

汇川技术（300124）

2023 年三季报点评：业绩符合预期，抗周期能力强劲

买入（维持）

2023 年 10 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书：S0600123070121

xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	23,008	29,343	38,647	51,017
同比	28%	28%	32%	32%
归属母公司净利润（百万元）	4,320	5,200	6,901	9,026
同比	21%	20%	33%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.62	1.95	2.59	3.39
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.64	32.10	24.19	18.50

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **2023Q3 营收同比+31.24%，扣非归母净利同比+19.62%，业绩符合市场预期。** 23Q1-3 实现营业收入 201.2 亿元，同比+24%；实现归母净利润 33.2 亿元，同比+8%。其中 2023Q3 实现营业收入 76.7 亿元，同比+31%，环比+0.02%；实现归母净利润 12.4 亿元，同比增长 12%。Q3 利润位于预告中值，业绩符合市场预期。盈利端，23Q3 毛利率 35.0%，同比-0.3pct。扣非净利率 15.4%，同比-1.5pct。各业务线盈利能力相对稳定，结构化变化拉低毛利，同时信用减值计提较多，但预计 Q3 已充分计提。

■ **通用自动化：Q3 收入 34.2 亿，同比+27%（剔除工业机器人等新品类）。** 1) 行业层面，23Q3 OEM 市场销售额同比-9.3%，储能、船舶等需求较好，传统行业弱复苏；2) 分产品看，伺服/变频/PLC&HMI/工业机器人分别 15.3 亿/12.2 亿/4.1 亿/2.0 亿，同比+41%/+7%/+33%/+49%。公司从“新能源”转而更重视“传统领域”，产品份额持续提升，根据睿工业，Q3 公司伺服/低压变频器份额 29.7%/17.7%，同比+5.1pct/+1.5pct。3) 分 SBU 看，能源板块持续性好，传统行业复苏，锂电、风电、起重等行业仍呈疲态。展望 Q4，预计公司工控订单同比有望维持 30%+增长，全年板块维持 25%-30%增长。长期来看，工控新品类、数字化、能源管理等仍有较大空间，Q3 公司一体化解决方案能力不断提升：大六轴机器人已发布，工博会推出中型 PLC、高效永磁同步电机、阀岛等多款新品。

■ **新能源汽车：Q3 收入 23.0 亿，同比+83%，全年板块收入有望上调，维持利润转正预期。** 1) 核心客户销量高增，Q3 收入超预期增长，全年收入有望同比+55%以上增长；2) Q3 信用减值达 1.06 亿，预计已经减完、后面不会再有，全年仍维持利润转正预期，电车业务踏入盈利拐点。

■ **电梯：Q3 收入 14.8 亿，同比-9%，全年维持同比个位数增长。** 22Q2 上海疫情递延到 Q3 交货造就高基数，23Q3 国内需求弱，海外占比不高，增长承压，收入&毛利率同比略有下降，全年预计维持 0-5%稳健增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们下调公司 23-25 年归母净利润至 52.0 亿/69.0 亿/90.3 亿（原值为 54.0/71.2/92.5 亿），同比+20%/+33%/+31%（23-25 年扣非分别 42.8 亿/54.9 亿/71.2 亿，同比+26%/+28%/+31%），对应现价 PE 分别 32 倍、24 倍、19 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α、以及电机电控内资龙头地位，给予 24 年 35 倍估值，目标价 90.7 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.38
一年最低/最高价	54.86/77.40
市净率(倍)	7.28
流通 A 股市值(百万元)	142,373.62
总市值(百万元)	163,598.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.43
资产负债率(% ,LF)	46.56
总股本(百万股)	2,665.33
流通 A 股(百万股)	2,319.54

相关研究

《汇川技术(300124)：2023 年三季度预告点评：抗周期能力强劲，业绩拐点将至》

2023-10-17

《汇川技术(300124)：2023 年半年报点评：主业表现向好，新业务加速布局》

2023-08-22

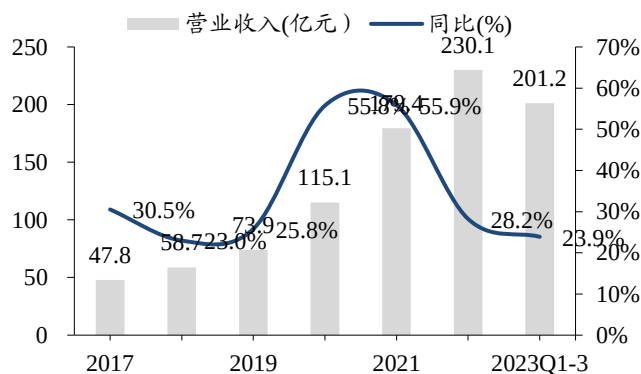
2023Q3 营收同比+31.24%，扣非归母净利同比+19.62%，业绩符合市场预期。公司 2023Q1-3 实现营业收入 201.21 亿元，同比增长 23.89%；实现归母净利润 33.19 亿元，同比增长 7.60%。其中 2023Q3 实现营业收入 76.7 亿元，同比增长 31.24%，环比增长 0.02%；实现归母净利润 12.42 亿元，同比增长 11.94%。Q3 利润位于预告中值，业绩符合市场预期。

图1：汇川技术 2023Q1-3 核心财务数据

2023Q1-3收入201.21亿元，同比增长23.89%；归母净利润33.19亿元，同比增长7.60%（单位：亿元）								
汇川技术	2023Q1-3	2022Q1-3	同比	2023Q3	2022Q3	同比	2023Q2	环比
营业收入	201.21	162.41	23.89%	76.70	58.44	31.24%	76.69	0.02%
营业成本	129.22	104.00	24.25%	49.87	37.85	31.77%	48.99	1.80%
毛利率	35.8%	36.0%	-0.2pct	35.0%	35.2%	-0.3pct	36.1%	-1.1pct
营业利润	34.14	31.47	8.48%	13.09	11.11	17.83%	13.73	-4.67%
利润总额	34.15	31.48	8.49%	13.13	11.12	18.15%	13.71	-4.23%
归属母公司净利润	33.19	30.85	7.60%	12.42	11.10	11.94%	13.30	-6.57%
扣非归母净利润	30.46	27.30	11.59%	11.79	9.85	19.62%	12.43	-5.11%
归母净利率	16.5%	19.0%	-2.5pct	16.2%	19.0%	-2.8pct	17.3%	-1.1pct
扣非归母净利率	15.1%	16.8%	-1.7pct	15.4%	16.9%	-1.5pct	16.2%	-0.8pct
股本	26.64	26.46	-	26.64	26.46	-	26.63	-

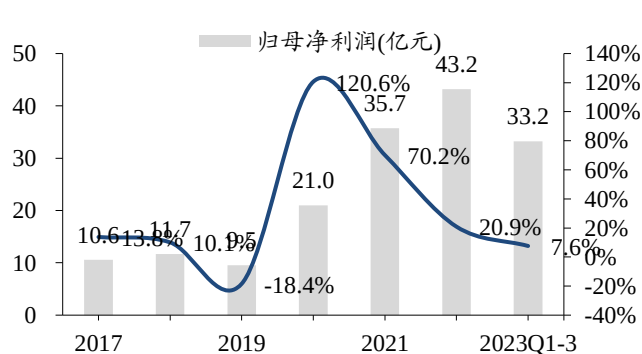
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司年度营业收入



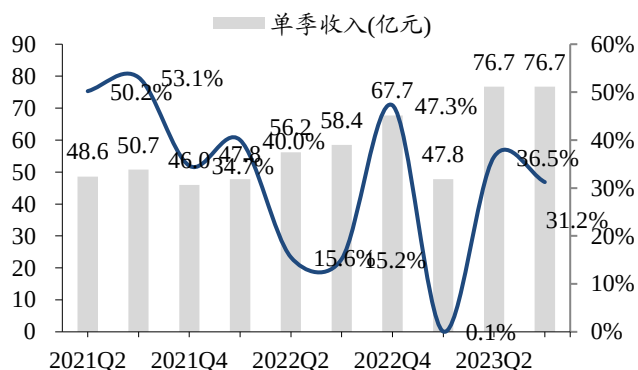
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司年度归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司季度营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

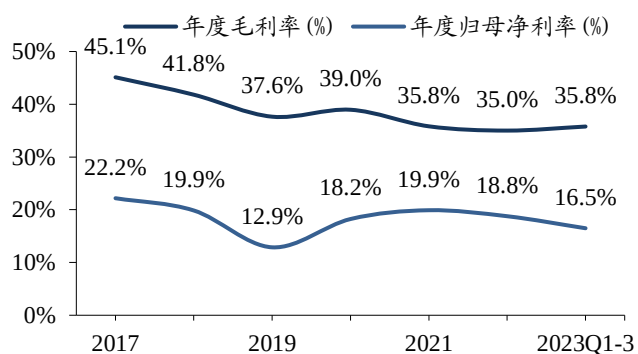
图5：公司季度归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

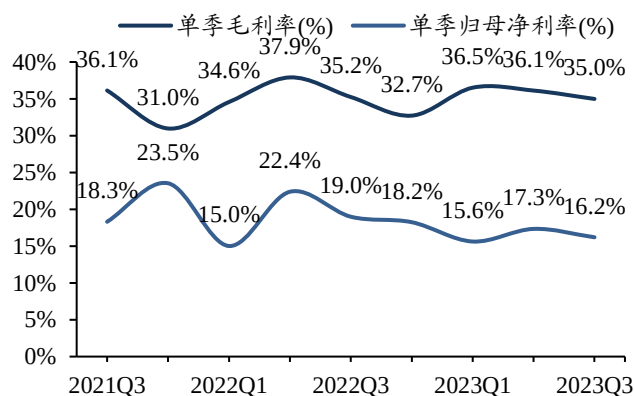
各业务线盈利能力相对稳定，信用减值计提较多、但 Q3 已充分计提。23Q3 毛利率 35.0%，同比-0.3pct。扣非净利率 15.4%，同比-1.5pct。盈利能力方面：1）我们预计 Q3 工控、新能源车、电梯业务毛利率环比基本持稳，因新能源汽车业务增速快于通用自动化，业务占比提升结构性拉低毛利；2）公司在战略业务加大投入的同时加强费用管控+收入规模效应，带动 Q3 期间费用率同比略降；同时 Q3 汇兑损失减少导致财务费用同比减少；3）信用减值损失 Q3 达 1.06 亿；4）Q3 政府补贴 2836 万（去年同期 1.06 亿），股权类投资项目带来的公允价值变动为 3239 万（去年同期 1.75 亿）。

图6：公司年度毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司单季毛利率、净利率

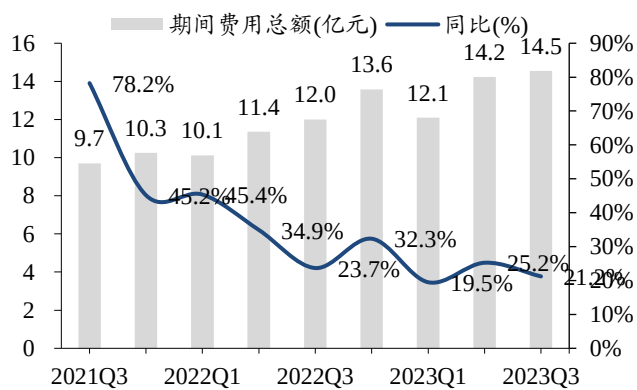


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2023Q3 期间费用率稳中略降，财务费用率因汇兑损失减少而下降。公司 2023Q1-3 期间费用合计 40.87 亿元，同比增长 22.06%；期间费用率为 20.31%，同比-0.31pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比+38.44%、+14.74%、+26.94%、-103.45%至 11.49 亿

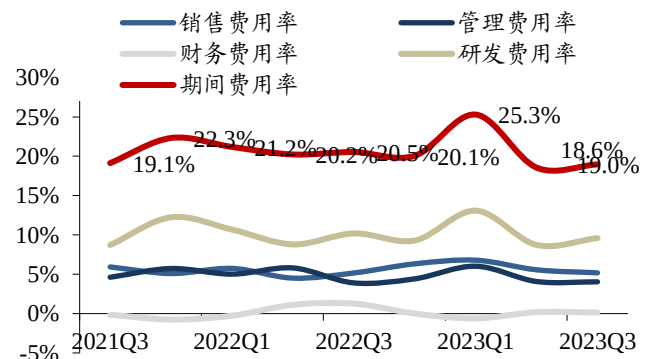
元、9.11 亿元、20.31 亿元、-0.04 亿元；费用率分别同比+0.6pct、-0.36pct、+0.24pct、-0.79pct 至 5.71%、4.53%、10.10%、-0.02%。2023Q3 期间费用合计 14.55 亿元，同比增长 21.21%；期间费用率为 18.96%，同比下降 1.57pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 31.64%、上升 27.01%、上升 23.59%、下降 85.21%至 3.97 亿元、10.46 亿元、7.36 亿元、0.11 亿元；费用率分别同比上升 0.02、下降 0.45、下降 0.59、下降 1.13 个百分点至 5.18%、13.64%、9.60%、0.14%。

图8：公司季度费用情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：公司季度费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

通用自动化：Q3 工控业务收入 34.2 亿，同比+27%（剔除工业机器人等新品类）。

1) 行业层面，23Q3 OEM 市场销售额下滑 9.3%，Q3 储能、船舶、餐饮等需求较好，传统行业弱复苏；2) 分产品看，伺服/变频/PLC&HMI/工业机器人分别 15.3 亿/12.2 亿/4.1 亿/2.0 亿，同比+41%/+7%/+33%/+49%。公司今年加大区域市场拓展力度，从“新能源”转而更重视“传统领域”。从结果来看，公司产品份额持续提升（主要抢占小品牌&日系厂商），根据睿工业数据推算，Q3 公司伺服/低压变频器份额 29.7%/17.7%，同比+5.1pct/+1.5pct。3) 分 SBU 看，能源板块持续性好，传统行业（机床、纺织、塑料、印刷、包装等）呈现复苏，锂电、风电、起重等行业仍呈疲态。展望 Q4，我们预计公司工控订单同比有望维持 30%+增长，全年板块维持 25%-30%增长。长期来看，工控新品类（电机、气动、丝杠、传感器等）、数字化、能源管理等仍有较大空间，Q3 公司一体化解决方案能力不断提升：220kg 以上大六轴机器人现已发布，工博会推出中型 PLC、高效永磁同步电机、阀岛等多款新品。

图10：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	
		安川		松下		台达		ABB		施耐德	
销售/订单		销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR	销售	GR
202101	1月	2.8	115%	1.86	107%	2.01	126%	2.8	31%	1	100%
	2月	1.4	87%	1.1	55%	1.2	233%	3.1	97%	0.38	73%
	3月	3.5	119%	1.5	15%	1.61	53%	4.1	47%	1	43%
202102	4月	3.1	17%	2.86	32%	2.03	28%	5.4	30%	1.2	33%
	5月	2.8	17%	2.43	21%	2.03	20%	4.42	26%	1.1	10%
	6月	2.4	20%	2.1	18%	1.99	20%	1.7	-28%	1.1	22%
202103	7月	1.9	27%	2.1	17%	1.74	39%	3.3	-6%	1.1	38%
	8月	1.7	13%	1.55	16%	1.61	12%	2.9	-6%	1	33%
	9月	2.1	50%	2.34	136%	1.5	0%	2.7	-4%	0.98	26%
202104	10月	1.9	25%	1.66	-8%	1.37	8%	2.6	-4%	0.63	-16%
	11月	2.1	11%	1.71	22%	1.45	0%	2.5	-4%	0.96	17%
	12月	2.1	-16%	1.68	5%	1.2	9%	2.38	-5%	1	2%
202201	1月	2	-29%	1.01	-45%	1.65	-18%	5	0%	0.8	-20%
	2月	1.6	14%	2.4	118%	1.19	-1%	5	103%	0.47	24%
	3月	1.7	-51%	1.3	-13%	1.32	-18%	3.9	-5%	0.86	-14%
202202	4月	1.3	-58%	1.8	-37%	1.52	-25%	3.9	-28%	0	-100%
	5月	2.1	-25%	1.8	-26%	1.49	-27%	3.9	-5%	0.5	-55%
	6月	2	-17%	1.6	-24%	1.7	-15%	3.05	-2%	1	-9%
202203	7月	1.6	-16%	1.4	-33%	1.27	-27%	4	21%	1.2	9%
	8月	1.5	-12%	1.2	-23%	1.17	-27%	2.9	0%	1.1	10%
	9月	1.3	-38%	1.5	-36%	1.08	-28%	4.2	56%	1.2	22%
202204	10月	1.3	-32%	1.32	-20%	1.05	-23%	3.3	27%	1	59%
	11月	1.5	-29%	1.3	-24%	1.08	-26%	2.3	-8%	1	4%
	12月	1.4	-33%	1.1	-41%	1.01	-16%	2.2	-8%	1	0%
202301	1月	1.2	-40%	0.9	-11%	1.1	-33%	4.5	-10%	0.6	-25%
	2月	1.5	-6%	2	-17%	1.15	-3%	5.1	2%	1	113%
	3月	2.2	29%	1.74	0%	1.35	2%	5.5	10%	0.96	12%
202302	4月	2.2	69%	1.82	-14%	1.35	-11%	5.7	46%	1	n.a.
	5月	1.9	-10%	1.14	-31%	1.3	-13%	4.5	15%	0.97	94%
	6月	2.15	8%	1.15	-36%	1.3	-24%	2.8	-8%	0.79	-21%
202303	7月	1.8	13%	0.87	-25%	1.2	-6%	3.2	-20%	0.7	-42%
	8月	1.4	-7%	0.9	-15%	1.1	-6%	2.8	-3%	0.65	-41%
	9月	1.3	0%	1.1	-28%	1	-7%	5.7	36%	0.8	-33%

数据来源：MIR，东吴证券研究所

图11：工控行业分下游行业销售额同比增速

百万元	2022								2023							
	2022Q1	YoY	2022Q2	YoY	2022Q3	YoY	2022Q4	YoY	2023Q1	YoY	2023Q2	YoY	2023Q3	YoY	2023Q4	YoY
OEM市场合计	32640	4.5%	30233	-10.2%	26481	-6.0%	24394	-10.0%	30478	-6.6%	27001	-10.7%	24028	-9.3%		
机床	6388	-8.0%	8055	-16.0%	5549	-14.0%	5838	-15.0%	5814	-9.0%	7088	-12.0%	5260	-5.2%		
半导体	3690	8.2%	3491	-11.4%	3492	-8.0%	2815	-10.0%	3026	-18.0%	3107	-11.0%	3083	-11.7%		
电池	2279	20.0%	2196	25.0%	1926	23.0%	1426	11.0%	2461	8.0%	1977	-10.0%	1541	-20.0%		
包装	1746	15.0%	1274	-26.0%	1432	-10.0%	781	-31.0%	1414	-19.0%	1006	-21.0%	1134	-20.8%		
纺织	2007	16.0%	1911	-9.0%	1464	-7.0%	1227	-15.0%	1866	-7.0%	1720	-10.0%	1391	-5.0%		
工业机器人	1179	16.0%	1083	-7.0%	916	-5.1%	841	1.0%	1072	-9.1%	1029	-5.0%	788	-14.0%		
暖通空调	975	-3.0%	1348	6.0%	1277	2.0%	779	-3.0%	946	-3.0%	1240	-8.0%	1201	-6.0%		
电梯	1101	10.0%	1452	-16.0%	1525	1.0%	1205	-8.0%	967	-12.2%	1611	11.0%	1403	-8.0%		
物流	1015	8.0%	1302	-5.0%	1194	-3.0%	793	-7.0%	995	-2.0%	1237	-5.0%	1123	-5.9%		
起重	900	-3.0%	1019	-8.0%	897	-6.0%	635	-10.1%	810	-10.0%	907	-11.0%	807	-10.0%		
橡胶	547	3.2%	374	-21.3%	481	-10.1%	356	-11.9%	541	-1.1%	348	-7.0%	491	2.1%		
印刷	311	-40.3%	289	-39.9%	395	10.0%	417	18.1%	289	-7.1%	312	8.0%	284	-28.1%		
塑料	527	2.3%	538	-19.8%	573	-18.0%	423	-19.1%	501	-4.9%	495	-8.0%	550	-4.0%		
食品饮料	540	6.3%	621	-13.0%	632	-5.1%	654	7.7%	530	-1.9%	565	-9.0%	680	7.6%		
工程机械	416	-10.0%	452	-25.0%	474	1.9%	335	-8.0%	387	-7.0%	326	-27.9%	351	-25.9%		
纸巾	448	3.0%	483	-6.9%	416	-5.9%	357	-10.1%	412	-8.0%	439	-9.1%	374	-10.1%		
制药	252	8.2%	267	-8.2%	284	4.8%	277	2.2%	244	-3.2%	275	3.0%	270	-4.9%		
造纸	193	12.9%	266	-7.0%	234	-6.0%	203	-7.7%	187	-3.1%	253	-4.9%	229	-2.1%		
建材	437	-8.2%	467	-8.8%	450	-7.2%	305	-10.3%	411	-5.9%	423	-9.4%	405	-10.0%		
烟草	37	-32.7%	30	-14.3%	42	-12.5%	41	-16.3%	35	-5.4%	28	-6.7%	43	2.4%		
其他	7652	10.2%	3315	-0.5%	2828	-7.9%	4686	-10.2%	7570	-1.1%	2615	-21.1%	2620	-7.4%		
项目型市场合计	48400	9.8%	44425	1.2%	48331	7.8%	41484	5.8%	49024	1.3%	45356	2.1%	49500	2.4%		
化工	10273	11.6%	11576	10.1%	9857	19.0%	9780	20.0%	12425	20.9%	12502	8.0%	10941	11.0%		
石化	6310	15.3%	4751	-11.0%	5674	2.0%	4728	-9.0%	4670	-26.0%	3753	-21.0%	4256	-25.0%		
电力	4847	9.5%	4169	9.4%	3853	5.0%	4266	31.0%	4411	-9.0%	5003	20.0%	4393	14.0%		
市政及公共设施	7890	10.0%	9011	4.0%	10080	9.0%	8921	3.0%	9011	14.2%	9642	7.0%	10685	6.0%		
冶金	3505	9.0%	3775	-7.0%	5796	2.0%	3842	-12.0%	3125	-10.8%	3850	2.0%	5970	3.0%		
汽车	915	9.1%	1926	4.0%	1135	13.0%	1201	10.0%	1071	17.0%	2292	19.0%	1339	18.0%		
采矿	734	20.3%	768	21.0%	1033	12.0%	926	19.9%	785	6.9%	853	11.0%	1095	6.0%		
造纸	600	14.1%	582	-3.0%	684	4.9%	652	2.0%	636	6.0%	588	1.0%	719	5.1%		
其他	13326	5.5%	7866	22.1%	10219	4.0%	7168	1.1%	12890	-3.3%	6873	-12.6%	10102	-1.1%		
工控行业合计	81040	7.6%	74658	-3.8%	74812	2.4%	65878	-0.7%	79502	-1.9%	72357	-3.1%	73528	-1.7%		

数据来源：MIR，东吴证券研究所

新能源汽车：Q3 收入 23.0 亿，同比+83%，全年板块收入有望上调，维持利润转正预期：1）三大核心客户广汽埃安、理想、小鹏等销量高增，9 月分别同比+72%/+213%/+81%，后续混动车/海外车型也会放量；结合 Q3 收入超预期增长，全年收入有望上调至同比+55%以上增长；2）Q3 公司信用减值达 1.06 亿，预计已经减完，后面不会再有，全年仍维持利润转正预期，电车业务踏入盈利拐点。

图12：汇川技术 2023 年 1-8 月乘用车电控装机统计（单位：台/套）

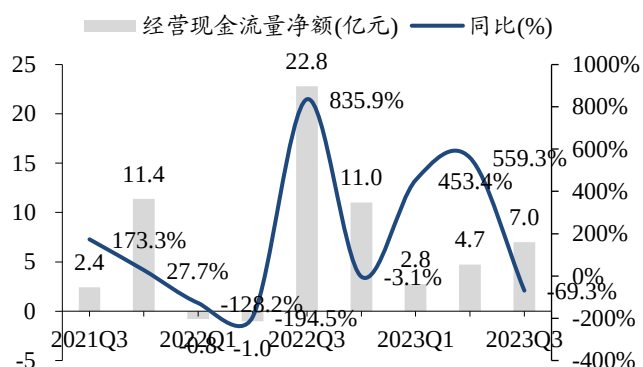
	2021H1		2021H2		2022H1		2022H2		2023H1		2023H2 (M7-8)	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	12,214	12.4%	16,891	9.1%	15,683	8.1%	12,903	4.9%	1,143	0.3%	244	0.1%
理想汽车	61,072	61.8%	121,536	65.6%	121,602	62.9%	148,964	56.9%	282,384	77.5%	134,748	73.3%
小鹏汽车	19,862	20.1%	39,100	21.1%	27,502	14.2%	23,736	9.1%	20,100	5.5%	9,115	5.0%
广汽乘用车	67	0.1%	1,050	0.6%	4,557	2.4%	15,965	6.1%	24,509	6.7%	18,671	10.2%
金康汽车	501	0.5%	193	0.1%	1	0.0%	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
红星汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
昌河汽车	169	0.2%	20	0.0%	43	0.0%	81	0.0%	17	0.0%	1	0.0%
东风裕隆	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
其他厂商：	5,003	5.1%	6,603	3.6%	23,887	12.4%	60,176	23.0%	36,333	10.0%	20,994	11.4%
合计	98,888		185,393		193,276		261,826		364,486		183,773	
新能源汽车合计	1,073,981		2196581		2,425,045		3,673,520		3,447,189		1,540,447	
市占率	9.2%		8.4%		8.0%		7.1%		10.6%		11.9%	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

电梯：Q3 收入 14.8 亿，同比-9%（高基数），全年维持同比个位数增长：22Q2 上海疫情影响贝斯特交货、递延到 Q3 造就高基数，23Q3 电梯国内需求弱，海外占比仍不高情况下，故增长承压，Q3 收入&毛利率同比略有下降。但预计 Q4 同比增速转正，全年来看我们预计维持 0-5%稳健增长（Q1-3 收入 38.5 亿，已实现同比+0.6%）。

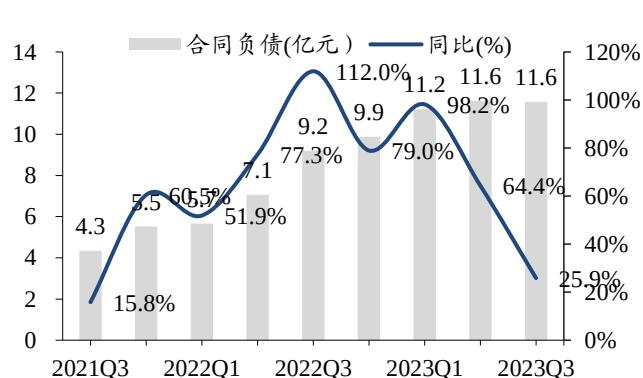
Q1-3 现金流净流入同比减少，合同负债&应收账款有所增加。2023Q1-3 经营活动现金流量净流入 14.49 亿元，同比下降 31.00%，主要系受取得银行借款减少且偿还银行债务增加影响，筹资活动现金流同比-162.56%。销售商品取得现金 155.19 亿元，同比增长 24.46%。期末合同负债 11.57 亿元，同比增长 25.86%。期末应收账款 74.81 亿元，同比增长 30.79%。应收账款周转天数同比上升 9.19 天至 93.24 天。期末存货 70.84 亿元，同比上升 20.88%。存货周转天数同比上升 0.4 天至 132.67 天。

图13: 2023Q3 经营活动现金流净流入 7.0 亿元



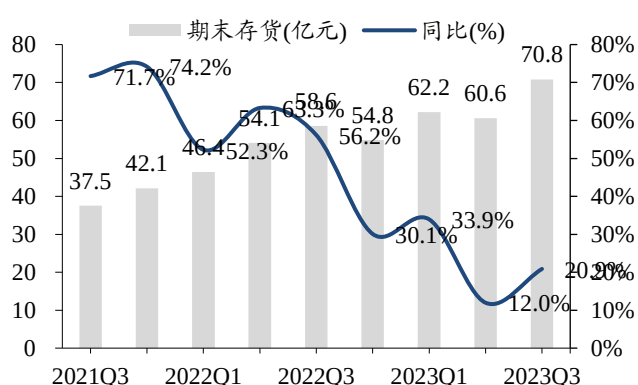
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q3 期末合同负债 11.6 亿元



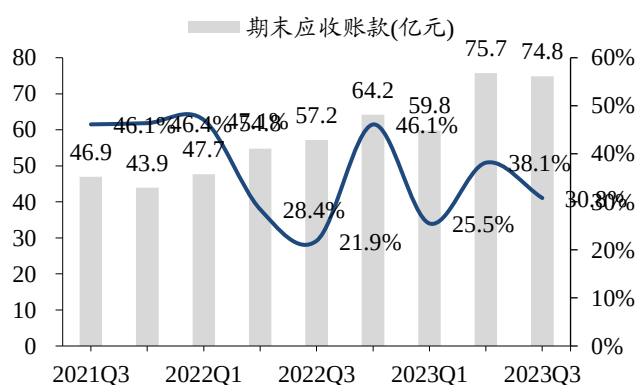
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2023Q3 期末存货 70.8 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q3 期末应收账款 74.8 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与估值: 我们下调公司 23-25 年归母净利润至 52.0 亿/69.0 亿/90.3 亿（原值为 54.0/71.2/92.5 亿），同比+20%/+33%/+31%（23-25 年扣非分别 42.8 亿/54.9 亿/71.2 亿，同比+26%/+28%/+31%），对应现价 PE 分别 32 倍、24 倍、19 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α 、以及机电电控内资龙头地位，给予 24 年 35 倍估值，目标价 90.7 元，维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行，竞争加剧等。

汇川技术三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	25,913	29,095	37,673	50,179	营业总收入	23,008	29,343	38,647	51,017
货币资金及交易性金融资产	9,446	8,086	10,037	13,758	营业成本(含金融类)	14,953	18,911	24,902	32,774
经营性应收款项	10,450	13,691	17,917	23,752	税金及附加	124	160	209	270
存货	5,482	6,675	8,936	11,726	销售费用	1,258	1,614	2,087	2,653
合同资产	57	57	78	109	管理费用	1,093	1,379	1,700	2,194
其他流动资产	478	586	706	833	研发费用	2,229	3,022	3,903	5,102
非流动资产	13,299	13,305	14,612	15,883	财务费用	125	61	40	13
长期股权投资	2,136	2,786	3,536	4,386	加:其他收益	636	675	778	791
固定资产及使用权资产	3,078	3,505	4,762	5,498	投资净收益	591	602	618	638
在建工程	1,748	1,993	1,136	694	公允价值变动	368	180	200	220
无形资产	712	817	902	970	减值损失	(350)	(200)	(176)	(214)
商誉	1,975	2,035	2,075	2,100	资产处置收益	0	3	4	3
长期待摊费用	160	155	150	145	营业利润	4,470	5,455	7,229	9,449
其他非流动资产	3,490	2,015	2,051	2,091	营业外净收支	7	16	17	17
资产总计	39,212	42,400	52,285	66,062	利润总额	4,477	5,471	7,246	9,466
流动负债	16,059	15,530	19,642	25,780	减:所得税	152	186	246	322
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,102	1,323	1,277	1,263	净利润	4,324	5,285	6,999	9,144
经营性应付款项	9,330	10,077	13,327	17,811	减:少数股东损益	5	85	98	119
合同负债	987	719	959	1,557	归属母公司净利润	4,320	5,200	6,901	9,026
其他流动负债	2,640	3,411	4,079	5,149	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.62	1.95	2.59	3.39
非流动负债	3,041	2,536	2,437	2,354	EBIT	3,693	4,257	5,845	8,025
长期借款	1,796	1,338	1,282	1,237	EBITDA	4,188	4,785	6,543	8,845
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.01	35.55	35.57	35.76
租赁负债	90	90	90	90	归母净利率(%)	18.77	17.72	17.86	17.69
其他非流动负债	1,154	1,107	1,065	1,026	收入增长率(%)	28.23	27.53	31.71	32.01
负债合计	19,100	18,066	22,079	28,134	归母净利润增长率(%)	20.89	20.39	32.71	30.78
归属母公司股东权益	19,816	23,954	29,728	37,331					
少数股东权益	296	380	478	597					
所有者权益合计	20,112	24,334	30,206	37,928					
负债和股东权益	39,212	42,400	52,285	66,062					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,201	1,804	4,393	6,477	每股净资产(元)	7.45	9.02	11.19	14.05
投资活动现金流	(2,741)	(27)	(1,374)	(1,418)	最新发行在外股份(百万股)	2,665	2,665	2,665	2,665
筹资活动现金流	2,449	(3,496)	(1,321)	(1,573)	ROIC(%)	16.48	15.76	18.84	21.13
现金净增加额	2,935	(1,718)	1,697	3,486	ROE-摊薄(%)	21.80	21.71	23.21	24.18
折旧和摊销	495	528	697	820	资产负债率(%)	48.71	42.61	42.23	42.59
资本开支	(1,658)	(1,280)	(1,158)	(1,155)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.64	32.10	24.19	18.50
营运资本变动	(1,625)	(4,220)	(3,239)	(3,819)	P/B(现价)	8.41	6.95	5.60	4.46

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>