

**投资评级：推荐（下调）**
**报告日期：2019年10月31日**
**市场数据**

|           |            |
|-----------|------------|
| 目前股价      | 8.54       |
| 总市值（亿元）   | 71.30      |
| 流通市值（亿元）  | 62.15      |
| 总股本（万股）   | 83,493     |
| 流通股本（万股）  | 72,773     |
| 12个月最高/最低 | 12.27/7.69 |

**分析师**

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

☎ 0755-83558957

✉ liufeng@cgws.com

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

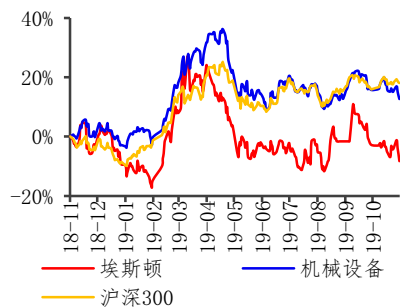
✉ wangzhijie@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡微未

S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;上半年业绩符合预期，收购全球焊接机器人领军企业 Cloos&gt;&gt; 2019-08-28

&lt;&lt;年度业绩稳定增长，产业链延伸加速国际化布局&gt;&gt; 2019-04-28

&lt;&lt;业绩增速放缓，仍看好长期成长&gt;&gt; 2018-10-25

# 三季度业绩低于预期，静待机器人行业回暖

## ——埃斯顿（002747）公司动态点评

**盈利预测**

|        | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 1522  | 1994  | 2353  |
| (+/-%) | 4.2%  | 31.0% | 18.0% |
| 净利润    | 101   | 148   | 192   |
| (+/-%) | -0.2% | 46.1% | 30.2% |
| 摊薄 EPS | 0.12  | 0.18  | 0.23  |
| PE     | 71    | 48    | 37    |

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 短期净利润急剧下跌，公司仍保持竞争力：**公司发布的三季报，前三季度营收 9.68 亿元，同比下降 9.11%；净利润 5734.46 万元，同比下降 18.90%；公司 Q3 单季度实现营收 2.86 亿元，同比下降 15.75%；净利润 64.71 亿元，同比下降 95.51%。三季度的业绩下降主要是因为前宏观经济下行压力较大、制造业企业对机器人需求下降。自 2018 年 9 月开始我国工业机器人月产量同比出现负增长，并且近一年来我国工业机器人产品持续萎缩。公司在国内外工业机器人产量高开销量低走的大环境下，依旧维持高于行业平均速度的增长，表明公司具有较强的竞争力。随着公司智能工厂的逐步释放，有望带动国内机器人市场发展，后期净利润增长得到提升。
- 研发投入不断增长，产品与技术寻求突破：**2015 年-2018 年，公司持续加大研发投入，4 年期间累计研发投入 3.91 亿元，远高于同行。2019 年上半年，埃斯顿研发投入再创新高，达到 12.16%。公司深耕智能装备核心零件，核心零部件自给率高达 80%，形成了成本优势，使得在行业出清状态保持高速增长。2019 年，埃斯顿超薄超快超安全的 ProNet Summa 系列驱动器推出，搭配 TRIO 运动控制器，构建运动控制整体解决方案，能够广泛适用于工业机器人、机床机械、电子制造设备、印刷包装等行业，满足中、大型设备多轴复杂应用的需求，达到了工业领域最高安全等级。
- 国外并购补强核心技术，向全球机器人第一梯队进军：**2015 年上市开始，埃斯顿开始疯狂的进行收购，从国内逐渐过渡到国外，以跨境及境内收购相结合方式，借助被收购的企业积累的业界口碑快速开拓业务，打通产业链上下游。2019 年 10 月 31 日，公司参股公司完成德国全球焊接机器人领军企业 CLOOS 收购，这将使公司有机会与国际先进技术、有业绩支撑的优秀公司通过股权收购的方式进行深度融合，加快实现公司战略目标，有利于公司长远发展。GGII 预计，2020 年焊接机器人销量将超 5 万台，市场规模有望超 160 亿，公司利润增长有望得到大幅回升。2019 年全年展望，公司从截至目前 4 季度在手订单情况来看，环比增长 30% 以上，预计 2019 年销售额较 2018 年略有增长。其中由于行业专用机器人增长拉动，

机器人本体业务仍然稳步增长；由于运动控制业务大客户开拓，自动化核心部件业务预计将逐步回暖。同时，预计德国 CLOOS 交割完成后，会增厚本年净利润业绩。

- **投资建议：**我们预测 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 0.12 元、0.18 元、0.23 元，对应 PE 分别为 71 倍、48 倍、37 倍。基于现阶段机器人行业景气度持续下滑，我们下调公司为“推荐”评级。
- **风险提示：**市场需求风险；市场竞争风险；外延性发展带来的经营风险；中美贸易摩擦带来的不确定性风险。

## 附：盈利预测表

| 利润表 ( 百万 )   | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    | 主要财务指标            | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 1,076.50 | 1,461.02 | 1,522.39 | 1,994.33 | 2,353.31 | <b>成长性</b>        |         |        |        |        |        |
| 营业成本         | 716.56   | 935.27   | 974.33   | 1,266.40 | 1,484.94 | 营业收入增长            | 58.69%  | 35.72% | 4.20%  | 31.00% | 18.00% |
| 销售费用         | 76.20    | 106.29   | 112.66   | 143.59   | 164.73   | 营业成本增长            | 54.54%  | 30.52% | 4.18%  | 29.98% | 17.26% |
| 管理费用         | 204.77   | 190.76   | 197.91   | 251.29   | 294.16   | 营业利润增长            | 176.12% | 16.19% | -6.50% | 58.28% | 35.15% |
| 研发费用         | 0.00     | 113.39   | 118.59   | 151.97   | 176.50   | 利润总额增长            | 43.83%  | 7.11%  | -0.88% | 46.42% | 30.30% |
| 财务费用         | 15.02    | 39.39    | 45.67    | 49.86    | 47.07    | 净利润增长             | 35.67%  | 8.79%  | -0.16% | 46.10% | 30.16% |
| 其他收益         | 18.08    | 24.36    | 25.00    | 26.00    | 27.00    | <b>盈利能力</b>       |         |        |        |        |        |
| 投资净收益        | 12.03    | 10.26    | 18.00    | 18.00    | 18.00    | 毛利率               | 33.44%  | 35.99% | 36.00% | 36.50% | 36.90% |
| 营业利润         | 87.98    | 102.22   | 95.57    | 151.27   | 204.44   | 销售净利率             | 8.17%   | 7.00%  | 6.28%  | 7.58%  | 8.69%  |
| 营业外收支        | 27.47    | 21.44    | 27.00    | 28.20    | 29.40    | ROE               | 6.91%   | 7.95%  | 6.26%  | 8.80%  | 10.84% |
| 利润总额         | 115.45   | 123.66   | 122.57   | 179.47   | 233.84   | ROIC              | 29.37%  | 7.36%  | 5.61%  | 8.17%  | 9.51%  |
| 所得税          | 13.65    | 9.73     | 8.83     | 13.28    | 17.54    | <b>营运效率</b>       |         |        |        |        |        |
| 少数股东损益       | 8.74     | 12.70    | 12.67    | 18.51    | 24.10    | 销售费用/营业收入         | 7.08%   | 7.27%  | 7.40%  | 7.20%  | 7.00%  |
| 净利润          | 93.05    | 101.23   | 101.07   | 147.67   | 192.20   | 管理费用/营业收入         | 19.02%  | 13.06% | 13.00% | 12.60% | 12.50% |
|              |          |          |          |          |          | 研发费用/营业收入         | 0.00%   | 7.76%  | 7.79%  | 7.62%  | 7.50%  |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          |          | 财务费用/营业收入         | 1.40%   | 2.70%  | 3.00%  | 2.50%  | 2.00%  |
|              |          |          |          |          |          | 投资收益/营业利润         | 13.68%  | 10.04% | 18.83% | 11.90% | 8.80%  |
| 流动资产         | 1,851.55 | 2,044.98 | 2,144.57 | 2,486.18 | 2,584.08 | 所得税/利润总额          | 11.83%  | 7.87%  | 7.20%  | 7.40%  | 7.50%  |
| 货币资金         | 370.20   | 316.42   | 458.59   | 371.13   | 650.45   | 应收账款周转率           | 2.87    | 2.72   | 2.47   | 2.73   | 2.95   |
| 应收票据及应收账款合计  | 451.16   | 621.35   | 613.47   | 849.04   | 745.98   | 存货周转率             | 4.42    | 4.34   | 4.36   | 4.85   | 5.19   |
| 其他应收款        | 251.04   | 270.07   | 254.31   | 332.91   | 320.78   | 流动资产周转率           | 0.68    | 0.75   | 0.73   | 0.86   | 0.93   |
| 存货           | 317.29   | 355.48   | 342.78   | 480.37   | 427.09   | 总资产周转率            | 0.42    | 0.43   | 0.41   | 0.50   | 0.56   |
| 非流动资产        | 1,377.73 | 1,576.04 | 1,630.11 | 1,661.05 | 1,701.94 | <b>偿债能力</b>       |         |        |        |        |        |
| 固定资产         | 247.21   | 355.21   | 353.44   | 359.62   | 373.25   | 资产负债率             | 49.56%  | 52.61% | 51.84% | 54.48% | 53.44% |
| 资产总计         | 3,229.28 | 3,621.02 | 3,774.68 | 4,147.23 | 4,286.02 | 流动比率              | 1.57    | 1.30   | 1.34   | 1.32   | 1.37   |
| 流动负债         | 1,177.34 | 1,576.33 | 1,598.85 | 1,881.42 | 1,892.69 | 速动比率              | 1.30    | 1.07   | 1.13   | 1.07   | 1.14   |
| 短期借款         | 434.36   | 887.42   | 887.42   | 887.42   | 887.42   | <b>每股指标 ( 元 )</b> |         |        |        |        |        |
| 应付款项         | 451.03   | 330.13   | 347.53   | 446.76   | 492.82   | EPS               | 0.11    | 0.12   | 0.12   | 0.18   | 0.23   |
| 非流动负债        | 422.96   | 328.56   | 357.80   | 377.81   | 397.81   | 每股净资产             | 1.84    | 1.93   | 2.04   | 2.10   | 2.20   |
| 长期借款         | 240.08   | 197.81   | 197.80   | 197.81   | 197.81   | 每股经营现金流           | -0.03   | 0.02   | 0.32   | 0.12   | 0.59   |
| 负债合计         | 1,600.31 | 1,904.89 | 1,956.65 | 2,259.23 | 2,290.51 | 每股经营现金/EPS        | -0.24   | 0.14   | 2.66   | 0.69   | 2.57   |
| 股东权益         | 1,628.97 | 1,716.13 | 1,818.03 | 1,888.00 | 1,995.51 | <b>估值</b>         |         |        |        |        |        |
| 股本           | 836.09   | 837.59   | 837.59   | 837.59   | 837.59   | PE                | 77.78   | 71.17  | 70.77  | 48.44  | 37.22  |
| 留存收益         | 771.87   | 826.56   | 870.02   | 921.48   | 1,004.89 | PEG               | 4.38    | 2.99   | 4.96   | 2.73   | 1.56   |
| 少数股东权益       | 91.69    | 97.74    | 110.41   | 128.93   | 153.02   | PB                | 4.65    | 4.42   | 4.19   | 4.07   | 3.88   |
| 负债和权益总计      | 3,229.28 | 3,621.02 | 3,774.68 | 4,147.23 | 4,286.02 | EV/EBITDA         | 72.75   | 45.90  | 42.30  | 31.85  | 25.23  |
|              |          |          |          |          |          | EV/SALES          | 8.86    | 5.37   | 5.07   | 3.93   | 3.22   |
| <b>现金流量表</b> |          |          |          |          |          | EV/IC             | 5.38    | 3.36   | 3.39   | 3.21   | 3.34   |
|              |          |          |          |          |          | ROIC/WACC         | 0.61    | 0.62   | 0.47   | 0.69   | 0.80   |
| 经营活动现金流      | 807.70   | 14.42    | 268.43   | 101.60   | 493.18   | REP               | 8.88    | 5.43   | 7.18   | 4.67   | 4.17   |
| 其中营运资本减少     | 242.38   | -319.93  | 85.61    | -141.45  | 198.75   |                   |         |        |        |        |        |
| 投资活动现金流      | -1757.00 | -381.58  | -72.62   | -47.00   | -62.00   |                   |         |        |        |        |        |
| 其中资本支出       | 288.18   | 74.31    | 96.10    | 106.00   | 115.90   |                   |         |        |        |        |        |
| 融资活动现金流      | 438.89   | 272.25   | -53.64   | -142.06  | -151.86  |                   |         |        |        |        |        |
| 净现金总变化       | -510.41  | -94.91   | 142.18   | -87.46   | 279.33   |                   |         |        |        |        |        |

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>