫情对纺织、油气等行业的影响，但是在电子/半导体、3C 消费电子、锂电设备等先进制造板块需求的推动下，预计整体市场规模仍有小幅增长。从公司所在的 OEM 市场来看，19 年国内自动化 OEM 市场规模为 649 亿元，预计今年将同比增长 6%，达到 685 亿元。OEM 市场在经历了 18 年下半年至 19 年的需求底部之后，在 20 年已经呈现明显复苏之势，从 20 年 OEM 市场需求增长主线来看，主要有两条：

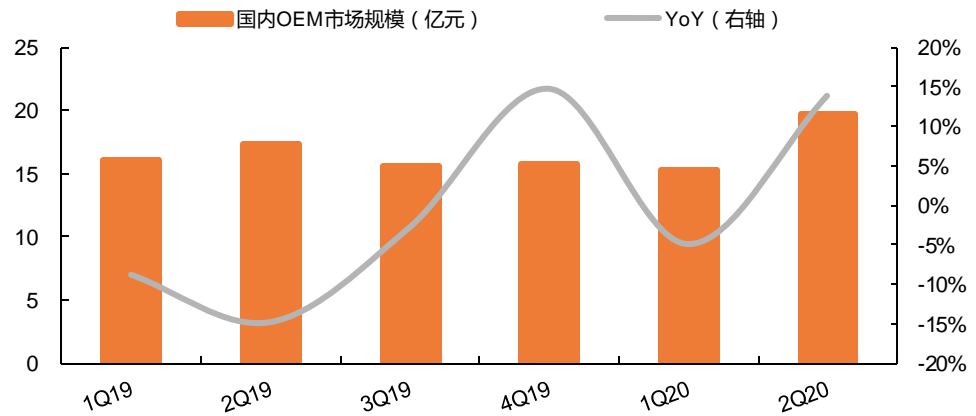
- (a) **防疫需求：**下游需求行业包括口罩机、印刷包装设备、物流设备等，涉及的产品主要以小型 PLC 和伺服为主。其中，国内的防疫需求在 4 月份之后逐步消退，海外需求的高峰在 5 月底左右结束。但是由于美国等地疫情的反复，口罩机等防疫设备的需求在 7、8 月份又迎来了小高峰。我们预计，这部分需求在短期仍将对公司小型 PLC、伺服等产品有一定的贡献。
- (b) **先进制造板块需求增长：**龙头扩产及政策对战略新兴行业的支持，使得下游需求呈现高速增长势头。电子/半导体、锂电、3C 设备需求从 19 年 4 季度开始保持两位数同比增长，这部分工厂自动化的需求涉及的产品以 PLC、伺服为主，疫情导致的外资供货不及时在一定程度上也助力了包括公司在内的国产品牌在先进制造板块龙头客户中的份额提升。我们认为上述新兴行业的需求具备较强持续性，预计今明两年将是行业增长的主要推动力。

图表7 近年来国内自动化市场规模



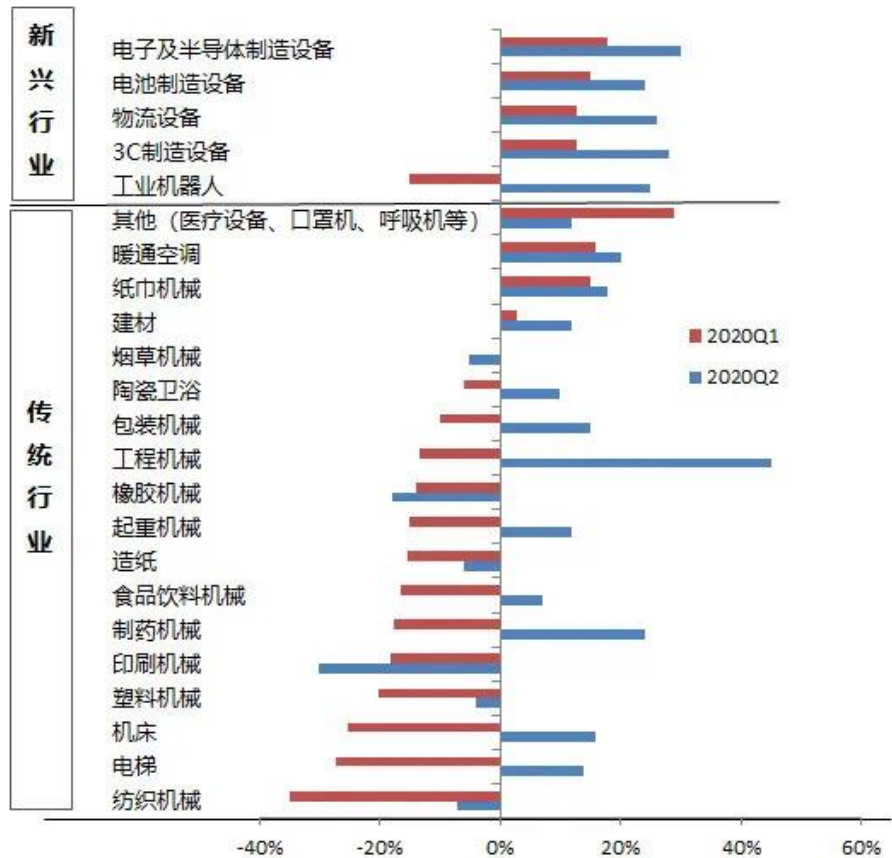
资料来源：睿工业、平安证券研究所

图表8 国内 OEM 市场分季度增速



资料来源：睿工业、平安证券研究所

图表9 20 年上半年国内自动化 OEM 市场分行业增速



资料来源：睿工业、平安证券研究所

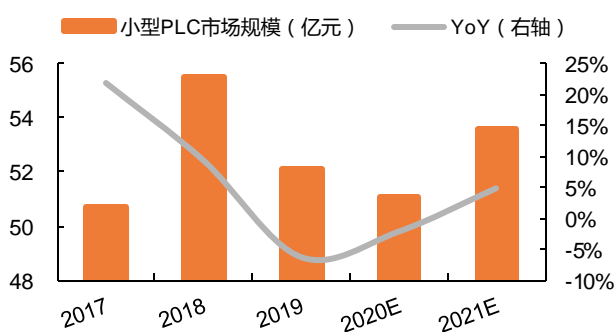
从中长期看，国内制造业的自动化升级将是 OEM 市场增长的持久驱动力。新兴行业如锂电、光伏等由于技术迭代周期短，因此设备更新换代需求较强。传统制造业尽管技术迭代相对缓慢，但是国

内中小供应商的产线自动化水平较低，在产品制造工艺升级和人工成本上升等多重因素的作用下，我们预计传统制造业的自动化率将加速提升。此外，与项目型市场大客户对品牌和技术的高要求不同，OEM 市场中小客户更加看重供应商的服务能力，因此我们认为在本轮国内制造业的自动化升级中，能够提供定制化服务、产品技术性能已经可以满足绝大部分应用场景的国产品牌在 OEM 的份额将不断提升。

2.2 国产品牌在小型 PLC 市场具备性价比和服务优势，多因素推动进口替代加速

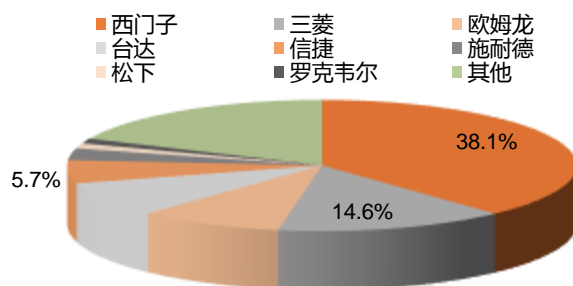
19 年国内 PLC 市场规模约为 113 亿元，同比下滑 2%，其中小型 PLC 市场规模为 52.09 亿元，中大型 PLC 市场规模为 60.51 亿元。目前国内 PLC 市场主要被外资所占据，本土品牌经过十几年的发展，已经在小型 PLC 领域占据了一定的市场份额，并且在不断向技术要求更高的中型 PLC 领域拓展。19 年公司在国内小型 PLC 市场份额为 5.7%，在本土品牌中排名第一，但是与西门子和三菱这两大外资品牌相比仍有较大提升空间。今年上半年受益于口罩机的需求，1H20 公司 PLC 产品营收达到了 2.39 亿元，同比增长 72%，市场份额大幅增长。从中长期看，伴随国产 PLC 龙头企业在小型 PLC 领域技术实力与外资的不断缩小、产品集成更多适合本土市场的功能，以及用户在小型 PLC 领域对性价比的重视，在小型 PLC 领域的进口替代有望呈加速趋势。

图表10 国内小型 PLC 市场规模



资料来源: 睿工业、平安证券研究所

图表11 19 年国内小型 PLC 市场份额情况



资料来源: 睿工业、平安证券研究所

小型 PLC 主要用于单体设备的控制和小型自动化项目，产品的性价比和供应商提供的技术服务在这一市场的用户选择中占据较大的权重。目前国内以信捷为代表的 PLC 龙头企业，在小型 PLC 产品技术上已基本追平日系三菱、欧姆龙等厂商，除了推出具备 PID、高速技术和中断等标准功能的 PLC 产品之外，针对国内小型 PLC 在运动控制领域的广泛应用，还推出了支持插补、多轴联动等基本运动控制功能的运控型 PLC，打破了以往外资垄断时期针对中国市场开发的低价产品“价格低=功能少”的现象。由于 PLC 是自动化系统的核心，因此 PLC 企业更容易根据下游行业应用的特点开发行业解决方案和不同的工艺包，信捷等国产品牌针对国内大部分用户技术能力较弱、希望从厂商获得打包方案的特点，大力拓展解决方案销售，开发了 3C、纺织、木工等多个行业的定制化解决方案，形成了伺服+PLC+HMI 的整体销售，进一步增强了产品的综合竞争力。

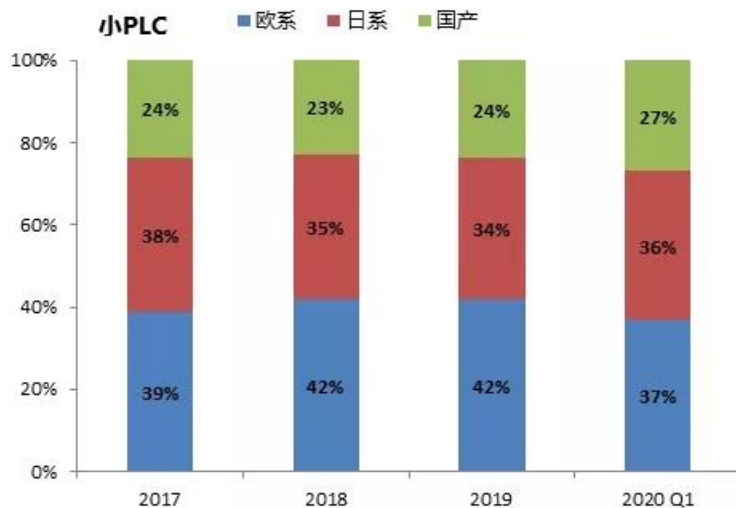
图表12 信捷电气 XDH 运动控制型 PLC 功能强大

技术参数	信捷 XDH	三菱 FX3U
I/O 点数	60 点	256 点
指令处理速度	0.01-0.03 μ m	0.065 μ m (基本指令);
高速定位	4 路 100kHz	3 路 100kHz
通讯方式	Ethernet/Modbus	Ethernet/Modbus
总线功能	EtherCAT 总线、X-Net 总线	/
运动控制功能	轴组功能 (平面插补、三轴插补)、电子凸轮 (最多 32 轴)、随动功能	/

资料来源：各公司官网、平安证券研究所

国产品牌在小型 PLC 市场服务和产品性价比上的优势,在 20 年一季度的疫情期间得到了明显体现。国产品牌针对疫情期间涌现的口罩机等防疫设备需求,推出了小型 PLC+伺服的整体解决方案,并且凭借产品价格和货期上的明显优势,迅速占据防疫相关的医疗设备市场。此外,由于国产品牌在工控市场的主要竞争对手台系和日系企业的复工相对较慢,使得国产品牌在服务和产品快速交付上的优势更加明显,在电子、光伏设备等行业的进口替代进一步加速。从睿工业的统计数据来看,在 20 年一季度,国产品牌在小型 PLC 市场的市占率大幅提升了 3pct。

图表13 国产品牌小型 PLC 市占率变化情况



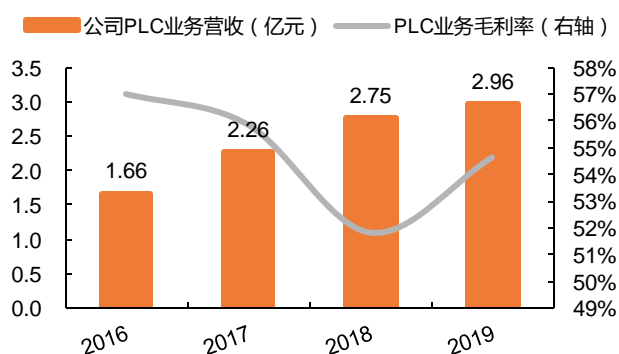
资料来源：睿工业、平安证券研究所

三、推出新一代产品切入中型 PLC 市场，驱动业务成为新的增长点

3.1 小型 PLC 竞争力稳固，推出基于 Codesys 中型 PLC 拓展新市场

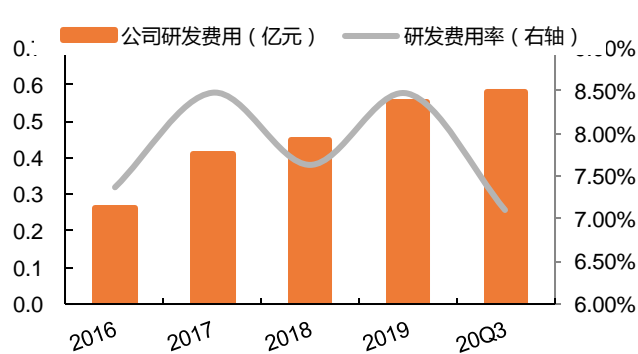
PLC 作为工业自动化控制层的核心设备，技术门槛较高。信捷电气作为国内 PLC 领域的领军企业，常年保持 7-8% 左右的高研发投入，不断进行产品迭代，在逐步实现技术上对外资的追赶。目前公司在小型 PLC 领域已经形成了完整的产品线，包括 XC/XD 系列标准产品及其衍生的运动控制型、以太网型等增强型号。此外，公司还推出了 XL 薄型产品和用于飞剪、追剪的 CAM 系列电子凸轮专机。在小型 PLC 市场，公司已经凭借丰富的产品线和多年培育的用户口碑，形成了较强的市场竞争力。公司 PLC 业务的营收从 2016 年的 1.66 亿元增长至 2019 年的 2.96 亿元，复合增速约为 21%，远超行业整体增速，毛利率常年保持在 50% 以上，盈利能力稳定。

图表 14 公司 PLC 业务营收和毛利率



资料来源: Wind、平安证券研究所

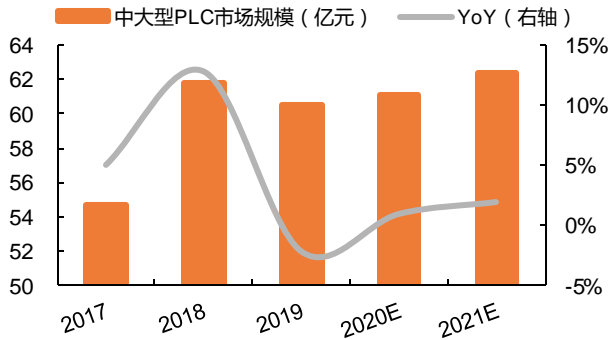
图表 15 公司近年来研发费用率



资料来源: Wind、平安证券研究所

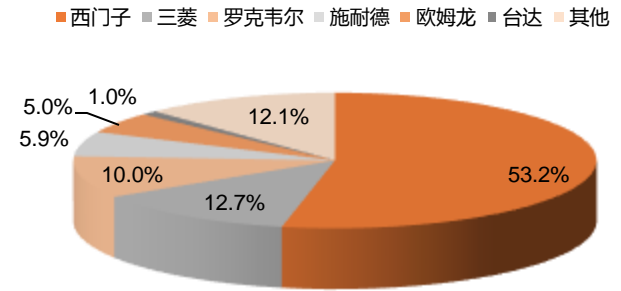
随着公司技术实力的发展，以及公司部分原有客户需求的升级，近两年公司也在加大对性能更强、技术门槛更高的中型 PLC 的研发。中型 PLC 原本主要应用中、大型项目以及作为超大型项目的从站控制设备，较少使用在单个设备的控制中，相对于小型 PLC，除了在容纳的 I/O 点数和指令处理速度上有较大提高外，更加注重网络通信能力以进行组网控制。近年来伴随自动化设备性能的提升，以及制造业柔性生产中多个设备协同工作的需求增多，对 PLC 的处理速度、网络通讯能力和复杂运动控制功能提出了更高的要求。中型 PLC 凭借更快的指令处理速度、更好的实时通讯能力以及对 CNC、机械手等复杂运动控制的支持，在中高端机械设备中得以大量运用。根据睿工业的数据，19 年国内中大型 PLC 市场规模超过 60 亿元，主要供应商均为外资品牌，对于公司而言，是具备较大增长空间的蓝海市场。公司此前推出了基于自有软件平台的中型 PLC XG 系列，但是市场反响较弱，反映出在外资云集的中型 PLC 市场，技术门槛和用户对产品性能、易用性的要求要远高于小型 PLC。

图表 16 国内中大型 PLC 市场规模



资料来源: 睿工业、平安证券研究所

图表 17 19 年国内中大型 PLC 市场份额



资料来源: 睿工业、平安证券研究所

在 20 年下半年，公司推出了基于德国 3S 公司编程平台的 XS3 系列中型 PLC，产品性能和易用性得到了大幅提升，与外资主流产品接轨。我们认为这款产品的推出，一方面有望成为公司进军中型 PLC 市场的重要产品，另一方面也显示出公司产品开发思路的转变，不再完全局限于基于自有平台进行产品开发。Codesys 作为完全符合 IEC61131-3 PLCopen 标准的开发环境，具有强大的通信能力和运动控制功能，支持 EtherCAT、CANopen、Profibus 等主流现场总线，并且整合了轴组控制、CNC 控制、机器人控制等复杂运动控制功能。目前除了西门子、三菱和罗克韦尔三大控制器件厂商基于自有平台进行开发之外，二线品牌如施耐德、ABB、博世力士乐等均有基于 Codesys 平台开发的控制产品。

图表 18 公司 XS3 中型 PLC

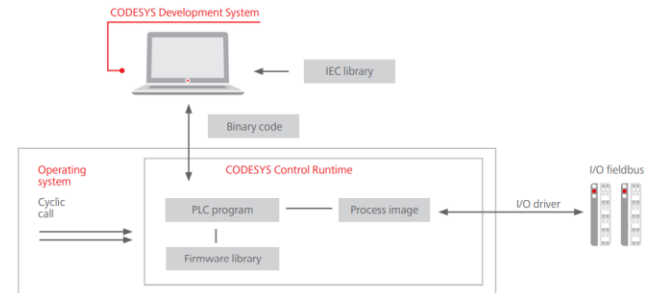
处理速度更快、编程更高效便捷，专为中大规模自动化控制而设计

XS3 系列 PLC 是信捷电气自主研发的基于 CODESYS 编程平台的中型 PLC，具有 CPU 处理速度快、程序容量大、编程效率高等功能优势，是中大型自动化控制的理想之选。

网络控制 支持工业以太网、RS485、Modbus 等多种通信协议	多语言开发 支持 STL、SFC、LAD、Ladder、SFC、SFC、SFC、SFC 等多种编程语言	高速运算 支持 IEC61131-3 标准，支持高速运算	高速定位 支持高速定位控制，支持高速定位	高速信号采集 支持高速信号采集，支持高速信号采集	强大的扩展能力 支持强大的扩展能力，支持强大的扩展能力
---	---	--	--------------------------------	------------------------------------	---------------------------------------

资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

图表 19 Codesys Control 开发环境



资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

目前在自动化行业，对于 PLC 功能的需求早已从原先的标准逻辑控制转向了工厂自动化 (FA) 所需的运动控制，借助 Codesys 平台所提供的多语言、多总线支持能力和集成的运动控制功能库，公司的新一代 XS3 系列产品在满足复杂控制、提升编程效率和用户易用性等方面都有了质的飞越，并且我们预计在新平台下公司产品迭代速度也能进一步加快。从中长期看，新一代中型 PLC 产品的开发，一方面提升了公司的品牌形象，有利于公司逐步进入中大型 PLC 这个高端领域；另一方面，控制器性能的提升也将助力公司的整体解决方案在半导体、机床等高端行业中的拓展。

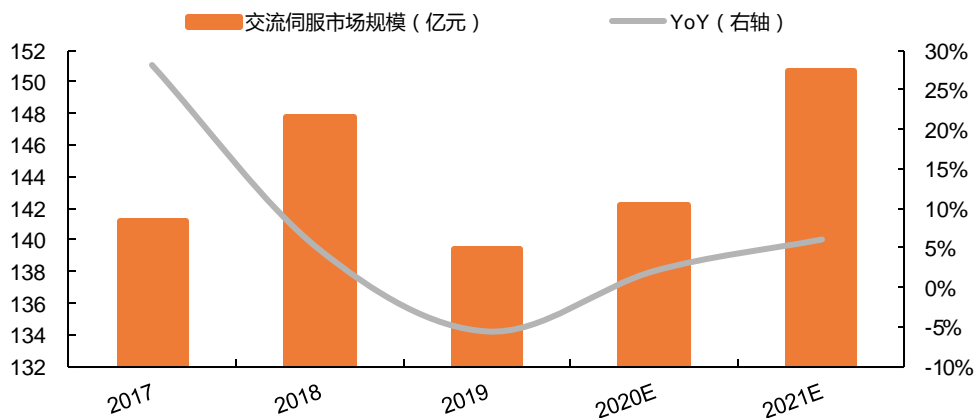
3.2 伺服新品加速推出，打开新的增长空间

公司除了立足于小型 PLC 领域，不断通过技术迭代实现产品竞争力提升之外，公司近几年也在大力投入资源进行伺服系统的研发，公司在 18 年底开始向市场推广的 DS5 系列高性能伺服，较原先的

DS2/3 系列各方面性能有大幅提升，获得了较好的市场反馈。根据从市场终端了解到的信息，公司的伺服产品在 19 年有较快的增长，并且新产品 DS5 系列的销售额占比在持续攀升，估算已经占到公司伺服产品销售额的 1/3 左右；预计随着产品推广带来的销量爬坡，DS5 系列的占比有望进一步提升，公司在伺服领域的竞争力已经大幅增强。

在 20 年，公司驱动类新品推出速度进一步加快。在伺服领域推出了小体积的 DS5L1 伺服驱动器、温升/过载等性能全面升级的 MS6 伺服电机产品；在低压变频器领域，推出了 VH6 矢量型变频器，具备主流的直流共母线、低频大扭矩和过压抑制等功能；在步进驱动领域，推出了 DP3F 闭环步进驱动器，开拓办公设备、医疗设备等市场。通过这两年对伺服、低压变频器等产品的迭代更新，公司已经初步形成了在运动控制领域的产品线布局，为公司从 PLC 产品厂商成长为领先的自动化解决方案供应商打下了坚实基础。从市场容量来看，19 年国内交流伺服市场规模为 139 亿元、低压变频器市场规模为 199 亿元，市场空间远大于 PLC 产品；此外，更加重要的是，相较于 PLC 产品的高技术门槛和外资占据的主导地位，伺服和低压变频器等驱动产品随着电力电子技术的愈发成熟，外资构建的技术壁垒在逐步弱化，对于国产品牌而言有更大的替代空间。

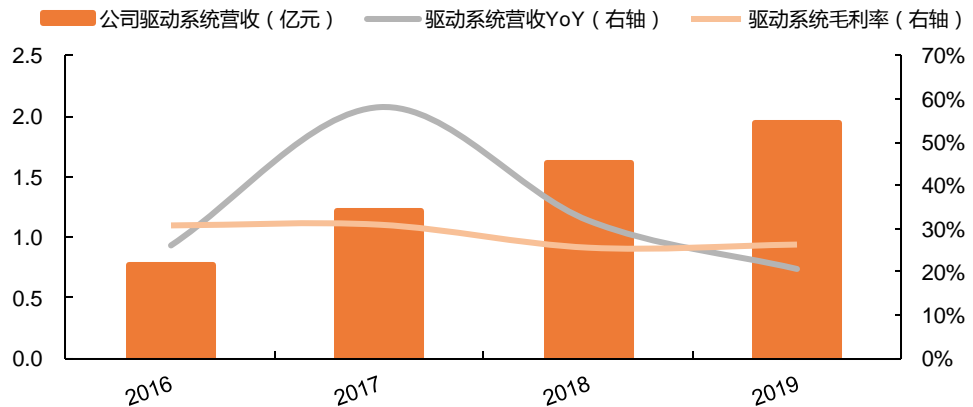
图表 20 国内交流伺服市场规模



资料来源：睿工业、平安证券研究所

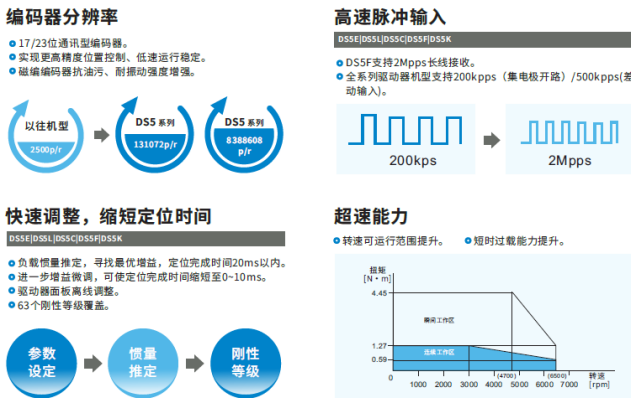
运动控制产品成为公司增长重要驱动力，竞争力得到市场验证。19 年公司伺服产品营收已经达到 1.95 亿元，占公司营收比例为 30%，在产品性能升级和新品上市的推动下，近三年公司伺服产品营收复合增速达到了 36%，远超过公司和行业的整体增速。尽管伺服领域竞争对手众多，但是从公司今年推出 DS5L1 伺服驱动和 MS6 伺服电机的速度来看，公司能够快速根据客户反馈进行产品迭代。总体来看，伺服市场依然是一个技术导向型的市场，与过去的 DS2/3 产品相比，公司 DS5/DS5L1 系列产品在多个重要参数上均有明显提升：伺服驱动和电机外型尺寸和重量进行了大幅优化，编码器的分辨率提高至 17/23bit，定位精度与过往型号相比成倍提高，此外产品的响应速度、过载能力等动态性能方面也有所提升。新推出的 MS6 伺服电机通过在设计 and 工艺上的改进，超速范围相比 MS5 系列提升 20%，绕组温升平均降低 15-20 度。对于用户来说，新一代 DS5 系列伺服驱动+MS6 伺服电机的组合可以应用在加工工艺更为复杂、对生产效率要求更高的场合，大幅拓展了公司产品所能覆盖的下游行业范围。

图表21 近年来公司伺服产品营收增长情况



资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

图表22 DS5 伺服驱动性能明显提升



资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

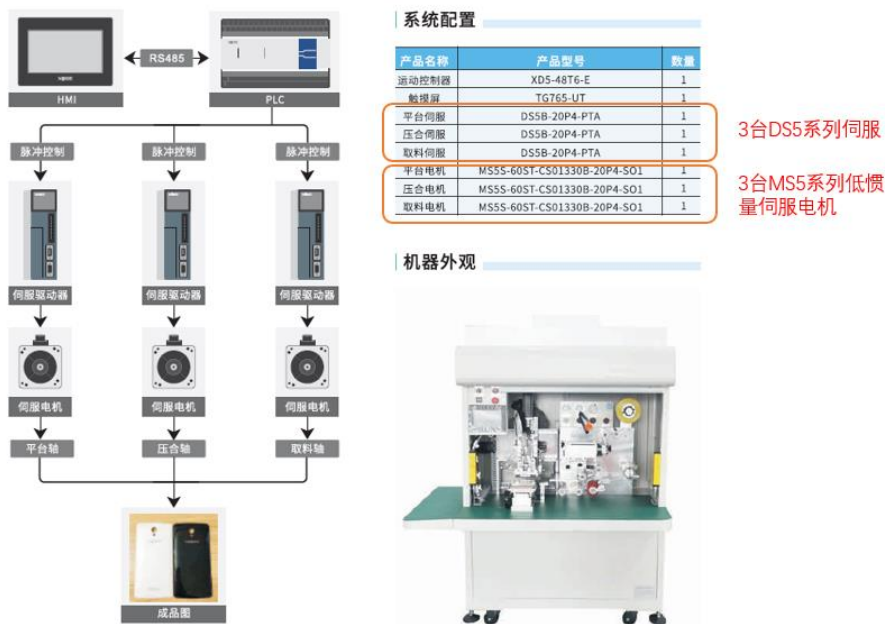
图表23 MS6 伺服驱动主要性能均有升级



资料来源: 信捷电气、平安证券研究所

目前公司产品已经应用在了纺织机械、3C 设备、包装机械、木工机械等多个下游行业, 通常来说, 公司向客户推荐的行业解决方案包括 1 台 PLC+1 台 HMI+多台伺服驱动和伺服电机, 伺服系统是公司整体解决方案的重要组成部分。高性能伺服产品的推出, 使得公司在运动控制领域与禾川等以伺服见长的国内自动化厂家的差距明显缩小, 叠加公司深厚的控制技术积累带来的解决方案灵活性、适用性更强的优势, 公司在细分行业的整体解决方案竞争力明显提升。

图表24 公司手机贴合机解决方案



资料来源：信捷电气、平安证券研究所

公司在伺服领域竞争力的提升，一方面将有助于公司拓展对制造精度和效率有较高要求的下游行业，另一方面在单机机械设备的自动化解决方案中，伺服产品的价值量往往大于 PLC，通过整体打包销售的模式，将对公司业绩的增长有明显推动作用。公司在控制、驱动和反馈层级产品线的逐步完善，使得公司已经成为国内具备较强实力的自动化系统供应商之一，在逐步向行业龙头迈进。

四、投资建议

公司是国内小型 PLC 龙头企业，在小型 PLC 市场产品线丰富，营收增长稳健。目前公司在控制技术领域向中型 PLC 拓展，20 年推出了基于 Codesys 平台的新一代中型 PLC，产品性能大幅提升，有望成为公司切入中型 PLC 市场的重要产品。此外，公司近年来在大力发展伺服业务，运动控制业务营收快速增长，公司在 18 年推出 DS5 系列高性能伺服的基础上，20 年新品迭代速度加快，密集推出了 DS5L1 和 MS6 等多款性能升级的运动控制产品。我们认为，新一代中型 PLC 和运动控制产品的推出，显著提升了公司整体解决方案的竞争力，公司已经从小型 PLC 龙头在逐步成长为行业领先的自动化解决方案供应商。我们预测公司 20/21/22 年的归母净利润分别为 3.24/4.07/5.30 亿元，对应 11 月 2 日 PE 分别为 41.1/32.7/25.1 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表25 信捷电气主要产品营收拆分预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PLC (亿元)	2.75	2.96	5.48	7.12	8.90
YoY	21.78%	7.55%	85.00%	30.00%	25.00%
驱动系统(亿元)	1.61	1.95	3.82	5.35	7.75

YoY	31.95%	20.76%	96.00%	40.00%	45.00%
-----	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- 1、若全球疫情未能得到有效控制，长期看将导致出口订单的大幅缩减，对纺织、橡胶、消费电子等行业的需求产生负面影响，进而影响伺服、PLC 等工控产品的需求，可能会导致公司营收增速不达预期。
- 2、目前国内工控企业 IGBT、芯片等核心零部件依然依赖英飞凌、富士等外资供应商，若海外疫情未能得到有效控制导致零部件缺货或者交期大幅延长，将对公司产品的正常交付产生不利影响，进而影响公司的市场开拓。
- 3、目前工控高端市场主要被欧系和日系品牌占据，若国产品牌在产品技术与市场推广上的进展不达预期，导致高端市场客户对国产品牌认可度未能明显提升，则国产品牌可能将难以在高端市场实现进口替代，进而影响版块内公司的营收增速和毛利率水平。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1125	1442	1814	2402
现金	102	83	208	387
应收票据及应收账款	51	179	419	557
其他应收款	2	10	5	15
预付账款	8	20	17	31
存货	236	425	438	686
其他流动资产	727	727	727	727
非流动资产	338	436	499	583
长期投资	0	0	0	0
固定资产	87	181	243	315
无形资产	62	67	72	79
其他非流动资产	189	189	184	189
资产总计	1463	1879	2313	2986
流动负债	241	356	406	569
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	194	281	339	468
其他流动负债	47	75	67	101
非流动负债	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	19	19
负债合计	260	375	425	588
少数股东权益	1	1	1	1
股本	141	141	141	141
资本公积	370	370	370	370
留存收益	692	965	1312	1765
归属母公司股东权益	1202	1503	1888	2397
负债和股东权益	1463	1879	2313	2986

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	127	84	196	275
净利润	163	324	407	530
折旧摊销	12	13	20	27
财务费用	-1	1	0	1
投资损失	-29	-32	-35	-37
营运资金变动	-27	-222	-196	-246
其他经营现金流	8	0	0	0
投资活动现金流	-69	-80	-48	-75
资本支出	79	98	63	84
长期投资	-18	0	0	0
其他投资现金流	-8	19	14	10
筹资活动现金流	-22	-23	-22	-22
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-22	-23	-22	-22
现金净增加额	36	-19	126	178

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	650	1147	1495	1953
营业成本	386	639	834	1087
营业税金及附加	6	10	13	18
营业费用	42	57	76	96
管理费用	22	34	48	61
研发费用	55	89	114	152
财务费用	-1	1	0	1
资产减值损失	-6	0	0	0
其他收益	26	28	35	40
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	29	32	35	37
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	187	376	480	616
营业外收入	0	6	2	2
营业外支出	1	0	0	1
利润总额	186	382	482	618
所得税	22	58	75	88
净利润	163	324	407	530
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	163	324	407	530
EBITDA	195	392	498	636
EPS(元)	1.16	2.30	2.89	3.77

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	10.0	76.6	30.3	30.6
营业利润(%)	8.1	101.6	27.6	28.4
归属于母公司净利润(%)	10.0	98.0	25.7	30.4
获利能力				
毛利率(%)	40.5	44.3	44.2	44.4
净利率(%)	25.2	28.2	27.2	27.1
ROE(%)	13.6	21.5	21.5	22.1
ROIC(%)	13.2	21.1	21.1	21.6
偿债能力				
资产负债率(%)	17.8	19.9	18.4	19.7
净负债比率(%)	-6.9	-4.3	-10.0	-15.3
流动比率	4.7	4.1	4.5	4.2
速动比率	2.9	2.3	2.9	2.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.5	10.0	5.0	4.0
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.16	2.30	2.89	3.77
每股经营现金流(最新摊薄)	5.12	0.60	1.40	1.96
每股净资产(最新摊薄)	8.55	10.70	13.43	17.05
估值比率				
P/E	81.4	41.1	32.7	25.1
P/B	11.1	8.9	7.1	5.6
EV/EBITDA	65.2	32.4	25.3	19.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033