

## 证券研究报告

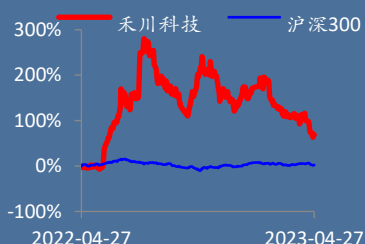
### 公司研究

### 点评报告

禾川科技 (688320. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师

执业编号：S1500521010002

联系电话：+86 15510689144

邮箱：jiangying@cindasc.com

#### 相关研究

《禾川科技 (688320) 国产高端制造领军者，光伏+锂电+机器人勾勒成长曲线》2022.11.17

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 一季度营收实现较快增长，坚持开拓客户与研发投入

2023年4月28日

**事件：**2023年4月27日，公司发布2022年年报、2023年一季度报告、关于使用超募资金投资建设新项目的公告，2022年公司实现营收9.44亿元，同比增长25.66%，实现归母净利润0.90亿元，同比下降17.85%，实现扣非后归母净利润0.80亿元，同比下降19.79%。2023年一季度公司实现营收2.76亿元，同比增长44.38%，实现归母净利润0.21亿元，同比增长8.47%，实现扣非后归母净利润0.19亿元，同比下降2.68%。

#### 点评：

#### ➤ 营收维持增长，净利润短期承压，持续开拓下游客户

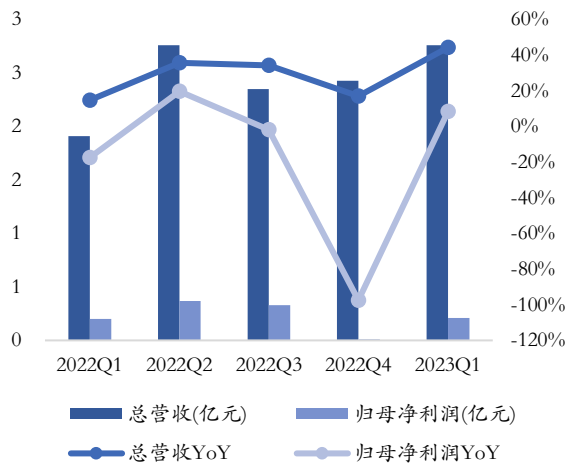
据公司2022年年报，我们测算，2022年公司第四季度实现营业收入2.43亿元，同比增长17.11%，环比增长3.35%；第四季度实现归母净利润0.01亿元，同比下降97.46%，环比下降98.35%。2023年一季度营收及归母净利润实现增长，主要是公司产品在新能源行业销量增加所致。

2022年公司营收持续增长，主要是公司抓住新能源、智能制造等行业新发展契机，产品在光伏、锂电行业销量增加所致；归母净利润同比下滑，主要是：1) 公司下游客户集中，上游原材料价格上涨。公司下游客户集中在光伏、锂电等新能源行业，为了快速开拓市场，公司产品售价有所降低，同时叠加上游原材料价格上涨及产品更新换代影响，公司产品毛利率下降。2) 公司坚持研发投入，快速抢占市场。公司处于快速发展期，为抓住市场先机，抢占市场份额，持续提升技术创新能力和研发水平，增加在市场销售和研发方面的投入，导致销售、研发费用增加。

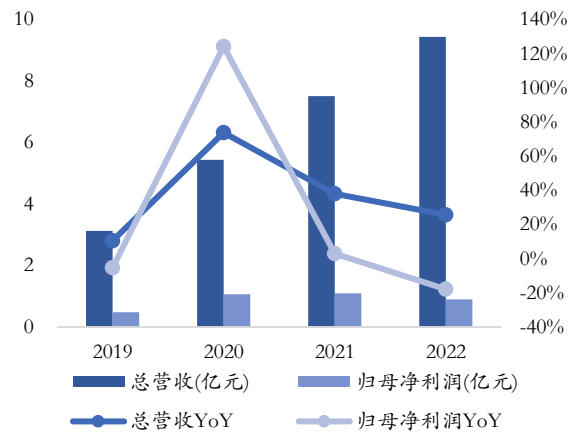
2022年公司持续增加市场开拓力度，积极布局新能源市场并拓展新客户，提供优质的产品及服务。截至2022年底，公司在下游3C电子、锂电池、物流、工业机器人等多行业实现国产替代并形成定制化解决方案，覆盖工业富联、宁德时代、顺丰控股、隆基股份、捷佳伟创、先导智能等多家行业龙头企业。我们认为公司处于快速成长期，坚持研发投入有助于提升产品竞争力，提升市场份额，未来随着产品迭代，产品毛利率、客户覆盖率有望提升，盈利能力有望逐步修复。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万)	751	944	1,436	1,922	2,536
同比 (%)	38.1%	25.7%	52.1%	33.9%	32.0%
归属母公司净利润 (百万)	110	90	158	221	304
同比 (%)	3.0%	-17.9%	75.2%	39.3%	37.8%
毛利率 (%)	36.5%	30.4%	31.2%	33.8%	37.8%
ROE (%)	17.4%	5.9%	9.6%	12.2%	15.1%
EPS (摊薄) (元)	0.73	0.60	1.05	1.46	2.01
P/E	45.63	55.54	34.87	25.02	18.15

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月28日收盘价

**图 1: 2023 年公司一季度营收实现快速增长**


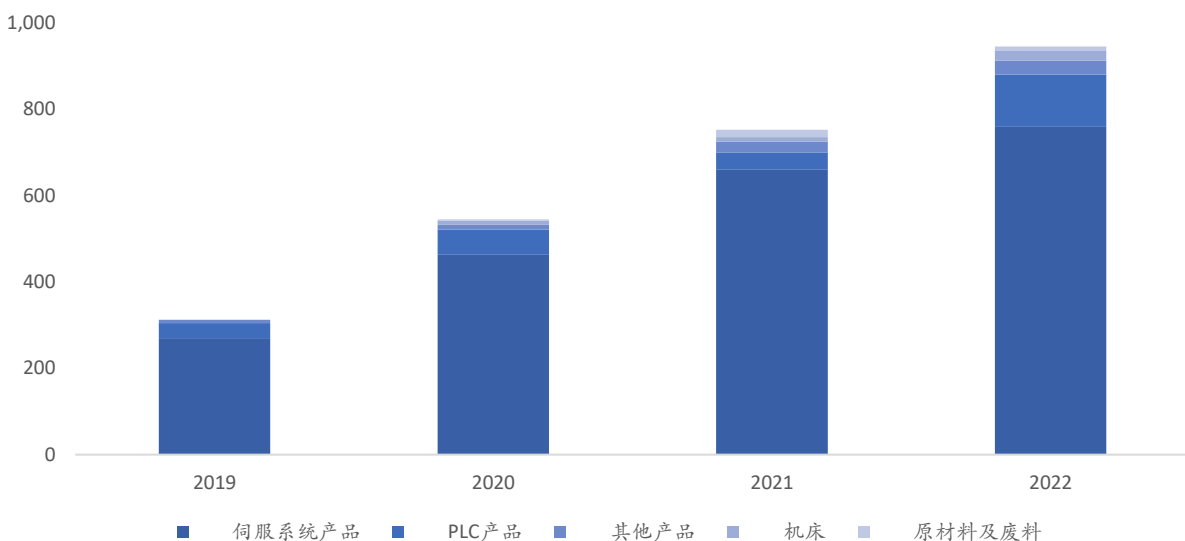
资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 2: 2022 年公司营收实现增长**


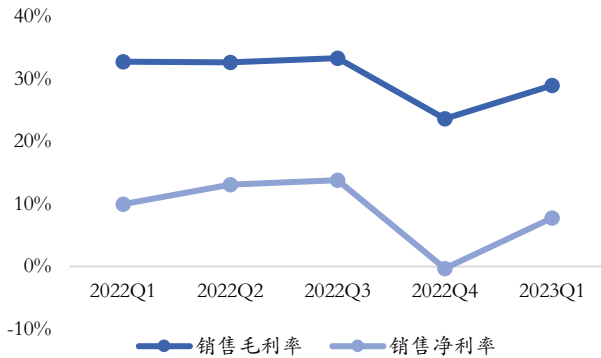
资料来源: wind, 信达证券研发中心

2022 年公司实现销售毛利率为 30.44%，同比下滑 6.03 个百分点，实现销售净利率 9.20%，同比下滑 5.21 个百分点。毛利率下降主要是公司产品降价、上游原材料涨价及产品更新换代所致。分产品来看，伺服系统为公司主要产品，PLC 产品营收快速增加。2022 年，公司伺服产品实现营收 7.58 亿元，同比增长 14.98%，实现毛利率 29.47%，同比减少 9.55 个百分点，公司 PLC 产品实现营收 1.21 亿元，同比增长 203.71%，实现毛利率 43.79%，同比增长 9.50 个百分点，公司机床产品实现营收 2351 万元，营收同比增长 127.39%，实现毛利率 13.66%，同比增加 14.22 个百分点。我们认为公司高价值产品 PLC 收入占比有望逐步提升，营收结构有望不断优化，未来综合毛利率有望改善。

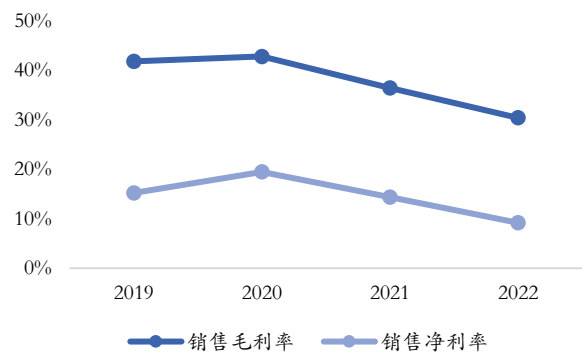
2023 年一季度公司实现销售毛利率为 28.99%，同比下滑 3.78 个百分点，环比增加 5.33 个百分点，实现销售净利率 7.77%，同比下滑 2.22 个百分点，环比增加 8.07 个百分点。2023 年一季度销售毛利率及净利率环比有所修复，未来随着高附加值的产品及解决方案放量，公司毛利率水平或将持续提升。

**图 3: 公司各产品营收 (百万元)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 4： 2023 年一季度公司销售毛利率及净利率环比提升**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

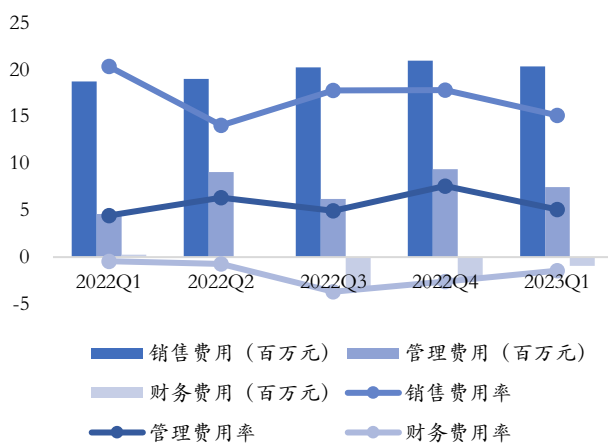
**图 5： 2022 年公司销售毛利率及净利率有所下滑**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

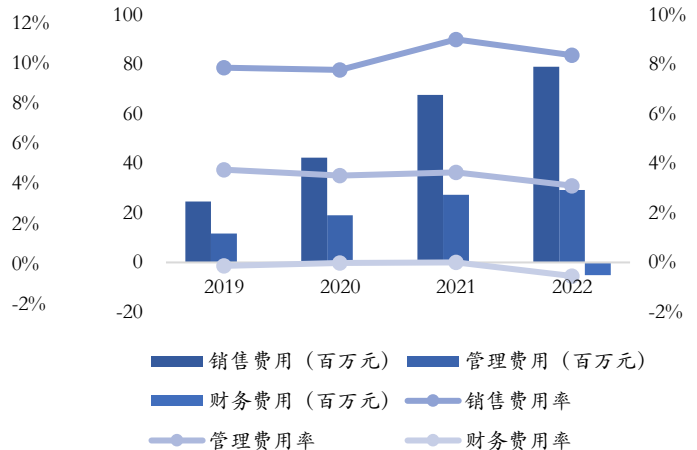
### ➤ 公司处于高速成长期，坚持销售及研发投入

公司费控能力优秀，销售费用率和管理费用率均有所下降。2022 年公司实现销售费用 7900 万元，实现销售费用率 8.37%，同比下降 0.64 个百分点，实现管理费用 2928 万元，实现管理费用率 3.10%，同比下降 0.53 个百分点。2023 年一季度公司实现销售费用 2035 万元，实现销售费用率 7.39%，同比下降 2.43 个百分点，实现管理费用 747 万元，实现管理费用率 2.71%，同比上升 0.30 个百分点。公司处于高速成长期，加强开拓下游市场的同时保持了较低的费用率，费控能力优秀。

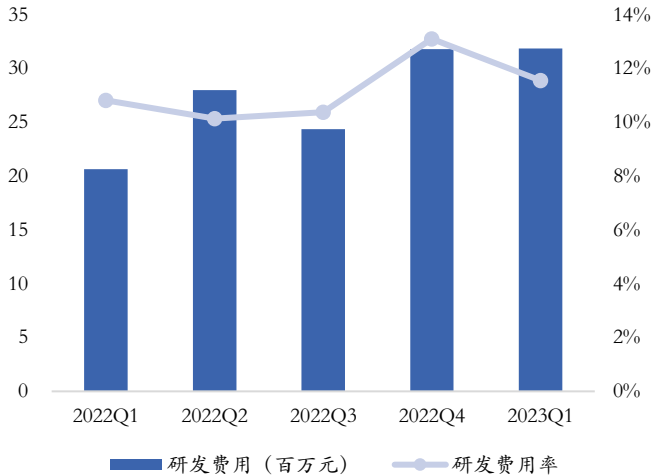
公司坚持加大研发投入，加快产品更新迭代，提升竞争力。2022 年公司研发投入 1.05 亿元，同比增长 20.47%，研发费用率为 11.10%，同比下降 0.48 个百分点。2023 年一季度公司研发投入 3186 万元，同比增长 54.31%，研发费用率为 11.56%，同比上升 0.74 个百分点。截至 2022 年底，公司形成了“共享基础平台+业务产品中心”的研发架构，研发中心下设 4 个技术中心（包括产品研发中心、基础技术研究中心、应用技术服务中心、工程中心）和 2 个支持平台（包括研发资源支持平台、业务管理支持平台），在龙游、杭州、深圳、大连、苏州设立多个研发中心，不断提高产品开发效率、缩短产品面市周期，满足各垂直领域客户产品及服务需求。公司成功实现自主设计研发工控芯片和编码器，伺服产品、PLC 产品竞争力持续上升。

**图 6： 2023 年一季度公司管理及销售费用率均下降**


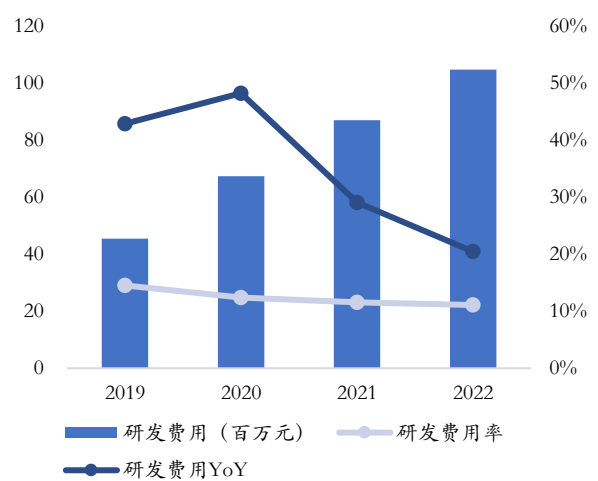
资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 7： 2022 年公司管理及销售费用率均下降**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 8：2023 年一季度公司坚持研发投入**


资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 9：2022 年公司研发投入持续增长**


资料来源：wind，信达证券研发中心

### ➤ 坚持研发投入，投资建设高效精密工业传动产业化基地，产品品类有望不断丰富

据公司公告，公司将使用超募资金建设高效工业传动系统及精密传动部件研发及产业化项目。若建设项目成功达产：1) 未来公司变频器产品有望实现升级换代，变频产品体系不断完善，提高产品竞争力，公司的营收结构有望进一步优化；2) 公司电机产品类别和形态有望实现扩充，产品性价比和能效比提高，填补高效工业电机领域的业务空白，打开新成长空间；3) 在贸易摩擦加剧、产业自主安全可控的大背景下，公司开始布局精密传动部件制造，未来有望提升数控机床与基础制造装备的市场占有率，实现主轴、导轨、丝杠等直线运动传动部件国产替代。

### ➤ 以伺服系统+PLC 为核心，拥有自主自动化芯片，国产替代空间广阔

公司产品覆盖了工业自动化领域的控制层、驱动层和执行传感层，拥有伺服驱动器、伺服电机及编码器、变频器、PLC 等核心工控产品，主要产品伺服系统居于国内先进水平，同时积极布局 PLC 产品，并向产业链上下游扩展，涉足工控芯片、传感器、高端精密数控机床等领域，已实现了工业自动化控制设备各层级主要产品的覆盖。根据 MIR 睿工业的数据，2020 年，公司在伺服系统和 PLC 市场的占有率分别为 3% 和 0.44%，市场份额与国外龙头厂商相比仍然较低，随着公司 Y 系列伺服系统和 M 型 PLC 产品不断升级迭代，国产替代空间广阔。

### ➤ 盈利预测与投资评级

公司作为国内领先的工业自动化控制企业，以伺服系统和 PLC 为核心，掌握磁编&光编等多项伺服产品核心技术，及自主可控芯片能力，拥有锂电&光伏&机器人行业大客户，自主安全可控大背景下，我们持续看好公司长期成长空间。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.58 亿元、2.21 亿元、3.04 亿元，对应 PE 为 34.87 倍、25.02 倍、18.15 倍，维持“买入”评级。

### ➤ 风险因素

市场竞争风险、原材料价格波动及依赖进口风险、宏观经济形势风险

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>740</b>	<b>1,611</b>	<b>1,683</b>	<b>1,827</b>	<b>2,045</b>	
货币资金	86	416	390	406	431	
应收票据	123	163	236	245	291	
应收账款	249	393	376	418	502	
预付账款	17	37	49	51	55	
存货	234	478	510	550	588	
其他	30	124	122	157	178	
<b>非流动资产</b>	<b>233</b>	<b>510</b>	<b>650</b>	<b>784</b>	<b>868</b>	
长期股权投资	0	15	12	7	1	
固定资产(合)	135	235	284	338	387	
无形资产	50	51	51	52	52	
其他	48	209	303	387	427	
<b>资产总计</b>	<b>972</b>	<b>2,121</b>	<b>2,334</b>	<b>2,611</b>	<b>2,912</b>	
<b>流动负债</b>	<b>292</b>	<b>538</b>	<b>637</b>	<b>757</b>	<b>843</b>	
短期借款	21	61	71	90	108	
应付票据	18	136	138	145	153	
应付账款	201	276	327	380	409	
其他	52	65	101	143	173	
<b>非流动负债</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	46	49	50	51	50	
<b>负债合计</b>	<b>339</b>	<b>587</b>	<b>687</b>	<b>808</b>	<b>893</b>	
少数股东权益	0	-3	-1	1	4	
归属母公司	634	1,537	1,648	1,802	2,015	
<b>负债和股东权益</b>	<b>972</b>	<b>2,121</b>	<b>2,334</b>	<b>2,611</b>	<b>2,912</b>	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	751	944	1,436	1,922	2,536	
同比	38.1%	25.7%	52.1%	33.9%	32.0%	
归属母公司净利润	110	90	158	221	304	
同比	3.0%	-17.9%	75.2%	39.3%	37.8%	
毛利率(%)	36.5%	30.4%	31.2%	33.8%	37.8%	
ROE%	17.4%	5.9%	9.6%	12.2%	15.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.60	1.05	1.46	2.01	
P/E	45.63	55.54	34.87	25.02	18.15	
P/B	7.92	3.27	3.05	2.79	2.49	
EV/EBITDA	-0.45	49.32	20.14	14.83	11.30	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>751</b>	<b>944</b>	<b>1,436</b>	<b>1,922</b>	<b>2,536</b>	
营业成本	477	657	988	1,272	1,576	
营业税金及附加	4	3	4	6	8	
销售费用	68	79	103	138	208	
管理费用	27	29	47	63	107	
研发费用	87	105	139	219	332	
财务费用	0	-5	-7	-7	-7	
减值损失合	-4	-7	0	-12	-18	
投资净收益	-1	0	0	0	0	
其他	30	20	0	7	16	
<b>营业利润</b>	<b>113</b>	<b>89</b>	<b>162</b>	<b>225</b>	<b>311</b>	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>88</b>	<b>162</b>	<b>226</b>	<b>311</b>	
所得税	5	1	2	3	4	
<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>87</b>	<b>160</b>	<b>223</b>	<b>307</b>	
少数股东损	-2	-3	2	2	3	
<b>归属母公司</b>	<b>110</b>	<b>90</b>	<b>158</b>	<b>221</b>	<b>304</b>	
EBITDA	138	136	259	352	461	
EPS(当年)(元)	0.97	0.65	1.05	1.46	2.01	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>14</b>	<b>-244</b>	<b>197</b>	<b>269</b>	<b>275</b>	
净利润	108	87	160	223	307	
折旧摊销	24	31	47	58	70	
财务费用	0	1	2	2	2	
投资损失	0	-1	0	0	0	
营运资金变	-126	-377	-40	-57	-157	
其它	8	14	28	43	52	
<b>投资活动现</b>	<b>-45</b>	<b>-269</b>	<b>-185</b>	<b>-205</b>	<b>-173</b>	
资本支出	-42	-243	-183	-199	-167	
长期投资	-3	-28	5	2	4	
其他	0	2	-8	-9	-10	
<b>筹资活动现</b>	<b>23</b>	<b>841</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>-77</b>	
吸收投资	1	840	0	0	0	
借款	20	189	10	19	18	
支付利息或股息	0	-1	-49	-68	-94	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-8</b>	<b>328</b>	<b>-26</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖**，通信行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖智能制造&云计算 IDC 产业链、海缆&通信新能源产业链、智能汽车&智能电网产业链、5G 产业链等。曾获 2022 年 wind “金牌分析师” 通信第 4 名；2020 年 wind “金牌分析师” 通信第 1 名；2020 年新浪金麒麟 “新锐分析师” 通信第 1 名；2020 年 21 世纪 “金牌分析师” 通信第 3 名；2019 年新浪金麒麟 “最佳分析师” 通信第 5 名。

**石瑜捷**，通信行业研究助理，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联 MRI 研究中心，负责汽车板块研究。2020 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖物联网、车载导航、智能电网、运营商、5G 应用等领域。

**陈光毅**，通信组成员，北京大学物理学博士，凝聚态物理专业。2021 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖海缆&通信新能源、激光雷达、车载控制器、云计算&5G 等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。