双主业布局，未来成长可期

爱仕达(002403)

投资评级：增持（维持评级）

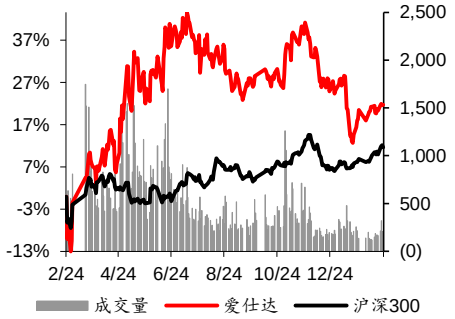
当前价格(元):	14.22
合理价格区间(元):	18.20-20.80

张立聪 执业证书编号：S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

相关研究

1《爱仕达(002403):三季度业绩保持较快增长》2016.10
2《爱仕达(002403):布局智能制造，协同效应值得期待》2016.09
3《爱仕达(002403):转型逐见成效，业绩持续提升》2016.08

股价走势图



资料来源：Wind

主营增长稳定，机器人有望放量

近日，我们调研了爱仕达，与公司领导进行了深入交流。公司炊具与小家电高端产品占比提升，业绩快速增长。同时，爱仕达收购钱江机器人布局智能制造，未来有望快速放量，成为公司增长新引擎。

产品结构优化，盈利能力提升

公司持续投入新品研发设计，炊具方面重点推广金刚旋风系列产品，巩固中高端市场份额；小家电方面攻关IH电饭煲内胆核心技术，推出有自主知识产权的“旋风铁釜”和“旋风复合钛釜”。产品结构优化，盈利能力持续提升。2016年前三季度公司实现归母净利率6.2%，同比提升0.9pct。

渠道下沉开拓新市场

公司在国内一线城市营销网络基础上，积极推动经销商建设，持续向三四级市场渗透。截至2016年底，公司线下零售网点超过5000家，其中一二线大型超市零售网点超过3000家。线上方面，公司设立爱仕达网络科技有限公司，承接原有新兴渠道业务。目前，爱仕达产品已实现天猫、京东、苏宁易购等主流电商平台的全方位覆盖。

机器人有望放量，打造增长新引擎

爱仕达收购钱江机器人51%股权，协同效应显著。公司在自动化方面已有技术储备，收购钱江机器人能与公司原有技术相结合，提高生产线自动化水平，降低生产成本，增强公司盈利能力。同时，爱仕达可对同行业公司输出自动化解决方案，实现产品对外销售。目前，中国机器人90%以上市场份额由国外厂商占据，随着技术水平的提升，国产品牌市场份额扩张仍有较大空间。作为国内相对稀缺的本体生产厂商，钱江机器人不仅有爱仕达、钱江摩托和吉利汽车作为产品输出口，同时也将受益于市场整体容量扩张与对外资品牌的替代。未来，公司机器人业务可期。

看好机器人业务发展前景，维持“增持”评级

爱仕达收购钱江机器人布局新产业，在原有主营业务稳定增长的基础上，机器人放量将为公司提供成长新动力。同时，随着自动化生产水平提升，协同效应显现，公司盈利能力有望增强。预计2016-2018年EPS分别为0.43/0.52/0.61元，考虑到机器人未来成长空间较大，给予2017年35-40倍PE，合理价格区间为18.20-20.80元，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨，三四级市场消费者接受度低。

公司基本资料

总股本(百万股)	350.32
流通A股(百万股)	289.10
52周内股价区间(元)	10.17-16.78
总市值(百万元)	4,982
总资产(百万元)	3,152
每股净资产(元)	5.90

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,207	2,242	2,515	2,884	3,316
+/-%	3.37	1.61	12.19	14.64	14.99
净利润(百万元)	81.34	113.39	152.34	182.46	215.41
+/-%	89.72	39.40	34.34	19.77	18.06
EPS (元)	0.23	0.32	0.43	0.52	0.61
PE (倍)	61.24	43.93	32.70	27.30	23.13

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

小家电&炊具

Q：小家电业务一季度销售情况怎么样？是否维持原有态势？

- 公司主营产品是炊具和小家电，截至目前销售状况良好。
- 由于今年春节较早，备货需求旺盛，1 月份单月销量非常好。

Q：渠道下沉进展如何？

- 公司持续在推进渠道下沉，经销商下去也新开设了一些零售网点。
- 2016 年有 5000 家以上的零售网点，一二线城市大型超市零售网点超过 3000 家。

Q：炊具需求来自哪里？2017 年增长态势如何？

- 需求主要来自三个方面。一是更新换代需求，新房需要购买新的炊具。二是人口迁移带来的需求。三是消费升级需求，需要购买不同类型的炊具来实现不同的烹饪功能。
- 2017 年炊具收入保持平稳增长。

Q：原材料价格上涨，家电行业成本承压，公司如何看待原材料价格上涨对盈利能力的影响？炊具跟大宗商品价格的关系是不是比别的产品品类更高？

- 炊具原材料主要是铝和钢，大宗商品生产成本占比 35%左右，还有一些其他生产材料，如塑料板、铆钉等，所以原材料上涨对公司盈利能力有影响，但影响没有那么大。
- 产品价格每年保持一定幅度的自然增长幅度，2017 年由于原材料上涨，所以价格增长幅度相较往年会更大一些。

Q：公司产品结构优化是否能对冲原材料价格上涨？

- 公司近两年毛利率一直在提升，高端产品占比越来越大，高端产品的毛利率，远高于低端产品。

Q：出口收入占比有多少？中美贸易关系，是否影响到出口的订单？

- 出口收入占比 40%。
- 炊具行业属于劳动密集型产业，美国本土没有产能，也不会再重新组织生产。
- 大部分代工单都在中国，东南亚、印度、南美等其他新兴经济体也有少量，但都没有形成规模，跟中国相比没有竞争优势。

机器人

Q：钱江机器人的产品主要是哪些？未来销售目标是多少？

- 机器人产品以六轴为主，四轴占比相对较小。
- 爱仕达把钱江机器人收过来以后，希望机器人成为新产业发展的方向，未来的销售目标定得也比较高。

Q：未来机器人销量的增长，主要来自哪些地方？

- 钱江机器人经过前几年的产品开发，产品比较成熟。
- 公司目前正在建自动化生产线，内部可以消化一部分，钱江会采购一部分；对外销售方面，公司向其它厂商也会销售一部分。整体来看，2017 年公司销量会有较大提升。

Q：对外销售，下游客户主要是哪些？

- 产品主要卖给应用公司。

Q：现在做本体的一些公司会专注在某些行业吗？

- 本体公司基本上只提供产品，下游公司去应用，应用公司就会专注于某个行业。本体公司通过对机器人做一定的改造和编程，各个行业都可以拿来用。
- 本体企业如四大家族这些比较大型的公司，机器人产品有不同的系列。大系列用在比较重的方面，如汽车；精细系列产品则用于 3C 如行业手机和平板电脑的生产。

Q：目前公司下游做应用的客户，是不是分布在各个不同的产业链？

- 都有。爱仕达属于家电行业，钱江机器人就可以给爱仕达做锅和小家电的生产线。对钱江摩托和吉利来说，钱江机器人就可以做汽车、摩托车、汽车零配件的生产线。

Q：公司预计 2017 年机器人业务板块的盈利状况？

- 2016 年由于量太少，所以机器人业务处于亏损状态。
- 固定费用和开发费用比较高，2017 年目标盈亏平衡。
- 机器人行业目前仍处于抢占市场阶段，以开拓市场为主，还没有到追求利润的程度。

Q：销量快速增加，需求爆发的原因是什么？

- 劳动力成本上升比较快，浙江江苏这种制造型企业招工比较困难，人工成本高于买一台机器人的成本。
- 国外四大家族在中国，六轴和四轴的机器人销量，总共加起来大概有 5 万台。
- 中国机器人市场，基本上 80%-90%销量都来自四大家族。中国本土机器人企业发展较慢，随着产业发展，大家也慢慢接受国产机器人，再加上营销推广，会有一部分企业开始尝试用国产机器人，来替代国外品牌。
- 国内某些制造行业对机器人的要求并不高，比如轻工行业，生产周期很短，短则两三年长则三五年产线就要淘汰，国产机器人完全满足使用需求。

Q：做应用的公司能否进入本体行业？做本体的技术壁垒在什么地方？

- 有实力做本体的企业相对有限，只有这几家，其它都是应用公司。
- 做本体很辛苦，关键零部件、精度和持久性都需要达到要求，做应用的公司没有能力开发本体。

Q：国外的四大家族，在中国做的机器人可以卖多少钱一台？

- 价格有所下降，以前 15-20 万元一台，现在部分产品单价降至 12-13 万元。

Q：国外机器人与国产相比，价格高 40%-50%，国内品牌是否能对其形成替代？

- 国产品牌的替代是一个逐步的过程，除了价差大家还要考虑产品的可靠性和制造精度。此外，国产机器人刚刚走入市场，跟国外的产品相比，客户心理上仍存在感知差距。

Q：机器人本体的利润率水平大概有多少？应用环节的利润率与做本体相比，哪个更高？

- 本体如果实现规模效应，对标库卡，利润率水平 5%-10%。
- 应用是项目承包制，所以利润率会高一些。应用环节利润率在 10%以上，有的公司能更好一些。二级市场还有三板的很多公司，都在做应用。

Q：接下来两三年，行业是否会出现销量翻倍增长的态势？未来行业的增长空间有多大？

- 2016 年中国市场本体销量 5 万台，国内几家大的厂商，各自的销量也就只有几百台。几年以后，整个市场的销量会增加，同时国内厂商的占比也能提升。目前国内厂商的占比只有不到 10%，如果提升到 20%，国内厂商共享的容量就会很大。

其它

Q：公司股权激励有哪些规划？

- 暂时没有，2016 年公司刚刚完成员工持股计划，今年暂时没有计划。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,659	1,646	1,879	1,972	2,152
现金	252.61	145.58	278.18	217.52	197.15
应收账款	387.77	436.05	471.99	541.90	626.46
其他应收账款	9.48	6.91	9.18	9.99	11.57
预付账款	24.40	25.18	39.49	35.61	40.56
存货	494.56	493.42	541.28	612.25	705.71
其他流动资产	490.46	538.78	539.19	555.06	570.80
非流动资产	1,048	1,093	1,103	1,101	1,088
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	440.64	553.33	586.30	609.60	622.66
无形资产	282.28	280.08	269.81	260.01	250.06
其他非流动资产	324.64	259.84	246.95	231.22	215.29
资产总计	2,707	2,739	2,982	3,073	3,240
流动负债	692.27	727.54	709.48	776.39	954.43
短期借款	286.43	306.00	273.98	286.73	401.25
应付账款	282.39	302.39	316.24	362.23	418.26
其他流动负债	123.45	119.14	119.27	127.43	134.91
非流动负债	347.43	344.19	143.22	160.13	162.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	347.43	344.19	143.22	160.13	162.33
负债合计	1,040	1,072	852.71	936.52	1,117
少数股东权益	6.80	0.00	8.63	16.54	25.28
股本	240.00	312.00	350.32	350.32	350.32
资本公积	1,053	982.42	1,245	1,245	1,245
留存公积	367.63	373.03	525.36	524.28	502.33
归属母公司股	1,660	1,667	2,121	2,120	2,098
负债和股东权益	2,707	2,739	2,982	3,073	3,240

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	253.20	130.11	(49.00)	203.03	199.81
净利润	88.50	113.64	160.97	190.37	224.15
折旧摊销	75.58	75.48	86.35	98.83	110.06
财务费用	9.11	(0.58)	6.30	5.02	8.58
投资损失	(14.15)	(28.73)	(23.87)	(25.49)	(24.95)
营运资金变动	88.59	(33.37)	(241.64)	(91.35)	(129.32)
其他经营现金	5.56	3.68	(37.10)	25.66	11.30
投资活动现金	(397.33)	(142.42)	(81.54)	(87.84)	(88.79)
资本支出	132.37	122.70	100.00	100.00	100.00
长期投资	467.80	32.42	(0.66)	0.10	0.06
其他投资现金	202.84	12.69	17.81	12.27	11.27
筹资活动现金	25.93	(104.53)	263.14	(175.85)	(131.39)
短期借款	133.43	19.57	(32.02)	12.75	114.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	72.00	38.32	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(70.27)	263.01	0.00	0.00
其他筹资现金	(107.50)	(125.83)	(6.17)	(188.60)	(245.92)
现金净增加额	(118.37)	(106.74)	132.60	(60.66)	(20.37)

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,207	2,242	2,515	2,884	3,316
营业成本	1,421	1,375	1,490	1,704	1,958
营业税金及附加	18.15	17.12	19.84	22.83	25.91
营业费用	440.72	502.75	576.01	657.44	749.39
管理费用	217.71	236.24	254.05	288.35	328.27
财务费用	9.11	(0.58)	6.30	5.02	8.58
资产减值损失	14.39	9.81	11.13	11.23	10.96
公允价值变动收益	(1.49)	0.63	(0.08)	0.16	0.08
投资净收益	14.15	28.73	23.87	25.49	24.95
营业利润	98.56	130.83	181.76	220.04	260.26
营业外收入	24.19	23.07	30.07	26.75	27.24
营业外支出	20.56	17.36	18.43	18.08	18.19
利润总额	102.18	136.54	193.39	228.72	269.31
所得税	13.68	22.89	32.43	38.35	45.16
净利润	88.50	113.64	160.97	190.37	224.15
少数股东损益	7.16	0.25	8.63	7.91	8.74
归属母公司净利润	81.34	113.39	152.34	182.46	215.41
EBITDA (倍)	183.25	205.73	274.41	323.89	378.90
EPS (元)	0.23	0.32	0.43	0.52	0.61

主要财务比率

会计年度(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	3.37	1.61	12.19	14.64	14.99
营业利润	126.26	32.75	38.92	21.06	18.28
归属母公司净利润	89.72	39.40	34.34	19.77	18.06
获利能力(%)					
毛利率	35.62	38.66	40.76	40.90	40.96
净利率	3.69	5.06	6.06	6.33	6.50
ROE	4.90	6.80	7.18	8.61	10.27
ROIC	5.38	5.75	7.34	8.46	9.64
偿债能力					
资产负债率(%)	38.41	39.13	28.59	30.47	34.46
净负债比率(%)	27.55	28.55	32.13	30.62	35.93
流动比率	2.40	2.26	2.65	2.54	2.26
速动比率	1.67	1.57	1.87	1.73	1.50
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.82	0.88	0.95	1.05
应收账款周转率	5.16	5.05	5.15	5.28	5.27
应付账款周转率	4.77	4.70	4.82	5.02	5.02
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.32	0.43	0.52	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.37	(0.14)	0.58	0.57
每股净资产(最新摊薄)	4.74	4.76	6.05	6.05	5.99
估值比率					
PE (倍)	61.24	43.93	32.70	27.30	23.13
PB (倍)	3.00	2.99	2.35	2.35	2.37
EV_EBITDA (倍)	27.43	24.43	18.32	15.52	13.27

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com