

# 埃斯顿 (002747.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 收入快速增长，盈利能力回升明显

### 事件

4月29日，公司公布22年年报&23年一季报：(1)22年实现营收38.81亿元，同比增长28.48%；归母净利润1.66亿元，同比增长36.28%，符合预期；(2)1Q23实现营业收入9.86亿元，同比增长22.53%；归母净利润4304.55万元，同比减少28.34%，低于预期。

### 经营分析

1、紧抓新能源汽车、光伏、锂电等结构性机会，公司实现收入快速增长。(1)22年公司收入分产品看，工业机器人及成套装备、核心控制部件收入分别为28.55亿元、10.25亿元，同比+41.16%、2.79%；其中，埃斯顿品牌工业机器人本体销售增长超70%。在22年全国经济下行情况下，公司紧抓新能源行业结构性机会，开发了锂电和光伏行业专用机器人、运动控制及智能控制单元等系列化产品，实现了公司全线产品进入新能源行业头部客户合格供方名录的战略目标，从而带动了公司收入的快速增长。根据MIR睿工业《2022年度中国工业机器人市场年度报告》，2022年我国工业机器人国产化率提升至35%；公司再次成为国内工业机器人、国产六关节工业机器人出货量第一名。(2)2023年以来，制造业投资需求逐渐回暖，自动化行业有望迎来新一轮景气上行周期。公司有望通过对战略性新兴行业加大投入，从而保持收入持续增长。

2、毛利率回升明显，造精益管理及降本增效效果初见成果。(1)22年，公司综合毛利率33.85%，同比+1.31pct；其中工业机器人及智能制造业务毛利率33.37%，同比+0.91pct；核心部件业务毛利率35.18%，同比+2.47pct。虽然芯片等重要原材料仍然处于上涨趋势，但公司通过优化供应链、提升国产替代、实施制造精益管理等措施使得毛利率逐步提升。销售、管理、研发、财务费用率分别7.79%、9.88%、7.93%、2.14%，同比-1.43pct、-1.31pct、+0.10、+1.22pct，合计费用率27.7%、同比-1.42pct；其中，公司总体研发投入约4.02亿，同比+42.45%，收入占比达10.35%。净利率4.71%、同比-0.48pct。(2)1Q23，公司综合毛利率、净利率为33.57%、4.47%，同比+0.83pct、-3.16pct，净利率下降较多主因公司对参股公司丧失重大影响改变计量方式、由权益法变更为公允价值计量导致公司公允价值变动收益同比下滑81%所致。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司2023-25年归母净利润2.83/4.94/7.91亿元，公司股票现价对应PE估值为70/40/25倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

竞争加剧的风险、下游需求不及预期、人民币汇率波动风险。

### 机械组

分析师：秦亚男 (执业S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.80元

### 相关报告：

- 《埃斯顿点评报告：推出股权激励计划，经营改善可期》，2023.3.12
- 《公司盈利能力稳定，机器人龙头成长可期-埃斯顿三季报点评》，2022.10.27
- 《公司盈利能力稳定，看好长期成长潜力-埃斯顿22年中报点评》，2022.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 3,020  | 3,881  | 5,468  | 7,464  | 9,953  |
| 营业收入增长率        | 20.33% | 28.49% | 40.89% | 36.51% | 33.35% |
| 归母净利润(百万元)     | 122    | 166    | 283    | 494    | 791    |
| 归母净利润增长率       | -4.75% | 36.28% | 70.05% | 74.68% | 60.13% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.140  | 0.191  | 0.325  | 0.568  | 0.910  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.36   | 0.03   | 0.34   | 0.26   | 0.49   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 4.71%  | 6.00%  | 9.62%  | 15.27% | 21.32% |
| P/E            | 184.72 | 113.30 | 70.07  | 40.11  | 25.05  |
| P/B            | 8.71   | 6.79   | 6.74   | 6.12   | 5.34   |

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)        |               |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |               |               |       |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-------|
|                     | 2020          | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                 | 2020         | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E         | 2025E         |       |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>2,510</b>  | <b>3,020</b>  | <b>3,881</b>  | <b>5,468</b>  | <b>7,464</b>  | <b>9,953</b>  | 货币资金            | 610          | 695          | 718          | 1,249        | 1,697         | 2,242         |       |
| 增长率                 | 20.3%         | 28.5%         | 28.5%         | 40.9%         | 36.5%         | 33.3%         | 应收款项            | 997          | 1,151        | 1,786        | 2,036        | 2,779         | 3,706         |       |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-1,654</b> | <b>-2,038</b> | <b>-2,567</b> | <b>-3,614</b> | <b>-4,857</b> | <b>-6,462</b> | 存货              | 638          | 834          | 1,130        | 1,274        | 1,713         | 2,278         |       |
| %销售收入               | 65.9%         | 67.5%         | 66.1%         | 66.1%         | 65.1%         | 64.9%         | 其他流动资产          | 294          | 883          | 848          | 897          | 994           | 1,117         |       |
| <b>毛利</b>           | <b>857</b>    | <b>983</b>    | <b>1,314</b>  | <b>1,853</b>  | <b>2,607</b>  | <b>3,491</b>  | 流动资产            | 2,540        | 3,562        | 4,484        | 5,456        | 7,183         | 9,343         |       |
| %销售收入               | 34.1%         | 32.5%         | 33.9%         | 33.9%         | 34.9%         | 35.1%         | %总资产            | 44.7%        | 51.0%        | 54.3%        | 59.7%        | 66.1%         | 71.8%         |       |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-16</b>    | <b>-15</b>    | <b>-22</b>    | <b>-27</b>    | <b>-37</b>    | <b>-50</b>    | 长期投资            | 223          | 277          | 450          | 450          | 450           | 450           |       |
| %销售收入               | 0.6%          | 0.5%          | 0.6%          | 0.5%          | 0.5%          | 0.5%          | 固定资产            | 717          | 760          | 880          | 906          | 928           | 946           |       |
| <b>销售费用</b>         | <b>-223</b>   | <b>-278</b>   | <b>-302</b>   | <b>-421</b>   | <b>-575</b>   | <b>-746</b>   | %总资产            | 12.6%        | 10.9%        | 10.7%        | 9.9%         | 8.5%          | 7.3%          |       |
| %销售收入               | 8.9%          | 9.2%          | 7.8%          | 7.7%          | 7.7%          | 7.5%          | 无形资产            | 2,003        | 2,075        | 2,174        | 2,039        | 2,014         | 1,990         |       |
| <b>管理费用</b>         | <b>-326</b>   | <b>-338</b>   | <b>-383</b>   | <b>-492</b>   | <b>-672</b>   | <b>-796</b>   | 非流动资产           | 3,145        | 3,428        | 3,767        | 3,684        | 3,678         | 3,669         |       |
| %销售收入               | 13.0%         | 11.2%         | 9.9%          | 9.0%          | 9.0%          | 8.0%          | %总资产            | 55.3%        | 49.0%        | 45.7%        | 40.3%        | 33.9%         | 28.2%         |       |
| <b>研发费用</b>         | <b>-169</b>   | <b>-237</b>   | <b>-308</b>   | <b>-492</b>   | <b>-672</b>   | <b>-896</b>   | <b>资产总计</b>     | <b>5,685</b> | <b>6,990</b> | <b>8,251</b> | <b>9,140</b> | <b>10,860</b> | <b>13,012</b> |       |
| %销售收入               | 6.7%          | 7.8%          | 7.9%          | 9.0%          | 9.0%          | 9.0%          | 短期借款            | 912          | 1,207        | 1,346        | 1,840        | 2,478         | 3,147         |       |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>123</b>    | <b>115</b>    | <b>298</b>    | <b>421</b>    | <b>651</b>    | <b>1,003</b>  | 应付款项            | 760          | 934          | 1,483        | 1,662        | 2,234         | 2,967         |       |
| %销售收入               | 4.9%          | 3.8%          | 7.7%          | 7.7%          | 8.7%          | 10.1%         | 其他流动负债          | 409          | 418          | 489          | 553          | 733           | 971           |       |
| <b>财务费用</b>         | <b>-101</b>   | <b>-28</b>    | <b>-83</b>    | <b>-113</b>   | <b>-118</b>   | <b>-126</b>   | 流动负债            | 2,081        | 2,558        | 3,318        | 4,055        | 5,446         | 7,086         |       |
| %销售收入               | 4.0%          | 0.9%          | 2.1%          | 2.1%          | 1.6%          | 1.3%          | 长期贷款            | 1,099        | 1,037        | 1,430        | 1,430        | 1,430         | 1,430         |       |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-20</b>    | <b>-15</b>    | <b>-65</b>    | <b>-26</b>    | <b>-9</b>     | <b>-12</b>    | 其他长期负债          | 518          | 513          | 433          | 403          | 419           | 438           |       |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>1</b>      | <b>2</b>      | <b>55</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 负债              | 3,697        | 4,109        | 5,181        | 5,887        | 7,295         | 8,954         |       |
| <b>投资收益</b>         | <b>36</b>     | <b>9</b>      | <b>-2</b>     | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,739</b> | <b>2,589</b> | <b>2,774</b> | <b>2,939</b> | <b>3,236</b>  | <b>3,710</b>  |       |
| %税前利润               | 22.5%         | 5.1%          | n.a           | 1.5%          | 0.9%          | 0.5%          | 其中：股本           | 840          | 869          | 869          | 869          | 869           | 869           |       |
| <b>营业利润</b>         | <b>132</b>    | <b>145</b>    | <b>245</b>    | <b>327</b>    | <b>569</b>    | <b>911</b>    | 未分配利润           | 414          | 496          | 625          | 795          | 1,091         | 1,566         |       |
| 营业利润率               | 5.3%          | 4.8%          | 6.3%          | 6.0%          | 7.6%          | 9.2%          | 少数股东权益          | 248          | 292          | 296          | 313          | 330           | 347           |       |
| <b>营业外收支</b>        | <b>26</b>     | <b>21</b>     | <b>18</b>     | <b>18</b>     | <b>18</b>     | <b>18</b>     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>5,685</b> | <b>6,990</b> | <b>8,251</b> | <b>9,140</b> | <b>10,860</b> | <b>13,012</b> |       |
| <b>税前利润</b>         | <b>158</b>    | <b>166</b>    | <b>263</b>    | <b>345</b>    | <b>587</b>    | <b>929</b>    | <b>比率分析</b>     |              | 2020         | 2021         | 2022         | 2023E         | 2024E         | 2025E |
| 利润率                 | 6.3%          | 5.5%          | 6.8%          | 6.3%          | 7.9%          | 9.3%          | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |               |               |       |
| <b>所得税</b>          | <b>-7</b>     | <b>-9</b>     | <b>-80</b>    | <b>-45</b>    | <b>-76</b>    | <b>-121</b>   | 每股收益            | 0.152        | 0.140        | 0.191        | 0.325        | 0.568         | 0.910         |       |
| 所得税率                | 4.4%          | 5.5%          | 30.4%         | 13.0%         | 13.0%         | 13.0%         | 每股净资产           | 2.070        | 2.981        | 3.192        | 3.382        | 3.723         | 4.269         |       |
| <b>净利润</b>          | <b>152</b>    | <b>157</b>    | <b>183</b>    | <b>300</b>    | <b>511</b>    | <b>808</b>    | 每股经营现金净流        | 0.382        | 0.359        | 0.031        | 0.342        | 0.261         | 0.494         |       |
| 少数股东损益              | 23            | 35            | 17            | 17            | 17            | 17            | 每股股利            | 0.000        | 0.075        | 0.300        | 0.130        | 0.227         | 0.364         |       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>128</b>    | <b>122</b>    | <b>166</b>    | <b>283</b>    | <b>494</b>    | <b>791</b>    | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |               |               |       |
| 净利率                 | 5.1%          | 4.0%          | 4.3%          | 5.2%          | 6.6%          | 7.9%          | 净资产收益率          | 7.37%        | 4.71%        | 6.00%        | 9.62%        | 15.27%        | 21.32%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 总资产收益率          | 2.25%        | 1.75%        | 2.02%        | 3.09%        | 4.55%         | 6.08%         |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 投入资本收益率         | 2.89%        | 2.10%        | 3.50%        | 5.54%        | 7.50%         | 10.01%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |               |               |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 主营业务收入增长率       | 76.59%       | 20.33%       | 28.49%       | 40.89%       | 36.51%        | 33.35%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | EBIT增长率         | 41.01%       | -6.30%       | 158.95%      | 41.03%       | 54.78%        | 54.04%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 净利润增长率          | 94.82%       | -4.75%       | 36.28%       | 70.05%       | 74.68%        | 60.13%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 总资产增长率          | 50.12%       | 22.96%       | 18.03%       | 10.77%       | 18.83%        | 19.81%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |               |               |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 92.7         | 82.6         | 91.1         | 90.0         | 90.0          | 90.0          |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 存货周转天数          | 106.8        | 131.8        | 139.6        | 130.0        | 130.0         | 130.0         |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 68.1         | 77.8         | 94.6         | 95.0         | 95.0          | 95.0          |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 固定资产周转天数        | 78.6         | 86.2         | 73.0         | 50.9         | 36.4          | 26.5          |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |               |               |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 净负债/股东权益        | 67.54%       | 31.75%       | 48.19%       | 44.36%       | 45.79%        | 43.31%        |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | EBIT利息保障倍数      | 1.2          | 4.1          | 3.6          | 3.7          | 5.5           | 8.0           |       |
|                     |               |               |               |               |               |               | 资产负债率           | 65.04%       | 58.78%       | 62.79%       | 64.41%       | 67.17%        | 68.82%        |       |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|    |     |     |     |     |     |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2022-05-25 | 增持 | 15.50 | 19.03~20.00 |
| 2  | 2022-07-08 | 增持 | 23.25 | N/A         |
| 3  | 2022-08-31 | 增持 | 20.38 | N/A         |
| 4  | 2022-10-27 | 增持 | 20.88 | N/A         |
| 5  | 2023-03-12 | 增持 | 23.89 | N/A         |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号        | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号     |
| 紫竹国际大厦 7 楼                |                           | 嘉里建设广场 T3-2402            |