

禾川科技 (688320.SH)

增持 (维持)

客户结构调整致盈利承压，静待新品渗透释放利润

事件: 公司4月27日晚发布《2022年年度报告》《2023年第一季度报告》。2022年，公司实现营业收入9.44亿元，同比上升25.7%；归母净利润0.90亿元，同比下降17.9%；扣非归母净利润0.80亿元，同比下降19.8%。2023Q1，公司实现营业收入2.76亿元，同比上升44.4%；归母净利润0.21亿元，同比上升8.5%；扣非归母净利润0.19亿元，同比下降2.7%。

1、加大市场开拓力度，静待新品渗透释放利润

单季度来看，2022Q4，公司实现营业收入2.43亿元，同比上升17.1%，环比上升3.4%；归母净利润0.01亿元，扣非归母净利润-0.01亿元。

单季度来看，2023Q1，公司实现营业收入2.76亿元，同比上升44.4%，环比上升13.5%；归母净利润0.21亿元，同比上升8.5%；扣非归母净利润0.19亿元，同比下降2.7%。

在国内疫情扰动的行业背景下，公司加大研发及市场开拓力度，在做好现有客户市场及服务的同时，努力布局新能源行业市场，积极拓展新客户，成功在新能源市场取得了一定成绩，维持了收入的快速增长。我们认为，随着公司客户结构调整逐渐稳定，新品渗透率逐渐提升，公司利润有望逐步释放。

2、积极布局新能源，迎接公司发展新契机

随着我国制造业向数字化、智能化转型升级，锂电设备、3C电子、新能源汽车、机器人等科技含量更高的新兴产业逐渐成为国内制造业的重要组成，根据工控网的数据，我国工业自动化市场规模总体呈上升趋势，2021年达到2530亿元，同比增长23%。

公司正处于快速发展期，为更好抢占市场先机，提升技术创新能力和研发水平，增加了在市场、研发方面的投入，积极主动调整客户结构，开发新产品，为公司未来发展蓄能。

□ **风险提示:** 股东减持风险、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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	751	944	1374	1927	2456
同比增长	38%	26%	46%	40%	27%
营业利润(百万元)	113	89	140	228	298
同比增长	-5%	-22%	58%	63%	31%
归母净利润(百万元)	110	90	137	227	298
同比增长	3%	-18%	51%	66%	31%
每股收益(元)	0.73	0.60	0.91	1.51	1.97
PE	50.2	61.1	40.4	24.3	18.5
PB	8.7	3.6	3.3	2.9	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

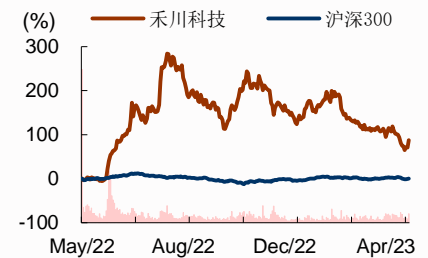
TMT及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 36.55元

基础数据

总股本(万股)	15101
已上市流通股(万股)	8464
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	5.9
资产负债率	29.5%
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	-14	-37	54
相对表现	-15	-51	52



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《禾川科技(688320)一推出SCARA四轴机器人,智能工厂解决方案进一步完善》2022-12-26
- 《禾川科技(688320)一业绩符合预期,利润率环比持续改善》2022-10-31
- 《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

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

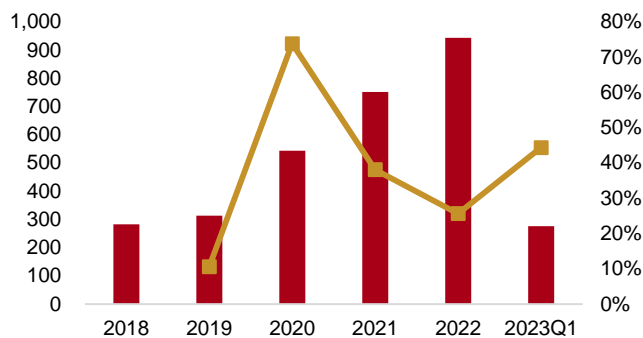
胡小禹 S1090522050002

huxiaoyu1@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

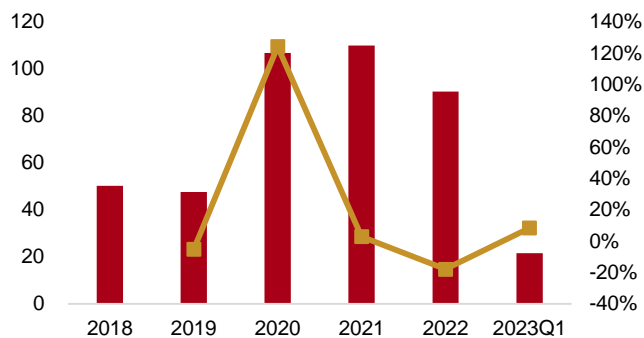
lizhehan@cmschina.com.cn

图 1: 公司营业总收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 百万元)

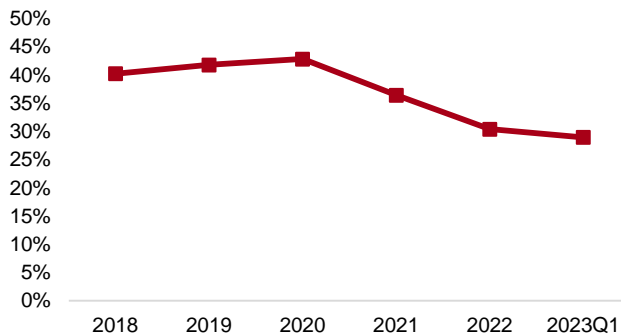


资料来源: Wind、招商证券

毛利率方面, 2022 年, 公司销售毛利率为 30.44%, 同比下降 6.03 个百分点。单季度来看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司毛利率分别为 32.27%、32.66%、33.35%和 23.66%。2022Q4 销售毛利率同比下降 7.88 个百分点, 环比下降 9.69 个百分点。2023Q1, 公司销售毛利率为 28.99%, 同比下降 3.28 个百分点, 环比上升 5.33 个百分点。毛利率较 2021 年度有所下降, 主要系公司客户在光伏、锂电等新能源行业上较为集中, 为了快速进入市场, 公司在产品销售价格上有所降低, 同时受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。

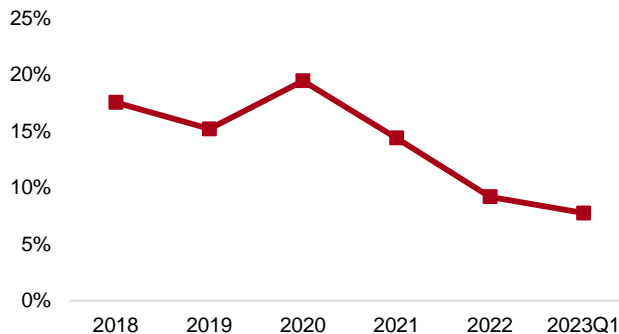
净利率方面, 2022 年, 公司归母净利率为 9.57%, 同比下降 5.07 个百分点。单季度来看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司归母净利率分别为 10.38%、13.33%、14.15%和 0.23%。2022Q4 归母净利率同比下降 10.16 个百分点, 环比下降 13.92 个百分点。2023Q1, 公司归母净利率为 7.80%, 同比下降 2.58 个百分点, 环比上升 7.58 个百分点。公司正处于快速发展期, 为更好抢占市场先机, 提升技术创新能力和研发水平, 增加了在市场、研发方面的投入, 销售、研发费用增加, 导致今年净利润同比降低。

图 3: 公司销售毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司销售净利率



资料来源: Wind、招商证券

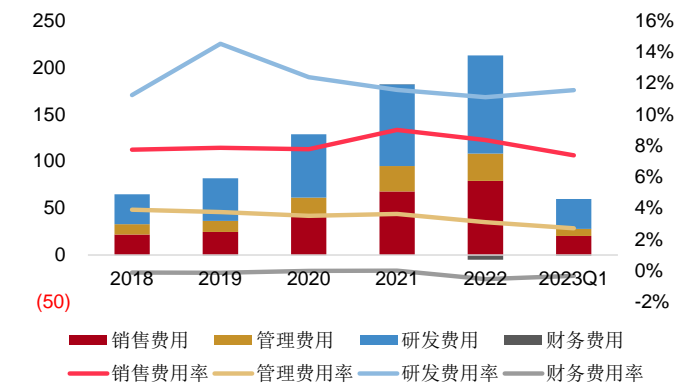
3、研发投入持续增长, 综合费用率控制得当

2022 年, 公司综合费用率 (销售+管理+研发+财务) 为 22.02%, 同比下降 2.20 个百分点。其中, ①销售费用为 0.79 亿元, 同比上升 16.7%, 销售费用率为 8.37%, 同比下降 0.64 个百分点, 主要系公司销售规模增长导致销售人员职工薪酬增加及差旅费增加所致; ②管理费用为 0.29 亿元, 同比上升 7.2%, 管理费用率为 3.10%, 同比下降 0.53 个百分点, 主要系人工费、折旧与摊销费用增加所致; ③研发费用为 1.05 亿元, 同比上升 20.5%, 研发费用率为 11.10%, 同比下降 0.48 个百分点, 主要系公司继续加大研发投入, 研发人员薪酬与研发材料投入增加所致; ④财务费用为 -0.05 亿元, 同比下降 69570.8%, 财务费用率为 -0.55%, 同比下降 0.55 个百分点, 主要系银行存款利息增加所致。

2023Q1, 公司综合费用率 (销售+管理+研发+财务) 为 21.32%, 同比下降 1.85 个百分点。其中, ①销售费用为 0.20 亿元, 同比上升 8.6%, 销售费用率为 7.39%, 同比下降 2.43 个百分点; ②管理费用为 0.07 亿元, 同比上升 62.6%, 管理费用率为 2.71%, 同比上升 0.30 个百分点, 主要系人工费、摊销费用增加所致; ③研发费用为 0.32 亿元, 同比

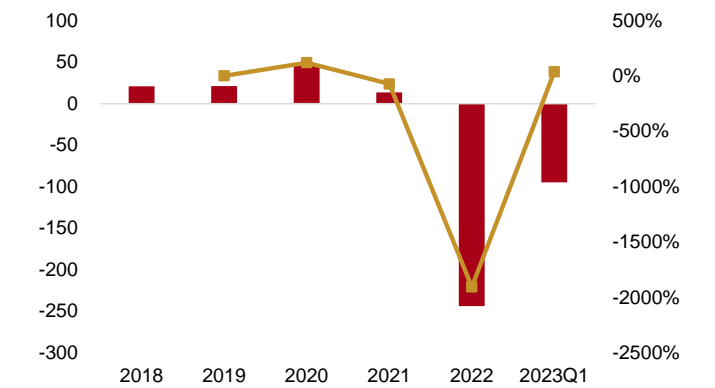
上升 54.3%，研发费用率为 11.56%，同比上升 0.74 个百分点，主要系公司继续加大研发投入，研发人员薪酬与研发材料投入增加所致；④财务费用为-0.01 亿元，同比下降 476.9%，财务费用率为-0.34%，同比下降 0.47 个百分点，主要系银行存款利息增加所致。

图 5：公司费用及费用率情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司经营性现金流及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

2022 年，经营活动产生的现金流净额为-2.44 亿元，经营活动产生的现金流净额/营业收入为-25.82%。2022Q4 经营活动现金净流量为-0.38 亿元。经营活动产生的现金流量金额变动主要系员工人数增加，职工薪酬增加；原材料、成品备货增加及应收账款增大所致。2023Q1，经营活动产生的现金流净额为-0.95 亿元，经营活动产生的现金流净额/营业收入为-34.45%。

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 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.37 亿元/2.27 亿元/2.98 亿元，对应增速分别为 51%/66%/31%，对应 PE 分别 40.4X/24.3X/18.5X，维持“增持”

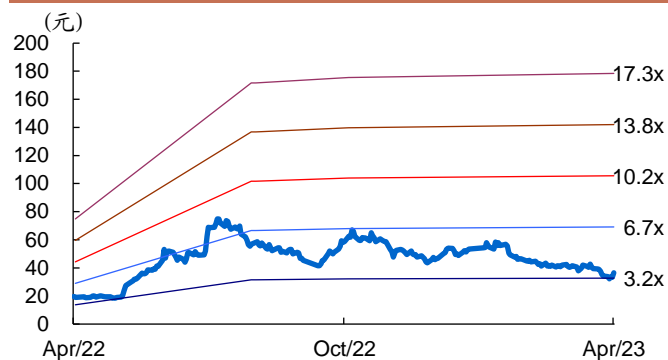
投资评级。

图 7: 禾川科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 8: 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	740	1611	1734	2118	2671
现金	86	416	364	182	218
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	123	163	248	332	423
应收款项	249	393	434	644	820
其它应收款	2	3	4	6	8
存货	234	478	529	738	927
其他	44	158	156	216	274
非流动资产	233	510	532	552	569
长期股权投资	0	15	15	15	15
固定资产	135	235	266	293	316
无形资产商誉	53	54	48	44	39
其他	45	206	203	201	199
资产总计	972	2121	2267	2670	3241
流动负债	292	538	552	764	1094
短期借款	21	61	0	17	166
应付账款	219	413	490	677	851
预收账款	6	17	17	24	30
其他	46	48	44	46	47
长期负债	46	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	46	49	49	49	49
负债合计	339	587	601	813	1143
股本	113	151	151	151	151
资本公积金	172	947	947	947	947
留存收益	348	439	576	776	1028
少数股东权益	(0)	(3)	(8)	(17)	(28)
归属于母公司所有者权益	634	1537	1674	1874	2126
负债及权益合计	972	2121	2267	2670	3241

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	14	(244)	44	(141)	(30)
净利润	108	87	132	219	287
折旧摊销	22	29	37	40	43
财务费用	0	1	(1)	(2)	4
投资收益	(0)	(1)	(27)	(27)	(27)
营运资金变动	(121)	(369)	(113)	(392)	(357)
其它	5	9	16	21	21
投资活动现金流	(45)	(269)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(42)	(243)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(3)	(26)	27	27	27
筹资活动现金流	23	841	(63)	(8)	99
借款变动	12	21	(65)	17	148
普通股增加	0	38	0	0	0
资本公积增加	6	775	0	0	0
股利分配	0	0	0	(27)	(45)
其他	5	8	1	2	(4)
现金净增加额	(8)	328	(52)	(182)	36

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	751	944	1374	1927	2456
营业成本	477	657	921	1254	1576
营业税金及附加	4	3	7	9	11
营业费用	68	79	120	169	215
管理费用	27	29	45	64	81
研发费用	87	105	169	233	297
财务费用	0	(5)	(1)	(2)	4
资产减值损失	(10)	(14)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	36	27	27	27	27
投资收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	113	89	140	228	298
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	113	88	139	227	298
所得税	5	1	7	8	11
少数股东损益	(2)	(3)	(5)	(9)	(11)
归属于母公司净利润	110	90	137	227	298

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	38%	26%	46%	40%	27%
营业利润	-5%	-22%	58%	63%	31%
归母净利润	3%	-18%	51%	66%	31%
获利能力					
毛利率	36.5%	30.4%	33.0%	34.9%	35.8%
净利率	14.6%	9.6%	10.0%	11.8%	12.1%
ROE	19.1%	8.3%	8.5%	12.8%	14.9%
ROIC	18.4%	7.3%	8.0%	12.3%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	27.7%	26.5%	30.5%	35.3%
净负债比率	2.3%	3.0%	0.0%	0.6%	5.1%
流动比率	2.5	3.0	3.1	2.8	2.4
速动比率	1.7	2.1	2.2	1.8	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.6	0.8	0.8
存货周转率	2.4	1.8	1.8	2.0	1.9
应收账款周转率	2.3	2.0	2.2	2.3	2.2
应付账款周转率	2.5	2.1	2.0	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	0.73	0.60	0.91	1.51	1.97
每股经营净现金	0.09	-1.61	0.29	-0.93	-0.20
每股净资产	4.20	10.18	11.08	12.41	14.08
每股股利	0.00	0.00	0.18	0.30	0.59
估值比率					
PE	50.2	61.1	40.4	24.3	18.5
PB	8.7	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	43.1	53.4	32.3	21.4	16.5

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。

梁程加 招商证券通信行业首席分析师 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。