

投资评级 优于大市 维持

一季度归母净利润略增，后续需求有望进一步恢复

股票数据

04月28日收盘价(元)	61.80
52周股价波动(元)	54.40-77.40
总股本/流通A股(百万股)	2660/2312
总市值/流通市值(百万元)	164409/142893

相关研究

《新能源汽车业务快速增长，通用自动化等较快增长》2022.10.28

《通用伺服国内份额居首，新能源汽车业务等大增》2022.08.24

《通用自动化快速增长，新能源汽车业务持续拓展》2022.04.26

市场表现


沪深 300 对	1M	2M	3M
绝对涨幅	-11.7	-15.7	-13.1
相对涨幅	-12.4	-14.7	-9.5

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **2022 年营收同比增 28.23%，归母净利润同比增 20.89%**。2022 年，公司实现营收 230.08 亿元，同比增长 28.23%；综合毛利率 35.01%，同比降 0.81pct；归母净利润 43.20 亿元，同比增长 20.89%。我们认为，公司归母净利润增速低于收入增速，主要源于：毛利率同比降 0.81pct 等。2022 年利润分配预案：每 10 股派发现金股利 3.6 元（含税）。

- **2022 年期间费率同比增 0.75pct**。2022 年，公司期间费率 20.45%，同比增 0.75pct。**销售费率、管理费率同比下降，财务费率、研发费率同比上升**。具体来看：

(1)销售费率 5.47%，同比降 0.39pct。(2)管理费率 4.75%，同比降 0.08pct。
(3)财务费率 0.54%，同比增 0.92pct。(4)研发费率 9.69%，同比增 0.30pct。

- **2023 年第一季度营收同比增 0.07%，归母净利润同比增 4.15%**。2023 年第一季度，公司实现营收 47.82 亿元，同比增 0.07%；综合毛利率 36.51%，同比增 1.95pct；归母净利润 7.47 亿元，同比增 4.15%。我们认为，公司归母净利润增速高于收入增速，主要源于：毛利率同比增 1.95pct、投资收益增加等。

- **2023 年第一季度期间费率同比增 4.11pct**。2023 年第一季度，公司期间费率 25.29%，同比增 4.11pct。**销售费率、管理费率、研发费率均不同程度上升，财务费率同比下降**。具体来看：

(1)销售费率 6.79%，同比增 1.04pct；(2)管理费率 6.03%，同比增 1.01pct。
(3)财务费率-0.61%，同比降 0.34pct；(4)研发费率 13.09%，同比增 2.41pct。

- **2022 年，细分业务板块看：**

(1)通用自动化板块：2022 年，通用自动化业务实现收入 114.65 亿元，同比增长 27.64%。毛利率 45.64%，同比增 0.66pct。其中，通用变频器实现收入 43.29 亿元，同比增 37.65%；通用伺服系统实现收入 49.89 亿元，同比增 32.37%；PLC&HMI 实现收入 13.13 亿元，同比增 86.77%；电液系统实现收入 4.50 亿元（含伊士通），同比降 41.18%；2023 年一季度，通用自动化业务实现收入 27.07 亿元，同比增长 9.74%；

细分产品看：①**PLC 产品**继续实施“做强控制器”战略：大量切入高端应用领域，有效提升了公司多产品解决方案的竞争力。PLC 订单增速超过 80%，快速抢占市场份额，其中，小型 PLC 的市场份额提升到 11.9%，在中国市场排名第二，位居内资品牌第一名。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17943	23008	29727	38950	51581
(+/-)YoY(%)	55.9%	28.2%	29.2%	31.0%	32.4%
净利润(百万元)	3573	4320	5395	7102	9188
(+/-)YoY(%)	70.2%	20.9%	24.9%	31.6%	29.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.34	1.62	2.03	2.67	3.45
毛利率(%)	35.8%	35.0%	34.9%	34.7%	34.3%
净资产收益率(%)	22.5%	21.8%	20.8%	21.0%	20.9%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:房青

Tel:(021)23219692

Email:fangq@haitong.com

证书:S0850512050003

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@haitong.com

证书:S0850515120001

②**驱动类产品**进一步夯实市场地位:通用伺服产品市场份额提升至 21.5%，继续领跑中国市场;通用变频器市场份额进一步提升至 14.4%，稳居前三。

③**新产品**销售推进良好:以整体解决方案拓展新品类市场或新领域;MD800/MD700 标准型多机传动变频器在多个行业实现批量应用;AC800/AC700 系列书本式智能机械控制器批量切入 3C 等中高端应用场景。

市场拓展:①高端、先进、能源、过程工业、重工装备、通用区域等 SBU 订单均实现较快增长;其中,能源 SBU、过程工业 SBU 等业务增长均超过 50%。②硅晶、储能、半导体、车用空调、空调与制冷、手机、TP、风电等行业订单实现快速增长。

我们认为,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。公司基于产品平台的积累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。

(2) 新能源汽车板块:2022 年,新能源汽车业务实现收入 50.88 亿元,同比增长 70.02%;2023 年一季度,实现收入 9.04 亿元,同比下滑 2.23%。

新能源乘用车业务:凭借平台的优势,定点产品丰富,定点项目超过 40 个,定点持续聚焦 TOP 客户,新势力、传统车企及海外车企均收获重点车型定点;

新能源商用车业务:面向微面、轻卡等车型的平台产品,实现 SOP 放量,销售额增长超过 100%。在重卡行业推出行业解决方案,突破多家头部客户,实现批量交付,发货量与定点数量均取得快速增长。

我们认为,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将迎来高速发展,有望成为公司未来业务增长的重要支撑。

(3) 工业机器人板块:2022 年,工业机器人业务实现收入 5.61 亿元,同比增长 54.96%;毛利率 49.20%,同比增 3.11pct;2023 年一季度,实现收入 1.36 亿元,同比增长 29.06%。

市场拓展方面:聚焦 3C、新能源等相关行业,提升与行业大客户、大终端的战略合作深度,收获了大项目、扩大了市场份额;强化与通用自动化行业线合作,初步孵化了若干个新行业、区域,培育更多支柱型行业。

产品技术方面:全面升级了 SCARA 机器人、桌面型小六关节机器人;布局并推出了 R220 系列 220 公斤负载大六关节机器人,助力锂电、汽车电子等行业自动化升级。

我们认为,随着劳动力成本的提升及机器换人的发展趋势,公司工业机器人业务将迎来良好的发展机会。

(4) 智慧电梯板块:2022 年,智慧电梯业务实现收入 51.62 亿元,同比增长 3.92%;毛利率 26.95%,同比降 1.37pct;2023 年一季度,实现收入 9.21 亿元,同比下滑 21.98%。

2022 年公司在电梯行业销售一体化控制器及变频器超过 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。

● 国际化、数字化全面推进。

国际化方面:2022 年初,公司提出“跨步国际化”的新战略,加快海外业务布局,GLOBALLOCAL 模式全面推进。欧洲多地、印度研发中心得到强化,匈牙利、印度制造基地启用,国内外行业线一体化运作,全球人力资源的开发和体系建设都在统一的架构下有效推进。

数字化方面:2022 年,公司聚焦工业领域的数字工厂、设备智能、数字能源和生产管理等细分应用场景,抓好数字化平台建设与样板点落地,推出棉纺数字化车间、漆包线数字化生产管理、数字化港口远控系统解决方案,并落地了多个样板点建设;完成全新一代基于模型驱动的 Inocube 企业数字化开发与数据治理平台,赋能公司以及客户的数字化转型。

● 2023 年经营目标:收入同比增 20%-40%;归母净利润同比增 10%-30%。

● **盈利预测与估值:**我们预计公司 2023-2025 年归属母公司净利润分别为 53.95 亿元、71.02 亿元、91.88 亿元。对应 EPS 2.03 元、2.67 元、3.45 元。基于公司在工控细分领域的内资龙头地位,以及同业估值水平,给予公司 2023 年 45-50 倍 PE,对应合理价格区间 91.35 元-101.5 元/股,维持“优于大市”评级。

● **风险提示:**工控行业竞争加剧导致毛利率下滑;新能源车乘用车客户拓展低于预期。

表 1 汇川技术主要财务指标

指标	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入 (万元)	478173.01	676737.64	584438.25	561837.75	477817.60
综合毛利率 (%)	36.51	32.72	35.24	37.91	34.57
期间费用率 (%)	25.29%	20.05%	20.54%	20.22%	21.18%
净利润率 (%)	15.73	18.00	19.03	22.69	15.07
经营活动净现金流/营业收入 (%)	5.77	16.27	39.02	-1.83	-1.63

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 汇川技术 2023 年一季度资产负债表主要指标

	指标	数值	同比变动
2023 年一季度	应收账款 (亿元)	59.81	25.50%
	应付账款 (亿元)	42.67	31.52%
	预付账款 (亿元)	7.15	28.09%
	存货 (亿元)	62.16	33.95%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元/股) 04 月 28 日	总市值 (亿元) 04 月 28 日	2023E EPS (元)	2023PE (倍)
603416.SH	信捷电气	36.90	51.87	2.20	16.77
002747.SZ	埃斯顿	22.80	198.16	0.35	65.29
300024.SZ	机器人	11.15	172.85	0.12	96.04
300224.SZ	正海磁材	12.32	101.05	0.81	15.26
	均值				48.34

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	23008	29727	38950	51581
每股收益	1.62	2.03	2.67	3.45	营业成本	14953	19340	25416	33869
每股净资产	7.45	9.74	12.72	16.50	毛利率%	35.0%	34.9%	34.7%	34.3%
每股经营现金流	1.20	1.75	2.28	2.90	营业税金及附加	124	163	214	284
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1258	1635	2103	2785
P/E	38.06	30.48	23.15	17.89	营业费用率%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%
P/B	8.30	6.34	4.86	3.75	管理费用	1093	1427	1831	2424
P/S	7.14	5.53	4.22	3.19	管理费用率%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%
EV/EBITDA	47.43	32.10	23.77	17.75	EBIT	3350	4264	5608	7215
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	125	128	127	128
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
毛利率	35.0%	34.9%	34.7%	34.3%	资产减值损失	-132	-140	-140	-140
净利润率	18.8%	18.1%	18.2%	17.8%	投资收益	591	595	857	1135
净资产收益率	21.8%	20.8%	21.0%	20.9%	营业利润	4470	5586	7355	9517
资产回报率	11.0%	11.4%	11.6%	11.7%	营业外收支	7	5	5	5
投资回报率	12.9%	13.9%	14.2%	14.3%	利润总额	4477	5591	7360	9522
盈利增长 (%)					EBITDA	3845	4932	6420	8133
营业收入增长率	28.2%	29.2%	31.0%	32.4%	所得税	152	190	250	324
EBIT 增长率	23.0%	27.3%	31.5%	28.7%	有效所得税率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
净利润增长率	20.9%	24.9%	31.6%	29.4%	少数股东损益	5	6	8	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4320	5395	7102	9188
资产负债率	48.7%	44.8%	44.1%	43.8%					
流动比率	1.61	1.82	1.94	2.05	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.23	1.37	1.48	1.58	货币资金	7438	9479	15688	24456
现金比率	0.46	0.53	0.69	0.82	应收账款及应收票据	8265	10653	13958	18484
经营效率指标					存货	5482	7089	9317	12416
应收账款周转天数	101.77	101.80	101.80	101.80	其它流动资产	4728	5046	5462	6001
存货周转天数	133.82	133.80	133.80	133.80	流动资产合计	25913	32268	44425	61358
总资产周转率	0.59	0.63	0.64	0.66	长期股权投资	2136	2286	2436	2586
固定资产周转率	7.81	7.19	7.76	9.45	固定资产	2944	4134	5018	5460
					在建工程	1748	2348	2748	2898
					无形资产	712	713	696	660
					非流动资产合计	13299	15245	16667	17378
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	39212	47513	61092	78736
净利润	4320	5395	7102	9188	短期借款	2074	0	0	0
少数股东损益	5	6	8	10	应付票据及应付账款	9330	12065	15855	21129
非现金支出	845	808	952	1058	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-749	-872	-1035	-1313	其它流动负债	4655	5689	7044	8846
营运资金变动	-1219	-690	-949	-1233	流动负债合计	16059	17754	22899	29975
经营活动现金流	3201	4646	6078	7711	长期借款	1796	2296	2796	3296
资产	-1658	-1745	-1244	-594	其它长期负债	1244	1244	1244	1244
投资	-697	-150	-150	-150	非流动负债合计	3041	3541	4041	4541
其他	-386	985	1147	1425	负债总计	19100	21295	26940	34516
投资活动现金流	-2741	-910	-248	681	实收资本	2659	2660	2660	2660
债权募资	4942	-1574	500	505	归属于母公司所有者权益	19816	25917	33843	43901
股权募资	718	2	0	0	少数股东权益	296	302	309	320
其他	-3211	-123	-122	-128	负债和所有者权益合计	39212	47513	61092	78736
融资活动现金流	2449	-1695	378	377					
现金净流量	2935	2042	6208	8769					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
吴杰 电力设备及新能源行业, 公用事业, 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 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, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 思源电气, 许继电气, 信捷电气, 炬华科技, 汇川技术, 伟创电气, 国电南瑞, 威胜信息, 宏发股份, 平高电气

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。