

汇川技术 (300124)

2022 年年报&2023 年一季报点评: 行业拐点在即, 看好全年目标稳步兑现

买入 (维持)

2023 年 04 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	23,008	29,343	38,647	51,017
同比	28%	28%	32%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	4,320	5,404	7,118	9,254
同比	21%	25%	32%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.62	2.03	2.68	3.48
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.85	30.25	22.97	17.67

关键词: #业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **22 年营收 230.1 亿元, 同增 28%; 归母 43.2 亿元, 同增 21%, 扣非 33.9 亿元, 同增 16%。**22 年计提 2.2 亿信用减值+1.3 亿资产减值, 非经达 9.3 亿 (同期 6.6 亿)。23Q1 营收同比持平, 归母/扣非同比+4%/-10%, 业绩符合此前预告。23 年目标营收同比+20-40%、归母净利同比+10-30%, 长效激励目标 50.5 亿, 叠加股份回购, 彰显业绩信心。利润率方面, 22 年/23Q1 毛利率 35.0%/36.5%, 同比-0.8pct/+2.0pct; 22 年/23Q1 归母净利率 18.8%/15.6%, 同比-1.1pct/+0.6pct。大宗&芯片价格高企+新能源车占比提升使 22 年承压, 23 年原材料降价带动整体毛利率稳增。新业务数字化、能源管理投入大, 全年费用率同样有望稳增。
- **通用自动化: 22 年行业同比-5.4%、公司营收逆势同比+34%。**其中, 变频/伺服/PLC/工业机器人营收 43.3/49.9/13.1/5.6 亿元, 同比+38%/+32%/+87%/+55%, 多产品份额国内 TOP2。展望 23 年, Q1 高基数+弱复苏导致 Q1 收入同比+9%, Q2 高基数承压、Q3 有望迎来向上拐点, 全年有望同比+30%。中长期来看, 工业电机、气动、机器人等有望推出新品, 数字化、能源管理打开远期空间。
- **新能源车&电梯: 新能源车营收同增 70%, Q1 营收同降 2%。**理想、广汽、小鹏为 TOP3 客户, 新势力与传统车占比相近、客户结构优化, 22 年威马等客户减值计提较多, 仍处于亏损; 23 年随国内外客户放量, 收入同比有望+50%, 实现扭亏为盈。其余商用车稳健、轨交下滑 12%。电梯 22 年营收 51.6 亿, 同比+4%; Q1 营收 9.2 亿, 同比-22%, 系订单交付节奏+同期高基数所致。全年在地产弱复苏+电梯出海+大配套预期下, 收入有望同比持平, 利润端随大宗降价比收入增长快。
- **数字化、国际化、能源管理业务承载“下一个五年”:** 1) 数字化行业样板多点落地, 岳阳工厂率先建设能源管控样板。2) 国际化业务本土化模式全面推进, 22 年落实空压机、空调等 10+行业; 3) 能源管理业务国内大储订单达 3GW, 后续也重点布局用户侧光储市场和海外市场。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-24 年归母净利润分别 54.0 亿/71.2 亿, 预计 2025 年归母净利润为 92.5 亿, 同比分别+25%/+32%/+30%, 对应现价 PE 分别 30 倍、23 倍、18 倍。给予公司 2023 年 40 倍 PE, 对应目标价 81.3 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.46
一年最低/最高价	47.56/77.40
市净率(倍)	7.84
流通 A 股市值(百万元)	142,107.04
总市值(百万元)	163,504.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.84
资产负债率(% ,LF)	46.93
总股本(百万股)	2,660.33
流通 A 股(百万股)	2,312.19

相关研究

《汇川技术(300124): 2023 年一季报预告点评: 工控复苏临近增长符合预期, 新能源车&电梯业务承压》

2023-04-19

《汇川技术(300124): 2022 年业绩预告点评: 业绩符合预期, 龙头拐点在即》

2023-02-05

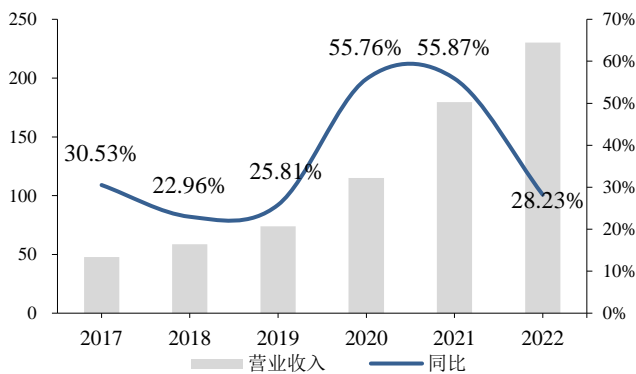
2022年及2023Q1收入同比+28%/+0%，归母净利润同比+21%/+4%，均符合市场预期。公司2022年实现营收230.1亿元，同增28%；实现归母净利润43.2亿元，同增21%，扣非归母为33.9亿元，同增16%。其中，22年信用减值达2.2亿（主要系威马等新能源车客户计提减值），资产减值达1.3亿（贝思特商誉减值等），非经损益达9.3亿（同期6.6亿，系并购基金公允价值大幅增长所致、后续年份有望持续增长）。2022Q4/2023Q1分别实现营收67.7/47.8亿元，同比+47%/+0%；归母净利润分别为12.4/7.5亿元，同比+14%/+4%。综上，22年及23Q1业绩符合此前预告值。公司年报经营计划披露增长目标：2023年营收同比+20-40%，归母净利润同比+10-30%；长效激励计划设立2023年归母净利润目标为50.5亿，同比上期增长20%（22年为42亿，实际归母43.2亿）叠加公司发布公告拟回购股份（股数在40~66.66万股），彰显业绩信心。

图1：汇川技术核心财务数据（亿元）

汇川技术	2023Q1	2022Q1	同比	2022	2021	同比	2022Q4	环比
营业收入	47.82	47.78	0.07%	230.08	179.43	28.23%	67.67	-29.34%
毛利率	36.5%	34.6%	1.95%	35.0%	35.8%	-0.81%	32.7%	3.80%
营业利润	7.32	7.29	0.39%	44.70	38.22	16.95%	13.23	-44.69%
利润总额	7.31	7.30	0.12%	44.77	38.19	17.21%	13.28	-44.99%
归属母公司净利润	7.47	7.17	4.15%	43.20	35.73	20.89%	12.35	-39.50%
扣非归母净利润	6.25	6.98	-10.42%	33.89	29.18	16.13%	6.59	-5.21%
归母净利率	15.6%	15.0%	0.61%	18.8%	19.9%	-1.14%	18.2%	-2.62%
扣非归母净利率	13.1%	14.6%	-1.53%	14.7%	16.3%	-1.53%	9.7%	3.33%
股本	26.60	26.35	-	26.59	26.35	-	26.59	-
EPS	0.28	0.27	3.16%	1.62	1.36	19.80%	0.46	-39.54%

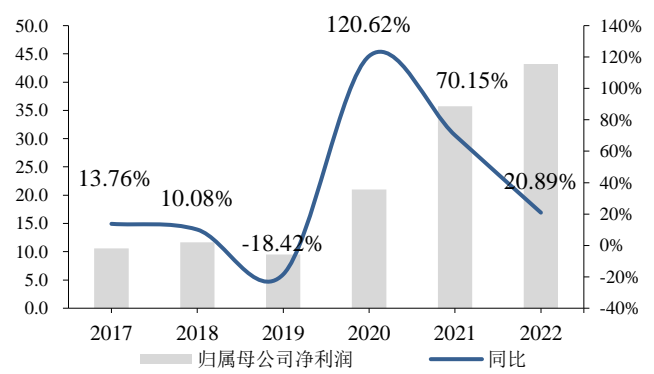
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司年度营业收入（亿元，%）



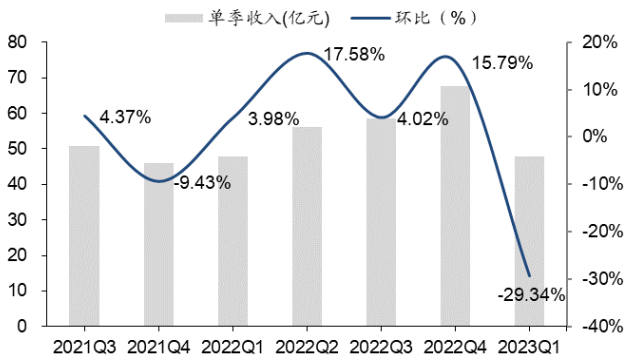
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司年度归母净利润（亿元，%）



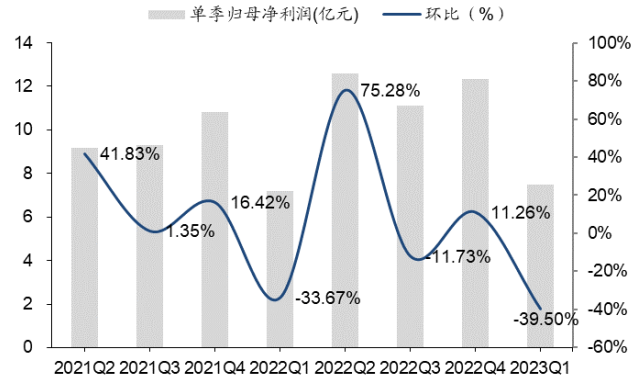
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 公司季度营业收入 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

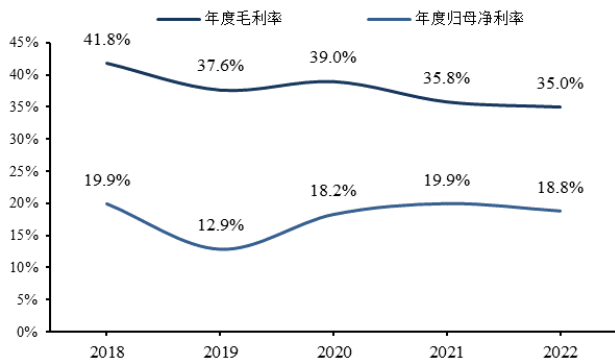
图5: 公司季度归母净利润 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

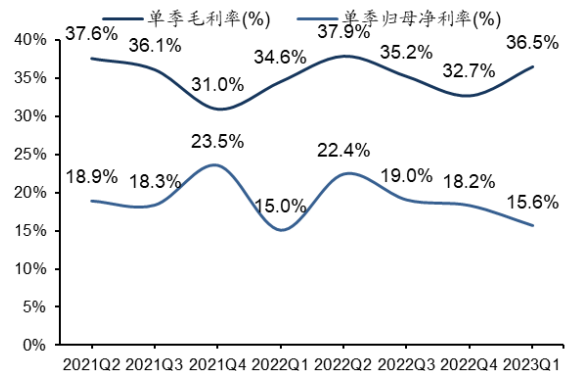
毛利率 22 年承压、23 年向上修复，期间费用维持高投入。 22 年毛利率为 35.0%，同比-0.8pct，22Q4/23Q1 毛利率 32.7%/36.5%，同比+1.7/+2.0pct；22 年归母净利率为 18.8%，同比-1.1pct，22Q4/23Q1 归母净利率 18.3%/15.6%，同比-5.3pct/+0.6pct。毛利率方面：1) 大宗&芯片价格上涨导致 22 年利润率承压，但 23 年同期原材料价格不及去年；2) 公司工控产品在价格端受新能源领域具备价格战扰动不大，产品快速迭代以维持价格稳定，23Q1 也反应了这点；3) 结构上分析，新能源车占比提升结构性拉低毛利率（其中工控毛利率 45.6%、同比+0.7pct，新能源车&轨交毛利率 19.0%、同比-2.9pct，电梯毛利率 27.0%、同比-1.4pct）。期间费用方面：22&23Q1 期间费用率同比均有增长，主要系数字化、能源管理等战略业务在人员招聘方面费用投入仍较大（尤其是软件人员团队的补齐），研发人员数量 22 年同比+35%。展望 2023 年，毛利率整体因价格端相对稳定、原材料（尤其是半导体类）持续降价，整体有望恢复稳健增长，费用率预计仍同比略增，故扣非净利率有望稳中有增。

图6: 公司年度毛利率、净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

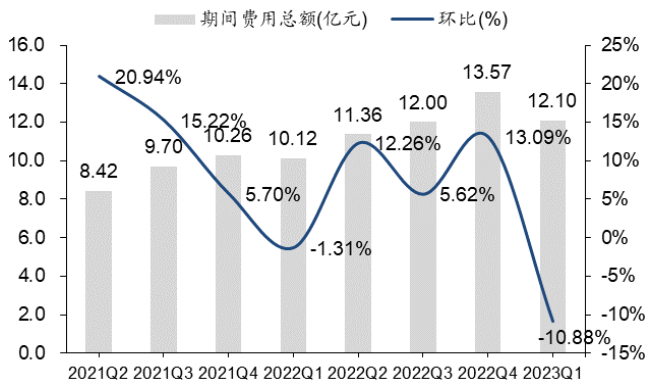
图7: 公司季度毛利率、净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

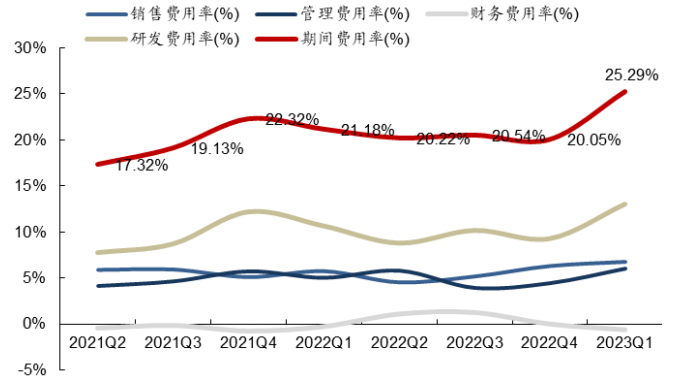
2022 年期间费用率同比略增，研发投入结构性加大，与战略业务相匹配。公司 22 年/23Q1 期间费用合计 47.06/12.10 亿元，同比+33.14%/+19.49%；期间费用率 26.42%/25.29%，同比-2.26pct/+4.11pct。22/23Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别-0.39pct/+1.04pct、-0.08pct/+1.01pct、+0.3pct/+2.41pct、+0.92pct/-0.34pct 至 5.47%/6.79%、4.75%/6.03%、9.69%/13.09%、0.54%/-0.61%，其中 22Q4，销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.33%/4.42%/9.29%/0.01%。

图8：公司季度费用情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：公司季度费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

通用自动化：2023 年面对行业缺货情况，公司通过“保供保交付”抓更多市场机会，同时在国产化率持续提升大背景下、享受国内工控龙头的品牌红利，产品端落实“做强控制器”战略夯实综合解决方案能力。2022 年实现营收 114.6 亿元，同比+34%；23Q1 实现营收 47.8 亿，同比持平，逆行业周期实现较快增长。23 年需求有望见底复苏，我们预计汇川工控业务有望同比+30%增长。

1) 行业层面:

2022 年工控行业景气处于下行期，全年销售额规模同比+1.4%。分市场看，其中汇川下游 OEM 市场同比-5.4%，电池相关（锂电、光伏等）同比+20%、工业机器人/暖通空调同比+1%仍维持正增长，其余行业基本下滑；项目型市场同比+6.1%，化工、电力、采矿等作为主要拉动。分产品来看，2022 年四大核心产品低压变频器/伺服/小型 PLC/SCARA 机器人销售额同比+2.1%/-4.6%/+5.6%/+1.3%（SCARA 为数量同比），汇川市占率分别为 14.9%（国内第三）/21.5%（第一）/11.9%（第二）/17.0%（第二），分别同比+2.0/+5.2/+15.0/+4.4pct，22 年份额相对同行均有显著提升。

2) 公司层面:

分核心产品看：1) 变频器 2022 年实现营收 43.3 亿，同比+38%，主要系项目型市场景气度高+产品依靠高压/工程传动变频器提份额；**2) 通用伺服** 营收 49.9 亿，同比+32%，锂电、光伏等先进制造行业拉动+份额快速提升所致，伺服产品已成为国内龙一，远期份额有望超 30%；**3) PLC&HMI** 营收 13.1 亿，同比+87%。搭配伺服+机器人形成解决

方案优势、大量切入高端应用，通过“应编尽编”服务快响应优势实现份额提升；4) **电液伺服(含伊士通)**营收4.5亿，同比-41%；5) **工业机器人(含上海莱恩)**营收5.6亿，同比+55% (含 SCARA/小六轴)，销售订单有同比+50%以上；23 年有望维持同比+50% 高增，SCARA “保二争一”、中大负载的六轴有望进入中批量，核心零部件除减速器外基本自研自制、盈利水平也预计较高 (22 年工业机器人毛利率高达 49.2%)。 **产品品类拓展方面**，23 年工业电机 (节能电机)、气动产品有望今年推出新品，数字化、能源管理 (储能相关) 打开中长期空间。数字化软件业务的铺开，需要在生产端具备足够高的硬件渗透率，纵观当前品类布局，2023 年有望初步形成三大硬件平台——机械平台 (电机、气动、丝杠等)+电力电子平台 (伺服、变频、储能等)+控制平台 (PLC、CNC、机器人等)”。看好中期数字化业务放量 (能源管理也在数字化大的范畴里)，带动相关硬件渗透率进一步提升，以西门子发展路径来看，汇川天花板远没有到来。

分下游看，六大 SBU 订单均实现较快增长，其中能源、EU (过程工业) 等增长超 50%，具体细分行业中硅晶、储能、半导体、空调制冷、手机等订单高增。市场此前认为公司仅依靠能源板块 (锂电光伏风电等) 维系高增，而 23 年锂电行业 CAPEX 率先下滑、光伏增速同样不及去年，故工控增长有压力。但实际上，我们预计能源板块收入占比仅 25-30%，而且即使在传统板块下滑的 22 年，公司在传统领域仍实现正增长，部分行业增速甚至超过工控业务平均增速——其持续挖掘细分行业、细分工艺、下沉客户的 α 仍在演绎。

看 2023 年，Q1 因去年高基数+下游需求弱复苏等原因，订单和收入处于弱增长。展望 Q2，22 年 4 月因外资涨价，经销商提前下单透支近 1 个月需求，今年 4 月订单在去年高基数影响下有压力；而 5-6 月基数较低，Q3 起有望迎来周期向上拐点，23 年仍有望实现同比近 30% 增长。

图10: 工控行业核心公司出货跟踪 (亿元)

产品类型	安川		伺服		松下		台达		ABB		施耐德		中大PLC	
	销售	QR	销售	QR	销售	QR	销售	QR	销售	QR	销售	QR	销售	QR
2020Q1	1月	1.3	0%	0.75	7%	0.89	-17%	2.13	-20%	0.5	-1%	0.35	-20%	
	2月	0.75	7%	0.71	-13%	0.36	4%	1.57	-77%	0.22	-61%	0.28	-54%	
	3月	1.6	-6%	1.3	20%	1.05	-2%	2.79	4%	0.7	0%	0.4	17%	
2020Q2	4月	2.65	33%	2.16	21%	1.59	38%	4.14	51%	0.9	0%	0.7	18%	
	5月	2.4	17%	2.01	16%	1.63	40%	3.52	77%	1	11%	0.6	10%	
	6月	2	54%	1.78	4%	1.66	38%	2.37	-18%	0.9	-10%	0.7	14%	
2020Q3	7月	1.5	15%	1.8	52%	1.25	55%	3.5	9%	0.8	14%	0.8	10%	
	8月	1.5	15%	1.34	26%	1.44	135%	3.1	12%	0.75	-6%	0.8	10%	
	9月	1.4	0%	0.99	-24%	1.5	18%	2.8	13%	0.78	3%	0.8	10%	
2020Q4	10月	1.52	17%	1.8	203%	1.27	11%	2.7	10%	0.75	7%	0.7	9%	
	11月	1.9	36%	1.4	10%	1.45	24%	2.6	8%	0.82	17%	0.8	12%	
	12月	2.5	56%	1.6	-5%	1.1	1%	2.5	25%	0.98	23%	0.85	11%	
2021Q1	1月	2.8	115%	1.86	107%	2.01	126%	2.8	31%	1	100%	0.98	15%	
	2月	1.4	8%	1.1	55%	1.2	233%	3.1	97%	0.38	73%	0.6	71%	
	3月	3.5	119%	1.5	15%	1.61	53%	4.1	47%	1	43%	0.32	14%	
2021Q2	4月	3.1	17%	2.86	32%	2.03	28%	5.4	30%	1.2	33%	0.5	25%	
	5月	2.8	17%	2.43	21%	2.03	20%	4.42	26%	1.1	10%	0.8	14%	
	6月	2.4	20%	2.1	18%	1.99	20%	1.7	-28%	1.1	22%	0.67	12%	
2021Q3	7月	1.9	27%	2.1	17%	1.74	39%	3.3	-6%	1.1	38%	0.72	3%	
	8月	1.7	13%	1.55	16%	1.61	12%	2.9	-6%	1	33%	0.62	6%	
	9月	2.1	50%	2.34	136%	1.5	0%	2.7	-4%	0.98	26%	0.8	0%	
2021Q4	10月	1.9	25%	1.66	-8%	1.37	8%	2.6	-4%	0.63	-1%	0.65	-7%	
	11月	2.1	11%	1.71	22%	1.45	0%	2.5	-4%	0.96	17%	0.8	0%	
	12月	2.1	-16%	1.68	5%	1.2	9%	2.38	-5%	1	2%	0.9	6%	
2022Q1	1月	2	-29%	1.01	-45%	1.65	-18%	5	0%	0.8	-20%	1.06	8%	
	2月	1.6	14%	2.4	118%	1.19	-1%	5	103%	0.47	24%	0.7	17%	
	3月	1.7	-51%	1.3	-13%	1.32	-18%	3.9	-5%	0.86	-14%	0.4	25%	
2022Q2	4月	1.3	-58%	1.8	-37%	1.52	-25%	3.9	-28%	0	-100%	0.45	-10%	
	5月	2.1	-25%	1.8	-26%	1.49	-27%	3.9	-5%	0.5	-55%	0.75	-6%	
	6月	2	-17%	1.6	-24%	1.7	-15%	3.05	-2%	1	-9%	0.7	4%	
2022Q3	7月	1.6	-16%	1.4	-33%	1.27	-27%	4	21%	1.2	9%	0.75	4%	
	8月	1.5	-12%	1.2	-23%	1.17	-27%	2.9	0%	1.1	10%	0.65	5%	
	9月	1.3	-38%	1.5	-36%	1.08	-28%	4.2	56%	1.2	22%	0.75	-6%	
2022Q4	10月	1.3	-32%	1.32	-20%	1.05	-23%	3.3	27%	1	59%	0.73	12%	
	11月	1.5	-29%	1.3	-24%	1.08	-26%	2.3	-8%	1	4%	0.8	0%	
	12月	1.4	-33%	1.1	-41%	1.01	-16%	2.2	-8%	1	0%	0.92	2%	
2023Q1	1月	1.2	-40%	0.9	-11%	1.1	-33%	4.5	-10%	0.6	-25%	1	-6%	
	2月	1.5	-6%	2	-17%	1.15	-3%	5.1	2%	1	113%	0.72	3%	
	3月	2.2	29%	1.74	0%	1.35	2%	5.5	10%	0.96	12%	0.44	10%	

数据来源: 睿工业 (内资工控公司订单仅代表我们的估计, 不代表实际订单数据, 仅供参考)

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

图11: 工控行业分下游行业销售额同比增长

百万元	2021						2022									
	2021Q1	YoY	2021Q2	YoY	2021Q3	YoY	2021Q4	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY	2022Q4	YoY
OEM市场合计	31240	53.4%	33667	28.1%	28180	21.2%	27110	11.5%	32640	4.5%	30233	-10.2%	26481	-6.0%	24394	-10.0%
机床	6944	61.0%	9589	30.6%	6452	17.8%	6868	4.5%	6388	-8.0%	8055	-16.0%	5549	-14.0%	5838	-15.0%
半导体	3410	62.0%	3940	41.0%	3796	39.4%	3128	22.0%	3690	8.2%	3491	-11.4%	3492	-8.0%	2815	-10.0%
电池	1899	83.1%	1757	42.8%	1566	42.0%	1285	25.0%	2279	20.0%	2196	25.0%	1926	23.0%	1426	11.0%
包装	1518	95.1%	1721	39.8%	1591	35.4%	1132	11.0%	1746	15.0%	1274	-26.0%	1432	-10.0%	781	-31.0%
纺织	1730	100.9%	2100	39.4%	1574	1.4%	1443	15.0%	2007	16.0%	1911	-9.0%	1464	-7.0%	1227	-15.0%
工业机器人	1016	108.2%	1164	53.0%	965	38.1%	833	20.0%	1179	16.0%	1083	-7.0%	916	-5.1%	841	1.0%
暖通空调	1005	18.0%	1272	15.0%	1252	12.0%	803	-2.0%	975	-3.0%	1348	6.0%	1277	2.0%	779	-3.0%
电梯	1001	50.1%	1728	14.0%	1510	14.1%	1310	5.5%	1101	10.0%	1452	-16.0%	1525	1.0%	1205	-8.0%
物流	940	38.0%	1370	35.0%	1231	23.0%	853	5.0%	1015	8.0%	1302	-5.0%	1194	-3.0%	793	-7.0%
起重	928	25.1%	1108	18.0%	954	14.4%	706	6.0%	900	-3.0%	1019	-8.0%	897	-6.0%	635	-10.1%
橡胶	530	38.0%	475	12.0%	535	8.1%	404	0.0%	547	3.2%	374	-21.3%	481	-10.1%	356	-11.9%
印刷	518	63.4%	481	41.9%	359	-23.0%	353	-19.0%	311	-40.0%	289	-39.9%	395	10.0%	417	18.1%
塑料	515	35.9%	671	13.0%	699	11.0%	523	0.0%	527	2.3%	538	-19.8%	573	-18.0%	423	-19.1%
食品饮料	508	27.0%	714	9.0%	666	7.1%	607	15.0%	540	6.3%	621	-13.0%	632	-5.1%	654	7.7%
工程机械	462	83.3%	603	6.0%	465	-15.0%	364	-12.1%	416	-10.0%	452	-25.0%	474	1.9%	335	-8.0%
纸巾	435	37.2%	519	18.0%	442	11.9%	397	7.0%	448	3.0%	483	-6.9%	416	-5.9%	357	-10.1%
制药	233	43.8%	291	8.2%	271	7.1%	271	8.0%	252	8.2%	267	-8.2%	284	4.8%	277	2.2%
造纸	171	17.1%	286	24.9%	249	5.1%	220	6.8%	193	12.9%	266	-7.0%	234	-6.0%	203	-7.7%
建材	476	38.4%	512	12.3%	485	8.3%	340	-15.0%	437	-8.2%	467	-8.8%	450	-7.2%	305	-10.3%
烟草	55	83.3%	35	-7.9%	48	6.7%	49	40.0%	37	-32.7%	30	-14.3%	42	-12.5%	41	-16.3%
其他	6946	35.8%	3331	18.0%	3070	45.5%	5221	27.9%	7652	10.2%	3315	-0.5%	2828	-7.9%	4686	-10.2%
项目型市场合计	44100	34.0%	43912	7.2%	44850	1.5%	39220	3.4%	48400	9.8%	44425	1.2%	48331	7.8%	41484	5.8%
化工	9208	48.0%	10510	17.1%	8283	2.8%	8150	5.0%	10273	11.6%	11576	10.1%	9857	19.0%	9780	20.0%
石化	5471	27.0%	5338	13.2%	5563	2.0%	5196	6.0%	6310	15.3%	4751	-11.0%	5674	2.0%	4728	-9.0%
电力	4427	31.0%	3812	-4.5%	3670	-1.6%	3256	8.0%	4847	9.5%	4169	9.4%	3853	5.0%	4266	31.0%
市政及公共设施	7173	19.0%	8665	-9.2%	9248	-8.0%	8661	-4.0%	7890	10.0%	9011	4.0%	10080	9.0%	8921	3.0%
冶金	3216	47.0%	4059	15.7%	5682	41.0%	4366	25.0%	3505	9.0%	3775	-7.0%	5796	2.0%	3842	-12.0%
汽车	839	-3.0%	1852	-1.0%	1004	-10.0%	1092	4.0%	915	9.1%	1926	4.0%	1135	13.0%	1201	10.0%
采矿	610	5.9%	635	8.0%	922	2.0%	772	6.0%	734	20.3%	768	21.0%	1033	12.0%	926	19.9%
造纸	526	16.1%	600	16.3%	652	6.0%	639	7.0%	600	14.1%	582	-3.0%	684	4.9%	652	2.0%
其他	12630	42.0%	6441	-10.2%	9826	-3.9%	7088	-3.9%	13326	5.5%	7866	22.1%	10219	4.0%	7168	1.1%
工控行业合计	75340	41.4%	77579	15.4%	73030	8.3%	66330	6.5%	81040	7.6%	74658	-3.8%	74812	2.4%	65878	-0.7%

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

新能源车&轨交：乘用车理想、广汽为“排头兵”，新势力与内资传统车企占比相近、客户结构优化；商用车稳健、轨交下滑。2022年板块整体营收55.5亿，同比+24%，其中：新能源车营收50.9亿，同比+70%，2023Q1营收9.0亿、同比-2%，全年新能源车有望同比+50%增长，盈利拐点在即。

1) 乘用车客户：根据乘联会数据，22年公司新势力客户理想/小鹏销量分别13.3万台/12.2万台，同比分别+47%/+24%，第一大传统车企客户广汽埃安销量27.1万台，同比+126%，新客户广汽销售景气度高。定点方面，2022年定点项目40+（涵盖纯电、插混等），产品结构上前期定点决定22年出货以单体产品为主（单电控、单电机），总成占比开始显著提升，23年起有望带动ASP显著提升。整体来看，营收端完成年初计划，利润端因威马计提信用减值&研发等费用投入大，仍处于亏损状态。展望23年，由于定点的客户和车型众多，在未来销售规模预期上已有一定支撑，收入端有望同比+50%以上增长，盈利拐点在即。基于整体战略规划及长期发展，公司拟分拆联合动力至境内证券交易所上市，目前处于前期筹划阶段。

2) 其他车型(商用车、轨交等)保持领先。商用车：微面、轻卡销售额增长超100%，在重卡行业推出解决方案，在头部客户实现批量交付；**轨交：**22年行业端轨交牵引系统采购总量同比下滑，部分项目延期交付，22年轨交实现营收4.6亿，同比-12%。

3) 内部运营方面，正式启动子公司联合动力于境内上市的前期筹备工作；产能方面常州一期投产，推进二期产能建设。

图12: 工控行业 2022-2023Q1 乘用车电控装机统计 (台/套)

	2020H1		2020H2		2021H1		2021H2		2022H1		2022H2		2023M1-2	
	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	装机量	占比
威马汽车	9,747	26.0%	15,602	17.8%	12,214	12.4%	16,891	9.1%	15,683	8.1%	12,903	6.3%	457	1.0%
理想汽车	22,000	58.7%	48,968	55.9%	61,072	61.8%	121,536	65.6%	121,602	62.9%	91,140	44.7%	32,852	70.9%
小鹏汽车	1,446	3.9%	16,519	18.9%	19,862	20.1%	39,100	21.1%	27,502	14.2%	23,736	11.6%	3,293	7.1%
广汽乘用车	160	0.4%	146	0.2%	67	0.1%	1,050	0.6%	4,557	2.4%	15,965	7.8%	2,196	4.7%
金康汽车	1,825	4.9%	1,336	1.5%	501	0.5%	193	0.1%	1	0.0%	1	0.0%	0	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	0	0.0%	124	0.1%	169	0.2%	20	0.0%	43	0.0%	81	0.0%	7	0.0%
东风裕隆	0	0.0%	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%	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
其他厂商:	2,269	6.1%	4,883	5.6%	5,003	5.1%	6,603	3.6%	23,887	12.4%	60,176	29.5%	7,549	16.3%
合计	37,447		87,582		98,888		185,393		193,276		204,002		46,354	
新能源汽车合计	328,481		874,000		1,073,981		2,196,581		2,425,045		3,673,520		812,433	
市占率	11.4%		10.0%		9.2%		8.4%		8.0%		5.6%		5.7%	

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

电梯：2022年电梯业务收入51.6亿元，同比+4%（本部+贝思特）；2023Q1营收9.2，同比-22%，全年在地产弱复苏前提下，电梯收入有望同比持平，利润端随大宗降价增速比收入更快。

电梯行业主要受地产持续低迷影响有所下滑，根据中国电梯协会数据，2022年全国电梯产量110万台，同比减少9.1%，而汇川在2022年实现逆势增长，电梯收入同比+4%。2023Q1地产端开启弱复苏，1-3月房屋竣工面积累计同+14.7%，公司电梯订单预计持稳，但因去年高基数+收入确认节奏问题，23Q1收入同比-22%。全年来看国内基本盘保持稳健，电梯出海+面向跨国企业销售大配套解决方案加持下，收入增速有望实现

同比转正。因大宗钢、铜占成本大头，随原材料降价、毛利率有望同比实现修复，利润增速有望快于收入。

数字化、国际化、能源管理战略新业务承载“下一个五年”成长：

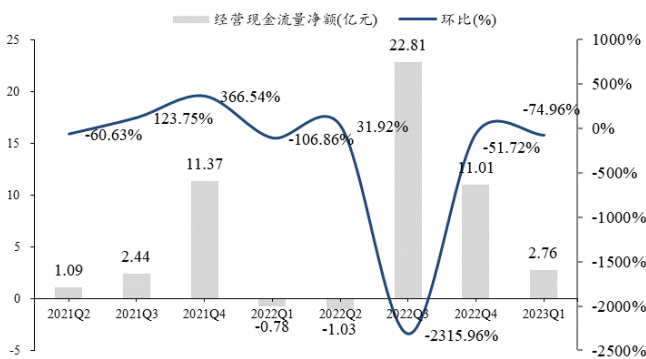
1) 数字化业务：产品端构建基于模型驱动的 InoCube 数字化平台，提升开发效率、降低交付成本。市场端数字化解决方案在纺织、漆包线、港口等多行业样板点落地，数字公辅产品订单快速增长，设备服务产品在注塑、包装、液压多行业建立样板点；对内 在汇川岳阳工厂启动能源管控系统样板点建设。

2) 国际化业务：2022 年初提出“跨步国际化”新战略，“GLOBALLOCAL”（国际本土化）模式全面推进。战略落地方面：1) 销售与服务端继续在成熟市场（欧洲、韩国等）和新兴市场（印度、东南亚、中东等）落地本土团队的区域销售策略，同时加大“行业线出海”和“随中国制造出海”的策略（22 年率先落实空压机、空调等十几个行业）；2) 研发端设立欧洲研发中心，承接面向自动化、数字化、智能化前沿技术开发；3) 供应链端启动欧洲匈牙利工厂建设，保障国际客户快速交付及服务。

3) 能源管理业务：22 年产品端系统布局光储、储能、特种电源产品，市场端：1) 发电侧&电网侧大储累计 PCS&系统集成订单达 3GW（国内中大功率 PCS 出货量排名第三），并在飞轮、液流等新兴储能建立样板点；2) 用户侧重点打造工商业一体机，All-liquool 全液冷储能终端，并布局 20kW 光储逆变器/200kW 组串式储能产品，探索海外光储市场。

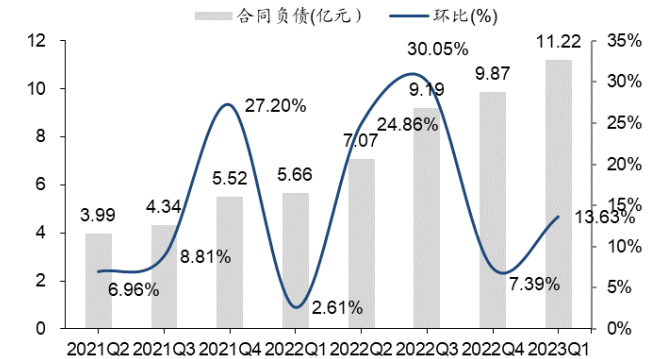
经营现金流增长较好，原材料备货常态化（前期高价囤库存，现工控芯片紧缺问题充分缓解）。22 年/23Q1 经营活动现金流量净流入 32.01/2.76 亿元，同比 +81.25%/+453.41%。2023Q1 期末合同负债 11.22 亿元，比 23 年初增长 98.17%。期末应收账款 59.81 亿元，较 23 年初增长 25.50%，应收账款周转天数同比上升 30.42 天至 116.66 天。期末存货 62.16 亿元，较 23 年初增长 33.95%；存货周转天数同比上升 46.87 天至 175.34 天。

图13: 2023Q1 经营活动现金净流入 2.76 亿元



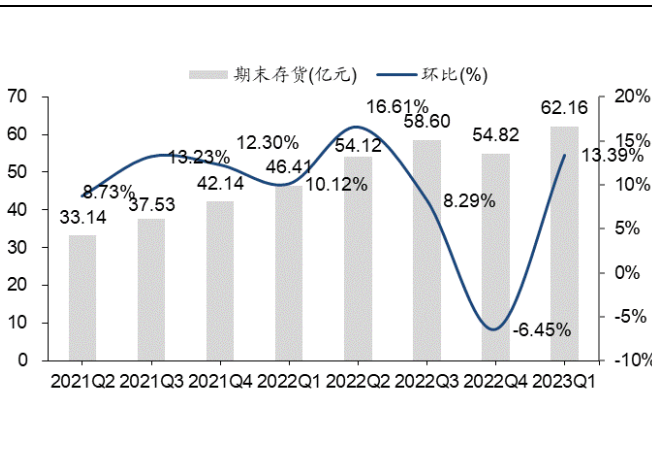
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 11.22 亿元



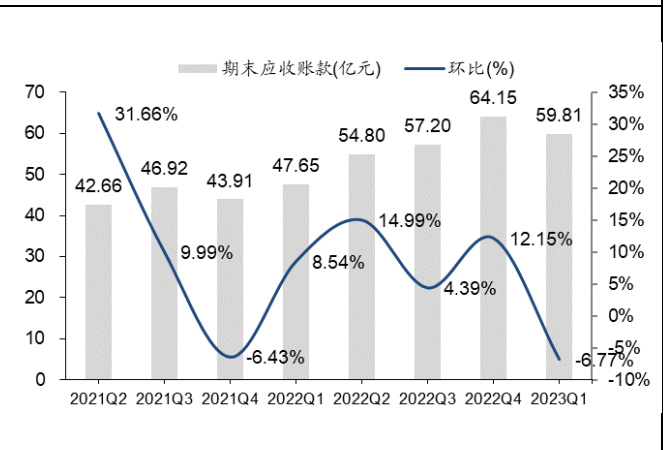
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15: 2023Q1 期末存货 62.16 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q1 期末应收账款 59.81 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 公司年报&季报业绩符合预期, 我们维持公司 2023-24 年归母净利润分别 54.0 亿/71.2 亿, 预计 2025 年归母净利润为 92.5 亿, 同比分别 +25%/+32%/+30%, 对应现价 PE 分别 30 倍、23 倍、18 倍。参考历史 PE 水平, 考虑公司工控龙头地位, 经营 α 更强, 给予公司 2023 年 40 倍 PE, 对应目标价 81.3 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行、竞争加剧等。

汇川技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	25,913	29,302	38,100	50,837	营业总收入	23,008	29,343	38,647	51,017
货币资金及交易性金融资产	9,446	8,293	10,464	14,417	营业成本(含金融类)	14,953	18,911	24,902	32,774
经营性应收款项	10,450	13,691	17,917	23,752	税金及附加	124	160	209	270
存货	5,482	6,675	8,936	11,726	销售费用	1,258	1,614	2,087	2,653
合同资产	57	57	78	109	管理费用	1,093	1,379	1,700	2,194
其他流动资产	478	586	706	833	研发费用	2,229	3,022	3,903	5,102
非流动资产	13,299	13,305	14,612	15,883	财务费用	125	61	40	12
长期股权投资	2,136	2,786	3,536	4,386	加:其他收益	636	675	778	791
固定资产及使用权资产	3,078	3,505	4,762	5,498	投资净收益	591	616	696	765
在建工程	1,748	1,993	1,136	694	公允价值变动	368	380	350	331
无形资产	712	817	902	970	减值损失	-350	-200	-176	-214
商誉	1,975	2,035	2,075	2,100	资产处置收益	0	3	4	3
长期待摊费用	160	155	150	145	营业利润	4,470	5,670	7,456	9,689
其他非流动资产	3,490	2,015	2,051	2,091	营业外净收支	7	16	17	17
资产总计	39,212	42,607	52,712	66,720	利润总额	4,477	5,686	7,473	9,706
流动负债	16,059	15,530	19,642	25,780	减:所得税	152	193	254	330
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,102	1,323	1,277	1,263	净利润	4,324	5,492	7,219	9,376
经营性应付款项	9,330	10,077	13,327	17,811	减:少数股东损益	5	88	101	122
合同负债	987	719	959	1,557	归属母公司净利润	4,320	5,404	7,118	9,254
其他流动负债	2,640	3,411	4,079	5,149	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.62	2.03	2.68	3.48
非流动负债	3,041	2,536	2,437	2,354	EBIT	3,693	4,257	5,845	8,025
长期借款	1,796	1,338	1,282	1,237	EBITDA	4,188	4,785	6,543	8,845
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.01	35.55	35.57	35.76
租赁负债	90	90	90	90	归母净利率(%)	18.77	18.42	18.42	18.14
其他非流动负债	1,154	1,107	1,065	1,026	收入增长率(%)	28.23	27.53	31.71	32.01
负债合计	19,100	18,066	22,079	28,134	归母净利润增长率(%)	20.89	25.11	31.70	30.01
归属母公司股东权益	19,816	24,158	30,149	37,980					
少数股东权益	296	384	485	606					
所有者权益合计	20,112	24,541	30,633	38,586					
负债和股东权益	39,212	42,607	52,712	66,720					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,201	1,797	4,385	6,470	每股净资产(元)	7.45	9.09	11.35	14.30
投资活动现金流	-2,741	-12	-1,297	-1,291	最新发行在外股份(百万股)	2,660	2,660	2,660	2,660
筹资活动现金流	2,449	-3,496	-1,321	-1,573	ROIC(%)	16.48	15.70	18.64	20.82
现金净增加额	2,935	-1,711	1,767	3,606	ROE-摊薄(%)	21.80	22.37	23.61	24.37
折旧和摊销	495	528	697	820	资产负债率(%)	48.71	42.40	41.89	42.17
资本开支	-1,658	-1,280	-1,158	-1,155	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.85	30.25	22.97	17.67
营运资本变动	-1,625	-4,220	-3,239	-3,819	P/B(现价)	8.25	6.76	5.42	4.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

