业绩大超预期，高质量成长叠加变革红利释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-11-02
收盘价（元）	64.24
近 12 个月最高/最低（元）	67.30/23.08
总股本（百万股）	1731
流通股本（百万股）	1381
流通股比例（%）	75.74
总市值（亿元）	1105
流通市值（亿元）	887

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩
执业证书号：S0010520080005
分析师：李疆
执业证书号：S0010520060002

相关报告
1、《汇川技术：国际客户牵引战略落地，自动化业务加速进口替代》20200608
2、《汇川技术：业绩超预期，拐点已至》20200708
3、《汇川技术：工控巨头，乘风而上》202000819
4、《汇川技术：工控巨头，新起点再次腾飞》20201020

事件：公司发布三季报，1-9 月实现营收 80.98 亿，同比增长 65%，归母净利润 14.98 亿，同比增长 132%，扣非净利润 14.27 亿元，同比增长 152%。

单三季度：收入 33.14 亿，同比 51.39%，归母净利润 7.24 亿，同比增长 192%。毛利率 38.69%，同比上升 3.84pct，环比下滑 1.73pct，净利润率 22.78%，同比上升 9.91pct，环比上升 3.38pct。

预计 2020 年全年净利润 18.09-22.85 亿元，同比增长 90%-140%。

核心观点：业绩大超预期，上调盈利预测。三季报反应了公司高质量的成长和变革红利逐步释放，公司目前是 A 股中最有可能成长为智能制造平台型企业的标的，疫情背景下自动化份额呈现加速提升态势，新能源汽车国际客户牵引战略落地，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，维持“买入”评级。

点评：

➢ **业绩大超预期，主业高增长叠加盈利能力改善。**

从单三季度口径拆解收入和净利润增长的逻辑：

① 通自动化业务同比增长 83%，新能源汽车业务同比增长 162%，电梯电气大配套业务同比增长 16.91%。

② 产品结构变化及供应链建设带来毛利率提升。高毛利产品伺服、PLC 等占比提升，同时拉通了工控产品供应链。以及新能源汽车精益生产加上规模效应带来毛利率上行。

③ 销售费用率、研发费用率大幅降低，一方面是降本增效经营策略显现，另一方面“下沉”市场经销也带来研发、销售摊销减少。

➢ **通用自动化业务高质量增长，“上顶下沉”拓宽业务边界。**

单三季度通用变频器同比+55%，伺服同比+117%，PLC 同比+154%。透视前三季度通用自动化业绩增长特征，先进制造领跑（伺服、PLC），高端制造多点开花（变频器下游风机、起重、空压等）。公司层面主要来自四点因素：1、进攻型组织。推行“保供给策略”，利用竞争对手交付能力受疫情影响衰退，大幅抢占市场份额。2、进口替代。在高端应用市场，中美贸易摩擦背景下，客户主动选择优质国产品牌。3、综合解决方案深化。控制+驱动+工艺+软件一体化的解决方案为客户提供更高价值量。4、利用产能与渠道优势，针对下沉市场加强分销。本轮疫情给汇川带来的不是一次性抢单，而是中长期国产替代的临界点，今年将成为公司自动化业务的分水岭，后疫情时代，公

司有望依靠产能、供应链、渠道力、综合解决方案等优势继续提升市场份额。

- **新能源业务加速减亏，定点海外主机厂推动客户开拓与供应链建设。**新能源赛道成长性极强，对研发、制造、供应链流程管控体系要求远超工业品，资本开支依赖规模效应的平衡，减亏的时点意味业务具备自身造血能力。公司乘用车产品在国内已定点超过 8 家主机厂，成为 3 家造车新势力主供，并进入广汽、长城等一线车企供应体系。20Q3 公司乘用车电控装机爆发式增长，1-9 月市占率排名第一，汽车电子业务加速。同时公司乘用车产品陆续定点国际主机厂，标志公司研发制造、质量管理体系实现从工业品到汽车电子的跨越，供应链议价能力有望逐步提升，规模效应也将反哺供应链，新能源业务进入良性循环。

- **费用端持续改善，管理变革红利开始释放。**2017-2019 年公司受制于新能源汽车与定制化模式瓶颈，人均收入和利润增长率下滑。公司于 2019 年启动第四次组织架构调整，以效益为导向严控成本，费用端逐季改善，20Q3 销售费用率同比-1.63pct，环比-0.89pct，管理费用率同比-1.49pct，环比-0.62pct，研发费用率同比-3.36pct，环比-1.59pct。2020 年为公司“降本增效”年，管理变革优化，公司对内部费用及项目费用严格考核，同时强产品平台下，通用品的经销降低了费用摊销，我们判断四季度盈利能力有望继续抬升。另外研发费用率未来仍将保持 8%-9%底线，高强度研发保障发展张力。

投资建议

上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 22.08/28.57/37.13 亿元，同比增速分别为 132%/29%/30%，对应 PE49X/38X/29X。公司目前是 A 股中最有可能成长为智能制造平台型企业的标的，疫情背景下自动化份额呈现加速提升态势，新能源汽车国际客户牵引战略落地，组织架构变革下，公司盈利能力拐点向上，维持“买入”评级。

风险提示

1、下沉策略实施受阻；2、工业自动化景气度下行；3、新能源汽车研发进展受阻；4、组织架构调整与管理变革受阻；

重要财务指标 单位:百万元

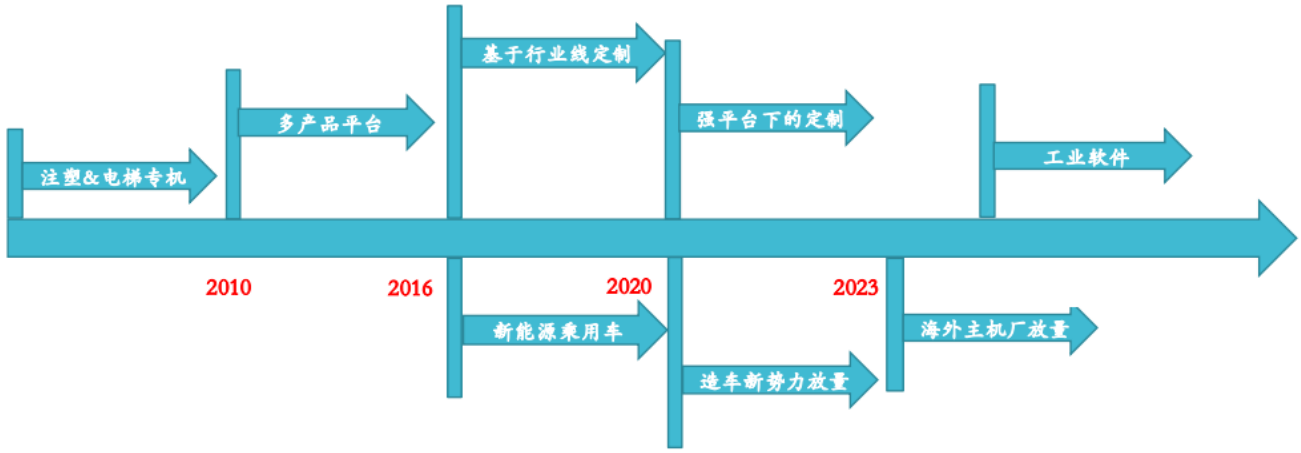
主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7390	11940	14592	18915
收入同比(%)	26%	61%	22%	29%
归属母公司净利润	951	2208	2857	3713
净利润同比(%)	-18%	132%	29%	30%
毛利率(%)	38%	39%	39%	38%
ROE(%)	11%	20%	21%	21%
每股收益(元)	0.55	1.28	1.65	2.14
P/E	112.76	48.94	37.83	29.11
P/B	12.46	9.91	7.84	6.17

EV/EBITDA	103.08	46.48	35.21	25.89

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务数据&行业数据

图表 1 从时间维度看公司成长逻辑



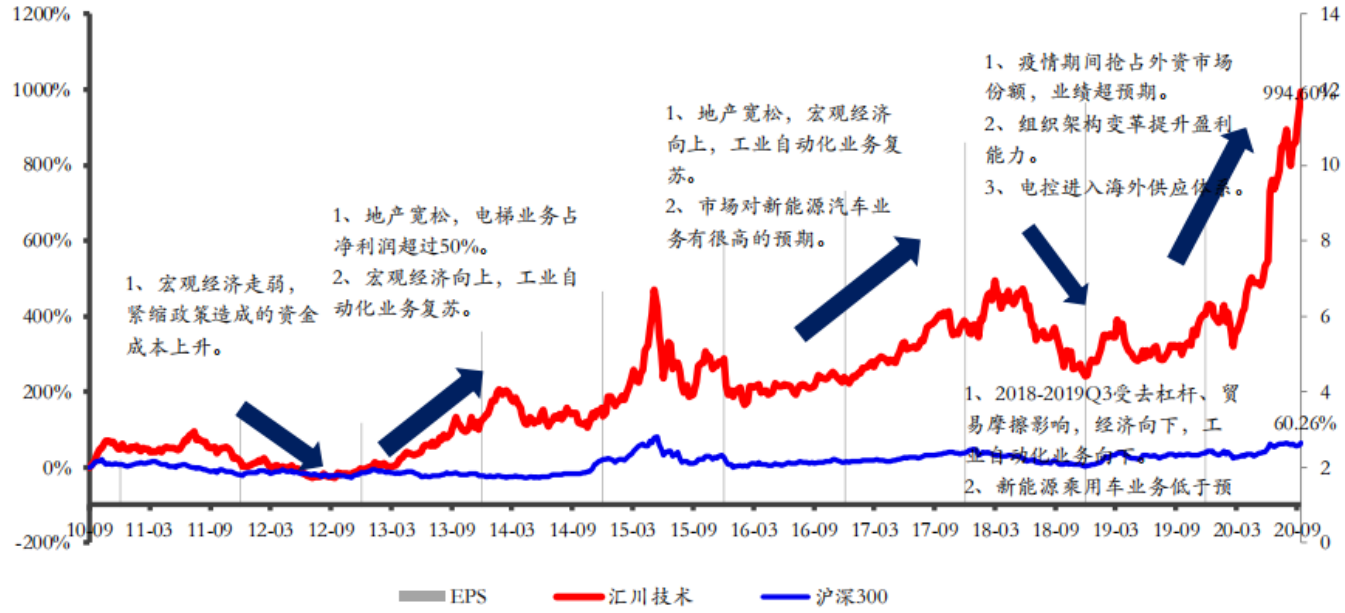
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 第三次组织架构变革后形成强产品平台+高端定制模式



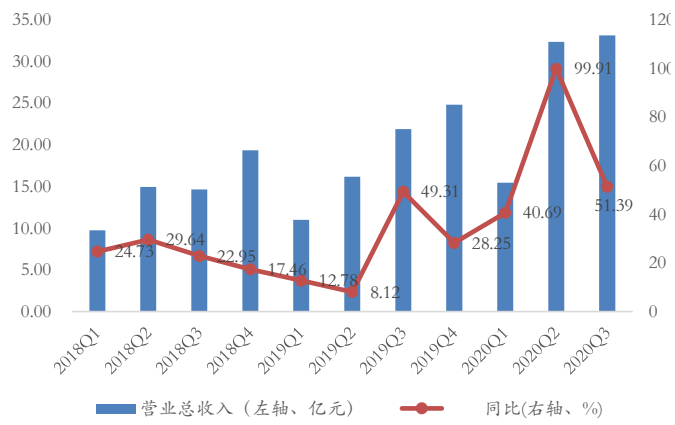
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司历史股价复盘



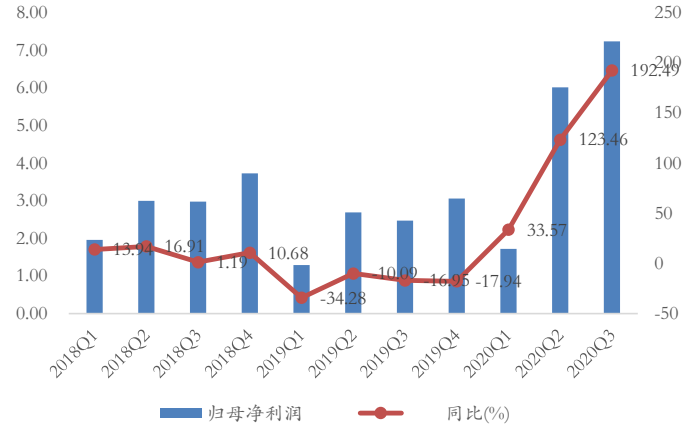
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 2018Q1-2020Q3 营收同比增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 2018Q1-2020Q3 净利润同比增速



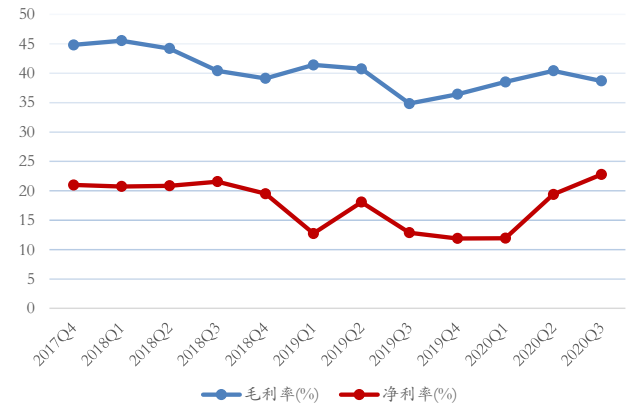
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 管理费用、销售费用、研发费用率环比继续改善

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业总成本	84.58	85.35	82.62	85.42	86.42	90.36	88.04	91.20	88.69	92.74	81.50	78.22
营业成本	55.18	54.46	55.78	59.59	60.87	58.59	59.25	65.15	63.58	61.47	59.58	61.31
税金及附加	0.83	0.94	0.83	0.77	0.65	0.77	0.64	0.56	0.60	0.51	0.51	0.47
销售费用	10.29	9.21	8.28	8.34	8.70	9.67	8.80	7.82	8.33	8.54	7.08	6.19
同比（%）					*-1.59*	*0.46*	*0.52*	*-0.52*	*-0.37*	***-1.13***	***-1.72***	***-1.63***
环比（%）		*-1.08*	*-0.93*	*0.06*	*0.36*	*0.97*	*-0.87*	*-0.98*	*0.51*	*0.21*	*-1.46*	*-0.89*
管理费用	15.78	22.60	17.84	4.79	4.18	6.30	5.63	5.75	5.52	7.36	4.88	4.26
同比（%）					*-11.60*	*-16.30*	*-12.21*	*0.96*	*1.34*	*1.06*	***-0.75***	***-1.49***
环比（%）		*6.82*	*-4.76*	*-13.05*	*-0.61*	*2.12*	*-0.67*	*0.12*	*-0.23*	*1.84*	*-2.48*	*-0.62*
研发费用				11.53	10.15	14.45	13.08	10.66	10.13	13.99	8.89	7.30
同比（%）					*10.15*	*14.45*	*13.08*	*-0.87*	*-0.02*	*-0.46*	***-4.19***	***-3.36***
环比（%）		*0.00*	*0.00*	*11.53*	*-1.38*	*4.30*	*-1.37*	*-2.42*	*-0.53*	*3.86*	*-5.10*	*-1.59*
财务费用	-0.77	-1.86	-0.42	0.40	0.29	0.55	0.38	1.25	0.54	0.87	0.55	-1.32
同比（%）					*1.06*	*2.41*	*0.80*	*0.85*	*0.25*	*0.32*	*0.17*	*-2.57*
环比（%）		*-1.09*	*1.44*	*0.82*	*-0.11*	*0.26*	*-0.17*	*0.87*	*-0.71*	*0.33*	*-0.32*	*-1.87*

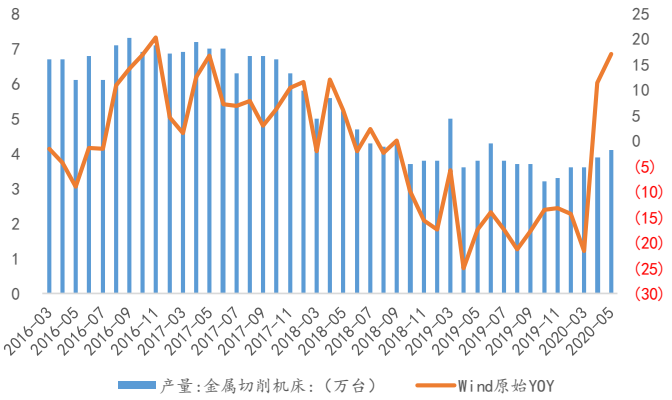
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 2017Q4-2020Q3 净利润率与毛利率



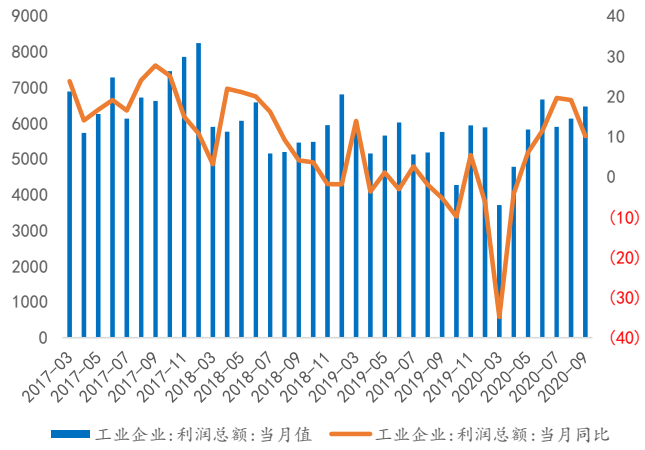
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 日本对华机床出口数据



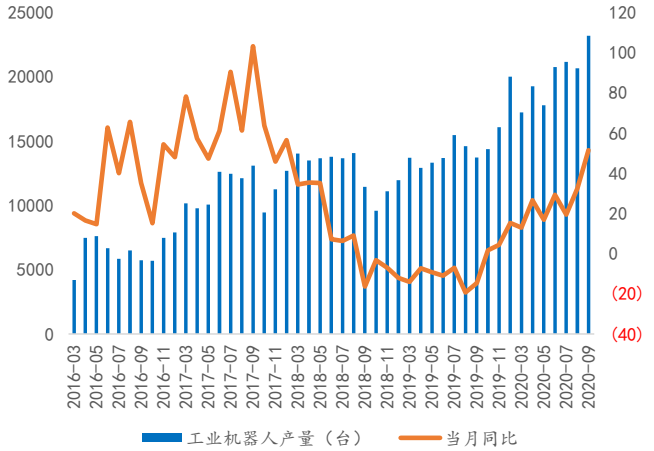
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 9 月工业企业利润同比增长 10.1%



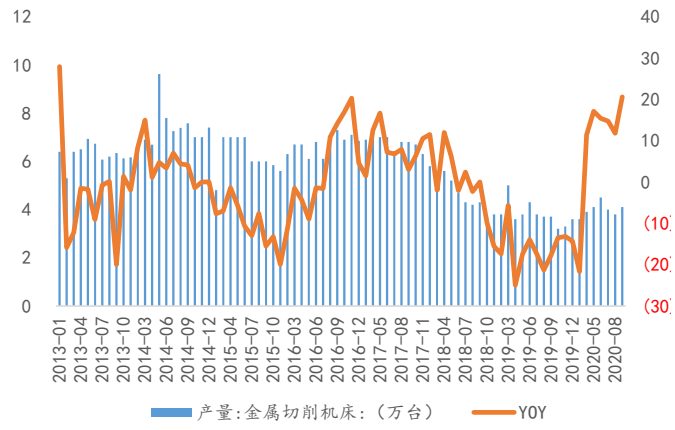
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 9 月工业机器人产量同比增长 51.4%



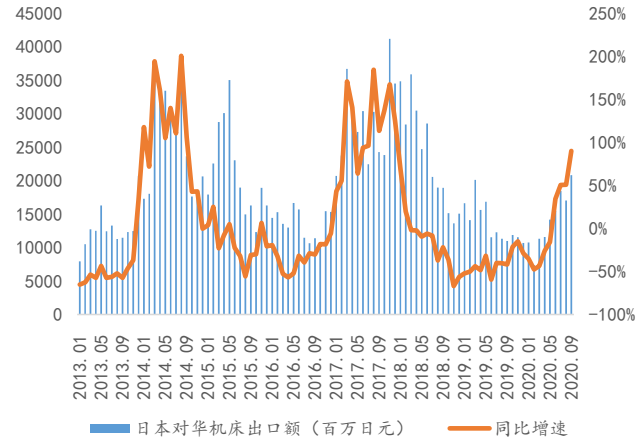
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 9 月金属切削机床产量同比增长 20.6%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 日本对华机床出口数据持续改善



资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9512	14747	18227	23758
现金	1752	3195	5211	8034
应收账款	2432	3410	4204	5451
其他应收款	25	68	78	100
预付账款	80	123	147	196
存货	1710	2381	2895	3791
其他流动资产	3513	5572	5693	6186
非流动资产	5374	5683	6037	6358
长期投资	875	944	1014	1085
固定资产	1643	1882	2123	2339
无形资产	2611	2610	2654	2688
其他非流动资	246	246	246	246
资产总计	14886	20430	24264	30116
流动负债	5268	8274	9150	11189
短期借款	1264	1696	1365	1081
应付账款	1501	1822	2202	2903
其他流动负债	2503	4755	5583	7205
非流动负债	682	900	850	749
长期借款	472	690	640	540
其他非流动负	210	210	210	210
负债合计	5950	9174	10000	11938
少数股东权益	319	429	580	780
股本	1732	1732	1732	1732
资本公积	2813	2813	2813	2813
留存收益	4284	6493	9350	13063
归属母公司股东	8618	10827	13684	17397
负债和股东权	14886	20430	24264	30116

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1310	1359	3058	3856
净利润	1010	2320	3008	3913
折旧摊销	218	244	286	327
财务费用	56	91	96	79
投资损失	-76	-70	-70	-71
营运资金变动	92	-1219	-257	-385
其他经营现金	10	-7	-7	-7
投资活动现金	-1307	-476	-564	-570
资本支出	-249	-476	-564	-570
长期投资	-789	0	0	0
其他投资现金	-269	0	0	0
筹资活动现金	1742	559	-478	-464
短期借款	689	432	-331	-285
长期借款	382	218	-50	-100
普通股增加	309	0	0	0
资本公积增加	0	-105	-117	-120
其他筹资现金	362	13	21	41
现金净增加额	1746	1443	2016	2822

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7390	11941	14592	18916
营业成本	4608	7318	8937	11722
营业税金及附加	46	87	103	132
销售费用	627	812	876	1059
管理费用	423	549	700	832
财务费用	53	-12	0	5
资产减值损失	-41	0	0	0
公允价值变动收	11	0	0	0
投资净收益	76	70	70	71
营业利润	1047	2451	3168	4121
营业外收入	13	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	1056	2459	3174	4129
所得税	46	139	166	216
净利润	1010	2320	3008	3913
少数股东损益	58	111	151	200
归属母公司净利润	952	2209	2857	3713
EBITDA	1049	2308	2979	3927
EPS（元）	0.55	1.28	1.65	2.14

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	25.81	61.57	22.21	29.63
营业利润(%)	-18.35	134.03	29.24	30.10
归属于母公司净利	-18.42	132.03	29.36	29.95
获利能力				
毛利率(%)	37.65	38.72	38.76	38.03
净利率(%)	12.88	18.50	19.58	19.63
ROE(%)	11.05	20.40	20.88	21.34
ROIC(%)	13.02	25.76	31.49	39.06
偿债能力				
资产负债率(%)	39.97	44.90	41.21	39.64
净负债比率(%)	20.26	22.13	14.73	9.37
流动比率	1.81	1.78	1.99	2.12
速动比率	1.48	1.49	1.68	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.68	0.65	0.70
应收账款周转率	3.36	4.09	3.83	3.92
应付账款周转率	6.37	7.19	7.25	7.41
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.55	1.28	1.65	2.14
每股经营现金流	0.76	0.79	1.78	2.24
每股净资产(最新	5.01	6.30	7.96	10.12
估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	112.76	48.94	37.83	29.11
P/B	12.46	9.91	7.84	6.17
EV/EBITDA	103.08	46.48	35.21	25.89

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

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%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 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。 市场基准指数为沪深 300 指数。