



# 信捷电气 (603416.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 小型 PLC 龙头行稳致远，新品类&机器人 多级驱动

### 投资逻辑：

公司小型 PLC、伺服系统份额领先，受益于自动化周期复苏、大客户直销开拓、新兴领域延伸三重动能；依托中大型 PLC 突破&变频器放量开辟工控成长空间；卡位人形机器人核心执行器赛道，借力无锡产业集群优势加速产业化落地，构筑长期增长新引擎。

**基本盘：小型 PLC&伺服双轮驱动，紧抓周期复苏与市场拓展机遇。**

1) 行业：受益于设备更新、企业数字化转型等政策驱动，25Q1 自动化市场经历连续 9 个季度负增长后迎来小幅正增长 (+2%)，OEM 市场 (+3%) 时隔三年首次逆转与项目型市场剪刀差。25 年以来下游库存去化顺畅，以低空和具身智能为代表的新质生产力正完成 0-1 跨越，看好锂电率先复苏，电子、半导体等下游持续复苏。

2) 公司：根据 MIR 数据，24 年公司小型 PLC/伺服系统市场份额 7.6%/3.7%，分别位列内资第一/第二，基本盘稳固，未来增长主要有三大驱动力：①深化大客户直销战略，截至 24 年底公司 S 级以上客户立项 80 余家，未来有望持续贡献营收增量；②在传统行业优势基础上积极提升 3C 电子、半导体、医疗、新能源等新兴行业市占率；③24 年推出股权激励、25 年实控人定增落地激发企业在经营潜力（发行价 23.27 元/股，增发数量 1658 万股）。

**增长极：工控产品线延伸与人形前瞻布局，拓展成长新空间。**

1) 工控新品类：①中大型 PLC：24 年国内需求约 80 亿元，外资份额超过 90% (MIR)；公司 24 年中型 PLC 销售突破千万元，25H2 有望推出大型 PLC，持续引领国产替代；②变频器：24 年国内需求约 350 亿元，外资份额约 60% (MIR)；公司 24 年实现销售收入超 4500 万元，同比增长近 40%，PLC+变频器配套销售，整体解决方案能力进一步提升，有望支撑 25 年 40-50% 高速增长。

2) 人形机器人：已发布空心杯/无框力矩电机、编码器等产品，携手华为云打造具身智能标杆项目，重点突破焊接、分拣等场景。看好公司依托无锡产业集群、供应链协同优势打开成长天花板。

### 盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年公司实现归母净利润 2.8/3.5/4.2 亿元，同比增长 22.5%/24.4%/20.0%，考虑到公司小型 PLC、伺服系统市场份额领先，中大型 PLC+变频器突破开辟工控成长空间，人形机器人研发进展顺利，给予公司 25 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 71.25 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

制造业不景气、竞争加剧、技术研发不及预期、大股东股权质押等

### 新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yao@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：55.00 元

目标价 (人民币)：71.25 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,505	1,708	2,081	2,506	3,021
营业收入增长率	12.73%	13.50%	21.79%	20.47%	20.54%
归母净利润(百万元)	199	229	280	348	418
归母净利润增长率	-10.37%	14.84%	22.47%	24.36%	19.96%
摊薄每股收益(元)	1.416	1.626	1.781	2.215	2.657
每股经营性现金流净额	1.41	0.91	1.87	1.99	2.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.32%	9.95%	9.92%	11.53%	12.73%
P/E	26.53	25.80	30.88	24.83	20.70
P/B	2.47	2.57	3.06	2.86	2.63

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、基本盘：小型 PLC 与伺服系统双轮驱动，紧抓周期复苏与市场拓展机遇.....	4
1.1 工业自动化领域深耕二十余载，PLC+伺服构筑核心竞争力.....	4
1.2 周期与政策双重催化，自动化行业复苏释放增长动能.....	5
1.2.1 小型 PLC：行业稳健增长，内资龙头地位持续巩固.....	6
1.2.2 伺服系统：需求有望回暖，份额提升打开业绩弹性空间.....	8
1.3 增长动能多维强化：大客户直销突破+新兴领域延展，治理优化夯实发展根基.....	9
1.3.1 大客户直销深化+新兴领域延展，驱动营收增长可持续性.....	10
1.3.2 治理结构优化，股权激励绑定核心团队+实控人定增彰显发展信心.....	11
二、增长极：工控新品类打开成长空间，人形机器人布局未来可期.....	12
2.1 产品矩阵升级：中大型 PLC 突破与变频器放量，解决方案能力强化.....	12
2.1.1 中大型 PLC：外资品牌占据主导地位，公司产品进展顺利打开新蓝海.....	12
2.1.2 变频器：需求广阔&下游传统行业占比高，公司快速突破贡献新增量.....	13
2.2 战略前瞻：卡位人形机器人核心部件，技术积累+无锡产业集群构建先发优势.....	15
三、盈利预测与投资建议.....	17
3.1 盈利预测.....	17
3.2 投资建议及估值.....	18
四、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：公司产品涵盖 PLC、驱动系统、人机界面、智能装置，主要覆盖食品饮料、印刷包装、纺织等传统下游市场.....	4
图表 2：24 年公司驱动系统与 PLC 合计收入占比超 85%.....	5
图表 3：24 年 PLC 占比回升带动综合毛利率修复.....	5
图表 4：25 年一季度 OEM 市场时隔三年首次逆转与项目型市场剪刀差.....	5
图表 5：6 月库存增速回落至 3.1%，处于历史较低分位数.....	5
图表 6：2025 年财政部安排 2000 亿元设备更新国债有望提振自动化市场需求.....	6
图表 7：新质生产力构筑自动化技术蓝海战略矩阵.....	6
图表 8：25H1 国内小型 PLC 市场规模恢复增长.....	6
图表 9：小型 PLC 下游半导体、锂电、食品饮料等行业市场规模增速较高.....	6
图表 10：本土品牌小型 PLC 市场份额持续提升.....	7
图表 11：24 年小型 PLC 内资品牌信捷、汇川份额领先.....	7
图表 12：公司 PLC 产品拥有 6 大产品线，400 多个型号产品，种类丰富，可应用于不同的控制场景.....	7



图表 13: 24 年国内交流伺服市场规模超 200 亿元.....	8
图表 14: 交流伺服主要应用于电子半导体、机床、机器人、锂电光伏等先进制造领域.....	8
图表 15: 24 年通用伺服内资品牌汇川、信捷份额领先.....	8
图表 16: 20-24 年公司驱动系统营收 CAGR 约 20%.....	8
图表 17: 信捷、伟创、雷赛主营业务相似，营收规模接近（单位：亿元）.....	9
图表 18: 24 年公司营收增速位居行业前列.....	9
图表 19: 公司毛利率整体领先可比公司.....	9
图表 20: 销售费用率增长，研发/管理费用率相对稳定.....	10
图表 21: 2024 年以来公司毛利率有所修复.....	10
图表 22: 24 年 1000 亿元规模的 OEM 市场下游构成——机床、电子及半导体、纺织、电池等.....	10
图表 23: 公司与多个下游大客户建立合作关系.....	10
图表 24: 股权激励绑定核心骨干利益，指引发展方向（收入，亿元）.....	11
图表 25: 25 年实控人全额认购定增彰显信心.....	11
图表 26: 中大型 PLC 适用于控制设备数量多、空间分布广、控制逻辑复杂的大型工业系统或生产过程.....	12
图表 27: 国内中大型 PLC 市场主要以外资品牌为主.....	12
图表 28: 中大型 PLC 国产化机遇及挑战共存.....	12
图表 29: 公司 XG2 系列中型 PLC 具有可靠性高、适应性强等特点.....	13
图表 30: 24 年国内低压变频器市场规模超 280 亿元.....	13
图表 31: 24 年国内中高压变频器市场规模约 60 亿元.....	13
图表 32: 国内低压变频器市场格局：汇川、ABB、西门子位列前三.....	14
图表 33: 国内中高压变频器市场格局：汇川、施耐德、ABB 位列前三.....	14
图表 34: 公司自动灌装机解决方案（食品饮料行业）.....	14
图表 35: 公司铝型材钻铣机解决方案（家居建材行业）.....	14
图表 36: 工控公司具身智能领域卡位核心零部件：无框力矩电机、空心杯电机、驱动器、编码器等.....	15
图表 37: 工业自动化控制与人形机器人都需要运动控制系统&执行系统.....	15
图表 38: 人形机器人下游应用场景，根据运动控制能力需求强弱排序，由弱到强为工业制造<商用服务<极端作业<家用服务.....	16
图表 39: 智能移动双臂分拣机器人解决方案.....	16
图表 40: 双臂协作智能焊接机器人解决方案.....	16
图表 41: 公司业务预测总览（亿元）.....	18
图表 42: 可比公司估值表（市盈率法）（亿元）.....	18



## 一、基本盘：小型 PLC 与伺服系统双轮驱动，紧抓周期复苏与市场拓展机遇

### 1.1 工业自动化领域深耕二十余载，PLC+伺服构筑核心竞争力

深耕工业自动化控制，围绕 PLC+伺服持续夯实平台化与多元化布局。

公司最早可追溯至 2000 年，初期业务以人机界面（HMI）、可编程控制器（PLC）产品为主。2008 年信捷电气正式成立，开始向驱动层与执行层拓展，陆续研发新品类（变频器、伺服/步进驱动器），2010 年推出 X-SIGHT 机器视觉产品，向传感层拓展，从单一产品供应商转变成综合电控解决方案供应商。2016 年公司登录上交所，借助资本完善高阶产品矩阵，致力于成为世界一流的自动化、智能化整体解决方案供应商。

目前公司在国内设立了 32 个办事处、300 个经销商，下游已覆盖食品饮料、印刷包装、纺织等传统市场，近几年向新能源（光伏、锂电）、电子制造等新兴产业加速拓展；同时在海外设有 1 个子公司和 20 个代理商，覆盖欧洲、美洲、东南亚、中东及非洲地区。24 年公司小型 PLC/伺服系统位列国产品牌第一/第二，竞争优势显著，未来公司将持续发力变频器、中大型 PLC、机器人业务，构筑长期增长新引擎。

**图表1：公司产品涵盖 PLC、驱动系统、人机界面、智能装置，主要覆盖食品饮料、印刷包装、纺织等传统下游市场**



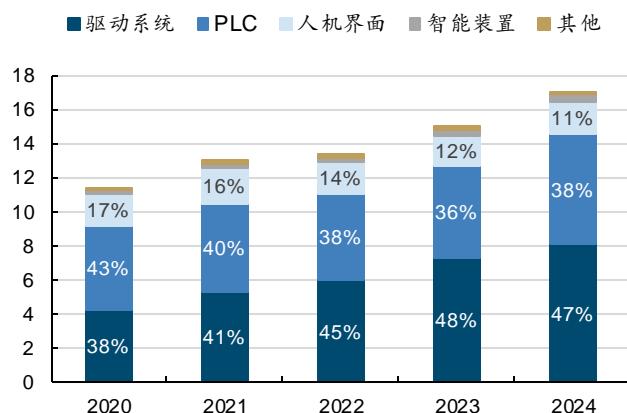
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所（\*注：图中百分比为 2024 年业务收入占比）

目前公司主要产品涵盖 PLC、驱动系统、人机界面、智能装置四大类，其中 PLC 与驱动系统营收贡献超过 80%，24 年 PLC 占比回升带动综合毛利率修复。

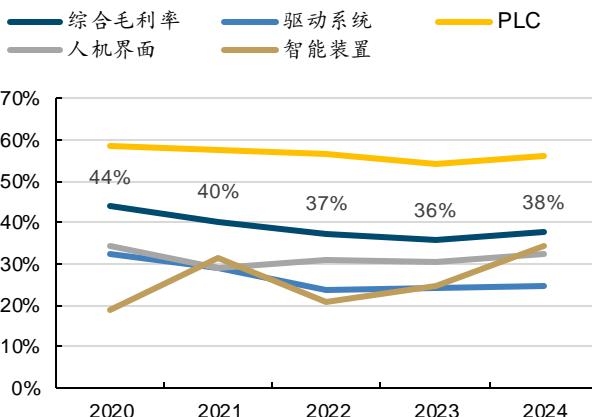
- **PLC：**公司以小型 PLC 为主并通过持续研发拓展至中型 PLC 和大型 PLC，24 年营收占比 38%。PLC 是工控系统的核心部件，其性能直接决定了控制系统的性能水平，因而是公司毛利率最高的产品，基本稳定在 55% 以上。
- **驱动系统：**主要由伺服系统（伺服电机和伺服驱动器）组成，受益于 PLC 搭配销售策略近年来成为公司增长主引擎，24 年营收占比达到 47%，毛利率小幅上升至 24%。
- **人机界面：**主要包括工业触控屏、文本显示器，用于连接 PLC 等工业控制设备，需求直接受 PLC 影响，毛利率稳定在 32% 左右。
- **智能装置：**包括机器视觉与工业机器人，目前营收占比较小（2%）。



图表2: 24年公司驱动系统与PLC合计收入占比超85%



图表3: 24年PLC占比回升带动综合毛利率修复



来源: wind, 国金证券研究所 (\*注: 图中百分比为各业务板块营收占比)

来源: wind, 国金证券研究所

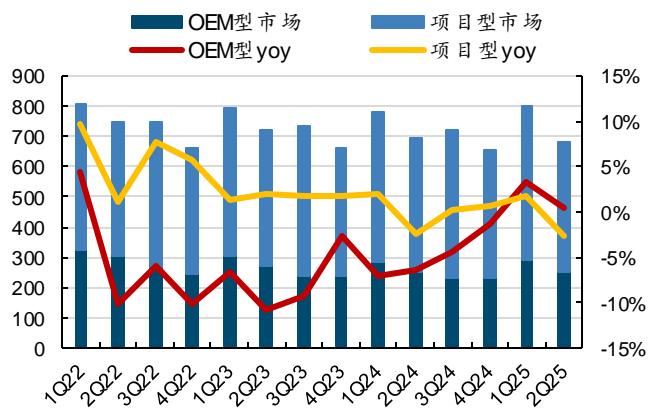
## 1.2 周期与政策双重催化，自动化行业复苏释放增长动能

**OEM需求引领增长，叠加双重去库完成，行业复苏弹性可期。**

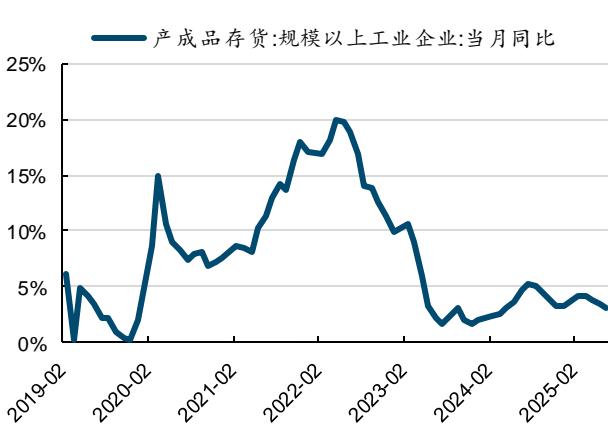
需求方面，自动化市场在经历连续9个季度负增长后，25Q1实现小幅正增长，其中OEM市场结束连续11个季度负增长，同比增长3.3%，Q2在关税不确定性影响下同比仍实现正增长。我们认为，项目型市场下游主要由政府资本开支主导，对宏观经济波动的敏感性相对较低。而OEM市场下游则更多对应顺周期行业，其终端消费驱动特性使其更依赖市场化需求拉动，OEM市场增速三年来首次超过项目型市场突显当前终端需求底部复苏的信号。

库存方面，工控行业库存受经销商渠道库存以及终端工业企业库存双重影响，一方面工控厂商本身的渠道库存2024年经历了长周期的去化过程；另一方面，自23年7月以来规模以上工业企业产成品存货期末同比维持低位，25年6月库存增速回落至3.1%，处于历史较低分位数。在两道库存均不高的情况下，整体自动化需求的传导也有望更加顺畅。

图表4: 25年一季度OEM市场时隔三年首次逆转与项目型市场剪刀差



图表5: 6月库存增速回落至3.1%，处于历史较低分位数



来源: MIR, 国金证券研究所 (\*注: 左轴单位为亿元)

来源: wind, 国金证券研究所

工控行业过去三年持续下行主要还是由于下游持续疲软压制，缺少代表性的消费性产品拉动整体下游的需求，25年以来下游复苏的核心在于政策端（设备更新、中小企业数字化赋能专项行动方案、反内卷等）的发力加速国产替代进程。此外25年以低空和具身智能为代表的新质生产力正完成0-1跨越，预计未来3-5年的时间产业有望迎来快速增长，当规模制造阶段来临，自动化行业的市场机遇就会爆发。

我们认为，短期增量政策托底叠加新质生产力（低空和具身智能等）赋能，25年自动化市场有望实现复苏，复苏弹性有望超市场预期。

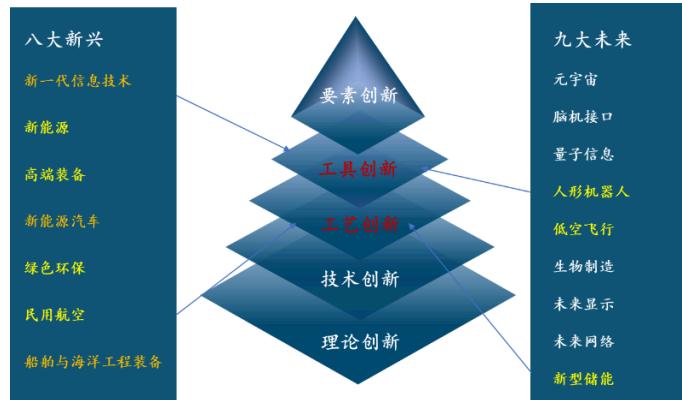


图表6：2025年财政部安排2000亿元设备更新国债有望提振自动化市场需求

部分增量政策	2024年实际	2025年目标	增量
赤字率	3%	4%	1%
地方政府专项债券规模	3.9万亿元	4.4万亿元	+5000亿元
超长期特别国债规模	1.0万亿元	1.3万亿元	+3000亿元
合计新增政府债务总规模	8.96万亿	11.86万亿	+2.9万亿
单位国内生产总值能耗降低目标	降低2.5%	降低3%	0.5%
大规模设备更新超长期特别国债	1500亿元	2000亿元	500亿元
消费品以旧换新超长期特别国债	1500亿元	3000亿元	1500亿元
“两重”建设中央预算内投资	-	7350亿元	-
“两重”超长期特别国债	7000亿元	8000亿元	1000亿元

来源：工控网，国金证券研究所

图表7：新质生产力构筑自动化技术蓝海战略矩阵



来源：工控网，国金证券研究所

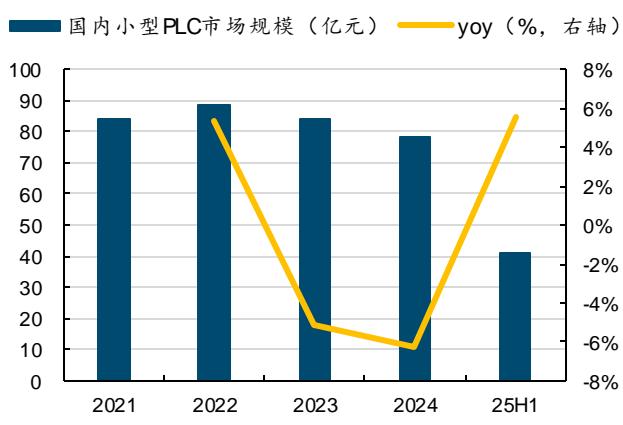
### 1.2.1 小型PLC：行业稳健增长，内资龙头地位持续巩固

PLC是工控系统的“大脑”，根据控制复杂程度分为小/中/大型。PLC采用一类可编程的存储器，用于其内部存储程序，执行逻辑运算、顺序控制、定时、计数与算术操作等面向用户的指令，并通过数字或模拟式输入/输出（I/O）控制各种类型的机械或生产过程。一般而言，I/O点数越多，控制关系越复杂，根据I/O点数的不同，PLC可以划分为小型PLC（点数低于256）、中型PLC（点数介于256-1024）和大型PLC（点数高于1024）。

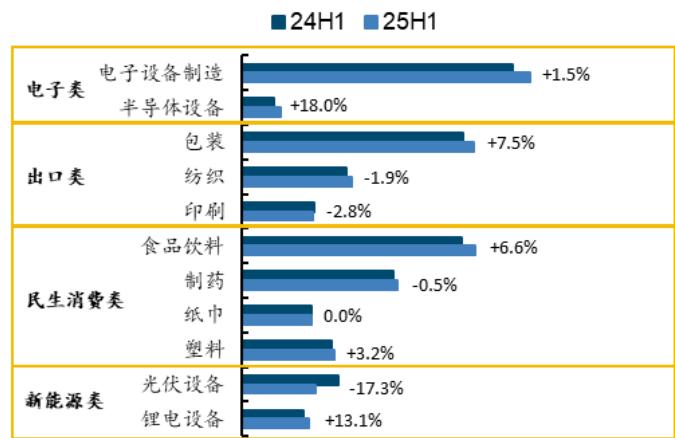
#### 24年国内小型PLC市场规模近80亿，25Q1市场需求恢复正增长。

根据MIR数据，24年国内小型PLC市场规模78.6亿元，同比-6.3%，主要系新能源需求下滑以及供给侧价格竞争激烈。25H1小型PLC整体市场需求恢复正增长，一方面需求端锂电池、食品饮料等行业在国内新建项目和出口项目增多的双重带动下，增速较高；电子行业-AI服务器及周边通讯产品需求增长，带动小型PLC产品增长；另一方面供应商弱化价格竞争策略，更多关注“整套解决方案技术能力”。

图表8：25H1国内小型PLC市场规模恢复增长



图表9：小型PLC下游半导体、锂电、食品饮料等行业市场规模增速较高



来源：MIR，国金证券研究所

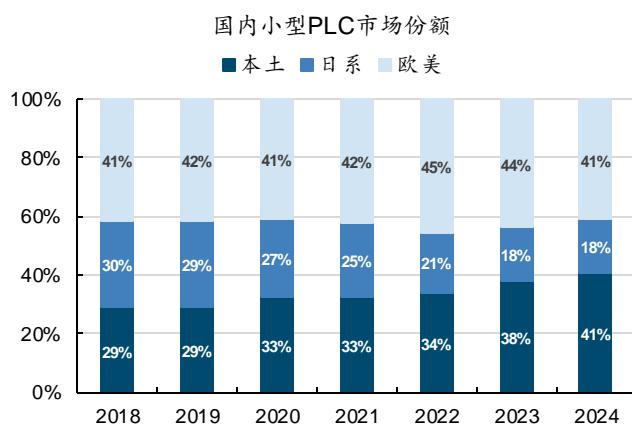
来源：MIR，国金证券研究所

本土品牌产品成熟度提升叠加更快的响应速度持续抢占外资份额，汇川、信捷份额领先。

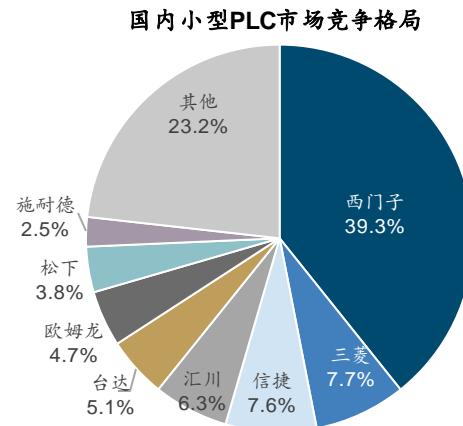
我国PLC起步较晚，早期研发实力不足、资本投入有限等因素限制了本土品牌的发展，国外企业凭借多年技术积累和产品布局占据市场主导地位。近年来，随着产品成熟度的提升，国产头部品牌汇川、信捷等技术实力和产品性能已接近外资龙头企业，市场份额不断提升，并在电子、包装、食品饮料等行业需求的增长带动下，销售额取得增长。



图表10：本土品牌小型PLC市场份额持续提升



图表11：24年小型PLC内资品牌信捷、汇川份额领先



来源：MIR，国金证券研究所

来源：MIR，国金证券研究所 (\*注：采用2024年数据)

### 公司PLC产品矩阵丰富，具备技术、成本双重优势。

公司目前可编程控制器产品以小型PLC为主，并通过持续研发拓展至中型PLC和大型PLC，形成了XF系列、XS系列、XA系列、XD系列、XL系列、XG（中型）系列六大系列、上百种细分系列的产品布局，可应用于不同的控制场景，完成了对印刷包装、数控机械、玻璃机械、木工机械、纺织机械、光伏设备、锂电池设备等重点下游应用领域的覆盖。

公司早期凭借性价比高、服务响应速度快等优势在中小客户中站稳脚跟，为进一步提升产品的技术优势，公司不断推出更高性能的产品、打造行业细分解决方案：

- **更高性能产品：**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I/O型号，具有稳定高效的特性。
- **行业解决方案：**推出Motion API，一款工控机形态的PC based运控系统，与伺服、变频、步进驱动、I/O模块等产品深度融合，形成全套行业解决方案；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。

图表12：公司PLC产品拥有6大产品线，400多个型号产品，种类丰富，可应用于不同的控制场景



来源：公司官网，国金证券研究所

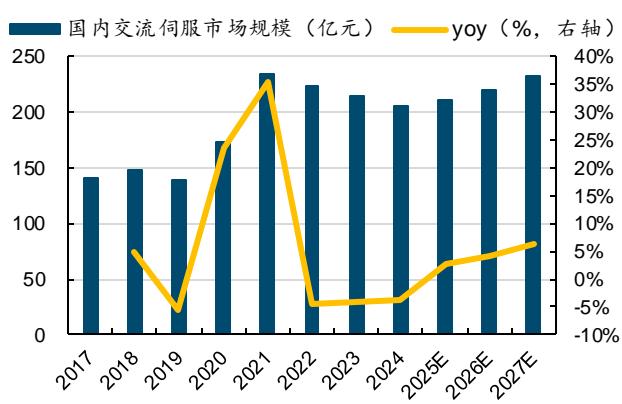


### 1.2.2 伺服系统：需求有望回暖，份额提升打开业绩弹性空间

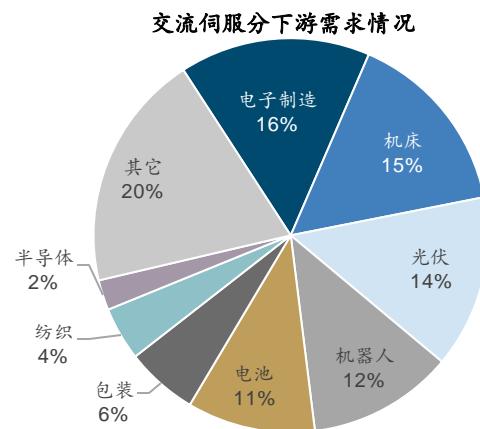
伺服系统主要应用于偏新兴、先进制造领域，行业需求有望复苏。伺服系统是指以物体的位置、方位、状态等控制量组成的，能够跟随任意变化的输入目标或给定量的自动控制系统，主要包括伺服驱动器和伺服电机两部分，具备定位精度高、动态响应快、稳定性好等特点，主要应用在电子半导体、机床、机器人、锂电光伏等偏新兴、先进制造领域。

根据 MIR 数据，24 年国内交流伺服市场规模超过 200 亿元，同比下滑主要受光伏、锂电等新能源相关产业需求持续下滑影响。25H1 随着各项宏观政策继续发力显效，市场需求 112.6 亿元，同比+7.4%。展望全年锂电、电子等产业需求有望显著增长，叠加以旧换新等政府补贴政策带动家电、通讯器材、家具等消费类需求提升，伺服市场有望持续修复。

图表13：24 年国内交流伺服市场规模超 200 亿元



图表14：交流伺服主要应用于电子半导体、机床、机器人、锂电光伏等先进制造领域



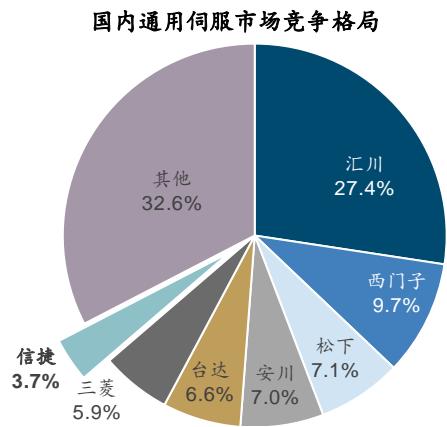
来源：MIR，国金证券研究所 (\*注：采用 2024 年数据)

### PLC+伺服配套销售策略见成效，产品成熟度提升+拓展新兴市场助力份额持续突破。

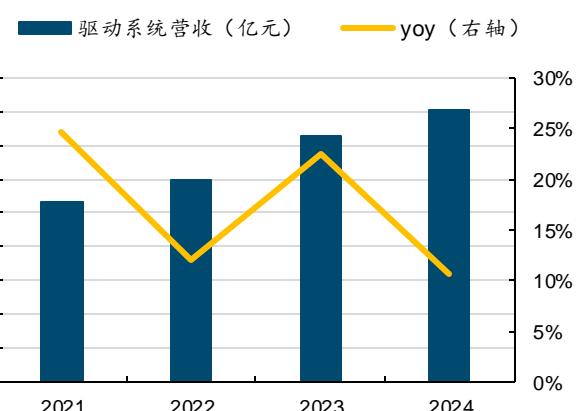
格局方面，早期国内市场主要由三菱、安川为代表的日系厂商主导，西门子等欧美品牌主要占据高端市场。2020 年全球公共卫生事件以来，以汇川为首的国产厂商以“低价策略+整套解决方案”的形式在纺织、包装、物流等中低端领域快速扩张，同时把握新能源等新兴领域机遇，目前内资市占率整体超过 50% (MIR 数据)。

20 年以来公司驱动系统营收稳健增长，CAGR 接近 20%，主要系 PLC+通用伺服配套销售策略增强客户粘性，叠加公司深入了解客户需求持续迭代产品，具有 100+型号产品满足不同客户需求。24 年公司伺服市场份额提升至 3.7%，稳居内资厂商第二 (仅次于汇川)。基于公司在传统行业的深度积累，叠加产品成熟度持续提升及新兴行业应用加速突破，市场份额有望进一步打开上行空间。

图表15：24 年通用伺服内资品牌汇川、信捷份额领先



图表16：20-24 年公司驱动系统营收 CAGR 约 20%



来源：wind，国金证券研究所

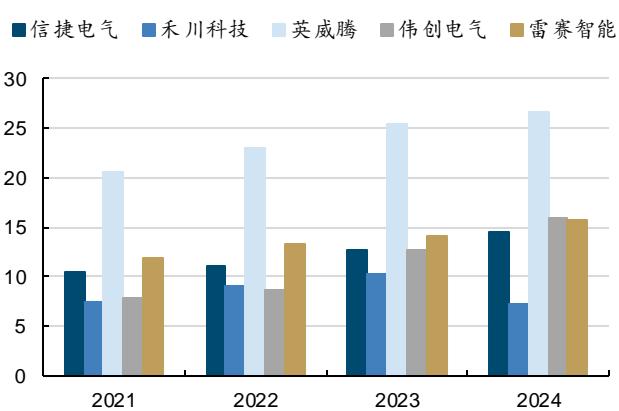
来源：MIR，国金证券研究所 (\*注：采用 2024 年数据)



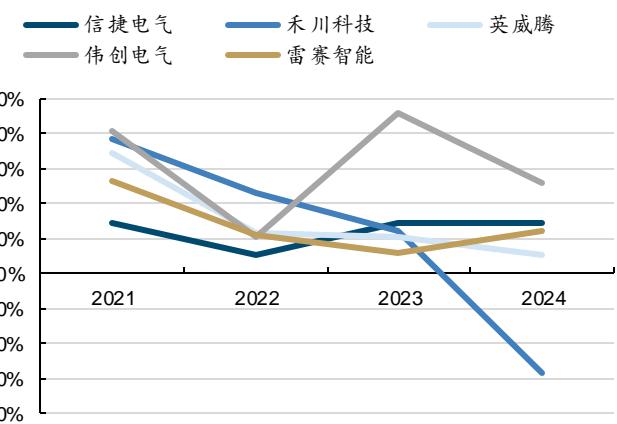
### 1.3 增长动能多维强化：大客户直销突破+新兴领域延展，治理优化夯实发展根基

汇川技术作为国内工控龙头，通过完善的自动化产品矩阵（覆盖 PLC、伺服、变频器及工业机器人等核心品类）构筑规模优势，营收体量显著领先同业；英威腾则聚焦变频器领域，呈现专业化深耕特征。二线厂商中，公司、伟创电气、雷赛智能主营业务高度重合（均以中小型 PLC+伺服为核心），现有营收规模相近；而禾川科技因下游绑定光伏、锂电等强周期新能源行业，24 年营收受行业需求波动拖累较为明显。

**图表17：信捷、伟创、雷赛主营业务相似，营收规模接近（单位：亿元）**



**图表18：24 年公司营收增速位居行业前列**



来源：wind，国金证券研究所 (\*注：细分业务口径采用：信捷电气-PLC+驱动系统、禾川科技-工控产品、英威腾-工业自动化、伟创电气-工业自动化、雷赛智能-工业自动化)

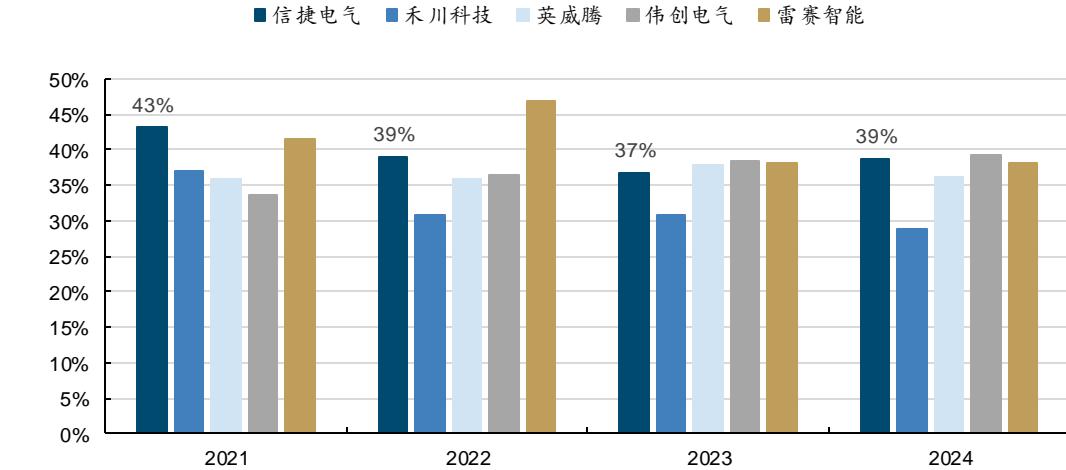
来源：wind，国金证券研究所 (\*注：细分业务口径采用：信捷电气-PLC+驱动系统、禾川科技-工控产品、英威腾-工业自动化、伟创电气-工业自动化、雷赛智能-工业自动化)

#### 工业自动化企业毛利率分化主要受产品结构及战略路径驱动。

公司与雷赛智能长期深耕 PLC、PC-based 等控制层核心产品，其虽在自动化设备中成本占比较低，但因直接决定系统稳定性与精度，且客户替换成本高（需重新编程调试），形成强技术壁垒与客户粘性支撑高毛利率。伴随两者近年主动加速伺服产品线扩张，中低毛利伺服占比提升导致整体毛利率承压下行。

禾川科技则因深度绑定光伏、锂电等价格敏感型新能源赛道，终端客户降本压力持续传导，叠加行业产能过剩加剧竞争，致使其自 2021 年起毛利率进入下行通道；英威腾凭借在变频器领域的品牌溢价与成熟供应链管理，毛利率保持较强稳定性；伟创电气则通过高端变频器占比提升及成本管控优化，实现毛利率持续提升。

**图表19：公司毛利率整体领先可比公司**



来源：wind，国金证券研究所 (\*注：细分业务口径采用：信捷电气-PLC+驱动系统、禾川科技-工控产品、英威腾-工业自动化、伟创电气-工业自动化、雷赛智能-工业自动化)



在当前行业竞争背景下，公司基本盘的持续增长主要有三大驱动力：①大客户直销模式深化带来的份额提升、②新兴应用场景延展打开成长空间、③治理结构优化激发的内生经营潜力。这三大引擎不仅夯实了传统业务护城河，更为公司穿越周期注入结构化成长韧性。

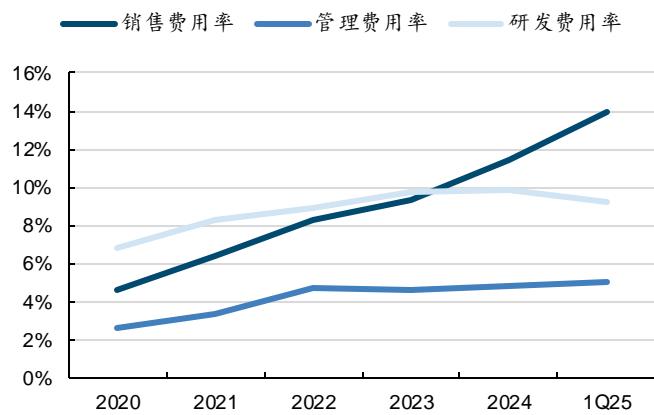
### 1.3.1 大客户直销深化+新兴领域延展，驱动营收增长可持续性

2020-2024年，公司员工总数从1506人跃升至2611人，其中销售/技术人员数量快速增长（销售从241→490人，研发从625→952人），同步增长的销售与研发费用率，正是公司为攻坚大客户、突破新兴领域所做的前瞻性投入。

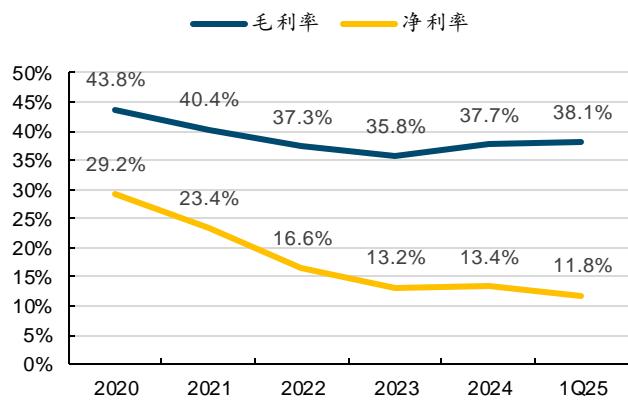
过去公司凭借经销渠道在传统行业（纺织、包装、食品饮料等）建立领先优势，如今为积极谋求新的业绩增长点，战略重心转向3C电子、新能源、汽车制造、半导体、机器人等新兴行业。考虑到新兴行业普遍呈现“高集中度、强定制化”特征，经销商体量及服务无法满足大客户需求，公司大量引入行业专精型直销人才，与客户进行深入沟通并挖掘需求，提供定制化解决方案以及优质的售前售后服务。截至24年底，公司S级以上客户立项80余家，24年直销实现营收2.5亿元，同比+25.8%。

图表20：销售费用率增长，研发/管理费用率相对稳定

图表21：2024年以来公司毛利率有所修复



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

据MIR统计，国内OEM自动化市场（规模约1000亿元）前五大下游依次为：机床（26%）、电子及半导体（12%）、纺织（7%）、电池（6%）、电梯（5%）。公司已在高价值赛道实现精准卡位：新能源汽车领域合作比亚迪并进入宁德时代供应链；3C电子领域服务立讯精密、歌尔股份等头部客户；半导体领域突破华兴源创、新益昌等高端设备制造商。

我们认为，公司在巩固纺织等传统行业优势的同时，战略性聚焦半导体、新能源、机器人等高增长、高集中度赛道。通过大客户直销攻坚与细分行业深度定制化服务，持续提升高潜力市场的渗透效率，前瞻性投入有望为中长期成长开辟增量空间。

图表22：24年1000亿元规模的OEM市场下游构成——机床、电子及半导体、纺织、电池等

图表23：公司与多个下游大客户建立合作关系

下游	2021	2022	2023	2024	2024年占比
机床	299	258	247	256	26%
电子及半导体	143	135	118	117	12%
纺织	68	66	66		7%
电池	65	78	72	59	6%
电梯	55	53	51	46	5%
包装	60	53	42	45	5%
暖通空调	43	44	41	42	4%
物流	44	43	41	40	4%
工业机器人	40	40	36	39	4%
起重	37	35	32	29	3%

来源：MIR，国金证券研究所（\*注：仅展示前10大下游行业）

下游	重点合作客户
新能源汽车	比亚迪、宁德时代
3C电子	立讯精密、歌尔股份
半导体	华兴源创、新益昌
机器人	上海图灵、山东科为等十余家企业
光伏	科隆威、爱维斯
智慧物流	圆通、韵达、浙江应杰
智慧矿山	山能集团
金属加工	大族激光
包装印刷	松川、永创智能

来源：公司公告，国金证券研究所



### 1.3.2 治理结构优化，股权激励绑定核心团队+实控人定增彰显发展信心

2024年末公司首次实行股权激励计划，向董事、财务总监、其他核心技术人员等共55名对象发放股权激励，设置了三档考核目标，其中第一档考核目标为2025-2027年收入21.0/26.3/32.0亿元，同比增加23%/25%/22%。我们认为，股权激励推出有望绑定公司核心骨干，持续释放企业经营活力，助力公司高速发展。

**图表24：股权激励绑定核心骨干利益，指引发展方向（收入，亿元）**

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占首次授予时公司股本总额的比例
1	于秋阳	董事	1	0.76%	0.01%
2	王洋	董事	1.5	1.14%	0.01%
3	朱佳蕾	财务总监	2	1.52%	0.01%
其他核心技术人员（共52人）			101	76.81%	0.72%
首次授予部分合计（55人）			105.5	80.23%	0.75%
预留部分			26	19.77%	0.18%
合计			131.5	100.00%	0.94%

来源：公司公告，国金证券研究所

2025年5月，实控人全额认购定增完成，拟用2.8亿元投资建设企业技术中心二期项目，建设机器人测试、电机测试等研发实验室和办公室，提升PLC仿真/PLC冗余/3D机器人抓取及拆码垛技术等研发实力；剩余资金用于营销网点及产品展示中心建设，有望增强公司自有品牌产品推广力度，拓宽公司品牌渠道，提升公司品牌影响力。

**图表25：25年实控人全额认购定增彰显信心**

序号	项目名称	主要内容	投资总额（亿元）	拟用募集资金投资额（亿元）
1	企业技术中心二期建设项目	围绕AMP技术研发项目、PLC仿真研发项目、3D机器人抓取及拆码垛技术研发项目以及PLC冗余研发项目组建新研发团队，提高研发团队技术实力	2.8	2.8
2	营销网点及产品展示中心建设项目	在杭州、福州、台州、汕头、连云港、宿迁、石家庄、唐山、秦皇岛等地区建立和升级共计3个展厅、5个成品仓库及21个办公室以增强公司自有品牌产品推广力度，拓宽公司品牌渠道，提升公司品牌影响力	1.5	1.1
合计				4.3
				3.9

来源：公司公告，国金证券研究所



## 二、增长极：工控新品类打开成长空间·人形机器人布局未来可期

### 2.1 产品矩阵升级：中大型 PLC 突破与变频器放量，解决方案能力强化

面对工控高端化与集成化趋势，公司正加速战略升维：一方面纵向突围高端产品矩阵（中大型 PLC/变频器），突破传统能力边界；另一方面横向构建“控制层+执行层+驱动层”一体化解决方案，强化客户粘性与单价值量。双重引擎驱动下公司向系统服务商转型，持续打开成长天花板。

#### 2.1.1 中大型 PLC：外资品牌占据主导地位，公司产品进展顺利打开新蓝海

中大型 PLC 适用于控制设备数量多、空间分布广、控制逻辑复杂的大型工业系统。

“小型”与“中大型”PLC 代表 PLC 的控制能力，小型 PLC 主要用于直接连接伺服系统、电机等驱动执行设备，属于“设备级”自动化产品，技术要求相对较低；中大型 PLC 通过模块化互连构建远程分布式扩展控制系统，适用于控制设备数量多、空间分布广、控制逻辑复杂的大型工业系统或生产过程，属于“系统级”自动化产品，其技术要求更高。

图表26：中大型 PLC 适用于控制设备数量多、空间分布广、控制逻辑复杂的大型工业系统或生产过程

分类	I/O点数	特点	应用场景	结构特征	国产化程度
小型	<256	体积小、价格低、功能以数字量控制为主，相对单一	适用于控制单台设备或开发机电一体化产品，主要面向设备级自动化领域	通常为整体式，CPU、电源、输入输出、通信等组成单元被集成于一个机箱内，体积小，集成度高，结构紧凑，拓展性低	中
中大型	256-1024	在小型PLC功能基础上，具有较强的通信功能、数字计算能力和模拟量处理能力	适用于较为复杂的逻辑控制生产系统和连续生产过程的控制，主要面向系统级自动化领域	通常为模块式，CPU、电源、输入输出、通信等组成单元以模块的形式组合，可根据生产需要进行模块的本地或远程组合，可拓展性强	低
	>1024	具有计算、控制和协调功能和强大的网络结构，具备强大的通信能力和处理能力	适用于系统级自动化，用于对生产过程实现自动化控制和监控		

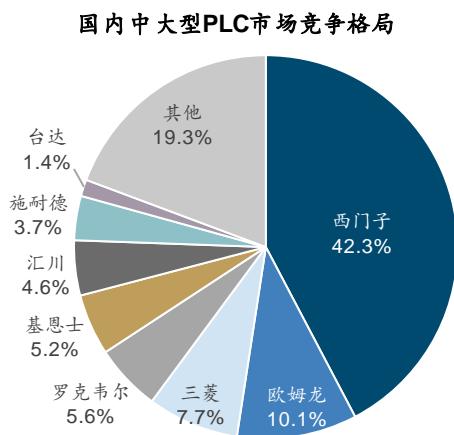
来源：傲拓科技招股说明书，国金证券研究所

#### 中大型 PLC 外资垄断超 90%，国产品牌凭政策红利+自主可控需求有望加速替代。

市场格局方面，中大型 PLC 仍然以外资（西门子、欧姆龙、三菱等）为主，24 年外资产市占比超过 90%，主要由于客户测试周期较长，对产品性能和稳定性要求较高，下游厂商更重视供应商过往是否具有大量成功应用案例，国产品牌需要经历一定的市场验证周期。

内资品牌中大型 PLC 机会在于：一方面能源/冶金等行业受环保与产能置换政策倒逼，自动化改造需求持续释放；另一方面风电、水电等清洁能源基建加速，拉动增量项目落地。叠加 2024 年设备更新政策明确国产替代目标（2027 年更新 200 万套工业软件），国产品牌迎来政策红利与国产化机遇共振。

图表27：国内中大型 PLC 市场主要以外资品牌为主



图表28：中大型 PLC 国产化机遇及挑战共存

类别	具体内容
机遇	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 国家政策支持：“十四五”规划等政策鼓励工业自动化及 PLC 国产化，推动进口替代。</li> <li>2. 自主可控需求：地缘政治背景下，关键领域对供应链自主可控要求提升，减少对国外品牌依赖。</li> <li>3. 技术突破：国内企业在核心技术（如实时控制、通信、可靠性等）上持续进步，部分指标接近国际水平。</li> </ul>
挑战	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 国际品牌壁垒：西门子等国际厂商技术积累深厚、客户信任度高，占据主要市场份额，国产品牌难以快速突破。</li> <li>2. 市场验证周期长：中大型 PLC 应用于关键领域，需多个成功案例验证稳定性，新兴品牌获认可难度大。</li> <li>3. 上游配套薄弱：部分核心元器件（如芯片）依赖进口，影响自主可控及成本控制。</li> </ul>

来源：MIR，国金证券研究所（\*注：采用 2024 年数据）

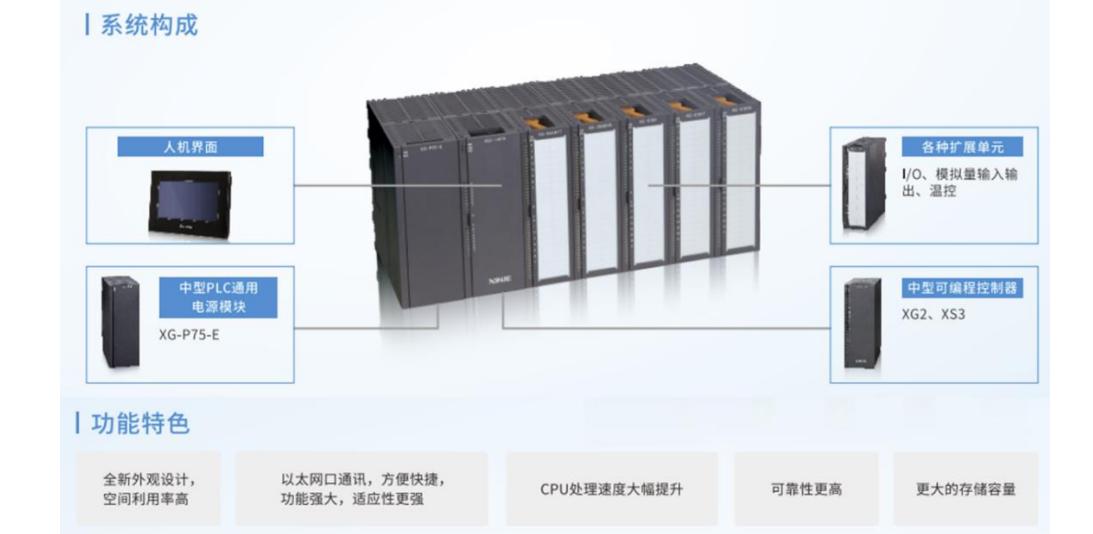
来源：傲拓科技招股说明书，国金证券研究所



公司依靠自身在小型 PLC 市场建立的优势，进一步向中大型 PLC 产品延伸。24 年公司中型 PLC 销售突破 1000 万元，后期会继续加大资源投入，扩展产品品类，逐步向汽车加工、精密切割、新能源、半导体等行业拓展行业专机产品，加大中高端产品的研发和市场推广。25 年公司计划推出大型 PLC 产品，后期会针对流程化工业领域进行市场渗透，包括石油、化工、矿山、冶金等行业。

我们认为，政策推动工业自动化国产替代，叠加公司在小型 PLC 的先发优势，公司有望加速中大型 PLC 市场渗透，中长期有望逐渐贡献业绩增量。

图表29：公司 XG2 系列中型 PLC 具有可靠性高、适应性强等特点



来源：公司官网，国金证券研究所

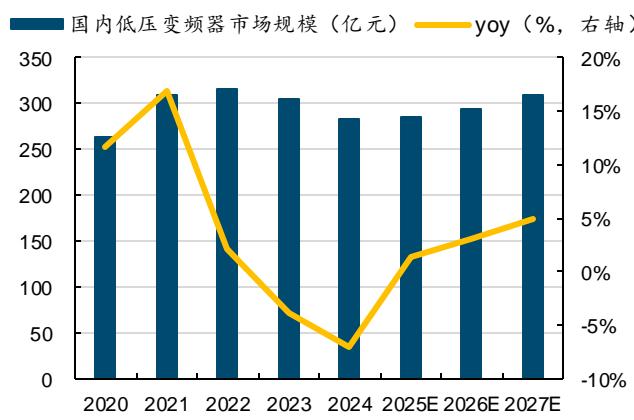
### 2.1.2 变频器：需求广阔&下游传统行业占比高，公司快速突破贡献新增量

国内变频器市场规模接近 350 亿元，更多应用于传统工业场景。

变频器通过改变交流电机的工作电压和频率来控制电机转速及转矩，以满足设备节能、工艺调速等需要。根据 MIR 数据，国内变频器市场规模约，按照不同的输入电压等级，具体分为低压变频器（690V 以下）、中高压变频器（690V 及以上）。

- 低压变频器：以运动、转速控制为核心，下游应用场景相对广泛，主要包含电梯、纺织、起重、物流等，24 年国内低压变频器市场规模超 280 亿元。
- 中高压变频器：应用领域集中在冶金、石化、电力、采矿等高耗能领域，以提高能效为目的，24 年国内中高压变频器市场规模约 60 亿元。

图表30：24 年国内低压变频器市场规模超 280 亿元



图表31：24 年国内中高压变频器市场规模约 60 亿元



来源：MIR，国金证券研究所

来源：MIR，国金证券研究所



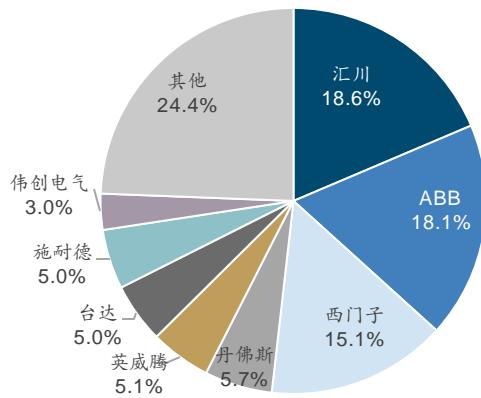
国产品牌有望借政策东风（国产化推进/节能改造）加速渗透替代。

国内头部企业（汇川、英威腾、伟创电气等）通过模块化设计优化成本结构、深化细分行业工艺理解，在低压领域实现差异化突破，尤其在 OEM 市场凭借快速交付与定制化服务引领国产替代。中高压领域，国产厂商主要受益于三大趋势：①国产替代趋势：化工、冶金、电力等行业，国家鼓励使用国产；②气改电趋势：尤其是化工行业，将原本的气动改为电驱；③工频改变频趋势：为响应国家节能政策，将电网带动改为变频器带动，电网的频率是固定的，改为变频器后风道可以随着需要进行调节，减少能量的浪费。

图表32：国内低压变频器市场格局：汇川、ABB、西门子位列前三

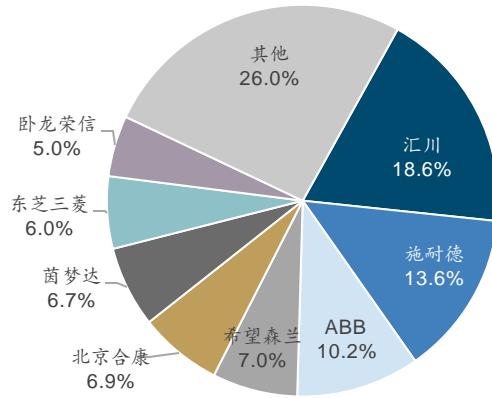
图表33：国内中高压变频器市场格局：汇川、施耐德、ABB 位列前三

国内低压变频器市场竞争格局



来源：MIR，国金证券研究所 (\*注：采用 2024 年数据)

国内中高压变频器市场竞争格局



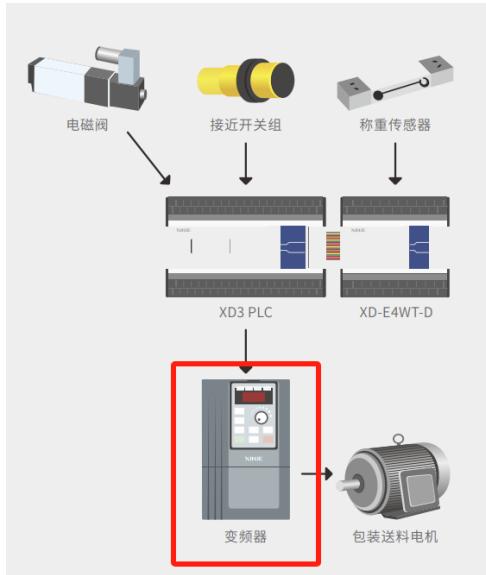
来源：MIR，国金证券研究所 (\*注：采用 2024 年数据)

布局变频器进一步提升整体解决方案能力，看好变频器业务强势增长。

公司 2017 年推出 VH3 系列无感矢量变频器，2020 年推出 VH6、VH5 系列 ETHERCAT 总线变频器，目前已构建完整变频器产品体系，覆盖通用型、专用型及高性能矢量控制领域，在食品饮料、家居建材、物流仓储、纺织等行业解决方案中得到应用。2024 年公司变频器实现销售收入超 4500 万元，同比增长近 40%。

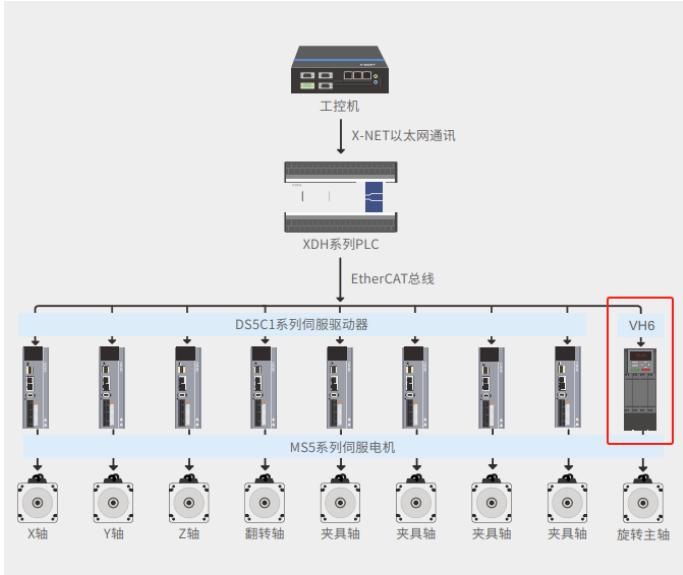
我们认为，变频器业务是公司打开工控第二成长曲线的战略支点，一方面产品线纵向拓展驱动单客户价值量提升，突破原有 PLC 增长天花板；另一方面通过 PLC-伺服系统-变频器深度协同构建“控制-驱动-执行”一体化方案，进一步增强客户粘性与溢价能力。随着下游行业持续拓展及客户端加速导入，公司变频器业务有望维持高速增长。

图表34：公司自动灌装机解决方案（食品饮料行业）



来源：公司官网，国金证券研究所

图表35：公司铝型材钻铣机解决方案（家居建材行业）



来源：公司官网，国金证券研究所



## 2.2 战略前瞻：卡位人形机器人核心部件，技术积累+无锡产业集群构建先发优势

当前内资工控企业密集卡位人形机器人赛道，核心聚焦电机/驱动器/编码器等环节，机械传动件（丝杠/减速器）布局相对薄弱。差异化路径显性化为三重突破：

- ①纵向整合补强机械短板(如汇川收购莱恩切入滚珠丝杠、伟创参股伟达利补齐减速器)；
- ②汇川/信捷/雷赛基于控制层技术积淀研发机器人“小脑”，雷赛/禾川灵巧手解决方案布局领先；
- ③禾川推出通用整机、信捷开发工业级类人机械臂，汇川战略进军工业场景本体制造，形成梯度化整机布局。

图表36：工控公司具身智能领域卡位核心零部件：无框力矩电机、空心杯电机、驱动器、编码器等

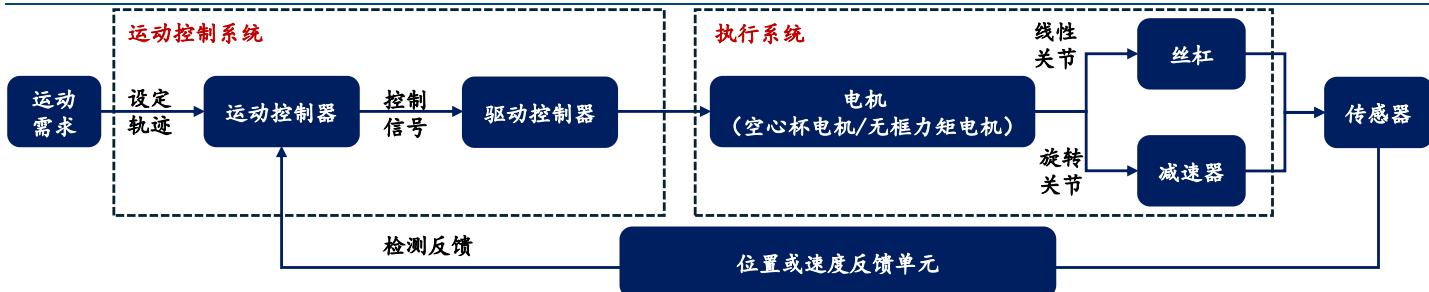
公司	工业机器人	无框力矩电机	空心杯电机	驱动器	编码器	丝杠	减速器	灵巧手	小脑	本体
汇川技术	√	√		√	√	√			研发	规划
信捷电气	√	√	√	√	√				研发	√
雷赛智能		√	√	√	√			√	研发	
伟创电气	√	√	√	√	√		√			
禾川科技	√	√	√	√	√	√		√		√

来源：各公司公告、各公司官网，国金证券研究所 (\*注：√表明已有相关产品)

工控企业布局人形机器人的优势在于：技术复用、渠道&供应链协同、工业场景卡位。

- 技术层面：工业级伺服系统已验证的力矩控制算法、高动态响应等核心能力可直接迁移至机器人关节模块。通过模块化设计复用现有控制器/驱动器平台，仅需针对高功率密度和小型化做适配开发，能够大幅缩短工控企业研发周期。

图表37：工业自动化控制与人形机器人都需要运动控制系统&执行系统



来源：固高科技招股说明书，国金证券研究所

- 渠道&供应链：一方面工控需庞大的经销商体系去铺到各类下游，工控公司在原先工控产品解决方案的基础上可以相对容易增加人形的各类产品销售；另一方面工控公司已建立电机原材料（稀土磁材、硅钢片）及核心零部件（编码器、轴承等）规模化采购渠道，供应链与量产能力保障产品快速商业化落地。

- 工业场景：工业是人形机器人的最佳训练场景，人形机器人运动控制能力需求与场景复杂度呈正相关，其商业化路径遵循“先易后难”的演进逻辑：工业制造（结构化环境）→商用服务（半开放场景）→极端作业（高危工况）→家庭服务（非结构化交互），预计将在工业场景完成可靠性验证，逐步向家庭场景渗透。

工控公司可以直接触达大量工业客户且主业有长期稳定合作关系，未来有望通过丰富的工业场景数据积累与跨行业渠道网络，构建从技术验证到商业落地的闭环生态，为抢占人形机器人产业化的战略高地奠定先发优势。



**图表38：人形机器人下游应用场景，根据运动控制能力需求强弱排序，由弱到强为工业制造<商用服务<极端作业<家用服务**



来源：亿欧智库，国金证券研究所

### 无锡产业集群供应链协同优势显著，公司与华为云合作聚焦焊接、分拣等垂直场景落地。

24年起无锡将人形机器人、具身智能机器人列入重点发展的未来产业，先后出台了《无锡市人工智能产业创新发展三年行动计划（2023—2025）》和《无锡市具身智能机器人产业发展实施方案（2025—2027年）》等政策全力打造人形机器人产业高地，目前无锡市已形成从核心零部件（意优科技、巨蟹智能、信捷电气、水熊传感等）到整机应用（优必选、天奇股份、软通天擎、安尼迈等）的完整产业生态。

25年7月，华为云城市峰会2025无锡召开，公司作为无锡具身智能领域的核心联创伙伴受邀出席并完成联创项目签约仪式。会上公司分享与无锡（华为云）人工智能创新中心联合打造的其中两个具身智能标杆项目（智能移动双臂分拣机器人解决方案、双臂协作智能焊接机器人解决方案），以“场景驱动+技术协同”破解行业痛点，定义工业自动化新高度。我们预计25年底公司将完成相关产品研发，26年实现商业化订单落地。

**图表39：智能移动双臂分拣机器人解决方案**

**图表40：双臂协作智能焊接机器人解决方案**



来源：公司公众号，国金证券研究所

来源：公司公众号，国金证券研究所

核心部件进展顺利，看好资本+研发双轮驱动产业化提速。

公司已研发无框力矩电机和空心杯电机，并通过投资长春荣德光学有限公司、编带器及传感器相关产品布局，其光电编码器广泛应用于机器人、伺服控制等工业自动化领域。外，公司还储备了驱动器、机器人“小脑”控制等相关技术。25年5月公司公告出资4975万元投资无锡捷智联创产业投资合伙企业，投资半导体、机器人、人工智能等产业链标的。

目前公司已组建人形机器人研发软硬件团队和市场业务拓展团队，负责客户拓展和市场洞察，未来将加强与研究所、高校、产业联盟等的合作开发项目，共同推进人形机器人相关产品和技术的研发。我们认为，凭借产品+技术团队+制造能力+下游大客户+应用场景，公司人形机器人业务有望快速落地，充分受益人形机器人量产推进。



### 三、盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

公司产品覆盖工业自动化控制层、驱动层、执行层、传感层四大层级，行业需求增长核心驱动因素是下游制造业需求增长。公司核心产品小型 PLC、伺服系统基本盘稳固，依托中大型 PLC 突破&变频器放量开辟工控成长空间。此外人形机器人作为未来产业的新赛道和经济增长的新引擎，其产业化将带动公司核心零部件（无框力矩电机、空心杯电机、编码器等）需求快速增长。

目前公司业务共有 4 大类：①可编程控制器、②人机界面、③驱动系统、④智能装备，其中可编程控制器、驱动系统贡献主要营收。

**1) 可编程控制器：**产品以小型 PLC 为主，并通过持续研发拓展至中型 PLC 和大型 PLC，24 年营收占比达 38%，贡献第二大营收来源。

24 年公司小型 PLC 市占率稳居内资第 2，业务后续增长确定性和持续性主要来自以下几个方面：①小型 PLC 依托传统行业复苏叠加新兴行业拓展，看好市占率持续突破；②24 年公司中型 PLC 销售突破 1000 万元，25 年下半年预计推出大型 PLC，随着公司加大中高端产品的研发和市场推广，中大型 PLC 有望逐步放量，引领国产替代。

我们预计 2025-2027 年可编程控制器业务实现营收 7.5/8.8/10.4 亿元，同比增长 15.9%/17.1%/18.4%。考虑到公司深化行业解决方案，叠加中大型 PLC 产品持续突破，下游客户带动高附加值产品占比提升，预计 25-27 年毛利率分别为 56.5%/56.8%/57.0%。

**2) 驱动系统：**主要由伺服系统（伺服电机和伺服驱动器）组成，同时亦向客户提供步进驱动器、变频器等其他驱动/执行层产品，24 年营收占比达 47%，贡献主要营收来源。

24 年公司伺服系统市占率位居内资第 2，业务后续增长确定性和持续性主要来自以下几个方面：①公司迭代新一代高端伺服产品提升竞争力、深化大客户战略，通过 PLC+ 伺服配套销售策略持续增强客户粘性；②24 年公司变频器实现销售收入超 4500 万元，同比增长近 40%，未来下游行业拓展及客户端导入有望支撑变频器业务高速增长。

我们预计 2025-2027 年驱动系统业务实现营收 10.3/12.6/15.3 亿元，同比增长 27.6%/22.7%/20.9%，随着公司高端伺服新产品占比提升叠加工艺优化持续降本，预计 25-27 年毛利率分别为 25.0%/25.5%/26.0%。

**3) 人机界面：**主要包括工业触摸屏、文本显示器。人机界面连接 PLC、变频器等工业控制设备，其需求直接受到 PLC、伺服、变频器等产品影响。公司多年技术积累，产品性能领先。随着公司解决方案能力的提升，业务有望跟随 PLC 等产品保持稳健增长。

我们预计 2025-2027 年人机界面业务实现营收 2.3/2.7/3.1 亿元，同比增长 16.0%/17.7%/18.1%，预计 25-27 年毛利率分别为 32.2%/32.2%/32.2%，维持稳定。

**4) 智能装备(机器人)：**包含机器视觉和以机械臂为代表的工业机器人。业务后续增长确定性和持续性主要来自以下几个方面：①公司工业机器人包含 SCARA、桌面小六轴以及工业六轴 3 大品类，并且负载涵盖 3KG-280KG，共计 20+ 型号产品，基本满足所有的机器人应用场景，未来公司将智能装备业务融入公司整体解决方案体系、加大各行业布局；②人形机器人领域，公司已开发无框力矩电机、空心杯电机、编码器等产品，加速客户端测试导入，充分受益人形机器人量产推进。

我们预计 2025-2027 年智能装备业务实现营收 0.5/0.7/1.0 亿元，同比增长 26.0%/35.0%/48.0%，随着业务规模不断扩大带来的成本摊薄，预计 25-27 年毛利率分别为 35.0%/36.0%/37.0%。

■ **费用率假设：**考虑到公司新兴行业拓展&大客户直销推进，预计 25-27 年销售费用率分别为 11.4%/11.5%/11.6%；随着公司规模扩张、精益化管理水平提升，管理费用率稳中有降，25-27 年分别为 4.7%/4.6%/4.5%；公司持续投入工控新产品、人形机器人研发，预计研发费用率保持稳定，25-27 年分别为 9.8%/9.8%/9.8%。

■ 综上，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 20.8/25.1/30.2 亿元，同增 21.8%/20.5%/20.5%，毛利率为 37.5%/37.6%/37.8%，归母净利润 2.8/3.5/4.2 亿元，同比增长 22.5%/24.4%/20.0%。



图表41：公司业务预测总览（亿元）

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15.1	17.1	20.8	25.1	30.2
yoy	12.7%	13.5%	21.8%	20.5%	20.5%
毛利	5.4	6.4	7.8	9.4	11.4
毛利率(%)	35.8%	37.7%	37.5%	37.6%	37.8%
<b>可编程控制器</b>					
收入	5.4	6.5	7.5	8.8	10.4
YOY	4.8%	21.1%	15.9%	17.1%	18.4%
毛利	2.9	3.6	4.2	5.0	5.9
毛利率(%)	54.0%	56.3%	56.5%	56.8%	57.0%
<b>人机界面</b>					
收入	1.8	2.0	2.3	2.7	3.1
YOY	-3.4%	9.5%	16.0%	17.7%	18.1%
毛利	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
毛利率(%)	30.5%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%
<b>驱动系统</b>					
收入	7.3	8.1	10.3	12.6	15.3
YOY	22.7%	10.6%	27.6%	22.7%	20.9%
毛利	1.8	2.0	2.6	3.2	4.0
毛利率(%)	24.3%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>智能装备</b>					
收入	0.4	0.4	0.5	0.7	1.0
YOY	54.5%	1.8%	26.0%	35.0%	48.0%
毛利	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
毛利率(%)	24.4%	34.4%	35.0%	36.0%	37.0%
<b>其他</b>					
收入	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
YOY	13.7%	-20.7%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率(%)	40.3%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

### 3.2 投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取商业模式类似、同样处于工控行业的可比公司：汇川技术、雷赛智能、伟创电气，2025年可比公司平均PE为41倍。考虑到公司小型PLC、伺服系统市场份额领先，同时依托中大型PLC突破&变频器放量开辟工控成长空间；人形机器人研发进展顺利，打开远期成长空间，我们给予公司2025年40倍PE估值，公司2025年目标市值为112亿元，对应目标价71.25元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值表（市盈率法）（亿元）

代码	名称	总市值(亿元)	股价(元)	归母净利润（亿元）					PE				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
300124.SZ	汇川技术	1,740	64.6	47.4	42.9	54.6	66.6	78.4	37	41	32	26	22
002979.SZ	雷赛智能	145	46.3	1.4	2.0	2.7	3.4	4.3	105	73	53	42	34
688698.SH	伟创电气	116	54.5	1.9	2.5	3.1	31.86		61	48	38	31	25
<b>平均值</b>									<b>68</b>	<b>54</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	<b>27</b>
603416.SH	信捷电气	86	55.0	2.0	2.3	2.8	3.5	4.2	43	38	31	25	21

来源：wind，国金证券研究所 \*注：1)以2025年8月4日收盘价计算上述公司现价对应PE；2)除汇川技术、雷赛智能，均采用wind一致性预测



## 四、风险提示

**制造业不景气影响自动化业务风险：**自动化业务涉及工业装备、电子制造、工程机械等多个制造行业，需求与制造业整体表现深度挂钩。若经济复苏乏力或制造业投资增长放缓，将直接影响公司自动化业务收入增长和利润稳定性。

**市场竞争加剧风险：**国内工业控制产品市场的需求保持快速增长，国内外厂商竞相进入，目前居于高端市场的外资品牌在不断扩大产品系列，内资品牌也在全面拓展中高端产品市场，市场竞争较为激烈，公司可能因市场竞争加剧导致经营业绩下降。

**前沿技术研发落地不确定性风险：**公司对人形机器人、中大型 PLC 等领域的研发投入存在风险，若公司研发速度不及预期或竞争对手通过合作研发抢先形成技术壁垒，将削弱公司前期投入价值，进而导致公司机器人、中大型 PLC 业务进展低于预期。

**大股东股权质押：**公司第 2 大股东李新、第 3 大股东邹骏宇、第 4 大股东吉峰合计股权质押 3039 万股，占公司总股本的 19.3%。



## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	货币资金	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	1,335	1,505	1,708	2,081	2,506	3,021	应收账款	324	345	377	807	883	1,036
增长率	12.7%	13.5%	21.8%	20.5%	20.5%		存货	270	413	548	581	701	844
主营业务成本	-837	-966	-1,064	-1,301	-1,565	-1,880	其他流动资产	580	511	597	660	782	925
%销售收入	62.7%	64.2%	62.3%	62.5%	62.4%	62.2%	流动资产	848	823	892	911	943	986
毛利	498	539	644	780	942	1,142	%总资产	75.1%	72.7%	75.1%	77.5%	78.4%	79.8%
%销售收入	37.3%	35.8%	37.7%	37.5%	37.6%	37.8%	长期投资	138	182	192	196	200	204
营业税金及附加	-8	-11	-13	-16	-19	-23	固定资产	434	499	488	533	575	613
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	%总资产	16.1%	17.3%	15.2%	14.0%	13.6%	12.9%
销售费用	-110	-141	-195	-238	-287	-349	无形资产	78	84	86	95	102	109
%销售收入	8.2%	9.4%	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%	非流动资产	671	787	802	857	910	959
管理费用	-63	-69	-82	-99	-114	-134	%总资产	24.9%	27.3%	24.9%	22.5%	21.6%	20.2%
%销售收入	4.7%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	资产总计	2,694	2,880	3,216	3,816	4,218	4,750
研发费用	-120	-147	-168	-205	-246	-295	短期借款	2	21	33	22	32	74
%销售收入	9.0%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	应付账款	611	600	740	819	986	1,184
息税前利润 (EBIT)	198	172	187	223	276	340	其他流动负债	82	89	114	124	149	179
%销售收入	14.8%	11.4%	11.0%	10.7%	11.0%	11.3%	流动负债	695	711	887	965	1,167	1,437
财务费用	5	4	4	7	10	11	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	其他长期负债	35	33	29	28	29	30
资产减值损失	-29	-45	-28	-13	-11	-14	负债	730	743	917	993	1,196	1,467
公允价值变动收益	2	5	13	10	15	20	普通股股东权益	1,961	2,135	2,297	2,821	3,020	3,280
投资收益	25	35	14	16	20	22	其中：股本	141	141	141	157	157	157
%税前利润	10.4%	16.1%	5.6%	5.4%	5.4%	5.0%	未分配利润	1,381	1,555	1,753	1,891	2,090	2,351
营业利润	242	219	248	303	375	449	少数股东权益	2	2	2	2	2	2
营业利润率	18.1%	14.5%	14.5%	14.6%	15.0%	14.9%	负债股东权益合计	2,694	2,880	3,216	3,816	4,218	4,750
营业外收支	-3	-3	-5	-5	-5	-5							
税前利润	239	216	243	298	370	444							
利润率	17.9%	14.3%	14.2%	14.3%	14.8%	14.7%							
所得税	-17	-17	-14	-18	-22	-27							
所得税率	7.0%	7.8%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%							
净利润	222	199	229	280	348	418							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属子母公司的净利润	222	199	229	280	348	418							
净利率	16.6%	13.2%	13.4%	13.5%	13.9%	13.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	每股指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	222	199	229	280	348	418	每股收益	1.580	1.416	1.626	1.781	2.215	2.657
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	13.955	15.191	16.342	17.954	19.219	20.876
非现金支出	66	88	76	55	57	65	每股经营现金净流	1.276	1.408	0.909	1.871	1.992	2.361
非经营收益	-24	-40	-31	-20	-29	-35	每股股利	0.180	0.220	0.870	0.900	0.950	1.000
营运资金变动	-85	-50	-145	-21	-63								
经营活动现金净流	179	198	128	294	313	371							
资本开支	-61	-137	-42	-96	-100	-100							
投资	18	-27	-73	-12	-17	-22							
其他	26	36	36	14	18	20							
投资活动现金净流	-17	-128	-79	-94	-99	-102							
股权筹资	0	1	0	386	0	0							
债权筹资	0	20	13	-13	12	44							
其他	-40	-29	-48	-142	-150	-159							
筹资活动现金净流	-39	-8	-35	230	-138	-115							
现金净流量	125	62	15	430	76	154							

来源：公司年报、国金证券研究所



## 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	8	15
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

## 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】**  
**国金证券研究服务**

**【公众号】**  
**国金证券研究**