

工控龙头平台级价值凸显

——汇川技术（300124）深度报告

2023年09月22日

强烈推荐/首次

汇川技术 深度报告

报告摘要：

公司以“电机控制技术”为核心，不断卷积各种客户，扩展应用场景。公司创立于2003年，聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化。发展历程一路经历了从国内高端变频器供应商 -> 综合工控产品供应商 -> 一流工业解决方案供应商 -> 智能制造方案供应商。从初创期时的以“大单品”产品改良抓住“市场缝隙”机遇战略，进化到现在的以供给端“平台级”产品矩阵创新真正驱动“市场需求”。从纵向来看，汇川技术已经逐步涉足通用自动化、新能源汽车、轨道交通、工业机器人以及工业物联网等多个领域。在横向上单个领域所提供的产品类型也在不断细化，并在控制层、驱动层、执行层、感知层以及应用层一直存在产品类型的延伸。公司通过现有技术和市场两个维度，动态扩张市场空间；通过现有客户的新技术需求，培育新业务，通过技术的市场应用，开拓新市场。技术和市场的互动过程中实现业务版图的持续扩张。

营运资本大幅压降体现卓越的供应链管理能力。公司营业收入高速增长的同时，2020年-2022年营运资本占比2.45%、4.68%、4.24%，从2018年高点占比49.87%大幅压降，体现公司卓越的供应链管理能力，是IPD战略成果的集中体现。随着公司规模扩张，公司卓越的管理竞争力将得到更为充分的体现，公司前期用进口替代抓住了“增量红利”，现在正用创新超越抓住“结构红利”，未来公司在持续的内部变革中有望进一步抓住“管理红利”。

按照下游大行业划分，公司营业收入可以划分为通用自动化类、新能源&轨交类、电梯电气系统类和其他类。受益于与通用自动化和新能源汽车市场近年来快速扩张，公司精准卡位、提前布局，营业收入结构出现较大变化。2020-2022年营业收入通用自动化类、新能源安&轨交类、电梯电气系统类和其他类分别占比43%、50%、50%；13%、20%、24%；38%、28%、22%；6%、3%、1%。汇川技术基于行业营销的管理模式长期深入客户的相关行业，基于对细分行业的深刻理解建设行业线，已经在多个细分市场建立领先地位。

随着公司协同作战模式深入推进，大类板块内部和大类板块之间面对客户有望实现由“议价”向“溢价”的转化，毛利率有进一步改善空间。通用自动化板块毛利率由2021年的44.98%提升至2022年的45.64%，依旧保持较强市场竞争力；公司培育多年的战略新兴板块工业机器人单独列示，毛利率

公司简介：

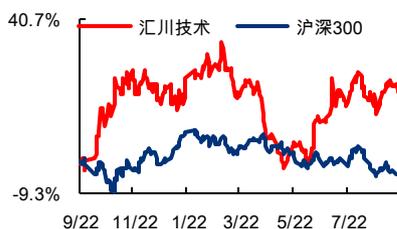
公司创立于2003年，聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化，专注“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”核心技术，以快速为客户提供个性化的解决方案为主要经营模式，持续致力于以领先技术推进工业文明，快速为客户提供更智能、更精准、更前沿的综合产品及解决方案，是国内工业自动化控制领域的佼佼者和上市企业。拥有苏州、杭州、南京、上海、宁波、长春、香港等30余家分子公司。

资料来源：汇川技术官网

交易数据

52周股价区间（元）	77.0-55.9
总市值（亿元）	1,796.33
流通市值（亿元）	1,563.2
总股本/流通A股（万股）	266,439/266,439
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	0.63

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

分析师：任天辉

renth@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523020001

较高并实现提升，由 2021 年的 46.09% 提升至 2022 年的 49.20%，未来有望实现量价齐升。

投资建议:公司卓越的组织架构、供应链管理和外产业链整合能力将持续创造超额收益。公司平台级的产品和营销体系，业务触角广泛深入到我国制造业各细分领域，相较于海外和本土竞争对手，公司有更大概率把握住细分市场早期的高增速红利。基于对市场的深刻理解和紧贴客户痛点需求，公司以 IPD 为内核的研发体系正在从过去的跟随市场向创造市场转变，盈利模式由过去的议价向溢价升级。与此同时，公司未来将国际化战略作为经营重心，海外广阔的市场空间也有望打开公司成长天花板。取中性情景假设，预计公司 2023-25 年归母净利润 55.17、67.67、84.58 亿元，同比增速 27.71%、22.66%、24.98%，对应当前股价 PE 32.90X、26.83X、21.46X。横向来看，可比公司 PE (TTM) 中位数为 34X，加权平均值为 38X，综上给予公司估值一定溢价：2023 年 40X，对应 2207 亿市值，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示:经济复苏不及预期；公司产品市场份额下滑；市场竞争激烈导致公司毛利率下降；新市场拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	17,900.0	23,008.0	28,583.0	36,285.0	47,115.0
增长率 (%)	55.8%	28.23%	24.23%	26.95%	29.85%
归母净利润 (百万元)	3,570.0	4,319.7	5,516.8	6,767.0	8,457.5
增长率 (%)	70.1%	20.89%	27.71%	22.66%	24.98%
净资产收益率 (%)	22.5%	21.80%	23.01%	23.27%	23.85%
每股收益(元)	1.34	1.62	2.07	2.54	3.17
PE	50.8	42.02	32.90	26.83	21.46
PB	11.4	9.16	7.57	6.24	5.12

资料来源：公司财报、同花顺，东兴证券研究所

目 录

1. 变频器龙头积极布局稳步发展	5
1.1 股权激励保障长远发展.....	5
1.2 平台化价值凸显.....	6
1.3 推进战略转型.....	8
2. 公司历史经营业绩良好	10
2.1 经营数据呈现一定季节性.....	10
2.2 研发驱动供应链管理能力卓越.....	11
2.3 “议价”向“溢价”的转化盈利能力有望提升.....	12
3. 通用自动化基本盘牢固	14
3.1 变频器市场份额不断提升.....	15
3.2 工业制造新兴领域驱动伺服高速增长.....	18
3.3 PLC 竞争力持续突破.....	20
4. 新能源&轨交持续拓展“碳中和”应用场景	24
4.1 乘用车电驱系统持续量变积累质变动能.....	24
4.2 以牵引系统为矛拓展低能耗城轨应用.....	27
5. 顺应变革培育新增长极	28
5.1 外延布局机器人一体化解决方案.....	29
5.2 免变压器接入一体储能 PCS 获市场高度认可.....	31
5.3 工业云产品实现设备全生命周期管理.....	32
6. 盈利预测与投资评级	33
6.1 盈利预测.....	33
6.2 投资评级.....	35
7. 风险提示	38

表格目录

表 1：汇川技术股权激励汇总.....	6
表 2：汇川技术乘用车电驱产品市场份额及排名.....	25
表 3：2023-2025 汇川技术业务细分市场规 模及增速预测及公司相关市场份额.....	34
表 4：悲观、中性、乐观情景下汇川技术营业收入预测.....	35
表 5：公司盈利预测表.....	38

插图目录

图 1：汇川技术业务布局.....	5
图 2：2007-2022 年公司研发费用及占营收比重.....	7
图 3：公司 IPD2.0 版本.....	7

图 4: 公司集成供应链示意图	7
图 5: 汇川技术主要产品	8
图 6: 汇川技术主要产品	9
图 7: 公司历年营业收入及同比增速	10
图 8: 公司归母净利润及同比增速	10
图 9: 汇川技术分季度营收增速及对应区间 PS	11
图 10: 公司资产构成	12
图 11: 公司债务构成	12
图 12: 公司 ROE、销售净利率、资产周转率、权益乘数	12
图 13: 公司营业收入构成	13
图 14: 公司按项目划分营业收入	13
图 15: 公司 2021/2022 年各产品毛利率	14
图 16: 公司各业务毛利率	14
图 17: 公司通用自动化各业务占比	14
图 18: 公司通用自动化营业收入	14
图 19: 规模以上工业企业存货和 PPI 当月同比 (%)	15
图 20: M2 和民间制造业固定资产投资同比 (%)	15
图 21: 公司营业收入及增速	16
图 22: 公司利润率	16
图 23: 公司 2022 年低压变频器市场份额	16
图 24: 公司 2023H1 低压变频器市场份额	16
图 25: 贝思特产品营收占电梯业务收入比	17
图 26: 电梯业务营收	17
图 27: 全国电梯产量、保有量及同比增速	18
图 28: 2017-2025 年中国通用伺服市场规模及同比增速	18
图 29: 中国专用伺服市场规模变化情况及增长预测	18
图 30: 汇川技术通用伺服 2022 年国内市场占有率	19
图 31: 汇川技术通用伺服 2023H1 国内市场占有率	19
图 32: 2011、2015 年我国伺服系统下游应用领域分布变化	20
图 33: 2022H1 VS 2023H1 中国通用伺服市场行业发展趋势	20
图 34: 2022 年公司小型 PLC 市场份额	20
图 35: 2023H1 公司小型 PLC 市场份额	20
图 36: 2022 年 4 月自动化产品涨价情况	21
图 37: 中国 PLC 产品市场规模及增速	23
图 38: 汇川工控产品 2022H1、2023H1 市占率对比	23
图 39: 2023H1 大中型 PLC 市场份额	23
图 40: 公司新能源&轨交营收占比	24
图 41: 公司新能源&轨交营收	24
图 42: 公司新能源产品	25
图 43: 新能源汽车整体成本结构 (%)	25

图 44:商用车销量&渗透率及同比.....	25
图 45:2023 年 1-6 月新能源物流车电机企业装机量.....	25
图 46:2019-2025 年我国新能源汽车销量、增速及预测.....	26
图 47:2019-2025 年我国新能源汽车电驱动系统市场规模、增速及预测.....	26
图 48:2019 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）.....	27
图 49:2020 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）.....	27
图 50:2021 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）.....	28
图 51:2022 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）.....	28
图 52:公司传感器类营收及同比增速.....	28
图 53:工业机器人&机械传动营收及同比增速.....	28
图 54:2017-2023 年全球工业机器人出货量预测趋势图.....	29
图 55:2010-2023 年中国工业机器人整体市场销售规模.....	29
图 56:全球工业机器人市场规模及预测.....	29
图 57:2018-2022 全球工业机器人市场销售额占比.....	29
图 58:2022H1-2023H1 工业机器人市场格局.....	30
图 59:2022 年工业传感器市场规模预测.....	30
图 60:公司工业传感器产品.....	30
图 61:2022 年中国企业国内储能中大功率 PCS（30kW 及以上）出货量排名.....	31
图 62:2015-2025 年我国储能变流器市场规模及预测.....	31
图 63:中国前十储能逆变器企业市场份额占比情况.....	32
图 64:2020-2023 年中国储能逆变器市场规模预测趋势图.....	32
图 65:汇川空压机物联网示意图.....	33
图 66:BCI 企业投资前瞻指数、制造业贷款需求指数（%）、日本对华机械出口同比（%）.....	35
图 67:2012 年 7 月-2014 年 11 月汇川技术 PE/PB Bands.....	36
图 68:2015 年 9 月-2018 年 11 月汇川技术 PE/PB Bands.....	36
图 69:2019 年 7 月-2022 年 11 月汇川技术 PE/PB Bands.....	37
图 70:汇川技术可比公司 PE（TTM）.....	38

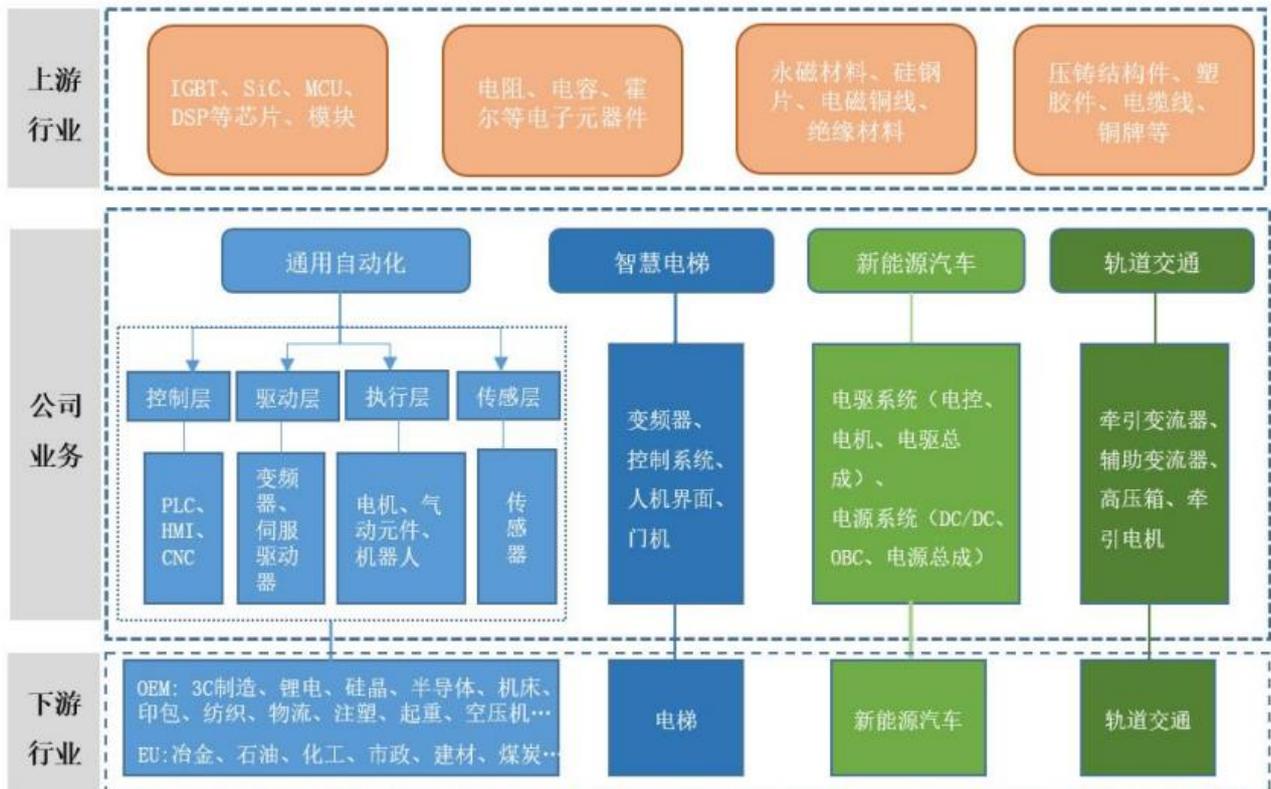
=

1. 变频器龙头积极布局稳步发展

公司市场营销和研发体系的搭建是公司的核心竞争力。据公司官网，公司创立于 2003 年，聚焦工业领域的自动化、数字化、智能化，专注“信息层、控制层、驱动层、执行层、传感层”核心技术，以快速为客户提供个性化的解决方案为主要经营模式，持续致力于以领先技术推进工业文明，快速为客户提供更智能、更精准、更前沿的综合产品及解决方案，是国内工业自动化控制领域的佼佼者和上市企业。拥有苏州、杭州、南京、上海、宁波、长春、香港等 30 余家分子公司。

根据公司 2022 年报，公司业务可划分为通用自动化、智慧电梯、新能源汽车和轨道交通四大板块。从公司下游领域来看，除轨道交通外，其余三个板块下游客户比较分散，市场竞争较为充分，细分领域众多，并且对公司产品迭代升级有较高要求，公司市场营销和研发体系的搭建是公司的核心竞争力。

图 1: 汇川技术业务布局



资料来源：汇川技术 2022 年度报告，东兴证券研究所

1.1 股权激励保障长远发展

股权激励深度绑定员工利益与公司发展，彰显出海战略决心。自 2012 年公司推出首期股权激励计划以来，公司 2022 年 8 月 15 日发布公告，确定第六期股权激励计划：以 61.12 元/份的行权价格授予 847 名激励对象 1286.80 万份股票期权，包括董事、副总裁和财务总监等公司高管。以 42.78 元/股的授予价格授予 855 名激励对象 701.40 万股第二类限制性股票，包括海外 CEO、海外业务总监、亚太区总监、海外高级产品经

理、韩国、法国、印度分公司等外籍高管，坚决执行出海战略。公司以股权激励的方式将员工利益与组织发展进行有机连接，广泛、充分调动员工积极性，彰显公司推动长远发展，实现战略目标的决心和信心。

表 1：汇川技术股权激励汇总

期次	首次授予日	份数 (万) (不含 预留)	授予 人数	占总 股本 比例	业绩目标
第一期	2013 年 1 月 31 日	1252	227	3.22%	以 2012 年净利润为基数，2013-2015 年净利润年复合增长率分别不低于 13.00%、14.98%、16.63%；2013-2015 年加权平均净资产收益率分别不低于 11.40%、11.80%、12.60%。
第二期	2015 年 5 月 25 日	459	174	0.59%	三次解锁：以 2014 年业绩为基数，2015、2016、2017 年净利润增长率不低于 10%、20%、30%。
第三期	2016 年 12 月 6 日	5682	652	3.54%	四次解锁条件：以 2015 年业绩为基数，2016、2017、2018、2019 年净利润增长率不低于 10%、20%、35%、45%。
第四期	2019 年 1 月 25 日	1838.7	477	1.10%	三个行权期行权条件：以 2017 年净利润为基数，2019、2020、2021 年净利润增长率不低于 19%、30%、40%。
第五期	2020 年 10 月 28 日	3265.6	621	1.90%	四个归属期考核目标需满足两个条件之一：1，以 2019 年营业收入为基数，2020、2021、2022、2023 年营业收入增长率不低于 35%、60%、85%、110%；2，以 2019 年净利润为基数，2020、2021、2022、2023 年净利润增长率不低于 50%、75%、100%、125%。
第六期	2022 年 8 月 12 日	股票期 权 1286.8	847	0.49%	四个行权期公司需满足下列两个条件之一：1，以 2021 年营业收入为基数，2022、2023、2024、2025 年营业收入增长率不低于 25%、55%、85%、115%；2，以 2021 年净利润为基数，2022、2023、2024、2025 年净利润增长率不低于 12%、27%、46%、64%。
		第二类 限制性 股票 701.4	855	0.27%	同上

资料来源：汇川技术公告，东兴证券研究所

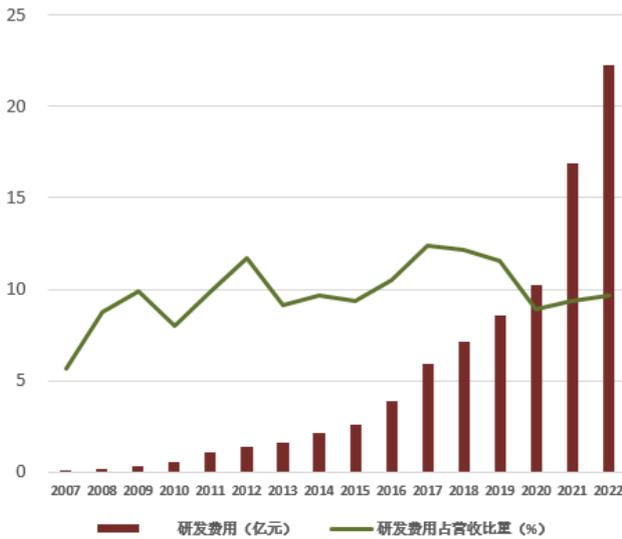
1.2 平台化价值凸显

平台化的组织结构为公司高速扩张提供了强劲的动力和坚实的壁垒。柔性和模块化的敏捷性组织设计，使得公司在长期与国际知名公司竞争过程中保持优势。这一优势不仅体现在公司强大的研发和产品开发能力方面，更重要的是以公司当前体量规模，其业务触角遍布制造业大部分细分市场，加上庞大的客户体量，公司较之于后发竞争对手，有更大概率抓住每一次细分市场涌现的机会，并快速形成竞争壁垒。

研发基于 IPD 的集成开发模式，构筑底盘竞争优势。公司产品分为标准化产品与定制化产品，根据宏观行业分析、公司战略规划、客户关键需求分析、技术发展分析和竞争策略分析，引导公司进行技术储备和产品开发。技术研发活动紧紧贴近客户需求，以 IPD 为方法论，保证资源和资金的投入，同时以制度和结构设计

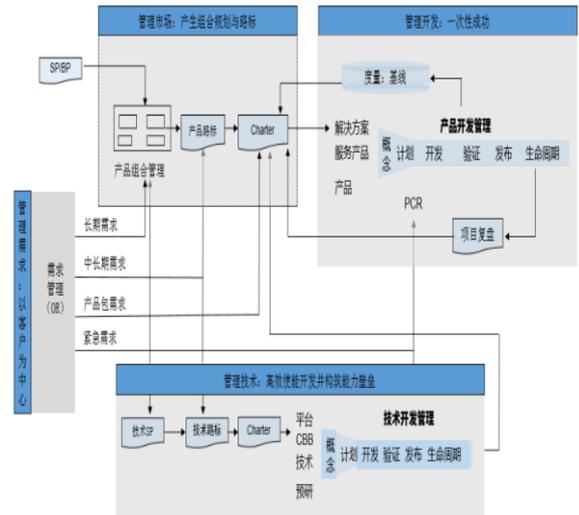
为牵引，保证为客户提供整体解决方案。公司研发方面积累了丰富的经验，并构筑了底盘竞争优势，对于公司在新行业拓展控制业务起到至关重要的支撑作用，既满足专业的纵向发展，又能满足横向的协同和价值输出，兼顾公司长期目标和短期目标之间的平衡。

图 2:2007-2022 年公司研发费用及占营收比重



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图 3:公司 IPD2.0 版本



资料来源：公司 2022 年度报告、东兴证券研究所

公司基于全流程运作体系建设高品质、低成本和快速交付的供应链管理模式。在针对行业背景差异开发出一系列适用于不同行业的非标产品的基础上，与代理商紧密配合，在应用中持续改进产品性能，将“非标”转“标”，扩大产品应用范围，使产品在持续的改进中寻找市场放量的机会，在尽量控制成本的情况下，快速制造产品。最终使产品的市场应用性与经济合理性高效结合。建立了以计划、采购、制造、质量、工艺、物流为核心业务的扁平化生产组织，高效柔性地保障市场要货需求，为业绩的突飞猛进奠定了基础。

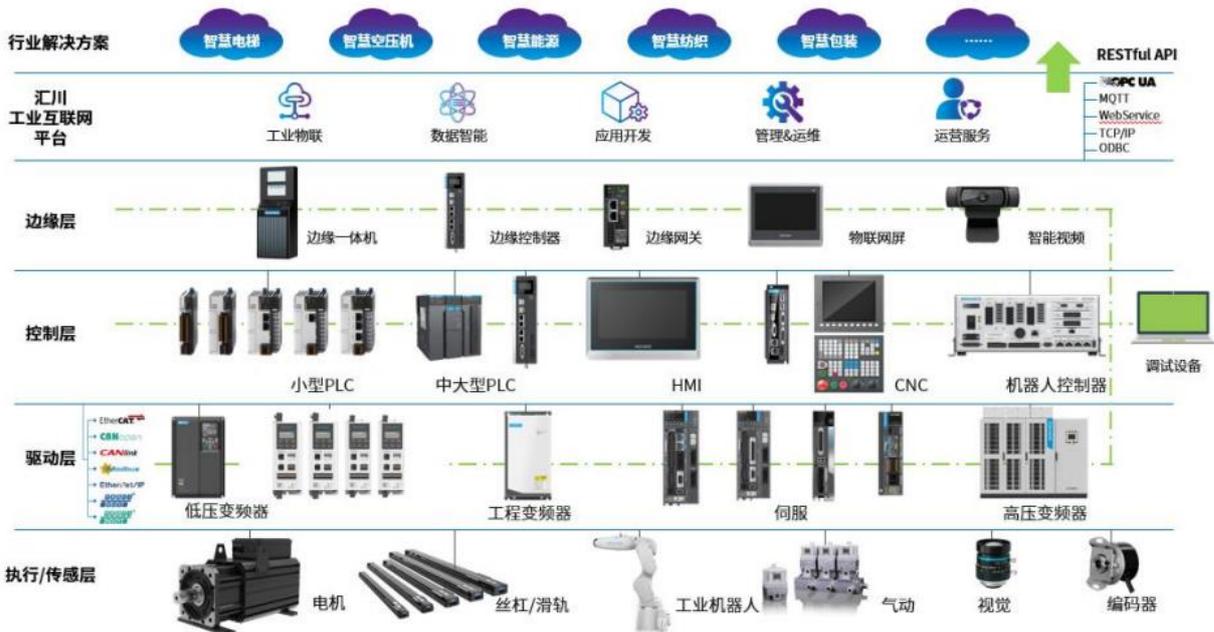
图 4: 公司集成供应链示意图



资料来源：公司 2022 年度报告、东兴证券研究所

公司以“电机控制技术”为核心，不断卷积各种客户，扩展应用场景。发展历程一路经历了从国内高端变频器供应商 -> 综合工控产品供应商 -> 一流工业解决方案供应商 -> 智能制造方案供应商。从初创期时的以“大单品”产品改良抓住“市场缝隙”机遇战略，进化到现在的以供给端“平台级”产品矩阵创新真正驱动“市场需求”。从纵向来看，汇川技术已经逐步涉足通用自动化、新能源汽车、轨道交通、工业机器人以及工业物联网等多个领域。在横向上单个领域所提供的产品类型也在不断细化，并在控制层、驱动层、执行层、感知层以及应用层保持产品类型的延伸。

图 5：汇川技术主要产品



资料来源：汇川技术 2023 半年度报告，东兴证券研究所

1.3 推进战略转型

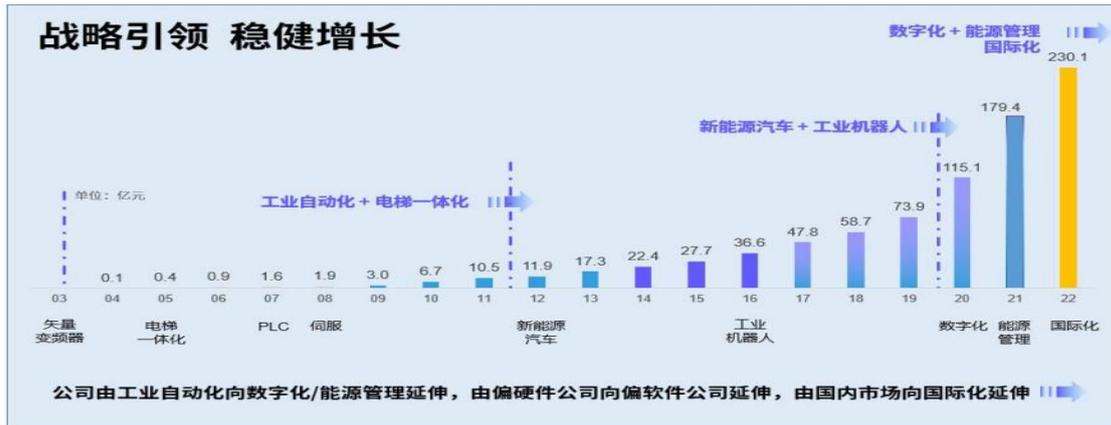
内生+外延不断进行产业链整合。公司基于深刻的行业理解，内生+外延不断进行产业链整合，拓展业务边界，以坚实和高效的平台架构为支撑，发挥协同优势：

- ◆ **2013 年 9 月收购伊士通 40%股份**。公司成为伊士通第一大股东，通过董事会形成实际控制地位。汇川技术与伊士通在产品、区域市场上有着极强的互补性，协同效应显著。本次收购延长了汇川技术在注塑机行业的产品线，进一步拉动汇川的伺服电机销售，加强在长三角地区的竞争力，同时巩固在珠三角竞争力。另外，汇川技术和伊士通双方可通过客户资源共享和联合营销等方式，促进双方在注塑机等相关行业的业绩增长。
- ◆ **2015 年 6 月收购江苏经纬 50%股份**。公司形成对江苏经纬的实际控制地位，顺势取得轨交牵引准入资质，为公司战略性介入轨交牵引市场奠定了雄厚根基，至此公司正式进军轨道交通领域。通过本次合作，汇川技术有望把江苏经纬打造成领先的轨道交通牵引系统企业，对于提升公司技术实力及品牌形象、寻找新的增长点均有重大的意义。
- ◆ **2016 年 6 月收购上海莱恩 60%股份**。汇川在变频器、控制器、伺服等核心零部件领域掌握核心技术优势，

此次收购上海莱恩，有利于完善汇川技术在机械传动领域的产品和整体解决方案。公司目标成为世界一流的工业自动化产品及解决方案供应商，将不断优化产业布局。

- ◆ **2016年9月投资设立苏州汇川联合动力系统有限公司。**公司拟使用自有资金出资人民币20,000万元，在江苏省苏州市设立全资子公司苏州汇川联合动力系统有限公司。该子公司主要从事新能源汽车动力总成系统（包括电机控制器、电机、减速机、电源、充电设备、智能控制软件、车联网等产品）的研发、销售与服务；2021年9月，拟向联合动力增资人民币18亿元；2022年8月授权启动分拆联合动力境内上市前期筹备工作。
- ◆ **2017年12月设立江苏汇能机电工程有限公司。**公司全资子公司苏州汇川技术有限公司拟使用自有资金出资人民币10,000万元，在江苏省苏州市设立其全资子公司江苏汇能机电工程有限公司，进一步完善公司在工业自动化领域的布局，加强公司在起重、港口领域的业务拓展。
- ◆ **2019年4月发行股份及支付现金购买贝思特100%股权。**通过此次收购，公司将形成完整且具有领先水平的电梯电气类产品体系和技术能力，从而能更好的满足电梯厂商个性化、多样化需求，为其提供综合的电气零部件，以及一体化、大配套的电气系统及整体解决方案，增强客户粘性，巩固并扩大市场占有率，提升核心竞争力，保持公司在电梯行业的领先地位。
- ◆ **2020年9月公司拟定增募资约21.3亿元。**公司本次定增募资投向主要包括收购汇川控制49.00%股权、产能扩建及智能化工厂建设项目、工业软件技术平台研发项目、数字化建设项目等。汇川控制成为汇川技术的全资子公司，汇川控制主要从事PLC、HMI产品的研发，有独立的技术和产品研发团队，将强化与母公司汇川技术公司的业务协同。产能扩建及智能化工厂项目建成并达产后，预计将新增中高压变频器产能0.2万台/年，低压变频器产能115万台/年，伺服驱动器产能135万套/年。
- ◆ **2021年8月董事会同意在湖南岳阳和山西太原分别设立全资子公司购买土地并投资建设生产厂房及配套设施。**高压变频器、伺服电机等作为工业自动化的核心部件，未来将持续受益于制造业转型升级、“机器换人”以及“3060”双碳政策带动的需求提升，为满足产能需要进行产能扩建。
- ◆ **2022年3月公告拟在南京设立全资子公司南京汇川。**并拟以不超过16.5亿元收购南京江宁经济开发区集团有限公司的土地、房屋等用以投资建设生产、研发和办公基地。随着公司在苏州场地的整体产能利用率越来越高，丝杠、工业机器人产品的产能亦趋于饱和。本项目建成并达产后，能够进一步优化公司的产能布局，降低公司运营风险，提升公司为客户提供“精密机电+精密机械”的整体解决方案与服务能力，从而提升公司的盈利水平。

图6：汇川技术主要产品

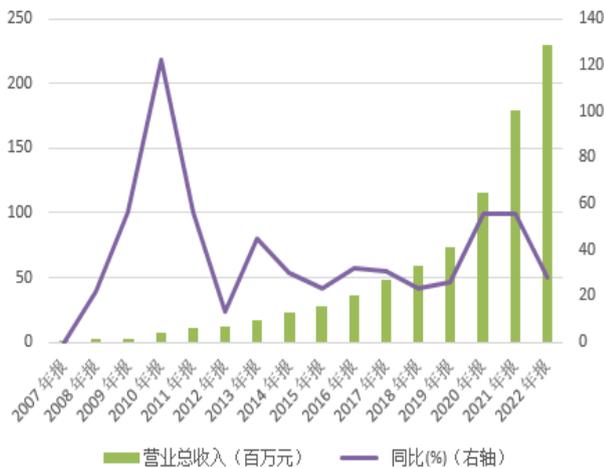


资料来源：汇川技术2022年度报告，东兴证券研究所

2. 公司历史经营业绩良好

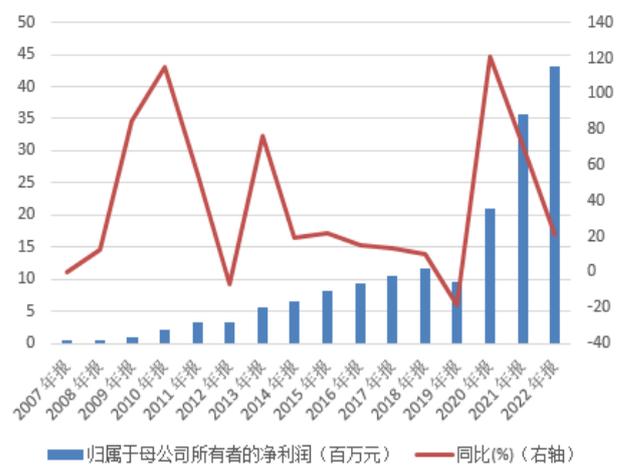
营业收入高速增长。公司营业收入从2007年的1.59亿增长至2022年的230.08亿，15年增长近145倍，期间CAGR=39.33%。归母净利润从2007年的0.49亿增长至2022年的43.20亿，15年增长88倍以上，期间CAGR=34.80%。

图 7:公司历年营业收入及同比增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图 8:公司归母净利润及同比增速



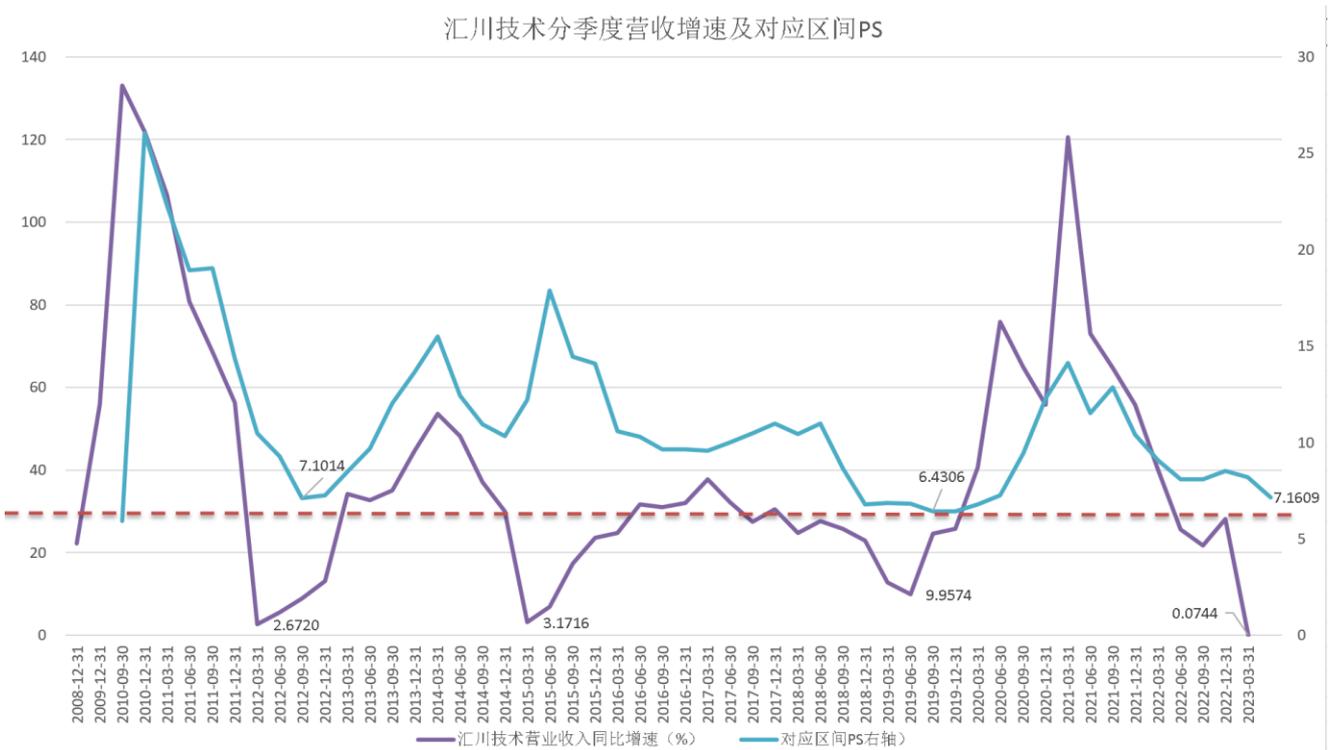
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.1 经营数据呈现一定季节性

经营数据低点在一季度出现频率较高。分季度来看，公司区间平均PS（TTM）低点为：2012年6月30日-2012年9月30日期间的7.1X；2019年6月30日-2019年9月30日期间的6.3X；2023年3月1日-2023年6月18日的7.2X。从公司分季度同比增速来看，低点出现在2012年3月31日的3.67%、2015年3月31日的3.17%、2019年6月30日的9.96%和2023年3月31日的0.07%。通过复盘公司历史营收分季度

同比增速，低点出现在一季度的频率较高，可能是因为一季度受确认节奏影响，叠加春节假期、地产需求相对较弱等影响，随后季度有望持续改善。

图 9: 汇川技术分季度营收增速及对应区间 PS



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

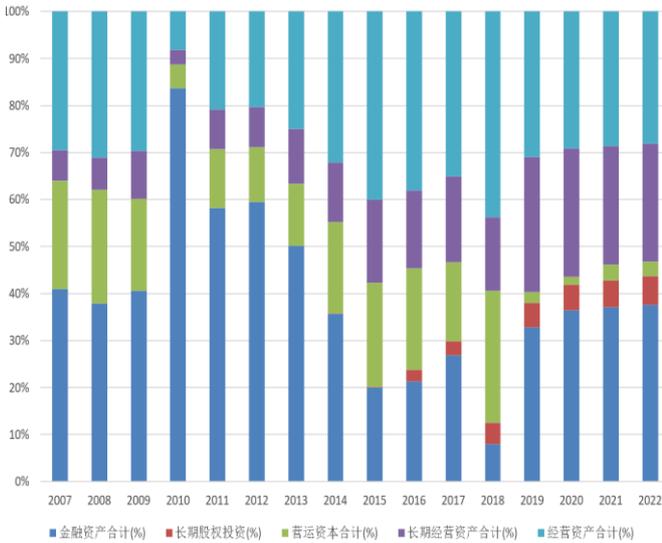
2.2 研发驱动供应链管理能力强

从资产端结构来看公司施行以研发驱动的轻资产战略。从公司资产结构来看，公司 2020-2022 年长期经营资产占比 38.54%、35.38%、34.92%；长期股权投资占比 7.68%、8.00%、8.49%；金融资产占比 51.32%、51.95%、52.35%。

营运资本大幅压降体现卓越的供应链管理能力强。值得注意的是，公司营业收入高速增长的同时，2020 年-2022 年营运资本占比 2.45%、4.68%、4.24%，从 2018 年高点占比 49.87% 大幅压降，体现公司卓越的供应链管理能力强，是 IPD 战略成果的集中体现。IPD 作为先进的产品管理体系，可以提高产品开发效率、缩短产品开发周期、提高产品质量。公司管理层从公司创立之初就对 IPD 模式具有深刻的理解，内部基于 IPD 模式的研发流程以及基于行业线的管理体制为公司的发展提供了强劲的动力。随着公司规模扩张，公司卓越的管理竞争力将得到更为充分的体现，公司前期用进口替代抓住了“增量红利”，现在正用创新超越抓牢“结构红利”，未来公司在持续的内部变革中有望进一步抓住“管理红利”。

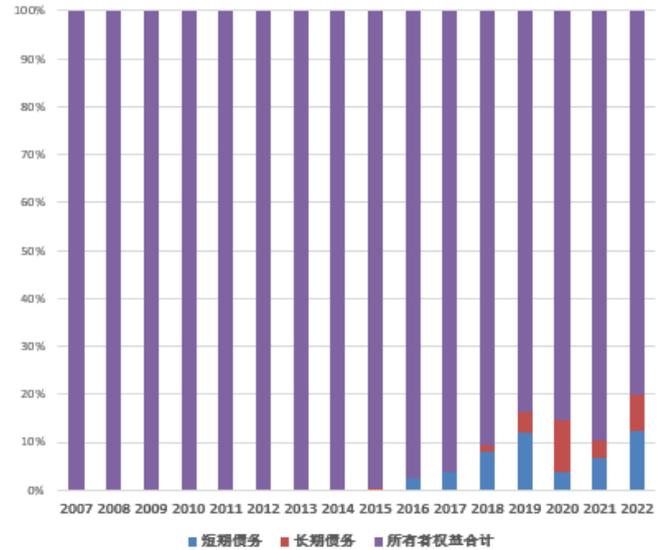
近年来有息债务比重有所提升。从资本端来看，2020-2022 年公司长期债务占比 10.89%、8.37%和 7.50%；短期债务占比为 3.64%、6.86%、12.36%。近年来公司为满足市场需求，在各地进行了产能扩张，有息负债占资本比重有所提升，但总体占比依然较低。相较于过去公司基本使用权益资本模式，适当提高财务杠杆有助于公司 ROE 的提升。

图 10:公司资产构成



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

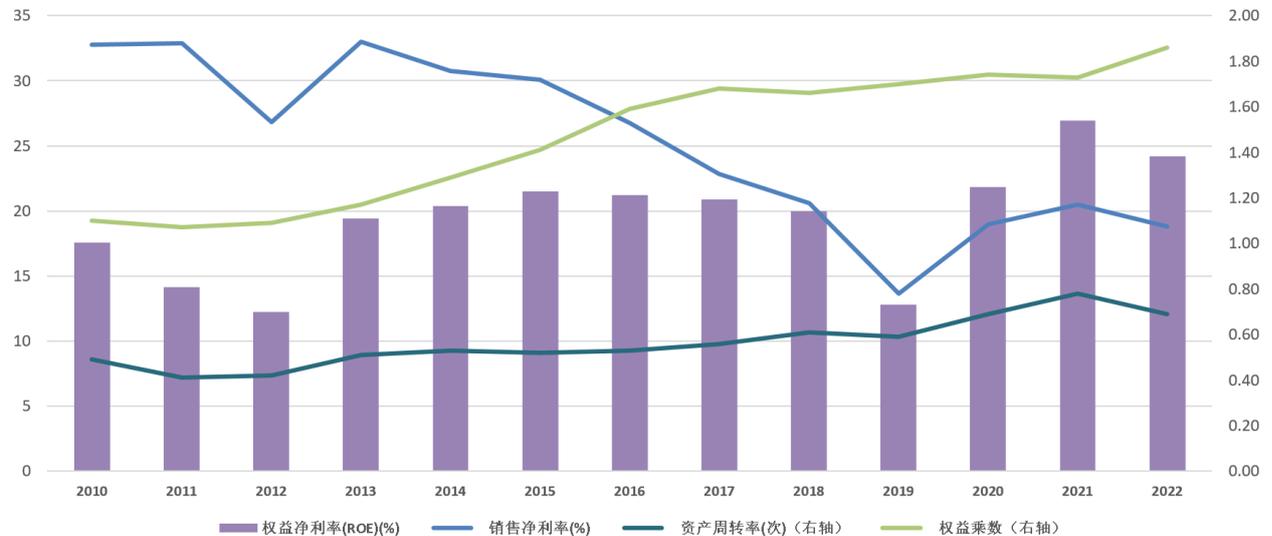
图 11:公司债务构成



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

公司 ROE 呈现稳健提升趋势。公司 ROE 自 2014 年以来（除 2019 年）均保持在 20% 以上。从 ROE 构成来看，近年来随着新的下游行业和产品线的不断拓展，公司销售净利率有所下滑。随着公司收入端高速整张，受益于公司精益管理运营体系，总资产周转率有所提升。加上公司湿度提高有息负债占比扩建产能，权益乘数随之提升，公司 ROE 呈现稳健提升趋势。

图 12:公司 ROE、销售净利率、资产周转率、权益乘数

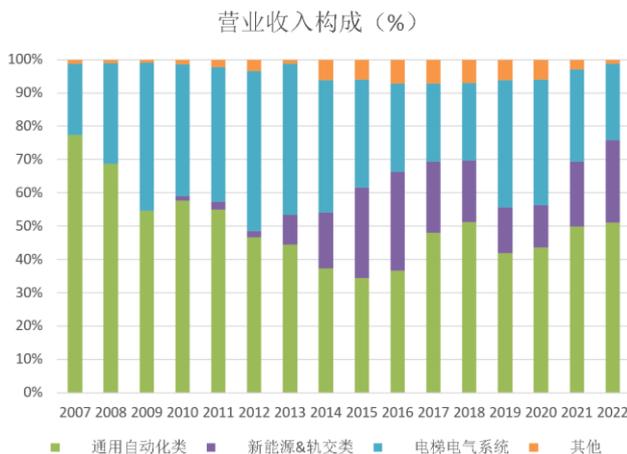


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.3 “议价”向“溢价”的转化盈利能力有望提升

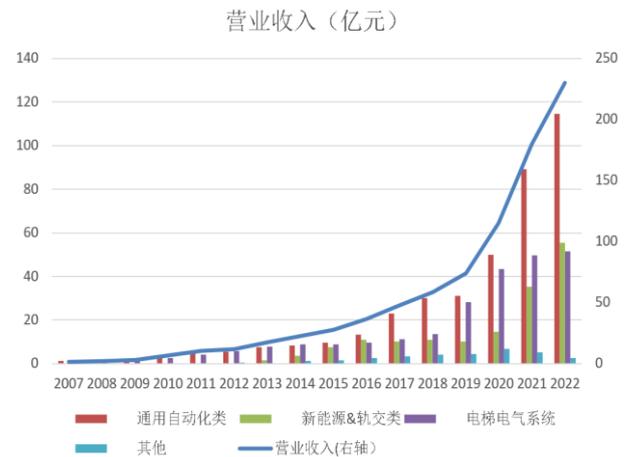
按照下游大行业划分，公司营业收入可以划分为通用自动化类、新能源&轨交类、电梯电气系统类和其他类。受益于与通用自动化和新能源汽车市场近年来快速扩张，公司精准卡位、提前布局，营业收入结构出现较大变化。2020-2022年营业收入通用自动化类、新能源安&轨交类、电梯电气系统类和其他类分别占比43%、50%、50%；13%、20%、24%；38%、28%、22%；6%、3%、1%。其中通用自动化类营业收入从2007年的1.23亿提升至2022年114.65亿，期间CAGR=35.3%；新能源&轨交类营业收入从2010年的0.09亿提升至2022年55.52亿，期间CAGR=70.81%；电梯电气系统类营业收入从2007年的0.34亿提升至2022年的51.6亿（含贝思特并表收入），期间CAGR=39.77%。工业控制行业产品一般分为通用产品（标准产品）与专用产品（非标产品），其中专用产品强调产品应用行业的特殊诉求，对所应用行业理解要求较高，产品往往是基于客户需求的定制化服务解决方案；通用产品具有较为明确统一的设计与应用标准，适合大批量生产。汇川技术基于行业营销的管理模式长期深入客户的相关行业，基于对细分行业的深刻理解建设行业线，已经在多个细分市场建立领先地位。在非标产品在细分市场取得突破后，汇川迅速将其非标转标，扩大生产规模，抢占市场份额，提升盈利水平。

图 13:公司营业收入构成



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图 14:公司按项目划分营业收入



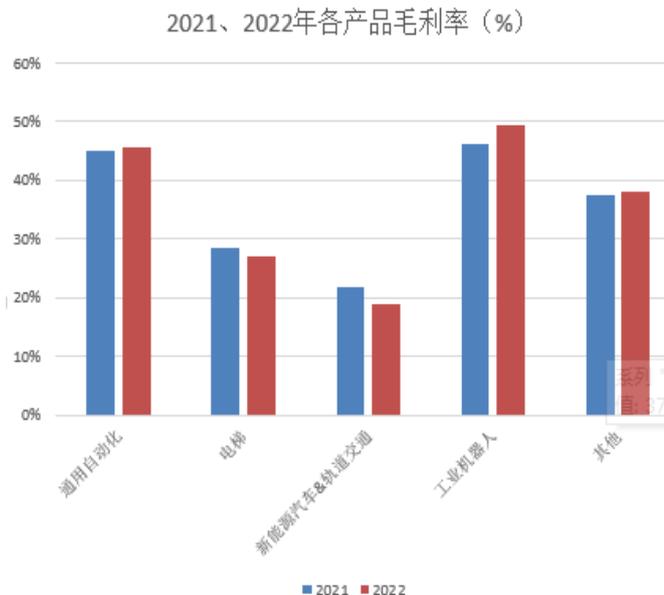
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从公司按照产品口径披露的毛利率来看，2020年公司优势业务毛利率改善，基本盘进一步巩固。变频器类（含电梯事业部）业务毛利率从2018年低点45.05%提升至2020年的46.95%，贝思特类产品毛利率从2019年的24%提升至2020年的26.38%；公司运动控制类产品（主要包括通用伺服系统和专用伺服系统），毛利率从2018年低点的43.58%提升至2020年的48.74%；控制技术类产品（PLC、视觉系统、人机界面）毛利率从2019年低点的45.08%提升至2020年的52.03%；新能源&轨交类毛利率从2015年的43.67%下滑至2010年的23.53%，系2015年开始江苏经纬并表，导致板块整体毛利率有所下滑，板块整体毛利率从2019年低点的20.41%提升至2020年的23.53%。2020年公司一方面降本增效，继续推进管理变革项目，又启动了“IPD（集成产品开发流程）”、“IHR（集成人力资源管理流程）”、“ISC（集成供应链流程）”等变革项目。另一方面公司抓住了“结构性增长”机会，优质客户数量提升，以管理的确定性应对外部环境的不确定性，实现各业务板块毛利率回升，“管理红利”为公司业绩韧性提供强支撑。

随着公司协同作战模式深入推进，大类板块内部和大类板块之间面对客户有望实现由“议价”向“溢价”的转化，毛利率有进一步改善空间。自2021年报开始，公司“分产品”维度的项目描述有一定调整，划分为通用自动化、电梯、新能源汽车&轨道交通、工业机器人和其他。其中通用自动化板块毛利率由2021年的44.98%

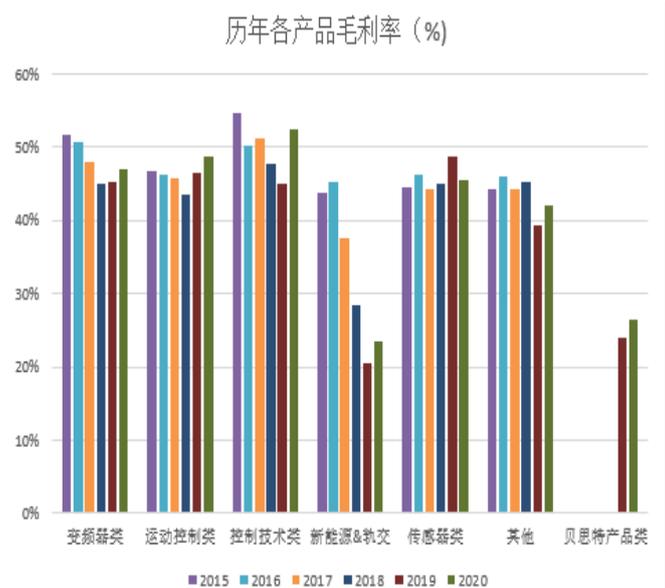
提升至 2022 年的 45.64%，依旧保持较强市场竞争力；电梯产品毛利率由 2021 年的 28.32% 小幅下降至 2022 年的 26.95%；新能源&轨交毛利率由 2021 年的 21.89% 下降至 2022 年的 18.97%；公司培育多年的战略新兴板块工业机器人单独列示，毛利率较高并实现提升，由 2021 年的 46.09% 提升至 2022 年的 49.20%，未来有望实现量价齐升。

图 15:公司 2021/2022 年各产品毛利率



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

图 16:公司各业务毛利率



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

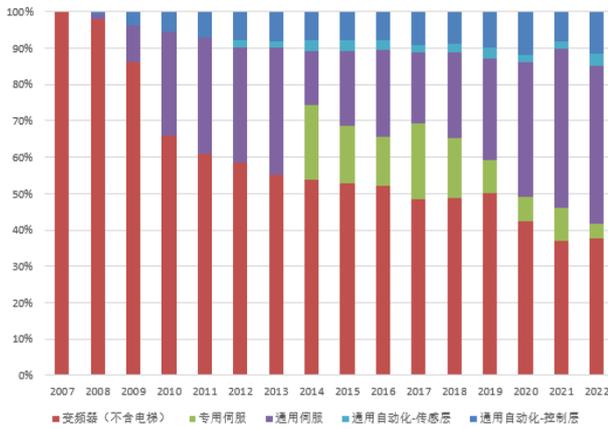
3. 通用自动化基本盘牢固

通用自动化细分板块多元化，实现平台级销售。从通用自动化内部结构看，2022 年公司变频器（不含电梯）、通用伺服、专用伺服、控制层和传感层在通用自动化板块营收占比分别为 38%、44%、4%、11% 和 3%。从绝对数值来看，公司变频器（不含电梯）营业收入从 2007 年 1.23 亿增长至 2022 年 43.29 亿，期间 CAGR=26.79%；公司 2014 年之前未单独披露通用伺服和专用伺服营业收入，在此将 2014 年伺服系统收入全部划分为通用伺服，且 2013 年数据未考虑伊士通并表。通用伺服营业收入从 2008 年的 0.02 亿增长至 2022 年的 49.89 亿，期间 CAGR=77.65%；控制层（主要为 PLC）营业收入从 2008 年的 0.01 亿增长至 2022 年的 13.13 亿，期间 CAGR=65.87%；传感层营业收入从 2012 年的 0.1 亿增长至 2022 年的 3.84 亿，期间 CAGR=44.02%，其中 2021 年收入 1.57 亿元，2022 年收入 3.84 亿元，实现翻倍增长，未来有望持续放量高增。公司以变频器起家，随后不断扩张产品品类。未来通用自动化事业部将进一步推进产品线/行业线/区域线/SEU 四个组织协同作战模式，通过做优方案、做实行业、做强区域、做大终端等策略，实现销售收入和营业利润较快增长。

图 17:公司通用自动化各业务占比

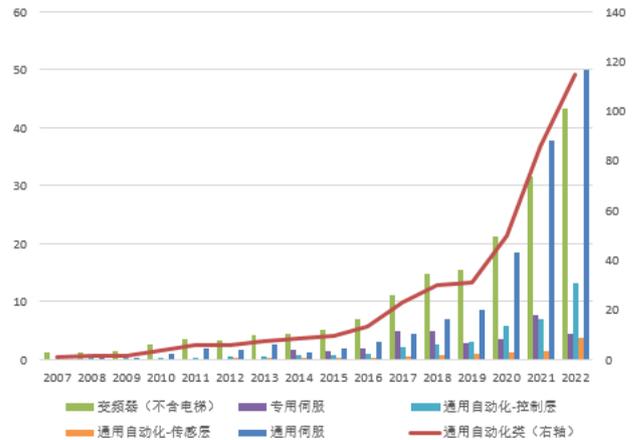
图 18:公司通用自动化营业收入

通用自动化各业务占比（%）



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

通用自动化类营收（亿元）



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

注：2014年前未单独披露通用伺服收入，图中2014年前全部划分为通用伺服收入；2013年图中“通用伺服”未纳入伊士通并表因素。

需求侧顺周期+供给侧已出清，拐点已现。从内需来看，M2增速从2023年2月高点12.90%下滑至8月份10.60%，8月民间制造业固定资产投资累计同比增速8.7%，较上月提升0.2个百分点，结束了自2022年2月以来连续17个月的下滑。随着企业端未来投资意愿持续修复，信贷扩张将进一步传到至投资扩张，或将于2023年下半年进入主动补库存阶段。从供给端看，2008年“四万亿投资”产能大扩张之后，2011年开始出清。2016年三季度开始，产能扩张有重启趋势。但在随后的中美贸易摩擦等因素导致的需求下行背景下，制造业投资增速保持低位，新一轮扩产周期被迫中断，2011-2020期间制造业供给端低端产能充分出清。需求侧顺周期+供给侧已出清有望拉动公司通用自动化板块业绩增长。

图 19:规模以上工业企业存货和PPI当月同比（%）



数据来源：同花顺FinD

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图 20: M2和民间制造业固定资产投资同比（%）



数据来源：同花顺FinD

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.1 变频器市场份额不断提升

中低压变频器应用场景广阔，下游市场分散。一般用在起重机械、电梯、纺织机械等领域，与国家经济周期相关度较高。2022 年下游行业低迷，叠加芯片短缺导致供货周期延长的压力持续，整体市场微幅增长。根据 MIR 睿工业预测，低压变频器整体市场需求低迷，2023 全年低压变频器销售额预期下滑 4.9%，销售额约为 300.81 亿，预计 2025 年销售额将达到 325.65 亿。

高压变频器应用领域集中在高能耗领域，下游市场主体多为国有大型工矿企业，是未来节能减排重要角色。根据华经产业研究院数据，2021 年 6 月开始施行的《GB18613-2020 电动机能效限定及能效等级》正式实施，淘汰 IE3 以下能效电机，2021 年 11 月工信部发布《电机能效提升计划》，要求到 2023 年高效节能电机年产量达到 1.7 亿千瓦，在役高效节能电机占比达 20%以上（而当前渗透率不到 10%）。2022 年 6 月发布的《工业能效提升行动计划》提出 2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上。根据前瞻产业研究院预测，未来几年，具有高效节能功能的高压变频器市场将受政策驱动持续增长，2023-2025 年同比增速为 8.02%、10.29%、9.84%，到 2025 年高压变频器的市场规模将突破 200 亿元。根据中商情报网统计数据，2020 年汇川在高压变频器市场占有率为 17%，假设 2020-2023 年期间市场份额保持不变。

图 21:公司营业收入及增速



资料来源：《2023 年第二季度低压变频器市场解读报告》——睿工业，东兴证券研究所

图 22:公司利润率

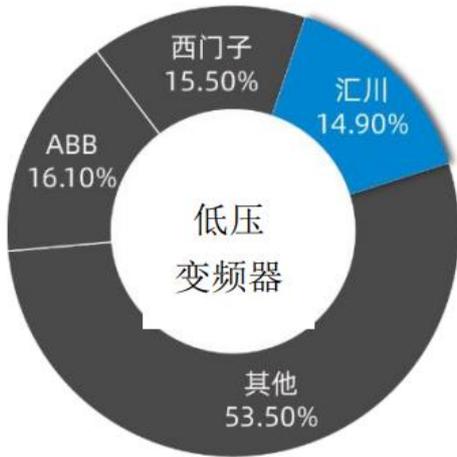


资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

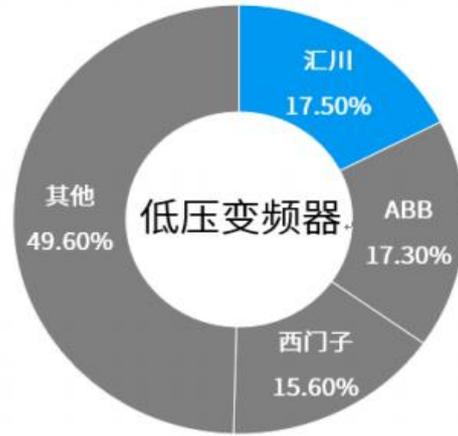
市场份额方面，根据睿工业统计数据，公司低压变频器产品（含电梯专用变频器）在中国市场的份额从 2022 年约 14.9%提升至 2023H1 的 17.50%，排名从第三跃升至第一。

图 23:公司 2022 年低压变频器市场份额

图 24:公司 2023H1 低压变频器市场份额



资料来源：汇川技术2022年度报告，东兴证券研究所

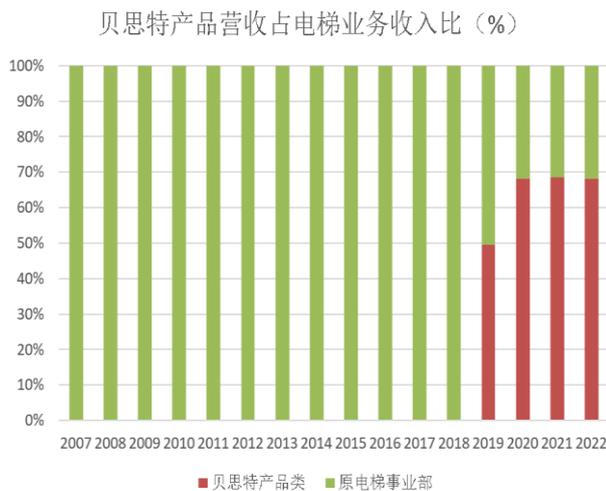


资料来源：汇川技术2023半年度报告，东兴证券研究所

公司电梯电气系统营业收入从2007年的3400万元提升至2022年51.62亿元，期间CAGR=140%。2019年5月，汇川技术发行股份及支付现金购买贝思特100%股权。贝思特2019-2022年营业收入分别为14亿元、29.64亿元、34.03亿元和35.23亿元，占汇川技术整体电梯产品比重为50%、68%、69%、68%。2020-2022年实现同比增速112%、15%、4%。

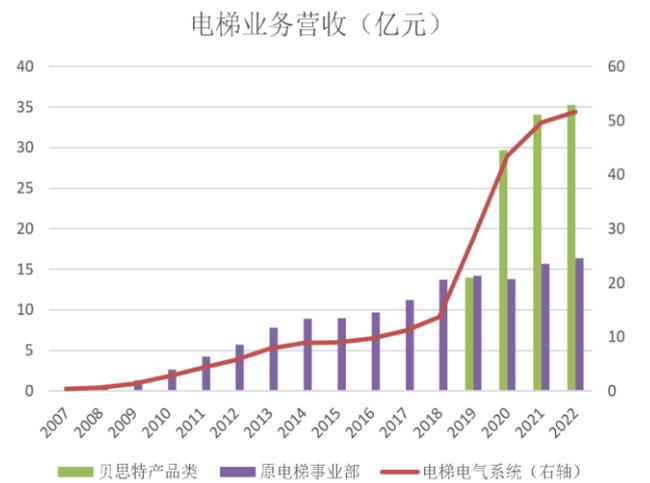
贝思特是国内领先的电梯零部件企业，人机界面、按钮、显示器等市占率位于行业领先地位。贝思特成为汇川技术的全资子公司后，在产品和营销方面都将形成较好的协同效应。通过收购贝思特，提供具备较强竞争力的“电梯控制系统+人机界面交互系+电线电缆系统”电梯电气系统大配套方案，能够满足主流电梯企业需求，有助于公司扩大在跨国企业和海外客户的业务规模。2022年，公司提出“跨步国际化”的新战略，加快海外业务布局，GLOBALLOCAL（Local for Local, 国际本土化）模式全面推进。据公司2023年半年报，在市场拓展方面，电梯产品仍是海外业务收入的贡献主力，低压变频器、伺服等产品销售在稳步提升。

图 25:贝思特产品营收占电梯业务收入比



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

图 26:电梯业务营收



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

根据同花顺数据，截止 2022 年全国电梯产量 145.40 万台，同比减少 5.89%。全国电梯保有量 964.46 万台，同比增长 14.18%。2023 年 7 月我国房地产开发投资额 9167 亿元，同比下滑 12.16%，从增速上看我国房地产投资同比增速已进入长期下行通道。从长远看，存量电梯维保、旧楼加装电梯改造和城市轨道交通带来的新增需求将推动电梯行业需求的持续扩大。2023 年上半年，汇川技术在国内电梯行业销售一体化控制器及变频器超过 30 万台，持续保持了电梯电气大配套业务的领先的地位。公司电梯电气类业务未来追求稳健增长，并持续为公司创造良好的现金流，公司智慧电梯业务属于成熟型业务。

图 27:全国电梯产量、保有量及同比增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

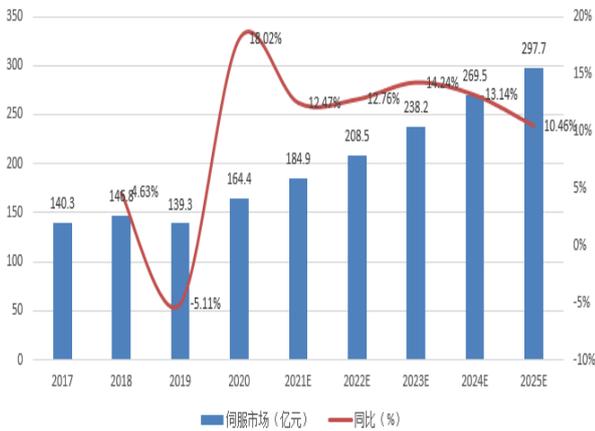
3.2 工业制造新兴领域驱动伺服高速增长

根据智研咨询预测，2023-2025 年我国通用伺服市场同比增速为 14.24%、13.14%和 10.46%，2025 年市场规模有望达 297.7 亿元。根据睿工业预测，到 2025 年中国专用伺服市场规模将达到 60.25 亿元。

图 28:2017-2025 年中国通用伺服市场规模及同比增速

图 29:中国专用伺服市场规模变化情况及增长预测

2017-2025年中国通用伺服市场规模及同比增速



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

中国专用伺服市场规模变化情况 & 增长预测

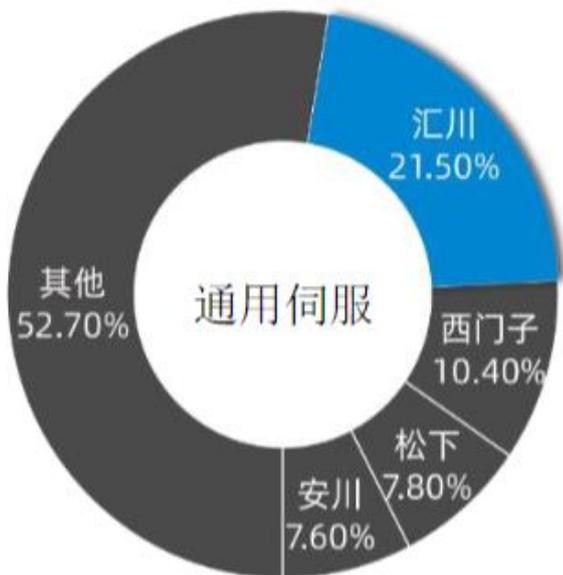


(数据来源: MIR Databank)

资料来源：睿工业，东兴证券研究所

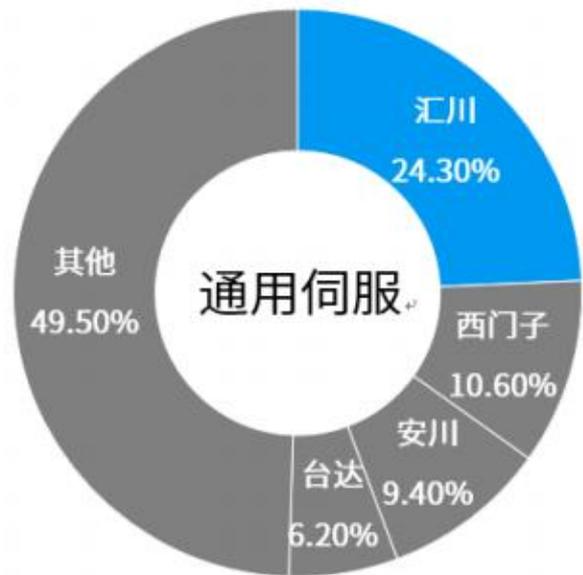
根据睿工业统计数据，2022 年公司通用伺服系统在中国市场份额约 21.5%，位居第一名（排名第二、三、四位的厂商及市占率分别：西门子，10.4%；松下，7.8%；安川，7.6%）。2023H1 公司通用伺服产品市场占有率进一步提升至 24.30%。公司通用伺服产品市场占有率遥遥领先，全面超越国外品牌厂商；根据睿工业统计数据，2020 年汇川技术在专用伺服市场占有率为 17%，假设其 2020-2023 年期间市场份额保持不变，以此市占率作为 2023-2025 年营业收入预测起始参数。

图 30: 汇川技术通用伺服 2022 年国内市场占有率



资料来源：汇川技术 2022 年度报告，东兴证券研究所

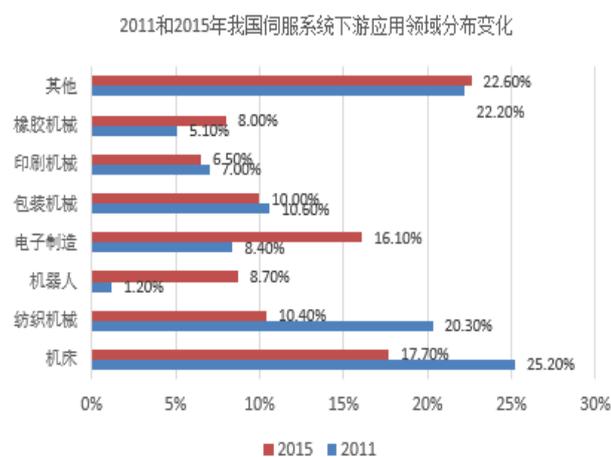
图 31: 汇川技术通用伺服 2023H1 国内市场占有率



资料来源：汇川技术 2023 半年度报告，东兴证券研究所

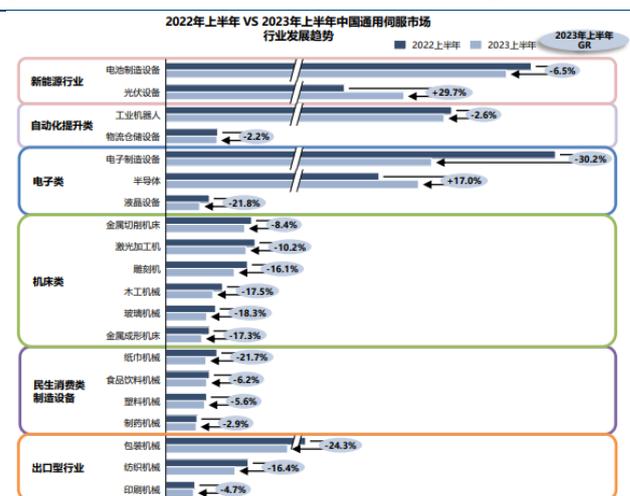
工业制造新兴领域伺服系统配套量大幅提升。根据工控网数据，伺服系统在广泛运用于传统制造领域，2011年下游应用占比排名前五的分别是：机床（25.20%）、其他（22.20%）、纺织机械（20.30%）、包装机械（10.60%）、电子制造（8.4%）；到2015年排名占比前五的下游应用领域为：其他（22.60%）、机床（17.70%）、电子制造（16.10%）、纺织机械（10.40%）、包装机械（10%）。根据睿工业数据，2023H1年伺服系统下游应用领域中，占比排名前五的分别是电池制造设备、工业机器人、电子制造设备、半导体和光伏设备，市场销售同比分别变化-6.5%、-2.6%、-30.2%、+17%和+29.7%。一方面新兴制造领域的快速增长驱动伺服系统市场扩张，另一方面也对伺服系统供应商针对行业细分领域的专业解决方案提出更高要求，公司多年来基于产平台的积累以及行业定制化解决方案的优势，有望驱动公司伺服系统产品在下游行业的份额继续提升。

图 32:2011、2015 年我国伺服系统下游应用领域分布变化



资料来源：工控网，东兴证券研究所

图 33:2022H1 VS 2023H1 中国通用伺服市场行业发展趋势



资料来源：《2023年第二季度通用伺服市场解读报告》——睿工业，东兴证券研究所

3.3 PLC 竞争力持续突破

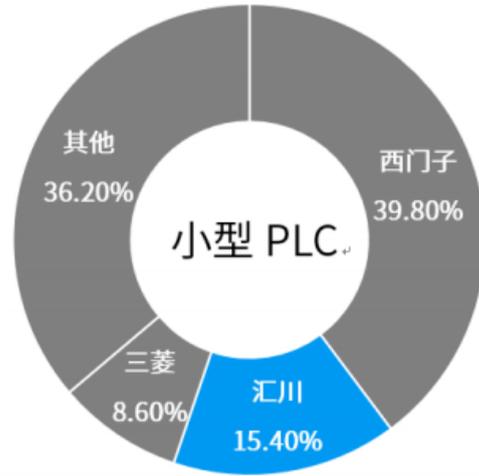
根据睿工业统计数据，2022年公司小型PLC产品在中国市场的份额约11.9%，位居第二名（排名第一、三位的厂商及市占率分别是：西门子，41%；三菱，9.8%），位列内资品牌第一名。2023H1市场份额进一步提升至15.40%。

图 34:2022 年公司小型 PLC 市场份额

图 35:2023H1 公司小型 PLC 市场份额



资料来源：汇川技术2022年度报告，东兴证券研究所



资料来源：汇川技术2023半年度报告，东兴证券研究所

2022年受海外供应链影响，外资厂商芯片供应短缺，导致供货周期延长，订单有所放缓。国内厂商本土供应链优势明显，订单短暂攀升，市场份额快速提升。2022年二季度外资和本土厂商陆续开启涨价潮。据MarketWatch报导，2023年一季度半导体行业交货时间收敛到9个月以来新低，交货时间比2022年5月历史高峰缩短4周，供给端扰动基本结束。

图 36:2022年4月自动化产品涨价情况

公司名称	产品	涨价情况	生效日期
松下电器机电	传感器-国产品全型号	2%	2022年5月2日
	传感器-右记系列: PM, GD, CY, LS, HL-G1, HG-T/S, ER-X, 光纤头	10%	
	PLC/变频器/触摸屏-右记系列: MK300, VF200, VF0, GT02, GT32, FPXH (仅限于M8N系的CPU)	5%	
	PLC/变频器/触摸屏-右记系列: FP7, FP0H	2%	
	PLC/变频器/触摸屏-右记系列: FPX-IO	1%	
无锡信捷	1.DS3系列750W及以下在原售价的基础上普涨70元; DS3系列850W-2.6KW在原售价的基础上普涨80元。 2.DS5C1、DS5C系列750W及以下在非终端售价的基础上普涨50元; DS5C1、DS5C系列850W-2.6KW在非终端售价的基础上普涨80元。	-	2022年5月1日
雷赛智能	全系列产品	5%-8%	2022年4月25日
禾川	SV-X2 / X3系列 (包含一体机) 驱动器	6%-7%	2022年4月15日
	SV-X6系列伺服驱动器	6%-8%	
	HN-Y7系列伺服驱动器	3%-5%	
	SV-X2系列马达	6%-10%	
	SV-X6系列马达	6%-10%	
	HC-Q系列主机	5%-8%	
	HC-QX系列模块	5%-10%	
	A系列PLC主机	5%-8%	
	A系列PLC扩展模块	5%-10%	
	HMI人机界面产品	5%-8%	
变频器产品	3%-5%		
汇川	MD380、MD810、MD500E、MD500PLUS 等系列,变频器定制类非标产品; 行业专机类 CS、CV、CP、CA、IS、ES、PD 等系列	5%-8%	2022年4月15日
	MD100、MD200、MD290、MD310、MD480、MD500、MD800 等系列	3%-5%	
	H3U 系列 (除H3U-XA 外) AM400 系列	3%-5%	
	H2S 系列、H2U-XP 系列、H3U-XA、H5U 系列、AM600 系列、AC800 系列	5%-10%	
	SV600、SV630P/A/C 系列	5%-8%	
	PROFINET 总线系列IS6XXF 系列、IS620P/N 系列		
	伺服定制类非标产品	5%-8%	
SV630N、SV660N、IS810N 等系列	3%-5%		
施耐德	Modicon M171/M172 可编程控制器与附件 (除部分不带隔离型号)	10%	2022年4月1日
	Modicon MI171/M172部分不带隔离型号	20%	
	NTC传感器 壁挂式安装	40%	
ABB	高压异步电动机、发电机	9%-14%	2022年3月10日
	进口电机/发电机	10%-15%	2022年3月1日
	ACS880-14/04(n*R8i)/04XT等	8%	
	PLC及HMI	10%	
	ACS510-01、ACS530-01、ACS580-01/04/07等	6%-8%	2022年1月6日
伺服产品	6%		
欧姆龙	变频器	10%	2022年1月24日
	大型PLC、中型PLC、小型PLC	15%	
台达	M300系列(包括MH300MS300ME300及其衍生機種)、C2000系列(包括C2000 CP2000CH2000CT2000及其衍生機種)、V1-C系列等	2%-5%	2022年1月5日
安川电机	1000系列变频器、700系列变频器、500系列变频器等	8%-10%	2022年1月1日
三菱电机	A800、F800、E800、D700等	5%-6%	2022年1月1日

资料来源：睿工业，东兴证券研究所

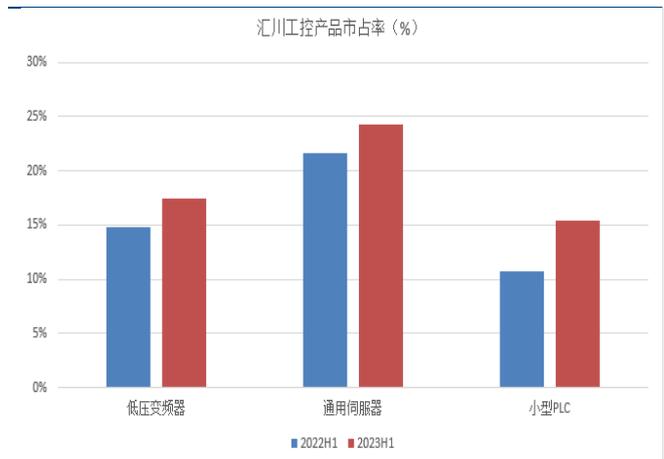
公司备货充足，同时敏锐地把握住 2022 年二季度外资竞争对手缺芯导致供货周期延长的短暂市场契机，抢占市场份额。公司低压变频器、通用伺服器、小型 PLC 市场份额从 2022H1 的 14.80%、21.60%、10.70% 提升至 2023H1 的 17.50%、24.30%、15.40%。2022H1 和 2023H1 公司销售毛利率分别为 36.37% 和 36.27%。2023H1 在排除供应链扰动因素后，公司市场份额依然保持提升态势，同时毛利率保持平稳。通过观察此段时间公司市场份额和毛利率水平，验证了公司核心竞争力是可持续的技术优化，并非不可持续的成本优化。根据睿工业预测，2025 年中国 PLC 市场规模将达到 180.12 亿元，其中小型 PLC 和大中型 PLC 市场规模分别为 86.48 亿元和 93.64 亿元。

图 37:中国 PLC 产品市场规模及增速



资料来源：《2023 年第二季度 PLC 市场解读报告》——睿工业，东兴证券研究所

图 38:汇川工控产品 2022H1、2023H1 市占率对比

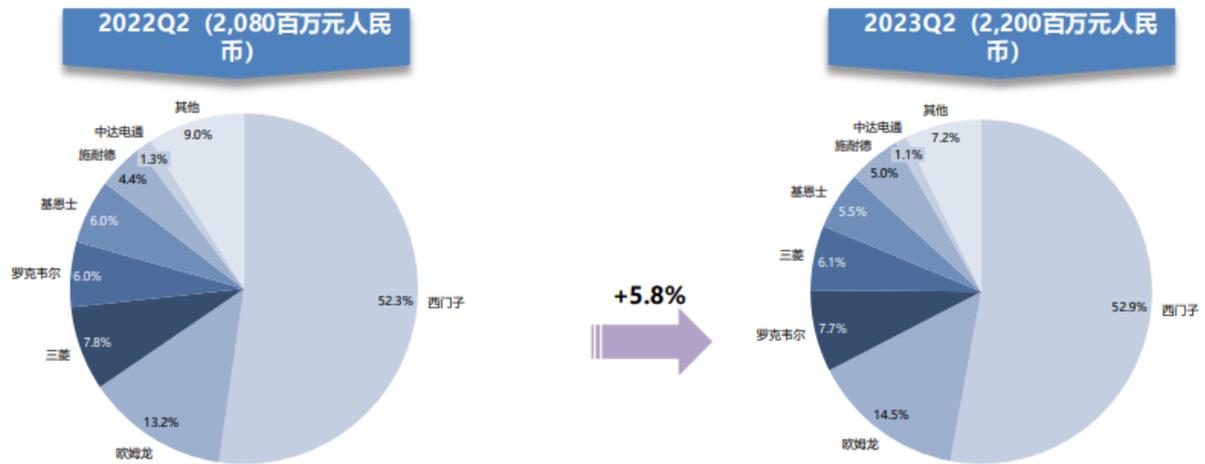


资料来源：汇川技术 2022、2023 半年度报告，东兴证券研究所

根据睿工业统计数据，2023Q2 大中型 PLC 市场西门子市场占有率高达 52.9%，中达电气占比 1.1%，其他厂商占比 7.2%，假设公司在大中型 PLC 市场占有率为 0.5%，以此市占率作为 2023-2025 年营业收入预测起始参数。

图 39:2023H1 大中型 PLC 市场份额

大中型PLC中欧美厂商份额仍保持增长趋势

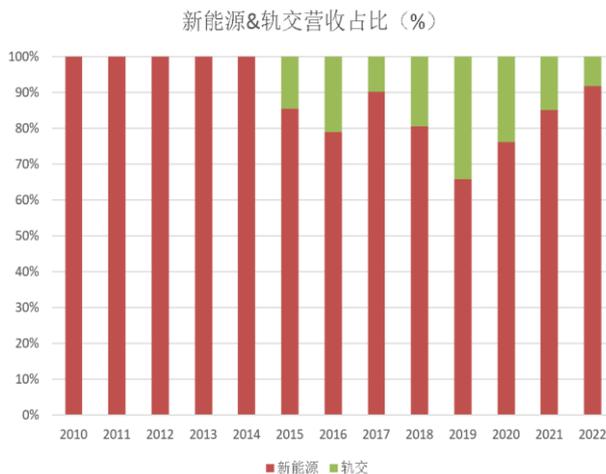


资料来源：《2023年第二季度PLC市场解读报告》——森工业，东兴证券研究所

4. 新能源&轨交持续拓展“碳中和”应用场景

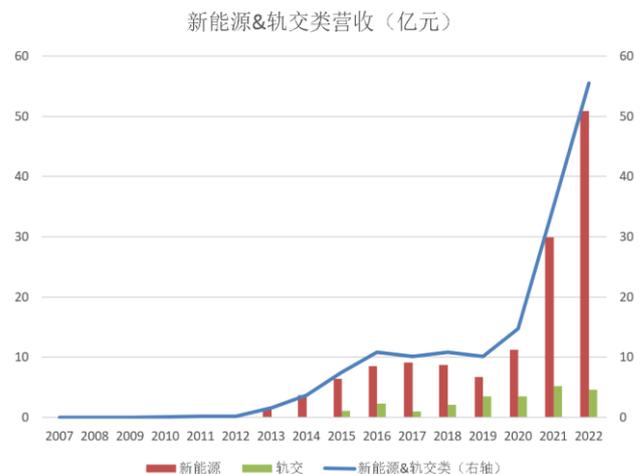
公司新能源&轨交类营业收入从2010年900万增长至2022年55.52亿，期间CAGR=70.81%。截止2022年末，公司新能源营业收入50.88亿（此数据为根据年报披露的轨交营收推算），轨道交通营业收入4.64亿，分别占比92%和8%。

图 40:公司新能源&轨交营收占比



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

图 41:公司新能源&轨交营收



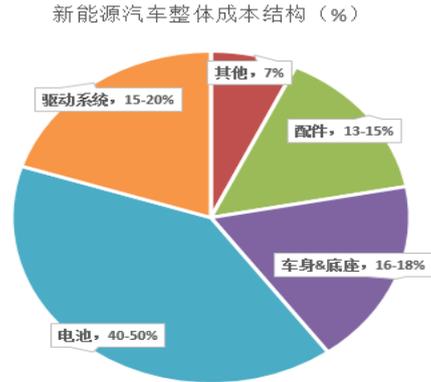
资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

4.1 乘用车电驱系统持续量变积累质变动能

公司新能源产品包括：电驱系统（电机、电机控制器、电驱总成）和电源系统（DC/DC、OBC、电源总成）。主要为新能源乘用车、新能源商用车（包括新能源客车与新能源物流车）提供低成本、高品质的综合产品解决方案与服务。Digitimes 预计在新能源汽车成本结构中驱动系统占比为 15~20%。

图 42:公司新能源产品


资料来源：汇川技术 2023 半年度报告，东兴证券研究所

图 43:新能源汽车整体成本结构（%）


资料来源：Digitimes，前瞻经济学者，东兴证券研究所

乘用车电驱系统市场份额较去年持续提升。据 NE 时代统计，2022、2023H1 和 2023 年 7 月公司新能源乘用车电机控制器产品在中国市场的份额约为 7%、9.2%和 10.10%，排名第 3、第 3 和第 2；2022、2023H1 和 2023 年 7 月公司新能源乘用车电驱总成在中国市场的份额约为 3%、5.10%、4.80%，排名第 8、第 6 和第 7；2022、2023H1 和 2023 年 7 月公司新能源乘用车电机产品在中国市场的份额约为 3%、3.7%和 3.5%，排名第 9、第 7 和第 9。

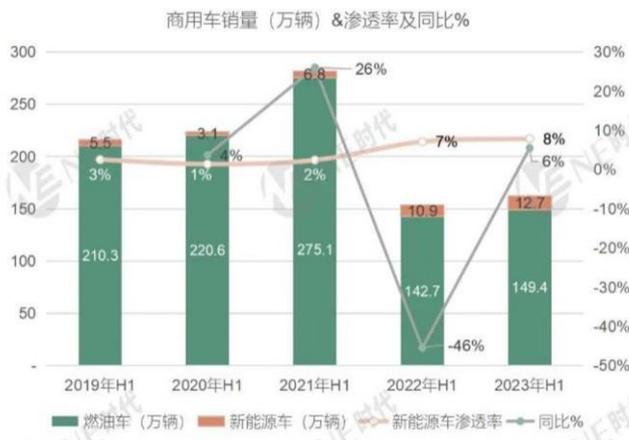
表 2：汇川技术乘用车电驱产品市场份额及排名

汇川技术乘用车电驱产品市场份额及排名	电机控制器		电驱总成		电机	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名
2022（累计）	7%	3	3%	8	3%	9
2023H1(累计)	9.20%	3	5.10%	6	3.70%	7
2023 年 7 月（单月）	10.10%	2	4.80%	7	3.50%	9

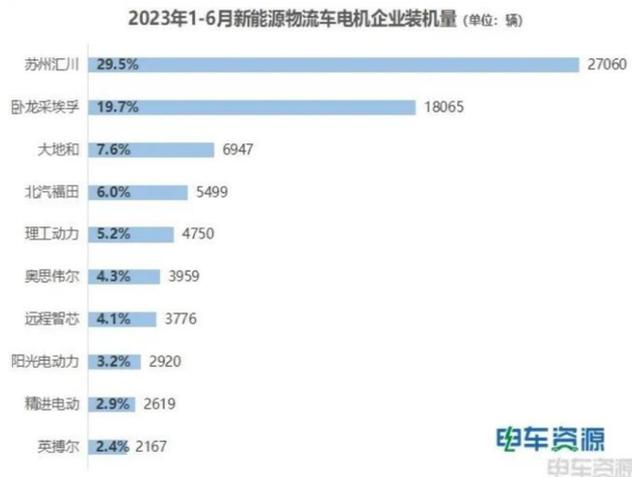
资料来源：NE 时代，东兴证券研究所

据电车资源数据显示，2023 年 1-6 月新能源物流车电机苏州汇川配套量高达 27060 辆，位居榜首，占比 29.5%，配套车企 30 家。2023 年 7 月，苏州汇川新能源物流车电机装机量遥遥领先，为 7345 辆，位居榜首，占比进一步扩大至 30.2%。据 NE 数据统计显示，2023 年上半年商用车销量同比增长 8.5 万辆，同比小幅增长 6%。其中，燃油车 149.4 万辆，新能源车 12.7 万辆，新能源车渗透率达 8%，未来电动化率依然有较大提升空间。

图 44:商用车销量&渗透率及同比
图 45:2023 年 1-6 月新能源物流车电机企业装机量



资料来源：电车资源，东兴证券研究所

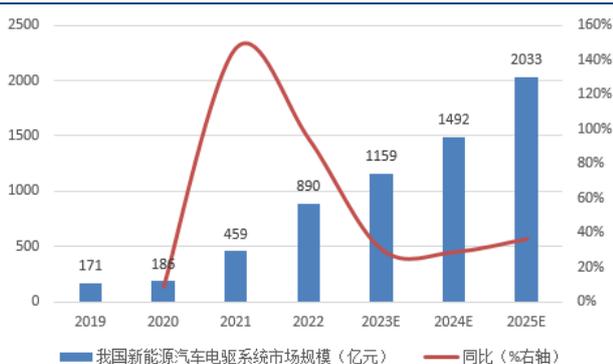


资料来源：电车资源，东兴证券研究所

中长期新能源汽车渗透率仍有提升空间。2022 年新能源汽车行业延续高速增长态势，根据 Canalis 研究报告数据，全球新能源汽车销量超 1000 万辆，同比增长 55%，其中 59% 的新能源汽车销量来自中国。未来，随着各国支持政策的持续推动，全球新能源汽车市场有望持续高速增长。根据 EV Tank 最新预测，全球新能源汽车的销量在 2025 年和 2030 年将分别达到 2542.2 万辆和 5212.0 万辆，新能源汽车的渗透率将持续提升并在 2030 年超过 50%。

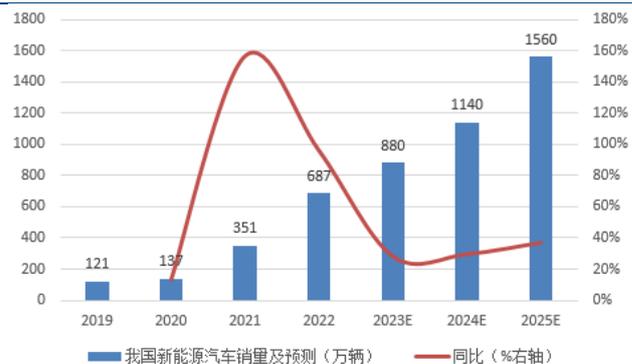
近年来，我国新能源汽车销量快速提升。2019-2022 年，我国新能源汽车销量由 121 万辆增长至 687 万辆，电驱动系统市场规模由 171 亿元增长至 890 亿元。在政策及市场的共同推动下，新能源汽车市场未来有望保持高速发展，这将带动电驱动系统行业的进一步增长。据乘联会数据，2023 年 8 月乘用车市场零售达到 192.0 万辆，同比增长 2.5%，环比增长 8.6%；其中新能源车市场零售销量 71.6 万辆，同比增长 34.5%，环比增长 11.8%。8 月，新能源车国内零售渗透率 37.3%，较去年同期 28.4% 的渗透率提升 9 个百分点。根据观研报告网预测，若 2025 年新能源汽车销量达到 1560 万辆，则国内电驱动系统市场规模整体有望超 2000 亿元。公司 2022 年新能源收入 50.88 亿，据观研报告网统计 2022 年电驱系统市场规模 890 亿元，据此测算公司电驱系统总体市场份额约为 5.7%。

图 46:2019-2025 年我国新能源汽车销量、增速及预测



资料来源：观研报告网，东兴证券研究所

图 47:2019-2025 年我国新能源汽车电驱动系统市场规模、增速及预测



资料来源：观研报告网，东兴证券研究所

4.2 以牵引系统为矛拓展低能耗城轨应用

城轨协会预计“十四五”后三年城轨交通仍处于快速发展期。“十四五”期末城轨交通运营线路规模接近 1.3 万公里，运营城市有望超过 60 座，城市轨道交通运营规模持续扩大。同时，根据住房和城乡建设部数据，2009 年全国城市轨道交通建成里程仅为 838.88 公里，按照地铁 15 年使用寿命计算，2025 年地铁改造需求将持续上升。城市轨道交通节能改造将催化这一进程。

牵引供电方面的能耗可节能空间巨大。2022 年 8 月，中国城市轨道交通协会制定了《中国城市轨道交通绿色城轨发展行动方案》，指导城轨交通行业绿色转型工作。据城市轨道交通协会统计，2022 年，全国城轨交通总电耗 227.92 亿千瓦时，同比增长 6.89%。其中，牵引能耗 113.15 亿千瓦时，同比增长 6.39%。牵引能耗占总电能耗的比为 49.65%。随着新投运线路的不断增加，总体能耗指标不断增长，总电能耗和牵引能耗均达历史最高。因此，城市轨道交通的节能任务迫在眉睫，特别是牵引供电方面的能耗可节能空间巨大。

江苏经纬发布高效牵引系统方案。根据首届中国城市轨道交通高新技术成果交易会发布的信息，永磁牵引电机效率在频繁启停的工况下，可以提升效率 20% 以上。江苏经纬发布的地铁高效混合磁阻电机牵引系统最高效率可达 98%，效率大于 90% 的区域超过 88%，与传统异步电机牵引系统相比，节能率为 16%-20%，如配备地面回馈装置，综合节能率可达 30%。2023 年上半年公司轨道交通业务实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 13.01%。首获济南地铁 4 号线小排量永磁牵引项目；中标苏州地铁 3 号线/7 号线改造项目以及深圳地铁增购项目；会同广州地铁完成广州 1 号线永磁牵引系统改造，并完成 5 万公里载客运营节能实测，节能率达 23%，为国内城轨客户同类旧车节能改造树立了样板点。

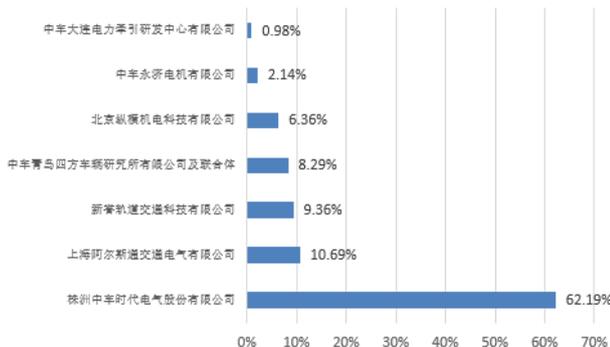
围绕牵引系统布局车载空调设备。城轨牵引系统竞争激烈，株洲中车时代电气市场占有率常年在 50% 以上。根据“RT 轨道交通”统计数据，2020、2021 年江苏经纬按车辆数计算，中标车辆牵引系统占比为 13.22% 和 17.92%。2022 年受外部环境影响，国内轨道交通牵引系统采购总量较上年有明显下滑，部分项目交付延期，给公司轨道交通业务带来一定的影响，占比下滑至 5.82%。公司 23 年上半年围绕智慧和绿色城轨发展趋势，加快新产品、新业务的试点和推广，车载空调控制设备已完成送样装机试点。

根据中国城市轨道交通协会数据，“十三五”期间中国城轨交通新增运营里程约 5241 公里。根据中研网预测，“十四五”规划(2021 年至 2025 年)期间，中国城市轨道交通运营里程有望新增 5000 公里，年均新增 1000 公里左右，总里程达 1.3 万公里，建设投资强度基本与“十三五”期间持平。根据 RT 轨道交通网统计和预测，2022 年将有 49 条线路的牵引系统进行招投标，涉及的线路长度约 1119.06 公里。展望 2023 年城轨牵引市场，预计将有 30 条线路，784.52 公里里程的线路将进行牵引系统的招标，按照招标里程测算下滑 29.9%。按照“十四五”期间年均新增 1000 公里测算，预计 2024、2025 年招标金额将反弹上升，年均增速在 17% 左右。根据华经市场研究中心预测，预计到 2023 年，全球城市轨道交通驱动系统市场规模将达到 219.47 亿元，中国市场将达到 120.71 亿元。由于城轨牵引系统每年招标数额波动较大，公司 2022 年按车辆数中标比例 5.92%，保守假设公司在国内城轨牵引系统市场份额为 5%，以此市占率作为 2023-2025 年营业收入预测起始参数。

图 48:2019 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）

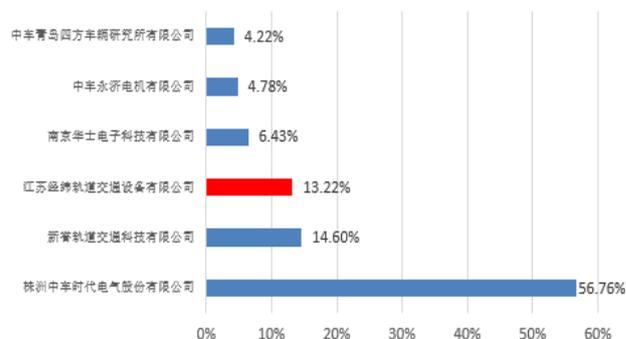
图 49:2020 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）

2019中国城市轨道交通车辆牵引系统采购中标（车辆数%）



资料来源：RT轨道交通，东兴证券研究所

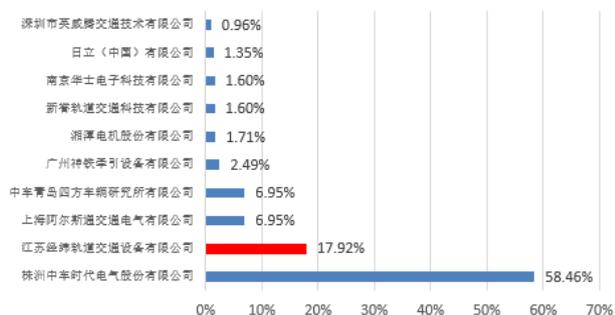
2020中国城市轨道交通车辆牵引系统采购中标（车辆数%）



资料来源：RT轨道交通，东兴证券研究所

图 50: 2021 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）

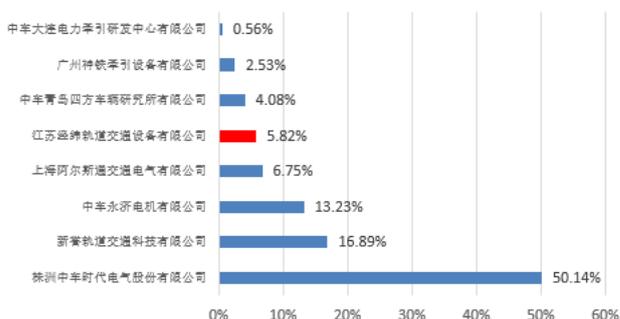
2021中国城市轨道交通车辆牵引系统采购中标（车辆数%）



资料来源：RT轨道交通，东兴证券研究所

图 51: 2022 中国城轨车辆牵引系统采购中标（车辆数%）

2022中国城市轨道交通车辆牵引系统采购中标（车辆数%）



资料来源：RT轨道交通，东兴证券研究所

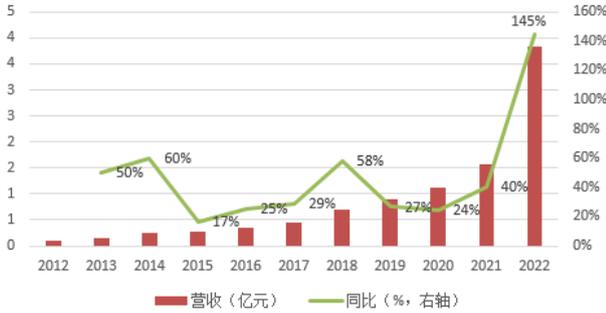
5. 顺应变革培育新增长极

随着工业物联网、云计算、大数据、人工智能以及 5G 技术的不断成熟，新技术使得工业生产制造在智能化、自动化、降低成本及人工误差以及提高效率等方面成为可能，工业传感器将在此进程中扮演极为重要的角色。公司传感器营业收入从 2012 年 1000 万元增长至 2022 年的 3.84 亿元（2022 年数据为根据年报披露数据测算），期间 CAGR=150%。工业机器人营收从 2016 年的 800 万增长至 2022 年的 5.61 亿，期间 CAGR=203%。

图 52: 公司传感器类营收及同比增速

图 53: 工业机器人&机械传动营收及同比增速

传感器类营收及同比增速



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

工业机器人&机械传动营收及同比增速



资料来源：汇川技术年度报告，东兴证券研究所

5.1 外延布局机器人一体化解决方案

我国工业机器人全球占比从 2017 年的 36.48% 提升至 2023 年的 62.5%。根据 IFR 预测，2023 年预计全球工业机器人出货量达 48.6 万台，较 2022 年预测数据同比增长 7.28%。根据睿工业预测，2023 年中国工业机器人销量为 28.46 万台，同比增长 0.9%。按此数据测算，中国工业机器人市场全球占比从 2017 年的 36.48% 提升至 2023 年的 58.56%。随着我国机器人配套产业链的成熟，成本和规模优势将驱动本土机器人出海扩张。

图 54: 2017-2023 年全球工业机器人出货量预测趋势图



资料来源：IFR，中商产业研究院，东兴证券研究所

图 55: 2015-2023 年中国工业机器人整体市场销售规模



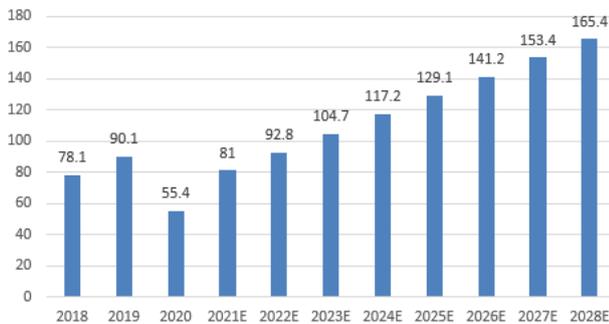
资料来源：《2023 年第二季度工业机器人市场回顾及 2023 年全年市场展望》——睿工业，东兴证券研究所

根据华经产业研究院预测，2023-2025 年全球工业机器人市场规模为 104.7、117.2 和 129.1 亿美元，2022 年中国市场占全球工业机器人销售额 44%，假设 2023-2025 年这一比例维持不变，则 2023-2024 年中国工业机器人市场销售额为 46.08 亿美元、51.57 亿美元和 56.8 亿美元，按照 1 美元=7.2 元人民币汇率折算，市场销售额为 332 亿元、371 亿元和 409 亿元，增速为 13%、11.7%和 10.24%。

图 56: 全球工业机器人市场规模及预测

图 57: 2018-2022 全球工业机器人市场销售额占比

全球工业机器人市场规模及预测（亿美元）



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

2018-2022全球工业机器人市场销售额占比（%）



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

根据睿工业统计的工业机器人出货品牌份额，公司份额从2022H1的5.7%提升至2023H1的7.02%。上半年，汇川技术完成了对韩国 SBCLinearCo.,Ltd.(SBC)的收购。收购完成后，汇川技术将在精密机械领域，具备“精密丝杠+直线导轨”的产品组合，可为行业打造更具竞争力的直线传动解决方案，同时也进一步强化公司“光、机、电、液、气”一体化解决方案的能力。

图 58:2022H1-2023H1 工业机器人市场格局

2022H1-2023H1工业机器人市场格局



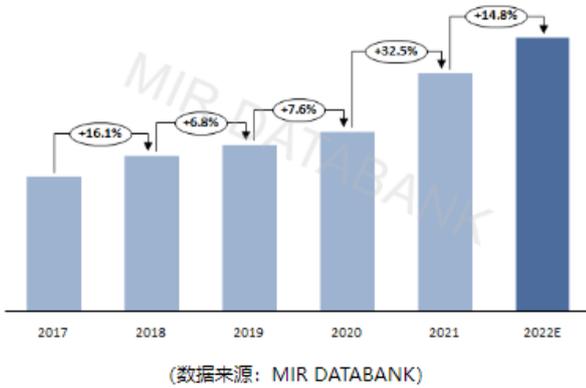
资料来源：睿工业，东兴证券研究所

根据睿工业数据表明，2022年Q1工业传感器市场规模约为41亿元，同比增长18.1%，（据此数据测算，2022年全年工业传感器市场规模约为 $41 \times 4 = 164$ 亿元，据此推算公司2022年市场份额约为 $3.84 / 164 = 2.3\%$ ）。2022年市场增速相对于2021年大幅放缓，市场整体仍将保持中速增长（假设未来三年增速为10%）。公司传感器产品包括编码器、开关、旋转变压器、制动器等。其中，编码器可测量旋转角度与速度，可通过伺服系统应用于机器人中。从竞争格局来看，高端编码器由于技术壁垒较高，国内可量产的企业较少。

图 59:2022 年工业传感器市场规模预测

图 60:公司工业传感器产品

2022年工业传感器市场规模预测



资料来源: 睿工业, 东兴证券研究所



资料来源: 汇川技术官网, 东兴证券研究所

5.2 免变压器接入一体储能 PCS 获市场高度认可

根据 CESA 披露的数据显示, 到 2025 年, 中国电化学储能年装机增量预计将达到 12GW, 根据此数据, 前瞻网预测到 2028 年中国电化学储能行业投资市场规模将达到 1402 亿元, 2023-2028 年年均增长率为 20.6%。作为储能系统与电网中间实现电能双向流动的关键核心部件, 储能 PCS 存在不可替代性。电化学储能的快速增长, 也将带动储能 PCS 市场需求攀升, 进一步扩大市场规模。据 EESA 调研和测算, 2022 年中国企业储能 PCS 全球出货量为 34.65GW, 占全球储能 PCS 出货量的 61.88%。其中, 中国企业储能中大功率 PCS (30kW 以上) 全球出货量为 19.76GW, 在中国地区应用为 15.28GW; 中国企业储能小功率 PCS (30kW 以下) 全球出货量为 14.89GW。据公司 2022 年度报告, 在能源管理方面, 汇川依托公司在工控领域的技术积累和工业理解, 面向工商业侧市场推出了具备免变压器接入和电能质量治理等功能的 PCS 产品, 并率先在业内提出全液冷储能终端及工商业一体机解决方案, 获得业内高度认可, 收获多家“五大六小两网两建”核心大客户项目。同时, 依托自身在工控领域实时通信技术优势, 汇川技术在 PCS 产品中应用 EtherCAT 通信方案, 为客户创造系统级价值, 为客户提供“自动化+数字化+能源管理”的综合解决方案, 进一步践行公司数字能源管理战略。据 EESA 统计, 汇川技术为客户提供的各类储能方案已超 3GW, 并且在发、输、配、用各环节广泛应用, 2022 年在国内与全球大功率 PCS 出货量排名分列第三、第四。根据观研报告网预测, 我国储能变流器市场规模 2023-2025 年将分别达 53 亿、59.5 亿和 60.5 亿。

图 61:2022 年中国企业国内储能中大功率 PCS (30kW 及以上) 出货量排名

图 62:2015-2025 年我国储能变流器市场规模及预测

2022年中国企业国内储能中大功率PCS（30kW及以上）出货量排名



资料来源：EESA，东兴证券研究所

2015-2025年我国储能变流器市场规模及预测



资料来源：观研报告网，东兴证券研究所

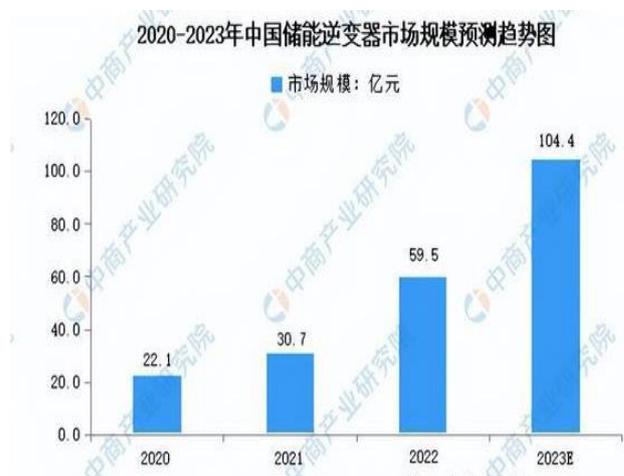
根据 CNESA 统计，目前中国新增投运的新型储能项目中，装机规模排名前十位的储能逆变器提供商依次为：上能电气、科华数能、索英电气、南瑞继保、阳光电源、盛弘股份、华自科技、智光储能、汇川技术（2%）和许继电气。据中商情报网数据和预测，2022 年中国储能逆变器市场规模达 59.5 亿元，2023 年将增长至 104.4 亿元，同比增速达 75.46%。

图 63:中国前十储能逆变器企业市场份额占比情况



资料来源：CNESA，中商情报网，东兴证券研究所

图 64:2020-2023 年中国储能逆变器市场规模预测趋势图



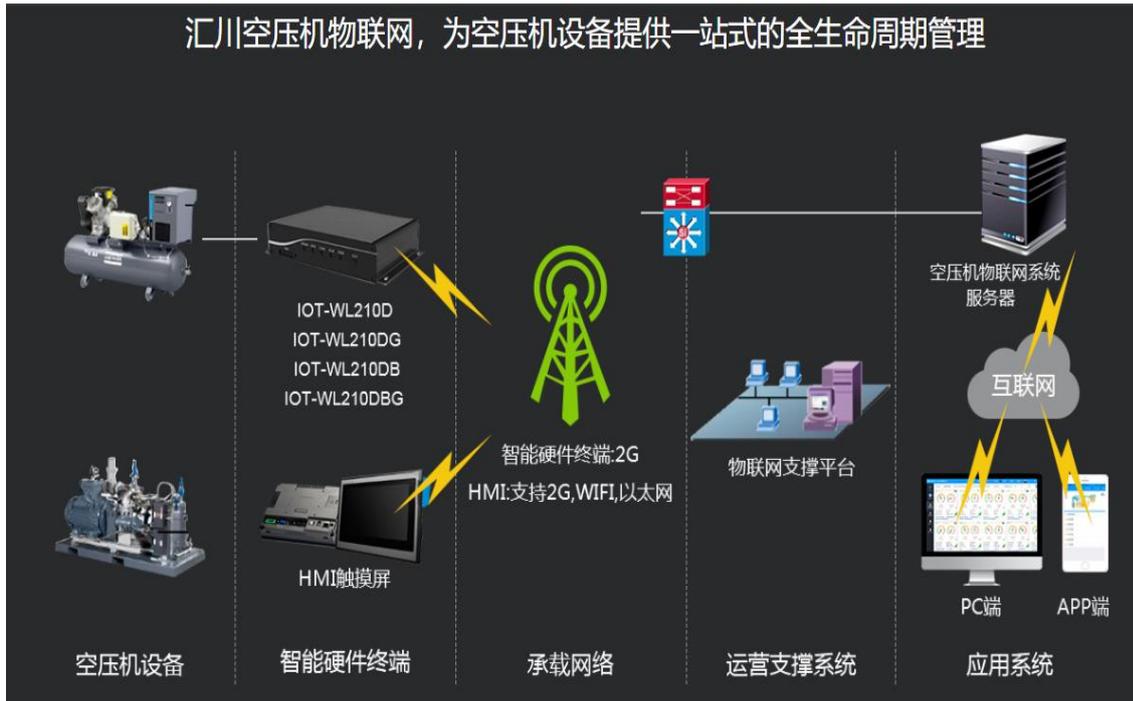
资料来源：中商情报网，东兴证券研究所

5.3 工业云产品实现设备全生命周期管理

汇川工业云以工业自动化和信息化技术为核心，提供从感知层、传输层、支撑层到应用层的整体解决方案。汇川技术联合合作伙伴开发者，针对不同行业的工业场景，打造适用于该行业的物联网产品，提高用户所在行业生产效率。离散设备应用服务，基于物联网设备精准获取设备的实时运行数据，将设备从“终端-经销商-厂家-供应商”的全数字打通，实现对设备的全生命周期管理。以汇川空压机物联网为例，根据《工业互联网综合知识读本》（作者：工业互联网产业联盟等）中的案例，空压机能耗巨大，占企业总能耗的 10%-20%，其

中一类比较普遍的损耗是压差损耗，即空压机输出压力大于实际需要的压力而导致的能耗损失。通过部署控制器、加装压力传感器和流量计，实现空压机多种数据采集，基于云平台提供的机器学习算法服务，对企业用气规律进行建模，进而结合实际条件与需求精确设定实时排期压力，降低压差损耗。根据现场实测，节能效果达到 5%。在东莞万德电子制品有限公司进行了实地应用，预计年节省电费 40 万元。

图 65:汇川空压机物联网示意图



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

根据前文所述公司设计的细分市场预测和市场份额作为公司营业收入预测基础，如下表所示。核心假设如下：

高压变频器：根据中商情报网统计数据，2020 年汇川在高压变频器市场占有率为 17%，假设其 2020-2023 年期间市场份额保持不变。

低压变频器：根据睿工业统计数据，公司低压变频器产品（含电梯专用变频器）在中国市场的份额从 2022 年约 14.9%提升至 2023H1 的 17.50%，排名从第三跃升至第一。

专用伺服：根据睿工业统计数据，2020 年汇川技术在专用伺服市场占有率为 17%，假设 2020-2023 年期间市场份额保持不变。

通用伺服：根据睿工业统计数据，2022 年公司通用伺服系统在中国市场份额约 21.5%，位居第一名（排名第二、三、四位的厂商及市占率分别：西门子，10.4%；松下，7.8%；安川，7.6%）。2023H1 公司通用伺服产品市场占有率进一步提升至 24.30%。

小型 PLC: 根据睿工业统计数据, 2022 年公司小型 PLC 产品在中国市场的份额约 11.9%, 位居第二名(排名第一、三位的厂商及市占率分别是: 西门子, 41%; 三菱, 9.8%), 位列内资品牌第一名。2023H1 市场份额进一步提升至 15.40%。

大中型 PLC: 根据睿工业统计数据, 2023Q2 大中型 PLC 市场西门子市场占有率高达 52.9%, 中达电气占比 1.1%, 其他厂商占比 7.2%, 假设公司在大中型 PLC 市场占有率为 0.5%。

新能源电驱动: 公司 2022 年新能源收入 50.88 亿, 据观研报告网统计 2022 年电驱系统市场规模 890 亿元, 据此测算公司电驱系统总体市场份额约为 5.7%。

城轨牵引系统: 由于城轨牵引系统每年招标数额波动较大, 公司 2022 年按车辆数中标比例 5.92%, 保守假设公司在国内城轨牵引系统市场份额为 5%。

工业机器人: 根据睿工业统计的工业机器人出货品牌份额, 公司份额从 2022H1 的 5.7% 提升至 2023H1 的 7.02%。

传感器: 根据睿工业数据表明, 2022 年 Q1 工业传感器市场规模约为 41 亿元, 同比增长 18.1%, (据此数据测算, 2022 年全年工业传感器市场规模约为 $41 \times 4 = 164$ 亿元, 据此推算公司 2022 年市场份额约为 $3.84/164 = 2.3\%$)。

表 3: 2023-2025 汇川技术业务细分市场规规模及增速预测及公司相关市场份额

	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	市场份额
	同比增速(%)			市场规模(亿元)			
中低压变频器	-4.90%	3.10%	5.00%	301	310	326	17.50%
高压变频器	8.02%	10.29%	9.84%	175	193	212	11%
专用伺服	11.00%	10.50%	9.40%	49.8	55.08	60	17%
通用伺服	14.24%	13.14%	10.46%	238.2	269.50	298	24.30%
小型 PLC	-9.50%	5.19%	8.10%	76.1	80.00	86.48	15.40%
大中型 PLC	-1.67%	4.10%	6.60%	84.4	87.84	93.64	0.50%
通用自动化-传感层	10%	10%	10%	180.4	198.44	218.284	2.30%
新能源	30.22%	28.73%	36.26%	1159.0	1492.00	2033	5.70%
轨交	-29.9%	17%	17%	120.71	141.23	165.24	5%
工业机器人&机械传动	13%	11.70%	10.24%	332	371.00	409.00	7.02%

资料来源: 中商情报网, 睿工业, RT 轨道交通, 观研报告网, 汇川技术公告, 东兴证券研究所

基于国内各个细分市场规规模及公司市场份额计算国内营业收入, 再根据海外营收占比推算海外营收。由于贝思特海外收入占比较高, 为避免重复计算高估营收规模, 以贝思特营收的 0.5 倍折算。总营业收入=国内营收+海外营收+0.5*贝思特营业收入。按照悲观、中性、乐观三种情景预测未来三年公司营业收入, 三种情景核心假设如下:

悲观: 国内市场份额不变; 贝思特同比增速 4%; 海外营收占比不变。

中性: 国内市场份额每年提升 1 个百分点; 贝思特同比增速 5%; 海外营收占比每年提升 1 个百分点。

乐观: 国内市场份额每年提升 2 个百分点; 贝思特同比增速 6%; 海外营收占比每年提升 2 个百分点。

取中性情景假设，预计公司 2022-24 年归母净利润 55.17、67.67、84.58 亿元，同比增速 27.71%、22.66%、24.98%，对应当前股价 PE 32.90X、26.83X、21.46X。

表 4：悲观、中性、乐观情景下汇川技术营业收入预测

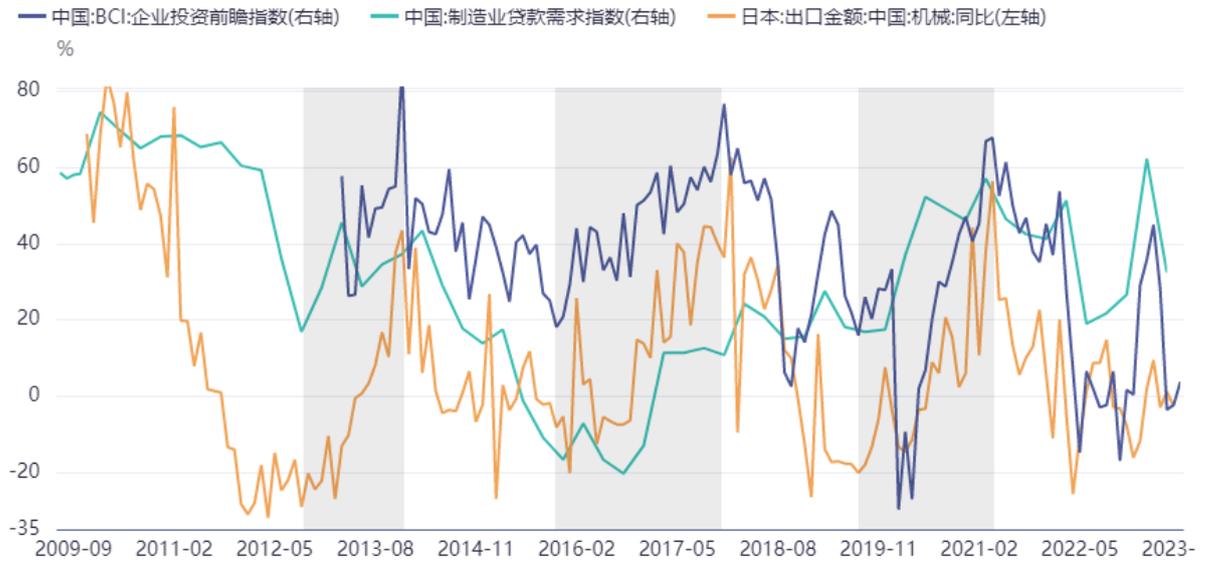
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	悲观			中性			乐观		
中低压变频器（亿元）	52.64	54.27	56.99	52.64	57.38	63.50	52.64	60.48	70.01
高压变频器（亿元）	19.25	21.23	23.32	19.25	23.16	27.56	19.25	25.09	31.80
专用伺服（亿元）	8.47	9.36	10.24	8.47	9.91	11.45	8.47	10.47	12.65
通用伺服（亿元）	57.88	70.07	77.40	57.88	68.18	78.30	57.88	70.88	84.25
小型 PLC（亿元）	11.71	12.32	13.32	11.71	13.12	15.05	11.71	13.92	16.78
大中型 PLC（亿元）	0.42	0.44	0.47	0.42	1.32	2.34	0.42	2.20	4.21
通用自动化-传感层（亿元）	4.15	4.56	5.02	4.15	6.55	9.39	4.15	8.53	13.75
新能源（亿元）	66.06	85.04	115.88	66.06	99.96	156.54	66.06	114.88	197.20
轨交（亿元）	6.04	7.06	8.26	6.04	8.47	11.57	6.04	9.89	14.87
工业机器人&机械传动	23.31	26.04	28.71	23.31	29.75	36.89	23.31	33.46	45.07
合计（亿元）	249.93	290.41	339.61	249.93	317.81	412.58	249.93	349.79	490.60
海外营收占比（%）	6.51%	6.51%	6.51%	6.51%	7.51%	8.51%	6.51%	8.51%	10.51%
贝思特产品类（亿元）	36.64	38.10	39.63	36.99	38.47	40.39	37.34	39.58	41.96
国内营业收入（亿元）	267.34	310.63	363.26	267.34	343.62	450.95	267.34	382.33	548.22
海外+国内营业收入（亿元）	285.66	329.69	383.08	285.83	362.85	471.15	286.01	402.12	569.20
同比增速（%）	24.16%	15.41%	16.19%	24.23%	26.95%	29.85%	24.50%	40.39%	41.55%
销售净利率（%）	16.80%	16.80%	16.80%	18.00%	18.00%	18.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售毛利率（%）	36.27%	36.27%	36.27%	38.27%	38.27%	38.27%	40.27%	40.27%	40.27%

资料来源：中商情报网，睿工业，RT轨道交通，观研报告网，汇川技术公告，同花顺，东兴证券研究所

6.2 投资评级

纵向来看，在制造业景气度上行周期，公司 PE（TTM）弹性较大。制造业贷款需求指数、BCI 企业投资前瞻指数、日本对华机械出口增速分别在 2012 年 9 月至 2013 年 12 月；2016 年 9 月至 2018 年 1 月；2019 年 8 月至 2021 年 4 月期间大幅上行。与之相对应，公司 2012 年 11 月至 2014 年 3 月，股价涨幅 282%，PE（TTM）从低点 25X 上涨至高点 55X；2016 年 9 月至 2018 年 3 月，股价涨幅 90.23%，PE（TTM）从低点 35X 上涨至高点 56X；2019 年 8 月至 2021 年 8 月，股价涨幅 483%，PE（TTM）从低点 35X 上涨至高点 68X。

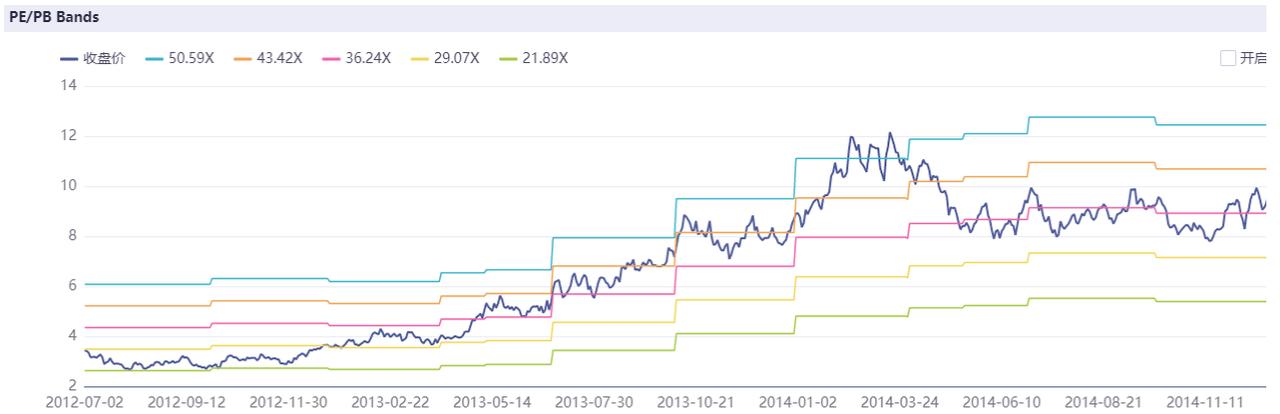
图 66:BCI 企业投资前瞻指数、制造业贷款需求指数（%）、日本对华机械出口同比（%）



数据来源: 同花顺FinD

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图 67:2012 年 7 月-2014 年 11 月汇川技术 PE/PB Bands

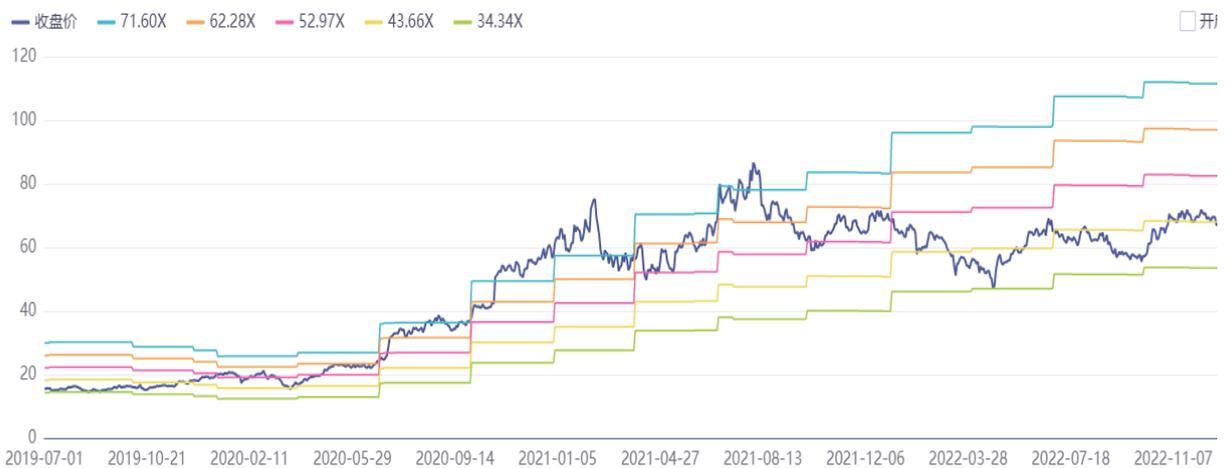


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图 68:2015 年 9 月-2018 年 11 月汇川技术 PE/PB Bands

PE/PB Bands


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图 69:2019 年 7 月-2022 年 11 月汇川技术 PE/PB Bands
PE/PB Bands


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

公司平台级的产品和营销体系，业务触角广泛深入到我国制造业各细分领域，相较于海外和本土竞争对手，公司有更大概率把握住细分市场早期的高增速红利。基于对市场的深刻理解和紧贴客户痛点需求，公司以 IPD 为内核的研发体系正在从过去的跟随市场向创造市场转变，盈利模式由过去的议价向溢价升级。与此同时，公司未来将国际化战略作为经营重心，海外广阔的市场空间也有望打开公司成长天花板。公司卓越的组织架构、供应链管理和外延产业链整合能力将持续创造超额收益。横向来看，可比公司 PE (TTM) 中位数为 34X，加权平均值为 38X，综上给予公司估值一定溢价：2023 年 40X，对应 2207 亿市值，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图 70: 汇川技术可比公司 PE (TTM)

序号	证券代码	证券名称	☑	市盈率 (PE, TTM)	
				[交易日期] 最新	[TTM基准日] 报表截止日期
1	300484.SZ	蓝海华腾	☑	40.8187	
2	002334.SZ	英威腾	☑	17.4842	
3	002050.SZ	三花智控	☑	34.7481	
4	002979.SZ	雷赛智能	☑	30.3490	
5	603416.SH	信捷电气	☑	28.0194	
6	300660.SZ	江苏雷利	☑	33.6675	
7	688320.SH	禾川科技	☑	58.5630	
8	688395.SH	正弦电气	☑	38.1676	
9	002851.SZ	麦格米特	☑	22.8768	

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

7. 风险提示

经济复苏不及预期；公司产品市场份额下滑；市场竞争激烈导致公司毛利率下降；新市场拓展不及预期。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	18,418	25,913	29,049	38,213	50,308	营业收入	17,943	23,008	28,583	36,285	47,115
货币资金	3,951	7,438	7,636	11,572	16,313	营业成本	11,516	14,953	17,645	22,399	29,084
应收账款	7,220	9,848	11,788	14,965	19,431	营业税金及附加	102	124	155	196	255
其他应收款	38	74	76	96	125	营业费用	1,050	1,258	1,800	2,285	2,967
预付款项	628	658	780	991	1,286	管理费用	866	1,093	1,393	1,768	2,296
存货	4,214	5,482	6,334	8,041	10,441	财务费用	-67	125	97	20	-18
其他流动资产	2,366	2,412	2,435	2,550	2,711	研发费用	1,685	2,229	2,665	3,383	4,393
非流动资产合计	8,885	13,299	12,857	12,370	11,916	资产减值损失	-160	-132	-216	-274	-355
长期股权投资	1,460	2,136	2,463	2,790	3,117	公允价值变动收益	255	368	368	368	368
固定资产	2,190	3,078	2,842	2,560	2,232	投资净收益	434	591	393	393	393
无形资产	584	561	467	374	280	加：其他收益	589	636	536	536	536
其他非流动资产	3,806	5,465	5,422	5,380	5,338	营业利润	3,822	4,470	5,716	7,010	8,760
资产总计	27,303	39,212	41,906	50,583	62,224	营业外收入	18	14	18	18	18
流动负债合计	9,996	16,059	15,108	19,177	24,898	营业外支出	21	7	18	18	18
短期借款	405	2,074	0	0	0	利润总额	3,819	4,477	5,716	7,010	8,760
应付账款	6,366	9,330	10,101	12,822	16,649	所得税	138	152	194	238	298
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	3,681	4,324	5,522	6,772	8,462
一年内到期的非	3,226	4,655	5,008	6,355	8,249	少数股东损益	108	5	5	5	5
非流动负债合计	977	3,041	2,521	2,021	1,558	归属母公司净利润	3,573	4,320	5,517	6,767	8,458
长期借款	615	575	575	575	575	EBITDA	4100	5063	6582	7845	9522
应付债券	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.34	1.62	2.07	2.54	3.17
负债合计	10,973	19,100	17,630	21,198	26,456	主要财务比率					
少数股东权益	446	296	300	305	310	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
实收资本 (或股	2,635	2,659	2,659	2,659	2,659	成长能力					

资本公积	4,211	4,775	4,775	4,775	4,775	营业收入增长	56%	28%	24%	27%	30%
未分配利润	9,038	12,382	16,543	21,646	28,024	营业利润增长	63%	17%	28%	23%	25%
归属母公司股东	15,883	19,816	23,976	29,080	35,458	归属于母公司净利润	70%	21%	28%	23%	25%
负债和所有者权益	27,303	39,212	41,906	50,583	62,224	获利能力					
现金流量表	单位:百万元					毛利率(%)	36%	36%	35%	38%	38%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	21%	19%	19%	19%	18%
						总资产净利润(%)	13.61%	13%	11%	13%	13%
						ROE(%)	22%	22%	23%	23%	24%
经营活动现金流	1,742	3,168	3,857	5,731	6,878	偿债能力					
净利润	3,681	4,324	5,522	6,772	8,462	资产负债率(%)	40%	49%	42%	42%	43%
折旧摊销	348	461	769	814	780	流动比率	1.84	1.61	1.92	1.99	2.02
财务费用	-67	125	97	20	-18	速动比率	1.33	1.21	1.42	1.49	1.52
应收账款减少	-1,859	-2,628	-1,940	-3,176	-4,466	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.59	0.68	0.72	0.76
投资活动现金流	-2,386	-2,741	388	388	388	应收账款周转率	2.57	2.88	2.53	2.53	2.53
公允价值变动收	0	1	2	3	4	应付账款周转率	3.28	3.14	3.14	3.14	3.14
长期股权投资减	2,159	-1,054	-697	0	0	每股指标(元)					
投资收益	434	591	393	393	393	每股收益(最新摊薄)	1.34	1.62	2.07	2.54	3.17
筹资活动现金流	-77	-77	-77	-77	-77	每股净现金流(最新)	0.57	2.37	0.36	1.80	2.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.96	7.44	9.00	10.91	13.31
长期借款增加	-809	1,271	-520	-500	-463	估值比率					
普通股增加	0	0	70	0	0	P/E	50.80	42.02	32.90	26.83	21.46
资本公积增加	21	1,377	564	0	0	P/B	11.43	9.16	7.57	6.24	5.12
现金净增加额	142	2,258	-2,704	3,737	806	EV/EBITDA	43.19	35.56	26.52	21.79	17.52

资料来源: 汇川技术年度报告, 东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526

