

禾川科技 (688320.SH)

增持 (维持)

业绩符合预期，利润率环比持续改善

事件: 公司 10 月 30 日晚发布《2022 年第三季度报告》，公司实现营业收入 7.02 亿元，同比上升 28.9%；归属上市公司股东的净利润 0.90 亿元，同比上升 1.5%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.81 亿元，同比下降 0.1%。公司实现 EPS (基本) 0.67 元。

1、营业收入快速增长，利润率环比持续改善

2022Q1-Q3，公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 7.02 亿元、0.90 亿元和 0.81 亿元，同比分别上升 28.9%、上升 1.5%和下降 0.1%。公司营业收入实现快速增长主要系光伏、锂电行业终端客户放量所致。

单季度来看，2022Q3，公司实现营业收入 2.35 亿元，同比上升 34.3%；归母净利润 0.33 亿元，同比下降 1.7%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比下降 156.1%。单季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司毛利率分别为 32.27%、32.66%和 33.35%，环比持续改善。

我们认为，公司作为国产工控龙头品牌之一，在进口替代浪潮中将得到越来越多客户的认可。我们预计，通用自动化有望逐步复苏，新能源板块将维持较快增长，有力支撑公司发展。随着募投项目数字化工厂落成，公司产能将快速增长，在公司深度制造能力、精细化管理的加持下，公司经营业绩有望持续增长。

2、加快布局海外市场，国际化品牌形象注入增长动力

公司加快布局海外市场，9 月 21 日至 9 月 24 日，公司举办了印度区域展会，就控制器、伺服系统、触摸屏等产品进行全面展示，为参展商和相关行业客户提供工业自动化领域的专业现场咨询服务，这标志着禾川科技开拓海外市场的步伐进一步加快，为公司与海外客户的合作奠定了更深基础。

我们认为，伴随着产品创新研发能力和服务质量逐步提升，国内外客户对禾川科技的品牌认同感和归属感逐步增强，公司的品牌形象将进一步优化，助力未来发展。

□ **风险提示:** 重要原材料依赖进口风险、伺服系统收入占比较高的风险、原材料价格波动风险、研发投入不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	544	751	1054	1474	2099
同比增长	74%	38%	40%	40%	42%
营业利润(百万元)	119	113	156	224	319
同比增长	133%	-5%	38%	43%	42%
归母净利润(百万元)	107	110	148	211	303
同比增长	124%	3%	34%	43%	44%
每股收益(元)	0.71	0.73	0.98	1.40	2.01
PE	83.1	80.8	60.1	42.1	29.3
PB	17.2	14.0	5.6	5.0	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

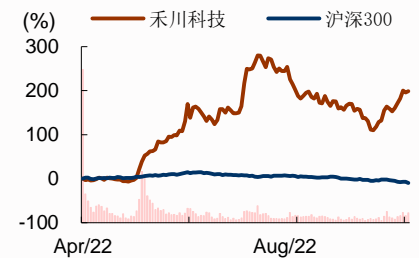
TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 58.83 元

基础数据

总股本(万股)	15101
已上市流通股(万股)	3229
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	10.2
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	26.0%
主要股东	王项彬
主要股东持股比例	14.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	149	149
相对表现	24	158	176



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《禾川科技(688320)一业绩符合预期，新品有望在新能源、先进制造加速放量》2022-08-28
- 《禾川科技(688320)一工业自动化小巨人，迎机器人浪潮》2022-07-27

余俊 S1090518070002

✉ yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

胡小禹 S1090522050002

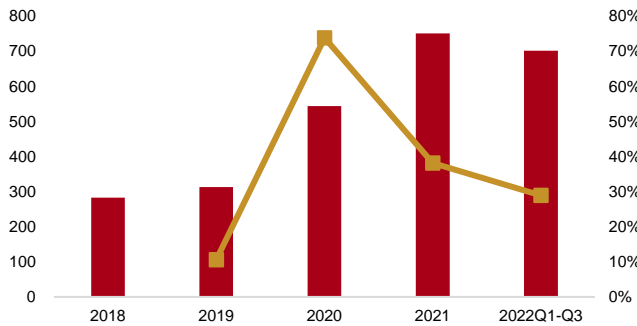
✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

✉ lizhehan@cmschina.com.cn

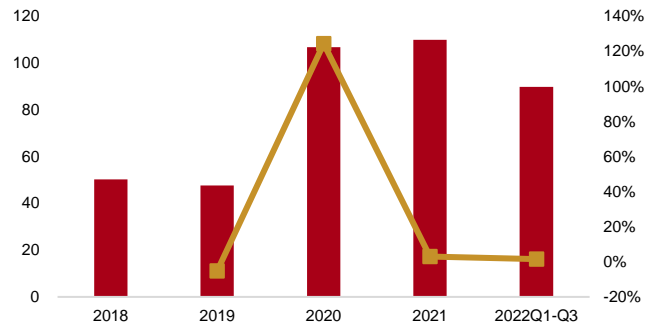
3、综合费用管控得当，利润率环比持续改善

图 1: 营业总收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 归母净利润 (单位: 亿元)

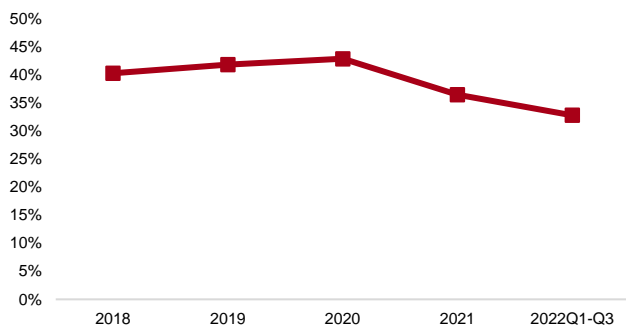


资料来源: Wind、招商证券

毛利率方面, 2022Q1-Q3, 公司销售毛利率为 32.79%, 同比下降 5.56 个百分点。单季度来看, 2022Q1/Q2/Q3 公司毛利率分别为 32.27%、32.66%和 33.35%。2022Q3 销售毛利率同比下降 3.54 个百分点, 环比上升 0.69 个百分点。

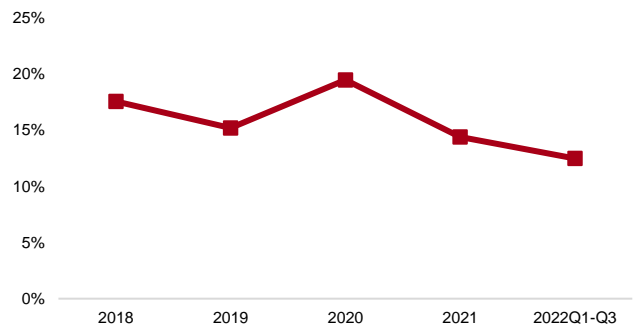
净利率方面, 2022Q1-Q3, 公司归母净利率为 12.80%, 同比下降 3.46 个百分点。单季度来看, 2022Q1/Q2/Q3 公司归母净利率分别为 10.38%、13.33%和 14.15%。2022Q3 归母净利率同比下降 5.19 个百分点, 环比上升 0.82 个百分点。

图 3: 销售毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 销售净利率



资料来源: Wind、招商证券

2022Q1-Q3, 公司综合费用率 (销售+管理+研发+财务) 为 21.07%, 同比下降 2.43 个百分点。其中, ①销售费用为 0.58 亿元, 同比上升 24.4%, 管理费用率为 8.27%, 同比下降 0.30 个百分点; ②管理费用为 0.20 亿元, 同比下降 0.2%, 管理费用率为 2.83%, 同比下降 0.83 个百分点; ③研发费用为 0.73 亿元, 同比上升 19.2%, 主要系公司持续加大研发投入、增加研发人员所致, 研发费用率为 10.40%, 同比下降 0.85 个百分点; ④财务费用为-0.03 亿元, 同比下降 2870.3%, 财务费用率为-0.43%, 同比下降 0.45 个百分点。

4、完整核心部件累积竞争优势，广阔行业应用赋能公司增长

当前, 新一轮科技革命和产业变革与我国加快转变经济发展方式形成历史性交汇, 国际产业分工格局正在重塑, 工业自动化作为推进信息化、智能化与工业化深度融合的先进行业, 是发展的主要方向。工业自动化产品下游应用市场广泛, 包括 3C 电子、激光、包装、物流、光伏、纺织化纤、印刷包装、塑胶、建材、煤矿、冶金、化工、市政、石油等诸多现代工业领域。禾川科技是一家完全自主集底层核心算法、产品开发设计、工艺制造为一体的工业自动化厂商。公司工业自动化核心部件品种规格丰富, 目前已包括 90 多个产品系列、2,600 多项产品型号, 实现了工业自动化领域“控制+驱动+执行传感+机电一体化”的覆盖, 可以满足多种行业、不同客户的需求, 竞争优势明显, 有望在工业自动化进程中实现快速增长。

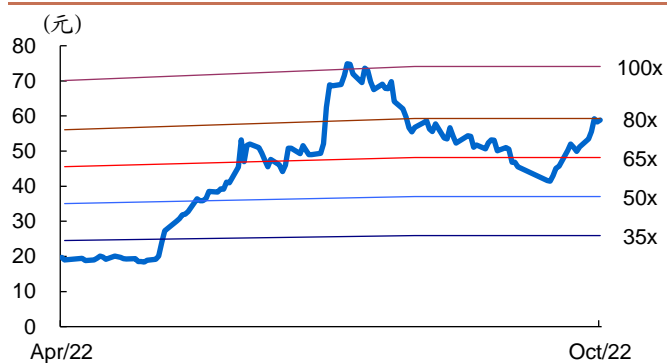
5、“技术+产品”研发模式双轮驱动，掌握工业自动化产品核心技术

禾川科技自成立起就制定了“创新研发驱动市场”的企业发展战略，坚持以技术创新为驱动，长期致力于核心技术攻关和创新。公司通过多年的技术积累，掌握了伺服系统三环综合矢量控制技术、高级智能调整算法技术、高速高精度编码器技术、高速总线控制技术等一系列核心技术，并已广泛应用于公司的伺服系统、PLC等产品中。同时，公司还力争实现工控芯片技术的自主可控，自主研发设计的驱动控制一体化 SIP 芯片集成了主控 MCU、存储、运动控制算法和工业实时以太网 IP。公司伺服系统及 PLC 等核心产品的性能在国产类似产品中拥有较强的市场竞争力，是行业内为数不多能与国际品牌展开直接竞争的国内厂商，在工业互联网“进口替代”需求旺盛的背景下具备核心技术先发优势。

6、投资建议

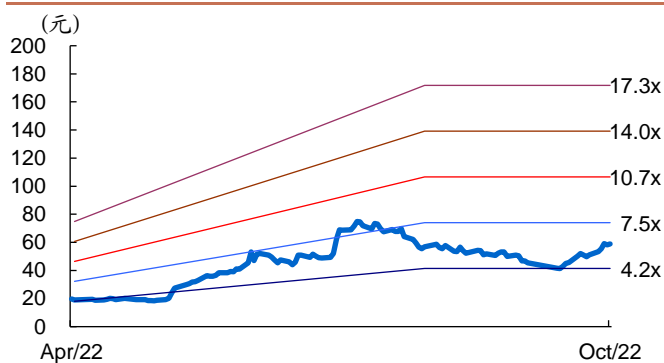
禾川科技是中国领先的工业自动化解方案提供商，坚持“高性能、高可靠性、高性价比、高规格工业设计”的产品开发理念满足客户需求，持续在工控领域深耕细作，有望实现快速增长。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.48 亿元/2.11 亿元/3.03 亿元，对应增速分别为 34%/43%/44%，对应 PE 分别 60.1X/42.1X/29.3X，维持“增持”投资评级。

图 5：禾川科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6：禾川科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	593	740	1768	2066	2498
现金	89	86	821	786	700
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	111	123	185	267	364
应收款项	160	249	340	436	644
其它应收款	2	2	3	4	6
存货	170	234	333	448	627
其他	61	44	86	124	156
非流动资产	187	233	232	231	230
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	109	135	141	146	150
无形资产商誉	53	53	48	43	39
其他	25	45	43	42	41
资产总计	780	972	2000	2297	2728
流动负债	220	292	368	487	661
短期借款	7	21	0	0	0
应付账款	158	219	315	429	599
预收账款	5	6	8	13	17
其他	49	46	45	45	46
长期负债	41	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他	41	46	46	46	46
负债合计	262	339	415	533	708
股本	113	113	151	151	151
资本公积金	166	172	941	941	941
留存收益	238	348	496	678	939
少数股东权益	1	(0)	(3)	(6)	(11)
归属于母公司所有者权益	518	634	1588	1770	2031
负债及权益合计	780	972	2000	2297	2728

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	47	14	(61)	(20)	(58)
净利润	106	108	146	208	299
折旧摊销	18	22	27	27	27
财务费用	(0)	0	(3)	(6)	(6)
投资收益	(1)	(0)	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	(75)	(121)	(214)	(226)	(369)
其它	(1)	5	18	13	26
投资活动现金流	(73)	(45)	8	8	8
资本支出	(72)	(42)	(26)	(26)	(26)
其他投资	(1)	(3)	35	35	35
筹资活动现金流	40	23	787	(23)	(36)
借款变动	(26)	12	(22)	0	0
普通股增加	3	0	38	0	0
资本公积增加	26	6	769	0	0
股利分配	0	0	0	(30)	(42)
其他	36	5	3	6	6
现金净增加额	13	(8)	734	(34)	(86)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	544	751	1054	1474	2099
营业成本	311	477	669	893	1274
营业税金及附加	3	4	6	8	12
营业费用	42	68	94	137	189
管理费用	19	27	36	54	74
研发费用	67	87	129	199	272
财务费用	(0)	0	(3)	(6)	(6)
资产减值损失	(7)	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	36	36	36	36
投资收益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	119	113	156	224	319
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	118	113	156	224	319
所得税	12	5	11	16	20
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)	(5)
归属于母公司净利润	107	110	148	211	303

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	74%	38%	40%	40%	42%
营业利润	133%	-5%	38%	43%	42%
归母净利润	124%	3%	34%	43%	44%
获利能力					
毛利率	42.9%	36.5%	36.5%	39.4%	39.3%
净利率	19.6%	14.6%	14.0%	14.3%	14.5%
ROE	23.8%	19.1%	13.3%	12.6%	16.0%
ROIC	23.3%	18.4%	12.8%	12.1%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	34.8%	20.7%	23.2%	25.9%
净负债比率	0.9%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.5	4.8	4.2	3.8
速动比率	1.9	1.7	3.9	3.3	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4
应收账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5
应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.4	2.5
每股资料(元)					
EPS	0.71	0.73	0.98	1.40	2.01
每股经营净现金	0.31	0.09	-0.40	-0.13	-0.38
每股净资产	3.43	4.20	10.52	11.72	13.45
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.28	0.40
估值比率					
PE	83.1	80.8	60.1	42.1	29.3
PB	17.2	14.0	5.6	5.0	4.4
EV/EBITDA	63.2	64.3	46.9	34.6	24.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得2020及2019年wind“金牌分析师”第一和第三名，2020年21世纪“金牌分析师”第三名，2020及2019年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

胡小禹 招商证券机械行业联席首席分析师 上海交通大学材料科学博士，有多年的科研和实业经验，6年卖方+买方的证券投资研究从业经验，曾先后工作于平安证券研究所、Prime Capital。

李哲瀚 招商证券通信行业分析师 中国科学技术大学理学学士，香港大学金融硕士，2022年初加入招商证券通信团队，专注于泛物联网板块等相关领域研究；曾任职于中国银河国际，3.5年港股TMT行业研究经历。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。