

2021 年三季度报点评：工控领跑行业，电控量价齐升

2021 年 10 月 28 日

买入（维持）

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

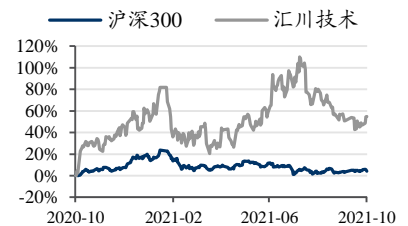
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,511	18,025	23,593	30,843
同比（%）	55.8%	56.6%	30.9%	30.7%
归母净利润（百万元）	2100	3214	4289	5627
同比（%）	120.6%	53.0%	33.5%	31.2%
每股收益（元/股）	1.22	1.23	1.64	2.15
P/E（倍）	53.88	53.66	40.21	30.65

投资要点

- **2021Q3 收入同比+53%、归母净利润同比+28%，强于行业，符合预期。** 公司发布 2021 年三季度报，2021Q3 实现收入 50.7 亿元（+53.1%）、归母净利润 9.3 亿元（+28.3%）；2021Q1-3 收入 133.5 亿元（+64.8%）、归母净利润 24.9 亿元（+66.3%），符合市场预期。2021Q3 毛利率 36.1%，同比-2.6pct、环比-1.5pct，主要由于：1）大宗商品&芯片涨价；2）产品结构变化，新能源汽车占比提升。此外，核心产品盈利能力稳定。
- **工控 OEM 行业 2021Q3 整体需求环比下降，但结构上先进制造板块维持高增。** 汇川三季度表现远超行业，继续体现经营 α ，远期布局“双碳”，延伸储能及能源管理业务。2021Q3 工控 OEM 需求同比+21%、环比-16%，先进制造锂电、半导体、物流等行业继续高增、传统行业放缓。汇川 2021Q3 工控业务同比+65%、环比-6.6%明显强于行业，其中变频/伺服/PLC&HMI 同比增速分别+26%/+122%/+121%，体现强经营 α 。我们预计 2022-2023 年工控业务 CAGR 仍保持 30%左右。远期延伸储能及能源管理业务，在工控事业部下新设成立能源 SBU 作战单元，目前已在储能变流器、能量管理控制系统取得突破。
- **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。** 2021Q3 新能源车业务收入 8.7 亿元，同比+189%/环比+55%。其中，理想 ONE、小鹏 P7 等新势力继续放量，根据乘联会数据，2021 年 Q1-3 销量分别达 5.53 万辆/3.92 万辆，同比+204%/+478%。新能源车业务 2021 年收入有望达 25-30 亿元，未来销量份额、单车价值量持续提升，利润端今年大幅减亏，明年有望开始盈利。
- **电梯业务 2021Q3 同比+15%，稳健增长。** 2021Q3 电梯业务（本部+BST）收入 15.1 亿元、同比增长 15%，环比小幅增长 1%，但芯片短缺、大宗商品涨价对电梯零部件的毛利率带来一定压力。整体看，我们预计电梯业务 2021 年收入同比约+15~20%、利润同比约+10~15%（考虑 BST 成本压力），未来有望维持 10%左右同比稳定增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们基本维持公司 2021-23 年归母净利润分别为 32.1 亿元/42.9 亿元/56.3 亿元（考虑股权激励费用摊销），同比 53%/+34%/+31%，对应现价 PE 分别 54 倍、40 倍、31 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 90.2 元，对应 2022 年 55 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，下游需求不达预期，新能源汽车客户拓展不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	65.80
一年最低/最高价	58.20/117.90
市净率(倍)	12.09
流通 A 股市值(百万元)	136688.87

基础数据

每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	40.02
总股本(百万股)	2622.82
流通 A 股(百万股)	2077.34

相关研究

- 1、《汇川技术（300124）：2021 年三季度业绩预告点评：Q3 预告业绩符合预期，龙头继续体现强经营 α 》2021-10-14
- 2、《汇川技术（300124）：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》2021-08-24
- 3、《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

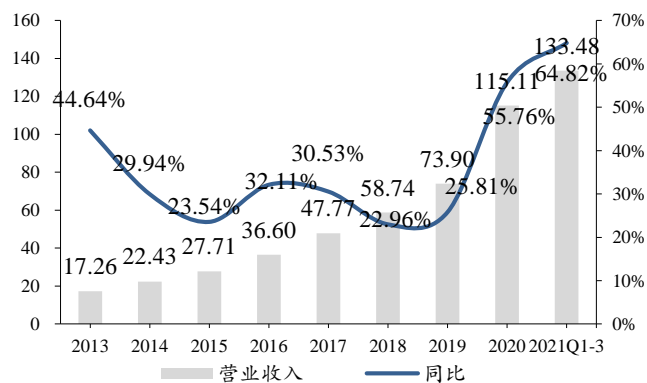
2021Q3 收入 50.7 亿元 (同比+53.1%)、归母净利润 9.3 亿元 (同比+28.3%)，强于行业，符合预期。公司发布 2021 年三季报，报告期内实现营业收入 133.48 亿元，同比增长 64.82%；实现归母净利润 24.92 亿元，同比增长 66.31%，符合此前业绩预告给予的预期。其中 2021Q3，实现营业收入 50.74 亿元，同比增长 53.08%，环比增长 4.37%；实现归母净利润 9.29 亿元，同比增长 28.34%，环比增长 1.35%。2021Q3 收入、利润情况环比小幅增长，显著好于行业整体。

表 1: 汇川技术 2021Q3 核心财务数据 (单位: 亿元)

汇川技术	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入	133.48	80.98	64.8%	50.74	33.14	53.1%	48.61	4.4%
毛利率	37.5%	39.3%	-1.9pct	36.1%	38.7%	-2.6pct	37.6%	-1.5pct
营业利润	27.80	16.77	65.8%	10.13	8.13	24.6%	10.13	0.0%
利润总额	27.79	16.74	66.0%	10.14	8.08	25.6%	10.12	0.3%
归属母公司净利润	24.92	14.98	66.3%	9.29	7.24	28.3%	9.17	1.3%
扣非归母净利润	24.17	14.27	69.4%	8.94	7.25	23.3%	8.98	-0.4%
归母净利率	18.7%	18.5%	0.2pct	18.3%	21.8%	-3.5pct	18.9%	-0.5pct
股本	26.23	17.20	-	26.23	17.20	-	26.19	-
EPS	0.95	0.87	9.1%	0.35	0.42	-15.8%	0.35	1.2%

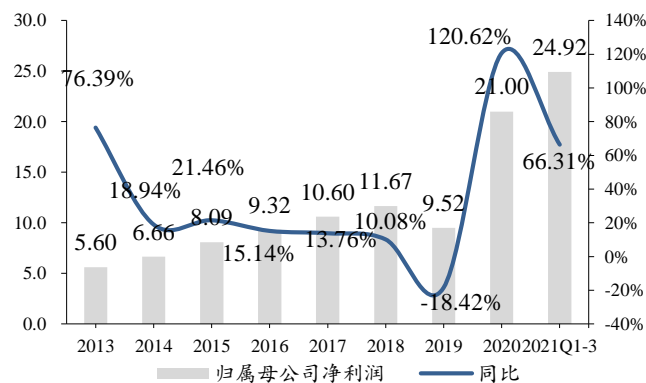
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 133.48 亿元, 同比+64.82%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

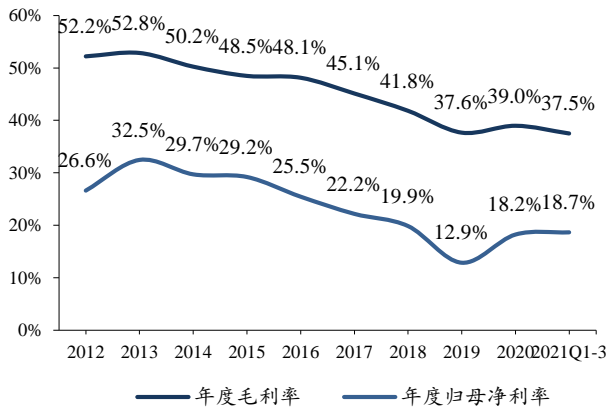
图 2: 2021Q1-3 归母净利润 24.92 亿元, 同比+66.31%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

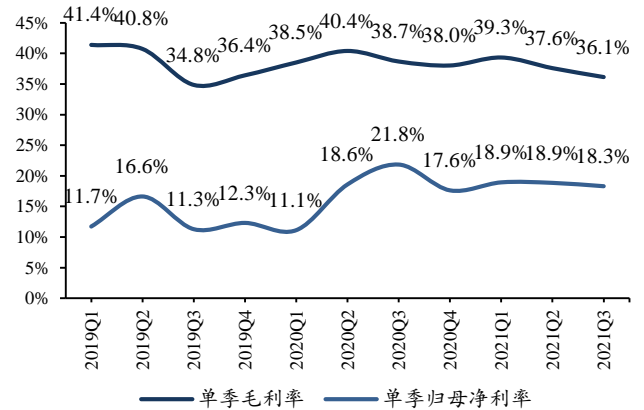
2021Q3 毛利率略降，主要是原材料涨价及产品结构变化的影响。2021Q1-3 毛利率为 37.49%，同比下降 1.86pct，2021Q3 毛利率 36.13%，同比下降 2.55pct，环比下降 1.47pct。毛利率下降的主要因素包括：1) 大宗商品、芯片等原材料价格上涨；2) 产品结构变化，毛利率相对低的新能源汽车业务占比快速提升。

图 3: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-1.86、+0.17pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 毛利率、净利率同比-2.55、-3.53pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

尽管 2021Q3 以来工控行业整体需求环比下降, 但汇川先进制造占比提升、进口替代持续加速, 同时通过“上顶下沉”打法不断提升销售份额, 2021Q3 工控业务整体同比增速超 60%, 环比微增, 显著强于行业; 同时巩固基础、布局“双碳”, 为下一轮高增打好基础。

2021Q3 OEM 行业同比+21.2%, 环比有所下降, 但先进制造半导体电子、锂电、物流等行业维持较好的成长性, 传统制造领域 9 月受限电影响增速放缓。2020 年疫情以来工控行业进入复苏轨道, 2021 年一方面锂电、光伏、3C、物流等先进制造行业资本开支高增; 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提升。2021 Q1-Q3 OEM 型市场需求同比增速分别 53.4%/28.1%/21.2%, 尽管 2021Q3 有所降速, 但其中先进制造业维持较高的景气度。短期来看大宗涨价、限电限产等因素对高能耗行业的资本开支意愿有压制, 但中长期来看产业升级带来的先进制造行业需求大幅提升、进口替代加速趋势持续存在。

图 5: 工控行业核心公司出货跟踪 (单位: 亿元)

产品类型	厂商	伺服						低压变频器				中压 PLC			
		安川		松下		台达		禾川		ABB		安川		施耐德	
		销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR
2020Q1	1月	1.3	0%	0.9	-2%	0.89	-17%			3.13	-20%	0.5	-17%	0.35	-20%
	2月	0.75	7%	0.71	-13%	0.36	4%	1.16	120%	1.57	-77%	0.22	-51%	0.28	-54%
	3月	1.6	-6%	1.3	20%	1.05	-2%			2.79	4%	0.7	0%	0.28	-54%
2020Q2	4月	2.65	33%	2.16	21%	1.56	38%	0.84	200%	4.14	51%	0.9	0%	0.4	17%
	5月	2.4	17%	2.01	16%	1.63	40%	0.38	20%	5.35	179%	1	11%	0.7	18%
	6月	2	54%	1.78	6%	1.66	38%	0.39	15%	2.37	-18%	0.9	-10%	0.6	10%
2020Q3	7月	1.5	15%	1.8	52%	1.47	55%	0.42	40%		9%	0.8	14%	0.7	14%
	8月	1.5	15%	1.34	26%	1.26	22%	0.39	28%	3.1	10%	0.75	-6%	0.6	8%
	9月	1.4	0%	0.99	-24%	1.5	18%	0.38	25%	2.8	13%	0.78	3%	0.8	10%
2020Q4	10月	1.52	17%	1.8	203%	1.27	11%	0.37	30%	2.7	10%	0.75	7%	0.7	9%
	11月	1.9	36%	1.4	10%	1.45	24%	0.44	30%	2.6	8%	0.82	17%	0.8	12%
	12月	2.5	56%	1.6	-5%	1.1	1%	0.31	8%	2.5	25%	0.98	23%	0.85	11%
2021Q1	1月	2.8	115%	1.72	91%	2.01	126%	0.6	110%	4.1	31%	1	100%	0.98	15%
	2月	1.4	87%	1.1	55%	1.2	233%	0.7	150%	2.8	78%	0.38	73%	0.6	71%
	3月	3.5	119%	1.5	15%	1.61	53%	0.85	95%	4.1	47%	1	43%	0.32	14%
2021Q2	4月	3.1	17%	2.86	32%	2.03	28%	1	19%	5.4	30%	1.2	33%	0.5	25%
	5月	2.8	17%	2.43	21%	2.03	20%	0.55	45%	4.42	26%	1.1	10%	0.8	14%
	6月	2.4	20%	2.1	18%	1.99	20%	0.52	33%	1.7	-28%	1.1	22%	0.67	12%
2021Q3	7月	1.9	27%	2.1	17%	1.74	39%	0.9	144%	3.3	-6%	1.1	38%	0.72	3%
	8月	1.7	13%	1.55	16%	1.61	12%	0.5	28%	2.9	-6%	1	33%	0.62	6%
	9月	2.1	50%	1.3	31%	1.5	0%	0.5	32%	2.7	-4%	0.98	26%	0.8	0%

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

图 6: 工控行业分产品销售额同比增速

单位: 百万元	2020										2021				
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
OEM市场合计	20368	-4.0%	26273	14.9%	23254	12.1%	24320	16.2%	31240	53.4%	33667	28.1%	28180	21.2%	
机床	4313	-24.6%	7340	17.2%	5476	15.0%	6571	21.6%	6944	61.0%	9589	30.6%	6452	17.8%	
半导体	2105	18.4%	2794	31.1%	2724	22.8%	2564	21.7%	3410	62.0%	3940	41.0%	3796	39.4%	
电池	1037	16.1%	1230	25.3%	1103	23.2%	1028	27.1%	1899	83.1%	1757	42.8%	1566	42.0%	
包装	778	-9.1%	1231	16.1%	1175	12.9%	1020	11.2%	1518	95.1%	1721	39.8%	151	-87.1%	
纺织	861	-34.4%	1506	-6.1%	1553	5.1%	1255	8.2%	1016	18.0%	2100	39.4%	1566	0.8%	
工业机器人	488	-14.2%	761	26.4%	699	26.9%	694	30.9%	1016	108.2%	1164	53.0%	965	38.1%	
暖通空调	852	17.2%	1106	21.3%	1118	19.3%	819	15.2%	1005	18.0%	1272	15.0%	1252	12.0%	
电梯	667	-26.5%	1516	15.2%	1323	9.1%	1242	12.6%	1001	50.1%	1728	14.0%	1510	14.1%	
物流	681	14.1%	1015	27.4%	1001	20.5%	812	25.1%	940	38.0%	1370	35.0%	1231	23.0%	
起重	742	-14.2%	939	13.1%	834	12.1%	666	17.3%	928	25.1%	1108	18.0%	954	14.4%	
橡胶	384	-13.1%	424	-17.2%	495	2.1%	404	3.1%	530	38.0%	475	12.0%	535	8.1%	
印刷	317	-17.4%	339	-29.2%	466	-1.9%	436	11.2%	518	63.4%	481	41.9%	359	-23.0%	
塑料	379	-19.4%	594	-3.1%	630	4.1%	523	7.0%	515	35.9%	671	13.0%	699	11.0%	
食品饮料	400	-15.6%	655	8.1%	622	6.1%	528	10.2%	508	27.0%	714	9.0%	666	7.1%	
工程机械	252	-12.5%	569	46.6%	547	31.8%	414	47.9%	467	83.3%	603	6.0%	465	-15.0%	
纸中	317	16.1%	440	18.9%	395	12.5%	371	23.3%	435	37.2%	519	18.0%	442	11.9%	
制药	162	-16.9%	269	25.1%	253	22.8%	251	28.7%	233	43.8%	291	8.2%	271	7.1%	
造纸	146	-14.6%	229	-5.0%	237	-1.3%	206	6.7%	171	17.1%	286	24.9%	249	5.1%	
建材	344	2.4%	456	12.9%	448	10.3%	400	8.7%	476	38.4%	511	12.1%	484	8.0%	
烟草	30	0.0%	38	-2.6%	45	-2.2%	35	-7.9%	55	83.3%	35	-7.9%	48	6.7%	
其他	5113	30.1%	2822	13.1%	2110	-6.2%	4081	6.1%	7660	49.8%	3332	-4.1%	2571	21.8%	
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%	44850	1.5%	
化工	6221	-30.3%	8974	-3.6%	8061	1.5%	7762	10.0%	9208	48.0%	10510	17.1%	8283	2.8%	
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%	9248	-8.0%	
石化	4308	-8.9%	4714	9.7%	5454	8.6%	4902	13.1%	5471	27.0%	5338	13.2%	5563	2.0%	
电力	3379	-24.6%	3991	-22.1%	3731	-24.4%	3015	-33.9%	4427	31.0%	3812	-4.5%	3670	-1.6%	
冶金	2188	-15.3%	3508	17.9%	4030	32.5%	3493	20.0%	3216	47.0%	4059	15.7%	5682	41.0%	
汽车	865	-36.5%	1871	-5.6%	1116	-15.0%	1050	4.6%	839	-3.0%	1852	-1.0%	1004	-10.0%	
采矿	576	3.0%	588	-5.6%	904	5.6%	728	-7.7%	610	5.9%	635	8.0%	922	2.0%	
造纸	453	-14.4%	516	-2.5%	615	-5.7%	597	6.8%	526	16.1%	600	16.3%	652	6.0%	
其他	8896	-17.0%	7169	-12.6%	10224	1.2%	7377	-24.2%	12630	42.0%	6441	-10.2%	9826	-3.9%	
工控行业合计	53281	-13.9%	67223	5.2%	67441	7.0%	62266	4.7%	75340	41.4%	77579	15.4%	73030	8.3%	

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

- **汇川工控板块 2021Q3 表现远超行业, 继续体现强经营阿尔法。**公司积极开展行业营销、进口替代和堡垒客户攻关, 在今年行业需求相对旺盛的背景下, 公司的销售份额同时快速提升, 尤其在先进制造业领域提升非常明显, 优势从行业龙头客户向全行业快速扩散。汇川 2021Q3 工控板块(变频、伺服、PLC&HMI、电液)收入 22.15 亿元, 同比+65%、环比-6.6%, 显著强于行业, 其中变频销售 7.9 亿元, 同比+26%; 伺服 10.2 亿元, 同比+122%; PLC&HMI 2.1 亿元, 同比+121%; 电液(含伊士通)销售 1.9 亿元, 同比+23%。伺服延续翻倍以上的同比增速, 今年销售额市占率有望冲击行业第一; 控制类产品快速提升销售份额。
- **布局“双碳”, 延伸储能及能源管理业务。**今年汇川在工控事业部下新设成立能源 SBU 作战单元, 在“双碳”背景下, 围绕发电侧、网侧及负荷侧等不同场景, 局部储能及能源管理业务。目前已在储能变流器、能量管理控制系统取得突破, 近期获 EESA(储能领跑者联盟)最佳储能大功率双向变流器供应商奖, 未来有望形成新增长点。
- **从中长期角度看, 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, 我们预计未来 2-3 年持续保持相对行业较快的同比增长。**尽管传统离散制造行业受限电等因素间接影响工控产品需求, 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、3C、物流等)行业销售额合计占比已经过半, 而这些行业的需求向好及销售份额大幅提升是驱动现阶段业绩高增的核

心原因，而工控行业赛道足够宽广，我们预计 2022-2023 年汇川工控业务复合增速有望接近 30%。

2021 年理想、小鹏等新势力客户继续放量，2021Q3 新能源汽车业务收入 8.7 亿元，同比+189%、环比+55%，2021 年新能源汽车业务收入有望达 25-30 亿元，未来销量份额、单车价值量（ASP）持续提升，利润端今年大幅减亏，明年有望开始盈利。

- 乘用车 2021 年订单饱满、销量倍增，放量进度超出市场预期。2021 年公司新势力客户理想 ONE、小鹏 P7 等车型快速爬产，根据乘联会数据，2021 年 Q1-3 销量分别达 5.53 万辆、3.92 万辆，同比+204%/+478%；汇川 1-8 月乘用车装机量达 12.7 万套，同比+114%，我们预计实际销售增速更快，电动车业务 2021Q3 收入 8.7 亿，同比+189%/环比+55%，2021Q4 有望环比继续增长。
- 客户梯队清晰，新老客户销售额、ASP 我们预计均有望提升，2021 年我们预计大幅减亏、2022 年开始贡献利润、远期空间大，有望“再造汇川”。新势力方面，汇川技术供应理想、小鹏、威马等车企电控产品有望逐步拓展到三合一、五合一整体解决方案，ASP 不断提升；内资车企方面，公司在广汽、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；海外以电源产品切入，也拿到 PSA 等一线车企的项目定点，我们预计 2023 年开始起量。目前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 25-30 亿元，由于今年继续加大费用尤其是研发方面投入，我们预计仍有小幅亏损；2022 年起贡献利润增量、长期空间大。

图 7：汇川技术 2021 年 1-8 月乘用车电控装机 12.7 万套（单位：套）

	2019H1		2019H2		2020H1		2020H2		2021, 1-8	
	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%	18,897	14.9%
理想汽车	0	0.0%	3,750	23.2%	22,000	58.7%	48,968	55.9%	97,504	76.7%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	1,446	3.9%	16,519	18.9%	32,140	25.3%
广汽乘用车	0	0.0%	830	5.1%	160	0.4%	146	0.2%	93	0.1%
金康汽车	4	0.0%	535	3.3%	1,825	4.9%	1,336	1.5%	573	0.5%
红星汽车	0	0.0%	10	0.1%	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	124	0.1%	180	0.1%
东风裕隆	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%
其他厂商:	2,297	20.1%	2,215	13.7%	2,269	6.1%	4,883	5.6%	-22,192	-17.4%
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

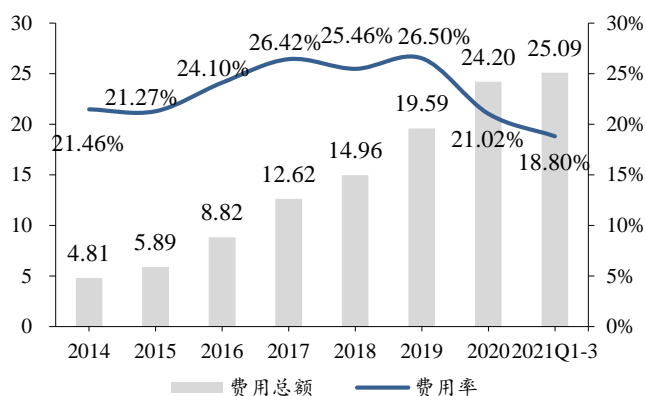
电梯业务 2021Q3 同比+15%，稳健增长。汇川技术+BST 的融合给电梯事业部带来销售份额提升，持续提升在跨国企业、海外企业等销售份额占比，2021Q3 电梯

业务（本部+BST）收入 15.1 亿元、同比增长 15%，环比小幅增长 1%，但芯片短缺、大宗商品涨价对电梯零部件的毛利率带来一定压力。整体看，我们预计电梯业务全年收入同比约+15~20%、归母净利润同比约+10~15%（考虑 BST 成本压力），未来有望维持 10%左右同比稳定增长。

成立新产业并购基金，“产业+资本”协同互补。公司及子公司拟投资设立苏州汇创聚新股权投资合伙企业，基金总规模 10 亿元，其中公司出资 3 亿元、全资子公司出资 0.1 亿元；基金将围绕主业进行生态链布局，主要投资智能制造及数字化、低碳与储能、新能源汽车、半导体、工业软件等业务，提升“产业+资本”协同效应。

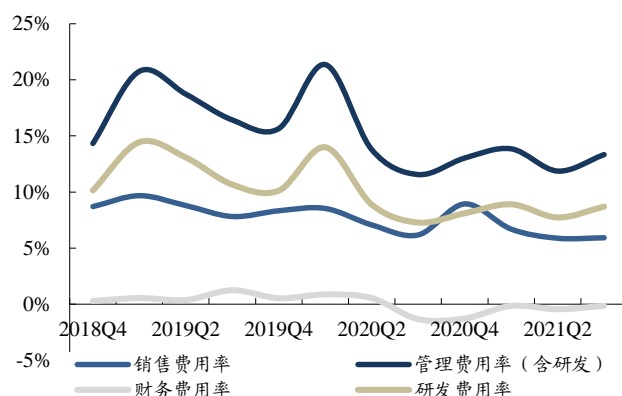
整体而言费用增长慢于营收增速、费用率下降，但 2021Q3 研发费用同环比大幅增长，公司进一步加强对研发团队的团队建设和激励强度。公司 2021Q1-3 费用同比增长 46.45%至 25.09 亿元，期间费用率下降 2.36 个百分点至 18.80%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 44.14%、上升 48.87%、上升 50.49%、下降 169.53%至 8.16 亿元、17.25 亿元、11.23 亿元、-0.33 亿元；费用率分别下降 0.88、下降 1.39、下降 0.8、下降 0.1 个百分点至 6.12%、12.93%、8.41%、-0.25%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+46.76%/+76.63%/+82.74%/-83.90%，费用率分别为 5.93%/13.33%/8.71%/-0.14%。

图 8：2021Q1-3 期间费用 25.09 亿元，同比+46.45%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：2021Q3 期间费用率 19.13%，同比+2.7pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

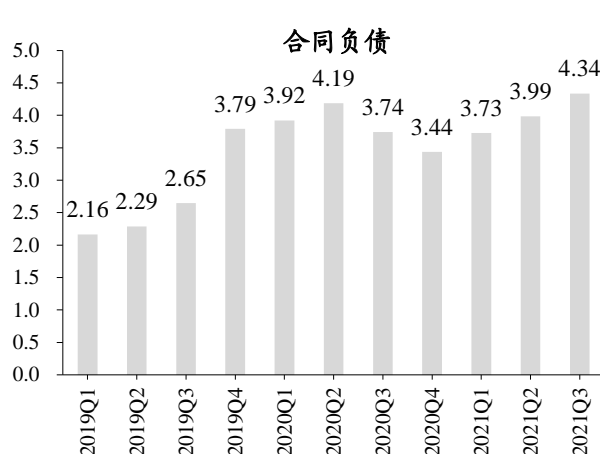
现金流小幅波动，应收款、合同负债、存货均增长。公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流入 6.29 亿元，同比增长 9.06%，其中 2021Q3 经营活动现金流量净额 2.44 亿元；销售商品取得现金 89.98 亿元，同比增长 50.54%。期末合同负债 4.34 亿元，期末应收账款 46.92 亿元，期末存货 37.53 亿元。

图 10: 2021Q3 现金净流入 2.44 亿元, 同比+173.34%



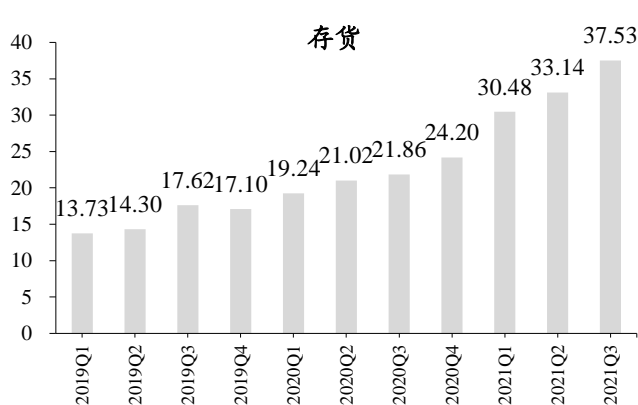
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2021Q3 期末合同负债 4.34 亿元, 同比+15.83%



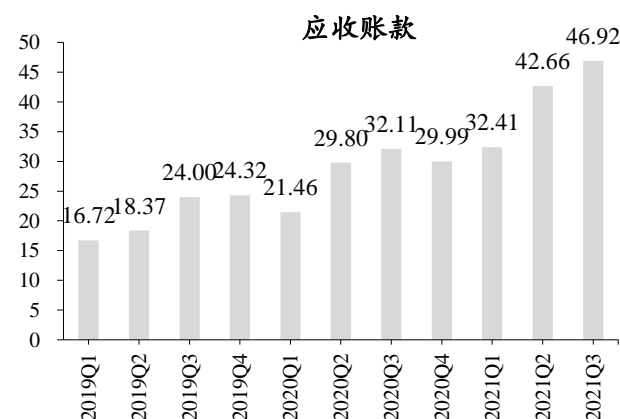
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q3 期末存货 37.53 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021Q3 期末应收账款 46.92 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 我们基本维持公司 2021-23 年归母净利润分别为 32.1 亿元/42.9 亿元/56.3 亿元 (考虑股权激励费用摊销), 同比 53%/+34%/+31%, 对应现价 PE 分别 54 倍、40 倍、31 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 90.2 元, 对应 2022 年 55 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 下游需求不达预期, 新能源汽车客户拓展不及预期, 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	21108.4	25931.6	32432.6	营业收入	11511.3	18025.5	23592.7	30842.6
现金	3041.2	5144.2	5737.2	6689.7	减:营业成本	7026.6	11215.0	14388.8	18784.3
应收款项	3190.5	6420.0	8402.9	10985.0	营业税金及附加	59.0	99.1	141.6	185.1
存货	2419.7	4301.6	5321.9	6690.3	营业费用	871.4	1265.4	1675.1	2128.1
其他流动资产	3806.9	5242.6	6469.6	8067.5	管理费用(含研发)	1603.5	2541.6	3326.6	4318.0
非流动资产	6189.4	6661.5	7004.9	7317.9	财务费用	-55.2	-80.7	-85.2	-101.3
长期股权投资	996.4	1149.8	1272.6	1370.8	加:投资净收益	153.3	130.0	143.0	157.3
固定资产	1962.2	2297.5	2534.8	2766.2	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	3609.1	4847.7	6358.9
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	27769.9	32936.5	39750.5	利润总额	2343.5	3604.2	4841.8	6351.9
流动负债	5954.1	11147.8	13908.9	17567.0	减:所得税费用	161.8	324.4	464.8	609.8
短期借款	413.4	496.1	595.3	714.3	少数股东损益	81.6	65.6	87.5	114.8
应付账款	3798.9	6145.2	7884.3	10292.8	归属母公司净利润	2100.1	3214.2	4289.5	5627.3
其他流动负债	1741.8	4506.6	5429.3	6559.9	EBIT	1950.8	2904.4	4060.6	5427.2
非流动负债	1677.8	1677.8	1677.8	1677.8	EBITDA	2210.6	3169.5	4404.1	5842.6
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	12825.6	15586.7	19244.8					
少数股东权益	378.2	434.0	480.4	541.2					
归属母公司股东权益	10637.5	14510.3	16869.5	19964.5					
负债和股东权益	18647.6	27769.9	32936.5	39750.5					

重要财务与估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.22	1.23	1.64	2.15
每股净资产(元)	6.19	5.54	6.44	7.62
发行在外股份(百万股)	1719.7	2621.0	2621.0	2621.0
ROIC(%)	19.7%	24.7%	31.3%	35.5%
ROE(%)	19.7%	22.2%	25.4%	28.2%
毛利率(%)	39.0%	37.8%	39.0%	39.1%
销售净利率(%)	18.2%	17.8%	18.2%	18.2%
资产负债率(%)	40.9%	46.2%	47.3%	48.4%
收入增长率(%)	55.8%	56.6%	30.9%	30.7%
净利润增长率(%)	120.6%	53.0%	33.5%	31.2%
P/E	53.88	53.66	40.21	30.65
P/B	10.64	11.89	10.22	8.64
EV/EBITDA	54.64	39.75	29.23	22.66

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>