

汇川技术 VS 信捷电气

2021 年 5 月跟踪，工控产业深度梳理

今天，我们对工控产业的近期情况，做一些跟踪。

2021 年 4 月 27 日，**汇川技术**公布 2020 年业绩——实现营业收入 115.11 亿元，同比增长 55.76%；归母净利润 21 亿元，同比增长 120.62%

同日，公布 2021 年一季度业绩——实现营业收入 34.13 亿元，同比增长 120.53%；归母净利润 6.46 亿元，同比增长 274.66%。

2021 年 4 月 10 日，**信捷电气** 2020 年业绩——实现营业收入 11.34 亿元，同比增长 74.62%；归母净利润 3.32 亿元，同比增长 102.92%。

4 月 22 日，公布 2021 年一季度业绩——实现营业收入 3.08 亿元，同比增长 86.93%；归母净利润 0.8 亿元，同比增长 88.02%。

从机构一致预期数据来看：

汇川技术——2021-2023 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：159.84 亿元、203.92 亿元、257.49 亿元，预期同比增速分别为：38.85%、27.58%、26.27%。根据其历史中报收入占全年收入的平均比重（40%）左右计算，中报收入需要达到 60 亿元以上，才能符合市场预期。

信捷电气——2021-2023 年，wind 机构一致预期收入规模大致为：14.35 亿元、18.19 亿元、22.57 亿元，预期同比增速分别为：26.48%、26.79%、24.014%。根据其历史中报收入占全年收入的平均比重（46%）左右计算，中报收入需要达到 6.6 亿元，才能符合市场预期。

看到这里，有几个值得我们思考的问题：

- 1、工控行业，这条产业链近期的数据变化，反映了背后何种的经营逻辑？
- 2、从关键经营数据来看，怎样的业务布局，才能带来长期的竞争优势？

（壹）

首先，我们先从收入体量和业务结构，对这两家公司有一个大致了解。

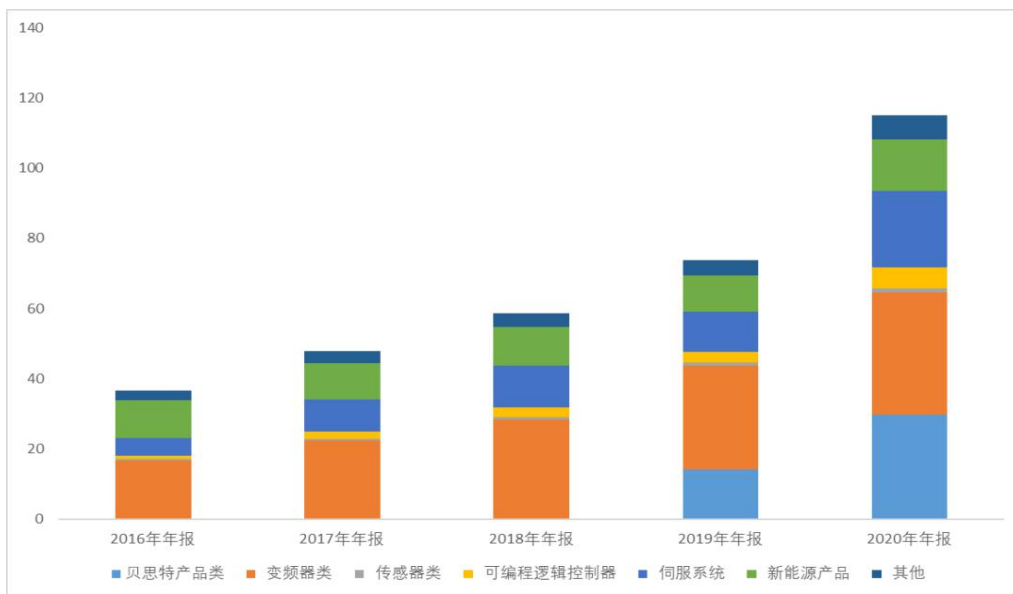
以 2020 年收入为例对比体量，汇川技术 (115.11 亿元) > 信捷电气 (11.34 亿元)。

从收入构成来看：

汇川技术——以 2020 年收入结构为例，工控业务 (55.49%)、汽车电子 (12.78%)、电梯一体化 (25.78%)，其他 (5.98%)。其中，电梯业务贡献主要来自于 2019 年并表的贝思特。

工控业务可进一步分为：变频类 (30.43%)、伺服系统 (18.98%)、可编程控制器 (5.11%)、传感器 (0.97%)。

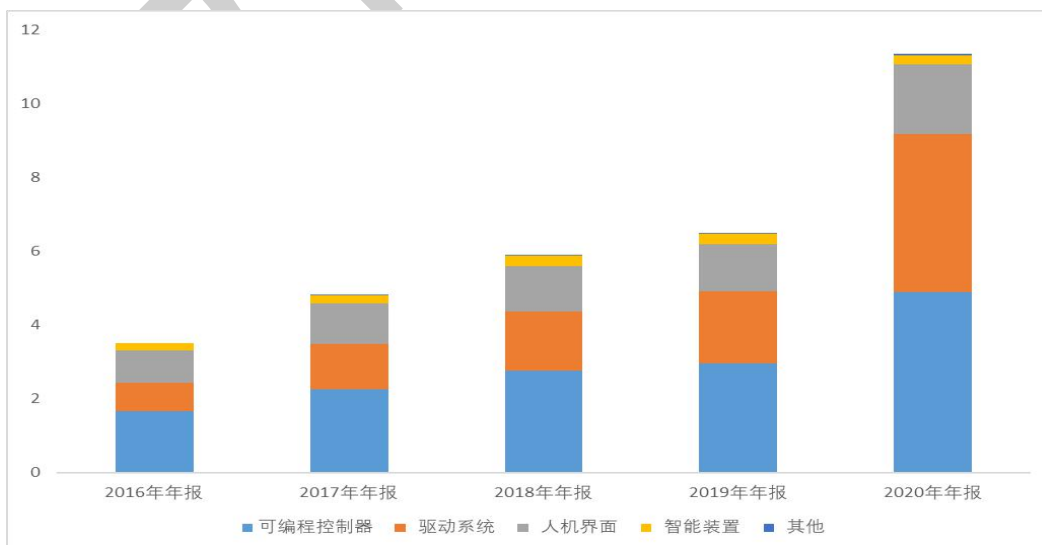
工控自动化，包括控制层 (PLC 可编程控制器、DCS 集散控制系统)、驱动层 (变频器)、执行层 (伺服系统、直驱电机、阀门、气动、液压件等) 三个层次。这三个领域，汇川均有涉及。



图：汇川技术收入构成（单位：亿元人民币）

来源：塔坚研究

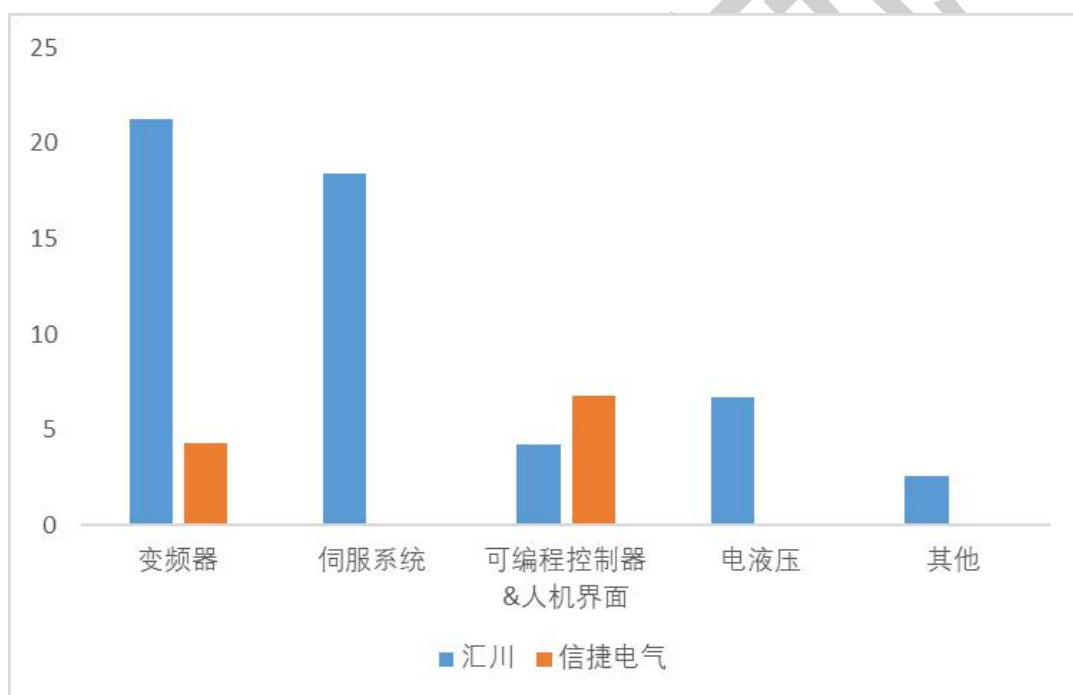
信捷电气——以 2020 年收入结构为例，工控业务（99.65%），其他（0.35%）。其中，工控业务可进一步分为：可编程控制器（43.21%）、驱动系统（37.57%），人机界面（16.75%）、智能装置（2.12%），信捷的工控业务集中在控制层和驱动层。



图：信捷电气收入构成（单位：亿元人民币）

来源：塔坚研究

单从工控业务收入体量看，汇川技术>信捷电气。但是，可编程控制器业务，信捷电气销售量更高。



图：汇川技术和信捷电气工控收入构成（单位：亿元人民币）

来源：塔坚研究

工控领域三家主要公司，汇川、信捷、中控技术，其产业链分布如下：

	细分环节	汇川技术	信捷电气	中控技术
控制层	PLC			
	DCS集散控制系统			
	HMI人机界面			
	SIS安全仪表系统			
	工业软件			
驱动层	变频器			
	步进驱动			
执行层	伺服电机			
	阀门			
	液压件			
	减速器			
被控制对象	机床			
	机器人			
	注塑机			

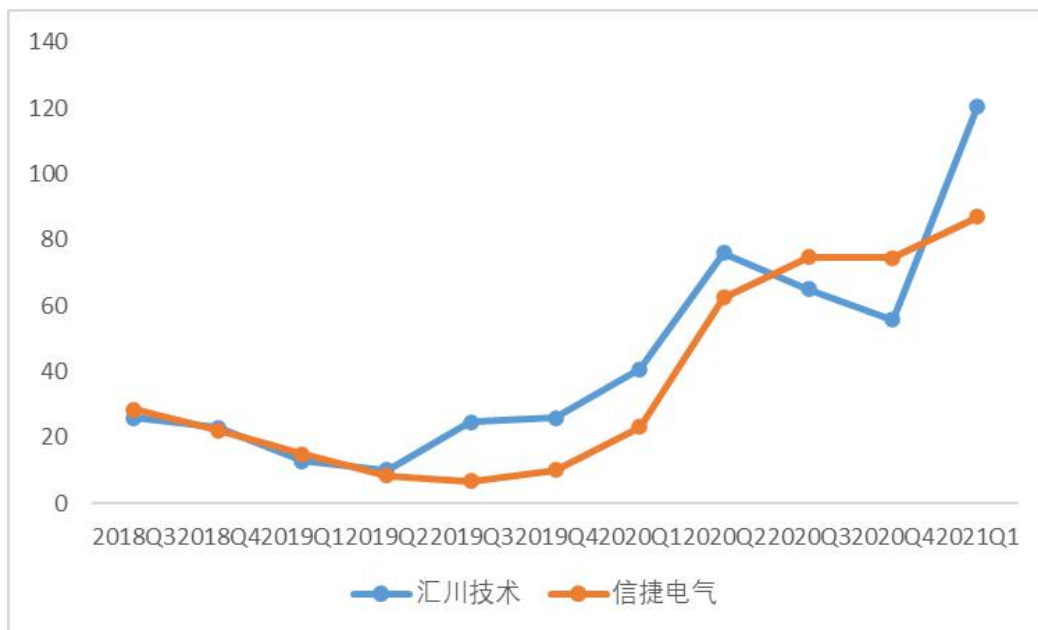
图：工控产业链布局

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增速情况放在一起，感知增长趋势。

1) 收入增速:



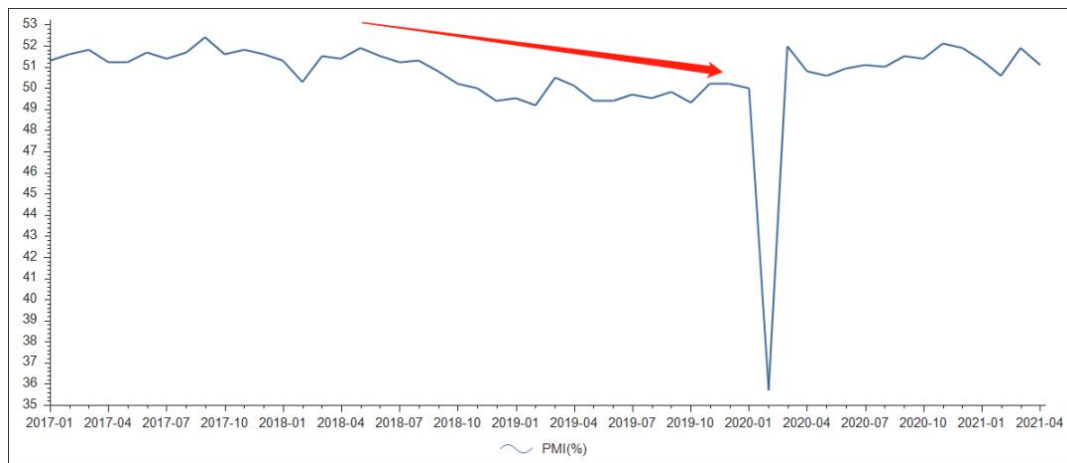
图：10 个季度营业收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度收入增速对比来看，汇川>信捷，两者整体趋势相近。2020 年卫生事件后，两者的营业收入增速加快。

拆开来看：

汇川技术——2018 年至 2019 年第二季度的收入增速下滑主要受到行业影响。工控应用于各类工业生产，与制造业景气度 PMI、固定资产投资关系紧密。2018 年 5 月 PMI 达到高点后，一直下行，一直到 2019 年 11 月才回到荣枯线以上，与工控行业整体增速下滑相符。



图：PMI（单位：%）

来源：塔坚研究

2019 年三季度，营业收入增速快速反弹，来自于并表贝思特，贡献收入 7.18 亿。剔除贝思特并表影响，2019 年三季度收入 41.9 亿元，同比增长 6%，增速进一步下滑。

2020 年季度，尽管随着卫生事件的爆发，但是汇川的营业收入增速快速提升，高点出现在 2020 年二季度。主要是因为：

- 1) 贝思特表现较好，上半年贡献营业收入 13.07 亿元，使得电梯业务同比增长 200%。
- 2) 工控业务同比增长 56%，一方面来自于卫生事件受益的口罩机需求，另外电子半导体、3C、锂电增速分别+30%、+28%、+24%。

3) 新能源汽车业务同比增长 46%。电控下游客户为国内造车新势力，其中理想装机 2.2 万台，威马 1 万台，小鹏 0.1 万台，装机份额达到 11%，为行业第三。

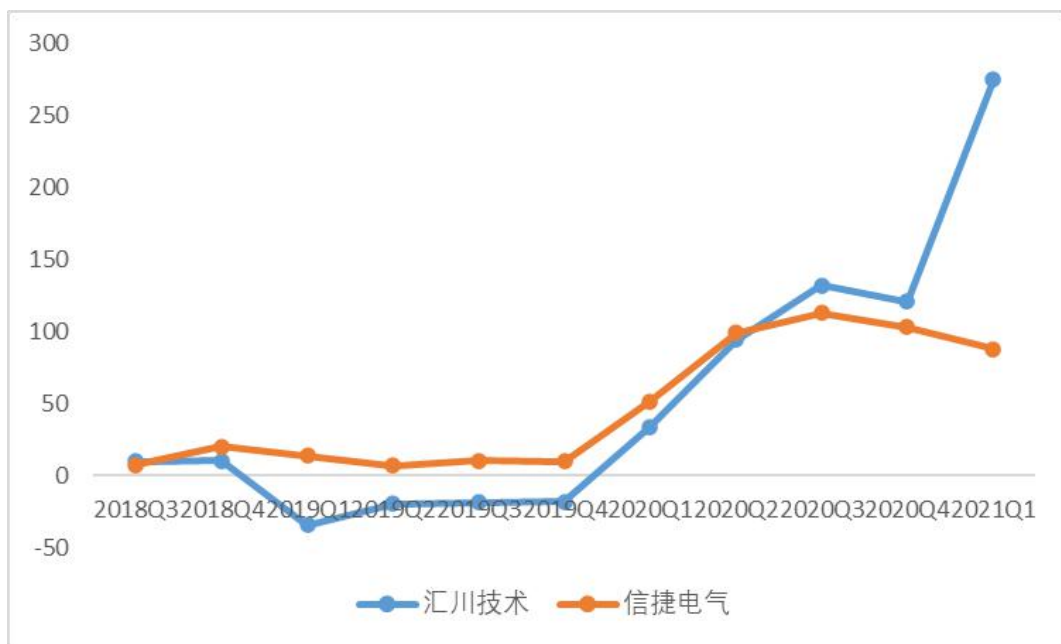
2021Q1 受到卫生事件后下游各类需求的恢复，工控、新能源车和电梯业务分别同比增长 146%、53%和 286%。

信捷电气——2019Q3 营收增速低点，随后反弹，与 PMI 基本同步。2020 年营业收入增速 74.62%，比起汇川的工控业务 63%的增速更快，主要是受到驱动系统业务增速同比增长 118.46%，主要通过可编程控制器配套拉动下游的驱动系统销售。

之所以配套销售能够成功，主要是因为：1) 控制层产品，是整个工业自动化系统的中枢与核心。2) 2019 年，信捷电气小型可编程控制器国内品牌市占率龙头。

尽管一季度行业景气度较高，但是根据东吴证券的调研，信捷电气 2-3 月订单同比增速仍有所下滑，主要是去年 2~4 月口罩机订单较多，导致的高基数效应。

2) 归属于母公司股东净利润增速



图：归母净利润同比增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度净利润增速趋势对比来看，信捷电气>汇川技术。整体来看，两家工控企业的净利润波动幅度大于营业收入。

汇川技术 2019 年归母净利润增速同比下滑较大，主要受到几个因素影响——1) 剔除贝思特影响，毛利率下滑 1 个百分点。2) 收购贝斯特导致的管理费用同比增加 1.31 亿元，财务费用增加 0.66 亿元。3) 收到的增值税软件退税金额减少 0.67 亿元。

2020 年 Q3 开始归母净利润增速快于营业收入增速，主要是因为期间收入增长速度快于费用增长速度，因此费用率同比减少 6.35pct，导致净利率提升 4.8pct。

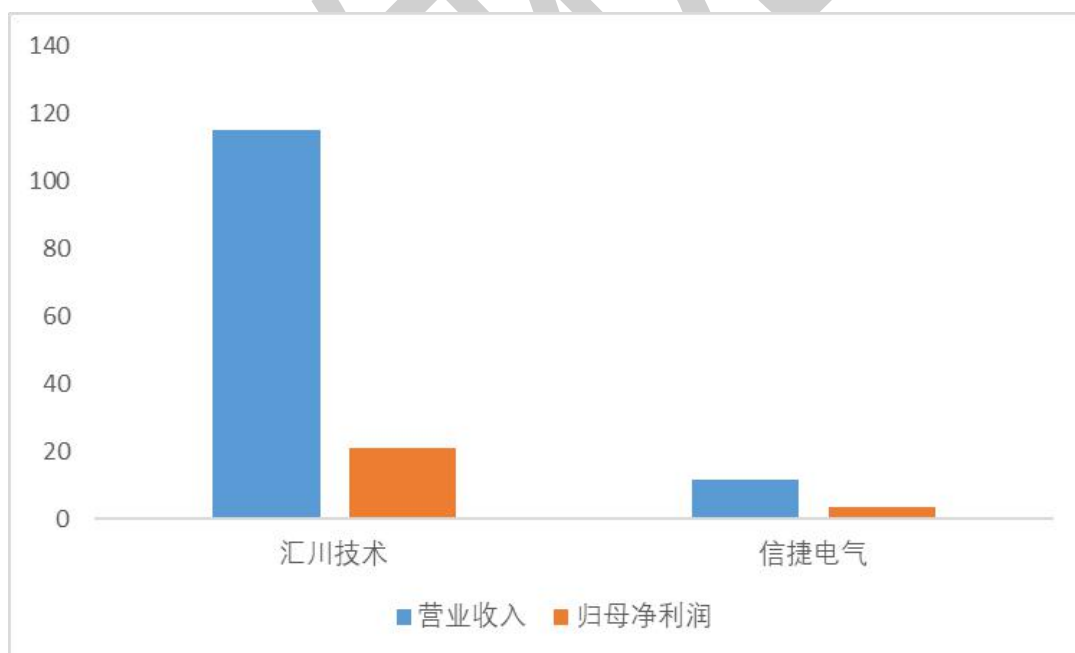
(叁)

对增长态势有一定感知后,我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开,看2020年财报数据和2021年一季度数据。

	2020年年报				2021年一季报					
	营业收入	营业收入YOY	归母净利润	归母净利润YOY	营业收入	营业收入YOY	归母净利润	归母净利润YOY	毛利率	净利率
汇川技术	115.11	55.76	21	120.62	34.13	120.53	6.46	274.66	39.34	20.07
信捷电气	11.34	74.62	3.32	102.92	3.08	86.93	0.89	88.02	39.75	28.74

图：新一期财务数据（单位：亿元，%）

来源：塔坚研究



图：新一期财务数据（单位：亿元）

来源：塔坚研究

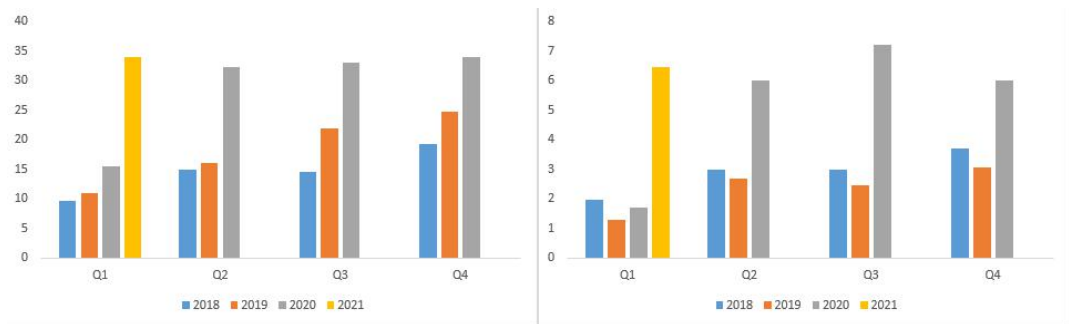
从 2020 年收入规模来看, 汇川技术(115.11 亿元) > 信捷电气(11.34 亿元)。 收入增速上, 信捷电气 (74.62%) > 汇川技术 (55.76%)。

单看工控业务, 汇川技术 (53.15 亿元) > 信捷电气 (11.06 亿元) , 工控业务增速, 信捷电气 (74.62%) > 汇川技术 (63%) 。具体来看:

汇川技术——2020 年实现营业收入 115.11 亿元, 同比增长 55.76%; 归母净利润 21 亿元, 同比增长 120.62%。

从 4Q20 单季度业绩来看, 营业收入 34.13 亿元, 同比增长 37.51%; 归母净利润 6.02 亿元, 同比增长 96.73%。另外, 2021 年一季度业绩, 实现营业收入 34.13 亿元, 同比增长 120.48%; 归母净利润 6.46 亿元, 同比增长 275.58%。

目前 2021 年一季度, 呈现淡季不淡的情形, 主要是受到下游制造业景气度的影响。2021Q1 整个工业自动化市场规模分别为 753.4 亿元, 同比增长 41% (具体下游增速见上文图表)。



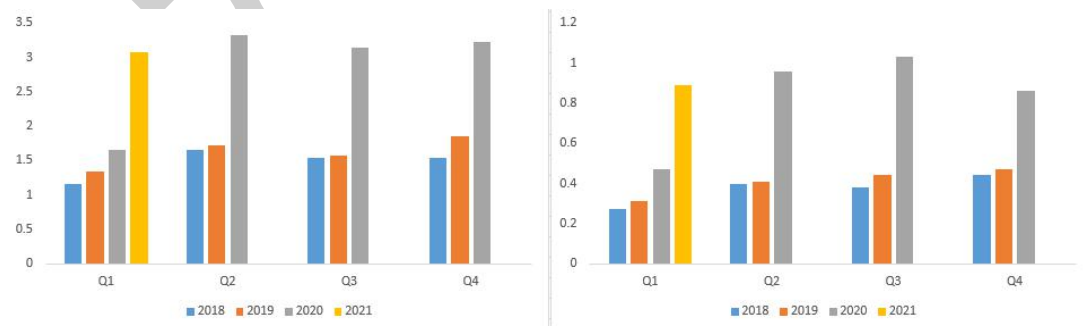
图：汇川技术季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

**信捷电气——2020年实现营业收入11.34亿元,同比增长74.46%;
归母净利润 3.32 亿元, 同比增长 103.68%。**

从 4Q20 单季度业绩来看, 营业收入 3.23 亿元, 同比增长 73.66%;
归母净利润 0.86 亿元, 同比增长 82.98%。

另外, 2021 年一季度业绩, 实现营业收入 3.08 亿元, 同比增长
86.67%。



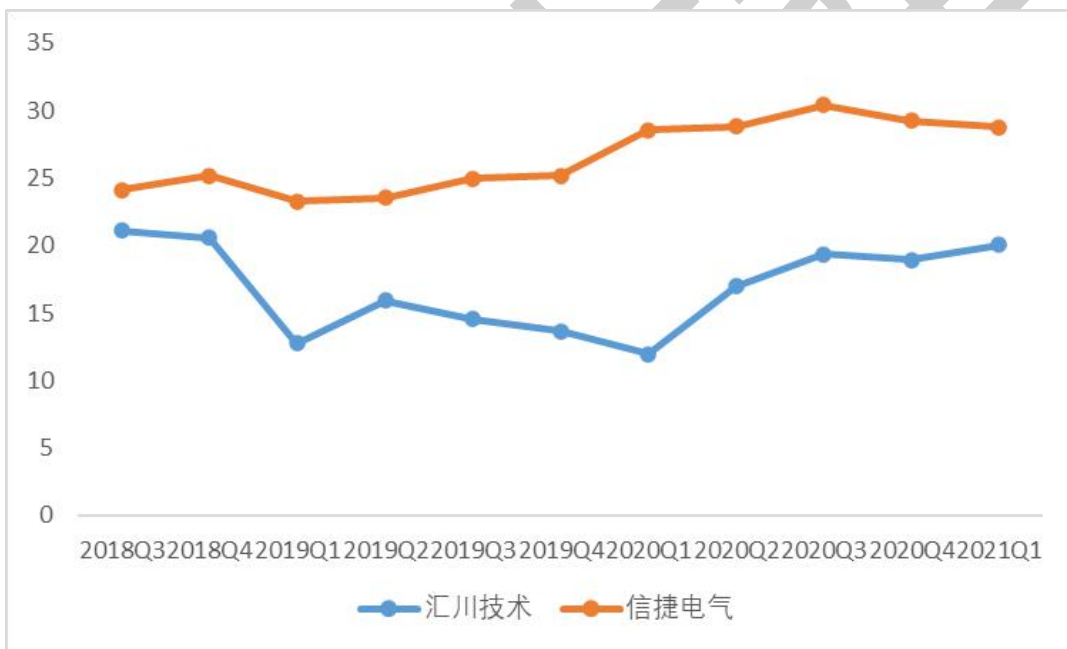
图：信捷电气季度收入（左图）、季度净利润对比（右图）

来源：塔坚研究

(肆)

对比完增长情况，我们再来看利润率的变动情况：

从净利率整体趋势看，信捷电气 (28.74) > 汇川技术 (20.07)，整体趋势相同，呈现上升态势。



图：净利率对比 (单位：%)

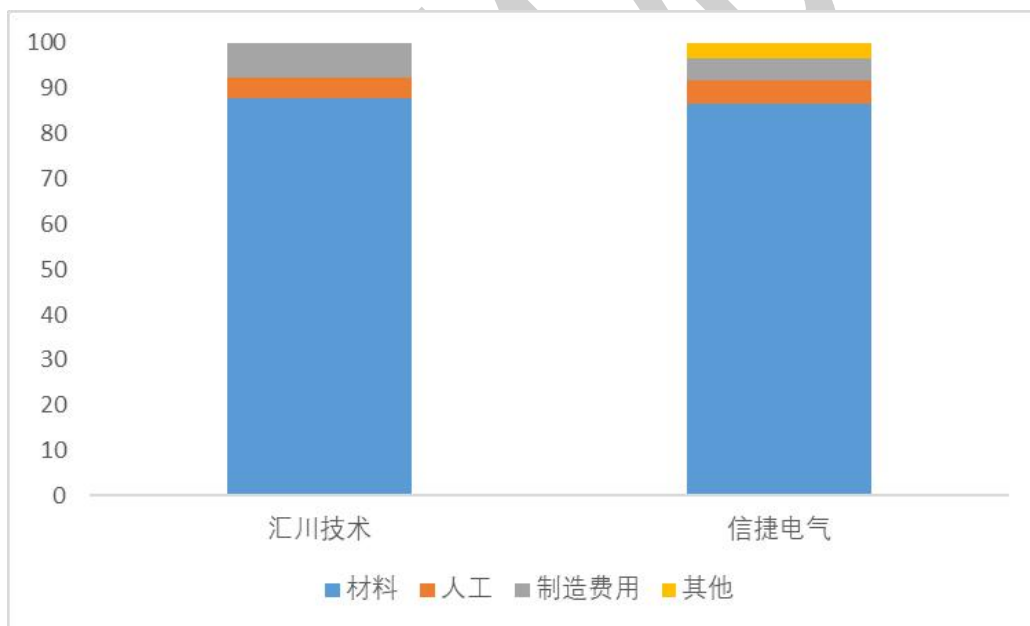
来源：塔坚研究

两者净利率的差异主要来自于毛利率、销售费用率、管理费用率，挨个来看：

1) 毛利率

整体来看汇川 (39.34%) 与信捷电气 (39.75%) 的毛利率相近。两者的成本构成也同样相近, 87%的成本是原材料, 其余为人工和制造费用。根据信捷电气的招股说明书, 原材料中 65%为: 芯片 (主控芯片、存储芯片)、电子元器件、液晶屏、印刷电路板。

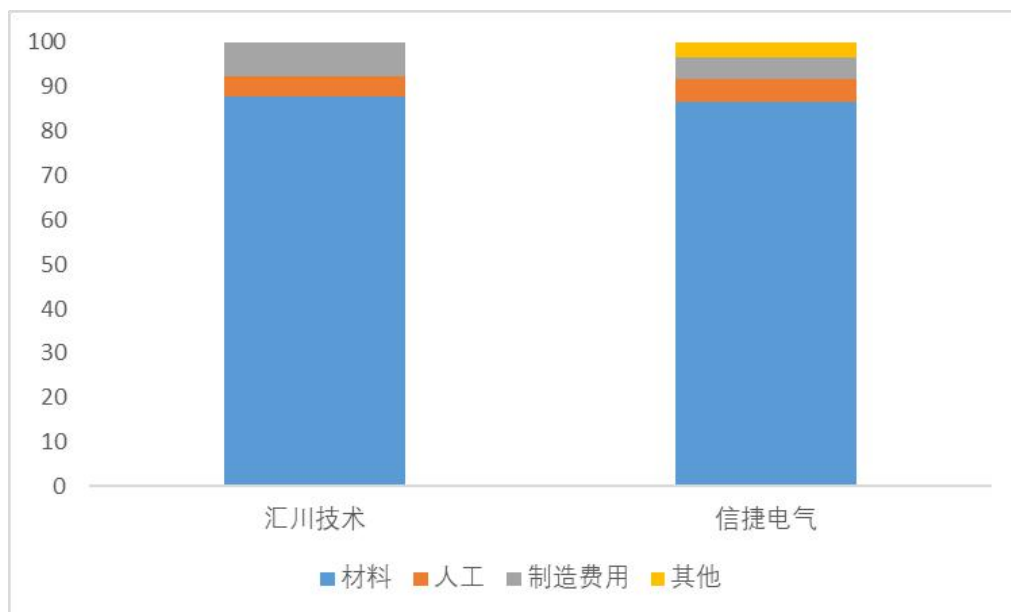
对于目前全球缺芯的情况下, 汇川表示已经通过国产替代进行代替, 供应确实困难的型号也做了销售调整, 整体影响不大。



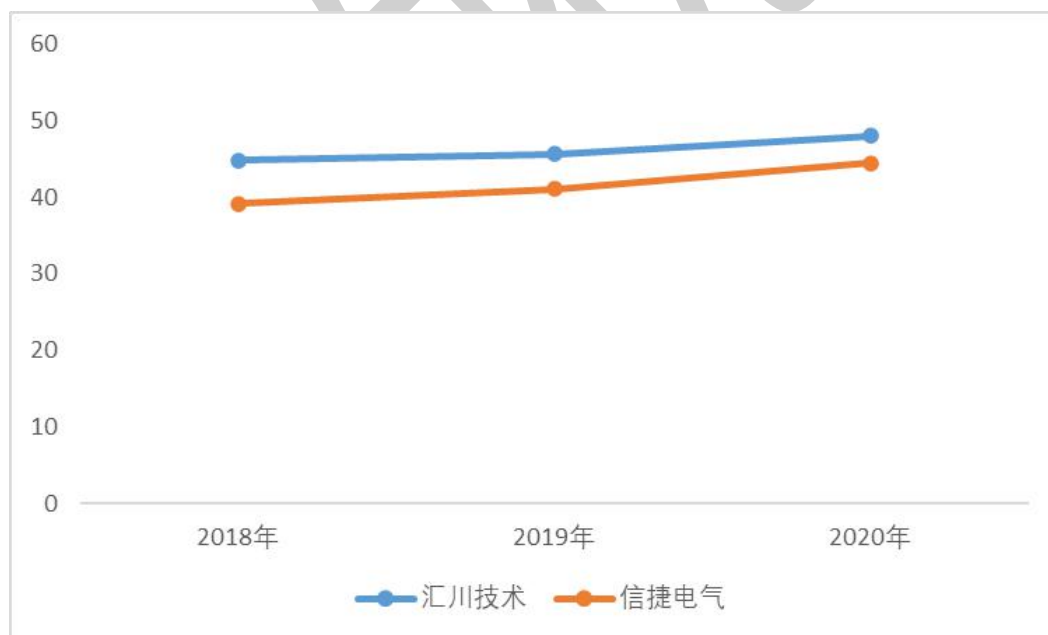
图：成本结构

来源：塔坚研究

但是, 汇川技术的电梯业务毛利率为 26.38%, 新能源车业务毛利率为 23.53%, 拉低了整体毛利率。



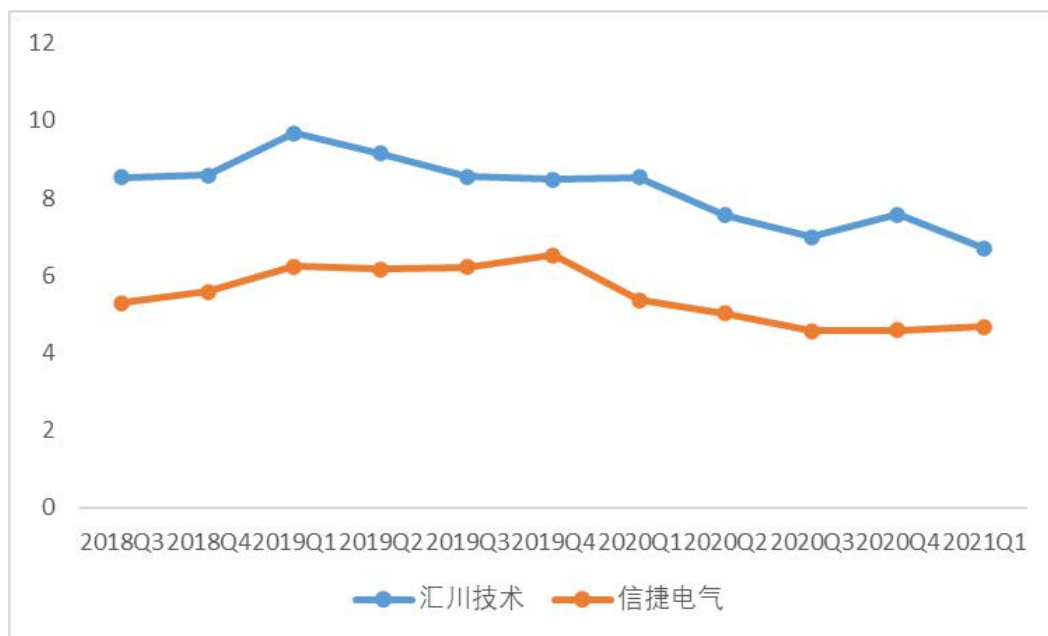
看工控业务，汇川技术 (48.03) > 信捷电气 (44.39%)。



图：工控业务毛利率对比 (单位: %)

来源：塔坚研究

2) 销售费用率



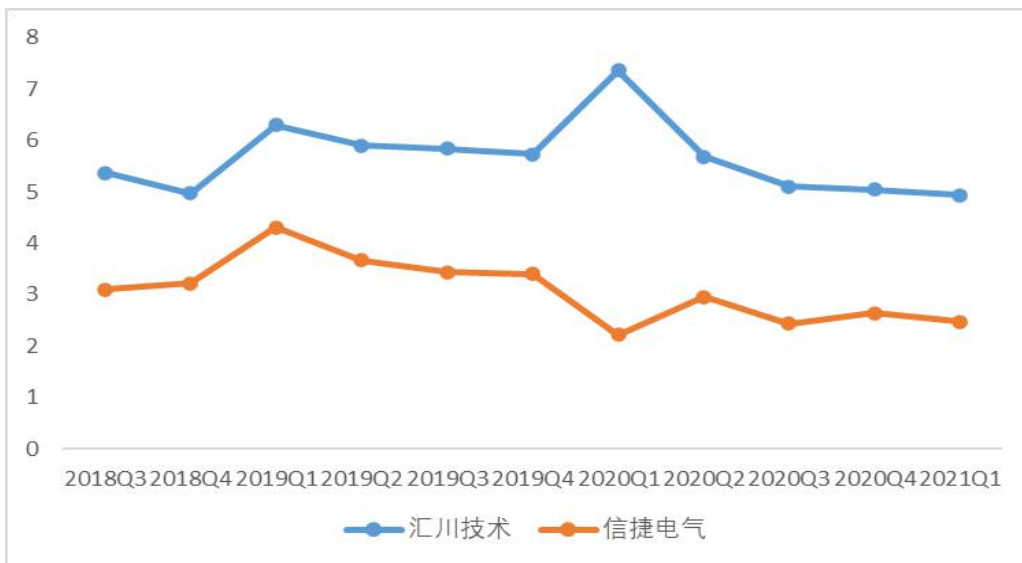
图：销售费用率对比（单位：%）

来源：塔坚研究

销售费用率来看，汇川技术（6.7%）>信捷电气（4.68%）。

从销售费用结构来看，汇川技术销售人员工资占比46%，同期信捷电气销售人员工资支出占比60%。

3) 管理费用率



图：管理费用率对比（单位：%）

来源：塔坚研究

从管理费用率来看，汇川技术（4.93%）>信捷电气（2.47%）。

从管理费用结构来看，汇川技术管理员工资占到 70%，同期信捷电气管理员工资占到 56%。同时，汇川的股权激励费用占到总管理费用的 2%，信捷无该项支出。直接来对比两家公司管理层薪酬情况，可见汇川技术高管薪酬显著大于信捷电气。

	汇川技术		信捷电气	
总经理	359.75	朱兴明	130	李新
副总经理	282.33	周斌	100	邹骏宇
	267.58	邵海波	80	过志强
	236.38	李俊田		
	232.05	杨春禄		
	231.85	李瑞琳		
财务总监	221.9	刘迎新		
董事会秘书	226.38	宋君恩	35	陈世恒

图：高管收入对比（单位：万元）

来源：塔坚研究

对比来看，两家的费用情况有较大差异，汇川在费用端的投入明显更大，那么，这样的费用投入是否合理？

我们来对比汇川、信捷全体员工的薪酬情况和贡献：

	员工总数	员工人均薪酬（万元）	人均创收（万元）	人均创利（万元）
汇川技术	12866	17.18	89.4684	16.32
信捷电气	1506	13.06	75.2988	22.05

图：2020 年员工薪酬对比

来源：塔坚研究

汇川技术人均创收更多，但是由于薪酬更高，人均带来的净利润反而相对更低。重点来看其历史变化情况，能够发现有两个转折点，2015 年、2020 年。



图：汇川技术历史人均创收、人均创利（单位：万元）

来源：塔坚研究

2015 年，其人均创利开始快速下滑，主要是因为，2015 年后，汇川从卖零部件转成卖解决方案，为此采取高毛利率、高费用率的模式拓展市场。

第二个转折点发生在 2020 年，其人均创收和人均创利均开始大幅上行。据汇川解释，其 2019 年底聘请华为前高管创立的咨询团队，协助规划了包括公司治理（CG）、战略（SM）、营销（LTC/MCR）、研发（IPD）、供应链（ISC）、人力资源（IHR）等一系列变革项目。

这一轮人均创利的上行能否持续，后续值得我们重点跟踪关注。

（伍）

成本、费用问题都解决后，我们再来看另外一项重要的经营环节：资本支出。

汇川技术、信捷电气 2021 年 Q1 资本支出 1.34 亿元、0.2 亿元，占到营业收入的 3.93%、6.5%。支出占比不高，主要用于：1) 研发、办公楼建造；2) 产线投资。

从单位资本支出带来的毛利润来看，汇川技术>信捷电气；从单位固定资产带来的毛利来看，信捷电气>汇川技术。

	资本支出	资本支出/营业收入	单位资本支出带来毛利	单位固定资产带来毛利
汇川技术	3.5833	3.11%	1252	3.32
信捷电气	0.4672	4.12%	1064	3.41

图：资本开支

来源：塔坚研究

从在建工程来看：

汇川技术——正在建设总部大厦、运营中心、江苏和苏州产线。其中，产线主要用于工控、电梯、新能源车和轨交领域。

信捷电气——正在建设技术中心、生产线。在建项目为 2016 年 IPO 时规划，注意，根据 IPO 规划，技术中心建设期为 12 个月，但如今目前工程进度仍只有 90.5%；产线主要生产控制器和伺服器，建设期为 18 个月，目前工程进度为 98.27%。此处是个调研点，在建的项目明显超出建设期，预计什么时候转固。

(陆)

接着，我们再来看看行业竞争格局：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅科技版报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-科技版报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾