

工控王者归来，电控高歌猛进

买入（维持）

2020年08月18日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,390	10,883	13,716	16,852
同比（%）	25.8%	47.3%	26.0%	22.9%
归母净利润（百万元）	952	1787	2308	2896
同比（%）	-18.4%	87.7%	29.2%	25.4%
每股收益（元/股）	0.55	1.04	1.34	1.68
P/E（倍）	100.97	53.37	41.33	32.94

投资要点

■ **中报营收+76%、利润+94%，靠近预告上限，超预期。**20H1 公司实现收入 47.84 亿元（+76%）；净利润 7.74 亿元（+94%）；测算扣除 BST 汇川上半年营收 34.77 亿（+28%），归母净利润 6.6 亿（+66.4%）。H1 订单整体 42.1 亿（+31%），其中工控&机器人&电梯订单 37.8 亿（+44%），新能源汽车订单 4.2 亿（+11%）。

■ **工控业务增长超预期，产品毛利率大幅提升。**国内疫情后工控行业重回复苏轨道，光伏、锂电、电子、3C 等下游需求高涨，Q2 起起重、印包、纺织、注塑等行业需求恢复增长，同时进口替代加速；汇川上半年汇川通用自动化业务（含电液 SBU）实现收入 21.18 亿，同比+56%，其中通用变频 9.2 亿（+29%）、通用伺服 8.17 亿（+101%）、PLC&HMI 2.3 亿（+145%），电液伺服 1.49 亿（不含伊士通，含伊士通电液整体增长+30%），上半年汇川工控订单同比增速接近 60%，汇川优势的先进制造高增长，叠加 Q2 传统行业恢复、口罩机贡献等，上半年工控行业增长超预期。同时工控产品毛利率大幅改善，20H1 变频器类、运动控制类（伺服等）、控制技术类（PLC、HMI、视觉）产品毛利率分别 47.4%、49.5%、53.4%，同比分别+2.5pct、+3.5pct、+9.1pct，来自产品价格改善、成本优化等。全年来看工控行业有望实现超 50%以上的高增长。

■ **新能源乘用车进入收获期，预计收入端大幅增长，利润减亏。**上半年汇川新能源汽车整体实现收入 3.29 亿、同比+46%，其中乘用车、物流车高增，客车目前下滑。乘用车方面，汇川上半年新势力客户威马、理想、小鹏等放量，1-7 月装机 4.8 万、同比+298%，客户端完成一线 TOP 客户定点，产品方面不断迭代；商用车方面，物流车上半年新客户放量，收入大幅增长；客车受行业低迷、宇通销量下滑影响，短期承压。

■ **电梯上半年稳健，汇川+贝思特加速融合、协同效应有望进一步体现。**上半年汇川+BST 收入 18.57 亿，其中电梯一体机收入 5.5 亿，同比-11%，BST 收入 13.1 亿，同比+15%。汇川收购 BST 后加快融合，目前市场管理全面拉通，形成跨国品牌电梯市场、海外电梯市场、国内品牌电梯市场 3 个实体组织，采用统一 KPI 等管理工具，启用嘉善制造基地，将大配套产品线、门机产品线等业务向新基地转移。同时两家融合后加速了汇川一体机在合资、跨国客户中的拓展。今年上半年预计 BST 并表 1.1 亿。全年预计汇川+贝思特维持 5-10%的稳健增长，贝思特并表贡献 1.3 亿以上增量。

■ **盈利预测与投资评级：**上调公司 2020-22 年归母净利润分别 17.9 亿/23.1 亿/29.0 亿（此前预期 16.3 亿/20.6 亿/25.8 亿），同比+88%/+29%/+25%，对应现价 PE 分别 53 倍、41 倍、33 倍，给予目标价 67 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.47
一年最低/最高价	21.92/55.88
市净率(倍)	10.38
流通 A 股市值(百万元)	76628.50

基础数据

每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	43.62
总股本(百万股)	1719.72
流通 A 股(百万股)	1381.44

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）：工控龙头王者归来，中报预告大超预期》2020-07-08
- 2、《汇川技术（300124）：Q1 订单超预期，工控、电控驱动高增》2020-04-28
- 3、《汇川技术（300124）：业绩大超预期，工控、电控驱动高增，电梯并表增厚》2020-04-11

中报营收+76%、利润+94%，靠近预告上限，超预期。20H1 公司实现营业收入 47.84 亿元，同比+75.95%；实现归属母公司净利润 7.74 亿元，同比+94.33%，预告归母净利润区间 6.8~8.0 亿元，实际归母净利润贴上限；按 BST 上半年营收 13.07 亿、利润 1.1 亿左右测算，扣除 BST 并表影响后汇川上半年营收 34.77 亿，同比+27.9%，归母净利润 6.6 亿，同比+66.4%。分季度看，20Q2 营收 32.37 亿元，同比+99.91%，环比+109.14%；利润 6.02 亿元，同比+123.46%，环比+248.96%；剔除 BST 后 Q2 营收同比+45.1%、利润同比+84.8%。H1 订单整体 42.1 亿、同比增长 31%，其中工控&机器人&电梯订单 37.8 亿、同比+44%，新能源汽车订单 4.2 亿，同比+11%，轨交上半年受疫情影响接单较少。整体而言，汇川的业绩超预期来自通用自动化高增长与毛利率超预期，目前 7-8 月订单仍旺盛，预计收入高增将延续，叠加利润率提升因素，预计下半年业绩有望继续超预期。

表 1：汇川技术中报核心财务数据（亿元）

汇川技术	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	47.84	27.19	76.0%	32.37	16.19	99.9%	15.48	109.1%
营业收入（扣除贝思特）	34.77	27.19	27.9%	23.49	16.19	45.1%	11.28	108.2%
毛利率	39.8%	41.0%	-1.2pct	40.4%	40.8%	-0.3pct	38.5%	1.9pct
营业利润	8.64	4.40	96.5%	6.74	2.90	132.6%	1.90	253.6%
利润总额	8.67	4.43	95.5%	6.79	2.93	132.0%	1.88	261.0%
归属母公司净利润	7.74	3.99	94.3%	6.02	2.69	123.5%	1.72	249.0%
归母净利润（扣除贝思特）	6.64	3.99	66.4%	4.97	2.69	84.8%	1.67	197.6%
扣非归母净利润	7.02	3.44	104.1%	5.53	2.43	128.1%	1.49	272.5%
归母净利率	16.2%	14.7%	1.5pct	18.6%	16.6%	2.0pct	11.1%	7.5pct
归母净利率（扣除贝思特）	19.1%	14.7%	4.4pct	21.2%	16.6%	4.5pct	14.8%	6.4pct
股本	17.32	16.62	-	17.20	16.62	-	17.32	-
EPS	0.45	0.24	86.5%	0.35	0.16	115.9%	0.10	251.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

※贝思特并表按收入 13.07 亿、归母净利润 1.1 亿测算

表 2：汇川技术分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	975	1,497	1,466	1,935	1,100	1,619	2,189	2,482	1,548	3,237
营业收入 YoY	25%	30%	23%	17%	13%	8%	49%	28%	41%	100%
营业成本	531	835	874	1,178	644	959	1,426	1,578	951	1,928
营业税金及附加	9	12	11	13	8	10	12	15	8	25
销售费用	90	124	122	168	106	142	171	207	132	229
管理费用	220	267	239	277	69	91	126	137	114	158
研发费用					159	212	233	251	216	288
财务费用	(18)	(6)	6	6	6	6	27	13	14	18
营业利润	217	336	323	407	150	290	292	316	190	674
归母净利润	196	300	298	373	129	269	247	306	172	602
主营业务毛利率	45.5%	44.2%	40.4%	39.1%	41.4%	40.8%	34.8%	36.4%	38.5%	40.4%
销售费用率	9.2%	8.3%	8.3%	8.7%	9.7%	8.8%	7.8%	8.3%	8.5%	7.1%
管理费用率	22.6%	17.8%	16.3%	14.3%	6.3%	5.6%	5.8%	5.5%	7.4%	4.9%
研发费用率					14.4%	13.1%	10.7%	10.1%	14.0%	8.9%
财务费用率	-1.9%	-0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	0.4%	1.2%	0.5%	0.9%	0.6%
净利率	20.1%	20.0%	20.3%	19.3%	11.7%	16.6%	11.3%	12.3%	11.1%	18.6%

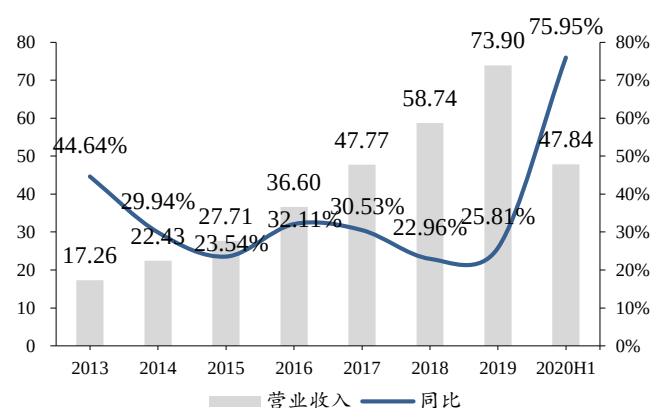
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 汇川技术半年度订单数据 (亿元)

订单	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
工控&机器人&电梯	14.0	17.8	20.3	25.3	27.0	31.7	26.2	32.4	37.8
yoy	20%	35%	4%	42%	33%	26%	-3%	2%	44%
新能源&轨道交通	8.7	7.8	3.4	9.9	9.5	9.2	6.0	8.9	4.3
yoy	194%	13%	-65%	27%	180%	-7%	-37%	-3%	-29%
其中: 新能源			3.4	9.7	3.9	7.8	3.8	5.8	4.2
yoy					17%	-20%	-3%	-26%	11%
其中: 轨交			0.0	0.2	5.6	1.4	2.1	3.1	0.0
yoy					18527%	697%	-62%	126%	-99%
合计	22.6	25.6	23.9	33.2	36.6	40.9	32.2	41.3	42.1
yoy	54%	28%	6%	30%	53%	23%	-12%	1%	31%

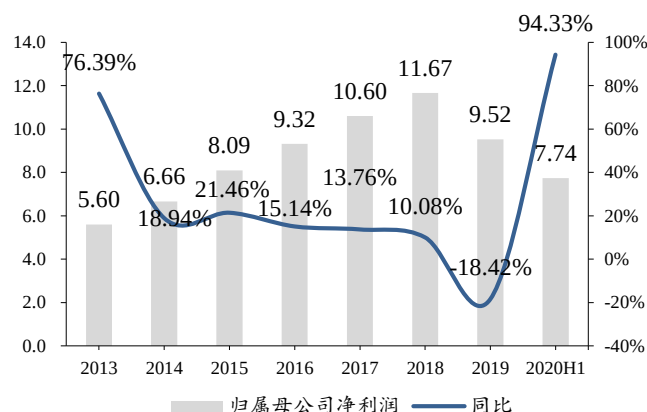
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: H1 收入 47.84 亿元, 同比+75.95%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

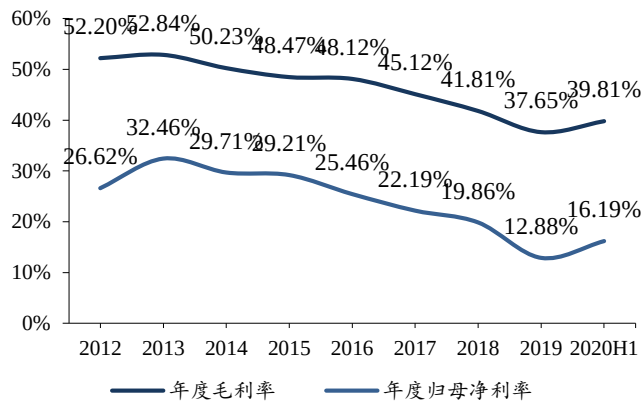
图 2: H1 归母净利润 7.74 亿元, 同比+94.33%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

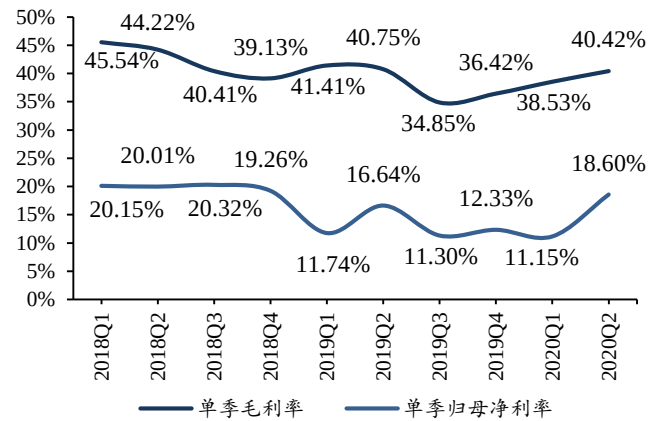
得益于产品结构优化和毛利率提升, 组织变革见效, 利润率开始明显回升。20H1 汇川归母净利率大幅提升 1.5pct 至 16.2%, 剔除 BST 影响约 19%; 其中 Q2 净利率 18.6%、剔除 BST 影响约 21%; 20H1 毛利率为 39.8%、同比-1.2pct, 剔除 BST 影响后毛利率 44.9%、同比+3.9pct。来自: 1) 产品结构变化, 高毛利的伺服、PLC 等销售大幅增长、占比提升, 同时产品本身的毛利率在新品迭代、需求旺盛的背景下有所改善; 2) 管理变革、降本增效措施初显成效; 3) 费用控制, 销售费用、研发费用增速低于收入增速; 4) 收到增值税退税、政府补助金额增加等。

图 3: 20H1 毛利率、净利率同比-1.21、+1.53pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20Q2 毛利率、净利率同比-0.33、+1.96pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: 工控行业分季度增速

		18H1	18H2	19H1	19H2	20H1
变频器类 (通用变频、电梯一体机)	收入	11.86	16.54	13.35	16.38	14.71
	YoY			12.5%	-1.0%	10.2%
	毛利	5.54	7.25	5.99	7.47	6.98
	毛利率 (%)	46.7%	43.8%	44.9%	45.6%	47.4%
运动控制类 (伺服)	收入	5.91	6.10	5.51	5.97	9.66
	YoY			-6.9%	-2.2%	75.5%
	毛利	2.63	2.61	2.53	2.78	4.79
	毛利率 (%)	44.4%	42.8%	46.0%	46.7%	49.5%
控制技术类 (PLC、HMI、机器视觉)	收入	1.28	1.39	1.38	1.64	3.05
	YoY			8.1%	17.5%	120.0%
	毛利	0.61	0.66	0.61	0.75	1.63
	毛利率 (%)	48.0%	47.5%	44.3%	45.7%	53.4%
新能源&轨交产品	收入	3.33	7.53	4.60	5.59	4.25
	YoY			38.2%	-25.8%	-7.6%
	毛利	1.19	1.90	1.02	1.06	0.88
	毛利率 (%)	35.8%	25.2%	22.1%	19.0%	20.6%
BST 产品	收入				14.05	13.07
	毛利				3.37	3.42
	毛利率 (%)				24.0%	26.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

国内疫情后工控行业重回复苏轨道, 光伏、锂电、电子、3C 等下游需求高涨, Q2 起起重、印包、纺织、注塑等行业需求恢复增长, 同时进口替代加速; 汇川产品迭代叠加管理、营销发力, 上半年订单、收入均实现 50% 以上高增长, 其中伺服、PLC 超过翻番增长、变频快速增长, 全年工控有望实现 50% 以上高增, 同时毛利率大幅改善。

- 疫情后工控行业重回复苏, 先进制造领跑, 汇川优势行业需求增长。工控行业 18 年中起受贸易战影响, 19Q4 开始弱复苏, 20Q1 受疫情影响工控行业同比 -12.4%、Q2 恢复至 +6.4%, 其中先进制造的电子半导体 (+30.0%)、锂电 (+24.0%)、3C (+28.1%) 等行业需求强劲, 包装 (+15.0%)、起重 (+11.9%) 等行业需求恢复, 疫情经济口罩机、熔喷布等需求火热。从宏观 PMI、制造业固投等指标

观察行业环比逐月改善，中观工业机器人、机床销售数据增长强劲，微观工控企业订单 Q2 明显改善。从下游看，先进制造带动下 OEM 市场增长强劲，Q2 同比+13.8%，项目型市场同比-2.6%，与 OEM 市场密切相关的伺服、小型 PLC、低压变频分别同比+19%、+13.2%、+13.8%。

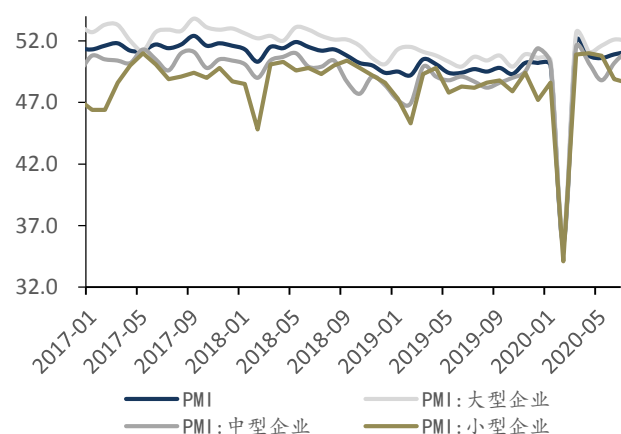
- **海外疫情影响下，进口替代与行业集中度提升加速。**3月以来海外疫情持续发酵，部分国内市场的外资工控供应商产品供应紧张，加速了内资龙头进口替代进程，6月紧张态势趋缓，但部分下游厂商已经加速完成了国产化切换；另一方面国内工控行业元器件（IGBT、芯片等）供应紧张，影响内资中小厂商的产品工艺，而汇川的元器件战略库存相对充沛，同时也在积极推动“保供应、保交付”，行业份额加速向汇川等内资龙头倾斜。
- **极速响应、强攻击抓机会，上半年工控订单高增长，下半年有望延续高增。**上半年汇川通用自动化业务（含电液 SBU）实现收入 21.18 亿，同比+56%，其中通用变频 9.2 亿（+29%）、通用伺服 8.17 亿（+101%）、PLC&HMI 2.3 亿（+145%），电液伺服 1.49 亿（不含伊士通，含伊士通电液整体增长+30%）；上半年工控订单同比增长 50~60%，7月延续 40%左右高增长。上半年先进制造业电子、3C、锂电、光伏等行业需求高增，汇川目前已经在这些行业形成优势，预计先进制造行业订单实现接近翻倍增长；叠加 Q2 起内需恢复，起重、纺织、印包、电液等行业恢复增长，及 3-4 月口罩机解决方案需求旺盛贡献部分增量。节奏上来看 Q1 订单高增，但确认延后，Q2 订单、收入均高增长，Q3 有望延续。
- **通用产品毛利率同比提升显著。**20Q1 起汇川通用产品毛利率改善，20H1 变频器类、运动控制类（伺服等）、控制技术类（PLC、HMI、视觉）产品毛利率分别 47.4%、49.5%、53.4%，同比分别+2.5pct、+3.5pct、+9.1pct，来自：1）19 年推出伺服新平台产品 SV660、PLC 新平台产品等，销售价格、毛利率提升；2）降本增效措施初显成效，去年底组织变革以来注重内部挖潜和工艺优化，伺服、控制系统等产品毛利率同比明显提升；3）行业供应紧张、议价能力提升。
- **全年来看，一方面是工控行业复苏，尤其是先进制造业需求向好、进口替代加速，另一方面汇川自我夯实基础，新产品提升能力+“上顶下沉”营销策略+组织变革赋能，工控业务全年有望实现 50%左右的高增长，且毛利率同比明显提升。**

表 5: 工控行业季度增速统计

单位: 百万元	2019								2020			
	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2020Q2	YoY
OEM市场合计	16051	-8.9%	17290	-14.9%	15684	-2.9%	15832	14.7%	15248	-5.0%	19670	13.8%
机床	4328	-30.6%	4737	-28.3%	3602	-18.5%	4088	25.1%	3229	-25.4%	5495	16.0%
电子及半导体	1149	-7.9%	1427	-0.7%	1473	7.5%	1386	30.5%	1355	17.9%	1855	30.0%
电池制造设备	676	10.6%	743	11.1%	677	13.2%	612	19.5%	777	14.9%	921	24.0%
纺织机械	993	-11.1%	1213	-14.8%	1118	-12.9%	878	-8.3%	645	-35.0%	1128	-7.0%
暖通空调	550	20.9%	690	17.5%	709	20.0%	538	20.9%	638	16.0%	828	20.0%
包装机械	648	-5.1%	802	-12.8%	788	-5.7%	694	-0.3%	583	-10.0%	922	15.0%
起重机械	655	19.7%	628	-13.3%	563	-12.7%	430	-4.4%	556	-15.1%	703	11.9%
物流设备	452	6.4%	603	6.5%	629	9.8%	491	11.8%	510	12.8%	760	26.0%
电梯	687	-3.0%	996	-3.0%	918	-2.4%	835	19.1%	500	-27.2%	1135	14.0%
工业机器人	431	-15.2%	456	-10.9%	417	4.3%	401	25.7%	366	-15.1%	570	25.0%
食品饮料机械	359	-6.5%	459	-1.3%	444	-3.5%	363	4.9%	300	-16.4%	491	7.0%
橡胶机械	335	1.8%	388	1.3%	367	0.3%	297	3.1%	288	-14.0%	318	-18.0%
塑料机械	356	-9.0%	464	-5.5%	458	-0.9%	370	3.1%	284	-20.2%	445	-4.1%
印刷机械	291	-11.3%	363	-8.3%	360	-8.2%	297	-3.9%	238	-18.2%	254	-30.0%
纸巾机械	207	-3.7%	280	-1.4%	266	6.8%	228	17.5%	238	15.0%	330	17.9%
3C制造设备	196	-18.0%	185	-20.6%	206	-3.7%	207	19.0%	221	12.8%	237	28.1%
建材	204	-1.0%	246	3.8%	251	4.6%	236	10.8%	210	2.9%	276	12.2%
工程机械	218	11.8%	294	9.7%	314	7.9%	212	12.2%	189	-13.3%	426	44.9%
制药机械	148	-2.0%	163	0.0%	156	2.0%	148	11.3%	122	-17.6%	202	23.9%
造纸	130	-7.1%	183	-2.7%	182	-3.7%	146	-2.0%	110	-15.4%	172	-6.0%
陶瓷卫浴	51	10.9%	60	13.2%	57	16.3%	43	16.2%	48	-5.9%	66	10.0%
烟草机械	23	0.0%	30	7.1%	35	6.1%	29	3.6%	23	0.0%	28	-6.7%
其他	2964	21.5%	1880	-28.9%	1694	22.0%	2903	14.2%	3818	28.8%	2106	12.0%
项目型市场合计	13955	14.2%	14087	-4.0%	14516	0.6%	13240	2.8%	11024	-21.0%	13716	-2.6%
化工	3066	22.6%	3198	8.6%	2728	12.6%	2424	5.4%	2084	-32.0%	3006	-6.0%
市政及公共设施	2315	31.5%	2741	16.4%	2888	18.8%	2611	21.4%	2019	-12.8%	3222	17.5%
石化	1625	28.2%	1476	5.6%	1724	12.6%	1489	8.5%	1443	-11.2%	1579	7.0%
电力	1540	8.1%	1759	-4.5%	1695	-5.3%	1566	-1.8%	1132	-26.5%	1337	-24.0%
冶金	887	33.8%	1022	21.7%	1045	23.1%	1000	30.2%	733	-17.4%	1175	15.0%
治金	468	9.6%	681	-0.3%	451	6.4%	345	1.2%	290	-38.0%	627	-7.9%
汽车	192	28.0%	214	18.9%	294	26.2%	271	26.0%	193	0.5%	197	-7.9%
采矿	182	0.0%	182	-7.1%	224	-7.4%	192	-11.9%	152	-16.5%	173	-4.9%
造纸	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%	2400	-14.7%
其他	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%	2400	-14.7%
工控行业合计	30006	0.5%	31377	-10.3%	30200	-1.2%	29072	8.9%	26272	-12.4%	33386	6.4%

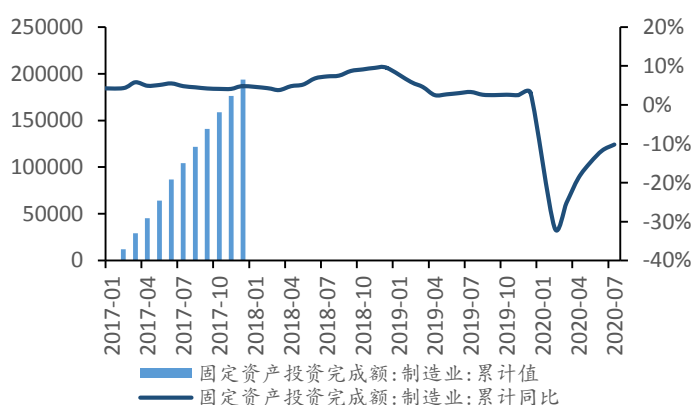
数据来源: MIR, 东吴证券研究所

图 5: 7 月制造业 PMI 51.1, 连续 5 个月站上荣枯线



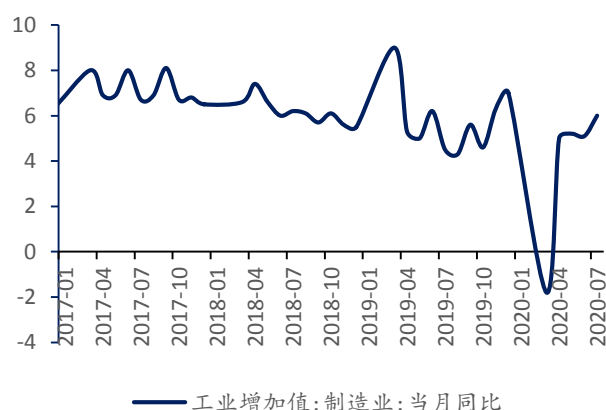
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 7 月制造业固投累计同降 10.2% 收窄 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 7 月制造业工业增加值 (当月) 同比+6.0%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 7 月金属切削机床产量同比 14.7% (万台)



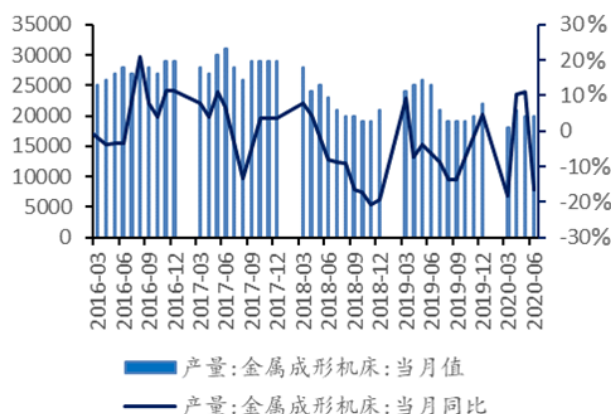
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 7 月工业机器人产量增速 19.4% (台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 6 月金属成型机床产量同比-16.7% (台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

机电电控乘用车今年起进入收获期, 客户国内外全面突破, 商用车见底, 去年亏损 3.5 亿左右, 今年预计营收 50% 以上增长、利润端大幅减亏 1 亿以上。

- 疫情影响国内电动车销售, 但新势力性增长显著, 下半年行业有望恢复较快增长。中汽协数据显示 1-7 月国内乘用车销售 44.6 万辆, 同比-32.4%, 但结构性来看新势力表现突出, 据乘联会数据 1-7 月蔚来销售 1.77 万辆 (+86%)、理想 1.05 万辆 (去年底开始起量)、小鹏 0.63 万辆 (-43%, 其中 P7 销售 0.33 万辆)、威马 0.97 万辆 (+14%); 1-7 月专用车产量 2.79 万辆, 同比+7%, 客车产量 2.04 万辆, 同比-54%, 其中宇通产量 0.43 万辆, 同比-66.5%。下半年产业链排产逐步恢复, 预计下半年新能源汽车产销有望恢复 40% 以上增长。
- 乘用车业务厚积薄发、进入收获期, 物流车快速增长, 客车短期承压。上半年汇川新能源汽车整体实现收入 3.29 亿、同比+46%, 其中乘用车、物流车高增, 客车目前下滑。乘用车方面, 公司最早定点的互联网车企今年开始放量, 去年仅有的威马继续放量, 今年初理想 ONE 大幅起量, 年中开始小鹏 P7 开始起量,

汇川 1-7 月乘用车装机 4.8 万台，同比+298%，市占率从 19H2 的 3.3%大幅提升到 11.5%。客户方面今年完成国内奇瑞、海外某一线车企等 TOP 客户定点，后续有望继续突破国内 A 点和海外车企定点；产品研发方面，11KW 多合一产品进入 B 样阶段，6.6kw 多合一产品进入 C 样阶段，预计明年开始批量；混和动力电机及电控、高速发卡电机进入 B 样状态；第三代总成三合一产品完成 B 样开发，预计年底批量交付；第四代总成产品完成概念设计，进入详细设计阶段。

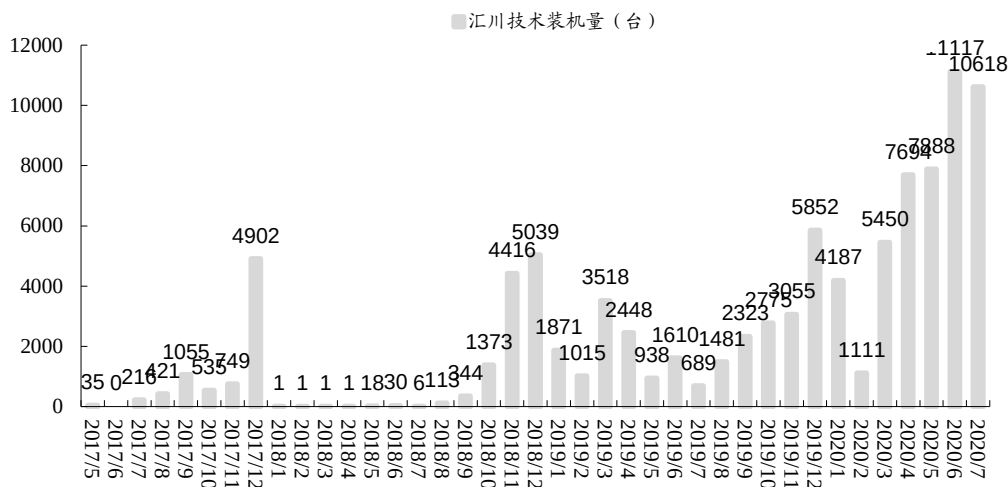
- **商用车方面**，专用车五菱、江铃、昌河等大客户放量，上半年装机量 5409 台，上年同期仅 1032 台，同比增长明显，今年又继续突破几家 TOP 客户、实现定点，产品端针对重卡和环卫等新兴市场，在第三代多合一平台产品基础上进行定制开发，产品已经进入 B 样阶段，预计明年年初可以批量交付；积极布局新一代微面总成产品，产品预计明年批量投向市场；客车上半年压力相对大，客车唯一大客户宇通产量同比-66.5%，收入规模预计下降幅度较大，但汇川上半年对现有平台产品的成本进行优化、毛利率有所提升。

表 6：汇川技术乘用车装机统计（台）

	2018H1		2018H2		2019H1		2019H2		2020H1		2020.7	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	0	0.0%	5,620	49.8%	9,099	79.8%	8,835	54.6%	9,747	26.0%	3,427	32.3%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3,750	23.2%	22,000	58.7%	4,410	41.5%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1,446	3.9%	2,273	21.4%
广汽乘用车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	830	5.1%	160	0.4%	0	0.0%
金康汽车	0	0.0%	629	5.6%	4	0.0%	535	3.3%	1,825	4.9%	1	0.0%
红星汽车	2	3.8%	1,635	14.5%	0	0.0%	10	0.1%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
东风裕隆	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
其他厂商：	50	96.2%	2,704	23.9%	2,297	20.1%	2,215	13.7%	2,269	6.1%	507	4.8%
合计	52		11,293		11,400		16,175		37,447		10,618	
新能源汽车合计	346,883		749,009		586,899		490,392		328,481		89,000	
市占率	0.0%		1.5%		1.9%		3.3%		11.4%		11.9%	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 11: 汇川技术乘用车月度装机统计



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

电梯上半年稳健, 汇川+贝思特加速融合、协同效应有望进一步体现。20Q1 电梯产品受疫情影响交付放缓, 复工后逐步恢复正常, 上半年汇川+BST 收入 18.57 亿, 其中电梯一体机收入 5.5 亿, 同比-11%, BST 收入 13.1 亿, 同比+15%。汇川收购 BST 后加快融合, 目前市场管理全面拉通, 形成跨国品牌电梯市场、海外电梯市场、国内品牌电梯市场 3 个实体组织, 采用统一 KPI 等管理工具, 启用嘉善制造基地, 将大配套产品线、门机产品线等业务向新基地转移。同时两家融合后加速了汇川一体机在外资、跨国客户中的拓展。此外, 今年上半年预计 BST 并表 1.1 亿。全年预计汇川+贝思特维持 5-10% 的稳健增长, 贝思特并表贡献 1.3 亿以上增量。

深入推动组织变革, 激活产业活力。组织变革进一步推进, 19 年 10 月首批三大核心项目公司治理 (CG)、战略 (SM)、营销 (LTC/MCR) 已启动, 目前已取得阶段性成果、并积极转化落地, 形成公司新文化、经营方针、人力资源管理纲要等。通过变革汇川统一了公司的经营理念和治理思想、明确了经营方针策略、提升了内部运营效率。20 年继续开展 IPD、ISC、IHR 三个变革项目, 打造敏捷的流程型组织和行业领先的管理体系, 同时继续推进 IPD、LTC 等变革项目的 IT 系统落地, 固化变革经验。变革红利预计在 20 年开始凸显, 汇川有望继续优化公司的竞争力、组织效率、成本费用管控能力、人均产值等。

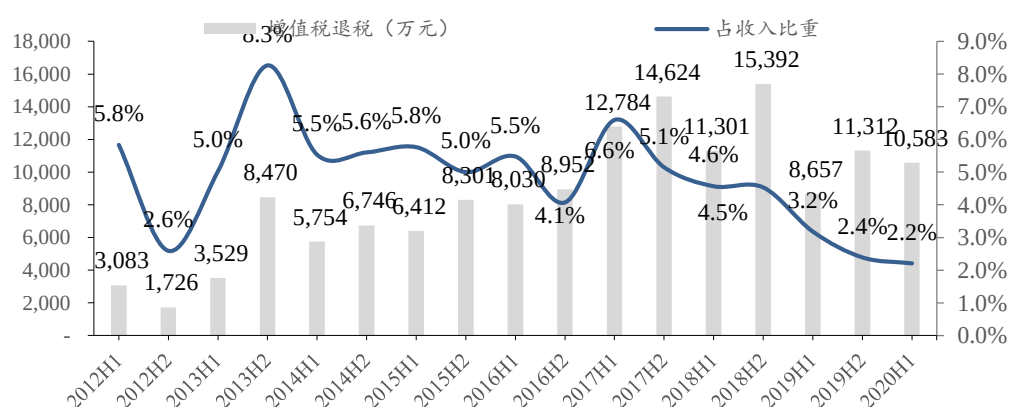
图 12: 汇川技术组织变革时间规划



数据来源：汇川技术年度演讲，东吴证券研究所

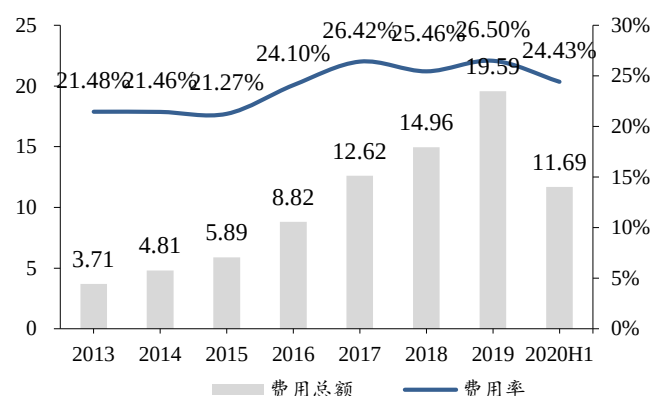
费用端受 BST 并表影响，整体来看费用增速低于收入增速，费用率下降、净利率提升，增值税退税同比增长。公司 2020H 费用同比增长 47.52%至 11.69 亿元，期间费用率下降 4.71 个百分点至 24.43%。其中，销售、管理（研发）、研发费用分别同比上升 45.16%、上升 69.40%、上升 36.05%至 3.61 亿元、7.76 亿元、5.04 亿元；费用率分别下降 1.6、下降 3.31、下降 3.09 个百分点至 7.55%、16.22%、10.54%。20Q2，销售、管理（研发）、研发费用分别同比 +60.84%/+73.30%/+35.92%，费用率分别为 7.08%/13.77%/8.89%。BST 并表影响下 20H1 研发人员增长 25%至 2392 人。上半年汇川收到增值税退税 1.06 亿，同比+22%。

图 13: 汇川技术增值税退税统计



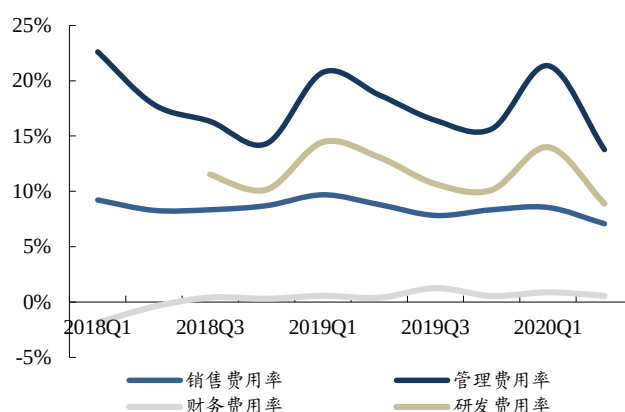
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14: 20H1 期间费用 11.69 亿元, 同比+47.52%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

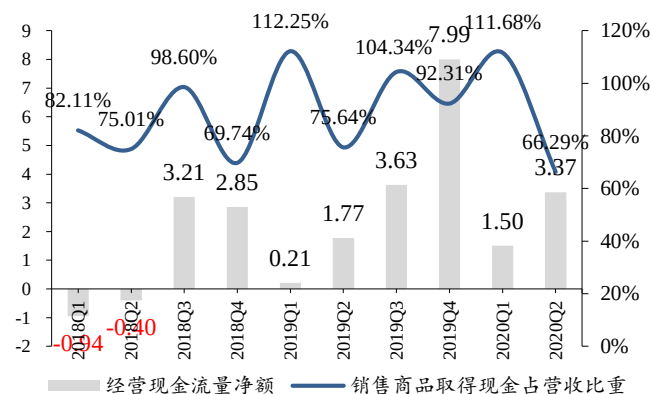
图 15: 20Q2 期间费用率 21.40%, 同比-6.49pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

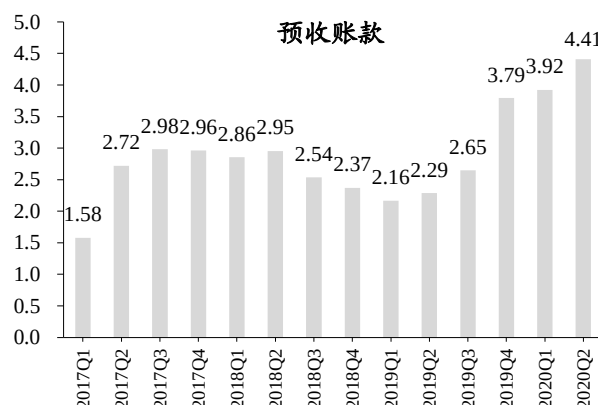
现金流亮眼, 预收账款提升预示高景气度仍在延续。2020H1 经营活动现金流量净流入 4.88 亿元, 同比增长 145.33%; 销售商品取得现金 38.74 亿元, 同比增长 57.53%。期末预收款项 4.41 亿元, 同比增长 92.78%。期末应收账款 29.8 亿元, 较期初增长 5.48 亿元, 应收账款周转天数下降 5.38 天至 101.82 天。期末存货 21.02 亿元, 较期初上升 3.93 亿元; 存货周转天数上升 2.99 天至 119.14 天。Q2 经营活动现金流量净额 3.37 亿元, 有所强化; 存货上升 1.78 亿元至 21.02 亿元; 应收账款增加 8.34 亿元至 29.8 亿元。

图 16: 20Q2 现金净流入 3.37 亿元, 同比+90.21%



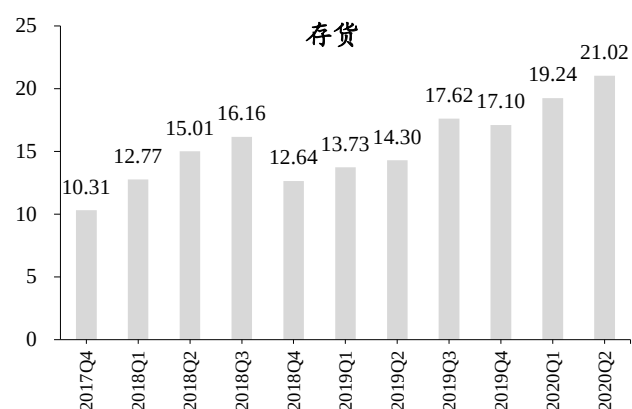
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 期末预收款项 4.41 亿元, 同比+92.78%



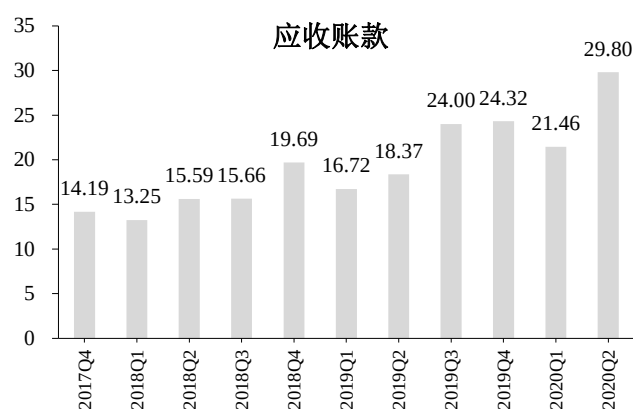
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 期末存货 21.02 亿元, 较期初+3.93 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 期末应收账款 29.8 亿元, 较期初+5.48 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 上调公司 2020-22 年归母净利润分别 17.9 亿/23.1 亿/29.0 亿 (此前预期 16.3 亿/20.6 亿/25.8 亿), 同比+88%/+29%/+25%, 对应现价 PE 分别 53 倍、41 倍、33 倍, 给予目标价 67 元, 对应 21 年 50 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 投资不及预期

汇川技术三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9511.8	12943.4	15500.2	18314.9	营业收入	7390.4	10883.4	13716.2	16851.6
现金	1751.9	800.0	840.0	882.0	减:营业成本	4608.1	6617.1	8304.1	10245.0
应收账款	2535.0	5367.1	6764.2	8310.4	营业税金及附加	46.1	67.9	85.5	105.1
存货	1709.7	2538.1	3071.4	3648.9	营业费用	626.9	848.9	1015.0	1179.6
其他流动资产	3515.2	4238.2	4824.6	5473.6	管理费用	1135.2	1741.3	2153.4	2561.4
非流动资产	5374.2	5697.5	6011.6	6400.2	财务费用	52.9	86.5	117.8	125.6
长期股权投资	804.6	804.6	804.6	804.6	资产减值损失	51.6	80.0	84.0	88.2
固定资产	1278.8	1619.7	1951.4	2357.6	加:投资净收益	76.3	87.7	96.5	106.1
在建工程	364.5	199.3	164.8	184.4	其他收益	49.8	320.0	360.0	397.3
无形资产	528.4	510.7	493.1	475.5	营业利润	1047.3	1929.3	2496.9	3138.3
其他非流动资产	2762.5	2762.5	2762.5	2762.5	加:营业外净收支	8.5	10.2	12.2	14.6
资产总计	14886.0	18640.9	21511.7	24715.1	利润总额	1055.8	1939.5	2509.1	3152.9
流动负债	5267.9	8009.6	9577.6	11152.3	减:所得税费用	45.6	97.0	138.0	189.2
短期借款	1274.1	1621.6	1815.1	1902.2	少数股东损益	58.2	55.3	62.8	68.2
应付账款	2494.8	3625.8	4550.2	5613.7	归属母公司净利润	951.9	1787.3	2308.3	2895.5
其他流动负债	1499.0	2762.2	3212.3	3636.4	EBIT	974.1	1608.1	2158.2	2760.5
非流动负债	681.7	681.7	681.7	681.7	EBITDA	1174.3	1771.5	2354.6	3001.0
长期借款	471.8	471.8	471.8	471.8					
其他非流动负债	209.9	209.9	209.9	209.9	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	5949.6	8691.3	10259.3	11834.0	每股收益(元)	0.55	1.04	1.34	1.68
少数股东权益	318.5	348.7	382.0	418.2	每股净资产(元)	4.97	5.58	6.32	7.25
					发行在外股份(百万股)	1732.8	1719.7	1719.7	1719.7
归属母公司股东权益	8617.9	9600.8	10870.4	12462.9	ROIC(%)	13.3%	17.8%	20.4%	22.4%
负债和股东权益	14886.0	18640.9	21511.7	24715.1	ROE(%)	11.0%	18.6%	21.2%	23.2%
					毛利率(%)	37.6%	39.2%	39.5%	39.2%
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.9%	16.4%	16.8%	17.2%
经营活动现金流	1361.2	-129.1	1311.7	1798.8	资产负债率(%)	40.0%	46.6%	47.7%	47.9%
投资活动现金流	-1307.1	-366.0	-426.5	-541.0	收入增长率(%)	25.8%	47.3%	26.0%	22.9%
筹资活动现金流	1052.8	-456.8	-845.2	-1215.9	净利润增长率(%)	-18.4%	87.7%	29.2%	25.4%
现金净增加额	1103.1	-951.9	40.0	42.0	P/E	100.97	53.37	41.33	32.94
折旧和摊销	200.2	163.4	196.4	240.5	P/B	11.15	9.94	8.78	7.65
资本开支	-417.9	-366.0	-426.5	-541.0	EV/EBITDA	86.92	59.17	45.18	35.97
营运资本变动	-90.5	-2029.9	-1142.3	-1285.1					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>