

汇川技术 (300124.SZ)

买入 (首次覆盖)

多业务基本盘稳固，工控龙头静待腾飞

当前价格： 71.20 元
 目标价格： 87.05 元

投资要点：

➤ **国内工控龙头，内生外延多领域领先。**公司创始团队有多位曾共事于华为和艾默生，有较强的默契程度和过硬的技术能力与从业经验。公司业务布局多个领域，覆盖通用自动化、电梯电气大配套、新能源汽车电驱&电源系统、工业机器人和轨道交通牵引系统等。公司在多个业务领域国内市场份额领先，截止到2022年上半年，公司通用伺服系统国内市占21.6%，市占第一。低压变频器市占14.8%，市占第三。小型PLC市占10.7%，排名第二。新能源车电控产品国内市占9.3%排名第三。

➤ **通用自动化受益制造业产业升级，短期投资扰动难扰长期上升趋势。**我国人口红利正逐渐消失，催生制造业升级机会，促使人工替代类设备渗透率提升。短期制造业投资受扰于疫情等因素，但从工业中长期贷款余额这一前瞻性指标来看，2022Q3仍维持在同比23.3%的高水平，制造业固定资产投资完成额有望提升。公司国内通用自动化、新能源电控等业务板块市占领先。公司工业机器人营收由2016年的0.11亿快速增长到了2021年的3.62亿，期间CAGR高达79%。国内工业机器人密度仍有上升空间，预计公司在此趋势下，凭借一体化整机解决方案和本土化优势获得更高市场份额。

➤ **电梯业务提供稳定增量，新能源车电机电控贡献新增量。**公司是电梯电控龙头，收购贝思特后电梯整体化解决方案提升。电梯大配套是公司业务中最稳固基本盘之一。虽短期受到房地产等因素影响，但老旧电梯加装电梯需求，有望进一步提升对电梯需求量。公司电梯业务加速出海，大配套为客户提供一体化解决方案，进一步巩固公司核心客户，提升竞争力。新能源车业务受益于新能源车行业快速增长，电机电控业务收入高增份额快速提升。新能源车业务正从商用车向乘用车转型，将享受更高的增速。

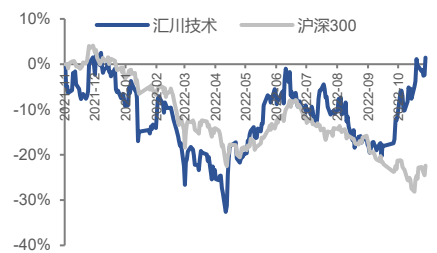
➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2022-24年归母净利润将达42.7/57.7/71.3亿元，三年同增19%/35%/24%，对应当前股价PE分别为44.2/32.7/26.5倍。采用相对估值法，鉴于公司是国内工控行业龙头叠加新能源车业务快速增长，给予公司2023年40倍PE，对应目标价87.05元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**受疫情影响宏观经济恢复放缓；通用自动化行业竞争加剧；新能源车销量不及预期；电梯业务受房地产影响销量不及预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2649/2299
总市值/流通市值 (百万元)	188638/163658
每股净资产 (元)	6.95
资产负债率 (%)	45.21
一年内最高/最低 (元)	71.97/47.29

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟
 执业证书编号：S0210522050005
 邮箱：dw3787@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,511	17,943	23,853	31,984	41,086
增长率 (%)	56%	56%	33%	34%	28%
净利润 (百万元)	2,100	3,573	4,266	5,766	7,129
增长率 (%)	121%	70%	19%	35%	24%
EPS (元/股)	0.79	1.35	1.61	2.18	2.69
市盈率 (P/E)	89.8	52.8	44.2	32.7	26.5
市净率 (P/B)	17.7	11.9	9.7	7.7	6.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键假设

假设 1: 通用变频器国内市场 2022-2024 以 8% 的增速稳定增长, 公司通用变频器产品国内市占 2022-2024 年达到 16.9%/21.1%/24.4%, 对应营收 39.0/52.6/65.8 亿元, 毛利率分别为 47.0%/47.2%/47.2%。

假设 2: 伺服国内市场, 2022-2024 年国内市场将以 9%/13%/13% 的增速增长, 公司伺服产品国内市占 2022-2024 年达到 22.3%/28.4%/33.3%, 增速分别为 25.0%/44.1%/32.2%, 对应营收 56.7/81.6/107.9 亿元, 毛利率分别为 48.1%/48.3%/48.4%。

假设 3: PLC 国内市场, 2022-2024 年国内市场将以 10% 的增速增长, 公司 2022 年 Q1-Q3, PLC 业务同比增速达到了 84.4%, 综合公司过去的 PLC 国内市占情况, 预计公司 PLC 业务国内市占将分别达到 12.1%/15.9%/19.5%, 对应营收 14.1/20.5/27.7 亿元, 毛利率在 2022-2024 年维持在 60%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司在国内通用自动化子领域如交流伺服, 低压变频器和小型 PLC 市占率已经做到了领先地位, 市占进一步增加空间有限。我们认为, 虽然公司在子领域已经做到了内资第一的位置, 但在交流伺服、低压变频器和小型 PLC 市场份额上, 2021 年国内外资品牌市占仍有超 35%、45% 和 60% 的份额。国产化品牌对海外品牌的替代仍有拓展空间。通用自动化下游锂电、光伏、风电、半导体行业近年保持了良好的增长态势, 在海内外局势复杂变化和疫情反复下, 国产品牌有望凭借本土化的快速响应加速对海外品牌的替代, 公司的市占率有望进一步提升。除此之外, 公司积极布局流程工业拓展大型 PLC 业务, 抓住对稳定性要求高的流程工业部分行业 (如冶金、建材、有色等) 以及行业知名的国企央企中国产替代机会实现突破, 开拓新的业务增长空间, 未来有望完成从“1”到“10”的快速成长。

市场认为公司新能源车电控业务主要布局在商用车, 未来增长有限。我们认为, 公司目前积极寻求向乘用车布局, 在商用车扎实的电控技术为向乘用车转向做好了充足准备。

股价上涨的催化因素

疫情好转, 经济恢复超预期; 国内制造业资本开支投入超预期; 公司对海外品牌的替代进度超预期;

估值与目标

汇川是工控领域龙头公司, 主要为设备自动化/工厂自动化行业提供变频器、伺服系统等工业自动化核心部件及工业机器人产品, 为新能源汽车行业提供电驱和电源系统, 为轨道交通行业提供牵引与控制系统。公司通用自动化业务市占在国内位列前茅, 其中通用伺服系统国内份额 21.6%, 市占第一, 低压变频器国内市占 14.8%, 内资市占第一, 小型 PLC 产品, 国内市占 10.7%, 排名第二, 内资第一。选取具有相同业务的麦格米特、雷赛智能、禾川科技、三花智控和信捷电气作为可比公司。2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 35.0/24.6/18.4 倍。

我们预计汇川技术 2022-2024 年归母净利润将达到 42.7/57.7/71.3 亿元, 三年同比增长 19%/35%/24%, 三年复合增速 25.9%。鉴于公司为工控环节龙头公司, 通用自动化业务在国内市占连年保持增长, 新能源车业务从商用车转向增速更高的乘用车, 我们给予公司一定估值溢价, 2023 年 40 倍 PE, 对应目标价 87.05 元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

受疫情影响宏观经济恢复放缓; 通用自动化行业竞争加剧; 新能源车销量不及预期; 电梯业务受房地产影响销量不及预期; 业绩不达预期对估值溢价的负面影响。

正文目录

一、	国内工控行业龙头，业绩稳步增长	5
1.1	源起“华为”、“艾默生”，高起点奠定开阔视野基础.....	5
1.2	多业务内生外延确定领先地位，公司业绩稳健增长.....	6
二、	业务多点开花，龙头地位稳固	8
2.1	通用自动化与机器人受益于制造业升级，短期投资扰动难挡长期上升趋势... 9	
2.2	新能源车销量快速增长，公司机电电控业务收入有望高增.....	14
2.3	电梯业务提供稳定增量，大配套方案有望扩大市场占有率.....	15
三、	盈利预测与估值	16
3.1	盈利预测	16
3.2	估值分析	19
四、	风险提示	19
4.1	受疫情影响宏观经济恢复放缓	19
4.2	通用自动化行业竞争加剧	19
4.3	新能源车销量不及预期	19
4.4	电梯业务受房地产影响销量不及预期	20
4.5	业绩不达预期对估值的负面影响风险	20

图表目录

图表 1：公司历程.....	5
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司业务板块梳理	6
图表 4：公司年度营业总收入及增速	7
图表 5：公司年度归母净利润及增速	7
图表 6：公司研发费用及增速.....	8
图表 7：公司与同比公司研发费用占比情况	8
图表 8：公司业务上下游行业之间关联性	9
图表 9：中国人口结构比例分布	9
图表 10：中国粗出生率.....	9
图表 11：金融机构本外币中长期贷款余额同比	10
图表 12：固定资产投资完成额（制造业）累计同比.....	10
图表 13：国内 PMI 在荣枯线附近	10
图表 14：公司通用自动化业务营收.....	11
图表 15：国内交流伺服市占变化情况	12
图表 16：国内低压变频器市占变化情况	12
图表 17：国内小型 PLC 市占情况	12
图表 18：公司适时改变营销策略创造价值.....	13
图表 19：工业机器人密度	14
图表 20：国内工业机器人市场规模.....	14
图表 21：中国新能源车历年新增	15
图表 22：公司新能源产品营收历年情况	15
图表 23：汇川技术电控出货量.....	15
图表 24：中国电梯保有量历年情况.....	16
图表 25：房地产竣工面积累计同比.....	16

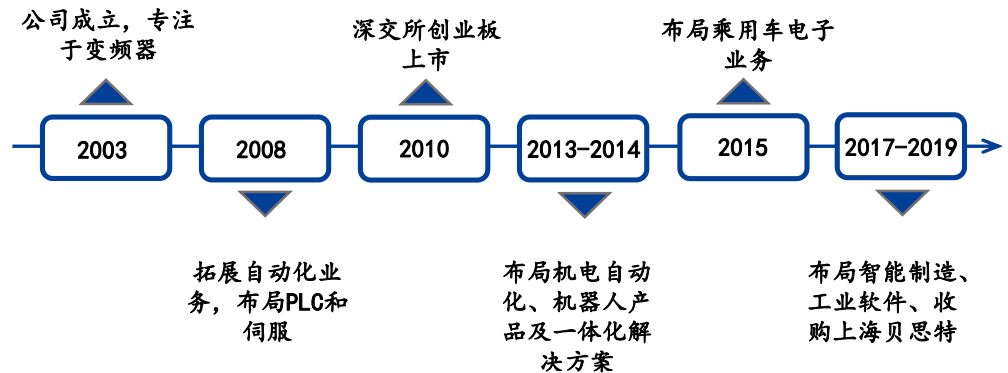
图表 26: 汇川技术 2022-2024 营收拆分	18
图表 27: 可比公司估值比较	19
图表 28: 财务预测摘要.....	21

一、国内工控行业龙头，业绩稳步增长

1.1 源起“华为”、“艾默生”，高起点奠定开阔视野基础

源起“华为”、“艾默生”，高起点奠定开阔视野基础。公司成立于 2003 年，于 2010 年在深圳交易所创业板上市。公司成立初期，专注于变频器的生产以及方案设计。2008 年，公司扩展自动化领域布局，开始展开 PLC 和伺服系统业务，将自动化系统业务由变频器单“点”业务向 PLC 和伺服业务“线、面”业务拓展。此后又在 2013 年和 2014 年布局机电自动化产品、机器人产品及一体化解决方案。2015 年布局乘用车电子业务，2017 年布局智能制造，2018 年布局工业软件。2019 年收购上海贝思特，完善公司电梯业务体系。

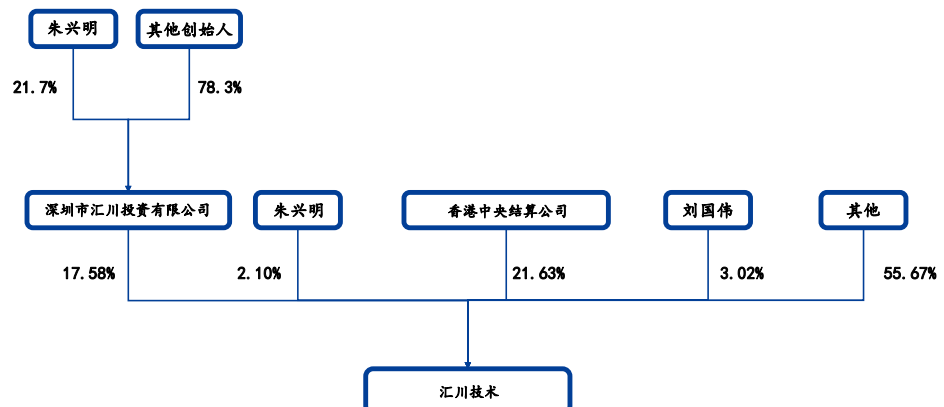
图表 1：公司历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司初创团队来自华为，有较强的默契度和行业领先的研发能力。2003 以董事长朱兴明为首的多位公司核心成员创办了汇川技术，公司创始团队中有多位曾共事于华为和艾默生，有着过硬的技术能力和从业经验。公司高管和骨干覆盖研发、营销等业务部门。公司控股股东和实际控制人均为董事长朱兴明先生，最大持股方为深圳市汇川投资有限公司，为创始人们的持股平台。

图表 2：公司股权结构



数据来源：Wind，华福证券研究所

1.2 多业务内生外延确定领先地位，公司业绩稳健增长

多业务内生外延，覆盖通用自动化、电梯大配套和新能源车电驱&电源等业务。在多年的研发生产积累过程中，公司的业务领域不断扩张，从最初的单一变频器逐步展开为通用自动化产品的生产和一体化方案解决平台。目前公司已经形成了以通用自动化，电梯电气大配套、新能源汽车业务电驱&电源系统业务、工业机器人业务和轨交牵引系统业务五大业务板块。

图表 3：公司业务板块梳理

业务板块	产品类别	主营产品系列	下游行业
通用自动化	控制层	PLC、HMI、CNC、工业视觉、运动控制卡	3C 制造、锂电、硅品、空压机、纺织、机床、注塑机、起重、风电、金属制品、电线电缆、纺织、印刷包装、塑胶、机械手、LED、食品、冶金、建材、煤矿、化工、市政、石油等
	驱动层	低压变频器、中高压变频器、通用伺服系统、专用伺服系统	
	执行层	电机、气动产品	
	传感层	传感器产品	
电梯电气大配套	电梯电气系统	电梯一体化产品、人机界面、门系统、线束线缆、并道电气等	电梯
新能源汽车电驱&电源系统	电驱&电源系统	电机控制器、高性能电机、五合一控制器、电驱总成、DC/DC、OBC、电源总成等	新能源汽车
工业机器人	工业机器人&机械传动	SCARA 机器人、六关节机器人、机器人控制系统、精密丝杠	3C 制造、锂电、硅晶、半导体
轨道交通牵引系统	牵引系统	牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机	轨道交通
其他	其他	工业互联网、储能逆变器、工业电源等	-

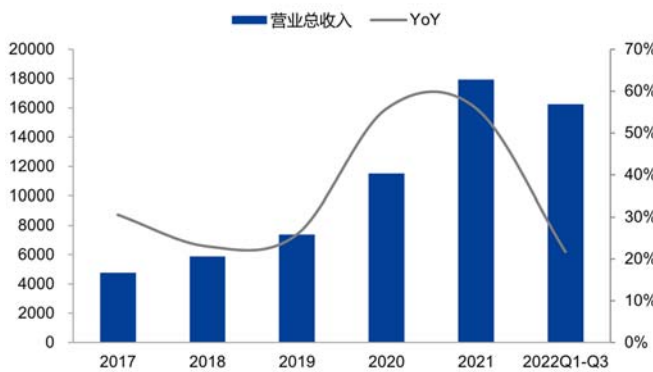
数据来源：公司公告，华福证券研究所

受益制造业自动化升级，公司业绩稳定增长。受益于制造业改造升级推进自动化进程，公司营业收入从 2012 年的 11.93 亿元，增长至 2021 年的 179.43 亿元，2012-2021 年间营收 CAGR 为 35.1%。归母净利方面，从 2012 年的 3.18 亿元增长至 2021 年 35.73 亿元，2012-2021 年间归母净利 CAGR 为 30.8%，营业收入和归母净利均保持了稳定高速增长。**2022Q1-Q3 业绩符合预期**，公司公布了 2022 年前三季度经营情况，报告期内，公司实现营收 162.41 亿元，同比增长 21.67%。实现净利润 31.07 亿元，同比增长 19.49%。实现归母净利润 30.85 亿元，同比增长 23.79%。扣非归母净利润 27.30 亿，同比增长 12.93%。公司业绩符合预期。其中 2022Q3，实现营收 58.44 亿元，同比增长 15.19%。实现归母净利 11.10 亿元，同比增长 19.48%。实现扣非归母净利 9.85 亿，同比增长 10.20%。

抓住下游市场结构性机会，今年复杂多变环境面新能源领域业务仍稳定增长。今

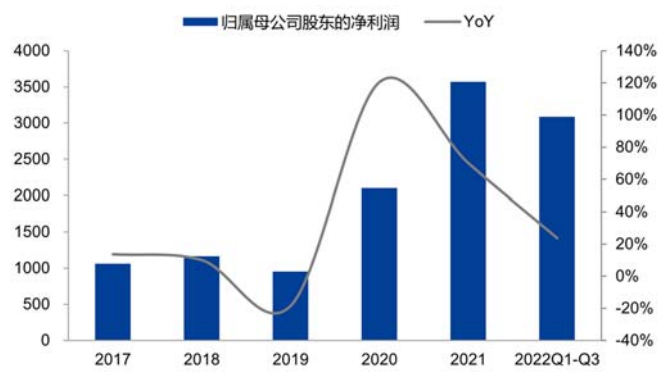
年年初至三季度末由于疫情和经济下行因素影响，工业自动化增长乏力。公司抓住结构性机会，新能源车业务 2022Q1-Q3 实现营收 32.65 亿元，超过 2021 年新能源车业务总额，同比增长 83.3%。此外，下游锂电、光伏、风电、半导体等行业保持增长态势，根据 MIR 数据，今年上半年锂电、光伏等先进制造行业仍然同比增长 20~30% 左右。公司业务结构上，与锂电、光伏相关的能源 SBU 今年上半年增速超过 60%，超过行业增速，为公司 PLC、伺服系统、变频器等产品提供了较好的增长动力。

图表 4: 公司年度营业总收入及增速(单位:百万元)



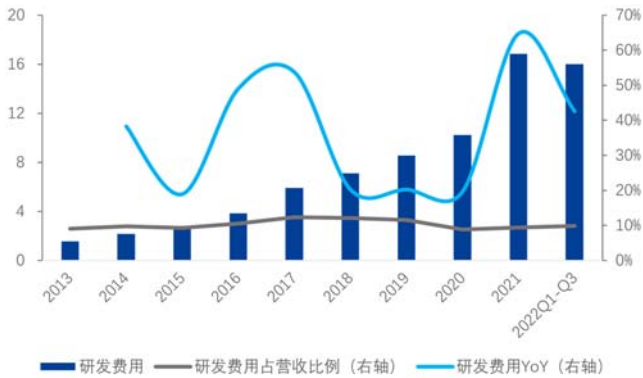
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 5: 公司年度归母净利润及增速(单位:百万元)

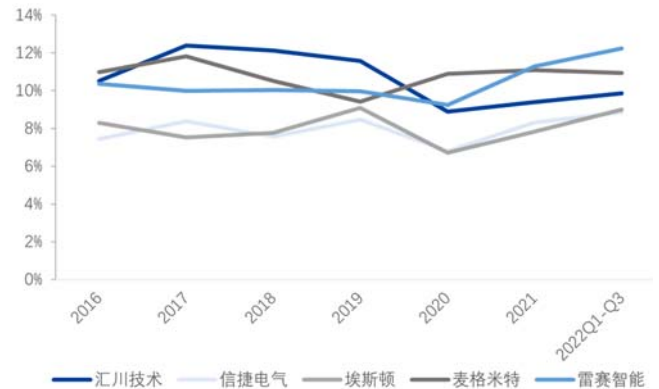


数据来源: Wind, 华福证券研究所

持续研发投入保证公司提升核心技术水平,保持竞争力。公司近年持续加大研发投入,提高精益管理能力,突破核心技术。公司近年研发费用占营收比重持续维持在 10% 上下。研发费用持续增长,2013-2022 年期间研发费用 CAGR 为 34.5%。公司注重研发投入,在同比公司研发费用占营收占比总名列前茅。公司目前研发投入多个通用自动化项目,其中包括高性能小中型 PLC,高性能通用变频平台的研发项目,以期在未来通过技术优势提高产品性能,优化产品成本,从而提升公司产品的市场份额和毛利率水平。

图表 6：公司研发费用及增速（单位：亿元）


数据来源：Wind，华福证券研究所

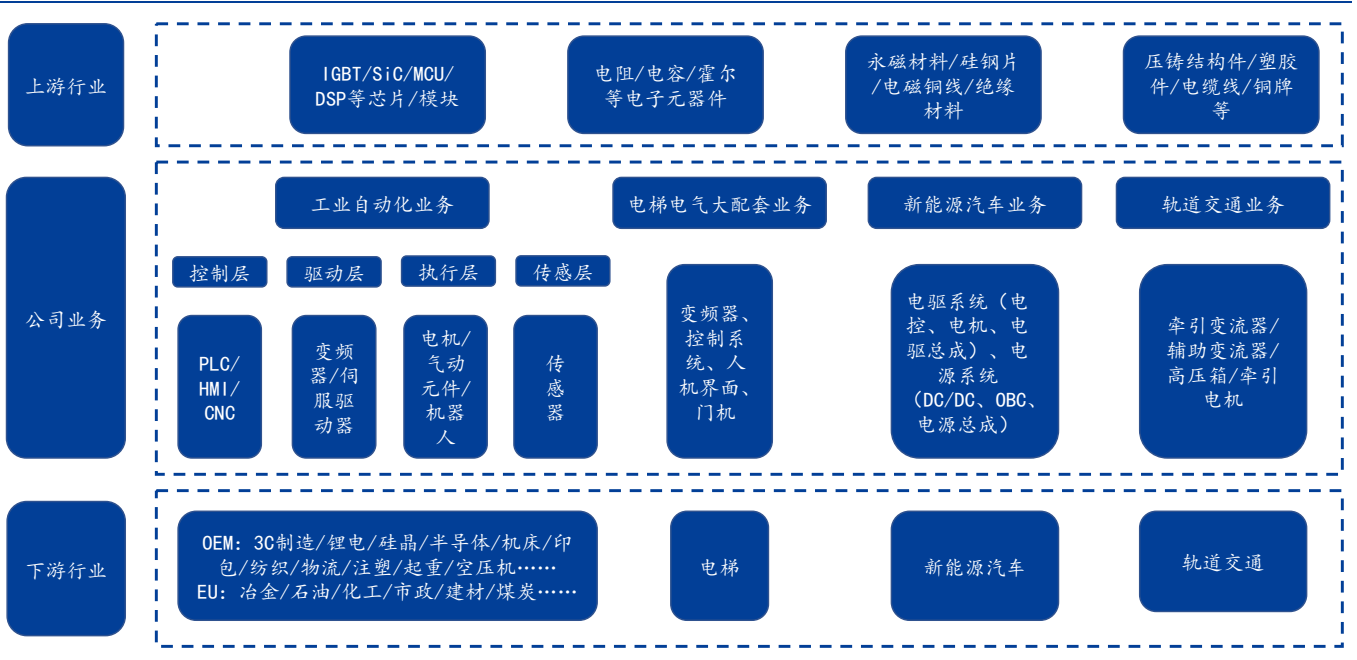
图表 7：公司与同行业公司研发费用占比情况


数据来源：Wind，华福证券研究所

二、业务多点开花，龙头地位稳固

通用自动化、新能源汽车等核心业务稳定增长，维持业务基本盘高增速。虽然 2022 年受到疫情和经济疲软影响，工业自动化市场需求增长乏力。但是公司事业部积极寻找结构性市场机会，凭借“及时交付、国产龙头品牌、多产品综合解决方案”等优势，实现了通用自动化业务、新能源汽车业务和工业机器人业务销售收入和利润的快速增长。2022Q1-Q3，通用自动化实现销售收入 83.23 亿元，占公司收入的 51.24%，同比增长 21.7%，其中通用变频器实现销售收入 30.63 亿元，通用伺服系统实现销售收入 36.38 亿元，PLC&HMI 实现销售收入 9.79 亿元，电液系统实现销售收入 3.51 亿元（含伊士通）。新能源汽车业务板块实现销售收入 32.65 亿元，同比增长 83.3%，超过去年新能源汽车业务营收总额。工业机器人业务板块实现销售收入 4.03 亿元，同比增长 39.8%。

图表 8：公司业务上下游行业之间关联性

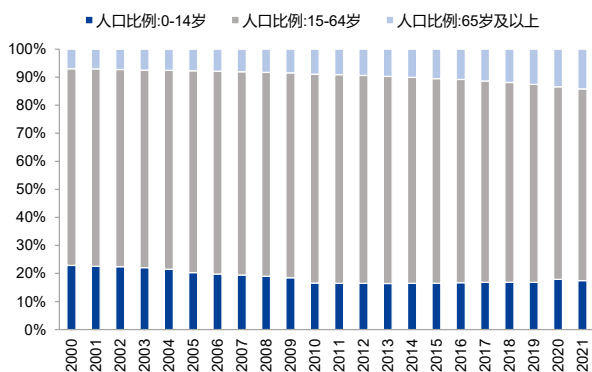


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.1 通用自动化与机器人受益于制造业升级，短期投资扰动难挡长期上升趋势

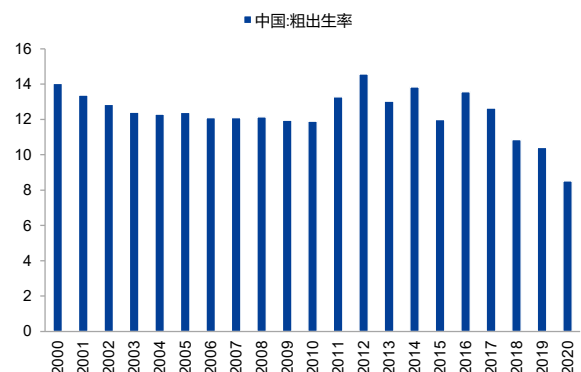
人口红利逐渐消失，推动制造业智能升级。我国之前经济迅速发展所依赖的人口红利正逐渐消失。根据国家统计局的统计数据，我国人口结构中 15-64 岁占总人口比例已从 2010 年的 74.5% 降到了 2021 年的 68.3%，65 岁以上人口占总人口比例已从 2010 年的 8.9% 上升至 2021 年的 14.2%。此外根据世界银行统计的中国人口粗出生率，到 2020 年已降至 8.52%。根据目前的人口结构趋势，预计我国未来劳动年龄人口可能会逐渐减少，整个国家的人口结构变化会催生制造业智能升级，促使人工替代类设备渗透率提升。

图表 9：中国人口结构比例分布（单位：%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

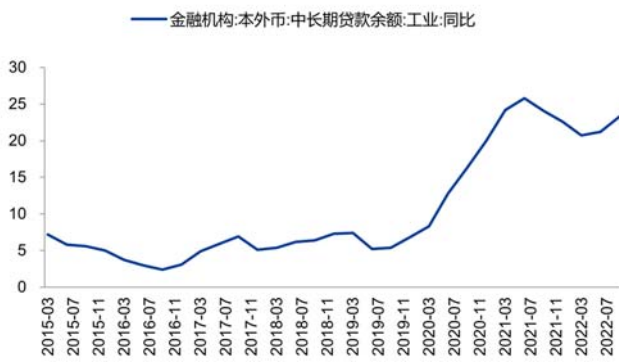
图表 10：中国粗出生率（单位：%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

疫情以来制造业投资受扰，中长期看制造业升级景气度可期。自疫情以来，上游原材料价格出现明显上涨，导致制造业成本普遍升高，影响整个行业的盈利能力。但如果将时间维度拉长，从中长期看中国制造业的发展，我国制造业如我们前文所述，仍处在产业升级的过程中。虽然受到短期疫情因素的影响，制造业固定资产投资完成额在 2019 年末和 2020 年初出现了大幅的同比回落，但自 2021 年开始已经出现了明显的好转，根据国家统计局的数据，2022 年 9 月的制造业固定资产投资完成额同比已经有了 10.1% 增长，PMI 也回到了荣枯线附近。从前瞻指标，工业中长期贷款余额同比来看，2022 年 Q3 的同比增速仍然维持在 23.3% 的高水平，因此推断，制造业固定资产投资完成额有望随之进一步提升。

图表 11：金融机构本外币中长期贷款余额同比（单位：%）



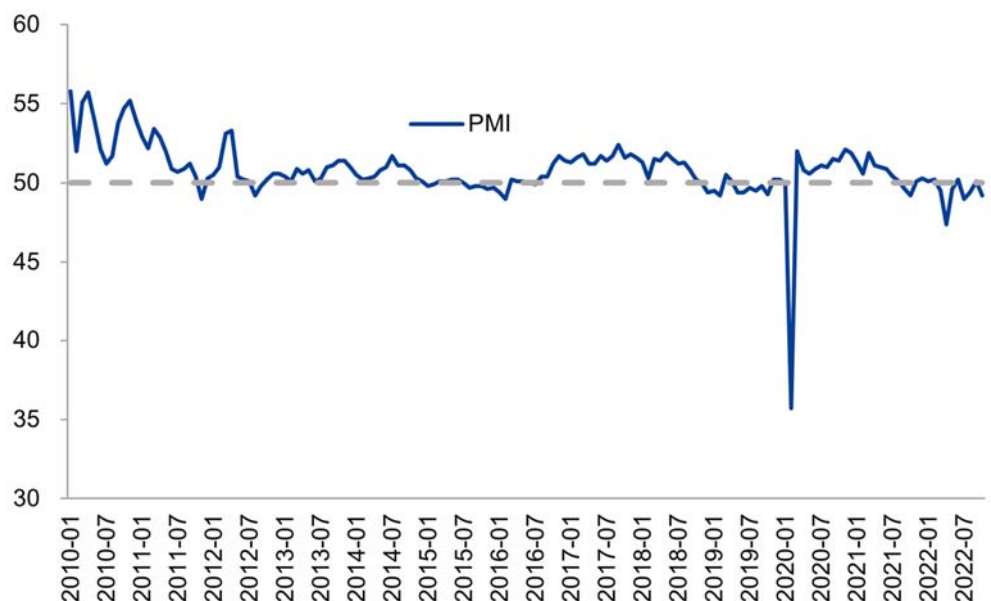
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 12：固定资产投资完成额（制造业）累计同比（单位：%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

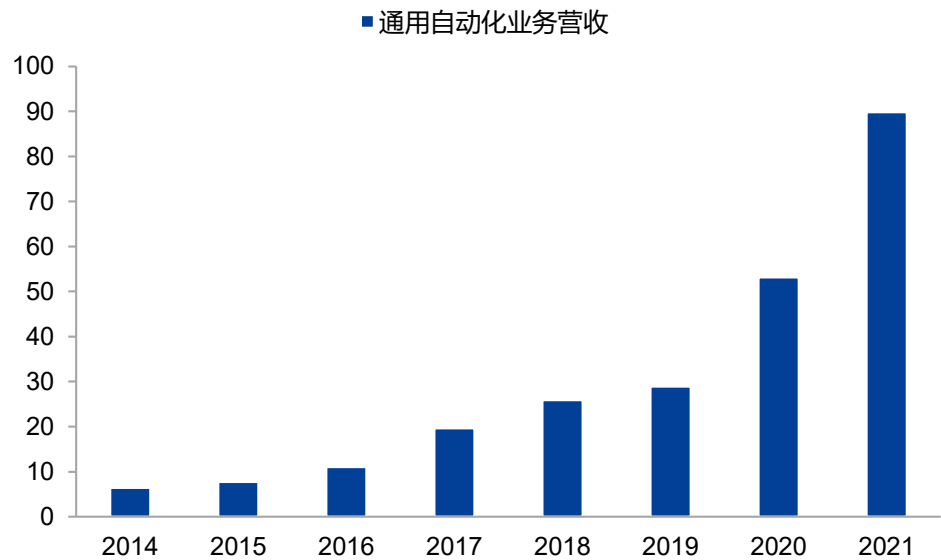
图表 13：国内 PMI 在荣枯线附近



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司通用自动化业务保持高速增长，多业务布局结构逐渐优化。公司的通用自动化业务营收十年间，从 2014 年的 6.43 亿元增长到 2021 年的 89.82 亿元，七年间 CAGR 达 45.75%。2022 年 Q1-Q3 通用自动化业务实现了 83.23 亿的营收，同比增长 21.7%。其中变频器实现销售收入 30.63 亿元，同比增长 31.2%；通用伺服系统实现销售收入 36.38 亿元，同比增长 24.4%；PLC&HMI 实现销售收入 9.79 亿元，同比增长 84.4%；电液系统实现销售收入 3.51 亿元（含伊士通），同比下降 42.9%。在机器人和工厂自动化/智能化的大背景下，公司变频器、伺服系统、PLC 等产品仍有较大成长空间。公司通过布局多项优势业务，实现多点开花。

图表 14：公司通用自动化业务营收（单位：亿元）

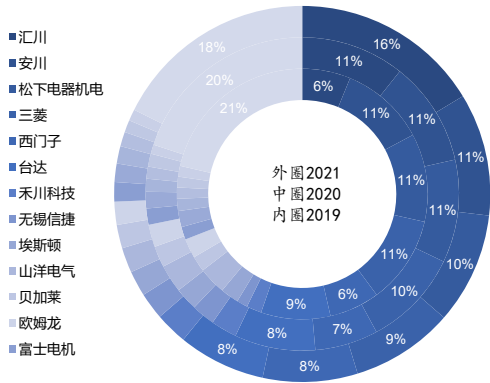


数据来源：Wind，华福证券研究所

伺服国内份额稳居第一，变频器、PLC 份额稳中有升。2021 年公司国内市场份额占比中，通用伺服系统国内市场份额 21.6%，市占第一。公司的低压变频器产品，在国内份额约 14.8%，位于前三名，内资品牌第一名。小型 PLC 在国内市场份额达到 10.7%，排名第二，内资品牌第一。在通用自动化领域，国内大部分市场份额仍被外资厂商占据，但国产品牌份额也在逐年提升。汇川技术作为其中出色的品牌代表，凭借自身对通用伺服市场的深耕，协同公司其他业务，为客户提供“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”一体化的整体解决方案。通用伺服国内市场份额上，公司完成了从 2008 年 0.1% 的市占到 2022H1 的 21.6% 的提升，国内市占排名第一，完成了对外资品牌的超越。公司积极布局流程自动化行业拓展大型 PLC 业务，抓住对稳定性要求高的流程工业部分行业（如冶金、建材、有色等）以及行业知名的国企央企中国产替代机会实现突破，开拓新的业务增长空间，未来有望完成从“1”到“10”的快

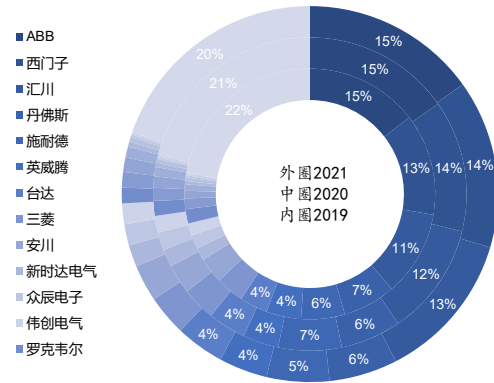
速成长。

图表 15: 国内交流伺服市占变化情况



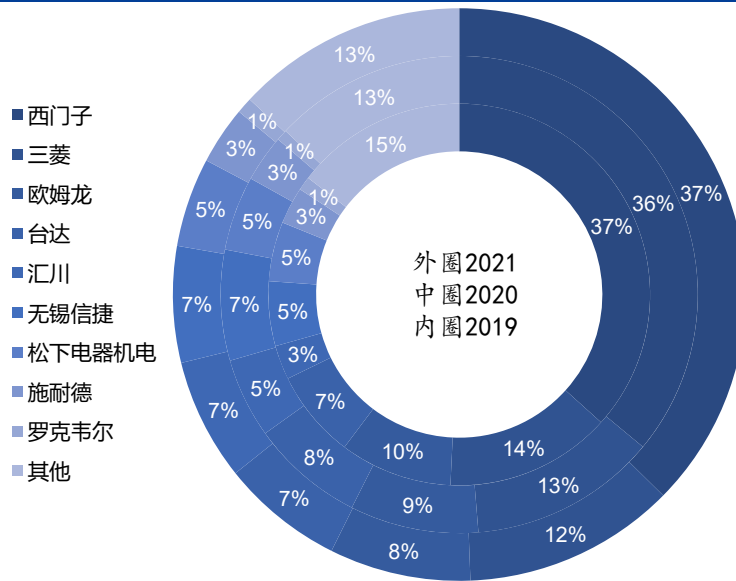
数据来源: 睿工业, 华福证券研究所

图表 16: 国内低压变频器市占变化情况



数据来源: 睿工业, 华福证券研究所

图表 17: 国内小型 PLC 市占情况

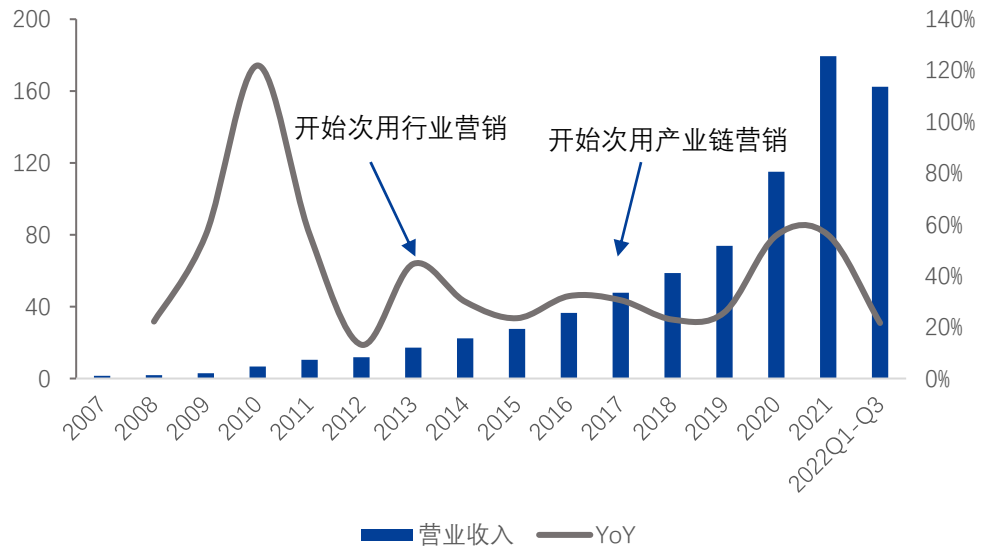


数据来源: 睿工业, 华福证券研究所

仍以替代海外品牌为切入点, “单产品” → “技术营销” → “行业营销” → “产业链营销” 扩大市场份额。公司从成立初期便采用进口替代的方式打开市场, 为国内客户提供单一产品, 利用产品性价比优势对海外品牌在国内的变频器市场进行替代。后续在 2006 年采用技术营销的方式, 不仅为客户提供单一产品, 而是转向提供“单产品”+“解决方案”的方式, 为客户提供专机产品, 技术创新避免了和外资产品在性能上的直接对抗, 电梯一体化在此策略下抢占了安川等公司的巨大份额。公司从 2013 年开始, 采用行业营销方式, 从“单产品”+“解决方案”的营销方式转向“多产品”+“多工艺”的行业营销, 深入客户工艺, 提升客户粘性。随后 2017 年, 公司开始采取产业链营销方式, 为客户提供“多工业解决方案”, 打造“小业务, 强平台,

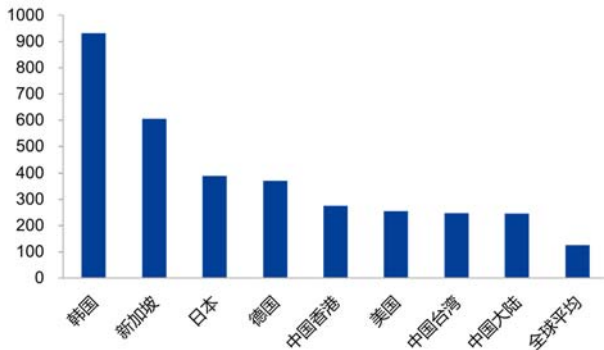
大公司”的营销策略。公司充分运用行业营销战略，将各个小业务做好，再通过强平台支撑各个小业务快速延伸，横向、纵向拓展，扩大公司整体市场份额。

图表 18：公司适时改变营销策略创造价值（单位：亿元）

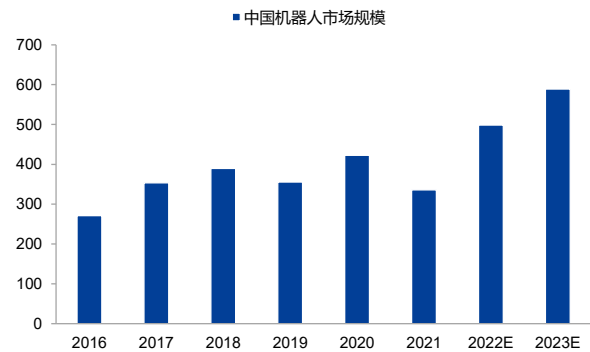


数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

国内工业机器人密度仍有上升空间，未来市场份额广阔。随着我国制造业的不断升级，我国工业机器人密度也实现了从 2011 年 10 台/万人到 2020 年 246 台/万人的快速增长。虽然已经高于全球平均的 126 台/万人，但是仍低于发达国家的工业机器人密度，如韩国、新加坡、日本和德国的 932、605、390、371 台/万人。公司的机器人业务产品涵盖了机器人专用控制系统、伺服系统、视觉系统、SCARA 机器人、六关节机器人等核心部件和整机解决方案。公司的工业机器人营收由 2016 年的 0.11 亿元增长至了 2021 年的 3.62 亿，期间 CAGR 高达 79%。公司 2021 工业机器人在手订单约 1 万台。根据睿工业数据统计，2021 年国内工业机器人市场规模在 335.7 亿元左右，到 2023 年这一规模有望达到 589 亿元。目前公司在国内机器人市占仅为 2%，有比较大的成长空间。公司有望在国内机器人市场规模持续增长的趋势下，凭借一体化的整机解决方案和本土化的及时技术服务获得更高的市场份额。

图表 19：工业机器人密度（单位：台/万人）


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 20：国内工业机器人市场规模（单位：亿元）


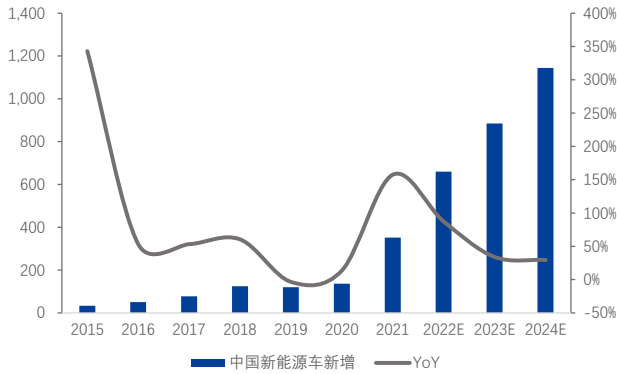
数据来源：睿工业，华福证券研究所

2.2 新能源车销量快速增长，公司电机电控业务收入有望高增

根据中国汽车工业协会数据，2021 年我国新能源汽车全年销量 350 万辆，同比增长 157.8%。公司在国内纯电动市场，以电驱总成产品为主，电控/电机/电源总成等产品齐头并进。2020 年、2021 年两年分别实现了 11.02 亿元和 29.92 亿元的营收，同比增速分别为 69.0%和 171.5%。在国内混动汽车市场，电控/电机等产品保持高速增长，市场占有率进一步提升。据 NE 时代统计，2022 年上半年公司新能源乘用车电机控制器产品在中国市场的份额为 9.3%，排名第三（前两为比亚迪和特斯拉），公司电机控制器产品份额在第三方供应商中排名一。公司新能源乘用车电驱总成在中国市场的份额为 5.4%，排名第五。公司新能源乘用车电机产品在中国市场的份额为 4.9%，排名第五。我们预计未来 2022-2024 年，新能源车增速仍将维持在高位，2022-2024 年增速有望分别达到 87%/34%/29%。受益于新能源车快速增长，公司电机电控业务收入预计亦将快速提升伴随着全球新能源乘用车渗透率的进一步提升，公司新能源乘用车业务将迎来高速发展。未来，新能源乘用车业务有望成为公司增长的重要支撑。

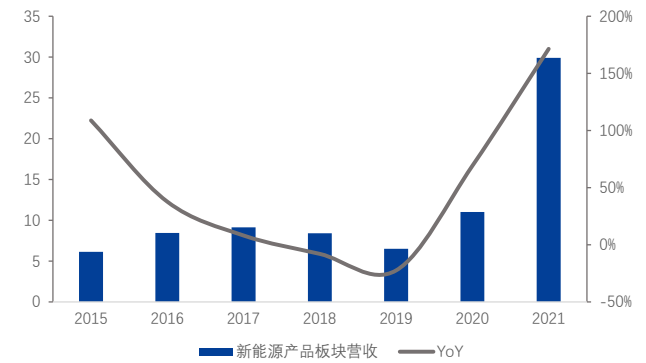
新能源车的发展已从政策驱动期进入了市场驱动期，我们预计几年新能源车仍将以较高增速增长，拉动对电机、电控的需求。公司在新能源车领域布局早，经验丰富，在电控、电机国内市场上长期保持领先。常州工厂的启用，为公司提供全力保供保交付的能力，公司截止三季度末新能源车业务新增定点超过 35 个（截止 2022 年半年末为超过 20 个），公司乘用车订单除覆盖原新势力车企，传统车企订单逐步起量。产品结构上以电控和总成为两大支撑，电源业务逐渐起量，完成多样化发展。

图表 21：中国新能源车历年新增（单位：万台）



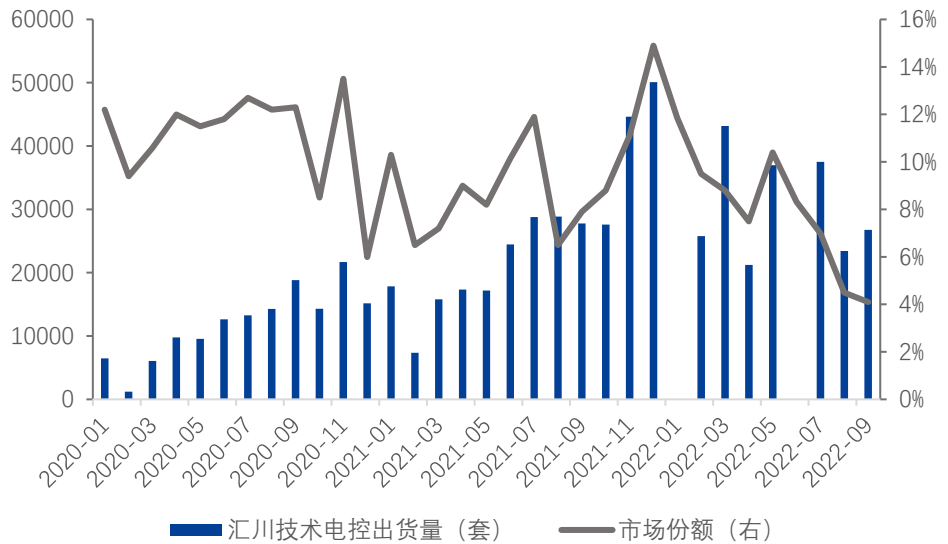
数据来源：中汽协，华福证券研究所

图表 22：公司新能源产品营收历年情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 23：汇川技术电控出货量（单位：套）



数据来源：NE 时代，华福证券研究所

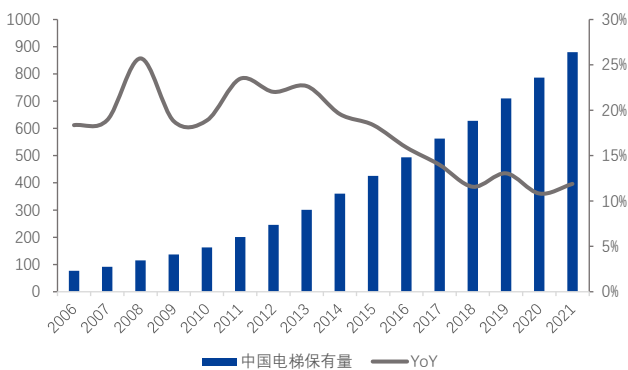
2.3 电梯业务提供稳定增量，大配套方案有望扩大市场占有率

公司目前是电梯电控龙头，在收购贝思特后，电梯电气整体化解决方案能力提升。电梯电气大配套业务现在是公司业务中最稳固的基本盘之一。虽然受房地产等因素影响，国内电梯行业出现了短期的低迷，但四层以上新楼房和老旧电梯加装电梯的需求，有望进一步提升对电梯的需求。2019年2月，住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，要求四层及四层以上新建住宅建筑或住户入口层楼面距室外设计地面的高度超过9米的新建住宅建筑应设电梯，此后多地也出台地方设计规范跟进相关要求。同年，《政府工作报告》也提出了城镇老旧小区要大力进行改造提升，支持加装电梯和无障碍环境建设。电梯的使用寿命一般为15年左右，根据国家质检总局数据，2006年我国电梯保有量达到77.14万台，如果按照15年左右的使用期限，2020年我国

786.55 万台的电梯中，有近 9.8% 的电梯需要替换，未来将为整个电梯市场贡献不少的增量。另外，公司的电梯业务也在加速出海，公司的大配套业务也有望为客户提供一体化的解决方案，提升服务客户的效率，有望进一步巩固公司的核心客户，提升竞争力。

央行银保监会 11 月 11 日内部印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》254 号文，从六个大方面保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度展开，具体包含 16 条。其中，第七条住处政策性银行专项借款专款专用支持逾期难交付的项目，保证楼盘交付。房地产供给端融资支持加速落地，有望提振购房者信心。今年 9 月房地产竣工面积累计虽然同比下降 19.9%，但环比已有好转趋势，短期环比下降趋势或已见底。新通知落地有望提升房产竣工面积好转，进而带动公司国内电梯业务的提升。

图表 24：中国电梯保有量历年情况（单位：万台）



数据来源：中汽协，华福证券研究所

图表 25：房地产竣工面积累计同比



数据来源：Wind，华福证券研究所

三、 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

(1) 通用自动化：2022 年 Q1-Q3，受到疫情和经济疲软影响，工业自动化市场需求增长乏力。但是公司事业部积极寻找结构性市场机会，凭借“及时交付、国产龙头品牌、多产品综合解决方案”等优势，实现了通用自动化业务销售收入和利润的快速增长。虽然工业自动化整体市场增长乏力，但是锂电、光伏、风电、半导体、食品饮料等行业保持较好增长态势，预计后续仍将为公司 PLC、伺服系统、变频器等产品提供较好的增长动力。

①通用变频器，我们预计 2022-2024 年国内通用变频器市场将以 8%的增速稳

定增长，公司凭借自己身本土化响应快等优势有望提升本土市场份额，预计公司通用变频器产品国内市占 2022-2024 年达到 16.9%/21.1%/24.4，对应营收为 39.0/52.6/65.8 亿元，增速分别为 24.0%/35.0%/25.0%，毛利率分别为 47.0%/47.2%/47.2%。

②伺服，我们预计 2022-2024 年国内伺服市场将以 9%/13%/13%的增速增长，预计公司伺服产品国内市占 2022-2024 年达到 22.31%/28.44%/33.26%，对应营收 56.7/81.6/107.9 亿元，增速分别为 25.0%/44.1%/32.2%，毛利率分别为 48.1%/48.3%/48.4%。

③PLC，我们预计 2022-2024 年国内 PLC 市场将以 10%的增速增长，公司 2022 年 Q1-Q3，PLC 业务同比增速达到了 84.4%，综合公司过去的 PLC 国内市占情况，预计公司 PLC 业务国内市占将分别达到 12.05%/15.88%/19.49%，营收增速将分别为 101.0%/45.0%/35.0%，对应营收 14.1/20.5/27.7 亿元，毛利率在 2022-2024 年维持在 60%。

(2) 新能源&轨道交通：国内新能源车今年高速发展，根据中汽协统计，2021 年增速达到了 158%左右，我们预计未来 2022-2024 年，新能源车增速仍将维持在高位，2022-2024 年增速有望分别达到 87%/34%/29%。受益于新能源车快速增长，公司电机电控业务收入预计亦将快速提升，预计 2022-2024 年新能源业务营收增速将达到 100.1%/40.0%/35.0%，对应营收 59.9/83.8/113.2 亿元，毛利率分别为 24.0%/24.0%/24.0%。

受上半年国内疫情影响，公司轨交业务推进受到一定影响，事业部重新聚焦目标项目，新增订单 1.17 亿元。受疫情影响，预计公司轨道交通业务 2022-2024 年营收分别为 4.2/4.6/5.1 亿元，对应增速-20.0%/10.0%/10.0%，毛利率维持在 30%左右。

(3) 电梯：公司目前是电梯电控龙头，在收购贝思特后，电梯电气整体化解决方案能力提升。虽然电梯业务短期受到房地产等因素的影响，国内需求略有下滑，但老旧小区电梯加装与公司的出海业务有望为电梯业务贡献新的增量，我们预计公司电梯业务 2022-2024 年的营收增速将达到-0.28%/11.31%/11.31%，对应营收分别为 49.5/55.1/61.4 亿元，毛利率分别为 31.8%/32.5%/32.5%。

(4) 工业机器人：未来随着我国制造业的不断升级，工业机器人的密度仍有

上升空间。我国工业机器人密度 2020 年为 246 台/万人,较韩国、新加坡等 932/605 台/万人仍有比较大的空间,预计公司工业机器人 2022-2024 的营收增速将分别为 40%/30%/30%,对应营收为 5.1/6.6/8.6 亿元,毛利率为 31%/31%/31%。

(5) 其他: 我们预计 2022-2024 年公司其他业务营收为 10.0/14.9/21.3 亿元,毛利率维持在 41.7%/41.6%/41.5%左右。

图表 26: 汇川技术 2022-2024 营收拆分

业务分类	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入(亿元)	73.90	115.11	179.43	238.53	319.84	410.86
	YoY	25.8%	55.8%	55.9%	32.9%	34.1%	28.5%
	毛利(亿元)	27.82	44.85	64.27	91.24	124.27	159.93
	毛利率	37.6%	39.0%	35.8%	38.2%	38.9%	38.9%
通用自动化	营业收入(亿元)	31.10	50.59	83.82	109.79	154.76	201.34
	YoY	0.9%	62.7%	65.7%	31.0%	41.0%	30.1%
	毛利(亿元)	14.42	24.61	40.24	54.08	76.57	99.82
	毛利率	46.4%	48.7%	48.0%	49.3%	49.5%	49.6%
电梯	营业收入(亿元)	28.25	43.44	49.67	49.53	55.13	61.37
	YoY	101.5%	53.8%	14.4%	-0.3%	11.3%	11.3%
	毛利(亿元)	9.80	14.30	15.02	15.76	17.95	19.92
	毛利率	34.7%	32.9%	30.2%	31.8%	32.5%	32.5%
新能源&轨道交通	营业收入(亿元)	10.18	14.60	35.20	64.11	88.46	118.25
	YoY	-6.1%	43.4%	141.1%	82.1%	38.0%	33.7%
	毛利(亿元)	2.08	3.69	9.04	15.64	21.52	28.69
	毛利率	20.4%	25.2%	25.7%	24.4%	24.3%	24.3%
工业机器人	营业收入(亿元)	1.05	1.68	3.62	5.07	6.59	8.56
	YoY	25.0%	60.0%	115.4%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利(亿元)	0.28	0.51	1.10	1.57	2.04	2.65
	毛利率	26.5%	30.4%	30.5%	31.0%	31.0%	31.0%
其他	营业收入(亿元)	3.32	4.81	7.12	10.03	14.90	21.33
	YoY	31.3%	44.7%	48.2%	40.8%	48.5%	43.2%
	毛利(亿元)	1.24	2.02	2.96	4.19	6.20	8.84
	毛利率	37.3%	42.1%	41.5%	41.7%	41.6%	41.5%

数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.2 估值分析

相对估值比较：公司主要为设备自动化/工厂自动化提供变频器、伺服系统等工业自动化核心部件及工业机器人产品，为新能源汽车行业提供电驱和电源系统，为轨道交通行业提供牵引与控制系统。其中，通用伺服系统国内份额 21.6%，市占第一，低压变频器国内市占 14.8%，内资第一，小型 PLC 产品，国内市占 10.7%，排名第二，内资第一。汇川技术是工控领域的龙头公司。因此选取具有相同业务的麦格米特、雷赛智能、禾川科技、三花智控和信捷电气作为可比公司。2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 35.0/24.6/18.4 倍。汇川技术 2022-2024 年 PE 分别为 44.2/32.7/26.5 倍，公司 2022-2024 年归母净利润将达到 42.7/57.7/71.3 亿元，三年同比增长 19%/35%/24%，三年复合增速 25.9%。鉴于公司为工控环节龙头公司，通用自动化业务在国内市占连年保持增长，新能源车业务从商用车转向增速更高的乘用车，给予公司 40 倍 PE，对应目标价 87.05 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 27：可比公司估值比较

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E (x)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002851.SZ	麦格米特	141.8	4.7	6.9	9.4	30.3	20.5	15.0
002979.SZ	雷赛智能	60.9	2.5	3.1	4.1	24.5	19.5	14.7
688320.SH	禾川科技	92.7	1.5	2.4	3.4	61.7	38.7	27.5
002050.SZ	三花智控	838.8	22.9	29.7	36.7	36.6	28.2	22.8
603416.SH	信捷电气	58.3	2.6	3.6	4.9	22.0	16.3	12.0
平均值						35.0	24.6	18.4
300124.SZ	汇川技术	1886.4	42.7	57.7	71.3	44.2	32.7	26.5

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：可比公司估值基于 Wind 一致预期，对应 PE 参照 11 月 11 日收盘价计算

四、风险提示

4.1 受疫情影响宏观经济恢复放缓

工控行业下游需求与宏观经济发展状况密切相关，国内疫情的不确定性可能会对宏观经济发展造成一定程度的负面影响，进而影响工控行业的资本开支动力。

4.2 通用自动化行业竞争加剧

国内自动化行业公司在对外资的份额进行国产替代的过程中，存在竞争加剧风险，影响公司的市占率和毛利率等。

4.3 新能源车销量不及预期

公司的新能源车业务已经成长为继通用自动化业务和电梯大配套业务后的第三大业务,第三季度营收占比为 20.1%,公司新能源车电源、电控为新能源汽车的上游,新能源汽车销量不及预期将对公司新能源汽车板块业务的营收造成直接影响。

4.4 电梯业务受房地产影响销量不及预期

公司电梯业务下游需求主要为房地产企业,房地产受国家政策等因素影响需求有不及预期的可能,公司电梯业务进而受到影响。

4.5 业绩不达预期对估值的负面影响风险

因估值溢价基于我们对公司未来基本面的判断,如业绩不达预期可能亦会对估值结果带来负面影响。

图表 28：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,951	7,317	11,339	15,902	营业收入	17,943	23,853	31,984	41,086
应收票据及账款	4,637	5,646	7,315	9,273	营业成本	11,516	14,729	19,557	25,093
预付账款	628	221	293	376	税金及附加	102	148	186	235
存货	4,214	4,949	6,055	8,205	销售费用	1,050	1,396	1,872	2,405
合同资产	30	20	33	54	管理费用	866	1,240	1,606	2,061
其他流动资产	4,987	5,731	6,982	8,388	研发费用	1,685	2,361	3,327	4,481
流动资产合计	18,418	23,864	31,984	42,144	财务费用	-67	-118	-224	-270
长期股权投资	1,460	1,460	1,460	1,460	信用减值损失	-85	-41	-49	-59
固定资产	2,156	2,316	2,518	2,756	资产减值损失	-160	-40	-60	-78
在建工程	680	780	780	680	公允价值变动收益	255	78	101	145
无形资产	584	674	729	803	投资收益	434	221	270	308
商誉	1,921	1,921	1,921	1,921	其他收益	589	381	395	405
其他非流动资产	2,085	2,121	2,149	2,175	营业利润	3,822	4,695	6,314	7,800
非流动资产合计	8,885	9,272	9,556	9,794	营业外收入	18	16	15	16
资产合计	27,303	33,135	41,540	51,937	营业外支出	21	12	14	15
短期借款	405	0	0	0	利润总额	3,819	4,699	6,315	7,801
应付票据及账款	6,366	8,004	10,407	13,512	所得税	138	275	327	394
预收款项	0	546	593	426	净利润	3,681	4,424	5,988	7,407
合同负债	552	429	576	740	少数股东损益	108	158	222	279
其他应付款	378	378	378	378	归属母公司净利润	3,573	4,266	5,766	7,128
其他流动负债	2,296	2,781	3,311	3,954	EPS (按最新股本摊薄)	1.35	1.61	2.18	2.69
流动负债合计	9,996	12,138	15,265	19,009					
长期借款	597	647	577	657	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	380	380	380	380	成长能力				
非流动负债合计	977	1,027	957	1,037	营业收入增长率	55.9%	32.9%	34.1%	28.5%
负债合计	10,973	13,165	16,222	20,046	EBIT 增长率	63.9%	22.1%	33.0%	23.6%
归属母公司所有者权益	15,883	19,365	24,491	30,785	归母公司净利润增长率	70.2%	19.4%	35.1%	23.6%
少数股东权益	446	605	827	1,106	获利能力				
所有者权益合计	16,330	19,970	25,318	31,891	毛利率	35.8%	38.2%	38.9%	38.9%
负债和股东权益	27,303	33,135	41,540	51,937	净利率	20.5%	18.5%	18.7%	18.0%
					ROE	21.9%	21.4%	22.8%	22.4%
					ROIC	33.4%	31.5%	30.8%	28.5%
					偿债能力				
					资产负债率	40.2%	39.7%	39.1%	38.6%
					流动比率	1.8	2.0	2.1	2.2
					速动比率	1.4	1.6	1.7	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转天数	74	76	73	73
					存货周转天数	104	112	101	102
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.35	1.61	2.18	2.69
					每股经营现金流	0.67	1.82	1.81	1.98
					每股净资产	6.00	7.31	9.24	11.62
					估值比率				
					P/E	53	44	33	26
					P/B	12	10	8	6
					EV/EBITDA	100	83	63	51

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn