

埃夫特-U (688165)

工业机器人龙头企业，携手多方切入人形机器人领域

增持（维持）

2025 年 03 月 13 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1328	1886	1368	1402	1609
同比（%）	15.73	42.11	(27.47)	2.46	14.75
归母净利润（百万元）	(172.87)	(47.45)	(97.32)	5.74	19.39
同比（%）	10.63	72.55	(105.11)	105.90	237.83
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.33)	(0.09)	(0.19)	0.01	0.04
P/E（现价&最新摊薄）	(93.96)	(342.33)	(166.90)	2,829.65	837.59

投资要点

■ 工业机器人龙头企业，近年来经营情况持续改善

埃夫特深耕工业机器人赛道，成长为国内工业机器人龙头企业。2020-2023 年公司营业收入从 11.34 亿元增长至 18.86 亿元，CAGR=18%；2020-2023 年公司归母净利润从-1.69 亿元收窄至-0.47 亿元，经营质量有所提高。利润率方面，2020-2023 年公司毛利率从 12.26%提升至 17.31%，主要系公司高毛利的机器人本体业务收入增长良好，带动综合毛利率提升。销售净利率从-15.04%收窄至-2.56%，亏损不断收窄。拆分公司业务结构看，2020-2023 年公司机器人整机业务收入从 2.15 亿元增长至 8.55 亿元，增长态势良好；系统集成业务从 9.01 亿元增长至 10.02 亿元，基本保持平稳。2023 年公司机器人整机/系统集成业务分别占收入比重 45.30%/53.12%。

■ 主业进展顺利，市场占有率不断提升

2024Q1-Q3 公司工业机器人出货量近 12000 台，国内市占率排名第 8（含外资品牌），2024 全年出货量目标达到 16000 台。未来公司进一步收缩集成业务，积极拓展本体主业，出货量有望稳步增长。展望未来，国内内需刺激政策逐步传导，国内制造业景气度有望复苏，工业机器人价格竞争同步缓解，利润率有望改善。

■ 保持高研发支出，夯实工业机器人产品实力

近年来埃夫特年研发费用保持在 1 亿元上下，研发投入维持在高位水平，重点推进焊接、喷涂、码垛等应用场景的工业机器人开发。2023 年公司牵头承担了国家重点研发计划“工业机器人核心零部件技术与应用示范”，重点突破焊接机器人研发生产，另外公司开发面向智能化应用的机器人软件集成开发平台，已针对焊接场景实现应用落地，并展开商业化推广。

■ 与华为全球具身智能产业创新中心牵手合作，切入人形机器人领域

2024 年 11 月 15 日，华为（深圳）全球具身智能产业创新中心宣布启动运营，埃夫特被选为优选合作伙伴并签署合作备忘录，是签约合作协议的机器人本体企业中体量最大的。基于公司在工业机器人领域的深厚积累，公司在机器人运控领域已有较为成熟的技术积淀，未来有望与华为携手合作，将运控技术横向迁移至人形机器人应用领域，成为华为机器人供应链的核心公司。另外华为造车产业正蓬勃发展，我们认为未来人形机器人产品有望优先落地华为造车工厂，在实训中迭代升级。

■ 盈利预测与投资评级

机器人本体主业进展顺利，与华为合作打开人形机器人业务成长空间。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.68/14.02/16.09 亿元，当前股价对应动态 PS 分别为 12/12/10 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**工业机器人需求不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.14
一年最低/最高价	6.80/41.65
市净率(倍)	9.58
流通 A 股市值(百万元)	16,248.23
总市值(百万元)	16,248.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.25
资产负债率(% ,LF)	48.37
总股本(百万股)	521.78
流通 A 股(百万股)	521.78

相关研究

《人形机器人量产渐进，建议关注多链条各环节投资机遇》

2025-01-28

内容目录

1. 工业机器人龙头企业，近年来经营情况持续改善	4
1.1. 深耕国内工业机器人领域，积极布局人形机器人赛道	4
1.2. 公司业务覆盖三大环节，系统集成贡献主要收入	4
1.3. 公司股权结构稳定，通过子公司完成全产业链布局	6
1.4. 公司营收稳步增长，长期维持高研发投入	7
2. 主业完成全产业链布局，积极布局人形机器人	8
2.1. 工业机器人装机规模稳步增长，中国占据全球市场“半壁江山”	8
2.2. 公司通过外延发展，完成全产业链布局	10
2.3. 公司自产核心零部件，有望加速完成国产替代	12
2.4. 携手产业投资方和用户，积极布局人形机器人领域	13
3. 盈利预测	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1:	公司发展通过战略收购和参股快速发展.....	4
图 2:	公司业务涵盖机器人零部件、整机及系统集成.....	5
图 3:	公司下游涵盖多个行业,拥有良好客户基础.....	6
图 4:	公司股权结构稳定,实际控制人为芜湖国资委(截至 25 年 3 月 6 日).....	6
图 5:	2024Q1-Q3 公司实现营收 10.18 亿元,同比-29%.....	7
图 6:	2024Q1-Q3 公司实现归母净利润-1.05 亿元.....	7
图 7:	2024Q1-Q3 公司毛利率为 17.1%.....	7
图 8:	2024Q1-Q3 公司期间费用率为 29.7%.....	7
图 9:	公司 2024H1 营收结构.....	8
图 10:	公司 2024H1 毛利润结构.....	8
图 11:	2026 年工业机器人装机量有望突破 70 万台.....	9
图 12:	2023 年汽车行业为工业机器人最大新增装机用户.....	9
图 13:	中国工业机器人装机量占全球装机 52%,超 27.6 万台.....	10
图 14:	公司通过外延全面覆盖不同工业机器人应用场景.....	10
图 15:	公司整机业务通过自研、兼并购快速发展.....	11
图 16:	公司系统集成业务通过自研、兼并购快速发展.....	12
图 17:	核心零部件价值量占比高,市场长期由海外龙头主导.....	12
图 18:	公司核心零部件自供率有望大幅上升.....	13
图 19:	公司在人形机器人领域合作情况.....	14
图 20:	埃夫特 Yobot W1 人形机器人.....	15
图 21:	埃夫特盈利预测(以 2023 年年报口径为准).....	16
图 22:	可比公司估值表.....	16

1. 工业机器人龙头企业，近年来经营情况持续改善

1.1. 深耕国内工业机器人领域，积极布局人形机器人赛道

公司深耕国内工业机器人领域，积极布局人形机器人赛道。公司前身可追溯至 2007 年 8 月成立的“芜湖奇瑞装备有限责任公司”，2012 年 2 月更名为“安徽埃夫特智能装备有限公司”。通过一系列战略收购和参股，包括意大利喷涂机器人企业 CMA、金属加工和表面处理领域系统集成商 EVOLUT、汽车装备和机器人系统集成商 WFC 集团，以及意大利运动控制领域机器人核心部件生产商 ROBOX 和精密减速机生产商奥一精机，公司成功引进并吸收国际工业自动化领域的先进技术，积累了丰富的工业机器人经验，于 2020 年 7 月成功登陆科创板。2024 年 11 月，华为全球具身智能产业创新中心启动，公司作为优选伙伴签约，凭借成熟的机器人运控技术积淀，成为最大机器人本体企业合作方。公司将携手华为，有望将人形机器人产品加速落地。

图1：公司发展通过战略收购和参股快速发展



数据来源：埃夫特，东吴证券研究所

1.2. 公司业务覆盖三大环节，系统集成贡献主要收入

公司主营业务涵盖工业机器人产业链三大环节：工业机器人核心零部件、机器人整机、机器人系统集成解决方案。公司是少数国产机器人企业同时布局工业机器人产业链三大环节的厂商，产品线覆盖中高端制造业工艺流程的铸造、切割、焊接、抛光打磨、喷涂等主要环节。目前，旗下子公司瑞博思生产的运动控制器和伺服驱动器尚未量产，未来将主要用于配套公司工业机器人整机产品。

(1) 工业机器人核心零部件：公司核心零部件产品主要为控制器和伺服驱动产品。公司的控制器主要用于公司自主生产的工业机器人整机，部分应用于 AGV 及其他智能装备控制。

(2) 机器人整机：在工业机器人整机领域，公司产品以关节型机器人为主，具有弧

焊、点焊、上下料、装配、搬运、码垛、打磨、抛光、喷涂、切割、包装、检测等功能。

公司整机产品分为桌面机器人、小负载机器人、中负载机器人、大负载机器人。1、**桌面机器人**是指自重不超过 100 公斤，负载不超过 12 公斤的工业机器人，可广泛应用于搬运（机床上下料）、分拣、组装、打磨、抛光、检测、涂胶等场景，适用于 3C 电子、食品饮料、金属制品、教育培训、橡塑、医药等行业。2、**小负载机器人**指负载不超过 20 公斤的非桌面工业机器人，可广泛应用于搬运、组装、分拣、打磨、抛光、去毛刺等场景，适用于 PCB、金属制品、光伏、物流仓储、食品饮料等行业。3、**中负载机器人**指负载 20 公斤以上，100 公斤以下的工业机器人，可用于打磨、抛光、搬运、码垛等各种场景，适用于汽车零部件、锂电、光伏、食品饮料建材、仓储物流等行业。4、**大负载机器人**指负载 100 公斤及以上的工业机器人，可应用于搬运、码垛、焊接等各种场景，适用于汽车零部件、锂电、光伏、食品饮料、建材、仓储物流等行业。

（3）机器人系统集成解决方案：按照生产线产品性能，公司系统集成成为汽车（包括新能源汽车）及汽车零部件、家具制造等通用工业提供焊接和铆接、搬运和检测、喷涂、打磨和抛光、铸造、智能装配、智能物流与输送等解决方案。

图2：公司业务涵盖机器人零部件、整机及系统集成

产品类型	产品	生产主体	代表产品实例
核心零部件	运动控制器、伺服系统	瑞博思	
工业机器人	EFORT 机器人 CMA 喷涂机器人	埃夫特、 CMA	
机器人系统集成	焊接和铆接生产线解决方案 搬运和检测生产线解决方案 喷涂生产线解决方案 打磨和抛光生产线解决方案 铸造生产线解决方案 智能物流与输送生产线解决方案	埃夫特、WFC 及下 属子公司、 CMA、希美埃及下 属子公司、 EVOLUT、埃华路及 下子公司	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司业务覆盖多行业，拥有良好的客户基础。公司产品广泛应用于汽车及汽车零部件、新能源、3C 电子、金属制品、家具制造、陶瓷卫浴等诸多行业，在全球范围内逐步积累了汽车工业、航空及轨道交通业、汽车零部件及其他通用工业的客户资源。

图3：公司下游涵盖多个行业，拥有良好客户基础

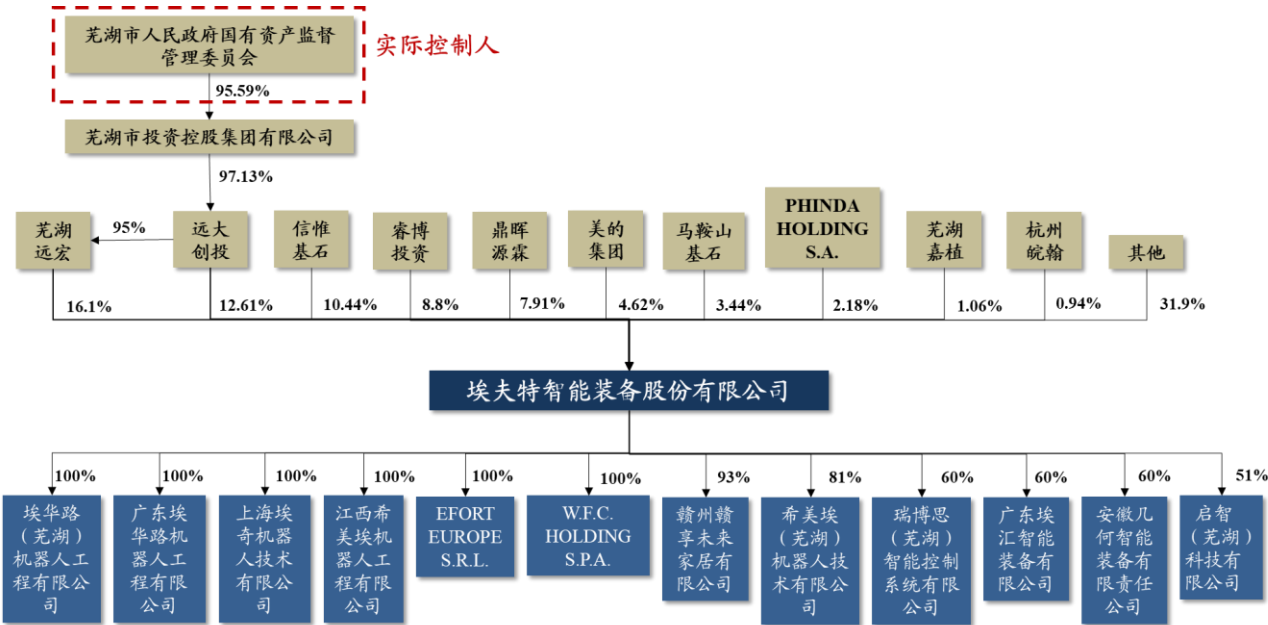
下游行业	客户
汽车工业	菲亚特克莱斯勒集团（FCA集团）、通用、大众、丰田、雷诺、北汽、奇瑞、吉利等
通用工业-汽车零部件	法雷奥（VALEO）、麦格纳（MAGNA）、马瑞利（Magneti Marelli S.p.A.）、布雷博（Brembo）、Valmet等
通用工业-航空及轨道交通业	中车集团、中国商飞、阿尔斯通（ALSTOM）等
通用工业-电子电器行业	蓝思科技、长盈精密、中光电等
通用工业-其他	中集集团、京东物流、鸿路钢构、箭牌卫浴、全友家居、双虎家私等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 公司股权结构稳定，通过子公司完成全产业链布局

公司股权结构稳定，实际控制人是芜湖国资委。截至 25 年 3 月 6 日，公司第一大股东芜湖远宏工业机器人投资有限公司直接持股 16.1%，其母公司为芜湖远大创业投资有限公司直接持股 12.61%，一致行动人为芜湖睿博投资管理中心和芜湖嘉植可为创业投资合伙企业，分别持有 8.8%和 1.06%的股份，合计持股 38.57%；其中芜湖创投实际控制人为芜湖国资委，因此公司实控权归属于芜湖国资委。子公司布局方面，公司参控股多家企业，拥有埃华路（芜湖）机器人工程有限公司、上海埃奇机器人技术有限公司、EFFORT EUROPE S.R.L 等 6 家全资子公司，并控股赣州赣享未来家居有限公司、希美埃（芜湖）机器人技术有限公司、瑞博思（芜湖）智能控制系统有限公司等 6 家公司。

图4：公司股权结构稳定，实际控制人为芜湖国资委（截至 25 年 3 月 6 日）

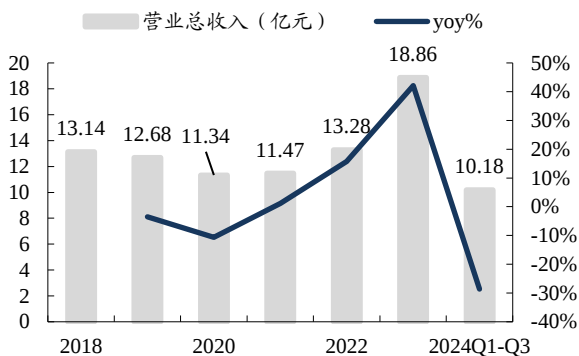


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 公司营收稳步增长，长期维持高研发投入

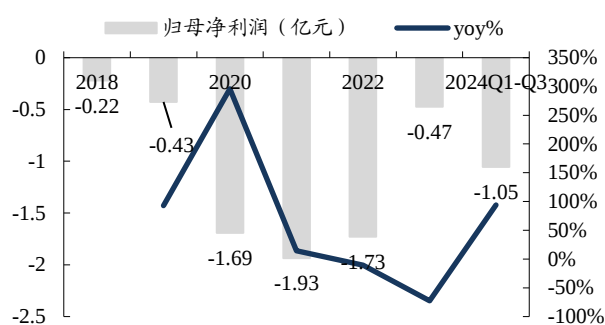
公司营收稳步增长，亏损持续收窄。收入方面，2024 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 10.18 亿元，同比下降 28.6%，2018-2023 年公司营业收入由 13.14 亿元提升至 18.86 亿元，CAGR 为 7.46%；其中 2023 年营收同比增长最快，为 42.1%，主要得益于机器人销量翻倍增长带动整机业务收入同比提升 78.79%。利润方面，2024 年 Q1-Q3 公司实现归母净利润-1.05 亿元，亏损自 2021 年以来有收窄趋势

图5：2024Q1-Q3 公司实现营收 10.18 亿元，同比-29%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

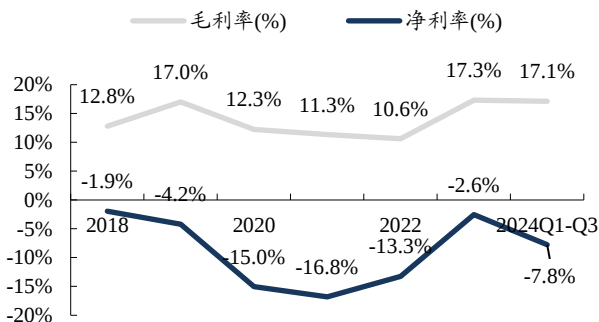
图6：2024Q1-Q3 公司实现归母净利润-1.05 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

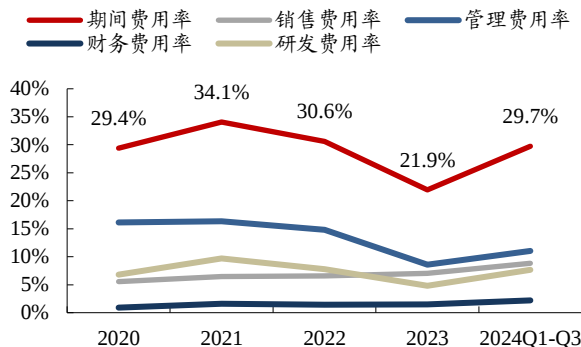
毛利率稳步提升，持续维持高研发投入。2024 年 Q1-Q3 公司销售毛利率为 17.1%，同比+1.2pct，销售净利率为-7.8%，同比-3.8pct，2018-2023 年公司毛利率由 12.8%提升至 17.3%，主要由于公司高毛利整机业务营收持续增长，带动综合毛利率提升，销售净利率则从 2021 年低点-16.8%有所回升，2023 年销售净利率提升至-2.6%。费用端，2024 年 Q1-Q3 公司期间费用率为 29.7%，同比提升 7.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.8/11.0/2.2/7.6%，同比分别+2.1/+1.8/+0.4/+2.8pct，研发投入重回 6%+区间。

图7：2024Q1-Q3 公司毛利率为 17.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

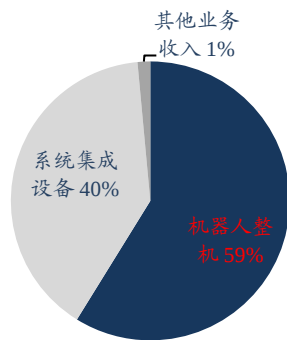
图8：2024Q1-Q3 公司期间费用率为 29.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

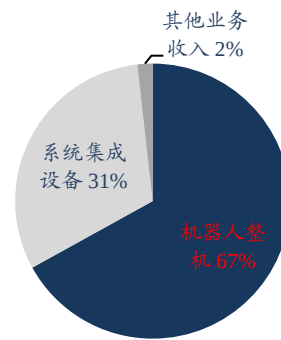
公司主要产品是机器人整机和系统集成设备，机器人整机业务是营收和利润的重要来源。营收结构方面，2024H1 公司机器人整机营收为 4 亿元，占总收入 59%，系统集成设备营业收入为 2.7 亿元，占总收入 40%。毛利润方面，2024H1 公司机器人整机贡献毛利润 0.75 亿元，占总毛利润 67%，系统集成设备贡献毛利润 0.35 亿元，占总毛利润 31%，机器人整机业务是公司核心收入来源。

图9：公司 2024H1 营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司 2024H1 毛利润结构



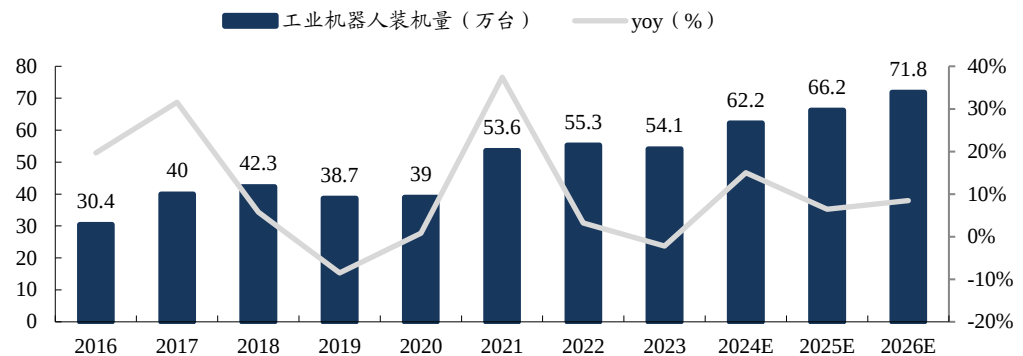
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 主业完成全产业链布局，积极布局人形机器人

2.1. 工业机器人装机规模稳步增长，中国占据全球市场“半壁江山”

全球工业机器人装机量呈现出持续增长的趋势。根据国际机器人联合会（IFR）发布的《World Robotics 2024》报告，2022 年，全球工业机器人装机量达到 55 万台，同比增长 5%，尽管 2023 年全球经济增速放缓可能对机器人安装产生一定影响，装机量略有下降，但从长期来看，全球工业机器人装机量有望在 2026 年突破 700,000 台。2022-2026 年期间，全球工业机器人装机量的复合年均增长率（CAGR）预计为 6.75%，工业自动化和智能制造的持续推进将继续推动工业机器人市场的增长。

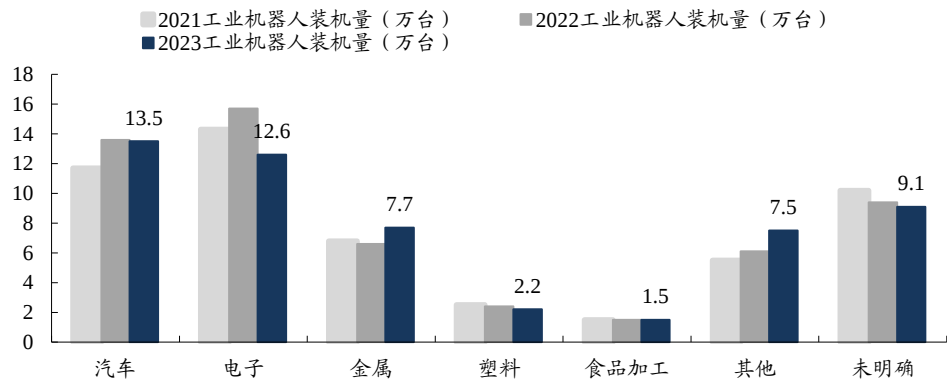
图11: 2026 年工业机器人装机量有望突破 70 万台



数据来源: IFR, 东吴证券研究所

电子和汽车行业作为全球工业机器人的主要应用领域,其装机量在这三年间均保持在较高水平。根据 IFR 的数据,2022 年全球工业机器人下游主要应用领域仍为电子和汽车行业,年装机量分别为 15.7 万台和 13.6 万台,分别占年装机规模的 28.39%、24.59%,同比增速分别为 9.8%和 16.2%。2023 年受经济环境影响,装机量略有下降,但仍保持在较高水平。显示出汽车行业对工业机器人需求的持续增长。

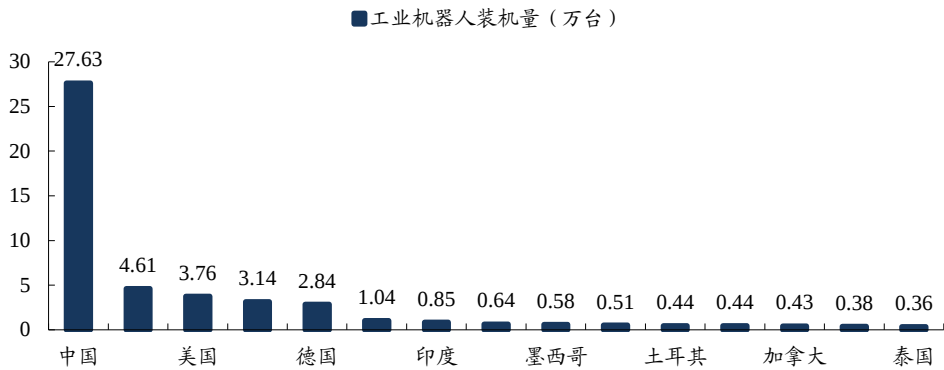
图12: 2023 年汽车行业为工业机器人最大新增装机用户



数据来源: IFR, 东吴证券研究所

2023 年中国工业机器人装机量占全球总量 52%。根据《World Robotics 2024》报告统计,2023 年中国工业机器人年装机量达到 276,300 台,连续多年稳居全球首位,显著高于排名第二的日本的 46,100 台装机量。从全球市场份额来看,中国工业机器人安装量从 2012 年的 23,000 台,占全球总量的 14%,增长至 2023 年的 52%,2023 年几乎占据了全球市场的一半。

图13：中国工业机器人装机量占全球装机 52%，超 27.6 万台



数据来源：IFR，东吴证券研究所

2.2. 公司通过外延发展，完成全产业链布局

公司采取外延并购策略，有效整合海外的先进技术，成功拓展了新的应用领域。鉴于机器人产业在海外的早期发展及其技术优势，并购海外企业成为公司加速技术引进和市场扩张的适宜途径。通过直接吸纳国外的成熟技术，公司不仅缩短了研发周期，也显著降低了研发成本。

公司已成功收购包括 CMA、EVOLUT 和 WFC 在内的多家海外企业，丰富了公司的产品线和服务范围。目前，公司的产品及服务已经扩展至喷涂、抛光打磨、切割等多个领域，并广泛应用于 3C 电子、陶瓷卫浴以及汽车制造等关键行业，从而实现了产业链的全面布局。

图14：公司通过外延全面覆盖不同工业机器人应用场景

业务布局	行业						
	卫陶家具	五金	铸造	消费电子	汽车及零部件	轨道交通	食品饮料
应用							
喷涂	CMA（希美埃）						
抛光打磨	EVOLUT（埃华路）						
切割		埃夫特					
上下料						W. F. C	
码垛	埃夫特						
涂胶							
焊接							

数据来源：埃夫特，东吴证券研究所

收购 CMA、ROBOX 掌握机器人整机核心技术。公司最初专注于向汽车行业提供用于点焊和搬运的大型负载机器人。通过收购意大利喷涂机器人企业 CMA，并在芜湖设立希美埃，成功引进了 CMA 的智能喷涂技术，扩展了产品线。同时，通过参股意大利控制器和驱动器制造商，获得了控制系统和操作平台的关键技术。此外，公司成立子公司瑞博思，承接海外先进技术，增强核心零部件自产能力，降低采购成本，从而提升公司市场竞争力和盈利能力。

图15：公司整机业务通过自研、兼并购快速发展

时间	产品发展
2007-2012	面向汽车行业点焊、搬运和涂胶需求，开发大型负载机器人
2011-2014	面向通用工业领域，如卫浴、金属加工，开发中小型负载机器人
2015-2016	人吸收 CMA 技术开发中小型负载喷涂机器人，针对 3C 开发轻型桌面机器人
2017年	面向通用工业领域，丰富了中小型负载机型，丰富喷涂市场产品线，开始导入国产零部件
2018-至今	批量导入自主 ROBOX 平台控制器、伺服驱动器和奥一减速器。丰富协作机器人产品线，自主研发高性能机器人控制与驱动硬件技术

数据来源：埃夫特，东吴证券研究所

通过收购 WFC 和 EVOLUT，公司成功扩大了在系统集成市场的业务范围。WFC 为公司引入了柔性生产线的关键技术，并利用其客户基础推动了公司在汽车行业业务的增长。收购完成后，公司整合并研发了 WFC 的自动化焊接技术，推出了基于 AGV（自动导引车）和 CUBO 主拼的超柔性焊接解决方案。该方案通过 AGV 实现夹具和工装的灵活切换，并采用模块化设计以支持多车型混线生产。与此同时，EVOLUT 的系统集成专长和智能视觉技术显著提升了公司在铸造、锻造和金属加工等通用工业领域的竞争力。这些技术已成功应用于北汽南非、赛麟超级汽车制造基地、奇瑞巴西和华晨新日等关键项目，进一步巩固了公司在行业中的领导地位。

图16：公司系统集成业务通过自研、兼并购快速发展

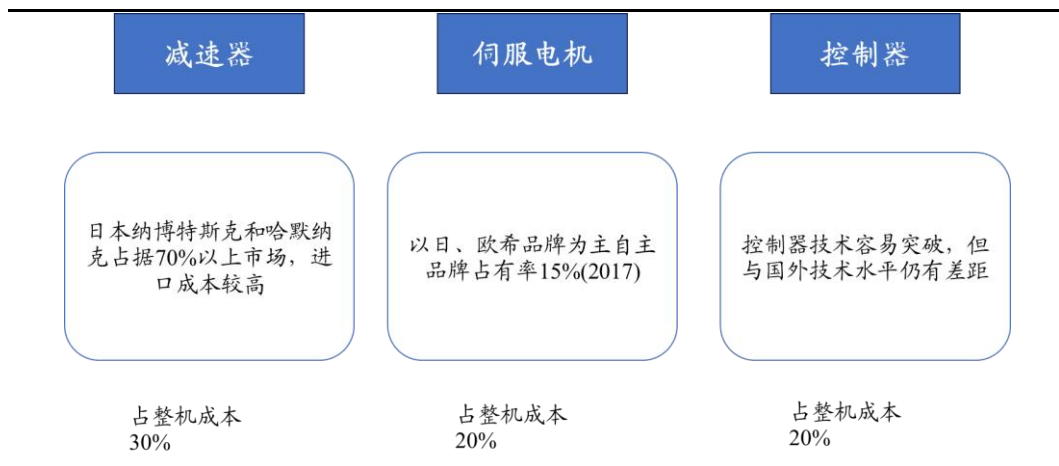
时间	产品发展
2008-2014	无系统集成业务
2015年	组建团队进行业务探索
2016年	形成面向五金的标准抛光、打砂解决方案；吸收 CMA 技术后形成标准的机器人喷涂工作站解决方案；形成了汽车焊装分拼夹具设计和制造能力
2017年	吸收 EVOLUT 技术，形成智能抛光和打磨系统解决方案；形成面向金属加工、铸造领域整线方案能力
2018-至今	吸收 WFC 技术开发高端车身焊装自动化工艺技术；吸收 WFC 技术后创新多 AGV 调度和 CUBO主拼的超柔性焊装技术；自主研发机器人智能焊接成套解决方案

数据来源：埃夫特，东吴证券研究所

2.3. 公司自产核心零部件，有望加速完成国产替代

核心零部件占工业机器人整机成本的 70%，且长期被外资企业垄断。在工业机器人领域，外资龙头企业凭借对核心零部件制造技术的掌控，占据了市场优势。核心零部件占据了整机成本的 70%，其中减速器占比 30%，伺服电机和控制器各占比 20%。工业机器人产业链可分为上游的核心零部件制造、中游的整机组装以及下游的系统集成。在这些领域中，龙头企业各具优势：安川电机在伺服系统和运动控制器方面表现出色；发那科以数控系统见长；库卡在控制系统和机器人整机方面表现突出；而 ABB 则在控制系统领域占据领先地位。相比之下，国内企业由于规模较小，此前一直依赖进口核心零部件。这不仅削弱了其议价能力，还因高昂的进口成本影响了其市场竞争力。

图17：核心零部件价值量占比高，市场长期由海外龙头主导



数据来源：中国科技资源导刊，东吴证券研究所

公司通过自主生产核心零部件，显著提升自身的市场竞争力。公司采取了更加全面的市场布局策略，涵盖核心零部件研发、整机制造以及系统集成。公司的核心零部件由其全资子公司瑞博思负责研发和生产，并专门配套公司的机器人整机产品。与国际领先企业相比，我们认为随着公司核心零部件陆续完成国产替代，公司整体毛利率将显著提升。

图18：公司核心零部件自供率有望大幅上升

公司	减速器	伺服系统		控制系统
		驱动	电机	
新松机器人	外购	外购	国产化替代中	国产化替代中
埃斯顿	部分外购	自产	自产	收购 TR10. 国产化替代中
新时达	外购	自产	外购	少量自产
埃夫特	外购, 战略参股奥一精机, 已开始小批量替换	自产, 在试产阶段	外购	自产, 2019年开始批量替换

数据来源：埃夫特，高工机器人，东吴证券研究所

2.4. 携手产业投资方和用户，积极布局人形机器人领域

公司与多方合作，加速人形机器人布局。（1）携手国家先进制造产业投资基金，埃夫特聚焦智能机器人通用技术底座研发。2024 年 4 月，埃夫特与国家先进制造产业投资基金、芜湖市科创集团合资成立启智机器人公司，专注于智能机器人通用技术底座的研究工作，专门承接公司具身智能研发及产业化战略任务，致力于提升机器人的智能化水平和场景适应性。

（2）与科研机构、企业在产业链上中下游展开合作。2024 年 8 月，埃夫特及旗下启智机器人分别于清华大学、中科大成立联合实验室，共同开展具身智能领域感知、决策、规划和控制相关前瞻技术和共性技术平台研究和探索。2025 年 2 月 28 日，埃夫特与讯飞集团、绿的谐波、穹彻智能等九家公司达成机器人及核心技术模块合作，并将与奇瑞汽车、富士康、中鼎股份等企业合作，共同推动行业及应用解决方案落地。

（3）牵手华为，共同研发“大小脑”核心技术。2024 年 11 月 15 日，华为(深圳)全球具身智能产业创新中心宣布启动运营，公司作为优选伙伴签约，成为最大机器人本

体企业合作方。依托成熟技术积累，公司将运控技术横向迁移至人形机器人领域，通过旗下“启智机器人”赋能华为机器人供应链核心。双方将聚焦具身智能领域，共同研发“大脑”（AI 决策系统）和“小脑”（运动控制系统）等核心技术。

图19：公司在人形机器人领域合作情况

合作方	签订日期	合作内容
国家先进制造产业投资基金、芜湖市科创集团	2024年4月	共同设立“启智机器人”，开展通用智能机器人底座相关研发工作
清华大学、中科大	2024年8月	成立联合实验室，共同开展具身智能领域感知、决策、规划和控制相关前瞻技术和共性技术平台研究和探索
华为(深圳)全球具身智能产业创新中心	2024年11月	聚焦具身智能领域，共同研发“大脑”（AI决策系统）和“小脑”（运动控制系统）等核心技术
讯飞集团、绿的谐波、穹彻智能等九家公司	2025年2月	达成机器人及核心技术模块合作
奇瑞汽车、富士康、中鼎股份等企业	2025年2月	共同推动行业及应用解决方案落地

数据来源：埃夫特，高工机器人，东吴证券研究所

公司利用三大核心技术，有望打造机器人行业的“安卓”系统。在“机械自动化”向“具身智能化”跃进的背景下，为应对机器人行业发展缺乏技术底座的挑战，埃夫特与国家先进制造产业投资基金、芜湖市科创集团共同设立启智机器人，致力于激活集成商开发意识，打造“智能机器人通用技术底座”。智能机器人通用技术底座的成功研发，有望降低智能化升级成本和开发门槛，扩展具身智能生态边界。公司“智能机器人通用技术底座”由三部分构成：（1）Openmind OS：操作系统，使机器人具备环境理解与自主决策能力、（2）墨斗 IDE：提供一整套完整的开发工具链、（3）大衍数据平台：集机器人应用数据的采、洗、存、标、训一体，缩短机器人的开发与训练周期。

基于机器人通用技术底座，公司发布第一代轮式人形机器人，拓展多场景应用。2024年2月28日，埃夫特于“第一届智能机器人通用技术底座开发者大会暨2025埃夫特合作伙伴大会”上正式发布第一代轮式人形机器人 Yobot W1，自由度达32个，已用于汽车总装物流环节的搬运工作，未来将拓展至康养、医院和家庭场景。

图20: 埃夫特 Yobot W1 人形机器人



数据来源：埃夫特，东吴证券研究所

公司凭借在机器人领域的深厚技术积累和创新能力，有望在人形机器人市场中脱颖而出。自 2017 年发布首代自主作业机器人以来，埃夫特在喷涂、焊接、码垛等领域实现了批量应用，累计部署智能装备超 12000 台套，为制造业数字化转型提供了技术范式和丰富的实验数据。在地方政府的支持和上下游企业的合作推动下，公司研发的“智能机器人通用技术底座”将有效降低开发成本，提高开发效率，推动中国人形机器人加速产业化。

3. 盈利预测

公司作为工业机器人“小巨人”，积极开拓新下游，我们预计公司业绩有望实现快速增长，盈利预测具体如下：

(1) 机器人整机：我们预计该业务 2024-2026 年收入 8.37/9.21/11.05 亿元，同比-2%/+10%/+20%，预计毛利率分别为 19%/22%/24%。

(2) 系统集成设备：我们预计该业务 2024-2026 年收入 5.01/4.51/4.74 亿元，同比-50%/-10%/+5%，预计毛利率为 12%/12%/12%。

(3) 其他业务收入：我们预计该业务 2024-2026 年收入 0.3/0.3/0.3 亿元，同比维持，预计毛利率为 10%/10%/10%。

图21：埃夫特盈利预测（以 2023 年年报口径为准）

	2023A	2024E	2025E	2026E
机器人整机				
营业收入（亿元）	8.54	8.37	9.21	11.05
YoY	/	-2%	10%	20%
毛利率	22.41%	19.00%	22.00%	24.00%
系统集成设备				
营业收入（亿元）	10.02	5.01	4.51	4.74
YoY	/	-50%	-10%	5%
毛利率	12.71%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务收入				
营业收入（亿元）	0.3	0.3	0.3	0.3
YoY	/	0%	0%	0%
毛利率	25.92%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

机器人本体主业进展顺利，与华为合作打开人形机器人业务成长空间。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.68/14.02/16.09 亿元，当前股价对应动态 PS 分别为 12/12/10 倍。我们选取同为机器人整机行业的埃斯顿、华昌达、凯尔达作为公司同比公司，由于公司工业机器人业务基本盘稳健，且横向切入人形机器人赛道进程较为顺利，有望随人形机器人商业化进程推进充分受益，因此维持“增持”评级。

图22：可比公司估值表

2025/3/12		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	营业收入（亿元）				PS			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002747.SZ	埃斯顿	CNY	24.56	213	46.5	48.5	55.7	65.8	5	4	4	3
300278.SZ	华昌达	CNY	7.23	103	28.6	29.1	35.0	41.6	4	4	3	2
688255.SH	凯尔达	CNY	42.55	47	4.8	5.6	6.7	8.1	10	8	7	6
平均					26.6	27.7	32.5	38.5	6	5	5	4
688165.SH	埃夫特-U	CNY	31.13	162	18.9	13.7	14.0	16.1	9	12	12	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所（埃斯顿、华昌达、凯尔达营收预测来自 Wind 一致预测，截至 2025 年 3 月 11 日）

4. 风险提示

(1) 工业机器人需求不及预期：下游行业需求增长不及预期，例如汽车、新能源等行业需求放缓，或市场竞争加剧导致市场份额被挤压，工业机器人需求可能不及预期。

(2) 人形机器人量产进度不及预期：人形机器人目前尚未实现商业化，若人形机器人量产不及预期可能影响公司下游需求。

(3) 宏观经济风险：宏观经济不及预期可能对公司各业务产生消极影响。

埃夫特-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,278	2,101	2,124	2,242	营业总收入	1,886	1,368	1,402	1,609
货币资金及交易性金融资产	622	966	1,111	1,242	营业成本(含金融类)	1,560	1,171	1,144	1,279
经营性应收款项	851	577	535	556	税金及附加	5	4	4	5
存货	276	175	150	138	销售费用	133	116	91	97
合同资产	325	205	168	161	管理费用	162	123	105	113
其他流动资产	205	177	160	146	研发费用	91	89	98	129
非流动资产	1,062	1,079	1,064	1,048	财务费用	28	(4)	(10)	(12)
长期股权投资	249	249	249	249	加:其他收益	63	41	42	48
固定资产及使用权资产	259	251	243	234	投资净收益	11	7	7	8
在建工程	8	12	15	18	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	131	146	161	176	减值损失	(59)	(44)	(14)	(34)
商誉	199	179	159	139	资产处置收益	14	3	3	3
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	(62)	(124)	7	25
其他非流动资产	215	241	236	231	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	3,340	3,180	3,188	3,291	利润总额	(61)	(124)	7	25
流动负债	1,176	1,088	1,085	1,153	减:所得税	(13)	(25)	1	5
短期借款及一年内到期的非流动负债	469	548	548	548	净利润	(48)	(99)	6	20
经营性应付款项	468	358	349	391	减:少数股东损益	(1)	(2)	0	0
合同负债	87	68	70	80	归属母公司净利润	(47)	(97)	6	19
其他流动负债	153	114	118	134	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.09)	(0.19)	0.01	0.04
非流动负债	359	364	364	364	EBIT	(47)	(128)	(2)	12
长期借款	185	185	185	185	EBITDA	6	(102)	24	40
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.31	14.45	18.42	20.49
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	(2.52)	(7.11)	0.41	1.21
其他非流动负债	162	167	167	167	收入增长率(%)	42.11	(27.47)	2.46	14.75
负债合计	1,535	1,452	1,449	1,517	归母净利润增长率(%)	72.55	(105.11)	105.90	237.83
归属母公司股东权益	1,799	1,724	1,735	1,770					
少数股东权益	5	3	3	4					
所有者权益合计	1,804	1,728	1,739	1,773					
负债和股东权益	3,340	3,180	3,188	3,291					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(224)	281	147	132	每股净资产(元)	3.45	3.30	3.33	3.39
投资活动现金流	454	(23)	4	5	最新发行在外股份(百万股)	522	522	522	522
筹资活动现金流	32	87	(7)	(7)	ROIC(%)	(1.52)	(4.14)	(0.08)	0.40
现金净增加额	276	345	145	130	ROE-摊薄(%)	(2.64)	(5.64)	0.33	1.10
折旧和摊销	53	26	27	28	资产负债率(%)	45.97	45.67	45.46	46.11
资本开支	(4)	(3)	(3)	(3)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(342.33)	(166.90)	2,829.65	837.59
营运资本变动	(273)	351	104	55	P/B (现价)	9.03	9.42	9.36	9.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>