

汇川技术 (300124)

证券研究报告

2021年04月29日

业绩延续高增，研发投入加大

年报点评

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 115 亿元，同比增长 56%，归母净利润 21 亿元，同比增长 121%，扣非净利润 19 亿元，同比增长 136%。经营活动现金流量 14.7 亿元，同比增长 8%。综合毛利率 38.96%，同比增加 1.3Pct，综合净利率 18.95%，同比增加 5.3 Pct。

单季度看，2020Q4 实现收入 34.13 亿元，同比增长 37.5%，归母净利润 6.02 亿元，同比增长 96.7%，扣非净利润 4.86 亿元，同比增长 98.1%；经营活动现金流量 8.9 亿元，同比增长 11.4%。综合毛利率 38%，同比增加 1.6Pct；综合净利率 18%，同比增加 6.1Pct。

2020 年，公司业绩远远超过 2019 年报中制定的经营业绩目标。2020 年经营目标为收入、归母净利润均同比增长 20-40%，而实际收入 115.11 亿元，同比增长 55.76%，归母净利 21 亿元，同比增长 120.62%。公司在年报中也披露了 2021 年经营目标：收入、归母净利同比增长 30-50%，目标收入为 150-173 亿元，目标归母净利为 27.3-31.5 亿元。

一季报点评

2021Q1 收入 34.13 亿元，同比增长 121%，归母净利润 6.46 亿元，同比增长 274.7%，扣非净利润 6.25 亿元，同比增长 321%；经营活动现金流量 2.77 亿元，同比增长 84%。综合毛利率 39.3%，同比增加 0.8Pct，综合净利率 20.1%，同比增加 8.1Pct。

一季度公司存货增长较为明显。Q1 末存货 30.48 亿元，存货占总资产比例达到 15%，环比提升 2pct，原因可能为原材料涨价备货。

从订单情况看，公司多项业务延续高增。今年一季度，工业自动化&电梯&工业机器人含税订单金额 37 亿元，同比增长 86.6%；新能源汽车&轨道交通订单金额 16.8 亿元，同比增长 839.36%。在研发方面，公司持续高投入，为持续提高市占率打下基础。一季度研发费用 3 亿元，研发费用率达到 8.9%。

投资建议

2020 年的业绩高增来源于：1) 工业自动化、新能源车行业高景气 2) 公司竞争优势使市占率提升。虽然疫情带来口罩机需求，以及“竞争对手供货不及时”等市场机会，但公司业绩的高增并非仅仅是幸运。公司对各项业务的战略进一步细化，在管理变革方面不断优化工作流程、激励员工，研发方面持续高投入，业绩远超过行业增速。

在 2020 年营收、利润高基数的背景下，公司仍制定收入、利润 30-50% 增长的经营目标。我们预计 21、22 年公司归母净利润 29、40 亿元，对应 PE 50、36x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响加重、下游制造业扩产不及预期、行业竞争加剧、公司开拓客户不顺利。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,390.37	11,511.32	17,365.97	22,106.88	28,378.61
增长率(%)	25.81	55.76	50.86	27.30	28.37
EBITDA(百万元)	2,013.94	3,447.52	3,420.86	4,540.42	5,692.18
净利润(百万元)	951.94	2,100.14	2,901.64	4,000.89	5,107.10
增长率(%)	(18.42)	120.62	38.16	37.88	27.65
EPS(元/股)	0.55	1.22	1.69	2.33	2.97
市盈率(P/E)	163.67	74.19	53.70	38.94	30.51
市净率(P/B)	18.08	14.65	12.03	9.59	7.52
市销率(P/S)	21.08	13.54	8.97	7.05	5.49
EV/EBITDA	25.30	45.71	45.21	32.36	26.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 90.6 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,719.72
流通 A 股股本(百万股)	1,406.94
A 股总市值(百万元)	155,806.94
流通 A 股市值(百万元)	127,469.02
每股净资产(元)	6.60
资产负债率(%)	41.29
一年内最高/最低(元)	117.90/31.72

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《汇川技术-季报点评:工控、新能源业务增速亮眼，业绩大超预期》 2020-11-02
- 《汇川技术-半年报点评:营收利润高增，进口替代加速》 2020-08-19
- 《汇川技术-公司点评:销售结构变化、降本增效是盈利能力提升的主因》 2020-07-09

1. 年报点评

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 115 亿元，同比增长 56%，归母净利润 21 亿元，同比增长 121%，扣非净利润 19 亿元，同比增长 136%。经营活动现金流量 14.7 亿元，同比增长 8%。综合毛利率 38.96%，同比增加 1.3Pct，综合净利率 18.95%，同比增加 5.3 Pct。

单季度看，2020Q4 实现收入 34.13 亿元，同比增长 37.5%，归母净利润 6.02 亿元，同比增长 96.7%，扣非净利润 4.86 亿元，同比增长 98.1%；经营活动现金流量 8.9 亿元，同比增长 11.4%。综合毛利率 38%，同比增加 1.6Pct；综合净利率 18%，同比增加 6.1Pct。

表 1：汇川技术 2020 年业绩摘要

单位：亿元	2019 年	2020 年	YoY	2019Q4	2020Q3	2020Q4	YoY	QoQ
营业收入	73.9	115.1	55.8%	24.8	33.1	34.1	37.5%	3%
归母净利润	9.5	21.0	121%	3.1	7.2	6.02	97%	-17%
扣非净利润	8.1	19.1	136%	2.5	7.3	4.86	98%	-33%
经营活动现金净流量	13.6	14.7	8%	8.0	0.9	8.9	11%	899%
综合毛利率	37.6%	39.0%	1.3%	36.4%	38.7%	38.0%	1.6%	-0.6%
综合净利率	13.7%	19.0%	5.3%	11.9%	22.8%	18.0%	6.1%	-4.8%

资料来源：Wind、天风证券研究所

分业务看，通用自动化、新能源汽车、工业机器人等增速亮眼。

- ✓ **通用自动化：**实现收入 53.15 亿元，同比增长 63%，其中通用变频器收入 21.23 亿元、通用伺服 18.43 亿元、PLC&HMI 收入 4.23 亿元。电液系统（含伊士通）收入 6.7 亿元。
- ✓ **电梯：**实现收入 43.44 亿元，同比增长 54%。其中贝思特收入 29.64 亿元（2019 年 7 月并表），电梯一体化业务 13.8 亿元。
- ✓ **新能源汽车：**收入 11.02 亿元，同比增长 69%。
- ✓ **工业机器人（含上海莱恩）：**收入 1.68 亿元，同比增长 61%。
- ✓ **轨道交通：**收入 3.52 亿元，同比基本持平。

2020 年，公司业绩远远超过 2019 年报中制定的经营业绩目标。2020 年经营目标为收入、归母净利均同比增长 20-40%，而实际收入 115.11 亿元，同比增长 55.76%，归母净利 21 亿元，同比增长 120.62%。公司在年报中也披露了 2021 年经营目标：收入、归母净利同比增长 30-50%，目标收入为 150-173 亿元，目标归母净利为 27.3-31.5 亿元。

2. 一季报点评

2021Q1 收入 34.13 亿元，同比增长 121%，归母净利润 6.46 亿元，同比增长 274.7%，扣非净利润 6.25 亿元，同比增长 321%；经营活动现金流量 2.77 亿元，同比增长 84%。综合毛利率 39.3%，同比增加 0.8Pct，综合净利率 20.1%，同比增加 8.1Pct。

一季度公司存货增长较为明显，Q1 末存货 30.48 亿元，存货占总资产比例达到 15%，环比提升 2pct，原因可能为原材料涨价备货。

表 2: 汇川技术 2021Q1 业绩摘要

单位: 亿元	2020Q1	2021Q1	YoY	2020Q4	2021Q1	QoQ
营业收入	15.5	34.1	120.5%	34.1	34.1	0%
归母净利润	1.7	6.5	275%	6.02	6.5	7%
扣非净利润	1.5	6.2	321%	4.86	6.2	29%
经营活动现金净流量	1.5	2.8	84%	8.9	2.8	-69%
综合毛利率	38.5%	39.3%	0.8%	38.0%	39.3%	1.3%
综合净利率	11.9%	20.1%	8.1%	18.0%	20.1%	2.1%

资料来源: Wind、天风证券研究所

分业务看, 通用自动化、新能源汽车、工业机器人、轨交等均延续较高增速。

- ✓ 通用自动化: 实现收入 19.04 亿元, 同比增长 146%, 其中通用变频器收入 6.67 亿元、通用伺服收入 8.05 亿元、PLC&HMI 收入 1.35 亿元。电液系统 (含伊士通) 收入 2.12 亿元。
- ✓ 电梯: 电梯电气大配套实现收入 9.21 亿元, 同比增长 53%。
- ✓ 新能源汽车: 实现收入 3.46 亿元, 同比增长 286%。
- ✓ 工业机器人 (含上海莱恩): 实现收入 0.67 亿元, 同比增长 149%。轨道交通: 实现收入 1.27 亿元, 同比增长 762%。

从订单情况看, 公司多项业务延续高增。今年一季度, 工业自动化&电梯&工业机器人含税订单金额 37 亿元, 同比增长 86.6%; 新能源汽车&轨道交通订单金额 16.8 亿元, 同比增长 839.36%。

在研发方面, 公司持续高投入, 为持续提高市占率打下基础。一季度研发费用 3 亿元, 研发费用率达到 8.9%。

3. 投资建议

2020 年的业绩高增来源于: 1) 工业自动化、新能源车行业高景气 2) 公司竞争优势使市占率提升。虽然疫情带来口罩机需求, 以及“竞争对手供货不及时”等市场机会, 但公司业绩的高增并非仅仅是幸运。公司对各项业务的战略进一步细化, 在管理变革方面不断优化工作流程、激励员工, 研发方面持续高投入, 业绩远超过行业增速。

在 2020 年营收、利润高基数的背景下, 公司仍制定收入、利润 30-50% 增长的经营目标。我们预计 21、22 年公司归母净利润 29、40 亿元, 对应 PE 50、36x, 维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,751.90	3,041.21	2,604.90	8,848.14	7,094.65
应收票据及应收账款	2,535.05	3,160.81	10,589.55	3,595.49	14,613.84
预付账款	80.18	210.46	146.82	303.36	317.54
存货	1,709.69	2,419.70	4,481.20	3,785.11	7,107.66
其他	3,435.02	3,626.05	2,273.11	2,209.17	2,731.35
流动资产合计	9,511.84	12,458.24	20,095.58	18,741.28	31,865.04
长期股权投资	804.60	996.39	996.39	996.39	996.39
固定资产	1,278.75	1,350.65	1,541.91	1,648.05	1,690.13
在建工程	364.46	611.55	402.93	289.76	203.85
无形资产	528.36	497.87	417.34	336.80	256.27
其他	2,398.01	2,732.89	2,430.54	2,453.64	2,458.71
非流动资产合计	5,374.17	6,189.35	5,789.10	5,724.64	5,605.35
资产总计	14,886.01	18,647.59	25,884.67	24,465.92	37,470.39
短期借款	1,263.95	331.09	963.08	230.00	58.91
应付票据及应付账款	2,494.83	3,798.92	6,515.37	5,819.36	10,105.84
其他	1,509.15	1,824.13	4,073.81	1,470.01	5,439.24
流动负债合计	5,267.93	5,954.14	11,552.25	7,289.37	15,603.99
长期借款	471.78	1,423.54	653.84	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	209.93	254.26	217.08	227.09	232.81
非流动负债合计	681.71	1,677.79	870.92	227.09	232.81
负债合计	5,949.64	7,631.93	12,423.17	7,516.47	15,836.81
少数股东权益	318.53	378.20	506.59	698.52	921.63
股本	1,731.64	1,719.72	1,719.72	1,719.72	1,719.72
资本公积	2,813.09	2,833.71	2,833.71	2,833.71	2,833.71
留存收益	7,096.89	8,923.57	11,235.18	14,531.22	18,992.24
其他	(3,023.78)	(2,839.55)	(2,833.71)	(2,833.71)	(2,833.71)
股东权益合计	8,936.38	11,015.66	13,461.50	16,949.46	21,633.59
负债和股东权益总计	14,886.01	18,647.59	25,884.67	24,465.92	37,470.39

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,010.14	2,181.70	2,901.64	4,000.89	5,107.10
折旧摊销	218.24	299.98	157.90	167.56	174.35
财务费用	56.06	(15.03)	(2.95)	(124.08)	(222.28)
投资损失	(76.26)	(153.32)	(10.00)	(12.00)	(14.00)
营运资金变动	803.85	(1,563.24)	(3,805.25)	4,350.13	(6,440.17)
其它	(650.84)	717.25	1,042.51	279.67	433.72
经营活动现金流	1,361.18	1,467.35	283.84	8,662.17	(961.28)
资本支出	2,807.93	695.76	97.17	69.99	44.28
长期投资	226.91	191.79	0.00	0.00	0.00
其他	(4,341.91)	(1,391.22)	(47.64)	(297.99)	(480.28)
投资活动现金流	(1,307.08)	(503.68)	49.54	(228.00)	(436.00)
债权融资	1,745.92	1,836.91	1,651.07	42.21	111.80
股权融资	1,608.25	272.61	12.68	127.97	226.17
其他	(2,301.41)	(2,558.31)	(2,433.46)	(2,361.11)	(694.19)
筹资活动现金流	1,052.76	(448.79)	(769.70)	(2,190.92)	(356.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,106.86	514.88	(436.32)	6,243.25	(1,753.49)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,390.37	11,511.32	17,365.97	22,106.88	28,378.61
营业成本	4,608.08	7,026.58	10,871.10	13,277.39	17,225.81
营业税金及附加	46.08	59.01	107.67	112.75	144.73
营业费用	626.93	871.39	1,458.74	1,436.95	1,844.61
管理费用	423.38	580.27	1,007.23	1,083.24	1,390.55
研发费用	855.56	1,023.23	1,649.77	1,989.62	2,554.07
财务费用	52.86	(55.17)	(2.95)	(124.08)	(222.28)
资产减值损失	(40.68)	(91.71)	(70.00)	(67.47)	(76.39)
公允价值变动收益	10.92	(31.36)	911.49	86.46	208.61
投资净收益	76.26	153.32	10.00	12.00	14.00
其他	(316.34)	(371.82)	(1,842.99)	(196.91)	(445.22)
营业利润	1,047.32	2,347.59	3,265.92	4,496.94	5,740.11
营业外收入	12.71	21.06	10.00	12.00	2.00
营业外支出	4.24	25.12	15.00	4.00	14.71
利润总额	1,055.79	2,343.53	3,260.92	4,504.94	5,727.40
所得税	45.65	161.84	228.26	310.84	395.19
净利润	1,010.14	2,181.70	3,032.65	4,194.10	5,332.21
少数股东损益	58.20	81.56	131.01	193.21	225.11
归属于母公司净利润	951.94	2,100.14	2,901.64	4,000.89	5,107.10
每股收益(元)	0.55	1.22	1.69	2.33	2.97

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	25.81%	55.76%	50.86%	27.30%	28.37%
营业利润	-18.35%	124.15%	39.12%	37.69%	27.64%
归属于母公司净利润	-18.42%	120.62%	38.16%	37.88%	27.65%
获利能力					
毛利率	37.65%	38.96%	37.40%	39.94%	39.30%
净利率	12.88%	18.24%	16.71%	18.10%	18.00%
ROE	11.05%	19.74%	22.40%	24.62%	24.66%
ROIC	17.81%	32.78%	39.04%	34.44%	69.85%
偿债能力					
资产负债率	39.97%	40.93%	47.99%	30.72%	42.26%
净负债率	-0.07%	-10.93%	-7.09%	-51.95%	-32.28%
流动比率	1.81	2.09	1.74	2.57	2.04
速动比率	1.48	1.69	1.35	2.05	1.59
营运能力					
应收账款周转率	2.48	4.04	2.53	3.12	3.12
存货周转率	4.97	5.58	5.03	5.35	5.21
总资产周转率	0.59	0.69	0.78	0.88	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.55	1.22	1.69	2.33	2.97
每股经营现金流	0.79	0.85	0.17	5.04	-0.56
每股净资产	5.01	6.19	7.53	9.45	12.04
估值比率					
市盈率	163.67	74.19	53.70	38.94	30.51
市净率	18.08	14.65	12.03	9.59	7.52
EV/EBITDA	25.30	45.71	45.21	32.36	26.13
EV/EBIT	28.09	49.43	47.40	33.60	26.96

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com