

禾川科技（688320）

2023 年三季报点评：新能源客户盈利边际走弱，Q3 业绩不及预期

买入（维持）

2023 年 10 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书：S0600123070121

xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	944	1,204	1,555	1,943
同比	26%	28%	29%	25%
归属母公司净利润（百万元）	90	82	115	180
同比	-18%	-9%	40%	56%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.60	0.55	0.76	1.19
P/E（现价&最新股本摊薄）	64.60	70.85	50.56	32.42

关键词：#第二曲线

投资要点

■ **2023Q3 营收同比+21%，归母/扣非净利润同比-61%/-69%，业绩不及市场预期。**公司发布 2023 年三季报，23Q1-3 实现营收 8.85 亿元，同比+26%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比-30%。其中 23Q3 实现营收 2.83 亿元，同比+21%，环比-13%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比-61%。公司下游新能源行业占比较高，战略性降价以进入市场，导致 Q3 收入及利润不及市场预期。

■ **盈利能力整体承压，费用率因公司战略规划增长较大。**23Q3 毛利率 30.0%，同比-3.3pct/环比-0.4pct，主要系产品更新换代影响、预计产量未达预期、成本提升较多等因素所致。实现归母净利率 4.6%，同比-9.5pct/环比-4.1pct。23Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.0%/2.9%/13.3%/0.0%，同比+2.3pct/+0.2pct/+3.0pct/1.4pct。销售费用率增长较快主要系公司为深度渗透下游行业解决方案，加大人员及销售费用的投入。研发费用率提升较快主要系公司扩充产品线、新设事业部。

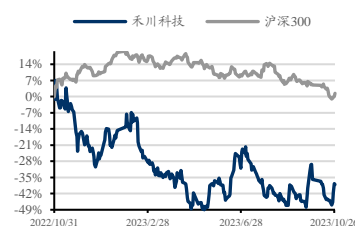
■ **伺服因下游大客户扩产放缓持续承压，公司设立多个行业事业部、新产品提供业绩支撑。**1) 行业层面，23Q3 OEM 市场销售额同比-9.3%，仍处于被动去库存阶段，Q3 储能、船舶、餐饮等需求较好，传统行业弱复苏。2) 产品层面，23Q3 国内交流伺服销售额同比-3.9%，下游仅光伏、半导体需求较好，公司 23Q3 市占率达 4.1%，同比+1.1pct，主要系大客户在光伏行业较为集中，但为了快速进入市场，产品销售价格有所降低。新产品方面，根据公司披露的研发项目，新品类涵盖信息层（PLM/ERP 等工业软件）、驱动层（变频器、无刷、步进）、执行层（直驱电机、编码器）及下游整机（机床、SCARA 机器人），同时公司新设导轨丝杆、工业电机、光伏微逆、机器人等事业部，多行业多产品扩展，提升解决方案能力支撑公司长期业绩。

■ **布局人形机器人核心零部件，有望贡献新的增长极。**公司具备空心杯电机、伺服电机、编码器等核心零部件，控制器产品广泛应用于下游行业，预计未来有望通过核心供应商供应人形机器人龙头。

■ **盈利预测与投资评级：**因新能源领域工控竞争相对激烈、毛利率承压，我们下调 2023-2025 年归母净利润为 0.82/1.15/1.80 亿元（原值为 1.58/2.22/3.05 亿元），分别同比-9%/+40%/+56%，对应现价估值分别为 71x、51x、32x，但公司新产品提供业绩支撑，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行、竞争加剧、原材料涨价超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.66
一年最低/最高价	31.67/67.80
市净率(倍)	3.70
流通 A 股市值(百万元)	4,016.39
总市值(百万元)	5,838.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.43
资产负债率(% ,LF)	29.57
总股本(百万股)	151.01
流通 A 股(百万股)	103.89

相关研究

《禾川科技(688320)：2022 年年报及 2023 年一季报点评：新能源驱动收入增长，多品类布局打开空间》

2023-05-28

《禾川科技(688320)：跟踪点评：业绩符合市场预期，新产品放量在即，盈利能力有所修复》

2022-11-03

禾川科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,611	2,013	2,140	2,357	营业总收入	944	1,204	1,555	1,943
货币资金及交易性金融资产	416	585	449	217	营业成本(含金融类)	657	844	1,074	1,301
经营性应收款项	657	684	956	1,210	税金及附加	3	5	7	8
存货	478	492	644	830	销售费用	79	111	142	175
合同资产	0	0	0	0	管理费用	29	34	41	51
其他流动资产	61	252	91	101	研发费用	105	142	182	225
非流动资产	510	781	745	745	财务费用	(5)	4	11	10
长期股权投资	15	15	15	15	加:其他收益	27	34	34	35
固定资产及使用权资产	247	415	514	540	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	147	121	87	46	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	51	61	68	72	减值损失	(14)	(14)	(15)	(23)
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	22	31	41	营业利润	89	84	118	185
其他非流动资产	34	144	28	28	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	2,121	2,794	2,885	3,102	利润总额	88	83	117	184
流动负债	538	492	597	764	减:所得税	1	2	4	6
短期借款及一年内到期的非流动负债	65	4	4	35	净利润	87	81	114	178
经营性应付款项	413	400	489	602	减:少数股东损益	(3)	(2)	(2)	(2)
合同负债	17	16	21	28	归属母公司净利润	90	82	115	180
其他流动负债	44	72	84	99	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.55	0.76	1.19
非流动负债	49	686	559	431	EBIT	83	68	109	183
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	115	128	189	275
应付债券	0	638	510	383	毛利率(%)	30.44	29.92	30.91	33.04
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	9.57	6.84	7.43	9.27
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	25.66	27.53	29.13	24.92
负债合计	587	1,179	1,156	1,195	归母净利润增长率(%)	(17.85)	(8.83)	40.14	55.97
归属母公司股东权益	1,537	1,619	1,735	1,915					
少数股东权益	(3)	(4)	(6)	(8)					
所有者权益合计	1,534	1,615	1,729	1,907					
负债和股东权益	2,121	2,794	2,885	3,102					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(244)	116	(118)	(27)	每股净资产(元)	10.18	10.72	11.49	12.68
投资活动现金流	(269)	(512)	127	(94)	最新发行在外股份(百万股)	151	151	151	151
筹资活动现金流	841	565	(146)	(111)	ROIC(%)	7.29	3.43	4.71	7.75
现金净增加额	328	169	(137)	(232)	ROE-摊薄(%)	5.88	5.09	6.66	9.41
折旧和摊销	31	60	79	92	资产负债率(%)	27.66	42.19	40.08	38.53
资本开支	(243)	(213)	(152)	(83)	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.60	70.85	50.56	32.42
营运资本变动	(383)	(69)	(346)	(342)	P/B(现价)	3.80	3.61	3.37	3.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>