

汇川技术 (300124)

2023 年半年报点评：主业表现向好，新业务加速布局

买入 (维持)

2023 年 08 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

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 | 2.67 | 3.48 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 41.92 | 33.51 | 25.44 | 19.57 |

关键词：#业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **2023H1 营收同比+20%、归母净利润+5%，业绩处于前期预告中值附近，符合市场预期。**公司 23H1 实现营收 124.51 亿元，同比+19.76%，归母净利 20.77 亿元，同比+5.17%。其中 23Q2 营收 76.69 亿元，同比+36.50%，环比+60.38%；实现归母净利 13.30 亿元，同比+5.75%；扣非归母净利 12.43 亿元，同比+18.72%，业绩符合前期公告。盈利端，23H1 毛利率 36.27%，同比-0.10pct，Q2 毛利率 36.12%，同比-1.78pct，环比-0.39pct，主要系低毛利的新能源车&电梯占比提升，叠加工控毛利率同环比微增（原材料降价影响+价格端竞争趋稳），23Q2 扣非归母净利率 16.21%，同比-2.43pct，主要系费用率减少，但信用和资产减值损失增加。
- **通用自动化：23H1 需求承压，公司加大项目型/离散市场拓展力度，优于行业增长。**工控 H1/Q2 收入同比+16%/+15%，全年维持 25-30%增长预期。1) 分行业，光储维持高景气，重工、EU、通用区域等 SBU 订单较快增长，主要系公司加大资源投放力度，从“新能源”转而更重视“传统领域”，主流客户份额提升明显。2) 分产品，变频/伺服/PLC 同比分别+27%/+34%/+4%，Q2 份额达 19% (低压变频)/26%/18% (小型 PLC)。
- **新能源车&电梯：Q2 需求带动业绩高增，新能源车业务全年有望实现盈利。**1) 新能源车 23H1 实现营收 29.7 亿元，同比+48%，主要系，Q1 订单延期交付确认+Q2 订单高增。国内核心客户 H2 销量高增趋势有望延续，叠加海外定点车型与混动车型放量与期间费用投入增加放缓，全年利润端有望实现扭亏为盈。2) 电梯业务受益于需求回暖+大配套+出海，Q2 实现营收 14.5 亿，同比+41%。同时原料降价+流程变革降本增效，全年有望实现收入同比+5%，利润增速快于收入。
- **三大战略业务稳步推进。**1) **数字化：**产品端对外发布 InoCube 数字化平台迭代版本；2) **国际化：**加大“行业线出海”和“随中国制造出海”的策略，海外 H1 收入 8.1 亿元，同比+137%，毛利率 39.64%；3) **能源管理：**新品持续推出，收获多家“五大六小两网两建”核心客户项目。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2023-25 年归母净利润分别 54.0 亿/71.2 亿/92.5 亿，同比+25%/+32%/+30% (23-25 年扣非分别 42.8 亿/54.9 亿/71.2 亿，同比+26%/+28%/+31%)，对应现价 PE 分别 34 倍、25 倍、20 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α、以及机电电控内资龙头地位，给予 24 年 35 倍估值，目标价 93.5 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) | 66.05 |
| 一年最低/最高价 | 54.86/77.40 |
| 市净率(倍) | 8.35 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 153,035.06 |
| 总市值(百万元) | 175,874.28 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.91 |
| 资产负债率(% ,LF) | 46.83 |
| 总股本(百万股) | 2,662.74 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,316.96 |

相关研究

《汇川技术(300124): 2023 年半年度业绩预告点评: 业绩符合预期, 主业需求向好, 新业务加速布局》

2023-07-16

《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》

2023-04-25

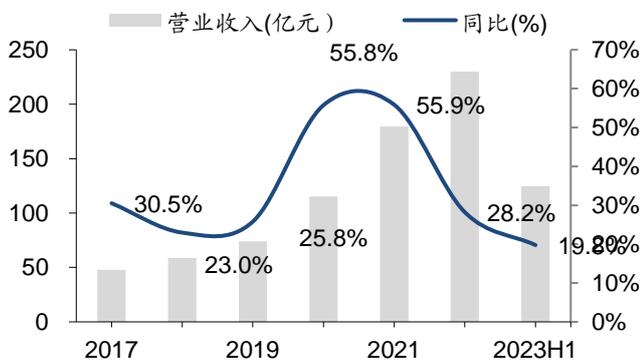
2023H1 营收同比+20%、归母净利润+5%，业绩符合市场预期。公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营业收入 124.51 亿元，同比增长 19.76%；实现归属母公司净利润 20.77 亿元，同比增长 5.17%。其中 2023Q2 实现营业收入 76.69 亿元，同比增长 36.50%，环比增长 60.38%；实现归属母公司净利润 13.30 亿元，同比增长 5.75%；扣非归母净利润为 12.43 亿元，同比+18.72%。公司业绩处于前期公告中值附近，符合市场预期。

图1：汇川技术 2023H1 核心财务数据

| 2023H1收入124.51亿元，同比增长19.76%；归母净利润20.77亿元，同比增长5.17%（单位：亿元） | | | | | | | | |
|---|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|----------|
| 汇川技术 | 2023H1 | 2022H1 | 同比 | 2023Q2 | 2022Q2 | 同比 | 2023Q1 | 环比 |
| 营业收入 | 124.51 | 103.97 | 19.76% | 76.69 | 56.18 | 36.50% | 47.82 | 60.38% |
| 营业成本 | 79.35 | 66.15 | 19.95% | 48.99 | 34.89 | 40.42% | 30.36 | 61.37% |
| 毛利率 | 36.3% | 36.4% | -0.10pct | 36.1% | 37.9% | -1.78pct | 36.5% | -0.39pct |
| 营业利润 | 21.05 | 20.36 | 3.37% | 13.73 | 13.07 | 5.03% | 7.32 | 87.67% |
| 利润总额 | 21.02 | 20.37 | 3.21% | 13.71 | 13.07 | 4.94% | 7.31 | 87.66% |
| 归属母公司净利润 | 20.77 | 19.75 | 5.17% | 13.30 | 12.57 | 5.75% | 7.47 | 77.98% |
| 扣非归母净利润 | 18.67 | 17.44 | 7.05% | 12.43 | 10.47 | 18.72% | 6.25 | 98.91% |
| 归母净利率 | 16.7% | 19.0% | -2.31pct | 17.3% | 22.4% | -5.04pct | 15.6% | +1.71pct |
| 扣非归母净利率 | 15.0% | 16.8% | -1.78pct | 16.2% | 18.6% | -2.43pct | 13.1% | +3.14pct |
| 股本 | 26.63 | 26.36 | - | 26.63 | 26.36 | - | 26.60 | - |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司年度营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司年度归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 公司季度营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

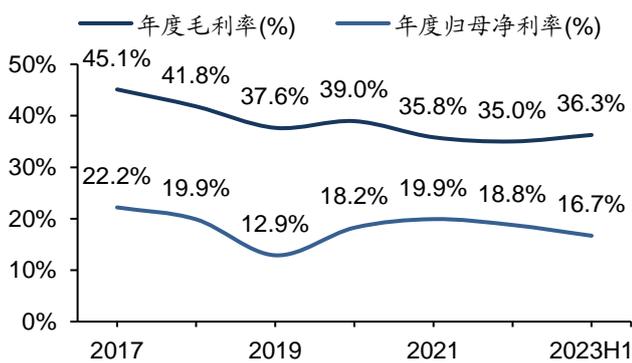
图5: 公司季度归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

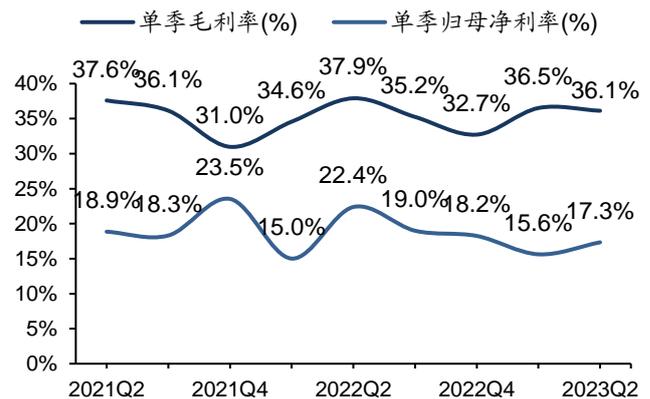
Q2 毛利率总体持稳、扣非归母净利率同比下降。 2023H1 毛利率为 36.27%，同比下降 0.10pct，2023Q2 毛利率 36.12%，同比下降 1.78pct，环比下降 0.39pct。Q2 毛利率总体持稳，主要系低毛利的新能源车&电梯占比高于去年同期，叠加工控毛利率同环比微增（原材料降价影响+价格端竞争趋稳）。2023H1 归母净利率为 16.68%，同比下降 2.31pct，2023Q2 归母净利率 17.34%，同比下降 5.04pct，扣非归母净利率 16.21%，同比下降 2.43pct。公司费用率 Q2 大幅减少，信用和资产减值损失大增，故扣非归母净利率同比下降。

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

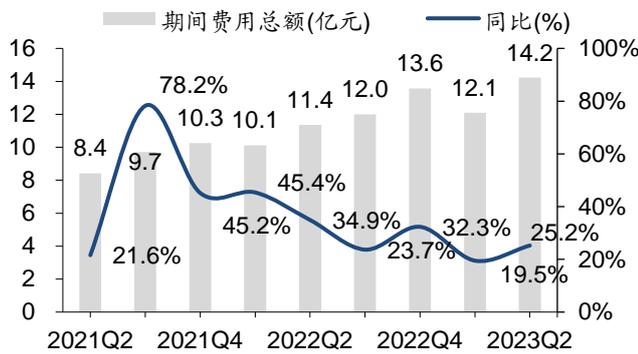


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2023H1 期间费用率稳中略增，销售费用率同比增长、研发&管理费用率下降。 公司 2023H1 期间费用同比增长 22.54%至 26.33 亿元，期间费用率上升 0.48 个百分点至 21.14%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 42.34%、上升 6.21%、上升

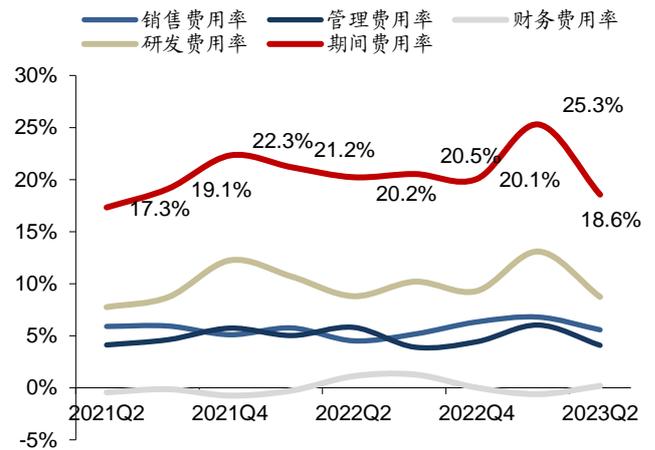
28.92%、下降 130.73%至 7.52 亿元、6.01 亿元、12.95 亿元、-0.15 亿元；费用率分别 +0.96pct、-0.62pct、+0.74pct、-0.60pct 至 6.04%、4.83%、10.40%、-0.12%。2023Q2 期间费用合计 14.23 亿元，同比增长 25.24%，环比增长 17.66%；期间费用率为 18.56%，同比下降 1.67pct，环比下降 6.74pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 68.47%、下降 4.05%、上升 35.44%、下降 77.87%至 4.27 亿元、3.13 亿元、6.69 亿元、0.14 亿元；费用率分别同比+1.06pct、-1.72pct、-0.07pct、-0.93pct 至 5.57%、4.08%、8.73%、0.18%。

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：2023H1 需求承压，而汇川借助“上顶下沉”市场战略及加大项目型/离散市场拓展力度，实现优于行业增长。公司 2023H1 工控业务实现营收 68.55 亿元，同比+15.52%；Q2 实现营收 36.50 亿元，同比+15.11%。其中，Q2 伺服/变频/PLC/工业机器人实现营收 16.37/13.36/4.45/2.10 亿元，同比+34%/+27%/+4%/+30%；市占率分别为 26%（伺服）/19%（低压变频）/18%（小型 PLC）/7%（工业机器人）。

1) 行业层面，根据睿工业数据，Q2 自动化产品需求疲弱，工控行业销售额同比-3.1%，项目型/OEM 市场销售额分别同比+2.1%/-10.7%。自动化市场在 22Q4 对 23 年需求预期乐观，故备库存较多，23H1 需求复苏不及预期导致整个 H1 均处于去库存阶段，工控行业整体承压。**2) 公司层面**，我们预计工控 4 月订单同比-10%，而 5-7 月同比均+30-40%（4 月高基数、5-7 月低基数）。分下游看，能源、重工、过程工业、通用区域等 SBU 订单实现较快增长，其中能源板块光伏储能行业维持高景气，其余板块受益于公司加大项目型/散单市场的拓展力度，主流客户份额提升明显。**3) 产品层面**，公司持续提升“光、机、电、液、气”一体化解决方案能力，持续布局新品类，如重载六关节机器人、工控机数控系统、电磁阀、高防护 I/O 系统、中压传动变频器等产品，并通过并购补充精密直线导轨产品。其中，重点新品类气动业务的先导电磁阀已处于小批量阶段(总

线阀岛、滑台气缸仍在开发中)。

工业机器人持较快增速，新型机器人处于前期阶段。23H1 公司 SCARA 及小六轴机器人增长较快，在 3C、光伏、锂电等行业实现了大批量应用，在研大型六轴机器人将结合解决方案从市场端切入客户，行业也有望进一步延伸。工业机器人业务全年收入预计同比+40-50%，因产品零部件自制率高（除减速机外均自制）、盈利能力同样可观。人形机器人方面，公司持续关注行业发展趋势，机器人相关零部件电机、驱动器、丝杆、编码器等均有产品储备，技术基础扎实（在研项目有无框直驱电机、低压永磁同步电机等）。

展望 2023H2，工控经历 2 年下行周期，6 月起需求边际有向好迹象，叠加 22Q3 工控基数较低，我们预计 H2 工控同比有望实现同比 30-40%增长，全年收入维持同比+25-30%的判断。

图10：工控行业核心公司出货跟踪（亿元）

| 产品类型 厂商 | 伺服 | | | | 低压变频器 | | | | 中大 PLC | | | | |
|------------|-----|------|------|------|-------|------|------|------|--------|------|-------|------|------|
| | 安川 | | 松下 | | 台达 | | ABB | | 安川 | | 施耐德 | | |
| 销售/订单 | 销售 | GR | 销售 | GR | 销售 | GR | 销售 | GR | 销售 | GR | 订单 | GR | |
| 2021Q1 | 1月 | 2.8 | 115% | 1.86 | 107% | 2.01 | 126% | 2.8 | 31% | 1 | 100% | 0.98 | 15% |
| | 2月 | 1.4 | 87% | 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 | -16% | 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% |
| 2023Q2 | 4月 | 2.2 | 69% | 1.82 | -14% | 1.35 | -11% | 5.7 | 46% | 1 | n.a. | 0.5 | 11% |
| | 5月 | 1.9 | -10% | 1.14 | -31% | 1.3 | -13% | 4.5 | 15% | 0.97 | 94% | 0.7 | -7% |
| | 6月 | 2.15 | 8% | 1.15 | -36% | 1.3 | -24% | 2.8 | -8% | 0.79 | -21% | 0.67 | -4% |
| 2023Q3 | 7月 | 1.8 | 13% | 1.05 | -9% | 1.2 | -6% | 3.2 | -20% | 0.7 | -42% | 0.75 | 0% |

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

数据来源：MIR，东吴证券研究所

图11: 工控行业分下游行业销售额同比增速

| 百万元 | 2022 | | | | | | | | 2023 | | | |
|----------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2022Q1 | YoY | 2022Q2 | YoY | 2022Q3 | YoY | 2022Q4 | YoY | 2023Q1 | YoY | 2023Q2 | YoY |
| OEM市场合计 | 32640 | 4.5% | 30233 | -10.2% | 26481 | -6.0% | 24394 | -10.0% | 30478 | -6.6% | 27001 | -10.7% |
| 机床 | 6388 | -8.0% | 8055 | -16.0% | 5549 | -14.0% | 5838 | -15.0% | 5814 | -9.0% | 7088 | -12.0% |
| 半导体 | 3690 | 8.2% | 3491 | -11.4% | 3492 | -8.0% | 2815 | -10.0% | 3026 | -18.0% | 3107 | -11.0% |
| 电池 | 2279 | 20.0% | 2196 | 25.0% | 1926 | 23.0% | 1426 | 11.0% | 2461 | 8.0% | 1977 | -10.0% |
| 包装 | 1746 | 15.0% | 1274 | -26.0% | 1432 | -10.0% | 781 | -31.0% | 1414 | -19.0% | 1006 | -21.0% |
| 纺织 | 2007 | 16.0% | 1911 | -9.0% | 1464 | -7.0% | 1227 | -15.0% | 1866 | -7.0% | 1720 | -10.0% |
| 工业机器人 | 1179 | 16.0% | 1083 | -7.0% | 916 | -5.1% | 841 | 1.0% | 1072 | -9.1% | 1029 | -5.0% |
| 暖通空调 | 975 | -3.0% | 1348 | 6.0% | 1277 | 2.0% | 779 | -3.0% | 946 | -3.0% | 1240 | -8.0% |
| 电梯 | 1101 | 10.0% | 1452 | -16.0% | 1525 | 1.0% | 1205 | -8.0% | 967 | -12.2% | 1611 | 11.0% |
| 物流 | 1015 | 8.0% | 1302 | -5.0% | 1194 | -3.0% | 793 | -7.0% | 995 | -2.0% | 1237 | -5.0% |
| 起重 | 900 | -3.0% | 1019 | -8.0% | 897 | -6.0% | 635 | -10.1% | 810 | -10.0% | 907 | -11.0% |
| 橡胶 | 547 | 3.2% | 374 | -21.3% | 481 | -10.1% | 356 | -11.9% | 541 | -1.1% | 348 | -7.0% |
| 印刷 | 311 | -40.0% | 289 | -39.9% | 395 | 10.0% | 417 | 18.1% | 289 | -7.1% | 312 | 8.0% |
| 塑料 | 527 | 2.3% | 538 | -19.8% | 573 | -18.0% | 423 | -19.1% | 501 | -4.9% | 495 | -8.0% |
| 食品饮料 | 540 | 6.3% | 621 | -13.0% | 632 | -5.1% | 654 | 7.7% | 530 | -1.9% | 565 | -9.0% |
| 工程机械 | 416 | -10.0% | 452 | -25.0% | 474 | 1.9% | 335 | -8.0% | 387 | -7.0% | 326 | -27.9% |
| 纸巾 | 448 | 3.0% | 483 | -6.9% | 416 | -5.9% | 357 | -10.1% | 412 | -8.0% | 439 | -9.1% |
| 制药 | 252 | 8.2% | 267 | -8.2% | 284 | 4.8% | 277 | 2.2% | 244 | -3.2% | 275 | 3.0% |
| 造纸 | 193 | 12.9% | 266 | -7.0% | 234 | -6.0% | 203 | -7.7% | 187 | -3.1% | 253 | -4.9% |
| 建材 | 437 | -8.2% | 467 | -8.8% | 450 | -7.2% | 305 | -10.3% | 411 | -5.9% | 423 | -9.4% |
| 烟草 | 37 | -32.7% | 30 | -14.3% | 42 | -12.5% | 41 | -16.3% | 35 | -5.4% | 28 | -6.7% |
| 其他 | 7652 | 10.2% | 3315 | -0.5% | 2828 | -7.9% | 4686 | -10.2% | 7570 | -1.1% | 2615 | -21.1% |
| 项目型市场合计 | 48400 | 9.8% | 44425 | 1.2% | 48331 | 7.8% | 41484 | 5.8% | 49024 | 1.3% | 45356 | 2.1% |
| 化工 | 10273 | 11.6% | 11576 | 10.1% | 9857 | 19.0% | 9780 | 20.0% | 12425 | 20.9% | 12502 | 8.0% |
| 石化 | 6310 | 15.3% | 4751 | -11.0% | 5674 | 2.0% | 4728 | -9.0% | 4670 | -26.0% | 3753 | -21.0% |
| 电力 | 4847 | 9.5% | 4169 | 9.4% | 3853 | 5.0% | 4266 | 31.0% | 4411 | -9.0% | 5003 | 20.0% |
| 市政及公共设施 | 7890 | 10.0% | 9011 | 4.0% | 10080 | 9.0% | 8921 | 3.0% | 9011 | 14.2% | 9642 | 7.0% |
| 冶金 | 3505 | 9.0% | 3775 | -7.0% | 5796 | 2.0% | 3842 | -12.0% | 3125 | -10.8% | 3850 | 2.0% |
| 汽车 | 915 | 9.1% | 1926 | 4.0% | 1135 | 13.0% | 1201 | 10.0% | 1071 | 17.0% | 2292 | 19.0% |
| 采矿 | 734 | 20.3% | 768 | 21.0% | 1033 | 12.0% | 926 | 19.9% | 785 | 6.9% | 853 | 11.0% |
| 造纸 | 600 | 14.1% | 582 | -3.0% | 684 | 4.9% | 652 | 2.0% | 636 | 6.0% | 588 | 1.0% |
| 其他 | 13326 | 5.5% | 7866 | 22.1% | 10219 | 4.0% | 7168 | 1.1% | 12890 | -3.3% | 6873 | -12.6% |
| 工控行业合计 | 81040 | 7.6% | 74658 | -3.8% | 74812 | 2.4% | 65878 | -0.7% | 79502 | -1.9% | 72357 | -3.1% |

数据来源: MIR, 东吴证券研究所

新能源车: 客户销量超预期恢复带动 Q2 收入同增 90%, 全年有望实现盈利。 Q1 订单延期交付确认+Q2 订单高增, 23H1 实现营收 29.7 亿, 同比+48%; 其中 Q2 实现营收 20.6 亿, 同比+90%。

我们维持全年收入同比+50%以上增速预期: 1) 国内的核心客户理想/小鹏/广汽(埃安)等电动车销量提速, 7 月分别同比+228%/+104%/+80%, 环比+5%/+28%/+0%, H2 高增趋势有望延续。2) 产品端电控和总成继续保持较好支撑, 而电源产品加速放量, 第二代 SiC 电控随客户车型上市、即将进入批量阶段; 3) 车型端 H2 新增上汽、广汽等混动车+海外定点车型。因规模效应的体现+期间费用投入增速不及去年, 今年利润端有望实现扭亏为盈。

远期新产品(分布式驱动总成、多合一电驱总成、第四代动力总成)放量值得期待, 产能端常州一期稳步爬坡、二期部分产线布局完毕并局部投产。联合动力 IPO 事项也按节奏顺利进行。

图12: 汇川技术 2023 年 1-6 月乘用车电控装机统计 (单位: 台/套)

| | 2020H1 | | 2020H2 | | 2021H1 | | 2021H2 | | 2022H1 | | 2022H2 | | 2023M1-6 | |
|---------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | 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 | 4.9% | 1,143 | 0.3% |
| 理想汽车 | 22,000 | 58.7% | 48,968 | 55.9% | 61,072 | 61.8% | 121,536 | 63.6% | 121,602 | 62.9% | 148,964 | 56.9% | 282,384 | 77.5% |
| 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 | 9.1% | 20,100 | 5.5% |
| 广汽乘用车 | 160 | 0.4% | 146 | 0.2% | 67 | 0.1% | 1,050 | 0.6% | 4,557 | 2.4% | 15,965 | 6.1% | 24,509 | 6.7% |
| 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% |
| 蜀河汽车 | 0 | 0.0% | 124 | 0.1% | 169 | 0.2% | 20 | 0.0% | 43 | 0.0% | 81 | 0.0% | 17 | 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 | 23.0% | 36,333 | 10.0% |
| 合计 | 37,447 | | 87,582 | | 98,888 | | 185,393 | | 193,276 | | 261,826 | | 364,486 | |
| 新能源汽车合计 | 328,481 | | 874,000 | | 1,073,981 | | 2,196,581 | | 2,423,045 | | 3,673,520 | | 3,447,189 | |
| 市占率 | 11.4% | | 10.0% | | 9.2% | | 8.4% | | 8.0% | | 7.1% | | 10.6% | |

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

电梯: 需求回暖+大配套+出海, Q2 实现较快增长。公司在 H1 需求回暖背景下, 采取主动市场策略, 通过跟进大客户项目、拓展空白市场和收复份额等专项行动, H1 整体接单量好于行业发梯量。再叠加 22Q2 低基数 (上海疫情影响贝斯特经营), H1 实现营收 23.7 亿, 同比+7%; 其中 Q2 营收 14.5 亿, 同比+41%。

我们维持电梯业务全年收入同比+5%左右: 1) 国内基本盘 Q2 起边际向好; 2) 电梯出海+面向跨国企业销售大配套解决方案增速较快, H1 国内大配套业务同增超 20%, 海外电梯业务同比+50%, H2 有望延续趋势。

全年利润增速有望快于收入: 因大宗原材料降价, 毛利率有望同比实现修复; 公司推动事业部流程变革, 且有效推动贝思特平台融合和资源共享, 费用及运营成本降低。

数字化、国际化、能源管理三大战略业务稳步推进:

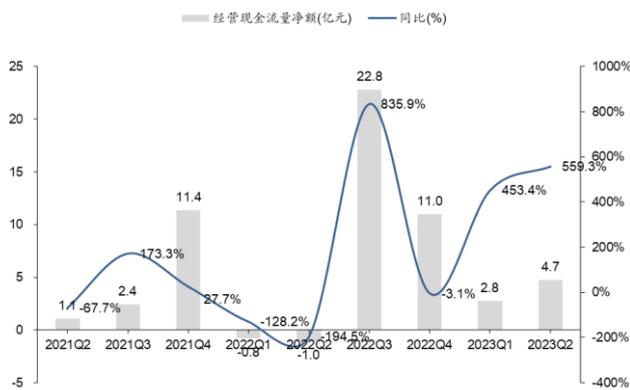
数字化: H1 市场端在纺织 (世界 500 强客户)、港口 (TOP10 港口客户)、木工、电梯等行业提供自动化+数字化解决方案, 在锂电、医药行业的龙头客户布局数字空调、厂务管理、数字园区业务。产品端对外发布 InoCube 数字化平台迭代版本, 构建了 IoT 通用平台、综合能源管理、数字公辅等产品, 推出 PAC800+ 标准化编程平台 InoQuickPro 数字化解决方案; 对内构建 InoCube 人才培养体系, 并发展空调节能、边缘计算等领域的生态伙伴。

国际化: 海外 H1 收入 8.1 亿元, 同比+137%, 毛利率 39.64%。2022 年初公司提出“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) 市场端继续在成熟市场 (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, 并加大“行业线出海”和“随中国制造出海”的策略。H1 在印度、欧洲、东南亚取得较好收入。2) 产品端电梯仍是出海收入主力, 低压变频、伺服销售额稳步提升。3) 其他研发端加强欧洲研发中心建设, 生产端匈牙利工厂已作为公司在欧洲的物流中心投入使用, 部分电梯产品开始试产, 预计年底批量。

能源管理: 面向工商业侧退出具免变压器接入和电能质量治理等功能的 PCS, 并率先在业内提出全液冷储能终端及工商业一体机解决方案, 收获多家“五大六小两网两建”核心大客户项目。

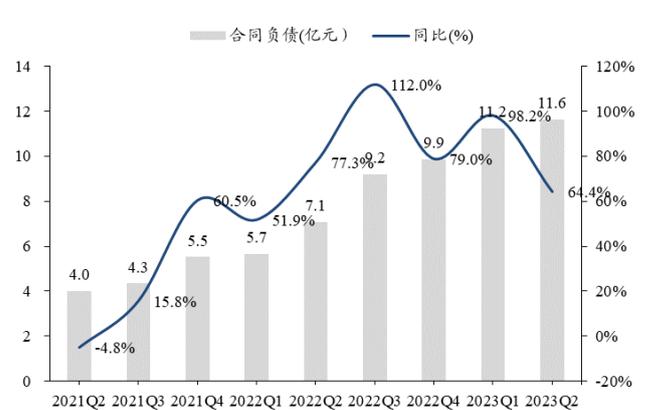
H1 现金流改善明显, 合同负债增长较多。 2023H1 经营活动现金流量净流入 7.48 亿元, 同比增长 513.62%。销售商品取得现金 94.45 亿元, 同比增长 37.67%。期末合同负债 11.62 亿元, 比年初增长 64.35%。期末应收账款 75.7 亿元, 较年初增长 10.89 亿元, 应收账款周转天数上升 11.31 天至 85.45 天。期末存货 60.60 亿元, 较年初上升 5.78 亿元; 存货周转天数上升 0.27 天至 132.47 天。

图13: 2023Q2 经营活动现金流净流入 4.7 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末合同负债 11.6 亿元



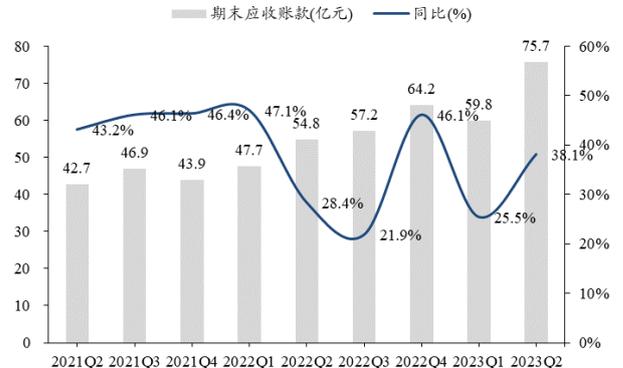
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2023Q2 期末存货 60.6 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q2 期末应收账款 75.7 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与估值:我们维持公司 2023-25 年归母净利润分别 54.0 亿/71.2 亿/92.5 亿, 同比+25%/+32%/+30%(23-25 年扣非分别 42.8 亿/54.9 亿/71.2 亿, 同比+26%/+28%/+31%), 对应现价 PE 分别 34 倍、25 倍、20 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α 、以及电机电控内资龙头地位, 给予 24 年 35 倍估值, 目标价 93.5 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 | 2.67 | 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) | 2,663 | 2,663 | 2,663 | 2,663 |
| 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) | 41.92 | 33.51 | 25.44 | 19.57 |
| 营运资本变动 | (1,625) | (4,220) | (3,239) | (3,819) | P/B (现价) | 9.13 | 7.48 | 5.99 | 4.76 |

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>