

## 川行万里 仪控未来

—川仪股份（603100.SH）首次覆盖报告 机械设备/通用设备

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

看好公司的核心逻辑在于公司在仪表国产替代的过程中可获取超额收益。

- ◆ **仪表行业水大鱼大：**仪器仪表行业具备万亿级市场收入体量，2022年规模以上仪器仪表制造业收入为9835亿元，同比增长8%，行业整体利润水平也有所提升，利润率从2017年的9%提升至2022年的10.4%。
- ◆ **国产替代潜力大：**下游企业从供应链安全以及降本增效角度出发寻求国产替代，川仪作为国产仪表龙头有望受益。川仪仪表收入/仪表进口金额比值持续提升，从2015年的9%提升至2022年的14.8%，验证川仪国产替代逻辑。

公司看点：川仪股份有望成为中国的艾默生。

- ◆ **对标艾默生川仪市值成长空间较大：**艾默生目前市值为454.4亿美元，对应2022年归母净利润为32.3亿美元，市盈率为14倍，而同期川仪股份市值仅为158.6亿人民币市值，对应2022年5.81亿元利润，市盈率为27.3倍。艾默生的存在说明仪器仪表行业可以进行集中出现行业龙头，川仪作为国产仪表龙头市值潜在成长空间较大。
- ◆ **毛利率持续提升因为本质是卖服务：**川仪股份毛利率从2011年的24.5%提升至2022年的34.82%，增速基本为每年1%，公司作为制造业公司，产品毛利率可持续提升，本质是由于公司以服务驱动产品销售，通过深度介入下游客户项目的新建及技改，提供完整的一体化解决方案，不断积累大型项目经验从而构建较为深厚的竞争壁垒。所以公司不会陷入制造业内卷从而保证盈利能力稳步提升。
- ◆ **公司核心产品实现满产满销：**根据川仪历年披露的产能与产销量数据来看，公司温度仪表、智能变送器、智能调节阀等多项核心产品产能利用率与产销量均处于80%以上的较高水平，说明公司产销情况良好。其中智能调节阀产品产能利用率与产销率已达到100%左右，实现满产满销，说明公司下游需求强劲，为公司后续扩张产能打下良好基础。

**投资建议：**我们预计公司23-25年净利润复合增速为19%。预计23与24年市盈率分别为20.79倍与17.36倍。我们给予2023年川仪股份PE为25倍，目标价格47.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济风险；产能不及预期风险；原材料供应及价格波动风险；应收账款风险；投资收益波动风险。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,486.61	6,370.18	7,453.29	8,635.32	9,867.11
增长率（%）	28.99%	16.10%	17.00%	15.86%	14.26%
归母净利润（百万元）	538.66	579.03	752.30	901.04	1,068.48
增长率（%）	41.32%	7.49%	29.92%	19.77%	18.58%
净资产收益率（%）	16.97%	16.99%	19.65%	20.79%	21.66%
每股收益（元）	1.36	1.47	1.90	2.28	2.71
PE	29.12	26.94	20.79	17.36	14.64
PB	4.93	4.59	4.09	3.61	3.17

资料来源：公司公告、申港证券研究所

评级 买入（首次）

2023年6月11日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

尤少炜 研究助理

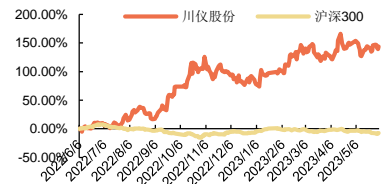
SAC 执业证书编号：S1660123030009

电子邮箱：[youshaowei@shqsec.com](mailto:youshaowei@shqsec.com)

## 交易数据 时间 2023.06.09

总市值/流通市值（亿元）	145/ 143
总股本（亿股）	3.95
资产负债率	51.89%
每股净资产（元）	8.04
收盘价（元）	36.63
一年内最低价/最高价（元）	14.25/43.43

## 公司股价表现走势图



资料来源：同花顺iFind，申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 大水捉大鱼</b> .....	<b>4</b>
1.1 仪器仪表万亿级空间 川仪股份市占率极低.....	4
1.2 对标艾默生川仪市值成长空间较大.....	6
1.3 仪器仪表国产替代潜力大.....	8
<b>2. 本质是卖服务</b> .....	<b>9</b>
2.1 公司产品应用于智能工厂的感知层与执行层.....	10
2.2 公司产能利用率与产销率处于较高水平.....	13
2.3 国企成功改制 股权激励激发活力.....	15
<b>3. 财务分析</b> .....	<b>17</b>
3.1 营业收入与毛利率稳步增长.....	17
3.2 核心扣非归母净利率提升.....	19
<b>4. 盈利预测和投资建议</b> .....	<b>20</b>
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议.....	24
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

<b>图 1： 规模以上仪器仪表制造业收入以及利润情况</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2： 我国仪器仪表制造业子行业结构占比</b> .....	<b>4</b>
<b>图 3： 川仪股份市占率持续提升</b> .....	<b>6</b>
<b>图 4： 艾默生营业收入及增速</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5： 艾默生净利润及增速</b> .....	<b>6</b>
<b>图 6： 艾默生分业务收入（单位：亿美元）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 7： 艾默生分业务税前利润率</b> .....	<b>6</b>
<b>图 8： 艾默生自动解决方案业务分项目收入占比</b> .....	<b>7</b>
<b>图 9： 艾默生自动解决方案业务分地区收入占比</b> .....	<b>7</b>
<b>图 10： 仪器仪表进出口金额比较</b> .....	<b>8</b>
<b>图 11： 川仪股份与艾默生毛利率对比</b> .....	<b>9</b>
<b>图 12： 川仪股份工业自动控制系统装置及工程成套业务收入占比以及毛利率</b> .....	<b>10</b>
<b>图 13： 公司产品服务于智能工厂的控制层与感知层</b> .....	<b>12</b>
<b>图 14： 川仪股份各产品产能利用率情况</b> .....	<b>13</b>
<b>图 15： 川仪股份各产品产销率情况</b> .....	<b>13</b>
<b>图 16： 川仪股份各项产品库存周转率</b> .....	<b>14</b>
<b>图 17： 川仪股份各项产品产能情况（单位：万台）</b> .....	<b>14</b>
<b>图 18： 川仪股份工厂产线情况</b> .....	<b>15</b>
<b>图 19： 川仪股份股权结构</b> .....	<b>16</b>
<b>图 20： 川仪营收增速呈现提升趋势</b> .....	<b>17</b>
<b>图 21： 川仪股份各分部收入结构占比</b> .....	<b>18</b>
<b>图 22： 川仪股份毛利率情况</b> .....	<b>18</b>
<b>图 23： 川仪股份费用率情况</b> .....	<b>19</b>
<b>图 24： 川仪股份研发费用以及研发费用率</b> .....	<b>19</b>
<b>图 25： 川仪股份归母净利率以及扣非归母净利率情况</b> .....	<b>20</b>

表 1: 川仪股份主要竞争对手 .....	5
表 2: 艾默生分项业务说明 .....	7
表 3: 川仪仪表收入与仪表进口金额比较 .....	9
表 4: 川仪股份主要产品核心技术、功能介绍以及应用领域介绍 .....	10
表 5: 公司系统集成及总包服务经营模式应用领域以及能力 .....	13
表 6: 川仪股份发展历程 .....	15
表 7: 川仪股份 2022 年股权激励计划限制性股票行权安排 .....	16
表 8: 公司管理层被授予股权激励情况 .....	17
表 9: 川仪股份各项业务收入以及毛利润预测 .....	20
表 10: 工业自动化控制系统装置及工程成套业务分产品预测 .....	21
表 11: 川仪股份可比公司估值表 .....	24
表 12: 公司盈利预测表 .....	26

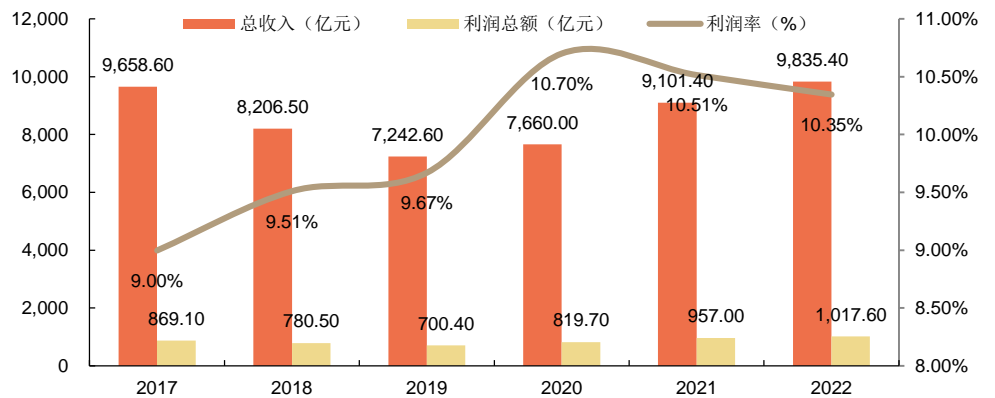
## 1. 大水捉大鱼

### 1.1 仪器仪表万亿级空间 川仪股份市占率极低

仪表行业万亿级市场，行业盈利水平有所提升。

仪器仪表行业具备万亿级市场收入体量，根据国家统计局数据，2022年规模以上仪器仪表制造业收入为9,835.4亿元，同比增长8%，2022年规模以上仪器仪表制造业利润总额为1017.6亿元，同比增长6.3%。从数据来看，仪器仪表行业属于万亿级市场，同时受益于产业升级，行业整体利润水平也有所提升，利润率从2017年的9%提升至2022年的10.4%。

图1：规模以上仪器仪表制造业收入以及利润情况

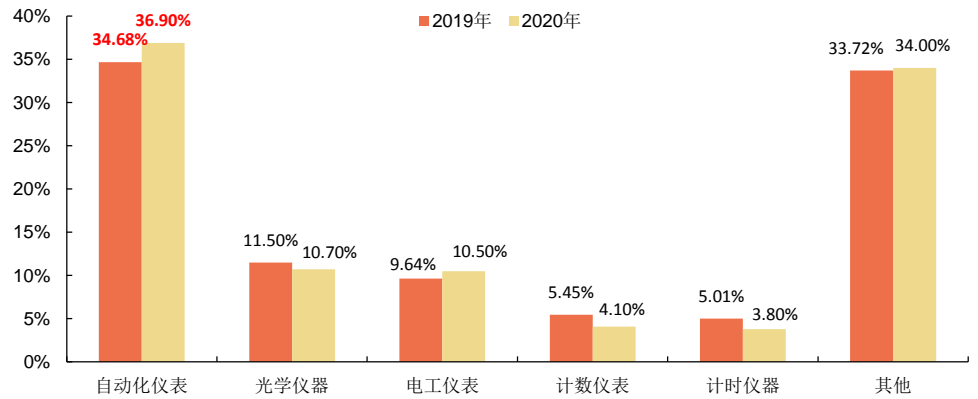


资料来源：国家统计局，同花顺iFind，申港证券研究所

川仪具备国产综合仪表上市公司标的稀缺性。

仪器仪表行业中可进一步分为自动化仪表、光学仪器、电工仪表、计数仪表、计时仪器等多个子行业，仪器仪表行业中自动化仪表占比较高且呈现提升趋势，其占比从2019年的34.7%提升至2020年的36.9%，主要玩家为国外厂商，国产替代空间较大，目前只有川仪为国内少数的综合仪表行业上市公司，具备标的稀缺性。根据川仪股份招股说明书披露，目前综合自动化仪表公司的参与者主要为艾默生、横河电机、ABB、西门子等国外厂商，国内主要是川仪股份、上海自仪、中环天仪等国企。

图2：我国仪器仪表制造业子行业结构占比



资料来源：上海仪器仪表协会，前瞻产业研究院，华经产业研究院，申港证券研究所

表1：川仪股份主要竞争对手

公司名称	公司业务简介
Emerson	Emerson 在中国基本采取独资政策。该公司的产品主要包括压力/差压变送器、温度仪表和温度变送器、物位仪表、科氏质量流量计、涡街流量计、电磁流量计、天然气（超声波）流量计、分析仪器、调节阀等产品。
Yokogawa	横河电机（中国）商贸有限公司是 Yokogawa 在中国的总部，管理中国事务及所有的合资公司。该公司的主要产品包括 DCSCENTUMCS3000 系统、可编程控制器、新型无纸记录仪、智能压力/差压变送器、漩涡流量计、电磁流量计、质量流量计、金属浮子流量计、温度变送器和阀门定位器等产品。
ABB	ABB 是一家综合型跨国企业，在华机构是 ABB（中国）有限公司和北京 ABB 贝利控制有限公司。该公司的主要产品包括 IndustrialITSystem800xA 控制系统、压力/差压变送器、执行机构和定位器、电磁流量计、涡街流量计、科氏质量流量计、热式质量流量计和转子流量计等产品。
Siemens	Siemens 是综合型跨国公司，西门子中国公司是 Siemens 在中国业务的总部。该公司主要产品包括大型 PLC、小型 PLC、DCS、压力/差压变送器、温度变送器、电磁流量计、科氏质量流量计、超声波流量计、转子流量计、物位仪表和阀门定位器等产品。
上海自动化仪表股份有限公司	自仪股份是一家综合型的自动化装备制造企业，是我国原三大仪器仪表制造基地之一，该公司是已公开发行 A、B 股的上市公司。该公司的主营业务是自动化仪表和控制系统的制造以及系统成套，主要产品包括温度仪表、压力仪表和压力开关、压力/差压变送器、记录仪、DCS、电动执行机构、调节阀、物位仪表等产品。
中环天仪股份有限公司	中环天仪股份有限公司是一家综合型的自动化仪表制造企业。该公司主营业务是工业自动化仪表和气象仪表，主要产品包括温度仪表、压力/差压变送器、电磁流量计、DCS、电动执行机构、调节阀、气象仪器。

资料来源：川仪股份招股说明书，申港证券研究所

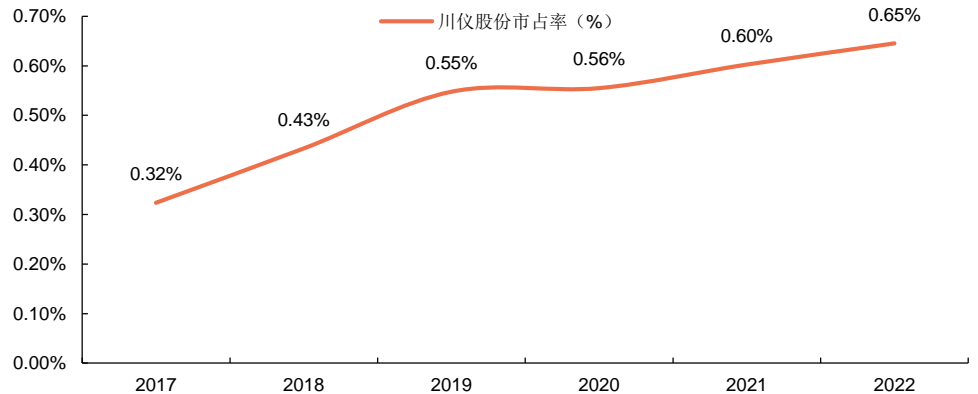
### 川仪股份市占率仍有较大提升空间。

如果按照川仪总体收入与仪器仪表制造业总收入进行对比测算，2022 年川仪股份市占率仅为 0.65%。从历史来看市占率亦呈现提升趋势，一方面来自于自动化仪表在整体仪器仪表占比提升，另一方面来自于公司在自动化仪表中销售占比提升。同时根据川仪股份反馈目前公司主要竞争对手主要为艾默生、横河电机以及西门子等国际厂商，国产替代空间较大。

**预计未来川仪股份市占率提升逻辑仍有延续性：**下游企业从供应链安全以及降本增效角度出发寻求国产替代，川仪作为国产仪表龙头有望受益，同时川仪通过深度介

入下游客户项目积累大型项目经验从而进一步提升客户粘性。

图3：川仪股份市占率持续提升

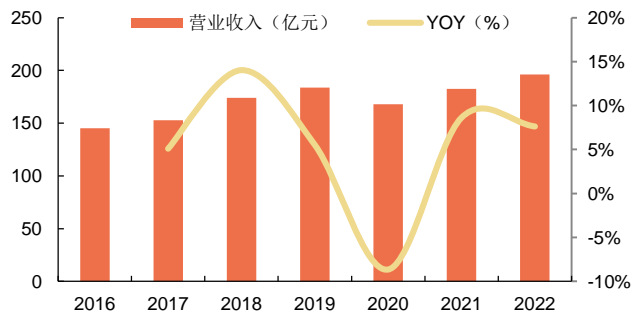


资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，申港证券研究所

## 1.2 对标艾默生川仪市值成长空间较大

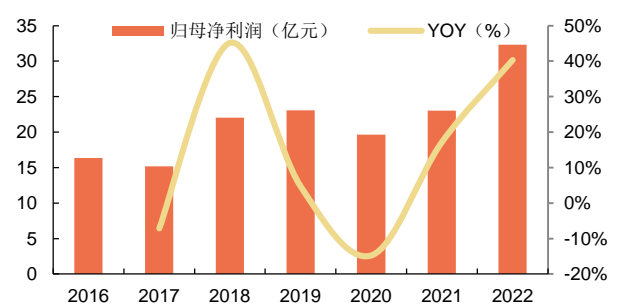
艾默生 2022 年收入 196.29 亿美元，同比增长 7.64%，归母净利润为 32.31 亿美元，同比增长 40.3%，目前市值为 454.4 亿美元（2023 年 5 月 29 日），市盈率为 14.06 倍。而同期川仪股份市值仅为 158.6 亿人民币市值，对应 2022 年 5.81 亿元利润，市盈率为 27.3 倍。艾默生的存在说明仪器仪表行业可以进行集中出现行业龙头，川仪作为国产仪表龙头市值潜在成长空间较大。

图4：艾默生营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

图5：艾默生净利润及增速



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

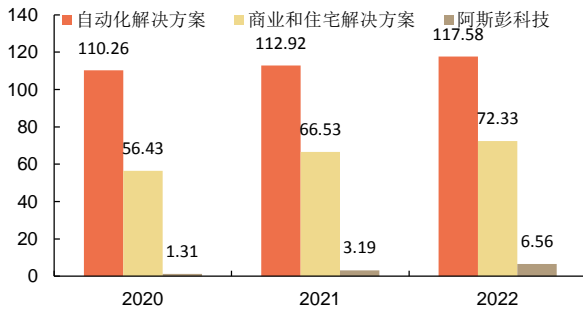
艾默生自动化方案业务收入占比达 60%，盈利能力大幅提升。

分拆艾默生业务来看，目前艾默生业务主要分为自动化方案以及商业和住宅解决方案两块业务，其中 2022 年自动化解决方案收入占比 60%，从历史来看，20 年到 22 年自动化解决方案收入复合增速仅为 3.27%，但盈利能力显著提升，该部分业务税前利润率从 20 年的 13.96% 提升至 22 年的 20.04%。

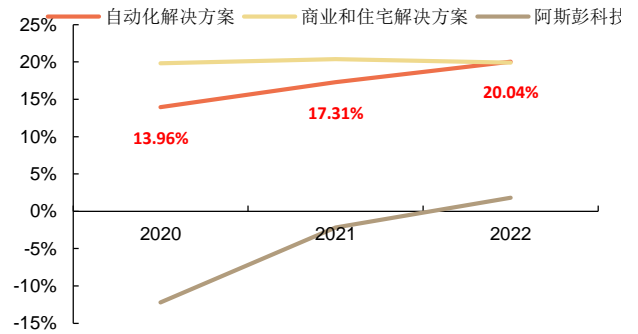
图6：艾默生分业务收入 (单位：亿美元)

图7：艾默生分业务税前利润率





资料来源: 艾默生 2022 年年报, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

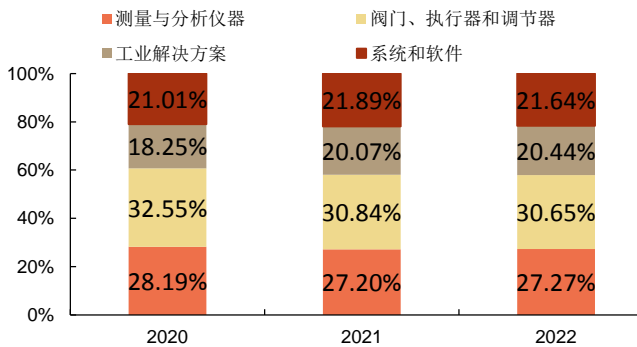


资料来源: 艾默生 2022 年年报, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

### 艾默生自动化解决方案盈利能力提升主要来源于产品结构优化。

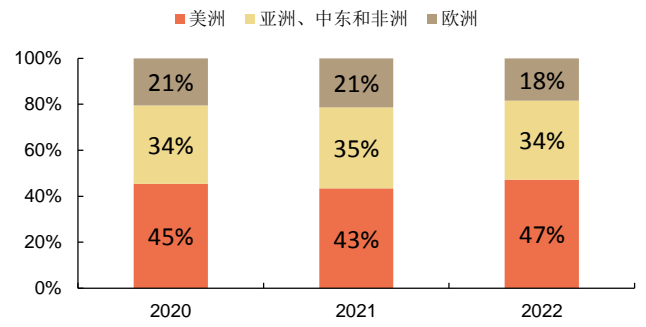
艾默生自动化解决方案业务还可进一步拆分为测量与分析仪器, 阀门、执行器和调节器, 工业解决方案, 系统和软件四项子业务。从收入结构数据来看, 工业解决方案以及系统软件业务占比提升驱动自动化解决方案整体盈利能力提升。

图8: 艾默生自动解决方案业务分项目收入占比



资料来源: 艾默生 2022 年年报, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

图9: 艾默生自动解决方案业务分地区收入占比



资料来源: 艾默生 2022 年年报, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

表2: 艾默生分项业务说明

业务名称	业务内容
自动化解决方案	该部门通过提供广泛的综合解决方案、软件、服务和产品, 包括测量和分析仪器、工业阀门和设备, 使工艺、混合和离散制造商能够最大限度地生产、保护人员和环境、降低项目成本并优化其能效和运营成本, 和过程控制软件和系统。服务的市场包括石油和天然气、炼油、化工、发电、生命科学、食品和饮料、汽车、纸浆和造纸、金属和采矿以及市政供水。
测量与分析仪器	产品测量工艺流中液体或气体的物理特性, 并将这些信息传达给工艺控制系统或其他软件应用程序, 并分析工艺流的化学成分和排放物, 以提高质量和效率, 以及环境合规性。
阀门、执行器和调节器	包括控制、隔离阀和泄压阀, 它们响应控制系统的指令, 连续和精确地调节过程流体和气体的流动, 智能驱动和控制技术, 压力管理产品, 以及工业和住宅调节器, 降低从高压供应线进入低压系统的流体和气体的压力。
工业解决方案	提供流体控制和气动机构, 电气分配设备, 材料连接和精密清洗产品, 这些产品用于各种制造操作, 为客户提供综合解决方案。
系统和软件	提供了一个数字生态系统, 通过与上面描述的“智能”工厂设备进行通信和调整来控制工厂过程, 从而为生产电力或加工液或其他物品的工厂提供精确的测量、控制、监控、资产优化以及工厂的安全性和可靠性。
阿斯彭科技	该部门提供资产优化软件, 通过数十年的建模、模拟和优化能力与工业运营专业知识的结合,

业务名称	业务内容
	使工业制造商能够设计、运营和维护其运营，以达到最高性能，并应用先进的分析技术来提高生产资产的盈利能力和可持续性。
商业和住宅解决方案	业务包括气候技术和工具及家用产品部门。该业务提供的产品和解决方案可促进能源效率和可持续性，提高家庭和商业舒适度，并通过供暖、空调和制冷技术以及广泛的机械、电气、公用事业和自己动手促进安全和生产力的工具。

资料来源：艾默生 2022 年年报，申港证券研究所

综上所述通过复盘艾默生的业务发展情况得到以下几点结论：

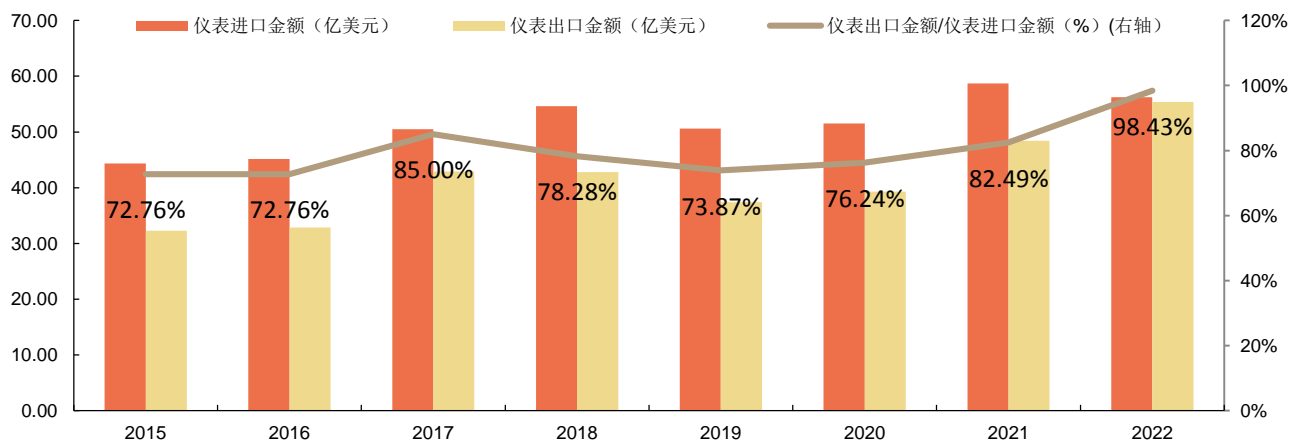
- ◆ 仪器仪表行业可产生大市值上市公司，川仪作为国内仪表龙头未来发展潜力较高。
- ◆ 自动化仪表业务可进一步延伸成为自动化解决方案业务，提升产品附加值，增强行业进入壁垒，例如艾默生 2022 年自动化解决方案业务税前利润率可达到 20%。
- ◆ 自动化解决方案的核心是业务由硬件端（测量与分析仪器、阀门、执行器和调节器）向软件端（工业解决方案、系统和软件）进行发展。

### 1.3 仪器仪表国产替代潜力大

下游企业从供应链安全以及降本增效角度出发寻求国产替代，川仪作为国产仪表龙头有望受益。

根据海关总署披露的仪表行业进口金额数据，伴随着产业链转移，我国逐渐从仪表净进口国家转变成成为净出口国家，同时结合川仪年报披露的数据，川仪仪表收入/仪表进口金额比值持续提升，从 2015 年的 9.41% 提升至 2022 年的 14.83%，验证川仪的国产替代逻辑。而国产替代主要来自于下游国产厂商出于性价比以及供应链稳定性角度更加倾向于采购川仪等国产厂商设备。

图10：仪器仪表进出口金额比较



资料来源：海关总署，同花顺 iFind，申港证券研究所



**表3：川仪仪表收入与仪表进口金额比较**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
自动调节或控制仪器及装置进口金额（亿美元）	44.34	45.15	50.48	54.65	50.61	51.53	58.69	56.24
平均汇率（美元兑人民币）	6.23	6.64	6.75	6.61	6.90	6.90	6.45	6.72
自动调节或控制仪器及装置进口金额（亿元）	276.09	299.79	341.01	361.34	349.03	355.78	378.60	377.97
YOY (%)		8.58%	13.75%	5.96%	-3.40%	1.93%	6.41%	-0.16%
川仪工业自动控制系统装置及工程成套收入（亿元）	25.99	28.30	26.25	30.91	34.89	37.15	46.85	56.04
YOY (%)		8.92%	-7.24%	17.72%	12.89%	6.48%	26.12%	19.61%
川仪工业自动控制系统装置及工程成套收入/自动调节或控制仪器及装置进口金额 (%)	9.41%	9.44%	7.70%	8.55%	10.00%	10.44%	12.38%	14.83%

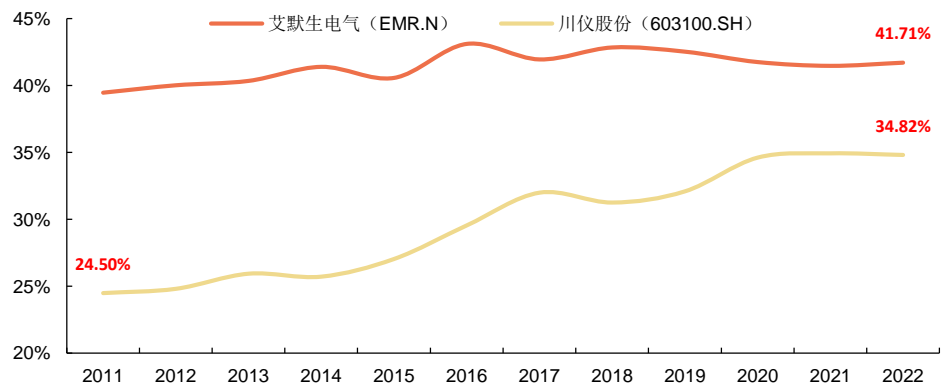
资料来源：海关总署，同花顺 iFind，申港证券研究所

## 2. 本质是卖服务

川仪股份毛利率从 2011 年的 24.5% 提升至 2022 年的 34.8%，公司作为制造业公司，产品毛利率可持续提升，本质是由于公司以服务驱动产品销售，通过深度介入下游客户项目的新建及技改，提供完整的一体化解决方案，不断积累大型项目经验从而构建较为深厚的竞争壁垒。所以公司不会陷入制造业内卷从而保证盈利能力稳步提升。

川仪股份盈利能力提升在过去得到印证，但仍有提升空间。

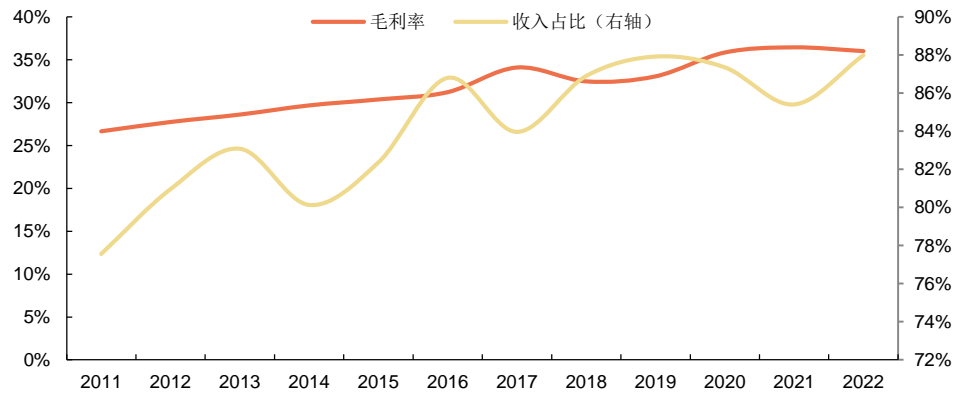
以川仪股份与全球行业龙头艾默生毛利率对比来看，川仪股份毛利率从 2011 年的 24.5%，提升至 2022 年的 34.82%，平均以每年 1% 的速度增长，但对标同期艾默生的毛利率来看，川仪股份毛利率仍有一定提升空间。同时结合我们在前面对于艾默生分析，工业解决方案等偏软件业务占比提升是艾默生整体盈利能力提升的重要驱动因素。

**图11：川仪股份与艾默生毛利率对比**


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

川仪整体毛利率提升主要来自于其核心的自动控制系统装置及工程成套业务毛利率提升以及该业务占比提升。

图12：川仪股份工业自动控制系统装置及工程成套业务收入占比以及毛利率



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所


## 2.1 公司产品应用于智能工厂的感知层与执行层

公司是综合型工业自动化仪表及控制装置研发制造企业，产品覆盖工业自动化仪表及控制装置各大品类，包括过程检测仪表、控制阀、分析仪器、控制系统及装置等单项产品的研发、制造、销售和服务，并具备系统集成及总包服务能力，可为工业客户提供相关产品和自动化解决方案。

表4：川仪股份主要产品核心技术、功能介绍以及应用领域介绍

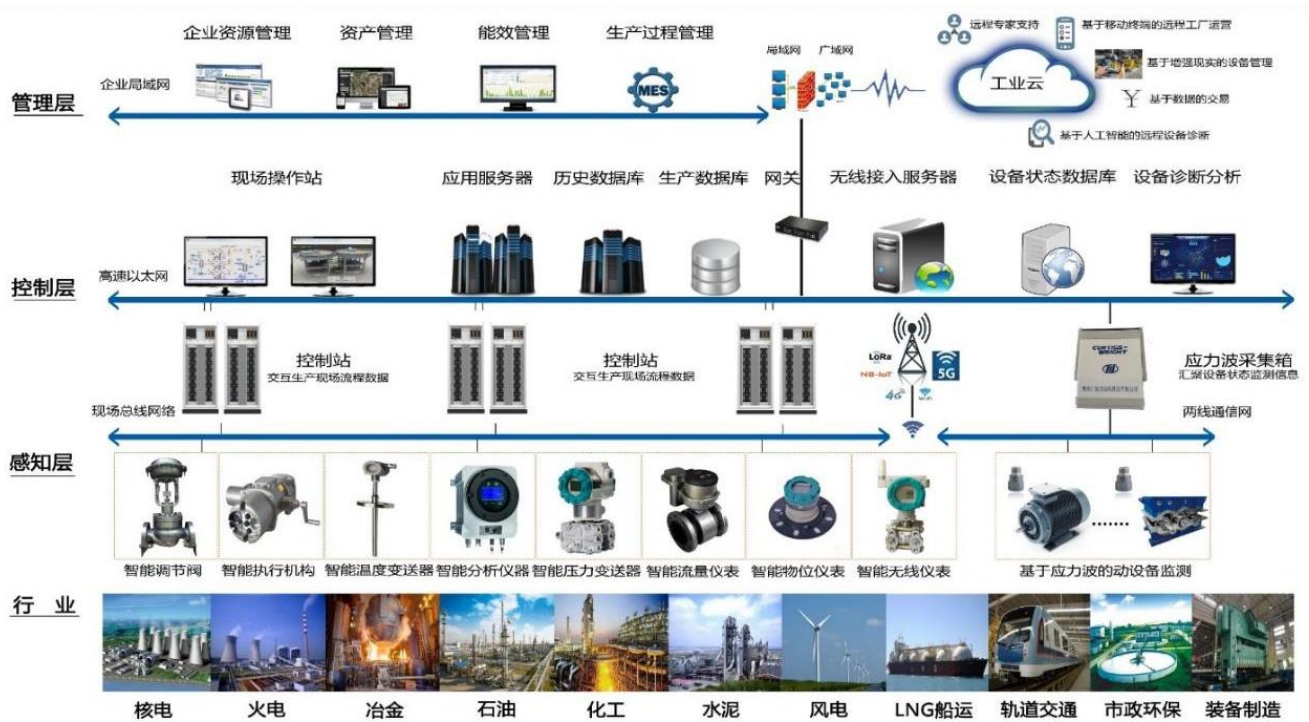
产品	图示	核心技术	功能介绍	应用领域
智能调节阀（5大类产品，90多种型号，6000余种规格）		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 高硬度硬质合金表面硬化工艺技术</li> <li>• 严苛工况阀内件结构设计技术</li> <li>• VOC 在线监测的智能阀门定位器技术</li> <li>• 严密密封及低逸散结构设计技术</li> <li>• 阀内件参数化结构设计技术</li> <li>• 多物理场耦合仿真分析技术</li> </ul>	接收控制系统的指令，实施对管道中介质流量的控制及信号反馈	石油、化工、冶金、电力、煤化工、医药、水务、核工业、新能源等
智能执行机构（2大门类9个系列产品）		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 动态力平衡定位技术</li> <li>• 智能变频控制技术</li> <li>• 高效率低速重载传动技术</li> <li>• 精密传动副设计制造技术</li> <li>• 高精度液动控制技术</li> <li>• 高压油路密封技术</li> <li>• 火灾保护技术</li> <li>• 精密流量配对技术</li> </ul>	接收控制系统的指令，完成对各种直通或旋转类阀门及风门挡板的控制	石油、化工、冶金、电力、煤化工、医药、水务、核工业、新能源等

产品	图示	核心技术	功能介绍	应用领域
智能变送器 (10 大系列产品)		<ul style="list-style-type: none"> <li>高灵敏度传感器技术</li> <li>多参数复合补偿技术</li> <li>差压变送器静压技术</li> <li>传压介质微量充灌技术</li> <li>超薄膜片均热焊接技术</li> <li>超薄传压膜片设计及成型控制技术</li> </ul>	对被测介质的压力、差压进行检测和信号传输	电力、冶金、化工、煤化工、石油、石化、市政环保、轻工建材、医药、造纸、核工业、新能源等
智能流量仪表 (8 大门类 10 个系列产品)		<ul style="list-style-type: none"> <li>三态励磁技术</li> <li>动态零点补偿技术</li> <li>工频干扰消除技术</li> <li>高频浆液测量技术</li> <li>高温液态金属流体测量技术</li> <li>线性电源单双频励磁控制技术</li> </ul>	对被测介质的流量进行检测及信号传输	石油、化工、冶金、水务、医药、食品、核工业、新能源
分析仪器 (3 大门类 10 个系列产品)		<ul style="list-style-type: none"> <li>色谱分析技术</li> <li>气体取样技术</li> <li>磁氧分析技术</li> <li>激光气体分析技术</li> <li>高精度不分光红外检测技术</li> </ul>	对被测介质的化学特性、组成成份及含量进行在线或离线检测及分析	石油、化工、环保、轻工建材、新能源等
温度仪表 (4 大门类 10 个系列产品)		<ul style="list-style-type: none"> <li>套管频率及强度校核技术</li> <li>多传感器整体成形封装技术</li> <li>热敏绝缘材料配方</li> <li>微细传感器焊接封装技术</li> </ul>	对被测介质的温度进行检测及信号传输	石油、化工、煤化工、医药、纺织印染、轻工建材、核工业等
物位仪表 (4 大门类 20 个系列产品)		<ul style="list-style-type: none"> <li>智能化过程状态监测与诊断技术</li> <li>智能化多变量检测与补偿技术</li> <li>高温高压蒸汽补偿测量技术</li> <li>全自动标定检测工艺</li> <li>低密度物料识别技术</li> <li>防挂料技术</li> </ul>	对被测介质的料位、液位进行检测及信号传输	电力、冶金、化工、煤化工、石油、石化、市政环保、轻工建材、医药、造纸、核工业、新能源、粮油仓储等
控制装置 (PAS300 控制系统系列产品)		<ul style="list-style-type: none"> <li>自研 TCP 通讯技术</li> <li>冗余总线技术</li> <li>控制器冗余技术</li> <li>多通道并行采集技术</li> <li>热备服务器冗余方式</li> <li>420mA 模拟量输入输出 0.1% 精度技术</li> </ul>	以控制器和现场设备为基础，运用自动化控制技术对生产过程进行自动调节和控制	电力、环保、石油、化工、煤化工等

产品	图示	核心技术	功能介绍	应用领域
电气装置 (8 大系列)		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 新型低压抽出式开关柜技术</li> <li>• KYN28A12GZS1) 铠装型移开式交流金属封闭开关设备</li> <li>• 静态无功补偿器 (SVG) 与有源滤波器 (APF) 技术</li> <li>• 一体化管理、集中控制、实时监测技术</li> <li>• SC600 系列变频器技术</li> </ul>	对高低压电气设备的配电系统进行管理及故障传递	电力、冶金、石油、化工、轻工建材、市政环保、核工业等

资料来源：川仪股份 2022 年年报，申港证券研究所

图13：公司产品服务于智能工厂的控制层与感知层



资料来源：川仪股份 2021 年年报，申港证券研究所

**公司持续积累的大型项目经验构成坚实护城河。**

公司依托综合型工业自动化仪表及控制装置研发制造企业的优势，针对石油化工、冶金、电力、市政公用及环保、轻工建材、城市轨道交通、新能源等下游领域客户在新建项目和技术改造等方面的需求，不断提升基于设计优化、设备选型搭配、产品供货以及安装调试、维护等技术服务的系统集成及总包服务能力，并通过开展系统集成及总包服务带动单项产品销售。

以石油化工项目为例，公司具备为 2000 万吨炼油项目提供系统集成以及设备配套等多种服务，由于石油化工行业对化工生产工艺的安全性及稳定性有较高要求，通常会选择有成熟经验的仪表配套公司开展合作，所以公司较国内其他中小型仪表厂商具备较大竞争优势，同时公司通过开展业务也在不断积累大型项目经验从而持续构建护城河。

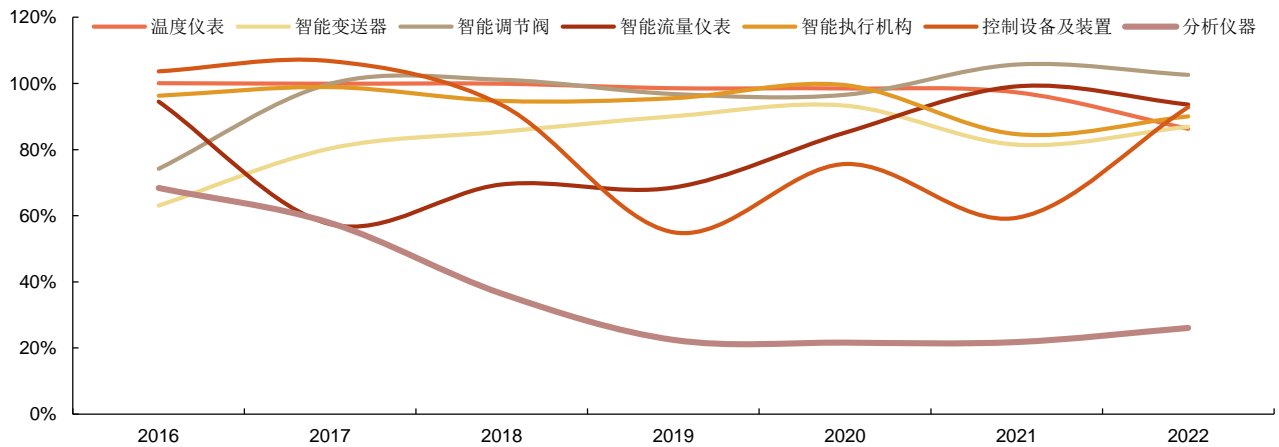
**表5: 公司系统集成及总包服务经营模式应用领域以及能力**

应用领域	公司积累能力以及经验
石油化工	为 2000 万吨炼油、140 万吨乙烯、60 万吨乙二醇等大中型石油化工、煤化工、精细化工等项目提供系统集成、设备成套供货、工程技术服务、设备健康诊断和项目管理。
冶金	为 5500 立方米高炉和各大中大型钢厂、冶炼厂提供自控系统设计、系统集成、设备成套供货、工程技术服务、设备健康诊断和项目管理。
电力	为 1000WM 火电站、1000WM 核电站提供系统集成、设备成套供货、工程技术服务、设备健康诊断和项目管理。
新能源	为 16 万吨/年锂电正极材料, 20 万吨/年太阳能级多晶硅等提供系统集成、设备成套供货、工程技术服务、设备健康诊断和项目管理。
建材及环保	为 12000t/d 水泥生产线、1000t/d 垃圾焚烧发电、60 万吨/日城市污水处理等工程的三电总包、脱硫脱硝工程总包能力: 烟气排放、水体排放及挥发性气体环境污染的连续监测项目的总包能力。

资料来源: 川仪股份 2022 年年报, 申港证券研究所

## 2.2 公司产能利用率与产销率处于较高水平

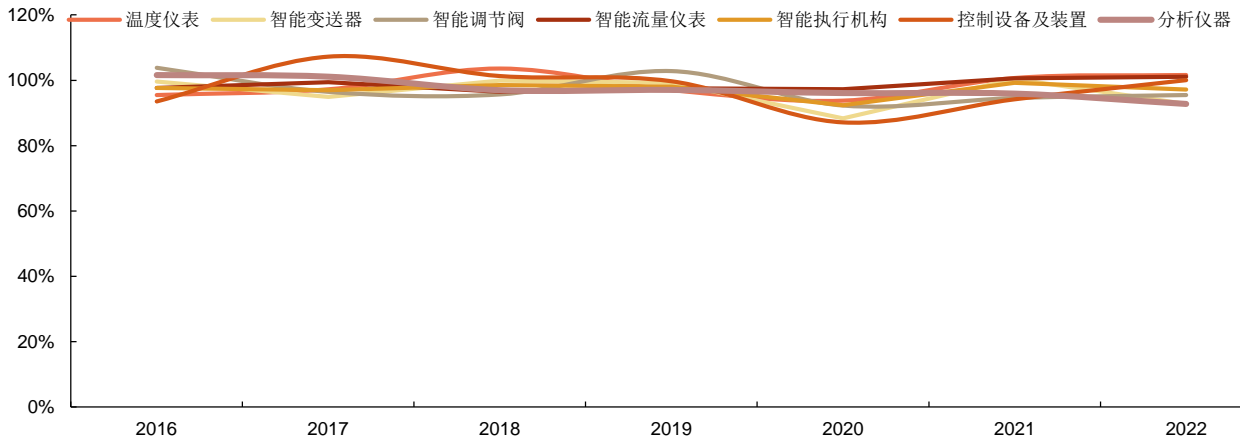
根据川仪历年披露的产能与产销量数据来看, 公司温度仪表、智能变送器、智能调节阀等多项核心产品产能利用率与产销量均处于较高水平, 在 80% 以上, 说明公司产销情况良好。其中智能调节阀产品产能利用率与产销率已达到 100% 左右, 实现满产满销, 说明公司下游需求强劲, 为公司后续扩张产能打下良好基础。

**图14: 川仪股份各产品产能利用率情况**


资料来源: 川仪股份招股说明书, 川仪股份 14-22 年年报, 申港证券研究所

**图15: 川仪股份各产品产销率情况**



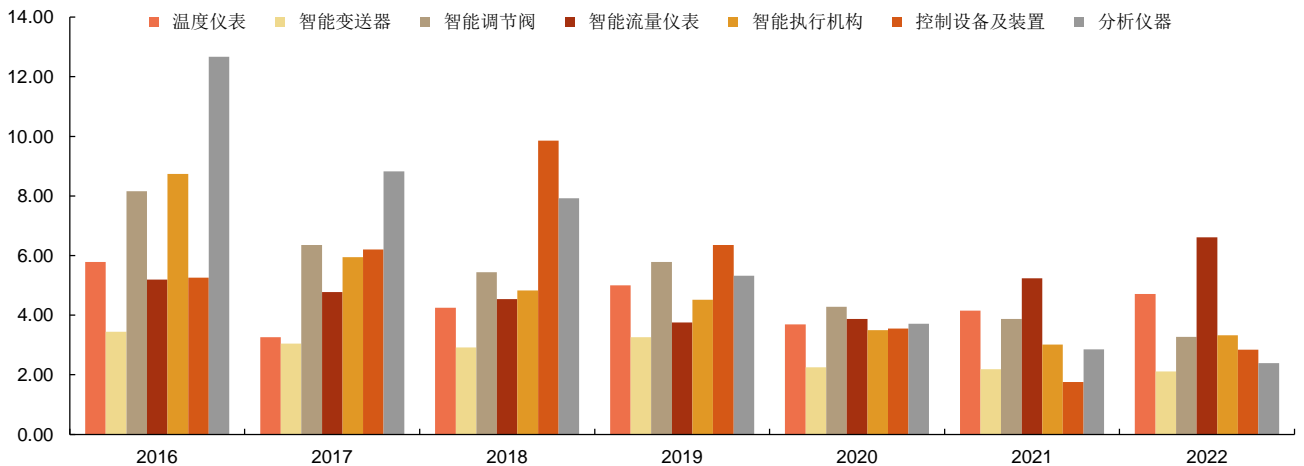


资料来源：川仪股份招股说明书，川仪股份 14-22 年年报，申港证券研究所

### 公司各项产品库存周转良好。

另外根据公司披露的各项产品销售以及库存量测算（产品库存周转率=当年产品销售量/期初期末库存量平均值），公司多项主要产品库存周转率均在 2 以上，其中 2022 年智能流量仪表库存周转率已经达到 6.6，智能流量仪表与温度仪表库存周转均处于提升趋势。

图16：川仪股份各项产品库存周转率



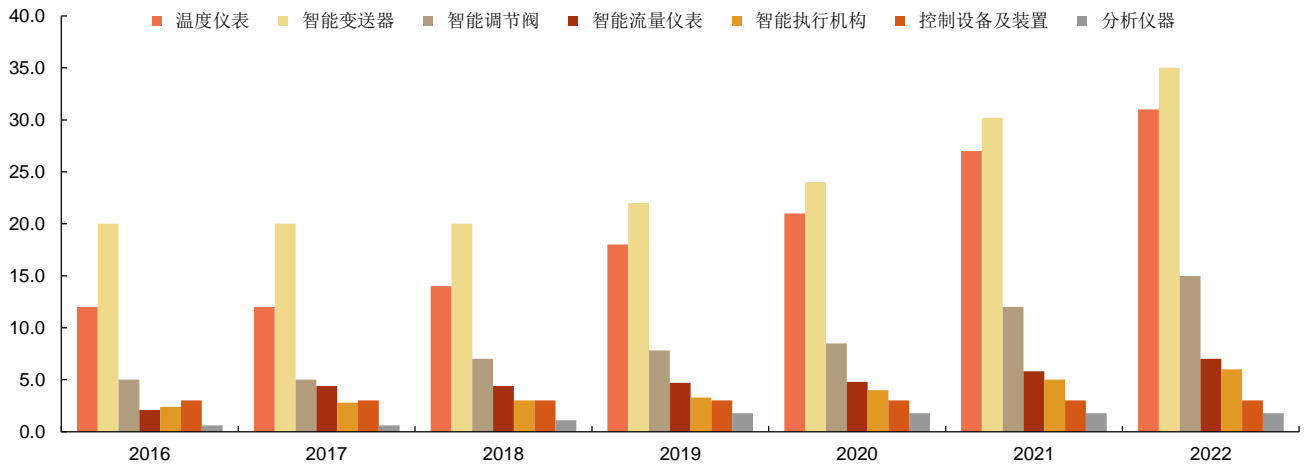
资料来源：川仪股份招股说明书，川仪股份 14-22 年年报，申港证券研究所

### 公司各项产品产能稳步投放，支撑公司业绩增长。

根据公司历年年报披露数来看，公司各项核心产品产能稳步增长，公司智能流量仪表、智能调节阀、温度仪表、智能执行机构 16-20 年产能复合增速分别为 22%、20%、17%、16.5%。同时截止 2022 年期末，公司已累计建成 40 条智能生产线、6 个重庆市数字化车间，2 个创新示范智能工厂，智能调节阀创新示范智能工厂、智能变送器创新示范智能工厂基本建设完成，智能现场仪表创新示范智能工厂建设顺利推进，形成较强的综合交付能力并支撑市场开拓。

图17：川仪股份各项产品产能情况（单位：万台）





资料来源: 川仪股份历年年报, 申港证券研究所

图18: 川仪股份工厂产线情况



资料来源: 川仪股份 2022 年年报, 申港证券研究所

### 2.3 国企成功改制 股权激励激发活力

重庆川仪的前身为四川仪表总厂, 是依照国家三线建设的总体部署于 1965 年成立的大型自动化仪表制造企业, 1999 年更名为重庆川仪总厂有限公司, 2008 年年底整体改制并更名为重庆川仪股份有限公司。是四大仪表厂中唯一改制成功的企业。川仪股份于 2014 年上市, 并获得“国家科技进步二等奖”“CIIF 工业自动化奖”等多个重要奖项, 显示出卓越科研实力。

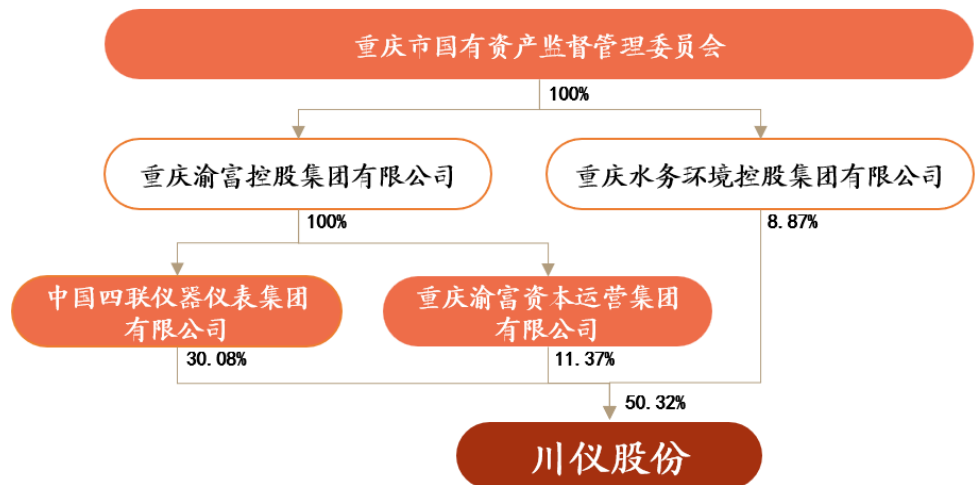
表6: 川仪股份发展历程

年份	事项
1965	按照国家三线建设总体部署, 从上海/江苏/辽宁等地内迁建立四川仪表总厂, 隶属国家机械工业部。
1987	经国务院批准, 组建成立中国四联仪器仪表集团有限公司。

年份	事项
1996	中国四联仪器仪表集团有限公司将核心企业重组改制为重庆川仪股份有限公司，在深交所上市。
1999	重组改制设立重庆川仪总厂有限公司。
2008	重庆川仪总厂有限公司完成股份制改造，更名为重庆川仪自动化股份有限公司。
2009	川仪股份荣获“国家科学技术进步二等奖”。
2012	川仪股份各主导产品入选德国汉诺威世界工业博览会中国国家馆。
2014	川仪股份在上交所上市，挂牌上海证券交易所。
2016	川仪股份荣获“全国仪器仪表产业知名品牌创建示范区骨干企业”称号。
2018	“工业仪表智能制造试点示范项目”入选工业和信息化部智能制造试点示范项目。
2019	川仪股份荣获“CIIF 工业自动化奖”。
2020	川仪股份”工业仪表 5G 应用“入选工信部”5G+工业互联网“试点项目。
2021	控制阀工业设计中心被认定“重庆市级工业设计中心”。

资料来源：川仪股份官网，申港证券研究所

图19：川仪股份股权结构



资料来源：川仪股份 2022 年年报，申港证券研究所

公司推行股权激励计划，落实公司与核心骨干员工的长期利益共享机制。

2022 年公司首次实行股票期权与限制性股票激励计划，授予激励对象权益总计 395 万股。激励对象 562 人，占公司 2021 年底员工总数 5057 人的 11.11%，包括：公司部分董事、高级管理人员、对公司整体业绩和持续发展有直接影响的核心技术、生产、销售、管理等骨干人员。

表7：川仪股份 2022 年股权激励计划限制性股票行权安排

行权安排	行权期间	业绩考核指标	行权比例
第一个行权期	自限制性股票登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止；	1、2023 年度净资产收益率不低于 13.60%，且不低于同行业上市公司平均水平或对标企业 75 分位值水平。 2、2023 年研发支出占营业收入的比重不低于 7%。 3、2023 年经济增加值改善值 ( $\Delta$ EVA) >0。	33%

行权安排	行权期间	业绩考核指标	行权比例
第二个行权期	自限制性股票登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止；	1、2024 年度净资产收益率不低于 13.80%，且不低于同行业上市公司平均水平或对标企业 75 分位值水平。 2、2024 年研发支出占营业收入的比重不低于 7%。 3、2024 年经济增加值改善值（ $\Delta$ EVA）>0。	33%
第三个行权期	自限制性股票登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至限制性股票登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止。	1、2025 年度净资产收益率不低于 14.00%，且不低于同行业上市公司平均水平或对标企业 75 分位值水平。 2、2025 年研发支出占营业收入的比重不低于 7%。 3、2025 年经济增加值改善值（ $\Delta$ EVA）>0。	34%

资料来源：川仪股份 2022 年限制性股票激励计划，申港证券研究所

表8：公司管理层被授予股权激励情况

姓名	职务	2022 年授予限制性股票数量（股）	授予股份占股本比例（%）	限制性股票授予价格（元）
吴正国	党委副书记、董事、总经理	40000	0.0101%	10.66
黄治华	党委副书记、董事、工会主席	25000	0.0063%	10.66
王刚	副总经理、总工程师	25000	0.0063%	10.66
吴昱	党委委员、副总经理	25000	0.0063%	10.66
李环	党委委员、副总经理	25000	0.0063%	10.66
李尧	副总经理、财务负责人	25000	0.0063%	10.66
合计	——	165000	0.0418%	10.66

资料来源：川仪股份 2022 年年报，申港证券研究所

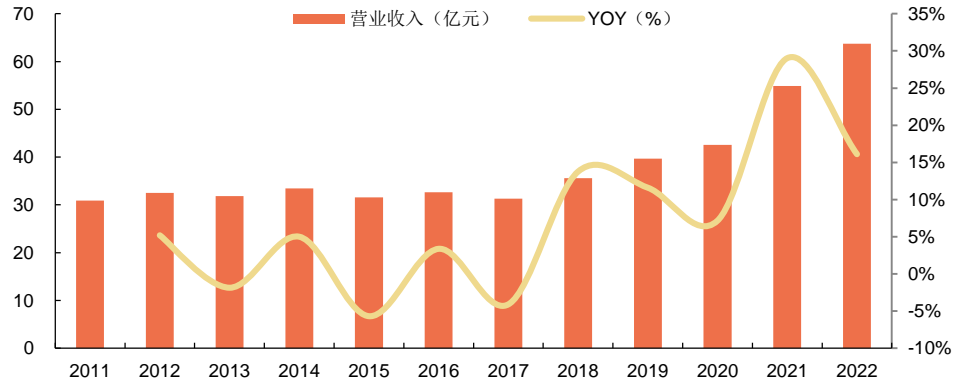
### 3. 财务分析

#### 3.1 营业收入与毛利率稳步增长

公司 2022 年实现营业收入 63.7 亿元，同比增长 16.1%，实现归母净利润为 5.79 亿元，同比增长 7.49%，实现扣非归母净利润 5.29 亿元，同比增长 34.72%。其中归母净利润增速与扣非归母净利润增速出现背离主要是由于非经常性损益中交易性金融资产以及衍生品出现亏损所致。

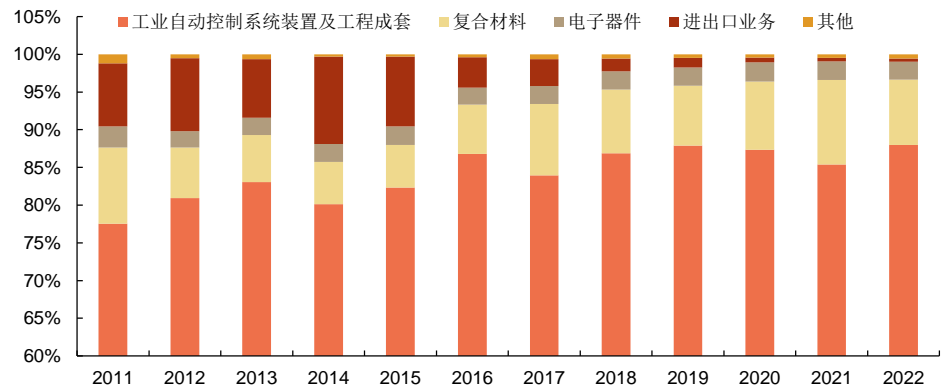
公司近年收入增速维持在较高水平，18-22 年收入复合增速达到 15.68%，从收入结构占比来看，工业自动控制系统装置及工程成套业务 22 年收入占比为 87.98%，为公司的主要收入来源。另外复合材料业务主要产品包括金属复合材料、精密合金材料、贵金属材料等，22 年收入占比 8.65%。电子器件业务主要产品包括人工晶体精密元器件，陶瓷、碳化硅等硬脆材料精密元件，仪表部件等，22 年收入占比为 2.37%。进出口业务包括进出口代理、进出口自营等，22 年收入占比为 0.43%。

图20：川仪营收增速呈现提升趋势



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

图21: 川仪股份各分部收入结构占比

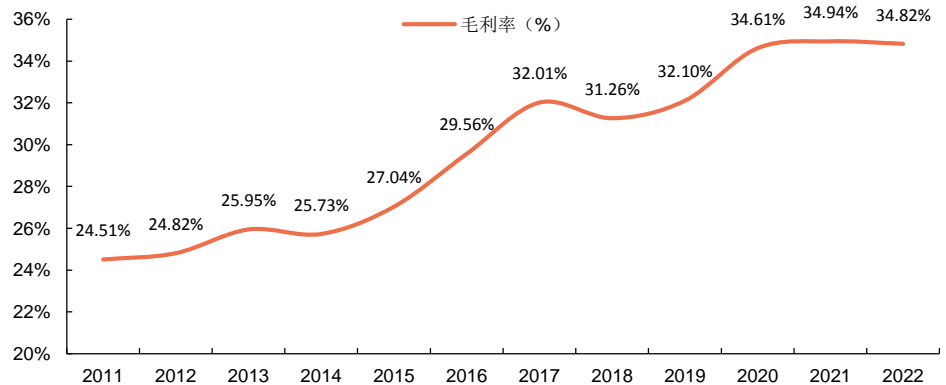


资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

川仪股份毛利率稳步提升。

川仪股份 22 年毛利率为 34.82%，较 21 年基本持平，但从 10 年维度时间来看，川仪整体毛利率出现较大幅度上涨，整体毛利率从 2011 年的 24.5% 提升至 2022 年的 34.82%，平均每年提升 0.94pct，显示出较强的竞争力。

图22: 川仪股份毛利率情况

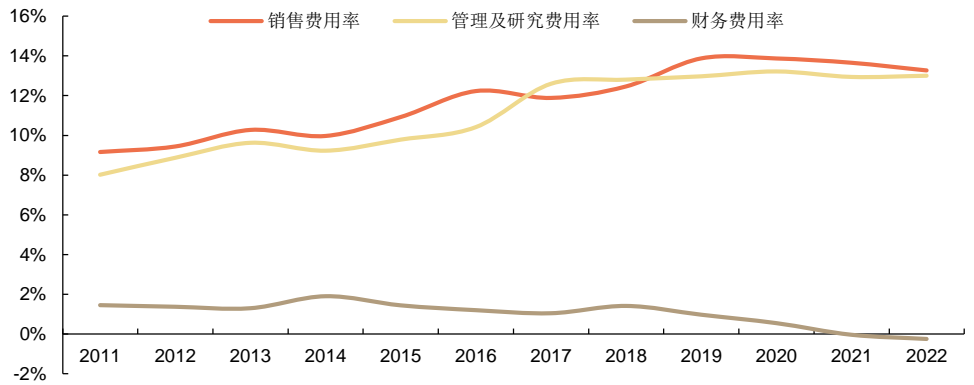


资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

### 3.2 核心扣非归母净利率提升

公司费用端基本维持稳定, 2022 年销售费用率 13.26%, 较去年同期下降 0.39pct; 管理费用率为 5.86%, 较去年同期下降 0.32pct; 研发费用率为 7.14%, 较去年同期上升 0.38pct; 财务费用率为-0.24%, 较较去年同期下降 0.21pct。

图23: 川仪股份费用率情况

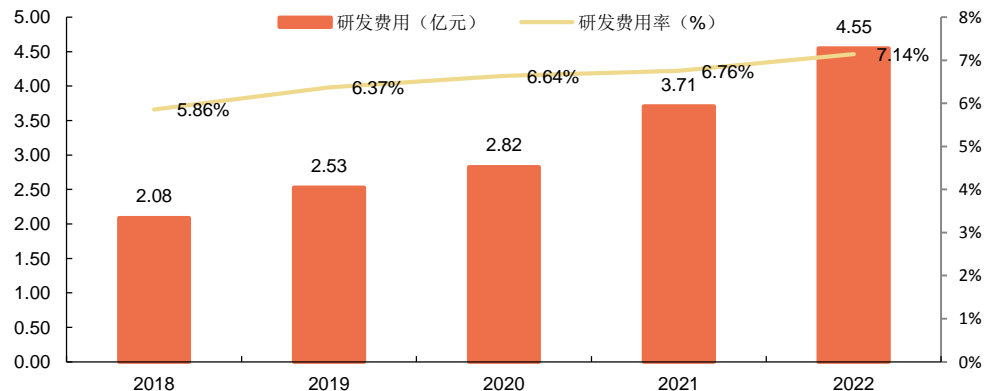


资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

川仪研发投入大幅提升。

2022 年川仪研发费用为 4.55 亿元, 同比增长 22.69%, 并且研发支出全部进行费用化处理。川仪研发支出主要用于智能仪器仪表、控制系统及软件、电子信息功能材料及器件等的研发。

图24: 川仪股份研发费用以及研发费用率

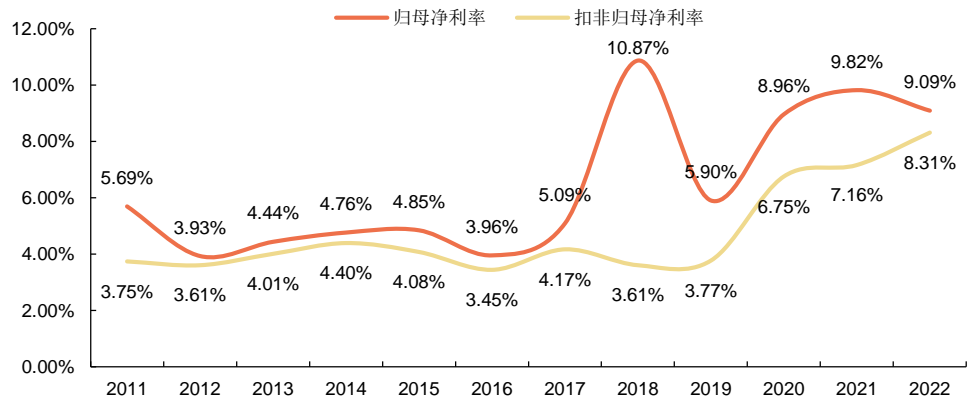


资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

公司核心盈利能力提升。

川仪 2022 年扣非归母净利率为 8.31%, 较 21 年提升 1.15pct, 较 18 年提升 4.7pct, 显示公司核心盈利能力出现较大幅度提升。另外公司于 2018 年获得营业外收入 1.99 亿元, 主要是离职后福利-设定受益计划中大额医保缴费子计划终止, 结算利得所致。



**图25：川仪股份归母净利润率以及扣非归母净利润率情况**


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

预计公司 23-25 年营收分别为 74.53 亿元/86.35 亿元/98.67 亿元，分别同比增长 17.00%/15.86%/14.26%，分业务方面：

工业自动控制系统装置及工程成套业务：为公司的主要收入来源，2022 年收入占比为 88%，其中分为智能调节阀、智能流量仪表、智能执行机构、智能变送器、温度仪表、控制设备及装置、分析仪器、系统集成及总包服务及其他多项产品，我们通过对对于每项产品销量、单价、收入进行预测，从而预计 23-25 年工业自动控制系统装置及工程成套业务收入同比增长 17.97%/16.81%/15.27%。

复合材料业务：主要包括金属复合材料、精密合金材料、贵金属材料等，产品以直销为主，主要采取以销定产的方式生产，我们预计复合材料业务收入同比增长 10%/8%/5%。

电子器件业务：主要产品包括人工晶体精密元器件，陶瓷、碳化硅等硬脆材料精密元件，仪表部件等，产品以客户定制为主，主要采取以销定产的方式生产，我们预计电子器件业务收入同比增长 10%/8%/5%。

进出口业务：包括进出口代理、进出口自营等，我们预计进出口业务收入同比增长 -18%/-12%/-5%。

**表9：川仪股份各项业务收入以及毛利润预测**

单位：万元		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
工业自 动控制 系统装 置及工 程成套	收入	348,901	371,498	468,534	560,435	661,126	772,238	890,163	1,010,751
	YOY	12.9%	6.5%	26.1%	19.6%	18.0%	16.8%	15.3%	13.5%
	收入占比	87.9%	87.3%	85.4%	88.0%	88.7%	89.4%	90.2%	90.8%
	毛利率	33.1%	35.8%	36.5%	36.0%	36.5%	36.7%	36.9%	37.1%
	毛利润	115,362	133,180	170,784	201,813	241,311	283,411	328,470	374,989
	YOY	14.9%	15.4%	28.2%	18.2%	19.6%	17.4%	15.9%	14.2%



单位：万元		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
复合材料	收入	31467	38521	61451	55104	60614	65463	68736	72173
	YOY	5.1%	22.4%	59.5%	-10.3%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%
	收入占比	7.9%	9.1%	11.2%	8.7%	8.1%	7.6%	7.0%	6.5%
	毛利率	21.0%	21.9%	22.6%	20.7%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%
	毛利润	6,600	8,429	13,908	11384	12840	13868	14561	15289
电子器件	收入	9543	10863	13549	15121	16633	17964	18862	19805
	YOY	9.2%	13.8%	24.7%	11.6%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%
	收入占比	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	1.9%	1.8%
	毛利率	36.1%	36.2%	33.9%	34.5%	34.8%	34.8%	34.8%	34.8%
	毛利润	3449	3930	4591	5223	5796	6260	6573	6901
进出口业务	收入	5096	2680	2548	2726	2236	1967	1869	1869
	YOY	-14.4%	-47.4%	-4.9%	7.0%	-18.0%	-12.0%	-5.0%	0.0%
	收入占比	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
	毛利率	12.2%	14.0%	15.0%	17.3%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
	毛利润	621	374	383	472	311	274	260	260
其他业务	收入	1883	1777	2580	3632	4721	5902	7082	8498
	YOY	-5.9%	-5.6%	45.2%	40.8%	30.0%	25.0%	20.0%	20.0%
	收入占比	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
	毛利率	72.3%	75.7%	78.7%	81.4%	81.4%	81.4%	81.4%	81.4%
	毛利润	1362	1345	2031	2955	3841	4802	5762	6914
合计	收入	396889	425338	548661	637,018	745,330	863,534	986,712	1,113,097
	YOY	11.6%	7.2%	29.0%	16.1%	17.0%	15.9%	14.3%	12.8%
	毛利率	32.1%	34.6%	34.9%	34.8%	35.4%	35.7%	36.0%	36.3%
	毛利润	127394	147256	191696	221,847	264,100	308,614	355,626	404,353
	YOY	14.6%	15.6%	30.2%	15.7%	19.0%	16.9%	15.2%	13.7%

资料来源：川仪股份招股说明书，历年年报，同花顺iFind，申港证券研究所

由于工业自动控制系统装置及工程成套业务收入占比较高，对公司整体盈利预测影响较大，故进行分产品预测。川仪披露了各项分产品产能、产量、销量情况，我们根据川仪在招股说明书中披露的11-13年分项产品收入以及销量测算出单价，后续我们通过产品单价年化增长率以及当年销量情况推算19-22年分项产品收入情况。

表10：工业自动控制系统装置及工程成套业务分产品预测

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
智能调节阀	产能（支）	78000	85000	120000	150000	185000	220000	255000	290000
	YOY	11.4%	9.0%	41.2%	25.0%	23.3%	18.9%	15.9%	13.7%
	产能利用率（%）	96.8%	96.5%	105.7%	102.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	产量（支）	75478	82050	126824	153845	185000	220000	255000	290000
	YOY	6.7%	8.7%	54.6%	21.3%	20.3%	18.9%	15.9%	13.7%
	产销率（%）	102.8%	92.2%	94.5%	95.5%	95.0%	96.0%	97.0%	98.0%

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
	销量 (支)	77591	75679	119904	146850	175750	211200	247350	284200
	YOY	14.7%	-2.5%	58.4%	22.5%	19.7%	20.2%	17.1%	14.9%
	单价 (元)	9899	10196	10502	10817	10817	10817	10817	10817
	YOY	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	收入 (万元)	76810	77165	125926	158852	190114	228461	267565	307427
	收入占比 (%)	22.0%	20.8%	26.9%	28.3%	28.8%	29.6%	30.1%	30.4%
	产能 (支)	47000	48000	58000	70000	82000	96000	110000	120000
	YOY	6.8%	2.1%	20.8%	20.7%	17.1%	17.1%	14.6%	9.1%
	产能利用率 (%)	68.5%	85.1%	99.1%	93.6%	95.0%	95.0%	97.0%	98.0%
	产量 (支)	32188	40835	57460	65506	77900	91200	106700	117600
	YOY	5.4%	26.9%	40.7%	14.0%	18.9%	17.1%	17.0%	10.2%
	产销率 (%)	97.6%	97.2%	100.6%	101.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
智能流量仪表	销量 (支)	31404	39711	57806	66192	77900	91200	106700	117600
	YOY	6.6%	26.5%	45.6%	14.5%	17.7%	17.1%	17.0%	10.2%
	单价 (元)	6476	6346	6220	6095	5973	5854	5737	5622
	YOY	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	收入 (万元)	20337	25202	35952	40345	46531	53386	61210	66114
	收入占比 (%)	5.8%	6.8%	7.7%	7.2%	7.0%	6.9%	6.9%	6.5%
	产能 (支)	33000	40000	50000	60000	70000	80000	90000	100000
	YOY	10.0%	21.2%	25.0%	20.0%	16.7%	14.3%	12.5%	11.1%
	产能利用率 (%)	95.5%	99.5%	84.6%	90.0%	95.0%	95.0%	97.0%	98.0%
	产量 (支)	31522	39794	42320	54002	66500	76000	87300	98000
	YOY	11.0%	26.2%	6.3%	27.6%	23.1%	14.3%	14.9%	12.3%
	产销率 (%)	98.0%	92.3%	99.2%	97.2%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
智能执行机构	销量 (支)	30901	36743	41978	52466	65170	74480	85554	96040
	YOY	10.4%	18.9%	14.2%	25.0%	24.2%	14.3%	14.9%	12.3%
	单价 (元)	7006	6656	6323	6007	5707	5421	5150	4893
	YOY	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	收入 (万元)	21650	24456	26543	31516	37190	40378	44062	46989
	收入占比 (%)	6.2%	6.6%	5.7%	5.6%	5.6%	5.2%	4.9%	4.6%
	产能 (支)	220000	240000	302000	350000	400000	450000	500000	550000
	YOY	10.0%	9.1%	25.8%	15.9%	14.3%	12.5%	11.1%	10.0%
	产能利用率 (%)	90.1%	93.3%	81.5%	86.9%	90.0%	95.0%	97.0%	98.0%
	产量 (支)	198179	223936	246184	304233	360000	427500	485000	539000
	YOY	16.0%	13.0%	9.9%	23.6%	18.3%	18.8%	13.5%	11.1%
	产销率 (%)	99.2%	88.4%	100.4%	92.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
智能变送器	销量 (支)	196653	197853	247276	282317	360000	427500	485000	539000
	YOY	15.3%	0.6%	25.0%	14.2%	27.5%	18.8%	13.5%	11.1%
	单价 (元)	1468	1468	1468	1468	1468	1468	1468	1468
	YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	收入 (万元)	28877	29053	36311	41456	52863	62775	71218	79148
	收入占比 (%)	8.3%	7.8%	7.7%	7.4%	8.0%	8.1%	8.0%	7.8%
温度仪表	产能 (支)	180000	210000	270000	310000	360000	410000	460000	500000
	YOY	28.6%	16.7%	28.6%	14.8%	16.1%	13.9%	12.2%	8.7%

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	
产能利用率 (%)	98.6%	98.5%	97.3%	86.3%	90.0%	95.0%	97.0%	98.0%	
产量 (支)	177471	206905	262823	267551	324000	389500	446200	490000	
YOY	26.8%	16.6%	27.0%	1.8%	21.1%	20.2%	14.6%	9.8%	
产销率 (%)	97.0%	93.8%	100.7%	101.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
销量 (支)	172137	194042	264588	271800	324000	389500	446200	490000	
YOY	18.8%	12.7%	36.4%	2.7%	19.2%	20.2%	14.6%	9.8%	
单价 (元)	1028	1059	1091	1124	1157	1192	1228	1265	
YOY	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
收入 (万元)	17699	20550	28861	30537	37494	46426	54780	61962	
收入占比 (%)	5.1%	5.5%	6.2%	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.1%	
产能 (支)	30000	30000	30000	30000	30000	35000	35000	35000	
YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	0.0%	0.0%	
产能利用率 (%)	55.0%	75.6%	59.4%	92.8%	100.0%	90.0%	95.0%	100.0%	
产量 (支)	16492	22684	17805	27844	30000	31500	33250	35000	
YOY	-41.2%	37.5%	-21.5%	56.4%	7.7%	5.0%	5.6%	5.3%	
产销率 (%)	99.7%	87.1%	94.1%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
销量 (支)	16437	19754	16762	27844	30000	31500	33250	35000	
YOY	-42.1%	20.2%	-15.1%	66.1%	7.7%	5.0%	5.6%	5.3%	
单价 (元)	12886	13273	13671	14081	14504	14939	15387	15849	
YOY	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
收入 (万元)	21181	26220	22916	39208	43511	47058	51162	55470	
收入占比 (%)	6.1%	7.1%	4.9%	7.0%	6.6%	6.1%	5.7%	5.5%	
产能 (支)	17910	17910	17910	17910	17910	17910	17910	17910	
YOY	61.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
产能利用率 (%)	22.5%	21.6%	21.8%	26.1%	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%	
产量 (支)	4022	3874	3904	4670	5373	6269	7164	8060	
YOY	-0.3%	-3.7%	0.8%	19.6%	15.1%	16.7%	14.3%	12.5%	
产销率 (%)	97.1%	96.1%	95.9%	92.8%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	
销量 (支)	3904	3723	3745	4333	5104	5955	6806	7657	
YOY	-0.3%	-4.6%	0.6%	15.7%	17.8%	16.7%	14.3%	12.5%	
单价 (元)	27429	26880	26343	25816	25300	24794	24298	23812	
YOY	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	
收入 (万元)	10708	10008	9865	11186	12914	14765	16537	18232	
收入占比 (%)	3.1%	2.7%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	
系统集成及总包服务及其他	收入 (万元)	151,639	158,845	182,160	207,335	240,509	278,990	323,628	375,409
YOY	28.6%	4.8%	14.7%	13.8%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	
收入占比 (%)	43.5%	42.8%	38.9%	37.0%	36.4%	36.1%	36.4%	37.1%	

资料来源: 川仪股份招股说明书, 历年年报, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

注: 2019 年-2022 年各项分产品产能、产量、销量为公司披露数据, 单价与收入为推算数据。

产能利用率=产量/产能; 产销率=销量/产量; 收入=单价\*销量。

## 4.2 投资建议

我们选取工业自动化领域标的汇川技术、工业阀门标的纽威股份、分析仪器标的普源精电作为可比公司。采取同花顺一致预期，可比公司 2023 年 PE 均值为 29.16 倍，最高值为 40.93 倍，最低值为 17.29 倍。预计公司 23-25 年净利润复合增速为 19%。预计 23 与 24 年市盈率分别为 20.79 倍与 17.36 倍。我们给予 2023 年川仪股份 PE 为 25 倍，目标价格 47.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：川仪股份可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300124.SZ	汇川技术	58.81	1565.02	2.01	2.65	3.18	29.26	22.19	18.49
603699.SH	纽威股份	13.83	103.60	0.80	1.00	1.21	17.29	13.83	11.43
688337.SH	普源精电	56.48	101.40	1.38	2.02	2.86	40.93	27.96	19.75
可比公司均值				1.40	1.89	2.42	29.16	21.33	16.56
603100.SH	川仪股份	39.60	156.42	1.90	2.28	2.71	20.79	17.36	14.64

资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

\*股价数据为 2023 年 6 月 2 日收盘价。

## 5. 风险提示

### 宏观经济风险。

当前国际形势仍存在较多不稳定、不确定因素，地缘政治、逆全球化、通胀及供应链短缺等问题短期内难以解决，可能导致下游市场供需变化、项目延期或取消、付款逾期、采购价格压降等，进而造成公司在合同承接、项目执行、资金回收、收益水平等方面的困难和压力，以及部分海外项目进度延缓、成本上升、结算延迟及其他执行风险。

### 产能不及预期风险。

公司正加快推进仪器仪表基地蔡家三期等重点项目以扩大产能，但受工程建设、设备采购尤其是部分进口设备采购周期影响，可能导致产能建设速度不能充分满足市场需求，增加在生产组织、质量控制、人员管理、准时交货等方面的困难。此外，扩建产能后，固定资产折旧增加，若未来下游需求变动或市场开拓未达预期，可能导致产能利用不足，新建项目不能实现预期效益，对盈利水平产生不利影响。

### 原材料供应及价格波动风险。

公司原材料和进口元器件采购可能受到宏观形势影响，如果原材料价格持续上涨、部分进口元器件供货周期大幅延长或不能稳定供货，将对公司采购成本、生产交付等造成较大影响。

### 应收账款风险。

截至 2022 年 12 月末，公司应收账款、合同资产账面价值 13.88 亿元，分别占流动

资产、总资产的 23.49%和 18.62%。宏观经济、产业政策、市场格局以及客户自身经营状况、重大项目执行周期等变化均会对应收账款回收带来影响，如果相关因素出现不利变化，可能造成部分应收账款回款延期和坏账风险。

#### **投资收益波动风险。**

2022 年度，公司投资收益 13,471.67 万元，占当期净利润的 23.18%，其中来自联营企业横河川仪的经常性投资收益 11,613.34 万元。该公司产品的核心部件从日本横河进口，购买日元及美元外汇时，均采用即期价格，存在业绩随日元和美元汇率波动的风险，从而影响公司投资收益。此外，该公司产品技术及主要部件来源于日本横河，受全球供应链短缺的影响，可能存在主要部件无法满足国内需求的风险。

表12: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5487	6370	7453	8635	9867	流动资产合计	5128	5908	6400	7104	7993				
营业成本	3570	4152	4812	5549	6311	货币资金	1814	1498	1417	1517	1787				
营业税金及附加	48	51	63	72	82	应收账款	827	1093	1279	1481	1693				
营业费用	749	845	1008	1168	1335	其他应收款	35	48	56	64	74				
管理费用	339	373	430	489	549	预付款项	211	264	325	395	475				
研发费用	371	455	532	617	705	存货	1147	1300	1509	1753	1983				
财务费用	-2	-16	-21	-21	-25	其他流动资产	7	3	0	-5	-9				
资产减值损失	28	33	-11	-14	-16	非流动资产合计	1510	1546	1989	2285	2530				
公允价值变动收益	68	-33	22	24	26	长期股权投资	366	380	380	380	380				
投资净收益	106	135	162	191	221	固定资产	624	623	943	1151	1306				
营业利润	568	627	807	967	1148	无形资产	62	58	68	72	75				
营业外收入	40	12	12	12	12	商誉	0	0	0	0	0				
营业外支出	1	1	1	1	1	其他非流动资产	15	29	29	29	29				
利润总额	607	639	818	979	1159	资产总计	6638	7454	8390	9389	10523				
所得税	67	58	63	74	87	流动负债合计	3215	3533	3948	4439	4972				
净利润	540	581	755	904	1072	短期借款	80	8	0	0	0				
少数股东损益	2	2	3	3	4	应付账款	687	793	906	1045	1188				
归属母公司净利润	539	579	752	901	1068	预收款项	856	1021	1214	1437	1693				
EBITDA	687	640	823	988	1173	一年内到期的非流动负债	144	20	20	20	20				
EPS (元)	1.36	1.47	1.90	2.28	2.71	非流动负债合计	230	498	491	491	491				
主要财务比率						长期借款	107	392	392	392	392				
						应付债券	0	0	0	0	0				
成长能力						负债合计	3445	4032	4438	4930	5462				
营业收入增长	28.99%	16.10%	17.00%	15.86%	14.26%	少数股东权益	19	14	17	20	24				
营业利润增长	32.11%	10.41%	28.58%	19.92%	18.67%	实收资本(或股本)	395	395	395	395	395				
归属于母公司净利润增长	29.92%	7.49%	29.92%	19.77%	18.58%	资本公积	740	672	672	672	672				
获利能力						未分配利润	1804	2147	2246	2372	2521				
毛利率(%)	34.94%	34.82%	35.43%	35.74%	36.04%	归属母公司股东权益合计	3174	3409	3829	4334	4932				
净利率(%)	9.85%	9.12%	10.13%	10.47%	10.87%	负债和所有者权益	6638	7454	8279	9278	10412				
总资产净利润(%)	8.11%	7.77%	8.97%	9.60%	10.15%	现金流量表					单位:百万元				
ROE(%)	16.97%	16.99%	19.65%	20.79%	21.66%	经营活动现金流					2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	981	593	479	660	829				
资产负债率(%)	52%	54%	54%	53%	52%	净利润	540	581	755	904	1072				
流动比率	1.59	1.67	1.62	1.60	1.61	折旧摊销	120	0	32	35	42				
速动比率	1.24	1.30	1.24	1.21	1.21	财务费用	-2	-16	-21	-21	-25				
营运能力						应付帐款减少	0	-266	-186	-203	-211				
总资产周转率	0.90	0.90	0.95	0.98	1.00	预收帐款增加	0	165	193	224	256				
应收账款周转率	6	7	6	6	6	投资活动现金流	1	-767	-252	-185	-115				
应付账款周转率	7.90	8.61	8.78	8.85	8.84	公允价值变动收益	68	-33	22	24	26				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	-23	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.47	1.90	2.28	2.71	投资收益	106	135	162	191	221				
每股净现金流(最新摊薄)	1.67	-0.80	-0.21	0.26	0.00	筹资活动现金流	-324	-143	-309	-375	-445				
每股净资产(最新摊薄)	8.04	8.63	9.69	10.97	12.49	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	29.43	27.23	21.02	17.55	14.80	普通股增加	0	0	0	0	0				
P/B	4.98	4.64	4.13	3.65	3.21	资本公积增加	35	-68	0	0	0				
EV/EBITDA	20.86	23.03	17.98	14.88	12.31	现金净增加额	658	-316	-81	101	269				

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所



## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上