

## 业绩稳健增长，工控小巨人深度制造能力优秀

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年半年报，上半年实现营收4.7亿元（+26.4%），实现归母净利润0.6亿元（+3.5%）；其中2022年Q2单季度实现营收2.8亿元（+35.8%），实现归母净利润0.4亿元（+19.8%）。
- **光伏、锂电行业高景气度带动公司业绩增长。**受益于国家对新能源、智能制造等行业的大力扶持，公司产品在光伏、锂电行业销量大幅增长，带动营收和归母净利润实现双增长。2022H1伺服系统产品实现收入3.9亿元（+15.9%），PLC产品实现收入0.4亿元（+143.8%），机床产品实现收入0.07亿元（+64.1%），伺服系统和PLC二者合计销售收入占主营业务收入比重为92.0%。
- **原材料价格上涨及产品更新换代使得毛利率有所下滑。**1) 2022H1主要受上游原材料价格上涨及产品更新换代影响，公司毛利率下滑明显。整体毛利率32.5%，同比下降6.5pp，其中Q2单季度毛利率32.7%，环比Q1提升0.4pp。2) 2022H1期间费用率21.5%，同比下降2.4pp，其中销售费用率同比下降1.3pp。3) 2022H1整体净利率11.8%，同比下降2.8pp，其中Q2单季度净利率13.1%，环比Q1提升3.1pp。
- **公司为国产工控核心部件及整体解决方案提供商，具备优秀的深度制造能力。**公司具备为客户提供整体解决方案的能力，控制器、伺服系统产品在光伏、锂电、机器人、激光先进制造业的销售占比70%左右，在物流、包装、纺织等传统制造行业销售占比30%左右，伺服系统市占率国内排名第二。公司沿产业链上下游不断延伸，涉足上游的工控芯片、传感器和下游的高端精密数控机床等领域，2021年公司研发投入营收占比10.4%，保持较高的研发投入。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.38亿元、2.42亿元、3.43亿元，对应EPS分别为0.91、1.60、2.27元，未来三年归母净利润将保持46%的复合增长率。公司为国产工控核心部件及整体解决方案领军者，伺服系统市占率国内排名第二，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品和技术开发风险；原材料价格波动风险等。

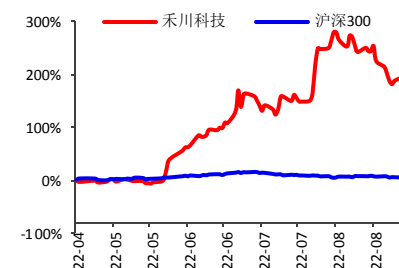
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	751.46	1062.83	1516.45	2116.43
增长率	38.13%	41.44%	42.68%	39.57%
归属母公司净利润（百万元）	110.02	137.74	242.20	343.12
增长率	2.97%	25.20%	75.84%	41.67%
每股收益EPS（元）	0.73	0.91	1.60	2.27
净资产收益率ROE	17.09%	8.38%	13.04%	15.94%
PE	80	64	36	26
PB	13.84	5.34	4.72	4.08

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙  
执业证号：S1250521050002  
电话：021-58351893  
邮箱：tgl@swsc.com.cn  
联系人：周鑫雨  
电话：021-58351893  
邮箱：zxyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.51
流通A股(亿股)	0.31
52周内股价区间(元)	18.05-79.29
总市值(亿元)	87.75
总资产(亿元)	19.76
每股净资产(元)	9.93

### 相关研究

## 目 录

<b>1 禾川科技：工控核心部件及整体解决方案供应商</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕工控核心部件领域，下游应用场景丰富.....	1
1.2 业绩增长较快，产品结构稳定.....	3
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>4</b>
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	5
<b>3 风险提示</b> .....	<b>5</b>

## 图 目 录

图 1：公司从小型 PLC 快速切入工控领域，沿产业链上下游延伸 .....	1
图 2：公司主要产品包括伺服系统和 PLC .....	2
图 3：禾川科技股权结构：公司控股股东、实际控制人为自然人王项彬 .....	2
图 4：2019-2021 年禾川科技营收 CAGR=38.5% .....	3
图 5：2019-2021 年禾川科技归母净利润 CAGR=29.9% .....	3
图 6：2021 年以来禾川科技毛利率和净利率有所下滑 .....	3
图 7：2022H1 禾川科技期间费用率为 21% .....	3
图 8：伺服系统收入占比超过 80% .....	4
图 9：2021 年禾川科技各项业务毛利率有所下滑 .....	4

## 表 目 录

表 1：公司分业务收入及毛利率预测 .....	4
表 2：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 29 日） .....	5
附表：财务预测与估值 .....	6

# 1 禾川科技：工控核心部件及整体解决方案供应商

## 1.1 深耕工控核心部件领域，下游应用场景丰富

禾川科技是一家具有深度制造能力的工控核心部件及整体解决方案提供商。公司主要从事工业自动化产品的研发、生产、销售及应用集成，主要产品包括伺服系统、PLC等，覆盖了工业自动化领域的控制层、驱动层和执行传感层，并在近年沿产业链上下游不断延伸，涉足上游的工控芯片、传感器和下游的高端精密数控机床等领域。公司产品目前已被广泛应用于3C电子、光伏、锂电池、包装、机器人、物流、纺织等多个领域，下游客户覆盖宁德时代、工业富联、隆基股份、先导智能、埃夫特、顺丰控股等行业龙头企业。

公司从小型PLC快速切入工控领域，沿产业链上下游延伸。2011年，禾川科技成立；2012年，公司正式推出首款小型PLC系列，成功进入国内工业自动化市场；随着技术水平的不断提高和市场份额的提升，公司相继推出自主研发的伺服系统、低压变频器、HMI等核心部件，并通过整合自身产品，为客户提供一体化解决方案；2015年，公司自主研发出SV-X3系列伺服系统，成为公司的核心产品。2016年以来，公司进一步沿产业链上下游延伸，陆续实现了编码器、工控芯片、智能相机等核心部件的突破。

图 1：公司从小型 PLC 快速切入工控领域，沿产业链上下游延伸



数据来源：禾川科技官网，西南证券整理

公司主要产品包括伺服系统和PLC。(1) 伺服系统：公司伺服系统主要产品包括伺服驱动器、伺服电机和编码器等。伺服驱动器包括X2系列简易型伺服驱动器、X3系列通用型伺服驱动器、X5系列进阶型伺服驱动器、X6系列高阶型伺服驱动器等；伺服电机包括X1/X3系列传统型伺服电机、X2/X6系列轻量化伺服电机等；编码器包括磁编/光编。(2) PLC：公司PLC主要产品包括A系列小型PLC、R系列扩展型PLC、Q系列大型PAC、QX系列IO模块、IQ系列IPC等。(3) 其他产品：公司在原有伺服系统和PLC产品的基础上，根据市场需求和总线技术的发展不断扩充产品类别。同时，公司还不断沿产业链上下游发展，推出了HMI、工控芯片、智能相机、传动模组等产品。

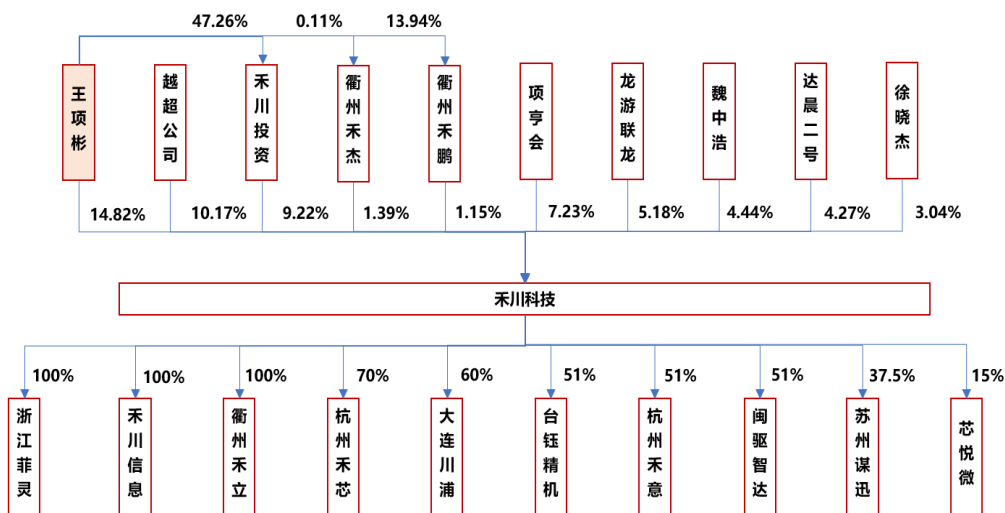
图 2：公司主要产品包括伺服系统和 PLC



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东、实际控制人为自然人王项彬。王项彬直接持有公司 14.82%的股份，通过禾川投资、衢州禾鹏和衢州禾杰间接持有公司 4.52%的股份，合计持有公司股份 19.34%。公司共有 8 家控股子公司，1 家联营公司，1 家参股公司。

图 3：禾川科技股权结构：公司控股股东、实际控制人为自然人王项彬



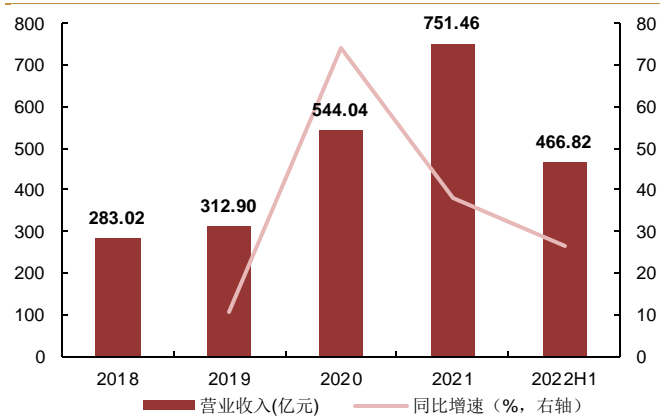
数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 业绩增长较快，产品结构稳定

公司营收和归母净利润实现较快增长。2018 至 2021 年，公司营收从 2.8 亿元增长 7.5 亿元，CAGR 高达 38.5%，归母净利润从 0.5 亿元增长至 1.1 亿元，CAGR 达 29.9%。2022 年 H1 公司实现营收 4.7 亿元，同比增长 26.4%，实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 3.5%。

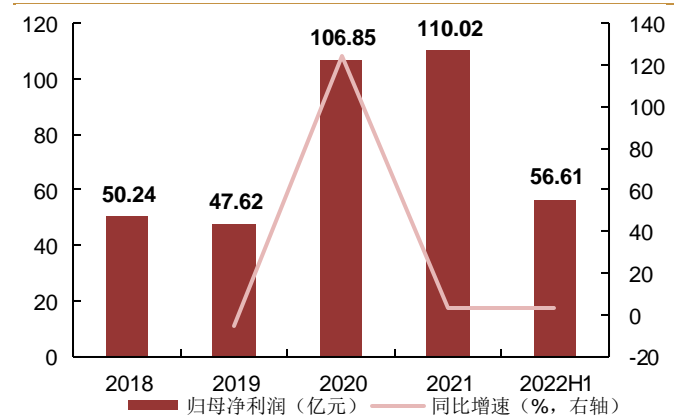
公司毛利率和净利率略有波动。2021 年公司毛利率为 36.5%，较 2020 年有所下降，主要在于受市场竞争加剧、部分原材料采购价格上升及产品更新换代影响，公司伺服系统及 PLC 产品毛利率下降。2022 年 H1 公司毛利率为 32.3%，净利率为 11.8%。2022 年 H1 公司期间费用率为 21.5%，公司整体期间费用率常年维持在 25% 以下，体现了公司良好的成本管控能力。

图 4：2019-2021 年禾川科技营收 CAGR=38.5%



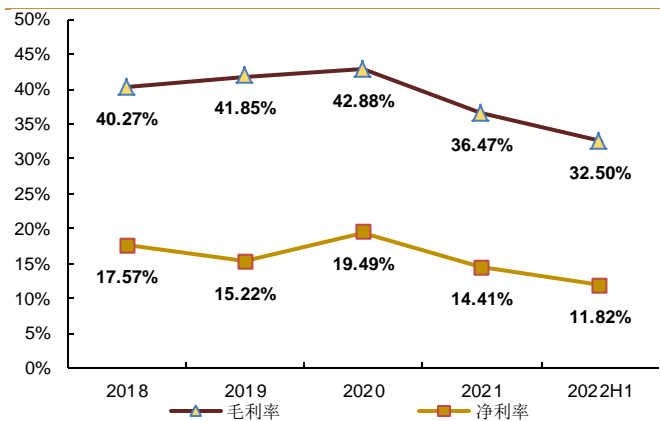
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2019-2021 年禾川科技归母净利润 CAGR=29.9%



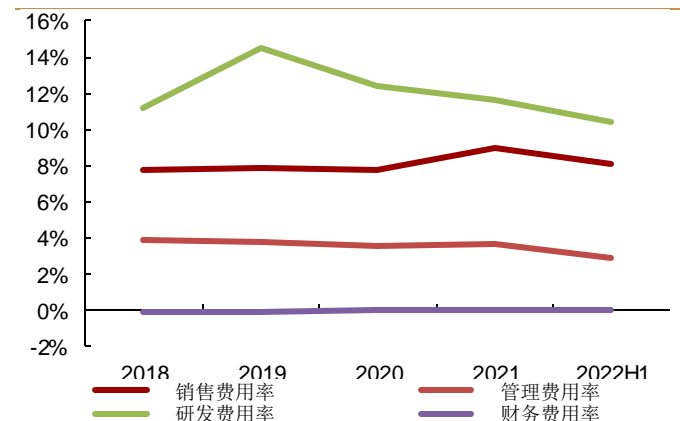
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021 年以来禾川科技毛利率和净利率有所下滑



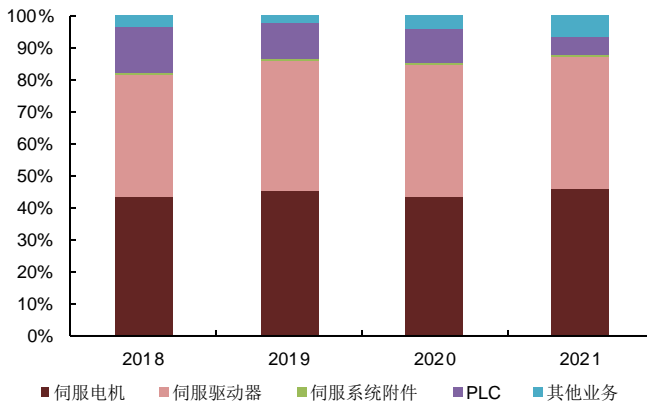
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2022H1 禾川科技期间费用率为 21%

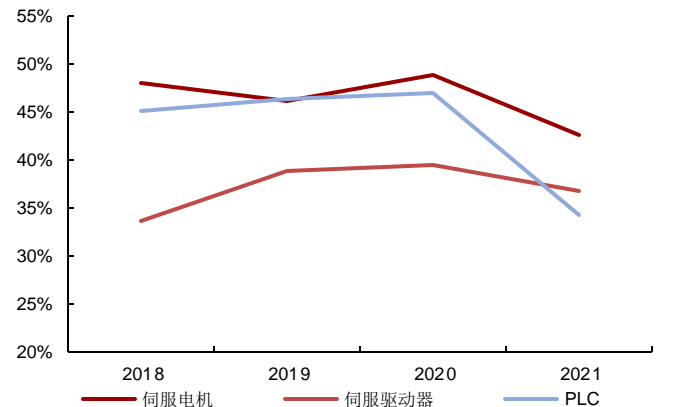


数据来源：Wind，西南证券整理

伺服系统收入占比超过 80%。分产品来看，公司主要产品收入来自于伺服系统（包括伺服电机、伺服驱动器和伺服系统附件）和 PLC。2021 年公司伺服系统收入占比 88%，其中伺服驱动器、伺服电机和伺服系统附件的收入占比分别为 46%、41%、1%。PLC 业务为公司另一主要产品收入来源，2021 年 PLC 营收占比 5%。分产品毛利率来看，受市场竞争加剧、部分原材料采购价格上升及产品更新换代影响，2021 年各项业务毛利率有所下滑，2021 年伺服电机、伺服驱动器、PLC 毛利率分别为 42.6%、36.4%、36.4%。

**图 8：伺服系统收入占比超过 80%**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 9：2021 年禾川科技各项业务毛利率有所下滑**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

**伺服系统：**公司伺服系统市占率国内排名第二，下游光伏、锂电、机器人等行业对伺服系统需求快速增长，其中公司在光伏领域具备较强竞争优势，在锂电领域开始实现突破，预计 2022-2024 年公司伺服系统订单增速分别为 34.2%、35.6%、35.1%，毛利率分别为 37%、39%、39%。

**PLC：**预计 2022-2024 年公司 PLC 订单增速分别为 150.3%、100%、60%，中大型 PLC 占比提升利于提升毛利率，预计 2022-2024 年毛利率分别为 34%、36%、38%。

**其他：**预计 2022-2024 年营收增速分别为 50%、50%、50%，毛利率分别为 10%、15%、18%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	751.46	1062.84	1516.46	2116.44
	增速	38.1%	41.4%	42.7%	39.6%
	毛利率	36.5%	34.7%	36.7%	37.1%
伺服系统	收入	659.34	884.61	1199.12	1620.44
	增速	42.2%	34.2%	35.6%	35.1%
	毛利率	39.0%	37.0%	39.0%	39.0%
PLC	收入	39.96	100.00	200.00	320.00
	增速	-30.1%	150.3%	100.0%	60.0%
	毛利率	34.3%	34.0%	36.0%	38.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
其他	收入	52.15	78.23	117.34	176.01
	增速	123.9%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	5.9%	10.0%	15.0%	18.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取同处工控行业的汇川技术、雷赛智能作为可比公司，2022-2024 年 2 家可比公司平均 PE 为 32、25、19 倍。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.38 亿元、2.42 亿元、3.43 亿元，未来三年归母净利润将保持 46% 的复合增长率。公司为国产工控核心部件及整体解决方案领军者，伺服系统市占率国内排名第二，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 29 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300124.SZ	汇川技术	58.98	1.37	1.60	2.07	2.64	43.05	36.92	28.55	22.34
002979.SZ	雷赛智能	22.07	0.73	0.83	1.05	1.37	30.23	26.60	21.10	16.16
可比公司平均值							<b>36.6</b>	<b>31.8</b>	<b>24.8</b>	<b>19.2</b>

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 3 风险提示

**1) 下游需求不及预期的风险。**公司所处的工业自动化行业，下游分布广泛，包括机器人、新能源、3C 等，若下游行业需求不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

**2) 市场竞争加剧的风险。**若未来工控市场竞争加剧，公司不能持续提高产品竞争力，则会在未来竞争中处于不利地位，影响公司盈利水平的稳定性。

**3) 新产品和技术开发风险。**工业自动化控制行业属于技术密集型、知识密集型行业，若未来公司研发进度不及预期，则会对公司新产品的市场竞争力带来影响。

**4) 原材料价格波动风险。**公司生产所需主要原材料为电子元器件、IC 芯片、五金件、PCB 等，2021 年直接材料占主营业务成本比例在 78% 以上，若原材料价格出现较大幅度上涨，则会增加公司生产成本，对公司经营业绩产生影响。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	751.46	1062.83	1516.45	2116.43	净利润	108.31	137.74	242.20	343.12
营业成本	477.42	693.71	959.20	1331.19	折旧与摊销	22.11	14.89	14.89	14.89
营业税金及附加	3.60	5.31	7.58	10.58	财务费用	0.01	-1.27	-3.05	-3.01
销售费用	67.69	79.71	113.73	158.73	资产减值损失	-4.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.31	138.17	181.97	253.97	经营营运资本变动	-50.78	-179.77	-229.99	-319.43
财务费用	0.01	-1.27	-3.05	-3.01	其他	-61.89	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.27	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	13.50	-28.42	24.04	35.56
投资收益	-0.95	0.00	0.00	0.00	资本支出	-37.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.67	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-44.61	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	113.42	147.20	257.02	364.97	短期借款	13.85	-21.11	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	113.34	147.20	257.02	364.97	股权融资	5.99	893.40	0.00	0.00
所得税	5.03	9.46	14.82	21.85	支付股利	0.00	-22.00	-27.55	-48.44
净利润	108.31	137.74	242.20	343.12	其他	3.00	-0.05	3.05	3.01
少数股东损益	-1.70	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	22.84	850.24	-24.50	-45.43
归属母公司股东净利润	110.02	137.74	242.20	343.12	<b>现金流量净额</b>	-8.26	821.82	-0.45	-9.86
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	86.27	908.09	907.64	897.77	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	389.36	548.83	783.29	1092.44	销售收入增长率	38.13%	41.44%	42.68%	39.57%
存货	234.23	385.24	511.98	720.10	营业利润增长率	-4.74%	29.79%	74.60%	42.00%
其他流动资产	29.71	33.82	47.87	66.99	净利润增长率	2.17%	27.17%	75.84%	41.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.77%	18.65%	67.17%	40.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	153.40	144.57	135.75	126.93	毛利率	36.47%	34.73%	36.75%	37.10%
无形资产和开发支出	53.06	47.64	42.22	36.80	三费率	12.64%	20.38%	19.30%	19.36%
其他非流动资产	26.23	25.58	24.94	24.29	净利率	14.41%	12.96%	15.97%	16.21%
<b>资产总计</b>	972.24	2093.78	2453.68	2965.32	ROE	17.09%	8.38%	13.04%	15.94%
短期借款	21.11	0.00	0.00	0.00	ROA	11.14%	6.58%	9.87%	11.57%
应付和预收款项	260.77	403.49	548.33	764.61	ROIC	19.65%	18.87%	25.13%	26.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.04%	15.13%	17.73%	17.81%
其他负债	56.75	47.54	47.95	48.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	338.63	451.03	596.28	813.24	总资产周转率	0.86	0.69	0.67	0.78
股本	113.25	151.01	151.01	151.01	固定资产周转率	6.16	8.14	12.45	18.74
资本公积	172.29	1027.93	1027.93	1027.93	应收账款周转率	3.67	3.61	3.66	3.61
留存收益	348.41	464.15	678.80	973.48	存货周转率	2.14	2.24	2.14	2.16
归属母公司股东权益	633.96	1643.09	1857.74	2152.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	53.85%	—	—	—
少数股东权益	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	633.62	1642.75	1857.40	2152.08	资产负债率	34.83%	21.54%	24.30%	27.42%
负债和股东权益合计	972.24	2093.78	2453.68	2965.32	带息债务/总负债	6.23%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.53	4.64	4.09	3.62
					速动比率	1.73	3.68	3.16	2.68
					股利支付率	0.00%	15.97%	11.37%	14.12%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	135.54	160.82	268.85	376.85	每股收益	0.73	0.91	1.60	2.27
PE	79.76	63.71	36.23	25.58	每股净资产	4.20	10.88	12.30	14.25
PB	13.84	5.34	4.72	4.08	每股经营现金	0.09	-0.19	0.16	0.24
PS	11.68	8.26	5.79	4.15	每股股利	0.00	0.15	0.18	0.32
EV/EBITDA	47.94	48.80	29.19	20.85					
股息率	0.00%	0.25%	0.31%	0.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn