



Research and
Development Center

专注运动控制领域，激光切割等打造新增长点

——维宏股份（300508.SZ）深度报告

2021年10月17日

蒋颖 通信互联网首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

证券研究报告

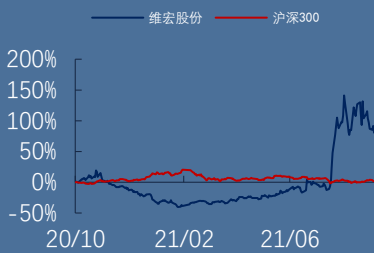
公司研究

公司深度报告

维宏股份(300508)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	47.05
52周内股价波动区间(元)	70.88-17.55
最近一月涨跌幅(%)	-9.69
总股本(亿股)	0.91
流通A股比例(%)	49.82
总市值(亿元)	42.77

资料来源: 信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师
执业编号: S1500521010002
联系电话: +86 15510689144
邮箱: jiangying@cindasc.com

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

专注运动控制领域，激光切割等打造新增长点

2021年10月17日

本期内容提要:

- ◆ **运动控制系列产品市场需求迅速增长，未来持续受益于智能制造大发展。**2021年以来，国内机床工具行业市场延续了2020年下半年恢复性增长态势，需求端快速增长，显著提振公司业绩。未来，智能制造有望进一步提振运动控制系列产品的需求，公司的相关产品有望迎来量价齐升的新格局。
- ◆ **深耕运动控制领域，技术优势显著。**公司具备业内领先的技术优势，拥有面向复杂曲面曲线的高速高精度运动控制技术和多项核心自主知识产权，公司持续投入研发，保障了核心产品在下游3C、激光、木工等多个领域中的领先技术优势。
- ◆ **激光切割领域景气度不断提升，打造公司新增长点。**伴随着激光切割技术的不断突破，激光切割的渗透率和市场规模持续提升，激光切割行业维持高景气度；公司拥有激光切割运动方面的核心技术，相关运动控制类产品可以应用于各类激光切割机，未来激光切割领域有望成为公司业绩的重要支撑，公司核心产品有望持续放量增长。
- ◆ **积极加强产业链布局，提升自身综合竞争能力。**公司积极拓展自身能力边界，收购南京开通等公司加强全产业链布局，积极开拓维宏云等多项业务；同时，公司Phoenix平台经过多年打磨已经基本成熟，未来有望赋予公司更多发展动能，进一步增强公司各产品间联动，提升公司自身的综合竞争能力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司深耕运动控制领域多年，具备多项核心技术，公司积极加强产业链布局，将持续受益于智能制造大发展。预计公司2021-2023年归母净利润分别为0.93亿元、1.39亿元、1.82亿元，对应PE为45.97倍、30.82倍、23.47倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**1、下游行业发展不及预期；2、市场竞争加剧的风险；3、毛利率下降的风险；4、业务整合及商誉减值风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	191	209	423	591	793
增长率 YoY %	-16.55%	9.35%	102.14%	39.68%	34.21%
归属母公司净利润(百万元)	66	29	93	139	182
增长率 YoY %	-340.20%	-55.85%	219.95%	49.17%	31.32%
毛利率%	63.28%	63.45%	56.74%	56.91%	57.46%
净资产收益率 ROE%	12.29%	5.20%	14.33%	18.26%	20.23%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.32	1.02	1.53	2.00
市盈率 P/E(倍)	64.94	147.08	45.97	30.82	23.47
市净率 P/B(倍)	7.98	7.65	6.59	5.63	4.75

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年10月17日收盘价

目 录

一、以运动控制为本，打造国内工控优质企业	4
二、业绩持续改善，有望受益于智能制造发展	8
三、工业 4.0 时代，智能制造行业景气度持续攀升	10
四、盈利预测、估值与投资评级	18
五、风险因素	20

表 目 录

表 1: 维宏股份业绩预测	18
表 2: 估值对比表	19

图 目 录

图 1: 维宏电子公司发展历程	5
图 2: 公司股权架构稳定（截至 2021 年中报）	6
图 3: 维宏股份产品矩阵（把集成数控产品右边那条线去掉）	7
图 4: 公司营业总收入保持稳定（亿元）	8
图 5: 归母净利润重回上升通道（亿元）	8
图 6: 运动控制类产品与伺服驱动器协同发展	8
图 7: 公司以运动控制类产品为主	8
图 8: 公司核心产品具备强劲的盈利能力	9
图 9: 公司费用率情况基本稳定	9
图 10: 工业制造水平升级	10
图 11: 国内数字经济市场规模及同比增速	10
图 12: 国内工业软件在智能制造大背景下迅速发展	11
图 13: 工业软件分类	12
图 14: 工业互联网五层架构	13
图 15: 工业互联网产业链	13
图 16: 工业互联网获政策端机“碳中和”大背景加持	14
图 17: 企业数字化转型和工业互联网相辅相成	15
图 18: 工业互联网平台具体细分	15
图 19: 国内工业互联网市场规模及增速	16
图 20: 工业互联网产业增加值规模及增速	16
图 21: 工业互联网应用的不同行业	17

投资聚焦

运动控制系列产品市场需求迅速增长，未来持续受益于智能制造大发展。2021年以来，国内机床工具行业市场延续了2020年下半年恢复性增长态势，需求端快速增长，显著提振公司业绩。未来，智能制造有望进一步提振运动控制系列产品的需求，公司的相关产品有望迎来量价齐升的新格局。

深耕运动控制领域，技术优势显著。公司具备业内领先的技术优势，拥有面向复杂曲面曲线的高速高精度运动控制技术和多项核心自主知识产权，公司持续投入研发，保障了核心产品在下游3C、激光、木工等多个领域中的领先技术优势。

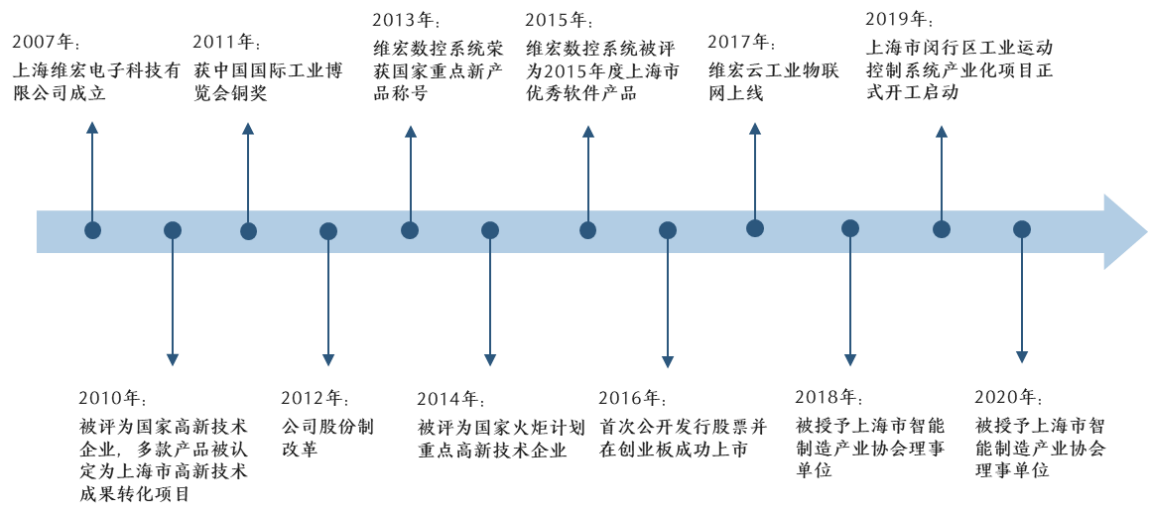
激光切割领域景气度不断提升，打造公司新增长点。伴随着激光切割技术的不断突破，激光切割的渗透率和市场规模持续提升，激光切割行业维持高景气度；公司拥有激光切割运动方面的核心技术，相关运动控制类产品可以应用于各类激光切割机，未来激光切割领域有望成为公司业绩的重要支撑，公司核心产品有望持续放量增长。

积极加强产业链布局，提升自身综合竞争能力。公司积极拓展自身能力边界，收购南京开通等公司加强全产业链布局，积极开拓维宏云等多项业务；同时，公司Phoenix平台经过多年打磨已经基本成熟，未来有望赋予公司更多发展动能，进一步增强公司各产品间联动，提升公司自身的综合竞争能力。

一、以运动控制为本，打造国内工控优质企业

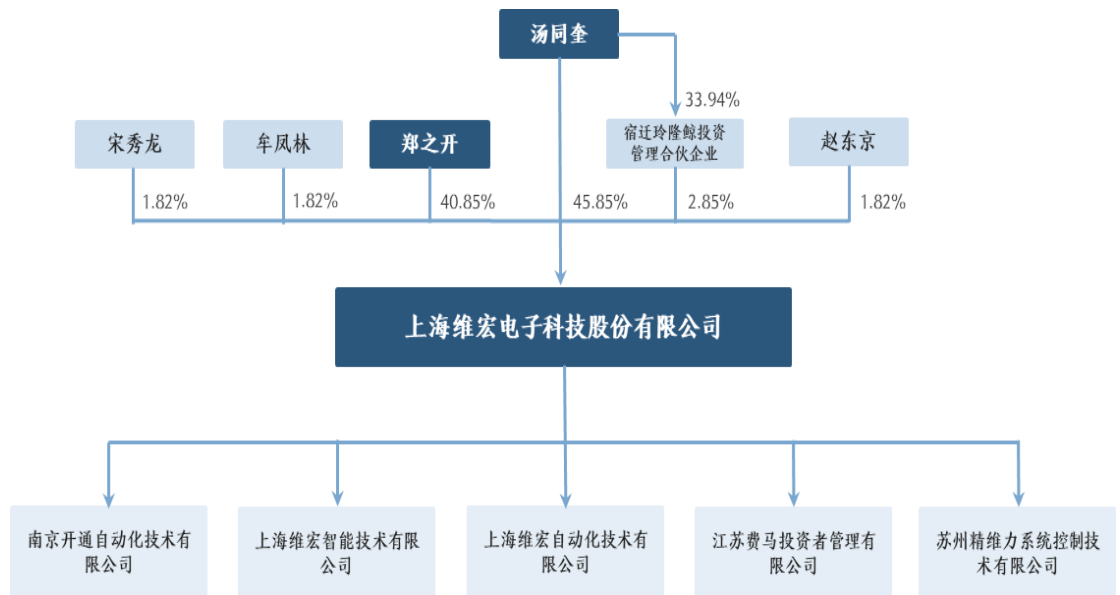
维宏股份以运动控制类产品为基石，积极向多工控产品拓展。维宏股份成立于2007年，于2012年进行股份改革，是一家专注于运动控制类产品的企业。公司的运动控制类产品主要包括运动控制卡和一体机等产品，具备运动控制领域的多项核心技术，并陆续获得了国际工业博览会等多个奖项，斩获多个国家级与市级荣誉，并于2014年被评为国家火炬计划重点高新技术企业。2016年，维宏股份在创业板成功上市之后，积极布局伺服控制器、维宏云物联网等多个工控新产品，拓展自身能力边界，形成了更加稳固的行业地位与盈利能力。

图 1：维宏股份发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司股权结构稳定，创始人技术背景深厚。公司实际控制人是汤同奎先生和郑之开先生，其中汤同奎先生直接持有维宏股份45.85%的股份，通过宿迁玲隆鲸投资管理合伙企业间接持有维宏股份0.97%的股份，郑之开先生直接持有维宏股份40.85%的股份。汤同奎先生和郑之开先生共计持有维宏股份87.67%的股份，处于绝对控股地位，有助于公司形成强有力的决策能力与执行能力，有助于公司的长远发展。此外，汤同奎先生和郑之开先生均为上海交通大学工学博士，公司高管也都具备优秀的学习经历与卓悦的技术背景，对公司决策的前瞻性和技术的领先性提供了有力保障。

图 2：公司股权架构稳定（截至 2021 年中报）


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司的核心产品为运动控制类产品与伺服驱动器，并拥有工业物联网系列产品，产品矩阵比较丰富。公司目前拥有运动控制卡系列产品、集成数控系列产品、智能数控系列产品、WISE 伺服驱动器系列产品、工业物联网系列产品和高精配件系列产品六大系列，其中运动控制卡系列产品、集成数控系列产品和智能数控系列产品属于运动控制类产品，未来伴随着以激光切割为代表的多个下游应用领域的持续景气，公司的运动控制类产品有望持续放量。另外公司积极横向拓展，大力发展以 WISE 伺服驱动器系列产品为代表的伺服驱动器业务，并与维宏云、高精配件等其他业务形成有机联动，提升公司整体的业务多样性与综合竞争能力。

公司坚持“单机+工艺+制造”模式，打造产品核心竞争力。公司以数控系统和伺服系统为“单机”，并借助全新插件式 PHOENIX 数控平台切入更多细分行业，以套料软件、CAD/CAM 等工艺端软件为“工业”，积极提高产品工业竞争力和提供整体解决方案的能力。

图 3：维宏股份产品矩阵（把集成数控产品右边那条线去掉）

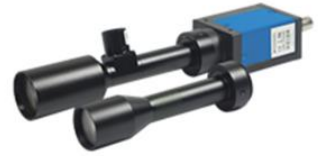
运动控制卡系列产品



集成数控系列产品



智能数控系列产品



WISE伺服驱动器系列产品



工业物联网系列产品



高精配件系列产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

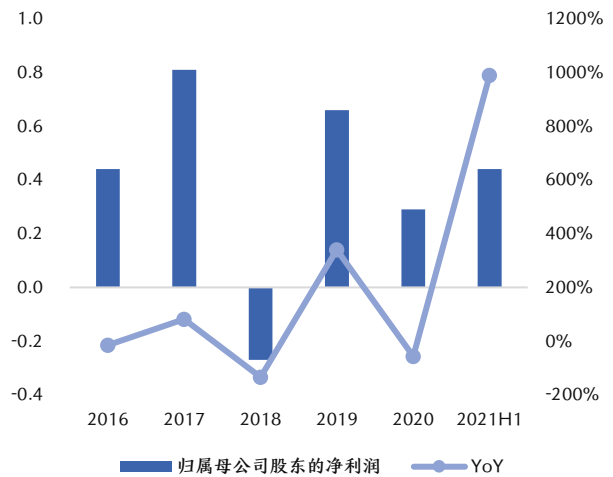
二、业绩持续改善，有望受益于智能制造发展

公司业绩从 2021 年 H1 开始改善。2016-2020 年，公司营业总收入保持稳定增长，整体由 1.44 亿元上升至 2.09 亿元，年复合增长为 9.76%。2021 年上半年，一方面得益于公司主营业务的优化与公司治理能力对持续提升，另一方面得益于疫情控制带来的 5G 电子消费品的快速增长，下游制造业对控制系统设备需求增大，公司营业总收入实现 2.17 亿元，同比大幅增长 156.54%，实现归母净利润 0.44 亿元，同比增长 989.18%，公司发展重回快车道。

图 4：公司营业总收入保持稳定（亿元）



图 5：归母净利润重回上升通道（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

资料来源：wind，信达证券研发中心

以运动控制为核心，横向拓展伺服驱动等产品。从产品的收入结构来看，公司的产品主要包括运动控制类产品（包括运动控制卡和一体化运动控制器）、伺服驱动器和其他业务，运动控制类产品和伺服驱动器作为公司核心产品，2021H1 占公司总收入额的 97.50%。公司的运动控制类产品与伺服驱动器协同发展，2016-2020 年，一体机销售额受到一定程度宏观影响而冲高回落，控制卡基本保持稳定，驱动器业务整体保持小幅增长。伴随着未来激光切割市场红利期持续与下游制造业的转暖，公司在完善产品线和提升研发技术的基础上有望进一步提升核心产品营收及盈利能力。

图 6：运动控制类产品与伺服驱动器协同发展

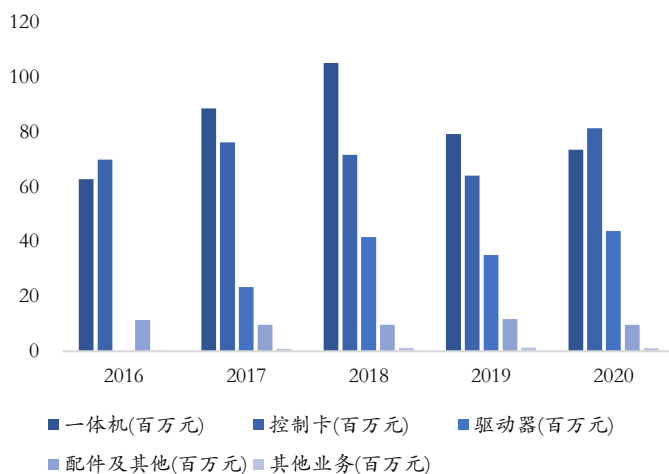
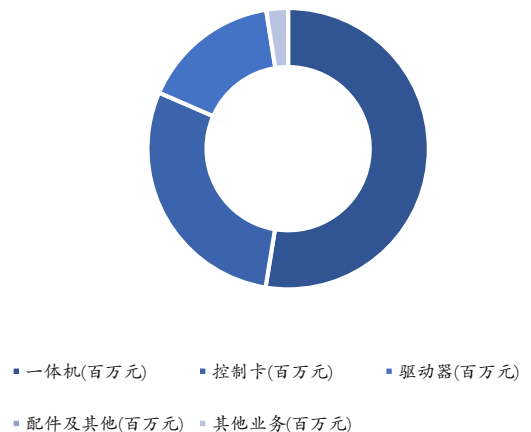


图 7：公司以运动控制类产品为主（2021H1）



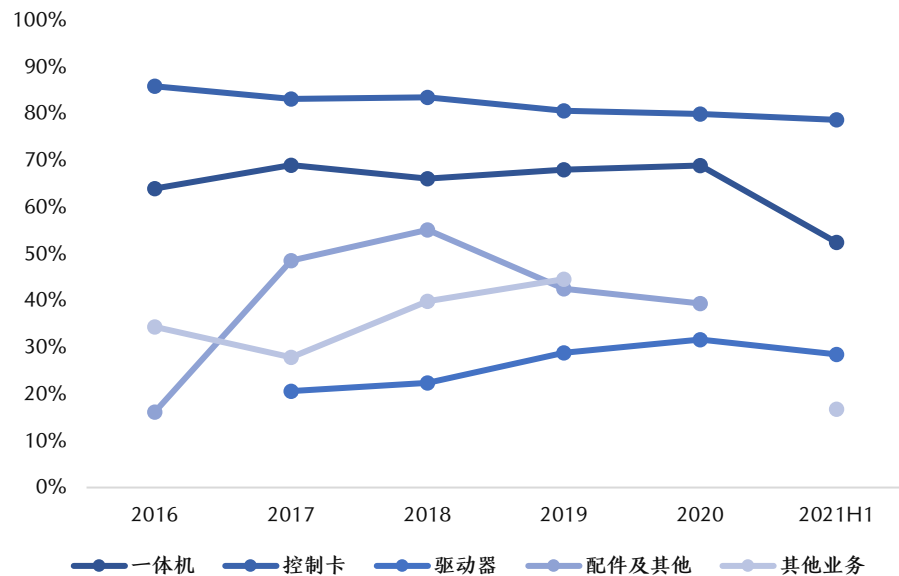
资料来源：wind，信达证券研发中心

资料来源：wind，信达证券研发中心

公司核心产品具备高毛利率，近年来毛利率水平基本稳定。公司近五年整体毛利率稳定在
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

60%以上，处于行业领先水平，运动类产品维持高毛利率水平。2016-2020年，公司一体机的毛利率稳定在64%-70%，控制卡的毛利率维持在80%-86%，驱动器的毛利率由2016年的21%逐年上升至32%。2021上半年，控制卡与驱动器业务的毛利率维持稳定，一体机业务毛利率下滑16.45%；未来伴随着公司业务布局对进一步完善和下游景气度的持续提升，公司毛利率水平有望进一步提升。

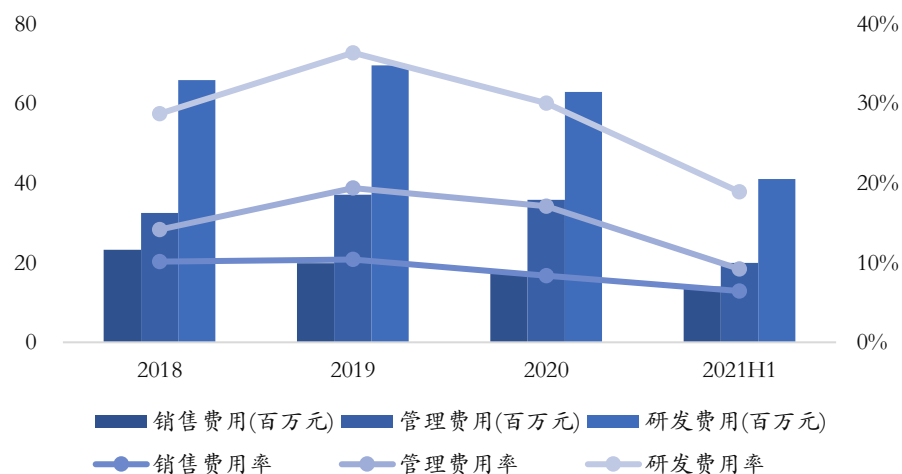
图 8: 公司核心产品具备强劲的盈利能力



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司整体费用率小幅下降，持续保持研发投入。公司近三年费用率水平基本稳定，销售费用率、管理费用率和研发费用率同趋势小幅波动，其中销售管理费用率稳定在25%-30%，并于2021H1下滑至15.65%的水平，体现了公司对销售费用率和研发费用率的良好管控能力。另外，公司持续进行研发投入，2018-2020年研发费用率分别达28.72%/36.38%/30.06%，2021H1由于公司营收大幅增长，当期研发费用率小幅下滑，但是仍然维持了0.41亿元的研发费用，有助于公司保障产品的核心竞争力与领先地位。

图 9: 公司费用率情况基本稳定

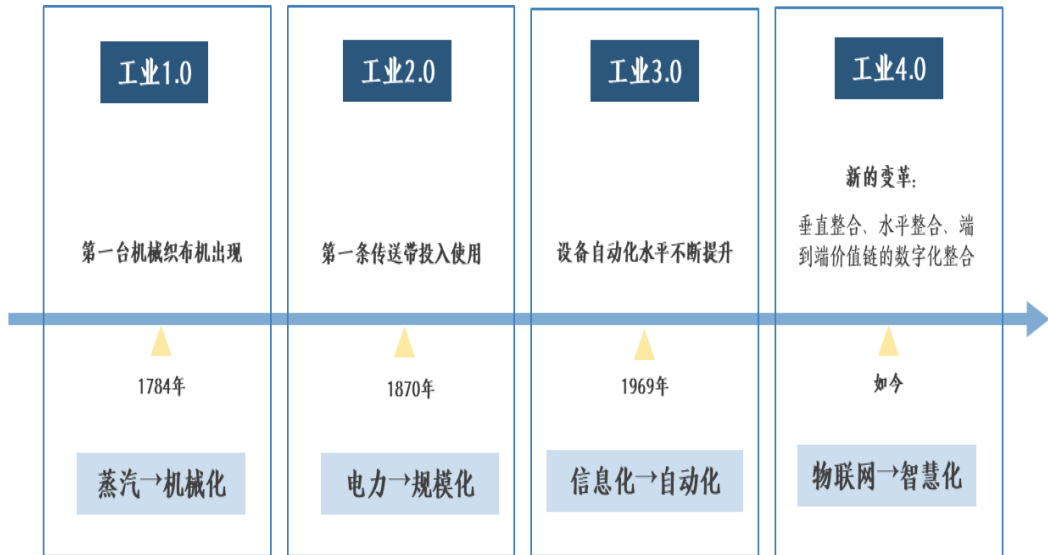


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、工业 4.0 时代，智能制造行业景气度持续攀升

工业 4.0 推动自动化水平提升，工业智能化推动设备更新换代进程。工业 3.0 实现了生产的自动化，大量的自动化控制系统及仪表设备得以应用；工业 4.0 主要将实现生产的智能化，突破的重点由自动化设备转移向智能化软件，通过把行业知识和经验写入智能软件，实现降本增效、安全可控、绿色环保的智能化生产过程。

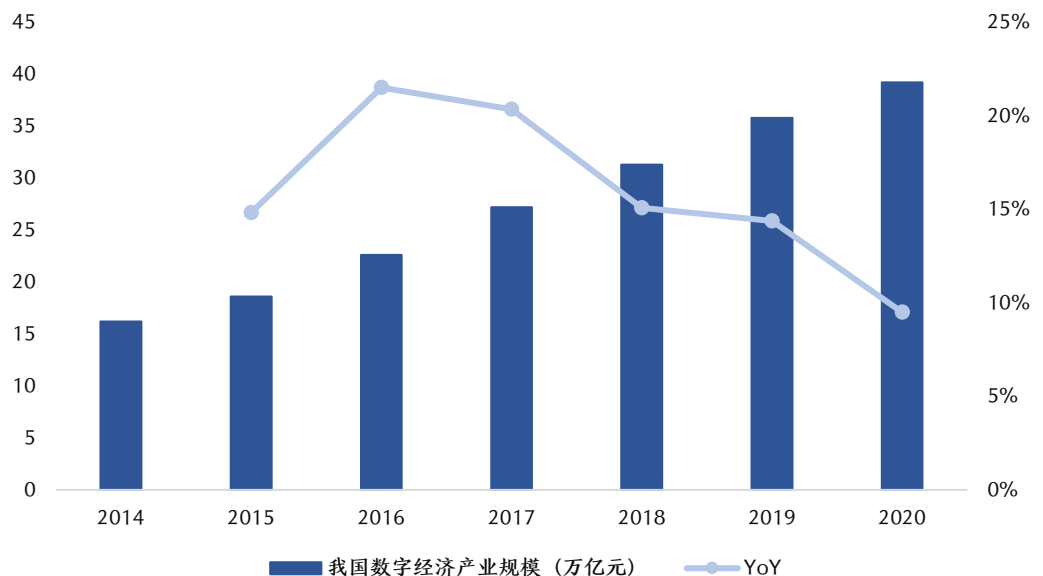
图 10：工业制造水平升级



资料来源：信达证券研发中心整理

数字经济成为全球重要的经济形态，数字化转型成为制造业的必经之路。目前，我国 5G 基建优势明显，云计算、人工智能和大数据等技术蓬勃发展，信息技术基础设施建设更加完善，为数字经济的发展奠定了稳固的基础，伴随着数字产业化和数字经济治理工作的进一步推进，我国的数字化经济转型有望提速发展。

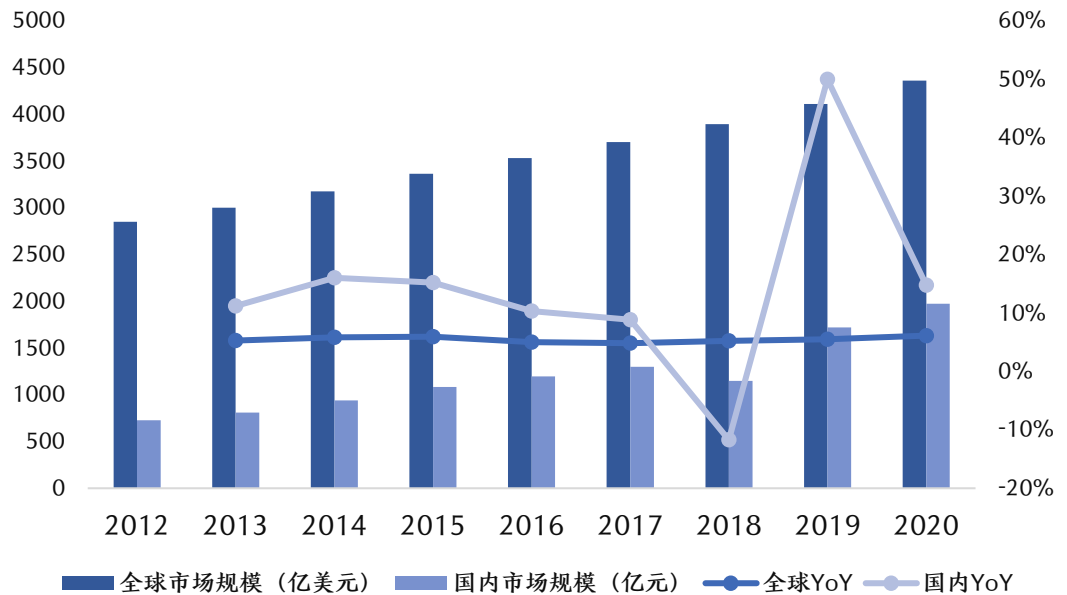
图 11：国内数字经济市场规模及同比增速



资料来源：中国信通院，毕马威，信达证券研发中心整理

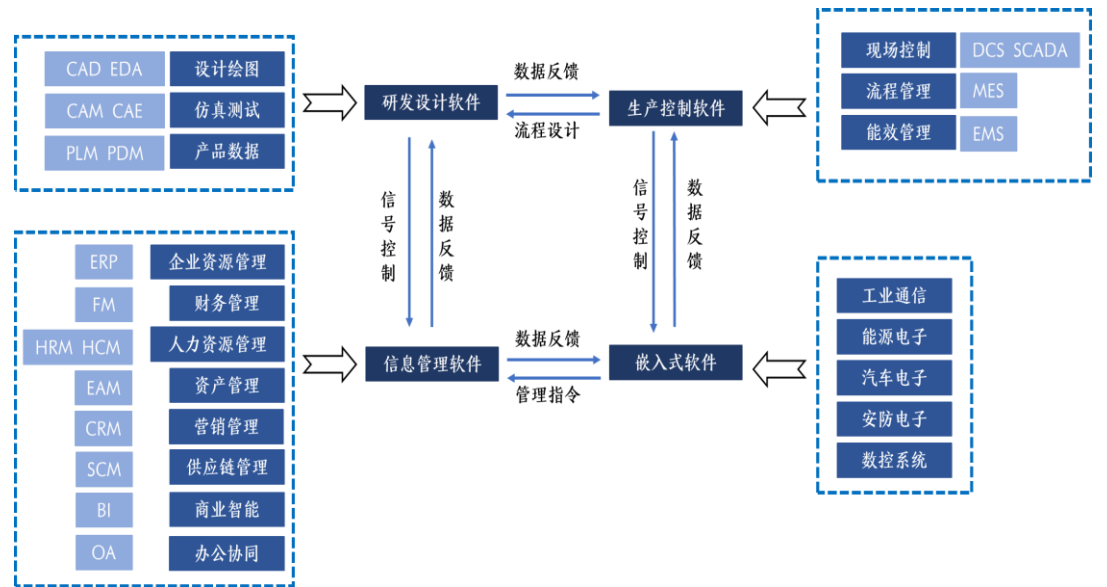
智能制造相关行业景气度持续提升。伴随我国工业制造水平逐步提升，智能制造成为国内制造业发展的大方向，智能化与数字化转型成为企业迈向高质量发展的必选项，工业软件、工业互联网平台和智能制造解决方案等多个细分赛道有望持续受益。另一方面，工业互联网与传统制造业的结合将进一步释放国内生产力，推动传统工业的数字化升级。当前工业互联网主要通过提升效率、降低事故率和节省人工成本等方式推动传统制造业的数字化转型，同时也促进了应用之间的融合，在连接人、机、物的基础上提升了全产业链的价值量，并助力中小企业的转型与发展；工业互联网平台的蓬勃发展与工业互联网生态相互促进，未来有望迎来高速发展的拐点。

图 12：国内工业软件在智能制造大背景下迅速发展



资料来源：中国工业技术软件产业联盟，智研咨询，产业新希望，信达证券研发中心整理

工业软件产品类别较多，公司主要覆盖生产控制类软件产品。根据赛迪顾问划分，工业软件能够细分为研发设计软件、生产控制软件、信息管理软件及嵌入式软件四大类，从各个细分领域横向比较来看，目前工控软件产品类别齐全但是发展不均衡。其中，生产控制类软件主要应用于石化、化工、电力和冶金等流程型行业中，研发设计软件广泛应用于以制造业的设计和测试环节，信息管理软件主要用于企业内部人员、财务及商业等方面的管理，嵌入式软件主要应用于数控、电子及通讯等行业。

图 13：工业软件分类


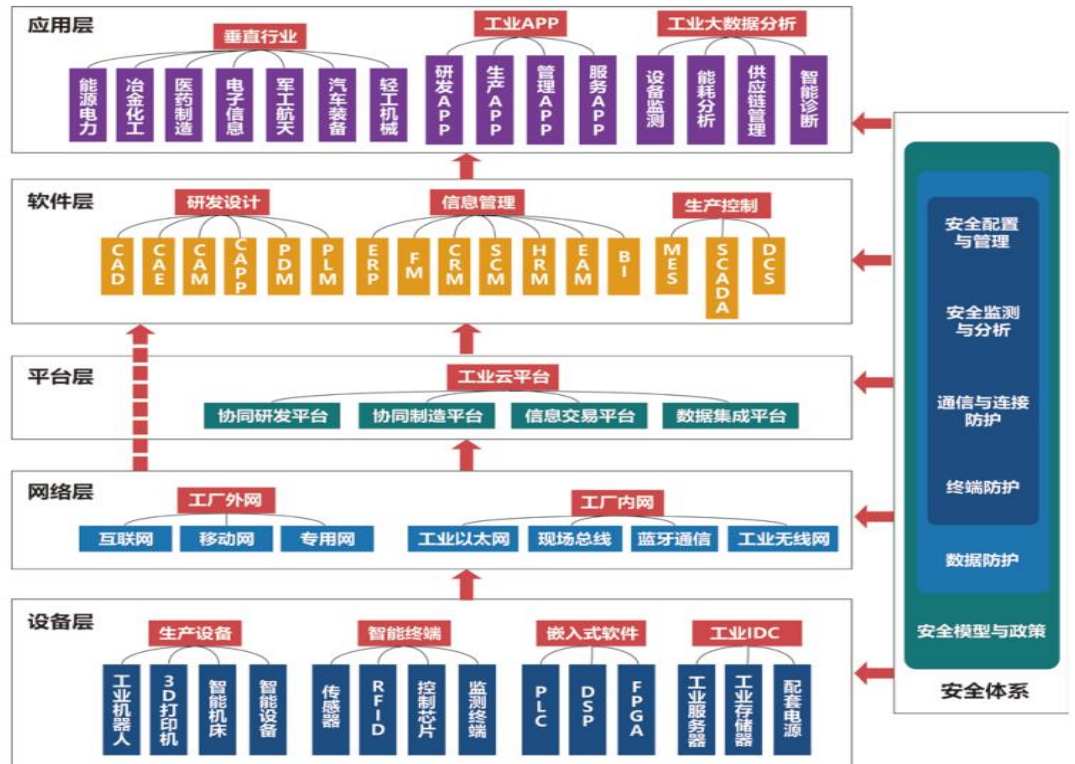
资料来源：赛迪顾问，信达证券研发中心整理

工业互联网赋能传统产业附加值大幅提升。根据赛迪顾问数据，2019 年我国工业互联网市场规模达到 6109.1 亿元，根据《中国工业互联网产业经济发展白皮书(2020)》，2019 年我国工业互联网产业增加值将达到 3.41 万亿元，其中在第一、第二、第三产业增加值分别为 0.049 万亿元、1.775 万亿元、1.585 万亿元，相当于每一份工业互联网方向的营收将带动 5 份产业增加值。

工业互联网是推动第四次工业革命的基石，是由“中国制造”向“中国智造”转型的关键，是国家新基建重要战略方向。工业互联网是将工业系统通过传感和控制技术与互联网相结合，通过软件、大数据、高级计算等实现传统工业的数字化、网络化、智能化，将人、机、物连接形成结构化网络，本质是通过数据分析来驱动自动化决策。

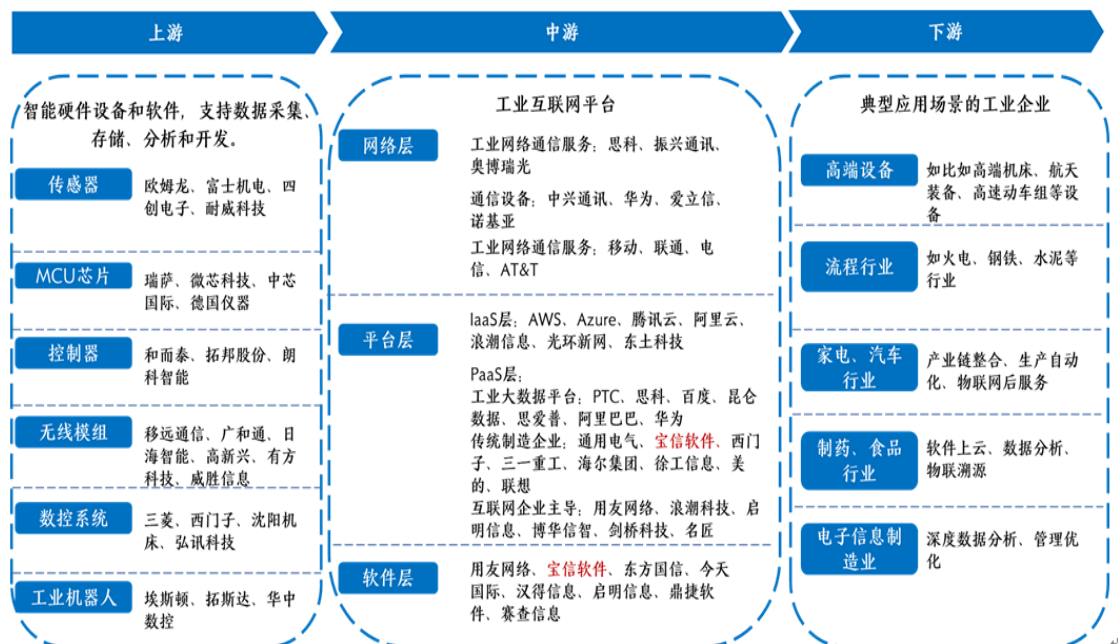
工业互联网从架构体系来看，主要包括设备层、网络层、平台层、软件层、应用层五大架构，以及保障各层架构安全运行的安全体系：

- 1) 设备层：**处于工业互联网底层，是工业基础设施，包括工业机器人、智能机床等生产设备，传感器、芯片等智能终端，PLC、DSP 等嵌入式软件，工业 IDC 等。
- 2) 网络层：**是工业互联网的基础，主要实现现场、车间、企业、行业环节的深度互联，主要包括工厂内和工厂外两大网络，工厂内包括工业以太网、现场总线、蓝牙通信、工业无线网等，工厂外网包括互联网、移动网、专网等。
- 3) 平台层：**是工业互联网的核心，是新型制造系统的神经中枢，在传统平台上采用物联网、大数据等对收集的数据进行分析形成智能化的生产与运营决策，包括连接设备采集的边缘层、提供数据存储的 IaaS 层、进行工业数据处理的 PaaS 层。其中，PaaS 层是平台层的核心。
- 4) 软件层：**针对不同场景设计工业软件，用以提高企业研发、管理、生产控制等。
- 5) 应用层：**处于产业链下游，主要将工业互联网应用于垂直行业，针对垂直行业采用工业大数据分析实现设备控制、能耗分析、供应链管理、智能诊断等任务功能。
- 6) 安全体系：**安全是工业互联网的保障，是工业互联网应用推广的前提条件，主要包括应用安全、数据安全、云安全、控制安全、设备安全等几个层面，负责数据、终端、通信连接等的防护及安全监测与分析、安全配置与管理。

图 14：工业互联网五层架构


资料来源：赛迪顾问，通信产业网，信达证券研发中心整理

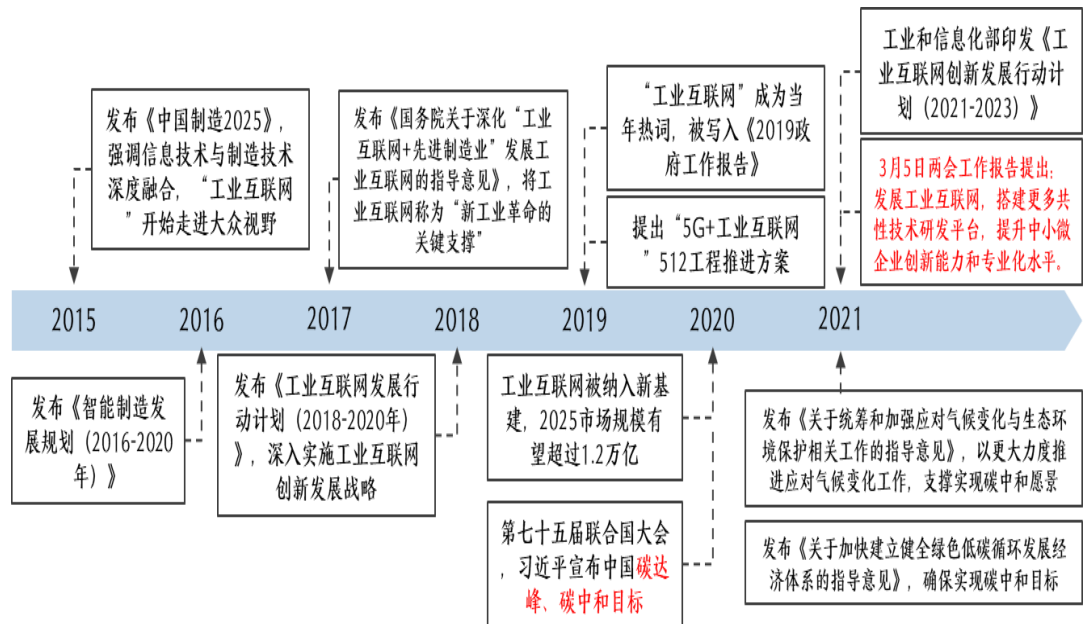
从产业链来看，工业互联网上游主要包括智能硬件设备、控制系统、传感器、芯片、模组等相关企业，为工业互联网提供相关硬件和软件；中游主要包括网络层、平台层、软件层，其中网络层主要包括工业网络通信服务企业、通信设备商和通信运营商，平台层包括 IaaS 层、PaaS 层，IaaS 层包括云平台企业，PaaS 层主要包括工业大数据平台、传统制造企业工业互联网平台、互联网企业主导工业互联网平台，软件层主要包括各类工业软件企业；下游主要包括具备典型应用场景的工业企业。

图 15：工业互联网产业链


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心整理

政策力度持续加码，“碳中和”助力工业互联网热度增加。“碳中和”得到国家重视和资本入局，已成风口，而工业互联网可实现传统工业的数字化、网络化、智能化，带来生产力提升与节能减排的双向突破，助力制造业升级和工业节能，是实现“碳中和”的必经之路。政策端对工业互联网的支持也稳步增加，两会提到“通过发展工业互联网，搭建更多共性技术研发平台，提升小微企业创新能力和专业化水平”，工业互联网连续四年被写入政府工作报告；2020年工业互联网被纳入新基建；2021年工信部发布《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》，对工业互联网创新发展制定了明确的发展路线。在国家政策及“碳中和”大背景的加持下，工业互联网发展有望进入快车道。

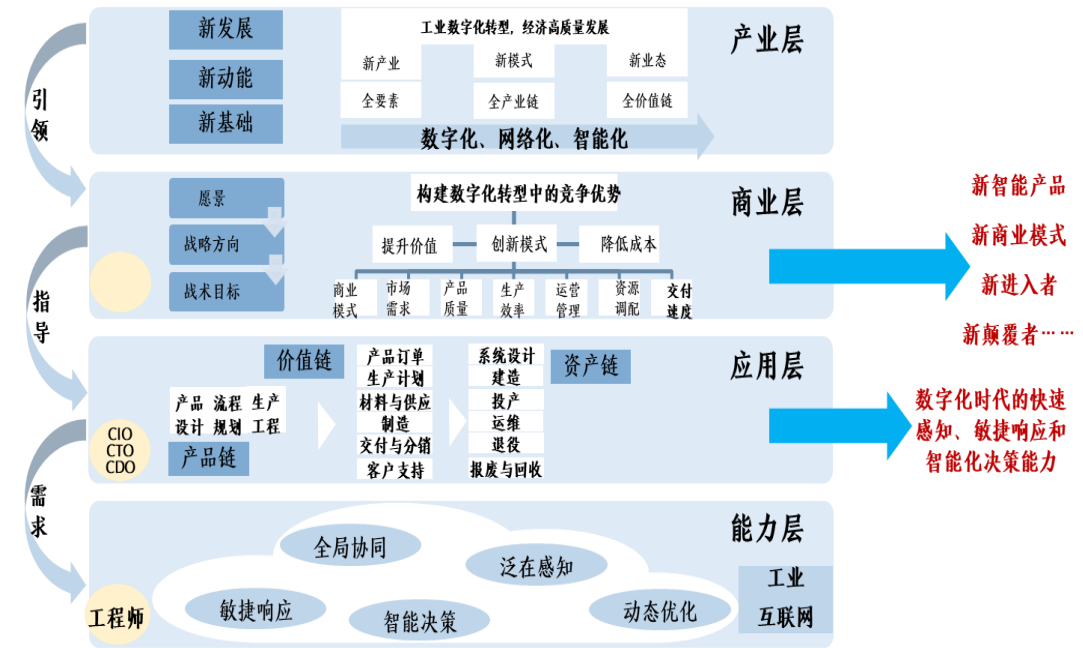
图 16：工业互联网获政策端“碳中和”大背景加持



资料来源：信达证券研发中心整理

企业数字化转型夯实工业互联网推广基础，两者相辅相成推动智能制造。数字化将制造系统内各种设备的数据信息表达为数字语言，并进行数据集成实现底层设备的互联互通，带来各个行业以及全社会的泛在连接，为工业互联网进一步推广做基础设施上的准备。其次工业互联网在垂直领域的融合应用将带动产业数字化扩张，两者相辅相成，在工业领域形成以智能化为中心的新组织、新产品、和新模式，实现社会生产全要素、全产业链、全价值链的重构升级，助力企业降本增效和产业结构升级，实现智能制造。

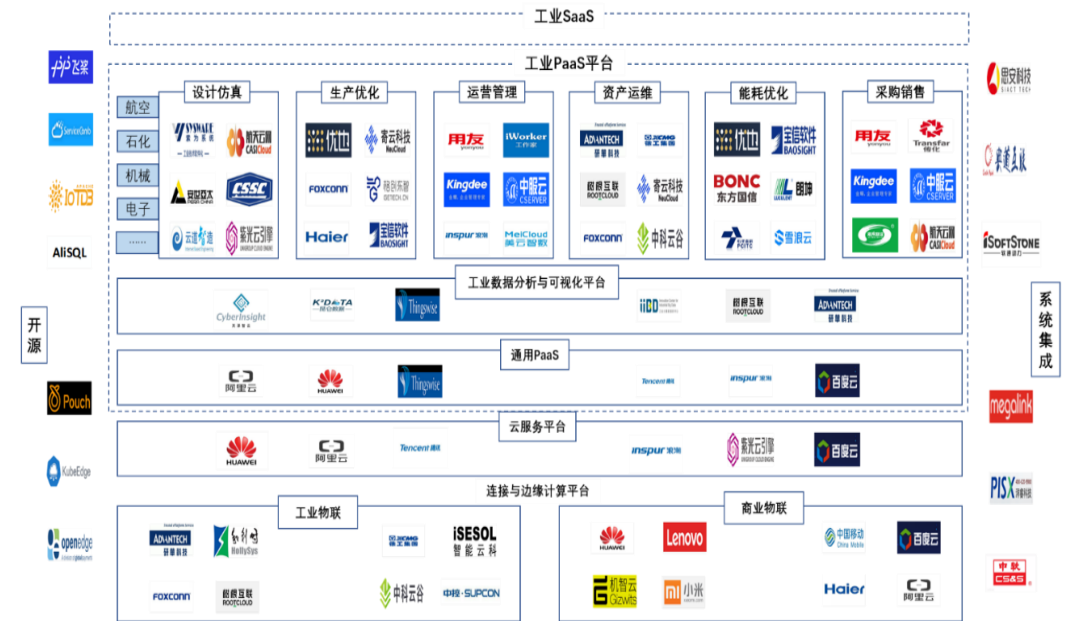
图 17：企业数字化转型和工业互联网相辅相成



资料来源：中国信通院，信达证券研发中心整理

平台是工业互联网的核心，工业 PAAS 是工业互联网平台的核心。工业互联网平台的本质是将采集的海量工业数据，基于各种服务架构的数字化模型，通过将数据存储、管理、分析、建模等，开发出创新性应用，提高资源配置效率。工业互联网平台具体包括边缘层、IaaS 层、PaaS 层及应用层，PaaS 层包括通用 PaaS 层和工业 PaaS 层，工业 PaaS 层集成了数据分析和建模，是工业互联网平台的核心，工业 PAAS 层对传统的 PaaS 平台进行数字化扩展，把重复的工业技术、流程和命令进行模块化封装，使其满足大容量全方位的现代化工业生产的需求，并对特定的工业应用提供支撑。根据工信部统计数据显示，当前国内具有较强行业性和区域影响力的工业互联网平台超过 70 家，连接工业设备数量达 4000 万台，工业互联网广泛应用于港口、交通、能源、电力、家电、航空航天等多个重点行业。

图 18：工业互联网平台具体细分



资料来源：工业互联网平台白皮书，信达证券研发中心整理

平台处于规模化扩张的起步阶段，各路企业纷纷布局，尚未出现龙头企业，发展潜力巨大。

目前全球工业互联网平台市场规模正处在高速发展的阶段，未来行业增速有望进一步提升。在众多参与者中，垂直细分行业龙头企业依托在行业的工业实力和行业经验，针对行业所存在的痛点，提供数字化解决方案，打造垂直行业的工业互联网平台，发展空间较大。

图 19: 国内工业互联网市场规模及增速

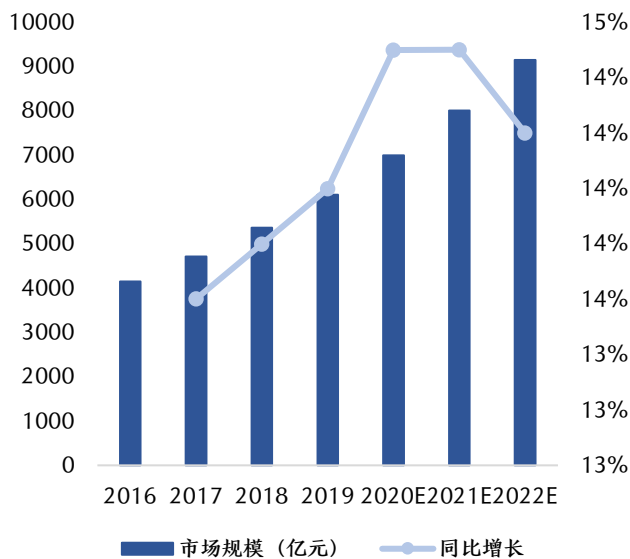
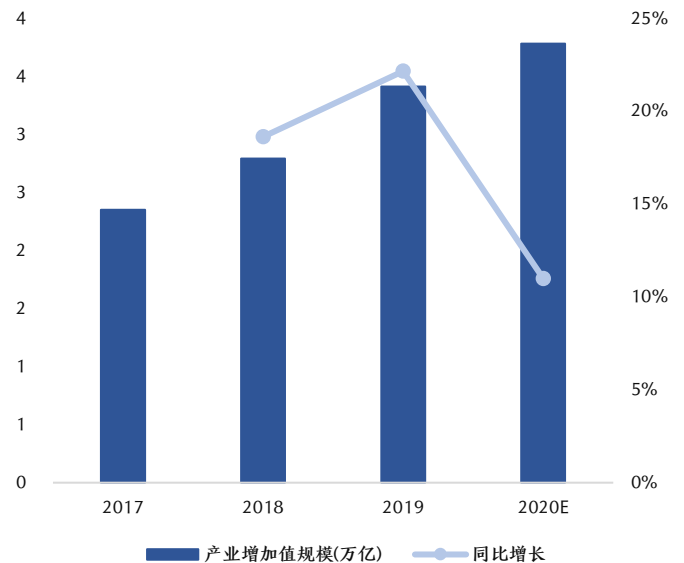


图 20: 工业互联网产业增加值规模及增速



资料来源: 赛迪顾问, 信达证券研发中心

资料来源: 中国工业互联网研究院, 信达证券研发中心

针对不同行业，工业互联网平台提供的作用和价值各不相同：

- 1) 高端制造行业（工程机械、数控机床）：针对产品生产销售、服务后端等，工业互联网可在全生命周期开展平台应用。
- 2) 流程行业（化工、钢铁、有色）：针对具有高复杂性和逻辑性特点的行业资产、设备、生产、价值链等，工业互联网平台可提供系统性优化，提高效率。
- 3) 离散制造业（家电、汽车）：针对制造业的规模化及个性化定制、产品质量管理和后市场服务等，工业互联网可提供各类配套服务。
- 4) 普通消费行业（制药食品）：工业互联网提供标识解析功能，帮助产品进行销售供应链溯源、真伪识别、经营管理。
- 5) 电子制造业：工业互联网可针对行业进行质量管理，旨在提升行业效率。

图 21：工业互联网应用的不同行业



资料来源：信达证券研发中心整理

四、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测及假设

智能制造大背景下，工业自动化水平有望进一步提升，运动控制系列产品的需求量与功能复杂程度提高，有望迎来量价齐升的新格局，公司作为该领域的优秀企业，具备业内多项领先的技术优势，业绩有望持续增长。

公司主营业务基本假设如下：

- 1) **一体机**：公司的核心产品，集成了运动控制卡、CPU 主板、显示器（液晶屏）、专业操作面板，使用方便，避免了整机生产商在自行组合环节可能出现的问题，预计未来几年保持较快增长速度；
- 2) **控制卡**：数控软件的底层控制算法的载体以及硬件接口，预计未来几年保持较快增长速度；
- 3) **驱动器**：伺服驱动器是用来控制伺服电机的一种控制器，主要应用于高精度定位系统，为未来发力发展方向之一；
- 4) **配件及其他**：未来保持较快增速发展；
- 5) **其他业务**：未来保持较快增速发展。

表 1：维宏股份业绩预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	191	209	423	591	793
增长率 YoY%	-16.5%	9.4%	102.1%	39.7%	34.2%
归属母公司净利润 (百万元)	66	29	93	139	182
增长率 YoY%	-340.2%	-55.8%	219.9%	49.2%	31.3%
毛利率%	63.3%	63.4%	56.7%	56.9%	57.5%
净资产收益率 ROE%	12.3%	5.2%	14.3%	18.3%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.32	1.02	1.53	2.00
市盈率 P/E(倍)	64.94	147.08	45.97	30.82	23.47
市净率 P/B(倍)	7.98	7.65	6.59	5.63	4.75

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2021 年 10 月 17 日）

2、估值分析与投资评级

我们选取中控技术、赛意信息、能科股份、柏楚电子等工业软件企业作为可比上市公司，2022 年四家工业软件上市公司平均 PE 为 39 倍。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.93 亿元、1.39 亿元、1.82 亿元，对应 PE 为 45.97 倍、30.82 倍、23.47 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2: 估值对比表

公司	代码	股价	市值	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
中控技术	688777.SH	83.9	414.5	1.12	1.41	1.77	74.68	59.59	47.52
赛意信息	300687.SZ	23.1	85.3	0.71	1.00	1.37	32.54	23.15	16.83
能科科技	603859.SH	34.0	56.7	1.02	1.44	1.90	33.22	23.61	17.90
柏楚电子	688188.SH	443.8	445.1	5.88	8.01	10.65	75.43	55.38	41.69
平均估值				2.18	2.96	3.92	53.96	40.43	30.98
维宏股份	300508.SZ	47.1	42.8	1.02	1.53	2.00	45.97	30.82	23.47

资料来源: wind, 信达证券研发中心(时间截至 2021 年 10 月 17 日); 中控技术、赛意信息、能科科技、维宏股份为信达证券预测, 其余与 wind 一致预期保持一致

五、风险因素

1、下游行业发展不及预期

公司主营业务为研发、生产和销售工业运动控制系统，下游客户为各类智能化、自动化加工设备制造商，下游行业的发展状况将直接影响到本行业的市场空间。如果未来下游行业对发展不及预期，将会影响到公司的经营业绩，对公司发展产生不利影响。

2、市场竞争加剧的风险

随着新竞争者的进入、技术的升级和客户需求的提高，若公司不能在产品研发、技术创新、客户服务等方面持续增强实力，公司未来可能将面临市场竞争加剧和经营业绩下滑的风险。

3、毛利率下降的风险

公司的主要产品分为控制卡、一体机和驱动器，但驱动器毛利率远低于控制卡和一体机。随着伺服驱动器项目的建成投产，公司伺服驱动器销量将会继续高速增长，公司产品结构发生变化，未来综合毛利率有可能下降。同时随着市场竞争的加剧，公司产品毛利率面临进一步下降的风险。

4、业务整合及商誉减值风险

公司积极通过收购或其它投资方式实现外延式扩张，但并购后公司与被收购企业在业务模式、运营管理、企业文化等方面均存在一定程度的差异，双方能否顺利整合并充分发挥出协同效应仍具有一定的不确定性。如果南京开通经营不及预期，存在商誉减值的风险。

	单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
流动资产	419	358	1,252	1,499	929
货币资金	13	110	926	1,115	475
应收票据	0	9	18	25	34
应收账款	20	26	49	69	92
预付账款	2	2	5	7	9
存货	24	28	63	87	115
其他	361	184	191	196	203
非流动资产	187	284	276	268	261
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	101	98	95	93	90
无形资产	45	42	38	34	31
其他	41	144	142	141	140
资产总计	606	643	1,527	1,767	1,190
流动负债	66	78	873	1,002	284
短期借款	26	0	711	783	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	17	49	116	162	214
其他	23	30	46	57	70
非流动负债	5	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	5	5	5	5
负债合计	70	83	878	1,007	289
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	536	559	649	760	901
负债和股东权益	606	643	1,527	1,767	1,190

	单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
营业总收入	191	209	423	591	793
同比(%)	-16.5%	9.4%	102.1%	39.7%	34.2%
归属母公司净利润	66	29	93	139	182
同比(%)	-340.2%	-55.8%	219.9%	49.2%	31.3%
毛利率(%)	63.3%	63.4%	56.7%	56.9%	57.5%
ROE%	12.3%	5.2%	14.3%	18.3%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.32	1.02	1.53	2.00
P/E	64.94	147.08	45.97	30.82	23.47
P/B	7.98	7.65	6.59	5.63	4.75
EV/EBITDA	85.74	168.15	52.20	36.22	27.74

	单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
营业总收入	191	209	423	591	793
营业成本	70	76	183	255	337
营业税金及附加	2	2	5	7	9
销售费用	20	17	41	56	73
管理费用	37	36	55	71	87
研发费用	70	63	47	59	79
财务费用	3	2	1	2	2
减值损失合计	-16	1	0	0	0
投资净收益	29	15	12	19	15
其他	70	5	16	17	16
营业利润	73	34	120	178	237
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	74	35	120	178	237
所得税	8	6	27	39	55
净利润	66	29	93	139	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	29	93	139	182
EBITDA	80	41	132	190	248
EPS(当年)(元)	0.72	0.32	1.02	1.53	2.00

	单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
经营活动现金	38	35	83	112	158
净利润	66	29	93	139	182
折旧摊销	12	12	10	10	9
财务费用	3	2	1	2	2
投资损失	-30	-15	-28	-36	-31
营运资金变动	-16	6	3	-5	-7
其它	3	1	3	2	3
投资活动现金流	-72	93	26	35	29
资本支出	-45	-85	-2	-2	-2
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-28	178	28	36	31
筹资活动现金流	7	-31	706	43	-826
吸收投资	0	6	3	28	42
借款	18	-24	711	73	-783
支付利息或股息	-3	-7	-5	-30	-43
现金流净增加额	-27	97	816	189	-640

研究团队简介

蒋颖，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。