



买入(上调)

所属行业: 通用机械  
当前价格(元): 61.46

证券分析师

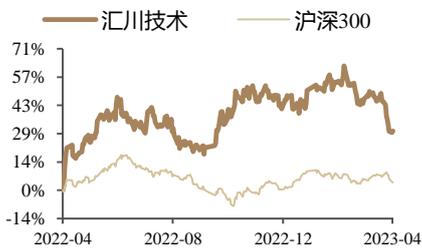
俞鹏飞

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(%)	-11.06	-16.22	-13.57
相对涨幅(%)	-9.46	-13.80	-8.34

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《汇川技术(300124.SZ): 2021全年通用自动化、新能源等多条线业务保持高增长, 2022Q1继续展现经营强α抵御周期》, 2022.4.26

# 汇川技术: 公司发展颇具韧性, 静待需求回暖

——2022年报&2023年一季度业绩点评

投资要点

● **事件①:** 4月25日, 公司发布2022年报。2022年公司实现收入230.08亿元, yoy+28.23%; 归母净利润43.20亿元, yoy+20.89%; 扣非归母净利润33.89亿元, yoy+16.13%。单Q4, 实现收入67.67亿元, yoy+47.26%; 归母净利润12.35亿元, yoy+14.19%; 扣非归母净利润6.59亿元, yoy+31.58%。

● **事件②:** 2022年利润分配预案: 每10股派发现金股利3.6元(含税), 不实施以资本公积金转增股本, 不送红股。

● **事件③:** 4月25日, 公司发布2023年一季度报。2023年Q1, 公司实现收入47.82亿元, yoy+0.07%; 归母净利润7.47亿元, yoy+4.15%; 扣非归母净利润6.25亿元, yoy-10.42%。

● **公司积极推动紧抓结构性行情, 发展颇具韧性。** 在国内外部形势反复、宏观经济低迷导致整体市场需求疲软的背景下, 公司积极推动紧抓结构性行情、跨步国际化、保供保交付、深化管理变革等重点经营任务, 以管理的不确定性应对外部环境的不确定性。2022年公司收入端增速+28.23%, 利润端增速+20.89%, 公司发展颇具韧性。

分事业部来看, ①通用自动化: 收入114.65亿元(yoy+27.64%), 其中, 通用变频器收入43.29亿元, 通用伺服系统收入49.89亿元, PLC&HMI收入13.13亿元, 电液系统收入4.5亿元。②智慧电梯: 收入51.62亿元(yoy+3.92%), 电梯行业销售一体化控制器及变频器超过50万台, 进一步巩固公司在电梯行业的领先地位。③新能源乘用车业务: 得益于客户定点车型SOP放量及公司交付保障, 收入取得快速增长。新能源商用车业务, 凭借新产品的有效拓展, 收入也取得快速增长。④工业机器人业务: 收入5.61亿元(yoy+54.96%)。⑤轨道交通业务: 收入4.64亿元(yoy-11.81%)。

● **需求偏弱, Q1业绩增长动力不足, 业绩略不及预期。** 分产品来看: ①通用自动化业务: 收入27.07亿元(yoy+9.74%); 其中, 通用变频器产品收入8.85亿元, 通用伺服系统收入12.60亿元, PLC&HM收入3.40亿元; 电液系收入0.91亿元。②电梯电气大配套业务: 收入9.21亿元(yoy-21.98%)。③新能源汽车业务: 收入9.04亿元(yoy-2.23%)。④工业机器人业务: 收入1.36亿元(yoy+29.06%)。⑤轨道交通业务: 收入0.26亿元(yoy-64.08%)。

● **公司Q1盈利能力修复, 持续加大研发投入。** 2022年公司销售毛利率为35.01%, 同比降低0.81pct; 销售净利率为18.8%, 同比降低1.71pct。期间费用率20.45%, 同比提升0.75pct, 其中, 销售费用率5.47%, 同比降低0.39pct; 管理费用率4.75%, 同比降低0.08pct; 研发费用率9.69%, 同比增加0.30pct, 主要是员工薪酬费用增加; 财务费用率0.54%, 同比增加0.92pct, 主要是: ①汇率波动导致汇兑损失增加, ②借款增加引起利息费用增加。

2023年Q1, 公司销售毛利率为36.51%, 同比提升1.94pct; 销售净利率15.73%, 同比提升0.66pct。期间费用率25.29%, 同比增加4.11pct, 其中, 销售费用率6.79%, 同比增加1.04pct; 管理费用率6.03%, 同比增加1.01pct; 研发费用率13.09%, 同比增加2.41pct; 财务费用率-0.61%, 同比降低0.34pct。

- 2022 年公司深化管理变革，多项产品市占率提升，并加快海外业务布局。**
  - 公司深化管理变革：**2022 年，公司继续深化管理变革，围绕“客户更满意、运营更高效”的目标，引入 4A 架构（BA：业务架构，IA：信息架构，AA：应用架构，TA：技术架构）的思维方法论，把变革从业务和 IT 思维转向数据思维。
  - 实现结构性增长，在许多细分行业市场份额提升，优质客户数量增长：**公司 PLC 产品得益于“应编尽编”策略的有效实施，订单也实现了较快增长；小型 PLC 产品市场份额提升至 11.9%，跃居中国市场第二名、内资品牌第一名。伺服产品市场份额提升至 21.5%，继续引领中国市场。
  - “跨步国际化”的新战略，加快海外业务布局，国企本土化模式全面推进：**2022 年，公司完成了以海外客户需求为牵引，确定了在销服、研发、供应链等方面全面落地“国际本土化”的思路。在销售与服务、研发、供应链市场层面均获得突破。
- 展望 2023 年，下游需求逐步回暖，公司稳定发展。**2023 年公司经营目标如下：销售收入同比增长 20%-40%，归母净利润同比增长 10%-30%，公司稳定发展。2023 年，下游需求的逐步回暖，公司仍坚持“强攻击抓机会”，积极拥抱市场的变化，持续提升市场份额。同时，基于中长期的发展战略，继续推进“国际化”、“数字化”、“能源管理”等战略落地，坚定投入，为公司持续增长打下坚实的基础。
- 投资建议：**预计公司 2023-2025 年收入分别为 301.49、400.29、524.91 亿元，yoy+31.0%、32.8%、31.1%；归母净利润分别为 51.21、68.55、89.50 亿元，yoy+18.6%、33.9%、30.6%；对应 PE 分别为 31.93、23.85、18.27X。展望 2023 年，随着制造业景气度回升拉动产品需求，估值具备性价比，上调为“买入”评级
- 风险提示：**制造业景气度恢复不及预期，行业需求不及预期；市场竞争加剧；新业务市场开拓不及预期；应收账款坏账风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	2,660.33	营业收入(百万元)	17,943	23,008	30,149	40,029	52,491
流通 A 股(百万股):	2,312.19	(+/-)YOY(%)	55.9%	28.2%	31.0%	32.8%	31.1%
52 周内股价区间(元):	47.29-77.00	净利润(百万元)	3,573	4,320	5,121	6,855	8,950
总市值(百万元):	163,504.18	(+/-)YOY(%)	70.2%	20.9%	18.6%	33.9%	30.6%
总资产(百万元):	40,115.09	全面摊薄 EPS(元)	1.34	1.62	1.93	2.58	3.36
每股净资产(元):	7.84	毛利率(%)	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%	35.4%
资料来源：公司公告		净资产收益率(%)	22.5%	21.8%	20.5%	21.6%	22.0%

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

## 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	1.64	1.93	2.58	3.36
每股净资产	7.45	9.37	11.95	15.31
每股经营现金流	1.20	2.19	-1.72	4.17
每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.38	31.93	23.85	18.27
P/B	9.33	6.56	5.14	4.01
P/S	7.10	5.42	4.08	3.11
EV/EBITDA	43.55	29.75	23.58	16.92
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.4%
净利润率	18.8%	17.1%	17.2%	17.1%
净资产收益率	21.8%	20.5%	21.6%	22.0%
资产回报率	11.0%	10.7%	12.5%	12.7%
投资回报率	14.2%	14.6%	15.5%	16.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.2%	31.0%	32.8%	31.1%
EBIT 增长率	16.2%	27.5%	32.7%	33.1%
净利润增长率	20.9%	18.6%	33.9%	30.6%
偿债能力指标				
资产负债率	48.7%	47.1%	41.2%	41.8%
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.4
现金比率	0.5	0.6	0.3	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	84.5	81.1	81.1	81.7
存货周转天数	116.7	110.3	111.3	111.9
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	7.8	7.9	8.6	9.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,320	5,121	6,855	8,950
少数股东损益	5	26	34	45
非现金支出	845	575	698	821
非经营收益	-749	-477	-650	-879
营运资金变动	-1,219	581	-11,526	2,162
经营活动现金流	3,201	5,826	-4,589	11,099
资产	-1,658	-1,693	-1,887	-1,926
投资	-697	-701	-771	-791
其他	-386	754	1,001	1,312
投资活动现金流	-2,741	-1,641	-1,657	-1,405
债权募资	2,930	859	998	1,064
股权募资	718	0	0	0
其他	-1,198	-277	-351	-433
融资活动现金流	2,449	582	647	630
现金净流量	2,935	4,768	-5,598	10,324

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 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	23,008	30,149	40,029	52,491
营业成本	14,953	19,607	26,037	33,919
毛利率%	35.0%	35.0%	35.0%	35.4%
营业税金及附加	124	166	220	289
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
营业费用	1,258	1,688	2,282	2,939
营业费用率%	5.5%	5.6%	5.7%	5.6%
管理费用	1,093	1,417	1,921	2,572
管理费用率%	4.8%	4.7%	4.8%	4.9%
研发费用	2,229	3,015	4,003	5,249
研发费用率%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
EBIT	3,693	4,708	6,246	8,310
财务费用	125	128	107	301
财务费用率%	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%
资产减值损失	-132	0	0	0
投资收益	591	754	1,001	1,312
营业利润	4,470	5,334	7,140	9,321
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	4,477	5,334	7,140	9,321
EBITDA	4,188	5,283	6,944	9,131
所得税	152	187	250	326
有效所得税率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
少数股东损益	5	26	34	45
归属母公司所有者净利润	4,320	5,121	6,855	8,950

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,438	12,206	6,607	16,931
应收账款及应收票据	8,265	7,042	13,501	13,758
存货	5,482	6,530	9,574	11,508
其它流动资产	4,728	6,859	7,883	9,486
流动资产合计	25,913	32,637	37,564	51,683
长期股权投资	2,136	2,661	3,226	3,796
固定资产	2,944	3,820	4,680	5,448
在建工程	1,748	1,831	1,975	2,122
无形资产	712	799	900	1,000
非流动资产合计	13,299	15,118	17,078	18,974
资产总计	39,212	47,755	54,642	70,657
短期借款	2,074	2,933	3,931	4,995
应付票据及应付账款	9,330	10,963	8,790	13,253
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,655	5,559	6,732	8,226
流动负债合计	16,059	19,455	19,453	26,473
长期借款	1,796	1,796	1,796	1,796
其它长期负债	1,244	1,244	1,244	1,244
非流动负债合计	3,041	3,041	3,041	3,041
负债总计	19,100	22,496	22,494	29,514
实收资本	2,659	2,659	2,659	2,659
普通股股东权益	19,816	24,937	31,792	40,742
少数股东权益	296	321	356	401
负债和所有者权益合计	39,212	47,755	54,642	70,657

# 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
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。	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。
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。	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范围包括证券投资咨询业务。