

## 机械设备

2024 年 10 月 29 日

## 汇川技术 (300124)

——工控王者持续突围，下一步走向全球

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

## 投资要点：

- **二十余年栉风沐雨，穿越周期持续成长。**公司成立于 2003 年，成立初期致力于变频器技术的研发和应用。经历 20 余年的发展，公司从单一的变频器供应商，成长为多行业、多层级、多产品的平台化技术方案解决厂商，覆盖通用自动化，智慧电梯，新能源汽车和轨道交通四大业务领域。随着业务的不断拓展，公司的业绩得以腾飞，2011-2023 年公司收入和归母净利润的年复合增速分别为 30%、22%。2022 年公司开启国际化战略，销售与服务、研发、供应链等全方位出海，海外空间广阔，未来成长可期。
- **通用自动化：工业自动化行业长坡厚雪，公司在外资割据的市场持续突围。**工业自动化行业具有长期成长性、顺经济周期、技术和市场壁垒高、竞争激烈等特点。复盘过去，公司把握住技术、市场和赛道等关键点持续突围，在多轮周期中持续提升份额，在国产品牌中已占据主导地位。在近期政策的刺激下，行业需求有望迎来拐点，公司也将充分受益。
- **新能源汽车：行业高速发展，公司耕耘十余年终于迎来收获期。**自 2009 年来，公司将驱动技术延伸至新能源汽车行业并持续投入；到 2020 年中国新能源汽车行业加速，该业务迎来曙光。2023 年公司在电机、电控和电驱系统中份额分别为 3.8%、10.2%、5%，排名靠前。目前行业仍处于洗牌阶段；未来在产业出清后，公司份额与利润率有望同步提升。
- **电梯行业：存量更新规模可观，整体需求相对稳定，公司保持行业领先。**“旧房加装”+“置换需求”带来电梯行业全新增量，行业整体平稳增长。公司是少数的电梯电气搭配套解决方案的供应商，产品品类齐全，与下游头部企业保持长期深度合作，行业内保持领先地位。
- **轨道交通：底层技术同源，公司外延拓展，聚焦牵引传动系统。**2015 年公司收购江苏经纬，将业务范围延伸至轨道交通业务的牵引传动系统领域。目前城市轨道交通行业已进入稳健增长阶段，同时行业壁垒高，市场参与者少，竞争格局稳定，公司市占率保持领先。
- **首次覆盖，给予买入评级。**预计 2024-2026 年归母净利润 49.88、57.86、69.06 亿元，公司目前股价对应 PE 分别为 31、27、22 倍。我们选择中控技术、伟创电气、雷赛智能、信捷电气、埃斯顿、英搏尔作为可比公司，2024-2025 年可比公司 PE 均值为 42、29 倍。面向未来，公司在工控自动化领域的天花板较高，依然有极大的成长空间，长期来看出海将进一步打开成长天花板；新能源汽车电源和电驱业务处于高速成长阶段，未来随着竞争格局走向头部集中，公司的盈利能力将持续改善。因此，给予公司买入评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、定点车型销量不及预期风险。

## 财务数据及盈利预测

|             | 2023   | 2024Q1-3 | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 30,420 | 25,397   | 39,812 | 51,273 | 63,354 |
| 同比增长率 (%)   | 32.2   | 26.2     | 30.9   | 28.8   | 23.6   |
| 归母净利润 (百万元) | 4,742  | 3,354    | 4,988  | 5,786  | 6,906  |
| 同比增长率 (%)   | 9.8    | 1.0      | 5.2    | 16.0   | 19.3   |
| 每股收益 (元/股)  | 1.78   | 1.25     | 1.86   | 2.16   | 2.58   |
| 毛利率 (%)     | 33.5   | 31.0     | 31.0   | 29.6   | 29.0   |
| ROE (%)     | 19.4   | 12.7     | 17.5   | 17.4   | 17.7   |
| 市盈率         | 32     |          | 31     | 27     | 22     |

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 市场数据：          | 2024 年 10 月 28 日   |
| 收盘价 (元)        | 57.33              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 74.94/39.17        |
| 市净率            | 6.0                |
| 息率 (分红/股价)     | 0.78               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 130,069            |
| 上证指数/深证成指      | 3,322.20/10,685.89 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| 基础数据：           | 2024 年 09 月 30 日 |
| 每股净资产 (元)       | 9.89             |
| 资产负债率%          | 49.29            |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 2,680/2,269      |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-              |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

王珂 A0230521120002  
wangke@swsresearch.com  
李蕾 A0230519080008  
lilei@swsresearch.com  
刘建伟 A0230521100003  
liujw@swsresearch.com  
胡书捷 A0230524070007  
husj@swsresearch.com

## 联系人

胡书捷  
(8621)23297818×  
husj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。预计 2024-2026 年归母净利润 49.88、57.86、69.06 亿元，公司目前股价对应 PE 分别为 31、27、22 倍。2024-2025 年可比公司 PE 均值为 42、29 倍，公司的估值水平低于行业均值。公司市占率领先，具有较强的品牌效应；过去多次周期迭代，公司穿越周期实现收入利润规模的不断扩张，体现了公司优秀的管理能力。面向未来，公司在工控自动化领域的天花板较高，依然有极大的成长空间，长期来看出海将进一步打开成长天花板；新能源汽车电源和电驱业务处于高速成长阶段，未来随着竞争格局走向头部集中，公司的盈利能力将持续改善。

### 关键假设点

(1) 通用自动化与制造业景气度高度相关，顺周期属性强。行业经历了 2022 年增速降速和 2023-2024 年的下滑，已处于磨底阶段，随着政策的出台落地，2025 年需求有望迎来周期上行；公司在工控市场的市场份额仍在持续提升。预计 2024-2026 年该业务收入为 173.66、206.85、253.89 亿元；毛利率为 44%、43%、42%。

(2) 新能源汽车业务正处于快速增长阶段的成长阶段，驱动力来源于新能源汽车渗透率的提升、下游客户定点以及定点车型的放量，未来有望保持较高增速。预计 2024-2026 年新能源汽车业务收入为 163.78、242.26、312.95 亿元。

(3) 轨道交通：预计未来该业务将保持平稳增长，预计 2024-2026 年轨道交通业务收入为 5.78、6.06、6.37 亿元。

(4) 智慧电梯：该业务属于成熟型业务，未来有望保持稳健增长。我们预计 2024-2026 年的收入为 52.91、55.56、58.34 亿元；毛利率保持在 26%。

### 有别于大众的认识

市场认为公司在通用自动化领域的市占率较高，发展空间较小。我们认为工控行业长坡厚雪，品类众多，下游分散，市场广阔，公司经过 20 余年的发展，仅在部分品类和市场中占据领导地位，剩余市场仍有极大的拓展空间；出海则进一步打开空间。

市场认为新能源汽车行业竞争激烈，盈利能力难以提升。我们认为行业格局尚未稳定，未来行业将逐步向头部整车厂和大型第三方供应商集中，在产业出清后，公司未来市场份额依然有望提升，同时利润率也会回升向好。

### 股价表现的催化剂

PMI 等宏观数据超预期、订单情况超预期

### 核心假设风险

宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、定点车型销量不及预期风险。

## 目录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>1. 锐意进取不断突破，引领国内工控行业</b> | <b>7</b>  |
| 1.1 二十余年栉风沐雨，占据行业主导地位       | 7         |
| 1.2 布局四大业务板块，核心底层技术相通       | 8         |
| 1.3 各项业务多点开花，穿越周期持续成长       | 9         |
| 1.4 股权架构清晰稳定，股权激励激发活力       | 11        |
| 1.5 管理模式与时俱进，长期发展关键钥匙       | 13        |
| 1.6 全球布局成效初显，广阔市场大有可为       | 17        |
| <b>2. 工控行业长坡厚雪，国产品牌持续突围</b> | <b>19</b> |
| 2.1 周期性叠加成长性，短期有望迎来拐点       | 19        |
| 2.2 工控外资巨头林立，国产替代大势所趋       | 21        |
| 2.3 产品为基市场为矛，引领国产自动化崛起      | 23        |
| <b>3. 新能源车市场广阔，打造第二成长曲线</b> | <b>27</b> |
| 3.1 伴随行业高速发展，三电系统需求释放       | 27        |
| 3.2 耕耘产业多线布局，21 年后迎来收获期     | 30        |
| 3.3 行业格局尚未稳定，有望走向头部集中       | 31        |
| <b>4. 电梯需求相对稳定，公司保持行业领先</b> | <b>34</b> |
| 4.1 电梯行业新故相推，存量更新规模可观       | 34        |
| 4.2 国产品牌优势凸显，行业格局有望集中       | 36        |
| 4.3 并购自研多措并举，优势互补拓展市场       | 37        |
| <b>5. 轨道交通技术同源，多维度平台化发力</b> | <b>39</b> |
| <b>6. 盈利预测与估值</b>           | <b>42</b> |
| 6.1 盈利预测                    | 42        |
| 6.2 估值                      | 43        |
| <b>7. 风险提示</b>              | <b>44</b> |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程和里程碑事件 .....             | 7  |
| 图 2：公司底层技术互联互通，为技术拓展打下坚实基础 .....   | 9  |
| 图 3：公司业务拓展及营收增长情况（亿元） .....        | 9  |
| 图 4：2011-2024H1 收入变动情况 .....       | 10 |
| 图 5：2011-2024H1 利润变动情况 .....       | 10 |
| 图 6：2011-2024 年公司收入结构变化 .....      | 10 |
| 图 7：2011-2024H1 毛利率变动情况 .....      | 11 |
| 图 8：分业务毛利率情况 .....                 | 11 |
| 图 9：2011-2024H1 费用率变动情况 .....      | 11 |
| 图 10：公司的研发投入不断增加 .....             | 11 |
| 图 11：公司核心管理层经验丰富，均持有公司股份 .....     | 12 |
| 图 12：公司多年来实现多次组织结构变革 .....         | 14 |
| 图 13：公司本次变革基于企业 4A 架构 .....        | 15 |
| 图 14：公司产品开发模式 IPD2.0 版本 .....      | 16 |
| 图 15：销售和服务模式 .....                 | 16 |
| 图 16：供应链管理模式 .....                 | 17 |
| 图 17：公司的全球化布局 .....                | 18 |
| 图 18：公司海外收入持续增长 .....              | 18 |
| 图 19：工业自动化产业链上下游 .....             | 19 |
| 图 20：OEM 市场的下游行业分布（2024 上半年） ..... | 20 |
| 图 21：项目市场的下游行业分布（2024 上半年） .....   | 20 |
| 图 22：工业自动化行业的市场规模及预测 .....         | 20 |
| 图 23：通用自动化行业呈现周期性波动 .....          | 21 |
| 图 24：2017-2024Q2 工控行业季节性变动 .....   | 21 |
| 图 25：2008 年低压变频器的竞争格局 .....        | 22 |
| 图 26：2008 年伺服系统的竞争格局 .....         | 22 |
| 图 27：2023 年中国工业自动化市场的国产化进程 .....   | 22 |
| 图 28：公司各品类产品收入（2023 年，亿元） .....    | 23 |
| 图：公司与同行公司收入对比（年，亿元） .....          |    |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 30：公司在部分细分品类的市场份额 .....           | 23 |
| 图 31：公司的通用自动化产品布局 .....             | 24 |
| 图 32：公司成立后房地产行业快速发展 .....           | 25 |
| 图 33：电梯产量随着地产行业实现快速增长 .....         | 25 |
| 图 34：2007-2021 年低压变频器行业增速 8% .....  | 25 |
| 图 35：2007-2021 年伺服系统行业增速 17% .....  | 25 |
| 图 36：2008 年低压变频器下游行业分布 .....        | 26 |
| 图 37：2017 和 2023 年低压变频器下游行业分布 ..... | 26 |
| 图 38：2008 年伺服系统下游行业分布 .....         | 26 |
| 图 39：2017 和 2023 年伺服系统下游行业分布 .....  | 26 |
| 图 40：2007-2020 年通用自动化产品收入 .....     | 27 |
| 图 41：2020-2024H1 通用自动化业务 .....      | 27 |
| 图 42：新能源乘用车销量及增速 .....              | 28 |
| 图 43：国内新能源乘用车渗透率 .....              | 28 |
| 图 44：新能源商用车销量及增速 .....              | 28 |
| 图 45：国内新能源商用车渗透率 .....              | 28 |
| 图 46：新能源汽车的核心零部件 .....              | 29 |
| 图 47：新能源汽车成本构成 .....                | 29 |
| 图 48：电驱动系统装机量数据（万台） .....           | 29 |
| 图 49：公司新能源汽车业务收入（亿元） .....          | 30 |
| 图 50：新能源乘用车产品 .....                 | 30 |
| 图 51：新能源商用车产品 .....                 | 30 |
| 图 52：新能源汽车领域产品 .....                | 31 |
| 图 53：电驱系统产业链上中下游 .....              | 32 |
| 图 54：电驱领域上市公司的毛利率水平 .....           | 34 |
| 图 55：国有土地使用权出让金收入（亿元） .....         | 35 |
| 图 56：新开工房屋面积（万平方米） .....            | 35 |
| 图 57：全球著名整梯厂商 .....                 | 37 |
| 图 58：公司电梯业务一体化解决方案 .....            | 39 |
| 图 59：公司业务主要聚焦于牵引传动系统 .....          | 40 |
| 图 60：江苏经纬部分客户 .....                 | 40 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 61：全国城市轨道交通线路长度（公里） .....      | 41 |
| 图 62：全国城市轨道交通配置车辆数（辆） .....      | 41 |
|                                  |    |
| 表 1：公司的业务板块和主营产品 .....           | 8  |
| 表 2：公司的核心管理层简介 .....             | 12 |
| 表 3：公司的历次股权激励计划 .....            | 13 |
| 表 4：新能源汽车电机、电控、电驱系统的前十大供应商 ..... | 32 |
| 表 5：旧房加装电梯的相关政策梳理 .....          | 35 |
| 表 6：电梯产量需求规模测算 .....             | 36 |
| 表 7：贝思特的产品品类 .....               | 38 |
| 表 8：2020-2023 年牵引系统前五中标企业 .....  | 41 |
| 表 9：公司收入拆分表（亿元，%） .....          | 43 |
| 表 10：公司估值 .....                  | 44 |

# 1. 锐意进取不断突破，引领国内工控行业

## 1.1 二十余年栉风沐雨，占据行业主导地位

二十余年栉风沐雨，公司业务规模持续扩张，占据国内工控市场领导地位。公司成立于2003年，以变频器技术为起点，逐渐拓宽业务范围，向工控各层级做技术拓展，并且在多个领域布局。经历20余年的发展，公司已从原来单一的变频器供应商，成长为多行业、多层级、多产品的平台化技术方案解决厂商。复盘公司的发展历程，主要可分为三个阶段：

### 第一阶段（2003-2011年）：公司初创，搭地产之风，乘电梯起势

公司成立于2003年，成立初期，团队致力于变频器技术的研发和应用，并抓住中国房地产高速发展，以及电梯、变频器产品迅速推广的契机，推出了电梯一体化产品；2006-2007年公司组建专业团队进行可编程逻辑控制器（PLC）和伺服系统的研发，主打“性价比”和“定制化”，与外资厂商进行差异化竞争。2010年，公司于深交所成功上市。

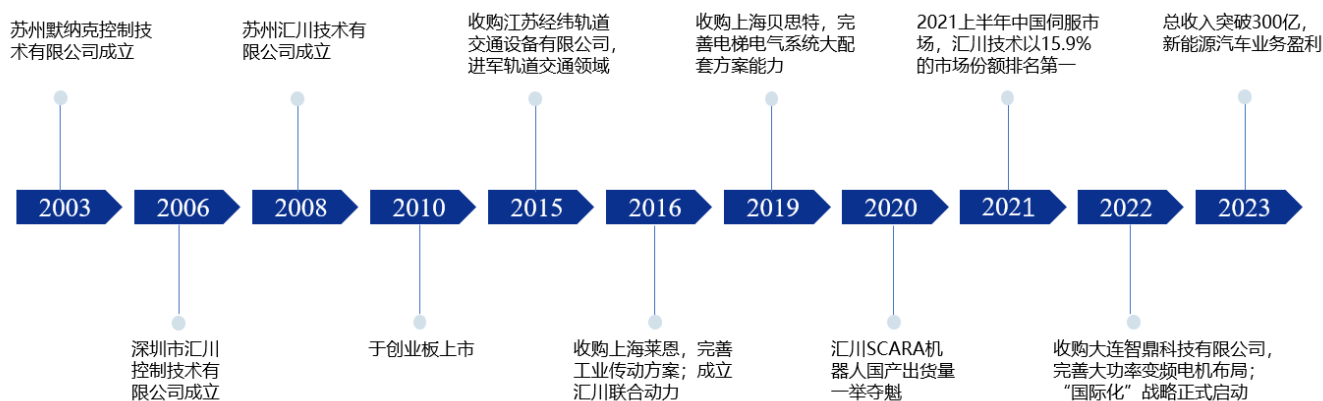
### 第二阶段（2012-2019年）：破茧成蝶，以并购为矛，破技术瓶颈

公司分别于2015年、2016年、2019年收购江苏经纬、上海莱恩、上海贝思特，先后向轨道交通牵引系统、工业传动解决方案、电梯电气系统等方向进行业务拓展；同时，公司于2016年成立汇川联合动力并独立运营，负责新能源汽车零部件业务。这一阶段公司从单一产品的供应商，逐步发展为多维业务布局、多产品结构的综合性技术服务供应商。

### 第三阶段（2020年至今）：多维布局，平台化发展，为“智造”赋能

在国内“新三样”产业快速崛起的背景下，公司抓住新兴行业机遇，抢占先机，快速提高了市场份额和行业知名度。同时，由于疫情冲击叠加国际贸易摩擦等背景，外资产品交付时间长、价格高，叠加国内全产业链自主可控的需求使得工控产品迎来国产替代大潮，公司PLC、伺服、机器人产品销售放量增长。面向未来，公司各项业务仍有极大发展空间，同时国际化、数字化和能源管理有望打造新的成长曲线。

图 1：公司发展历程和里程碑事件



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 布局四大业务板块，核心底层技术相通

公司业务主要覆盖通用自动化，智慧电梯，新能源汽车和轨道交通四大业务模块，围绕信息层，控制层，驱动层，执行层，传感层五大层次：

- 1) 通用自动化业务：主要为满足设备、产线、工厂等相关自动化需求，提供变频器、伺服系统、PLC/HMI、高性能电机、传感器、机器视觉等工业自动化核心部件及工业机器人产品；下游行业应用广泛，包括锂电、硅晶、3C 制造、起重、空压机、机床、纺织化纤、印刷包装、塑胶、冶金、石油、化工、金属制品、电线电缆、建材、煤矿、注塑机等；
- 2) 智慧电梯业务：主要为电梯整机制造商和电梯后服务市场提供电梯控制系统（包含变频器）、人机界面、门系统、线缆线束、电梯物联网等产品及电气大配套解决方案。
- 3) 新能源汽车业务：主要是为新能源乘用车提供电驱和电源系统；
- 4) 轨道交通业务：主要为地铁、轻轨等提供牵引与控制系统解决方案和服务。

表 1：公司的业务板块和主营产品

|       | 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、硅晶、空压机、纺织、机床、 |
|       | 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              | 注塑机、起重、风电、金属制品、电线电缆、   |
|       | 执行层        | 电机、气动产品                                 | 纺织、印刷包装、塑胶、机械手、LED、食品、 |
|       | 传感层        | 传感器产品                                   | 冶金、建材、煤矿、化工、市政、石油等     |
|       | 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、滚珠丝杠           | 电梯、机床、纺织、电子设备等         |
| 智慧电梯  | 电梯电气系统     | 电梯一体化/变频器、人机界面、门系统、线束线缆、井道电气等           | 3C 制造、锂电、硅晶、半导体        |
| 新能源汽车 | 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 | 电梯                     |
| 轨道交通  | 牵引系统       | 牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机                    | 新能源汽车                  |
| 其他    | 其他         | 工业互联网、储能逆变器、工业电源等                       | 轨道交通                   |
|       |            |                                         | ——                     |

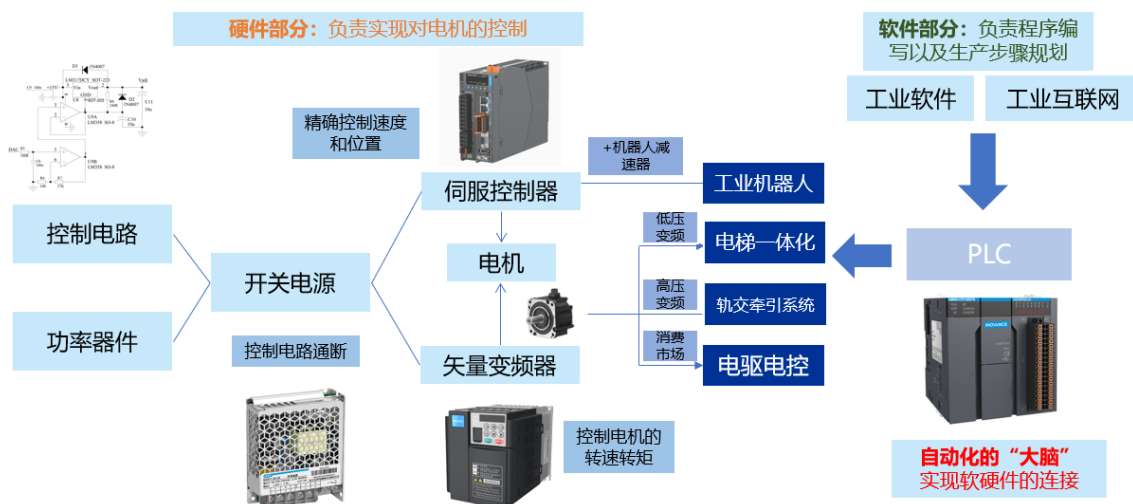
资料来源：公司公告，申万宏源研究

从技术逻辑上看，各业务条线底层技术互联互通，为技术拓展打下坚实基础。变频器的核心技术原理是通过改变交流电机的工作电压和频率来控制电机转速及转矩，以满足设备节能、工艺调速等需要。伺服系统是自动化运动控制环节的核心部件，可实现对速度、转矩与位置进行精确、快速、稳定的控制。PLC（可编程控制器）是设备自动化/产线自动化及流程工业的“大脑”，可通过数字或模拟输入/输出，控制各类的机械或生产过程。工业机器人是广泛用于工业领域的多关节机械手或多自由度的机器装置。

公司以变频器起家，进而延伸到伺服驱动器和伺服电机等更为精确的闭环控制系统，其所涉及到的具体底层技术，均来自于自动控制原理，电力电子技术，电机拖动与电机控制，通信网络等相关科目。公司在工控领域的技术积累较为深厚，技术拓展也更加水到渠成，由控制层和驱动层，向下可以延伸到执行层的工业机器人领域，向上可以延伸到信息层领域，由自动化硬件向工业软件延伸，由工业自动化向数字化延伸。

此外，公司的智慧电梯零部件、新能源汽车电源和电驱系统、轨道交通牵引系统等业务涉及的底层技术与通用自动化业务相通，均围绕着信息层，控制层，驱动层，执行层，传感层等层次；公司结合不同行业的特性，实现自动化和数字化技术的应用和拓展。

图 2：公司底层技术互联互通，为技术拓展打下坚实基础

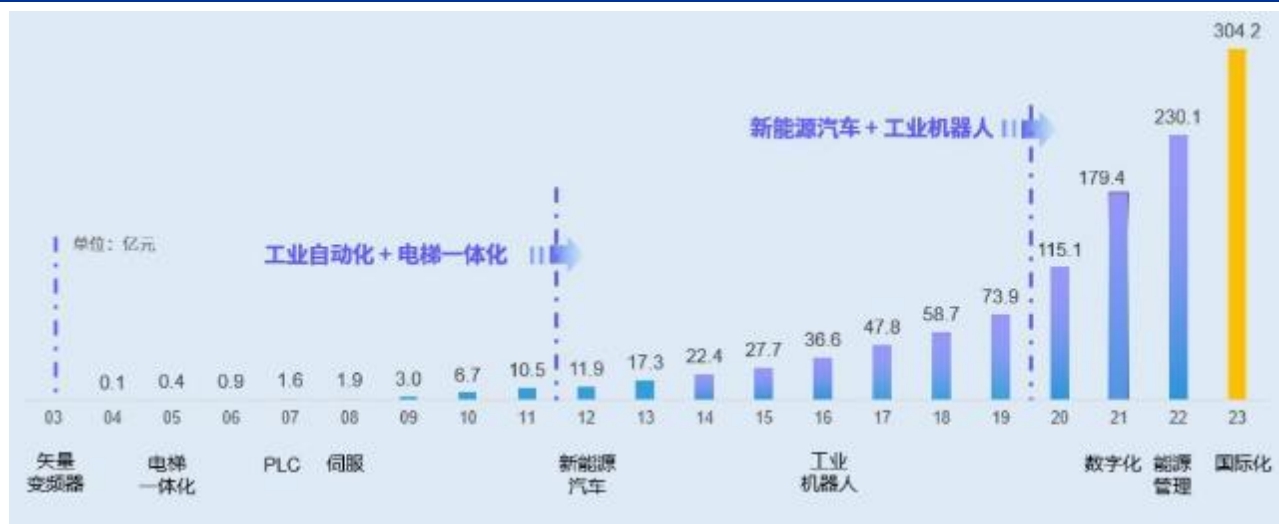


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 各项业务多点开花，穿越周期持续成长

抵御周期波动，公司营业收入长期保持中高速增长。收入端，2023 年公司实现营业收入 304.2 亿元，同比增长 32.2%，2024 年上半年公司收入 161.8 亿元，同比增长 30.0%；2011-2023 年公司收入年复合增速为 30%。利润端，2023 年公司归母净利润为 47.4 亿元，同比增长 9.8%，2024 年上半年归母净利润为 21.2 亿元，同比增长 2.0%；2011-2023 年公司归母净利润年复合增速为 22%。作为一家顺周期的制造业企业，公司收入规模一直保持正增长，证明了公司拥有抵御周期波动，保持长期稳健增长的优秀实力。

图 3：公司业务拓展及营收增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

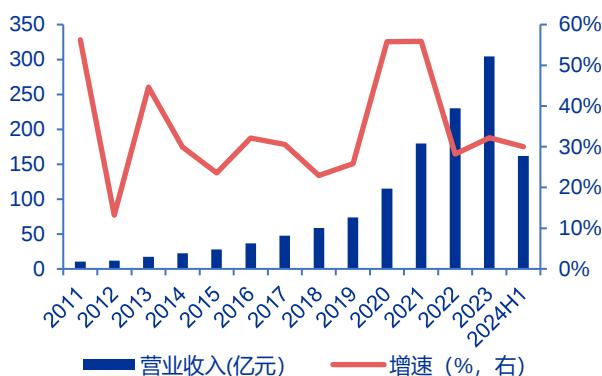
### 上市后，公司各项业务多点开花，驱动收入持续增长：

1) 第一阶段：2011-2013 年，公司上市之初业务主要聚焦于工控自动化，主要产品为变频器，其中包括通用变频器及电梯一体化及专机。公司收入增长驱动力主要来源于工控行业的扩容和需求复苏，以及国内电梯需求增长。

2) 第二阶段：2013 年 10 月伊士通并表，2014 年在政策刺激下新能源汽车销量实现高速增长，2015 年 7 月公司收购江苏经纬，新业务板块为公司收入贡献增量。2017-2018 年工控自动化行业需求回暖，其中消费电子等新兴行业拉动公司的运控类产品大幅增长；2019 年，公司收购贝思特，营业收入同比增长较快。

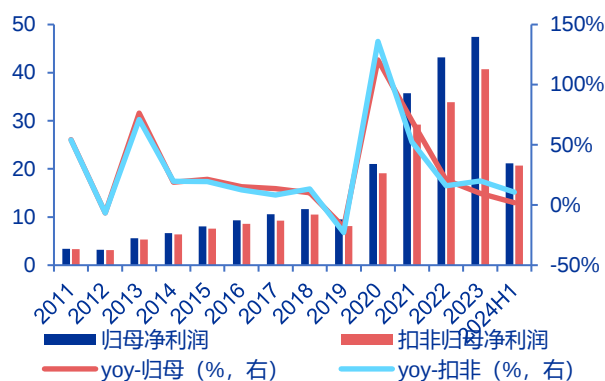
3) 第三阶段：2020-2021 年，光伏设备、半导体设备等及新能源车行业发展较快，公司抓住行业机遇及结构性机会，营收增速达到 50%以上；2022-2024 年上半年，尽管受到国内需求减弱和国内外宏观经济因素影响，公司营收依然保持较高增速，其中由于定点车型放量，公司长期布局的新能源类业务收入实现高速增长，盈利能力持续提升。

图 4：2011-2024H1 收入变动情况



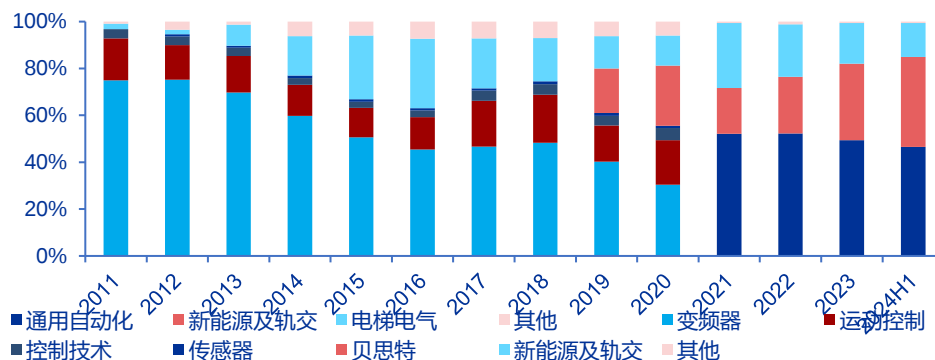
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 5：2011-2024H1 利润变动情况



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 6：2011-2024 年公司收入结构变化

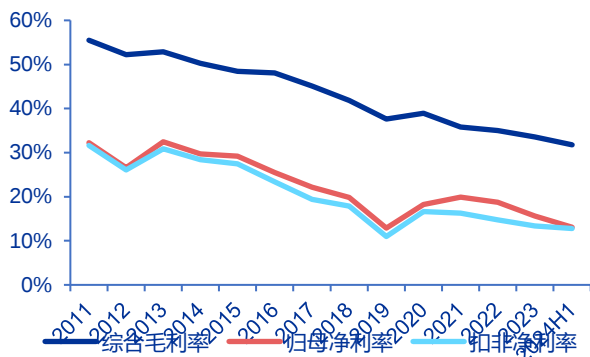


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**受新能源汽车影响毛利率下降，工控业务盈利能力稳定。**2023 年综合毛利率为 33.5%，2024 年上半年毛利率为 31.8%，近年来综合毛利率呈下降趋势，主要原因系新能源汽车业务收入增速较快，而毛利率较低。分产品类别来看，近年来通用自动化毛利率稳定在

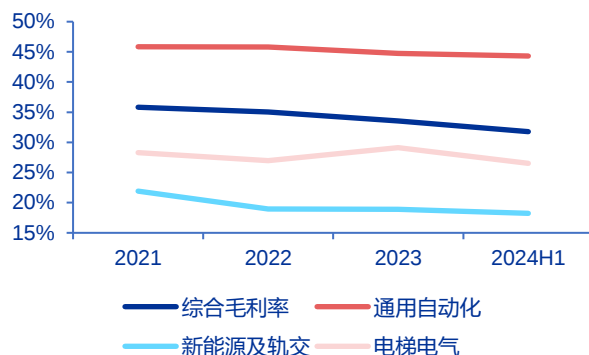
45%左右，智慧电梯业务毛利率稳定在 26%-29%之间，而新能源汽车业务毛利率约为 18%-19%，从 2011-2024 年上半年，新能源汽车及轨交业务收入占比由 2%提升至 38%。

图 7：2011-2024H1 毛利率变动情况



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 8：分业务毛利率情况

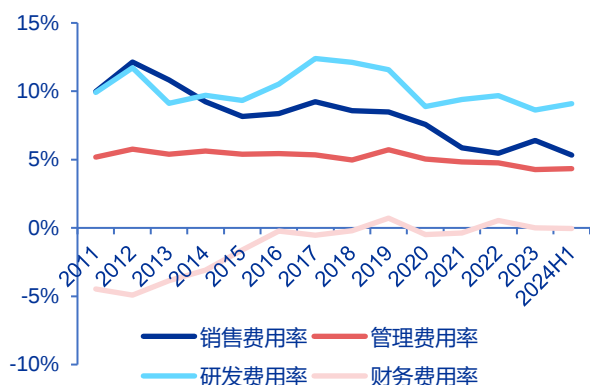


资料来源：iFind，申万宏源研究

**得益于持续变革和强化内部管理，公司费用得到了良好的管控。**2023 年公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.4%、4.3%、8.6%、0%，合计为 19.3%，近年来总体呈现下降趋势。其中，管理费用保持在 5%左右，主要系公司不断调整组织架构，提高管理效率；销售费用率显著降低，从 2011 年的 10%降低至 2023 年的 6.4%，一方面得益于新能源汽车业务收入放量，规模效应显现；一方面由于公司灵活调整销售模式，销售效率提升。

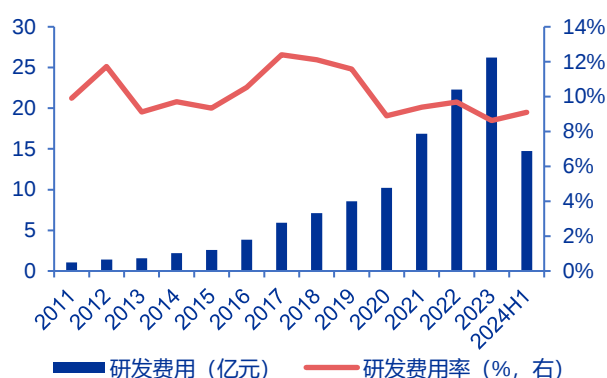
**研发费用保持在较高水平。**公司基于持续的高比例研发投入，不断提升电机与驱动控制、工业控制软件、新能源汽车电驱总成、数字化、工业机器人等方面的核心技术水平。2023 年，公司研发人员共 5482 人，研发投入达 26.24 亿元，研发费用率为 8.63%。

图 9：2011-2024H1 费用率变动情况



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 10：公司的研发投入不断增加



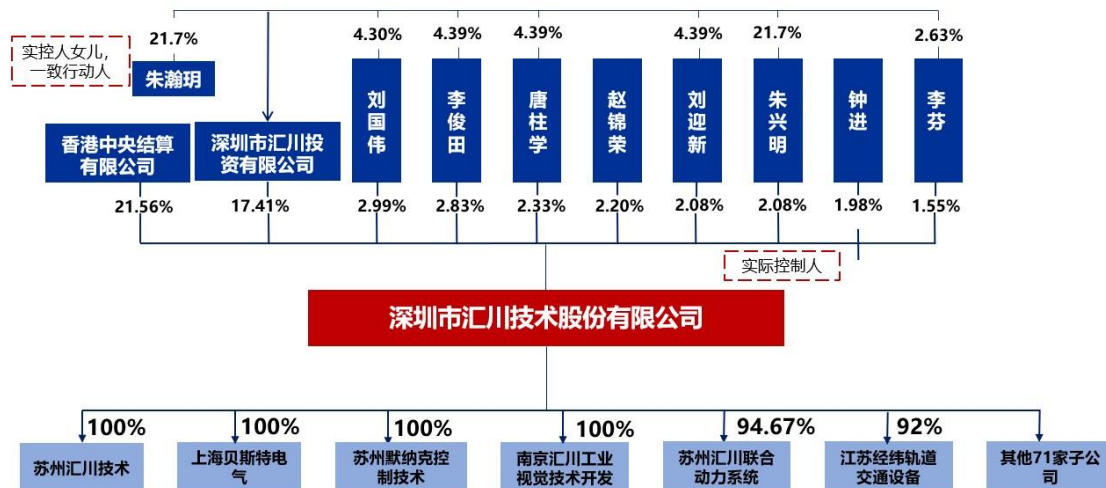
资料来源：iFind，申万宏源研究

## 1.4 股权架构清晰稳定，股权激励激发活力

**高管核心团队稳定，股权架构清晰。**公司的实控人为董事长朱兴明先生，截至 2024 年 6 月 30 日，朱总直接持股 2.08%，朱总及一致行动人共持有汇川投资 43.4%的股份，汇川投资持股 .%。香港中央结算有限公司为公司的第一大股东，持股 .%。子公

司层面，汇川技术共控股 82 家公司，子公司主要以硬件，软件，电器，电子，机器人等领域为主。公司通过并购，合资，产业投资等多种手段，不断拓展业务范围。

图 11：公司核心管理层经验丰富，均持有公司股份



资料来源：iFind，申万宏源研究

表 2：公司的核心管理层简介

| 姓名  | 职务                  | 介绍                                                                                          |
|-----|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 朱兴明 | 董事长，总裁              | 1967 年出生，东北重型机械学院硕士研究生学历。曾供职于深圳华能控制系统有限公司、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。                           |
| 李俊田 | 董事，联合动力董事长兼总经理      | 1975 年出生，西安交通大学硕士研究生学历。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。                                          |
| 周斌  | 董事、副总裁              | 1976 年出生，华中理工大学(现华中科技大学)本科学历，中欧国际工商学院 EMBA。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。分管通用自动化事业部和数字化事业部。    |
| 宋君恩 | 董事、副总裁、董事会秘书        | 1972 年出生，南京航空航天大学硕士研究生学历。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。分管董事会秘书办公室、投资发展部。                       |
| 柏子平 | 监事会主席，研发管理部总工程师、副总监 | 1963 年出生，西北电讯工程学院光电学本科学历。曾供职于中国科学院西安光学精密机械研究所、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。                       |
| 邵海波 | 副总裁                 | 1974 年出生，中国科学技术大学本科学历，同济大学工商管理专业 MBA 毕业。曾供职于江南电梯集团有限公司，苏州快速电梯有限公司。分管电梯产品事业部及子公司上海贝思特电气有限公司。 |
| 李瑞琳 | 副总裁                 | 1973 年出生，西安交通大学本科学历，北京大学工商管理硕士毕业。曾供职于华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。分管研发管理部。                        |
| 杨春禄 | 副总裁                 | 1972 年出生，中北大学本科学历。曾供职于东北机器总厂、佳能有限公司、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。分管集成供应链管理部。                      |
| 易高翔 | 副总裁                 | 1972 年出生，华中理工大学电子与信息工程系毕业，本科学历。曾供职于深圳市南航电子工业有限公司、华为电气技术有限公司和艾默生网络能源有限公司。分管流程数据与 IT 部。       |
| 刘迎新 | 财务总监                | 1970 年出生，中南财经政法大学硕士研究生学历。曾供职于湖南建设银行邵阳分行、中华财务会计咨询公司。                                         |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**股权激励常态化，激发公司内生驱动力。**截至 2024 年 8 月，公司共实施过 7 次股权激励，激励方式包括定向发行股票和给予股票期权，激励对象包括公司高管、核心技术人员等。股权激励定位于保留与激励经营台柱子，长效激励持股计划定位于保留与激励长期为公司奋斗的，同呼吸共命运的未来战略发展人才，充分调动各业务部门人员积极性，助力公司高速发展。

**表 3：公司的历次股权激励计划**

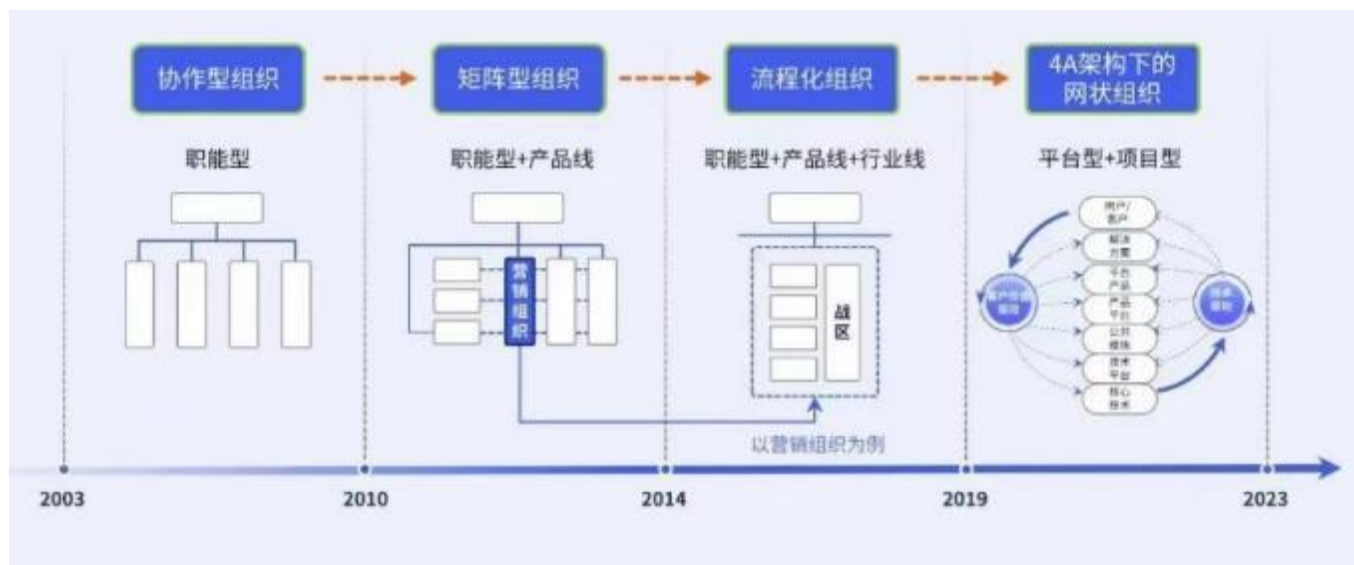
| 激励计划           | 激励对象人数     | 考核条件                                                                                                                                                                         |
|----------------|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012 年股票期权激励计划 | 227 人      | 以 2012 年为基数，2013 年净利润复合增长率至少 13%，ROE 至少 11.40%；2014 年至少 14.98%和 11.80%；2015 年至少 16.63%和 12.60%。预留部分的行权条件与 2014 年和 2015 年相同。                                                  |
| 2015 年定向发行股票   | 174 人      | 以 2014 年业绩为基准业绩考核目标逐年递增：2015 年净利润增长率至少 10%，2016 年至少 20%，2017 年至少 30%，并以扣除非经常性损益后的净利润计算。                                                                                      |
| 2016 年定向发行股票   | 644 人      | 以 2015 年业绩为基准。解除限售条件逐年递增：2016 年净利润增长率至少 10%，2017 年至少 20%，2018 年至少 35%，2019 年至少 45%。                                                                                          |
| 2019 年股票期权激励计划 | 不超过 477 人  | 行权期业绩目标递增：基于 2017 年基数，2019 年增长 19%：净利润至少 110,414.53 万元。2020 年增长 30%：净利润至少 120,617.66 万元。2021 年增长 40%：净利润至少 129,895.94 万元。                                                    |
| 2020 年定向发行股票   | 625 人      | 以 2019 年为基数，归属期业绩目标递增：2020/2021/2022/2023 营业收入增长至少 35%/60%/85%/110%。或净利润增长至少 50%/75%/100%/125%。                                                                              |
| 2022 年定向发行股票   | 不超过 865 人  | 以 2021 年为基数。归属期业绩目标逐年递增：2022 年营业收入增长至少 25%或净利润增长至少 12%；2023 年营业收入增长至少 55%或净利润增长至少 27%；2024 年营业收入增长至少 85%或净利润增长至少 46%；2025 年营业收入增长至少 115%或净利润增长至少 64%。                        |
| 2022 年股票期权激励计划 | 不超过 865 人  | 以 2021 年为基数行权期业绩目标递增：2022 年营业收入增长至少 25%或净利润增长至少 12%；2023 年至少 55%或 27%；2024 年至少 85%或 46%；2025 年至少 115%或 64%。                                                                  |
| 2024 年定向发行股票   | 不超过 1225 人 | 以 2023 年为基数，第二类限制性股票（2024-2027 年）2024/2025/2026/2027 营收增长 18%/40%/60%/85%或净利润增长 10%/25%/40%/55%。<br>第一类限制性股票（2025-2027 年）2025/2026/2027，营收增长 40%/60%/85%，或净利润增长 25%/40%/55%。 |
| 2024 年股票期权激励计划 | 不超过 1211 人 | 2024/2025/2026/2027 营收增长 18%/40%/60%/85%或净利润增长 10%/25%/40%/55%。                                                                                                              |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.5 管理模式与时俱进，长期发展关键钥匙

**与时俱进的管理模式，是公司实现长期持续发展的关键。**自 2003 年公司成立以来，外部的宏观环境、竞争环境以及公司自身的业务规模、经营情况持续发生变化。为了提高管理效率和人均效能，突破发展的“瓶颈”，公司共组织了四次组织变革，不断发现和解决组织架构的问题，进而实现可持续的高质量发展。

图 12：公司多年来实现多次组织结构变革



资料来源：公司公告，公司年度演讲，申万宏源研究

**第一阶段（2003-2010 年）：**成立初期，公司产品线较为集中，主要业务为变频器和控制系统等产品。管理架构上，公司采用了**职能部门为主，子公司为辅的塔式结构**，主要要素为“管理者、被管理者、事”，便于直接进行管理，结构较为清晰简单。销售模式上，早期公司利用成本优势，进行单产品的“进口替代”，后续逐渐转变为技术营销，追求其他竞争优势。

**第二阶段（2010-2014 年）：**2010 年深交所创业板上市，资本大量注入后，公司业务范围和份额迅速扩张。简单的塔式结构难以满足其大规模扩张，因此公司进行了第一次组织架构的调整。

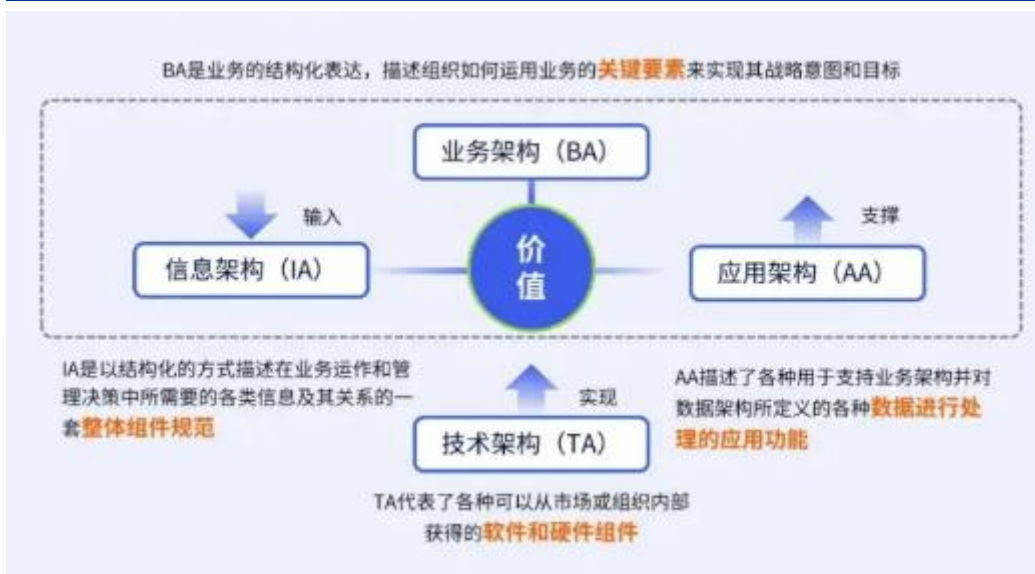
自 2010 年起，公司采用了**产品线+职能组织的弱矩阵型结构**，替代了之前的协作型结构。其优点在于业务和职能部门的交错，使企业内部高度融合，并且可以和客户达成高效率的信息共享。但由于这种结构使得企业内部难以协调，每个节点难以管理，因此公司逐步制定了一系列公司治理制度和细则，包括公司内部重大规章制度、业务部门制度及对子公司管理的制度，形成了较为完善的公司管理制度。销售模式上，公司主要采取了行业营销的方式，即为客户提供解决方案而不是简单的产品组合。

**第三阶段（2014-2019 年）：**随着公司规模不断扩大，公司经营模式和人员效率面临管理上的难题。因此从 2014 年开始，公司从矩阵式组织逐步转型为流程化组织。研发方面，2016 年初公司成立了创新管理委员会，负责管理创新工作。销售模式上，公司将营销组织变成区域加行业线的模式；2017 年公司从行业营销逐步过渡到了产业链营销，即通过细分市场、关注全产业链上下游、和大体量等模式进行发展。2018 年制定了品牌战略，并对采购体系进行了变革，采取了物料族管理模式。IT 管理方面，公司提高了产品设计生产的流程化、规范化和自动化水平。此外，公司成立了汇川大学，对人员进行培训和选拔。

**第四阶段（2019 年-至今）：**2019 年，公司启动一系列变革项目，重构流程体系。2020 年公司对整体价值观描述进一步升级，将客户摆在第一位，员工摆在第二位，实现了“以

贡献者为本”的价值分配。2022年初，公司提出“跨步国际化”的新战略，开始加快海外业务布局，并确定了在销售、服务、研发、供应链等全方面落地“国际本土化”的思路；组织架构上，公司开始向平台加项目型的网状组织架构转型，这一变革基于企业的4A架构，将变革从业务和IT思维转向数据思维；同年年底，公司成立了可持续发展委员会，为业务的持续发展奠定基础。2023年作为公司的人文认知年，构建了面向业务作战的人力资源体系业务架构及以作战单元为核心的“三中心+两平台”人力资源管理架构。

图 13：公司本次变革基于企业 4A 架构



资料来源：公司公告，公司年度演讲，申万宏源研究

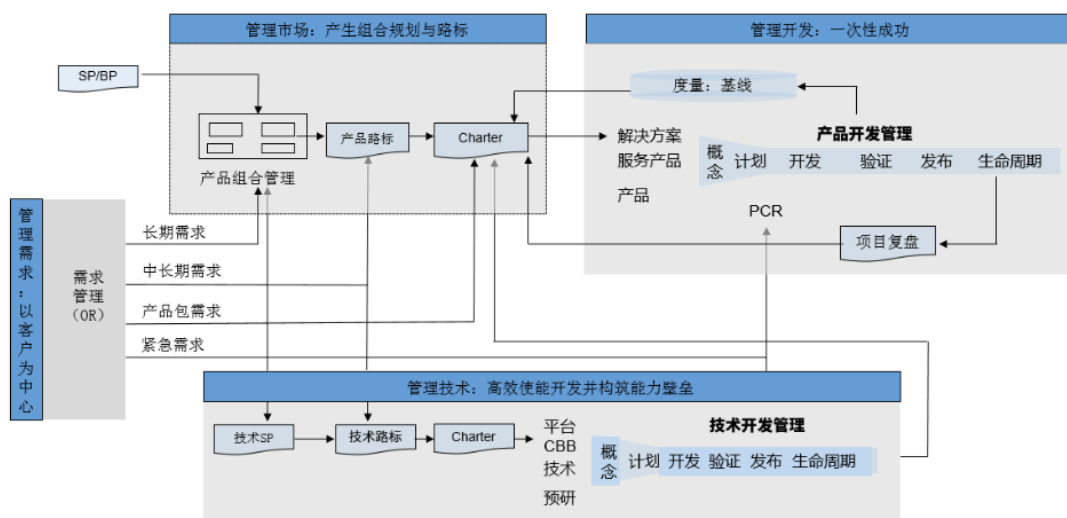
研发方面，公司以客户为导向，标准化与非标准化产品并驾齐驱，IPD 模式使得公司的研发更贴近市场且更高效。

公司产品包括标准化产品与非标准化定制产品，产品开发采用基于 IPD (Integrated Product Development) 的集成开发模式，即根据宏观行业分析、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。

IPD 流程包括需求管理、市场管理（产品组合管理、路标规划和 Charter 管理）、技术管理、产品开发管理（概念阶段、计划阶段、开发阶段、验证阶段、产品发布以及产品生命周期管理），在产品开发流程中坚持 TOP 客户价值需求导向、产品平台化导向、基于平台产品的客户定制化导向。

**公司研发涵盖“技术研究、平台产品开发、定制化产品开发”：**1) 通过技术研究和预研，跟进国际领先技术，补齐关键技术短板，并对关键器件进行前瞻性研究；2) 通过平台产品开发，搭建高性能、高可靠性、低成本的标准化平台产品，为客户提供综合产品解决方案；3) 通过定制化产品开发，为行业客户提供创新的定制化解决方案。

图 14：公司产品开发模式 IPD2.0 版本



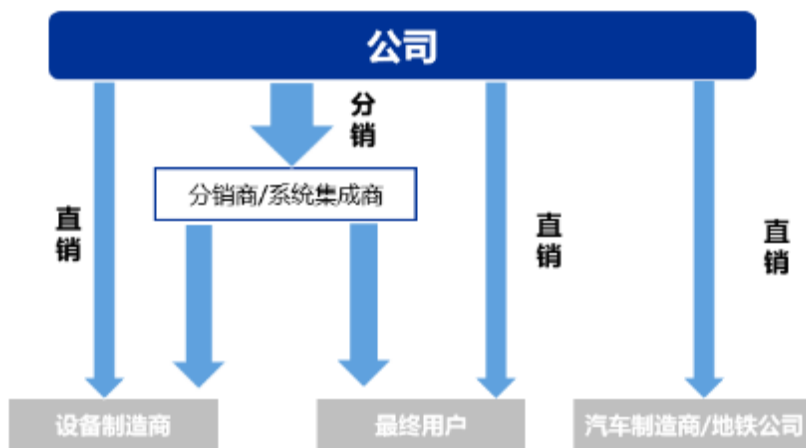
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**销售方面，公司分销为主，直销为辅，上顶下沉，贴近客户，积极提高品牌影响力。**

在工业自动化业务领域，公司在产品销售中采用业内通用的“分销为主，直销为辅”的销售模式，即通过分销商/系统集成商将产品销售给客户；对少数采购量大、产品个性化要求较高的战略客户则采取直销方式，打造高端定制化产品。公司坚持“分销但贴近客户”的原则：走分销可以最大限度的利用市场资源，而贴近客户则可以快速响应市场需求，以达到不断开拓中小客户，疏通单点大客户的目的。同时，公司强化战区管理模式，落地“上顶下沉”的市场策略，以“行业+战区”协同作战方式，充分发挥销售平台优势。加强区域销售体系建设工作，积极落实“下沉”的市场策略，使得通用区域销售订单实现快速增长。在新能源汽车、轨道交通领域，由于客户较为集中，公司的销售方式主要为直销模式。

近年来，公司积极加强渠道体系和生态的建设工作，不断吸纳新的优质代理商。此外，公司还开展了“千巡计划”品牌宣传活动，在全国各地共计开展了 42 场交流会，对公司的发展战略、核心技术、产品和解决方案等内容进行宣传，进而提升公司品牌影响力。

图 15：销售和服务模式

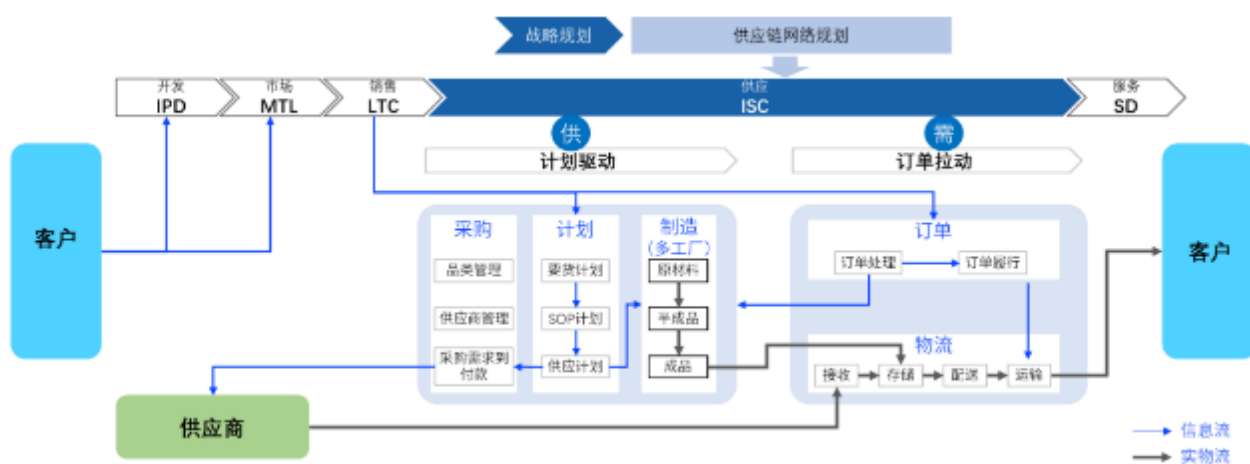


资料来源：公司公告，申万宏源研究

供应链方面，公司采用三维管理模式，助力打造全流程低成本高品质供应链。

公司基于质量管理、交付管理、成本管理的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。公司建立了以计划、采购、制造、物流、质量、过程设计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。结合产品特点、客户差异化的交付要求，设计了以计划驱动资源准备，订单拉动生产制造的多层次、多结构的推拉结合供应模式。随着公司集团化业务快速提升，公司致力于整合、优化各分子公司的采购业务体系，建立高效、规范的采购业务平台，并与国内外优秀合作伙伴建立中长期战略合作伙伴关系。

图 16：供应链管理模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.6 全球布局成效初显，广阔市场大有可为

2022 年初，公司正式开启国际化战略，加快全球业务布局。公司围绕东亚、东南亚、印度、中东北非、欧洲、美洲等区域，通过“GLOBALLOCAL”（国际本土化）的模式，在销售与服务、研发、供应链等方面全方位走向国际化。

**公司海外策略清晰，采取“行业线出海”与“借船出海”两个方向。**①行业线出海，即复制公司在国内与外资品牌的竞争优势行业线出海，在当地推广多产品解决方案；②借船出海，即随着中国制造业厂商海外建厂和 OEM 厂商出海，将产品销往海外。

**海外布局动作迅速，销售和服务体系日益完善。**截至 2023 年年末：①公司海外团队超过 400 人，已在全球设立 18 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；②海外分销商超过百家，分布于东南亚、东亚、欧洲、印度、中东北非、美洲等地区；③落地了 16 个联保中心、4 个备件中心和 2 个维修中心服务平台，部署了近 50 人的专业服务团队，可覆盖全球 20 多个国家和地区的服务需求。2024 年上半年，又新设 2 家子公司及办事处，在泰国新建汇川联合动力工厂，新落地 10 家联保中心。

图 17：公司的全球化布局

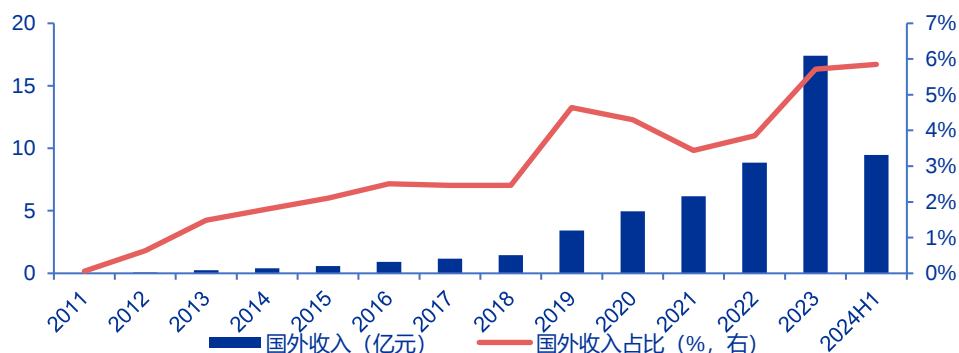


资料来源：公司公众号，申万宏源研究

**公司持续加强投入品牌建设、产品认证和性能提升，提升公司国际影响力。**2023 年，公司密集参加了法国全球工业展、德国国际汽车及智慧出行博览会等 19 个国际性展会，提升公司在全球范围的知名度；通过了多个海外本土认证，获得了当地市场的准入，其中包括工业机器人产品 SGS 北美认证标识（SGSNAListedMark）、伺服驱动器产品德国 TÜV 莱茵功能安全证书、变频器产品韩国 Emark 认证等。工控行业注重产品质量和品牌，市场拓展需做好充分的准备，这些工作将为公司的产品推广打下坚实基础。

**战略上布局长远，战术上有章可循，目前海外布局已初见成效。**2024 年上半年在印度、韩国、东南亚等市场，公司持续在电梯、注塑机、手机 3C、车用空调、物流、测试台、纺织等行业获得批量订单，在陶瓷、风电、港口、水泥、印包等行业建立了样板点；在欧洲市场，与测试台、纺织、空调与制冷、注塑机等行业全球 TOP 客户建立了良好的合作关系，部分项目已获得批量订单。2023 年和 2024 年上半年，公司海外收入分别为 17 亿元、9.5 亿元，同比增长 90%、17%，占收入比重 5.7%、6%。

图 18：公司海外收入持续增长



资料来源：iFind，申万宏源研究

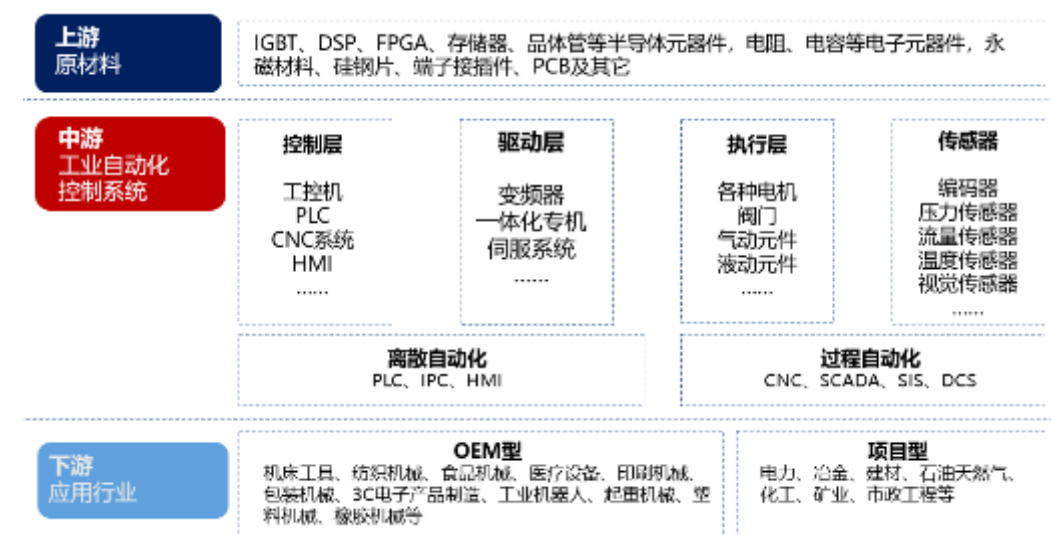
## 2. 工控行业长坡厚雪，国产品牌持续突围

### 2.1 周期性叠加成长性，短期有望迎来拐点

工业自动化是指利用计算机软件，电子系统，机械技术等各种手段对于工业生产过程进行控制和管理，在减少或消除人为干预的情况下完成高效，安全的生产，同时实现降本增效，过程可控。随着制造业的自动化水平不断提升，工业自动化逐渐成为制造业的核心环节。

工业自动化行业产品可以分为控制层，驱动层，执行层和传感层等几大层次。控制层包括 PLC、数控系统、IPC/单片机、DCS、HMI 和工业软件等，驱动层包括伺服驱动、变频器、软启动器、直流驱动和工业转化器等；执行层包括伺服电机、交流电机、减速器、接触器和调节阀等；反馈层包括传感器、过程仪表和检测仪器等。

图 19：工业自动化产业链上下游



资料来源：公司公告，申万宏源研究

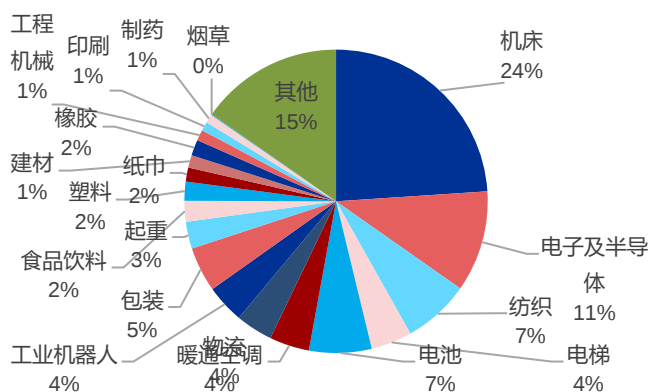
工业自动化行业下游行业极为分散，几乎涵盖了国民经济的所有行业领域。

按下游行业分类，可分为 OEM 型市场与项目型市场：1) 原始设备制造商，也称 OEM，服务于标准化、批量生产的机械市场，客户是设备生产商，下游包括纺织机械、包装机械、起重机械、食品机械、塑料机械、橡胶机械、机床工具、电梯、印刷机械、暖通空调、电子设备制造业、风电、太阳能、造纸机械、交通运输工具、建筑机械、矿用机械、电源设备等。2) 项目型市场即 EU 市场，直接面向最终用户，项目需要通过内部立项、招标采购建设，以系统集成、行业定制为主，一般周期较长，下游主要包括冶金、化工、电力、汽车、石化石油、市政、建材、公共设施造纸、矿业等。

按照控制方式分类，还可以分为离散自动化（Discrete Automation）和流程自动化（Progress Automation）。从控制量上看：1) 离散自动化控制的是离散量，比如传感器位置信号，更侧重于精准，控制方法常采用组合逻辑和时序逻辑以及步序控制相结合，

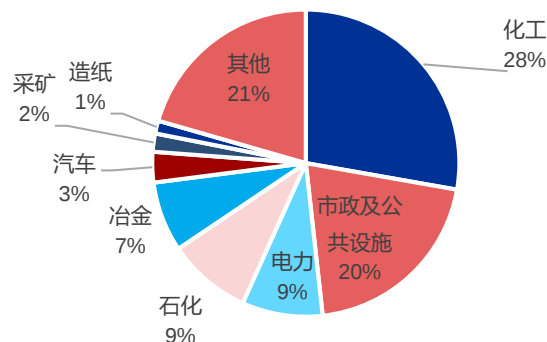
同时也通过执行原件的特性（变频的矢量控制、伺服的插补控制等）来完成精准控制，控制对象包括伺服电机等，主要应用于工业机器人，机床等通用自动化设备和 OEM 市场。2）流程自动化控制的是连续变量，侧重于安全性和稳定性，通过测量温度、压力、液位、流量、PH 值等模拟量数值，再去控制阀门的开度，从而完成控制流程中动态参数最优化；由于模拟量较多，控制回路较多，关系控制较复杂，多任务执行时数据需要历史存储和工艺画面操作，所以 PA 领域多数使用 DCS 系统和大中型 PLC 系统以及组态软件和实时数据库等技术。PA 主要服务于冶金，化工等行业。

图 20：OEM 市场的下游行业分布（2024 上半年）



资料来源：睿工业，申万宏源研究

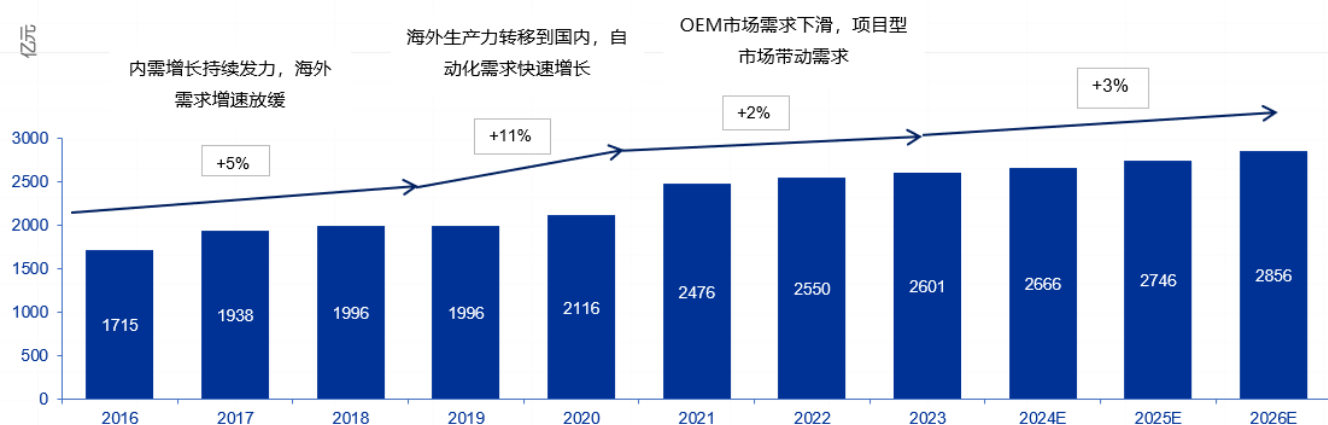
图 21：项目市场的下游行业分布（2024 上半年）



资料来源：睿工业，申万宏源研究

长期来看，随着制造业自动化和智能化水平的提升，工业自动化行业具有长期成长性，自动化设备渗透率有望保持增长趋势。根据格物致胜咨询统计，2023 年工业自动化的市场规模为 2601 亿元，未来三年有望实现 3% 的年复合增速。

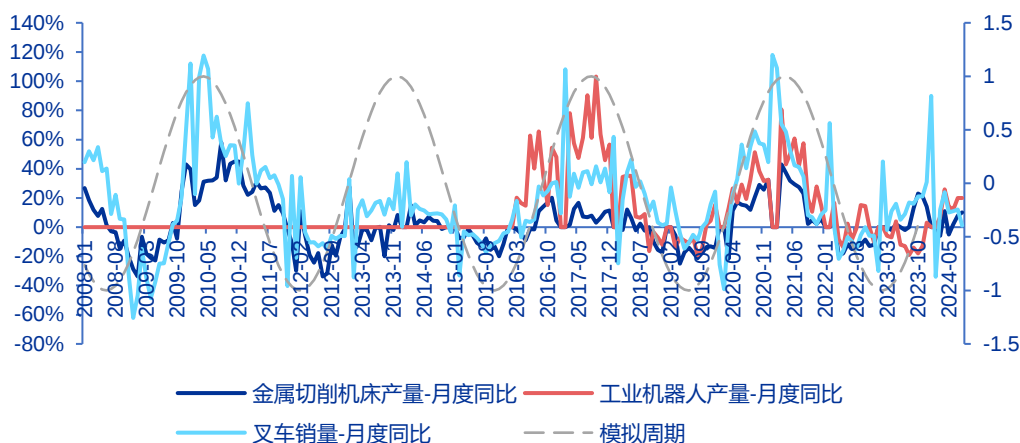
图 22：工业自动化行业的市场规模及预测



资料来源：格物致胜咨询，申万宏源研究

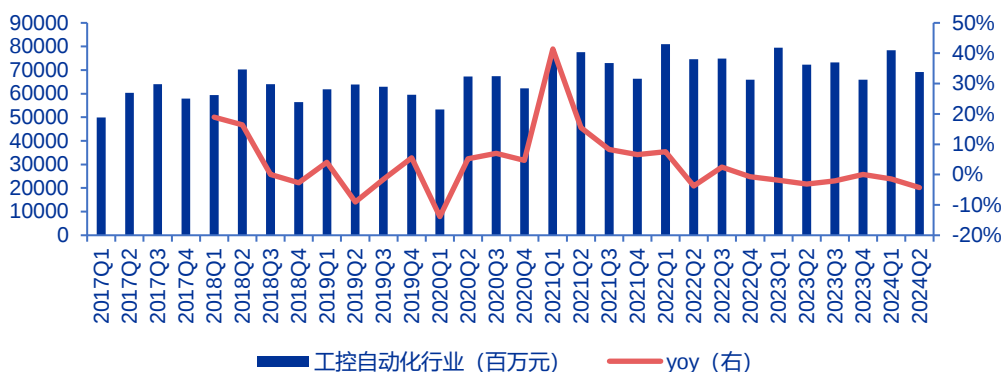
短期来看，工业自动化的下游行业广泛，市场需求随宏观环境呈现周期性波动，复盘历史按图索骥，行业周期一般为 3-4 年，也称为“库存周期”。自 2021 年达到高点后行业增速放缓。从历史规律来看，目前处于库存周期中从被动去库存到主动补库存的过渡阶段，库存位置较低，但何时以及能否迎来更加强势的补库，需等待政策的逐步落地。

图 23：通用自动化行业呈现周期性波动



资料来源：iFind，国家统计局，申万宏源研究

图 24：2017-2024Q2 工控行业季节性变动

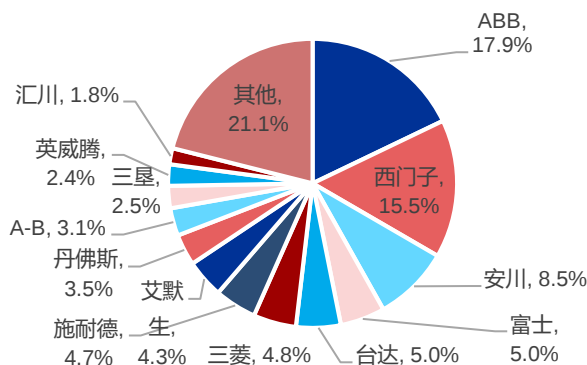


资料来源：睿工业，申万宏源研究

## 2.2 工控外资巨头林立，国产替代大势所趋

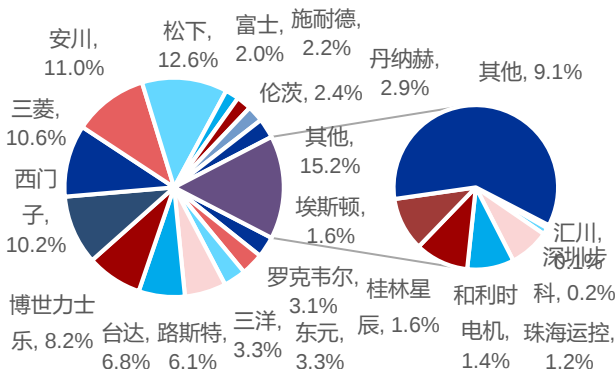
全球工业自动化行业从 20 世纪 40 年代开始发展至今，市场经过充分竞争后，形成了以西门子、ABB、安川、三菱、松下等跨国巨头主导全球工业自动化市场的格局。我国自动化行业相对发达国家较晚，外资品牌占据了市场先机，国内品牌从无到有，慢慢发展，逐步提升份额。以低压变频器和伺服系统为例，根据公司的招股说明书，2008 年低压变频器行业的国产化率为 19%，伺服系统行业的国产化率为 18%，国产化率较低。公司在低压变频器和伺服系统行业的市场份额仅为 1.8% 和 0.1%，其他产品线尚不成熟。

图 25：2008 年低压变频器的竞争格局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：2008 年伺服系统的竞争格局

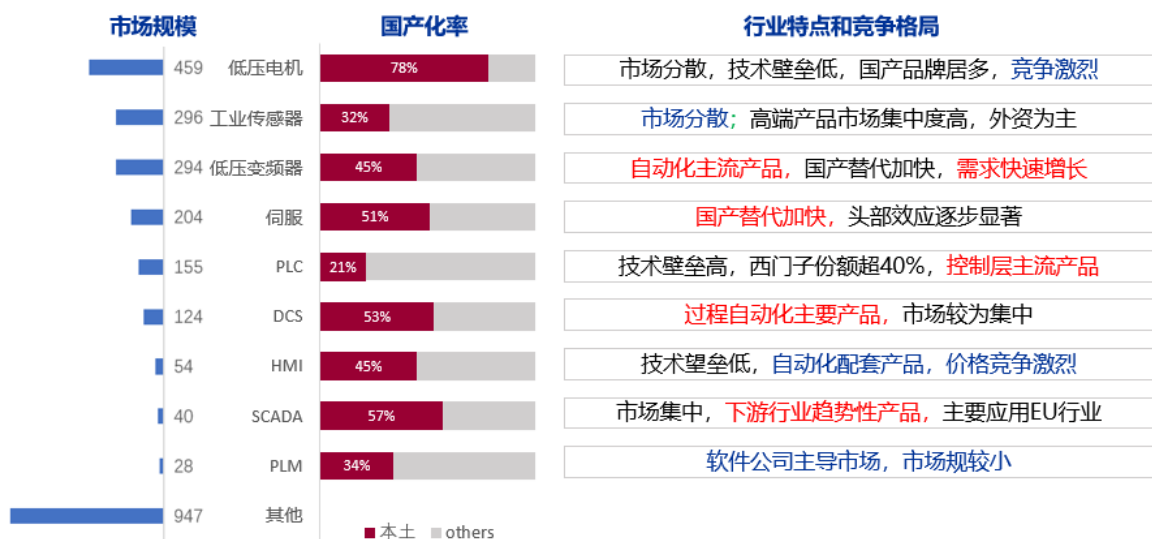


资料来源：公司公告，申万宏源研究

工控行业的壁垒在于技术、品牌、销售渠道、生态等多个方面，综合要求高，国产品牌在外资割据的行业中取得突破具有较高难度。一方面，工控自动化涉及电力电子、微电子、自动化控制、机电一体化等多种技术，控制层和驱动层的算法具有较高难度，产品设计还需要考虑下游行业的工艺与应用环境，产品开发难度高；另一方面，工控产品是装备的核心部件，客户十分看重可靠性、稳定性、质量、技术服务等方面，轻易不会更换供应商，而国际品牌经过多年的技术和客户积累，建立了稳定的品牌地位。

经过二十余年国产品牌持续不断的发展与进步，以及国内政策的支持，国产品牌的份额得到显著提升，甚至在部分细分领域已占据一席之地。根据格物致胜咨询的数据，2023 年中国工业自动化市场中本土品牌占比已达到 46%，其中，在低压电机、SCADA、DCS、伺服等细分领域的国产化率已超过 50%。

图 27：2023 年中国工业自动化市场的国产化进程

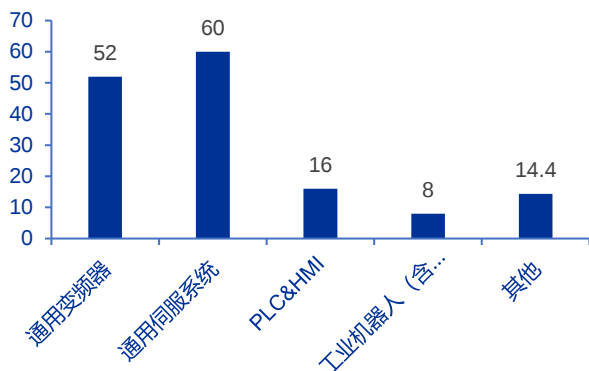


资料来源：格物致胜咨询，申万宏源研究

## 2.3 产品为基市场为矛，引领国产自动化崛起

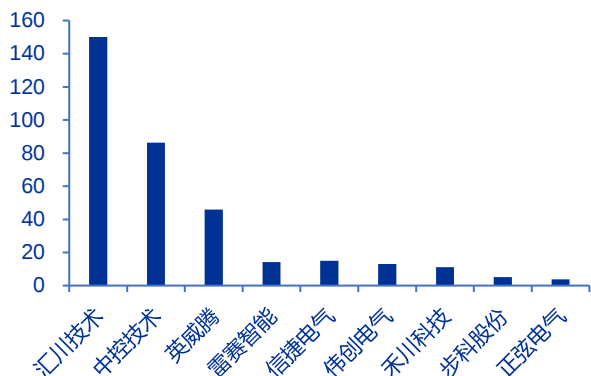
国产品牌在外资林立的市场中突出重围，而公司在国内工控行业中具有引领作用。从收入规模来看，2023 年公司通用自动化业务收入为 150.4 亿元，同比增长 24%，明显高于同行业其他公司。其中，通用变频器实现销售收入约 52 亿元，通用伺服系统实现销售收入约 60 亿元，PLC&HMI 实现销售收入约 16 亿元，工业机器人（含精密机械）实现销售收入约 8 亿元。

图 28：公司各品类产品收入（2023 年，亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

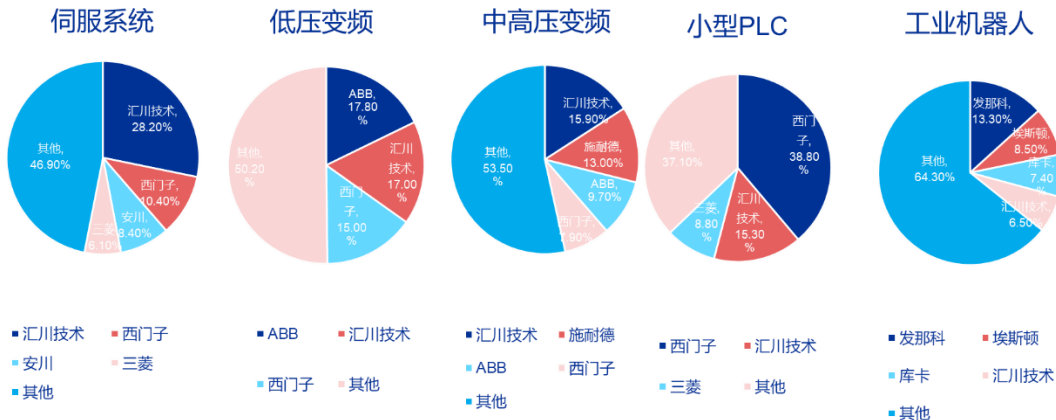
图 29：公司与同行公司收入对比（2023 年，亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究注：汇川收入口径为通用自动化业务收入，其他公司为营业收入

**从市场份额来看：**根据睿工业统计数据，2023 年公司在通用伺服系统市场的份额为 28.2%，位居第一名；在低压变频器产品（含电梯专用变频器）市场的份额约 17.0%，位居第二名，位列内资品牌第一名；在中高压变频器产品市场的份额约 15.9%，位居第一名；在小型 PLC 市场的份额约 15.3%，位居第二名，位列内资品牌第一名；工业机器人销量的份额约 6.5%，位居第四名，其中 SCARA 机器人销量的份额约 20.8%，位居第一名。

图 30：公司在部分细分品类的市场份额



资料来源：公司公告，睿工业，申万宏源研究

从产品布局来看，公司在工业自动化领域的产品基本完善，产品主要包括变频器、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 31：公司的通用自动化产品布局



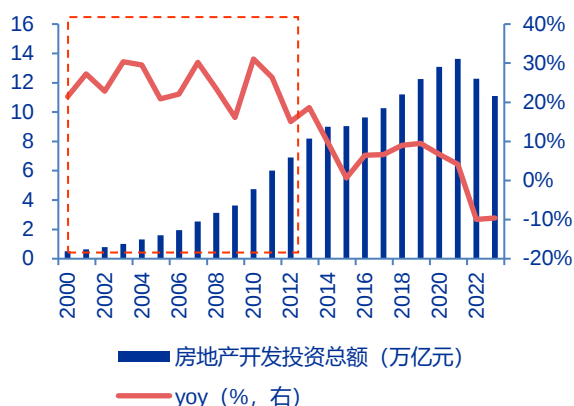
资料来源：公司公告，申万宏源研究

复盘公司在工控自动化领域的布局历程，我们认为，公司在外资割据的环境下突出重围，主要是把握住了赛道、技术、市场三个方面：

在地产行业快速发展的阶段，公司选择了**电梯行业低压变频器和专机赛道**进行深耕，实现了早期的业绩快速增长。根据国家统计局数据，2000-2011 年我国房地产行业开发投资额从 0.5 万亿增长至 6 万亿，年复合增速 23%；同期国内电梯产量从 3.75 万台增加至 45.7 万台，年复合增速 23%。根据公司招股书数据，到 2008 年，低压变频器中电梯行业占比 9%，在各个下游占比中排列第二。

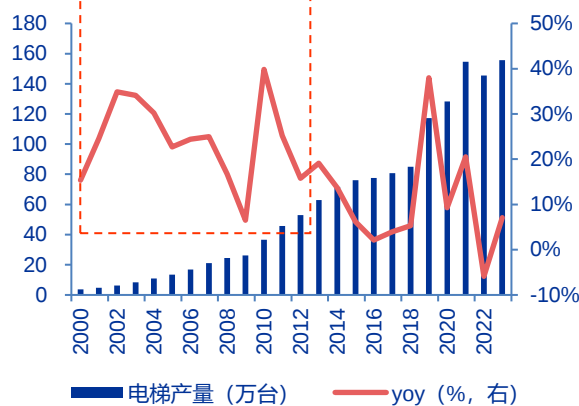
公司成立之初则致力于**开发高性能矢量变频器**，2004 年公司研制出具有自主知识产权的 MD300/MD320 系列的矢量变频器，并结合不同行业的特殊要求推出行业一体化及专机。公司成立苏州默纳克，搭建电梯一体化控制器技术的研发团队，**突破电梯驱控一体技术**，2005 年首创推出 NICE 系列异步电机电梯一体化控制器，取得良好的业绩；2006 年公司**突破同步电机矢量控制技术**，推出 NICE-IP 系列同步电机电梯一体化控制器。

图 32：公司成立后房地产行业快速发展



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 33：电梯产量随着地产行业实现快速增长

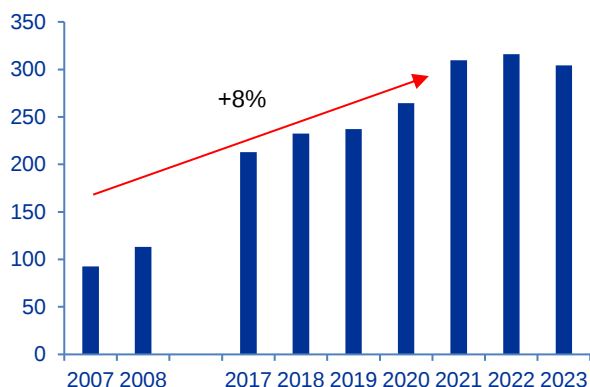


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

在产品策略上，公司利用差异化竞争策略，提供个性化需求产品和本土化服务，抢占国际品牌的份额。随着国内制造业的不断升级，客户对个性化产品的需求增长，但国际品牌研发机构多在海外，研发成本高，习惯提供标准化产品，因此对个性化需求响应速度较慢。公司通过提供专机或一体化产品、行业解决方案拓展客户，有效抢占国际品牌的市场；此外，公司相比国际品牌，在售后服务、交付速度、快速响应、售前技术交流方面具有本土化的服务优势。

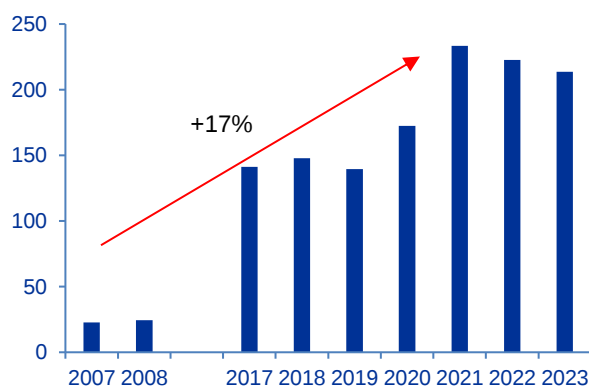
伴随着中国制造业的发展和产业升级，工业自动化行业实现了快速增长。根据睿工业数据，从2002年至2022年，工业自动化市场的复合年增长率（CAGR）超过了15%。其中，低压变频器的市场规模从2007年的92.6亿元增长至2021年的309.5亿元，年复合增速为8%。伺服系统应用于精度更高的行业，随着制造业要求的提高，伺服系统的渗透率快速提升，2007-2021年从22.7亿元增长至233.3亿元，年复合增速达17%。

图 34：2007-2021 年低压变频器行业增速 8%



资料来源：睿工业，申万宏源研究

图 35：2007-2021 年伺服系统行业增速 17%

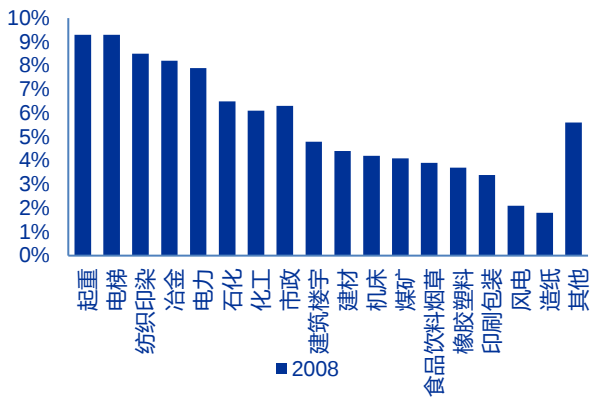


资料来源：睿工业，申万宏源研究

随着新兴产业的蓬勃发展，工控下游行业分布从集中走向分散，行业结构发生显著变化，新兴行业占比提升。2008年低压变频器行业中，起重、电梯、纺织、冶金、电力为前五大行业，合计占比%，前十大行业合计占比%；到年，电梯、起重、物流、纺织、冶金为前五大行业，合计占比31%，前十大行业占比51%。从伺服系统的市场来看，

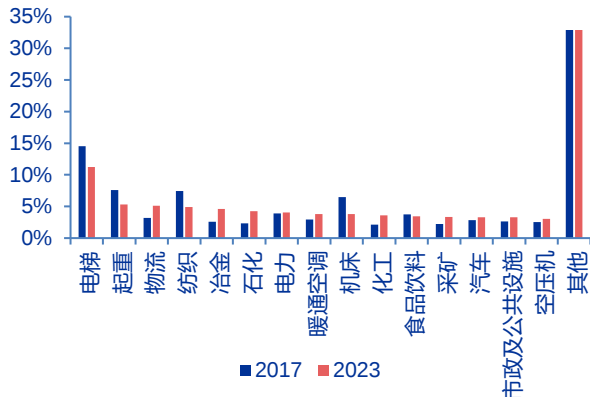
2008 年机床行业占比 37%，其次为包装、电子、纺织、塑料，前五大行业占比 73%；2023 年前五大行业为机床、电子、电池、机器人和光伏，合计占比 63%。

图 36：2008 年低压变频器下游行业分布



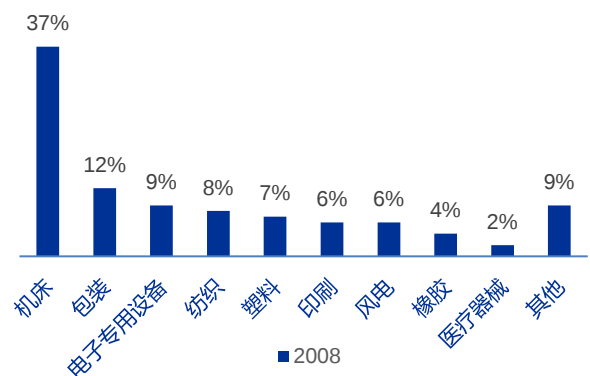
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：2017 和 2023 年低压变频器下游行业分布



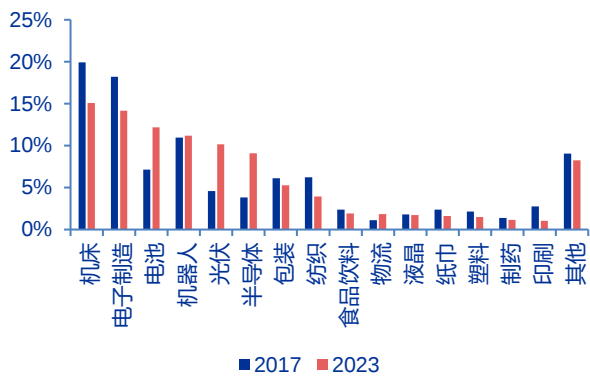
资料来源：睿工业，申万宏源研究

图 38：2008 年伺服系统下游行业分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：2017 和 2023 年伺服系统下游行业分布

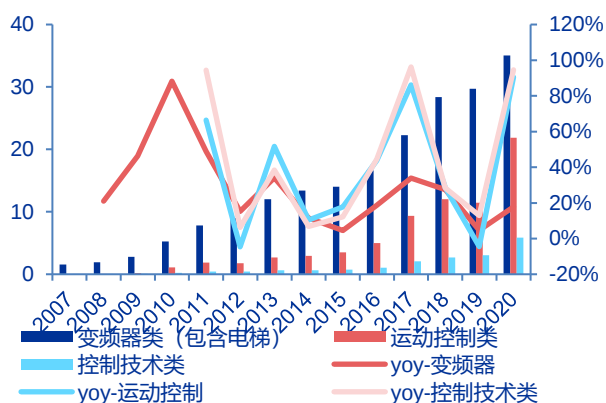


资料来源：睿工业，申万宏源研究

消费电子、新能源等新兴行业发展迅猛，相较传统行业工艺发生变化，国际品牌在传统行业中长期积累的品牌优势有所削弱，国产品牌在个性化定制、快速响应、本地化服务等方面的优势更为凸显，国内外品牌同台竞技。公司市场敏锐度高，对**电子、光伏、锂电**等新兴行业进行前瞻性布局，推出行业解决方案和专机产品，快速突破客户，使公司的收入体量和市占率持续提升。

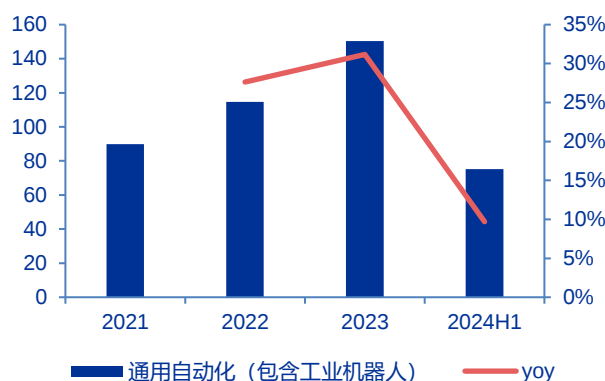
2020 年**全球供应链受到冲击**，海外生产力转移到国内，国内自动化产品的需求快速增长，叠加外资品牌供货不及时，公司抓住这一市场窗口，突破多个细分领域，收入规模迈上了新台阶。根据公司公告，2021 年公司的通用自动化收入为 89.82 亿元，同比增长 65%；2022-2023 年通用自动化行业的收入分别为 28%和 31%，显著高于行业增速。

图 40：2007-2020 年通用自动化产品收入（亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 41：2020-2024H1 通用自动化业务（亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

近两年，公司坚持提升核心技术、把握优质赛道、挖掘市场机遇，在市场需求偏弱的背景下依然实现增长，展望未来有望取得持续向上发展。

1) 技术层面，公司依然坚持 IPD 开发模式，进行“技术研究、平台产品开发、定制化产品开发”多层次研发。公司凭借 20 年的积累，形成了多产品、多层次的行业解决方案，具备了为客户提供多产品组合和行业解决方案的能力。

2) 在工业自动化市场疲软的背景下，公司继续跟踪下游行业的结构性增长机会。根据公司公告，2023 年，公司在光伏、半导体、空压机、空调制冷等十几个细分行业的订单实现较快增长；2024 年上半年，公司在工程机械、纺织、机床、注塑机、陶瓷、金属制品与线缆、食品饮料、空压机等 20 多个细分行业的订单实现较好增长。

3) 此外，公司挖掘大客户的需求，建立深度合作关系；同时渗透零散市场，采取“战区”模式，利用平台和渠道优势，促进散单市场订单快速落地，增大客户覆盖度。2024 年，公司深度跟踪国内工业客户出海潮流，梳理了上百家客户海外业务机会点，“借船出海”业务有效落地。

## 3. 新能源车市场广阔，打造第二成长曲线

### 3.1 伴随行业高速发展，三电系统需求释放

从“强力政策驱动”到“用户自主选择”，新能源汽车产业蓬勃发展。国内的新能源汽车发展大致可分为三个阶段：

1) 从 2009 年开始，中国政府推行“十城千辆”新能源车政策，开启电动车补贴政策，行业进入萌芽期，此时的新能源车主要在商用车领域。同时，从 2014 年开始，对购置新能源汽车免征车辆购置税持续至今；

2) 2016-2020 年，新能源汽车大规模进入家庭，尽管补贴退坡，但渗透率仍稳步提升，新能源车销量增长从政策补贴驱动，逐步向市场自主选择切换；

3) 2020 年以后, 欧美和日韩等加速电动化转型, 叠加新能源汽车技术进步和竞争力的增强, 中国市场高速增长, 新能源汽车产业的发展转为市场驱动。

根据中国汽车工业协会数据, 2023 年中国新能源汽车销量 950 万辆, 增长 38%, 其中新能源乘用车销量 905 万辆, 新能源商用车销量 45 万辆, 2020-2023 年新能源乘用车渗透率从 6.2% 增长至 34.7%, 新能源商用车渗透率从 1.5% 增长至 11.1%。

图 42: 新能源乘用车销量及增速



资料来源: 中汽协, 申万宏源研究

图 43: 国内新能源乘用车渗透率



资料来源: 中汽协, 申万宏源研究

图 44: 新能源商用车销量及增速



资料来源: 中汽协, 申万宏源研究

图 45: 国内新能源商用车渗透率



资料来源: 中汽协, 申万宏源研究

不同于传统燃油汽车的“发动机+变速箱”的动力系统, 新能源汽车的核心部件是“三电系统”, 包括电池总成, 电驱总成, 电源总成。其中:

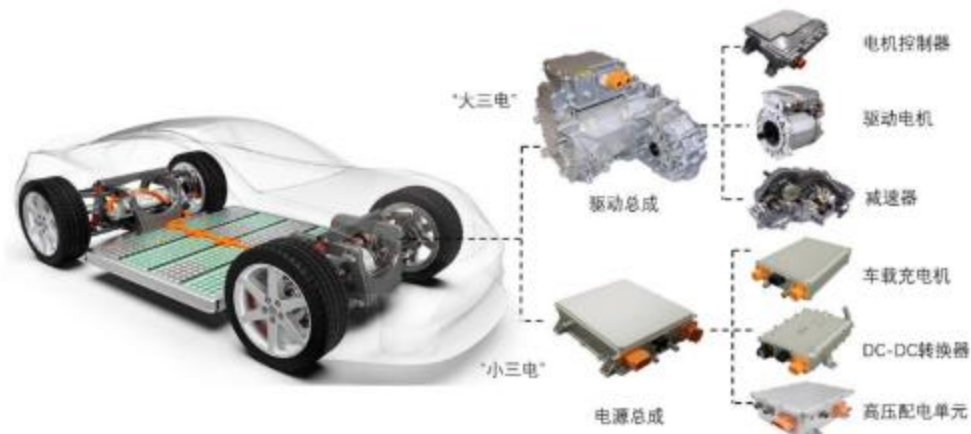
1) “电池总成”包括电池以及电池管理系统。

2) “电驱总成”, 即“大三电”, 包括驱动电机, 电机控制器, 减速器等, 主要功能为控制功率输出, 实现对驱动电机和传动系统的精准控制, “电驱系统”性能直接影响新能源汽车的性能与安全。

3) “电源总成”, 即“小三电”, 包含车载充电机 (OBC)、DC/DC 转换器和高压配电单元 (PDU) 以及其他高压部件, 其主要功能是为动力电池组充放电、电能转换及分

配。电驱动系统相比传统燃油动力系统，大幅提升了功率密度，同时大幅减少成本、体积、重量，降低了新能源整车开发和供应链管理难度。

图 46：新能源汽车的核心零部件

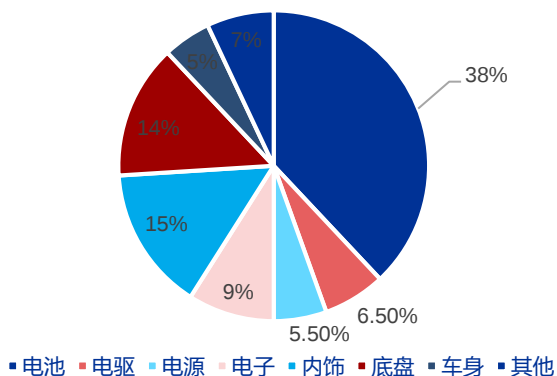


资料来源：英搏尔公告，申万宏源研究

**电驱总成是新能源汽车的心脏，提供动力的输入和输出，决定了新能源汽车的动力性能，也影响汽车的安全性，经济性和舒适性。**其具体工作原理是：驱动电机将动力电池的电能转化为旋转的机械能，提供动力来源；控制器基于功率半导体的硬件及软件设计，对驱动电机的工作状态进行实时控制，并持续丰富其他控制功能；传动装置通过齿轮组降低输出转速提高输出扭矩，以保证电驱动系统持续运行在高效区间。

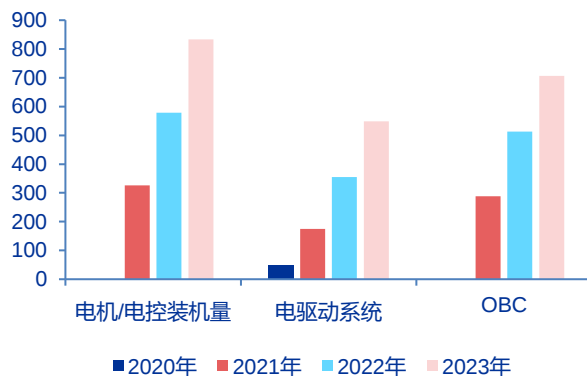
**随着新能源汽车销量高速增长，电驱动系统行业实现快速发展。**根据高工锂电的统计，电控和电机分别占新能源汽车总成本的 6.5%和 5.5%。根据 NE 时代统计，2023 年新能源乘用车电机累计搭载量为 830 万套，同比增长 44%；新能源乘用车三合一及多合一电驱动系统搭载量为 545.4 万套，同比增长 51%，占到总配套量的 65.5%。

图 47：新能源汽车成本构成



资料来源：高工锂电，申万宏源研究

图 48：电驱动系统装机量数据（万台）

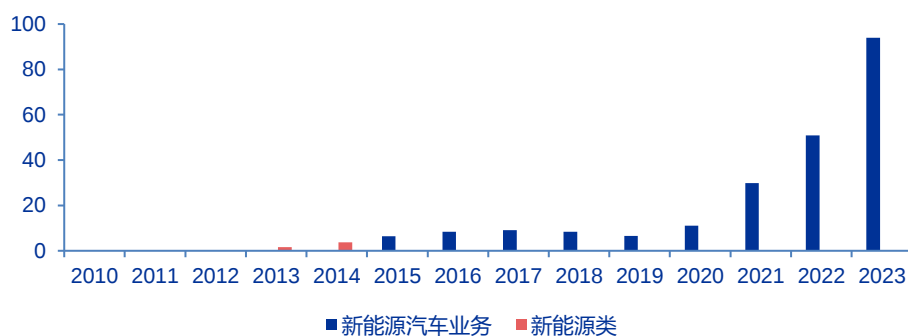


资料来源：NE 时代新能源，申万宏源研究

### 3.2 耕耘产业多线布局，21 年后迎来收获期

公司布局新能源汽车行业已有 15 年, 为新能源乘用车和商用车提供电驱动系统、电机、电控等系列产品。2009 年公司开始组建新能源技术团队, 将驱动技术、电机技术向新能源行业渗透; 2009 年 10 月推出电动汽车驱动器, 在 5 家客户端实验成功; 2010 年推出一款新能源电动汽车电机控制器, 在 3-4 家汽车厂小批量应用, 并在多家汽车厂成功试机; 2016 年正式成立苏州汇川联合动力系统股份有限公司, 开始独立运营新能源汽车业务; 2017 年起开发国产化 HSM 电机及乘用车用 DC/DC, 2018 年获得主流乘用车企定点, 2017-2019 年受新能源车补贴政策调整及行业竞争加剧等影响, 收入大幅下滑, 但公司已搭建起完善的技术和产品平台, 为未来发展奠定基础; 2021 年以后, 随着战略客户的定点和 SOP 放量, 公司电机、电控和电驱动系统的装机量和收入进入高速增长阶段。

图 49: 公司新能源汽车业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究 2010-2014 年新能源类口径包含其他新能源类产品收入

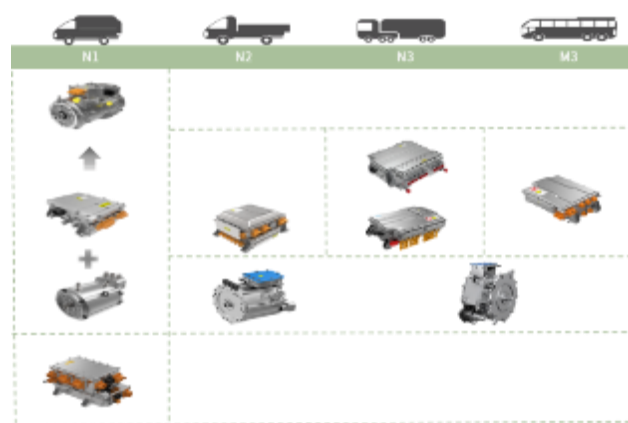
公司主要产品包括: 电驱系统 (电机、电机控制器、电驱总成) 和电源系统 (DC/DC、OBC、电源总成)。1) 电驱系统, 包括电机, 电机控制器和电驱总成; 2) 电源系统, 包括 DC/DC、OBC、电源总成, 其中, DC/DC 变换器是将动力电池输出的高压直流电转化为 12V、24V、48V 等低压直流电, 为车灯、空调、音响等车载低压用电设备和各类控制器提供电能; OBC 电机是安装在新能源汽车上的充电机, 将交流电转化为动力电池可以使用的直流电压, 对新能源汽车的动力电池进行充电。

图 50: 新能源乘用车产品



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 51: 新能源商用车产品



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司新能源乘用车产品在 2023 年均实现了第四代产品平台的迭代，并开始逐步批量交付。公司的第四代产品主要包括：

①**第四代动力总成产品**：采用了电控、电机及减速器一体壳的设计，并搭配了最高转速达 2100rpm 的油冷 Hair-pin 电机，800V 高电压平台及 SiC 功率模块，并可同时兼容 400V 电压等级及同/异步电机方案，满足轴前/轴后布置方案。

②**第四代混动专用双电机控制器**：集成了两个电机控制器，降压 DC/DC 及 PDU，并采取了模块化设计，可根据整车需求灵活变动外形，适用于混合动力及增程式乘用车。

③**第四代单电机控制器**：采取了扁平化设计，满足与电机和减速箱集成化安装以及整车前后驱布置。有 400/800V 两种方案，同尺寸同接口兼容。

④**第四代电源产品**：基于 DCDC 与 OBC 解耦的设计理念，采用小型化和轻量化的设计方案，相比第三代产品，体积降低了 40%。

图 52：新能源汽车领域产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

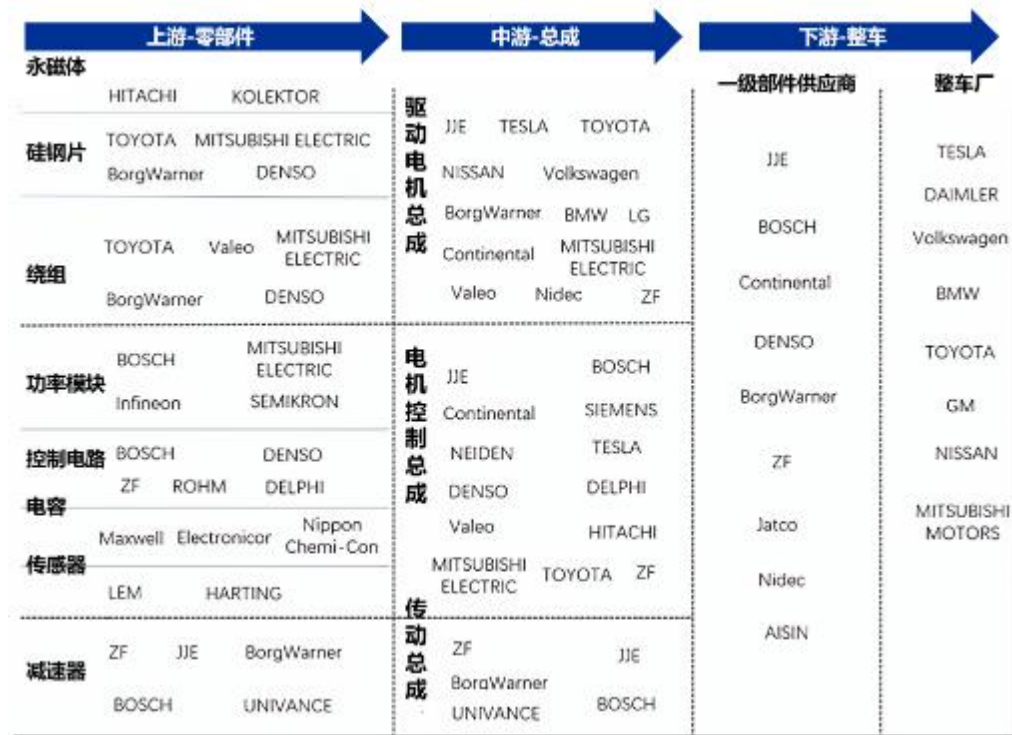
### 3.3 行业格局尚未稳定，有望走向头部集中

新能源电驱格局较为分散，主要分为两类供应商：车企自制、第三方供应商。

1) **车企旗下**：通常资金实力更强、产销量规模大，具有更专业的零部件产业布局和生产经验。如特斯拉、比亚迪（弗迪动力）、蔚来（蔚然动力）、长城（蜂巢）、吉利（威睿）等车企均有电驱动系统的部门或子公司。

2) **第三方供应商**：业务聚焦于电机、电控或驱动总成，通常包括切入新能源汽车领域的电机供应商和主攻新能源车电机电控的创业企业，外资企业代表为联合电子、日本电产等；内资代表企业为汇川联合动力、巨一动力、英博尔等。

图 53：电驱系统产业链上中下游



资料来源：精进电动公告，申万宏源研究

**电驱市场充分竞争，格局尚未确定。**从份额来看，弗迪动力和特斯拉的市场份额领先，2023 年弗迪动力和特斯拉在电机领域的份额分别为 32.6%、8.5%；在电控领域的份额分别为 32.7%、10.2%；在驱动系统领域的份额分别为 27.6%、12.9%。其他供应商的份额和排名由于定点情况和配套车型的销量波动，市场份额和排名变化较大。

**公司在新能源电驱领域已占据一席之地。**2023 年公司在电机、电控和电驱系统中的市场份额分别为 3.8%、10.2%、5%，排名分别为第六、第二和第五。

表 4：新能源汽车电机、电控、电驱系统的前十大供应商

## 1、新能源车电机前十大供应商

| 2023 年 |        | 2022 年 |        | 2021 年       |        |
|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| 公司名称   | 市场份额   | 公司名称   | 市场份额   | 公司名称         | 市场份额   |
| 弗迪动力   | 32.60% | 弗迪动力   | 29.70% | 弗迪动力         | 17.90% |
| 特斯拉    | 8.50%  | 特斯拉    | 8.77%  | 特斯拉          | 11.90% |
| 联合电子   | 7.20%  | 方正电机   | 7.54%  | 方正电机         | 10.20% |
| 蜂巢电驱动  | 4.50%  | 日本电产   | 5.72%  | 上海电驱动（含大洋电机） | 6.80%  |
| 蔚来驱动科技 | 3.80%  | 联合电子   | 4.86%  | 蔚来驱动科技       | 5.60%  |
| 汇川联合动力 | 3.80%  | 蔚来驱动科技 | 4.16%  | 尼得科          | 5.10%  |
| 方正电机   | 3.30%  | 上海电驱动  | 3.59%  | 双林汽车         | 4.50%  |
| 尼得科    | 3.30%  | 双林汽车   | 3.08%  | 联合电子         | 4.40%  |
| 双林汽车   | 3.10%  | 汇川联合动力 | 2.93%  | 巨一动力         | 3.80%  |
| 中车电驱   | 3.00%  | 中车时代电气 | 2.89%  | 汇川技术         | 3.70%  |
| 合计     | 73.10% | 合计     | 73.24% | 合计           | 73.90% |

## 2、新能源车电控前十大供应商

| 2023 年 |        | 2022 年 |        | 2021 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司名称   | 市场份额   | 公司名称   | 市场份额   | 公司名称   | 市场份额   |
| 弗迪动力   | 32.70% | 弗迪动力   | 29.70% | 弗迪动力   | 17.90% |
| 汇川联合动力 | 10.20% | 特斯拉    | 8.77%  | 特斯拉    | 11.90% |
| 特斯拉    | 8.50%  | 汇川联合动力 | 6.89%  | 汇川技术   | 9.50%  |
| 联合电子   | 5.90%  | 日本电产   | 5.72%  | 阳光电力   | 6.50%  |
| 中车电驱   | 4.60%  | 阳光电力   | 5.56%  | 联合电子   | 6%     |
| 英搏尔    | 4%     | 英搏尔    | 5.03%  | 蔚来驱动科技 | 5.60%  |
| 蔚来驱动科技 | 3.90%  | 联合电子   | 4.38%  | 上海电驱动  | 5.30%  |
| 阳光电力   | 3.20%  | 蔚来驱动科技 | 4.16%  | 尼得科    | 5.10%  |
| 尼得科    | 3%     | 中车时代电气 | 3.38%  | 巨一动力   | 3.80%  |
| 华为数字能源 | 2.90%  | 巨一动力   | 2.81%  | 英搏尔    | 3.50%  |
| 合计     | 78.90% | 合计     | 76.40% | 合计     | 75.10% |

## 3、新能源电驱系统前十大供应商

| 2023 年 |        | 2022 年 |        | 2021 年 |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司名称   | 市场份额   | 公司名称   | 市场份额   | 公司名称   | 市场份额   |
| 弗迪动力   | 27.60% | 弗迪动力   | 24.59% | 特斯拉    | 22.20% |
| 特斯拉    | 12.90% | 特斯拉    | 14.05% | 弗迪动力   | 19%    |
| 联合电子   | 7.80%  | 日本电产   | 9.17%  | 蔚来驱动科技 | 10.40% |
| 蔚来驱动科技 | 5.90%  | 蔚来驱动科技 | 6.66%  | 尼得科    | 9.60%  |
| 汇川联合动力 | 5%     | 联合电子   | 5.58%  | 汇川技术   | 5%     |
| 中车电驱   | 4.50%  | 中车时代电气 | 4.63%  | 上海电驱动  | 4.90%  |
| 尼得科    | 4.50%  | 上海电驱动  | 3.20%  | 上海变速器  | 4.50%  |
| 威睿电动   | 3.90%  | 汇川联合动力 | 3.14%  | 联合电子   | 4.10%  |
| 华为数字能源 | 3.70%  | 零跑科技   | 3.08%  | 小鹏汽车   | 4%     |
| 大众变速器  | 2.90%  | 巨一动力   | 2.94%  | 中车时代   | 2.90%  |
| 合计     | 78.70% | 合计     | 77.04% | 合计     | 86.60% |

资料来源：NE 时代新能源，申万宏源研究

下游整车厂竞争激烈，格局仍为稳定，整车厂存在加强垂直整合的趋势，旨在掌握电机、电控，甚至更上游的功率模块和功率半导体的自制能力。因此，**目前市场对“整车厂商技术自研”是否会挤压第三方供应商的市场空间，存在较大的分歧。**

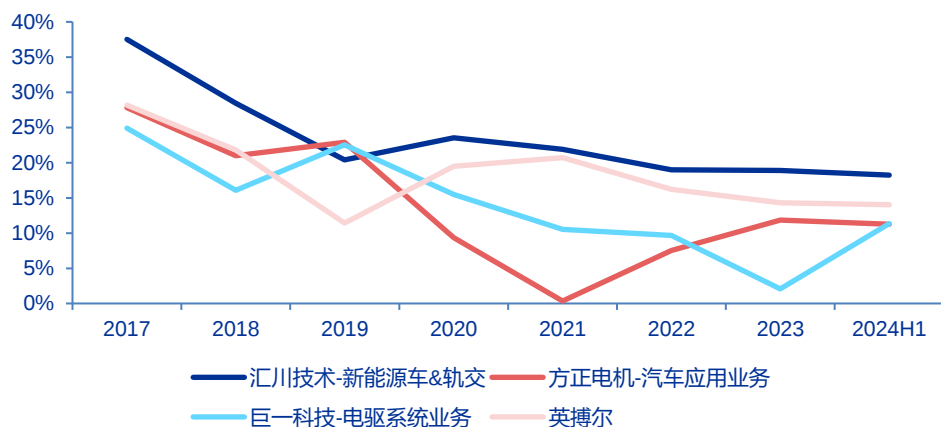
我们认为，从现有格局来看，销量领先的华为、比亚迪、特斯拉都拥有自研的电驱电控技术，如果他们依然保持较高的销售量，零部件环节可以实现规模效应，降低成本；对于其他整车企业，一方面“自研技术”存在一定技术门槛，另一方面自研技术若想降低成本必须具备良好的规模效应，否则无法达到降本目的，而这些企业的市场份额未必能够达到“规模效应”的要求，进而难以产生的降本效果，但是第三方供应商由于可以为多家客户供货，因此规模远大于一般整车企业，价格上具备一定的优势。此外，不同车型要匹配不同性能的电驱系统，若每个车型都进行自研，车型畅销尚可，万一销量不及预期，则整车企业研发所投入沉没成本较大。

在过去传统燃油车时代，发动机有较大品牌效应，好的发动机更能带来品牌溢价，所以传统燃油车厂发动机都需要自研以作为主要卖点吸引消费者，但是新能源汽车动力系统并不具备这样的特点，其性能与品牌不被大多数消费者所关注，消费者更看重的是车辆外形，续航，智能化程度等。

因此，相比较来看，动力系统更可能类似于传统汽车的 ABS 系统，除头部车企外，其他车企基本要由第三方供应商来供应。

目前电驱系统市场竞争较为激烈，公司毛利率不到 20%，同行业上市公司的毛利率已经降低至 10-15%。即使公司市占率排名靠前，但是市场份额仍然不大，未来在较为激烈的价格竞争中，产业将继续出清，一些小型供应商由于技术和成本的落后，将逐步被市场淘汰，行业将逐步向头部整车厂和大型第三方供应商集中。公司作为第三方供应商的领军企业，在产业出清后，未来市场份额依然有望提升，同时利润率也会回升向好。

图 54：电驱领域上市公司的毛利率水平



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

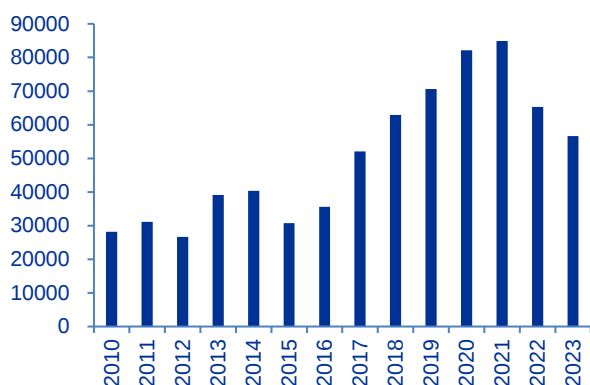
## 4. 电梯需求相对稳定，公司保持行业领先

### 4.1 电梯行业新故相推，存量更新规模可观

房地产行业下行导致新增需求减少，但“旧房加装”+“置换需求”带来电梯行业全新增量。随着近年来国家对房地产的宏观调控力度加大，房价下行趋势明显，房地产投资显著放缓，2022-2023 年，政府土地出让金连续下降，新开工楼盘数量大幅减少，随之而来的是电梯的新增需求减少。

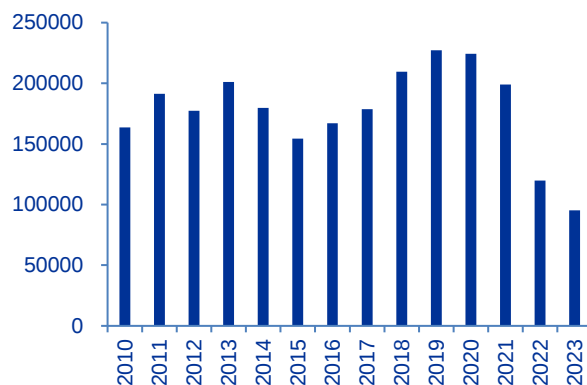
同时，老旧小区加装和旧梯更新的需求增加：1) 城市老旧小区加装新电梯的需求持续增长，享受“政策推动”和“补贴扶持”；2) 安装时间较长的老旧电梯逐年增多，老旧电梯安全因安全问题需要替换，同时政府及社会关注和重视电梯质量安全问题，对于电梯安全行政监管力度不断加强，其更新需求也会逐年扩大。

图 55：国有土地使用权出让金收入（亿元）



资料来源：财政部，申万宏源研究

图 56：新开工房屋面积（万平方米）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**补贴加速政策落地，“旧房加装”未来可期。**政策方面，2024 年 1 月 22 日，国家发改委提出老旧小区加装电梯要“能装尽装”，全国加装电梯市场规模高达 2.6 万亿。2024 年 3 月 9 日，住建部宣布今年改造 5 万个老旧小区。补贴方面，根据各地政策网站公开信息，目前全国各大城市对加装电梯平均给予 10~20 万元/台的补贴，部分城市补贴达到 25 万元。

根据住建部 2019 年的摸排结果，全国 2000 年以前建成的老旧小区达到 17 万个，建筑面积 40 亿平方米，初步预测需要加装 250-300 万部电梯。据住建部统计，2019-2023 年，全国累计加装电梯 10.8 万部，平均每年加装量 2.16 万台；23 年全年加装 3.6 万台，进度明显加快，未来加装总量及每年加装量均有较大提升空间。

表 5：旧房加装电梯的相关政策梳理

| 发布时间       | 发布单位          | 文件名称                                | 主要内容                                                                                                                                                        |
|------------|---------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024 年 3 月 | 国务院           | 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》             | 加快建筑和市政基础设施领域设备更新。围绕建设新型城镇化，结合推进城市更新、老旧小区改造，以住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫、城市生命线工程、安防等为重点，分类推进更新改造。加快更新不符合现行产品标准、安全风险高的老旧住宅电梯。                                      |
| 2023 年 6 月 | 市场监管总局        | 《电梯安全筑底三年行动方案（2023—2025 年）》         | 梳理问题电梯清单。系统梳理群众身边的老旧电梯，重点排查接到故障投诉或隐患举报的居民小区电梯。同时争取地方政府政策支持。对于存在严重事故隐患的“三无”电梯，及时报请属地基层政府，推动将老旧住宅电梯纳入政府民生保障项目，结合当地城镇老旧小区改造工程，加大对老旧住宅电梯更新改造支持力度，方便业主居民安全、便利出行。 |
| 2021 年 7 月 | 市场监管总局        | 《加快电梯隐患排查治理提升应急处置能力和维保工作质量的通知》      | 完善应急救援，保障乘客困梯情况下及时施救；推广维保质量指标，大力提升电梯维护保养工作质量；加强宣传教育，提高群众乘梯安全意识。                                                                                             |
| 2020 年 5 月 | 国务院           | 《政府工作报告》                            | 新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。加强交通、水利等重大工程建设。                                                                                         |
| 2020 年 4 月 | 市场监管总局        | 《进一步做好改进电梯维护保养模式和调整电梯检验检测方式试点工作的意见》 | 推出电梯按需维保新模式；科学调整电梯检验、检测方式化智慧监管和社会监督。                                                                                                                        |
| 2019 年 1 月 | 国家发改委，工信部，民政部 | 《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（年）》 | 加快推进老旧小区和老年家庭适老化改造。有条件的地方可对老旧小区加装电梯、无障碍通道、适老化家居环境、适老辅具等方面进行补贴，调动市场积极性。                                                                                      |

2018年2月 国务院

《国务院办公厅关于加强电梯质量  
安全工作的意见》要制定老旧住宅电梯更新改造大修有关政策，建立安全评估机制，畅通住房  
维修资金提取渠道，明确紧急动用维修资金程序和维修资金缺失情况下资金  
筹措机制，推进老旧住宅电梯更新改造大修工作。

2017年2月 国务院

、《国务院关于印发“十三五”国  
家老龄事业发展和养老体系建设规  
划的通知》支持多层老旧住宅加装电梯。引导、支持开发老年宜居住宅和代际亲情住宅。  
继续推进街道、社区“老年人生活圈”配套设施建设，为老年人提供一站式  
便捷服务。

资料来源：政府工作网，市场监管总局网站，申万宏源研究

**旧梯大规模更新萌芽初现，体量增长未来可期。**按照一般情况，电梯的替换周期为15年左右，超龄服役会带来故障率显著增加，同时易发生事故，影响居民人身财产安全。根据中国电梯协会的统计显示，2005-2023年中国电梯保有量从65万台增长至1063万台，电梯产量从13.5万台增长至155.7万台。未来5年的替换需求对应2009-2014年期间的新装电梯量，该时期属于电梯行业的快速增长时期，当下处于大规模更替的起点，存量电梯已经进入替换周期。

**电梯的存量替换需求会为公司业务在房地产增量空间有限时提供一定的业绩支撑。**根据国家统计局数据，电梯销售量近年稳定在150万台左右，如果未来延续目前的趋势，则存量替换带来的增量占比将会逐年增加。假设更新需求为15年前的电梯产量，2024-2025年新增需求增速分别为-5%、0和0，预计2024-2026年新增需求占比将为17%、23%、27%，更新与新增合计需求量为151、161、170万台。

表 6：电梯产量需求规模测算

|               | 2016 | 2017 | 2018   | 2019  | 2020 | 2021  | 2022  | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|------|------|--------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 电梯产量/需求量(万台)  | 78   | 81   | 72     | 117   | 128  | 155   | 145   | 156  | 151   | 161   | 170   |
| 增速            |      | 4.4% | -11.2% | 63.1% | 9.3% | 20.5% | -5.9% | 7.1% | -3.2% | 6.9%  | 5.7%  |
| 其中：更新需求测算     | 5    | 6    | 8      | 11    | 14   | 17    | 21    | 25   | 26    | 37    | 46    |
| 更新需求占比        | 6%   | 8%   | 12%    | 9%    | 11%  | 11%   | 14%   | 16%  | 17%   | 23%   | 27%   |
| 新增需求测算（产量-更新） | 73   | 75   | 63     | 106   | 115  | 138   | 124   | 131  | 125   | 125   | 125   |
| 新增需求占比        | 94%  | 92%  | 88%    | 91%   | 89%  | 89%   | 86%   | 84%  | 83%   | 77%   | 73%   |
| 新增需求增速假设      |      | 2.4% | -15.1% | 67.5% | 7.9% | 20.1% | -9.7% | 5.5% | -5%   | 0%    | 0%    |

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 4.2 国产品牌优势凸显，行业格局有望集中

**电梯行业整体发展迅速，公司合作伙伴众多。**近些年我国电梯产业的迅速发展，带动了电梯整梯和配套零部件企业的快速发展。电梯整梯企业中，以奥的斯、通力、迅达、蒂森克虏伯为代表的欧洲电梯以及以三菱、日立、东芝、富士达为代表的日本电梯占据了全球绝大部分市场，并占据了60%-65%的国内市场份额。全球八大电梯厂商，代表着全球电梯行业的主流市场及发展趋势，公司目前与其七家有合作关系。

图 57：全球著名整梯厂商



资料来源：公司公告，申万宏源研究

电梯部件供应商数量众多，竞争较为充分。电梯部件供应商主要可归为三类：1) 电梯品牌自有品牌零部件；2) 第三方外资品牌；3) 第三方国产品牌。

从国内外品牌的竞争力对比来看：随着生产规模持续扩大，国产电梯部件的技术和质量在国际上已处于领先地位。国内电梯部件供应商在与电梯整梯制造商的长期合作中，经过持续的自主研发和技术创新，技术水平和生产工艺水平已逐步接近或达到国际先进水平，产品口碑在国际上获得广泛认可。在中低速电梯和提升高度 10 米以下的扶梯领域，配套零部件基本为国内生产；只有少数的高速电梯和大高度扶梯中的曳引机、电脑群控装置等核心技术还掌握在外资品牌企业手中。

从配套零部件的外包趋势来看：基于产品质量安全、成本管控、业务聚焦等因素，电梯厂商将零部件业务外包给专业供应商的趋势增强。为了应对激烈竞争，下游大型整梯制造企业需要打造全面的运营能力，包括市场、技术、成本控制、服务等。其发展重心也以制造为主向品牌运营与服务运营延伸。基于加强成本管控、优化资源配置、提升产品系统质量安全以及业务聚焦等因素考虑，外资品牌及国产品牌电梯厂商选择将更多的零部件业务外包给专业的供应商的趋势将进一步增强，并且更倾向于采用一体化、大配套的采购模式（含控制系统、人机界面、门系统、线缆线束等零部件组成的解决方案）。

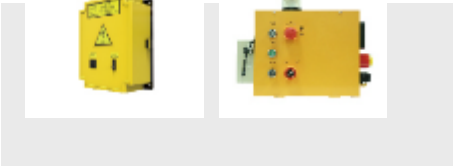
在国产替代和一体化外包的趋势之下，电梯零部件的市场集中度有望不断提升。公司能够为客户提供个性化和多元化产品、大配套和整体解决方案、一站式的售后和增值服务的电梯配套供应商的竞争优势将更为凸显，市占率有望不断提升。

### 4.3 并购自研多措并举，优势互补拓展市场

公司在 2019 年并购贝斯特，在电梯控制系统领域实现优势互补。贝斯特是国内领先的电梯电气部件专业制造商，具有突出的技术研发能力。截止被收购前，其产品已经涵盖：人机界面、门系统、线束电缆、井道电气、控制系统等电梯电气部件，在客户上和奥的

斯、通力、蒂森克虏伯、迅达、日立等全球知名品牌电梯厂商建立了稳定的业务合作关系，且已进入其中部分厂商的全球供应商体系；同时还与江南嘉捷、康力、广日等国内知名电梯制造商建立了长期稳定的合作关系。

表 7：贝思特的产品品类

| 类别   | 产品                        | 示意图                                                                                  |
|------|---------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 人机界面 | 按钮、操纵盘/显示器、方向灯、显示模块、轿厢照明等 |    |
| 门系统  | 控制机、门机、层门等                |    |
| 线缆   | 随动线缆、井道电缆、机磨电缆、轿顶电缆等      |    |
| 井道电气 | 机房电源箱、检修盒、并适配件、开道照明、对讲机等  |  |
| 其他   | 交锁器、控制柜等                  |                                                                                      |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**收购整合贝思特，使得公司在电梯部件领域的竞争力显著增强。**收购贝斯特前，电梯行业一直作为公司在通用自动化行业下的一个分支，公司在电梯行业产品上，品类较为单一，不具备强大的一体化供应能力，在客户上也缺乏优质的下游整梯大客户。在收购贝斯特后，公司与贝思特在客户、产品方面形成互补，协同作用明显，通过收购上海贝思特，公司进行了一系列的组织及产品融合，形成了一个统一的销售组织，有效发挥出协同效应。

**1) 产品协同：**汇川的电梯控制系统与贝思特的人机界面交互系统、电线电缆系统形成一个完整的有机联系的电梯电气控制系统，形成完整的“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力，满足行业的主流趋势；

**2) 市场互补：**在客户方面，汇川在国产品牌市场具有主导地位，贝思特则在国际品牌市场具有领先地位。此外，双方产品均有部分出口至海外，其中汇川产品在印度、东南亚等地区相对具有优势；贝斯特则在韩国、欧洲、南美等地区相对具有优势。

**3) 管理整合：**目前公司智慧电梯业务面向四个主要的市场分别是：跨国企业市场、中小企业市场、海外市场、后服务市场；同时划分了四个产品线：控制系统、电气、线缆、门机，并构建了一个新的运营组织即大配套中心。

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

图 58：公司电梯业务一体化解决方案



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 5. 轨道交通技术同源，多维度平台化发力

轨道交通装备是中国高端装备中自主创新程度和国际竞争力领先的行业之一。轨道交通装备分为三大类：机械零配件、机电设备及系统、整车制造。下游整车包括铁路客车、地铁、有轨电车等；上游机械零部件及系统是构成轨道交通车辆整车的单元，机械零部件主要包括车体、刹车片、转向架等；机电设备及系统包括牵引传动系统、辅助供电系统、列车控制系统、自动防护系统、自动驾驶系统等。

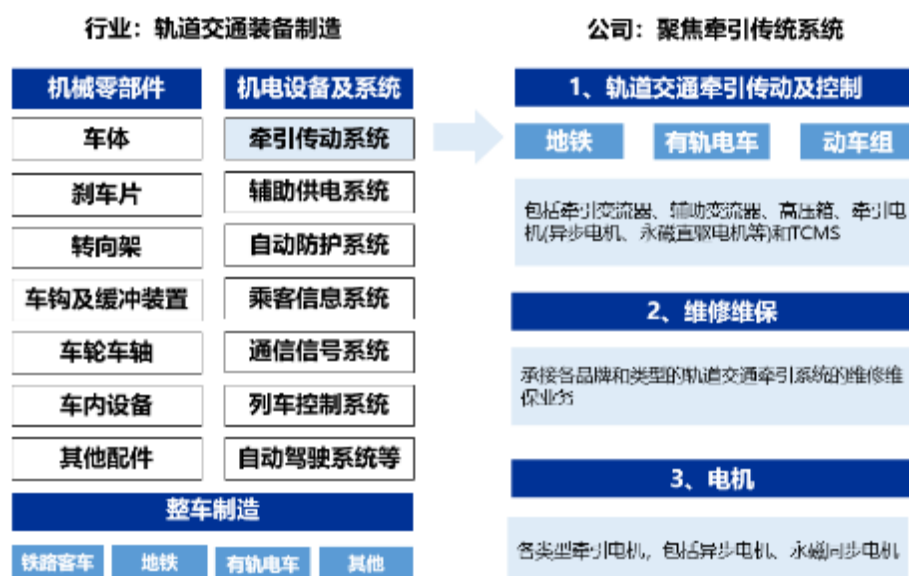
其中，牵引传动系统是指将电能经过传输和转换后，提供给牵引电机，转换成机械能驱动列车运行的系统，一般采用交-直-交传动形式。牵引设备主要包括各高压电器、主变压器、牵引变流器、牵引电机等相应控制系统。牵引电路主要由网侧电路、四象限整流电路、中间直流环节电路、逆变电路等相关电路组成。

**2015 年公司收购江苏经纬，延伸轨道交通业务，江苏经纬聚焦牵引传动系统领域。**2015 年公司使用自有资金收购江苏经纬轨道交通设备有限公司，并于 2022 年进一步收购了其部分少数股东权益，持股比例增加至 92%。江苏经纬成立于 2010 年，聚焦轨道交通牵引传动及控制系统领域，具备整套牵引系统独立投标权。2014 年初开始，江苏经纬前后投入近 3 亿元与斯柯达电气开展了动车组、地铁及有轨电车牵引系统的核心技术转让；2015 年成为汇川技术的控股公司，全面开启了牵引系统的自主化研发工作。年 月，公司

顺利通过了中国城市轨道交通协会技术装备专委会组织的自主化城轨牵引系统载客运营考核评审。

**公司轨道交通业务包括牵引系统（包括地铁，动车组，有轨电车三类产品）、维修维保、电机制造三类业务。**（1）牵引系统：主要为城市地铁、有轨电车、动车组车辆提供配套的牵引变流器、辅助变流器、高压箱、牵引电机和 TCMS；（2）维修维保：承接各品牌和类型的轨交牵引系统维修维保业务；（3）牵引电机：可定制和平台化提供成熟可靠的轨道交通行业应用的各种类型牵引电机，包括异步电机和永磁同步电机，兼备水冷、风冷技术。

图 59：公司业务主要聚焦于牵引传动系统



资料来源：公司官网，申万宏源研究

通过近年不断加大研发投入，公司已具备了常规异步牵引技术、有效磁阻电机牵引技术、碳化硅加永磁直驱牵引技术等技术方案及相关成套产品，是国内少数几家拥有上述技术方案和产品的牵引系统供应商。目前，公司已成功中标并实施国内多个城市地铁及有轨电车项目，并且与国内外数家优质大客户建立了合作关系。

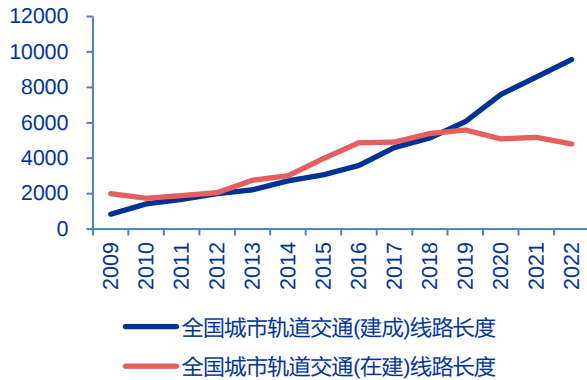
图 60：江苏经纬部分客户



资料来源：公司官网，申万宏源研究

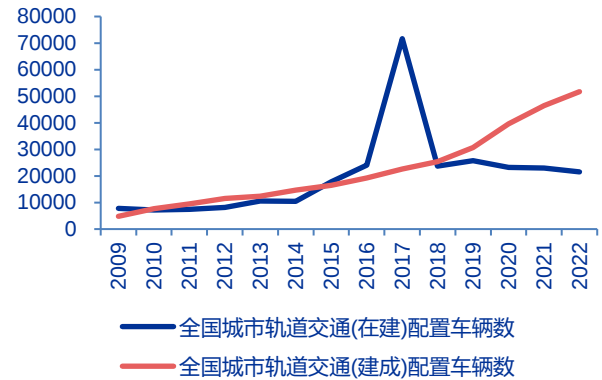
城市轨道交通行业目前已从高速增长阶段进入稳定成熟阶段，未来仍有空间。根据住建部统计数据，2018年之后全国城市轨道交通的在建线路长度和配置车辆数均保持在较高水平。根据政府规划，城镇化水平的不断提升带动城轨高速发展，国内城市轨道交通发展空间巨大。

图 61：全国城市轨道交通线路长度（公里）



资料来源：财政部，申万宏源研究

图 62：全国城市轨道交通配置车辆数（辆）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

近年来，牵引系统招标数量呈现增加趋势。根据城轨牵引中标结果统计，2023 年，共有 45 个城轨牵引系统中标项目，涉及 6340 辆轨道交通车辆，相较于前 3 年，中标项目数量、车辆数相对增加，整体呈现上升趋势。

市场参与者少，竞争格局相对稳定，公司市场占有率保持领先。2020-2023 年株洲中车时代电气股份有限公司、江苏经纬轨道交通设备有限公司、新誉轨道交通科技有限公司、中车青岛四方车辆研究所有限公司，上海阿尔斯通交通电气有限公司，这 5 家企业一直较为稳定，除了时代电气牢牢占据榜首外，其他企业排名每年均有变动，但整体保持稳定。

表 8：2020-2023 年牵引系统前五中标企业

| 年份     | 排序 | 企业名称            | 项目数量（个） | 车辆数（辆） | 占比(%)  |
|--------|----|-----------------|---------|--------|--------|
| 2023 年 | 1  | 株洲中车时代电气股份有限公司  | 23      | 3382   | 53.34% |
|        | 2  | 中车青岛四方车辆研究所有限公司 | 0       | 986    | 15.55% |
|        | 3  | 江苏经纬轨道交通设备有限公司  | 6       | 694    | 10.95% |
|        | 4  | 新誉轨道交通科技有限公司    | 3       | 600    | 9.46%  |
|        | 5  | 中车永济电机有限公司      | 3       | 300    | 4.73%  |
| 2022 年 | 1  | 株洲中车时代电气股份有限公司  | 23      | 2138   | 50.14% |
|        | 2  | 新誉轨道交通科技有限公司    | 7       | 720    | 16.89% |
|        | 3  | 中车永济电机有限公司      | 2       | 564    | 13.23% |
|        | 4  | 上海阿尔斯通交通电气有限公司  | 1       | 288    | 6.75%  |
|        | 5  | 江苏经纬轨道交通设备有限公司  | 3       | 248    | 5.92%  |
| 2021 年 | 1  | 株洲中车时代电气股份有限公司  | 19      | 3282   | 58.46% |
|        | 2  | 江苏经纬轨道交通设备有限公司  | 4       | 1006   | 17.92% |
|        | 3  | 上海阿尔斯通交通电气有限公司  | 2       | 390    | 6.95%  |
|        | 4  | 中车青岛四方车辆研究所有限公司 | 3       | 390    | 6.95%  |
|        | 5  | 广州神铁牵引设备有限公司    | 2       | 140    | 2.49%  |
| 年      |    | 株洲中车时代电气股份有限公司  |         |        | .%     |

|   |                 |   |     |        |
|---|-----------------|---|-----|--------|
| 2 | 新誉轨道交通科技有限公司    | 3 | 477 | 14.60% |
| 3 | 江苏经纬轨道交通设备有限公司  | 2 | 432 | 13.22% |
| 4 | 中车永济电机有限公司      | 1 | 156 | 4.78%  |
| 5 | 中车青岛四方车辆研究所有限公司 | 1 | 138 | 4.22%  |

资料来源：RT 轨道交通，申万宏源研究

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

面向未来，随着国内制造业复苏，自动化率持续提升和公司品牌效应释放，公司在国内工控市场的成长空间依然广阔；新能源汽车发展如火如荼，行业格局走向集中，该业务收入有望保持较高速增长；同时公司的出海战略已开启，海外收入占比快速提升，未来有望成为重要的收入来源。**预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 398.12、512.73、633.54 亿元，对应同比增速分别为 30.9%、28.8%、23.6%；预计毛利率分别为 31.0%、29.6%、29.0%；预计归母净利润分别为 49.88、57.86、69.06 亿元，对应同比增速分别为 5.2%、16.0%、19.3%。**

公司各业务收入预测如下：

(1) 通用自动化：公司的核心业务，包括变频器、通用伺服系统、PLC、HMI、工业机器人等产品。通用自动化行业与制造业景气度高度相关，顺周期属性强，公司该业务的增长驱动力主要来源于行业景气度与公司份额的变化。行业层面，行业经历了 2022 年增速降速和 2023-2024 年的下滑，目前已处于磨底阶段，随着政策的出台和落地，2025 年有望看到下游需求的复苏，迎来周期上行；公司层面，公司在通用自动化领域的品牌效应愈发显现，在多个品类的市场份额仍在持续提升。综上，我们预计 2024-2026 年公司的通用自动化业务收入为 173.66、206.85、253.89 亿元；随着大六轴工业机器人和精密机械等收入占比提升，毛利率略有波动，预计 2024-2026 年该业务的毛利率为 44%、43%、42%。

(2) 新能源汽车：公司提供配套新能源汽车的电源和电驱系统，该业务正处于快速增长阶段的成长阶段，驱动力来源于新能源汽车渗透率的提升、下游客户定点以及定点车型的放量。2021-2023 年伴随着行业加速发展，公司新能源汽车业务也实现了高速增长。目前，公司在定点项目数量与金额上、交付数量方面，都处于行业领先地位。未来随着新能源汽车的加速渗透和定点车型销量的增长，该业务收入有望保持较高增速。预计 2024-2026 年新能源汽车业务收入为 163.78、242.26、312.95 亿元。

(3) 轨道交通：公司主要为地铁、轻轨等提供牵引系统解决方案与服务。该业务驱动力主要来自于城市轨道交通的建设规模以及公司的中标情况。受益于我国城市规模的不断扩大，轨道交通行业保持较好发展；由于行业进入壁垒较高，格局稳定，公司在行业内市占率保持前列。根据 RT 轨道交通数据，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，排名第三。预计未来该业务将保持平稳增长，预计 2024-2026 年轨道交通业务收入为 . . . 亿元。

(4) 智慧电梯：该业务属于成熟型业务，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，未来有望保持稳健增长。我们预计2024-2026 年的收入为 52.91、55.56、58.34 亿元；毛利率保持在 26%。

表 9：公司收入拆分表 (亿元，%)

|            |               | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 合计         | 收入            | 179.43 | 230.08 | 304.20 | 398.12 | 512.73 | 633.54 |
|            | 增长率           |        | 28.2%  | 32.2%  | 30.9%  | 28.8%  | 23.6%  |
|            | 成本            | 115.16 | 149.53 | 202.15 | 274.67 | 359.81 | 448.71 |
|            | 毛利            | 64.27  | 80.55  | 102.05 | 123.45 | 151.65 | 183.57 |
|            | 毛利率           | 36%    | 35%    | 34%    | 31%    | 30%    | 29%    |
| 通用自动化      | 收入            | 89.82  | 114.65 | 150.38 | 173.66 | 206.85 | 253.89 |
|            | 增长率           |        | 28%    | 31%    | 0.15   | 0.19   | 0.23   |
|            | 成本            | 49.42  | 62.32  | 83.10  | 97.25  | 117.90 | 147.26 |
|            | 毛利            | 40.40  | 52.32  | 67.28  | 76.41  | 88.94  | 106.63 |
|            | 毛利率           | 45%    | 46%    | 45%    | 44%    | 43%    | 42%    |
|            | 收入占比          | 50%    | 50%    | 49%    | 44%    | 40%    | 40%    |
| 新能源汽车&轨道交通 | 收入            | 35.18  | 55.52  | 99.20  | 169.56 | 248.32 | 319.31 |
|            | 增长率           |        | 58%    | 79%    | 71%    | 46%    | 29%    |
|            | 其中：1) 新能源汽车收入 | 29.92  | 50.88  | 94.00  | 163.78 | 242.26 | 312.95 |
|            | 2) 轨道交通收入     | 5.26   | 4.64   | 5.50   | 5.78   | 6.06   | 6.37   |
|            | 成本            | 27.47  | 44.98  | 80.48  | 137.01 | 200.80 | 258.28 |
|            | 毛利            | 7.71   | 10.53  | 18.72  | 32.54  | 47.53  | 61.03  |
|            | 毛利率           | 22%    | 19%    | 19%    | 19%    | 19%    | 19%    |
|            | 收入占比          | 17%    | 22%    | 31%    | 41%    | 47%    | 49%    |
| 智慧电梯       | 收入            | 49.67  | 51.62  | 52.91  | 52.91  | 55.56  | 58.34  |
|            | 增长率           |        | 4%     | 3%     | 0%     | 5%     | 5%     |
|            | 成本            | 35.61  | 37.71  | 37.51  | 39.15  | 41.11  | 43.17  |
|            | 毛利            | 14.07  | 13.91  | 15.41  | 13.76  | 14.44  | 15.17  |
|            | 毛利率           | 28%    | 27%    | 29%    | 26%    | 26%    | 26%    |
|            | 收入占比          | 28%    | 22%    | 17%    | 13%    | 11%    | 9%     |
| 其他         | 收入            | 1.14   | 2.69   | 1.70   | 2.00   | 2.00   | 2.00   |
|            | 增长率           |        | 136%   | -37%   | 18%    | 0%     | 0%     |
|            | 成本            | 0.71   | 1.67   | 1.06   | 1.26   | 0.00   | 0.00   |
|            | 毛利            | 0.43   | 1.02   | 0.64   | 0.74   | 0.74   | 0.74   |
|            | 毛利率           | 38%    | 38%    | 38%    | 0.37   | 0.37   | 0.37   |
|            | 收入占比          | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     | 0%     | 0%     |

资料来源：iFind，申万宏源研究

## 6.2 估值

公司的主营业务为工业自动化核心部件及工业机器人、新能源汽车电驱及电源系统、轨道交通牵引控制系统等。我们选择工控自动化行业的上市公司中控技术、伟创电气、雷

赛智能、信捷电气、埃斯顿、英搏尔作为可比公司，这些公司的主营业务与公司的产品、业务布局和商业模式具有相似性和可比性。

预计 2024-2026 年归母净利润 49.88、57.86、69.06 亿元，公司目前股价对应 PE 分别为 31、27、22x。2024-2025 年可比公司 PE 均值为 42、29x，公司的估值水平低于行业均值。公司市占率领先，具有较强的品牌效应；过去多次周期迭代，公司穿越周期实现收入利润规模的不断扩张，体现了公司优秀的管理能力。面向未来，公司在工控自动化领域的天花板较高，依然有极大的成长空间，长期来看出海将进一步打开成长天花板；新能源汽车电源和电驱业务处于高速成长阶段，未来随着竞争格局走向头部集中，公司的盈利能力将持续改善。因此，给予公司买入评级。

表 10：公司估值

| 证券代码   | 证券简称 | 2024/10/28 |         | 归母净利润（百万元） |      |      |       | PE  |     |     |     | PEG  |
|--------|------|------------|---------|------------|------|------|-------|-----|-----|-----|-----|------|
|        |      | 收盘价（元）     | 总市值（亿元） | 23A        | 24E  | 25E  | 26E   | 23A | 24E | 25E | 26E |      |
| 688777 | 中控技术 | 48.56      | 384     | 1102       | 1269 | 1548 | 1,873 | 35  | 30  | 25  | 21  | 1.56 |
| 688698 | 伟创电气 | 29.93      | 63      | 191        | 255  | 330  | 421   | 33  | 25  | 19  | 15  | 0.82 |
| 002979 | 雷赛智能 | 25.27      | 78      | 139        | 227  | 289  | 356   | 56  | 34  | 27  | 22  | 0.92 |
| 300681 | 英搏尔  | 19.1       | 48      | 82         | 77   | 125  | 162   | 59  | 63  | 39  | 30  | 2.49 |
| 002747 | 埃斯顿  | 15.11      | 131     | 135        | 168  | 291  | 432   | 97  | 78  | 45  | 30  | 1.65 |
| 603416 | 信捷电气 | 36.4       | 51      | 199        | 248  | 301  | 367   | 26  | 21  | 17  | 14  | 0.91 |
| 平均     |      |            |         |            |      |      |       | 51  | 42  | 29  | 22  | 1    |
| 300124 | 汇川技术 | 57.33      | 1,536   | 4742       | 4988 | 5786 | 6906  | 32  | 31  | 27  | 22  | 2.31 |

资料来源：iFind，申万宏源研究

## 7. 风险提示

### （1）宏观经济波动风险

公司通用自动化业务的下游行业众多，客户分布十分广泛，所以市场需求与宏观经济形势密切相关，若外部环境发生不利变化，将对公司下游相关行业的景气度、公司的生产经营状况产生不利影响。

### （2）市场竞争加剧风险

随着自动化行业高速发展，市场空间不断增加，吸引众多新进入者参与市场竞争。如果市场参与者数量快速增加，将会导致行业的竞争格局恶化，甚至导致低价竞争，压缩公司的利润空间。

### （3）新能源汽车定点车型销量不及预期

新能源汽车行业的市场竞争激烈，下游客户和汽车销量存在较大的不确定性；零部件层面，下游车企仍然存在电驱和电源系统自制的趋势，未来第三方供应商的份额和公司份额不确定。



## 财务摘要

### 合并损益表

| 百万元      | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 23,008 | 30,420 | 39,812 | 51,273 | 63,354 |
| 营业收入     | 23,008 | 30,420 | 39,812 | 51,273 | 63,354 |
| 营业总成本    | 19,784 | 26,279 | 35,247 | 45,833 | 56,682 |
| 营业成本     | 14,953 | 20,215 | 27,467 | 36,107 | 44,997 |
| 税金及附加    | 124    | 197    | 258    | 332    | 411    |
| 销售费用     | 1,258  | 1,943  | 2,190  | 2,820  | 3,484  |
| 管理费用     | 1,093  | 1,299  | 1,592  | 2,051  | 2,534  |
| 研发费用     | 2,229  | 2,624  | 3,583  | 4,358  | 5,068  |
| 财务费用     | 125    | 1      | 156    | 164    | 187    |
| 其他收益     | 636    | 729    | 600    | 600    | 600    |
| 投资收益     | 591    | 420    | 300    | 300    | 300    |
| 净敞口套期收益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益 | 368    | 263    | 0      | 0      | 0      |
| 信用减值损失   | -218   | -317   | -143   | -190   | -204   |
| 资产减值损失   | -132   | -237   | -59    | -71    | -85    |
| 资产处置收益   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润     | 4,470  | 5,001  | 5,264  | 6,079  | 7,283  |
| 营业外收支    | 7      | -1     | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额     | 4,477  | 5,000  | 5,264  | 6,079  | 7,283  |
| 所得税      | 152    | 225    | 214    | 253    | 316    |
| 净利润      | 4,324  | 4,776  | 5,051  | 5,826  | 6,967  |
| 少数股东损益   | 5      | 34     | 63     | 40     | 61     |
| 归母净利润    | 4,320  | 4,742  | 4,988  | 5,786  | 6,906  |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

| 百万元      | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 4,324  | 4,776  | 5,051  | 5,826  | 6,967  |
| 加：折旧摊销减值 | 811    | 1,154  | 1,043  | 1,252  | 1,431  |
| 财务费用     | 154    | 117    | 156    | 164    | 187    |
| 非经营损失    | -906   | -701   | -300   | -300   | -300   |
| 营运资本变动   | -1,625 | -2,412 | -765   | -137   | -811   |
| 其它       | 660    | 437    | 0      | 0      | 0      |
| 经营活动现金流  | 3,201  | 3,370  | 5,184  | 6,805  | 7,474  |
| 资本开支     | 1,658  | 1,505  | 2,000  | 1,500  | 1,500  |
| 其它投资现金流  | -1,083 | 1,051  | 300    | 300    | 300    |
| 投资活动现金流  | -2,741 | -454   | -1,700 | -1,200 | -1,200 |
| 吸收投资     | 718    | 1,119  | 0      | 0      | 0      |
| 负债净变化    | 2,930  | -743   | -479   | 915    | 264    |
| 支付股利、利息  | 909    | 1,131  | 1,104  | 1,162  | 1,345  |
| 其它融资现金流  | -290   | 431    | 0      | 0      | 0      |
| 融资活动现金流  | 2,449  | -323   | -1,583 | -247   | -1,081 |
| 净现金流     | 2,935  | 2,573  | 1,901  | 5,359  | 5,193  |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并资产负债表

| 百万元       | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 25,913 | 31,247 | 38,413 | 49,942 | 61,544 |
| 现金及等价物    | 9,446  | 9,159  | 11,060 | 16,419 | 21,612 |
| 应收款项      | 10,524 | 15,154 | 17,884 | 21,199 | 24,690 |
| 存货净额      | 5,482  | 6,248  | 8,802  | 11,611 | 14,489 |
| 合同资产      | 57     | 114    | 94     | 140    | 180    |
| 其他流动资产    | 403    | 573    | 573    | 573    | 573    |
| 长期投资      | 3,974  | 4,844  | 4,844  | 4,844  | 4,844  |
| 固定资产      | 4,692  | 6,686  | 7,845  | 8,353  | 8,712  |
| 无形资产及其他资产 | 4,633  | 6,179  | 6,179  | 6,179  | 6,179  |
| 资产总计      | 39,212 | 48,958 | 57,281 | 69,319 | 81,279 |
| 流动负债      | 16,059 | 19,644 | 23,558 | 30,082 | 35,719 |
| 短期借款      | 3,102  | 1,881  | 1,094  | 1,324  | 1,074  |
| 应付款项      | 10,532 | 13,859 | 18,560 | 24,854 | 30,741 |
| 其它流动负债    | 2,425  | 3,904  | 3,904  | 3,904  | 3,904  |
| 非流动负债     | 3,041  | 4,313  | 4,620  | 5,305  | 5,819  |
| 负债合计      | 19,100 | 23,957 | 28,178 | 35,387 | 41,538 |
| 股本        | 2,659  | 2,677  | 2,680  | 2,680  | 2,680  |
| 其他权益工具    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积      | 4,569  | 5,433  | 5,429  | 5,429  | 5,429  |
| 其他综合收益    | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     |
| 盈余公积      | 1,072  | 1,242  | 1,422  | 1,630  | 1,879  |
| 未分配利润     | 11,502 | 15,116 | 18,975 | 23,556 | 29,056 |
| 少数股东权益    | 296    | 519    | 582    | 622    | 683    |
| 股东权益      | 20,112 | 25,001 | 29,103 | 33,932 | 39,742 |
| 负债和股东权益合计 | 39,212 | 48,958 | 57,281 | 69,319 | 81,279 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                                  |
|--------|-----|--------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swsresearch.com">maojiong@swsresearch.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swsresearch.com">liqing3@swsresearch.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swsresearch.com">xiaoxia@swsresearch.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swsresearch.com">zhangxiaozhuo@swsresearch.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swsresearch.com">zhuxiaoyi@swsresearch.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swsresearch.com">panyeming@swsresearch.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ： 相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | ： 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。    |

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。