

麦格米特 (002851)

从显示电源和智能焊机业务看公司纵向做强的能力

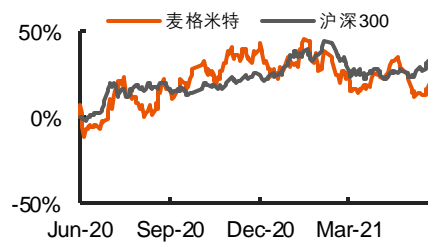
推荐 (维持)

现价: 33.82 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.megmeet.com
大股东/持股	童永胜/19.87%
实际控制人	童永胜
总股本(百万股)	502
流通 A 股(百万股)	384
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	170
流通 A 股市值(亿元)	130
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	40.3

行情走势图



相关研究报告

《麦格米特*002851*从艾默生和台达看公司的差异化之路》 2020-12-23

证券分析师

王霖	投资咨询资格编号 S1060520120002 wanglin272@pingan.com.cn
朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 zhudong615@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

王子越	一般从业资格编号 S1060120090038 wangziyue395@pingan.com.cn
-----	----------------------------------------------------------



投资要点

公司整体经营策略是围绕核心技术平台，布局下游多行业实现均衡增长。这样的多极增长模式与业内很多公司专注单一赛道通过份额提升实现增长有所不同。本篇报告通过分析公司的显示电源业务和智能焊机业务，可以看出公司通过前瞻性的技术布局和持续的高强度研发投入，具备在细分市场持续做强成为行业龙头的能力。我们之所以选取显示电源业务和智能焊机业务，原因是显示电源为公司的创始业务，智能焊机是公司跨界进入培育的新业务，这两项业务的成功验证了公司在消费类和工业类这两个完全不同的领域均具备竞争力。

平安观点:

- **从平板 TV 到商业显示，公司持续领跑显示电源市场：**在公司依托核心平台实现多样化产品布局和跨领域经营的同时，显示电源作为公司的创始业务，依然保持较快发展。近年来随着液晶拼接、小间距 LED 等商业显示需求的兴起，公司率先由平板 TV 电源切入商业显示电源领域，目前已经成为商业显示电源行业产品线最为齐全、服务客户最广的龙头品牌，在国内商显电源市场份额估计超过 50%。在显示电源业务上，公司已经实现了从技术的平台化至产品、供应链的平台化，使得公司能够在需求增长的拼接屏、激光显示等细分赛道持续做大，并且向海外 OA 电源等空白市场横向拓展。在公司显示电源业务的发展中，可以看到基于技术平台的业务拓展思路具备：(1)研发效率高、响应速度快；(2)产品型号的积累带来规模优势；(3)向新兴领域的拓展速度更快的竞争优势；(4)能够优先承接客户高端项目。
- **跨界进入智能焊机市场，核心技术平台助力新业务培育：**基于在电力电子技术、计算机软件技术、电机传动与运动控制方面积累的技术优势，2011 年底公司接手美国艾默生旗下的焊机业务板块，从而跨界进入了中高端智能焊机市场。经过十余年的持续研发投入，公司在国内工业重载气保焊市场（350A 以上）已占据 20% 以上的市场份额，且在国内大规模新兴的自动化弧焊市场——机器人专用焊接电源蝉联五年名列前茅。20 年公司焊

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,560	3,376	4,638	5,952	7,748
YoY (%)	48.7	-5.1	37.4	28.3	30.2
净利润(百万元)	361	403	543	717	971
YoY (%)	78.7	11.6	34.8	32.0	35.4
毛利率 (%)	25.9	28.4	28.5	29.0	29.6
净利率 (%)	10.1	11.9	11.7	12.0	12.5
ROE (%)	18.7	13.0	15.4	17.2	19.2
EPS(摊薄/元)	0.72	0.80	1.08	1.43	1.93
P/E(倍)	47.0	42.1	31.2	23.7	17.5
P/B(倍)	8.8	5.5	4.8	4.1	3.4

机业务出货量估算已经达到 2 亿元左右，进入快速增长轨道。在国内市场，公司通过持续的研发投入打造产品差异化，已经突破了三一集团、中国中车、招商局、中船工业等主要行业的标杆客户，打破了外资品牌在高端智能焊机的垄断地位；在海外市场，公司在加大对欧洲、中东等市场的投入，若市场开拓顺利，有望推动公司智能焊机业务收入向 10 亿元体量迈进。

- **智能焊机业务培育成功的启示：**智能焊机为公司跨界进入的领域，经过十余年的持续投入取得了目前在中高端市场的领军地位。公司智能焊机业务从 0-N 的发展历程，对于我们判断公司目前培育的其他新业务的起量有着较好的启示作用。在业务布局上，我们可以看到公司进入的新领域往往有以下特征：（1）寻找技术交叉的新兴领域，依托核心技术平台建立竞争优势；（2）前瞻性技术布局，持续高强度研发投入。在具体的市场经营策略上，我们通过焊机业务也可以看到公司的主要经营思路始终贯穿：（1）在大行业中只做自己擅长的细分领域；（2）将消费类业务中积累的快速响应能力用于服务工业类客户。
- **投资建议：**通过对公司的创始业务显示电源业务和跨界进入的智能焊机业务进行分析，我们可以看到，公司在整体多极增长平衡风险的同时，在细分市场公司具备持续做深成为行业龙头的能力。无论是在偏向消费类的显示电源业务中，还是工业类的智能焊机业务，公司“优化平台建设、横向延伸、纵向做深”的经营思路始终如一，并且均取得了良好的效果。我们维持对公司 21/22/23 年的归母净利润预测分别为 5.43/7.17/9.71 亿元，对应 6 月 7 日收盘价 PE 分别为 31.2/23.7/17.5 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1)若 IGBT、芯片等上游核心原材料供应短缺，将对公司业绩产生不利影响；2)若海外疫情无法得到有效控制，将对公司业绩产生不利影响；3)若电源、工业自动化等行业竞争加剧，将对公司业绩产生不利影响。

正文目录

一、 从平板 TV 到商业显示，公司持续领跑显示电源市场	5
1.1 从民用平板显示电源起步，在商业显示电源领域已成为业内龙头	5
1.2 商业显示空间广阔，公司技术布局从点到面形成长期竞争优势	6
1.3 以技术和供应链平台化为基础，纵向做大细分赛道，横向开拓海外 OA 电源市场	9
二、 跨界进入智能焊机市场，核心技术平台助力新业务培育	10
2.1 基于核心技术平台跨界进入智能焊机市场，持续研发投入成就龙头地位	10
2.2 国内市场突破标杆客户加速进口替代，布局海外扩宽未来发展空间	12
2.3 公司智能焊机业务的成功，对于我们判断公司目前培育的新业务有哪些启示？	15
三、 投资建议	16
四、 风险提示	16

图表目录

图表 1	公司主营业务发展历程	5
图表 2	公司显示电源业务已经拓展至激光显示、LED 彩屏等多个新领域	6
图表 3	国内商业显示产品市场规模	6
图表 4	国内商业显示产品主要下游行业需求占比	7
图表 5	公司显示电源具有多个产品系列	8
图表 6	公司显示电源业务主要客户	8
图表 7	公司激光产品在家用市场的应用	9
图表 8	公司黑白打印机/复印机电源	10
图表 9	公司彩色打印机/复印机电源	10
图表 10	公司焊接业务发展历程	11
图表 11	国内逆变焊接产品市场规模	11
图表 12	瑞凌股份焊接自动化产品业务收入	12
图表 13	上海沪工自动化焊接设备业务收入	12
图表 14	公司焊机产品下游四大应用领域	12
图表 15	公司焊机业务部分龙头客户	12
图表 16	公司数字化焊机产品线	13
图表 17	公司 Dex 系列焊机产品性能参数具有明显优势	13
图表 18	三一集团 18 号厂房改造项目	14
图表 19	公司用于智慧工厂的 SMARC 系统	14
图表 20	公司海外分支机构及服务网点	14
图表 21	公司持续保持高强度研发投入	15

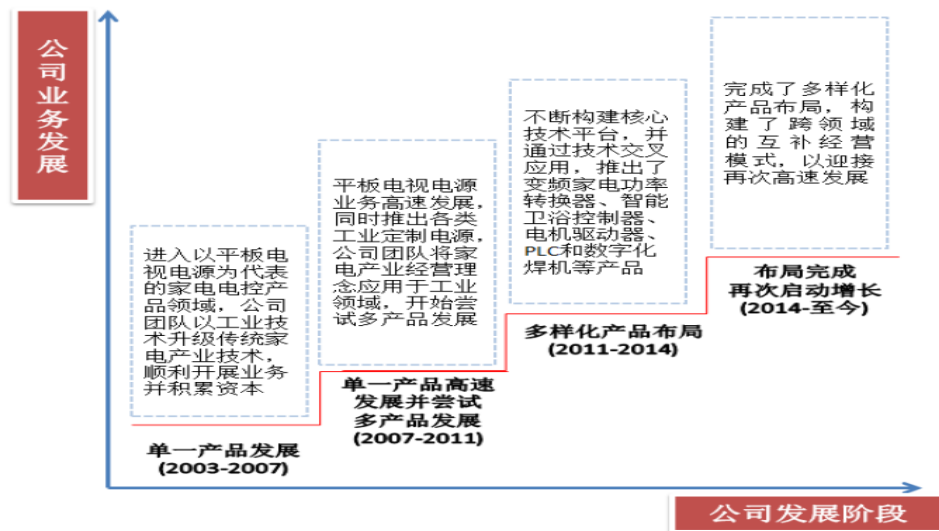
一、从平板 TV 到商业显示，公司持续领跑显示电源市场

1.1 从民用平板显示电源起步，在商业显示电源领域已成为业内龙头

公司成立于 2003 年，在成立之初公司的主要业务为智能家电电控产品，其中平板电视电源为公司的创始业务之一。在平板电视电源市场，公司依托创业团队在工业领域积累的技术，在家电行业实现相对于传统供应商的差异化竞争，产品品质的领先以及行业的增长使得公司的平板显示电源业务在 2007-2011 年间实现了高速发展。在 2011-2014 年，随着公司整体实力的不断壮大，公司开始构建核心技术平台，向电力电子技术下游应用的多个领域进行布局：

- (1) 在家电领域，公司在巩固显示电源优势的同时，开始拓展变频家电功率转换器、智能卫浴控制器等产品；
- (2) 在工业领域，公司开始进入数字化焊机、电机控制器等多个市场。

图表1 公司主营业务发展历程

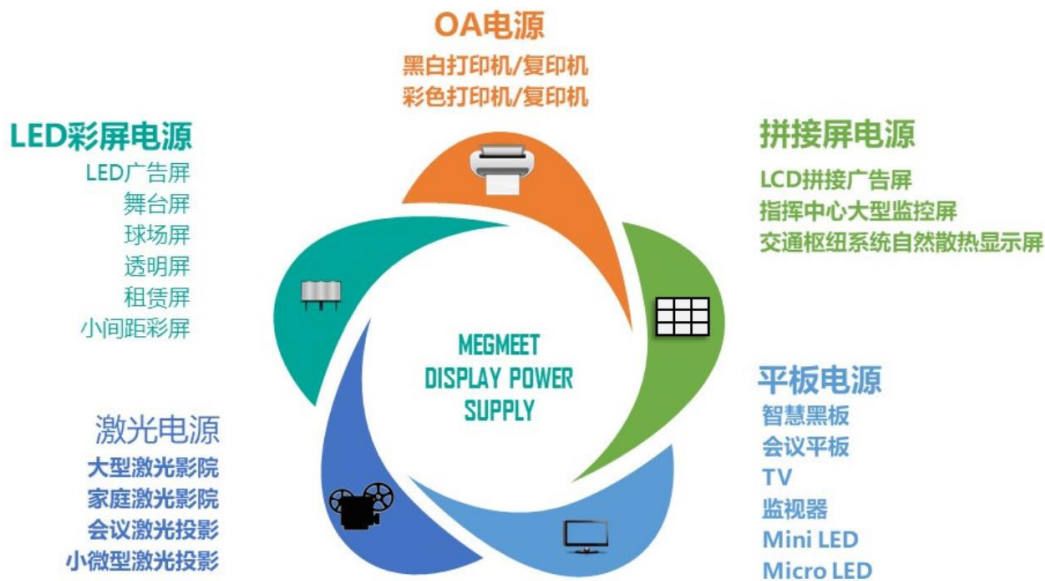


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

在公司依托核心平台实现多样化产品布局和跨领域经营的同时，显示电源作为公司的创始业务，依然保持较快发展，行业龙头地位稳固。随着近十年来商用电视、液晶拼接、DLP 拼接、小间距 LED 等商业显示需求的兴起，公司率先由平板 TV 电源切入商业显示电源领域，目前已经成为商业显示电源行业产品线最为齐全、服务客户最广的龙头品牌，在国内商显电源市场份额估计超过 50%。

我们估算公司 20 年显示电源业务出货量超过 6 亿元，以公司 16 年平板显示电源收入 2.86 亿元为基数进行计算，在 16-20 年复合增速超过 19%，考虑到公司 20 年显示电源业务受疫情影响增速有所放缓，我们预计在正常市场环境下公司显示电源业务将表现出更强的成长性。公司显示电源业务的持续增长，以及在线产品覆盖和市场份额上所表现出的稳固龙头地位，验证了公司“细分产品纵向做强”的经营理念。

图表2 公司显示电源业务已经拓展至激光显示、LED彩屏等多个新领域

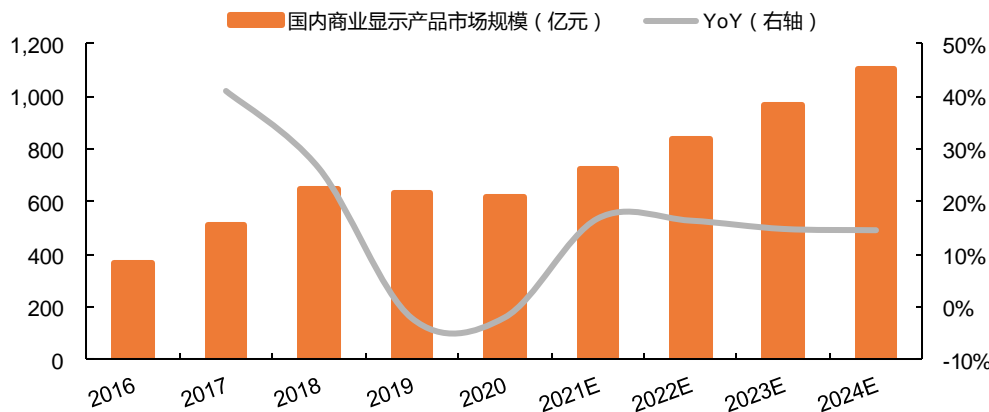


资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2 商业显示空间广阔，公司技术布局从点到面形成长期竞争优势

相对于平板 TV 等民用显示，商业显示产品的使用环境要求更为严苛及多样化，具有稳定性高、色域广、亮度高、芯片运算能力强、软件定制化程度高等特点，电源作为显示产品的重要零部件之一，商显用户对于电源部件性能和质量的要求也明显高于传统显示电源。从 16 年开始，国内商业显示行业进入了快速发展期，以商用电视、液晶拼接、DLP 拼接、商用&教育 MVB、激光投影、小间距 LED 为主的商业显示产品需求快速上升。根据奥维云网的数据，16 年国内商业显示产品市场规模约为 364 亿元，预计至 2024 年市场规模将上升至 1106 亿元，并且由于远程办公的兴起以及疫情之后经济复苏推动户外广告机、拼接屏等设备的需求上升，预计 21、22 年国内商业显示市场规模将保持 15% 以上的同比增长。

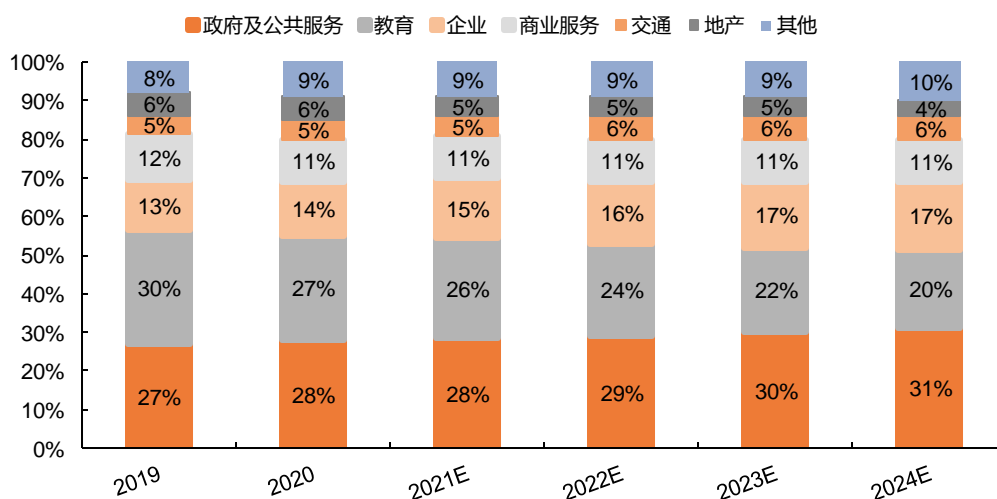
图表3 国内商业显示产品市场规模



资料来源：奥维云网，平安证券研究所

商业显示产品的主要应用下游包括政府及公共服务、教育、企业、商业服务、交通和地产这六大终端。从短期来看，疫情之后全球经济的复苏将带动商业服务、企业和交通等领域的需求上升；从中长期来看，政府及公共服务、交通等基础设施领域的智能化升级和企业的数字化转型，将推动多个终端领域的需求持续上升。我们预计，随着人工智能、云计算、5G 等技术在国内应用的逐步铺开，商业显示市场将在中长期保持高景气度，商业显示电源作为其中重要的零部件之一，需求也将保持增长势头。

图表4 国内商业显示产品主要下游行业需求占比



资料来源：奥维云网，平安证券研究所

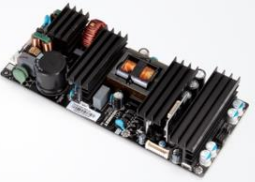

公司业务拓展思路遵循从技术角度由点到面进行投入，打造平台型的技术能力，由此实现产品在相关应用领域的布局，最终收入端的增长是公司前期技术投入的开花结果。在显示电源业务上，我们同样可以看到公司依托技术平台实现产品线的布局，最终可以满足下游多个新兴领域的客户需求。公司显示电源产品的核心技术包括硬件部分的电力电子技术和软件部分的数字化电源控制技术，例如激光显示、户外 LED 大屏等新兴市场对电源产品的需求正式上述两类技术的交叉应用领域，公司凭借前期技术投入建立的核心技术平台，可以对这类技术交叉领域的需求实现快速响应，而公司的中小竞争对手，往往技术能力较为单一，在短时间内难以跨越多技术重叠的门槛。

目前公司显示电源产品线包括平板 TV 电源、商业显示电源、LED 显示电源、OA 电源等多个系列，而在每个大类产品线中，根据客户的定制化需求，公司又有单电源、二合一电源、均流备份、双路输出等多个子类别上千种具体型号。由于显示电源产品基本均为客户定制化产品，因此公司基于技术平台的业务拓展思路具备较强的竞争优势：

- (1) **研发效率高、响应速度快。**虽然显示电源由于具体应用领域、客户整机的特点，会对输入/输出电压、待机功耗、保护方式等性能参数有不同的要求，但是核心技术仍然是电源变换和数字化控制技术，因此基于技术平台的研发模式省去了为每个产品进行底层技术开发的大量投入，更多是基于应用的产品开发，产品开发周期被大幅缩短，可以快速响应不同客户的定制化需求。
- (2) **产品型号的积累带来规模优势。**公司在显示电源领域的客户包括小米、海康威视、艾比森、和创维等三十余家龙头客户，已累计为客户开发了上千种产品型号。产品型号数量的积累，使得公司从技术平台形成了产品平台，公司无论是在研发成本还是核心零部件的采购成本上，都明显优于中小竞争对手。

- (3) **向新兴领域的拓展速度更快。**公司从传统平板电视电源向商业显示以及目前在开拓的办公设备电源（OA电源）的拓展，就反映了多个细分市场由于产品底层技术的相似性，公司目前技术平台的实力可以支持公司快速的向下游多种应用场景进行延伸。
- (4) **在细分领域的龙头优势使公司能够优先承接客户高端项目。**公司在平板显示、商显显示电源等细分赛道具备较高的市场份额，较为稳固的龙头地位使得公司能够优先承接客户的高端项目，在加强与客户合作紧密度的同时，也保障了公司业务的利润率。

图表5 公司显示电源具有多个产品系列

<p>激光电源 Laser Power</p> <p>激光显示系列</p> <p>产品特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 结构紧凑，功率密度高，输出精度高 宽电压输入，符合全球各地区电压输入标准 符合各项安规认证和RoHS等指标 拥有多重保护措施（OCP，OVP，OLP，OTP等） 待机功耗<0.5W 软件和硬件多级控制方式 兼容多种调光方式（模拟调光，PWM调光，脉冲宽度调光等） <p>应用领域 大型激光影院投影机，家庭影院激光电视，投影机，会议系统激光投影机，小型激光投影机</p> 	<p>TV平板电源 TV Display Power</p> <p>商业显示</p> <p>产品特点</p> <p>此系列产品采用了先进的自主专利技术方案，融合良好的散热设计，保证了产品可靠稳定地大功率输出。内置OPS阻电，为产品在智慧教育、智能会议等场合的应用提供了便利。各产品都独立通过认证，确保产品安全可靠的同时也可以加快使用户整机的认证进度，节约整机认证费用</p> <p>应用领域 智慧黑板，会议平板</p> 
<p>OA电源 OA Display Power</p> <p>MOP55黑白打印机/复印机电源系列</p> <p>产品特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 多功能一体机定制电源 超小型设计 内置LAMP控制功能 满足低待机(输入0.5W时，效率70%) 符合IEC/EN62368-1/UL/ULCSA62368-1 	<p>TV显示</p> <p>产品特点</p> <p>此系列产品主要应用在家用TV领域，匹配50-75寸家用主流TV液晶屏，LED驱动采用Local Dimming先进技术，让多分区LED灯进行协同工作，使屏幕亮度更均匀，对比度更高，可以高效提高液晶LED显示效果</p> <p>应用领域 家用TV，监视器，Mini LED，Micro LED等</p> 

资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表6 公司显示电源业务主要客户

 小米	 长虹	 创维	 TCL	 海尔
 夏普	 鸿合科技	 康冠	 康佳	 毅昌
 海康威视	 大华	 艾比森	 洲明	 利亚德
 联建光电	 光祥	 雷曼光电	 雷迪奥	 易事达
 元亨光电	 洛普	 视爵光旭	 东芝	 柯尼卡
 光峰	 峰米科技	 坚果	 极米	...

资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.3 以技术和供应链平台化为基础，纵向做大细分赛道，横向开拓海外 OA 电源市场

在显示电源业务上，公司已经实现了从技术的平台化至产品、供应链的平台化，使得公司能够在平板 TV、LED 显示等细分赛道持续做大，并且向海外 OA（办公设备）电源等空白市场横向拓展。从具体产品线来看：

- (1) **平板 TV 产品线：**作为公司的成熟业务，公司凭借稳固的龙头优势可以优先选择承接客户中高端项目和海外项目，并且基于供应链平台不断优化物料成本；
- (2) **商显产品线：**目前公司已经在商显领域有较高份额，预计未来会进一步加强与大客户的合作，并且跟踪行业技术趋势，进行前瞻性的技术布局；
- (3) **LED 产品线：**针对整机企业对于产品轻薄化和激烈市场竞争降本的需求，通过推出新的解决方案提升在合作较少客户中的份额；
- (4) **激光产品线：**激光投影随着整机在亮度、分辨率等方面的技术迭代，对电源方案也有新的要求，公司在加大与龙头客户在工程、商用、家用市场合作的同时，也在开拓海外客户。

图表7 公司激光产品在家用市场的应用

便携微型投影仪

与传统庞大的投影机不同，微型便携投影仪采用新一代德国欧司朗LED光源，以更高的光转换率与更低的功耗实现高亮度。搭配德州仪器最新TI芯片，展现更多色彩和图像细节，集精巧、便携、多功能、多用途于一体，使投影技术真正贴近生活和娱乐，广泛应用于商务办公、教学、出差业务、个人娱乐等领域。

麦格米特及其控股子公司深圳惠影科技拥有一支专业从事微型投影仪的研发、设计、生产与销售队伍，提供包括OEM/ODM在内多种服务，依托严格完善的生产品质管控平台，遵照国际生产标准，为海内外客户提供高品质的微型便携投影仪产品。



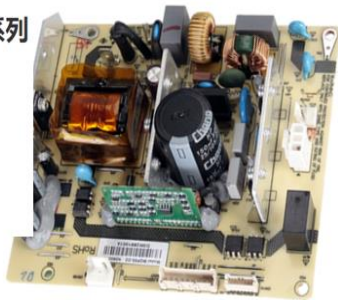
资料来源：公司官网，平安证券研究所

基于与显示电源同源的电力电子和控制技术，公司显示电源业务已经开始向日本等海外 OA 电源市场拓展。由于日系 OA 设备企业如东芝、富士、理光等其传统的零部件供应链以本土厂商为主，公司的电源产品在性能完全达到客户需求的同时，价格端有明显的优势。针对 OA 设备市场小型化、低功耗和多品类的发展趋势，公司 OA 电源产品通过模块化设计以匹配客户的多产品型号，并且优化了待机功耗、产品尺寸等指标，形成了相对于竞品的差异化。此外，凭借多年打造的技术和供应链平台，公司对 OA 设备厂商在新产品研发上的零部件配套也能够提供更好的服务。

图表8 公司黑白打印机/复印机电源

黑白打印机/复印机电源系列

- 多功能一体机定制电源
- 工作温度范围宽，环境适应能力强
- 超小型设计
- 满足低待机（输入0.5W时，效率70%）
- 符合IEC/EN62368-1，UL/CSA62368-1

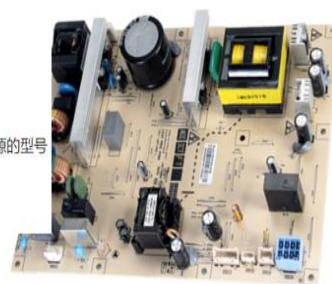


资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表9 公司彩色打印机/复印机电源

彩色打印机/复印机电源

- 多功能一体机电源
- 模块化设计，适用多款打印机，减少客户电源的型号
- 满足低待机（输入0.5W时，效率70%）
- 符合IEC/EN62368-1，UL/CSA62368-1



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

尽管 20 年由于疫情导致公司在日本 OA 电源市场的开拓放缓,但是我们预计随着疫情在各国逐步得到控制,公司在海外市场的开拓进程将加快,随着 OA 电源在海外市场的份额提升,预计未来三年将成为公司显示电源业务的重要增长点之一。

显示电源业务作为公司的创始业务,一直保持良好的发展势头,在巩固平板 TV 显示领域的龙头地位的同时,后续开拓的商业显示电源、OA 电源等细分赛道也有较好的表现。从公司的显示电源业务发展历程中,我们可以看到始终贯穿着公司“优化核心技术平台建设,业务横向延伸、纵向做强”的经营思路,这样的经营思路尽管在公司体量较小时对公司的前瞻性布局、管理能力有更高的要求,但是随着公司的发展壮大,公司的竞争优势也在持续增强。

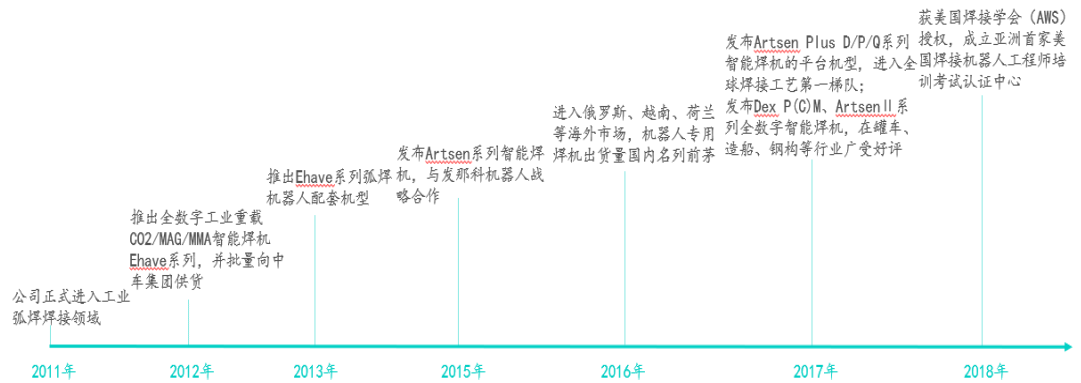
二、 跨界进入智能焊机市场，核心技术平台助力新业务培育

2.1 基于核心技术平台跨界进入智能焊机市场，持续研发投入成就龙头地位

数字化焊机是由 DSP、ARM 等嵌入式微处理器控制的焊机,其用户操作界面、核心控制电路及电流调节和脉冲宽度调制都是由微处理器直接完成。与传统焊机相比,数字化焊机具有功能丰富、产品一致性好、性能稳定可靠、控制精确度高、动态响应速度快、焊接性能优良、安全节能以及能够实现网络化、机器人对接和自动化焊接等功能和特点。但是由于集成了电力电子技术、计算机软件技术、电机传动与运动控制、焊接工艺、电弧物理、金属材料学等多门基础学科技术与工程技术应用的融合,需要历经长期的沉淀及积累,才能真正突破。

基于在电力电子技术、计算机软件技术、电机传动与运动控制方面积累的技术优势,2011 年底公司接手美国艾默生旗下的焊机业务板块,从而跨界进入了中高端智能焊机市场。经过十余年的持续研发投入,公司在国内工业重载气保焊市场(350A 以上)已占据 20%以上的市场份额,且在国内大规模新兴的自动化弧焊市场——机器人专用焊接电源蝉联五年名列前茅。20 年公司焊接业务出货量估算已经达到 2 亿元左右,进入快速增长轨道。

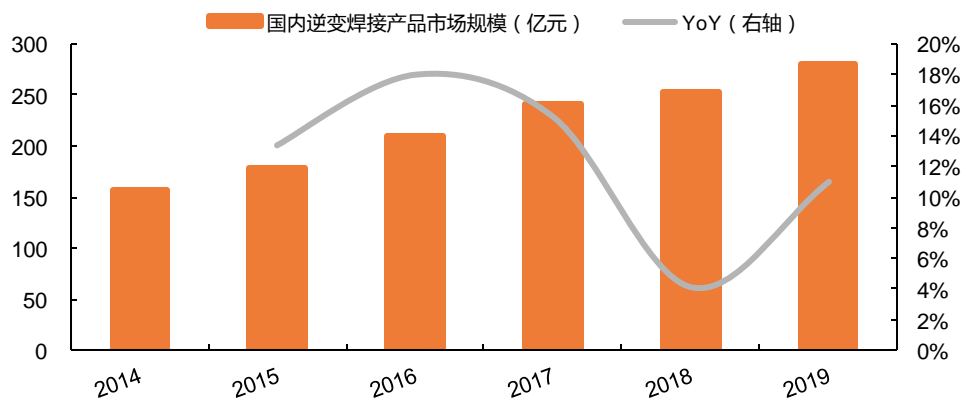
图表10 公司焊接业务发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

根据第三方咨询机构的数据，2019年我国逆变焊接产品市场规模约为 280 亿元，其中绝大部分产品由于自动化程度较低，并不适用于自动化焊接产线，能够适配于机器人焊接的中高端智能化焊机的出货比例不到 10%。随着工业自动化、智能化、数字化、信息化等技术的日益发展，机器人焊接及中高端焊机的市场需求呈现快速增长态势。在工程机械、装配式建筑、国防军工、船舶及海工等行业有着突出的表现，中高端焊机的市场比例及容量逐年扩大。我们预计，未来五年随着国内制造业机器替代人工的进程加速，适用于自动化设备的数字化焊机渗透率有望达到 20%左右，这一细分领域的市场规模有望超过 50 亿左右。

图表11 国内逆变焊接产品市场规模

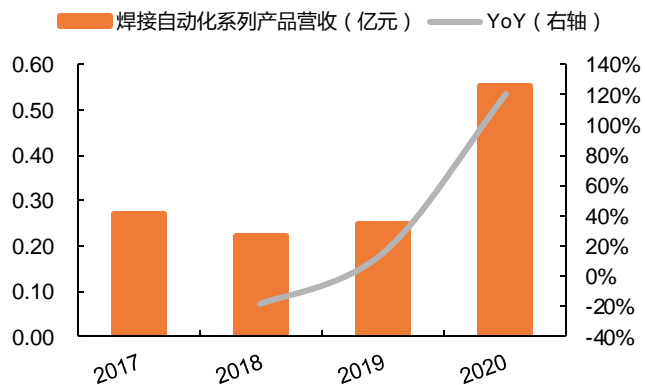


资料来源：盛世华研，平安证券研究所

目前数字化焊机在业内仍然属于新兴赛道，在以电焊机作为主营业务的企业中，各家数字化焊机产品的收入占比仍然较小。传统焊机厂商在焊接工艺、电弧物理和金属材料学方面有较强的技术和工程经验积累，但是在电力电子技术、计算机软件技术和电机控制技术上面相对较弱，而这些技术正是公司的强项。由于传统焊接设备技术门槛相对较低，国内同类企业数量达近千家，但绝大部分企业规模小、产品同质化严重，中小企业通常采用价格策略获得市场，较低的利润无法持续支撑中高

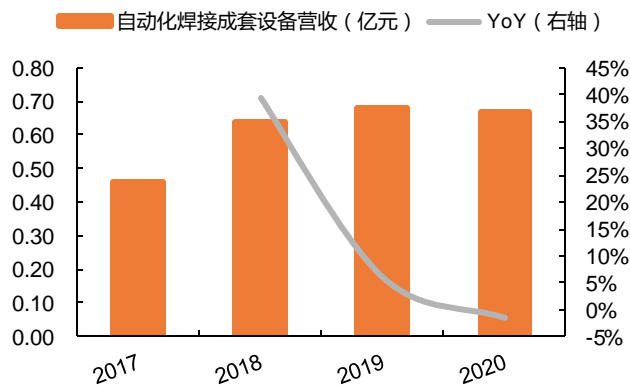
端智能化焊机的高强度研发投入，因此中高端焊机主要以外资品牌为主。以国内电焊机行业规模较大的沪工股份和瑞凌科技为例，20年上述两家企业自动化焊机业务收入分别为0.67/0.55亿元，占其营收整体比例分别为6.17%/9.98%。

图表12 瑞凌股份焊接自动化产品业务收入



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 上海沪工自动化焊接设备业务收入



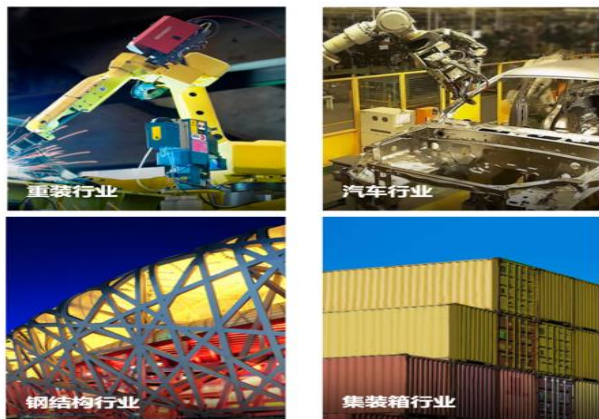
资料来源: Wind, 平安证券研究所

目前公司智能焊接业务已经进入发展快车道。在细分领域蝉联份额第一的同时，公司产品端在持续扩充产品线，丰富产品类型，后续计划推出交直流氩弧焊、交流 MIG、双丝共熔池气保焊等多种产品；在销售端，公司在加大渠道培育，坚持只做自己擅长的焊机电源，与下游主要行业的焊机系统集成商形成了良好的合作关系。

2.2 国内市场突破标杆客户加速进口替代，布局海外扩宽未来发展空间

经过十余年的发展，公司焊机业务已经成长为国内中高端工业焊机领域第一品牌。目前公司焊机产品应用于下游重型装备、汽车、集装箱、钢结构四大行业，主要客户包括三一集团、中国中车、招商局、中船工业、中集、振华重工等龙头企业。通过在主要行业突破标杆客户，公司已经打破了外资品牌在中高端焊机市场的垄断，随着应用案例的持续增长，公司在实现对外资的加速替代。

图表14 公司焊机产品下游四大应用领域



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表15 公司焊机业务部分龙头客户



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

在经营策略上，公司产品主要定位在中高端的专业焊接市场，应用于自动化生产线，专注于金属加工制造业的核心下游行业和龙头客户。公司目前数字化焊机产品线由 Ehave、Artsen II、Artsen Plus 等多个系列组成，能够适用于直流焊接、标准脉冲、高速间断焊、临界脉冲高速焊等多种工艺，性能指标业内领先。传统电焊机采用陈旧的工频变压器方案，公司凭借在电源业务上积累的电能变换技术，开发了业界领先的三电平主功率拓扑，焊接输出频率高达 180KHz，配合整机全数字控制方案，提高了焊机的功率密度，降低总体发热量，提高了设备的能效。除了整体设计方案的领先之外，由于公司拥有成熟的功率变换技术，使得公司的产品电源转换效率达到 90%，比传统抽头机高 20% 以上，比其他常规逆变焊机高约 8%。

图表 16 公司数字化焊机产品线



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表 17 公司 Dex 系列焊机产品性能参数具有明显优势

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

依托核心技术平台优势，公司打造智能焊机的产品差异化，顺利突破标杆客户。随着终端用户层面的竞争不断加剧，工业客户对于焊机的要求不再局限于焊接质量和效率的提升，同时对焊机的智能信息化系统也提出了新的需求；而这些新需求的出现，也给了公司提供差异化产品以替代外资品牌的机会。2019 年 10 月，麦格米特焊接技术中标《三一集团机器人专用智能焊机集采项目》；2020 年 4 月再次中标《三一集团的人工焊机集采项目》，仅半年时间，麦格米特焊接技术已向三一供货超过上千套焊机，而这也是三一集团首次大规模使用国产智能焊机设备。三一集团向公司采购的机器人专用智能焊机，主要用于其工业 4.0 “灯塔工厂” -18 号厂房的改造项目。按照该项目的规划，改造完成后产能将提升 50%、人员需求减少 60%，与公司同时进入该项目供应商名录的均为发那科机器人、达索系统等国际知名品牌。公司通过中标三一集团的智能焊机集采标杆项目，打破了工程机械领域长期热衷进口焊机的品牌壁垒，实现了大规模国产替代进口。预计在多个行业龙头客户标杆项目的背书下，公司品牌影响力的提升将会加速在智能焊机领域的进口替代。

图表18 三一集团 18号厂房改造项目



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表19 公司用于智慧工厂的 SMARC 系统

SMARC
MEGMEET智能焊接管理系统

- WIFI、以太网以及4G通信等方式实现远程联网
- 私有云平台服务器部署在企业本地服务器端
- 分布式RF卡、集中RF卡以及手机APP卡
- 手机APP随时查看设备状态和焊接参数
- 焊接设备的实时信号采集以及实时数据记录
- 设备实时故障报警、操作人员历史焊接数据
- 中央控制设备、管理人员、焊接参数历史数据列表、统计报表、焊接效率报表以及焊接材料数据报表

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司智能焊机业务加大海外市场布局, 若开拓顺利有望推动该业务收入迈向 10 亿元大关。与国内市场相比, 海外市场由于制造业的自动化程度相对更高, 目前对于数字化智能焊机的需求也高于国内市场。以全球知名焊机品牌林肯、ITW、ESAB 和奥地利福尼斯为例, 上述四家企业年焊机销售额合计超过 100 亿元, 有广阔的替代空间。公司从 16 年开始进入比利时、荷兰、俄罗斯、土耳其等欧洲市场, 经过 4、5 年左右的摸索以及公司产品线的更加成熟, 预计公司下一步将加大对于海外目标市场的开拓。目前公司在瑞典、德国、日韩均设有分支机构, 并且在土耳其、印度、新加坡等重点市场增加了对销售及服务人员的配置。与海外本土竞争对手相比, 公司产品性能相当但是价格明显具备优势, 此外公司已经在国内市场积累了丰富的大型客户应用案例, 有望在海外市场逐步实现突破。考虑到欧洲、中东等地区对于智能焊机的需求规模, 我们预计若市场开拓顺利, 有望推动公司智能焊机业务收入向 10 亿元体量迈进。

图表20 公司海外分支机构及服务网点



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

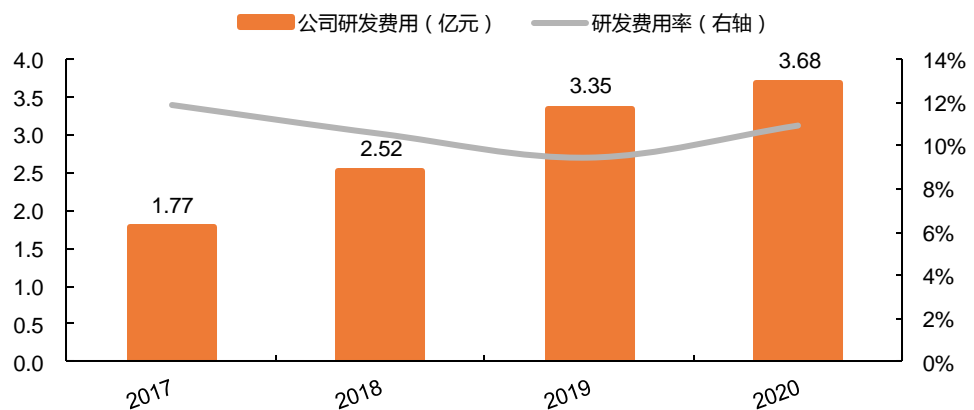
2.3 公司智能焊机业务的成功，对于我们判断公司目前培育的新业务有哪些启示？

与显示电源业务作为公司的创始业务、不断发展有所不同，智能焊机为公司跨界进入的领域，并且经过了十余年的持续投入才取得了目前在中高端市场的领军地位。公司智能焊机业务从 0-N 的发展历程，对于我们判断公司目前培育的其他新业务的起量有着较好的启示作用。

在业务布局上，我们可以看到公司进入的新领域往往有以下特征：

- (1) **寻找技术交叉的新兴领域，依托核心技术平台建立竞争优势：**在智能焊机业务中，公司避开了传统的手工焊领域，切入传统焊接技术与电力电子及控制技术交叉的智能焊机这一细分市场，而公司在电力电子等技术上面又具备明显的优势，能够较好的建立起产品的差异化。目前公司仍在培育的新业务如工业微波设备、智能采油设备等，均是多技术交叉的新兴市场，并且主要产品技术能被公司具备优势的三大核心技术平台所覆盖。
- (2) **前瞻性技术布局，持续高强度研发投入：**公司在 2011 年就进入了工业焊机领域，期间多年均为投入期，近几年该业务才开始了快速增长。究其原因，从外部市场需求来看，在本轮国内制造业向自动化、数字化升级之前，客户对于中高端智能焊机的需求较少，市场主流仍为传统手工焊等产品；从内部原因来看，由于公司产品目标客户为行业标杆企业，只有高强度的持续研发投入才能逐步取得产品端的差异化优势，形成对原有供应商或者外资品牌的替代。

图表 21 公司持续保持高强度研发投入



资料来源：Wind，平安证券研究所

在具体的市场经营策略上，我们通过焊机业务也可以看到公司的主要经营思路始终贯穿：

- (1) **在大行业中只做自己擅长的细分领域：**根据咨询机构数据，国内焊接产品整体市场规模超过 400 亿元，但是在传统焊机和系统集成领域公司并无相对优势。因此公司坚持只做具有技术优势的中高端智能焊机，并且由于公司不像其他业内产品厂商那样涉及焊机系统集成业务，能够较快的与下游各行业的集成商形成密切合作关系。
- (2) **将消费类业务中积累的快速响应能力用于服务工业类客户：**公司进入智能焊机市场之后，通过快速响应客户需求，建立研发支持团队以满足各类定制化需求，公司弥补了初期品牌端的相对劣势。

通过公司智能焊机业务的成功，我们可以看到，公司在新业务的培育上往往采用前瞻性的技术投入进行布局，并且寻找的多为公司三大核心技术平台延伸的交叉领域。尽管短期未必每项培育的新业

务都能快速起量，但是公司前瞻性的布局和持续的研发投入使得其在布局的细分赛道可以建立起足够的技术壁垒，当市场进入成长期时，公司培育的新业务往往能够开始放量，成为推动公司整体业绩上升的增长点。

三、投资建议

通过对公司的创始业务显示电源业务和跨界进入的智能焊机业务进行分析，我们可以看到，公司在整体多极增长平衡风险的同时，在细分市场公司具备持续做深成为行业龙头的能力。无论是在偏向消费类的显示电源业务中，还是工业类的智能焊机业务，公司“优化平台建设、横向延伸、纵向做深”的经营思路始终如一，并且均取得了良好的效果。技术上的前瞻性投入，以及随着业务增长积累的技术/供应链平台优势，使得新老业务均能够具备较强的护城河，能够长期保持在各细分赛道的领跑地位。

从短期来看，1Q21 业绩加速增长，业绩拐点明确；在下游需求较强及新业务不断孵化等因素推动下，公司 21 年有望重回较快增长轨道；从中长期看，公司成长路径清晰，随着平台建设的完善和不断的外延拓展，原有业务的份额增长和新业务的放量有望推动公司业绩的持续高增长。我们维持对公司 21/22/23 年的归母净利润预测分别为 5.43/7.17/9.71 亿元，对应 6 月 7 日收盘价 PE 分别为 31.2/23.7/17.5 倍。维持“推荐”评级。

四、风险提示

1. 公司主要生产电源类及控制类产品，上游核心零部件为 IGBT、芯片等，目前 MCU 等零部件供应较为短缺，若原材料紧缺加剧或者价格大幅上涨，可能导致公司产品无法及时交付或者毛利率下降，将对公司业绩产生不利影响。
2. 公司海外业务占据一定的比例，并且在大力开拓欧洲、日本和印度等市场，若全球疫情未能得到有效控制，导致海外需求的恢复不达预期或者新进客户的验证周期变长，可能对公司的业绩产生不利影响。
3. 目前在工业自动化和电源行业，从全球份额来看，外资企业仍然占据主导地位，若公司各事业部的发展不达预期，或者外资采取大幅降价等竞争策略，可能会导致公司在上述领域的份额提升放缓，进而对公司业绩产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3829	5401	5886	8330
现金	549	1699	862	2319
应收票据及应收账款	952	735	2034	2154
其他应收款	16	34	30	54
预付账款	19	27	32	45
存货	845	1456	1479	2309
其他流动资产	1449	1449	1449	1449
非流动资产	1377	1581	1759	1981
长期投资	83	118	153	188
固定资产	409	561	687	839
无形资产	235	267	297	335
其他非流动资产	650	635	622	618
资产总计	5206	6982	7644	10311
流动负债	2058	3366	3381	5142
短期借款	97	97	97	97
应付票据及应付账款	1724	2947	3012	4679
其他流动负债	236	323	272	367
非流动负债	54	58	58	57
长期借款	10	13	13	13
其他非流动负债	44	44	44	44
负债合计	2112	3424	3438	5199
少数股东权益	25	30	38	50
股本	502	502	502	502
资本公积	1216	1216	1216	1216
留存收益	1355	1787	2361	3136
归属母公司股东权益	3069	3527	4168	5062
负债和股东权益	5206	6982	7644	10311

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	464	1474	-506	1861
净利润	403	549	725	982
折旧摊销	67	66	88	112
财务费用	40	5	27	36
投资损失	-12	-11	-13	-13
营运资金变动	8	884	-1309	773
其他经营现金流	-42	-19	-24	-30
投资活动现金流	-777	-240	-229	-291
资本支出	213	169	143	187
长期投资	-591	-35	-35	-35
其他投资现金流	-1155	-106	-121	-140
筹资活动现金流	592	-84	-103	-113
短期借款	17	0	0	0
长期借款	10	3	0	-1
普通股增加	32	0	0	0
资本公积增加	763	0	0	0
其他筹资现金流	-230	-87	-103	-112
现金净增加额	264	1150	-838	1457

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3376	4638	5952	7748
营业成本	2418	3315	4228	5457
营业税金及附加	19	29	35	47
营业费用	138	186	226	302
管理费用	84	111	143	178
研发费用	368	496	625	790
财务费用	40	5	27	36
资产减值损失	-14	0	0	0
其他收益	62	59	62	65
公允价值变动收益	64	19	24	30
投资净收益	12	11	13	13
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	432	585	767	1045
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	431	585	767	1045
所得税	28	37	42	62
净利润	403	549	725	982
少数股东损益	0	5	8	12
归属母公司净利润	403	543	717	971
EBITDA	489	624	822	1115
EPS(元)	0.80	1.08	1.43	1.93

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-5.1	37.4	28.3	30.2
营业利润(%)	11.8	35.4	31.0	36.2
归属于母公司净利润(%)	11.6	34.8	32.0	35.4
获利能力				
毛利率(%)	28.4	28.5	29.0	29.6
净利率(%)	11.9	11.7	12.0	12.5
ROE(%)	13.0	15.4	17.2	19.2
ROIC(%)	12.3	14.3	16.1	18.1
偿债能力				
资产负债率(%)	40.6	49.0	45.0	50.4
净负债比率(%)	-13.3	-43.8	-17.1	-42.5
流动比率	1.9	1.6	1.7	1.6
速动比率	1.2	1.0	1.2	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.0	5.5	4.3	3.7
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.08	1.43	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	2.94	-1.01	3.71
每股净资产(最新摊薄)	6.12	7.03	8.30	10.08
估值比率				
P/E	42.1	31.2	23.7	17.5
P/B	5.5	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	31.9	23.1	18.6	12.4

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 2021 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