

汇川技术（300124.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	82.01
总市值	2211.89亿
PE-TTM	43.07
PB-MRQ	7.30

估值结果

	价值	1470亿
DDM估值	上行空间	-34%
	状态	高估
	价值	1423亿
动态估值	上行空间	-36%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

汇川技术是国内领先的工控自动化企业，公司依托工业控制底层技术，从单一变频器供应商已逐步发展成涵盖机器人、通用伺服、新能源电机等业务的综合解决方案供应商。

基于强大的产品竞争力，公司体现出了较强的阿尔法属性，持续在通用伺服等领域抢占市场份额，叠加公司出海较为顺利，成长性相对较好，成长空间大。过去工控行业往往以3-4年为一个周期，我们预计我国工控行业可能将于25-26年筑底，此后持续修复，未来景气有望改善，盈利趋势较好。工控产品作为工业设备的核心部件，客户对可靠性和稳定性存在一定要求，相比于价格更看重产品质量和稳定性。公司的客户集中度相对较低，且客户粘性较好。此外，依托公司强大的产品力和性价比优势，公司持续抢占市场份额，竞争格局良好。经过长时间积累，公司拥有较强的技术优势和规模优势，护城河较深。

基于我们工控行业触底反弹、新能源业务增速下滑的假设，公司的估值处于高估的水平。

我们区别于市场的观点

对于新能源业务，市场认为随着新产能投产，规模效应有望进一步释放经营弹性，公司的新能源业务有望维持高成长增速。但我们认为新能源渗透率已达高位，新能源车销量增速预计将回落，行业竞争也日趋激烈，未来公司新能源业务的增速可能将明显回落。

基于公司工控龙头的定位，市场对于公司在人形机器人方向有较高的期望，并部分体现在公司的估值中。但我们认为，目前人形机器人的商业化应用场景不明，且汇川技术针对人形机器人的核心零部件仍然处于开发阶段，并未形成相应的收入。因此，基于谨慎的原则，我们并未给予估值。

风险提示

国内制造业景气或超预期恶化，导致工控行业的景气持续下行，周期反转的时间延后；工控行业的竞争日趋激烈，公司市占率的提升或低于预期；公司在海外市场或拓展不利。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

深圳市汇川技术股份有限公司（简称“汇川技术”）成立于2003年，是国内工业自动化控制领域的龙头企业。公司专注于工业自动化、数字化和智能化领域，业务覆盖工业自动化、智慧电梯、新能源汽车及轨道交通四大板块。公司的主要产品是变频器、伺服系统、控制系统（PLC/CNC）、工业机器人、高性能电机、精密机械、气动元件、传感器、工业视觉等工业自动化核心产品及解决方案。

2. 业务介绍

对于汇川技术公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

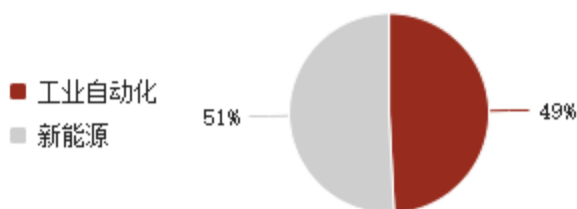
工业自动化：

工业自动化行业涵盖变频器、伺服系统、控制系统（PLC/CNC）、工业机器人、高性能电机、精密机械、气动元件、传感器、工业视觉等工业自动化核心产品及解决方案。这里的行业界定为我国的工业自动化行业。

新能源：

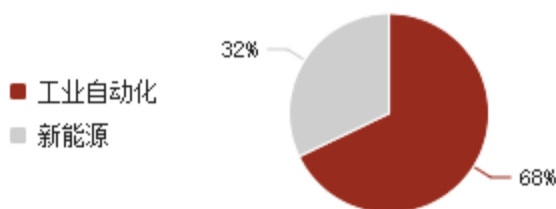
新能源&轨道交通涵盖新能源行业和轨道交通行业。公司主要为我国新能源乘用车和商用车提供电驱系统和电源系统等产品解决方案与服务。下游客户包括小米、吉利、小鹏等国内新能源车企。公司轨道交通业务属于轨道交通行业，主要为地铁、轻轨等提供牵引系统解决方案与服务。这里的行业界定为我国的新能源及轨交行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

汇川技术聚焦工业自动化、数字化与智能化领域，高度重视研发工作，通过较高的研发投入和高端人才的招揽驱动技术升级，并通过“分销为主、直销为辅”的销售模式服务于高端设备制造商，提供工业自动化控制产品及定制化解决方案，研发强度和人力资源高端度均处于较高水平。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司所在的工控行业属于高端制造业，公司在全球拥有超过10个工厂，资产不算轻。2024年，公司的固定资产周转天数达57天，资产强度属于中等水平。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

工控自动化涉及技术广泛，包括电子、计算机、信息通信、智能控制等多个领域，属于技术密集型行业，研发的重要性毋庸置疑。汇川技术的研发投入强度大，2025年上半年，研发投入19.66亿元，研发费用率为9.58%，处于行业较高水平。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

工控行业的技术壁垒相对较高，对于高端人才的需求较大，人均薪酬也高于行业平均水平。2024年，公司的人均薪酬高达18.98万元，反映出人力资源偏高端的行业特征。

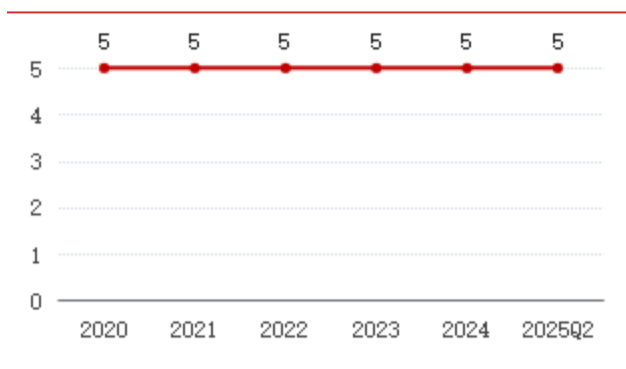
4. 历史经营绩效

公司所处的工控行业属于高端制造业，拥有较高的技术壁垒，盈利水平较高且稳定；公司在过去5年均维持了较强的成长能力，尽管营收增速有所下行，但仍然维持在较高水平，整体的成长性较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



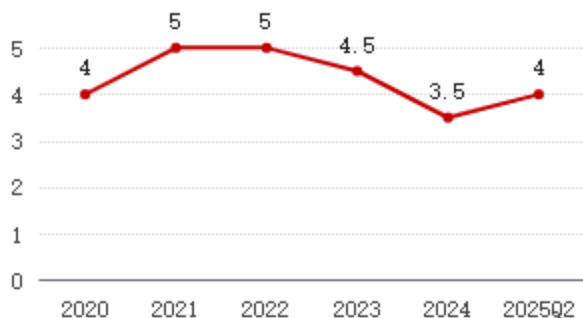
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力极强且在过去几年维持基本稳定，主要系公司所处的工控行业属于高端制造业，拥有较高的技术壁垒和转换成本护城河，客户往往更看重产品的质量和稳定性而非价格，整体的盈利水平较高。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



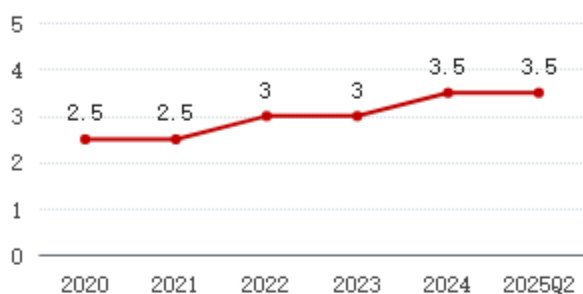
数据来源：公司财报，壹评级

公司在过去5年均维持了较强的成长能力。具体趋势拆分来看，2021-2022年，公司抓住了新能源车销量大爆发的机遇，新能源业务收入快速攀升。凭借“保供保交付”优势，公司积极把握了包括锂电、光伏在内的市场结构性机会，实现了收入的快速提升。2022-2025年，随着新能源车的渗透率已达高位，叠加宏观经济下行，公司的成长能力略有下滑，但仍维持高位。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



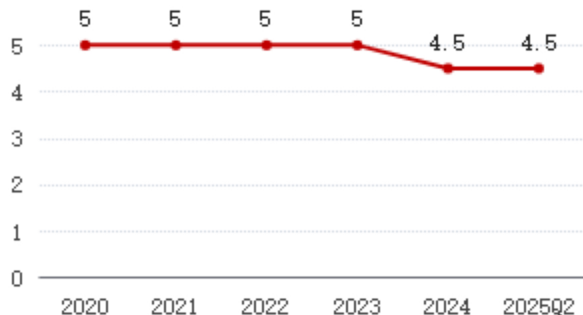
数据来源：公司财报，壹评级

随着新能源行业自2020年以来持续爆发，公司深耕的新能源业务的现金流情况明显改善。此外，随着公司的业务逐渐向高效电机、中大型PLC、机器人等领域拓展，公司的产业链地位持续提升，占款能力有所提升。受到上述两点因素的影响，公司的业务控制力星级持续提升，并维持在相对较高的水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

汇川技术的盈利能力较强，ROE（摊薄）常年维持在15%以上，有充足的盈利进行分红。公司近年重视股东回报，股息支付率均维持在20%以上的水平，股东回报情况相对较好。

5. 四维评级

基于强大的技术护城河和规模经济护城河，公司持续抢占外资客户的市场份额，叠加公司持续出海，公司的成长性和竞争格局相对较好。从景气的角度来看，我们预计我国工控行业可能将于25-26年筑底，此后持续修复，未来景气有望改善。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司未来的成长性尚可。随着公司持续抢占外资客户的市场份额，叠加公司持续出海，我们认为公司未来5年的业绩能够维持15%左右的成长速度，增速持续超越行业。

工业自动化(4星):

依托公司强大的产品力和相对有性价比的价格，公司持续抢占外资客户的市场份额。以低压变频器为例，外资客户的份额仍然在30%以上，未来国产替代仍有空间。此外，相比于我国的其他先进制造业企业（如阳光电源等），公司的海外收入仍然较低（收入占比不到10%），未来仍有较大空间。

新能源(2星):

随着公司定点车型持续放量，新增定点支撑未来增长，我们认为公司业绩在未来几年仍然能够维持10%-15%以上的增速。但是随着新能源车的渗透率已达高位，公司新能源业务的长期增速可能不高，其业绩增速可能会下滑至10%以下。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

考虑到过去工控行业3-4年的周期，我们预计我国工控行业可能将于25-26年筑底，此后持续修复，未来景气有望改善。

工业自动化(3.5星):

工控下游服务行业众多，呈现与经济周期强相关特征。考虑到过去工控行业3-4年的周期，我们预计我国工控行业可能将于25-26年筑底，此后持续修复，未来景气有望改善。

新能源(2.5星):

新能源方面，随着整体新能源车的渗透率已达高位，未来需求的增速可能会有所下行，公司的景气情况可能会有所恶化。

5.3 产业格局

★★★★☆

依托公司强大的产品力和强大的客户渠道资源，下游客户的粘性较好，且公司仍在持续抢占市场份额，目前已经成为我国通用自动化领域的重要玩家之一，竞争格局相对较好。

工业自动化(3.5星):

工控产品作为工业设备的核心部件，存在一定的技术门槛。客户对可靠性和稳定性存在一定的要求，相比于价格更看重产品质量和稳定性，并非完全的价格竞争，竞争烈度仍然可控。公司的下游集中度相对较低，对单一大客户依赖度不高。此外，公司在通用伺服等领域仍在持续的抢占市场份额，市占率有望持续提升。

新能源(2星):

由于行业产品同质化严重，且新能源车价格战仍未停歇，行业的价格竞争较为激烈。此外，公司的下游客户集中度较高（前五大客户集中度超过50%），大客户的议价权较强，公司对下游客户相对较为弱势，竞争格局相对较差。

5.4 护城河

★★★★☆

作为我国工控龙头，基于技术优势和规模经济护城河，公司在工业自动化领域的护城河较深，产业地位和护城河星级较高。从持续性角度来看，尽管公司的技术护城河会受到一定的侵蚀，但随着市场份额的持续提升，公司的规模经济护城河衰退较为缓慢，整体护城河的持续性较好。

在新能源业务方面，尽管公司短期享有较高的超额利润，但考虑到整个行业的竞争日趋激烈，且面临来自下游车厂的竞争，整体护城河的持续性一般，整体的护城河星级不高。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
工业自动化	(4.5星)公司在自动化领域拥有较强的护城河，护城河星级较高。经壹评级调整，工业自动化业务的ROIC高达27%，公司的护城河较深。作为工控龙头，公司的产业链地位较高，业务控制力较强。	(5星)公司在工业自动化领域的护城河主要为技术护城河、规模经济护城河。公司掌握包括高性能矢量控制技术、高性能伺服控制技术、大功率 IGBT 驱动技术等核心技术，产品拥有较高的技术壁垒。从长期来看，随着技术的持续迭代更新，公司拥有的技术护城河会受到一定程度的侵蚀。此外，汇川技术作为工控龙头，拥有较强的规模经济护城河。随着公司规模持续扩大和国际化战略的推进，公司的规模护城河衰退的速度较慢。
新能源	(4星)经壹评级调整，新能源业务的ROIC达22%，新能源业务的护城河尚可。公司新能源乘用车电机控制器产品的市场份额位居第二，整体的市占率相对较高，拥有一定的市场地位。	(3星)公司的新能源业务在行业内份额较高，超额利润也主要来源于公司的规模护城河。但是，我们观察到该行业仍有强有力的竞争者进入市场，且整车厂对电机等零部件的自制已蔚然成风，行业竞争较为激烈，公司的规模护城河持续性不强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们工控行业触底反弹、新能源业务增速下滑的假设，公司的估值处于偏高估的水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为工业自动化和新能源业务，预测的核心假设与逻辑如下：

收入假设：

1. 工业自动化业务：随着我国工控行业有望于25-26年触底回升，叠加公司持续抢占外资客户的市场份额，我们认为公司未来5年的业绩能够维持15%左右的成长速度，增速持续超越行业。
2. 新能源业务：随着公司定点车型持续放量，新增定点支撑未来增长，我们认为公司在2025-2029年业绩仍然能够维持10%-15%以上的增速。但是随着新能源车的渗透率已达高位，公司新能源业务的长期增速可能不高，其业绩增速可能会下滑至10%以下。

盈利能力假设：

- 1、工业自动化：随着周期的筑底回升，公司未来几年的盈利能力也有望迎来改善，我们预测公司2027年的毛利率将回升至41%附近，费用水平维持稳定。
- 2、新能源业务：考虑到新能源行业未来几年的需求可能会走弱，且行业竞争日趋激烈，我们预测公司新能源业务毛利率会下降至17%左右，费用水平维持基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

汇川技术	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	230.1	304.2	370.4	467.1	546.7	617.7	681.6	737.3
归母净利润(亿)	43.1	47.5	42.7	52.7	61.3	71.4	85.1	93.7
归母净利润增速(%)	19.9	10.1	-10.1	23.5	16.3	16.5	19.2	10.0
经营性净利润(亿)	33.5	40.4	41.1	48.9	57.2	67.1	80.7	89.1
经营性净利润增速(%)	11.1	20.5	1.9	18.8	17.1	17.3	20.2	10.4
经营性归母净利润(亿)	33.5	40.1	40.6	48.4	56.7	66.5	79.9	88.2
经营性归母净利润增速(%)	14.3	19.7	1.2	19.2	17.1	17.3	20.2	10.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

工业自动化	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	174.6	204.0	204.0	230.0	271.7	315.2	367.0	413.2
收入增速(%)	21.0	16.9	-0.0	12.8	18.1	16.0	16.4	12.6
经营性净利润(亿)	31.7	33.9	32.6	34.7	42.1	52.0	63.5	71.3
经营性净利率(%)	18.2	16.6	16.0	15.1	15.5	16.5	17.3	17.3
经营性净利润增速(%)	8.8	6.9	-3.8	6.5	21.3	23.4	22.1	12.4
新能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	55.5	100.2	166.4	237.1	275.0	302.5	314.6	324.1
收入增速(%)	57.8	80.5	66.1	42.5	16.0	10.0	4.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.8	6.5	8.5	14.1	15.1	15.2	17.3	17.8
经营性净利率(%)	3.3	6.4	5.1	6.0	5.5	5.0	5.5	5.5
经营性净利润增速(%)	76.5	257.9	32.0	65.8	6.7	0.5	13.7	3.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
工业自动化	6.4%	中等	较好	强	7.5%	19.5	75.5
新能源	2.0%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	18.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
工业自动化(亿)	182.4	1025.7	1208.2	13.9	4.0	27.0	1245.1
新能源(亿)	14.6	151.7	166.3	11.4	-	-	177.7
公司整体测算(亿)	197.0	1177.4	1374.5	25.4	4.0	27.0	1422.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
工业自动化(亿)	570.4	690.9	1261.3	13.9	4.0	27.0	1298.3
新能源(亿)	62.6	98.0	160.6	11.4	-	-	172.0
公司整体测算(亿)	633.0	789.0	1421.9	25.4	4.0	27.0	1470.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

从过去的历史业绩来看，公司的波动性相对较低。公司跨越周期，业绩表现出很强的韧性。此外，公司的信息披露较为完整，业绩的可预测性较强，整体估值确定性较好。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。