



买入（首次）

所属行业：机械设备/仪器仪表
当前价格(元)：27.53

证券分析师

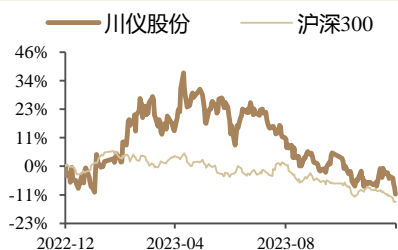
俞能飞

资格编号：S0120522120003

邮箱：yunf@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.07	-15.66	-13.07
相对涨幅(%)	1.24	-7.57	-3.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

川仪股份：国内工业自动控制系统装置制造业龙头

——公司首次覆盖报告

投资要点

- 国内工业自动控制系统装置制造业龙头。**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，主营业务是工业自动控制系统装置及工程成套，包括智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、物位仪表、控制设备及装置、分析仪器等各大类单项产品以及系统集成及总包服务，可为工业客户提供相关产品和自动化解决方案。公司股东背景强大，经营稳健，收入与利润规模稳步增长。
- 工业自动控制系统装置制造业是国家重大装备的重要组成部分，进入壁垒高。**工业自动控制系统装置制造业主要产品是对生产过程进行自动检测与控制的基础手段和设备，是国家重大装备的重要组成部分，是促进工业现代化、信息化及节约能源、保护环境、实现产业升级、转变经济增长方式的重要手段，从一个重要的方面体现了国家高技术和高技术产业发展的水平。该行业业务覆盖较广，产品种类较多，不仅包括单项产品（如执行机构、变送器、调节阀等），还涉及较为复杂的系统集成及总包服务。由于工业自动控制系统装置制造业下游主要为石油、化工、火电、核电、冶金等行业，下游行业呈现出投入大、安全要求高、行业集中度高等特点，因此对于产品稳定性等有较高要求，也导致工业自动控制系统装置制造业拥有较高的进入壁垒。
- 公司竞争优势明显，强品牌、重研发、高协同、稳生产推动市场开拓。**①强品牌：公司深耕工业自动控制系统装置制造业近60年，多年来，公司凭借过硬的技术、可靠的产品、专业的服务以及持续的研发创新，培育了较高的品牌知名度和美誉度，并通过定期互访、技术交流等，深度洞察客户需求，及时解决重点难点问题，以双向成长、互利共赢，不断增强客户黏性。②重研发：对标世界一流，加快推进主力产品优化提升，加大关键核心技术攻关，助力重大工程、关键领域自主可控。持续完善以市场为导向、产品为基石、创新为引擎的技术研发体系。③高协同：公司是国内极少数综合型自动化仪表及控制装置研发制造企业，具备完整的工业测量、控制、执行全过程仪控装备产品体系，公司各业务均形成系列化产品，并具备高效的产品再创新能力及客户需求转化能力，各产品门类相互赋能、密切协同，能够快速响应下游不同客户的个性化需求。④稳生产：作为行业内率先开展两化融合与智能制造的企业，公司持续打造智能生产线、数字化车间和创新示范智能工厂，增强全流程、全要素数字化控制和精细化管理能力。
- 投资建议：**预计公司2023-2025年分别实现营业收入76.35、91.98、110.82亿元，yoy+19.9%、20.5%、20.5%；归母净利润6.98、8.35、9.97亿元，yoy+20.5%、19.7%、19.3%；分别对应PE 15.58、13.02、10.91 X。估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求景气度不及预期、技术研发风险、产能不及预期的风险、原材料供应及价格波动风险等。

股票数据

总股本(百万股):	395.00
流通 A 股(百万股):	391.10
52 周内股价区间(元):	27.53-42.57
总市值(百万元):	10,874.21
总资产(百万元):	8,255.45
每股净资产(元):	9.44

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,487	6,370	7,635	9,198	11,082
(+/-)YOY(%)	29.0%	16.1%	19.9%	20.5%	20.5%
净利润(百万元)	539	579	698	835	997
(+/-)YOY(%)	41.3%	7.5%	20.5%	19.7%	19.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.36	1.47	1.77	2.12	2.52
毛利率(%)	34.9%	34.8%	35.2%	35.6%	36.0%
净资产收益率(%)	17.0%	17.0%	18.0%	17.8%	17.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司介绍：国内工业自动控制系统装置制造业龙头，经营稳健	4
1.1. 川仪股份是国内工业自动控制系统装置制造业龙头	4
1.2. 股权结构：股东背景强大，子公司各司其职	5
1.3. 财务分析：公司经营稳健，收入与利润规模稳步增长	6
2. 行业分析：国家重大装备重要组成部分，行业壁垒高	8
2.1. 仪器仪表行业产品种类较多，市场空间大	8
2.2. 工业自动控制系统装置制造业是国家重大装备的重要组成部分	9
2.3. 竞争格局：充分竞争市场，综合性企业更具竞争优势	9
2.4. 技术密集型行业，进入壁垒高	10
3. 公司优势：强品牌、重研发、高协同、稳生产	11
3.1. 强品牌：品牌助力市场开拓	11
3.2. 重研发：人才支撑持续发展，创新塑造竞争优势	12
3.3. 高协同：产品协同效应强	12
3.4. 稳生产：提高产线自动化程度，保障产能供给	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	16

图表目录





图 1: 川仪股份股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	5
图 2: 川仪股份营业收入及同比	6
图 3: 川仪股份归母净利润及同比	6
图 4: 川仪股份经营活动现金净流量及同比	6
图 5: 川仪股份销售毛利率及销售净利率	7
图 6: 川仪股份期间费用率	7
图 7: 川仪股份研发投入	7
图 8: 川仪股份分业务收入构成占比	7
图 9: 川仪股份分业务毛利率情况	8
图 10: 仪器仪表行业产品种类较多	8
图 11: 公司具备较强品牌优势	11
图 12: 创新塑造竞争优势	12
图 13: 产品强化协同效应	13
图 14: 制造保障产能供给	14
表 1: 川仪股份产品介绍及图例	4
表 2: 川仪股份部分参股公司情况	5
表 3: 行业内主要综合型企业	10
表 4: 公司业绩拆分	15
表 5: 可比公司估值 (以 2023 年 11 月 20 日收盘价为估值基准)	16

1. 公司介绍：国内工业自动控制系统装置制造业龙头，经营稳健

1.1. 川仪股份是国内工业自动控制系统装置制造业龙头

川仪股份是国内工业自动控制系统装置制造业龙头。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，主营业务是工业自动控制系统装置及工程成套，包括智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、物位仪表、控制设备及装置、分析仪器等各大类单项产品以及系统集成及总包服务，可为工业客户提供相关产品和自动化解决方案。（系统集成及总包服务主要为用户企业生产流程的自动化控制、优化控制和信息化系统集成提供整体解决方案、设备及技术服务）。川仪股份作为国内工业仪器仪表行业龙头，除工业自动控制系统装置及工程成套外，公司还开展电子信息功能材料及器件、进出口等业务。

表 1：川仪股份产品介绍及图例

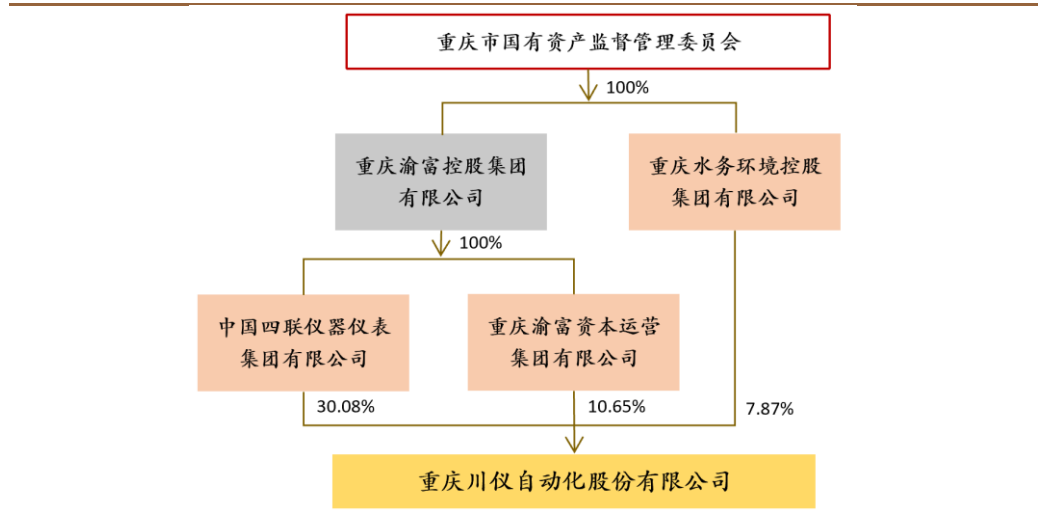
产品	门类与系列	图例	功能介绍
智能调节阀	5 大类产品 90 多种型号 6000 余种规格		接收控制系统的指令，实施对管道中介质流量的控制及信号反馈
智能执行机构	2 大门类 9 个系列产品		接收控制系统的指令，完成对各种直通或旋转类阀门及风门挡板的控制
智能变送器	10 大系列产品		对被测介质的压力、差压进行检测和信号传输
智能流量仪表	8 大门类 10 个系列产品		对被测介质的流量进行检测及信号传输
分析仪器	3 大门类 10 个系列产品		对被测介质的化学特性、组成成份及含量进行在线或离线检测及分析
温度仪表	4 大门类 10 个系列产品		对被测介质的温度进行检测及信号传输
物位仪表	4 大门类 20 个系列产品		对被测介质的料位、液位进行检测及信号传输
控制装置	PAS300 控制系统系列产品		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
电气装置	8 大系列		对高低压电气设备的配电系统进行管理及故障传递

资料来源：川仪股份 2022 年年报，德邦研究所

1.2. 股权结构：股东背景强大，子公司各司其职

川仪股份股东背景强大。截至 2023 年 9 月 30 日，四联集团为川仪股份控股股东，另外重庆国资委通过重庆渝富控股集团有限公司持有四联集团 100% 股份。

图 1：川仪股份股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：川仪股份 2022 年年报摘要，2023 年三季报，wind，德邦研究所

川仪股份各子公司各司其职，产品协同度高。主要全资子公司包括重庆川仪工程技术有限公司（主营仪器仪表及成套系统的销售）、上海川仪工程技术有限公司（主营仪器仪表销售）、重庆四联技术进出口有限公司（主营自营和代理各类商品和技术的进出口）、重庆川仪十七厂有限公司（主营热电偶、热电阻及温控仪表的设计、生产及销售）、重庆川仪分析仪器有限公司（主营分析仪器、实验室仪器的生产制造及销售）、重庆川仪调节阀有限公司（主营调节阀的设计、制造及销售）、重庆四联测控技术有限公司（主营变送器产品的研发、生产和销售）。

表 2：川仪股份部分参股公司情况

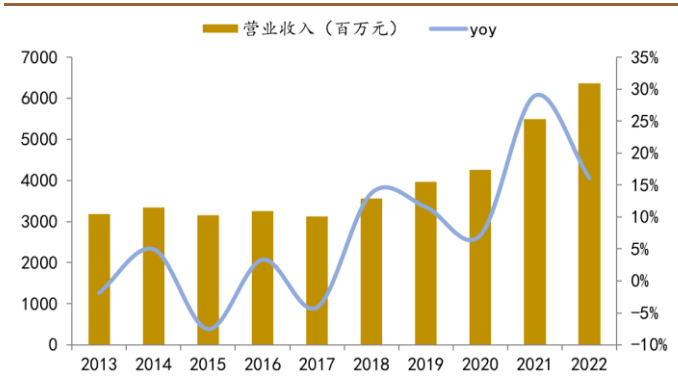
参股公司名称	持股比例	主要业务	2022 年净利润 (万元)
重庆川仪工程技术有限公司	100%	仪器仪表及成套系统的销售	177.08
上海川仪工程技术有限公司	100%	仪器仪表销售	336.40
重庆四联技术进出口有限公司	100%	自营和代理各类商品和技术的进出口	524.14
重庆川仪十七厂有限公司	100%	热电偶、热电阻及温控仪表的设计、生产及销售	3,971.74
重庆川仪分析仪器有限公司	100%	分析仪器、实验室仪器的生产制造及销售	4,987.62
重庆川仪调节阀有限公司	100%	调节阀的设计、制造及销售	11,023.42
重庆四联测控技术有限公司	100%	变送器产品的研发、生产和销售	7,966.26
重庆横河川仪有限公司	40%	差压、压力变送器、记录仪、分析仪、工业自动化控制系统及其他工业仪器	29,543.79

资料来源：川仪股份 2022 年年报，德邦研究所

1.3. 财务分析：公司经营稳健，收入与利润规模稳步增长

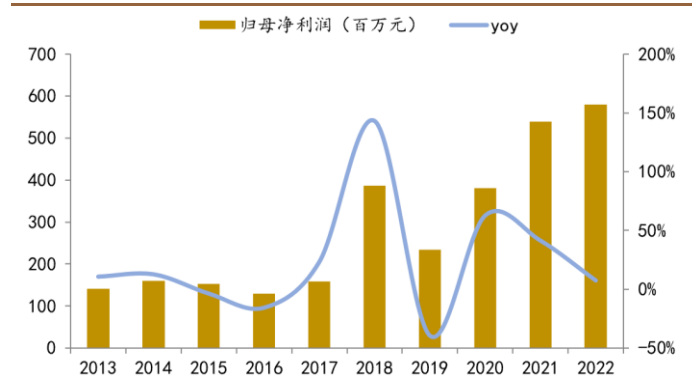
公司经营稳健，现金流充裕。从收入端来看，2018 年以前公司收入端保持平稳，2018 年开始实现连续 5 年收入端正增长。从利润端来看 2018 年开始公司利润规模上新台阶。从现金流来看，公司经营现金流充裕，公司发展充满活力。

图 2：川仪股份营业收入及同比



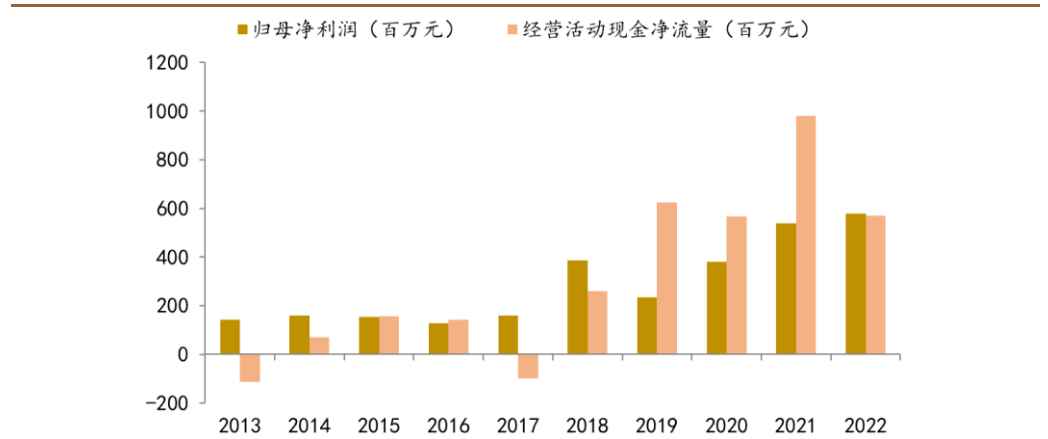
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 3：川仪股份归母净利润及同比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

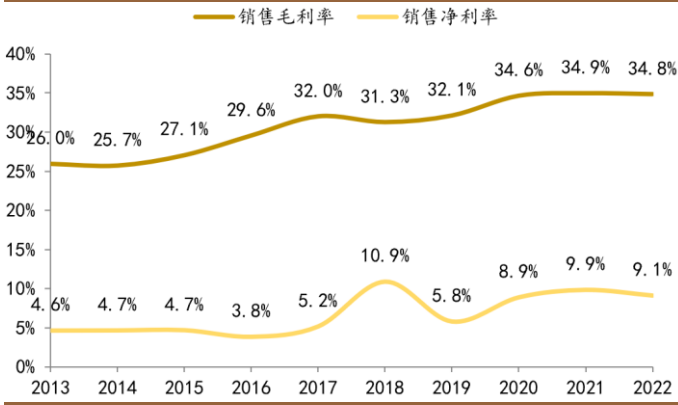
图 4：川仪股份经营活动现金净流量及同比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

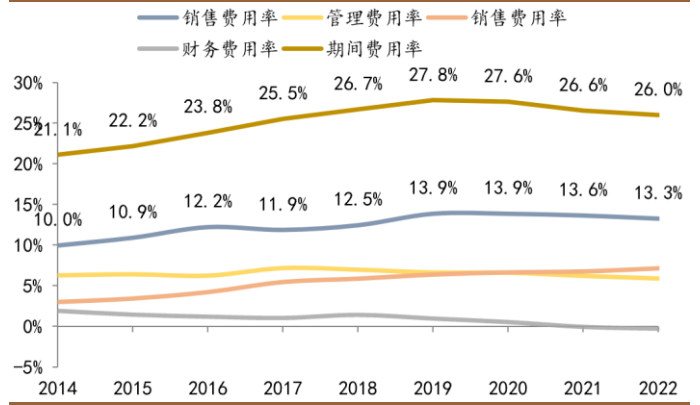
公司盈利能力稳步提升，费用管理效果逐渐显现。2013-2022 年，公司销售毛利率由 25% 左右提升至 35% 左右，公司销售净利率由 4% 左右提升至 9% 左右，盈利能力稳步提升。

图 5：川仪股份销售毛利率及销售净利率



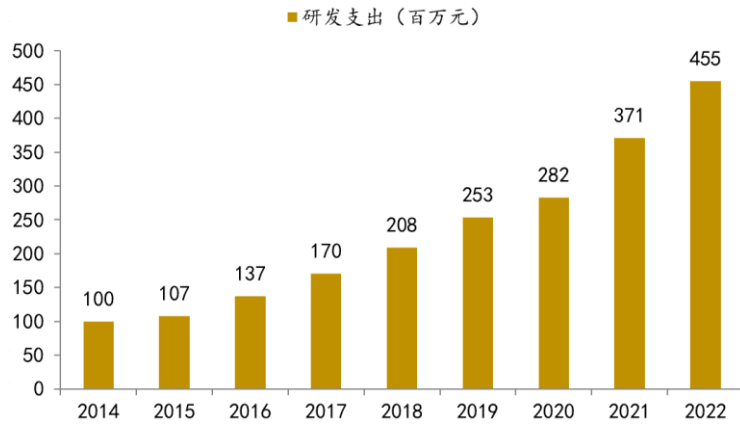
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 6：川仪股份期间费用率



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

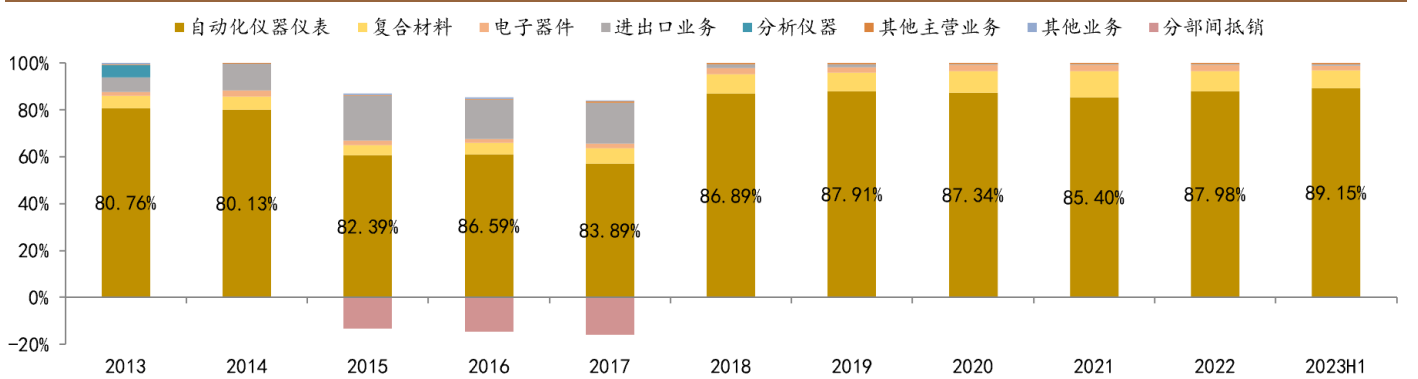
图 7：川仪股份研发投入



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

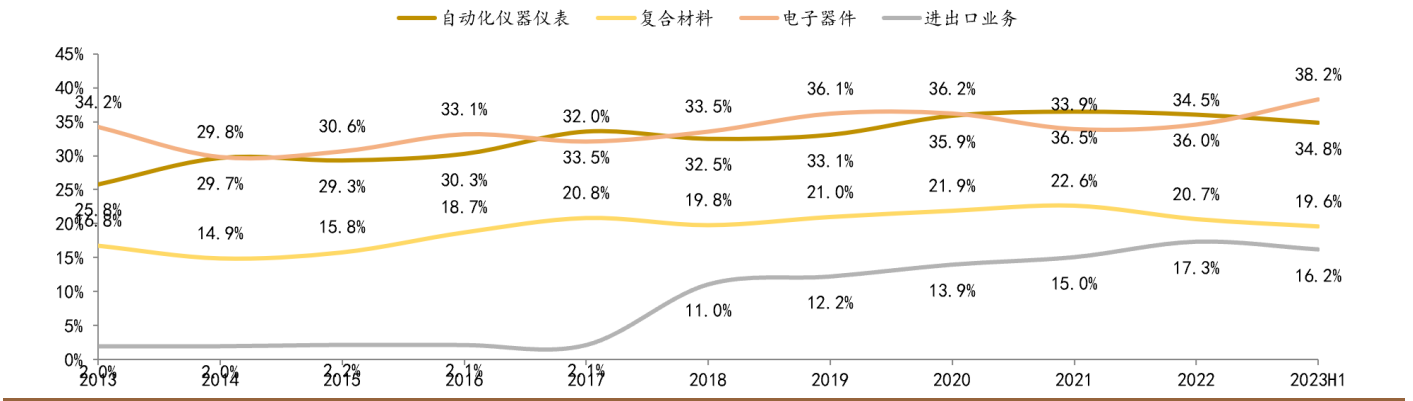
从收入结构上看，公司自动化仪器仪表业务为公司主要收入来源，2018 年以来收入占比 85%以上。从毛利率来看，自动化仪器仪表业务毛利率约 35%左右，是公司毛利主要贡献来源。

图 8：川仪股份分业务收入构成占比



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 9：川仪股份分业务毛利率情况



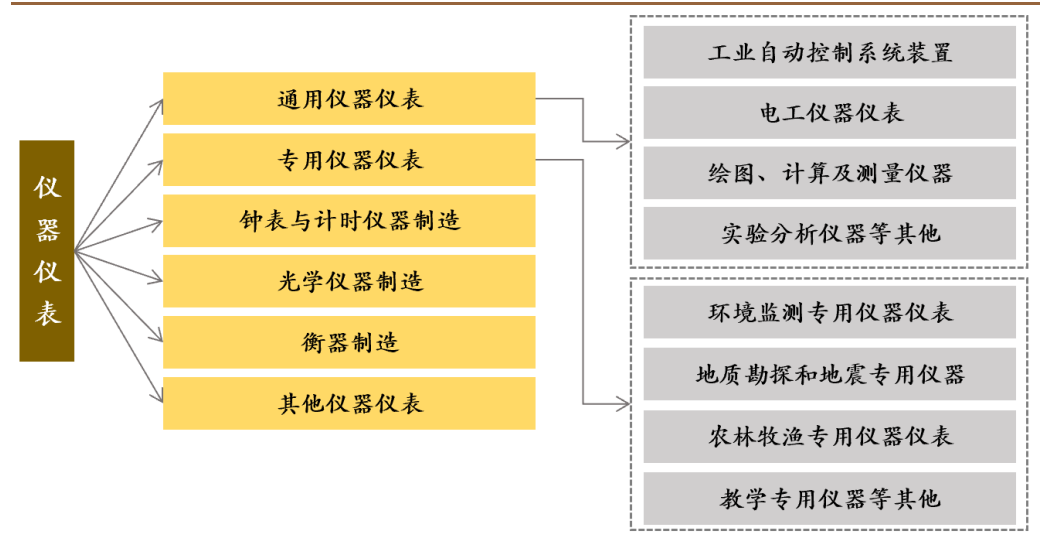
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

2. 行业分析：国家重大装备重要组成部分，行业壁垒高

2.1. 仪器仪表行业产品种类较多，市场空间大

仪器仪表是用以检出、测量、观察、计量各种物理量、物质成分、物性参数等的器具或设备。仪器仪表行业产品种类较多，根据国家统计局制定的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017) 2019 年修改版，我国仪器仪表可以分为通用仪器仪表、专用仪器仪表、钟表与即使仪器制造、光学仪器制造、衡器制造、其他仪器仪表。

图 10：仪器仪表行业产品种类较多



资料来源：智研咨询，德邦研究所

根据仪器信息网，我国仪器仪表产业规模稳步增长，居全球第三，部分高端产品达到或接近国际技术水平。2022 年规上企业 6100 余家，实现营收 9835 亿元，实现利润 1018 亿元，产业规模居全球第三。我国仪器仪表行业产业结构逐步升级，中低端产品基本满足国内市场需求，部分高端产品达到或接近国际技术水平，一批大型高端专用测量仪器、工业控制系统取得突破。

仪器仪表是促进国民经济发展的基础性、战略性产业。国家高度重视仪器仪表产业发展。根据公司 2022 年年报摘要，2018 年 7 月，中央财经委员会第二次会议明

确要求“切实提高我国关键核心技术创新能力”“培育一批尖端科学仪器制造企业”；2023年2月，习近平总书记在中共中央政治局第三次集体学习时强调“要打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战”。

2.2. 工业自动控制系统装置制造业是国家重大装备的重要组成部分

工业自动控制系统装置制造业是国家重大装备的重要组成部分。工业自动控制系统装置制造业主要产品是对生产过程进行自动检测与控制的基础手段和设备，是促进工业现代化、信息化及节约能源、保护环境、实现产业升级、转变经济增长方式的重要手段，从一个重要的方面体现了国家高技术和高技术产业发展的水平。

下游应用广泛，石油、化工、火电、核电、冶金等下游占比高。从下游来看，工业自动控制系统装置制造业的产品主要应用于石油、化工、火电、核电、冶金等行业和环保、节能减排、轨道交通等新兴市场领域。石油、化工、火电、核电、冶金等行业对工业自动控制系统装置制造业产品的需求占整个行业市场的60%以上。各行业中长期发展规划，均要求其对生产设备实施技术改造，提高自动化水平，增强行业的竞争力。

从产品种类来看，行业生产具有小批量、多品种的特点，多为订单生产，专业性强、需要较强的技术支持和售后服务能力。

从市场需求来看，主要分为**新增项目需求和技术改造项目需求**。新增项目受国家宏观经济影响较大，而项目技术改造需求受宏观经济影响较小。特别是国家调整产业结构、转变经济增长方式和大力推广节能减排的措施，对下游行业的技术改造需求有明显的刺激作用。

上世纪80-90年代，工业自动控制系统装置制造业在国内形成了三大生产基地和八大骨干企业。三大生产基地是重庆、上海和西安，八大骨干企业是川仪股份、自仪股份等八大企业。该行业业务覆盖较广，产品种类较多，不仅包括单项产品（如执行机构、变送器、调节阀等），还涉及较为复杂的系统集成及总包服务，行业内各企业均根据各自的实际情况制订了应对市场发展的不同战略方针。

2.3. 竞争格局：充分竞争市场，综合性企业更具竞争优势

工业自动控制系统装置制造业是一个全面开放和充分竞争的行业，市场化程度很高。根据公司招股说明书，从行业内各企业实际从事的业务范围考虑，当前行业内形成了综合型和专项型两大类别的生产企业。综合型企业主要由大中型企业构成，其产品结构体系完备，并具有工程成套能力，如ABB、Siemens、川仪股份、自仪股份等；而专项型企业主要侧重单一产品的发展，如威尔泰、聚光科技等。

综合型企业较专项型企业在市场竞争中更具优势。其因主要有三：一是产品品种、系列完备，可根据市场的不同需求，给予成套供货和快速满足特殊需求，各产品单元能够形成较好的联动效应，具有较强的应变市场、抵御风险的能力；

二是齐备的产品结构有利于更全面地了解各产品之间的交叉特性，为客户提出更具针对性、更优化的产品解决方案，适应用户需要及把握应用行业需求发展趋势；三是由于产品、技术领域覆盖面广，能更准确、全面地把握行业的发展动态，为基础技术研究和产品开发赢得先机。

国内综合企业与海外品牌差距逐渐缩小。就国内综合型企业而言，主要竞争对手是具有产品技术优势的跨国企业。根据公司招股说明书，国内综合型企业已通过对技术的引进、消化、吸收和科技攻关等多种方式，实现了产品技术水平较大程度的提高，缩小了与跨国企业之间的差距；同时，国内综合型企业在本土化生产、销售渠道、产品价格及服务等服务配套能力方面相对跨国企业具有较强的优势。另外，目前国家政策对工业自动化控制系统装置制造业产品的主要应用领域的大型项目设备国产化率提出了较高的要求，有望引导国内企业积极开展自主研发，进而提升国内企业的整体竞争实力。

表 3：行业内主要综合型企业

竞争对手	公司介绍
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 DCS CENTUM CS3000 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。
国外品牌	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 Industrial IT System 800xA 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
国内品牌	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，德邦研究所

2.4. 技术密集型行业，进入壁垒高

由于工业自动化控制系统装置制造业下游主要为石油、化工、火电、核电、冶金等行业，下游行业呈现出投入大、安全要求高、行业集中度高等特点，因此对于产品稳定性等有较高要求，也导致工业自动化控制系统装置制造业拥有较高的进入壁垒。

①技术壁垒：工业自动化控制系统装置制造业属于技术密集型行业，包含了电子、精密机械、计算机、软件、通信、光电、材料等多种技术，产品技术含量高，生产工艺相对复杂，对高新技术反应敏感，技术进步较快，需要较强的技术实力和技术储备；同时对于系统集成及总包服务，需要较多的专有技术支撑。新进企业无法在短时间内积累上述技术基础。

②人才壁垒：工业自动化控制系统装置制造业需要一大批不同类型的高素质人才，不仅包括专业知识牢固、创新意识强、团队协作能力强的产品研发队伍，掌

握复杂生产工艺的技术人员和高技能的技术工人，熟悉用户需求且能提供解决方案和技术服务的销售工程师，还包括具有现代管理意识的高素质管理人才。人才成长需要实际工作的长期锻炼，新进企业很难在短期内聚集各种所需的专业人才。

③**品牌壁垒**：工业自动控制系统装置制造业产品在其应用领域具有十分重要的地位，其产品的性能和可靠性对客户尤其重要，为此客户通常会选择在行业内具有良好声誉和品牌的生产企业作为其供货商。新进企业很难在短时间内树立自己的品牌地位。

④**转换壁垒**：工业自动控制系统装置制造业中大多数客户在考虑更换产品品牌时，会较多考虑新品牌与其自有设备接口的兼容性、操控性以及产品售后服务的便利性与连续性等方面的问题，这对新进者抢占市场提出了较高的要求。

⑤**销售服务网络壁垒**：由于工业自动控制系统装置制造业产品技术含量高，服务要求响应迅速、专业性强，销售服务网络需要多年经营积累，新进企业短期内复制的难度很大。

⑥**资金壁垒**：资金壁垒主要表现在两方面：一是产品技术需要持续升级，需要根据市场情况进行持续性投入；二是对于行业内大型客户的销售，通常贷款支付与工程总进度相关联。新进企业必须具有足够的资金实力。

3. 公司优势：强品牌、重研发、高协同、稳生产

3.1. 强品牌：品牌助力市场开拓

深耕近 60 年，拥有较强的品牌认可度，客户黏性高。公司深耕工业自动控制系统装置制造业近 60 年，构筑起业内领先的营销服务网络，覆盖全国主要大中城市及重点客户群体，逾千名销售及服务工程师深耕市场一线，着力为客户提供从产品开发到售后服务的全流程优质服务。多年来，公司凭借过硬的技术、可靠的产品、专业的服务以及持续的研发创新，培育了较高的品牌知名度和美誉度，并通过定期互访、技术交流等，深度洞察客户需求，及时解决重点难点问题，以双向成长、互利共赢，不断增强客户黏性。

图 11：公司具备较强品牌优势



资料来源：川仪股份 2022 年年报，德邦研究所

3.2. 重研发：人才支撑持续发展，创新塑造竞争优势

持续加大研发投入，对标国际一流，努力追赶国际品牌。在日益激烈的市场竞争中，公司作为具有充分市场竞争特性的高新技术企业，始终视人才为发展的第一资源，坚持市场化方向，用心培育人才、凝聚人才、成就人才，构建了科学规范、开放包容的人才发展体系。公司把高层次人才引进和培养作为贯彻新发展理念、深化“人才强企”战略的重要抓手，通过实施职业经理人改革、全覆盖实施各级经理层任期制契约化管理、全面推进市场化用工和差异化薪酬分配机制建设、构建高层次人才职业进阶“双通道”、强化中长期激励约束机制等，不断加强高层次人才、高层次技能人才和高层次经营管理人才队伍建设，深度激发人才队伍积极性、主动性和创造性，促进技术进步、工艺升级和管理提升。2022年，公司4名职业经理人选聘到位，555名各级管理者纳入任期制契约化管理；柔性引进院士专家2名，引进博士及硕士75名，聘任高层次技术及技能人才482名，“菁鹰人才”计划首批入库68人；向558名经营骨干授予限制性股票。

公司积极融入和服务国家发展战略，对标世界一流，加快推进主力产品优化提升，加大关键核心技术攻关，助力重大工程、关键领域自主可控。持续完善以市场为导向、产品为基石、创新为引擎的技术研发体系，升级后的川仪研究院辖八大研究中心和十五个专业研究所，创新体制机制更加健全，促进院士工作站、重庆市重点实验室和工程技术研究中心等多层次创新平台优化运行，并与外部智力资源形成优势互补、分工明确的产学研用协同创新模式，全面提升创新效能。

图 12：创新塑造竞争优势



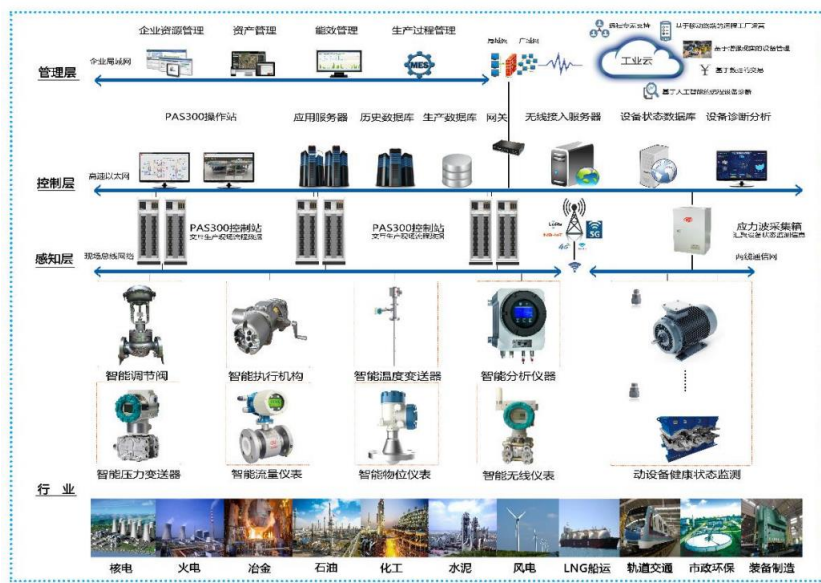
资料来源：川仪股份 2022 年年报，德邦研究所

3.3. 高协同：产品协同效应强

公司是国内极少数综合型自动化仪表及控制装置研发制造企业。公司具备完

整的工业测量、控制、执行全过程仪控装备产品体系，业务涵盖自动化仪表及控制装置、电子信息功能材料及器件、基于工业互联网的自动化解决方案，可为石油化工、冶金、电力、市政公用及环保、轻工建材及其他应用行业提供大量技术装备及服务，并持续向新能源、新材料等领域延伸。随着工业互联网、大数据、人工智能的迅猛发展，公司不断深化技术、产品、服务布局，构建了涵盖“管、网、端”三个层次的工业物联网技术产品体系，汇集工业大数据，服务智慧工厂建设。目前，公司各业务均形成系列化产品，并具备高效的产品再创新能力及客户需求转化能力，各产品门类相互赋能、密切协同，能够快速响应下游不同客户的个性化需求；依托丰富的产品、技术和业务积淀，公司持续打造了智慧安全、智慧水务等系列工业智能解决方案，形成众多范例。

图 13：产品强化协同效应



资料来源：川仪股份 2022 年年报，德邦研究所

3.4. 稳生产：提高产线自动化程度，保障产能供给

提高产线自动化程度，稳定产品质量的同时提高产能。作为行业内率先开展两化融合与智能制造的企业，公司深入实施“数智川仪”工程，以工艺技术革新和装备能力建设为重点，健全完善产品全生命周期信息化管控系统，贯通“市场服务、产品设计、生产制造、经营管理”四个核心流程，持续打造智能生产线、数字化车间和创新示范智能工厂，增强全流程、全要素数字化控制和精细化管理能力。

“数智川仪”工程建设有力地促进了公司数字化协同研发设计能力、离散型精益制造能力的双向提升。突出“提升品质、缩短交期、降低成本、高效管理”目标，夯实现代生产管理体系，加强供应链建设，强化供应链保障及品控能力，为准点交付保驾护航。公司以高水平智造成果获工信部两化融合管理体系贯标示范企业、工信部智能制造试点示范企业、中国智能制造 TOP100、重庆十大智能制造标杆企业等多项荣誉。2022 年温度仪表、智能变送器、智能执行机构、智能流量仪表、智能调节阀等主力产品产能提升 15%-25%。截至 2022 年 12 月 31 日，

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，形成较强的综合交付能力并支撑市场开拓。

图 14：制造保障产能供给



资料来源：川仪股份 2022 年年报，德邦研究所

4. 投资建议

公司业务拆分如下，主要假设有：

① 自动化仪器仪表：假设 2023-2025 年收入增速分别为 23%、22%、21%；毛利率分别为 36.00%、36.20%、36.40%。

② 复合材料：假设 2023-2025 年收入增速分别为 -10%、0%、10%；毛利率分别为 21.00%、21.50%、22.00%。

③ 电子器件：假设 2023-2025 年收入增速分别为 10%、15%、20%；毛利率分别为 35.5%、36%、36.5%。

④ 进出口业务：假设 2023-2025 年收入增速维持 5%；毛利率分别为 16%、16.5%、17%。

⑤ 其他主营业务：假设 2023-2025 年收入增速维持 40%；毛利率维持 75%。

表 4：公司业绩拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,486.60	6,370.18	7,635.09	9,198.35	11,082.25
yoy	28.99%	16.10%	19.86%	20.47%	20.48%
营业成本 (百万元)	3,569.64	4,151.96	4,947.57	5,920.13	7,094.29
毛利 (百万元)	1,916.96	2,218.22	2,687.52	3,278.22	3,987.96
yoy	30.18%	15.72%	21.16%	21.98%	21.65%
毛利率	34.94%	34.82%	35.20%	35.64%	35.99%
自动化仪器					
营业收入 (百万元)	4,685.34	5,604.35	6893.35	8409.89	10175.96
yoy	26.12%	19.61%	23.00%	22.00%	21.00%
营业成本 (百万元)	2,977.51	3,586.47	4411.74	5365.51	6471.91
仪表 毛利 (百万元)	1,707.84	2,017.88	2481.61	3044.38	3704.05
毛利率	36.45%	36.01%	36.00%	36.20%	36.40%
营收占比	85.40%	87.98%	90.29%	91.43%	91.82%
复合材料					
营业收入 (百万元)	614.50	551.04	495.94	495.94	545.53
yoy	59.52%	-10.33%	-10.00%	0.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	475.43	437.20	391.79	389.31	425.51
毛利 (百万元)	139.08	113.84	104.15	106.63	120.02
毛利率	22.63%	20.66%	21.00%	21.50%	22.00%
营收占比	11.20%	8.65%	6.50%	5.39%	4.92%
电子器件					
营业收入 (百万元)	135.49	151.21	166.33	191.28	229.54
yoy	24.73%	11.60%	10.00%	15.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	89.58	98.98	107.28	122.42	145.76
毛利 (百万元)	45.91	52.23	59.05	68.86	83.78
毛利率	33.88%	34.54%	35.50%	36.00%	36.50%
营收占比	2.47%	2.37%	2.18%	2.08%	2.07%
进出口业务					
营业收入 (百万元)	25.48	27.26	28.62	30.05	31.56
yoy	-4.93%	6.99%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	21.64	22.54	24.04	25.10	26.19
毛利 (百万元)	3.83	4.72	4.58	4.96	5.36
毛利率	15.03%	17.31%	16.00%	16.50%	17.00%
营收占比	0.46%	0.43%	0.37%	0.33%	0.28%
其他业务					
营业收入 (百万元)	25.79	36.32	50.85	71.19	99.66
yoy	45.13%	40.83%	40%	40%	40%
营业成本 (百万元)	5.48	6.77	12.71	17.80	24.92
毛利 (百万元)	20.31	29.55	38.14	53.39	74.75
毛利率	78.75%	81.36%	75%	75%	75%
营收占比	0.47%	0.57%	0.67%	0.77%	0.90%

资料来源：公司 2021 年、2022 年报，wind，德邦研究所

公司作为综合型工业自动化仪表及控制装置的研发制造企业，产品覆盖工业自动化仪表及控制装置各大品类。我们选取【中控技术】、【普源精电】、【鼎阳科技】作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 为 42.57、30.56、22.20X。预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 76.35、91.98、110.82 亿元，yoy+19.9%、20.5%、20.5%；归母净利润 6.98、8.35、9.97 亿元，yoy+20.5%、19.7%、19.3%；分别对应 PE 15.58、13.02、10.91 X。估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值 (以 2023 年 12 月 7 日收盘价为估值基准)

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688777.SH	中控技术	1.61	1.37	1.78	2.35	56.55	30.82	23.78	17.99
688337.SH	普源精电	0.76	0.75	1.12	1.61	128.13	62.79	42.24	29.40
688112.SH	鼎阳科技	1.32	1.10	1.46	1.95	70.66	34.11	25.65	19.22
	平均值	——	——	——	——	85.11	42.57	30.56	22.20
603100.SH	川仪股份	1.47	1.77	2.12	2.52	21.29	15.58	13.02	10.91

资料来源: wind, 德邦研究所 (中控技术、普源精电、鼎阳科技盈利预测均采用 wind 一致预期)

5. 风险提示

下游需求景气度不及预期、技术研发风险、产能不及预期的风险、原材料供应及价格波动风险等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.47	1.77	2.12	2.52
每股净资产	8.63	9.80	11.91	14.43
每股经营现金流	1.44	0.36	3.24	0.92
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.29	15.58	13.02	10.91
P/B	3.63	2.81	2.31	1.91
P/S	1.71	1.42	1.18	0.98
EV/EBITDA	18.46	13.10	9.24	7.20
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.8%	35.2%	35.6%	36.0%
净利润率	9.1%	9.2%	9.1%	9.0%
净资产收益率	17.0%	18.0%	17.8%	17.5%
资产回报率	7.8%	8.0%	8.1%	8.0%
投资回报率	12.4%	13.7%	14.3%	14.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.1%	19.9%	20.5%	20.5%
EBIT 增长率	34.1%	26.9%	25.9%	24.4%
净利润增长率	7.5%	20.5%	19.7%	19.3%
偿债能力指标				
资产负债率	54.1%	55.5%	54.3%	54.1%
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
现金比率	0.4	0.3	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	54.2	67.5	62.6	62.9
存货周转天数	106.0	101.9	103.1	103.2
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	10.2	12.3	14.9	18.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	579	698	835	997
少数股东损益	2	2	3	3
非现金支出	127	92	95	97
非经营收益	-93	-84	-66	-15
营运资金变动	-47	-564	415	-717
经营活动现金流	569	144	1,281	365
资产	-102	-64	-69	-68
投资	-650	-22	23	108
其他	-80	103	89	42
投资活动现金流	-832	17	43	82
债权募资	86	50	50	50
股权募资	42	-0	0	0
其他	-377	-256	-23	-27
融资活动现金流	-250	-206	27	23
现金净流量	-510	-45	1,351	470

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 7 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,370	7,635	9,198	11,082
营业成本	4,152	4,948	5,920	7,094
毛利率%	34.8%	35.2%	35.6%	36.0%
营业税金及附加	51	65	78	94
营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	845	1,031	1,242	1,496
营业费用率%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
管理费用	373	458	552	665
管理费用率%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	455	534	644	776
研发费用率%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
EBIT	523	664	836	1,040
财务费用	-16	-11	-6	-29
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-33	-0	-0	-0
投资收益	135	153	184	222
营业利润	627	778	931	1,111
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	639	778	931	1,111
EBITDA	612	756	931	1,137
所得税	58	78	93	111
有效所得税率%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	2	2	3	3
归属母公司所有者净利润	579	698	835	997

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,498	1,453	2,804	3,274
应收账款及应收票据	1,181	1,943	1,563	2,672
存货	1,300	1,501	1,890	2,178
其它流动资产	1,930	2,249	2,436	2,669
流动资产合计	5,908	7,147	8,693	10,793
长期股权投资	380	403	425	446
固定资产	623	620	615	609
在建工程	57	73	92	110
无形资产	58	55	51	48
非流动资产合计	1,546	1,590	1,637	1,680
资产总计	7,454	8,737	10,329	12,473
短期借款	8	58	108	158
应付票据及应付账款	1,521	1,922	2,162	2,738
预收账款	16	18	20	25
其它流动负债	1,989	2,355	2,818	3,330
流动负债合计	3,533	4,353	5,107	6,251
长期借款	392	392	392	392
其它长期负债	107	107	107	107
非流动负债合计	498	498	498	498
负债总计	4,032	4,851	5,606	6,749
实收资本	395	395	395	395
普通股股东权益	3,409	3,870	4,705	5,702
少数股东权益	14	16	19	22
负债和所有者权益合计	7,454	8,737	10,329	12,473

信息披露

分析师与研究助理简介

俞能飞：德邦证券研究所智能制造组组长，机械设备首席分析师。厦门大学经济学硕士，曾于西部证券、华西证券、国泰君安等从事机械、中小盘研究，擅长挖掘底部、强预期差、高弹性标的的研究。作为团队核心成员获得 2016 年水晶球机械行业第一名；2017 年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018 年新财富中小市值第三名；2020 年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。