

信捷电气 (603416)

证券研究报告

2024年11月08日

小型 PLC 内资龙头之一，伺服及大型 PLC 潜力大

工控业务稳步增长，小型 PLC 领域优势显著。

信捷电气是一家专注于工业自动化产品研发与应用的国内知名企业，长期位居国产小型 PLC 市场份额前列。主要产品包括：PLC、驱动系统、HMI、智能装备等，为客户提供“整体工控自动化解决方案”。2023 年驱动系统为公司第一大业务占比近半，可编程控制器营收占比超 1/3。2023 年信捷电气小型 PLC 在中国市占率 7%，位居第四，在国内厂商中排名第二。目前已经在国产小型 PLC 领域中占据了较大优势。

实控人全额认购募资，壮大现有业务提升市场信心。

在国家政策支持下，国内企业有望在工业自动化产品领域逐步抢占外资市场份额；据 Fortune business insights 预测，2022-2029 年全球工业自动化市场规模将从 2058.60 亿增长至 3950.90 亿，存在较高的增量市场，公司有望通过优化扩大营销网络，加大直销力度，提升产品市场占有率。

2024 年 5 月，信捷电气拟向特定对象发行股票，拟募集资金总额不超过 5 亿元用于企业技术中心二期建设项目、营销网点及产品展示中心建设项目以及补充流动资金。公司控股股东、实际控制人李新先生认购本次发行的全部股票，充分展示其对公司支持的决心以及对公司未来发展的坚定信心。

国内中大型领域发展空间广阔，产品特性有助于估值提升。

国内 PLC 市场中，外资企业保持较高占比，西门子（德国）在国内 PLC 市场的份额超过 40%，三菱（日本）的市场份额约 12%。尤其在中小型 PLC 领域，外资高份额的格局更为清晰，欧美企业处于垄断地位。总体来看国内 PLC 市场国产替代空间仍较为广阔，发展上限高。

PLC 自身特点决定其更偏向软件，具有高用户壁垒，下游粘性强；PLC 客户对稳定性、高效性的高要求促成了产品品牌的排他性；未来有可能为业内企业拔高估值。

盈利预测与估值：预计 2024-2026 年公司总营收分别为 17.3/20.0/23.2 亿元，同增 15%/16%/16%；毛利率分别为 37%/36.7%/37.1%；归母净利润分别为 2.5/2.9/3.4 亿元，同增 26%/16%/17%。预计未来 3 年公司业绩复合增速可达 15%，参考可比公司 24 年平均 PE，考虑公司小型 PLC 业务为行业第二且业绩增速上升，驱动系统稳步增长，我们给予公司行业平均 24 年 26X PE 估值，对应目标价 46.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：自动化行业复苏不及预期风险；竞争加剧风险；公司规模扩大带来的管理风险；募资项目实施风险及资金管理风险；测算主观性风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,335.10	1,505.05	1,730.81	2,004.28	2,316.94
增长率(%)	2.75	12.73	15.00	15.80	15.60
EBITDA(百万元)	400.89	432.29	352.44	373.61	431.92
归属母公司净利润(百万元)	222.04	199.02	250.23	290.10	340.28
增长率(%)	(26.87)	(10.37)	25.73	15.93	17.29
EPS(元/股)	1.58	1.42	1.78	2.06	2.42
市盈率(P/E)	23.90	26.66	21.21	18.29	15.59
市净率(P/B)	2.71	2.49	2.26	2.04	1.83
市销率(P/S)	3.97	3.53	3.07	2.65	2.29
EV/EBITDA	12.85	9.09	10.74	9.19	7.25

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/自动化设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	37.75 元
目标价格	46.24 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	140.56
流通 A 股股本(百万股)	140.56
A 股总市值(百万元)	5,306.14
流通 A 股市值(百万元)	5,306.14
每股净资产(元)	15.95
资产负债率(%)	29.00
一年内最高/最低(元)	41.22/20.44

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
高鑫	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523080001	
gaoxin@tfzq.com	
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《信捷电气-公司点评:中报业绩符合预期，竞争力不断提高》 2017-07-31
- 《信捷电气-首次覆盖报告:PLC 地位稳固,伺服与智能装置业务增长迅速》 2017-06-04

内容目录

1. 工控业务稳步增长，小型 PLC 领域优势显著	4
1.1. 专注于工业自动化产品研发与应用的国内知名企业	4
1.2. 驱动系统与可编程控制器为主要业务，产品应用领域广泛	4
1.3. 营业收入稳步增长，2024 年上半年 PLC 高增长高毛利贡献公司利润	5
1.4. 小型 PLC 国内龙头企业之一，国产小型 PLC 领域优势显著	6
2. 实控人全额认购募资，壮大现有业务提升市场信心	8
2.1. 2024 年 5 月募集资金 5 亿元，用于技术中心建设项目、营销网点及产品展示中心建设等	8
2.2. 响应国家政策加快工业自动化行业国产替代，实控人 5 亿元全额认购提升市场信心	9
3. 国内中大型领域发展空间广阔，产品特性有助于估值提升	10
3.1. 利好政策密集出台，消费信心或将提振产能信心	10
4. 盈利预测与估值	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展各业务的重要时点	4
图 2：2023 年公司各大业务营收占比	5
图 3：公司历年营收及增速（亿元）	6
图 4：公司主营业务收入情况（亿元）	6
图 5：公司主营业务毛利率情况（%）	6
图 6：项目预计占用资金比例	8
图 7：2021 年国内 PLC 市场主要企业市场份额	11
图 8：2021 年国内大型 PLC 市场主要企业市场份额	11
图 9：信捷小型 PLC 产品	13
图 10：禾川小型 PLC 在卷绕机中的运用	13
图 11：三菱 MELSEC-L 系列大型 PLC 产品	13
图 12：施耐德 M200 大型 PLC 产品	13
表 1：公司产品线与应用领域	4
表 2：募资项目概况及实施必要性	8
表 3：24 年以来刺激内需及投资政策	10
表 4：PLC 市场分类	12
表 5：小、中、大型 PLC 区别	12
表 6：部分品牌产品对比	12
表 7：公司盈利预测	14

表 8：可比公司估值（截至 2024 年 11 月 8 日收盘） 15

1. 工控业务稳步增长，小型 PLC 领域优势显著

1.1. 专注于工业自动化产品研发与应用的国内知名企业

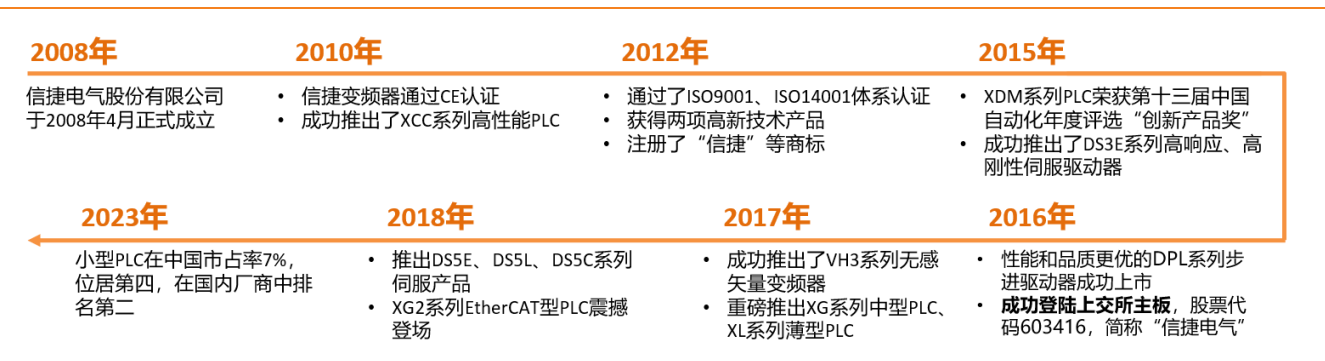
无锡信捷电气股份有限公司是一家专注于工业自动化产品研发与应用的国内知名企业。经过多年行业深耕，公司具备以下优势：

多层次、全流程、国内一流的核心技术。作为国内最早进入工业自动化行业的企业之一，公司经过十五年的扎实积累和不断创新，已经建立起覆盖工业自动化全流程的核心技术优势。公司凭借信捷工业信息化整体解决方案，助力制造业数字化转型，着力打造以面向行业的控制层（可编程控制器、人机界面、整体式控制器、云智造信息化平台 4G/WIFI/以太网关）+ 驱动层（伺服系统、变频系统、步进驱动器）+ 传感层（视觉系统）+ 信捷云智造平台（云智造可视化平台）为核心的智能制造全方位解决方案。

注重技术研发，高研发投入与研发人员占比。自创立以来，公司始终将技术研发作为立身之本，着重投入研发资源和培养研发人员，2023 年研发投入总额占营业收入比例 9.76%，研发人员占比达到 31.62%。

口碑良好和认知度广泛的 品牌。公司品牌获得了广泛认可，长期位居国产小型 PLC 市场份额前列，先后获得了国家工业强基计划控制器“一条龙”应用计划示范企业、中国专利奖、江苏省智能制造领军服务机构、江苏省智能车间等多项资质荣誉。

图 1：公司发展各业务的重要时点



资料来源：公司官网，MIR 睿工业公众号，天风证券研究所

1.2. 驱动系统与可编程控制器为主要业务，产品应用领域广泛

公司专门从事工业自动化控制产品的研发、生产和销售。主要产品类型和特色包括：（1）工业智能控制系统中电气控制系统，主要包括可编程控制器（PLC）、驱动系统（伺服驱动器、伺服电机、步进驱动器、变频器）、人机界面（HMI）、智能装备等；（2）电气控制集成应用，为工厂自动化（FA）领域客户提供“整体工控自动化解决方案”。主要客户分布在纺织服装、印刷包装、家居建材、食品饮料、汽车和新能源、机床工具、信息化、仓储物流等行业。

表 1：公司产品线与应用领域

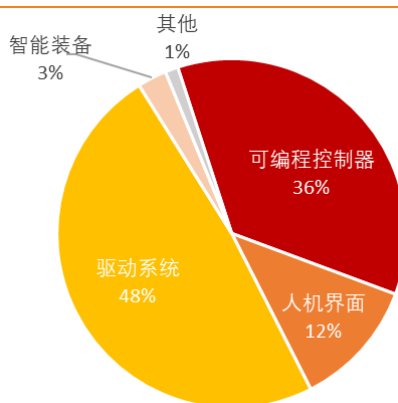
		产品线	产品应用领域
通用品	可编程控制器	XS 系列、XD 系列（XD3、XD5、XDM 运动控制型、XDC、XDH 运动控制总线型）、XL 系列、XG 系列	公司产品应用领域广泛，几乎涉及所有机电一体化设备，其中核心行业如包装机械、数控机床、玻璃机械、木工机械、纺织机械等 OEM 行业。
	伺服系统	DS（含支持运动总线控制的 DS3E、DS5 高性能型）系列伺服驱动器、MS 系列伺服电机	
	步进驱动	两相步进驱动器、三相步进驱动器	
	机器视觉	X-SIGHT 高性能一体式 SV 系列机器视觉	
	低压变频器	VH 系列、VB 系列	

	工业触摸屏	TS 系列、TG 系列、TH 系列、MP 系列、CCSG 系列
	文本显示器	OP 文本显示器
	一体机	XPG 系列、XP 系列、XMH 系列、XMP 系列、ZG3 系列、ZP3 系列、ZGM 系列
	通讯模块	G-BOX、T-BOX、MA、COM-BLUETOOTH、XG、XL、XD
智能装置	RC 系列智能装备控制器、视觉引导冲床上料机、焊接机、磨床、视觉检测装置和机械手	

资料来源：信捷电气 2023 年年度报告，天风证券研究所

驱动系统为公司第一大业务占比近半，可编程控制器营收占比超 1/3。驱动系统已成为公司第一大业务，占据近半壁江山。2023 年，公司驱动系统业务实现收入 7.3 亿人民币，占总营收的 48%。与此同时，可编程控制器（PLC）业务也是公司的重要支柱，其营收占比超过三分之一。具体来说，2023 年 PLC 业务收入达到 5.4 亿人民币，占总营收的 36%。这两项核心业务共同构成了公司收入的主要来源。

图 2：2023 年公司各大业务营收占比

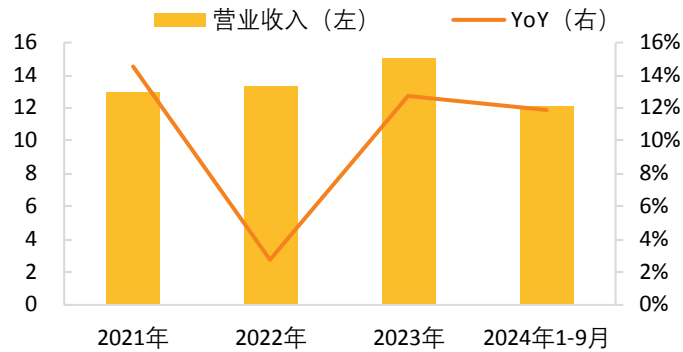


资料来源：信捷电气 2023 年年度报告，天风证券研究所

1.3. 营业收入稳步增长，2024 年上半年 PLC 高增长高毛利贡献公司利润

营业收入逐年增长，24 年上半年利润增速高于营收增速。从 2021 年至 2024 年 H1，公司的营业收入逐年增长，除 2022 年外，2021 年、2023 年与 2024 年上半年，营业收入增速均在 10% 以上。2024 年上半年，公司继续保持健康、稳定的发展，品牌形象和市场竞争力稳步提升，实现收入 7.97 亿，同比增长 10.93%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 21.74%，利润增速高于营收增速。主要原因为 2024 年上半年公司 PLC 产品销售收入 3.12 亿元，同比增长 26.67%，而其毛利率高达 56.71%，使得这部分利润高速增长。2024 年公司前三季度实现营业收入 12.1 亿元，同比增长 11.93%，归母净利润 1.7 亿元，同比增长 12.69%。

图 3：公司历年营收及增速（亿元）

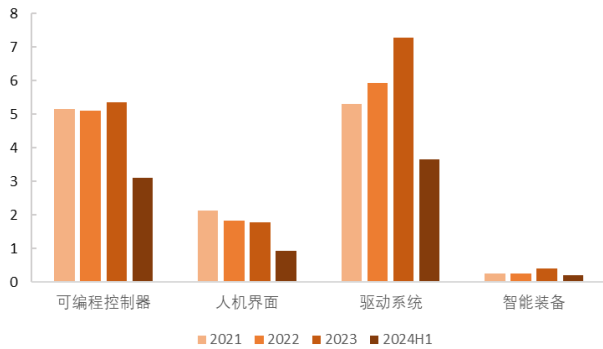


资料来源：公司公告，天风证券研究所

驱动系统近年成长为公司第一大业务，PLC2024 年上半年实现高增长。2021 年，公司的可编程控制器业务与驱动系统业务在营收贡献上几乎持平。然而，到了 2023 年，驱动系统业务通过持续稳定的增长，成功超越了其他业务板块，成为公司最大的收入支柱。2024 年上半年，可编程控制器业务展现出强劲的增长势头，增速明显提升。随着市场对自动化解决方案需求的不断增加，以及公司在技术创新和服务优化方面的持续努力，可编程控制器业务的增长潜力将进一步释放，有望为公司的整体业绩带来新的动力。

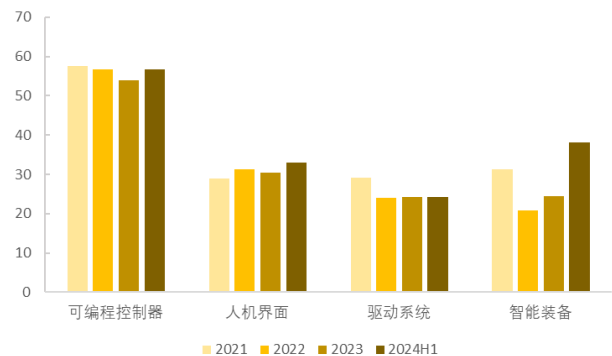
可编程控制器常年保持高毛利率超 50%。可编程控制器业务长期以来一直保持着较高的毛利率，自 2021 年以来，其毛利率始终稳定在 50% 以上。相比之下，公司的其他业务板块的毛利率则相对较低，且波动较大，通常在 30% 左右徘徊。在 2024 年上半年，智能装备业务的表现尤为突出，其毛利率从 2023 年的 24% 显著提升至 38%。

图 4：公司主营业务收入情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 5：公司主营业务毛利率情况（%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

1.4. 小型 PLC 国内龙头企业之一，国产小型 PLC 领域优势显著

信捷电气小型 PLC 在中国市占率 7%，在国内厂商中排名第二仅次于汇川。可编程控制器（PLC）是工厂自动化控制系统中的关键部件之一，是种专门为在工业环境下应用而设计的数字运算操作电子系统。按照下游应用场景，PLC 产品可分为用于项目型市场的大型 PLC 和用于 OEM 市场的中小型 PLC。目前国产厂商主要专攻用于 OEM 市场的中小型 PLC，并且在近几年期间实现了对外资厂商市场份额的抢占。根据华经情报网的数据，2022 年我国的小型 PLC 市场竞争格局相对分散，呈现一超多强的市场模式；汇川和信捷市占率分别为 12%、6%，市场竞争力持续提升。根据 MIR 睿工业的数据，2023 年信捷电气小型 PLC 在中国市占率 7%，位居第四，在国内厂商中排名第二，仅次于汇川。

信捷电气把握市场动态，坚持自主研发、掌握过硬技术，目前已经在国产小型 PLC 领域中占据了较大优势：

(1) 公司具有强大的技术优势，研发的可编程控制器具有稳定性高，抗干扰能力强，功能模块多，易编程，且具有现场总线技术等技术特点和优势；

(2) 公司牢牢抓住市场发展和客户需求，推出了完整齐全的产品系列，覆盖客户的全方位需求。陆续推出了 XS 系列、XC 系列、XD 系列（含 XD3、XD5、XDM 运动控制型、XDC 运动控制总线型、XD5E 以太网型以及 XDHetherCAT 运动控制型）、XE 系列、RC 系列、XL 系列、XG 系列等产品，目前已处于国内厂商中的领先地位。

强化控制器技术，丰富产品线，拓展至智慧农业与高端制造领域。2024 年上半年，公司进一步提高可编程控制器的技术优势，继续丰富产品系列，研发出 EA 系列环境控制器，为养殖和园艺等智慧农业领域提供一体化解决方案，通过先进的环境传感器实时采集和分析环境数据、预测环境风险，助力智慧农业高效稳定生产；研发出 XSF 系列刀片式 PLC，面向先进制造领域和环境复杂行业，具有更为出众的运动控制能力和更强大的扩展力；进一步完善 XF 系列分布式 I/O 系统，适应更多的应用领域和更复杂的环境，全面覆盖先进制造领域和传统领域，支持多种系统构成和丰富的 IO 型号，具有稳定高效的特性。多年来，公司依靠自身在小型 PLC 市场建立的优势，进一步向中型 PLC 以及与 PLC 紧密相关的其他工控产品延伸产品线，助力公司稳固在传统行业的优势地位的同时，加速新能源、高端智能制造等行业中的拓展，稳步实现公司打造一体化解决方案供应商的愿景。

2. 实控人全额认购募资，壮大现有业务提升市场信心

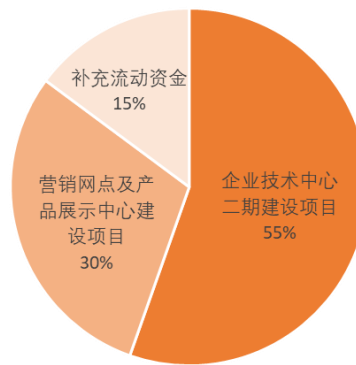
2.1. 2024 年 5 月募集资金 5 亿元，用于技术中心建设项目、营销网点及产品展示中心建设等

2024 年 5 月，信捷电气拟向特定对象发行股票，拟募集资金总额不超过 5 亿元用于企业技术中心二期建设项目、营销网点及产品展示中心建设项目以及补充流动资金。本次向特定对象发行股票的数量为不超过 21,280,000(含本数)，占本次发行前公司总股本的 15.14%。

企业技术中心二期建设项目，计划 4 年完成建设；总投资额 28,000.00 万元，拟用募集资金投资金额为 27,696.37 万元。

营销网点及产品展示中心建设项目，计划 2 年完成建设。总投资额 14,882.11 万元，其中拟用募集资金投资金额为 14,882.11 万元。剩余 7,421.52 万元用于补充流动资金。

图 6：项目预计占用资金比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：募资项目概况及实施必要性

项目名称	项目概况	项目实施的必要性
企业技术中心二期建设项目	拟于江苏省无锡市滨湖区建设研发实验室和办公室，进一步改善公司研发环境；购置实验设备、组建新研发团队，提高研发团队技术实力，提升研发效率，为公司的中长期发展奠定坚实基础。	<p>工业自动化产品进口替代趋势日益显著：我国工业自动化产品的中高端市场长期以来主要由西门子、三菱电机、欧姆龙等欧美、日系等外资品牌企业占据。国内企业经过多年发展，研发水平和质量不断提升，产品逐步成熟，部分优势企业凭借良好的高性价比产品、本土化服务、个性化定制等优势取得行业渗透的突破，逐步抢占外资市场份额。</p> <p>进一步提升公司研发能力，促进公司可持续发展：本项目旨在建成新一代可编程控制器、人机界面、驱动系统研究和实际应用场景等基础性研发实验室，并可开展新一代产品的可靠性、电磁兼容等方面的测试，从而极大提升公司的基础研发水平和能力。</p> <p>实现产品的升级换代，培育公司新的增长点：经多年发展，公司的产品种类更加丰富，需要根据具体应用场景、客户需求、性能标准等具体条件进行研发和生产制造。项目完成后，将大幅提高公司工业自动化产品的应用技术研究、产品测试验证以及新产品研发等方向的技术能力。</p>

<p>营销网点及产品展示中心建设项目</p>	<p>有利于提升整体营销能力，适应业务快速发展的要求：公司营业收入增长迅速，2019 年-2023 年年复合增长率达 23.37%。据 Fortunebusinessinsights 预测，2022-2029 年全球工业自动化市场规模将从 2058.60 亿增长至 3950.90 亿，存在较高的增量市场。公司计划通过新设升级办事处、增加展厅、新增成品仓库的方式扩大营销网络覆盖范围。</p> <p>有利于完善网络职能，提升客户服务能力：面对自动化行业竞争加剧和客户体验需求提升，公司现有营销网络难以满足需求，影响业务拓展。为此，公司将增设展厅、办公室，增加服务人员，强化培训和客户服务，提供直观产品体验，加快市场响应和技术支持。</p> <p>有利于加大直销力度，提升产品市场占有率：顺应工业互联网和智能机器人趋势，公司需完善营销网络，增强销售、培训及响应能力，支持直销与经销，提升市场占有率和行业地位。</p>
<p>补充流动资金</p>	<p>优化公司财务结构，增强抗风险能力：2021 年末、2022 年末和 2023 年末，公司的负债总额分别为 62, 522.78 万元、73, 028.87 万元和 74, 310.66 万元。补充流动资金后，公司的负债水平将进一步优化，抗风险能力将进一步提升。</p> <p>补充公司运营资金，满足公司业务增长的资金需求：随着公司经营规模的扩大，日常运营和持续发展所需的营运资金将进一步加大。本次补充流动资金将有效缓解公司发展的资金压力，满足未来业务增长的资金需求。</p>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 响应国家政策加快工业自动化行业国产替代，实控人 5 亿元全额认购提升市场信心

2024 年 5 月信捷电气募资活动基于以下背景：

工业自动化行业迎来重要机遇，国产替代步伐加快。随着劳动力成本上升和制造业升级，各国正推进智能制造与自动化。工业机器人和高端数控机床成为关键装备，而驱动系统、可编程控制器等人机界面作为其核心部件，在降本增效和产业升级中发挥重要作用。在中国，国家政策支持推动了工业自动化市场的快速发展。尽管外资品牌如西门子等长期主导市场，但国内企业通过技术创新和服务优势逐渐缩小差距，市场份额稳步增长。当前，国产自动化方案展现出强劲潜力，逐步替代进口产品，有望在全球竞争中取得更大成就，助力中国制造业高质量发展。

国家政策助力工业自动化设备高质量发展。近年来，国家相关产业政策的密集推出，为工业自动化行业的长期健康发展提供了良好的环境：2021 年 12 月，工信部等多部门发布智能制造和机器人产业发展规划，目标到 2025 年大部分制造企业实现数字化网络化，重点行业初步智能化；至 2035 年全面普及数字化并基本实现智能化。同时提出机器人产业年均增速超 20%，形成国际竞争力企业及产业集群。2022 年国务院强调提升工业机器人关键计量测试技术。

实控人全额认购，提升实际控制人持股比例，提升市场信心。公司控股股东、实际控制人李新先生认购本次发行的全部股票，充分展示了控股股东、实际控制人对公司支持的决心以及对公司未来发展的坚定信心。通过认购此次发行股票，实际控制人对公司的控股比例将得到提升，有助于进一步增强公司控制权的稳定性，有利于向市场以及中小股东传递积极信号；认购资金的投入有利于促进公司提高发展质量和效益，保障公司的长期稳定发展，维护公司中小股东的利益。

募集资金投资项目围绕公司主营业务开展，系对公司主营业务的拓展和完善。发行完成后，公司的资产规模将相应增加，营运资金得到充实，资产负债率（截至 2023 年 12 月 31 日，公司合并口径资产负债率为 25.80%）和财务风险将有所降低，有利于优化公司资本结构，提升公司运营规模和经济效益，为后续业务的持续发展提供良好保障。公司筹资活动产生的现金流入将大幅增加，使营运资金得到补充，有利于提升持续经营能力与应对风险能力，为实现可持续发展奠定基础。

3. 国内中大型领域发展空间广阔，产品特性有助于估值提升

3.1. 利好政策密集出台，消费信心或将提振产能信心

利好频出，“新增+存量”双双打开新需求。半年以来国务院与工信部等部门相继出台了一系列刺激消费、投资的政策，如《推动大规模设备更新和消费品以旧换新方案》、《国务院关于促进服务消费高质量》等，都极大促进了工控领域的需求增长。

- 新增市场方面：在政策驱动内需影响下，终端消费需求大幅提振，下游内资工控企业未来订单有望实现增加，我们预计这将会促进业绩增长，下游企业新建产线需求同步水涨船高。
- 存量市场方面：随着“两新”政策的深入实施，工控领域旧生产设备更新需求将日益凸显，对更新、更高技术设备产品都提出一定要求，促使行业向先进、智能、高端方向发展。

表 3：24 年以来刺激内需及投资政策

政策	颁布时间	颁布单位	主要内容
国务院关于进一步促进服务消费高质量发展的意见	2024-8-20	国务院	挖掘基础性消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能优化服务消费环境、强化政策保障
促进创业投资高质量发展的若干政策措施	2024-6-15	国务院办公厅	培育多元化创业投资主体、多渠道拓宽创业投资资金来源、加强创业投资政府引导和差异化监管、健全创业投资退出机制、优化创业投资市场环境
推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	2024-3-07	国务院	围绕推进新型工业化，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造；实施汽车、家电产品、家装消费品换新行动；实施回收循环利用行动
国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见	2024-4-30	国务院	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场；到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
工业重点行业领域设备更新和技术改造指南	2024-5-23	工业和信息化部办公厅	文件对电力装备、电子组装、电子元件、光伏等二十七个工业重点行业制定了政策及标准依据，并指明了重点方向

资料来源：中国政府网、天风证券研究所

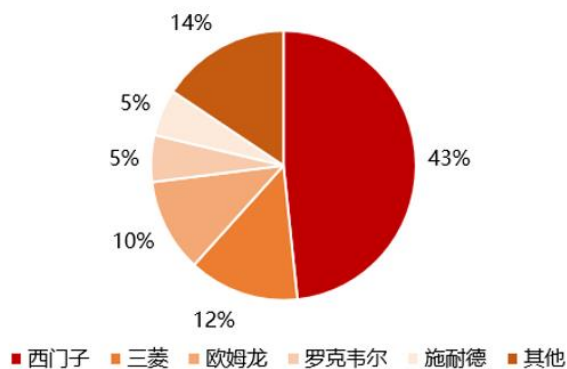
3.2 中大型 PLC 市场内资份额少，国产替代仍存空间

从国内 PLC 市场竞争格局来看，外资企业保持较高占比。随着中国制造 2025 的稳步推进，自动化系统需求不断增长，作为离散控制的核心设备，国内 PLC 市场规模逐年递增。但是 PLC 总体市场份额仍由欧美和日系巨头占据，根据亿渡数据，2021 年知名品牌如西门子、三菱、欧姆龙、罗克韦尔的市场份额之和接近 70%。其中，西门子（德国）长期保持业内第一，在国内 PLC 市场的份额更超过 40%；三菱（日本）、欧姆龙（日本）稳居排名的 2-3 位，市场份额分别约为 12%/10%。

尤其在中大型 PLC 领域，外资高份额的格局更为清晰。大型 PLC 主要应用于冶金、电力、交通等重点领域，行业特性与项目高要求决定了其对产品的安全性、可靠性、抗干扰性要求极高。当前欧美企业凭借着前沿技术与行业成熟全解决方案占据垄断地位，如 2021 年西门子（德国）国内市场占比近 50%，三菱（日本）与欧姆龙（日本）紧跟其后，市场份额分别约为 12%/12%。

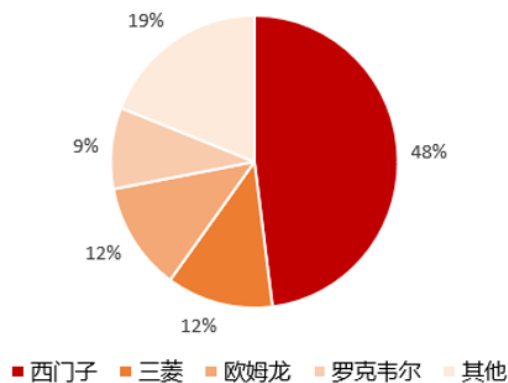
总体来看，内资工控企业技术还有待追赶、占有率有待提升、解决方案有待成熟；国内 PLC 市场国产替代空间仍较为广阔，发展上限高。

图 7：2021 年国内 PLC 市场主要企业市场份额



资料来源：亿渡数据，天风证券研究所

图 8：2021 年国内大型 PLC 市场主要企业市场份额



资料来源：亿渡数据，天风证券研究所

3.3 产品高壁垒与高粘性有望拔升估值

PLC，即可编程逻辑控制器，其在微处理器的基础上，融合了计算机技术、自动控制技术和通讯技术，成为生产控制中最核心的控制装置。其建立了柔性的编程控制系统，用户编写的程序所表达的生产工艺需求可随时载入 PLC 内存进行存储与执行，并控使用被称为“扫描周期”的循环扫描法工作，以实现工业自动化控制中的联网通讯、人机交互、过程控制、逻辑编程等功能。

中大型 PLC 产品有较高壁垒，主系产品自身软件特性与下游高要求客户：

- **PLC 自身特点决定其更偏向软件，具有高用户壁垒，下游粘性强。**从产品前期来看，PLC 客户在选用某厂商 PLC 产品时，工程师需要一段时间对配套编程语言和软件进行学习和熟悉，这会产生较高培育成本，以对新进产品进行自定义开发来适应生产需求。从产品后期来看，意味着产品持续使用与维护也需要熟悉同一体系的工程师来负责。综上可知软件生态贯穿了 PLC 的全生命周期。所以一旦用户习惯成型，就会产生较高品牌粘性。这也是前文所述市场集中度高的原因之一。
- **PLC 客户对稳定性、高效性的高要求促成了产品品牌的排他性。**制造厂商一旦发生工业事故损失极大，所以 PLC 下游客户往往对工业事故的容忍度较低，尤其部分中大型项目更有零失误的高要求，因此需要 PLC 产品设备与平台之间有强稳定的链接，组成高效网络。叠加前期投入成本与习惯养成等原因，使得下游客户订单一般是成套方案，一定程度上形成壁垒。同时这也是培育新客户的难点所在。

3.4 大型 PLC 产品下游要求高、技术门槛高，是国内厂商有待渗透的蓝海

大型 PLC 相较于中小型 PLC 有更高的行业要求与更难的研发技术，主要从两个方面进行分析：

- 中大型 PLC 产品主要面向项目型市场，小型 PLC 产品则面向 OEM 市场，不同下游市场对产品提出的要求层级不同。

项目型市场来自需求具有极强针对性的行业，且有一定智能转型驱动，如汽车、电子/半导体、动力电池等，所以对产品安全性、可靠性、稳定性和网络通信能力要求很高，部分大型项目甚至对风险事故的容忍度几乎为零。OEM 市场需求则来自传统产业升级与新兴产业自动化，受制于代工厂商利润要求，一般较为注重产品性价比，所以准入门槛相对更低，市场中产品同质化程度较高、全解决方案成熟度也较低，主要下游应用产业有纺织机械、包装机械、起重机械、食品机械等器械设备。

表 4：PLC 市场分类

PLC 市场形式	OEM市场 ：OEM 是指将 PLC 等自动化控制系统配置于生产设备机械、用于加工制造目的的制造商，主要为代工厂商，其形成的市场称为 OEM 型市场。	纺织机械 包装机械等
	项目市场 ：指将 PLC 应用于工程以实现自动化生产控制、通信、数据处理等用途的市场。	汽车、冶金、 电力、化工等

资料来源：头豹研究院、天风证券研究所

- 大型 PLC 产品天然有更复杂的技术要求和更高的研发门槛，中小型 PLC 则技术壁垒更低。

PLC 按照输入/输出 (I/O) 点数划分小型、中型、大型 PLC，点数越多，控制关系越复杂，要求程序存储器容量越大，指令与功能越丰富，能够应用更大型复杂的控制任务，技术要求同步提高。

表 5：小、中、大型 PLC 区别

分类	输入/输出接口点数	存储容量	特点	适用场景	市场情况
小型	<256	<4KB	体积小、价格低、功能以开关量控制为主，相对单一	单一设备；小型控制系统	准入门槛低 产品同质化严重 主要面向OEM市场
中型	256-2048	2-8KB	通信功能加强；模拟量处理加强 数字计算能力加强	较复杂的逻辑控制生产系统 连续生产过程控制	技术壁垒高 主要面向项目型市场 目前主要由外国厂商垄断
大型	>2048	8-16KB	软硬件功能综合最强；监视系统采用 CRT显示能够显示动态流程；通信能力 进一步强化	大型生产设备的自动化控制系统	

资料来源：亿渡数据、头豹研究院、天风证券研究所

大型 PLC 广泛运用于汽车、石油、电力、化工等超大型生产系统，对工业事故容忍度极小，因此对产品的稳定性的要求极高。且产品粘性强，采用国产方案替换的机会成本也极高。与此同时，国产大型 PLC 实地运用缺少足够的案例背书，产品稳定性、高效性得不到有效验证，叠加大型 PLC 产品研发投入大，国产替代无法像成熟的小型 PLC 产品一样拥有较好性价比。

由下表可知，西门子、三菱的大型 PLC 产品在运算速度和更新时间等高速实时控制等指标上遥遥领先，在运算速度上更是领先国产 PLC 产品近一个数量级。PLC 作为工业自动化领域的核心控制设备，有很高的技术门槛，国内厂商在技术和研发能力上，与国际主流厂商相比还存在一定差距。

表 6：部分品牌产品对比

厂商	型号	分类	运算速度	更新时间	I/O	高速计数器
西门子	S17-1500	大型	位运算速度为1ns 字运算速度为2ns	0.125ms	模块数16382个	2048
三菱	IQ-R系列	大型	指令处理速度最高 1.96ns (LD指令0.98ns)	0.2ms	点数4069个	-
和利时	LK210	大型	位运算速度为0.013us 字运算速度为0.013us	-	数字量点数57344个 模拟量点数3584个	12
蓝普锋	RPC3000	大型	单指令处理速度为 0.01us (布尔量)	-	数字量点数40000个 模拟量点数2500个	-
南大傲拓	NA400	大型	位运算速度为0.02us 字运算速度为0.04us	-	模块数32个	2

资料来源：与非网 eefocus 公众号、天风证券研究所

中小型产品特征：

小型机侧重于控制单台设备，不具备生产设备之间的协同或逻辑控制等功能，各小型机之间工作相对独立，没有形成完整的解决方案，功能较为单一。

中型机适用于较为复杂的逻辑控制系统和连续生产过程控制，具备生产设备之间的协同或逻辑控制功能。

图 9：信捷小型 PLC 产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 10：禾川小型 PLC 在卷绕机中的运用



资料来源：禾川科技官网，天风证券研究所

大型产品特征：

大型 PLC 侧重于设备、过程自动化控制等复杂工业场景，强调软硬件结合。在项目应用中涉及应用端、数据端和控制端的协同运作，因此软件端在数据采集与分析、通信和网络安全较中小型 PLC 要求更高，覆盖面更广。硬件端除技术面支持软件端功能实现，还应具有更强的可拓展性和可靠性。

图 11：三菱 MELSEC-L 系列大型 PLC 产品



资料来源：三菱官网，天风证券研究所

图 12：施耐德 M200 大型 PLC 产品



资料来源：施耐德官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

可编程控制器 PLC 业务：公司在小型 PLC 市场优势显著，23 年国内市占率 7%，向中型 PLC 以及与 PLC 紧密相关的其他工控产品延伸产品线中。随着 PLC 国产化替代加速和下游客户粘性强，公司有望获取更大的市场份额。2024 年上半年公司 PLC 产品销售收入 3.12 亿元，同比增长 26.67%，而其毛利率高达 56.71%，利润 1.27 亿元，同比增长 21.74%，利润增速高于营收增速。预计 24-26 年 PLC 营收 6.4/7.7/9.2 亿元，24-26 年同比增加 20%、20%、20%，24-26 年毛利率为 56%、56%、56%。

驱动系统业务：公司电气控制系统主要包括可编程控制器（PLC）、驱动系统（伺服驱动器、伺服电机、步进驱动器、变频器）、人机界面（HMI）、智能装备等；在驱动软件方面紧跟时代发展趋势，成功在纺织服装、印刷包装、家居建材、食品饮料、汽车和新能源、机床工具、信息化、仓储物流等行业应用。基于公司拳头产品 PLC 在国内的良好口碑，利用原本的客户群体，同步推进驱动产品的推广销售，是国内其他厂商所不具备的独特销售优势。预计 24-26 年驱动系统营收 8.4/9.6/11.1 亿元，24-26 年同比增加 15%、15%、15%，24-26 年毛利率为 24%、23%、23%。

人机界面业务：公司具有多种系列、多种规格的完善产品线，主要包括工业触摸屏、文本显示器等。2024 年上半年内推出 TS5D 系列物联网型人机界面，具有更高的性能，适用于严苛环境。预计 24-26 年人机界面营收 1.8/2.0/2.1 亿元，24-26 年同比增加 3%、8%、5%，24-26 年毛利率为 32%、32%、32%。

智能装备业务：公司具有 SCARA 机器人、六轴机器人、以及相应的机器人控制系统，主要用于焊接、搬运码垛等领域。2024 年上半年公司陆续推出新的产品，毛利率相较 23 年有较大提升。预计 24-26 年驱动系统营收 0.4/0.4/0.4 亿元，24-26 年同比增加 3%、3%、3%，24-26 年毛利率为 38%、30%、30%。

公司是国内工控领先厂商，有望充分受益制造业政策支持及中长期国产替代。近年来工业领域利好频出，国产替代空间仍较为广阔，发展上限高，工控领域旧生产设备更新需求大；同时国产替代空间仍较为广阔。PLC 在保持高毛利率的同时 2024 年上半年增长迅速，有望成为新的利润增长动力；驱动系统业务保持稳步增长。公司拟定增募集资金 5 亿元加大研发投入推进技术创新；拓展营销网络，开拓新的市场和客户群体，扩大市场份额。

我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 17.3/20/23.2 亿元，同增 15%/16%/16%；毛利率分别为 37%、36.7%、37.1%；归母净利润分别为 2.5/2.9/3.4 亿元，同增 26%/16%/17%。

表 7：公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入					
PLC(可编程控制器)	5.1	5.4	6.4	7.7	9.2
人机界面 (HMI)	1.8	1.8	1.8	2.0	2.1
驱动系统(伺服、步进、变频器)	5.9	7.3	8.4	9.6	11.1
智能装备	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
其他	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
合计	13.4	15.1	17.3	20.0	23.2
YOY					
PLC	-1.0%	4.7%	20%	20%	20%
人机界面	-13.2%	-3.6%	3%	8%	5%
驱动系统	11.9%	22.6%	15%	15%	15%
智能装备	4.6%	56.2%	3%	3%	3%
其他	30.2%	16.6%	10%	10%	10%
合计	2.8%	12.7%	15.0%	15.8%	15.6%

营收占比

PLC	38%	36%	37%	38%	40%
人机界面	14%	12%	11%	10%	9%
驱动系统	45%	48%	48%	48%	48%
智能装备	2%	3%	2%	2%	2%
其他	1%	1%	1%	1%	1%

毛利率

PLC	56.7%	54%	56%	56%	56%
人机界面	31.2%	30%	32%	32%	32%
驱动系统	23.9%	24%	24%	23%	23%
智能装备	20.7%	24%	38%	30%	30%
其他	19.6%	40%	20%	20%	20%
综合毛利率	37.3%	35.8%	37.0%	36.7%	37.1%
归母净利润	2.22	1.99	2.5	2.9	3.4
YOY	-27%	-10%	26%	16%	17%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 估值

公司业务覆盖工控自动化, 主要包括可编程控制器 PLC 和驱动系统 (伺服驱动器、伺服电机、步进驱动器、变频器)。可比公司选择以 DCS 市场龙头中控技术、伺服+低压变频器+小型 PLC 为主要产品的汇川技术、伟创电气、步进行业龙头雷赛智能、变频器龙头英威腾。

预计未来 3 年公司业绩复合增速可达 15%, 参考可比公司 24 年平均 PE, 考虑公司小型 PLC 业务为行业第二且业绩增速上升, 驱动系统稳步增长, 我们给予公司行业平均 24 年 26 XPE 估值, 对应目标价 46.24 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 8 日收盘)

代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688777.SH	中控技术	51.09	1.59	1.94	2.35	32.1	26.4	21.8
300124.SZ	汇川技术	62.53	1.88	2.26	2.68	33.2	27.7	23.3
002334.SZ	英威腾	7.39	0.44	0.54	0.66	17.0	13.7	11.2
688698.SH	伟创电气	34.48	1.28	1.62	2.04	27.0	21.3	16.9
002979.SZ	雷赛智能	29.53	0.71	0.89	1.14	41.8	33.0	26.0
	算术平均					30	24	20

资料来源: 同花顺, 天风证券研究所

5. 风险提示

自动化行业复苏不及预期风险：公司工控产品面向下游众多自动化领域，自动化行业复苏不及预期将影响公司业绩表现。

竞争加剧风险：外资企业加大在华投资并向中低端市场渗透，同时内资企业的成本和价格优势逐渐减弱。如果内资企业不能通过提升服务质量和创新能力来增强竞争力，将面临来自外资品牌的更大竞争压力，可能导致市场份额的流失。

公司规模扩大带来的管理风险：随着公司的不断发展壮大，对公司的管理能力、治理能力和内部控制提出了更高的要求。如果公司在梳理业务活动、优化业务流程、完善组织架构体系以及健全内控规范等方面不能有效提升，可能会导致执行力和风险控制力不足，进而影响公司的管理水平和治理水平，增加经营管理风险。

募资项目实施风险及资金管理风险：募资资金用于的项目可能存在技术、运营或市场方面的挑战，导致项目未达到预期效果或失败，从而影响公司的财务状况和盈利能力；如果资金使用不当或未按计划使用，可能导致资源浪费或公司财务状况恶化。

测算主观性风险：报告中涉及测算具有主观性，可能与未来实际情况存在一定偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	323.95	345.49	638.74	1,038.09	1,395.28
应收票据及应收账款	90.73	119.73	88.08	172.38	117.27
预付账款	7.25	6.57	14.91	8.86	16.76
存货	580.25	511.11	912.11	683.96	1,110.01
其他	1,020.68	1,110.26	1,096.98	1,129.85	1,111.21
流动资产合计	2,022.86	2,093.15	2,750.83	3,033.13	3,750.54
长期股权投资	11.75	10.91	10.91	10.91	10.91
固定资产	366.12	482.91	459.43	432.87	404.65
在建工程	67.67	15.78	10.39	7.69	6.35
无形资产	62.70	62.66	57.01	51.35	45.69
其他	162.67	214.95	173.57	172.24	173.75
非流动资产合计	670.90	787.21	711.30	675.07	641.35
资产总计	2,693.76	2,880.37	3,462.13	3,708.20	4,391.89
短期借款	0.00	20.02	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	609.04	597.33	804.18	803.30	1,056.53
其他	58.81	72.59	162.66	106.98	183.50
流动负债合计	667.85	689.94	996.85	940.28	1,270.03
长期借款	0.00	0.00	80.86	128.67	190.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.82	32.59	29.19	32.20	31.33
非流动负债合计	34.82	32.59	110.06	160.87	221.54
负债合计	730.29	743.11	1,106.90	1,101.15	1,491.57
少数股东权益	1.98	2.08	2.19	2.32	2.48
股本	140.56	140.56	140.56	140.56	140.56
资本公积	369.59	369.59	369.59	369.59	369.59
留存收益	1,451.45	1,625.16	1,843.01	2,094.69	2,387.81
其他	(0.11)	(0.13)	(0.13)	(0.12)	(0.13)
股东权益合计	1,963.47	2,137.26	2,355.22	2,607.05	2,900.31
负债和股东权益总计	2,693.76	2,880.37	3,462.13	3,708.20	4,391.89

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	222.00	199.12	250.23	290.10	340.28
折旧摊销	35.29	41.93	39.52	39.91	40.23
财务费用	0.23	1.60	20.77	(4.01)	(4.63)
投资损失	(24.74)	(34.85)	(31.85)	(30.48)	(32.40)
营运资金变动	(101.74)	(72.79)	(39.89)	65.21	(27.29)
其它	48.33	62.90	3.35	3.47	3.89
经营活动现金流	179.37	197.91	242.13	364.20	320.08
资本支出	71.47	101.23	8.40	1.99	5.87
长期投资	(0.06)	(0.83)	0.00	0.00	0.00
其他	(88.78)	(228.69)	4.23	19.96	12.40
投资活动现金流	(17.37)	(128.30)	12.63	21.95	18.27
债权融资	4.28	23.41	70.89	51.63	66.03
股权融资	(25.27)	(30.65)	(32.39)	(38.43)	(47.18)
其他	(18.49)	(0.77)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(39.48)	(8.01)	38.50	13.19	18.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	122.52	61.60	293.25	399.35	357.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,335.10	1,505.05	1,730.81	2,004.28	2,316.94
营业成本	836.76	966.06	1,090.41	1,268.71	1,457.36
营业税金及附加	8.47	10.59	11.26	13.29	15.58
销售费用	109.91	140.94	138.32	170.95	195.78
管理费用	62.78	69.07	79.62	92.81	106.73
研发费用	119.53	146.85	164.08	191.01	220.11
财务费用	(4.58)	(4.47)	20.77	(4.01)	(4.63)
资产/信用减值损失	(28.55)	(44.87)	(34.10)	(35.84)	(38.27)
公允价值变动收益	2.14	4.61	3.22	3.32	3.72
投资净收益	24.74	34.85	31.85	30.48	32.40
其他	(37.80)	(37.46)	(45.32)	(44.91)	(46.17)
营业利润	241.70	218.90	272.64	314.40	370.03
营业外收入	0.52	0.37	1.61	1.37	1.21
营业外支出	3.46	3.30	0.93	1.16	1.27
利润总额	238.76	215.96	273.32	314.60	369.97
所得税	16.76	16.84	22.96	24.35	29.52
净利润	222.00	199.12	250.36	290.25	340.45
少数股东损益	(0.05)	0.10	0.13	0.15	0.18
归属于母公司净利润	222.04	199.02	250.23	290.10	340.28
每股收益(元)	1.58	1.42	1.78	2.06	2.42

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.75%	12.73%	15.00%	15.80%	15.60%
营业利润	-29.03%	-9.44%	24.55%	15.31%	17.70%
归属于母公司净利润	-26.87%	-10.37%	25.73%	15.93%	17.29%
获利能力					
毛利率	37.33%	35.81%	37.00%	36.70%	37.10%
净利率	16.63%	13.22%	14.46%	14.47%	14.69%
ROE	11.32%	9.32%	10.63%	11.14%	11.74%
ROIC	31.47%	26.65%	34.28%	34.47%	45.93%
偿债能力					
资产负债率	27.11%	25.80%	31.97%	29.70%	33.96%
净负债率	-16.40%	-15.19%	-22.35%	-33.68%	-40.47%
流动比率	2.91	2.95	2.76	3.23	2.95
速动比率	2.07	2.23	1.84	2.50	2.08
营运能力					
应收账款周转率	19.94	14.30	16.66	15.39	16.00
存货周转率	2.38	2.76	2.43	2.51	2.58
总资产周转率	0.52	0.54	0.55	0.56	0.57
每股指标(元)					
每股收益	1.58	1.42	1.78	2.06	2.42
每股经营现金流	1.28	1.41	1.72	2.59	2.28
每股净资产	13.95	15.19	16.74	18.53	20.62
估值比率					
市盈率	23.90	26.66	21.21	18.29	15.59
市净率	2.71	2.49	2.26	2.04	1.83
EV/EBITDA	12.85	9.09	10.74	9.19	7.25
EV/EBIT	13.88	9.89	12.09	10.29	7.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com