

非金融公司|公司深度|川仪股份（603100）

工业自动化仪表的“中国艾默生”



报告要点

川仪股份是国内工业自动化仪表龙头，多条护城河加持下有望成为“中国艾默生”。**(1) 政策助推行业景气度修复：**我们认为设备更新政策加持下，石油石化有望进行规模性的设备更新替换；稳经济政策推动下，基础化工行业资本开支有望持续修复，最核心的两大下游景气度修复为自动化仪表行业带来增量空间，我们预计 2024 年自动化仪表（控制阀+仪器仪表）市场空间约 850 亿元。**(2) 国产替代提份额：**川仪已经完成对二线外资的替代，正冲击一线外资艾默生。我们认为伴随一揽子货币政策和稳地产、保民生、促消费等财政政策推出，川仪有望充分受益。

分析师及联系人



刘晓旭



蒙维涵

SAC: S0590524040006

川仪股份(603100)

工业自动化仪表的“中国艾默生”

行业： 机械设备/通用设备
投资评级： 买入（首次）
当前价格： 21.66 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 513/508
流通 A 股市值(百万元) 11,012.16
每股净资产(元) 8.26
资产负债率(%) 48.62
一年内最高/最低(元) 31.49/15.61

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

国内工业自动化仪表龙头，稳健经营凸显韧性

川仪股份是全国三大仪器仪表基地之一，国内综合型工业自动化仪表龙头。2017-2023 年公司营收从 31.3 亿元增长至 74.1 亿元，CAGR 约 15%；归母净利润从 1.6 亿元增长至 7.4 亿元，CAGR 约 29%。2024 年公司在内外部需求减弱&下游资本开支增速放缓背景下，业绩依旧保持韧性，2024Q1-Q3 公司营收约 56.2 亿元，同比+3%，归母净利润约 5.6 亿元，同比+4%。

石化行业资本开支有望上行，驱动千亿仪表市场

公司下游应用主要为化工（石油石化+基础化工）、冶金、电力等流程工业领域，我们认为后续行业需求驱动主要为（1）**石油石化**：“两桶油”有能力且有意愿进行资本开支，2024 年资本开支预算约 3900 亿元，同比-7%，增速虽有下降但收缩意愿不强，“以旧换新”&“降碳行动”下，有望进行规模性设备更新替换。（2）**基础化工**：“稳经济政策”有望改善地产&消费等终端需求，顺周期行业景气度有望提升。我们预计 2024 年中国工业自动化市场约 3500 亿元，其中流程工业市场约 1700 亿元，自动化仪表（控制阀+仪器仪表）市场约 850 亿元。

成功替换二线外资，强势冲击一线艾默生

国内工业自动化仪表市场近千亿，但价值最高的高端市场长期被外资品牌占据，目前川仪已经完成对二线外资的替代，正冲击一线外资艾默生。（1）**控制阀排名第 2**：约 450 亿元市场，艾默生市占率约 18%，川仪约 6.5%。（2）**压力变送器排名第 3**：约 60 亿元市场，横河+艾默生市占率超 50%，川仪约 7%。（3）**流量计排名第 4**：约 110 亿元市场，艾默生市占率约 7%，川仪约 5%。（4）**温度计排名第 1**：约 60 亿元市场，川仪市占率约 8%，超过艾默生。

多条护城河加持，有望成为“中国艾默生”

川仪是内资中的艾默生：（1）**产品全&技术好**：国内同行规模最大、产品门类最全（10 大类）、系统集成能力最强，部分核心产品技术性能对标国际龙头。（2）**“2+3”直销体系**：打造区域销售+产品销售两级互补机制，建立“销售+技术支持+服务”的“营销铁三角”。（3）**资质好&产能够**：客户以大型央企+民营龙头为主，是 2021 年行业中唯一进入中石化控制阀+执行机构供应商名单的企业；“数智川仪”成功提产 70%-189%，且拟定增募资 6.6 亿元扩充产能。

高护城河且盈利稳定增长，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 77.5/85.1/97.4 亿元，分别同比增长约 5%/10%/14%；归母净利润分别为 7.7/8.8/10.3 亿元，分别同比增长 4%/14%/18%；EPS 分别为 1.5/1.7/2.0 元/股，2024-2026 年 CAGR 为 16%。鉴于公司是国内综合型工业自动化仪表龙头叠加多条护城河加持，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；市场竞争加剧；产能建设不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6370	7411	7749	8512	9744
增长率(%)	16.10%	16.34%	4.56%	9.85%	14.48%
EBITDA(百万元)	700	883	976	1102	1252
归母净利润(百万元)	579	744	770	877	1033
增长率(%)	7.51%	28.44%	3.55%	13.84%	17.82%
EPS(元/股)	1.13	1.45	1.50	1.71	2.01
市盈率(P/E)	19.1	14.9	14.4	12.6	10.7
市净率(P/B)	3.2	2.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.3	11.0	7.3	6.3	5.4

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 11 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

(1) **市场空间广阔**：预计 2024 年中国工业自动化市场规模约 3500 亿元，其中流程工业市场规模约 1700 亿元，流程工业中自动化仪表（控制阀+仪器仪表）市场约 850 亿元。在“以旧换新”+“降碳行动”+“稳经济政策”背景下，我们认为①石油石化为代表的流程工业有望进行规模性的设备更新替换；②基础化工为代表的顺周期行业景气度提升，为自动化仪表带来增量空间。

(2) **国产替代加速**：国内玩家众多，外资（艾默生、KOSO 等）长期占据高端市场，川仪等优质内资正在加速替代。目前川仪已经完成对二线外资的替代，正冲击一线外资艾默生，其中控制阀排名第 2、压力变送器排名第 3、流量计排名第 4、温度计排名第 1（超过艾默生）。

(3) **川仪强阿尔法**：川仪前身为 1965 年三地内迁重庆的四川仪表总厂，全国三大仪器仪表基地之一，国内工业自动化仪表龙头。公司产品谱系全面，部分核心产品技术性能对标国际；打造“2+3”直销体系，区域销售+产品销售互补，服务驱动销售；客户以大型央企+民营龙头为主，公司是 2021 年行业中唯一进入中石化控制阀+执行机构 2 个供应商名单的企业。

不同于市场的观点/创新之处

(1) **驱动力角度**：市场部分观点认为：目前石油石化和基础化工资本开支增速下降，市场需求疲软。我们认为：“以旧换新”+“降碳行动”背景下，石油石化资本开支有望上行，其中“两桶油”有能力且有意愿进行资本开支；“稳经济政策”密集出台，有望改善地产、消费等终端需求，带动基础化工顺周期行业景气度提升。

(2) **竞争力角度**：市场部分观点认为：外资艾默生、KOSO 等长期占据国内高端市场，已经通过技术形成相对优势，高端市场难以进行国产替代。我们认为：原先内资国产替代主要是针对中端市场，替代二线外资；2023 年起，国产替代进入新阶段，高端市场成为必争之地，需要冲击一线外资。内资中川仪国产替代贡献最大，已经成功完成对二线外资的替代，正冲击一线外资艾默生。在产品&销售&客户&产能的加持下，川仪有望完成对一线外资的替代。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 77.5/85.1/97.4 亿元，分别同比增长约 5%/10%/14%；归母净利润分别为 7.7/8.8/10.3 亿元，分别同比增长 4%/14%/18%；EPS 分别为 1.5/1.7/2.0 元/股，2024-2026 年 CAGR 为 16%。可比公司 2025 年平均 PE 为 20 倍，鉴于政策层面传导至下游需求仍需要时间，我们综合绝对估值法（DCF 法测算得到当前每股价值 23.9 元）和相对估值法，给予公司 2025 年 16 倍 PE，对应目标价 27.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

- (1) **短期看**，石油石化资本开支有望上行，基础化工下游需求回暖，带动自动化仪表更新替换。
- (2) **中期看**，公司控制阀、压力变送器等核心产品市占率提升，有望完成对一线外资的国产替代。
- (3) **长期看**，公司从“借船出海”到“自主出海”，积极开拓欧美、东南亚、中东非洲等海外市场。

正文目录

1.	川仪股份：国内综合型工业自动化仪表龙头.....	7
1.1	深耕工业自动化仪表领域六十载.....	7
1.2	石油化工资本开支驱动公司业绩增长.....	10
2.	自动化仪表：政策加持下国产替代空间广阔.....	13
2.1	行业规模：自动化仪表市场近千亿元.....	13
2.2	核心驱动：石化行业景气拐点初现.....	16
2.3	控制阀：国产替代进军中高端市场.....	20
2.4	仪器仪表：技术驱动下国产化率提升.....	23
3.	他山之石：艾默生如何成为全球控制仪表龙头.....	26
3.1	收购与剥离：艾默生转型为工控专家的引擎.....	26
3.2	管理与技术：艾默生百余年内生增长的秘籍.....	29
4.	己身之玉：多条护城河加持下的“中国艾默生”.....	30
4.1	产品：全门类产品综合型布局.....	30
4.2	技术：创新驱动下替代一线外资.....	31
4.3	销售：行业首创“2+3”直销体系.....	34
4.4	资质：进入壁垒高利好川仪.....	35
4.5	产能：智能制造推动产能提升.....	36
5.	盈利预测和建议.....	38
5.1	盈利预测.....	38
5.2	估值与投资建议.....	39
6.	风险提示.....	42

图表目录

图表 1:	六十年薪火相传，公司积累深厚.....	7
图表 2:	公司实际控制人为重庆市国资委（截至 2024 年三季度）.....	8
图表 3:	公司主要参控股公司专业化分工.....	8
图表 4:	2024H1 工业自动化仪表及装置营收占比约 90%.....	9
图表 5:	2024H1 工业自动化仪表及装置毛利率约 33%.....	9
图表 6:	公司传统业务为控制阀和仪器仪表.....	9
图表 7:	下游化工行业资本开支对公司业绩影响较大.....	11
图表 8:	2019 年以来公司净利率不断提升（%）.....	12
图表 9:	2023 年公司 ROE 约 20%.....	12
图表 10:	2023 年公司现金收入比约 87%.....	13
图表 11:	2023 年公司经营现金流净额约 7 亿元.....	13
图表 12:	2023 年公司应收账款周转率约 6 次.....	13
图表 13:	2023 年公司存货周转率约 4 次.....	13
图表 14:	2024 年全球工业自动化市场约 35000 亿元.....	14
图表 15:	2024 年中国工业自动化市场约 3500 亿元.....	14
图表 16:	工业自动化分为流程工业和离散工业.....	14
图表 17:	流程工业下游行业分类.....	15

图表 18:	化工&石油石化&电力应用占比约 80%	15
图表 19:	流程工业自动化系统主要包括执行层、控制层、管理层	16
图表 20:	石油石化资本开支与油价有较强正相关性	17
图表 21:	2023 年至今原油价格处于较高位区间震荡	17
图表 22:	乙烯-石脑油价差低于一体化盈亏平衡点	17
图表 23:	中石油 2023 年归母净利润同比+8%	18
图表 24:	中石化 2023 年归母净利润同比-9%	18
图表 25:	中石油 2024 年资本开支约 2420 亿元	18
图表 26:	中石化 2024 年资本开支约 1480 亿元	18
图表 27:	地产新开工面积累计增速为负	19
图表 28:	家电产量累计增速相对强劲	19
图表 29:	2024 年 9 月汽车累计产量增速约+3%	19
图表 30:	2024H1 基础化工资本开支增速转负	20
图表 31:	2024H1 基础化工在建工程增速放缓	20
图表 32:	控制阀由执行机构、阀体及阀门附件组成	20
图表 33:	2023 年中国控制阀市场规模约 450 亿元	21
图表 34:	石化化工&石油天然气&电力应用占比约 70%	21
图表 35:	2022 年中国控制阀市场各企业市占率情况	21
图表 36:	外资企业占据控制阀高端市场	22
图表 37:	2015-2023 年国产品牌销售额 CAGR 约 13%	22
图表 38:	2015-2023 年国产品牌份额提升约 9pct	22
图表 39:	2011-2022 年国产替代过程中川仪贡献较大	23
图表 40:	仪器仪表主要用于测量和分析	23
图表 41:	2023 年中国压力变送器市场规模约 60 亿元	24
图表 42:	2019 年川仪压力变送器市占率 5.6%	24
图表 43:	2022 年川仪压力变送器市占率 7.3%	24
图表 44:	2023 年中国流量计市场规模约 110 亿元	25
图表 45:	2022 年川仪流量计市占率约 5%	25
图表 46:	2023 年温度计+物位计+分析仪市场规模约 150 亿元	25
图表 47:	2022 年川仪温度计市占率约 8%	25
图表 48:	2023 年艾默生智能设备营收占比约 76%	26
图表 49:	1890-1990 年公司百年发展历程	27
图表 50:	艾默生通过收购转型为工控专家	27
图表 51:	2023 年艾默生毛利率创新高	28
图表 52:	艾默生通过收购扩充品类	28
图表 53:	艾默生自下而上的管理体系	29
图表 54:	艾默生实际营收增速基本符合预期	29
图表 55:	艾默生研发支出占比逐步提升	29
图表 56:	川仪股份流程工业产品类型齐全	30
图表 57:	公司具备工程成套及总包服务能力	31
图表 58:	公司研发费用率呈增长趋势	32
图表 59:	技术人员数量持续增长	32
图表 60:	公司 2022 年限制性股票激励方案	32
图表 61:	川仪 PDS 压力变送器已达到国内外领先水平	33
图表 62:	川仪电磁流量计已达到国内外一流水平	33
图表 63:	川仪 PDS 系列压力变送器价格仅为艾默生 3051 系列的 50%左右	33
图表 64:	公司阀门及阀门附件实现国产替代 (2020 年数据)	34
图表 65:	川仪销售网络遍布全国	34

图表 66:	川仪销售人员规模处于同行业领先水平.....	35
图表 67:	2021 年中石化控制阀框架供应商名单	35
图表 68:	公司在各行业均拥有丰富的客户资源.....	36
图表 69:	公司智能制造整体水平行业领先.....	37
图表 70:	主力产品产能稳步扩充.....	37
图表 71:	主力产品产能利用率维持较高水平 (%)	37
图表 72:	公司营收测算汇总 (亿元)	39
图表 73:	FCFF 法参数假设	40
图表 74:	FCFF 法估值表 (百万元)	40
图表 75:	FCFF 估值敏感性测试	40
图表 76:	行业可比公司的平均估值水平.....	41

1. 川仪股份：国内综合型工业自动化仪表龙头

1.1 深耕工业自动化仪表领域六十载

全国三大仪器仪表基地之一，工业自动化仪表龙头。川仪股份前身为三地内迁重庆的四川仪表总厂，是我国三大仪器仪表制造基地之一。经过六十年的成长与积累（苦练内功→成功改制→二次上市→“国产化、智能化”），公司成长为国内规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合型工业自动化仪表龙头。

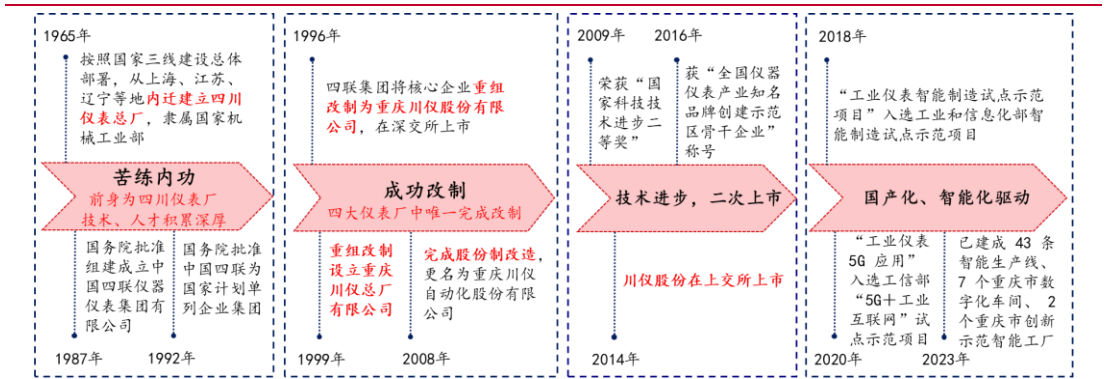
(1) 苦练内功阶段（1965-1995年）：1965年，按照国家三线建设总体部署，从上海、江苏、辽宁等地内迁建立四川仪表总厂。1987年，以四川仪表总厂为主体，组建成立中国四联仪器仪表集团有限公司。

(2) 成功改制阶段（1996-2008年）：1996年，中国四联集团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，但后续重庆川仪连续亏损。1999年，四联集团对原重庆川仪进行重组，设立重庆川仪总厂有限公司，公司正式成立。2006年，公司以增资形式引入日本横河，控股7.43%，变更为中外合资企业。2008年，公司完成股份制改造，成为四大仪表厂中唯一成功改制的企业。

(3) 技术进步，二次上市阶段（2009-2016年）：改制后，公司加强内部管理体制改革、在技术和市场等方面持续创新，并开始扭亏为盈，2014年上交所上市。

(4) “国产化、智能化”驱动新阶段（2017年至今）：公司在行业内率先推进智能制造与两化融合。截至2023年，公司已建成43条智能生产线、7个重庆市数字化车间、2个重庆市创新示范智能工厂，持续建设“数智川仪”。

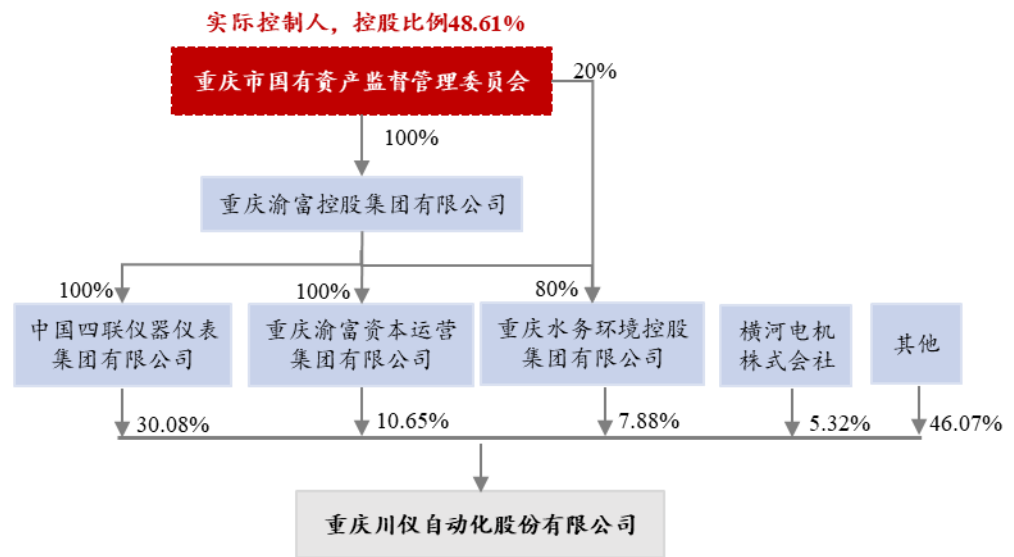
图表1：六十年薪火相传，公司积累深厚



资料来源：公司官网，国联证券研究所

四联集团为控股股东，重庆市国资委为实际控制人。截至2024年三季度，四联集团持有公司30.08%股份，为公司控股股东；重庆市国资委通过四联仪器仪表、重庆渝富资本、重庆水务环境间接持有公司48.61%的股份，为公司实际控制人。较为集中稳定的股权结构有益于公司的高效决策，以及公司技术、产品及工艺管理运营。

图表2：公司实际控制人为重庆市国资委（截至2024年三季度）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

参控股公司专业化分工，产品协同布局。公司通过参股和控股多家公司，形成多元化生产网络，各子公司、联营公司对优势产品进行专业化分工。其中横河川仪负责压力变送器、分析仪等工业自动化仪表及系统，净利润贡献最大（2024H1约23%）。

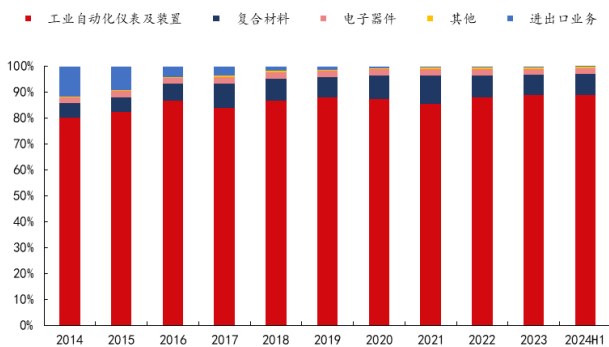
图表3：公司主要参控股公司专业化分工

主要参控股公司	主要业务	川仪股份持股比例	2024H1净利润(万元)	2024H1净利润占比(%)
重庆横河川仪有限公司	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	40%	20846	23.0%
重庆川仪调节阀有限公司	调节阀	100%	6916	19.1%
重庆四联测控技术有限公司	变送器产品	100%	4970	13.7%
重庆川仪十七厂有限公司	热电偶、热电阻及温控仪表	100%	2650	7.3%
重庆川仪分析仪器有限公司	分析仪器、实验室仪器	100%	1132	3.1%
重庆四联技术进出口有限公司	自营和代理各类商品和技术的进出口	100%	141	0.4%
上海川仪工程技术有限公司	仪器仪表销售	100%	-114	-0.3%
重庆川仪工程技术有限公司	仪器仪表及成套系统	100%	-197	-0.5%

资料来源：公司公告，国联证券研究所。注：参控股公司净利润占比=参控股公司净利润*川仪股份持股比例/川仪股份净利润。

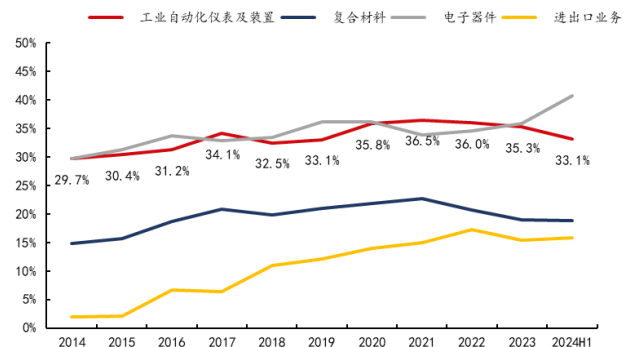
公司是国内为数不多的综合型自动化仪表龙头，拥有控制、测量、分析、管理产品体系，其中控制阀和仪器仪表（测量+分析）营收占比超80%。（1）控制：控制阀、执行机构；（2）测量：压力变送器、流量计、温度计、物位计；（3）分析：气体分析仪、水质分析仪；（4）管理：PAS-300集散控制系统。其中控制阀和仪器仪表（测量+分析）为公司传统业务，PAS-300集散控制系统为公司创新业务。2014年公司上交所上市以来，以控制阀和仪器仪表为主的“工业自动化仪表及装置”板块营收占比均超过80%，为主要收入来源；2024H1公司“工业自动化仪表及装置”营收占比约90%，毛利率约33%。

图表4：2024H1 工业自动化仪表及装置营收占比约 90%



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表5：2024H1 工业自动化仪表及装置毛利率约 33%



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表6：公司传统业务为控制阀和仪器仪表



资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 石油化工资本开支驱动公司业绩增长

公司产品主要应用于化工（石油石化+基础化工）、冶金、电力等领域，下游资本开支直接影响公司业绩，2008 年以来，公司业绩先后经历 4 大阶段，目前处于增速调整期。

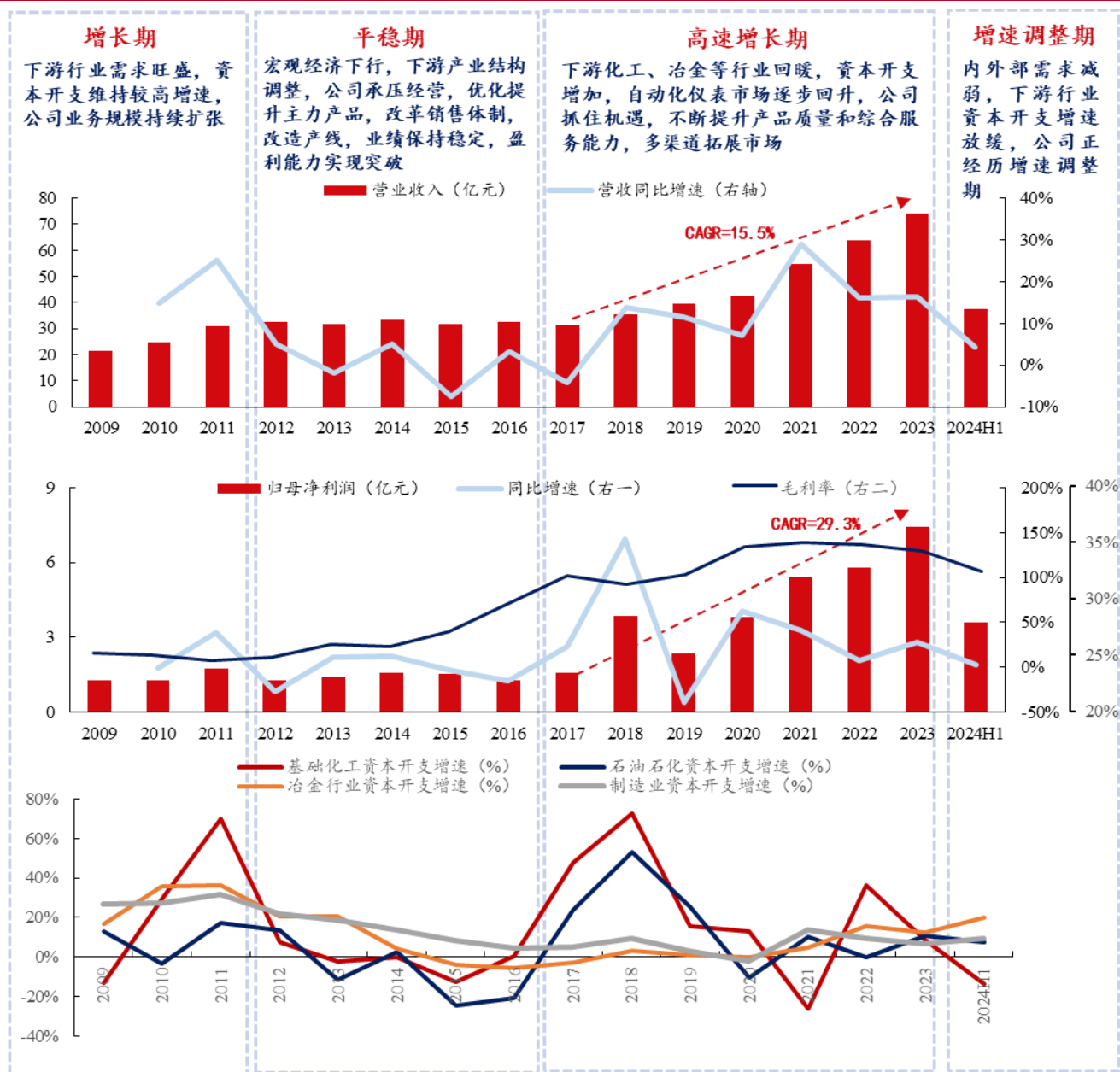
(1) 业绩增长期（2009-2011 年）：2009 年以来，下游行业需求旺盛，资本开支维持较高增速，公司业务持续扩张。公司营收从 2009 年约 21.5 亿元增长至 2011 年约 30.9 亿元，CAGR 约 20%；归母净利润从 2009 年约 1.3 亿元增长至 2011 年约 1.8 亿元，CAGR 约 17%。

(2) 业绩平稳期（2012-2016 年）：2012 年以来，资本开支增速下行，公司承压经营，但通过优化主力产品&改革销售体制&改造产线，公司业绩保持稳定、毛利率逆势增长。2012-2016 年公司营收规模维持在 32 亿元左右，归母净利润维持在 1.4 亿元左右，但公司毛利率从 2012 年约 24.8%提升至 2016 年约 29.6%，产品竞争力大幅提升。

(3) 高速增长期（2017-2023 年）：“十三五”与“十四五”期间，下游石化行业新建产能增长较快，资本开支创新高，自动化仪表市场景气度随之回升。此外，2020 年以来，外资因疫情原因供应链不畅、交货周期较长，国产替代趋势明显加快，带动公司营收高速增长。公司营收从 2017 年约 31.3 亿元增长至 2023 年约 74.1 亿元，CAGR 约 15%；归母净利润从 2017 年约 1.6 亿元增长至 2023 年约 7.4 亿元，CAGR 约 29%。公司利润增速明显高于营收增速，规模效应逐渐显现。

(4) 增速调整期（2024 年至今）：2023 年开始，国内外需求减弱，下游行业资本开支增速放缓使得公司业绩承压。2024H1 公司实现营收约 37.4 亿元，同比增速下降至+4%；归母净利润约 3.6 亿元，同比约+3%。2024Q1-Q3 公司营收约 56.2 亿元，同比+3%；归母净利润约 5.6 亿元，同比+4%。

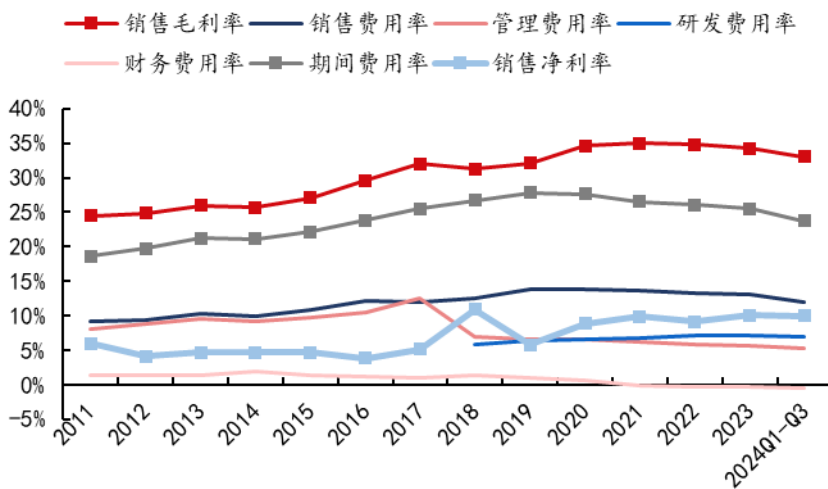
图表7：下游化工行业资本开支对公司业绩影响较大



资料来源：iFinD，国家统计局，公司公告，国联证券研究所整理

盈利能力稳步提升，期间费率持续优化。2011-2023年，公司毛利率由24.5%提升至34.2%，净利率由5.9%提升至10.1%，盈利能力稳步提升。2019年以前，公司净利率的增长主要得益于毛利率的提升；2019年以后，公司净利率增长主要得益于期间费用率的降低，2019-2023年，期间费用率从27.8%下降至25.5%，管理和财务费用持续降低。2024Q1-Q3公司毛利率约33.1%、净利率约9.9%，期间费用率约23.8%。

图表8：2019年以来公司净利率不断提升（%）

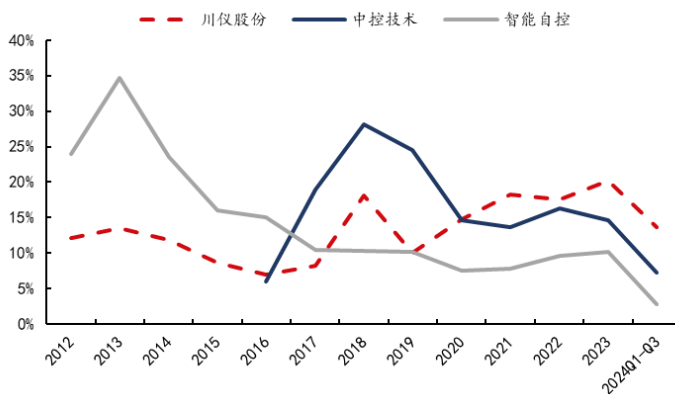


资料来源：iFinD，国联证券研究所

公司的 ROE、现金流、营运效率处于行业领先水平。

(1) ROE：2019-2023 年，同行业的中控技术与智能自控的 ROE 持续下降，而公司 ROE 由 10% 逆势增长至 20%，处于行业领先水平。2024Q1-Q3 川仪股份、中控技术、智能自控受宏观经济影响而下行，ROE 均大幅下降，但川仪股份 ROE 仍高于均值。

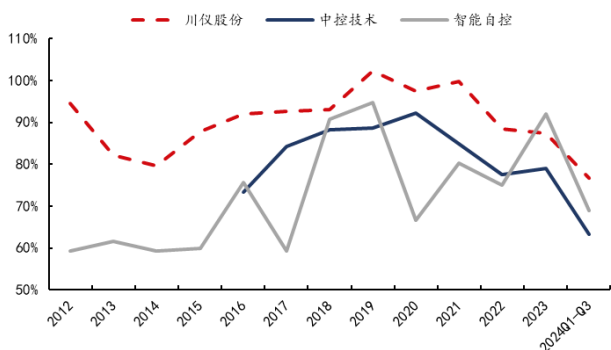
图表9：2023 年公司 ROE 约 20%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

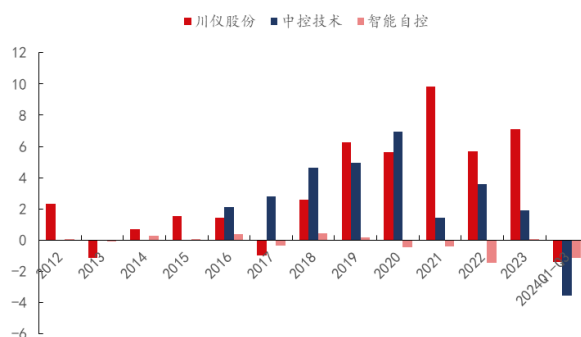
(2) 现金流水平：2015-2023 年，公司现金收入比始终维持在 85% 以上，优于同行业头部企业，现金流周转能力较强。2021-2023 年，公司经营性现金流净额分别约 10/6/7 亿元，经营现金流充沛，明显优于中控技术和智能自控。2024Q1-Q3 公司经营性现金流净额受行业周期下行，回款周期延长而转负。

图表10: 2023年公司现金收入比约87%



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

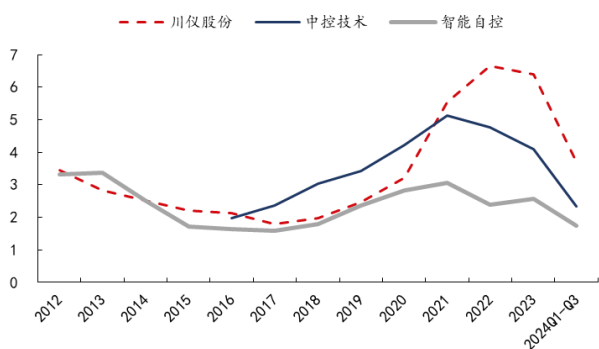
图表11: 2023年公司经营现金流净额约7亿元



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

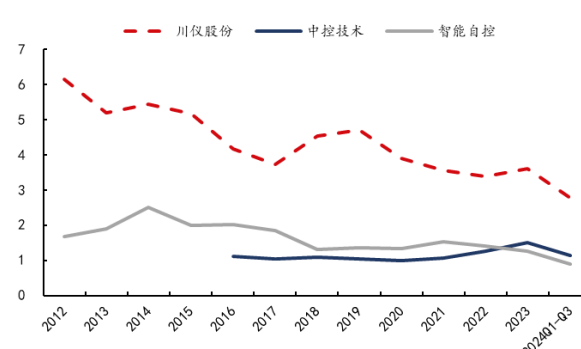
(3) **营运效率**: 2021-2023年, 公司应收账款周转率分别约6/7/6次, 存货周转率分别约4/3/4, 运营效率在行业处于领先水平。

图表12: 2023年公司应收账款周转率约6次



资料来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表13: 2023年公司存货周转率约4次



资料来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

2. 自动化仪表: 政策加持下国产替代空间广阔

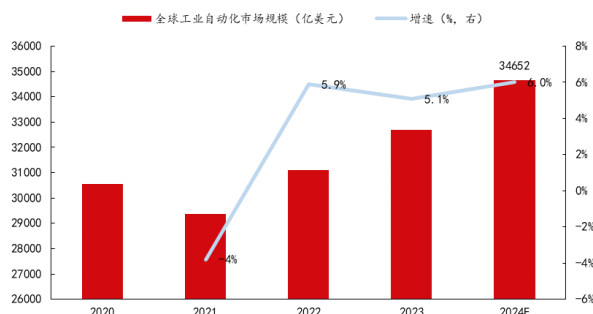
2.1 行业规模: 自动化仪表市场近千亿元

预计2024年中国工业自动化市场规模约3500亿元, 其中流程工业市场规模约1700亿元, 流程工业中自动化仪表(控制阀+仪器仪表)市场约850亿元。

(1) **工业自动化**: 2024年中国工业自动化市场规模约3500亿元, 占全球约10%。

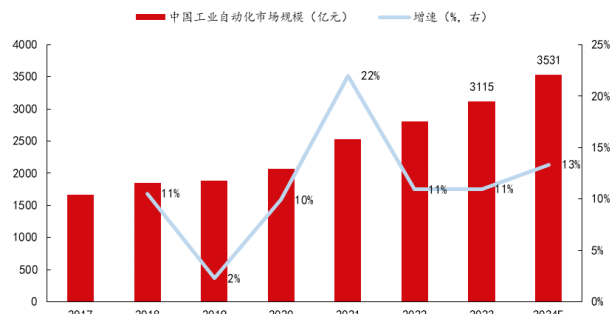
根据中商产业研究院数据, 2023年中国工业自动化市场规模约3100亿元, 2024年年约3500亿元, 约占全球市场的10% (2024年全球市场约35000亿元, 中美汇率按照6.8计算)。从全球范围来看, 亚洲地区是工业自动化市场的主要增长引擎, 尤其是中国、印度等新兴国家。

图表14：2024 年全球工业自动化市场约 35000 亿元



资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所

图表15：2024 年中国工业自动化市场约 3500 亿元

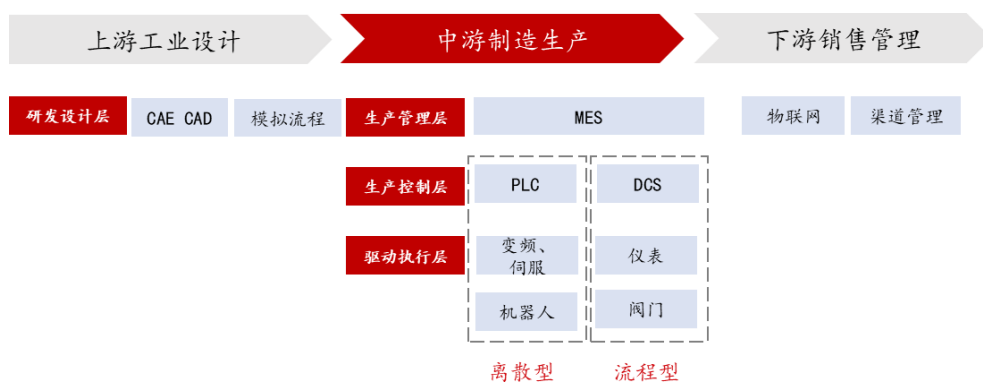


资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所

(2) 流程工业：2024 年中国流程工业市场规模约 1700 亿元，其中化工、石油石化、电力三大行业应用占比超 80%。

工业按照生产方式分为“流程工业”和“离散工业”，其中流程工业是指以连续流程为基础，其过程是连续的、统一的；离散工业是以离散单位（如产品、零件）为基础，其过程是离散的、单独的。根据 CESI《流程型智能制造白皮书》，流程工业占全国规模以上工业总产值的 47% 左右，据此可推算 2024 年流程工业市场规模约 1700 亿元（工业自动化市场规模 3531 亿元*流程工业占比 47%）。

图表16：工业自动化分为流程工业和离散工业

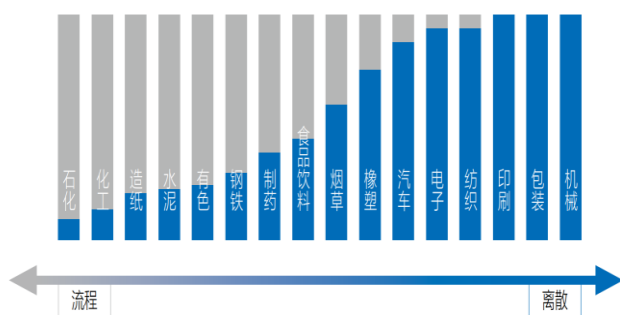


资料来源：中国电子报，国联证券研究所

流程工业自动化下游分布较为集中，化工、石油石化、电力三大行业合计占比超 80%。流程工业的下游领域主要包括化工、石油石化、造纸、水泥、有色、钢铁、制药、食品饮料等行业，各行业市场规模缺少官方统计资料，但可以根据 DCS 控制系统的下游行业分布推断（因为 DCS 是流程工业的生产控制器）。根据华经产业研究院数

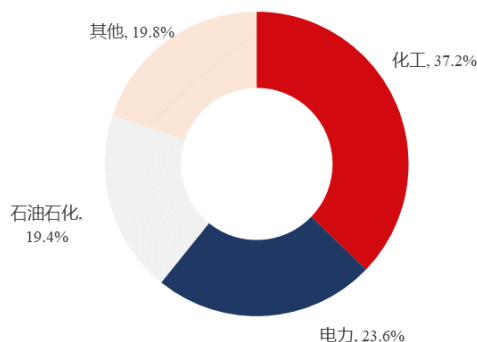
据, 2021 年 DCS 系统下游行业中, 化工、电力、石油石化行业分别占比约 37%、24%、19%, 合计占比达 80%, 分布较为集中。

图表17: 流程工业下游行业分类



资料来源:《流程型智能制造白皮书》(中国电子技术标准化研究院), 国联证券研究所

图表18: 化工&石油石化&电力应用占比约 80%



资料来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

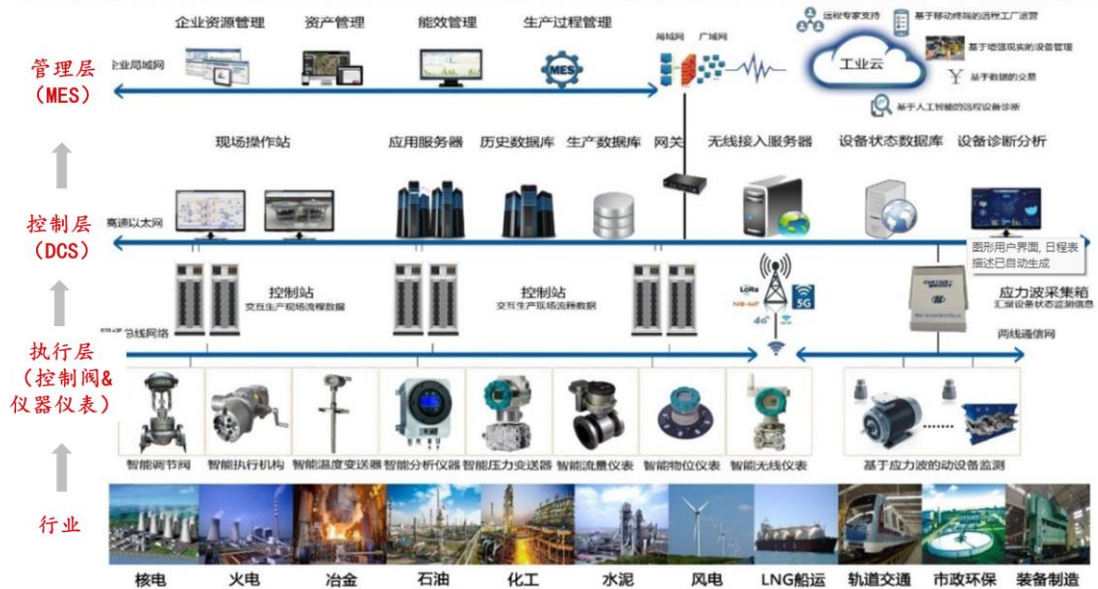
(3) 自动化仪表: 预计 2024 年主要的控制阀+仪器仪表市场规模约 850 亿元。

流程工业自动化系统一般由三个层次组成: 执行层(眼睛和手)、控制层(大脑)和管理层(大脑)。执行层主要包括智能控制阀和仪器仪表, 负责采集生产过程中的各种信号如温度、压力、流量等, 并传输给控制层。控制层 DCS 根据执行层传来的信号, 通过控制器进行处理和决策, 并输出控制信号给管理层, 最后由管理层 MES 统一调度管理。

据我们统计, 2023 年流程工业的执行层中主要控制阀+仪器仪表市场规模约 770 亿元: 根据下文 2.3 章, 2023 年中国控制阀市场规模约 450 亿元; 根据下文 2.4 章, 2023 年中国主要仪器仪表(压力变送器+流量计+温度计+物位计+分析仪)市场规模约 320 亿元; 两者合计约 770 亿元。

2024 年工业自动化市场增速约 13%, 我们假设国内自动化仪表市场规模增速与之相近, 保守取增速约 10%, 则预计 2024 年自动化仪表(控制阀+仪器仪表)市场规模约 850 亿元(770 亿元*110%)。

图表19：流程工业自动化系统主要包括执行层、控制层、管理层



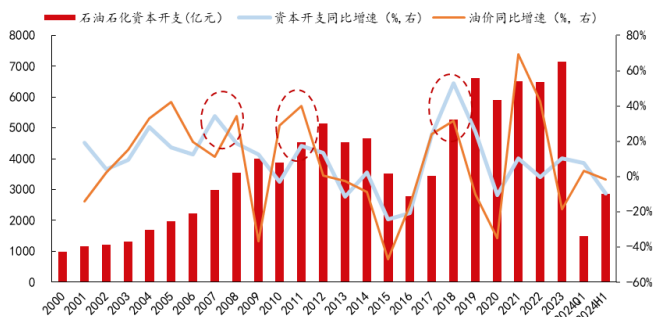
资料来源：川仪股份 2021 年报，国联证券研究所整理

2.2 核心驱动：石化行业景气拐点初现

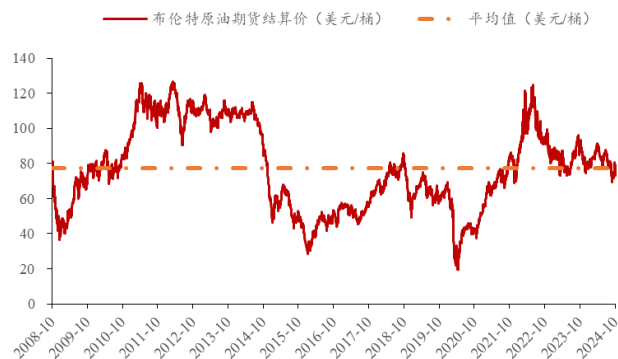
“以旧换新”+“降碳行动”+“稳增长政策”背景下，我们认为（1）石油石化为代表的流程工业有望进行规模性的设备更新替换，拉动自动化仪表需求提升；（2）基础化工为代表的顺周期行业景气度提升，为自动化仪表带来增量空间。2024 年 3 月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推动大规模设备更新和消费品以旧换新；5 月国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》在供给端加速行业产能出清，在需求端加快石化化工行业节能降碳改造；9 月召开中共中央政治局会议，对房地产和消费提出针对性的政策促进措施；10 月国务院举办关于“加大财政政策逆周期调节力度”发布会，指出近期将有一揽子扩张政策陆续推出。

（1）驱动力一：“以旧换新”+“降碳行动”背景下，石油石化资本开支有望上行，带动自动化仪表更新替换需求。

原油价格有望高位震荡，带动油气上游资本开支增加。石油石化资本开支与油价有较强的正相关性，2000 年以来，石油石化行业经历了三轮景气高点（分别是 2004-2006 年，2010-2011 年以及 2016-2018 年）；2020 年，国际油价受到新冠疫情冲击，上游资本开支收缩；2022 年油价一路上涨，但资本开支增速仍然谨慎；2023 年至今，油价在 69~96 美元/桶的较高位区间震荡，有望带动油气上游资本开支稳定增长。

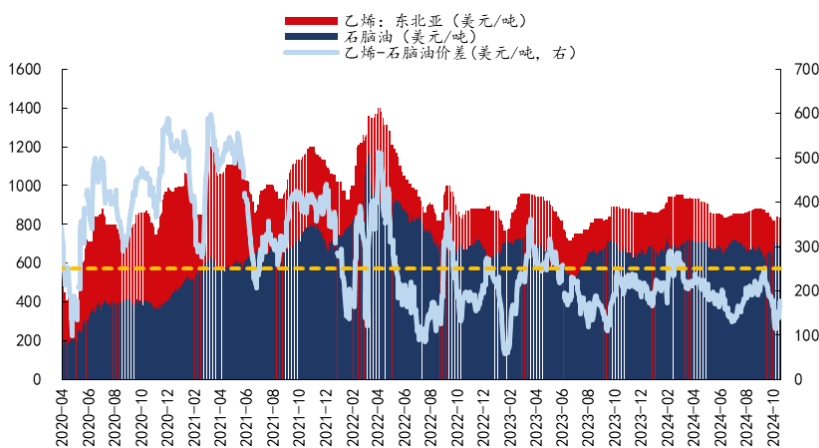
图表20：石油石化资本开支与油价有较强正相关性


资料来源：iFind，国联证券研究所。注：油价平均值为 2018.10.10 至 2024.10.18 平均值

图表21：2023 年至今原油价格处于较高位区间震荡


资料来源：Wind，国联证券研究所

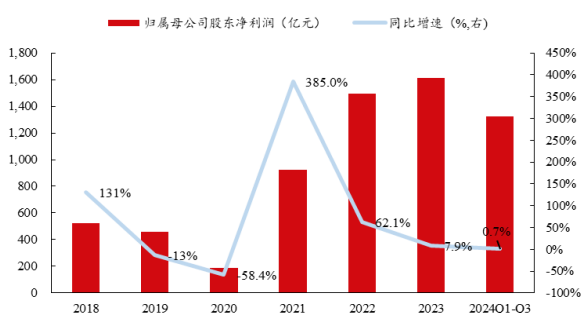
“乙烯-石脑油”价差下探空间有限，石化行业盈利有望触底回升，带动资本开支恢复：“乙烯-石脑油”价差是衡量石化行业景气度的重要指标，其价差可以体现行业的毛利水平，价差越大，化工品的生产利润越高，反之亦然。“乙烯-石脑油”价差从 2022Q3 以来已经连四个季度低于一体化生产商认为的盈亏平衡水平 250 美元/吨（部分月度价差略高于盈亏平衡点），下探空间有限。2024 年 10 月，“乙烯-石脑油”的价差从 7 日约 115 美元/吨提升至 18 日约 177 美元/吨；我们认为随着下游需求逐步改善，“乙烯-石脑油”价差有望触底恢复，带动上游设备资本开支。

图表22：乙烯-石脑油价差低于一体化盈亏平衡点


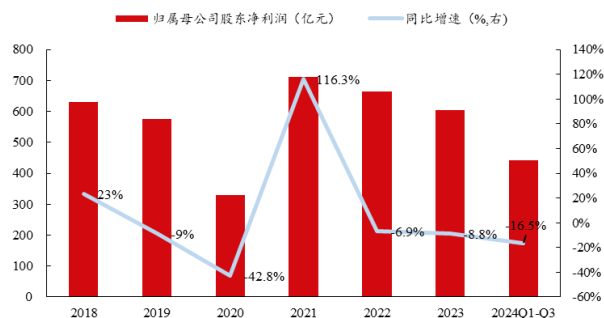
资料来源：Wind，国联证券研究所

“两桶油”有能力且有意愿进行资本开支，2024 年资本开支预算合计约 3900 亿元，同比-7%。(1) 资本开支能力上看，2023 年中石油/中石化归母净利润约 1600/600 亿元，同比+8%/ -9%；经营活动净现金流量分别约 4600/1600 亿元，同比+16%/+39%。尽管国际油价下行对公司业绩不利，但是“两桶油”的盈利能力依旧稳定，现金流量

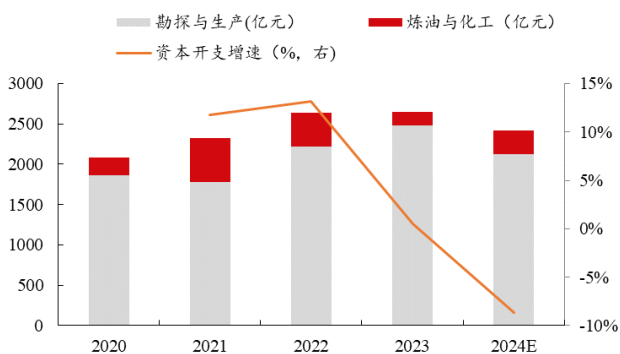
健康，有能力进行后续资本开支。(2) 资本开支意愿上看，2024 年“两桶油”资本开支预算（勘探与生产、炼油与化工）约 3900 亿元，同比-7%；其中，中石油资本开支预算约 2420 亿元，同比约-9%，中石化资本开支预算约 1480 亿元，同比约-5%。虽然“两桶油”的资本开支预算有所下降，但收缩意向并不强烈。其中，中石化 2024 年炼油与化工预算大幅提高，约 290 亿元，同比+77%。我们认为在“降碳行动”要求和“以旧换新”背景下，“两桶油”有望提高后续资本开支。

图表23：中石油 2023 年归母净利润同比+8%


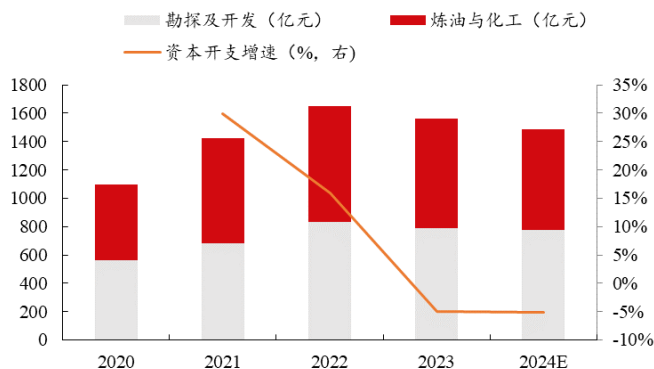
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表24：中石化 2023 年归母净利润同比-9%


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表25：中石油 2024 年资本开支约 2420 亿元


资料来源：公司公告，国联证券研究所。资本开支包括勘探与生产、炼油与化工。

图表26：中石化 2024 年资本开支约 1480 亿元


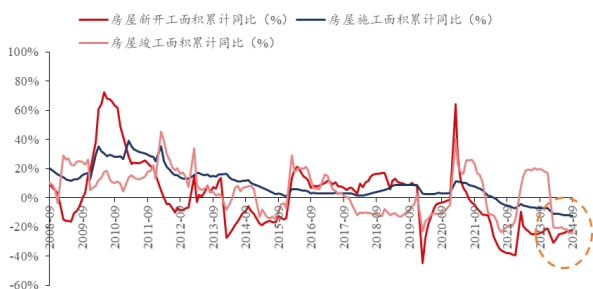
资料来源：公司公告，国联证券研究所。资本开支包括勘探与生产、炼油与化工。

(2) 驱动力二：“稳经济政策”密集出台，助力基础化工顺周期行业加速复苏，为自动化仪表带来增量空间。

需求端：稳经济政策有望改善地产、消费等终端需求。国内地产、家电、汽车、纺织是基础化工行业主要终端需求，其中地产需求仍较疲软。截至 2024 年 9 月，国内房屋新开工面积/施工面积/竣工面积累计同比-22%/-12%/-24%，需求仍需回升；国内冷柜/冰箱/空调/家用洗衣机产量累计同比+14%/+8%/+8%/+7%，需求较为强劲起到

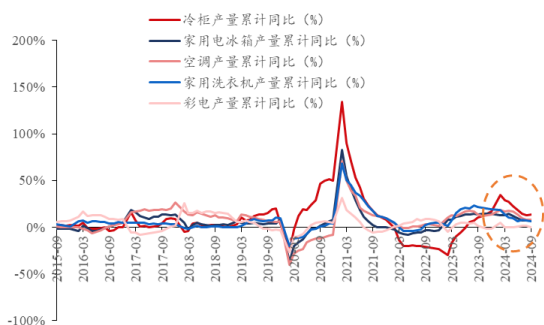
支撑作用；国内汽车产量累计同比+3%。伴随一揽子货币政策和稳地产、保民生、促消费等财政政策推出，宏观经济有望复苏，地产、消费等终端需求有望得到改善，基础化工行业整体需求端有望得到支撑。

图表27：地产新开工面积累计增速为负



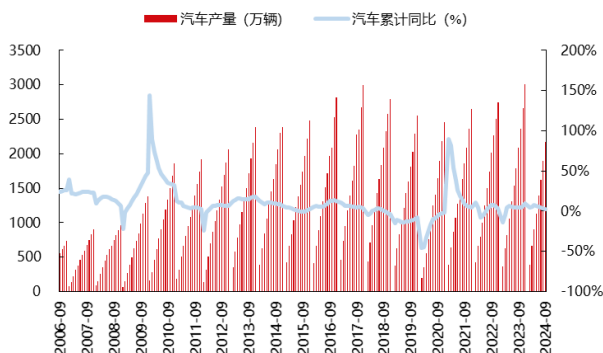
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表28：家电产量累计增速相对强劲



资料来源：iFinD，国联证券研究所

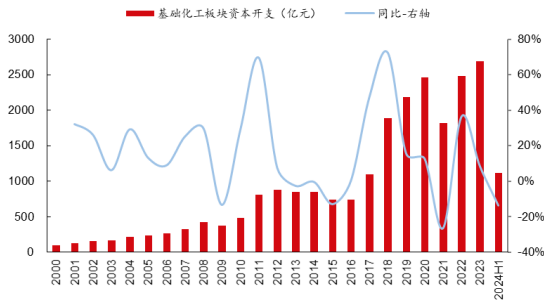
图表29：2024年9月汽车累计产量增速约+3%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

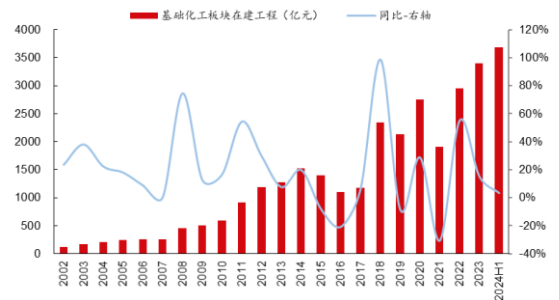
供给端：稳经济政策组合拳下，经济基本面有望加速修复，拉动有效资本开支。 2022年以后，基础化工资本开支和在建工程投资增速都大幅下滑。2024H1基础化工资本开支约1110亿元，同比转负，约-14%；在建工程约3680亿元，同比增速放缓至+3%。基础化工属于顺周期板块，稳经济一揽子政策有望促进宏观经济复苏&下游需求增长，从而带动新一轮资本开支。

图表30：2024H1 基础化工资本开支增速转负



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表31：2024H1 基础化工在建工程增速放缓



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 控制阀：国产替代进军中高端市场

2023 年中国控制阀市场规模约 450 亿元，其中外资占据高端市场，美国艾默生市占率约 18%，位居榜首，川仪市占率约 6.5%，位居第二。

(1) 控制阀：由“执行机构+阀体+阀门附件”三部分组成，主要用于控流、控压、控温等。执行机构是阀体的推动装置，根据控制信号压力的大小产生相应的推力来控制阀门的开合程度。阀体根据形状不同可分为球阀、蝶阀、直通阀等。阀门附件包括定位器、转换器、限位开关等，其中定位器最为关键，对精度和稳定性要求很高。

图表32：控制阀由执行机构、阀体及阀门附件组成

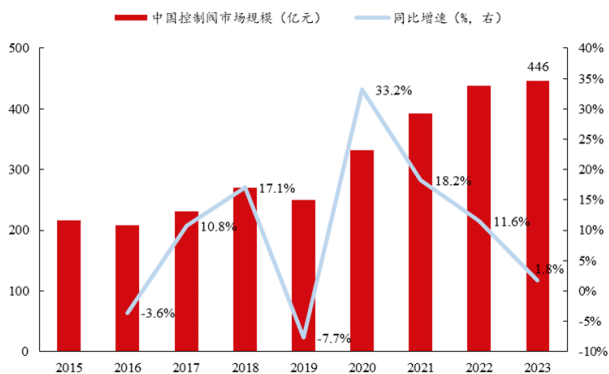


资料来源：浙江力诺招股说明书，国联证券研究所

(2) 市场规模：2023 年中国控制阀市场规模约 450 亿元，其中石化化工、石油天然气、电力应用占比约 70%。随着控制阀产品的不断提升，高端产品需求量的增加，我国控制阀行业市场规模持续提升。据智研咨询数据，我国控制阀行业市场规模从 2019 年约 250 亿元增加到 2023 年约 450 亿元，CAGR 约 16%。根据 2024 年 3 月《控

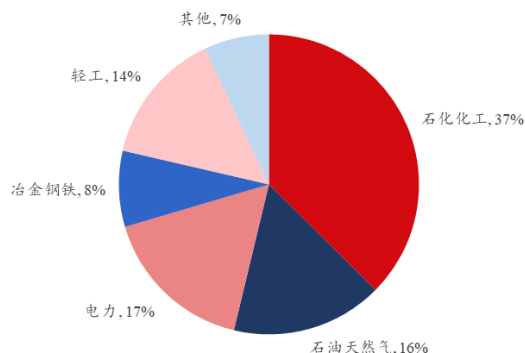
制阀信息》统计数据，2023 年控制阀下游应用中石化化工、石油天然气、电力分别占比约 37%、16%、17%，合计占比约 70%。

图表33：2023 年中国控制阀市场规模约 450 亿元



资料来源：智研咨询，国联证券研究所

图表34：石化化工&石油天然气&电力应用占比约 70%

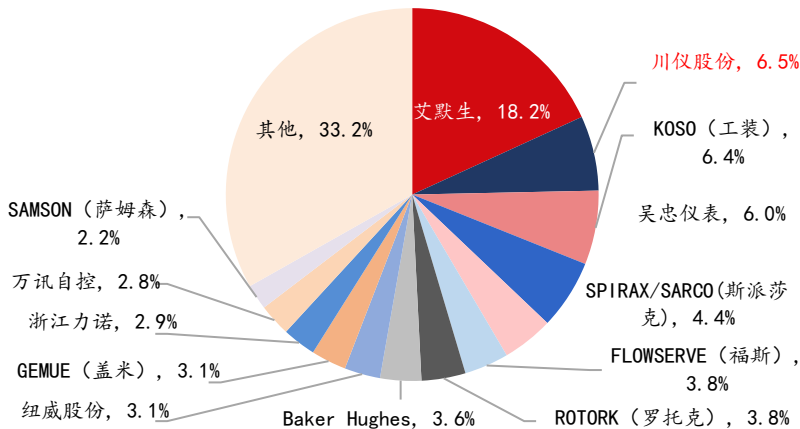


资料来源：《控制阀信息》(2024 年)，国联证券研究所

(3) 竞争格局：国内控制阀玩家众多，其中外资占据高端市场，美国艾默生市占率约 18%，位居榜首，川仪市占率约 6.5%，位居第二。根据《控制阀信息》数据，2022 年中国控制阀市场中，艾默生、川仪、KOSO 和吴忠仪表市占率较高，分别为 18.2%、6.5%、6.4%和 6%，其中艾默生以绝对优势位居榜首。

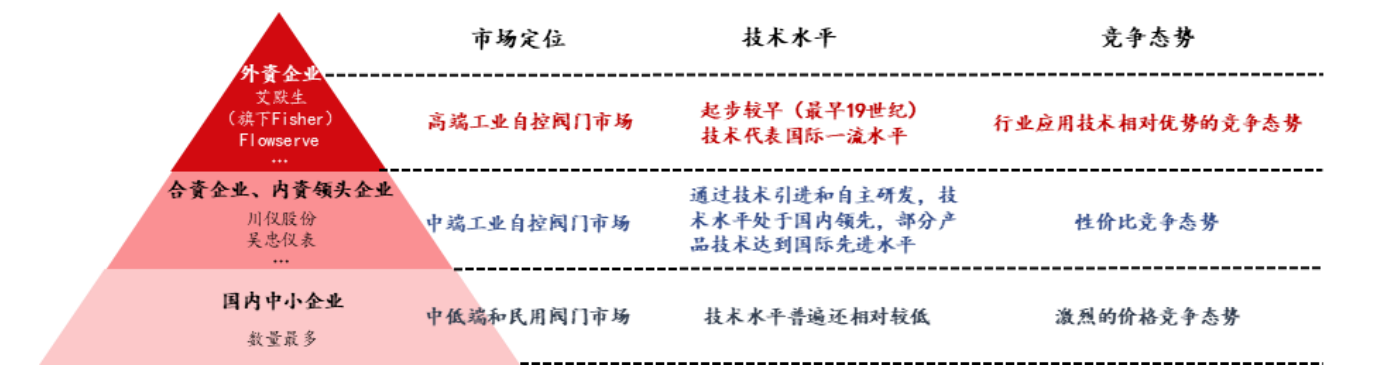
国内控制阀市场可分为中、高、低三个层次，其中外资占据高端市场：**(1) 高端：**主要是国外品牌，如艾默生、KOSO 等，形成了行业应用技术相对优势的竞争态势；**(2) 中端：**玩家主要是合资企业、内资龙头企业，如川仪、吴忠，技术水平处于国内领先，部分产品技术达到国际先进水平，形成性价比竞争态势；**(3) 中低端：**玩家主要是国内中小企业，技术水平较低，形成激烈的价格竞争态势。

图表35：2022 年中国控制阀市场各企业市占率情况



资料来源：《控制阀信息》(2023 年)，国联证券研究所

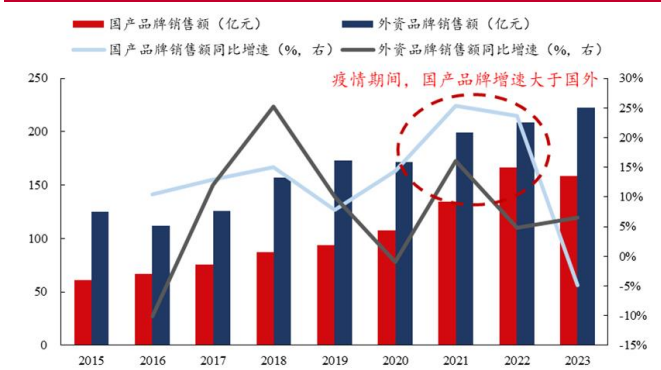
图表36：外资企业占据控制阀高端市场



资料来源：浙江力诺招股说明书，国联证券研究所整理

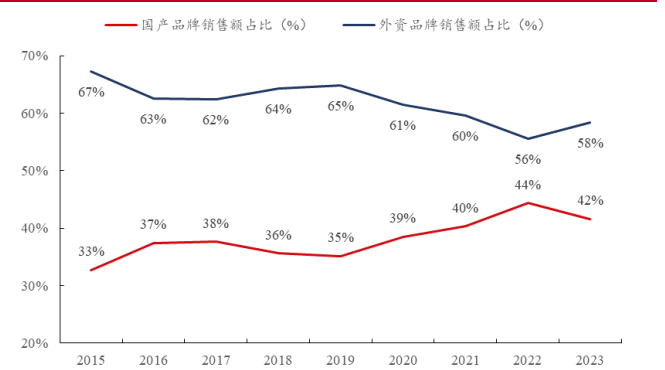
(4) 国产替代：2015-2023年，国产品牌销售额 CAGR 约 13%，市场份额从 33% 提升至 42%。据《控制阀信息》数据，2015-2023年 TOP50 控制阀企业中，国产品牌销售额由约 61 亿元增长至约 158 亿元，CAGR 约 13%；外资品牌销售额由约 125 亿元增长至约 222 亿元，CAGR 约 7%。可以发现，国产品牌销售额增速大于外资品牌，尤其是在 2020-2022 年，疫情原因导致外资品牌较难进入中国市场，国产品牌销售额 CAGR 约 25%。随着国产替代逐渐加速，2015-2023 年，国产品牌份额由约 33% 提升至 42%，增加约 9pct。

图表37：2015-2023年国产品牌销售额 CAGR 约 13%



资料来源：《控制阀信息》(2024年)，华经产业研究院，智研咨询，浙江力诺公司公告，国联证券研究所。注：口径为销售额 TOP50 控制阀企业

图表38：2015-2023年国产品牌份额提升约 9pct



资料来源：《控制阀信息》(2024年)，华经产业研究院，浙江力诺公司公告，智研咨询，国联证券研究所。注：口径为销售额 TOP50 控制阀企业

国产替代进程中，一线外资品牌份额较为稳定，二线外资品牌份额下降明显，其中川仪贡献最大。据《控制阀信息》数据，2011-2022 年，国产品牌中，川仪、吴忠、浙江力诺销售额 GAGR 均超过 10%，其中川仪 CAGR 达到 17%，排名上升 16 名，位于第二。同期，二线外资的市场排名有所下降，尤其是芬兰的美卓，排名下降 6 名。一线外资品牌，如艾默生、KOSO，由于深耕中高端市场，市场地位基本保持稳固。

我们认为：2011-2022 年，控制阀市场国产替代程度大幅提高，但主要是针对中

端市场。2023年起，国产替代进入新阶段，高端市场成为必争之地，未来需要重点关注国产品牌在中高端市场的突破，能够替代艾默生等一线外资的国产企业将脱颖而出，坐稳国产品牌龙头地位。

图表39：2011-2022年国产替代过程中川仪贡献较大

品牌	企业	国家	2011/2022年排名	2011/2022年销售额(亿元)	排名变化	2011-2022年销售额CAGR
一线外资	Emerson (艾默生) 与 TYCO (泰科)	美国	1/1	35.5/71.34	0	6.55%
	KOSO (工装)	日本	3/3	9.4/25.17	0	9.37%
	FLWOSERVE (福斯)	美国	4/6	8.6/15.1	2	5.25%
	SPIRAX/SARCO (斯派莎克)	英国	6/5	6.88/17.47	1	8.84%
二线外资	METSO (美卓) / NELES (耐尔森)	芬兰	8/14	6/8.5	-6	3.22%
	SAMSON (萨姆森)	德国	12/13	5/8.6	-1	5.05%
国产品牌	川仪股份	中国	18/2	4.5/25.5	16	17.08%
	吴忠仪表	中国	7/4	6.43/23.66	3	12.57%
	浙江力诺	中国	19/11	2.4/11.41	8	15.23%
	万讯自控	中国	20/12	2.4/10.97	8	14.82%

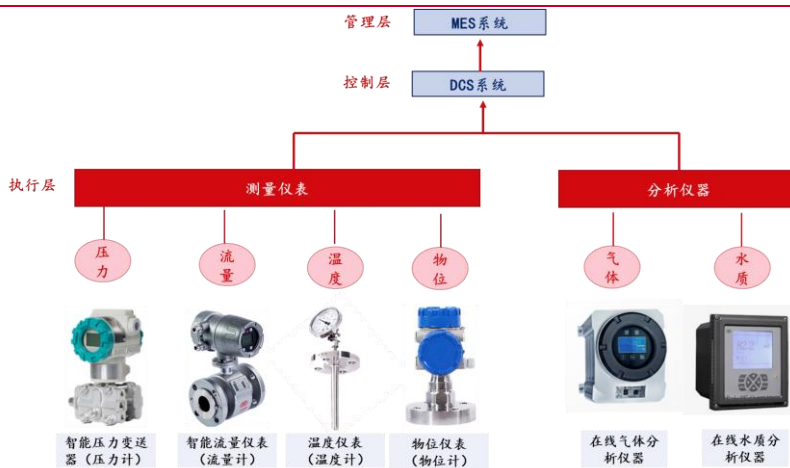
资料来源：《控制阀信息》(2023年)，国联证券研究所

2.4 仪器仪表：技术驱动下国产化率提升

2023年中国流程工业主要仪器仪表市场规模约320亿元，具体而言，压力变送器约60亿元，流量计约110亿元，温度计+物位计+在线分析仪约150亿元。

(1) 仪器仪表：主要用于测量（压力变送器、流量计、温度计、物位计等）和分析（气体、水质等）。仪器仪表主要用于压力、流量、物位等多种参数的测量，通过传感器将参数变成标准电流信号，再通过分析仪对气体、水质等介质进行分析，帮助监控生产质量。

图表40：仪器仪表主要用于测量和分析



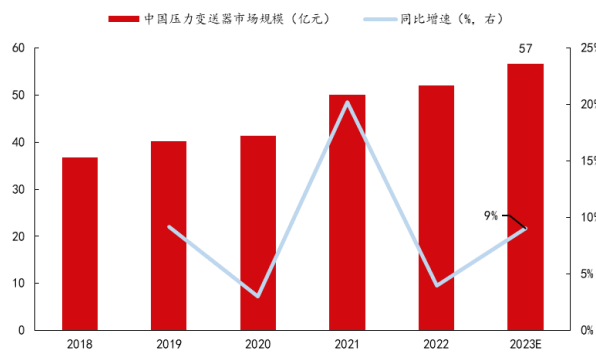
资料来源：川仪股份官网，国联证券研究所

(2) 压力变送器：2023 年中国压力变送器市场规模接近 60 亿元，横河+艾默生市占率超 50%，川仪股份市占率约 7%，排名第三。

市场规模：据中国工控网数据，2018 年中国压力变送器市场规模约 37 亿元，2022 年达到 52 亿元，CAGR 约 9%；假设按照 2018-2022 年压力变送器增长，预计 2023 年市场规模接近 60 亿元。

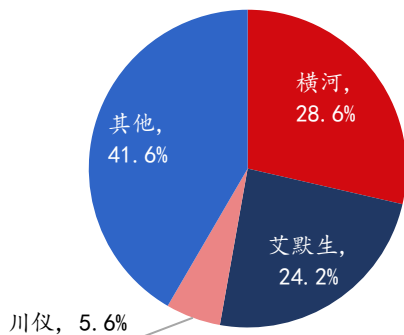
竞争格局：中国压力变送器市场属成熟市场，市场集中度较高，其中以美国艾默生、日本横河为代表的一线外资品牌占据超过 50% 的市场份额，且凭借高质量在大中型工程项目中占绝对优势。2019 年横河/艾默生市占率分别为 28.6%/24.2%，2022 年为 28.8%/26.0%，整体保持稳定。国产品牌中，川仪市占率最高，从 2019 年的 5.6% 提升至 2022 年的 7.3%，国产替代空间依旧广阔。

图表41：2023 年中国压力变送器市场规模约 60 亿元



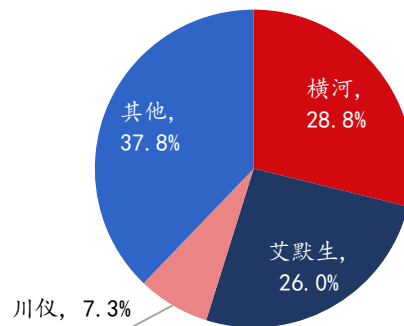
资料来源：中国工控网，中控技术公司公告，国联证券研究所

图表42：2019 年川仪压力变送器市占率 5.6%



资料来源：中国工控网，制造业排名数据库，国联证券研究所

图表43：2022 年川仪压力变送器市占率 7.3%



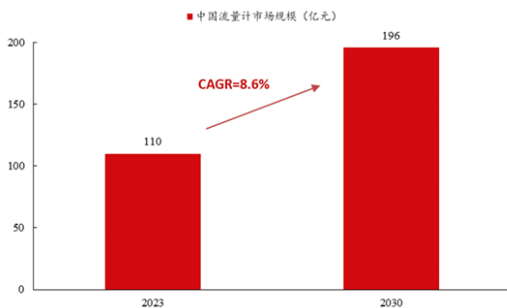
资料来源：中国工控网，制造业排名数据库，国联证券研究所

(3) 流量计：2023 年中国流量计市场规模约 110 亿元，市场相对分散，艾默生市占率约 7%，川仪市占率约 5%，排名第四。

市场规模：根据 QYResearch 数据，2023 年中国流量计市场规模达到 110 亿元，预计 2030 年有望接近 200 亿元，CAGR 约 9%。

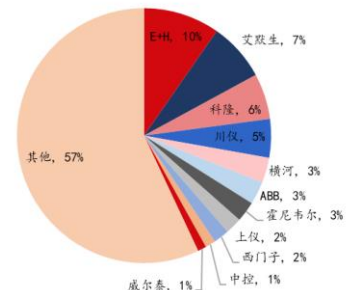
竞争格局：据制造业排名数据，2022 年行业 CR10 约 42%，E+H/艾默生/科隆市占率位居前三，分别为 10%/7%/6%；川仪股份以 5%的市占率排名行业第四/国产第一。

图表44：2023 年中国流量计市场规模约 110 亿元



资料来源：QYResearch，国联证券研究所

图表45：2022 年川仪流量计市占率约 5%



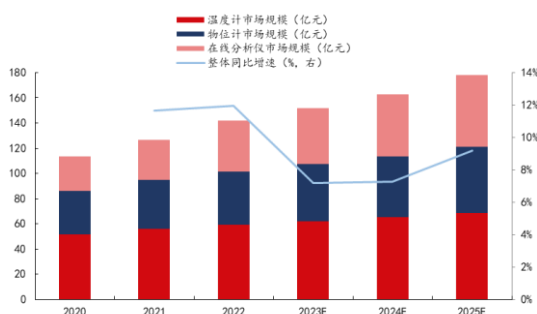
资料来源：制造业排名数据库，国联证券研究所

(4) 温度计+物位计+在线分析仪：预计 2023 年温度计+物位计+在线分析仪市场规模合计约 150 亿元；其中川仪温度计市占率约 8%，排名第一，超过艾默生。

市场规模：据制造业排名数据库数据，2022 年中国温度计、物位计、在线分析仪市场规模分别约 60、40、40 亿元，合计约 140 亿元；预计 2023 年合计市场规模约 150 亿元；2025 年有望达到 180 亿元（2022-2025 年市场规模 CAGR 约 8%）。

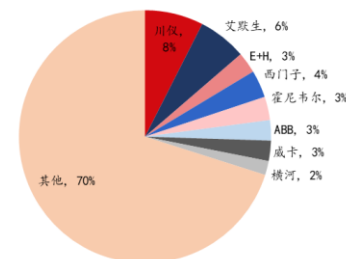
竞争格局：国内温度计市场较为分散，据制造业排名数据库数据，2022 年川仪温度计市占率约 8%，国内排名第一，已经实现对一线外资品牌的国产替代。

图表46：2023 年温度计+物位计+分析仪市场规模约 150 亿元



资料来源：制造业排名数据库，国联证券研究所

图表47：2022 年川仪温度计市占率约 8%



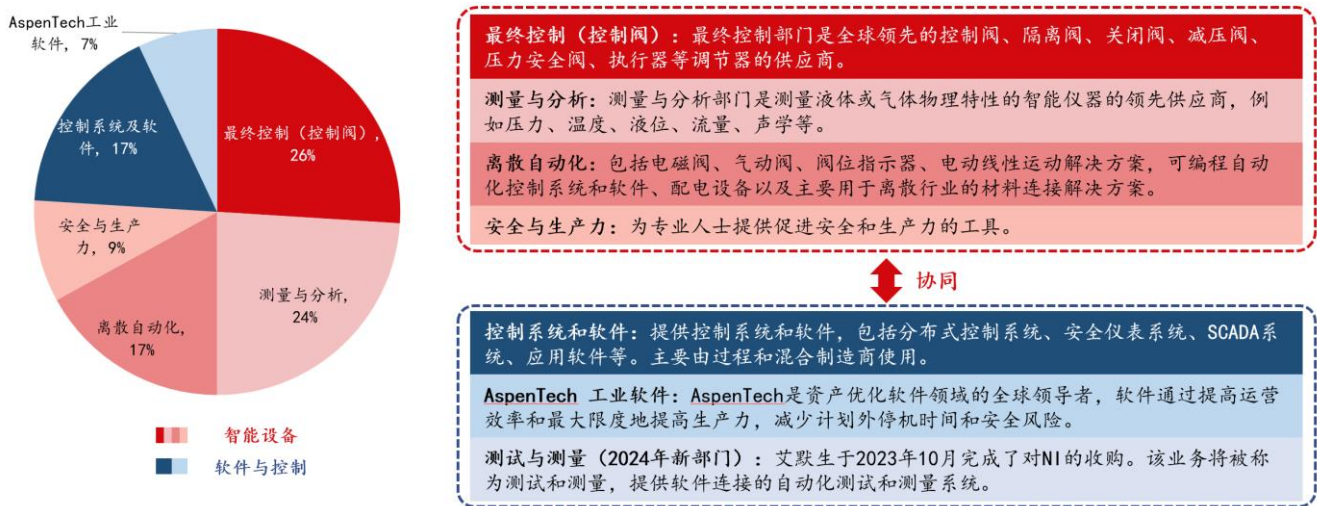
资料来源：制造业排名数据库，国联证券研究所

3. 他山之石：艾默生如何成为全球控制仪表龙头

3.1 收购与剥离：艾默生转型为工控专家的引擎

全球最大控制及仪表制造商，全品类布局。美国艾默生（EMERSON）是世界上最大的控制及仪表生产商，成立至今已超过 130 年。公司业务经过不断优化、剥离、重组等一系列资本运作，从原先的多个业务板块调整为两大核心业务——智能设备（工业自动化设备）、软件与控制。公司两大核心业务板块均包括多个部门，产品品类齐全，业务运营更加专注和专业。下游客户包括流程工业（如化学，电力和可再生能源和能源等），离散行业（包括汽车，医疗，包装和半导体）等，混合工业（生命科学，金属和采矿，食品和饮料，纸浆和造纸等）。

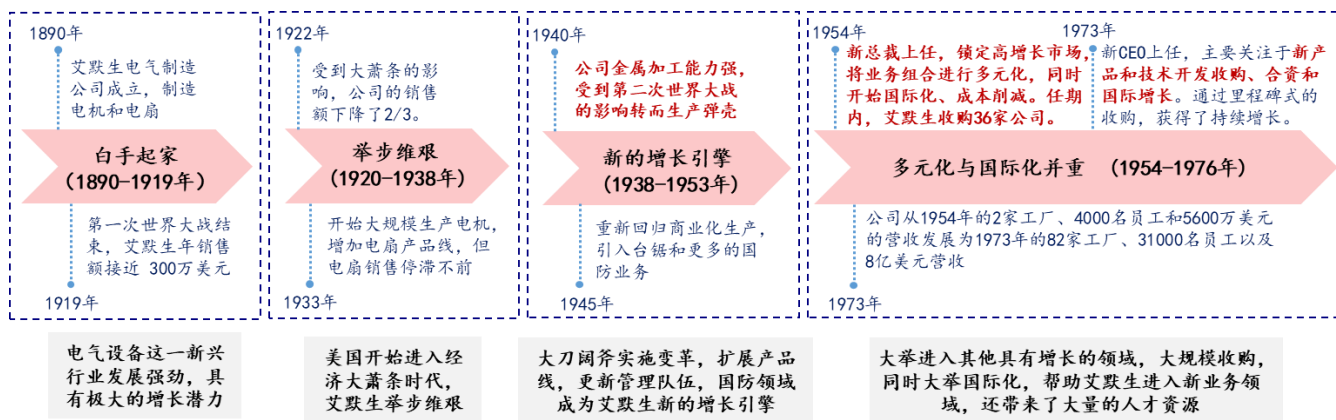
图表48：2023年艾默生智能设备营收占比约76%



资料来源：艾默生公司公告，国联证券研究所整理

1890-1990 年，百年风雨兼程，稳步实现多元化与国际化。1890 年艾默生最初成立时，业务仅为电机与电扇制造。在两次世界大战、经济大萧条、两次石油危机期间，公司一度举步维艰，但通过不断拓展新业务，同时进行多元化、国际化、成本控制，最终走出困境。历经百年，公司终于从一家小型电机和风扇制造商成为能与业界巨头相抗衡的多元化企业，并成为全美第三大电机制造商。

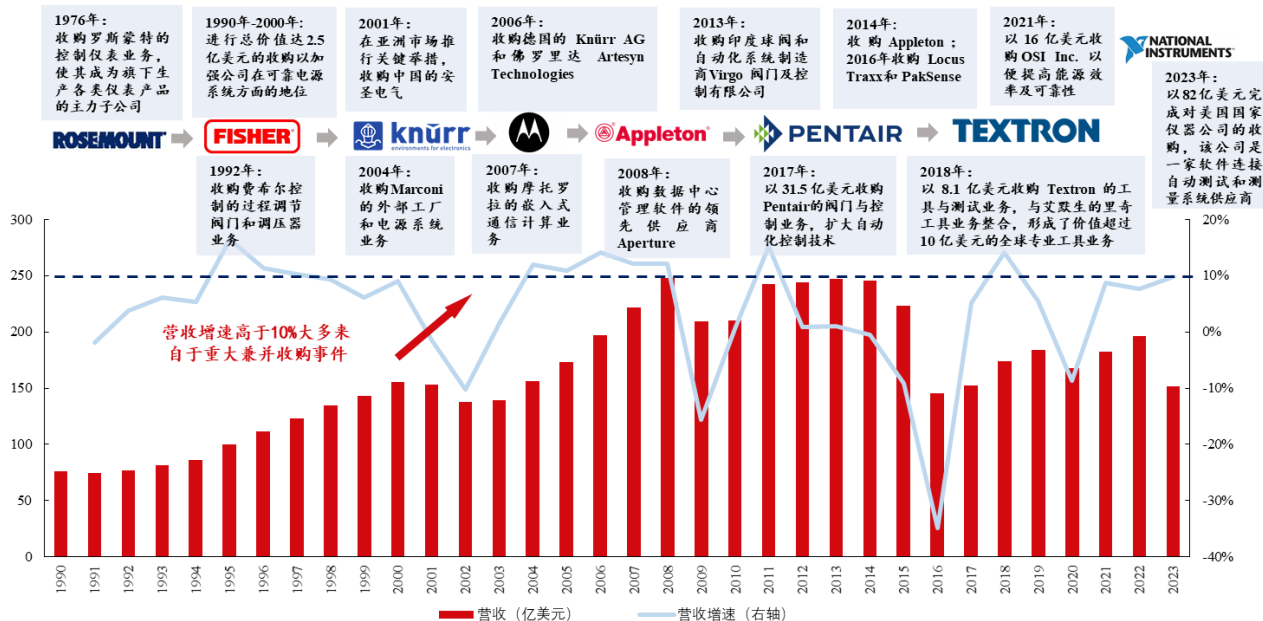
图表49：1890-1990 年公司百年发展历程



资料来源：艾默生公司公告，《艾默生：技术与收购的“双冕”王》(彭剑锋等)，国联证券研究所整理

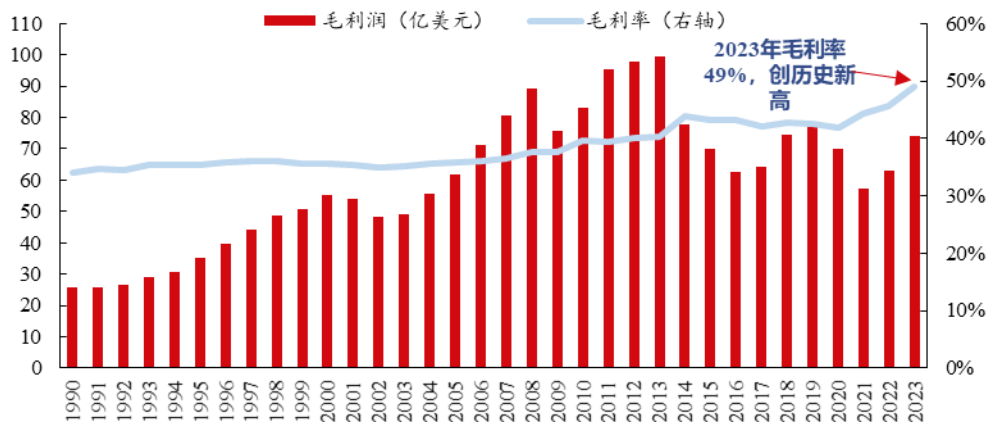
1976 年至今，通过收购与剥离，艾默生逐步从电机制造商转型为工业自动化控制专家。1976 年起，艾默生通过收购罗斯蒙特的控制仪表业务进入工业自动化控制领域。在之后的几十年里，公司陆续收购工业自动化仪表领域的费希尔控制、Virgo、Pentair 等公司的相关业务，最终艾默生认为自动化仪表领域潜力巨大，开始转型为工业自动化控制专家。2023 年，艾默生以 82 亿美元完成对美国国家仪器公司 (NI) 的收购，同时出售 Copeland 业务。通过收购扩充产品品类，同时出售非核心业务，艾默生更加专注于工业自动化领域的创新与发展，进一步提升其竞争地位。

图表50：艾默生通过收购转型为工控专家



资料来源：iFind，艾默生公司公告，《艾默生：技术与收购的“双冕”王》(彭剑锋等)，国联证券研究所整理

图表51：2023年艾默生毛利率创新高



资料来源：iFinD，国联证券研究所

通过收购扩充品类，各品牌各司其职负责细分产品生产。以最终控制与测量分析部分为例，包括费希尔(Fisher)、高准(Micro Motion)、罗斯蒙特(Rosemount)等众多世界一流品牌，全部是通过收购而来。

图表52：艾默生通过收购扩充品类

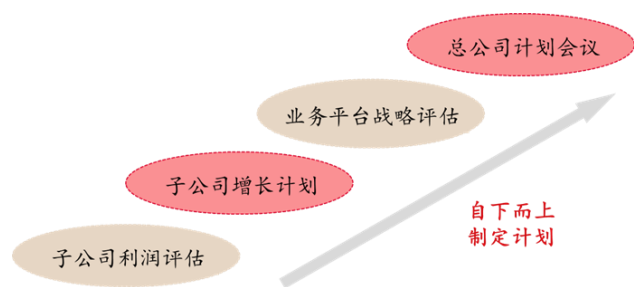
部门	品牌	产品	历史
最终控制	Anderson Greenwood	安全阀、泄压阀、仪表阀等	来自于艾默生2017年收购的Pentair旗下业务。Anderson Greenwood自成立以来，一直致力于设计和制造高质量的安全阀和泄压阀。
	Bettis	执行机构、阀门操作系统、控制装置和配件	Bettis公司于1929年首次成立为油田供应商和制造商代表，后来发展成为阀门驱动业务的先驱，并于1999年6月融入艾默生集团公司。
	Crosby	安全阀、泄压阀	Crosby安全阀在超压保护领域保持领先地位超过140年。
	费希尔 (Fisher)	控制阀、隔离阀、调压器、执行器等	1992年，艾默生收购费希尔控制的过程调节阀和调压器业务。2011年，艾默生全资收购Sanmar Engineering Corporation 旗下Fisher Sanmar 合资公司。Fisher是全球控制阀的领导者。
	Keystone	蝶阀、执行机构	来自于艾默生2017年收购的Pentair旗下业务。Keystone品牌提供从通用型至重载型、高性能型的全系列蝶阀。
	KTM	球阀	来自于艾默生2017年收购的Pentair旗下业务。KTM品牌一直以顶级手动和自动球阀与执行机构而著称。
测量与分析	Vanessa	蝶阀	来自于艾默生2017年收购的Pentair旗下业务。意大利产世界知名的蝶阀品牌。
	Flexim	超声波流量测量	艾默生2023年收购。Flexim提供高精度、低维护的外夹式超声波流量测量技术。
	Micro Motion	科里奥利流量计	来源于艾默生2005年收购Solartron Mobrey公司。
	罗斯蒙特	压力变送器	艾默生1976年收购罗斯蒙特的过程控制仪表业务，使其成为旗下生产各类仪表产品的主力子公司。

资料来源：艾默生公司官网，国联证券研究所

3.2 管理与技术：艾默生百余年内生增长的秘籍

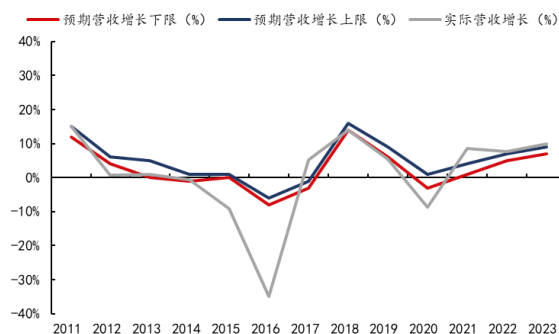
管理：自下而上的计划体系，坚定不移的执行体系，计划与控制是艾默生管理体系的精髓。自从 20 世纪 50 年代中后期开始，艾默生管理层每年都自下而上进行计划制定。首先各子公司分别进行增长计划，其次在各业务平台进行战略评估，递交至公司总部后，最后形成公司层面的总公司计划。为了保证计划的落实，艾默生建立了强有力的控制与跟进系统，控制的责任主要由 COO 和 CFO 来承担。2011 年以来，艾默生的实际营收增速基本符合公司制定的预期值（除 2015 年 12 月，美国进入加息周期，2016 年艾默生实际营收增速与预期值差别较大）。

图表53：艾默生自下而上的管理体系



资料来源：艾默生公司官网，国联证券研究所

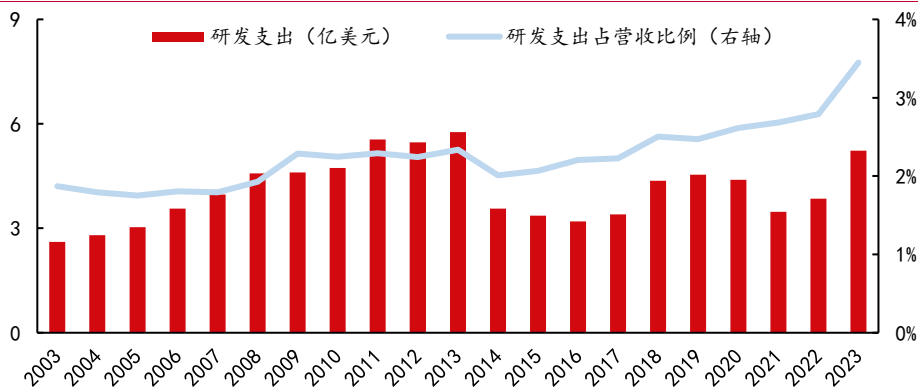
图表54：艾默生实际营收增速基本符合预期



资料来源：制造业排名数据库，国联证券研究所

技术：双轮驱动艾默生技术创新。1970 年之后，艾默生迅速崛起为技术领先者，离不开五个方面的举措：**逐年加大研发投入、视新产品销售如生命、战略投资计划、全球网络接力研发，以及通过员工表彰鼓励技术创新。**此外，艾默生在总公司层面创建了四个技术专家中心作为全球业务的研发网络，同时设立技术委员会和技术会议。

图表55：艾默生研发支出占比逐步提升



资料来源：艾默生公司公告，国联证券研究所

4. 己身之玉：多条护城河加持下的“中国艾默生”

4.1 产品：全门类产品综合型布局

公司是国内极少数综合型工业自动化仪表龙头，产品品类最全。当前行业内形成了综合型和专项型两大类别的生产企业。(1) **综合型企业**：主要由大中型企业构成，其产品结构体系较为齐全，并具有工程成套能力，如川仪股份、上海自仪等。(2) **专项型企业**：主要侧重单一产品的发展，如吴忠仪表、智能自控等。川仪产品谱系完备、配置规格齐全，目前拥有 10 大类产品，是国内规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合性自动化仪表制造企业。

图表56：川仪股份流程工业产品类型齐全

公司名称	2023年营收规模（亿元）	仪器仪表业务占比（%）	产品品类
川仪股份	74.11	89%	压力变送器、流量仪表、温度仪表、物位仪表、控制阀、控制阀附件、执行机构、分析仪、控制系统及装置、分析仪器
中控技术	86.2	约30%	控制阀、执行机构、变送器、流量仪表、物位仪表、分析仪、控制系统及装置
智能自控	10.24	100%	控制阀、执行机构
吴忠仪表	-	-	控制阀、执行机构
上海自仪	-	-	压力变送器、流量仪表、温度仪表、物位仪表、控制阀、控制阀附件、执行机构、液位计
西安仪表	-	-	变送器、智能流量仪表、温度仪表
威尔泰	1.57	53%	控制阀、变送器、流量仪表、温度仪表、执行机构、控制系统及装置
康斯特	4.98	94%	压力产品、过程信号、温度产品、软件

资料来源：iFinD，各公司公告，国联证券研究所

综合型企业较专项型企业在市场竞争中更具优势。

(1) **客户更倾向由一个供应商提供项目整体解决方案。**根据川仪招股说明书，在工业领域新建和更新改造项目中，客户的需求日益以系统集成及总包服务的方式体现，即不再希望由不同的设备供应商分别提供单台产品，而是更希望由一个供应商提供项目整体解决方案，包括项目所需的综合设计、设备选型搭配，以及安装调试、维护等技术服务，以实现整体性能最优化。

(2) **成套供货，产品联动，抗风险能力强。**产品品种、系列齐备，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，各产品能够形成联动效应，具有较强的应变市场、抵御风险的能力。

(3) **知识储备全面，能提出更专业的产品解决方案。**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。

(4) 洞悉行业发展，先手布局。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。

公司具备为石化、冶金、电力等行业提供多产品组合解决方案的总包服务能力。在石化领域，公司具备为 4000 万吨/年炼化一体化、2000 万吨/年炼油、650 万吨/年 LNG 接收站、140 万吨/年乙烯、60 万吨/年乙二醇等大中型石油化工、天然气等提供工程成套及总包服务的能力。

图表57：公司具备工程成套及总包服务能力

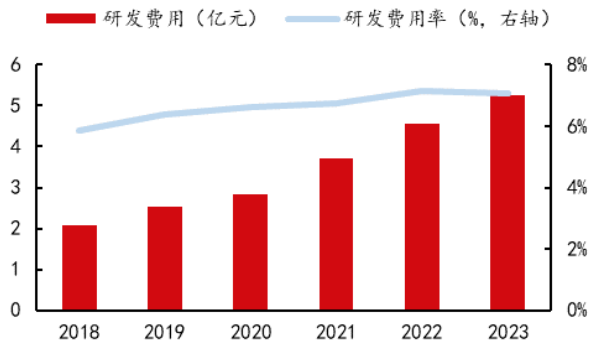


资料来源：公司公告，国联证券研究所

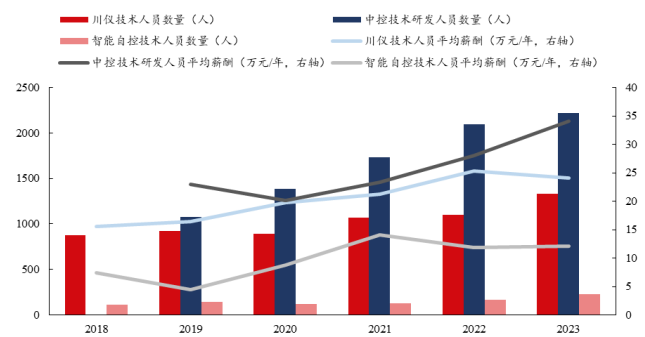
4.2 技术：创新驱动下替代一线外资

研发费用率呈增长趋势，技术人员数量和薪酬位于行业前列。2018-2023 年，公司重视研发，平均研发费用率约 6.6%，技术人员由 878 人增长至 1330 人，技术人员年均薪酬由约 16 万元提升至约 24 万元。公司的技术人员数量与技术人员人均薪酬大幅领先智能自控，略逊于中控技术，但考虑到中控技术仪器仪表业务占比仅约 30%，因此公司对于仪器仪表的研发投入程度在行业中位于前列。

2022 年 12 月，公司实施第一期股权激励计划，向共 558 人（占总员工人数的 11%）授予 390.50 万股（占总股本的 0.99%）公司股票，授予价格 10.66 元/股。激励对象包括高管 6 人，以及 552 名核心骨干。

图表58：公司研发费用率呈增长趋势


资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

图表59：技术人员数量持续增长


资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表60：公司 2022 年限制性股票激励方案

激励内容	激励对象	解除限售期	净资产收益率	研发费用率	经济增加值
实际授予限制性股票390.50万股，约占总股本的0.99%	总经理吴正国、董事黄治华、副总经理王刚、吴昱、李环、李尧6人+核心骨干552人，合计558人	第一个 (2023年)	$\geq 13.6\%$	$\geq 7\%$	$\Delta EVA > 0$
		第二个 (2024年)	$\geq 13.8\%$	$\geq 7\%$	$\Delta EVA > 0$
		第三个 (2025年)	$\geq 14.0\%$	$\geq 7\%$	$\Delta EVA > 0$

资料来源：公司公告，国联证券研究所

部分核心产品技术性能达到国际先进水平，产品具有性价比。技术进步驱动以及价格优势下，川仪 PDS 压力变送器近三年市占率稳居国产品牌第一。

(1) 性能方面：公司智能压力变送器、电磁流量计、电动执行机构、阀门定位器等 4 个产品具备世界先进水平。以压力变送器为例，川仪 PDS 压力变送器在精度（最高 $\pm 0.025\%$ ）与稳定性（ $\pm 0.1\%/10$ 年）方面已达到艾默生罗斯蒙特变送器同一水平，在响应时间与最大量程比方面差距较小，整体性能达到国际先进水平。

图表61：川仪 PDS 压力变送器已达到国内外领先水平

公司名称	产品名称	精度	响应时间	最大量程比	稳定性	量程范围
川仪股份	PDS805压力变送器	±0.04% (最高±0.025%)	90ms	100:1	±0.1%/10年	表压40MPa 绝压20MPa
艾默生	罗斯蒙特3051系列压力变送器	最高±0.04%	85ms	150:1	±0.1%/12年	表压13.8MPa 绝压27.6MPa
中控技术	CXT高精度智能变送器	±0.05% (最高±0.035%)	-	100:1	±0.1%/10年	表压40MPa

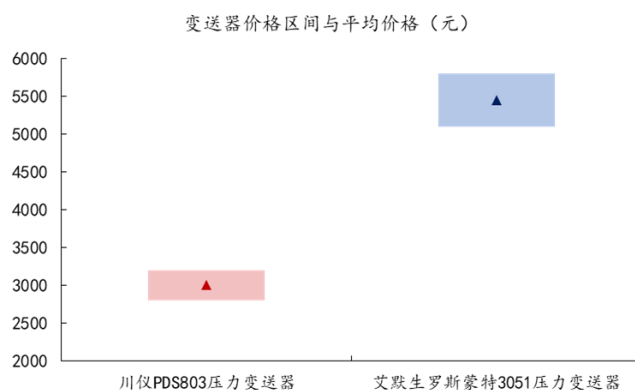
资料来源：公司官网，各产品说明书，国联证券研究所

图表62：川仪电磁流量计已达到国内外一流水平

公司名称	产品名称	精度	介质温度	测量流速范围	重复性
川仪股份	管道式高精度电磁流量计	最高0.2%	最高180°	最大10m/s	≤±0.16%
科隆	OPTIFLUX4000电磁流量计	最高0.2%	最高180°	最大12m/s	≤±0.06%
中控技术	EMF89电磁流量计	最高0.2%		最大12m/s	

资料来源：公司官网，各产品说明书，国联证券研究所

(2) 价格方面：根据爱采购数据，川仪压力变送器（PDS 系列）仅为艾默生（罗斯蒙特 3051 系列）的 50%左右，极具性价比。

图表63：川仪 PDS 系列压力变送器价格仅为艾默生 3051 系列的 50%左右


资料来源：爱采购，国联证券研究所

技术驱动下，公司产品“国产替代”加速推进。根据全球阀门网数据，截至 2020 年，川仪部分阀门及阀门附件产品已在 LNG、炼油、电力、钢铁、核电等领域实现国

产替代，被替代的外资品牌中包括技术领先的 Fisher。根据公司 2023 年中报，公司 30 余项产品在石油化工、冶金等领域成功实现国产替代，“国产替代”战略持续推进。

图表64：公司阀门及阀门附件实现国产替代（2020年数据）

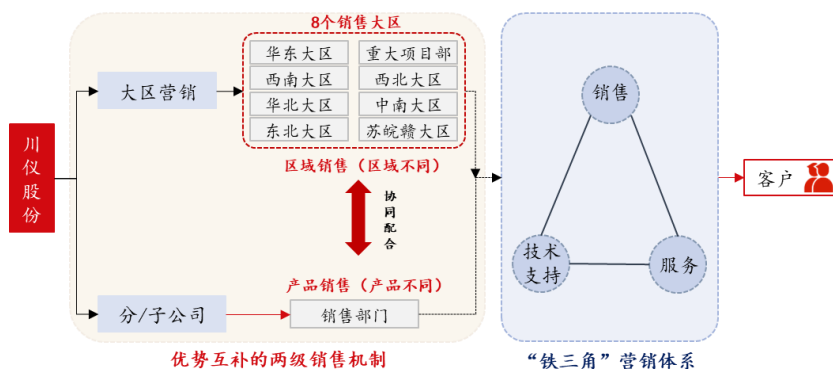
行业/领域	装置	阀门名称	替代进口	使用(合作)用户
LNG领域	外输系统、蒸发处理系统	高磅级低温调节阀	Flowserve	江苏LNG接收站
	外输系统、槽车	高磅级低温球阀	Poyam	京唐LNG接收站
	卸船系统、燃料气系统	低温蝶阀	OHL	四川空分
千万吨炼油	聚丙烯装置	PDS阀	Argus	四川石化
	高压加氢	同轴节流式高压阀	Masoneilan	四川石化，独山子石化
电力、钢铁	光热发电:电集热装置	高温熔盐阀	Flowserve	首航节能、江苏鑫晨
	火电:锅炉系统	高压差速调节阀、套筒式多级降压阀、先导式阀	Flowserve、Fisher	南宁垃圾焚烧发电、重庆三峰卡万塔等
	钢铁:加热炉煤气快速切断	全金属密封蝶阀	Vanessa	马鞍山钢铁
核电	热力系统	凝结水主调阀	Fisher	国核
	热力系统	最小流量调节阀	Fisher	国核
	机组旁路系统	汽轮机旁路调节阀	Fisher	中广核
	K3	核级阀门定位器	Fisher	中广核
	K1、K3	核级限位开关	Topworx	中广核

资料来源：全球阀门网，国联证券研究所

4.3 销售：行业首创“2+3”直销体系

直销模式下，两级销售机制+“铁三角”营销体系构筑行业领先营销网络。由于自动化仪器仪表定制化程度高，差异较大，公司主要采取直销模式。(1) **两级销售机制**：采用区域销售和产品销售相结合的两级销售机制，区域销售由 8 个大区营销单位负责（自负盈亏），网点覆盖全国区域；产品销售由各分/子公司的销售部门负责，作为区域销售的补充。(2) **“铁三角”营销体系**：建立销售、技术支持、服务“三位一体”的川仪“营销铁三角”，实现优势互补，近 1500 名销售及工程师深耕市场一线。

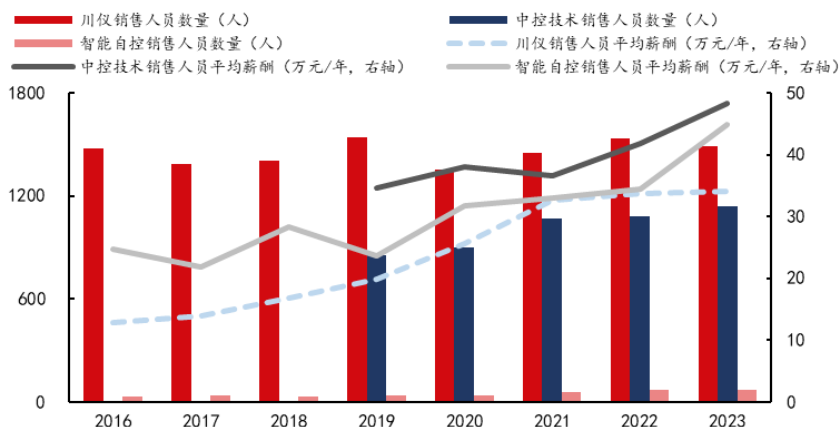
图表65：川仪销售网络遍布全国



资料来源：经燕化工平台，川仪股份招聘信息，国联证券研究所

公司具有最为庞大的销售团队，根据公司 2023 年年报，公司共有销售人员约 1500 人，远超同行业的中控技术、智能自控。从人均薪酬角度，2023 年公司销售人员年均薪酬明显低于同行业的中控技术、智能自控，主要系公司销售体系已经较为成熟，人工成本较低。2024 年，公司将继续强化营销能力，全面推广以重点客户和重大项目为标的的项目竞标“揭榜挂帅”机制，充分激发销售队伍活力。

图表66：川仪销售人员规模处于同行业领先水平



资料来源：iFinD，国联证券研究所

4.4 资质：进入壁垒高利好川仪

石化行业设备供应壁垒非常高，川仪是 2021 年行业中唯一同时进入中石化控制阀与执行机构 2 个供应商名单的企业。据智能自控招股说明书，在石化行业，设备供应商必须要通过严格的产品品质认可程序，只有富有项目经验且技术出色的企业才能合格供应商名录，进入壁垒很高，新进入者的空间非常狭小。根据 2021 年中石化控制阀和执行机构框架协议，川仪是同行业中唯一同时进入 2 个供应商名单的企业。

图表67：2021 年中石化控制阀框架供应商名单

公司名称	进入中石化供应商名单	中标明细
川仪股份	2个，控制阀、电动执行机构	电动执行机构、自力式压力调节阀
智能自控	1个，控制阀	Globe调节阀、控制球阀、自力式压力调节阀、控制闸阀、偏心旋转阀或凸轮挠曲阀
中控技术	1个，控制阀	控制闸阀
吴忠仪表	1个，控制阀	Globe调节阀、控制球阀、自力式压力调节阀、偏心旋转阀或凸轮挠曲阀

资料来源：2021 年中石化控制阀框架协议供应商名单，昌晖仪表官网，国联证券研究所

公司下游客户分散，抗风险能力强，客户以大型央国企+民营龙头为主。2023 年公司前五名客户销售额占比仅约 13%（同行业智能自控约 47%），表明公司客户下游分散，抗风险能力强。公司下游客户以大型央国企以及行业中的知名民营企业为主，客户资源丰富：（1）**石油化工领域**：持续深化与中石油、中石化、中海油、万华化学等重点客户的合作；（2）**冶金领域**：与中国天辰、德信钢铁、天津钢铁等客户签订战略合作协议；（3）**核电领域**：深化与中核集团、中广核、国电投的合作。

公司跟随国内客户资源“借船出海”，积极开拓东南亚、南亚、中东、非洲等海外市场，2024 上半年公司海外市场新签订单同比增长 86%。

图表68：公司在各行业均拥有丰富的客户资源

 CNPC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 CNOOC 中国海洋石油	 PipeChina 国家管网	 ZPC 浙江石化	 WANHUA 万华化学	 中国石化
 中石油集团	 SINOCEM 中化集团	 SINOCEM 中化集团	 CHEMCHINA 中国化工	 WANHUA 万华	 WANHUA 万华	 WANHUA 万华
 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司	 HUAYUAN 华远集团	 HUAYUAN 华远集团	 HUAYUAN 华远集团	 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司	 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司	 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司
 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司	 HUAYUAN 华远集团	 HUAYUAN 华远集团	 HUAYUAN 华远集团	 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司	 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司	 BAOWU 中国宝武钢铁集团有限公司
 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能
 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能	 CHINA HUAREN 中国华能
 WEIQIAO 魏桥集团	 CONCH 海螺水泥	 中国建材	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 WEIQIAO 魏桥集团	 CONCH 海螺水泥	 中国建材	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化
 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化	 SINOPEC 中国石化

资料来源：经燕化工平台，国联证券研究所

4.5 产能：智能制造推动产能提升

“数智川仪”建设使得产能提升 70%-189%，智能制造整体水平行业领先。川仪股份自 2013 年起在行业内率先开展智能化生产线改造，根据中阀企数据，2022 年“数智川仪”建设取得明显成效，主力产品研发周期缩短 30%，产能提升 70%-189%，生产效率提升 20%-50%。截至 2024 年上半年，公司已建成 45 条智能生产线、7 个重庆市数字化车间、2 个重庆市创新示范智能工厂，智能制造整体水平行业领先。

图表69：公司智能制造整体水平行业领先

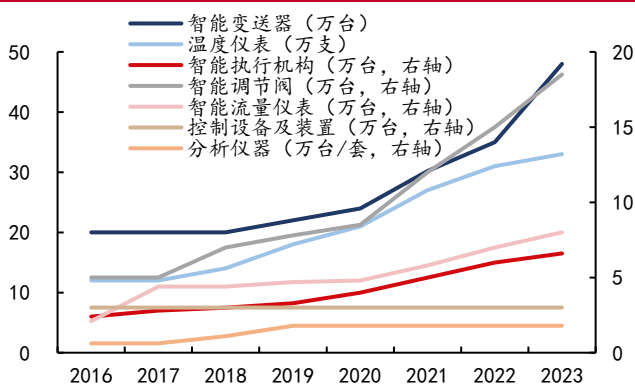


资料来源：公司公告，国联证券研究所

核心部件自制，智能控制阀（调节阀、执行机构）+仪器仪表（压力变送器、温度计、流量计、物位计）等主力产品产能稳步提升，产能利用率基本超过90%。截至2023年，公司智能执行机构年产能6.6万台、智能变送器48万台、智能调节阀18.5万台、智能流量表8万台、温度仪表33万支、控制设备及装置3万台、分析仪器约1.8万台/套。除分析仪器的产能利用率较低以外，智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表的产能利用率都超过90%。

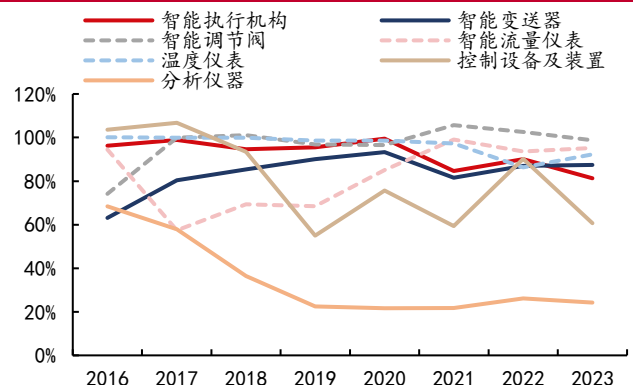
2024年3月公司拟向控股股东定增募资不超过6.6亿元加码智能调节阀项目及补充流动资金。2024年3月，公司拟向控股股东四联集团定增募资6.6亿元，用于智能调节阀建设项目（总投资4.85亿元，拟投入募集资金4.6亿元）及补充流动资金（2亿元）。本次募投项目的实施有利于提升智能调节阀产品技术水平、扩大生产规模、增强市场竞争力。

图表70：主力产品产能稳步扩充



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表71：主力产品产能利用率维持较高水平 (%)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测和建议

5.1 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 77.5/85.1/97.4 亿元，分别同比增长约 5%/10%/14%；归母净利润分别为 7.7/8.8/10.3 亿元，分别同比增长 4%/14%/18%。

工业自动化仪表及装置：主要包括控制阀及其执行机构、仪器仪表（压力变送器、流量计、温度计、物位计、分析仪）和软件管理系统。2024 上半年，受到宏观经济形势影响，部分下游市场需求呈现减弱态势，该板块业务营收增速有所下降。我们预计 2024-2026 年公司工业自动化仪表及装置营收同比增速约 5%/10%/15%。

复合材料：主要包括金属复合材料、精密合金材料、贵金属材料等，业务占比较低，增长较为稳定。我们预计 2024-2026 年公司复合材料营收同比增速约 10%/10%/10%。

电子器件：主要包括硬脆材料精密元件和仪表部件等，业务占比较低，增长较为稳定。我们预计 2024-2026 年公司电子器件营收同比增速约-20%/5%/10%。

进出口业务：主要是进出口代理、进出口自营等。2024 上半年，公司进出口业务同比下降 89%，随着下半年海外需求修复，我们预计 2024-2026 年公司进出口业务营收同比增长约-50%/0%/10%。

图表72：公司营收测算汇总（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计						
营业收入	54.9	63.7	74.1	77.5	85.1	97.4
YOY	29.0%	16.1%	16.3%	4.6%	9.9%	14.5%
毛利率	34.9%	34.8%	34.2%	32.2%	33.0%	34.0%
工业自动化仪表及装置						
营业收入	46.9	56.0	66.0	69.3	76.2	87.6
YOY	26.1%	19.6%	17.7%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	36.5%	36.0%	35.3%	33.0%	34.0%	35.0%
复合材料						
营业收入	6.1	5.5	5.9	6.4	7.1	7.8
YOY	59.5%	-10.3%	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.6%	20.7%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
电子器件						
营业收入	1.4	1.5	1.6	1.3	1.3	1.4
YOY	24.7%	11.6%	3.5%	-20.0%	5.0%	10.0%
毛利率	33.9%	34.5%	35.8%	40.0%	40.0%	40.0%
进出口业务						
营业收入	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
YOY	-4.9%	7.0%	13.5%	-50.0%	0.0%	10.0%
毛利率	15.0%	17.3%	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
其他业务						
营业收入	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
YOY	45.2%	40.8%	10.2%	-10.0%	0.0%	10.0%
毛利率	78.7%	81.4%	87%	85%	85%	85%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

5.2 估值与投资建议

(1) 绝对估值法

假设无风险利率 R_f 为 10 年国债收益率，市场预期回报率为沪深 300 指数平均收益率（2014-2022 年），Beta 标的指数为上证综合指数，WACC 为 7.8%。假设第二阶段年数为 6 年，增长率 5%，永续增长率为 1.0%，对三个阶段进行折现估值。

图表73: FCFF 法参数假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.09%
市场预期回报率 Rm	6.84%
β 系数 (参考值)	1.241
第二阶段增长年数	6
第二阶段增长率	5.0%
永续增长率	1.0%
有效税率 Tx	9.5%
税后债务资本成本 Kd	3.0%
债务资本比重 Wd	3.0%
股权资本成本 Ke	8.0%
WACC	7.8%

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

根据 DCF 模型, 测算得到公司当前价值约 123 亿元, 对应股价 23.9 元/股。

图表74: FCFF 法估值表 (百万元)

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	1,810.81	14.51%
第二阶段	3,232.32	25.90%
第三阶段 (终值)	7,438.01	59.59%
企业价值 AEV	12,481.15	
加: 非核心资产	155.92	1.25%
减: 带息债务 (账面价值)	342.46	2.74%
减: 少数股东权益	16.57	0.13%
股权价值 (百万元)	12,278.04	98.37%
除: 总股本 (股)	513,411,750.00	
每股价值 (元)	23.9	

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表75: FCFF 估值敏感性测试

敏感性测试结果	永续增长率											
	0.62%	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%	1.61%	
WACC												
4.87%	39.78	40.23	40.75	41.33	42.00	42.76	43.65	44.68	45.89	47.32	49.03	
5.35%	35.61	35.96	36.35	36.80	37.32	37.90	38.58	39.36	40.27	41.33	42.59	
5.89%	31.91	32.18	32.49	32.84	33.23	33.68	34.20	34.79	35.47	36.27	37.20	
6.48%	28.62	28.84	29.07	29.34	29.65	29.99	30.39	30.84	31.35	31.95	32.65	
7.12%	25.70	25.87	26.05	26.26	26.49	26.76	27.06	27.40	27.79	28.24	28.76	
7.84%	23.10	23.23	23.37	23.53	23.71	23.91	24.14	24.40	24.70	25.04	25.43	
8.62%	20.78	20.88	20.99	21.11	21.25	21.40	21.58	21.78	22.00	22.26	22.55	
9.48%	18.71	18.78	18.87	18.96	19.07	19.18	19.32	19.47	19.64	19.83	20.05	
10.43%	16.85	16.91	16.97	17.05	17.13	17.22	17.32	17.43	17.56	17.71	17.87	
11.47%	15.19	15.23	15.28	15.34	15.40	15.47	15.54	15.63	15.73	15.84	15.96	
12.62%	13.70	13.74	13.77	13.81	13.86	13.91	13.97	14.04	14.11	14.19	14.28	

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

(2) 相对估值法

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 7.7/8.8/10.3 亿元，分别同比增长 4%/14%/18%，对应当前股价 PE 分别为 14/13/11 倍。我们选取纽威股份、中控技术、中密控股作为可比公司，2024-2026 年行业的 PE 均值 24/20/17 倍。公司是国内流程工业自动化仪表龙头，但是鉴于政策层面传导至下游需求仍需要时间，我们认为可以给予公司 2025 年 16 倍估值，对应目标价 27.3 元/股。

图表76：行业可比公司的平均估值水平

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603699.SH	纽威股份*	181	24	7.2	9.4	11.3	13.1	25	19	16	14
688777.SH	中控技术*	424	54	11.0	12.6	15.4	18.6	38	34	28	23
300470.SZ	中密控股*	80	38	3.5	4.0	4.6	5.4	23	20	17	15
								29	24	20	17
603100.SH	川仪股份	111	22	7.4	7.7	8.8	10.3	15	14	13	11

资料来源：Wind，国联证券研究所；带*数据来自Wind一致预期；收盘价取 2024 年 11 月 11 日收盘价

投资评级：我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 77.5/85.1/97.4 亿元，分别同比增长约 5%/10%/14%；归母净利润分别为 7.7/8.8/10.3 亿元，分别同比增长 4%/14%/18%；EPS 分别为 1.5/1.7/2.0 元/股，2024-2026 年 CAGR 为 16%。可比公司 2025 年平均 PE 为 20 倍，鉴于政策层面传导至下游需求仍需要时间，我们综合绝对估值法（DCF 法测算得到当前每股价值 23.9 元）和相对估值法，给予公司 2025 年 16 倍 PE，对应目标价 27.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济复苏不及预期：公司的下游领域包括石油化工、冶金、电力、轻工建材等国民经济基础性行业，与宏观经济景气度有较强相关性。当前我国仍处于经济恢复和转型升级关键期；同时，国际政经环境错综复杂，全球经济增长动能偏弱。内外部环境变化带来的不确定性风险或将影响公司业绩。

市场竞争加剧：当前外资品牌加速调整策略，不断扩大市场覆盖的深度和广度；国内品牌加大技术研发，加速多元化产品布局。若公司产品研发不及预期，市场份额或将受到挤压，从而影响公司业绩。

产能建设不及预期：公司通过募投项目建设、提升智能制造水平等措施，主力产品产能明显提升，但公司部分产品定制化程度较高，产能仍需进一步提升。若公司产品产能扩建不及预期，或将影响公司订单规模。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E			
货币资金	1498	2535	5276	5517	5812	营业收入	6370	7411	7749	8512	9744	营业成本	4152	4876	5247	5691	6424			
应收账款+票据	2143	2349	2587	2842	3254	税金及附加	51	53	51	56	64	销售费用	845	971	860	953	1101			
预付账款	264	215	282	309	354	管理费用	828	940	891	996	1160	财务费用	-16	-20	1	-6	-10			
存货	1300	1403	1612	1749	1974	资产减值损失	-33	-37	-39	-43	-50	公允价值变动收益	-33	11	0	0	0			
其他	704	71	66	72	82	投资净收益	135	199	146	146	146	其他	49	42	29	27	23			
流动资产合计	5908	6573	9823	10489	11476	营业利润	627	806	834	952	1125	营业外净收益	11	11	20	20	20			
长期股权投资	380	445	574	702	831	利润总额	639	817	854	972	1146	所得税	58	70	81	93	109			
固定资产	641	725	747	830	882	净利润	581	746	773	880	1036	少数股东损益	2	2	3	3	3			
在建工程	57	85	93	75	75	归属于母公司净利润	579	744	770	877	1033									
无形资产	58	56	75	113	149															
其他非流动资产	413	435	409	360	346															
非流动资产合计	1548	1747	1897	2080	2282															
资产总计	7456	8320	11720	12569	13758															
短期借款	8	0	0	0	0															
应付账款+票据	1521	1820	1937	2101	2372															
其他	2005	2098	2435	2659	3024															
流动负债合计	3533	3918	4372	4760	5396															
长期带息负债	402	342	282	229	176															
长期应付款	0	0	0	0	0															
其他	99	88	88	88	88															
非流动负债合计	501	430	370	316	263															
负债合计	4034	4348	4743	5077	5659															
少数股东权益	14	17	19	22	25															
股本	395	395	513	513	513															
资本公积	672	710	3144	3144	3144															
留存收益	2341	2850	3300	3813	4416															
股东权益合计	3423	3972	6977	7492	8099															
负债和股东权益总计	7456	8320	11720	12569	13758															

现金流量表						单位:百万元					财务比率					2022					2023					2024E					2025E					2026E				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E																							
净利润	581	746	773	880	1036	成长能力						营业收入	16.10%	16.34%	4.56%	9.85%	14.48%																							
折旧摊销	77	87	121	136	116	营业收入	16.10%	16.34%	4.56%	9.85%	14.48%	EBIT	2.96%	27.77%	7.47%	12.88%	17.57%																							
财务费用	-16	-20	1	-6	-10	EBITDA	3.33%	26.16%	10.57%	12.86%	13.61%	归属于母公司净利润	7.51%	28.44%	3.55%	13.84%	17.82%																							
存货减少(增加为“-”)	-153	-103	-209	-136	-225	归属于母公司净利润	7.51%	28.44%	3.55%	13.84%	17.82%	获能力																												
营运资金变动	-48	-21	-55	-38	-56	毛利率	34.82%	34.20%	32.29%	33.14%	34.08%	净利率	9.12%	10.07%	9.97%	10.33%	10.64%																							
其它	116	2	82	11	100	净利率	9.12%	10.07%	9.97%	10.33%	10.64%	ROE	16.99%	18.81%	11.07%	11.74%	12.80%																							
经营活动现金流	557	690	712	846	961	ROIC	26.65%	28.43%	27.64%	28.61%	30.35%	偿债能力																												
资本支出	-120	-157	-140	-190	-190	资产负债率	54.10%	52.26%	40.47%	40.39%	41.13%	资产比率	1.7	1.7	2.2	2.2	2.1																							
长期投资	-650	653	0	0	0	流动比率	1.7	1.7	2.2	2.2	2.1	速动比率	1.2	1.3	1.8	1.8	1.7																							
其他	-62	336	-3	-3	-3	速动比率	1.2	1.3	1.8	1.8	1.7	营运能力																												
投资活动现金流	-832	832	-143	-193	-193	应收账款周转率	3.1	3.3	3.1	3.1	3.1	存货周转率	3.2	3.5	3.3	3.3	3.3																							
债权融资	216	-67	-60	-54	-53	总资产周转率	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	每股指标(元)																												
股权融资	0	0	118	0	0	每股收益	1.1	1.4	1.5	1.7	2.0	每股经营现金流	1.1	1.3	1.4	1.6	1.9																							
其他	-466	-271	2113	-358	-419	每股净资产	6.6	7.7	13.6	14.6	15.7	估值比率																												
筹资活动现金流	-250	-338	2171	-412	-473	市盈率	19.1	14.9	14.4	12.6	10.7	市净率	3.2	2.8	1.6	1.5	1.4																							
现金净增加额	-522	1187	2740	241	295	EV/EBITDA	16.3	11.0	7.3	6.3	5.4	EV/EBIT	18.4	12.2	8.3	7.2	6.0																							

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 11 月 11 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼