

汇川技术

300124

报告日期

2025-12-08

前收盘价(元)

¥ 73.16

前收盘市值(亿元)

¥ 1980

所属行业

电力设备及新能源

公司估值报告

■ 经营概况

该公司主要通过为制造业和新能源/轨道交通领域提供工业自动化、电气控制及驱动系统等核心产品与解决方案来创造利润。其盈利模式的可持续性建立在技术驱动的综合解决方案能力之上。持续盈利的关键因素包括：1. ****核心技术及产品矩阵****：公司在通用变频器、伺服系统、PLC等工业自动化核心部件上拥有深厚积累，构筑了高技术壁垒和客户粘性，这是其高毛利业务的根基。2. ****跨行业解决方案与市场卡位能力****：公司成功将自动化技术延伸至高速增长的新能源汽车与轨道交通领域，抓住了产业升级和政策驱动的市场机遇，为收入增长提供了强劲动力。3. ****规模效应与成本控制****：在通用自动化等成熟业务上，规模优势有助于维持较高的毛利率水平；同时，通过优化产品结构和供应链管理，应对不同业务板块的成本压力。主营业务分析方面，根据提供的财务数据，可识别出三项核心业务。以下表格基于2024年度和2025年上半年的产品分类数据进行对比分析。

| 年份周期 | 业务类别 | 收入规模(元) | 占比 | 毛利率水平 |
|------------|-------------|---------|-----|--------|
| 2024-12-31 | 通用自动化类 | 152.43亿 | 41% | 42.03% |
| 2025-06-30 | 通用自动化类 | 88.07亿 | 43% | 44.51% |
| 2024-12-31 | 新能源汽车&轨道交通类 | 166.42亿 | 45% | 17.12% |
| 2025-06-30 | 新能源汽车&轨道交通类 | 92.66亿 | 45% | 17.45% |
| 2024-12-31 | 智慧电梯电气类 | 49.39亿 | 13% | 25.86% |
| 2025-06-30 | 智慧电梯电气类 | 23.07亿 | 11% | 24.38% |

从数据特点看，****通用自动化类****业务是公司的利润核心，收入占比超四成，毛利率显著高于其他业务且呈上升趋势（从42.03%升至44.51%），体现了其强大的技术溢价和成本控制能力。****新能源汽车&轨道交通类****业务是公司的收入增长引擎，收入占比最高（约45%），但毛利率水平较低且稳定在17%左右，反映了该领域竞争激烈或产品结构以规模取胜的特点。****智慧电梯电气类****业务作为成熟业务，收入占比相对较小，毛利率介于前两者之间，表现相对稳定。从周期变化看，2025年上半年数据与2024年全年数据相比，各业务收入占比结构保持稳定。通用自动化业务的毛利率提升，可能得益于产品结构优化或规模效应进一步显现。新能源汽车及轨道交通业务毛利率微增，可能与成本控制或高价值产品占比提升有关。智慧电梯业

务占比略有下降，毛利率小幅下滑，可能与市场趋于饱和及竞争有关。2025年1-9月的经营数据显示，新能源汽车及轨道交通业务销售收入同比大幅增长38%，成为拉动公司整体增长的主要动力，而通用自动化业务保持稳健增长（约20%），智慧电梯业务则进入平台期。

■ 估值分析

首先，让我们看看这家公司。汇川技术，一家中国的工业自动化和新能源设备公司。我们喜欢那些业务简单易懂、有护城河、并且由能干且诚实的人管理的公司。电力设备及新能源行业，这是一个充满活力但也可能变化迅速的领域。我们需要理解它的生意模式。

第一步，梳理财务数据。我们拿到的是2024年的快照：金融资产61.2亿，股权投资25亿，带息负债110.1亿，自由现金流72亿。负债略高于金融资产和股权投资之和，这意味着它的非经营净资产可能是负的。自由现金流72亿是个不错的数字，这是我们估值的基础。我们更关心的是这个现金流的可持续性和增长潜力。过去的记录很重要，虽然这里没有提供，但我们可以推断，在一个增长中的行业里，一家领先的公司应该有一段不错的增长历史。关键问题是，它的护城河是什么？是技术、规模、品牌，还是与客户的紧密关系？在工业自动化领域，客户转换成本通常较高，这是一个优势。

第二步，商业场景推测和未来现金流估算。未来从来不确定，所以我们设想几种可能。我们倾向于保守估计。

悲观场景（概率20%）：行业竞争急剧加剧，技术路线发生不利变革，或者宏观经济长期低迷导致资本开支放缓。公司的增长停滞，自由现金流在72亿的基础上，未来5年年均增长率仅为2%，之后维持不变。这是一个考验公司韧性的场景。

中性场景（概率60%）：公司凭借其市场地位和技术积累，稳步发展。受益于制造业升级和能源转型的长期趋势，自由现金流在未来5年以8%的年均增长率增长，之后增长率放缓至与GDP增速相近的4%。这是最可能发生的路径。

乐观场景（概率20%）：公司在新兴领域（如新能源汽车电驱、高端数控系统）取得重大突破，市场份额显著提升，成为全球性的领导者。自由现金流在未来5年以15%的高速增长，之后以5%的增长率持续增长。这需要卓越的执行力和一些运气。

概率分配基于我们的认知：中性情况总是最有可能的；乐观和悲观情况虽然诱人或可怕，但发生的概率相对较低。我们永远要为最坏的情况做准备。

第三步，根据商业场景进行估值。折现率是估值的核心。我们使用8%的折现率。为什么？10年期中国国债收益率大约在2.5%-3%左右，这是无风险收益率。汇川技术所在的行业技术变革快，竞争激烈，我们判断其业务风险高于平均水平，因此需要一个显著的风险溢价。8%的折现率反映了我们对这笔投资所要求的回报率，它包含了对未来不确定性的补偿。这是一个保守但合理的数字。

基于上述场景和8%的折现率，我们对未来十年的自由现金流进行折现，并估算十年后的终值（采用

永续增长模型，增长率假设为悲观0%、中性4%、乐观5%），得出各场景下的经营资产价值：

悲观场景经营资产：约 940 亿元

中性场景经营资产：约 1750 亿元

乐观场景经营资产：约 2850 亿元

非经营性资产净值 = 金融资产 + 股权投资 - 带息负债 = 61.2 + 25 - 110.1 = -23.9 亿元。这意味着公司经营业务之外，净欠债约24亿元。

因此，公司整体估值（经营资产 + 非经营性资产）为：

悲观场景估值：约 916 亿元

中性场景估值：约 1726 亿元

乐观场景估值：约 2826 亿元

第五步，分析公司价值。

加权估值 = (916亿 * 20%) + (1726亿 * 60%) + (2826亿 * 20%) = 约 1832 亿元。

赔率 = 加权估值 / 当前市值 = 1832 / 1980 ≈ 0.93。

分析结论：根据我们的保守估算，汇川技术的加权内在价值约为1832亿元，略低于其当前1980亿元的市值，赔率为0.93。这意味着在当前价格下，市场给出的定价已经基本反映了我们对其中性及乐观前景的预期，甚至略有溢价。从安全边际的角度看，目前的价格没有提供足够的缓冲。这是一家看起来不错的公司，可能正处于一个好行业，但基于我们“用合理的价格购买优秀的公司”的原则，当前的价格似乎不够“合理”。如果价格能显著低于我们的加权估值，比如打个七折或更多，那才会引起我们更大的兴趣。否则，我们更愿意等待，或者去寻找那些赔率更吸引人的机会。投资的关键不是在于买什么，有时更在于以什么价格买。

■ 财务预警

| 汇川技术-300124.SZ | | |
|----------------|------|---|
| 监控指标 | 监控结果 | 指标说明 |
| 毛利率波动 | 正常 | 过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大) |
| 非经常性损益 | 正常 | 营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营 |

| | | |
|---------------|----------------|---|
| 依赖度 | | 业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本) |
| 应收账款营收占比 | 应收账款占比过高 | 应收账款余额/营业收入>25% |
| 经营活动现金流净额/净利润 | 正常 | 经营性净现金流/净利润<100% |
| 短期偿债缺口率 | 正常 | (货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50% |
| 速动比率 | 正常 | |
| 债务期限错配度 | 正常 | |
| 担保杠杆率 | 正常 | 担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50% |
| 存货周转天数 | 91.46 | |
| 存货周转天数偏离度 | 正常 | 公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差 |
| 固定资产周转率 | 固定资产周转率连续三年下降 | 固定资产周转率连续3年下降。 |
| 筹资依赖度 | 正常 | 筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0 |
| 在建工程沉淀率 | 正常 | 在建工程/总资产>20% |
| 其他应收款占比 | 正常 | |
| 销售费用率异常下降 | 销售费用率下降但收入上升 | 销售费用率下降，同时营业收入上升 |
| 应付账款周转天数 | 应付账款周转天数连续三年上升 | 应付帐款周转天数连续3年上升。 |
| 毛利率波动值 | 0.04 | |
| 所属行业 | 电力设备及新能源 | |

■ 财务分析

汇川技术作为中信行业分类下电气设备领域的龙头企业，其财务结构展现出稳健与扩张并存的态势。公司总资产超过571.7亿元，负债合计约287.5亿元，资产负债率约为50.3%，处于制造业的合理水平。归属母公司股东的权益近280亿元，资本基础雄厚。短期偿债能力方面，公司持有近35.6亿元的货币资金，远高于4.79亿元的短期借款，流动性非常充裕。尽管存在约4.81亿元的对外担保，但相对于其资产与权益规模，风险整体可控。

从盈利与运营维度看，公司展现出强劲的收入增长与成本控制能力，但盈利增长面临短期压力。营业收入连续三年快速增长，从2022年的230.1亿元增至2024年的370.4亿元，增幅显著。毛利总额同步增长，从80.6亿元提升至106.3亿元，体现了规模效应的释放。值得注意的是，销售费用率从2023年的6.39%显著下降至2024年的4.00%，显示出卓越的费用管控能力。然而，营业利润和净利润在2024年分别出现约7.5%和9.6%的同比下滑，这与收入、毛利的增长趋势形成反差，暗示可能存在原材料成本上升、产品结构变化或行业竞争加剧导致的利润率承压。运营效率方面，91.5天的存货周转天数在制造业中属于中等偏上水平。固定资产周转率从2022年的7.94次下降至2023年的6.30次，需关注新增固定资产的产能释放与利用效率。应付账款及应付票据周转天数呈上升趋势（从189天增至200天），表明公司对上游供应商的资金占用能力增强，但也需关注供应链关系的稳定性。

公司的现金流状况是其经营实力的核心体现，但投资活动极为活跃。经营活动产生的现金净流量高达72.0亿元，远超43.5亿元的净利润，盈利的现金含量极高，主业造血能力强劲。这也支撑了约43.1亿元的企业自由现金流量，表明公司在满足运营和必要投资后，仍能产生大量可自由支配的现金。然而，投资活动现金净流出高达105.5亿元，远超经营现金流入，同时筹资活动也为净流出18.3亿元。结合9.11亿元的在建工程，这清晰地表明公司正处于大规模的投资扩张周期，可能涉及产能建设、技术研发或战略并购，资金需求主要依靠自身强大的经营现金流和存量资金满足。

综上所述，汇川技术财务根基扎实，流动性无忧，营收增长强劲，费用控制出色，且经营活动现金流极为充沛，为其大规模战略投资提供了坚实基础。核心风险点在于，在收入高增长的同时出现了利润下滑，需深入分析其净利率变动的具体驱动因素。此外，高达105.5亿元的巨额投资现金流出，其具体投向、回报周期及未来收益能否匹配投入，是决定公司长期价值的关键。应收账款与应收票据合计超过142亿元，规模较大，需持续关注其周转效率与回款风险。

■ 近期事件

公告时间：2025-09-24，重要事项：公司第七期股权激励计划首次授予的第二类限制性股票第一个归属期归属条件已成就，11名激励对象完成归属，归属股票数量为59,750股，占公司总股本的0.0022%。归属价格为42.46元/股，上市流通日为2025年9月23日。公告时间：

2025-09-22，重要事项：汇川技术（300124）第六期股权激励计划首次授予的第一类限制性股票第三个解锁期解锁条件已成就。本次解锁涉及9名激励对象，解锁股票数量为30.50万股，占公司总股本的0.0113%，将于2025年9月24日上市流通。公司层面及个人层面业绩考核条件均已满足。

■ 机构调研

最新调研（2025-11-11）

流程工业拓展策略

流程工业对产品可靠性、系统性和解决方案要求比较高

切入点：国产化趋势；流程工业正面临数字化、智能化转型和新型工业化再造

补强在数字化、大型PLC领域的的能力，打造样板点，切入流程行业

中大型PLC发展机会

中大型PLC带有核心工艺、复杂的运动控制，是公司拓展中高端应用市场的核心产品之一

在光伏、锂电、手机等行业核心工艺的突破，形成多产品解决方案的切入

推出了面向连续性生产应用场景的、带功能安全的大型PLC产品

中大型PLC产品在中国市场的份额约5.1%，位居第六名

数字能源事业部战略定位

聚焦于ToB端和园区端，依托双碳目标与数字化技术打造新业务模式

利用公司在电力电子和数字化方面的技术优势，重点向数字化场景解决方案进行投入

核心在于构建一个数字化能源管理平台

能源管理数字化平台进展

推出了第四代数字能源产品—InoCube-FEMS平台

推动能源管理从"被动响应"迈向"主动适配"

构建"能碳一体"双控系统，实现绿色电力全程溯源

提供可自主DIY的能源管理平台

Inocube-FEMS已为公司园区实现全年电费降低约400万元

欧洲市场销售情况

欧洲TOP客户主要采购的是变频器类产品

凭借行业解决方案和更好的性价比，取得较好的竞争优势

轨道交通业务占比

轨道交通业务营收约为2.2亿元，占当期营收约为1%

新能源汽车业务毛利率

新能源汽车业务所处的行业，仍处于竞争较为激烈的阶段

人形机器人研发阶段

展出了人形机器人相关的零部件产品，包括七自由度仿生臂、行星关节执行器、直线执行器、无框力矩电机、低压直流驱动器和行星滚柱丝杠等

人形机器人核心零部件竞争优势

从产品性能、技术积累、下游工业场景、多产品组合与集成、量产能力等方面具有较好优势

通用伺服系统增长趋势

伺服产品的增长主要受益于部分行业的需求回暖及公司在下游行业的持续扩张

调研回顾

结论先行

公司凭借其技术创新和多元化业务布局，展现出较强的投资价值。中大型PLC和数字能源管理平台等核心业务正逐步扩大市场份额，技术创新和人形机器人等新兴领域也具备较大潜力。未来需关注订单交付进度、行业需求变化、竞争加剧及原材料成本等风险。

数据支撑

公司中大型PLC产品在中国市场的份额约为5.1%，位居第六名，但在光伏、锂电、手机等行业实现了核心工艺突破，并推出面向连续性生产应用场景的大型PLC产品。数字能源管理平台InoCube-FEMS已为公司园区实现全年电费降低约400万元，并在锂电、电解铝、烟草、港口等行业成功应用。通用自动化业务2025年上半年营业收入约88亿元，同比增长17%，主要受益于新能源汽车零部件制造、锂电、物流设备、工程机械电动化等高景气度行业机遇。公司研发费用占营业收入的8%至10%，重点方向包括软件领域（FA平台、PLC、CNC、数字化平台）、海外市场产品开发、人形机器人相关产品等战略业务。

关联与因果分析

公司在流程工业拓展策略中，以国产化趋势为切入点，补强数字化、大型PLC领域能力，打造样板点，切入流程行业中大型PLC发展机会。中大型PLC带有核心工艺、复杂的运动控制，是公司拓展中高端应用市场的核心产品之一，其市场份额约5.1%，位居第六名，未来成长空间较

大。公司推出面向连续性生产应用场景的带功能安全的大型PLC产品，在冶金、石油、石化、矿山等领域进行产品试机和验证，进一步提升了产品竞争力。数字能源事业部战略聚焦ToB端和园区端，依托双碳目标与数字化技术打造新业务模式，构建数字化能源管理平台。InoCube-FEMS平台的推出，推动能源管理从“被动响应”迈向“主动适配”，构建“能碳一体”双控系统，实现绿色电力全程溯源，提供可自主DIY的能源管理平台，已为公司园区实现全年电费降低约400万元，并在锂电、电解铝、烟草、港口等行业实现成功应用。这些技术创新和业务拓展，为公司带来了新的增长点，提升了盈利能力。

后续分析

未来需关注的关键跟踪指标包括订单交付进度、行业需求变化、新业务模式的推广情况等。潜在风险方面，需关注竞争加剧、原材料成本上升等因素对公司盈利能力的影响。公司应持续加大研发投入，提升技术创新能力，加强市场拓展，提升品牌影响力，以应对潜在风险，实现可持续发展。

■ 最新卖方研究综述

核心投资观点

汇川技术作为工控龙头，在电力设备、新能源汽车及工业自动化领域布局全面，受益于国内电网投资持续增长、AIDC配套需求提升及新能源汽车高景气度，未来业绩有望保持稳健增长。当前行业估值相对合理，PEG为0.89，低于行业平均，存在估值修复空间。

重点事项分析

1. 电力设备行业高景气持续

2025年1-10月，国内电网累计投资额达4824亿元，同比增长7.15%，发电设备产量2853.9万千瓦，同比提升14.05%，显示电网建设与发电设备需求旺盛。电力变压器出口增速更是高达45%以上，表明海外市场拓展成效显著。作为电力设备领域的重要参与者，汇川技术直接受益于这一趋势。

2. AIDC配套及HVDC/SST产业趋势明确

受英伟达CEO强调AI依赖能源支撑催化，AIDC配套及HVDC/SST产业趋势受到市场高度关注。北美输变电设备紧缺已成共识，出口需求旺盛。汇川技术在相关领域的技术积累和产品布局，有望使其在这一新兴市场中占据有利位置。

3. 工控领域出现积极变化

10月PPI环比由平转涨，呈现积极变化，这一指标变化有利于改善企业盈利能力。作为工控领域的龙头企业，汇川技术有望率先受益于这一宏观经济指标的改善，其工业自动化业务板块业绩有望得到提振。

4. 新能源汽车行业保持高增长

2025年1-10月，国内新能源汽车累计产量1301.47万辆，同比增长33%；累计销量1294.30万辆，同比亦增长33%。10月单月产量177.18万辆，同比+21.12%；销量171.54万辆，同比+19.95%。汇川技术在新能源汽车电控系统领域的布局，将使其充分分享行业增长红利。

关键跟踪指标与潜在风险

关键跟踪指标：电网投资增速、电力设备出口数据、PPI变化趋势、新能源汽车产销数据。这些指标的变化将直接影响汇川技术相关业务板块的业绩表现。

潜在风险：原材料价格波动（铜价11373美元/吨、银价13564元/千克，较上周上升）可能对毛利率产生压力；行业竞争加剧可能影响市场份额；技术迭代速度加快带来的研发投入压力。

■ 高管增持

| 近期高管增减持 | | | | | |
|---------|------------|-------|-------|------|------------|
| 公司名称 | 变动金额(元) | 增持/减持 | 高管职位 | 高管名称 | 日期 |
| 汇川技术 | -122797815 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2025-09-15 |
| 汇川技术 | -129081600 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2025-09-12 |
| 汇川技术 | -129120000 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2025-09-11 |
| 汇川技术 | -129617600 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2025-09-10 |
| 汇川技术 | -129363200 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2025-09-09 |
| 汇川技术 | -129575800 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2025-09-08 |
| 汇川技术 | -1319472 | 减持 | 高管 | 李瑞琳 | 2025-07-03 |
| 汇川技术 | -3418500 | 减持 | 高管 | 李瑞琳 | 2025-06-30 |
| 汇川技术 | -172908000 | 减持 | 高管 | 刘迎新 | 2025-06-27 |
| 汇川技术 | -128080000 | 减持 | 董事,高管 | 周斌 | 2025-06-27 |
| 汇川技术 | -1292400 | 减持 | 高管 | 易高翔 | 2025-06-27 |
| 汇川技术 | -3850800 | 减持 | 高管 | 李瑞琳 | 2025-06-27 |

| | | | | | |
|------|------------|----|-------|-----|------------|
| 汇川技术 | -20594133 | 减持 | 高管 | 刘迎新 | 2025-05-20 |
| 汇川技术 | -137320 | 减持 | 监事 | 柏子平 | 2025-05-19 |
| 汇川技术 | -2084100 | 减持 | 监事 | 柏子平 | 2025-05-16 |
| 汇川技术 | -3940720 | 减持 | 监事 | 柏子平 | 2025-05-14 |
| 汇川技术 | -2672920 | 减持 | 监事 | 柏子平 | 2025-05-12 |
| 汇川技术 | -150675000 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2024-12-12 |
| 汇川技术 | -177321600 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2024-12-11 |
| 汇川技术 | -177067800 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2024-12-10 |
| 汇川技术 | -177556800 | 减持 | 董事,高管 | 朱兴明 | 2024-12-09 |

■ 机构持股

| 机构持仓一览 | | | | | |
|--------|---------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 机构属性 | 持股家数(家) | 持股总数(万股) | 持股市值(亿元) | 占总股本比例(%) | 占流通股比例(%) |
| 基金 | 280 | 26573.39 | 222.74 | 9.82 | 11.21 |
| QFII | - | 0 | - | - | - |
| 社保 | 1 | 2830 | 23.72 | 1.05 | 1.19 |
| 保险 | - | 0 | - | - | - |
| 券商 | 2 | 2.05 | 0.02 | 0 | 0 |
| 信托 | - | 0 | - | - | - |
| 其他 | 2 | 95035.05 | 796.58 | 35.12 | 40.08 |
| 机构汇总 | 285 | 124440.49 | 1043.06 | 45.99 | 52.48 |

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。