

2020 年 05 月 26 日

菁益求精答疑系列之一——为什么我们更看好设备公司多主业？

本篇报告开始，我们将通过系列报告的方式，探讨一些制造行业及设备公司共性的问题。本篇报告讨论的是：为什么我们更看好设备公司的多主业发展？

- ▶ 先进制造业被分为两大类设备公司，一类是标准设备公司，一类是非标准设备公司。
- ▶ 设备公司，尤其是非标设备公司具备二阶导属性，因此产业周期中从 0 到 1 的一段发展最快。但由于从 0 到 1 的一段时间在整个产业周期中较为短暂，因此设备高速成长期较短。
- ▶ 多主业能够解决设备公司增长周期较短的问题，实现平滑周期和接续成长，这也是产业发展自然选择的结果。
- ▶ 多主业的设备公司能够拥有更高的估值。一般来说，单一行业设备类企业高速成长的时间区间较短，或者稳定增长周期往复，因此难以拥有更高的估值。多主业且每个主业都能在未来时段处于从 0 到 1 的阶段中，则企业将具备更久的生命力。
- ▶ 纵观制造业优质公司发展历程，无论是标准设备还是非标准设备公司，都通过多主业布局打破成长瓶颈。标准设备的多主业有两种情况：一是相同或相似的设备用在不同的下游中，比如汇川的伺服，可以用在 3C 行业中，也能用在锂电行业中；二是标准设备厂家提供多种标准设备，比如西门子提供伺服，也提供 PLC。非标准设备的多主业，主要是设备企业为不同下游行业提供产品。本文以西门子、先导智能、大族激光为案例，复盘它们成长历程，寻找共性。

风险提示

宏观经济不及预期风险；下游产业投资扩产不及预期风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘菁

邮箱：liujing2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110001

分析师：俞能飞

邮箱：yunf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519120002

研究助理：田仁秀

邮箱：tianrx@hx168.com.cn

联系人：李思扬

邮箱：lisy3@hx168.com.cn

正文目录

1. 先进制造业的研究框架.....	3
1.1. 标准设备与非标准设备的定义.....	3
1.2. 多主业的涵义.....	3
2. 设备企业为什么要多主业发展.....	3
2.1. 二阶导效应.....	4
2.2. 从 0 到 1	4
2.3. 从 0 到 1 的多种形态.....	5
2.4. 多主业是自然选择的结果.....	6
2.5. 多主业发展说来简单做起来难.....	6
2.6. 估值.....	6
3. 设备企业多主业发展的案例.....	6
3.1. 标准设备-西门子.....	7
3.2. 非标准设备-大族激光.....	8
3.3. 非标准设备-先导智能.....	9
4. 风险提示.....	10

图目录

图 1 设备行业景气度周期波动	5
图 2 西门子发展历程：公司变更、管理层变更、产品创新、并购出售及组织架构史.....	7
图 3 西门子业务拓展史	7
图 4 大族激光成长路径：历年收入及收入结构拆分	8
图 5 大族激光营收规模（右轴/亿元）及成长路径	8
图 6 先导智能成长路径：历年收入及收入结构拆分	9
图 7 先导智能营收规模（右轴/亿元）及成长路径	9

表目录

表 1：标准设备与非标准设备对比	3
------------------------	---

1. 先进制造业的研究框架

1.1. 标准设备与非标准设备的定义

在我们的研究框架中，先进制造业被分为两大类设备公司，一类是标准设备公司，一类是非标准设备公司。顾名思义，标准设备公司的产品是相对标准的，非标准设备公司的产品是非标准的。

不同于申万分类中的通用设备与专用设备，我们区分标准设备与非标准设备的标准是：能否通过分销商销售，以及能否通过生产线批量生产。

标准设备的代表公司有：汇川技术、锐科激光。这类企业可以根据需要布局分销商，也能够通过生产线批量生产。非标准设备的代表公司有：大族激光、先导智能、迈为股份、赛腾股份等。这类企业提供什么样的产品必须与客户直接见面沟通定制化方案，这种定制造就了非标的属性。也正是因为定制，代理商无法完全充分的沟通，所以他们的商业模式一般采用直销而非代理商。

表 1：标准设备与非标准设备对比

	判断标准	核心竞争力	扩产	关系
标准设备	可以通过分销商销售 可以通过生产线批量生产	技术 科学家	投固定资产，规模效应	标准设备企业一般是 非标准设备企业的供 应商
非标设备	不能通过分销商，必须与最 终用户接触。 不能通过生产线批量生产	不知疲倦的管理层 工艺的积累与沉淀 高效的运营管理体系	招组装工人，提高效率	非标设备企业一般是 标准设备企业的客户

资料来源：华西证券研究所整理

1.2. 多主业的涵义

标准设备和非标准设备的多主业，都是指多个下游行业。但有细微的差别。

标准设备的多主业有两种情况：一是相同或相似的设备用在不同的下游中，比如汇川的伺服，可以用在 3C 行业中，也能用在锂电行业中。二是标准设备厂家提供多种标准设备，比如西门子提供伺服，也提供 PLC。

非标准设备的多主业，在本篇报告中，主要是指设备企业为不同下游行业提供产品。

非标准设备会比标准设备的多主业实施起来更难一些。这是因为：标准设备有天然的多主业性质，如果不能扩展、比较小众，就很难称之为标准设备，也就不可能通过生产线的方式扩大规模。因此本篇报告我们将重点讨论非标准设备的多主业情况。

2. 设备企业为什么要多主业发展

2.1. 二阶导效应

设备企业作为产业的中游，其增速是下游增速的导数，是下游量或值的二阶导数。这样的属性决定了：

- 下游加速扩产，设备公司高速增长；
- 下游稳步扩产，设备公司没有成长；
- 下游停止扩产，设备公司面临生存风险。

设备企业的二阶导效应决定了，并不是所有时候都是好的投资时点。

2.2. 从 0 到 1

任何一个产业，放到足够长时间维度，都是周期。我们权且把这样的一个周期的低点作为 0，高点作为 N；从 0 到 N 再回到 0，作为一个完整周期。

- **从 0 到 1：设备的投资弹性最大。**

当一个下游产业刚开始扩产的时候，都有一个加速的过程。这个从 0 到 1，一般都是加速扩产，非标设备企业最有可能爆发。这个阶段，下游一直在投入，但下游的产能还没有完全释放，因此设备的弹性最大。

- **从 1 到 10：材料的投资弹性最大。**

这时候周期继续向上，下游已经有了一定的产能，相关材料可能会因为短缺而涨价。材料的涨价逻辑会带动一轮投资。

- **从 10 到 N：下游投资弹性最大。**

周期继续向上，但已经接近平稳，下游开启印钞机模式。此时下游的投资弹性最大。

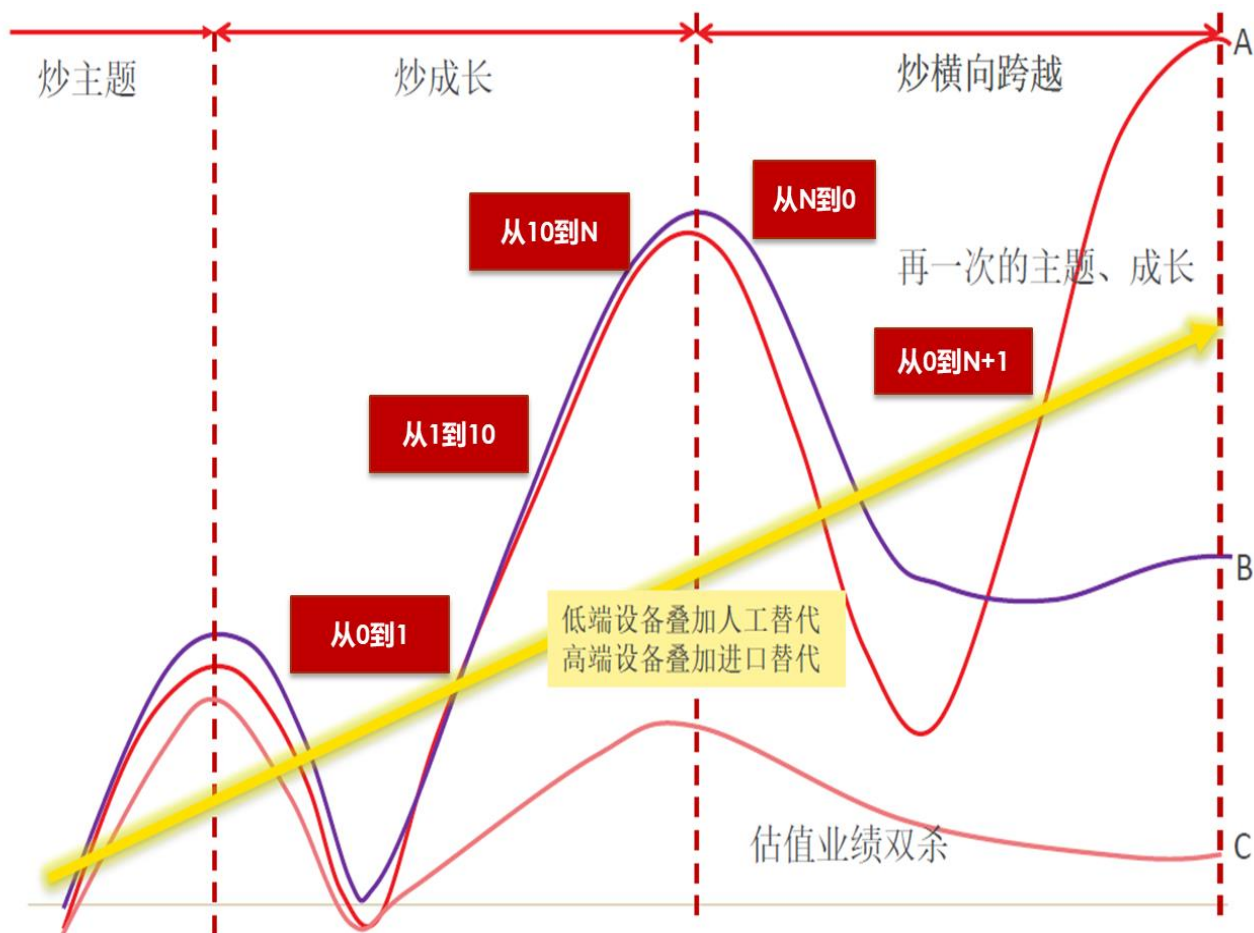
- **从 N 到 0：全行业都面临挑战。**

产业下行周期，整个产业都面临挑战。但此时设备企业面临的挑战最大，因为设备企业有倒闭风险。

- **从 0 到 N+1：产业再次崛起，整个周期重复上一轮的规律。**

如果一浪高过一浪，则是曲折前进。如果只是波动，则所有的行业中的企业，无论下游还是设备，都从成长属性变成了周期属性。

图 1 设备行业景气度周期波动



资料来源：华西证券研究所整理

2.3. 从 0 到 1 的多种形态

➤ 各种区域各种细分领域从 0 到 1 的阶段。

上面所分析的这个从 0 到 1，可以大到一个行业的扩产，也可以小到一个区域的扩产。或者只是一个细分领域的扩产。只要是加速扩产，都有设备企业的可能爆发机会。

➤ 产业工艺迭代非常快，或者技术路线比较丰富的阶段。

一个产业发展的初期或者发展到一定阶段的瓶颈期，都会遇到技术路线和工艺迭代较快的情况。这个时候，下游往往面临工艺路线的选择，而从所谓“屁股决定脑袋”的角度来看，下游的选择往往没有那么客观。但设备厂家不同，轻资产的设备厂家，完全可以针对不同的工艺路线进行产品定制，无论下游什么样的技术路线最终胜出，

设备厂家是在这种变革中最没有风险的一类企业。而一旦技术路线风向确定，除了新增产能以外，又会带来一大波产能更替，设备企业的增速会显著超越行业增速。

2.4. 多主业是自然选择的结果

因为从 0 到 1 是设备企业最具爆发性的阶段，而从 0 到 1 又是产业周期中比较短暂的阶段。因此大部分的非标自动化公司，都会选择涉足多个行业来平抑周期。

2.5. 多主业发展说来简单做起来难

非标自动化的公司想要发展成平台型公司，是一件无比艰难的事情。而一旦做成，市场必将给予这样的公司巨大的肯定。

平台型公司的前提是，在单一行业中已经验证过这家公司的核心竞争力。同时能够把这样的核心竞争力成功复制到其他行业中的，叫做平台型公司。在每个行业中都有涉猎却浅尝辄止没有足够市占率的，不叫平台。

我们认为：非标自动化企业的三个核心竞争力。第一，管理层的不知疲倦，是比较好移植的。第二，工艺的理解、积累与沉淀，是需要补充的。第三，完善的运营管理体系，理论上能够支撑非标自动化的公司无限拓展的。

按照这样的框架，非标自动化的公司想要横向拓展，在所有核心竞争力获得验证的前提下，最需要补充的是第二点，对工艺的理解、积累与沉淀。这一点对应的其实是人才，招到合适的人才，这些人才懂得客户、具有经验，接下来就是产品放量试错和改进的过程。其实不是无法攻克的难关。反而第一点和第三点，是大部分非标自动化公司所缺乏的。

当然，需要指出的是，当非标自动化的公司发展成平台型公司的时候，不同行业之间的增长其实是矢量关系。因此分别分析公司所处的每个行业，找到行业矢量正向叠加的时间点，也就是公司业绩的爆发点。

2.6. 估值

我们一般采用的 DCF 法（现金流贴现法）估值。所谓现金流折现估值法，就是对企业未来的现金流量及其风险进行预期，然后选择合理的折现率，将未来的现金流量折合成现值。在 DCF 模型里，我们假设企业永续增长，而设备企业只有从 0 到 1 的这一阶段增长，是无法享受高估值的。或者说一直处于每个周期的从 0 到 1，根本上是一个周期股，也无法享受高估值。

而多主业的发展方式则平抑了周期，加强了成长属性。因此从投资的角度而言，多主业的设备厂家才值得跟得更久，看得更长远。

3. 设备企业多主业发展的案例

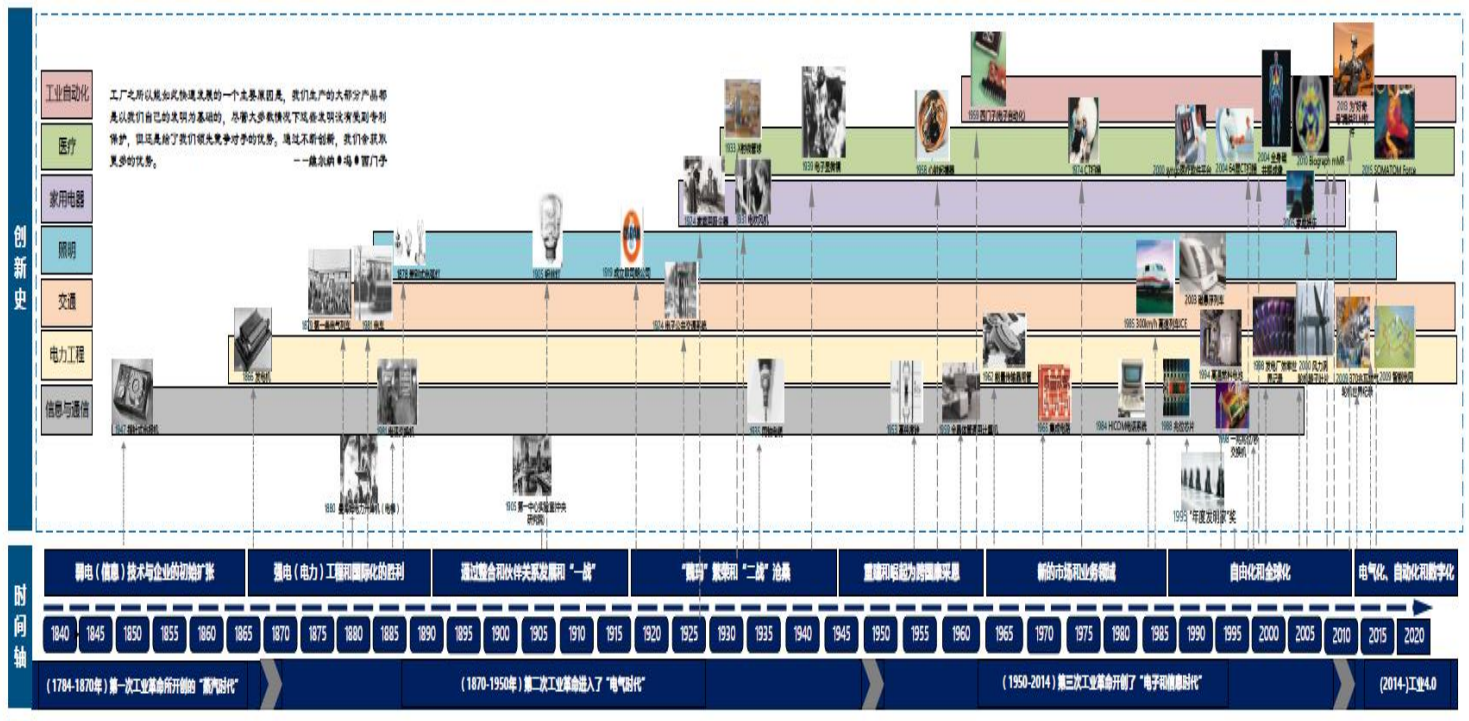
3.1. 标准设备-西门子

图2 西门子发展历程：公司变更、管理层变更、产品创新、并购出售及组织架构史



资料来源：公司官网，wind，华西证券研究所整理

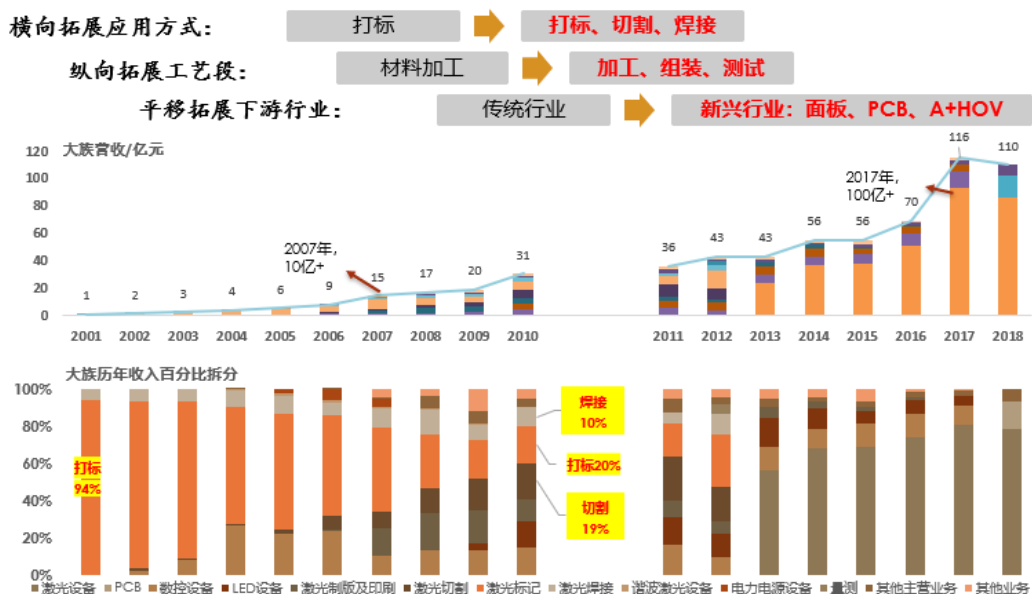
图3 西门子业务拓展史



资料来源：公司官网，wind，华西证券研究所整理

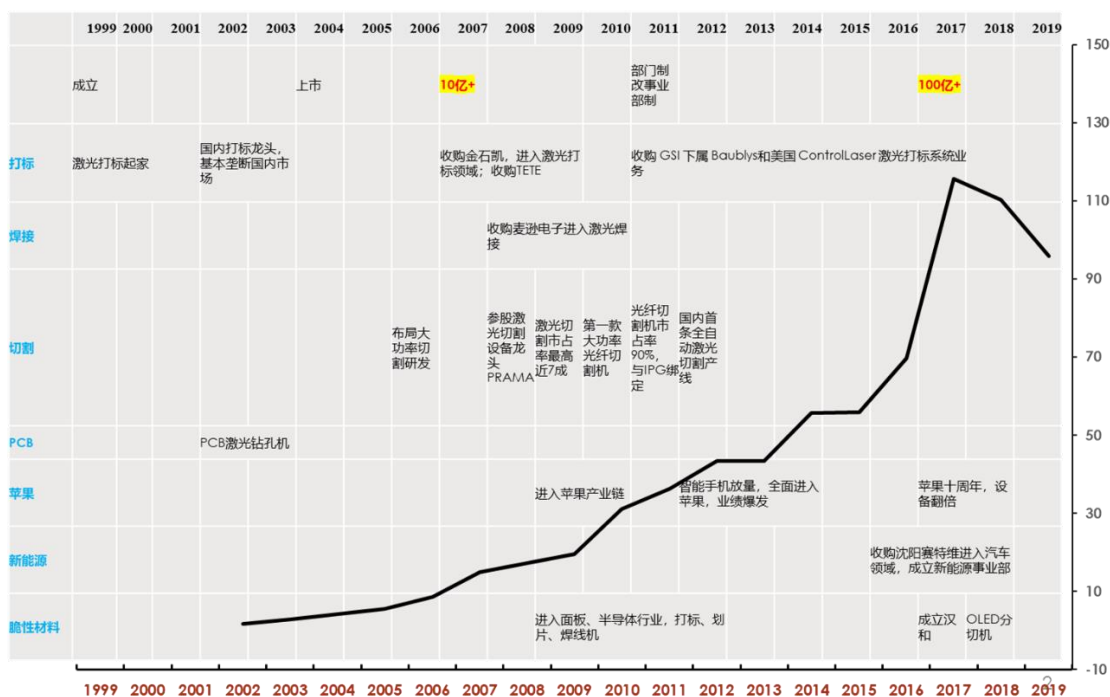
3.2. 非标准设备-大族激光

图 4 大族激光成长路径：历年收入及收入结构拆分



资料来源：wind，华西证券研究所整理

图5 大族激光营收规模（右轴/亿元）及成长路径



资料来源：wind，华西证券研究所整理

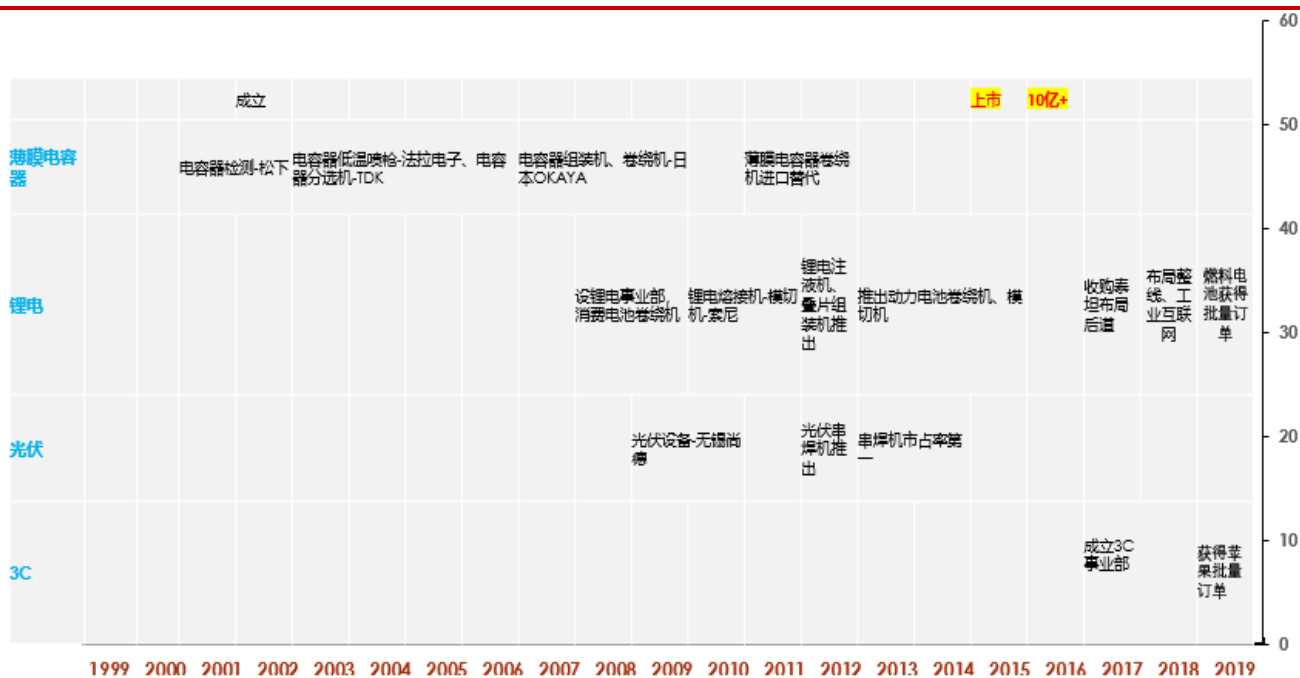
3.3.非标准设备-先导智能

图 6 先导智能成长路径：历年收入及收入结构拆分



资料来源：wind，华西证券研究所整理

图 7 先导智能营收规模（右轴/亿元）及成长路径



资料来源：wind，华西证券研究所整理

4.风险提示

宏观经济不及预期风险：设备行业作为制造业中游，行业的增长跟宏观经济景气度高度相关。若整体经济发展不及预期，机械设备需求承压明显。

下游产业投资扩产不及预期风险：正如文中所述，下游加速扩产阶段，设备公司才有成长增速。若下游细分行业进入稳态发展阶段，则设备公司进入成长瓶颈期。

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。2019年东方财富年度百强（全市场第18名）分析师。

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

田仁秀：毕业于上海交通大学，新能源科学与工程方向学士、动力工程专业硕士(锂电池、燃料电池方向)，专注能源装备、先进制造，以及激光、工控、机器人等通用设备板块深度研究。

李思扬：美国东北大学金融学硕士，2019年加入华西证券，CFA三级已通过。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。