

汇川技术 (300124)

2022 年中报点评：业绩符合市场预期，新业务有序推进

买入 (维持)

2022 年 08 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书：S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	17,943	24,211	31,960	42,790
同比	56%	35%	32%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	3,573	4,302	5,608	7,303
同比	70%	20%	30%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.35	1.63	2.13	2.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	46.34	38.49	29.53	22.68

投资要点

- **2022H1 营收同比+26%、归母净利润+26%，业绩符合市场预期。**公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 103.97 亿元，同比增长 25.65%；实现归属母公司净利润 19.75 亿元，同比增长 26.36%。其中 2022Q2 实现营业收入 56.18 亿元，同比增长 15.57%；实现归属母公司净利润 12.57 亿元，同比增长 37.18%，Q2 归母净利润因股权投资项目公允价值同比大幅增长，非经常性损益达 2.1 亿元 (2021 年同期 0.19 亿元)。公司 Q2 业绩处于前期公告中值偏上，符合市场预期。
- **Q2 毛利率环比改善明显，扣非归母净利率持稳，毛利率高的控制层 (PLC)、工业机器人业务结构性增长更快。**2022H1 毛利率为 36.37%，同比下降 1.95pct，其中 2022Q2 毛利率 37.91%，同比增长 0.31pct，环比增长 3.34pct；Q2 毛利率环比 Q1 提升明显，主要系：1) 4 月工控产品&机器人产品普遍涨价 5-15%；2) 收入结构变化所致 (相对低毛利率的新能源车业务在 Q1&Q2 营收占比相近、低毛利率的电梯业务占比下滑，增速相对更快的控制层/工业机器人业务毛利率分别同比+4.4pct/+5.2pct)。2022H1 归母净利率为 19.00%，同比增长 0.11pct，公司费率 Q2 提升，扣非归母净利率同比基本持平。
- **通用自动化：2022Q2 需求走弱，而汇川借助行业缺货&疫情机遇加速外资替代，在 2021 年高基数情况下仍实现较快增长。**2022Q2 工控行业同比-1.5%，OEM 行业同比-5.0%，但先进制造行业相关电池/半导体同比+25%/+14%，公司能源 SBU 在 2022H1 同增超 60%。分产品来看，伺服/变频/PLC/机器人 2022H1 分别同比+22%/+25%/+108%/+39%，PLC、机器人接棒变频伺服成为高速增长产品。公司 7 月工控订单同比小幅增长，我们预计 8-9 月有望恢复较好增长，2022Q4/2023Q1 行业周期有望向上，我们预计全年工控板块营收有望保持 30%+增长。
- **新能源汽车&轨交：2022H1 新能源汽车继续翻倍、传统车较快起量，全年有望盈利，联合动力独立上市筹划中；疫情之下轨交业务承压。**1) 新能源车方面，2022H1 新能源车业务收入 20.1 亿元，同比+121%；其中 Q2 收入 10.8 亿元，同比+93%。新势力理想、小鹏出货维持高增，传统车企长城混动、广汽 Aion 等今年贡献增量。此外，公司拟分拆联合动力至境内交易所上市，目前处于前期筹划阶段。2) 轨道交通方面，2022H1 轨交业务同比-27%，主要由于疫情反复导致轨交项目推进延后。
- **电梯：2022Q2 地产继续承压，叠加上海疫情影响贝思特经营，收入同比-31%。**2022H1 受房地产市场及疫情影响，收入&利润同比下降。我们预计 2022Q4 刺激政策有望推出、地产边际改善，业务增速有望回暖。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-24 年归母净利润分别为 43.0 亿元/56.1 亿元/73.0 亿元，同比 20%/+30%/+30%。给予目标价 95.6 元，对应 2023 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧，新能源汽车销量不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.76
一年最低/最高价	47.50/75.34
市净率(倍)	9.74
流通 A 股市值(百万元)	143,653.13
总市值(百万元)	165,593.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.45
资产负债率(% ,LF)	46.33
总股本(百万股)	2,638.52
流通 A 股(百万股)	2,288.93

相关研究

《汇川技术(300124)：2022 中报预告点评：业绩符合预期，需求承压+高基数下 Q2 表现亮眼》

2022-08-02

《汇川技术(300124)：常态化股权+长效激励，助力龙头再次腾飞》

2022-07-26

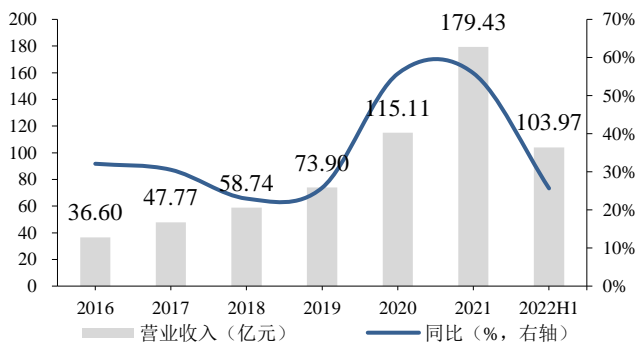
2022H1 营收同比+26%、归母净利润+26%，业绩符合市场预期。公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 103.97 亿元，同比增长 25.65%；实现归属母公司净利润 19.75 亿元，同比增长 26.36%。其中 2022Q2 实现营业收入 56.18 亿元，同比增长 15.57%，环比增长 17.58%；实现归属母公司净利润 12.57 亿元，同比增长 37.18%，环比增长 75.28%，Q2 归母净利润因股权投资项目公允价值同比大幅增长，非经常性损益达 2.1 亿元（2021 年同期 0.19 亿元）。公司 Q2 业绩处于前期公告中值偏上，符合市场预期。

图1：汇川技术 2022H1 核心财务数据（亿元）

2022H1收入103.97亿元，同比增长25.65%；盈利19.75亿元，同比增长26.36%								
汇川技术	2022H1	2021H1	2022H1同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2同比	2022Q1	2022Q2环比
营业收入	103.97	82.74	25.7%	56.18	48.61	15.6%	47.78	17.6%
毛利率	36.4%	38.3%	-1.9pct	37.9%	37.6%	0.3pct	34.6%	3.3pct
营业利润	20.36	17.67	15.2%	13.07	10.13	29.1%	7.29	79.4%
利润总额	20.37	17.65	15.4%	13.07	7.53	73.4%	7.30	79.0%
归属母公司净利润	19.75	15.63	26.4%	12.57	9.17	37.2%	7.17	75.3%
扣非归母净利润	17.44	15.23	14.5%	10.47	8.98	16.6%	6.98	50.1%
归母净利率	19.0%	18.9%	0.1pct	22.4%	18.9%	3.5pct	15.0%	7.4pct
股本	26.36	26.19	-	26.36	26.19	-	26.35	-
EPS(元/股)	0.75	0.60	25.5%	0.48	0.35	36.3%	0.27	75.2%

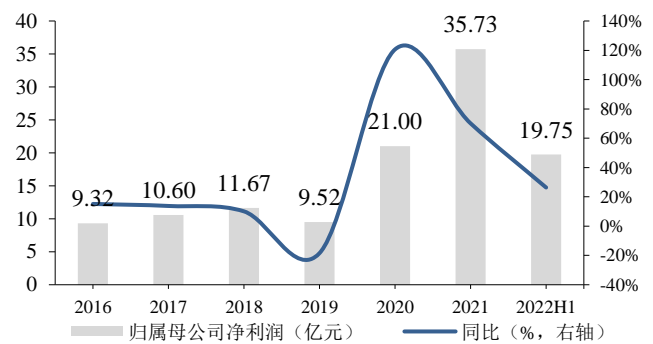
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022H1 收入 103.97 亿元，同比+25.65%



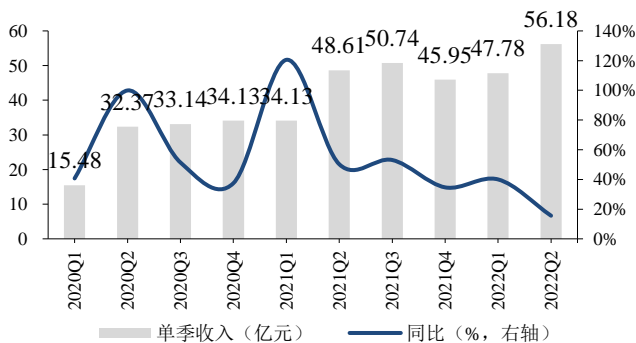
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2022H1 归母净利润 19.75 亿元，同比+26.36%



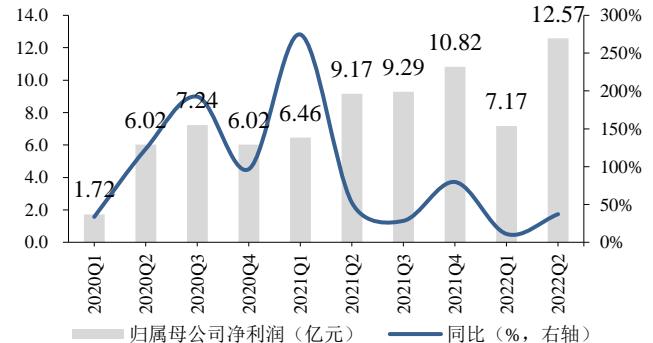
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022Q2 收入 56.18 亿元，同比+15.57%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

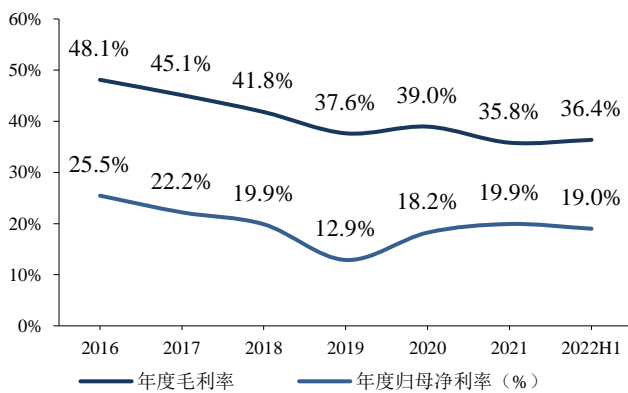
图5：2022Q2 归母净利润 12.57 亿元，同比+37.18%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

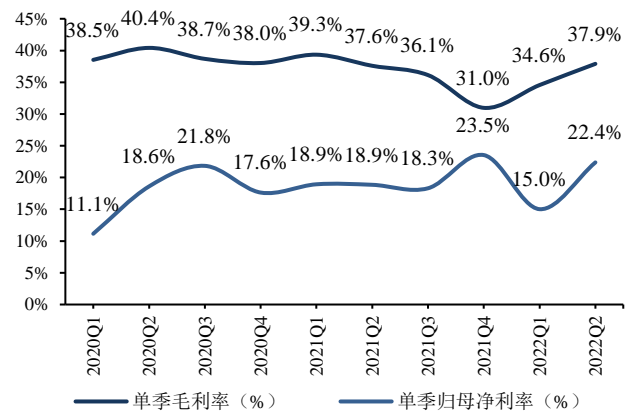
Q2 毛利率环比改善明显，扣非归母净利率持稳。2022H1 毛利率为 36.37%，同比下降 1.95pct，2022Q2 毛利率 37.91%，同比增长 0.31pct，环比增长 3.34pct；Q2 毛利率环比 Q1 提升明显，主要系：1) 4 月工控产品&机器人产品普遍涨价 5-15%；2) 收入结构变化所致（相对低毛利率的新能源车业务在 Q1&Q2 营收占比相近、低毛利的电梯业务占比下滑，增速相对更快的控制层/工业机器人业务毛利率分别同比+4.4pct/+5.2pct）。2022H1 归母净利率为 19.00%，同比增长 0.11pct，2022Q2 归母净利率 22.38%，同比增长 3.53pct，扣非归母净利率 18.63%，同比+0.16pct。公司费用率 Q2 有所提升，故扣非归母净利率同比基本持平。

图6: 2022H1 毛利率、净利率同比-1.95、+0.11pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2022Q2 毛利率、净利率同比+0.31、+3.53pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 分产品毛利率水平

	分产品	2022H1	2021H1	同比变动
通用自动化	控制层 (PLC&HMI)	59.53%	55.12%	4.41%
	驱动层 (变频&伺服驱动器)	46.54%	47.89%	-1.35%
	执行层 (各类电机, 含伺服电机)	38.01%	38.30%	-0.29%
	传感层 (传感器)	39.42%	42.98%	-3.56%
电梯	电梯电气系统	25.31%	28.13%	-2.82%
新能源车&轨交	电驱&电源系统、牵引系统	20.92%	23.61%	-2.69%
工业机器人	工业机器人&机械传动	51.41%	46.24%	5.17%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

通用自动化：2022Q2 需求走弱，而汇川借助行业缺货&疫情机遇加速外资替代，在 2021 年高基数情况下仍实现较快增长。公司 2022H1 工控业务实现营收 56.4 亿元，同比+26%；其中 Q2 实现营收 31.7 亿元，同比+27%。根据睿工业数据，22Q2 工控行业同比-1.5%，OEM 行业同比-5.0%，但先进制造行业相关电池/半导体同比+25%/+14%，景气度仍较好，公司能源 SBU 在 2022H1 同增超 60%。在外资缺芯+上海疫情严重影响外资的情况下，公司通过强化“与国际供应商的战略合作、对产品研发/采购/销售实施拉通管理、对关键器件进行多品牌设计替代”等措施，带动工控业务实现较快增长。

分产品来看，PLC、机器人接棒变频伺服成为高增长产品：1) PLC H1 营收为 6.7 亿元，同比+108% (Q2 营收 4.3 亿元，同比+127%)，小型 PLC 销售额份额已达 10.7%、位居第二。“做强控制器”战略之下，PLC 搭配伺服大量切入高端应用领域，接替伺服成为下一个高增长产品；2) 伺服/变频 H1 营收分别为 23.2/19.2 亿元，同比+22%/+25% (Q2 分别同比+11%/+20%)，伺服借助先进制造行业增长，市场份额提升至 21.6%，拉大与龙二差距。3) 机器人 H1 营收为 2.7 亿元，同比+39% (Q2 营收 1.6 亿元，同比+29%)，上半年累计发货 9000 台。产品端 SCARA 在锂电、光伏、3C 领域大批量销售，同时增加“区域线”组织辐射至医药、汽车电子、包装等行业；六关节机器人有序推进，4kg/10kg 下半年推向市场、60-80kg 已推出、220kg 研发进展顺利。H1 汇川国内销售额份额 17.5%，位居第二 (内资第一)，机器人核心零部件自供，业务持续盈利。

展望 2022H2，公司 7 月工控订单同比小幅增长，我们预计 8-9 月有望恢复较好增长，2022Q3 高景气下游锂电光伏等资本开支仍旺盛，公司能源板块 SBU 占比超 30%、带来较好支撑；我们预计全年工控板块营收有望同比+30%以上，2022Q4 或 2023Q1 行业周期有望向上，后续提供较强业绩弹性。

图9：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	
		实川		松下		台达		ABB		实川		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
2020Q1	1月	1.3	0%	0.75	7%	0.89	-17%	2.13	-20%	0.5	-17%		
	2月	0.75	7%	0.71	-13%	0.36	4%	1.57	-77%	0.22	-51%	0.35	-20%
	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%	1.59	38%	4.14	51%	0.9	0%	0.4	17%
	5月	2.4	17%	2.01	16%	1.63	40%	3.52	77%	1	11%	0.7	18%
	6月	2	54%	1.78	6%	1.66	38%	2.37	-18%	0.9	-10%	0.6	10%
2020Q3	7月	1.5	15%	1.8	52%	1.25	55%	3.5	9%	0.8	14%	0.7	14%
	8月	1.5	15%	1.34	26%	1.44	135%	3.1	12%	0.75	-6%	0.6	8%
	9月	1.4	0%	0.99	-24%	1.5	18%	2.8	13%	0.78	3%	0.8	10%
2020Q4	10月	1.52	17%	1.8	203%	1.27	11%	2.7	10%	0.75	7%	0.7	9%
	11月	1.9	36%	1.4	10%	1.45	24%	2.6	8%	0.82	17%	0.8	12%
	12月	2.5	56%	1.6	-5%	1.1	1%	2.5	25%	0.98	23%	0.85	11%
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%	2.8	0%	0.8	-20%	1.06	8%
	2月	1.6	14%	1.22	11%	1.19	-1%	5	61%	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%

数据来源：睿工业，东吴证券研究所

图10: 工控行业分下游行业销售额同比增速

百万元	2021								2022			
	2021Q1	YoY	2021Q2	YoY	2021Q3	YoY	2021Q4	YoY	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY
OEM市场合计	31240	53.4%	33667	28.1%	28180	21.2%	27110	11.5%	32641	4.5%	31983	-5.0%
机床	6944	61.0%	9589	30.6%	6452	17.8%	6868	4.5%	6388	-8.0%	8055	-16.0%
半导体	3410	62.0%	3940	41.0%	3796	39.4%	3128	22.0%	3990	17.0%	4491	14.0%
电池	1899	83.1%	1757	42.8%	1566	42.0%	1285	25.0%	2279	20.0%	2196	25.0%
包装	1518	95.1%	1721	39.8%	1591	35.4%	1132	11.0%	1746	15.0%	1274	-26.0%
纺织	1730	100.9%	2100	39.4%	1574	1.4%	1443	15.0%	2007	16.0%	1452	-30.9%
工业机器人	1016	108.2%	1164	53.0%	965	38.1%	833	20.0%	1179	16.0%	1083	-7.0%
暖通空调	1005	18.0%	1272	15.0%	1252	12.0%	803	-2.0%	975	-3.0%	1348	6.0%
电梯	1001	50.1%	1728	14.0%	1510	14.1%	1310	5.5%	1101	10.0%	1274	-26.3%
物流	940	38.0%	1370	35.0%	1231	23.0%	853	5.0%	1015	8.0%	1302	-5.0%
起重	928	25.1%	1108	18.0%	954	14.4%	706	6.0%	900	-3.0%	1019	-8.0%
橡胶	530	38.0%	475	12.0%	535	8.1%	404	0.0%	557	5.1%	484	2.0%
印刷	518	63.4%	481	41.9%	359	-23.0%	353	-19.0%	311	-40.0%	289	-40.0%
塑料	515	35.9%	671	13.0%	699	11.0%	523	0.0%	557	8.2%	678	1.0%
食品饮料	508	27.0%	714	9.0%	666	7.1%	607	15.0%	620	22.0%	821	15.0%
工程机械	462	83.3%	603	6.0%	465	-15.0%	364	-12.1%	416	-10.0%	452	-25.0%
纸巾	435	37.2%	519	18.0%	442	11.9%	397	7.0%	448	3.0%	483	-7.0%
制药	233	43.8%	291	8.2%	271	7.1%	271	8.0%	252	8.2%	267	-8.2%
造纸	171	17.1%	286	24.9%	249	5.1%	220	6.8%	193	12.9%	266	-6.9%
建材	476	38.4%	512	12.3%	485	8.3%	340	-15.0%	437	-8.2%	467	-8.8%
烟草	55	83.3%	35	-7.9%	48	6.7%	49	40.0%	37	-32.7%	37	7.0%
其他	6946	35.8%	3331	18.0%	3070	45.5%	5221	27.9%	7233	4.1%	3607	8.3%
项目型市场合计	44100	34.0%	43912	7.2%	44850	1.5%	39220	3.4%	48399	9.7%	44425	1.2%
化工	9208	48.0%	10510	17.1%	8283	2.8%	8150	5.0%	10273	11.6%	11576	10.1%
石化	5471	27.0%	5338	13.2%	5563	2.0%	5196	6.0%	6310	15.3%	4751	-11.0%
电力	4427	31.0%	3812	-4.5%	3670	-1.6%	3256	8.0%	4847	9.5%	4169	9.4%
市政及公共设施	7173	19.0%	8665	-9.9%	9248	-8.0%	8661	-4.0%	7890	10.0%	9011	4.0%
冶金	3216	47.0%	4059	15.7%	5682	41.0%	4366	25.0%	3505	9.0%	3775	-7.0%
汽车	839	-3.0%	1852	-1.0%	1004	-10.0%	1092	4.0%	915	9.1%	1926	4.0%
采矿	610	5.9%	635	8.0%	922	2.0%	772	6.0%	734	20.3%	768	21.0%
造纸	526	16.1%	600	16.3%	652	6.0%	639	7.0%	600	14.1%	582	-3.0%
其他	12630	42.0%	6441	-10.2%	9826	-3.9%	7088	-3.9%	13325	5.5%	7866	22.1%
工控行业合计	75340	41.4%	77579	15.4%	73030	8.3%	66330	6.5%	81040	7.6%	76408	-1.5%

数据来源: 睿工业, 东吴证券研究所

新能源汽车&轨交: H1 新能源汽车继续翻倍、传统车较快起量, 全年有望盈利, 联合动力独立上市筹划中; 疫情之下轨交业务承压。

新能源车方面, 2022H1 新能源车业务收入 20.1 亿元, 同比+121%; 其中 Q2 收入 10.8 亿元, 同比+93%。新势力理想、小鹏出货维持高增, 传统车企长城混动、广汽 Aion 等今年贡献增量。新项目方面, 2022H1 合计定点项目数超 20 个, 且公司产品已迭代至第四代高压电驱总成、异步电机总成, 同时支撑 SiC 功率半导体 (公司是小鹏 G9 的碳化硅电控供应商)。今年重点任务为保交付, 常州一期产能饱满、二期启动建设, 若缺芯及疫情对交付的影响可控, 我们预计全年收入同比有望翻倍至 45 亿元+, 利润端预计盈亏平衡。此外, 基于整体战略规划及长期发展, 公司拟分拆联合动力至境内证券交易所上市, 目前处于前期筹划阶段。

轨道交通方面, 2022H1 实现营收 1.8 亿元, 同比-27%; 其中 Q2 收入 1.1 亿元, 同比-9%。疫情反复导致轨交项目推进延后, 公司 H1 新增中标订单金额为 1.17 亿元。

图11: 汇川技术 2022 年 1-5 月乘用车电控装机统计 (单位: 台/套)

	2020H1		2020H2		2021H1		2021H2		2022M1-5	
	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%	12,004	8.2%
理想汽车	22,000	58.7%	48,968	55.9%	61,072	61.8%	121,536	65.6%	95,298	64.9%
小鹏汽车	1,446	3.9%	16,519	18.9%	19,862	20.1%	39,100	21.1%	19,422	13.2%
广汽乘用车	160	0.4%	146	0.2%	67	0.1%	1,050	0.6%	3,711	2.5%
金康汽车	1,825	4.9%	1,336	1.5%	501	0.5%	193	0.1%	1	0.0%
红星汽车	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	0	0.0%	124	0.1%	169	0.2%	20	0.0%	11	0.0%
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%	2	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.0%
其他厂商:	2,269	6.1%	4,883	5.6%	5,003	5.1%	6,603	3.6%	16,444	11.2%
合计	37,447		87,582		98,888		185,393		146,892	
新能源汽车合计	349,190		924,249		1,161,635		2,127,305		1,757,203	
市占率	10.7%		9.5%		8.5%		8.7%		8.4%	

数据来源: GII, 东吴证券研究所

电梯: 2022Q2 地产继续承压, 叠加上海疫情影响贝思特经营, 收入同比-31%。受房地产市场及疫情影响, 行业需求下降&贝思特无法及时交付电气设备、线缆等产品, 电梯 22H1 收入 22.1 亿元, 同比-9%, 其中 Q2 收入 10.3 亿元, 同比-31%。2022-2024 年有望维持 10%的收入&利润增速预期: 我们预计 2022Q4 刺激政策有望推出、地产边际改善, 业务增速有望回暖; 同时, 大配套业务 H1 增长 31%, 跨国客户总体订单增长 22%、其他配套业务增长超 100%, 随大配套业务&电梯出海战略深化, 海外占比有望提升, 对冲国内房地产市场影响。

新业务领域:

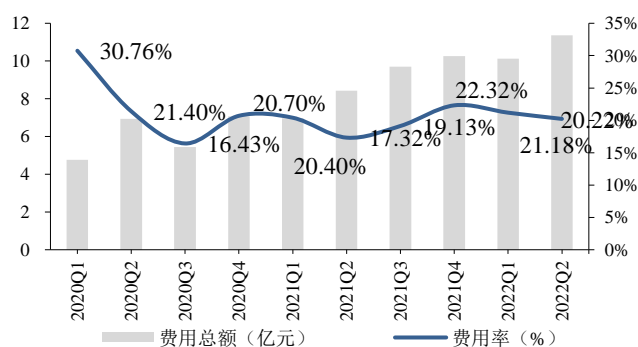
(1) 数字化业务有序推进, 空压机走在前面: 2022H1 公司工业领域的设备智能、制造智能、运营智能三个细分领域, 构建综合能源管理、设备服务、生产管理等软件产品, 在医药、包装、纺织等行业获取项目落地; 同时, 工业互联网平台类产品在公司完成内测。市场端, 在纺织、线缆、包装、港口、电梯、空压机等行业提供解决方案, 其中智能空压站快速增长。

(2) 国际化业务“元年”, 先锋队已抵达战场: 汇川 2022 年初提出“跨步国际化”战略, H1 公司梳理空压机、空调、风电、锂电等十余行业出海机会点, 依托行业线把成熟行业解决方案推向海外 (海外团队已出征欧洲、俄罗斯、中东等), 部分行业实现跨国客户突破。同时, 欧洲工厂项目组已抵达匈牙利, 正式投入海外工厂建设。

(3) 能源管理“发输配用”立体布局, 探讨多种商业模式可行性: 1) 发电侧, 已完成江苏省首个火储联合调频项目, 并在多个国家新能源示范基地提供 PCS 一体机; 2) 电网侧, 作为关键设备供应商参与国内共享储能青海格尔木基地项目 (百 MW 级); 3) 配电侧, 推出新一代“all in one”方案; 4) 用电侧, 提供端到端微电网解决方案及储能产品。此外, 系统性布局光储、储能、制氢、特种电源等产品, 岳阳基地建设新一代数字化能源工厂, 为产品交付保驾护航。

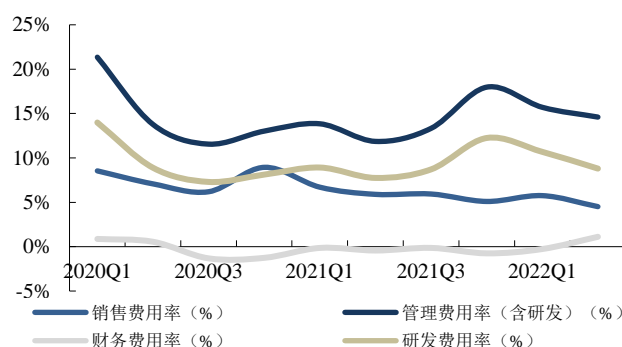
2022H1 研发&销售费用率有所控制，管理费用率同比增长。公司 2022H1 期间费用同比增长 39.65%至 21.48 亿元，期间费用率上升 2.07 个百分点至 20.67%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 2.50%、上升 49.70%、上升 47.54%、上升 292.35%至 5.28 亿元、15.71 亿元、10.05 亿元、0.5 亿元；费用率分别下降 1.15、上升 2.43、上升 1.43、上升 0.79 个百分点至 5.08%、15.11%、9.66%、0.48%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-11.53%/+42.26%/+31.23%/+396.96%，费用率分别为 4.51%/14.60%/ 8.80%/1.11%

图12: 2022H1 期间费用 21.48 亿元，同比+39.65%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

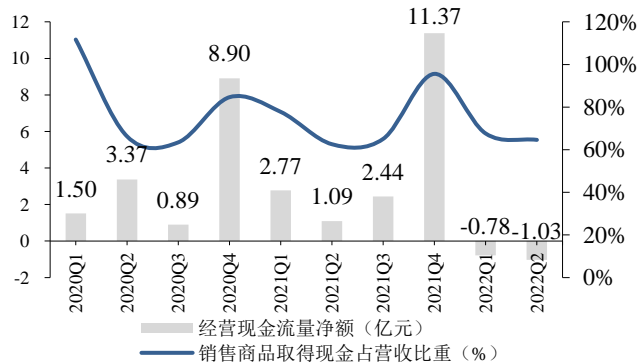
图13: 2022Q2 期间费用率 20.22%，同比+2.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

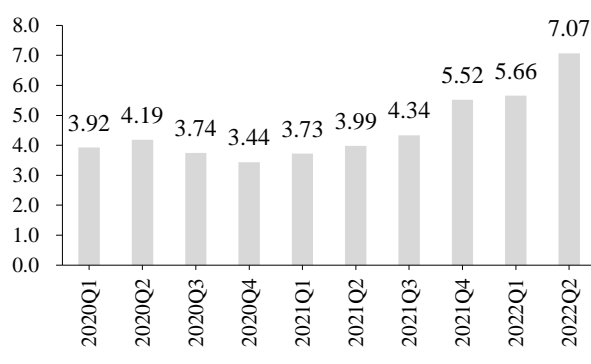
员工奖金等支出增加+供应商贷款的现金结算及自开汇票到期兑付金额增加，2022H1 现金流有所下滑。2022H1 经营活动现金流量净流出 1.81 亿元，同比下降 146.93%。销售商品取得现金 68.6 亿元，同比增长 20.46%。期末合同负债 7.07 亿元，比年初增长 28.13%。期末应收账款 54.8 亿元，较年初增长 10.89 亿元，应收账款周转天数上升 11.31 天至 85.45 天。期末存货 54.12 亿元，较年初上升 11.98 亿元；存货周转天数上升 27.28 天至 130.97 天。

图14: 2022Q2 现金净流出 1.03 亿元，同比-194.50%



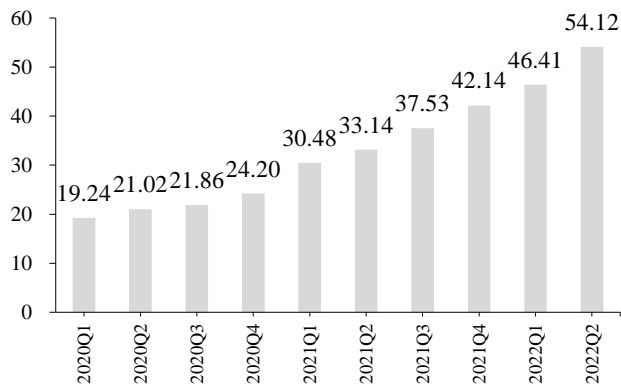
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022Q2 期末合同负债 7.07 亿元，较年初+28.13%



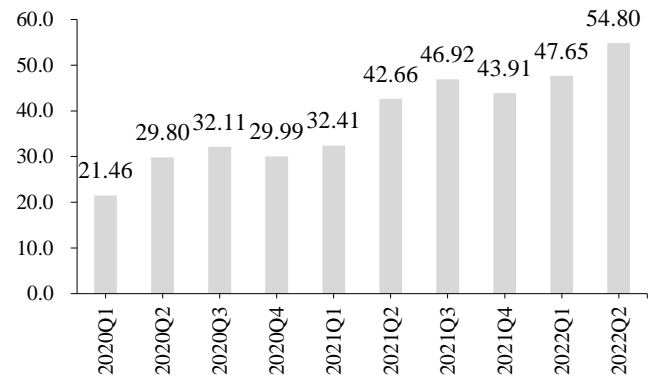
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2022Q2 期末存货 54.12 亿元, 较年初+11.98 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 2022Q2 期末应收账款 54.8 亿元, 较年初+10.89 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 2022-24 年归母净利润分别为 43.0 亿元/56.1 亿元/73.0 亿元 (假设 22-24 年并购基金投资收益分别为 6.5/7.5/8.5 亿元), 同比 20%/+30%/+30%。给予目标价 95.6 元, 对应 2023 年 45 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争加剧, 新能源汽车销量不及预期等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18,418	23,299	30,244	40,154	营业总收入	17,943	24,211	31,960	42,790
货币资金及交易性金融资产	6,026	5,910	7,539	9,548	营业成本(含金融类)	11,516	15,602	20,712	27,943
经营性应收款项	7,818	11,385	14,854	19,964	税金及附加	102	146	182	248
存货	4,214	5,515	7,233	9,901	销售费用	1,050	1,356	1,726	2,268
合同资产	30	27	47	61	管理费用	866	1,162	1,486	1,926
其他流动资产	330	461	570	680	研发费用	1,685	2,482	3,222	4,279
非流动资产	8,885	9,731	10,982	12,218	财务费用	-67	-52	-69	-100
长期股权投资	1,460	2,110	2,860	3,710	加:其他收益	589	654	799	984
固定资产及使用权资产	2,190	2,372	3,147	3,660	投资净收益	434	499	575	685
在建工程	680	1,138	752	521	公允价值变动	255	260	300	350
无形资产	584	636	674	699	减值损失	-245	-265	-308	-352
商誉	1,921	1,916	1,911	1,906	资产处置收益	-2	-5	-6	-7
长期待摊费用	165	209	253	297	营业利润	3,822	4,659	6,061	7,886
其他非流动资产	1,886	1,349	1,386	1,426	营业外净收支	-3	2	2	2
资产总计	27,303	33,029	41,226	52,373	利润总额	3,819	4,661	6,063	7,888
流动负债	9,996	12,874	16,569	21,788	减:所得税	138	289	376	489
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,249	1,323	1,277	1,263	净利润	3,681	4,372	5,687	7,399
经营性应付款项	6,366	8,351	11,153	15,113	减:少数股东损益	108	70	80	96
合同负债	552	593	797	1,159	归属母公司净利润	3,573	4,302	5,608	7,303
其他流动负债	1,830	2,608	3,342	4,253	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.35	1.63	2.13	2.77
非流动负债	977	516	457	409	EBIT	3,179	3,464	4,632	6,126
长期借款	597	139	83	38	EBITDA	3,551	3,880	5,172	6,769
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.82	35.56	35.19	34.70
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	19.92	17.77	17.55	17.07
其他非流动负债	362	359	356	353	收入增长率(%)	55.87	34.93	32.01	33.89
负债合计	10,973	13,390	17,026	22,197	归母净利润增长率(%)	70.15	20.40	30.34	30.23
归属母公司股东权益	15,883	19,123	23,604	29,483					
少数股东权益	446	516	596	692					
所有者权益合计	16,330	19,639	24,200	30,176					
负债和股东权益	27,303	33,029	41,226	52,373					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,766	2,032	3,927	4,501	每股净资产(元)	6.03	7.26	8.97	11.20
投资活动现金流	-2,386	-1,064	-1,414	-1,365	最新发行在外股份(百万股)	2,639	2,639	2,639	2,639
筹资活动现金流	1,299	-1,521	-1,237	-1,493	ROIC(%)	19.74	16.53	18.61	20.14
现金净增加额	668	-553	1,275	1,643	ROE-摊薄(%)	22.50	22.50	23.76	24.77
折旧和摊销	372	416	540	643	资产负债率(%)	40.19	40.54	41.30	42.38
资本开支	-773	-1,227	-1,106	-1,100	P/E(现价&最新股本摊薄)	46.34	38.49	29.53	22.68
营运资本变动	-1,928	-2,983	-2,369	-3,673	P/B(现价)	10.41	8.64	7.00	5.60

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>

