

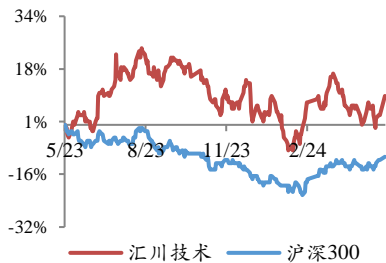
高阿尔法工控领军者，业绩韧性彰显

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-09

收盘价(元)	63.68
近12个月最高/最低(元)	75.74/52.22
总股本(百万股)	2,677
流通股本(百万股)	2,337
流通股比例(%)	87.29
总市值(亿元)	1,705
流通市值(亿元)	1,488

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 营收规模高增，业绩韧性显著。

公司营收与净利润稳步增长。公司23年全年实现营业收入304.2亿元，同增32.2%，实现归母净利润47.42亿元，同增9.8%，实现扣非归母净利润40.71亿元，同比+20.1%。24Q1实现营业收入64.9亿元，同增35.8%，实现归母净利润8.1亿元，同增8.6%，实现扣非归母净利润7.9亿元，同增26.7%。盈利能力方面，公司毛利率略有下滑，但费用控制有所增强。公司23年度毛/净利率分别为33.55%/15.70%，同比变化-1.46/-3.10pct，毛利率变化主要系业务结构调整。公司23年销售/管理/财务/研发费用率分别为6.39%/4.27%/0.00%/8.63%，同比变化+0.92/-0.48/-0.54/-1.06pct，整体费率同比下降1.17pct。

● 通用自动化：业绩逆势增长，凸显阿尔法属性。

公司为通用自动化领域头部企业，业绩增速领先于行业。根据睿工业数据，23年我国工业自动化市场规模2910亿，同比下滑1.8%，但公司作为行业领先企业保持逆势增长，23年通用自动化业务实现营收150.38亿元，同比增长31.17%。工业自动化以解决方案作为核心，公司深挖变频器、伺服、PLC等产品，行业线与区域线并重，上顶下沉推动解决方案拓展，实现份额提升，带来公司营收逆势增长。考虑到当前处于基钦周期的被动去库周期，随着行业需求提升，主动补库到来，工业自动化行业有望迎来向上拐点，支撑公司后续营收增长动力。

● 新能源汽车：厚积薄发，业务进入收获期

公司新能源汽车产品主要包括电驱系统和电源系统，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。得益于战略客户的定点和SOP放量，公司新能源产品已大批量应用。据NE时代统计，2023年，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10.2%，排名第二（排名第一、三名为比亚迪和特斯拉），第三方供应商中排名第一。公司新能源乘用车电驱总成在中国市场的份额约为5.0%，排名第五。新能源车电机电控为长坡业务，产品技术要求高，前期投入大，经营杠杆高。公司推动技术研发，深挖产品质量，随着下游定点客户放量，公司新能源车业务利润有望释放。

● 投资建议

考虑到当前处于工控周期底部，公司作为工业自动化行业领先企业，后续有潜在向上弹性，同时新能源车电控业务进入业绩释放期，我们预计公司24/25/26年归母净利润为57.07/74.83/92.61亿元，对应PE分别为30/23/18倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

工控行业周期复苏节奏不及预期；新能源汽车销量不及预期；公司订单交付不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30420	38123	48588	58343
收入同比 (%)	32.2%	25.3%	27.5%	20.1%
归属母公司净利润	4742	5707	7483	9261
净利润同比 (%)	9.8%	20.4%	31.1%	23.8%
毛利率 (%)	33.5%	32.1%	32.3%	32.4%
ROE (%)	19.4%	18.9%	19.9%	19.7%
每股收益 (元)	1.78	2.13	2.80	3.46
P/E	35.47	29.87	22.78	18.41
P/B	6.90	5.65	4.52	3.63
EV/EBITDA	32.94	25.14	18.81	14.75

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 财务状况：业绩符合预期，费用控制优异	5
2 通用自动化：业绩逆势增长，凸显阿尔法属性	7
3 新能源汽车：新能源渗透率提升，有望保持快速发展	9
4 智慧电梯：迈入成熟期，未来有望稳健增长	9
5 盈利预测、估值及投资评级	10
风险提示：	10

图表目录

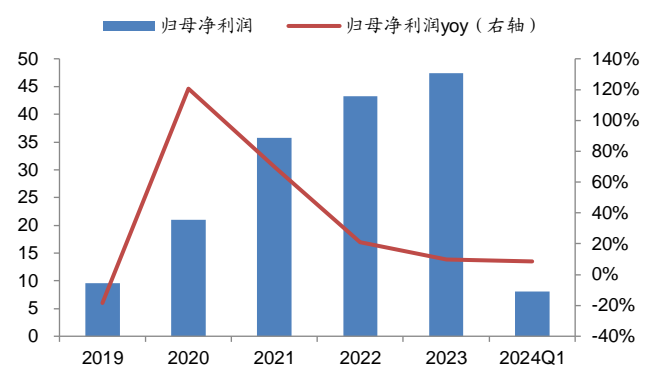
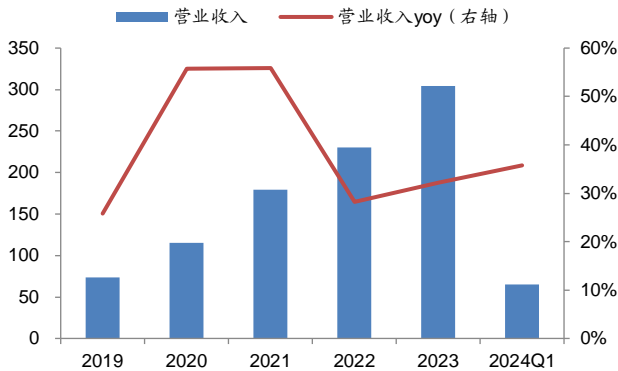
图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	5
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)	5
图表 5 2019-2024Q1 公司毛利率及净利率 (%)	6
图表 6 2019-2024Q1 公司各项费用率情况 (%)	6
图表 7 2019-2023 分产品营收构成 (按金额, 亿元)	6
图表 8 2019-2023 分产品营收构成 (按比例)	6
图表 9 2019-2023 国内外营收及增速 (单位: 亿元)	7
图表 10 2019-2023 国内外毛利率	7
图表 11 汇川技术通用自动化产品	7
图表 12 2023 年国内伺服系统市场格局	8
图表 13 2023 年国内低压变频市场格局	8
图表 14 2023 年国内中高压变频市场格局	8
图表 15 2023 年国内小型 PLC 市场格局	8
图表 16 2023 年国内工业机器人市场格局	8
图表 17 汇川技术新能源汽车产品	9
图表 18 汇川技术电梯电气产品	10

1 财务状况：业绩符合预期，费用控制优异

公司营收与净利润稳步增长。公司 23 年全年实现营业收入 304.20 亿元，同增 32.21%，实现归母净利润 47.42 亿元，同增 9.77%，实现扣非归母净利润 40.71 亿元，同比 20.12%。24Q1 实现营业收入 64.92 亿元，同增 35.78%，实现归母净利润 8.11 亿元，同增 8.56%，实现扣非归母净利润 7.92 亿元，同增 26.67%。

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)

图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



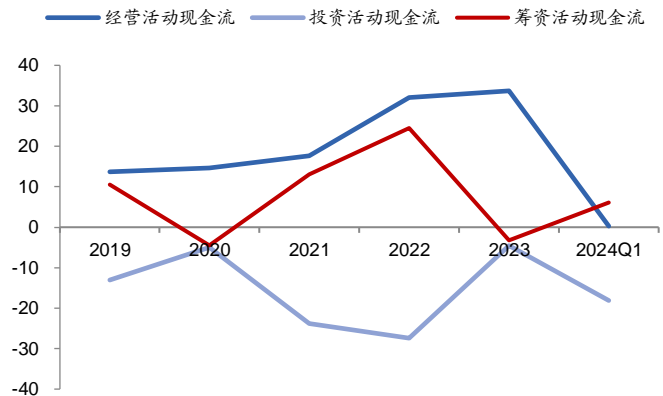
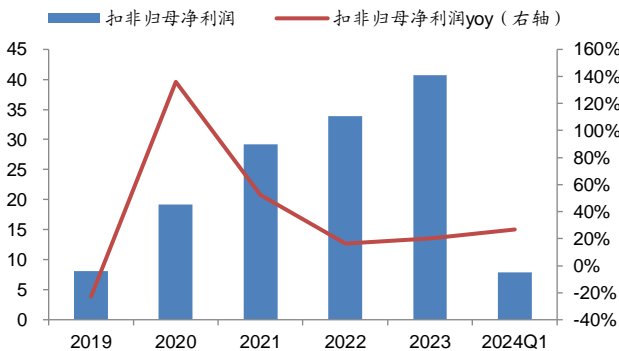
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司现金流情况稳定。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达 33.70/-4.54/-3.23 亿元，同比+33.80%/+83.42%/-113.18%。其中投资活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系：1) 封闭式理财、结构性存款净购买同比减少；2) 定期存款净赎回同比增加；3) 股权投资减少；其中筹资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司 23 年取得借款金额同比减少。

图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)

图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)



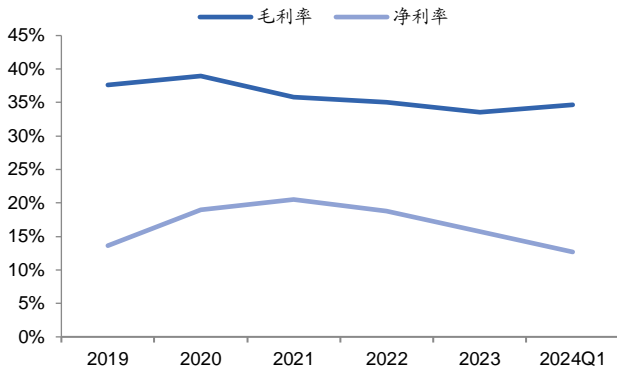
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司毛利率略有下滑，费用控制有所增强。公司 23 年度毛/净利率分别为 33.55%/15.70%，同比变化-1.46/-3.10pct，毛利率变化主要系业务结构调整。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.39%/4.27%/0.00%/8.63%，同比变化

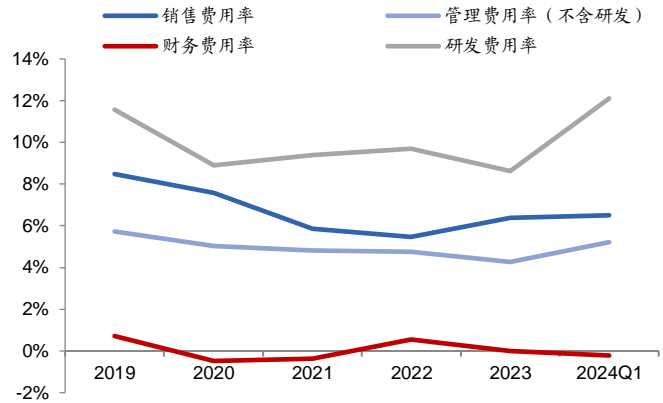
+0.92/-0.48/-0.54/-1.06pct, 整体费率同比下降 1.17pct.

图表 5 2019-2024Q1 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

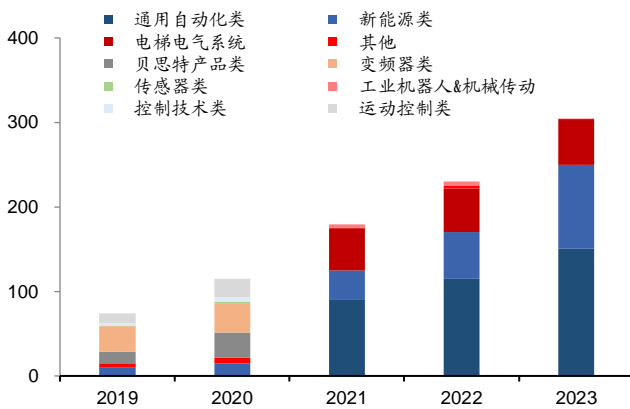
图表 6 2019-2024Q1 公司各项费用率情况 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

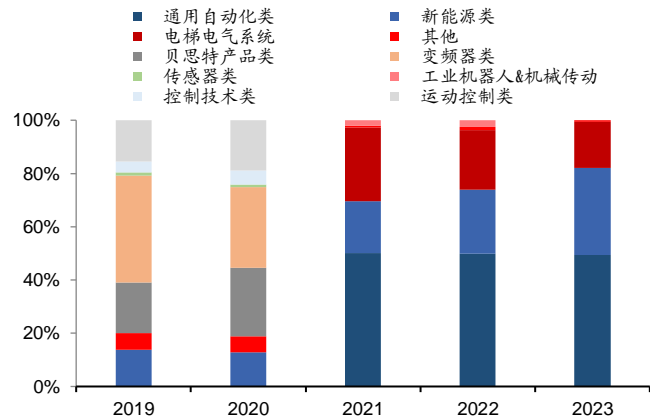
通用自动化为公司第一大业务, 营收占比达 49.33%。公司 23 年实现通用自动化营收 150.38 亿, 同比增长 24.17%。新能源汽车&轨道交通为公司第二大业务, 也是增长最快的业务, 23 年实现营收 99.20 亿元, 同比增长 78.69%, 营收占比达 32.61%。公司 23 年数据口径有所变化: 1) 将工业机器人并入通用自动化类; 2) 将其他中的储能、电源类业务调整至通用自动化类。以上的增速数据均基于调整后口径计算。

图表 7 2019-2023 分产品营收构成 (按金额, 亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

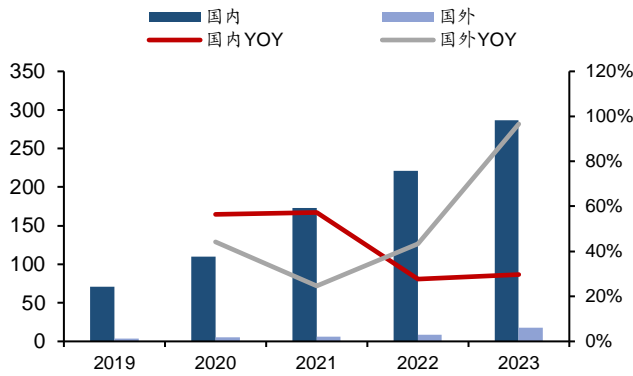
图表 8 2019-2023 分产品营收构成 (按比例)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

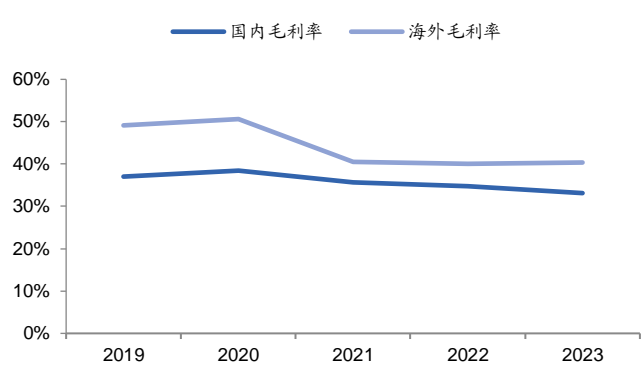
公司业务以国内为主, 海外业务处于起步高增速时期。23 年公司国内业务营收达 286.60 亿元, 同增 29.64%, 国外业务营收达 17.40 亿元, 同增 96.52%。从毛利率看, 公司 23 年国内业务毛利率达 33.13%, 同比下滑 1.68pct, 海外业务毛利率达 40.39%, 同比增长 0.34pct, 历年海外业务的毛利率均显著高于国内。

图表 9 2019-2023 国内外营收及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 2019-2023 国内外毛利率

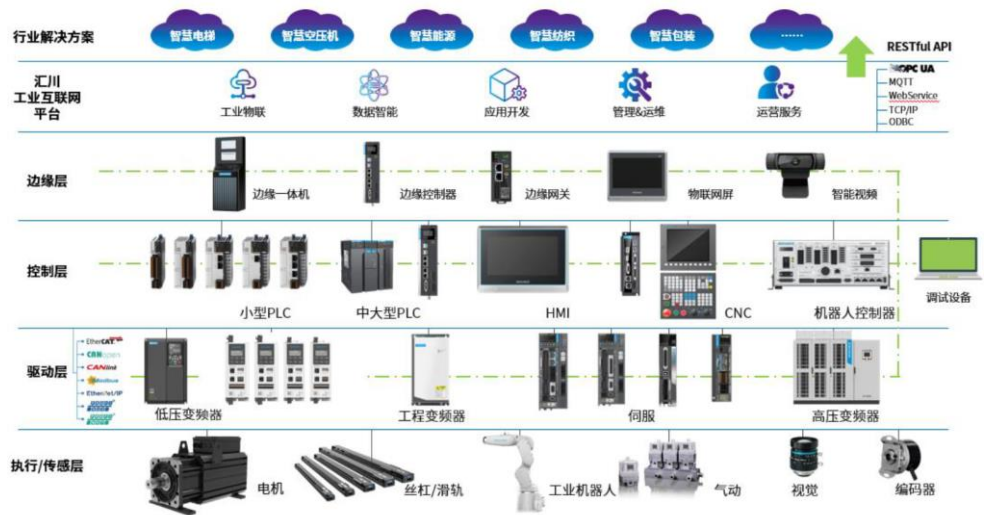


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 通用自动化: 业绩逆势增长, 凸显阿尔法属性

公司为通用自动化领域头部企业, 业绩增速领先于行业。根据睿工业数据, 23 年我国工业自动化市场规模 2910 亿, 同比下滑 1.8%, 但公司作为行业头部企业保持逆势增长, 23 年通用自动化业务实现营收 150.38 亿元, 同比增长 31.17%。公司通用自动化产品矩阵齐全, 包括变频器、伺服系统、控制系统 (PLC/CNC)、气动元件、工业视觉系统、传感器、高性能电机、高精密丝杠、工业机器人等产品及解决方案。

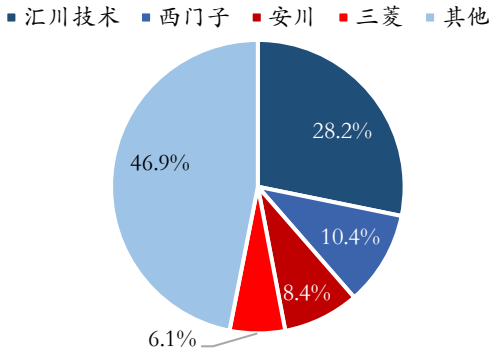
图表 11 汇川技术通用自动化产品



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

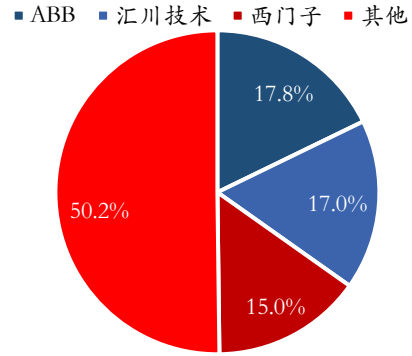
公司市占率并列前茅, 呈上升趋势。根据睿工业数据, 公司 2023 年在国内伺服系统/低压变频/中高压变频/小型 PLC/工业机器人领域市占率分别为 28.2%/17.0%/15.9%/15.3%/6.5%, 排名第一/第二/第一/第二/第四, 同比 +6.7%/+2.1%/+2.3%/+3.4%/+1.3pct。公司凭借“及时交付、国产头部品牌、多产品综合解决方案”等优势快速抢占市场, 市占率有望进一步提升。

图表 12 2023 年国内伺服系统市场格局



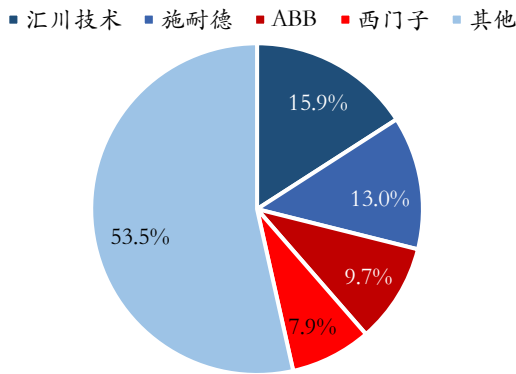
资料来源: 睿工业, 华安证券研究所

图表 13 2023 年国内低压变频市场格局



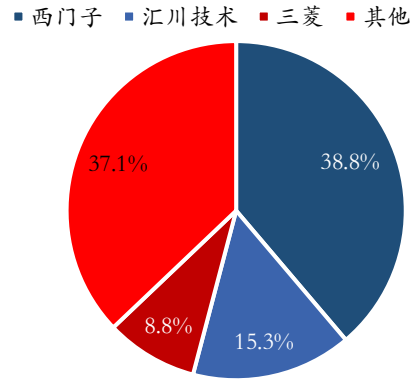
资料来源: 睿工业, 华安证券研究所

图表 14 2023 年国内中高压变频市场格局



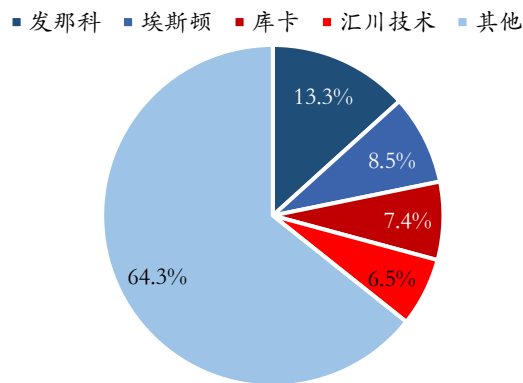
资料来源: 睿工业, 华安证券研究所

图表 15 2023 年国内小型 PLC 市场格局



资料来源: 睿工业, 华安证券研究所

图表 16 2023 年国内工业机器人市场格局



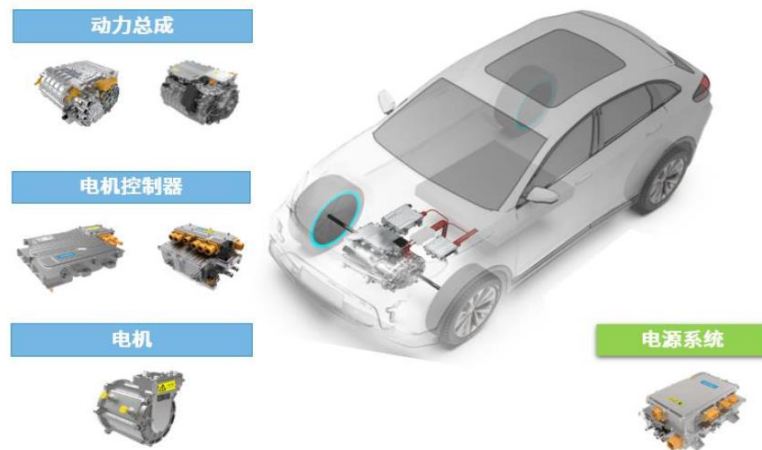
资料来源: 睿工业, 华安证券研究所

公司通用自动化业务仍属于成长型业务。在机器换人和工厂自动化/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。公司基于多产品平台以及行业定制化解决方案的优势, 在下游行业的份额有望继续提升。

3 新能源汽车：新能源渗透率提升，有望保持快速发展

公司新能源汽车产品主要包括电驱系统和电源系统。其中电驱系统包括电机、电机控制器和电驱总成，电源系统包括 DC/DC、OBC 和电源总成。公司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。公司在新能源乘用车电驱系统领域的主要竞争对手为博世集团/联合汽车电子有限公司、德尔福集团以及日本电产株式会社等，在新能源乘用车电源系统领域的主要竞争对手为国产品牌供应商。

图表 17 汇川技术新能源汽车产品



资料来源：公司年报，华安证券研究所

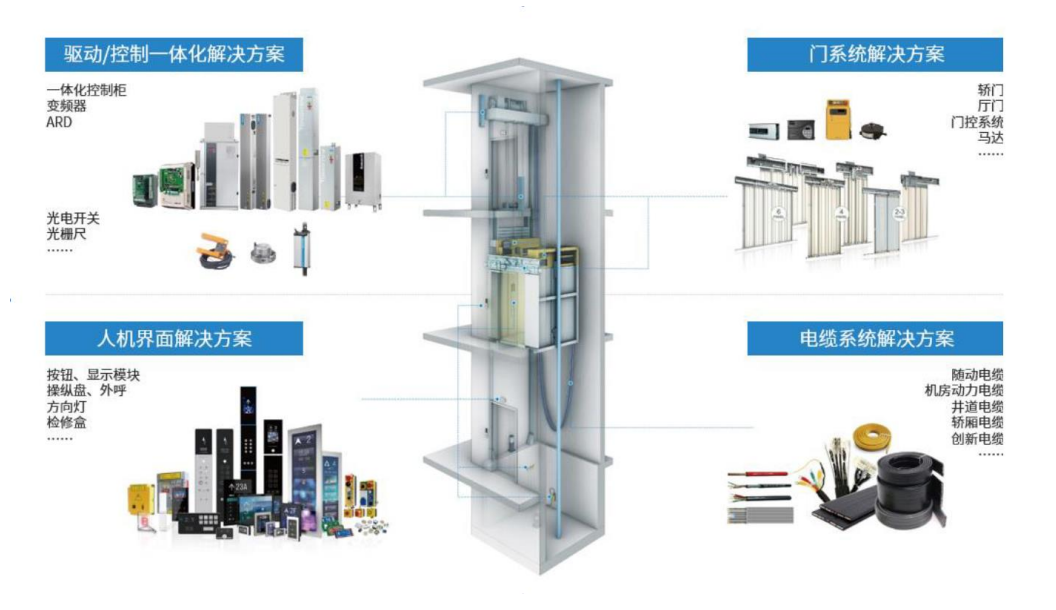
得益于战略客户的定点和 SOP 放量，公司新能源产品已大批量应用。据 NE 时代统计，2023 年，公司新能源乘用车电机控制器产品在中国市场的份额约为 10.2%，排名第二（排名一、三名为比亚迪和特斯拉），第三方供应商中排名第一。公司新能源乘用车电驱总成在中国市场的份额约为 5.0%，排名第五。公司新能源乘用车电机产品在中国市场的份额约为 3.8%，排名第六。公司新能源乘用车 OBC 产品在中国市场的份额约为 2.3%，排名第九。伴随着全球新能源乘用车渗透率的进一步提升，公司新能源乘用车业务有望保持快速发展。新能源乘用车业务将成为公司业务增长的重要支撑。

4 智慧电梯：迈入成熟期，未来有望稳健增长

电梯行业为成熟型业务，未来有望稳健增长。公司 23 年电梯电气系统实现营收 52.91 亿元，同比增长 2.50%。由于电梯行业发展受房地产市场影响较大，电梯行业快速发展期已不再，智慧电梯业务未来追求稳健增长，为公司创造良好的现金流。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。公司的

电梯一体化控制器/变频器产品、人机界面产品的市场占有率均处于行业领先地位, 公司已经成为行业领先的电梯电气大配套解决方案供应商。

图表 18 汇川技术电梯电气产品



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

5 盈利预测、估值及投资评级

考虑到当前处于工控周期底部, 公司作为工业自动化行业领先企业, 后续有潜在向上弹性, 同时新能源车电控业务进入业绩释放期, 我们预计公司 24/25/26 年分别有望实现营收 381.23/485.88/583.43 亿元, 同比增长 25.3%/27.5%/20.1%, 归母净利润分别为 57.07/74.83/82.61 亿元, 同比增长 20.4%/31.1%/23.8%, 对应 PE 分别为 30/23/18 倍, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

风险提示:

工控行业周期复苏节奏不及预期; 新能源汽车销量不及预期; 公司订单交付不及预期

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦 华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。