

## 汇川技术 (300124.SZ) 买入 (首次评级)

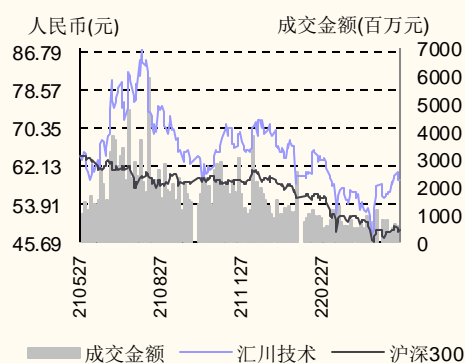
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 59.09 元

目标价格 (人民币): 78.78 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.36
已上市流通 A 股(亿股)	23.30
总市值(亿元)	1,557.78
年内股价最高最低(元)	87.56/47.50
沪深 300 指数	3993
创业板指	2321



## 引领工控国产化，智能制造龙头远航

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,511	17,943	23,988	30,904	39,114
营业收入增长率	55.76%	55.87%	33.69%	28.83%	26.57%
归母净利润(百万元)	2,100	3,573	4,154	5,429	6,862
归母净利润增长率	120.62%	70.15%	16.24%	30.69%	26.40%
摊薄每股收益(元)	1.221	1.356	1.576	2.059	2.603
每股经营性现金流净额	0.85	0.67	1.17	1.57	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.74%	22.50%	22.11%	24.03%	25.05%
P/E	76.40	50.59	37.50	28.70	22.70
P/B	15.08	11.38	8.29	6.90	5.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **国内工控龙头，多环节份额领先。**公司为国内工控龙头，在产品、份额、技术、平台、管理等环节优势凸显，业务覆盖通用自动化、电梯电气大配套、新能源汽车、工业机器人、轨道交通等领域，2021 业务占比分别为 50%/28%/17%/2%/3%。公司多产品份额领先，根据公司公告，2021 年伺服国内第一，变频器国内前三，SCARA 机器人内资份额第一，电梯一体化控制器份额第一，根据 NE 时代新能源数据，新能源汽车电控份额第三。
- **通用自动化：工控需求回暖在即，看好 22 年国产化进程超预期。**疫情下 Q1 工控需求韧性凸显，同增 8%，新能源等下游保持高景气度。随着疫情平复、稳增长政策落地，工控需求有望触底回升，全年需求预计稳健增长，双碳+制造业升级将驱动“十四五”需求加速。环境扰动下，公司响应更快、交付可靠、服务能力更强，将驱动核心产品及下游的国产化进程加速，工控订单有望持续超预期。
- **新能源汽车：新定点储备丰富，未来持续高增。**电动化大势下电驱动与电源系统需求持续高增，公司为第三方供应领导者，2021 年电控份额国内前三（数据来源：NE 时代），电驱动系统快速放量，乘用车业务持续收获，一线车企定点项目与新产能持续落地，未来业务有望保持 50%左右较高增速。
- **22Q1 营收高增，Q2 起盈利能力有望回升。**2022Q1 公司营收、归母净利润分别同增 40%/11%，订单与营收保持较高增速，其中新能源汽车、工业机器人、通用自动化营收分别同增 167%/54%/28%。业务结构变化、上游压力、投入加大等致盈利能力调整，考虑到公司 4 月已上调系列产品价格，叠加成本优化效果，Q2 起公司毛利率有望回升。
- 2020 年 7 月公司定增募资 21 亿以收购汇川控制 49% 股权、产能扩建及智能化工厂建设、工业软件平台研发、数字化建设等，2021 年 7 月该非公开发行股份已上市，募投项目将进一步强化公司盈利及交付能力、加快产能扩张、优化效率、提升软件实力等，龙头地位持续强化。

## 投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别达 41.54/54.29/68.62 亿元，EPS 分别为 1.58/2.06/2.60 元，对应 2022 年 5 月 26 日收盘价 PE 分别为 37.5/28.7/22.7 倍。参考可比公司估值，并考虑下游结构与成长性，给予公司 2022 年 50 倍估值，目标价 78.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险

- 制造业投资不及预期、竞争加剧、原材料价格上涨、商誉减值等风险。

张哲源 分析师 SAC 执业编号: S1130522020002  
zhangzhey@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

## 内容目录

多环节份额领先 工控龙头地位稳固.....	3
国内工控龙头，多环节份额领先.....	3
经营管理效率持续提升 22Q1 营收持续高增.....	4
多维竞争力铸就领导地位 智能制造平台优势凸显.....	5
工控需求有望触底回升 看好 22 年国产化进程超预期.....	7
疫情扰动下 Q1 需求韧性强 全年工控需求预计稳健增长.....	7
环境扰动下内资优势凸显 2022 工控国产化有望超预期.....	8
盈利预测与投资建议.....	9
盈利预测.....	9
投资建议.....	11
风险提示.....	11

## 图表目录

图表 1: 公司业务及产品总览.....	3
图表 2: 2021 及 2022Q1 营收持续高增 (亿元).....	4
图表 3: 近两年人均产值迎来新一轮增长 (万元/人).....	4
图表 4: 2021 年新能源汽车、通用自动化、工业机器人业务同比增长 171%/69%/111% (亿元).....	5
图表 5: 2022Q1 新能源汽车、通用自动化、工业机器人业务同比增长 167%/28%/54% (亿元).....	5
图表 6: 2019 年新一轮组织变革 支撑工控龙头远航.....	6
图表 7: 公司产品覆盖面领先.....	6
图表 8: 公司研发投入及占比行业领先 (亿元).....	7
图表 9: 2022Q1 工控需求韧性较强, 同增 8% (亿元).....	7
图表 10: 疫情及海外扰动致 3-4 月 PMI 回落.....	8
图表 11: 新能源、半导体等下游需求保持高景气度.....	8
图表 12: 2020 年以来主流内资工控企业核心产品份额较快提升.....	8
图表 13: 公司业务预测总览.....	10
图表 14: 可比公司估值比较 (市盈率法, 股价取自 2022 年 5 月 26 日收盘价).....	11

## 多环节份额领先 工控龙头地位稳固

### 国内工控龙头，多环节份额领先

- **国内工控龙头 多环节份额领先。**公司成立于 2003 年，初期以低压变频器切入工控市场，近二十年来聚焦工业自动化、智能化、数字化领域，通过持续研发创新、多元化布局、组织变革，当前已发展为国内领先的自动化产品及解决方案供应商，业务全面涵盖通用自动化、电梯电气大配套、新能源汽车、工业机器人、轨道交通等领域，2021 年上述业务占比分别为 50%/28%/17%/2%/3%。其中：
  - **1) 通用自动化领域：**2021 年营收 89.82 亿元，同比增长 65%，其中通用变频器、伺服、PLC、电液系统（含伊士通）营收分别为 31.45/37.69/7.03/7.65 亿元，分别同比增长 48%/105%/66%/14%，国内工控龙头地位进一步强化。下游方面，锂电、3C、硅晶、物流等新兴行业需求旺盛，纺织、起重、空压机等传统领域加速拓展，冶金、港口等流程工业领域持续突破。产品方面，2021 年公司低压/中高压变频器国内份额分别为 14%/12%，行业领先；交流伺服领域国内份额 16%，超越外资品牌成为国内第一；小型 PLC 领域国内份额 7%，份额提升明显。
  - **2) 电梯电气大配套领域：**2021 年营收 49.67 亿元，同比增长 14%，国内领导地位持续强化。公司作为电梯行业一体专机开拓者与领导者，持续融合国际品牌客户资源，满足行业客户的集成化、智能化、差异化需求，全年一体化控制器及变频器出货量超 50 万台。
  - **3) 新能源汽车领域：**2021 年营收 29.92 亿元，同比增长 171%，其中乘用车业务营收 23 亿元，同比增长 250%，营收占比约 77%。公司新定点项目加速落地，新势力客户持续放量，产能持续上台阶。根据 NE Times，2021 年公司电控、电驱动系统、电机国内份额分别为 9.5%/5.0%/3.7%，位居国内第三/第五/第十，延续爆发式增势。
  - **4) 工业机器人领域：**2021 年营收 3.62 亿元，同比增长 111%，产品聚焦 3C、新能源等高景气下游，并持续推出中负载六关节、大负载及高速 SCARA 机器人等新品。2021 年公司出货量超 1 万台，SCARA 领域份额 15%，内资品牌第一。
  - **5) 轨道交通领域：**2021 营收 5.26 亿元，同比增长 49%，全年新增订单 9.05 亿元，同增 70%，业务在全国持续多点开花。

图表 1：公司业务及产品总览

业务板块	业务占比 (2021)	事业部	产品类别	具体产品	国内份额 (2021)	应用领域
工业自动化	50%	通用自动化事业部、电液伺服事业部等	变频器类	低/中/高压变频器、工程型变频器、网侧变流器	低压变频器份额 14%，国内第三；中高压变频器份额 12%，国内第一	电梯、空压机、起重、机床、纺织、塑料机械、金属制品、印刷包装、风电、冶金、起重等
			伺服系统类	交流伺服系统	交流伺服份额 16%，国内第一	3C、机器人/机械手、锂电、LED、印刷、包装、精密机床、纺织机械、食品机械、注塑机等
				大/小功率伺服电机、精密直驱电机等		
				电液一体化系统		
控制技术类	PLC	小型 PLC 份额 7%，国内第六；PC-based 运控器份额 2%，国内第八	3C 制造、印刷、包装、机床、纺织机械、汽车制造、锂电、LED、机器人/机械手等			
	HMI					
	CNC					
	PAC					

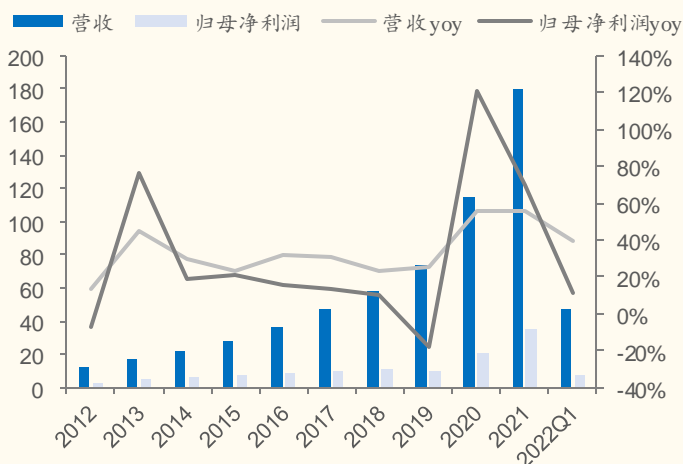
			传感器类	编码器、开关等	-	电梯、机床、纺织机械、电子设备等
			工业互联网类	工业云平台、智能硬件等	-	电梯、空压机、注塑机等
电梯	28%	电梯事业部	智能电梯	电梯专用变频器、电梯一体化控制器等	电梯一体化解决方案国内第一	电梯
新能源汽车	17%	联合动力	电机控制器	电机控制器、高性能电机等	电控份额 9.5%，国内第三；电驱动系统份额 5%，国内第五；电机份额 3.7%，国内第十	新能源汽车
			动力总成	三合一、五合一等动力总成		
			电源	DC/DC、OBC、电源总成等		
工业机器人	2%	工业机器人事业部	机器人系统	SCARA 机器人、六关节机器人、定制机器人	传统工业机器人份额 4%；SCARA 领域份额 15%，国内第一	3C、锂电、玩具制造等
				机器人视觉、控制柜、软件等		
轨道交通	3%	经纬轨道	牵引系统	牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机等	-	地铁、有轨电车、动车组等

来源：公司官网，公司公告，睿工业，国金证券研究所

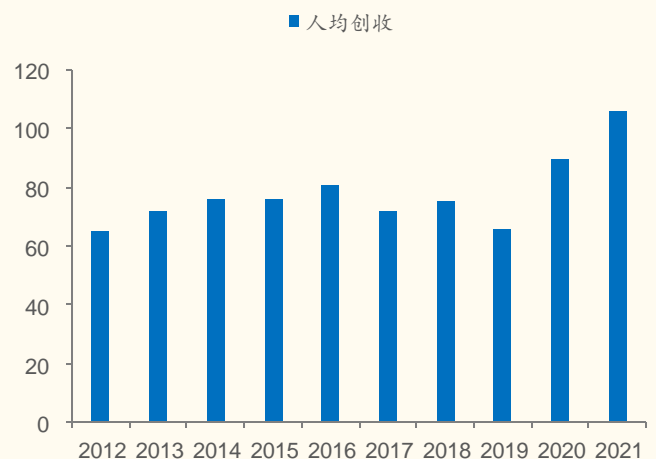
### 经营管理效率持续提升 22Q1 营收持续高增

- 近十年持续较快增长，2020 年以来显著加速，组织变革驱动人均产值提升。近十年公司营收业绩保持较快增长，2012-2021 年公司营收、归母净利润复合增速分别为 35%/31%。2021 年公司营收、归母净利润分别达 179.43/35.73 亿元，同比增长 56%/70%，2020 年以来经营显著加速，主要由于 1) 以新能源为代表的新兴制造需求旺盛、2) 疫情及海外环境扰动因素下以公司为代表的内资品牌国产化进程提速、3) 新能源乘用车业务步入收获期，出货量及份额快速提升、4) 组织变革带来经营效率与盈利能力提升等。针对产品及业务线结构日益复杂、管理效率亟待提升等问题，公司 2019 年开启新一轮组织变革计划，持续深化管理及运营效率、客户拓展、成本优化等变革工作。随着公司内部管理效率、核心竞争力、平台能力进一步提升，人均创收已进入新一轮增长期，2021 年公司人均产值已增至 105.93 万元/人。

图表 2：2021 及 2022Q1 营收持续高增（亿元）



图表 3：近两年人均产值迎来新一轮增长（万元/人）

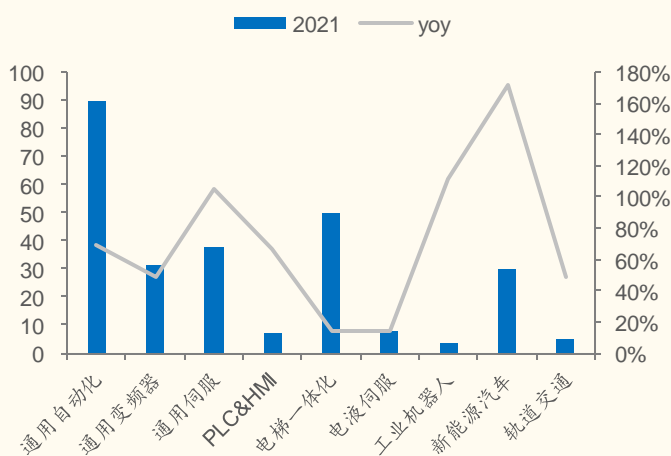


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

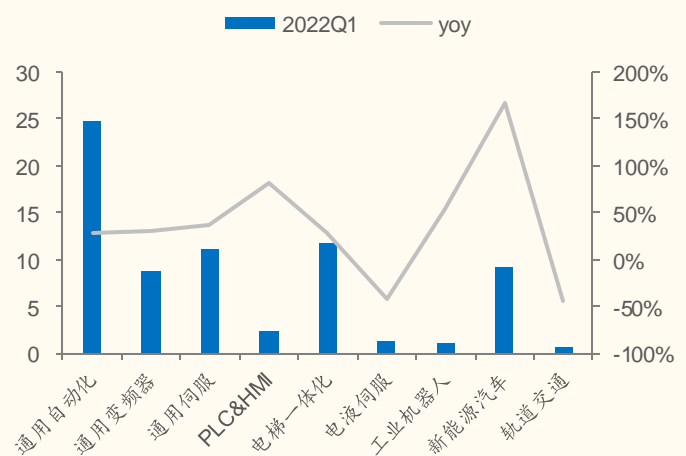
- 2022Q1 营收持续高增，业务结构变化、成本压力及费用增长致业绩增速低于营收，Q2 起盈利能力有望回升。**2022Q1 公司延续 2020 年以来高增速，一季度公司实现营收 47.78 亿元，同增 40%，实现归母净利润 7.17 亿元，同增 11%，实现扣非归母净利润 6.98 亿元，同增 12%，订单与营收保持较高增速，其中新能源汽车、工业机器人、通用自动化业务营收增速较高，分别达 167%/54%/28%，主要由于新能源等先进制造需求带来的结构性增长机会，以及公司强于外资品牌的交付能力取得份额持续提升；一季度业绩增速低于营收原因主要为 1) 业务结构变化与上游成本提升、2) 人员及战略投入加大等。考虑到公司 4 月 15 日已调价，叠加成本持续优化，Q2 起盈利能力有望回升。

图表 4: 2021 年新能源汽车、通用自动化、工业机器人业务同比增长 171%/69%/111% (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 2022Q1 新能源汽车、通用自动化、工业机器人业务同比增长 167%/28%/54% (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

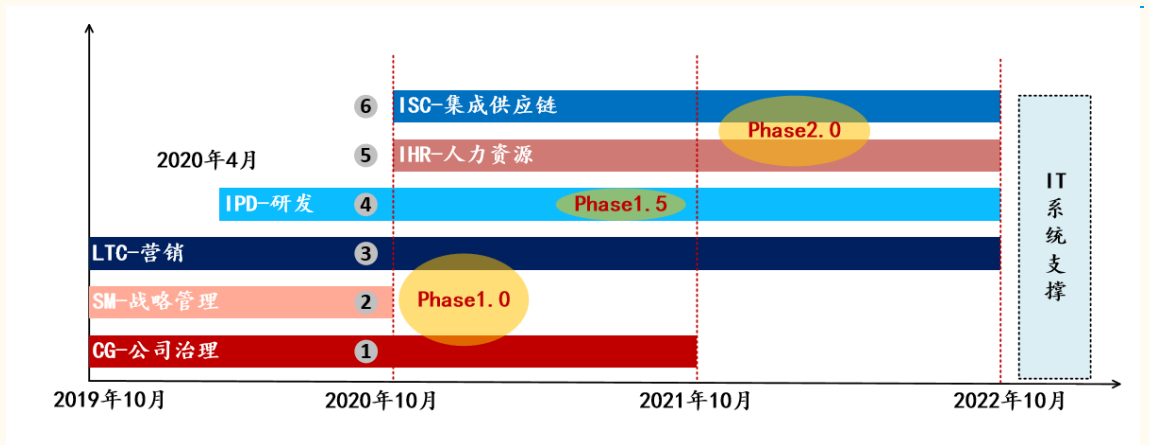
- 2021 年 7 月非公开发行股份上市，定增 21 亿强化龙头实力。**2020 年 10 月公司发布公告，拟增发股份 36,732,241 股募资不超过 21.30 亿元，用于收购汇川控制 49% 股权 (8.22 亿元)、产能扩建及智能化工厂建设 (5.37 亿元)、工业软件技术平台研发项目 (4.02 亿元)、数字化建设项目 (2.57 亿元) 以及补充流动资金 (3 亿元) 等。具体项目来看：1) 汇川控制为国产 PLC 及 HMI 领导者之一，剩余股权收购后将进一步增强控制层与驱动层融合与协同，拉通各环节技术研发，提升整体解决方案一体化能力。2) 产能扩建及智能化工厂建成后新增高压、低压变频器产能 0.2、115 万台/年，新增伺服驱动器产能 135 万套/年，充分支撑公司产能与交付能力，智能化工厂与柔性自动化生产系统将优化公司生产效率与智能制造能力。3) 工业软件技术平台研发项目将进一步提升公司在工业物联网、数字化转型等方向的竞争力。4) 数字化建设项目将支撑公司组织变革深化，推进公司数字化转型、驱动高效运营、提升核心竞争力。2021 年 7 月该非公开发行股份已上市，发行股份 36,732,241 股，发行价格为 58 元/股，实际募资 21.30 亿元，扣除发行费用后实际募资净额为 21.05 亿元。

### 多维竞争力铸就领导地位 智能制造平台优势凸显

- 三大优势铸就工控龙头地位，产业链完备度行业领先。**1) 公司核心管

理层多出身于华为与艾默生，工控领域沉淀时间长、对技术与市场理解深刻。公司上市以来已推行四次组织变革，持续动态优化管理架构，强化销售体系、研发实力与生产效率。2) 公司持续坚持高研发投入，近年来坚持 10%左右研发投入占比、20%左右研发人数占比，研发投入规模及占比行业领先，以持续打造拳头产品、塑造工控平台优势、构筑品牌优势。3) 公司品牌力优势凸显，产业链布局完备，以综合解决方案持续巩固优势行业领先地位，并加速突破高壁垒下游及产品。

图表 6: 2019 年新一轮组织变革支撑工控龙头远航



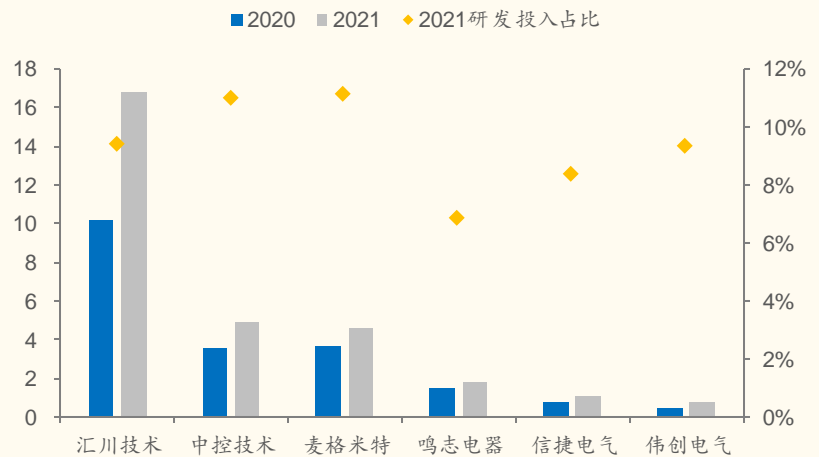
来源：汇川技术 2019-2020 年会演讲，国金证券研究所

图表 7: 公司产品覆盖面领先

产品类别	工控产品	汇川技术	麦格米特	雷赛智能	中控技术	信捷电气	禾川科技	伟创电气	步科股份
控制层	PLC&HMI								
	DCS								
	安全仪表系统								
驱动层	低压变频器								
	中高压变频器								
	变流器								
运动控制	伺服系统								
	步进系统								
	运动控制器 (卡)								
	CNC								
反馈层	直线电机								
	传感器								
	工业视觉 仪器仪表								
	工业机器人								
	工业软件 (工业互联网)								
	新能源汽车电子								
	轨交								
	工业电源								

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表 8: 公司研发投入及占比行业领先 (亿元)



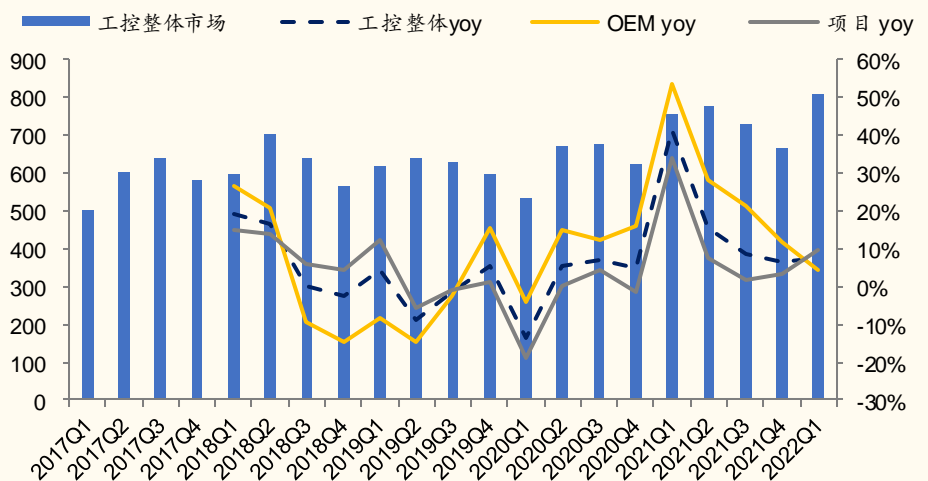
来源: wind, 国金证券研究所

### 工控需求有望触底回升 看好 22 年国产化进程超预期

#### 疫情扰动下 Q1 需求韧性较强 全年工控需求预计稳健增长

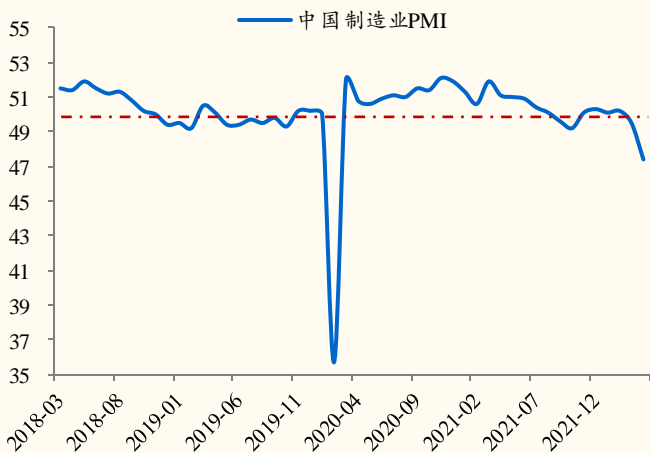
- 22Q1 需求韧性较强，结构性增长机遇凸显。**2020Q2 以来工控需求保持较高增速，2020-2021 年工控需求分别同增 1%/17%，其中 2021 年 Q1-Q4 需求同比增长 41%/15%/8%/6%，21H2 以来需求有所放缓。2022Q1 在疫情反复与海外环境波动因素下，工控需求保持较强韧性，同比增长 8%，其中 OME 市场受疫情影响较大。具体下游来看，以新能源、半导体、工业机器人等代表的先进制造景气度较高，结构性增长机遇凸显。考虑到后续疫情平复、以及稳增长效果显现，工控需求有望持续回暖，全年工控需求有望保持稳健增长。

图表 9: 2022Q1 工控需求韧性较强，同增 8% (亿元)



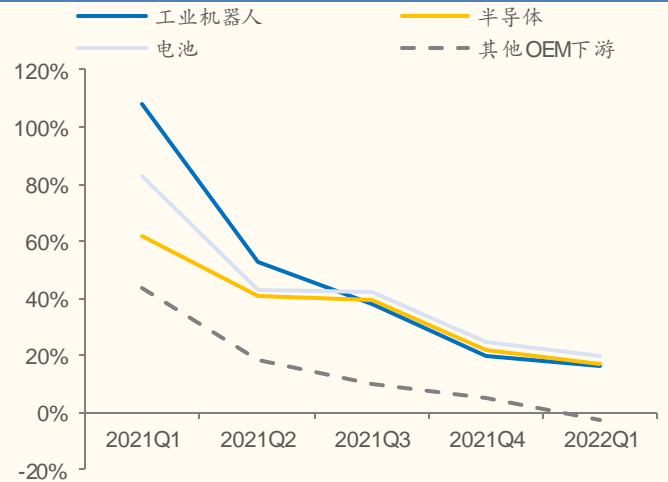
来源: 睿工业, 国金证券研究所

图表 10: 疫情及海外扰动致 3-4 月 PMI 回落



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 新能源、半导体等下游需求保持高景气度

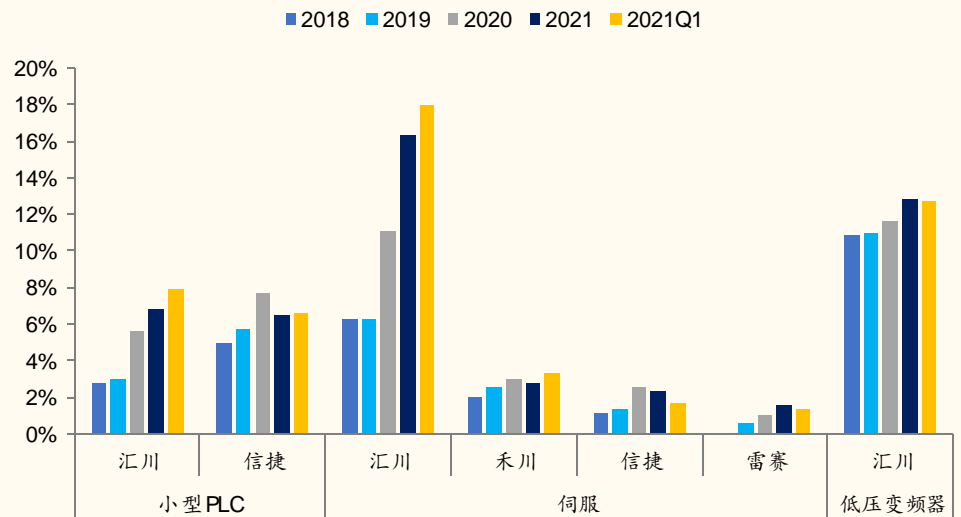


来源: 睿工业, 国金证券研究所

### 环境扰动下内资优势凸显 2022 工控国产化有望超预期

- 内外环境扰动下内资品牌更具优势，2022 年工控国产化有望超预期。2020 年以来工控国产化进程持续提速，主要由于内资品牌在复产响应速度、供应链灵活性、交付可靠性以及服务能力等环节较外资品牌优势突出。2022 年内部外部环境波动下，预计上述优势仍将凸显，疫情反复、海外局势变化等因素有望成为内资品牌国产化加速的驱动力。外资品牌 2022 年一季度交付普遍紧张，部分核心产品交期拉长，涨价幅度较大，预计 2022 年工控国产化进程有望超预期。

图表 12: 2020 年以来主流内资工控企业核心产品份额较快提升



来源: 睿工业, 国金证券研究所



## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 1) 通用自动化业务: 双碳大背景下, 锂电、光伏、半导体等新兴下游有望保持较高景气度, 冶金、石化等传统流程工业改造有望加速, “十四五”工控需求预计持续向好。疫情扰动与海外环境波动下国产化进程有望持续加速, 公司为国内工控龙头, 在变频器、伺服、PLC 领域份额领先, 且在技术积累、供应链管理、客户资源、交付可靠性方面优势明显, 有望引领工控国产化进程, 中长期看具备较高成长性。假设 2022-2024 年变频器市场增速分别为 9%/6%/8%, 公司份额分别达 12%/14%/16%; 通用伺服市场增速分别为 16%/12%/15%, 公司份额分别达 19%/22%/25%; PLC 市场增速分别为 15%/12%/15%, 公司份额分别达 9%/13%/15%, 对应公司通用自动化业务营收分别为 117.11/153.41/195.79 亿元, 同比增长 39.7%/31.0%/27.6%, 考虑到 2022 年原材料以及运费等持续上涨, 预计 2022 年毛利率小幅调整, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 45.49%/46.71%/46.76%。
- 2) 电梯电气大配套业务: 当前国内人均电梯保有量距离欧美日等国家仍有较大差距, 考虑到老旧小区改造、存量电梯维保需求释放等因素, 未来电梯需求有望保持稳健, 且需求方向预计趋于一体化、大配套。公司深耕电梯行业多年, 一体化控制器、人机界面产品份额较高, 未来基于贝思特协同效应有望实现本土/跨国品牌及海外品牌客户份额的持续提升。我们预计 2022-2024 年公司电梯电气大配套业务营收分别为 55.73/60.59/65.92 亿元, 同比增长 12.2%/8.7%/8.8%, 考虑到 2022 年原材料以及运费等持续上涨, 预计 2022 年毛利率小幅调整, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 29.5%/30.5%/30.9%。
- 3) 新能源汽车业务: 全球电动化趋势明确, 电驱动系统需求持续快速增长。2021 年公司国内电控、电驱动系统、电机份额分别为 9.5%/5%/3.7%, 为第三方供应商领导者。2021 年公司持续取得多个品牌新定点, 乘用车业务持续收获, 电控优势地位明显, 三合一电驱动系统快速放量, 且产能持续上台阶, 未来业务有望持续高速增长。假设 2022-2024 年公司国内份额分别为 9.5%/10.0%/11.5%、海外份额分别为 0.5%/2.0%/3.0%, 对应新能源汽车业务营收分别为 46.88/69.64/98.47 亿元, 同比增长 56.7%/48.6%/41.4%, 考虑到业务规模化、品牌力持续提升, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 20.00%/22.00%/23.00%。
- 4) 工业机器人业务: 中国为全球工业机器人最大消费市场, 工业机器人密度距离韩国、德国等国家仍有较大提升空间, 市场规模有望持续较快扩张。公司围绕“核心部件+整机+视觉+工艺”策略, 份额快速提升, 2021 年公司继续布局中负载六关节、大负载及高速 SCARA 机器人等新品, 并推出全新的编程平台 InoRobotLab, 聚焦 3C、新能源等高景气赛道, 未来工业机器人销量有望保持较快增长。我们预计 2022-2024 年公司工业机器人销量分别达 15000/22500/30000 台, 对应营收分别为 6.30/9.68/13.20 亿元, 同比增长 74.03%/53.57%/36.43%, 考虑到 2022 年原材料以及运费等持续上涨, 预计 2022 年毛利率小幅调整, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 43.00%/45.00%/45.00%。
- 5) 轨道交通业务: “十四五”期间轨交投资向好, 公司为国内少数掌握轨交牵引系统解决方案企业之一, 持续推进轨交牵引控制系统国产化进程, 在全国市场多点开花、持续辐射。我们预计 2022-2024 年公司轨交新签订单分别为 10/12/14 亿元, 营收分别为 6.37/7.86/9.50 亿元, 同比增长 21.01%/23.42%/20.92, 随着业务规模持续提升, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 30.00%/31.00%/32.00%。
- 6) 费用假设: 考虑到公司营收保持较快增长, 且组织变革持续深化, 经营

与管理效率有望持续提升，同时将继续保持高研发投入，预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 5.90%/5.80%/5.70%、管理费用率分别为 4.50%/4.40%/4.30%、研发费用率保持在 9.00%。

**图表 13: 公司业务预测总览**

业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>通用自动化</b>					
营收 (亿元)	50.59	83.82	117.11	153.41	206.08
同比增速	74.93%	65.68%	39.72%	31.00%	34.33%
毛利率	48.29%	46.87%	45.49%	46.71%	46.76%
其中: 变频器					
营收 (亿元)	21.23	31.45	40.55	50.14	60.17
同比增速	36.97%	48.14%	28.93%	23.67%	20.00%
毛利率	46.95%	46.59%	44.00%	45.00%	45.00%
其中: 伺服					
营收 (亿元)	25.13	45.34	60.15	76.71	107.40
同比增速	119.48%	80.42%	32.67%	27.54%	40.00%
毛利率	48.74%	46.50%	45.00%	46.00%	46.00%
其中: PLC					
营收 (亿元)	4.23	7.03	16.41	26.55	38.50
同比增速	114.72%	66.19%	133.48%	61.78%	45.00%
毛利率	52.30%	50.50%	51.00%	52.00%	52.00%
<b>电梯电气大配套</b>					
营收 (亿元)	43.44	49.67	55.73	60.59	69.68
同比增速	53.77%	14.34%	12.20%	8.73%	15.00%
毛利率	32.93%	28.34%	29.52%	30.45%	30.87%
<b>新能源汽车</b>					
营收 (亿元)	10.79	29.92	46.88	69.64	97.49
同比增速	65.49%	177.28%	56.68%	48.55%	40.00%
毛利率	22.00%	20.00%	20.00%	22.00%	23.00%
<b>轨道交通</b>					
营收 (亿元)	3.52	5.26	6.37	7.86	10.60
同比增速	0.86%	49.43%	21.01%	23.42%	35.00%
毛利率	35.00%	30.00%	30.00%	31.00%	32.00%
<b>工业机器人</b>					
营收 (亿元)	1.68	3.62	6.30	9.68	15.48
同比增速	60.00%	115.48%	74.03%	53.57%	60.00%
毛利率	32.00%	46.09%	43.00%	45.00%	45.00%
<b>其他</b>					
营收 (亿元)	5.09	7.14	7.50	7.87	9.05
同比增速	-10.23%	40.30%	5.00%	5.00%	15.00%
毛利率	30.00%	23.50%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>合计</b>					
整体营收 (亿元)	115.11	179.43	239.88	309.04	391.14
同比增速	55.76%	55.88%	33.69%	28.83%	26.57%
毛利率	38.96%	35.82%	35.69%	36.95%	37.23%

来源: 国金证券研究所

## 投资建议

- 公司为国内工控龙头，在核心产品份额、技术与研发创新、工艺与解决方案、管理体系等环节优势显著。双碳背景下工控需求长期向好，外资供货紧张背景下国产化预计继续提速。此外，公司加速布局工业互联网、能源业务及海外市场，订单与业绩有望持续较快增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别达 41.54/54.29/68.62 亿元，EPS 分别为 1.58/2.06/2.60 元，对应 2022 年 5 月 26 日收盘价 PE 分别为 37.5/28.7/22.7 倍。
- 我们采用 PE 估值法，选取中控技术、信捷电气、麦格米特、雷赛智能、伟创电气 5 家可比公司对汇川技术进行估值。2022-2024 年，5 家可比公司的平均值 PE 分别为 23、17、13 倍。我们认为，1) 公司为工控龙头，伺服、变频器等核心产品份额国内第一，品牌力较强，未来有望持续引领国产化进程，份额提升确定性高；2) 公司多年来持续超越行业增长，经营 $\alpha$ 属性凸显，未来成长性较高；3) 公司工控领域聚焦锂电、光伏等高景气新兴下游，且业务涵盖新能源汽车、工业机器人等高增长赛道。参考可比公司估值，并考虑公司下游景气度、较高成长性与确定性，给予公司 2022 年 50 倍估值，目标价 78.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 14：可比公司估值比较（市盈率法，股价取自 2022 年 5 月 26 日收盘价）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
688777.SH	中控技术	70.83	0.94	1.16	1.54	2.02	2.63	116.30	64.45	45.85	35.10	26.96
603416.SH	信捷电气	29.28	2.36	2.16	2.48	3.19	4.13	38.50	22.04	11.82	9.17	7.09
002851.SZ	麦格米特	19.9	0.84	0.78	1.01	1.36	1.88	42.42	40.97	19.79	14.59	10.60
002979.SZ	雷赛智能	16.07	0.90	0.73	0.85	1.07	1.40	52.40	35.74	18.91	15.00	11.49
688698.SH	伟创电气	16.63	0.65	0.70	0.94	1.34	1.77	36.78	38.09	17.73	12.46	9.39
平均值									<b>22.82</b>	<b>17.26</b>	<b>13.10</b>	
300124.SZ	汇川技术	59.09	1.21	1.36	1.58	2.06	2.60	76.40	50.59	37.50	28.70	22.70

来源：Wind，国金证券研究所

## 风险提示

- **制造业投资不及预期**  
工控下游需求与制造业投资等宏观经济形势密切相关，当前国内经济发展形势错综复杂，宏观指标可能出现较大波动，从而影响工控产品需求。2021 年 Q1-Q4 需求同比增长 41%/15%/8%/6%，2021H2 以来需求有所放缓，如果 2022 年需求不及预期，可能导致公司订单与业绩增速放缓。
- **市场竞争加剧**  
通用自动化、新能源汽车、工业机器人等领域参与者较多，如果市场竞争加剧，公司份额或市场拓展进程可能会受到影响，且产品价格竞争可能对公司盈利能力造成影响。
- **原材料价格上涨**  
如果大宗原材料、核心元器件以及人工、运输费用等上涨，会导致公司成本

压力提升。以铜、钢为例，2022 年初以来分别累计上涨 6%/15%，如果原材料价格继续上涨，可能会影响公司盈利能力。

➤ **商誉减值风险**

截至 2021 年底公司商誉为 19.21 亿元，2021 年商誉减值损失金额为 1.12 亿元，可能会影响公司未来利润水平。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,390</b>	<b>11,511</b>	<b>17,943</b>	<b>23,988</b>	<b>30,904</b>	<b>39,114</b>	货币资金	1,752	3,041	3,951	3,617	4,836	7,372
增长率	55.8%	55.9%	33.7%	28.8%	26.6%		应收款项	3,866	5,371	7,228	9,787	12,355	15,423
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,608</b>	<b>-7,027</b>	<b>-11,516</b>	<b>-15,428</b>	<b>-19,485</b>	<b>-24,554</b>	存货	1,710	2,420	4,214	5,072	6,246	7,736
%销售收入	62.4%	61.0%	64.2%	64.3%	63.1%	62.8%	其他流动资产	2,184	1,626	3,025	3,039	3,288	3,573
<b>毛利</b>	<b>2,782</b>	<b>4,485</b>	<b>6,427</b>	<b>8,560</b>	<b>11,419</b>	<b>14,560</b>	流动资产	9,512	12,458	18,418	21,516	26,725	34,105
%销售收入	37.6%	39.0%	35.8%	35.7%	36.9%	37.2%	%总资产	63.9%	66.8%	67.5%	68.8%	71.1%	74.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-46</b>	<b>-59</b>	<b>-102</b>	<b>-120</b>	<b>-155</b>	<b>-196</b>	长期投资	875	1,159	2,358	2,368	2,568	2,768
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,643	1,962	2,836	3,710	4,493	5,186
<b>销售费用</b>	<b>-627</b>	<b>-871</b>	<b>-1,050</b>	<b>-1,415</b>	<b>-1,792</b>	<b>-2,230</b>	%总资产	11.0%	10.5%	10.4%	11.9%	12.0%	11.3%
%销售收入	8.5%	7.6%	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%	无形资产	2,611	2,583	2,670	2,848	2,966	3,076
<b>管理费用</b>	<b>-423</b>	<b>-580</b>	<b>-866</b>	<b>-1,079</b>	<b>-1,360</b>	<b>-1,682</b>	非流动资产	5,374	6,189	8,885	9,759	10,859	11,859
%销售收入	5.7%	5.0%	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%	%总资产	36.1%	33.2%	32.5%	31.2%	28.9%	25.8%
<b>研发费用</b>	<b>-856</b>	<b>-1,023</b>	<b>-1,685</b>	<b>-2,159</b>	<b>-2,781</b>	<b>-3,520</b>	<b>资产总计</b>	<b>14,886</b>	<b>18,648</b>	<b>27,303</b>	<b>31,275</b>	<b>37,583</b>	<b>45,963</b>
%销售收入	11.6%	8.9%	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	1,274	413	1,249	900	1,008	1,073
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>830</b>	<b>1,951</b>	<b>2,723</b>	<b>3,787</b>	<b>5,331</b>	<b>6,933</b>	应付款项	2,929	4,120	6,799	8,082	9,819	12,170
%销售收入	11.2%	16.9%	15.2%	15.8%	17.2%	17.7%	其他流动负债	1,065	1,421	1,948	2,406	2,812	3,678
<b>财务费用</b>	<b>-53</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>47</b>	流动负债	5,268	5,954	9,996	11,387	13,639	16,922
%销售收入	0.7%	-0.5%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	472	1,424	597	77	127	177
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	210	254	380	453	524	608
<b>公允价值变动收益</b>	<b>11</b>	<b>-31</b>	<b>255</b>	<b>75</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	负债	5,950	7,632	10,973	11,917	14,290	17,707
<b>投资收益</b>	<b>76</b>	<b>153</b>	<b>434</b>	<b>210</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,618</b>	<b>10,637</b>	<b>15,883</b>	<b>18,791</b>	<b>22,591</b>	<b>27,394</b>
%税前利润	7.2%	6.5%	11.4%	4.6%	3.0%	2.4%	其中：股本	1,732	1,720	2,635	2,636	2,636	2,636
<b>营业利润</b>	<b>1,047</b>	<b>2,348</b>	<b>3,822</b>	<b>4,533</b>	<b>5,908</b>	<b>7,460</b>	未分配利润	3,736	5,452	8,175	11,083	14,883	19,686
营业利润率	14.2%	20.4%	21.3%	18.9%	19.1%	19.1%	少数股东权益	319	378	446	566	702	862
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,886</b>	<b>18,648</b>	<b>27,303</b>	<b>31,275</b>	<b>37,583</b>	<b>45,963</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,056</b>	<b>2,344</b>	<b>3,819</b>	<b>4,547</b>	<b>5,920</b>	<b>7,470</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	14.3%	20.4%	21.3%	19.0%	19.2%	19.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-46</b>	<b>-162</b>	<b>-138</b>	<b>-273</b>	<b>-355</b>	<b>-448</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	4.3%	6.9%	3.6%	6.0%	6.0%	6.0%	每股收益	0.549	1.221	1.356	1.576	2.059	2.603
<b>净利润</b>	<b>1,010</b>	<b>2,182</b>	<b>3,681</b>	<b>4,274</b>	<b>5,565</b>	<b>7,022</b>	每股净资产	4.973	6.186	6.028	7.128	8.569	10.391
少数股东损益	58	82	108	120	136	160	每股经营现金净流	0.786	0.853	0.670	1.169	1.572	2.256
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>952</b>	<b>2,100</b>	<b>3,573</b>	<b>4,154</b>	<b>5,429</b>	<b>6,862</b>	每股股利	0.180	0.360	0.300	0.473	0.618	0.781
净利率	12.9%	18.2%	19.9%	17.3%	17.6%	17.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.05%	19.74%	22.50%	22.11%	24.03%	25.05%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	6.39%	11.26%	13.09%	13.28%	14.44%	14.93%
净利润	1,010	2,182	3,681	4,274	5,565	7,022	投入资本收益率	7.41%	14.09%	14.39%	17.44%	20.45%	22.03%
少数股东损益	58	82	108	120	136	160	<b>增长率</b>						
非现金支出	310	462	618	379	480	580	主营业务收入增长率	25.81%	55.76%	55.87%	33.69%	28.83%	26.57%
非经营收益	-51	-191	-831	-139	-171	-161	EBIT增长率	-7.94%	134.94%	39.58%	39.06%	40.78%	30.06%
营运资金变动	92	-985	-1,701	-1,432	-1,728	-1,494	净利润增长率	-18.42%	120.62%	70.15%	16.24%	30.69%	26.40%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,361</b>	<b>1,467</b>	<b>1,766</b>	<b>3,082</b>	<b>4,145</b>	<b>5,947</b>	总资产增长率	44.11%	25.27%	46.41%	14.55%	20.17%	22.30%
资本开支	-249	-357	-773	-1,311	-1,368	-1,370	<b>资产管理能力</b>						
投资	-789	408	-1,751	-135	-200	-200	应收账款周转天数	108.7	86.1	75.2	95.0	92.0	90.0
其他	-269	-554	138	210	180	180	存货周转天数	117.8	107.3	105.1	120.0	117.0	115.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,307</b>	<b>-504</b>	<b>-2,386</b>	<b>-1,236</b>	<b>-1,388</b>	<b>-1,390</b>	应付账款周转天数	91.9	99.4	92.5	93.0	93.0	90.0
股权募资	309	5	2,674	0	0	0	固定资产周转天数	63.2	42.8	43.9	38.5	33.2	28.1
债权募资	932	103	54	-861	164	120	<b>偿债能力</b>						
其他	-189	-556	-1,429	-1,313	-1,699	-2,138	净负债/股东权益	-22.28%	-22.46%	-25.60%	-24.36%	-24.79%	-29.01%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,053</b>	<b>-449</b>	<b>1,299</b>	<b>-2,175</b>	<b>-1,536</b>	<b>-2,018</b>	EBIT利息保障倍数	15.7	-35.4	-40.4	-342.8	-314.5	-148.0
<b>现金净流量</b>	<b>1,103</b>	<b>502</b>	<b>668</b>	<b>-329</b>	<b>1,222</b>	<b>2,539</b>	资产负债率	39.97%	40.93%	40.19%	38.11%	38.02%	38.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	26	35	58
增持	0	1	5	9	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.22	1.24	1.05

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-08	买入	39.93	46.50 ~ 46.50
2	2020-08-18	买入	55.47	65.70 ~ 65.70
3	2020-09-24	买入	54.71	N/A
4	2020-11-02	买入	64.24	N/A

来源：国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402