

2024年05月09日
汇川技术(300124.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

电力电子及自动化

业绩韧性强，新能源车业务首次实现盈利

事件：

汇川技术发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 304.20 亿元，同比+32.21%；归母净利润 47.42 亿元，同比+9.77%；扣非归母净利润 40.71 亿元，同比+20.12%。

2024Q1 公司实现营收 64.92 亿元，同比+35.77%；归母净利润 8.11 亿元，同比+8.56%；扣非归母净利润 7.92 亿元，同比+26.67%。

核心观点：

业绩韧性强，新能源车业务首次实现盈利。在 2023 年宏观经济弱复苏的背景下，工业自动化行业需求低迷，电梯行业需求平稳，新能源汽车行业增长较快，公司紧抓结构性行情机会，新能源汽车业务快速放量并首次实现盈利，同时通用自动化领域市占率进一步提升，全年收入实现 32.21% 增速，利润实现 9.77% 增速。目前通用制造业处于需求+库存双底，展望未来不用悲观，看好新产品+出海拓展下，公司全年业绩实现稳健增长。

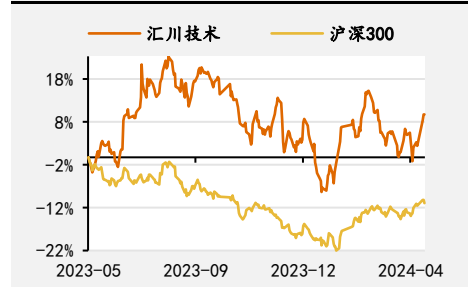
各板块多点开花，工控龙头地位彰显。分板块看：

- **通用自动化业务逆势增长：**2023 年实现收入 150.38 亿，同比增长 24.17%，占比 49.44%；2024Q1 实现收入约 32 亿，同比增长约 10%。在 2023 年工业自动化行业需求整体低迷的背景下，公司板块收入实现逆势增长，彰显龙头韧性，主要得益于公司紧抓下游结构性机会（项目型市场以及传统行业），公司变频器/伺服系统/PLC&HMI/工业机器人分别实现收入 52/60/16/8 亿元。目前通用制造业处于需求+库存双底，展望未来不用悲观，4 月制造业 PMI 50.4%，环比-0.4pct，连续两月处于荣枯线上方，延续扩张势头。公司基于多产品平台+行业定制化解决方案的优势，在下游行业的份额有望持续提升，我们看好新产品+出海拓展下，通用自动化业务实现稳健增长；
- **新能源汽车业务快速放量，盈利拐点已至：**2023 年实现收入约 94 亿，同比增长超 80%；2024Q1 实现收入约 23 亿，同比增长约 150%。得益于战略客户的定点和 SOP 放量及公司交付保障，公司电机控制器、电驱总成、电机以及电源系统等产品已形成大批量应用，具备一定的品牌影响力，2023 年首次实现盈利。未来随着规模放大+优质客户持续突破，新能源乘用车业务将成为公司业务增长的重要支撑。

投资评级	增持-A 维持评级
6 个月目标价	70.72 元
股价 (2024-05-08)	63.77 元

总市值(百万元)	170,720.86
流通市值(百万元)	149,016.95
总股本(百万股)	2,677.13
流通股本(百万股)	2,336.79
12 个月价格区间	53.28/71.61 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.4	-5.1	20.0
绝对收益	7.1	2.8	9.3

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

陈之馨 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122060030

chenzx@essence.com.cn

相关报告

业绩表现亮眼，龙头韧性尽显	2024-01-31
业绩符合预期，工控龙头阿尔法彰显	2023-10-29
业绩符合预期，看好全年业绩稳健增长	2023-08-22
单 Q2 营收高增，全年业绩有望实现稳健增长	2023-07-16

- **智慧电梯业务实现微增：**2023 年实现收入 52.91 亿，同比增长 2.50%，占比为 17.39%；2024Q1 实现收入约 9 亿，同比增长约 2%。2023 年，受房地产新开工面积下滑，三四线城市房屋库存水平偏高影响，电梯行业新梯需求不振；同时，老旧小区改造和老旧电梯的替换和维保需求对电梯行业形成一定支撑。2023 年公司在电梯行业销售一体化控制器及变频器约 50 万台，行业领先地位得到进一步巩固。
- **轨交业务保持较快增长：**2023 年轨交收入 5.5 亿，同比增长约 20%，2024Q1 轨交收入约 0.34 亿，同比增长约 32%。子公司经纬轨道持续优化大项目运作机制，积极推进各地轨交业务的布局和建设，2023 年公司在国内 18 座城市 45 个轨道交通牵引系统项目中中标 6 个项目，涉及车辆 694 辆，排名第三。

工控龙头韧性凸显，静待行业景气度回升 2023-04-26

目 盈利能力有所承压，费用调控效果显著。

2023 年毛利率 33.55%，同比-1.46pct，净利率 15.70%，同比-3.10pct；2024Q1 毛利率 34.63%，同比-1.88pct，净利润 12.68%，同比-3.05pct。毛利率下降系低毛利的新能源车业务占比提升，同时工控行业竞争加剧。净利率下降系毛利率承压+信用减值计提及存货跌价等影响。2023 年期间费用率 19.29%，同比-1.16pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.39%/4.27%/8.63%/0%，分别同比+0.92pct/-0.48pct/-1.06pct/-0.54pct，除销售费用率增加外，其他三费均下降。

目 国际化战略持续推进，海外业务快速增长。

2023 年公司实现海外收入 17.40 亿元，同比增长 96.52%，占公司总营收比重达到 5.72%。在全球布局方面，公司海外团队超过 400 人，目前已在全球设立 15 家子公司及办事处，其中德国斯图加特为公司欧洲研发中心、匈牙利为公司欧洲生产基地；在市场拓展方面，2023 年，公司“行业线出海”与“借船出海”策略逐渐形成系统的行业化运作模式，成功实现了部分行业的 TOP 客户突破，未来海外业务有望继续保持快速增长。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 388.8、475.1、571.9 亿元，同比增速分别为 27.80%、22.20%、20.37%，净利润分别为 55.6、67.1、81.7 亿元，增速分别为 17.29%、20.58%、21.78%，对应 PE 分别为 31X/26X/21X，给予 2024 年 PE 34X 估值，对应 6 个月目标价 70.72 元，维持“增持-A”的投资评级。

目 风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧，新能源汽车销量低于预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	230.1	304.2	388.8	475.1	571.9
净利润	43.2	47.4	55.6	67.1	81.7
每股收益(元)	1.61	1.77	2.08	2.51	3.05
每股净资产(元)	7.40	9.14	11.00	13.20	15.97

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	39.5	36.0	30.7	25.5	20.9
市净率(倍)	8.6	7.0	5.8	4.8	4.0
净利润率	18.8%	15.6%	14.3%	14.1%	14.3%
净资产收益率	21.8%	19.4%	18.9%	19.0%	19.1%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
ROIC	44.1%	40.5%	38.2%	43.2%	43.1%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	230.1	304.2	388.8	475.1	571.9	成长性					
减: 营业成本	149.5	202.1	261.0	322.0	389.5	营业收入增长率	28.2%	32.2%	27.8%	22.2%	20.4%
营业税费	1.2	2.0	2.3	2.8	3.5	营业利润增长率	17.0%	11.9%	17.3%	19.9%	22.0%
销售费用	12.6	19.4	22.5	26.6	30.9	净利润增长率	20.9%	9.8%	17.3%	20.6%	21.8%
管理费用	10.9	13.0	16.3	19.5	22.9	EBITDA 增长率	25.7%	10.9%	28.6%	17.0%	19.7%
研发费用	22.3	26.2	33.4	40.4	48.0	EBIT 增长率	25.0%	7.9%	33.8%	18.0%	20.8%
财务费用	1.3	-	-1.5	-2.8	-4.3	NOPLAT 增长率	22.7%	7.6%	14.9%	18.0%	20.8%
加: 资产/信用减值损失	-3.5	-5.5	-3.8	-4.3	-4.6	投资资本增长率	17.0%	21.9%	4.4%	21.0%	-10.5%
公允价值变动收益	3.7	2.6	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	23.2%	24.3%	20.1%	19.7%	20.9%
投资和汇兑收益	5.9	4.2	4.8	5.0	6.0						
营业利润	44.7	50.0	58.7	70.3	85.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	-	-	-	-	毛利率	35.0%	33.5%	32.9%	32.2%	31.9%
利润总额	44.8	50.0	58.7	70.3	85.8	营业利润率	19.4%	16.4%	15.1%	14.8%	15.0%
减: 所得税	1.5	2.2	2.3	2.8	3.4	净利润率	18.8%	15.6%	14.3%	14.1%	14.3%
净利润	43.2	47.4	55.6	67.1	81.7	EBITDA/营业收入	18.9%	15.8%	15.9%	15.2%	15.1%
						EBIT/营业收入	17.2%	14.0%	14.7%	14.2%	14.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	40	45	43	34	27
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	56	46	41	49	49
货币资金	74.4	84.9	105.0	130.5	224.9	流动资产周转天数	347	338	306	312	329
交易性金融资产	20.1	6.7	15.8	14.2	12.3	应收帐款周转天数	85	91	84	87	87
应收帐款	64.9	88.4	92.2	136.3	140.1	存货周转天数	76	69	73	74	73
应收票据	18.5	37.9	0.9	58.8	19.5	总资产周转天数	520	522	460	429	425
预付帐款	6.6	3.8	14.5	7.8	17.0	投资资本周转天数	171	155	136	126	108
存货	54.8	62.5	94.5	101.9	130.7						
其他流动资产	19.9	28.2	25.6	24.6	26.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.8%	19.4%	18.9%	19.0%	19.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.0%	9.8%	11.2%	10.7%	11.4%
长期股权投资	21.4	24.6	24.6	24.6	24.6	ROIC	44.1%	40.5%	38.2%	43.2%	43.1%
投资性房地产	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	费用率					
固定资产	29.4	47.2	45.7	43.7	41.5	销售费用率	5.5%	6.4%	5.8%	5.6%	5.4%
在建工程	17.0	19.0	17.1	15.4	13.9	管理费用率	4.8%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
无形资产	7.1	8.0	6.8	5.6	4.4	研发费用率	9.7%	8.6%	8.6%	8.5%	8.4%
其他非流动资产	54.6	74.9	57.7	62.0	63.4	财务费用率	0.5%	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
资产总额	392.1	489.6	503.9	628.8	721.7	四费/营业收入	20.5%	19.3%	18.2%	17.6%	17.1%
短期债务	20.7	8.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	54.0	78.2	82.9	120.7	126.5	资产负债率	48.7%	48.9%	40.4%	42.8%	39.8%
应付票据	45.7	51.2	66.4	86.7	95.7	负债权益比	95.0%	95.8%	67.8%	74.9%	66.1%
其他流动负债	40.1	59.0	42.3	47.1	49.5	流动比率	1.61	1.59	1.82	1.86	2.10
长期借款	18.0	23.5	-	-	-	速动比率	1.27	1.27	1.33	1.46	1.62
其他非流动负债	12.4	19.7	12.0	14.7	15.4	利息保障倍数	31.62	5,569.89	-38.37	-23.76	-19.02
负债总额	191.0	239.6	203.6	269.3	287.2	分红指标					
少数股东权益	3.0	5.2	5.9	6.3	7.0	DPS(元)	0.36	-	0.31	0.31	0.28
股本	26.6	26.8	26.8	26.8	26.8	分红比率	22.2%	0.0%	14.8%	12.3%	9.0%
留存收益	173.5	220.3	267.7	326.5	400.8	股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
股东权益	201.1	250.0	300.3	359.6	434.6						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	43.2	47.8	55.6	67.1	81.7	EPS(元)	1.61	1.77	2.08	2.51	3.05
加: 折旧和摊销	4.6	6.0	4.7	4.9	5.1	BVPS(元)	7.40	9.14	11.00	13.20	15.97
资产减值准备	1.3	5.5	-	-	-	PE(X)	39.5	36.0	30.7	25.5	20.9
公允价值变动损失	-3.7	-2.6	3.0	3.0	3.0	PB(X)	8.6	7.0	5.8	4.8	4.0
财务费用	1.5	1.2	-1.5	-2.8	-4.3	P/FCF	30.2	114.6	101.4	47.4	16.9
投资收益	-5.9	-4.2	-4.8	-5.0	-6.0	P/S	7.4	5.6	4.4	3.6	3.0
少数股东损益	-	0.3	0.7	0.5	0.7	EV/EBITDA	40.7	33.0	25.3	21.2	16.7
营运资金的变动	-2.0	-23.2	5.8	-40.7	12.6	CAGR(%)	16.0%	19.9%	15.2%	16.0%	19.9%
经营活动产生现金流量	32.0	33.7	63.5	26.9	92.8	PEG	2.5	1.8	2.0	1.6	1.0
投资活动产生现金流量	-27.4	-4.5	-6.6	3.5	4.8	ROIC/WACC	4.2	3.9	3.7	4.1	4.1
融资活动产生现金流量	24.5	-3.2	-36.8	-5.0	-3.1	REP	3.6	2.9	2.9	2.1	2.2
资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测											

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034