

2021 年中报点评：工控需求旺盛、替代加速， 电车订单高增、ASP 提升 买入（维持）

2021 年 08 月 24 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002
021-60199793

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,511	18,068	24,111	31,542
同比（%）	55.8%	57.0%	33.4%	30.8%
归母净利润（百万元）	2100	3578	4812	6426
同比（%）	120.6%	70.4%	34.5%	33.5%
每股收益（元/股）	1.22	1.37	1.84	2.45
P/E（倍）	60.59	54.20	40.30	30.18

投资要点

- **2021H1 营收+73%，归母净利润+102%，符合市场预期。**公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营业收入 82.74 亿元，同增 72.95%；实现归母净利润 15.63 亿元，同增 101.81%。收入高于业绩预告中值 81.32 亿元、归母净利润略低于预告中值 16.3 亿元，整体业绩符合市场预期。
- **先进制造需求高增+出口需求向好，同时进口替代仍在持续，汇川“上顶下沉”持续提升，经营α强劲。**今年工控需求仍是大年，2021Q1/Q2 行业销售额增速分别高达 53.4%/28.1%，且出口需求也较好，我们预计下半年工控需求景气度仍高，明后年锂电等先进制造行业持续有结构性增长机会。同时叠加进口替代持续加速，2021H1 汇川工控业务同增 88%，其中伺服翻倍增长、变频、PLC 高增，我们预计全年工控同比增长超 60%。中长期看，下游结构优化后，公司工控业务受传统制造周期影响趋弱，更多表现出先进制造业的成长性，同时长期进口替代空间明确，我们预计 2022-2023 年将持续保持高于 30%的年化增长。
- **2021 年新势力客户继续放量+新客户项目持续定点+ASP 提升，公司新能源汽车业务今年大幅减亏、明年有望盈利。**2021H1 理想 ONE、小鹏 P7 销量分别达 3.01/3.08 万辆，同比+217%/+459%，同时拓展“多合一”产品带动 ASP 提升，内资车企在广汽、长城等项目不断突破新定点，海外也定点几家一线车企。我们预计板块翻倍以上高增，2021 年新能源汽车业务收入可达 25 亿元+，利润端大幅减亏，2022 年有望开始盈利、长期空间大。
- **电梯业务 2021H1 同增 30%，汇川+BST 带来协同效应进一步体现。**2021Q1 在低基数背景下，公司电梯业务同比+53%；2021Q2 电梯业务收入 14.9 亿元，同比+19%。汇川+BST 融合后持续提升跨国企业等销售额占比，特别是大配套业务销售额增速超 90%。但国外芯片短缺、大宗涨价致使短期承压。我们预计电梯业务全年收入同比+15%以上、利润同比+10%（考虑 BST 成本压力），未来有望维持 10%同比稳增。
- **盈利预测与投资评级：**由于 2021H1 公司三大业务基本符合我们的预期，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润分别为 35.8 亿元/48.1 亿元/64.3 亿元（考虑股权激励费用摊销），同比+70%/+35%/+34%，对应现价 PE 分别 54 倍、40 倍、30 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，给予目标价 101.2 元，对应 22 年 55 倍 PE，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)	73.99
一年最低/最高价	50.47/117.90
市净率(倍)	13.94
流通 A 股市值(百万元)	153568.97

基础数据

每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	38.15
总股本(百万股)	2621.01
流通 A 股(百万股)	2075.54

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）：2021 年半年度业绩预告点评：工控自动化和新能源汽车需求旺盛，中报预告再超预期》2021-07-21
- 2、《汇川技术（300124）：2020 年年报点评：工控和电控双轮驱动，Q1 再超预期》2021-04-27
- 3、《汇川技术（300124）业绩快报点评：快报符合预期，Q1 增长提速》2021-02-28

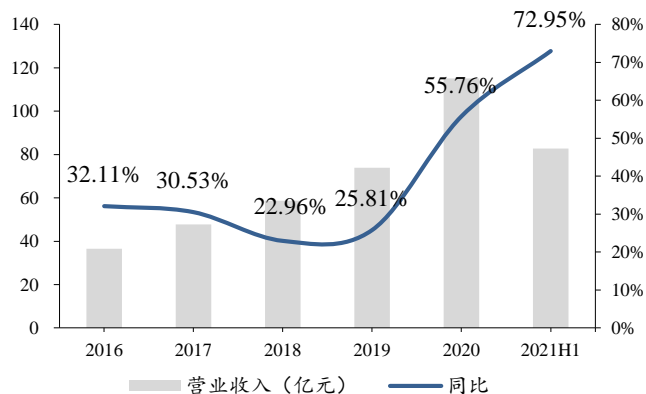
2021H1 公司收入、归母净利润分别同比+73%、+102%，符合预期。公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营业收入 82.74 亿元，同比增长 72.95%；实现归属母公司净利润 15.63 亿元，同比增长 101.81%。其中 2021Q2 实现营业收入 48.61 亿元，同比增长 50.20%，环比增长 42.45%；实现归属母公司净利润 9.17 亿元，同比增长 52.28%，环比增长 41.83%。**2021H1 收入高于业绩预告中值 81.32 亿元、符合市场预期；归母净利润略低于预告中值 16.3 亿元，主要是 1) 员工薪酬费用、特别是计提奖金增加；2) 新能源汽车业务计提维修费增加（近期变更计算方式），整体业绩符合市场预期。**

表 1: 汇川技术 2021H1 核心财务数据

汇川技术	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入 (亿元)	82.74	47.84	73.0%	48.61	32.37	50.2%	34.13	42.4%
毛利率	38.3%	39.8%	-1.5pct	37.6%	40.4%	-2.8pct	39.3%	-1.7pct
营业利润 (亿元)	17.67	8.64	104.5%	10.13	6.74	50.4%	7.54	34.3%
利润总额 (亿元)	17.65	8.67	103.6%	10.12	6.79	49.0%	7.53	34.3%
归属母公司净利润 (亿元)	15.63	7.74	101.8%	9.17	6.02	52.3%	6.46	41.8%
扣非归母净利润 (亿元)	15.23	7.02	117.0%	8.98	5.53	62.3%	6.25	43.7%
归母净利率	18.9%	16.2%	2.7pct	18.9%	18.6%	0.3pct	18.9%	-0.1pct
股本 (亿股)	26.19	17.20	-	26.19	17.20	-	17.20	-
EPS (元/股)	0.60	0.45	32.5%	0.35	0.35	0.0%	0.38	-6.9%

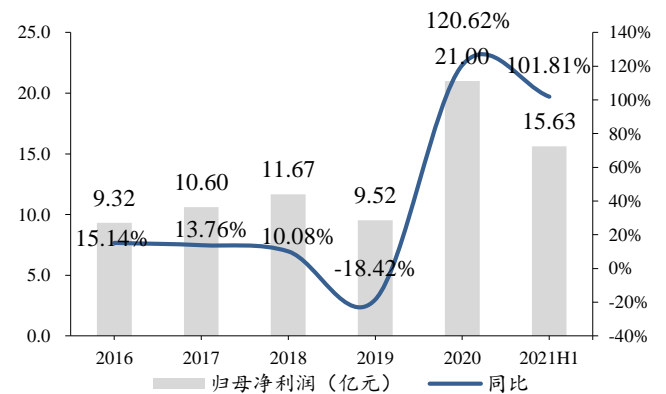
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021H1 收入 82.74 亿元, 同比+72.95%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 归母净利润 15.63 亿元, 同比+101.81%

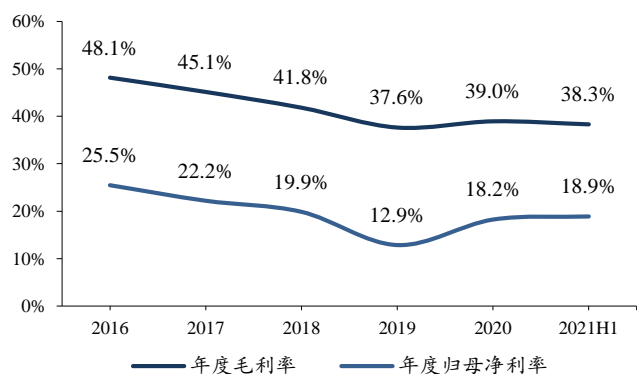


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021Q2 毛利率略有下降，但核心产品毛利率稳定，伺服、BST 产品有一定的原材料涨价压力，而费用增速低于收入，整体利润增长快于收入。2021H1 毛利率为 38.32%，同比下降 1.49pct，2021Q2 毛利率 37.60%，同比下降 2.82pct，环比下降 1.75pct。今年以来大宗、芯片涨价整体对汇川的利润率影响有限，核心产品变频器类/控制技术类产品毛利率分别 46.3%/53.5%，同比分别-1.1pct/+0.1pct，基本保持稳定；运动控制类毛利率下降 2.9pct 至 46.7%，主要是大宗涨价给伺服电机成本带来一定影响；BST 产品受原材料涨价影响较大，毛利率同比-5.4pct 至 20.8%。同时又是收入增长较快，费用增速低于

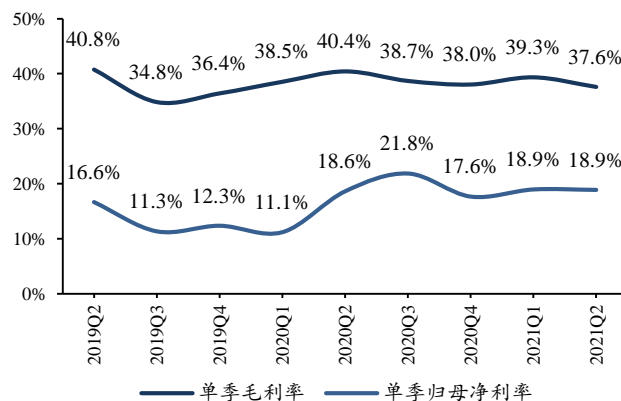
收入，规模效应明显，2021Q2 公司归母净利率 18.9%，同比+0.3pct、环比-0.1pct，基本持稳。

图 3: 2021H1 毛利率、净利率同比-1.49、+2.7pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q2 毛利率、净利率同比-2.82、+0.26pct

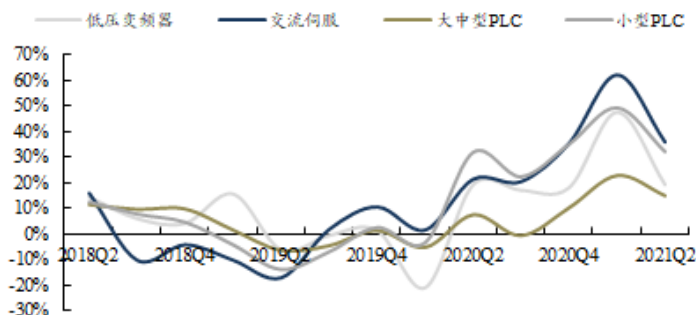


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

先进制造需求高增+出口需求向好，今年工控需求仍是大年，2021Q1/Q2 行业销售额增速分别高达 53.4%/28.1%，全年行业销售额增速我们预计在 10%-20%；同时进口替代持续加速，汇川“上顶下沉”持续提升，尤其先进制造领域竞争力突出，体现出超强的经营 α ；2021Q2 汇川工控业务收入同增 74%，2021H1 同增 88%，我们预计全年工控业务销售额同比增速超 60%。

2021Q2 行业同增 28%、今年先进制造高增+出口需求较好，我们预计下半年工控需求景气度仍高，明后年先进制造行业持续有结构性增长机会。2020 年疫情以来工控行业进入复苏轨道；2021 年一方面先进制造锂电、光伏、电子 3C、半导体、物流、机床等先进制造行业资本开支高速增长；另一方面，出口情况超市场预期，带来纺织、印刷包装等需求也快速增长。2021Q1/Q2 OEM 型市场销售额同比增速高达 53.4%/28.1%，行业需求持续向好，全年行业销售额同比增速我们预计仍在 10%以上。分产品来看，先进制造需求带动下，2021Q2 伺服/变频/小型 PLC 销售额增速分别 +35.7%/+19.0%/+32.0%。

图 5: 工控行业分产品销售额同比增速



数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

图 6: 工控行业下游行业销售额同比增速

单位:	2020								2021			
百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
OEM市场合计	20368	-4.0%	26273	14.9%	23254	12.1%	24320	16.2%	31240	53.4%	33667	28.1%
机床	4313	-24.6%	7340	17.2%	5476	15.0%	6571	21.6%	6944	61.0%	9589	30.6%
半导体	2105	18.4%	2794	31.1%	2724	22.8%	2564	21.7%	3410	62.0%	3940	41.0%
电池	1037	16.1%	1230	25.3%	1103	23.2%	1028	27.1%	1899	83.1%	1757	42.8%
包装	778	-9.1%	1231	16.1%	1175	12.9%	1020	11.2%	1518	95.1%	1721	39.8%
纺织	861	-34.4%	1506	-6.1%	1553	5.1%	1255	8.2%	1016	18.0%	2100	39.4%
工业机器人	488	-14.2%	761	26.4%	699	26.9%	694	30.9%	1016	108.2%	1164	53.0%
暖通空调	852	17.2%	1106	21.3%	1118	19.3%	819	15.2%	1005	18.0%	1272	15.0%
电梯	667	-26.5%	1516	15.2%	1323	9.1%	1242	12.6%	1001	50.1%	1728	14.0%
物流	681	14.1%	1015	27.4%	1001	20.5%	812	25.1%	940	38.0%	1370	35.0%
起重	742	-14.2%	939	13.1%	834	12.1%	666	17.3%	928	25.1%	1108	18.0%
橡胶	384	-13.1%	424	-17.2%	495	2.1%	404	3.1%	530	38.0%	475	12.0%
印刷	317	-17.4%	339	-29.2%	466	-1.9%	436	11.2%	518	63.4%	481	41.9%
塑料	379	-19.4%	594	-3.1%	630	4.1%	523	7.0%	515	35.9%	671	13.0%
食品饮料	400	-15.6%	655	8.1%	622	6.1%	528	10.2%	508	27.0%	714	9.0%
工程机械	252	-12.5%	569	46.6%	547	31.8%	414	47.9%	462	83.3%	603	6.0%
纸巾	317	16.1%	440	18.9%	395	12.5%	371	23.3%	435	37.2%	519	18.0%
制药	162	-16.9%	269	25.1%	253	22.8%	251	28.7%	233	43.8%	291	8.2%
造纸	146	-14.6%	229	-5.0%	237	-1.3%	206	6.7%	171	17.1%	286	24.9%
建材	344	2.4%	456	12.9%	448	10.3%	400	8.7%	476	38.4%	511	12.1%
烟草	30	0.0%	38	-2.6%	45	-2.2%	35	-7.9%	55	83.3%	35	-7.9%
其他	5113	30.1%	2822	13.1%	2110	-6.2%	4081	6.1%	7660	49.8%	3332	18.1%
项目型市场合计	32913	-19.0%	40950	-0.2%	44187	4.5%	37946	-1.6%	44100	34.0%	43912	7.2%
化工	6221	-30.3%	8974	-3.6%	8061	1.5%	7762	10.0%	9208	48.0%	10510	17.1%
市政及公共设施	6027	-10.6%	9619	20.5%	10052	19.5%	9022	18.7%	7173	19.0%	8665	-9.9%
石化	4308	-8.9%	4714	9.7%	5454	8.6%	4902	13.1%	5471	27.0%	5338	13.2%
电力	3379	-24.6%	3991	-22.1%	3731	-24.4%	3015	-33.9%	4427	31.0%	3812	-4.5%
冶金	2188	-15.3%	3508	17.9%	4030	32.5%	3493	20.0%	3216	47.0%	4059	15.7%
汽车	865	-36.5%	1871	-5.6%	1116	-15.0%	1050	4.6%	839	-3.0%	1852	-1.0%
采矿	576	3.0%	588	-5.6%	904	5.6%	728	-7.7%	610	5.9%	635	8.0%
造纸	453	-14.4%	516	-2.5%	615	-5.7%	597	6.8%	526	16.1%	600	16.3%
其他	8896	-17.0%	7169	-12.6%	10224	1.2%	7377	-24.2%	12630	42.0%	6441	-10.2%
工控行业合计	53281	-13.9%	67223	5.2%	67441	7.0%	62266	4.7%	75340	41.4%	77579	15.4%

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

- 汇川“上顶下沉”持续提升销售额份额，锂电、硅晶、3C、物流等先进制造领域竞争力突出，订单高速增长，传统领域进口替代加速，2021H1 工控业务销售额整体增速+88%、Q2 增速+74%，其中伺服翻倍增长、变频、PLC 高增。公司积极开展行业营销、进口替代和堡垒客户攻关，在今年行业需求旺盛的背景下，公司的销售额同时快速提升，其中分下游来看：1) 先进制造锂电、硅晶、3C、物流等行业需求旺盛、汇川先发优势明显，订单增速最快，我们估计在翻倍以上；2) 传统行业纺织、印包、起重、空压机、机床、空调制冷、橡塑、金属制品等传统 OEM 设备方面不断提升销售额份额，订单增速较快；3) 港口、冶金等 EU 市场也取得较快增长。分产品看：汇川 2021H1 工控业务（含电液、纺织、视觉、DDR/DDD）收入 43.9 亿元，同比+88%，其中 2021Q2 收入 24.9 亿元，同比+74%；Q2 通用变频/伺服/PLC&HMI/电液销售额份额 8.7 亿元/11.0 亿元/1.9 亿元/2.1 亿元，同比分别+37%/+102%/+25%/+18%，其中 PLC&HMI 受去年疫情经济基数较高的影响。
- 2020-2021 年下游结构大幅优化后，汇川工控业务受传统制造周期影响趋弱，更多表现出先进制造业的成长性，同时长期的进口替代空间明确，我们预计 2022-2023 年持续保持较快增长。公司工控业务结构在 2020-2021 年大幅优化，今年先进制造（锂电、光伏、风电、手机、触摸屏、物流等）行业合计占比已经过半，而这些行业的需求向好及销售额大幅提升是驱动现阶段业绩高增的核心原因。长

期来看，工控赛道足够宽广（2020 年仅离散制造市场空间约 900 亿元+、汇川当年收入仅 50 亿元+），高增具有很强的持续性。我们预计 2022-2023 年汇川工控业务销售额复合增速高于 30%。

图 7：工控核心公司订单情况（亿元）

产品类型	伺服								低压变频器				中大 PLC		汇川通用	
	安川		松下		台达		禾川		ABB		实川		施耐德	订单		
厂商	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	订单	GR	订单	
2020Q1	1月	1.3	0%	0.9	-2%	0.89	-17%				3.13	-20%	0.5	-17%		20-30%
	2月	0.75	7%	0.71	-13%	0.36	4%	1.16	120%	1.57	-77%	0.22	-51%	0.35	-20%	20-30%
	3月	1.6	-6%	1.3	20%	1.05	-2%			2.79	4%	0.7	0%	0.28	-54%	估计80%+
2020Q2	4月	2.65	33%	2.16	21%	1.56	38%	0.84	200%	4.14	51%	0.9	0%	0.4	17%	估计80%+
	5月	2.4	17%	2.01	16%	1.63	40%	0.38	20%	5.35	179%	1	11%	0.7	18%	估计30%+
	6月	2	54%	1.78	6%	1.66	38%	0.39	15%	2.37	-18%	0.9	-10%	0.6	10%	估计40%+
2020Q3	7月	1.5	15%	1.8	52%	1.47	55%	0.42	40%		9%	0.8	14%	0.7	14%	估计40%+
	8月	1.5	15%	1.34	26%	1.26	22%	0.39	28%	3.1	10%	0.75	-6%	0.6	8%	估计50%+
	9月	1.4	0%	0.99	-24%	1.5	18%	0.38	25%	2.8	13%	0.78	3%	0.8	10%	估计60%+
2020Q4	10月	1.52	17%	1.8	203%	1.27	11%	0.37	30%	2.7	10%	0.75	7%	0.7	9%	60%+
	11月	1.9	36%	1.4	10%	1.45	24%	0.44	30%	2.6	8%	0.82	17%	0.8	12%	60%+
	12月	2.5	56%	1.6	-5%	1.1	1%	0.31	8%	2.5	25%	0.98	23%	0.85	11%	70%+
2021Q1	1月	2.8	115%	1.72	91%	2.01	126%	0.6	110%	4.1	31%	1	100%	0.98	15%	预计200%+
	2月	1.4	87%	1.1	55%	1.2	233%	0.7	150%	2.8	78%	0.38	73%	0.6	71%	预计60-70%
	3月	3.5	119%	1.5	15%	1.61	53%	0.85	95%	4.1	47%	1	43%	0.32	14%	预计50-60%
2021Q2	4月	3.1	17%	2.86	32%	2.03	28%	1	19%	5.4	30%	1.2	33%	0.5	25%	预计40-50%
	5月	2.8	17%	2.43	21%	2.03	20%	0.55	45%	4.42	26%	1.1	10%	0.8	14%	预计50-60%
	6月	2.4	20%	2.1	18%	1.99	20%	0.52	33%	1.7	-28%	1.1	22%	0.67	12%	预计50-60%
2021Q3	7月	1.9	27%	2.1	17%	1.74	39%	0.9	144%	3.3	-6%	1.1	38%	0.72	3%	预计50-60%

数据来源：睿工业，东吴证券研究所

工业机器人同比翻番以上增长，巩固国内 SCARA 龙头地位，开发中负载六关节等新产品。工业机器人 2021H1 收入 1.92 亿元，同比增长约 147%；其中 2021Q2 收入 1.25 亿元，同比+92%。汇川工业机器人聚焦 3C 制造和新能源市场，2020 年 SCARA 出货量达国内第一，今年上半年延续翻倍以上增长，继续巩固优势；同时产品新增中负载六关节、大负载 SCARA 及高速 SCARA 等，并推出全新编程平台 InoRobotLab。工业机器人是汇川工业自动化整体解决方案的重要补充，有望继续维持较快增长。

新能源汽车方面，理想、小鹏等大客户快速放量、同时 ASP 提升带动板块翻倍以上高增，我们预计全年新能源汽车业务收入 25 亿元+，利润端 2021 年大幅减亏，2022 年有望开始盈利。

- 乘用车放量进度超预期，同时 ASP 快速提升，2021H1 同比+176%，预计全年收入 25 亿元+。汇川新势力客户理想、小鹏等 2020 年装机超预期，进入 2021 年以来理想 ONE、小鹏 P7 等车型快速爬产，2021H1 销量分别达 3.01 万辆、3.08 万辆，同比+217%、+459%，2021 年 1-7 月汇川乘用车装机量达 12.7 万套，同比+165%，我们预计实际销量增速更快。同时三合一产品销售占比提升，据 NE 时代数据，2021H1 汇川三合一产品装机量 1.24 万台，7 月单月装机量达 1.02 万台，渗透率呈快速提升趋势。收入端来看，汇川 2021H1 电动车业务收入 9.1 亿元，同比+176%，其中 Q2 收入 5.6 亿元，同比+135%。
- 保交付方面，由于 2021H1 订单大幅增长、芯片短缺与大宗商品价格上涨导致跟公司面临交付压力，正在通过多种方式提升交付能力以满足客户需求。

- 客户端不断突破，客户梯队已经清晰，未来销量份额、ASP 我们预计都在提升，今年我们预计大幅减亏、明年开始贡献业绩、长期空间大。新势力方面，汇川是理想、小鹏、威马等车企电控产品的独供，后续产品有望逐步拓展到三合一、五合一整体解决方案；内资车企目前在广汽、长城、奇瑞、一汽等项目不断突破新定点，我们预计 2022 年起开始逐步贡献增量；海外目前也拿到几家一线车企的项目定点，我们预计 2023 年开始起量。截至 2021H1 汇川在国内市场销量份额 10% 左右，未来乘用车销量快速增长、叠加汇川销量份额、ASP 都在提升，我们预计今年收入有望达 25 亿元+，由于今年继续加大费用投入，可能还有小幅亏损；明年起贡献利润、长期业绩空间大。

图 8: 汇川技术 2021 年 1-7 月乘用车电控装机 12.7 万套

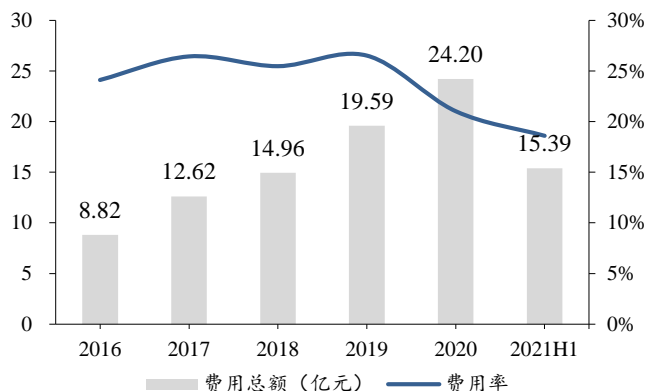
	2019H1		2019H2		2020H1		2020H2		2021.1-7	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	9,099	79.8%	8,835	54.6%	9,747	26.0%	15,602	17.8%	15,863	12.5%
理想汽车	0	0.0%	3,750	23.2%	22,000	58.7%	48,968	55.9%	78,716	61.9%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	1,446	3.9%	16,519	18.9%	26,045	20.5%
广汽乘用车	0	0.0%	830	5.1%	160	0.4%	146	0.2%	84	0.1%
金康汽车	4	0.0%	535	3.3%	1,825	4.9%	1,336	1.5%	540	0.4%
其他厂商:	2,297	20.1%	2,215	13.7%	2,269	6.1%	4,883	5.6%	5,947	4.7%
合计	11,400		16,175		37,447		87,582		127,195	
新能源汽车合计	586,899		490,392		328,481		874,000		1,383,000	
市占率	1.9%		3.3%		11.4%		10.0%		9.2%	

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

电梯业务 2021H1 同比增长 30%，汇川+BST 带来协同效应进一步体现。2021Q1 在低基数背景下，公司电梯业务同比+53%；2021Q2 电梯业务收入 14.9 亿元，同比+19%。汇川+BST 融合背景下，公司持续提升跨国企业、海外企业、中小企业的销售份额占比，特别是大配套业务销售额增速超过 90%，体现出较好的融合效果。但国外芯片短缺、大宗商品涨价对电气业务和门机业务带来一定压力，导致收入增长有限、毛利率有所下降。整体看，我们预计电梯业务全年收入同比+15%以上、利润同比+10%（考虑 BST 成本压力），未来有望维持 10%左右同比稳定增长。

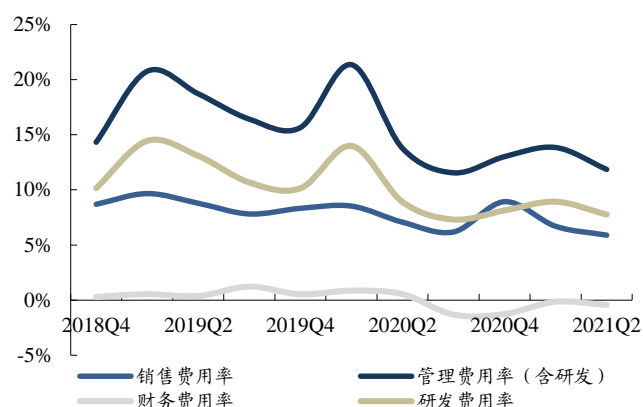
2021H1 计提较多员工薪酬及激励费用，费用有所增长，但增速慢于收入，费用率下降。公司 2021H1 费用同比增长 31.64%至 15.39 亿元，期间费用率下降 5.84 个百分点至 18.59%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 42.66%、上升 35.17%、上升 35.02%、下降 182.44%至 5.15 亿元、10.49 亿元、6.81 亿元、-0.26 亿元；费用率同比分别下降 1.32、下降 3.54、下降 2.31、下降 0.97 个百分点至 6.23%、12.68%、8.23%、-0.31%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+25.10%/+29.35%/+30.84%/-217.51%，费用率分别为 5.89%/11.86%/7.75%/-0.43%。

图 9: 2021H1 期间费用 15.39 亿元, 同比+31.64%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

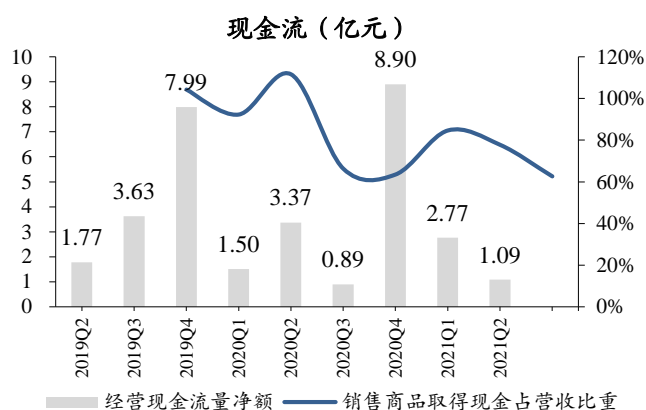
图 10: 2021H1 期间费用率 18.59%, 同比-5.84pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

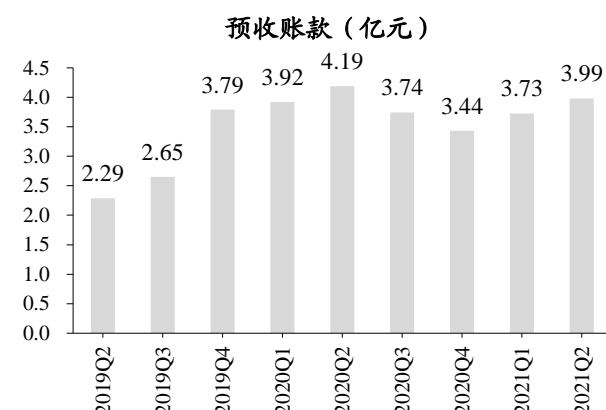
现金流小幅波动, 应收款、预收款、存货均增长。2021H1 经营活动现金流量净流入 3.85 亿元, 同比下降 20.97%, 其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 1.09 亿元; 销售商品取得现金 56.95 亿元, 同比增长 47.02%。期末预收款项 3.99 亿元, 比期初增长 15.97%。期末应收账款 42.66 亿元, 较期初增长 12.67 亿元, 应收账款周转天数下降 5.9 天至 79.03 天。期末存货 33.14 亿元, 较期初上升 8.94 亿元; 存货周转天数下降 4.66 天至 101.12 天。

图 11: 2021Q2 现金净流入 1.09 亿元, 同比-67.71%



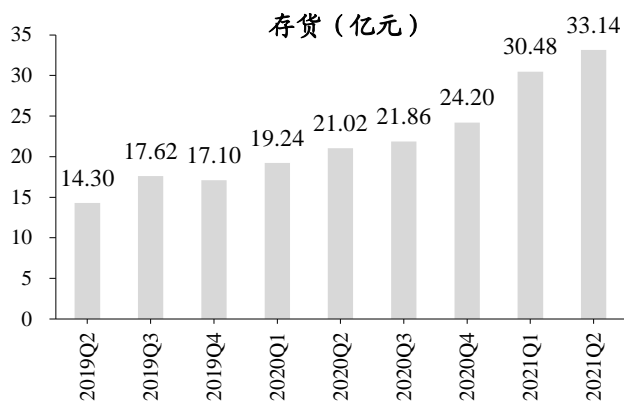
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q2 期末预收款项 3.99 亿元, 同比-4.81%



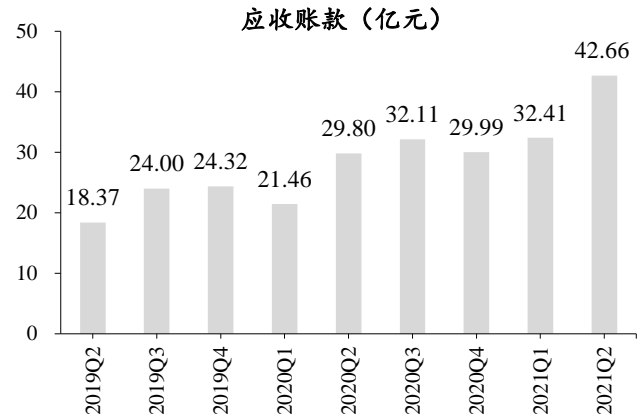
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021Q2 期末存货 33.14 亿元, 较 2021 年初 +2.66 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q2 期末应收账款 42.66 亿元, 较 2021 年初 +12.67 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 由于 2021H1 公司三大业务基本符合我们的预期, 我们维持公司 2021-2023 年归母净利润分别为 35.8 亿元/48.1 亿元/64.3 亿元 (考虑股权激励费用摊销), 同比+70%/+35%/+34%, 对应现价 PE 分别 54 倍、40 倍、30 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, 给予目标价 101.2 元, 对应 22 年 55 倍 PE, 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12458.2	18638.6	24083.8	31011.1	营业收入	11511.3	18068.5	24110.6	31542.0
现金	3041.2	2720.5	3501.3	4749.2	减:营业成本	7026.6	11030.0	14630.8	19109.6
应收款项	3190.5	6435.3	8587.3	11234.1	营业税金及附加	59.0	92.6	123.6	161.7
存货	2419.7	4230.7	5411.4	6806.2	营业费用	871.4	1205.1	1559.9	1977.6
其他流动资产	3806.9	5252.1	6583.8	8221.6	管理费用(含研发)	1603.5	2408.5	3117.4	3952.1
非流动资产	6189.4	6521.6	6761.2	6995.9	财务费用	-55.2	-60.5	-50.8	-81.2
长期股权投资	996.4	996.4	996.4	996.4	加:投资净收益	153.3	130.0	143.0	157.3
固定资产	1962.2	2311.0	2567.3	2818.5	其他收益	188.3	494.0	558.8	673.2
无形资产	497.9	481.3	464.7	448.1	营业利润	2347.6	4016.7	5431.4	7252.6
其他非流动资产	2732.9	2732.9	2732.9	2732.9	加:营业外净收支	-4.1	-4.9	-5.8	-7.0
资产总计	18647.6	25160.2	30845.1	38007.0	利润总额	2343.5	4011.8	5425.6	7245.6
流动负债	5954.1	10436.9	13423.2	16981.3	减:所得税费用	161.8	361.1	515.4	688.3
短期借款	413.4	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	81.6	73.0	98.2	131.1
应付账款	3798.9	6043.8	8016.9	10471.0	归属母公司净利润	2100.1	3577.8	4811.9	6426.1
其他流动负债	1741.8	4393.1	5406.3	6510.2	EBIT	1950.8	3332.2	4678.8	6340.9
非流动负债	1677.8	1677.8	1677.8	1677.8	EBITDA	2210.6	3533.8	4954.8	6684.1
长期借款	1423.5	1423.5	1423.5	1423.5					
其他非流动负债	254.3	254.3	254.3	254.3					
负债合计	7631.9	12114.7	15101.0	18659.1					
少数股东权益	378.2	440.3	492.3	561.8					
归属母公司股东权益	10637.5	12605.2	15251.8	18786.1					
负债和股东权益	18647.6	25160.2	30845.1	38007.0					
					重要财务与估值指				
					标	2020A	2021E	2022E	2023E
					每股收益(元)	1.22	1.37	1.84	2.45
					每股净资产(元)	6.19	4.81	5.82	7.17
					发行在外股份(百万股)	1719.7	2621.0	2621.0	2621.0
					ROIC(%)	19.7%	28.1%	35.3%	40.4%
					ROE(%)	19.7%	28.4%	31.5%	34.2%
					毛利率(%)	39.0%	39.0%	39.3%	39.4%
					销售净利率(%)	18.2%	19.8%	20.0%	20.4%
					资产负债率(%)	40.9%	48.2%	49.0%	49.1%
					收入增长率(%)	55.8%	57.0%	33.4%	30.8%
					净利润增长率(%)	120.6%	70.4%	34.5%	33.5%
					P/E	60.59	54.20	40.30	30.18
					P/B	11.96	15.38	12.72	10.32
					EV/EBITDA	61.01	39.44	28.73	21.83

数据来源: Wind, 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>

