汇川技术（300124）三季报报点评

业绩再次大超预期、工控和电控双王崛起

买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,390	11,722	15,202	19,942
同比（%）	25.8%	58.6%	29.7%	31.2%
归母净利润（百万元）	952	2278	2922	3845
同比（%）	-18.4%	139.3%	28.3%	31.6%
每股收益（元/股）	0.55	1.32	1.70	2.24
P/E（倍）	116.94	48.49	37.81	28.73

投资要点

- **Q3 收入同比+51%、利润+192%，业绩大超预期。**Q1-3 收入 81.0 亿、同比+65%，利润 15.0 亿，同比+132%；Q3 营收 33.1 亿，同比+51%，利润 7.2 亿，同比+192%，剔除 BST（按收入 9 亿、利润 9000 万测算）Q1-3 收入 58.9 亿，同比+41%，备考净利润 13.0 亿，同比+108.7%，Q3 收入 24.1 亿（+64%）、利润 6.3 亿（+227%），业绩大超预期，公司预期全年业绩 18.1-22.8 亿（+90~140%），我们认为实际在上限附近。

- **盈利能力超预期改善，**Q3 归母净利率 21.84%，同比+10.5pct、环比+3.24pct，来自：1）Q3 毛利率 38.7%，同比+3.8pct、环比-1.7pct 仍在高位；2）费用率环比超预期下降，Q3 销售、管理、研发费用 5.9 亿，费用率 17.7%，同比-6.5pct、环比-3.1pct，来自降本增效、费用管控；3）因汇兑收益、利息上升，Q3 财务费用-0.44 亿产生正贡献。

- **行业全面反转、汇川“上顶下沉”抓机会，Q3 同比+78%大超预期。**Q3 行业全面反转，汇川优势的先进制造电子、锂电、光伏需求高增长，传统行业起重、纺织、注塑等需求复苏，Q3 行业需求同增 6.7%，景气度进一步提升。此外内资企业的竞争力、工程师红利在海外疫情、贸易摩擦的大背景下持续凸显，进口替代显著加速，龙头汇川尤其受益。汇川通过“上顶下沉”全面抓机会，Q1-3 通用（含电液）收入 34.0 亿（+64%），Q3 工控行业收入 12.78 亿、同比+78%，其中预计伺服、PLC 超翻倍增长，变频预计 30-50%、电液伺服 20-30%增长，且 Q3 由于没有口罩影响，实际经营的景气度改善尤其明显，机器人 Q1-3 收入 1.2 亿，同比+71%。上调全年工控增速至 60%以上、预计明年仍有 40%增长。

- **电机电控进入收获期，新势力放量、海内外客户全面突破。**电机电控 Q1-3 收入 6.3 亿，同比+85%，其中 Q3 3 亿，同比+162%，乘用车方面新势力客户理想、小鹏、威马快速放量，Q1-3 汇川乘用车装车 7.4 万台，同比+370%，Q3 装车 3.7 万台，市占率提升至 11.8%，客户方面内资一线、海外奥迪 DCDC 等 TOP 车企持续突破，后续有望斩获更多订单。物流车高增长、客车暂时承压。电动车预计今年收入高增长、利润大幅减亏 1 亿，实际减亏进度有望超预期，预计 2022 年盈亏平衡。

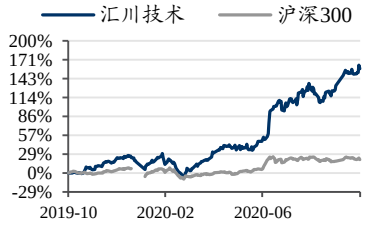
- **电梯增长提速，打造全球龙头的电梯零部件公司。**电梯+BST Q1-3 收入 31.7 亿，同比+82%（含并表影响），Q3 收入 13.1 亿，同比+17%，Q3 增长提速，汇川+BST 加快融合，打造全球龙头的电梯零部件公司。

- **盈利预测与投资评级：**上调 2020-22 年业绩至 22.8 亿/29.2 亿/38.5 亿，同比+139%/+28%/+32%，考虑 21-23 年需摊销股权激励费用 1.9 亿、1 亿、0.5 亿，给予目标价 93.5 元，对应 21 年 55 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.24
一年最低/最高价	23.08/67.30
市净率(倍)	11.14
流通 A 股市值(百万元)	88743.74

基础数据

每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	41.43
总股本(百万股)	1719.72
流通 A 股(百万股)	1381.44

相关研究

1、《汇川技术（300124）：股权激励彰显信心，定增收购 PLC 股权、加码智能制造》2020-09-24
2、《汇川技术（300124）中报点评：工控王者归来，电控高歌猛进》2020-08-18
3、《汇川技术（300124）：工控龙头王者归来，中报预告大超预期》2020-07-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Q3 收入+51.4%、利润+192.5%，业绩大超预期，体现出极强的经营α。公司 Q1-3 营收 80.98 亿元，同比+65.00%；归母净利润 14.98 亿元，同比+131.93%。20Q3 实现营收 33.14 亿元，同比+51.39%，环比+2.41%；归母净利润 7.24 亿元，同比+192.49%，环比+20.25%。剔除 BST 并表影响（BST Q3 按 9 亿收入、0.9 亿利润假设），Q1-3 备考收入 58.91 亿，同比+40.6%，Q1-3 备考归母净利润 12.98 亿，同比+108.7%；Q3 收入 24.1 亿、同比+64.1%，利润 6.34 亿，同比+227.4%。**整体而言，汇川业绩大超预期来自通用自动化高增长（Q3 增长 78%超预期），叠加盈利能力大幅改善（Q3 净利率 26.25%、同比+11.06pct、环比+5.11pct），目前订单仍旺盛，预计全年继续高增，公司预测全年业绩 18.1-22.8 亿，同比+90%~140%，我们预计实际业绩在预测上限附近。**

表 1：汇川技术三季报核心财务数据

汇川技术	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	80.98	49.08	65.0%	33.14	21.89	51.4%	32.37	2.4%
营业收入（扣除贝思特）	58.91	41.90	40.6%	24.14	14.71	64.1%	23.51	2.7%
毛利率	39.35%	38.27%	1.08pct	38.69%	34.85%	3.84pct	40.42%	-1.73pct
营业利润	16.77	7.32	129.1%	8.13	2.92	178.3%	6.74	20.7%
利润总额	16.74	7.37	127.0%	8.08	2.94	174.6%	6.79	19.0%
归属母公司净利润	14.98	6.46	131.9%	7.24	2.47	192.5%	6.02	20.3%
归母净利润（扣除贝思特）	12.98	6.22	108.7%	6.34	2.23	227.4%	4.97	31.1%
扣非归母净利润	14.27	5.65	152.4%	7.25	2.22	227.4%	5.53	31.1%
归母净利率	18.50%	13.16%	5.34pct	21.84%	11.30%	10.54pct	18.60%	3.24pct
归母净利率（扣除贝思特）	22.03%	14.84%	7.27pct	26.25%	15.19%	11.06pct	21.14%	5.11pct
股本	17.20	16.62	-	17.20	16.61	-	17.20	-
EPS	0.87	0.39	124.1%	0.42	0.15	182.5%	0.35	20.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

※贝思特并表按 Q3 收入 9 亿、归母净利润 0.9 亿测算

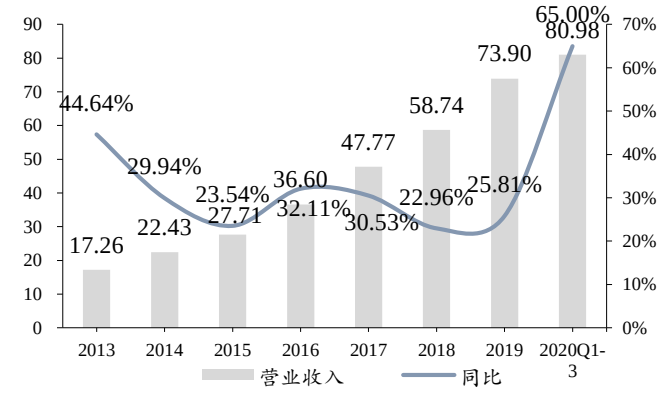
表 2：汇川技术分季度核心财务数据

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	3Q2020
营业收入	975	1,497	1,466	1,935	1,100	1,619	2,189	2,482	1,548	3,237	3,314
营业收入 YoY	25%	30%	23%	17%	13%	8%	49%	28%	41%	100%	51%
营业成本	531	835	874	1,178	644	959	1,426	1,578	951	1,928	2,032
营业税金及附加	9	12	11	13	8	10	12	15	8	25	40
销售费用	90	124	122	168	106	142	171	207	132	229	205
管理费用	220	267	239	277	69	91	126	137	114	158	141
研发费用					159	212	233	251	216	288	242
财务费用	(18)	(6)	6	6	6	6	27	13	14	18	(44)
营业利润	217	336	323	407	150	290	292	316	190	674	813
归母净利润	196	300	298	373	129	269	247	306	172	602	724
主营业务毛利率	45.5%	44.2%	40.4%	39.1%	41.4%	40.8%	34.8%	36.4%	38.5%	40.4%	38.7%
销售费用率	9.2%	8.3%	8.3%	8.7%	9.7%	8.8%	7.8%	8.3%	8.5%	7.1%	6.2%
管理费用率	22.6%	17.8%	16.3%	14.3%	6.3%	5.6%	5.8%	5.5%	7.4%	4.9%	4.3%
研发费用率					14.4%	13.1%	10.7%	10.1%	14.0%	8.9%	7.3%
财务费用率	-1.9%	-0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	0.4%	1.2%	0.5%	0.9%	0.6%	-1.3%
净利润率	20.1%	20.0%	20.3%	19.3%	11.7%	16.6%	11.3%	12.3%	11.1%	18.6%	21.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

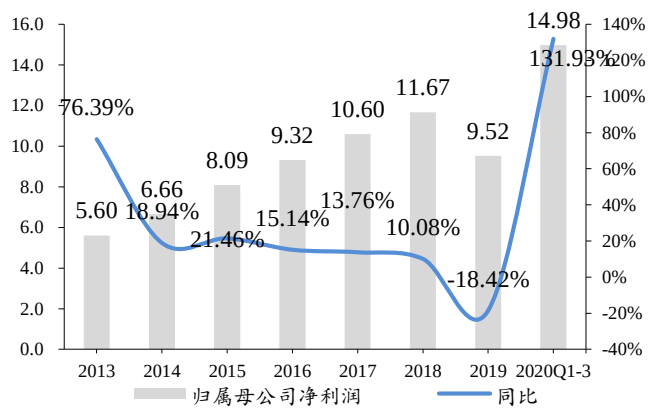
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：Q1-3 收入 80.98 亿元，同比+65.00%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

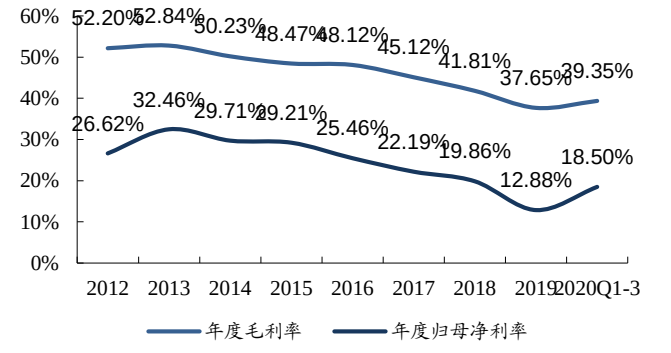
图 2：Q1-3 归母净利润 14.98 亿元，同比+131.93%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

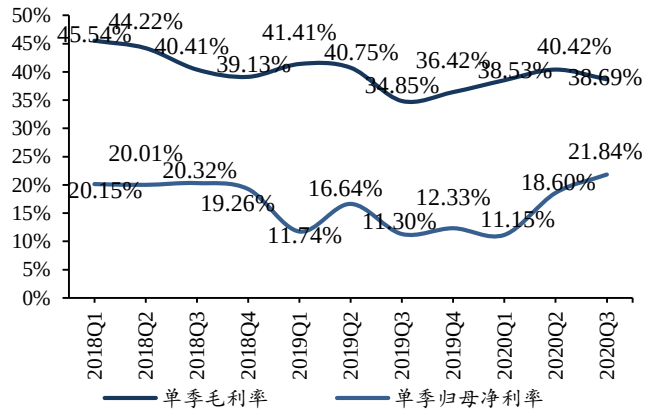
Q3 盈利能力大幅改善，毛利率维持高位、降本控费效率明显，同时财务费用正贡献，费用率下降幅度大超预期。Q1-3 毛利率为 39.35%，同比上升 1.08pct，Q3 毛利率 38.69%，同比上升 3.84pct，环比下降 1.73pct；Q1-3 归母净利率为 18.50%，同比上升 5.34pct，Q3 归母净利率 21.84%，同比上升 10.54pct，环比上升 3.24pct。盈利能力大幅改善来自：1）产品结构变化，毛利率的伺服、PLC 等产品销售同比大幅增长（环比占比略有下降）；2）管理变革、降本增效措施初显成效，销售费用、管理费用、研发费用增速低于收入增速；3）Q3 因汇兑受益、利息增加，财务费用产生正贡献。

图 3：Q1-3 毛利率、净利率同比+1.08、+5.34pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：Q3 毛利率、净利率同比+3.84、+10.54pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：汇川技术分业务拆分

	累计值			当季值		
	20Q1	20Q1-2	20Q1-3	20Q1	20Q2	20Q3
通用自动化（含电液SBU）	6.9	21.18	33.96	6.9	14.28	12.78
YoY	*24%*	*56%*	*64%*	*24%*	*78%*	*78%*
电梯大配套（本部+BST）	6	18.57	31.71	6	12.57	13.14
YoY	*149%*	*200%*	*82%*	*149%*	*233%*	*17%*
其中：电梯本部	1.79	5.50	9.64	1.79	3.71	4.14
YoY	*-26%*	*-11%*	*-6%*	*-26%*	*-2%*	*2%*
BST	4.21	13.07	22.07	4.21	8.86	9.00
新能源汽车	0.9	3.29	6.31	0.9	2.39	3.02
YoY	*20%*	*46%*	*85%*	*20%*	*59%*	*162%*
工业机器人	0.28	0.76	1.2	0.28	0.48	0.44
YoY	*33%*	*65%*	*71%*	*33%*	*92%*	*81%*
轨道交通	0.15	0.95	2.17	0.15	0.80	1.22
YoY	*-82%*	*-58%*	*-28%*	*-82%*	*-44%*	*65%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业 Q3 延续复苏轨道，先进制造电子、锂电、光伏、物流、工业机器人等需求旺盛，基建相关行业快速增长，传统行业纺织、注塑等需求回升，叠加进口替代加速，内资份额不断提升；汇川产品迭代叠加管理、营销发力，Q1-3 汇川通用自动化业务（含电液 SBU）收入 33.96 亿、同比+64%，其中 Q3 收入 12.78 亿、同比+78%，全年工控有望高增 60%以上，同时盈利能力大幅改善。

- **Q3 行业全面反转，汇川优势的先进制造行业高增长、传统行业复苏，**景气度进一步好于 Q2。19Q4 起工控行业开始弱复苏，20Q1 受疫情影响行业同比-12.4%、Q2 恢复至+6.4%、Q3 增长 6.7%，其中 OEM 行业同比+11%、项目型市场+2%，考虑到 Q2 有部分 Q1 递延的需求，Q3 的实际景气度好于 Q2。从下游来看，先进制造的电子及半导体（+22.2%）、锂电（+22%）、物流（+19.2%）、工业机器人（+25.7%）等行业需求强劲，基建相关的工程机械（+30.6%）、起重（+11%）、电梯（+8%）高增长，传统行业纺织（+4%)、包装（+11.7%）等也开始复苏，同时疫情的反复是的口罩机、熔喷布有持续需求。从宏观 PMI、制造业固投等指标观察行业环比逐月改善，中观工业机器人、机床销售数据增长强劲，微观工控企业订单 Q3 较 Q2 增长进一步提速。分产品来看，先进制造拉动下低压变频、交流伺服、小型 PLC 增速分别为+12.9%、+13.9%、+20.6%。

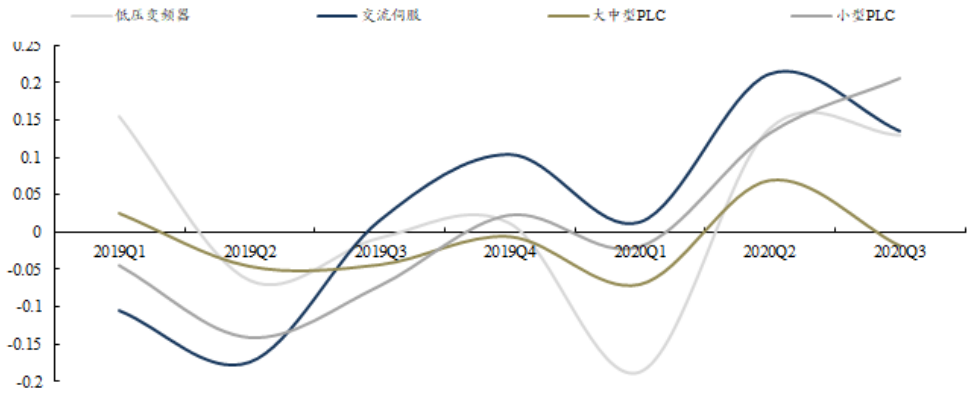
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 4：工控行业季度增速统计

单位：	2019								2020					
百万元	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2020Q2	YoY	2020Q3	YoY
OEM市场合计	**16051**	**-8.9%**	**17290**	**-14.9%**	**15684**	**-2.9%**	**15832**	**14.7%**	**15248**	**-5.0%**	**19670**	**13.8%**	**17409**	**11.0%**
机床	4328	-30.6%	4737	-28.3%	3602	-18.5%	4088	25.1%	3229	-25.4%	5495	16.0%	**4100**	13.8%
电子及半导体	1149	-7.9%	1427	-0.7%	1473	7.5%	1386	30.5%	1355	17.9%	1855	30.0%	**1800**	22.2%
电池制造设备	676	10.6%	743	11.1%	677	13.2%	612	19.5%	777	14.9%	921	24.0%	**826**	22.0%
纺织机械	993	-11.1%	1213	-14.8%	1118	-12.9%	878	-8.3%	645	-35.0%	1128	-7.0%	**1163**	4.0%
暖通空调	550	20.9%	690	17.5%	709	20.0%	538	20.9%	638	16.0%	828	20.0%	**837**	18.1%
包装机械	648	-5.1%	802	-12.8%	788	-5.7%	694	-0.3%	583	-10.0%	922	15.0%	**880**	11.7%
起重机械	655	19.7%	628	-13.3%	563	-12.7%	430	-4.4%	556	-15.1%	703	11.9%	**625**	11.0%
物流设备	452	6.4%	603	6.5%	629	9.8%	491	11.8%	510	12.8%	760	26.0%	**750**	19.2%
电梯	687	-3.0%	996	-3.0%	918	-2.4%	835	19.1%	500	-27.2%	1135	14.0%	**991**	8.0%
工业机器人	431	-15.2%	456	-10.9%	417	4.3%	401	25.7%	366	-15.1%	570	25.0%	**524**	25.7%
食品饮料机械	359	-6.5%	459	-1.3%	444	-3.5%	363	4.9%	300	-16.4%	491	7.0%	**466**	5.0%
橡胶机械	335	1.8%	388	1.3%	367	0.3%	297	3.1%	288	-14.0%	318	-18.0%	**371**	1.1%
塑料机械	356	-9.0%	464	-5.5%	458	-0.9%	370	3.1%	284	-20.2%	445	-4.1%	**472**	3.1%
印刷机械	291	-11.3%	363	-8.3%	360	-8.2%	297	-3.9%	238	-18.2%	254	-30.0%	**349**	-3.1%
纸巾机械	207	-3.7%	280	-1.4%	266	6.8%	228	17.5%	238	15.0%	330	17.9%	**296**	11.3%
3C制造设备	196	-18.0%	185	-20.6%	206	-3.7%	207	19.0%	221	12.8%	237	28.1%	**240**	16.5%
建材	204	-1.0%	246	3.8%	251	4.6%	236	10.8%	210	2.9%	276	12.2%	**274**	9.2%
工程机械	218	11.8%	294	9.7%	314	7.9%	212	12.2%	189	-13.3%	426	44.9%	**410**	30.6%
制药机械	148	-2.0%	163	0.0%	156	2.0%	148	11.3%	122	-17.6%	202	23.9%	**190**	21.8%
造纸	130	-7.1%	183	-2.7%	182	-3.7%	146	-2.0%	110	-15.4%	172	-6.0%	**178**	-2.2%
陶瓷卫浴	51	10.9%	60	13.2%	57	16.3%	43	16.2%	48	-5.9%	66	10.0%	**62**	8.8%
烟草机械	23	0.0%	30	7.1%	35	6.1%	29	3.6%	23	0.0%	28	-6.7%	**34**	-2.9%
其他	2964	21.5%	1880	-28.9%	1694	22.0%	2903	14.2%	3818	28.8%	2106	12.0%	**1571**	-7.3%
项目型市场合计	**13955**	**14.2%**	**14087**	**-4.0%**	**14516**	**0.6%**	**13240**	**2.8%**	**11024**	**-21.0%**	**13716**	**-2.6%**	**14800**	**2.0%**
化工	3066	22.6%	3198	8.6%	2728	12.6%	2424	5.4%	2084	-32.0%	3006	-6.0%	2700	-1.0%
市政及公共设施	2315	31.5%	2741	16.4%	2888	18.8%	2611	21.4%	2019	-12.8%	3222	17.5%	3367	16.6%
石化	1625	28.2%	1476	5.6%	1724	12.6%	1489	8.5%	1443	-11.2%	1579	7.0%	1827	6.0%
电力	1540	8.1%	1759	-4.5%	1695	-5.3%	1566	-1.8%	1132	-26.5%	1337	-24.0%	1250	-26.3%
冶金	887	33.8%	1022	21.7%	1045	23.1%	1000	30.2%	733	-17.4%	1175	15.0%	1350	29.2%
汽车	468	9.6%	681	-0.3%	451	6.4%	345	1.2%	290	-38.0%	627	-7.9%	374	-17.1%
采矿	192	28.0%	214	18.9%	294	26.2%	271	26.0%	193	0.5%	197	-7.9%	303	3.1%
造纸	182	0.0%	182	-7.1%	224	-7.4%	192	-11.9%	152	-16.5%	173	-4.9%	206	-8.0%
其他	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%	2400	-14.7%	3423	-1.3%
工控行业合计	**30006**	**0.5%**	**31377**	**-10.3%**	**30200**	**-1.2%**	**29072**	**8.9%**	**26272**	**-12.4%**	**33386**	**6.4%**	**32209**	**6.7%**

数据来源：MIR，东吴证券研究所

图 5：工控行业分产品增速



数据来源：MIR，东吴证券研究所

- **海外疫情催化、内资企业竞争力、工程师红利进一步凸显，进口替代与行业集中度提升加速。**Q2 起海外疫情持续发酵，Q3 多地疫情不断反复，部分国内市场的外资工控供应商产品供应紧张，内资厂商的工程师红利和竞争力得到进一步凸显，同时贸易摩擦使得工业企业供应链安全尤为重要，几大因素加速了内资龙头进口替代进程，尽管目前外资供应能力逐步恢复，但部分下游厂商已经加速完成了国产化切换，进口替代仍在加速；而在内资工控企业中汇川的供应能力最强，在进口替代加速的进程中最为受益。

表 5：工控行业企业月度经营增速统计

产品类型		伺服				低压变频器		中大PLC
厂商		安川	松下	台达	禾川	ABB	安川	施耐德
销售/订单		销售	销售	销售	销售	销售	销售	订单
2020Q1	202001	1.3	0.9	0.89		3.13	0.5	
	GR	0%	-2%	-17%		-20%	-17%	
	202002	0.75	0.71	0.36		1.57	0.22	0.35
	GR	7%	-13%	4%		-77%	-51%	-20%
	202003	1.6	1.48	1.52	1.16	3.79	0.7	0.28
	GR	-6%	20%	-2%	120%	4%	0%	-54%
2020Q2	202004	2.65	2.16	1.56	0.84	4.14	0.9	0.4
	GR	33%	21%	38%	200%	51%	0%	17%
	202005	2.4	2.01	1.63	0.38	5.35	1	0.7
	GR	17%	16%	40%	20%	179%	11%	18%
	202006	2	1.78	1.66	0.39	2.37	0.9	0.6
	GR	54%	6%	38%	15%	-18%	-10%	10%
2020Q3	202007	1.5	1.8	1.47	0.42	3.5	0.8	0.7
	GR	15%	52%	55%	40%	9%	14%	14%
	202008	1.5	1.34	1.26	0.39	3.1	0.75	0.6
	GR	15%	26%	22%	28%	10%	-6%	8%
	202009	1.4	0.99	1.5	0.38	2.8	0.78	0.8
	GR	0%	-24%	18%	25%	13%	3%	10%

数据来源：MIR，东吴证券研究所

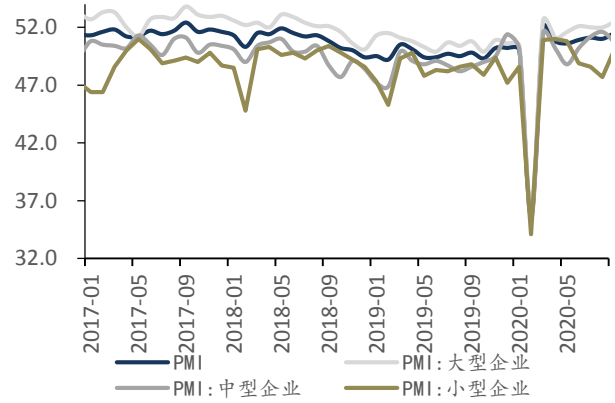
- **“上顶下沉”全面抓机会，Q1-3 工控同比+64%大超预期，目前订单仍旺，全年有望实现 60%以上高增。**Q1-3 汇川通用自动化业务（含电液 SBU）实现收入 33.96 亿，同比+64%，其中通用伺服、PLC&HMI 预计翻倍增长，变频预计 30-50%高增长，电液预计 20-30%增长，Q3 单季度通用自动化收入 12.78 亿，同比+78%、大超预期，考虑到 Q2 有口罩机影响、Q3 实际增速改善更明显。优势的先进制造电子 3C、锂电、光伏等高增、传统行业纺织、印包、电液、起重等复苏，叠加进口替代加速背景下、汇川“上顶下沉”战略驱动份额快速扩张。订单角度，Q3 基本延续 Q2 的高增态势，Q4 将继续维持高增长，上调全年工控业务增长预期至 60%以上，预计明年增速仍有 40%以上。

- **通用产品毛利率同比提升显著。**20Q1-3 起汇川通用产品毛利率同比显著改善，

预计 Q3 环比基本持稳，来自：1）19 年推出伺服新平台产品 SV660、PLC 新平台产品等，销售价格、毛利率提升；2）降本增效措施初显成效，去年底组织变革以来注重内部挖潜和工艺优化，伺服、控制系统等产品毛利率同比明显提升；3）行业供应紧张、议价能力提升。

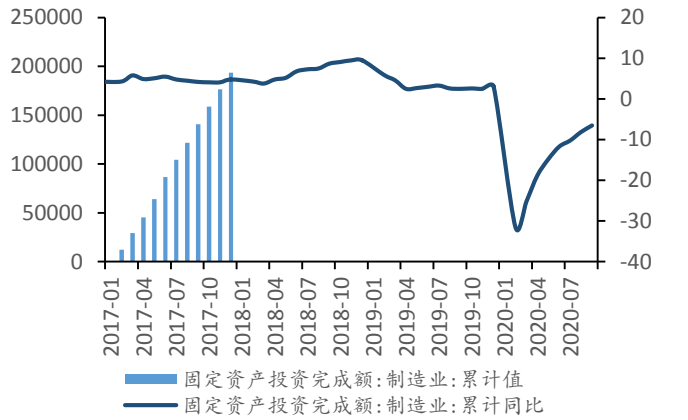
- **全年来看，一方面是工控行业复苏，尤其是先进制造业需求向好、进口替代加速，另一方面汇川自我夯实基础，新产品提升能力+“上顶下沉”营销策略+组织变革赋能，上调汇川工控业务全年增长预期至 60%以上、同时毛利率大幅改善。**

图 6：9 月制造业 PMI 51.5，连续 7 个月站上荣枯线



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：9 月制造业固投累计同降 6.5%收窄



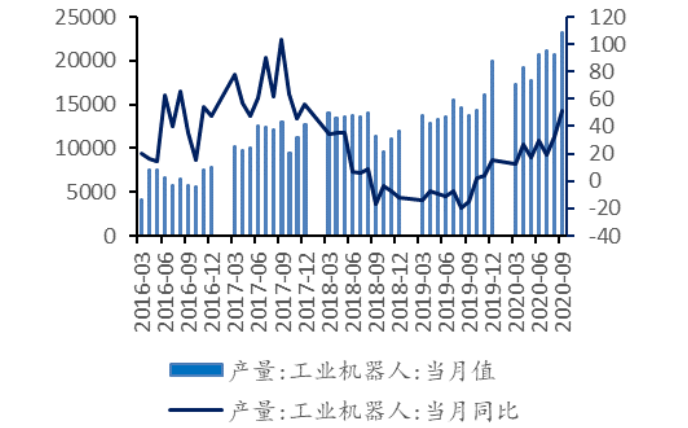
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：9 月制造业工业增加值（当月）同比+7.6%



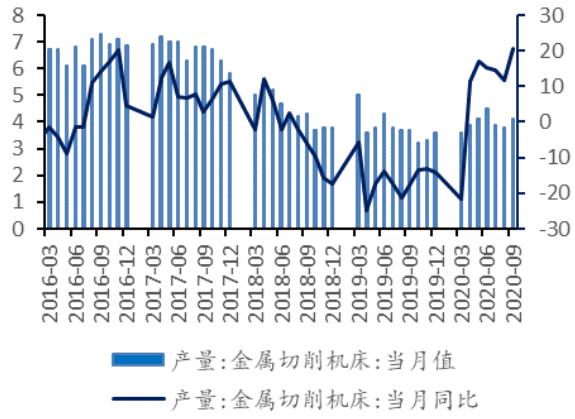
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：9 月工业机器人产量增速 51.4%



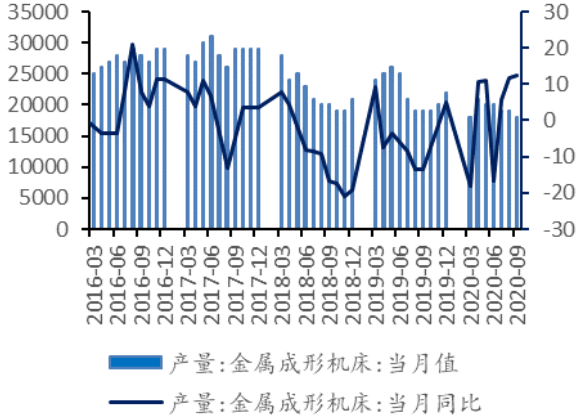
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：9 月金属切削机床产量同比 20.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：9 月金属成型机床产量同比+12.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

电机电控乘用车今年起进入收获期，Q1-3 新能源汽车业务收入 6.31 亿，同比+85%，其中 Q3 3.02 亿，同比+162%，客户国内外全面突破，商用车见底，去年亏损 3.5 亿左右，今年预计营收高增长、利润端大幅减亏 1 亿以上，实际减亏进度有望超预期。

- **Q3 国内新能源汽车产销恢复，新势力突出，预计全年继续高增。**国内新能源汽车产销 Q3 明显恢复，Q3 国内新能源汽车产量 34.2 万辆，同比+31.5%，其中乘用车 31.2 万（+34.5%）、商用车 2.9 万（+3.6%），Q1-3 累计产量 73.8 万辆（-17.7%），Q3 明显提速。据乘联会数据 Q1-3 蔚来产量 2.09 万辆（+85%）、理想 1.67 万辆（去年底开始起量）、小鹏 1.24 万辆（-9%，P7 销售 0.68 万辆）、威马 1.39 万辆（+27%），造车新势力表现突出。全年来看 11 月产业链排产旺盛，后续有望逐季改善，预期 Q4 销量 45 万辆、同比+40%，全年 120 万辆，明年 170-180 万辆，维持快速增长。今年新势力、特斯拉及自主品牌中的广汽等是增长的主力军，预计明年新势力、特斯拉、广汽长城等仍维持高增长。

表 6：国内新能源汽车分车企类型产量统计

时间		202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007	202008	202009	同比	环比	19累计	20累计	同比
纯电乘用车	自主	24,596	7,889	30,425	26,687	33,890	36,727	32,139	53,845	67,257	66%	25%	546834	313455	-43%
	自主-占比	73%	59%	67%	63%	60%	54%	50%	65%	66%					
	新势力	3,955	1,528	4,340	6,625	7,640	10,008	10,869	12,306	14,822	91%	20%	50871	72093	42%
	新势力-占比	12%	11%	9%	16%	14%	15%	17%	15%	15%					
	合资	2,304	109	766	5,370	3,921	6,599	5,406	4,949	8,429	331%	70%	14639	37853	159%
	合资-占比	7%	1%	2%	13%	7%	10%	8%	6%	8%					
	独资	2,620	3,900	10,160	3,635	11,095	14,954	11,014	11,811	11,329		-4%	0	80518	
	独资-占比	8%	29%	22%	9%	20%	22%	17%	14%	11%					
	纯电合计	33,475	13,426	45,691	42,317	56,546	68,288	64,755	82,911	101,837	103%	23%	612344	509246	-17%
插电乘用车	自主	3,099	761	2,445	4,295	4,292	5,954	5,499	7,020	9,555	18%	36%	98639	42920	-56%
	自主-占比	31%	40%	30%	26%	29%	34%	34%	40%	42%					
	合资	5,637	867	4,212	9,534	8,273	9,948	7,978	7,774	9,817	42%	26%	66366	64040	-4%
	合资-占比	57%	46%	52%	58%	56%	56%	50%	44%	43%					
	新势力	1,180	269	1,447	2,622	2,148	1,834	2,445	2,711	3,504		29%	0	18160	
	新势力-占比	12%	14%	18%	16%	15%	10%	15%	15%	15%					
	插电合计	9,916	1,897	8,104	16,451	14,713	17,736	15,972	17,564	22,876	53%	30%	165005	125229	-24%
总计		43,391	15,323	53,795	58,768	71,259	86,024	80,727	100,475	124,713	91%	24%	777349	634475	-18%
-自主		27,695	8,650	32,870	30,982	38,182	42,681	37,638	60,865	76,812	58%	26%	645473	356375	-45%
-合资		7,941	976	4,978	14,904	12,194	16,547	13,384	12,723	18,246	106%	43%	81005	101893	26%
-新势力		5,135	1,797	5,787	9,247	9,788	11,842	13,314	15,017	18,326	136%	22%	50871	90253	77%
-特斯拉		2,620	3,900	10,160	3,635	11,095	14,954	11,014	11,811	11,329		-4%	0	80518	

数据来源：GGII，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **乘用车进入收获期、国内外客户不断突破；物流车高增长、客车承压但降幅收窄。**Q1-3 新能源汽车收入 6.31 亿，同比+85%，其中 Q3 3.02 亿，同比+162%，其中乘用车爆发增长、物流车高增长、客车有所下滑。**乘用车方面，**公司 18-19 年定点的造车新势力今年开始放量，今年初理想 ONE 大幅起量、下半年小鹏 P7 开始起量，威马继续稳健增长，汇川 Q1-3 乘用车装机 7.4 万台，同比+370%，其中 Q3 装机 3.7 万辆，市占率提升至 11.8%（19H2 3.3%、20H1 11.4%）。客户方面今年完成奇瑞、海外某一线车企等 TOP 客户订单，后续有望继续突破国内 A 点和海外车企；产品研发方面也快速推进，多合一产品预计明年开始批量，第四代总成产品进入详细设计阶段。

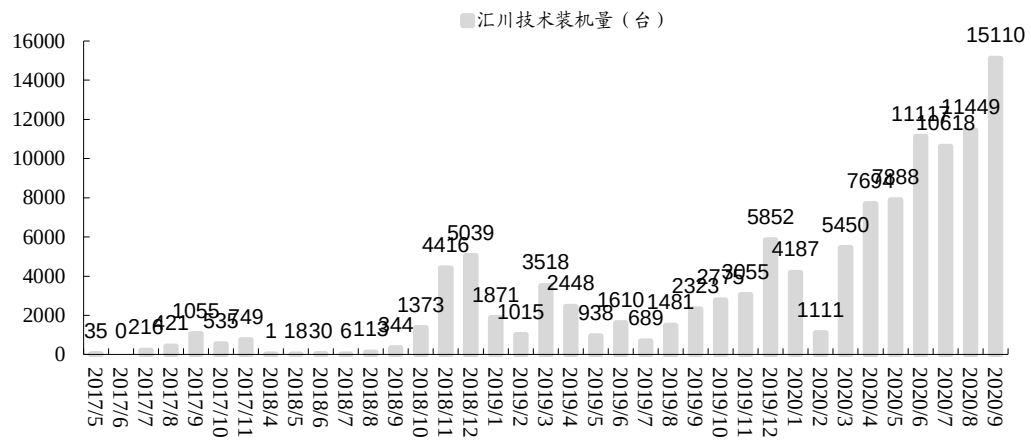
- **商用车方面，物流车高增长超预期，客车有一定压力**，专用车五菱、江铃、昌河等大客户放量，Q1-3 汇川专用车电控装机 9455 台，上年同期仅 2118 台，同比大幅增长，今年继续突破 TOP 客户实现定点，针对重卡、环卫的新产品有望明年初批量交付，新一代微面总成产品有望明年批量投入市场；客车压力相对较大，大客户宇通 Q1-3 销量 7295 辆，同比-49.5%，但 Q3 销售 4007 辆，同比-33.3%有所收窄，全年预计也有一定压力，今年汇川对现有平台产品成本进行优化、毛利率有所提升。

表 7：汇川技术乘用车装机统计

	2018H1		2018H2		2019H1		2019H2		2020H1		2020Q3		19Q3	20Q3 YoY
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比		
威马汽车	0	0.0%	5,620	49.8%	9,099	79.8%	8,835	54.6%	9,747	26.0%	8,325	22.4%	3,611	130.5%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3,750	23.2%	22,000	58.7%	19,474	52.4%	494	3842.1%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1,446	3.9%	7,742	20.8%	0	
广汽乘用车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	830	5.1%	160	0.4%	0	0.0%	0	
金康汽车	0	0.0%	629	5.6%	4	0.0%	535	3.3%	1,825	4.9%	263	0.7%	174	
其他厂商:	50	96.2%	2,704	23.9%	2,297	20.1%	2,215	13.7%	2,269	6.1%	1,373	3.7%	214	
合计	**52**		**11,293**		**11,400**		**16,175**		**37,447**		**37,177**		**4493**	**727.4%**
新能源汽车合计	**346,883**		**749,009**		**586,899**		**490,392**		**328,481**		**314,000**			
市占率	***0.0%***		***1.5%***		***1.9%***		***3.3%***		***11.4%***		***11.8%***			

数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 12：汇川技术乘用车月度装机统计



数据来源：GGII，东吴证券研究所

电梯 Q3 增长提速，汇川+BST 加速融合，打造全球龙头电梯零部件公司。20Q1 电梯产品受疫情影响交付放缓，Q2 恢复、Q3 增长继续提速，Q1-3 本部+BST 收入 31.71 亿，同比+82%（含并表影响）。汇川收购 BST 后加快融合，目前市场管理全面拉通，形成跨国品牌电梯市场、海外电梯市场、国内品牌电梯市场 3 个实体组织，采用统一 KPI 等管理工具，启用嘉善制造基地，将大配套产品线、门机产品线等业务向新基地转移。同时两家融合后加速了汇川一体机在外资、跨国客户中的拓展。此外，今年上半年 BST 并表 1.26 亿，全年有望并表近 3 亿，贡献近 2 亿增量。

深入推动组织变革，激活产业活力，目前在成本、费用控制已取得部分成效。组织变革进一步推进，19 年 10 月首批三大核心项目公司治理（CG）、战略（SM）、营销（LTC/MCR）已启动，目前已取得阶段性成果、并积极转化落地，形成公司新文化、经营方针、人力资源管理纲要等，尤其是费用端控制效果明显，战略变革卓有成效。通过变革汇川统一了公司的经营理念和治理思想、明确了经营方针策略、提升了内部运营效率。20 年继续开展 IPD、ISC、IHR 三个变革项目，打造敏捷的流程型组织和行业领先的管理体系，同时继续推进 IPD、LTC 等变革项目的 IT 系统落地，固化变革经验。变革红利预计在 20 年开始凸显，汇川有望继续优化公司的竞争力、组织效率、成本费用管控能力、人均产值等。

图 13：汇川技术组织变革时间规划

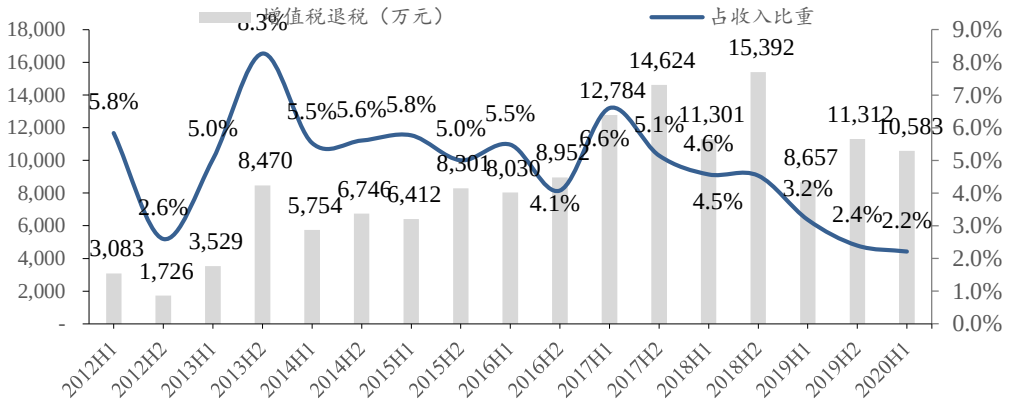


数据来源：汇川技术年度演讲，东吴证券研究所

第五期股权激励方案完成授予，彰显持续增长的信心。公司拟授予限制性股票 6412 万股、占总股本比例 3.73%、其中首次授予 5829 万股，占比 3.39%（预留 583 万股），授予价格分两档、分别为 38.42 元/股（7 折）、54.34 元/股，对应首次授予数量分别 1799 万股、3600 万股。覆盖人数高达 625 人，其中新增覆盖了海外业务高管，包括海外 CEO FONG CHIEW KHIONG 等 8 人，显示出海外布局开始逐步加码。本次股权激励股权自授予日起，分别在未来 4 年（2020~23 年）解锁 25%，授予的业绩考核要求为 2020-23 年公司扣非归母净利润在 19 年基础上分别增长 50%、75%、100%、125%，对应绝对值分别 12.2 亿、14.2 亿、16.2 亿、18.3 亿，设定目标不高以保证行权的完成度，同时解锁期较长，显示公司更注重长期发展。10 月 29 日晚公司公告完成股权激励授予。

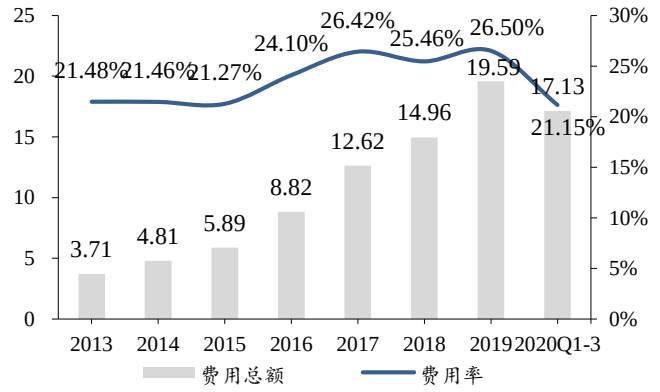
费用增速低于收入增速，费用率大幅下降超预期，电动车研发费用下降、财务费用 Q3 产生正贡献，增值税退税同比增长。公司 2020Q1-3 费用同比增长 26.89%至 17.13 亿元，期间费用率下降 6.36 个百分点至 21.15%，其中 Q3 费用率 16.43%，同比-9.06pct、环比-4.98ptc。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 34.80%、上升 30.16%、上升 23.50%、下降 130.86%至 5.66 亿元、11.59 亿元、7.46 亿元、-0.12 亿元；费用率分别下降 1.57、下降 3.83、下降 3.1、下降 0.96 个百分点至 6.99%、14.31%、9.21%、-0.15%。1-8 月增值税退税 4640 万元，同比+17.8%。

图 14：汇川技术增值税退税统计



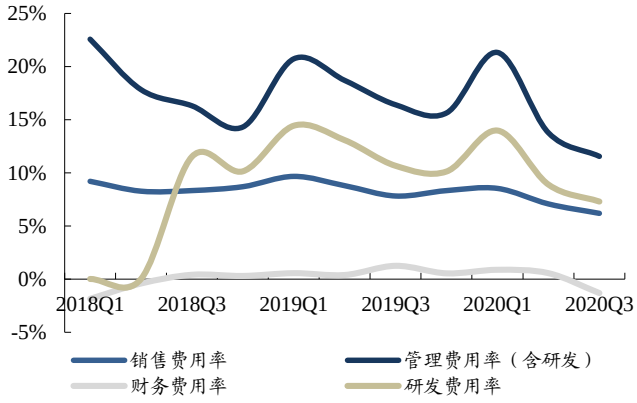
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：Q1-3 期间费用 17.13 亿元，同比+26.89%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

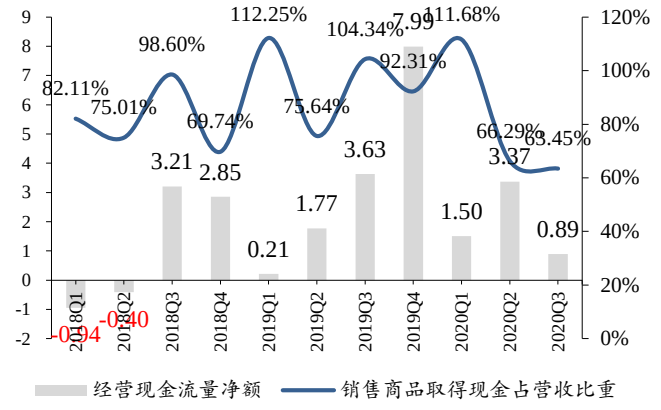
图 16：Q3 期间费用率 16.43%，同比-9.06pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

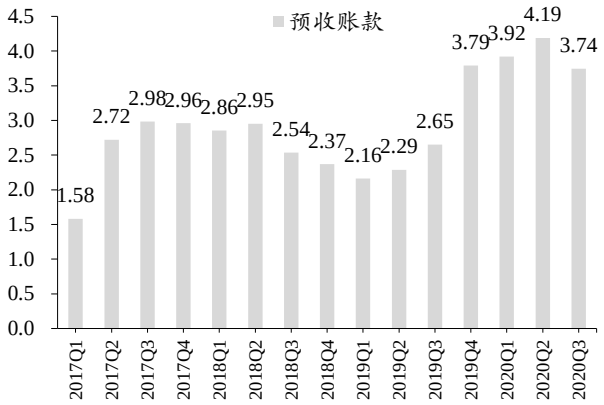
现金流稳健、存货和应收款提升。Q1-3 经营活动现金流量净流入 5.77 亿元，同比增长 2.71%；销售商品取得现金 59.77 亿元，同比增长 26.00%；Q3 经营活动现金流量净额 0.89 亿元。预收款项 3.74 亿元，较期初下降 0.05 亿元。应付账款 32.11 亿元，较期初增长 7.79 亿元，应收账款周转天数下降 13.13 天至 94.07 天。期末存货 21.86 亿元，较期初上升 4.76 亿元；存货周转天数下降 9.09 天至 107.07 天。

图 17：Q1-3 经营现金流量净流入 5.77 亿元，同比+2.71%



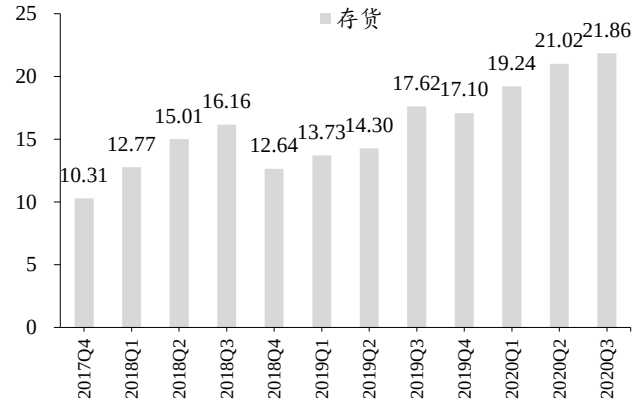
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：Q1-3 期末预收款项 3.74 亿元，较期初-0.05 亿元



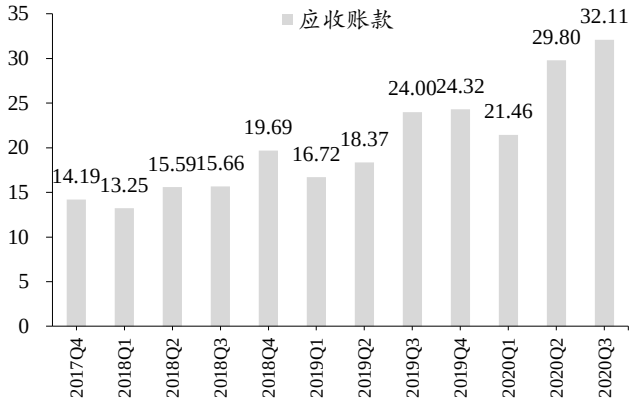
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：Q1-3 期末存货 21.86 亿元，较期初+4.76 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：Q1-3 期末应收账款 32.11 亿，较期初+7.79 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：上调公司 2020-22 年归母净利润分别 22.8 亿/29.2 亿/38.5 亿（此前预期 17.9 亿/23.1 亿/29.0 亿），同比+139%/+28%/+32%，对应现价 PE 分别 48 倍、38 倍、29 倍。考虑 21-23 年需摊销股权激励费用 1.9 亿、1 亿、0.5 亿，给予目标价 93.5 元，对应 21 年 55 倍 PE，“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

汇川技术三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9511.8**	**13747.4**	**16881.4**	**21166.6**
现金	1751.9	800.0	840.0	882.0
应收账款	2535.0	5780.7	7497.0	9834.6
存货	1709.7	2754.9	3412.1	4336.7
其他流动资产	3515.2	4411.8	5132.2	6113.4
非流动资产	**5374.2**	**5544.7**	**5687.3**	**5887.2**
长期股权投资	804.6	804.6	804.6	804.6
固定资产	1643.2	1831.4	1991.6	2209.0
在建工程	364.5	199.3	164.8	184.4
无形资产	528.4	510.7	493.1	475.5
其他非流动资产	2398.0	2398.0	2398.0	2398.0
资产总计	**14886.0**	**19292.2**	**22568.7**	**27053.8**
流动负债	**5267.9**	**8382.6**	**10009.9**	**12332.2**
短期借款	1274.1	1557.2	1482.1	1447.3
应付账款	2494.8	3935.6	5055.0	6671.8
其他流动负债	1499.0	2889.7	3472.7	4213.1
非流动负债	**681.7**	**681.7**	**681.7**	**681.7**
长期借款	471.8	471.8	471.8	471.8
其他非流动负债	209.9	209.9	209.9	209.9
负债合计	**5949.6**	**9064.3**	**10691.6**	**13013.9**
少数股东权益	318.5	357.0	399.2	447.2
归属母公司股东权益	8617.9	9870.8	11477.9	13592.7
负债和股东权益	**14886.0**	**19292.2**	**22568.7**	**27053.8**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1361.2	156.2	1861.6	2348.5
投资活动现金流	-1307.1	-366.0	-431.6	-541.3
筹资活动现金流	1052.8	-742.1	-1390.0	-1765.1
现金净增加额	1103.1	-951.9	40.0	42.0
折旧和摊销	200.2	176.1	226.0	275.4
资本开支	-782.4	-366.0	-431.6	-541.3
营运资本变动	274.0	-2396.6	-1391.5	-1886.1

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7390.4**	**11722.0**	**15202.3**	**19942.4**
减:营业成本	4608.1	7182.5	9225.4	12176.0
营业税金及附加	46.1	73.1	94.8	124.3
营业费用	626.9	761.9	1003.4	1256.4
管理费用	431.9	1688.0	2173.9	2772.0
财务费用	52.9	4.4	54.8	50.0
资产减值损失	51.6	80.0	84.0	88.2
加:投资净收益	76.3	87.7	96.5	106.1
其他收益	49.8	380.0	437.0	523.8
营业利润	**1047.3**	**2462.1**	**3164.0**	**4172.2**
加:营业外净收支	8.5	10.2	12.2	14.6
利润总额	**1055.8**	**2472.3**	**3176.2**	**4186.8**
减:所得税费用	45.6	123.6	174.7	251.2
少数股东损益	58.2	70.5	79.5	90.5
归属母公司净利润	**951.9**	**2278.2**	**2922.0**	**3845.1**
EBIT	1677.3	2016.5	2704.9	3613.7
EBITDA	1877.5	2192.6	2930.8	3889.0

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.55	1.32	1.70	2.24
每股净资产(元)	4.97	5.74	6.67	7.90
发行在外股份(百万股)	1732.8	1719.7	1719.7	1719.7
ROIC(%)	22.8%	22.1%	24.9%	28.1%
ROE(%)	11.0%	23.1%	25.5%	28.3%
毛利率(%)	37.6%	38.7%	39.3%	38.9%
销售净利率(%)	12.9%	19.4%	19.2%	19.3%
资产负债率(%)	40.0%	47.0%	47.4%	48.1%
收入增长率(%)	25.8%	58.6%	29.7%	31.2%
净利润增长率(%)	-18.4%	139.3%	28.3%	31.6%
P/E	116.94	48.49	37.81	28.73
P/B	12.92	11.19	9.62	8.13
EV/EBITDA	62.46	54.90	41.63	31.97

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn